

银河期货研究所年终宏观研究特稿之二：

结构性、波段性将进一步强化

——2021 年权益市场宏观运行环境研究

内容提要：

我们坚持认为政策面是最主要的基本面，一个健康向上的权益市场对缓解经济下行压力、改善融资结构、降低系统性风险、稳定汇率和物价等宏观变量、改善收入预期、增加财产性收入和提升消费水平和级别等等均有着十分重要的作用。事实上，管理层近年来一直致力于资本市场的制度化、市场化、机构化和国际化建设，并取得了良好的成果。

但是，2021 年权益市场运行的宏观环境和前两年相比已经出现了一些明显的变化，如货币等宏观政策边际继续放松的余地相对有限、市场估值出现了一定提高，再加上资本市场制度化、市场化、机构化和国际化建设，特别是权益资本市场的注册制改革，中短期内可能会给市场带来一定的阵痛。在这种情况下，近期权益市场形成的波段性、结构性行情可能在 2021 年会进一步得到强化，市场的震荡将进一步加剧。

根据这一判断，市场的操作难度将有一定提高，选时和选股同样显得重要，甚至是有过之而无不及。灵活利用股指期货和期权等金融衍生品工具，制定相应的投资策略，可以起到事半功倍的效果。

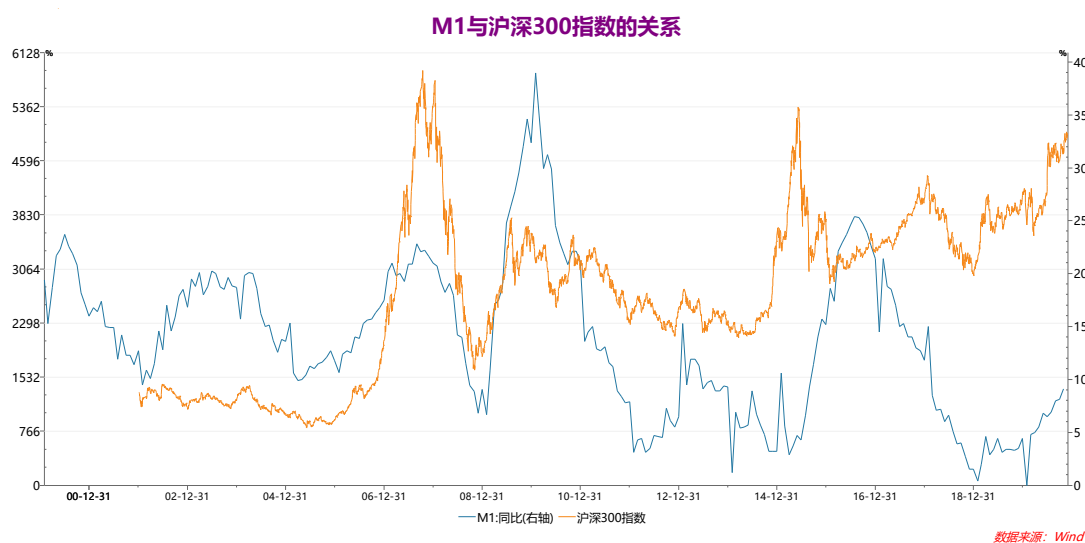
2020 年权益市场顶住了疫情等影响，走出了先抑后扬的强势走势，我们坚持认为政策面是最重要的基本面，因此，即使在一季度市场最低迷的时候，我们依旧坚定地看好权益市场。

而 2021 年，尽管从政策面看，依旧对权益市场构成支持，但是，权益市场运行的宏观环境和 2020 年相比可能出现了一定的变化，市场可能震荡加剧，并进一步强化结构性、波段性。

首先，权益市场的货币金融环境可能将在 2021 年发生了明显的变化。2020 年，为了应对经济下行，特别是应对疫情对经济的冲击，采取了更加灵活适度的货币政策和更加积极有为的财政政策，社融规模和货币供应量同比高增，利率总体水平和利率走廊出现了下行。但是，这一政策明显面临着退出的趋势。在央行新近公布的《三季度货币政策执行报告》看，再提货币总闸门，不搞大水漫灌，并要求社融和 M2 增速与反映潜在产出的名义 GDP 增速相匹配，这和之前的“保持社融和货币供应量合理增长”的表述有了明显的区别。数据显示，社融规模在 2020 年接近 14%，但是，2021 年可能回落到 10% 左右，M2 和 M1 在 10 月分别达到了 9.1% 和 10.5%，在 2021 年也存在着速度放慢的趋势。我们认为，为应对经济下行压力，宏观政策依旧将维持相对宽松，但是，继续边际放松的余地已经不大。

