

投资策略

外围波澜再起——估值与结构第 73 期

1、A 股行情回顾：外围波澜再起，市场下挫，消费占优。两会政策定调落地，首次不设 GDP 增长目标，财政政策力度明显加大，财政赤字率 3.6% 以上、地方专项债 3.75 万亿、抗疫特别国债 1 万亿，货币政策引导 M2 与社融增速高于去年，整体政策力度未超市场预期。5 月 LPR 报价与上月持平，资金价格有所上行，流动性边际的担忧有所上行。改革脚步不停歇，中共中央、国务院发布《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》。海外波澜再起，美国制药公司 Moderna 新冠疫苗研发有进展引领美股大涨，英国牛津新冠疫苗动物实验失败引发医药股闪崩，新冠疫苗不确定性仍大；瑞幸被强制退市，美国周三通过《外国公司问责法》收紧上市规则；华为事件、香港法案波折不断，中美关系再度紧张。过去 5 个交易日 A 股小幅震荡，截止至周四（5 月 21 日）收盘，沪指收于 2868 点。市场核心指数基本下跌，上证 50、上证综指、沪深 300、创业板指、深证成指、中小板指表现分别为 0.43%、-0.08%、-0.29%、-0.86%、-1.07%、-1.33%。申万一级行业部分上涨，食品饮料、有色金属和商业贸易领涨，综合、通信和电子领跌。成交占比方面，金融占比下降，周期和消费占比小幅震荡维稳，成长占比相应回升。

2、估值变化：全球股市小幅上行，A 股持续震荡。过去 5 个交易日，A 股市场核心指数估值持续震荡。截至本周四（5 月 21 日）收盘，创业板指、万得全 A、沪深 300 和上证指数 PE 估值分别是 59.24、18.44、12.1 和 12.94。行业方面，部分估值上涨，行业估值逐渐回暖，PE 估值历史分位数前五行业分别是计算机(88%)、医药生物(88%)、休闲服务(86%)、食品饮料(83%)、汽车(82%)。全球股市估值小幅上行，美股行业指数估值绝大部分上升，其中可选消费和信息技术接近历史最高点。

3、大类资产：海外整体回暖，人民币持续小幅下跌。股市方面，过去 5 个交易日沪深 300 指数震荡小幅下跌 0.29%，标普 500 风险溢价与 VIX 指数均下行，海外整体回暖；万得全 A 口径下的修正风险溢价水平有所回升，截至周四上行至 1.23%。大宗商品方面，截止至周四，国内原油期货大幅回升 15.64%；工农业产品走势相同，工业品、农业品分别上涨 5.42% 和 0.81%；截止至周四，过去 5 个交易日 NYMEX 原油大幅上涨 21.19%，收于 33.91 美元/桶，伦敦黄金现价小幅下跌 0.20%，收于 1727 美元/盎司；债市方面，美债各期限收益率震荡维稳，十年期国债期货过去 5 个交易日上涨 0.21%，中美利差有所缩小；汇市方面，人民币持续小幅下跌，过去 5 个交易日下跌 0.32%，美元兑离岸人民币收于 7.13。

风险提示：海外波动加剧；经济和政策超预期变化；监管态度转向。

作者

分析师 张启尧

执业证书编号：S0680518100001

邮箱：zhangqiyao@gszq.com

分析师 张峻晓

执业证书编号：S0680518110001

邮箱：zhangjunxiao@gszq.com

相关研究

- 1、《投资策略：那些年，被做空过的中概股》2020-05-21
- 2、《投资策略：券商 ETF 份额持续提升——市场情绪周监控第 63 期》2020-05-20
- 3、《投资策略：汇率小幅调贬，北上延续增配——陆股通周监控第 63 期》2020-05-19
- 4、《投资策略：港股大变局 2：南下资金全解析》2020-05-19
- 5、《投资策略：人民币继续贬值，VIX 指数再度回升——资金价格周监控第 62 期》2020-05-18



