

策略本周说：指数的短期调整极限是多久？

——宏观策略周报



投资摘要：

2019年08月04日

本周策略观点：

本周上证综指下跌2.60%，周成交额0.870万亿元；上证50下跌3.25%，沪深300下跌2.88%，创业板指下跌0.33%。我们对于本轮调整的判断核心为A50指数的调整幅度，并在本周说中测算其回调极限为7.04%。对于大资金而言，7.04%的回调空间基本难以进行操作，建议忽视本次市场波动，仍以国内经济中长期发展趋势和中美长期对抗趋势为资产配置研判和行业比较研判标准。对于中小体量的资金而言，盯A50作为短期调整的风向标，通过本次市场调整赚取少量超额收益是我们认为较为有效的操作策略。

策略本周说：指数的短期调整极限是多少？

有关外围市场对于A股的情绪面及资金面扰动的方式，我们在电话会议《为何我们反复提示欧洲区风险》中也有过较为详细的说明。整体而言，由于过往的市场波动率及汇率波动率较高，A股被海外主动基金普遍归类为新兴市场资产。若全球性的恐慌蔓延，外资在增配黄金、美元、日元等传统避险资产之余，不但会降低权益资产仓位，同时还会大幅降低如中国等新兴市场资产配置。这与国内部分投资者“外围波动将促使外资持续流入基本面波动小的A股”这一预期完全相反。

在海外风险暴露的当下，再去讨论海外的诸多事件驱动已显然滞后。且在现有的中美贸易谈判框架、欧洲风险框架、外资配置框架下来看，这些短期的事件驱动因素尚未对这些大的研判框架产生较大程度的影响。因此，对于此类短期市场波动，我们本周将选择更有价值的关注点：短期指数的调整极限在哪里？

在探讨短期指数调整极限之前，我们首先对于本次的讨论提出以下两点假设：

- ◆ 国内信用风险不会传导。流动性充裕的银行间市场资金会以收益为导向进行资产配置间的腾挪，并不会考虑信用危机。
- ◆ 国内经济不会在短期暴雷或出现短期大型刺激政策。

对于短期A股而言，场外资金将选择在何时进场，是我们认为指数“止跌”的最直观的条件。鉴于近期市场情绪和指标化考量，我们选取上证50指数作为判断市场止跌的风向标。一方面对于市场而言，自今年5月起，上证50指数的表现是市场信心的主要来源；另一方面，对于长线及体量较大的场外资金而言，市值空间较大的A50配置吸引力更强。

若A50的整体股息率升至国债招投标利率，则大量场外资金将对于A50存在较强配置需求。以国债的持有至到期期限观察，则A50指数的短期波动性可以被忽略，作为长期能跑赢通胀的资产，且还具备资产增值的潜质。若指数下跌推升A50股息率，则在A50股息率升至国债利率水平，则存在大量认购国债的长线资金如银行、保险、产业资本和社会资金存在对于A股配置的刚需。

2018年A50股息率为3.57%，对应点位为2293点。我们注意到近几年国债认购资金均在3-4万亿水平，体量极大，今年至今7个月的事件，合计认购2.17万亿元，国债利率水平为3.08%。若A50当前股息水平与2018年相符，则A50位2656.79点时，A50股息率与国债当前的票面利率相同。相较周五(8/2)收盘点位2843.77点，我们认为A50短期的回调极限为7.04%。

风险提示：政策风险、贸易摩擦风险、大盘下行风险

宋劲

分析师

SAC执业证书编号：S1660519040002

songjin@shgsec.com

021-20639347

相关报告

- 1、《新基建和消费下沉的机会在哪里？：二季度中央政治局会议解读系列》2019-08-01
- 2、《美联储如期降息一次 持续关注欧洲风险：宏观策略点评》2019-08-01
- 3、《政治局会议表态符合预期 新基建与消费下沉成为最大亮点：宏观策略点评》2019-07-31
- 4、《策略研究周报：——2019年7月第4周》2019-07-29
- 5、《策略本周说：相较美联储 我们更应关注欧洲：策略本周说：相较美联储 我们更应关注欧洲》2019-07-28

