

A股长期配置价值显现

专题报告

报告撰写人：权益团队

部 门：浙商期货研究中心

日 期：2022年3月11日

目录

CONTENTS

1 A股行情回顾

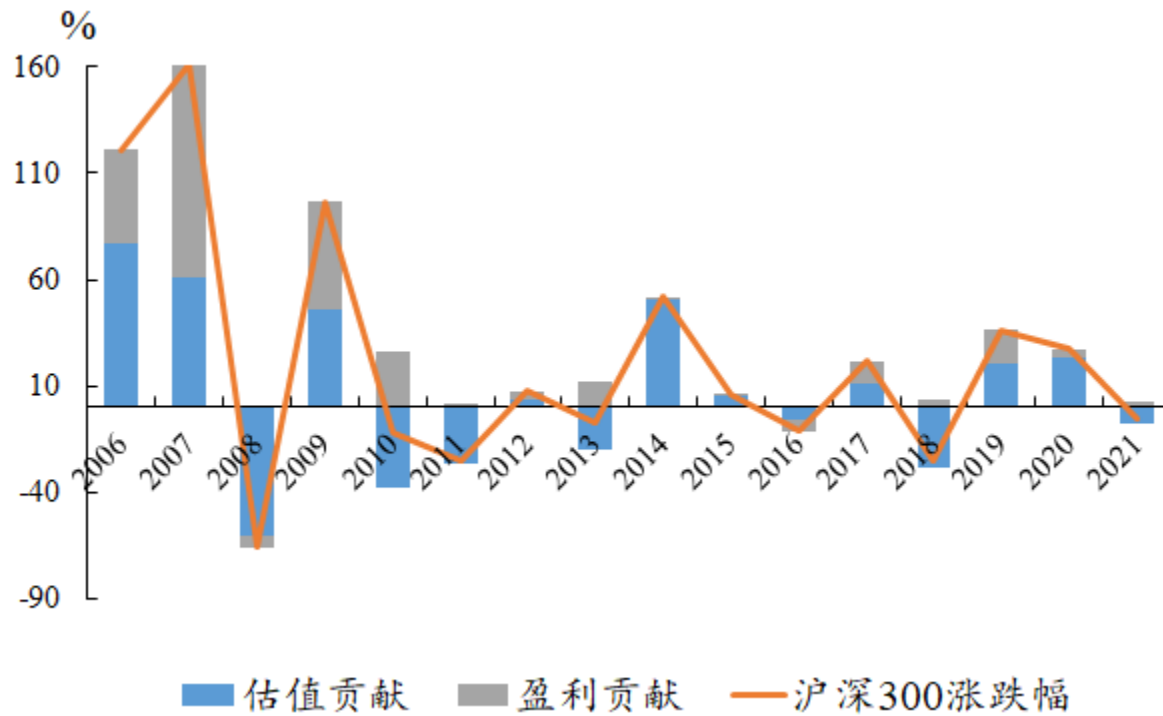
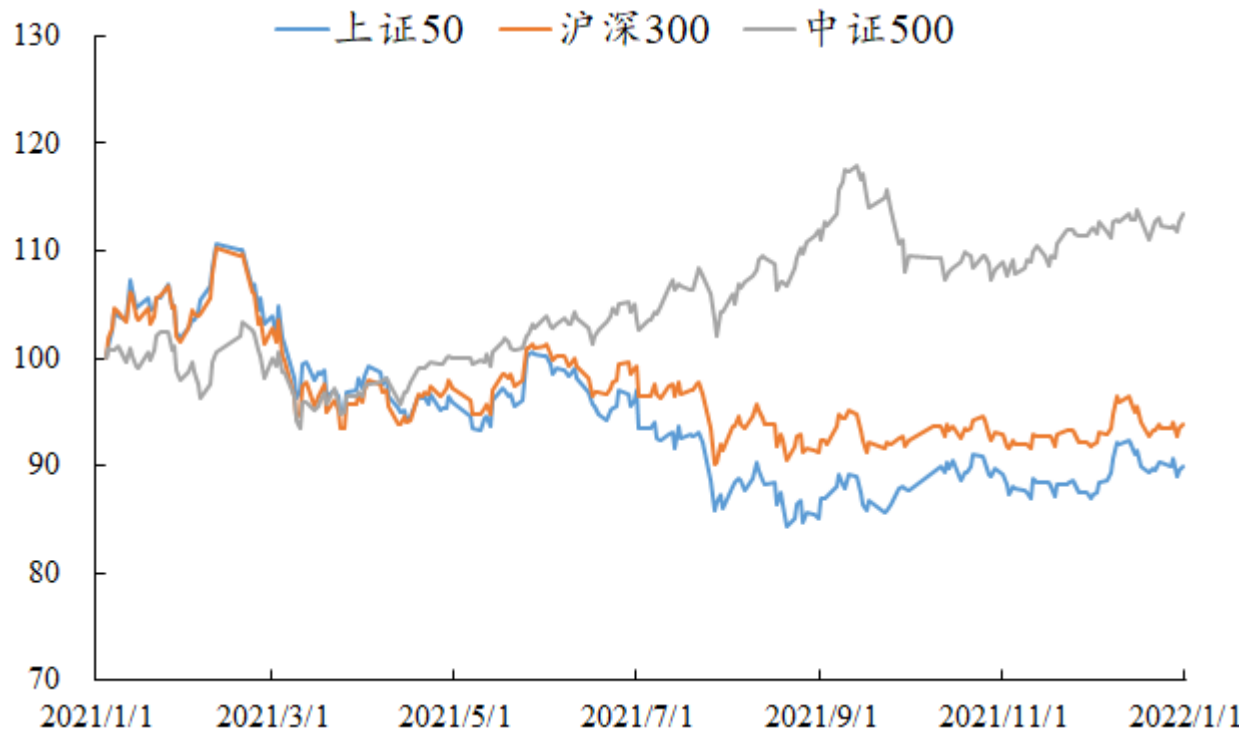
2 A股历次下跌

