

2022 年 4 月 28 日

A 股中长期配置价值已经凸显

——开源量化评论（54）

金融工程研究团队

魏建榕（首席分析师）

证书编号：S0790519120001

张翔（分析师）

证书编号：S0790520110001

傅开波（分析师）

证书编号：S0790520090003

高鹏（分析师）

证书编号：S0790520090002

苏俊豪（分析师）

证书编号：S0790522020001

胡亮勇（分析师）

证书编号：S0790522030001

王志豪（研究员）

证书编号：S0790120070080

盛少成（研究员）

证书编号：S0790121070009

苏良（研究员）

证书编号：S0790121070008

魏建榕（分析师）

weijianrong@kysec.cn

证书编号：S0790519120001

苏俊豪（分析师）

sujunhao@kysec.cn

证书编号：S0790522202001

盛少成（联系人）

shengshaocheng@kysec.cn

证书编号：S0790121070009

● 连续调整后，A 股的中长期配置价值已经显现

4 月 27 日 A 股市场大幅反弹，上证指数上涨 2.49%，创业板指上涨 5.52%，成长风格表现突出，新能源与半导体板块反弹强劲。我们认为，4 月 27 日的上涨从交易层面看虽有超跌反弹的成分，但更应该值得重视的事实是：各项重要因素都在显示，A 股中长期配置的性价比已处于高位。对于市场未来走势，我们可以更加乐观一点。

● 宽信用效果值得期待，宏观择时框架看好后市表现

信用端，社融存量同比从 2021 年 11 月确认底部拐点至今处于上升趋势。虽然目前房地产市场无论在销售端还是开工施工端增速都是明显下滑的，但作为经济的重要抓手，二季度的宽松政策值得期待，信用也将在松地产和扩基建的背景下继续稳步上升。

货币端，在内外有疫情扰动，外有美联储缩表加快、俄乌冲突扰动等的严峻形势下，央行在 2022 年 4 月 15 日宣布降准 0.25%，但没有降息的操作，整体采取的还是“稳健的货币政策”。在中美利差倒挂的背景下，央行之所以没有紧缩货币，原因即在于相比于人民币贬值，内需进一步恶化带来的负向影响可能会更显著。如果从流动性的角度观察，代表狭义流动性的 3 个月的 shibor 利率和广义流动性的 M2-社融同比目前都较为宽裕。

结合各方面的宏观状况，我们将其带入开源金工的宏观择时流程：在宽货币、宽信用、高风险溢价的情形下，我们较为看好市场未来的表现。

● 风险溢价水平接近历史高位，长期配置的性价比比较高

截至 4 月 27 日收盘，沪深 300 指数的风险溢价为 5.86%，接近 2015 年、2018 年、2020 年市场低点时的风险溢价水平。市场未来一年的收益与当前风险溢价水平显著正相关，当前较高的风险溢价下，长期配置的性价比正在显现。

● 外资重回净流入，配置信心不改

3 月上旬，受美联储加息、中概股审计监管等因素影响，北向资金继 2020 年初后再度大幅流出，同期市场回调幅度也较大。进入四月以来，虽然仍有人民币贬值、市场继续调整等不利因素，但外资依然重回净流入，显示出对 A 股持续配置的信心。