内容目录

1. 策略本周说：指数的短期调整极限是多少？	3
2. 申港精选：一周行情及重点高频数据一览	4
2.1 核心指数涨跌幅	4
2.2 行业涨跌幅统计	5
2.3 行业估值水位检测	6
2.4 沪深港通交易统计	7
2.5 申港利率汇率检测	8
2.6 两融及解禁统计	9
2.7 申港精选高频经济数据检测	9

图表目录

图 1： 核心指数涨跌幅	4
图 2： 市场 PE 变化	5
图 3： 上周行业 PE 估值水位（2005 年以来）	6
图 4： 上周行业 PB 估值水位（2005 年以来）	7
图 5： 北上资金检测	8
图 6： 南下资金检测	8
图 7： 在岸及离岸美元兑人民币汇率	8
图 8： 同业存单利率（%）	8
图 9： 民间融资利率（%）	8
图 10： 中债到期收益率（%）	8
图 11： 融资融券统计	9
图 12： 2019 年单周解禁统计	9
图 13： 铜铝金属贸易价格	10
图 14： 电煤及电厂耗煤	10
图 15： 油价上升	10
图 16： 水果价格回落	10
图 17： 螺纹&PTA 期货价	10
表 1： 股息率与国债利率变化	4
表 2： 测算输出表，A50 短期回调极限为 2656.79 点	4
表 3： 重点指数及行业涨跌幅	5

1. 策略本周说：指数的短期调整极限是多少？

我们在过去两个周的周报和点评中所反复提示的欧洲区风险在本周正式爆发，伴随英国硬脱欧预期的升温，以及法国 GDP 数据的大幅低于预期，外盘恐慌情绪加重（具体可参阅周报《从德银看全球孤立主义激化》以及《相较美联储 我们更应关注欧洲》）。同时在超市场预期特朗普有关关税加征的边际变化，外围市场的扰动不但在周五引动 A 股调整，同时也在周末进一步酝酿这一情绪的发酵。

有关外围市场对于 A 股的情绪面及资金面扰动的方式，我们在电话会议《为何我们反复提示欧洲区风险》中也有过较为详细的说明。整体而言，由于过往的市场波动率及汇率波动率较高，A 股被海外主动基金普遍归类为新兴市场资产。若全球性的恐慌蔓延，外资在增配黄金、美元、日元等传统避险资产之余，不但会降低权益资产仓位，同时还会大幅降低如中国等新兴市场资产配置。这与国内部分投资者“外围波动将促使外资持续流入基本面波动小的 A 股”这一预期完全相反。

在海外风险暴露的当下，再去讨论海外的诸多事件驱动已显然滞后。且在现有的中美贸易谈判框架、欧洲风险框架、外资配置框架下来看，这些短期的事件驱动因素尚未对这些大的研判框架产生较大程度的影响。因此，对于此类短期市场波动，我们本周将选择更有价值的关注点：短期指数的调整极限在哪里？

在探讨短期指数调整极限之前，我们首先对于本次的讨论提出以下两点假设：

- ◆ 国内信用风险不会传导。流动性充裕的银行间市场资金会以收益为导向进行资产配置间的腾挪，并不会考虑信用危机。
- ◆ 国内经济不会在短期暴雷或出现短期大型刺激政策。

若前述情形发生，则我们对于短期指数的调整情况的预判将变得没有价值。

对于短期 A 股而言，场外资金将选择在何时进场，是我们认为指数“止跌”的最直观的条件。鉴于近期市场情绪和指标化考量，我们选取上证 50 指数作为判断市场止跌的风向标。一方面对于市场而言，自今年 5 月起，上证 50 指数的表现是市场信心的主要来源；另一方面，对于长线及体量较大的场外资金而言，市值空间较大的 A50 配置吸引力更强。

我们认为，若 A50 的整体股息率升至国债招投标利率，则大量场外资金将对于 A50 存在较强配置需求。以国债的持有至到期期限观察，则 A50 指数的短期波动性可以被忽略，作为长期能跑赢通胀的资产，且还具备资产增值的潜质。若指数下跌推升 A50 股息率，则在 A50 股息率升至国债利率水平，则存在大量认购国债的长线资金如银行、保险、产业资本和社会资金存在对于 A 股配置的刚需。