内容目录

外围波澜再起——估值与结构第 73 期.....	3
1、A 股行情回顾：外围波澜再起，市场下挫，消费占优	3
2、估值变化：全球股市小幅上行，A 股持续震荡	4
3、大类资产：海外整体回暖，人民币持续小幅下跌.....	8
风险提示	9

图表目录

图表 1: 核心指数基本下跌，持续震荡.....	3
图表 2: 消费与中市盈率风格占优	3
图表 3: 申万一级行业部分上涨，食品饮料、有色金属和商业贸易领涨，综合、通信和电子领跌	3
图表 4: 金融与周期板块成交额占比.....	4
图表 5: 消费与成长板块成交额占比.....	4
图表 6: A 股市场指数 PE 水平（2010 年至今）	4
图表 7: A 股市场指数 PB 水平（2010 年至今）	4
图表 8: 万得全 A 历史动态市盈率.....	5
图表 9: 万得全 A（除金融、石油石化）历史动态市盈率	5
图表 10: 创业板相对沪深 300 动态市盈率水平	5
图表 11: 创业板相对沪深 300 市净率水平.....	5
图表 12: 申万一级行业动态市盈率分位图（2010 年至今）	6
图表 13: 申万一级行业动态市净率分位图（2010 年至今）	6
图表 14: 全球重要市场指数 PE 估值（2010 年至今，彭博相关数据会有调整）	7
图表 15: 美股 GICS 行业估值分位数（2010 年至今）	7
图表 16: 过去 5 个交易日主要大类资产价格涨跌幅.....	8
图表 17: 农产品与工业品价格走势	8
图表 18: 10 年期国债期货与中美利差.....	8
图表 19: 修正股权风险溢价（ERP）走势	8
图表 20: 标普 500-ERP 与 VIX 指数波动走势.....	9
图表 21: NYMEX 原油与伦敦黄金现价走势	9

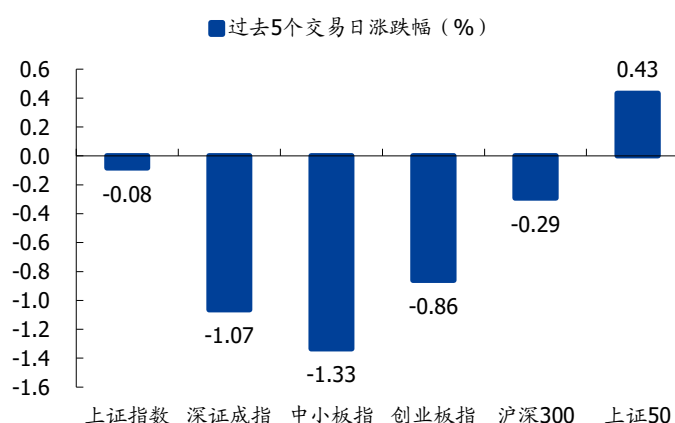
外围波澜再起——估值与结构第 73 期

1、A 股行情回顾：外围波澜再起，市场下挫，消费占优

两会政策定调落地，首次不设 GDP 增长目标，财政政策力度明显加大，财政赤字率 3.6% 以上、地方专项债 3.75 万亿、抗疫特别国债 1 万亿，货币政策引导 M2 与社融增速高于去年，整体政策力度未超市场预期。5 月 LPR 报价与上月持平，资金价格有所上行，流动性边际的担忧有所上行。改革脚步不停歇，中共中央、国务院发布《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》。海外波澜再起，美国制药公司 Moderna 新冠疫苗研发有进展引领美股大涨，英国牛津新冠疫苗动物实验失败引发医药股闪崩，新冠疫苗不确定性仍大；瑞幸被强制退市，美国周三通过《外国公司问责法》收紧上市规则；华为事件、香港法案波折不断，中美关系再度紧张。