3 A股现状展望

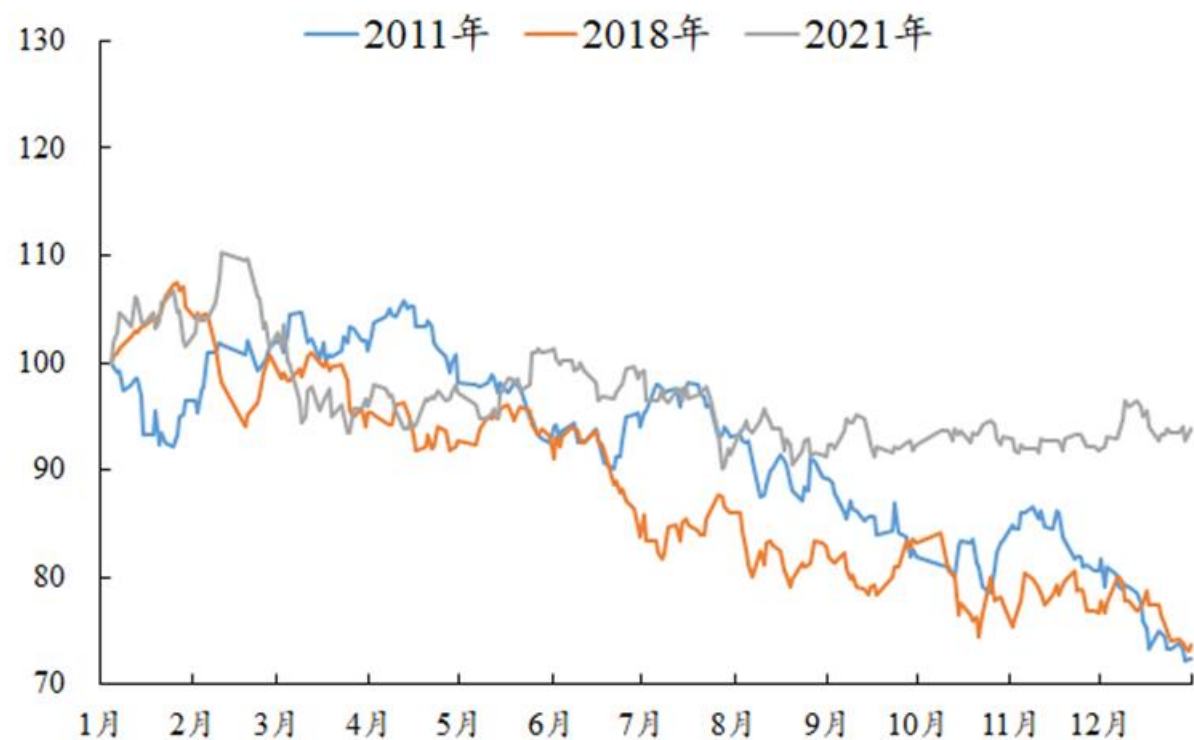


1

A股 行情回顾



- 2021年，信用收紧，宏观杠杆率大幅下滑。在此背景下，指数估值收缩。
- 2021年，国内经济增速下降，市场上涨主要由新能源（电力、车）和周期（资源类）股贡献。新能源和周期股的上涨主要由盈利推动。
- 2021年，中证500指数新能源和周期股占比高，指数大幅跑赢沪深300和上证50。



➤从历史上看，宏观经济去杠杆的年份，股指多呈现震荡下行。

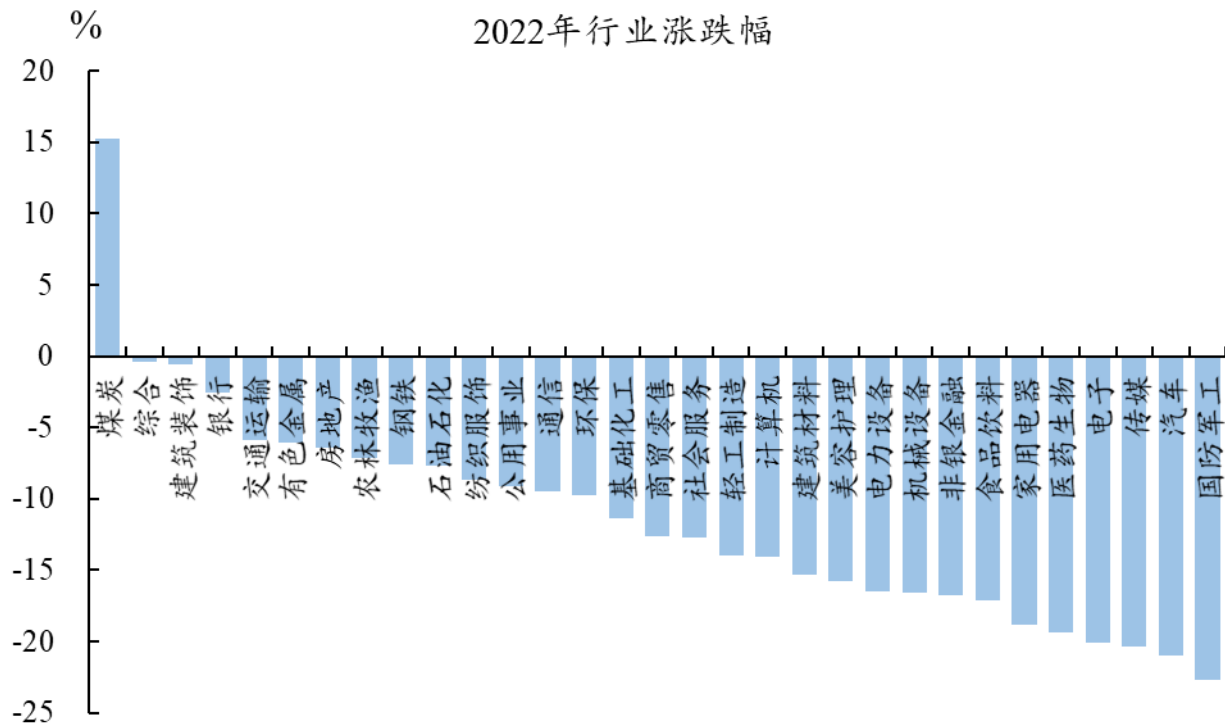
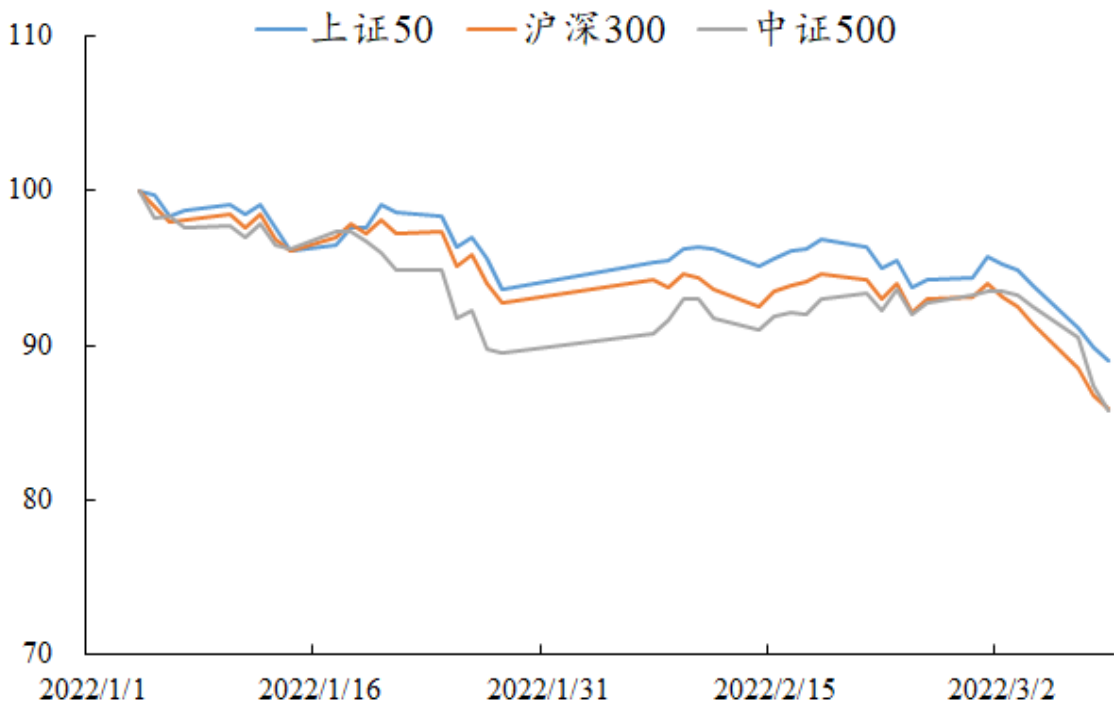
➤2021年，指数估值收缩相较2011年和2018年，幅度较小，跌幅也较平缓。