2018 年 A50 股息率为 3.57%，对应点位为 2293 点。我们注意到近几年国债认购资金均在 3-4 万亿水平，体量极大，今年至今 7 个月的事件，合计认购 2.17 万亿元，国债利率水平为 3.08%。若 A50 当前股息水平与 2018 年相符，则 A50 位 2656.79 点时，A50 股息率与国债当前的票面利率相同。相较周五（8/2）收盘点位 2843.77 点，我们认为 A50 短期的回调极限为 7.04%。

对于大资金而言，7.04%的回调空间基本难以进行操作，建议忽视本次市场波动，仍以国内经济中长期发展趋势和中美长期对抗趋势为资产配置研判和行业比较研判标准。对于中小体量的资金而言，盯 A50 作为短期调整的风向标，通过本次市场调整赚取少量超额收益是我们认为较为有效的操作策略。

表1：股息率与国债利率变化

	全部 A 股股息率	沪深 300 股息率	上证 50 股息率	当年国债招投标利率	A50 股息率-国债利率	国债认购规模(亿元)	A50 点位
2010	1.57%	2.01%	2.43%	2.90%	-0.47%	17,778	1,977
2011	2.18%	2.55%	2.93%	4.10%	-1.17%	15,398	1,618
2012	2.38%	2.86%	3.39%	3.77%	-0.38%	14,362	1,858
2013	2.54%	3.47%	4.36%	4.12%	0.23%	16,944	1,575
2014	1.83%	2.41%	2.98%	4.20%	-1.22%	17,747	2,582
2015	1.44%	2.31%	3.09%	3.28%	-0.19%	21,075	2,421
2016	1.66%	2.46%	3.00%	2.71%	0.29%	30,658	2,287
2017	1.67%	2.19%	2.78%	3.56%	-0.78%	40,042	2,860
2018	2.46%	2.98%	3.57%	3.31%	0.25%	36,671	2,293

资料来源：Wind、申港证券研究所

表2：测算输出表，A50 短期回调极限为 2656.79 点

当前 A50 点位	2843.77
对应股息率	2.88%
今年至今国债利率	3.08%
国债认购规模	21,741.30
若 A50 股息率与国债利率相同，对应 A50 点位	2,656.79
对应回调空间	7.04%