● 风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

相关研究报告

《开源量化评论（50）-港股优选：技术面、资金面、基本面》-2021.3.22

《开源量化评论（51）-自选股与点击量：投资者关注度的选股能力》-2022.3.27

《开源量化评论（52）-流量 or 存量：北上资金选股策略的轮动》-2022.4.19

《开源量化评论（53）-投资者结构与因子收益》-2022.4.23

目 录

1、 A 股中长期配置价值已经凸显	3
2、 风险提示	6

图表目录

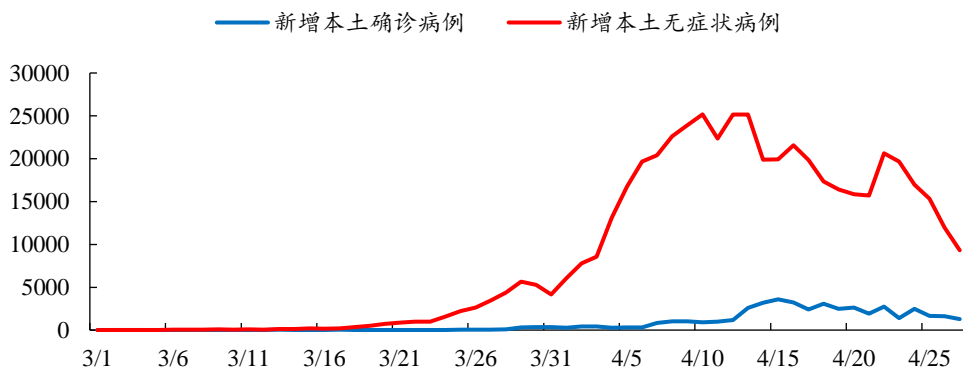
图 1： 上海市新冠疫情近期有所缓和	3
图 2： 社融存量同比从 2021 年 11 月确认底部拐点至今处于上升趋势	4
图 3： 当前仍处在货币宽松周期	4
图 4： 当前宏观环境下，开源金工宏观择时框架看好后市表现	5
图 5： 当前市场的风险溢价水平接近历史高位	5
图 6： 市场未来一年的收益与当前风险溢价水平显著正相关	6
图 7： 4 月，外资重回净流入	6

1、A股中长期配置价值已经凸显

4月27日A股市场大幅反弹，上证指数上涨2.49%，创业板指上涨5.52%，成长风格表现突出，新能源与半导体板块反弹强劲。我们认为，4月27日的上涨从交易层面看虽有超跌反弹的成分，但更应该值得重视的事实是：各项重要因素都在显示，A股中长期配置的性价比已处于高位。对于市场未来走势，我们可以更加乐观一点。

上海新冠疫情缓和，复产复工值得期待。4月26日，上海新冠新增本土确诊与本土无症状人数较前一日相比出现大幅下降，且对达到社会面基本清零的区实施“有限人员、有限区域、有限活动”，5月社会面清零及防范区居民复工前景在望。市场对于经济的预期好转，前期较为悲观的情绪得到恢复。