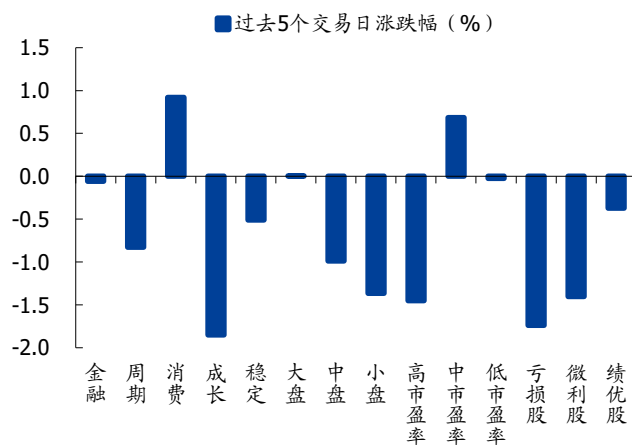
过去 5 个交易日 A 股小幅震荡，截止至周四（5 月 21 日）收盘，沪指收于 2868 点。市场核心指数基本下跌，上证 50、上证综指、沪深 300、创业板指、深证成指、中小板指表现分别为 0.43%、-0.08%、-0.29%、-0.86%、-1.07%、-1.33%。申万一级行业部分上涨，食品饮料、有色金属和商业贸易领涨，综合、通信和电子领跌。成交占比方面，金融占比下降，周期和消费占比小幅震荡维稳，成长占比相应回升。

图表 1：核心指数基本下跌，持续震荡



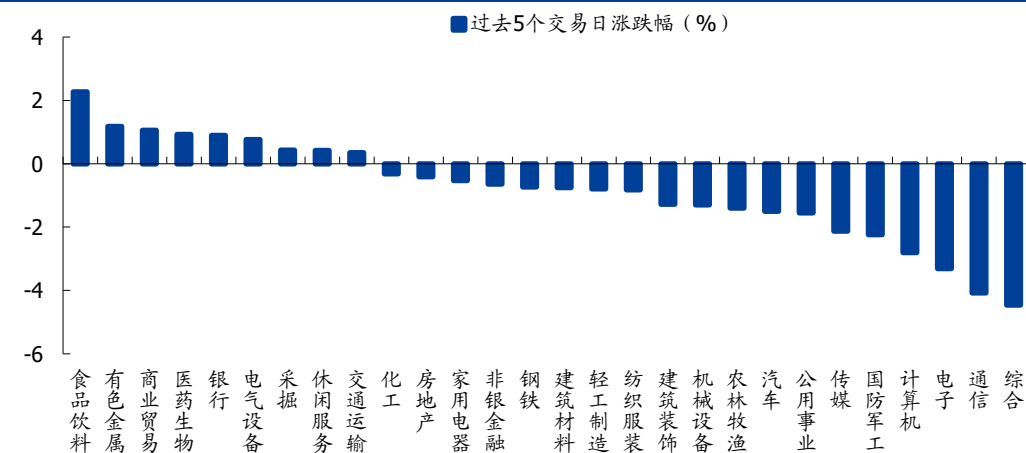
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 2：消费与中市盈率风格占优



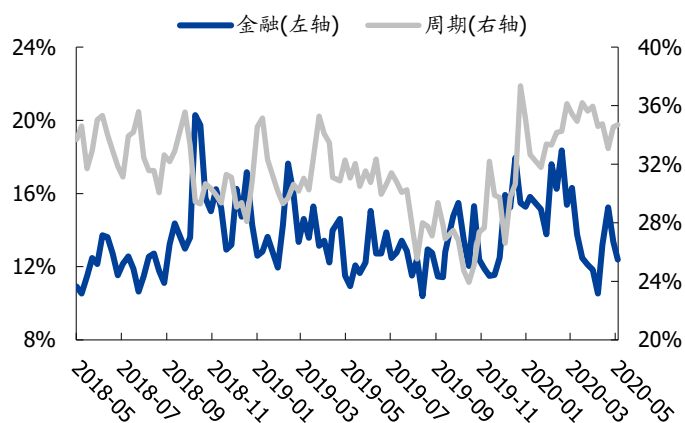
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 3：申万一级行业部分上涨，食品饮料、有色金属和商业贸易领涨，综合、通信和电子领跌