➤从历史数据来看，我国历次宏观去杠杆，A股估值均下行（2006年股权分置改革影响除外），指数也下跌。

➤去杠杆次年，股指和估值均上涨。

➤去杠杆时间为2-5个季度，本次去杠杆已历时5个季度，接近尾声。

时间	杠杆率 变化/%	当年指数 涨跌/%	当年估值 变化/%	次年指数 涨跌/%	次年估值 变化/%
2005.4- 2005.12	-4.35	-7.65	-	121.02	84.98
2006.7- 2006.12	-2.39	121.02	84.98	161.55	119.68
2007.10- 2008.12	-3.55	-65.95	-70.66	96.71	67.56
2011.1- 2011.12	-1.71	-25.01	-30.00	7.55	-7.07
2017.10- 2018.12	-1.36	-25.31	-25.80	36.07	19.70
2020.10- 2021.12	-2.73	-5.2	-3.06	-	-



- 市场预期企业盈利2022年探底，货币信用双宽。
- 年初至今，受全球通胀高企，海外货币收紧，俄乌地缘政治因素影响，A股年初至今震荡下行。
- 行业表现来看，周期（资源）股，金融、地产等行业表现较好，主要受周期股高景气持续，低估值防御性好，符合稳增长政策发力方向，房地产政策边际放松等因素影响。