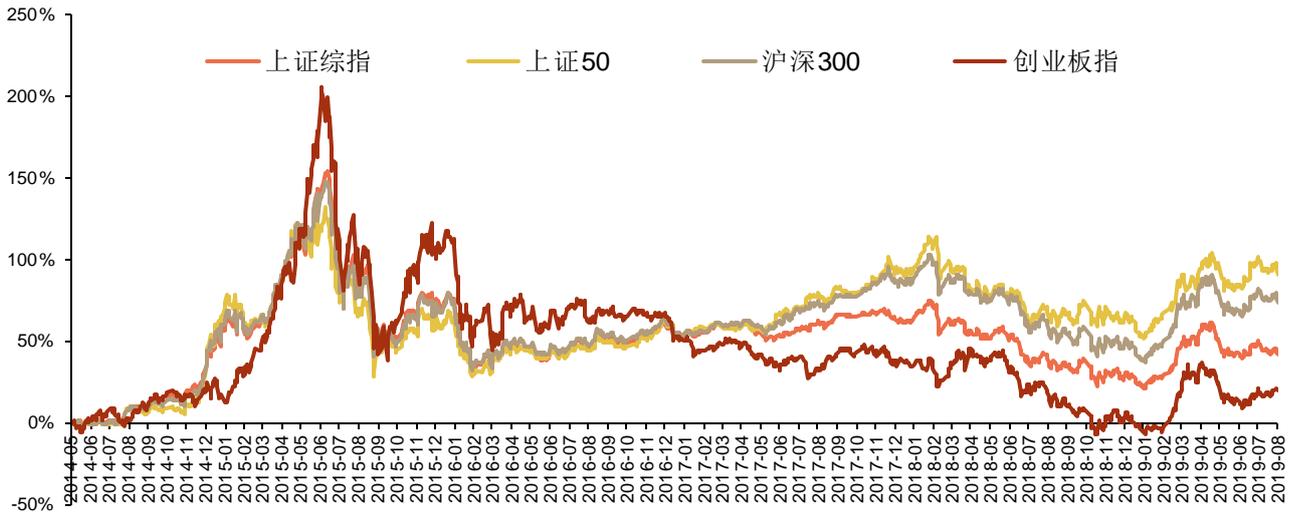
资料来源：Wind、申港证券研究所

2. 申港精选：一周行情及重点高频数据一览

2.1 核心指数涨跌幅

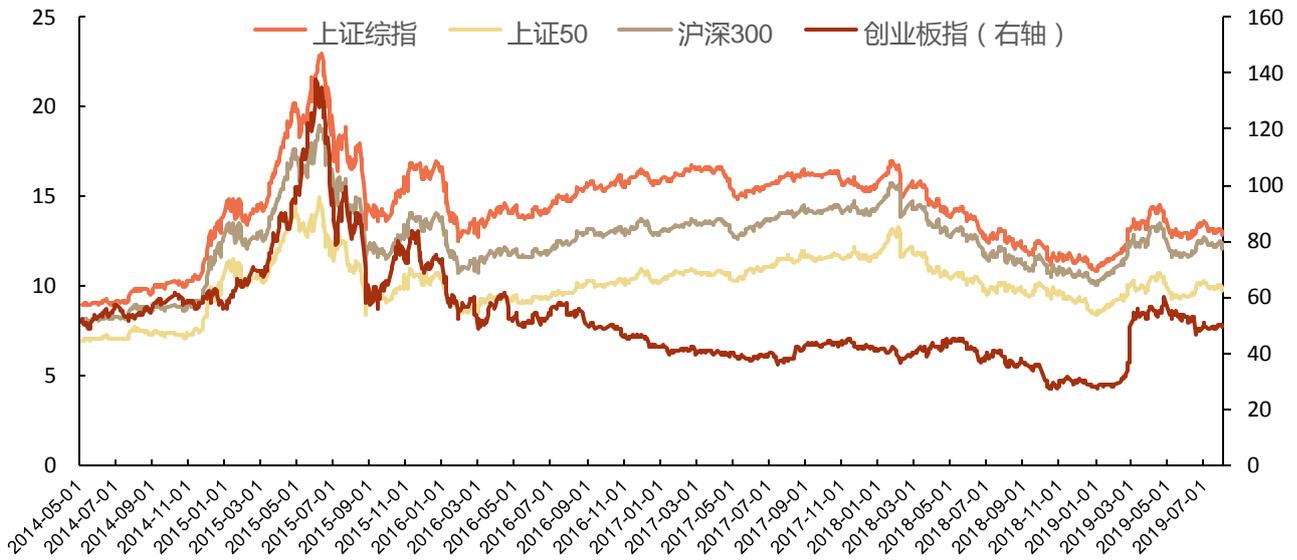
本周上证综指下跌 2.60%，周成交额 0.870 万亿元；上证 50 下跌 3.25%，沪深 300 下跌 2.88%，创业板指下跌 0.33%。