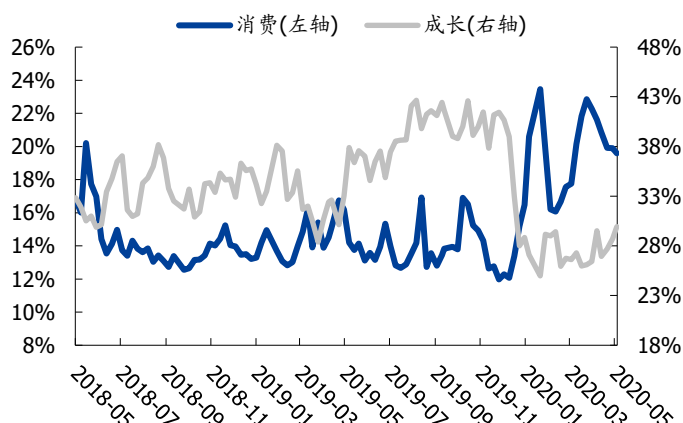
资料来源：wind，国盛证券研究所

图表 4: 金融与周期板块成交额占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 5: 消费与成长板块成交额占比

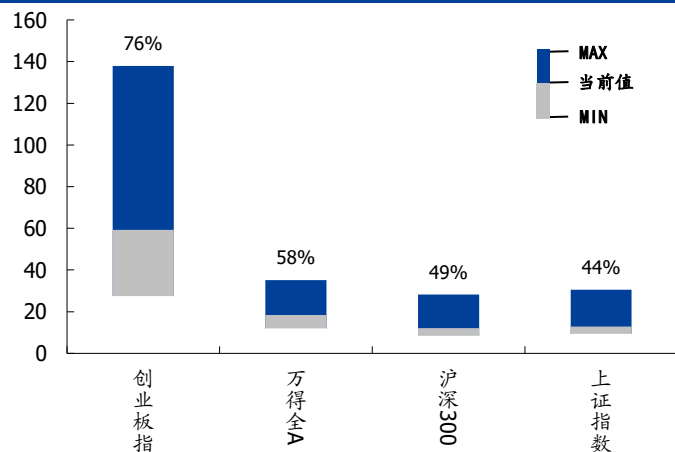


资料来源: wind, 国盛证券研究所

2、估值变化: 全球股市小幅上行, A 股持续震荡

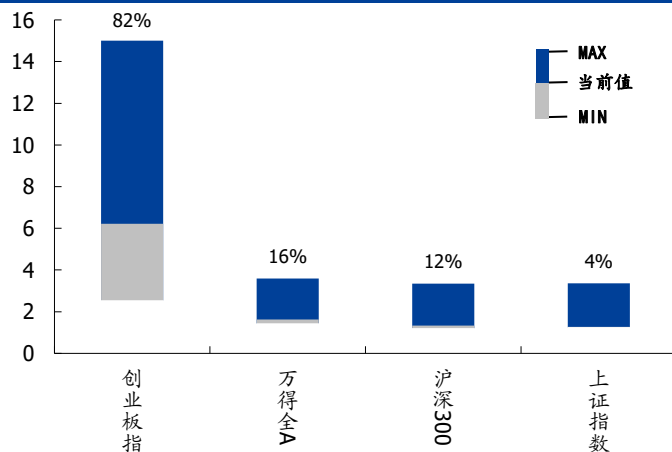
A 股市场核心指数估值持续震荡。截至本周四(5月21日)收盘,创业板指、万得全A、沪深300和上证指数PE估值分别是59.24、18.44、12.1和12.94,估值分位数分别是76%、58%、49%和44%。过去5个交易日,历史分位数分别变化-0.2、-1.0、-0.4和-1.1个百分点。

图表 6: A 股市场指数 PE 水平 (2010 年至今)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 7: A 股市场指数 PB 水平 (2010 年至今)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 8: 万得全 A 历史动态市盈率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

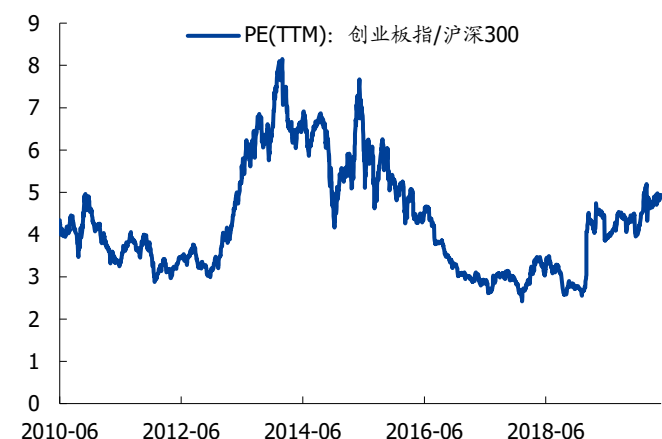
图表 9: 万得全 A (除金融、石油石化) 历史动态市盈率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

创业板估值相对沪深 300 指数估值小幅震荡。截止至本周四 (5 月 21 日), 从相对估值来看, 创业板指/沪深 300 的 PE 估值为 4.90, 历史分位数为 71.7%, 过去 5 个交易日历史分位下跌 0.1 个百分点。创业板指/沪深 300 的 PB 估值为 4.64, 历史分位数为 87.5%, 过去 5 个交易日历史分位回落 0.4 个百分点。