2

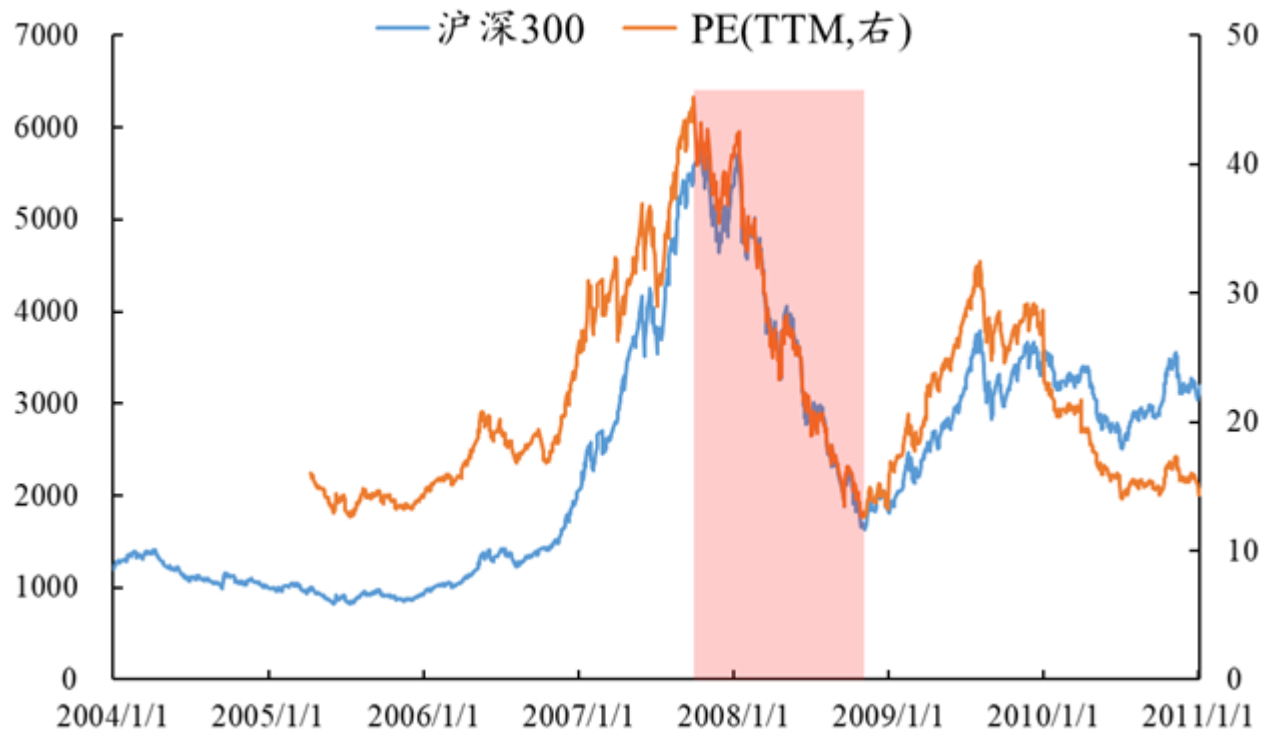
A股
历次下跌

2003年后历次下跌

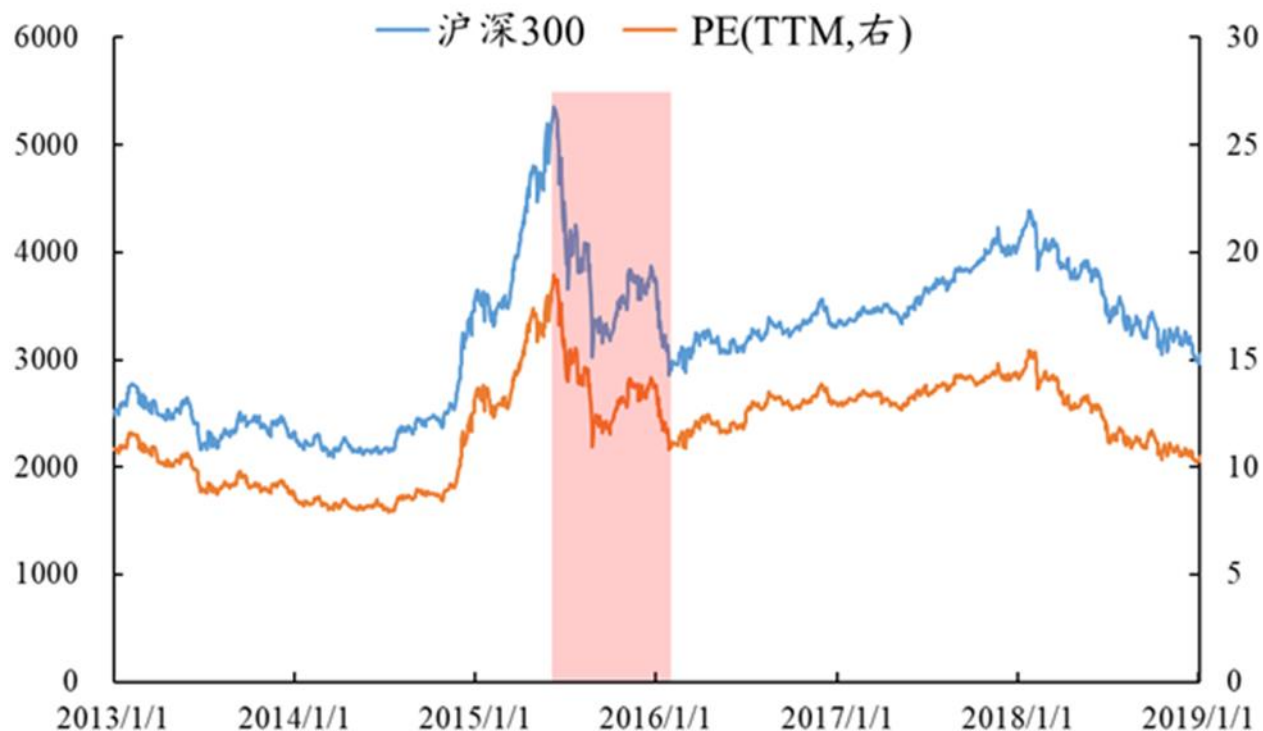
		高点				低点				跌幅/%	持续期 (月)
		时间	点位	PE(TTM)	PE分位	时间	点位	PE(TTM)	PE分位		
第一轮下跌	上证50	2007.10.16	4731.8	48.35	99.98	2008.10.27	1305.7	12.07	54.98	72.41	12.5
	沪深300	2007.10.16	5877.2	51.12	100.00	2008.11.4	1627.8	12.42	34.17	72.30	12.5
	中证500	2008.1.15	5487.1	73.73	92.89	2008.11.4	1513.5	16.61	0.35	72.42	9.5
第二轮下跌	上证50	2015.6.8	3458.7	14.95	74.18	2016.1.28	1912.7	8.40	8.06	44.70	7.5
	沪深300	2015.6.8	5353.8	19.00	80.40	2016.1.28	2853.8	10.68	14.42	46.70	7.5
	中证500	2015.6.12	11545.9	83.24	97.69	2016.1.28	5271.2	37.72	61.91	54.35	7.5
第三轮下跌	上证50	2018.2.5	3181.3	13.31	64.81	2019.1.2	2262.8	8.40	8.04	28.87	11
	沪深300	2018.1.24	4389.9	15.79	73.47	2019.1.3	2964.8	10.09	10.02	32.46	11.5
	中证500	2017.10.13	6709.8	34.59	58.78	2018.10.18	4018.5	16.65	0.46	40.11	12
第四轮下跌	上证50	2021.2.10	4028.5	14.90	73.98	2022.3.9	2907.2	10.29	34.71	27.83	13
	沪深300	2021.2.10	5807.7	17.45	79.13	2022.3.9	4226.3	12.31	32.98	27.23	13
	中证500	2021.9.13	7645.8	22.65	11.81	2022.3.9	6305.6	17.50	1.44	17.53	6

- 上证50和沪深300本轮调整时长约为13个月，持续时间已经超过前三轮下跌，比较充分。
- 上证50和沪深300本轮调整幅度约为27%，与2018年同为宏观去杠杆背景下的下跌幅度接近。
- 中证500由于新能源和周期股的扰动，借鉴意义较弱。

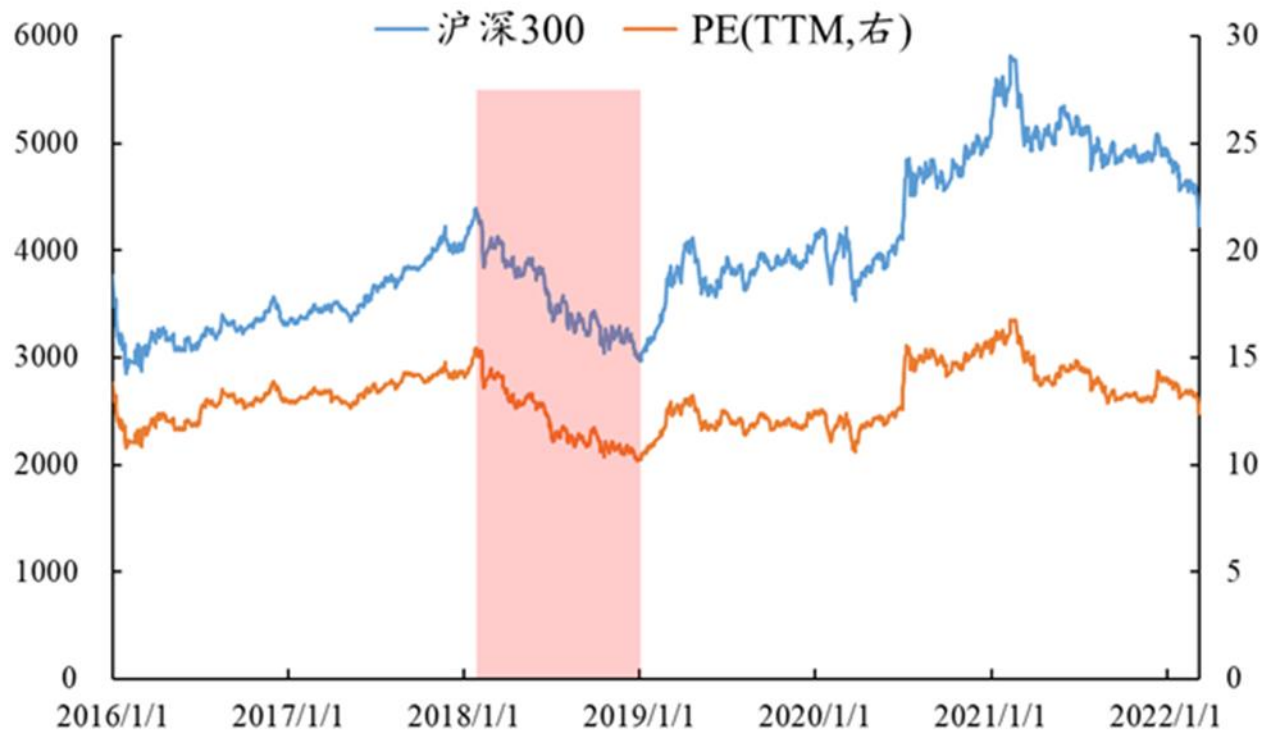
- 2007.10 -2008. 11 持续时间12.5个月，最大跌幅72.30%。
- 2007 年全球金融危机，2007 年Q3起中国经济进入下行周期，GDP 增速大幅下滑。
- 2008 年 9 月起，降准、降息逐步开启。
- 2008年 11 月，“四万亿计划”推出，刺激经济增长。
- 2009 年 1 月社融底部反弹。



- 2015.6 -2016.1 持续时间7.5个月，最大跌幅46.70%。
- 中国经济面临外需疲弱、产能过剩与房地产库存的三大压力，2014年起经济增速较快回落，GDP增速开始下滑。
- 2014年11月起，央行开始6次降息、5次降准，推出PSL、MLF等来加大基础货币投放。
- 对城投平台的融资约束边际弱化，地方政府债券体系基本确立。
- 2015年年中社融出现拐点。