图1：核心指数涨跌幅



资料来源：Wind、申港证券研究所

图2：市场 PE 变化



资料来源：wind、申港证券研究所

2.2 行业涨跌幅统计

从涨跌幅情况来看，本周农林牧渔、有色金属和休闲服务包揽涨幅前三，房地产、非银金融和建筑材料为涨幅倒数前三。

表3：重点指数及行业涨跌幅

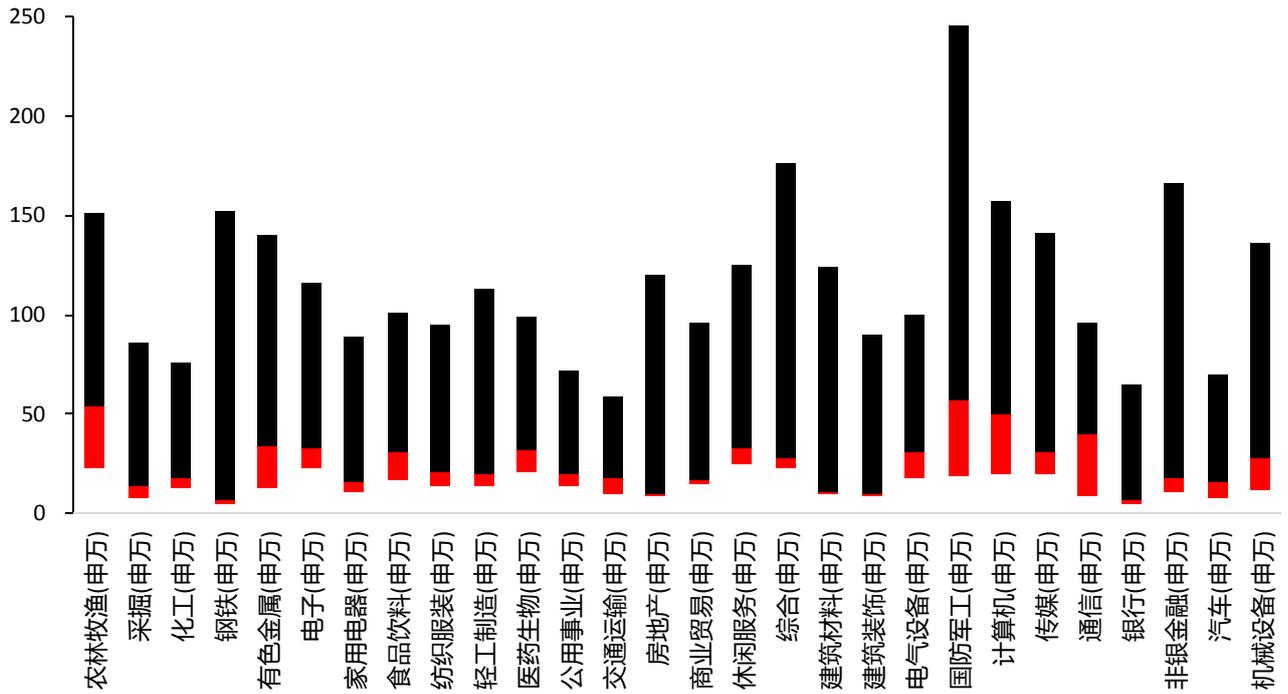
指数及行业	本周涨跌幅	周涨跌幅环比	周成交额（亿元）	周成交额环比
上证综指	-2.60%	-3.30%	8,703.56	0.58%
上证50	-3.25%	-4.76%	1,791.37	4.50%
沪深300	-2.88%	-4.21%	6,027.67	2.43%
创业板综	-1.00%	-1.95%	3,455.63	1.17%
银行(申万)	-2.48%	-4.36%	529.26	4.43%

指数及行业	本周涨跌幅	周涨跌幅环比	周成交额（亿元）	周成交额环比
有色金属(申万)	0.76%	4.59%	909.65	20.33%
计算机(申万)	-2.19%	-4.03%	1,211.95	-6.48%
建筑材料(申万)	-4.55%	-4.70%	220.13	0.74%
非银金融(申万)	-4.72%	-5.03%	1,273.48	7.55%
钢铁(申万)	-2.87%	-1.93%	89.20	8.39%
公用事业(申万)	-1.12%	-1.32%	350.48	1.90%
机械设备(申万)	-2.46%	-3.59%	986.26	6.72%
采掘(申万)	-2.71%	-2.80%	312.27	-1.55%
休闲服务(申万)	-0.17%	-2.58%	78.22	0.93%
家用电器(申万)	-2.89%	-4.37%	314.32	29.55%
国防军工(申万)	-2.67%	-3.88%	485.52	0.94%
房地产(申万)	-5.36%	-3.67%	537.68	-14.02%
通信(申万)	-2.72%	-4.53%	785.66	7.55%
电气设备(申万)	-2.08%	-4.06%	547.34	-4.59%
交通运输(申万)	-3.38%	-4.86%	377.10	-2.05%
建筑装饰(申万)	-3.20%	-3.21%	272.78	-0.76%
轻工制造(申万)	-2.76%	-3.21%	264.62	0.01%
综合(申万)	-1.97%	-0.97%	67.22	-13.25%
电子(申万)	-2.19%	-8.04%	2,681.13	-3.04%
传媒(申万)	-0.88%	-0.12%	726.47	21.99%
化工(申万)	-1.63%	-1.29%	1,188.73	-6.23%
汽车(申万)	-2.98%	-3.50%	386.98	-3.68%
医药生物(申万)	-2.37%	-3.48%	1,130.34	0.65%
纺织服装(申万)	-2.36%	-2.05%	96.67	-9.98%
食品饮料(申万)	-2.86%	-2.94%	870.65	-7.82%
商业贸易(申万)	-2.98%	-3.24%	164.29	-6.41%
农林牧渔(申万)	3.67%	5.22%	793.47	16.57%