目前，权益市场并没有完全摆脱资金市的格局，代表货币活化程度的 M1 对权益市场有着一定的指示作用。尽管这一指示作用有减弱势头，但是依旧有一定的参考价值。

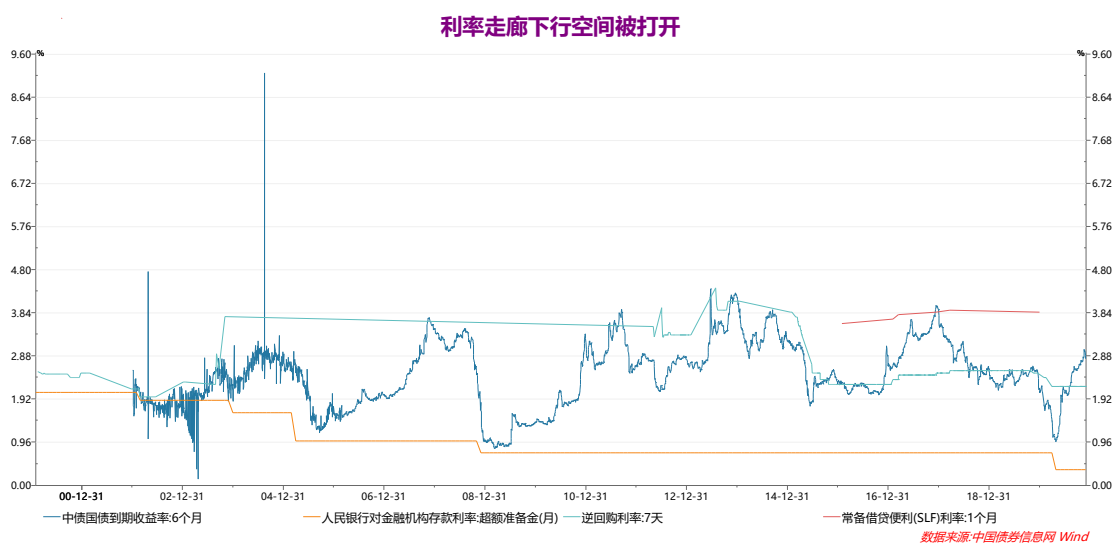
图 1：M1 与沪深 300 指数关系



资料来源：银河期货研究所 WIND

从利率水平看，尽管央行一直要求推进融资成本的下降，央行尽管在 2020 年降低了超额准备金的存款利率，打开了利率走廊的下行空间，并在上半年多次推动 MLF 和 LPR 的下行，但自从 2020 年 5 月以来，MLF 维持多月未动，这意味着利率下降的空间已经相当有限。而 2020 年一味降低利率带来的套利也阻碍了利率的进一步下跌。而流动性分层等结构性问题一直是利率的主要问题。