图1：上海市新冠疫情近期有所缓和



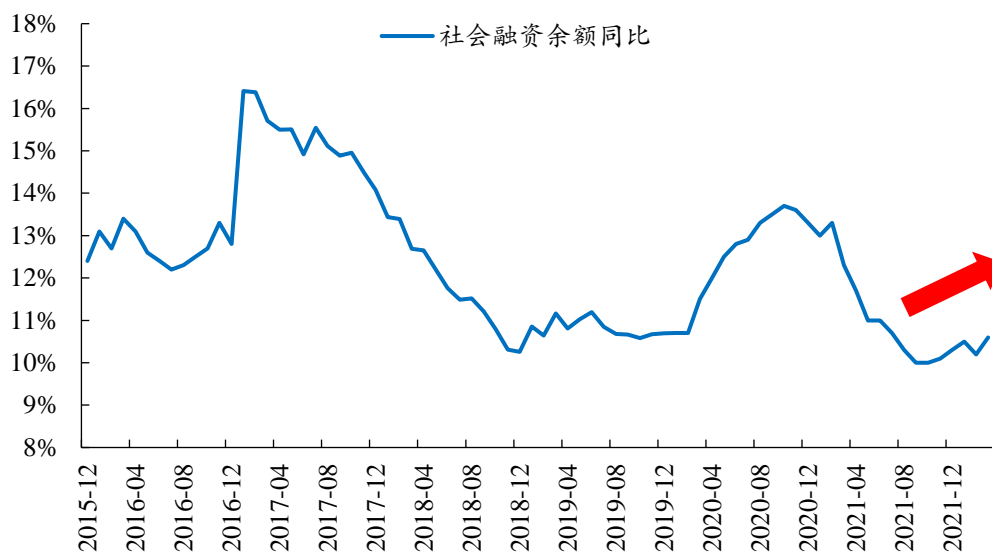
数据来源：上海市卫生健康委员会、开源证券研究所

宽信用效果值得期待，宏观择时框架看好后市表现。

信用端，社融存量同比从2021年11月确认底部拐点至今处于上升趋势(图2)。从新增社融的结构看，存在一定分化，其中较为明显的有：1、居民端无论是短期贷款还是中长期贷款都处于持续收缩中，其所对应的是消费的疲软和房地产融资的持续低迷；2、基建融资来源比如政府债券等不断扩张，代表了扩基建的坚定立场。虽然目前房地产市场无论在销售端还是开工施工端增速都是明显下滑的，但作为经济的重要抓手，二季度的宽松政策值得期待，信用也将在**松地产和扩基建**的背景下继续稳步上升。

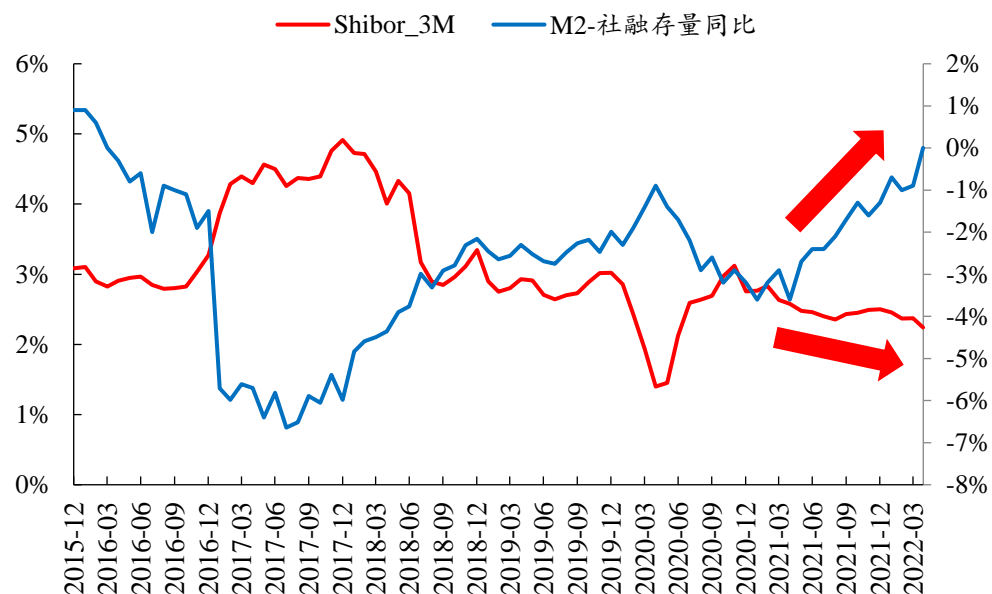
货币端，在内有疫情扰动，外有美联储缩表加快、俄乌冲突扰动等的严峻形势下，央行在2022年4月15日宣布降准0.25%，但没有降息的操作，整体采取的还是“稳健的货币政策”。在中美利差倒挂的背景下，央行之所以没有紧缩货币，原因即在于相比于人民币贬值，内需进一步恶化带来的负向影响可能会更显著。如果从流动性的角度观察，代表狭义流动性的3个月的shibor利率和广义流动性的M2-社融同比目前都较为宽裕(图3)。

图2：社融存量同比从2021年11月确认底部拐点至今处于上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：当前仍处在货币宽松周期