资料来源：Wind、申港证券研究所

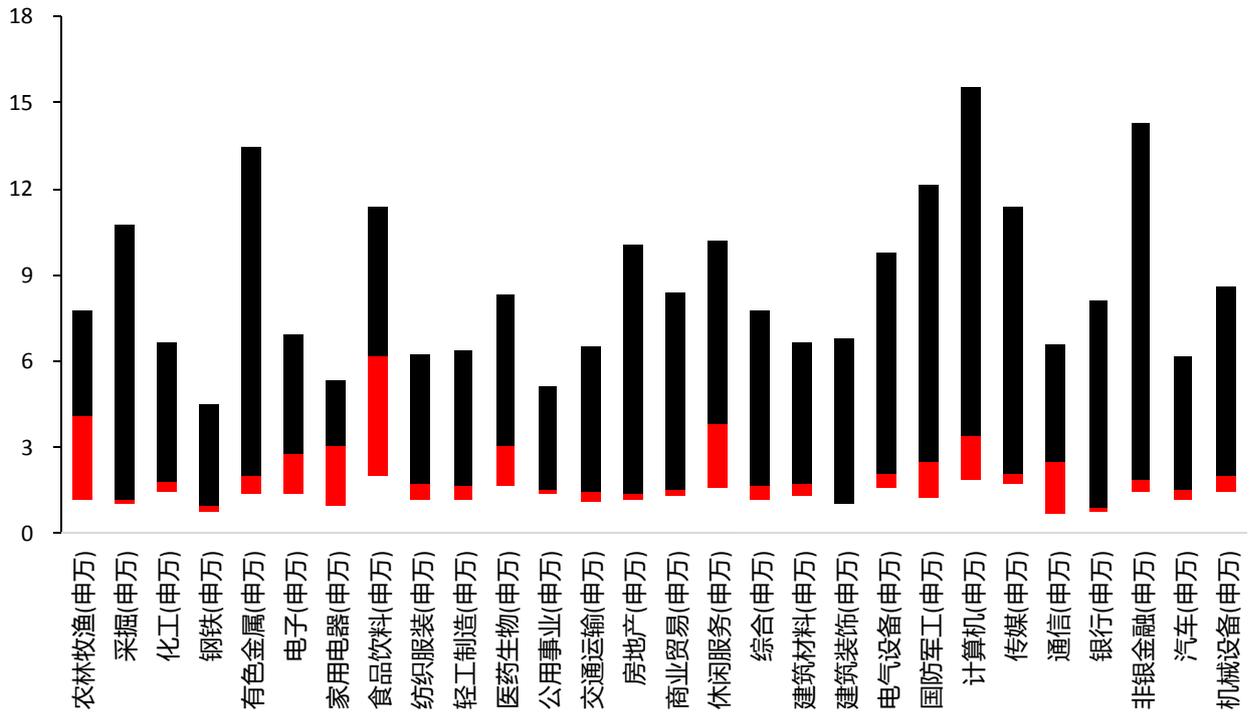
2.3 行业估值水位检测

图3：上周行业 PE 估值水位（2005 年以来）



资料来源: Wind、申港证券研究所

图4: 上周行业 PB 估值水位 (2005 年以来)