图表 10: 创业板相对沪深 300 动态市盈率水平



资料来源: wind, 国盛证券研究所

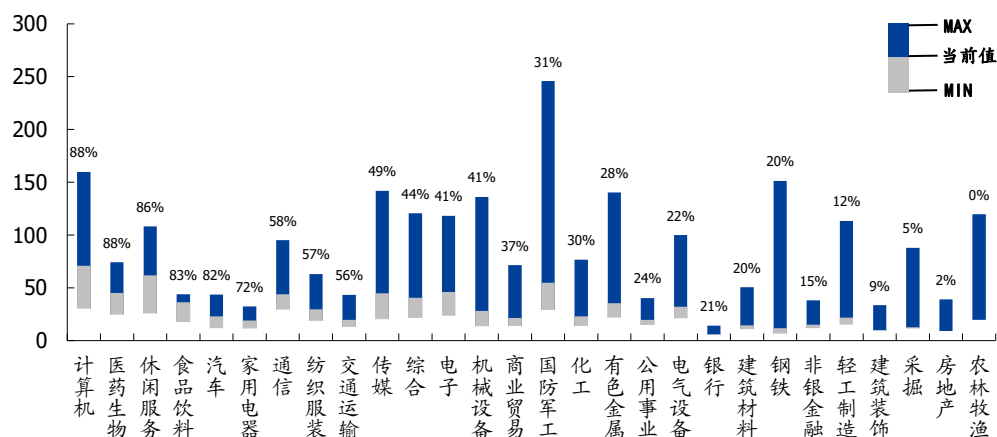
图表 11: 创业板相对沪深 300 市净率水平



资料来源: wind, 国盛证券研究所

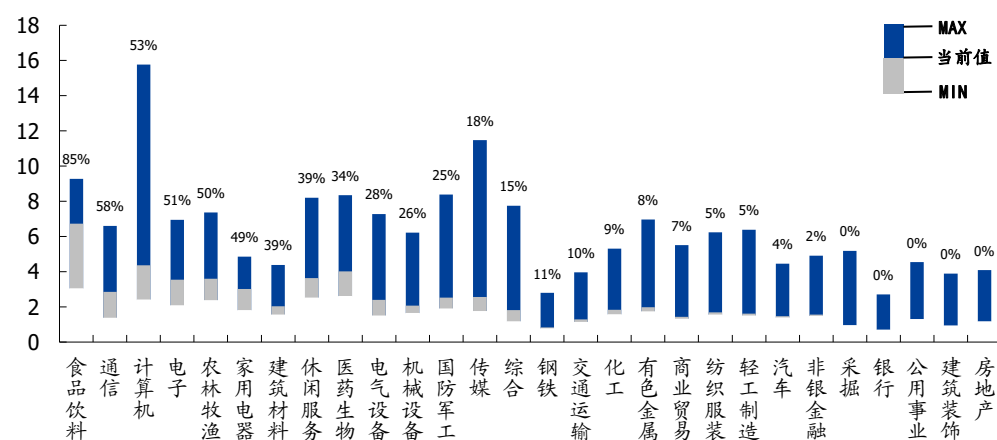
A股行业估值部分上涨，行业估值逐渐回暖。截止至本周四（5月21日），PE估值历史分位数前五行业分别是计算机(88%)、医药生物(88%)、休闲服务(86%)、食品饮料(83%)、汽车(82%)，后五的行业分别是农林牧渔(0%)、房地产(2%)、采掘(5%)、建筑装饰(9%)、轻工制造(12%)。回升前五行业是食品饮料、医药生物、商业贸易、有色金属和电气设备，分别回升3、2、2、2、1个百分点；回落前五行业是通信、电子、汽车、国防军工、综合，分别回落5、4、4、3、3个百分点。

图表 12: 申万一级行业动态市盈率分位图 (2010 年至今)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

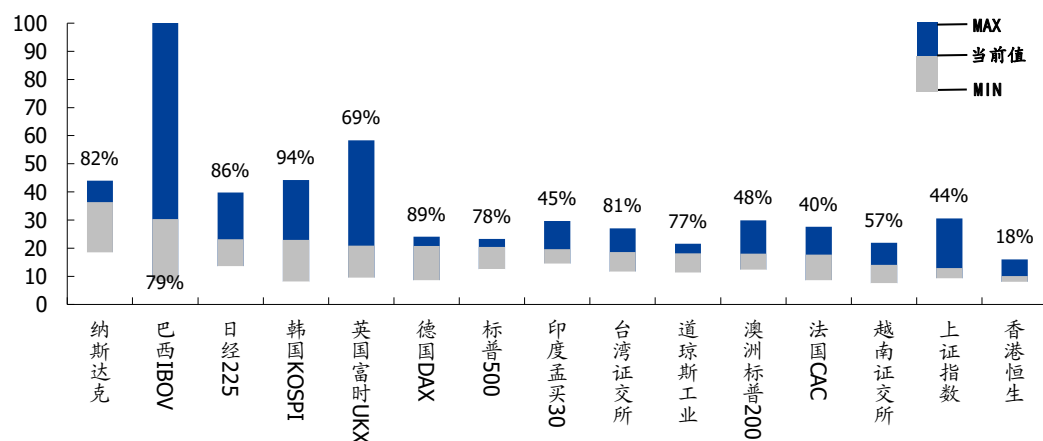
图表 13: 申万一级行业动态市净率分位图 (2010 年至今)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

全球股市估值小幅上行，A股估值相对仍处低位。横向来看，A股估值处于全球低位水平，15个全球重要指数中上证指数估值处于倒数第二。截止至本周四（5月21日）纳斯达克指数与巴西IBOV指数估值靠前，分别为36.4和30.3；恒生指数和上证指数估值靠后，分别为10.1和12.9。