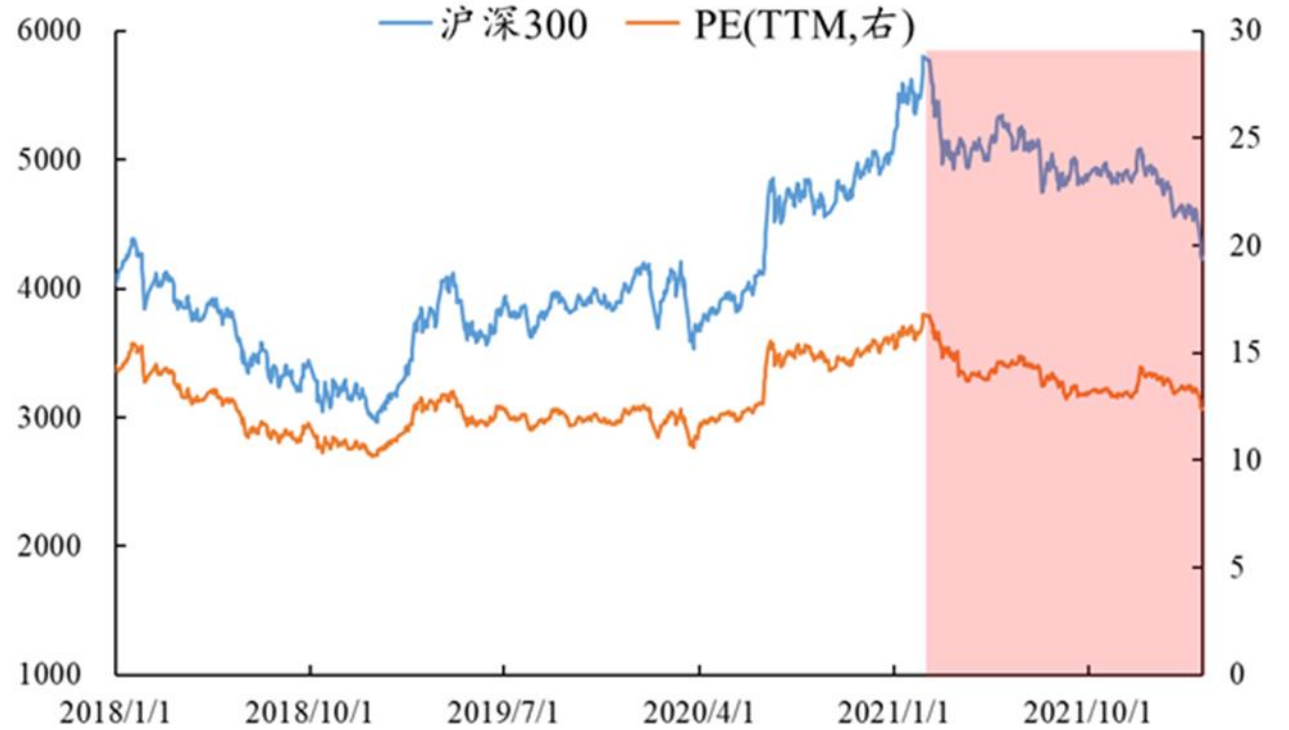
- 2018.1 -2019.1 持续时间11.5个月，最大跌幅32.46%。
- 在中美贸易摩擦的背景下，叠加宏观去杠杆、金融严监管，国内经济承压，2017Q2起 GDP 增速开始下行。
- 2018 年 4 月起，央行实施定向降准，通过公开市场操作与 MLF 等维护流动性。
- 2019 年 1 月社融触底反弹。



3

A股
现状展望

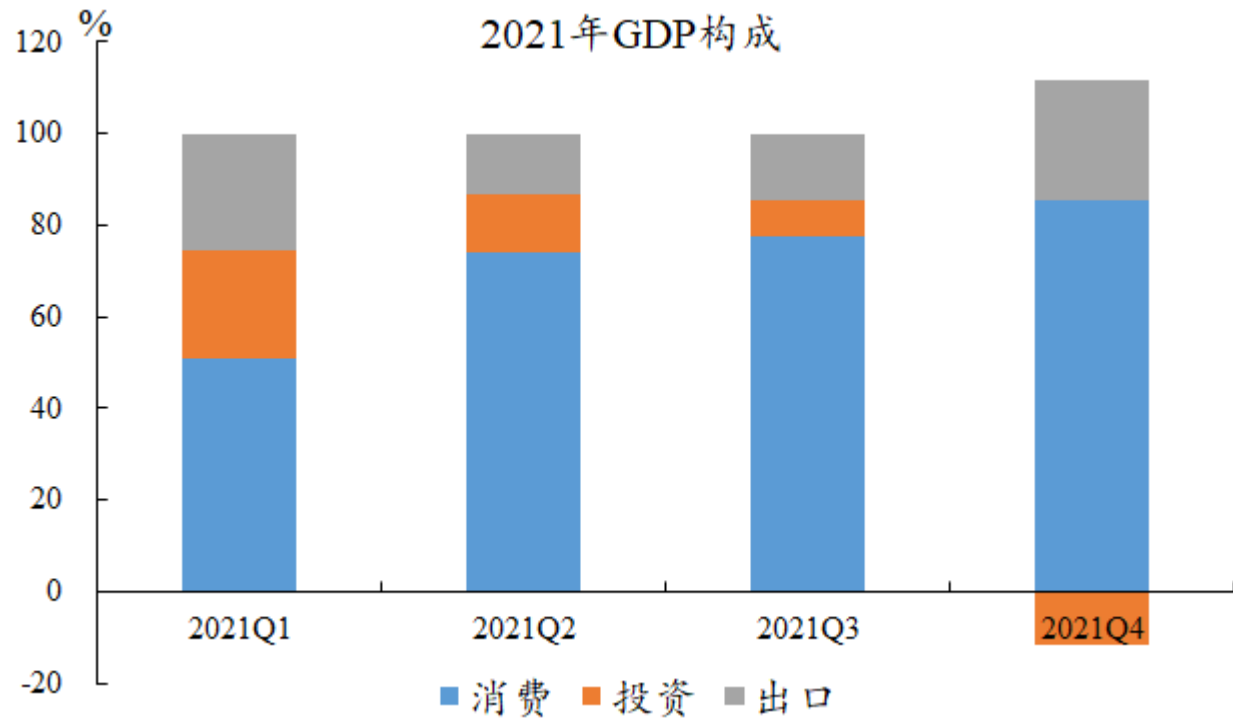
- 2021.2 –至今 持续时间13个月，跌幅27.23% (截止2022.3.9)。
- 后疫情时代，经济增长放缓，中国经济面临着需求收缩、供给冲击和增长预期转弱“三重压力”，GDP增速从2021年下半年开始放缓。
- 2021年7月9日和12月6日，央行两次全面降准；2021年12月20日和2022年1月20日两次下调1年期LPR，2022年1月20日5年期LPR时隔19个月首次下调；多次进行逆回购、MLF等操作维护市场流动性。
- 2021年11月，社融出现拐点。



➤ 《政府工作报告》延续稳字当头基调，GDP增速目标设定在5.5%，货币政策实施力度稳中偏松仍是主基调，降准降息窗口仍未关闭；明确提出“扩大新增贷款规模”，社融增速有望延续温和回升。