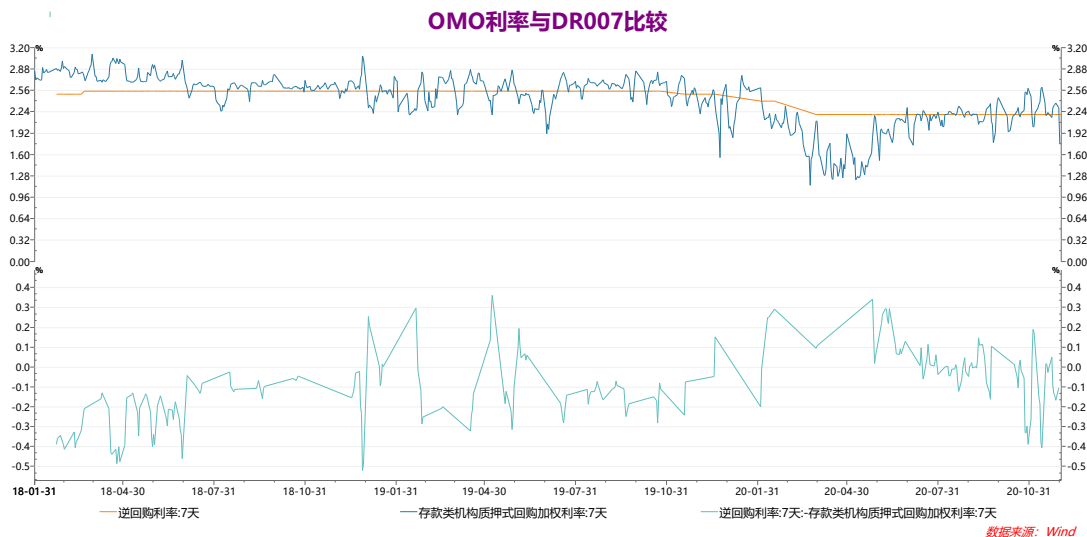
图 2：利率走廊下行空间被打开



资料来源：银河期货研究所 WIND

而且，从近阶段利率数据看，利率水平显示出紧平衡。DR007 在相当长时间内高于逆回购利率。

图 3：OMO 利率与 DR007 比较



资料来源：银河期货研究所 WIND

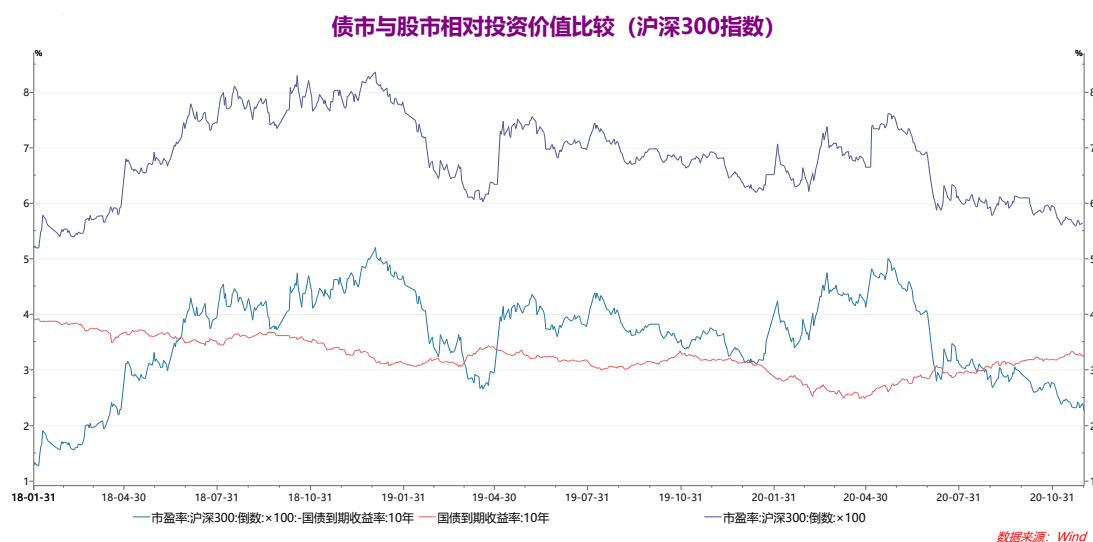
我们认为，利率水平对权益市场至关重要。权益市场的投资价值在一定程度

上是将上市公司的股息率与利率进行比较，2020 年，构成市场上行的一个重要的预期是利率的下行，利率的下行，有利于权益资产估值的提升。当这一预期消失后，必然会对权益资产的估值产生影响。

和利率相关的另一个比较是比较债券和权益资产的相对价值，通过比较权益资产平均市盈率的倒数和长期国债的到期收益率，我们不难发现，尽管权益资产和债券资产相比依旧有一定的优势，但这一优势有着缩小的趋势。

以沪深 300 指数为例，国债收益率 3.26%，沪深 300 市盈率的倒数为 5.52%，目前沪深 300 指数平均市盈率的倒数与国债收益率的差值为 2.26%。