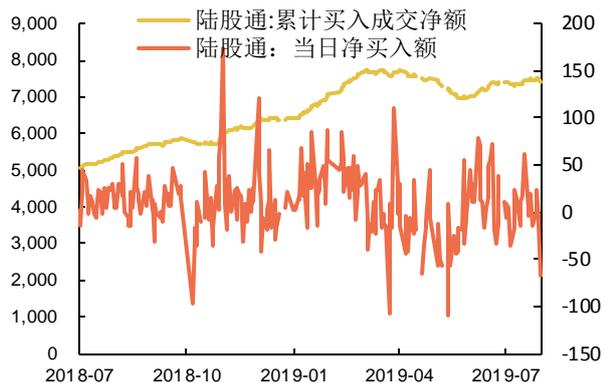


资料来源: Wind、申港证券研究所

2.4 沪深港通交易统计

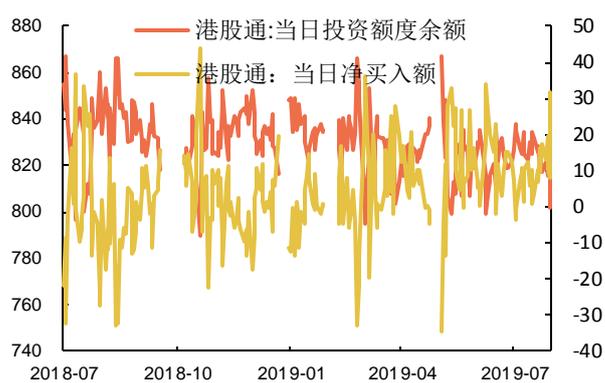
北上资金本周净流出 59.52 亿元, 本月已累计净流出 79.63 亿元人民币, 今年以来的累计增持金额回落至 1004.30 亿元。同时, 本月南下资金累计 39.699 亿元, 本年度累计 968.573 亿元。

图5: 北上资金检测



资料来源: Wind、申港证券研究所

图6: 南下资金检测

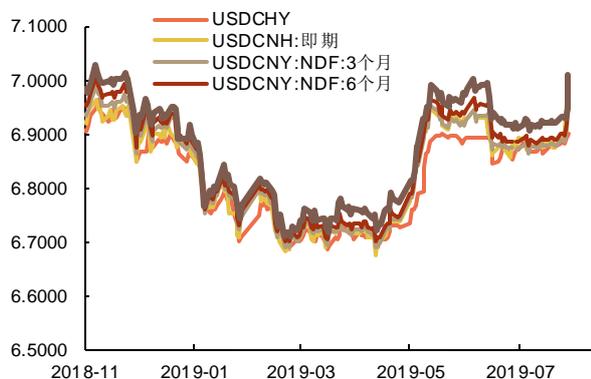


资料来源: Wind、申港证券研究所

2.5 申港利率汇率检测

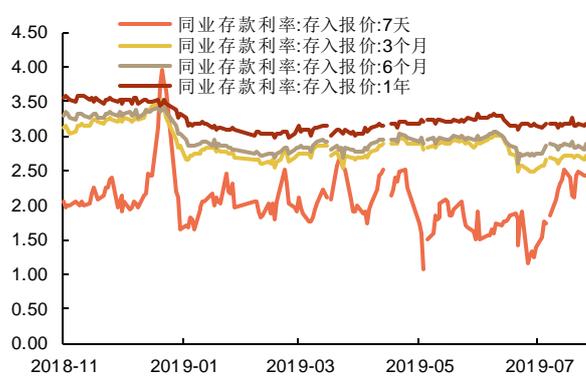
8月2日离岸人民币即期汇率升至6.9764。美国总统特朗普8月1日在推特上表示美国将于9月1日开始,对剩余的3000亿美元来自中国的商品和产品加征10%的关税,导致人民币贬值压力陡增。

图7: 在岸及离岸美元兑人民币汇率



资料来源: Wind、申港证券研究所

图8: 同业存单利率 (%)



资料来源: Wind、申港证券研究所

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_10974



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>