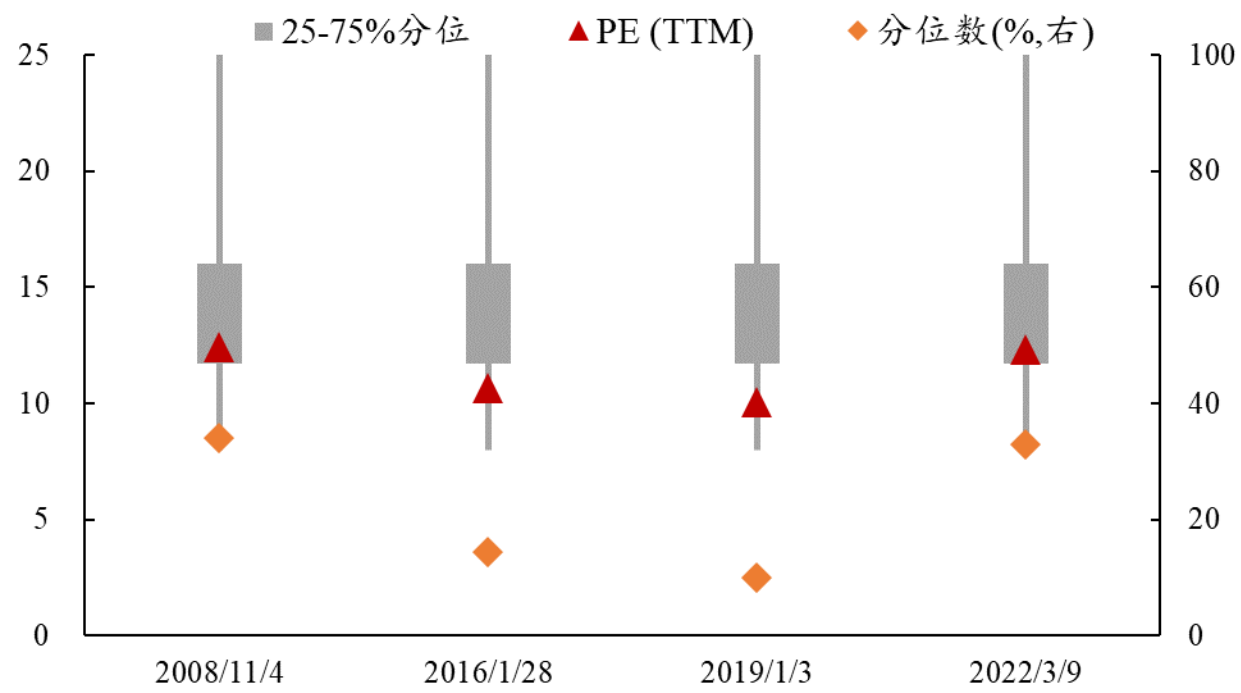
➤ 从政府工作报告来看，2022年的经济增长目标为5.5%，处于市场预期5%-5.5%的上限。与2021年三、四季度的GDP增速分别为4.9%和4%，形成鲜明反差。

➤ 从经济增长来源来看，2021年四季度，消费投资出口三驾马车中，消费拉动GDP3.4%，净出口拉GDP1.05%，投资拉动GDP-0.46%。出口和消费2022年承压，参考往年水平，要实现GDP的总目标，稳增长的基础和地产也将成为重要抓手。预计2022年基建发力，地产的增速将有明显转暖。



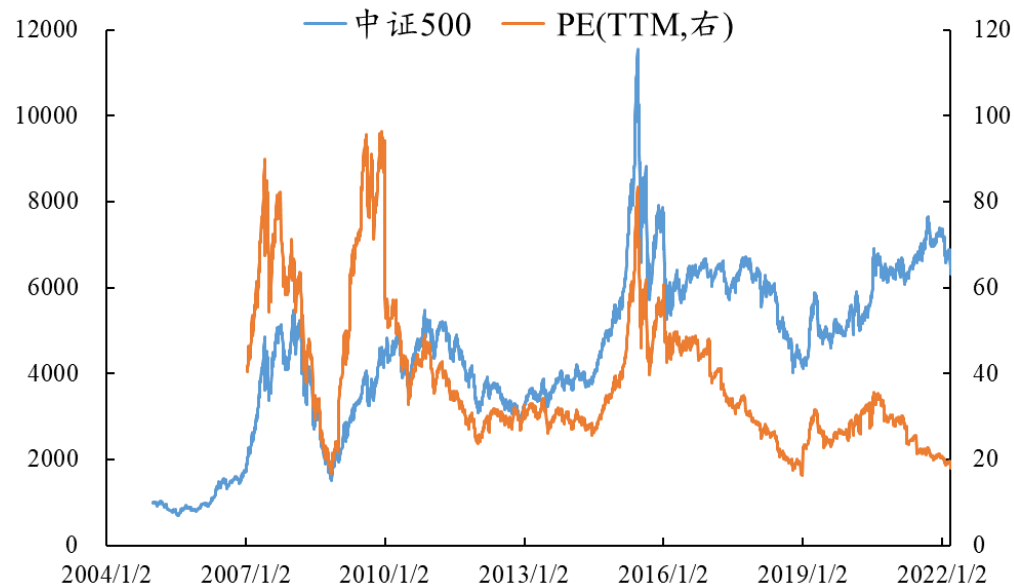
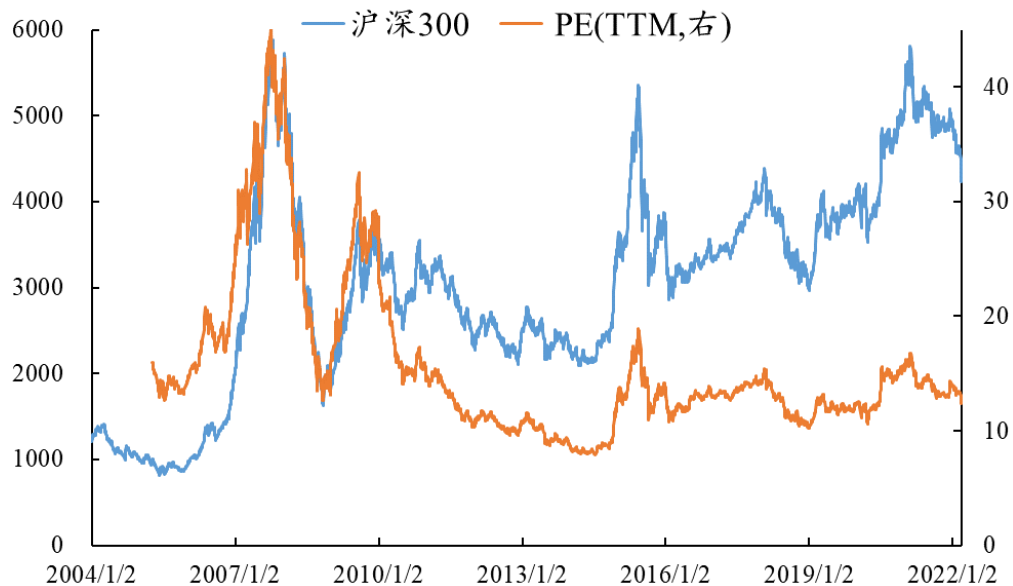
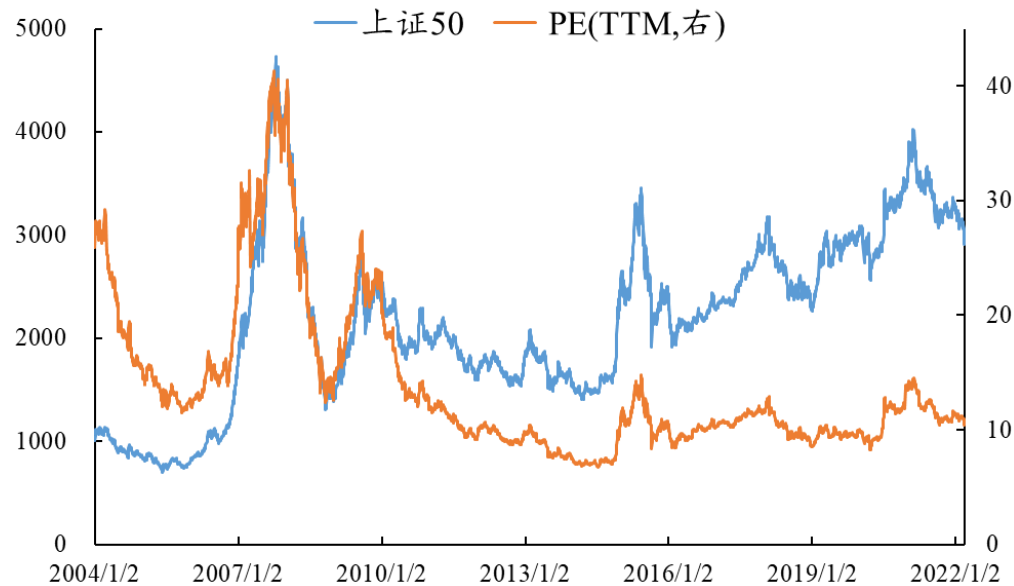
当前估值历史比较