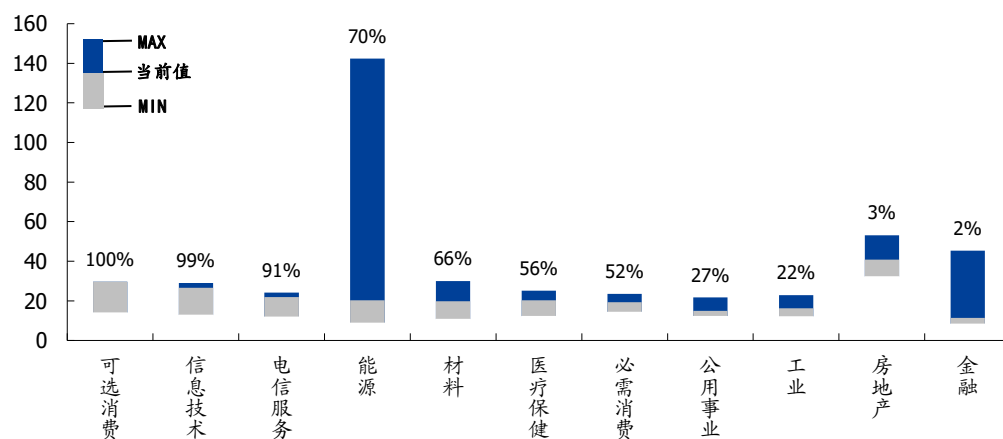
图表 14: 全球重要市场指数 PE 估值 (2010 年至今, 彭博相关数据会有调整)



资料来源: wind, Bloomberg, 国盛证券研究所

美股行业指数估值绝大部分上升，可选消费和信息技术接近历史最高点。截止至本周四（5月21日），PE估值分位数靠前的分别是可选消费(100%)、信息技术(99%)和电信服务(91%)，靠后的行业分别是金融(2%)、房地产(3%)和工业(22%)。过去5个交易日估值分位数回升最大行业是材料，回升15个百分点，回落最大行业是医疗保健，回落1个百分点。

图表 15: 美股 GICS 行业估值分位数 (2010 年至今)

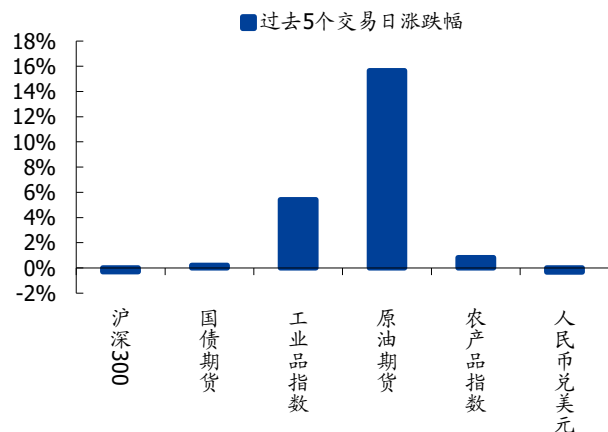


资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

3、大类资产：海外整体回暖，人民币持续小幅下跌

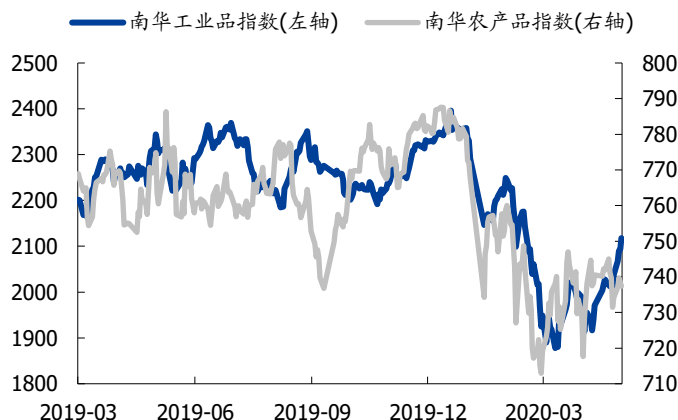
股市方面，过去5个交易日沪深300指数震荡小幅下跌0.29%，标普500风险溢价与VIX指数均下行，海外整体回暖；万得全A口径下的修正风险溢价水平有所回升，截至周四上行至1.23%。大宗商品方面，截止至周四，国内原油期货大幅回升15.64%；工农业产品走势相同，工业品、农业品分别上涨5.42%和0.81%；截止至周四，过去5个交易日NYMEX原油大幅上涨21.19%，收于33.91美元/桶，伦敦黄金现价小幅下跌0.20%，收于1727美元/盎司；债市方面，美债各期限收益率震荡维稳，十年期国债期货过去5个交易日上涨0.21%，中美利差有所缩小；汇市方面，人民币持续小幅下跌，过去5个交易日下跌0.32%，美元兑离岸人民币收于7.13。

图表 16: 过去 5 个交易日主要大类资产价格涨跌幅



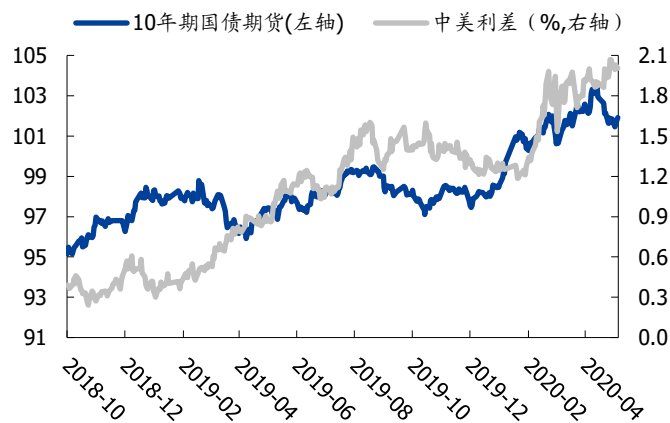
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 17: 农产品与工业品价格走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 18: 10 年期国债期货与中美利差



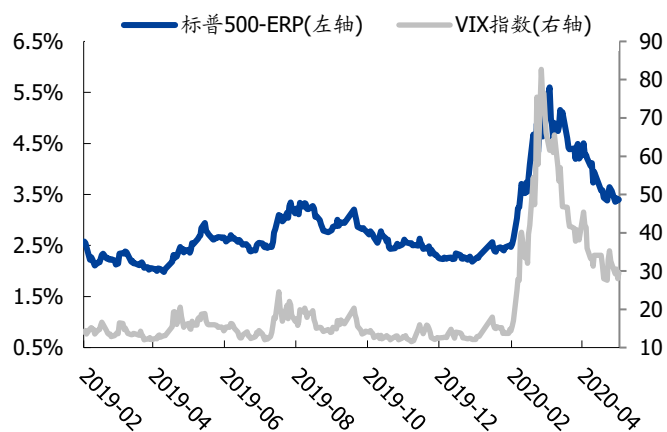
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 19: 修正股权风险溢价 (ERP) 走势



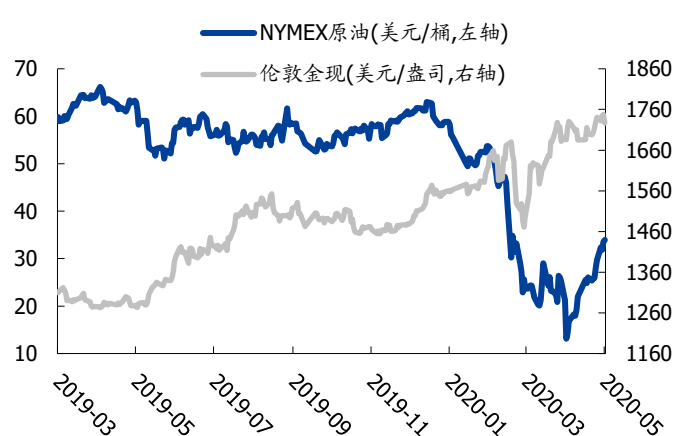
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 20: 标普 500-ERP 与 VIX 指数波动走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 21: NYMEX 原油与伦敦黄金现价走势



资料来源: wind, 国盛证券研究所

风险提示

- 1、海外波动加剧；
- 2、宏观经济和政策超预期变化；
- 3、监管态度转向。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com