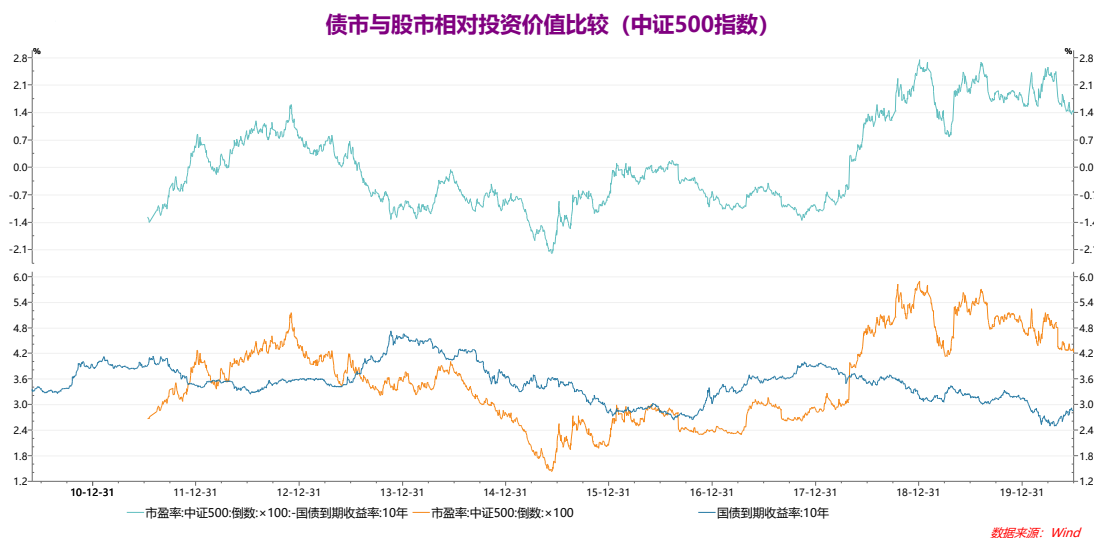
图 4：债市与股市（沪深 300）相对投资价值比较



资料来源：银河期货研究所 WIND

又以中证 500 指数为例，中证 500 指数市盈率的倒数为 5.52%，目前中证 500 指数平均市盈率的倒数与国债收益率的差值为 0.53%。

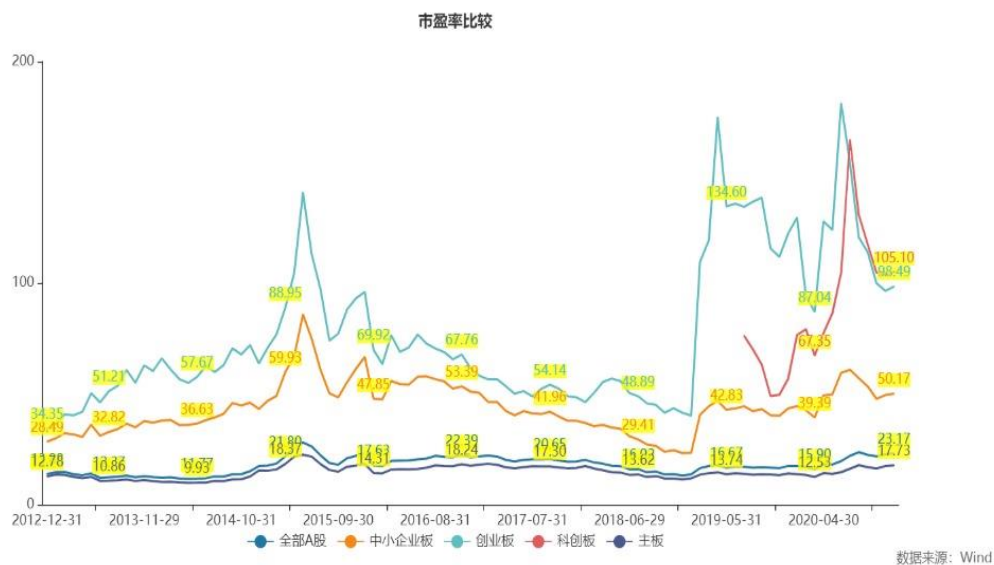
图 5：债市与股市（中证 500）相对投资价值比较



资料来源：银河期货研究所 WIND

确实，经过近 2 年的上行，权益资产的市盈率水平已经出现了很大的提高，特别是科创板、创业板等。

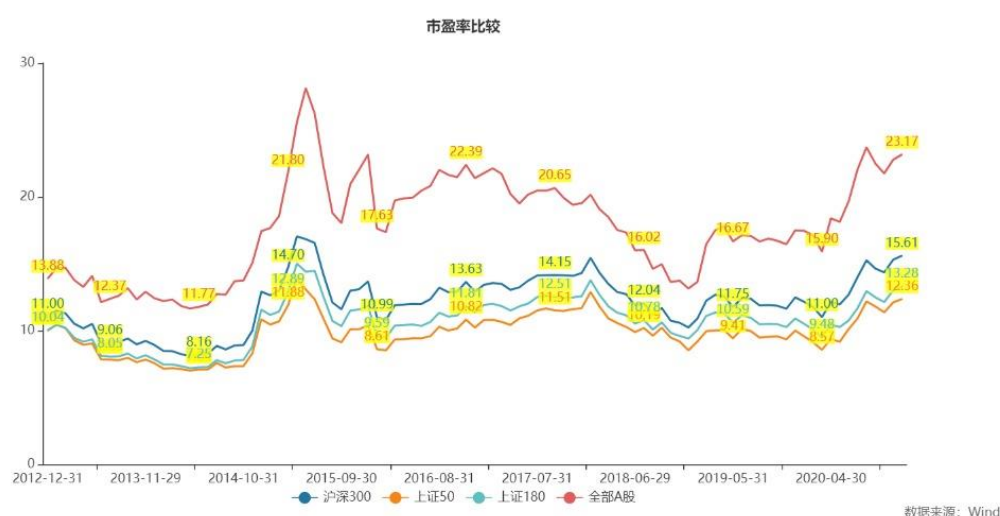
图 6：创业板和科创板存在着明显的高估



资料来源：银河期货研究所 WIND

当然，上证 50 指数、沪深 300 指数等的平均市盈率尽管依旧处于较低的水平，但和前年相比也出现了一定的提高。市盈率的参差不齐也会结构性行情提供了基础和条件。

图 7：主要指数市盈率有所提升但依旧处于低水平



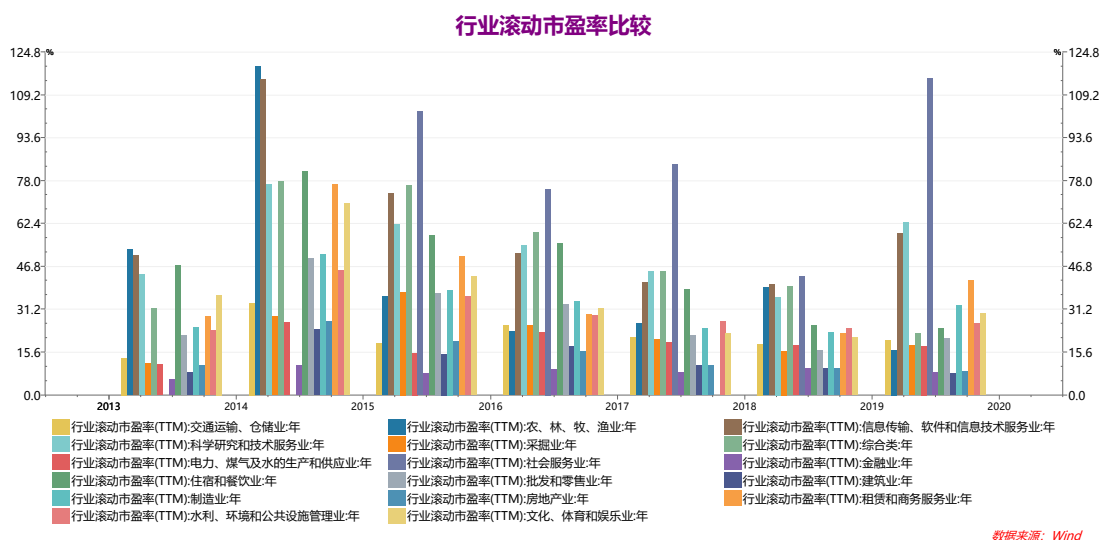
资料来源：银河期货研究所 WIND

同时，我们应当注意到，沪深 300 指数和上证 50 指数的低市盈率主要是因为银行股的低市盈率。银行股的低市盈率一方面是因为央行要求银行让利，根据央行《三季度货币政策执行报告》，全年，银行等金融企业将通过降低利率、减少收费、贷款延期还本付息等形式向实体经济让利 1.5 万亿元。另外的因素在于市场预期银行在向实体经济提供支持的同时，特别是提供抗疫支持的同时，可能增加了其坏账的风险。市场表现为在这轮行情中，银行股仅仅表现出补涨效应。

实际上，从目前的行业市盈率来看，即使和 2015 年相比较，市盈率已经处于

不低的水平。金融业目前的 TTM 市盈率为 8.08 倍, 2015 年金融业市盈率为 10.63 倍。

图 8: 行业市盈率比较



资料来源: 银河期货研究所 WIND

如申银万国三级行业指数显示, 银行股目前的市盈率水平为 7.65 倍, 而 2015 年为 7.09 倍。

图 9: 金融业市盈率比较

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1058