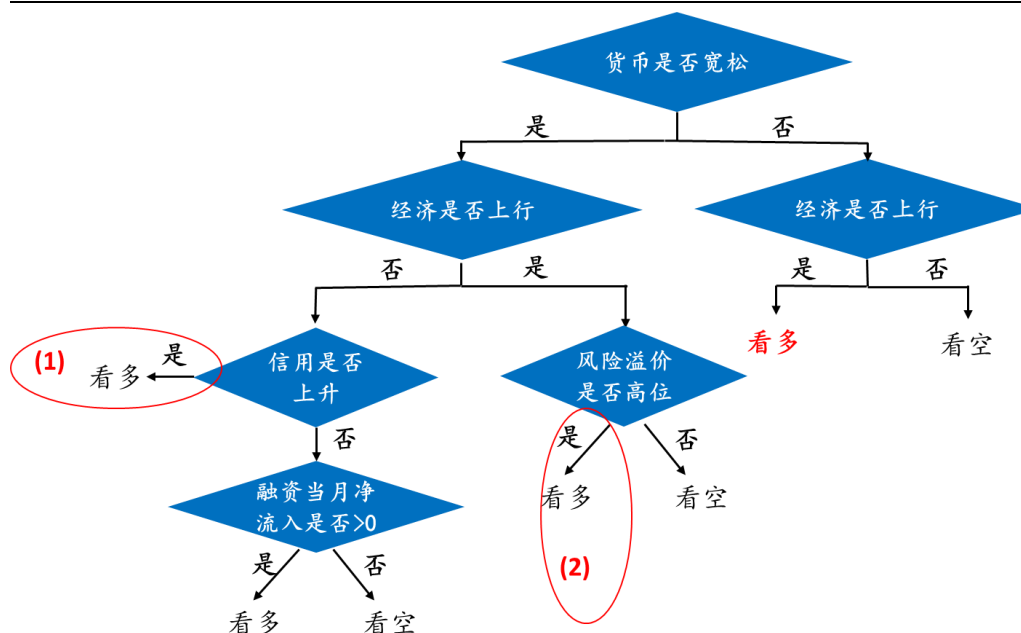


数据来源：Wind、开源证券研究所

经济端，从总量来看，2022年1季度实际GDP同比增长4.8%，相比于2021年4季度而言增长了0.8%，显示出一定的经济韧性；然而相比于1、2月份，受疫情影响，3月份的PMI下行至49.5，位于枯荣线以下，一定程度中断了经济的复苏进程。从“三驾马车”的细分结构来看：1、消费端：3月份社零同比达到了-3.53%，显示出在疫情的冲击下消费行业的惨淡；2、投资端：基建投资在1季度以来反弹力度较强，制造业投资整体处于震荡走势，表现最差的为房地产投资；3、出口：由于疫情的影响，物流及供应链的冲击或成为出口下滑的主导因素。虽然经济的复苏进程被疫情所打破，但疫情的拐点已至，伴随着稳增长政策力度的加码，我们认为经济会逐渐重新恢复。

结合上述几方面的宏观状况，我们将其带入开源金工的宏观择时流程可以发现：目前处于看多区域（1）中；若未来经济在稳增长政策力度下由下行转为上行，又由于市场风险溢价较高，其会落在看多区域（2）中。所以，从宏观角度我们目前较为看好A股未来一段时期的表现。