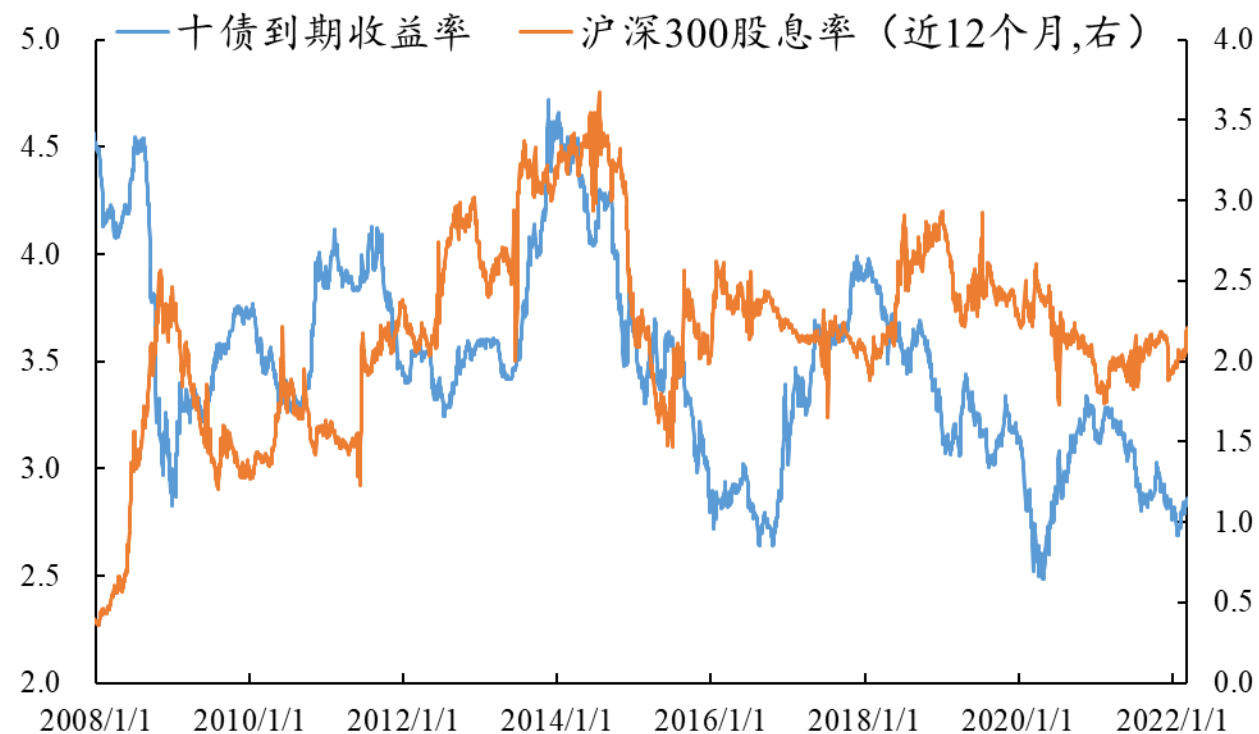
- 对比历史上“稳增长”时期市场的走向，当前市场处于政策已经转向、金融环境已经转向宽松、信贷增量已经显现而经济尚未见到起色的阶段，政策底清晰，市场底可能已经逐渐临近。
- 本轮沪深300的下跌时间和幅度以及估值水平约为13个月，持续时间已经超过前三轮下跌，比较充分；下跌幅度约为27%，与2018年同为宏观去杠杆背景下跌幅度接近。
- 根据估值水平来看，当前市场与2016年和2018年的估值仍有一定差距，但也处在PE分位数较低的位置。



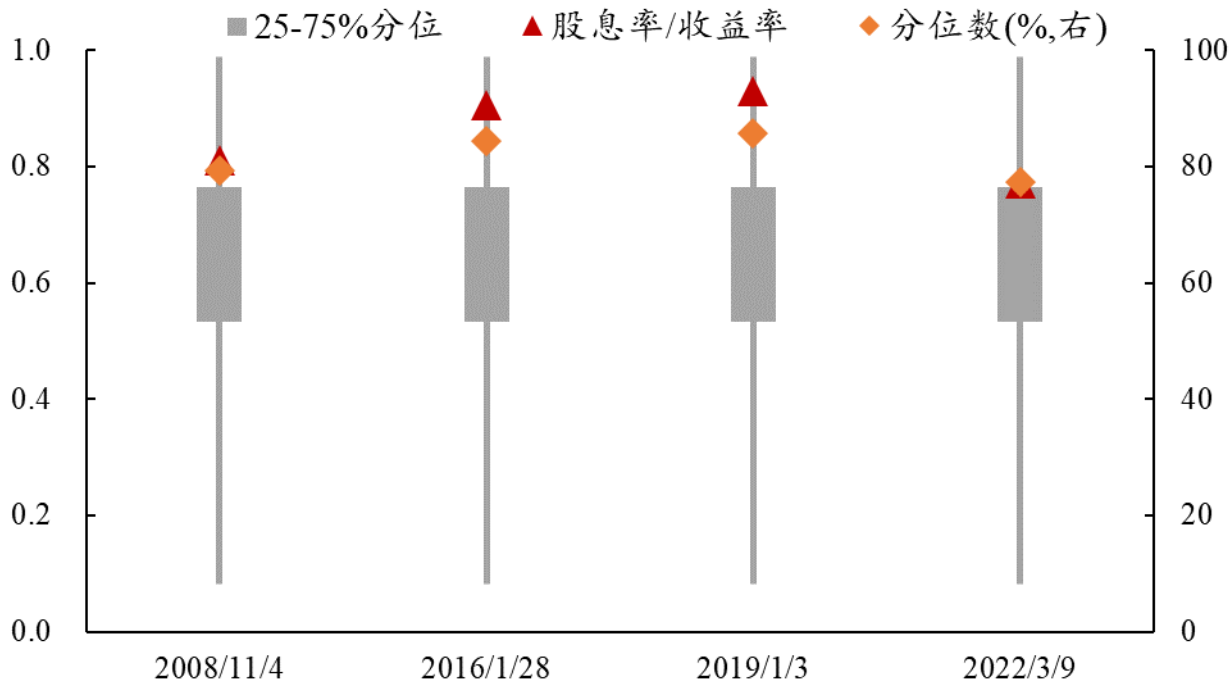
时间	下跌时间/月	跌幅/%	PE(TTM)	PE分位数/%
2008/11/4	12.5	72.30	12.42	34.17
2016/1/28	11.5	46.70	10.68	14.42
2019/1/3	7.5	32.48	10.09	10.02
2022/3/9	13	27.23	12.31	32.98

指数	成立以来 涨跌幅/%	年化涨跌幅/%
上证50	227.4	6.81
沪深300	275.3	6.84
中证500	645.7	12.55





➤ 从大类资产配置角度而言，根据沪深300股息收益率和十年期国债到期收益率比较，当前权益类资产已经具备吸引力，进入具备配置价值区间。



时间	股息率/收益率	分位数/%
2008/11/4	0.8119	79.41
2016/1/28	0.9067	84.42
2019/1/3	0.9298	85.80
2022/3/9	0.7712	77.38

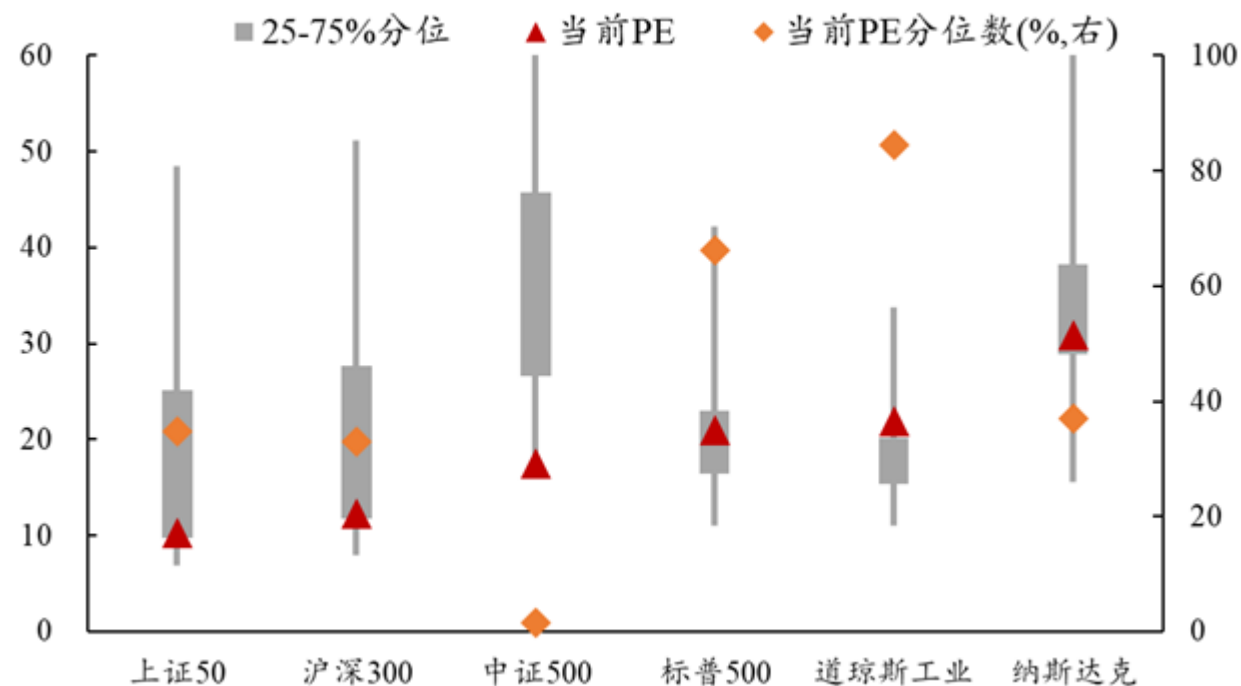
➤ 当前PE：上证50：10.29，沪深300：12.31，中证500：17.5

纳斯达克：30.96，标普500：21.01，道琼斯：21.91。

➤ 当前分位数/%：上证50:34.71，沪深300：32.98，中证500：1.44

纳斯达克36.99，标普500 66.29，道琼斯84.6。

➤ 与美股相比，当前A股市场整体估值已属于较低水平；考虑到海内外的政策周期和增长周期反向，A股市场估值优势明显。





- 从历史上看，宏观去杠杆导致估值收缩，指数下行。当前我国宏观去杠杆已持续5个季度，拐点将现。宏观去杠杆结束后，指数通常有较好表现。
 - 以沪深300为例，本轮下跌时间约为13个月，持续时间已经超过前三轮下跌，比较充分；下跌幅度约为27%，与2018年同为宏观去杠杆背景下的下跌幅度接近。
 - 估值水平来看，当前市场与2016年和2018年的估值仍有一定差距，但也处在PE分位数较低的位置。
 - 与海外相比，当前A股市场整体估值低于美股，考虑到海内外的政策周期和增长周期反向，A股市场估值优势明显。
 - 从大类资产配置的角度来看，沪深300股息收益率/十年期国债到期收益率为0.7712，分位数为77.38%，当前权益类资产处于比较有吸引力的位置。
 - 从周期角度看，当前稳增长政策陆续推出，政策底趋于清晰，经济底虽尚需时间验证，但市场底通常早于经济底出现。
 - 从年后下跌逻辑看，A股年后出现大幅度下跌，对于高企的全球通胀，美联储加息预期以及近期俄乌冲突已有较为充分的预期，事态进一步恶化的可能性较低。且历史上战争常影响短期走势，但并不影响长期趋势。
- 综上，我们认为A股当前时点已具备一定的长期配置价值。考虑乌俄战争等不确定性，如出现局势超预期恶化，则可适配黄金对冲。



- 1、美联储加息及缩表超预期；
- 2、俄乌冲突进一步升级及中美关系恶化；
- 3、国内稳增长政策不及预期；
- 4、历史数据无法预测未来走势的风险。



本报告版权归“浙商期货”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布前已使用或了解其中信息。

www.cnzsqh.com

THANK YOU