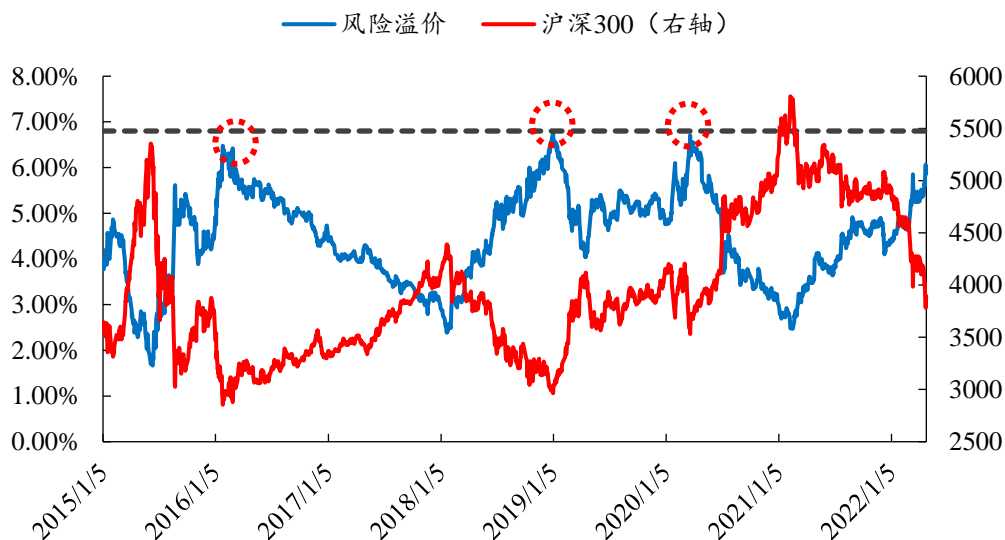
图4：当前宏观环境下，开源金工宏观择时框架看好后市表现



资料来源：开源证券研究所

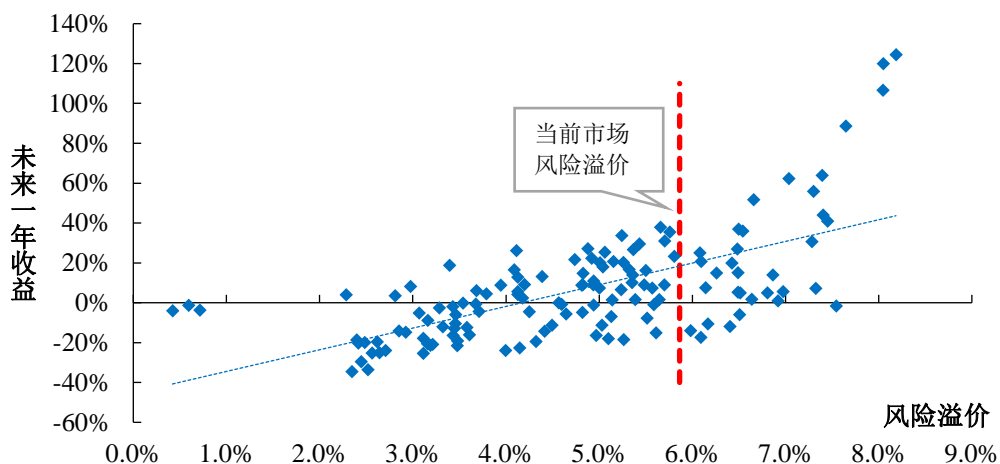
风险溢价水平接近历史高位，长期配置的性能比较高。截至4月27日收盘，沪深300指数的风险溢价（ $EP_{ttm} - ytm_{十年期国债}$ ）为5.86%，接近2015年、2018年、2020年市场低点时的风险溢价水平（图5）。如图6所示，市场未来一年的收益与当前风险溢价水平显著正相关，当前较高的风险溢价下，长期配置的性能正在显现。

图5：当前市场的风险溢价水平接近历史高位



数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至：2022.04.27）

图6：市场未来一年的收益与当前风险溢价水平显著正相关



数据来源：Wind、开源证券研究所（数据区间：2010.01~2021.04）

外资重回净流入，配置信心不改。3月上旬，受美联储加息、中概股审计监管等因素影响，北向资金继2020年初后再度大幅流出，同期市场回调幅度也较大。进入四月以来，虽然仍有人民币贬值、市场继续调整等不利因素，但外资依然重回净流入（图7），显示出对A股持续配置的信心。

图7：4月，外资重回净流入



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、风险提示

模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn