

年中宏观研究专稿之二（权益市场篇）

震荡与调整依旧是下半年的基调

——下半年权益市场宏观运行环境分析

内容提要：

下半年权益市场的基调可能将延续上半年的整党与调整，其主要原因在于上半年的调整并不彻底，高估值问题并没有解决，特别是以贵州茅台为首的所谓核心价值股并没有调整到位。从外部环境看，市场流动性依旧将维持相对紧平衡的态势，以贯彻货币政策的中性和延续性。但是，市场依旧存在着结构性的机会。因为市场存在着一批低估或者前期调整过多或者是有事件性因素驱动的题材股、概念股和热点股。也存在着一批符合国家经济发展战略行业中的优势企业。同时，市场可能在震荡中和结构调整，体现出更多的波段性的特点。在市场震荡在下半年继续将持续、结构性和波段性将更加突出的背景下，选时和选股一样重要，甚至是有过之而无不及。针对权益市场的结构性和波段性特点和优势，利用股指期货和期权（个股、股指、ETF）等金融衍生品的特征，制定相应的投资策略，可以很好地防范系统性风险，凸现和放大结构性收益，追求相对稳定的投资收益。

我们在题为《结构性、波段性将进一步强化》的 2021 年年度权益市场宏观运行环境报告中明确指出：2020 年下半年形成的权益市场波段性、结构性行情特点可能在 2021 年会进一步得到强化，市场的震荡将进一步加剧。从上半年权益市场的整体走势看，上半年权益市场的确继续延续并加强了市场的震荡性特点，并

强化了市场的波段性与结构性。

表 1：上半年沪深 300 指数、中证 500 指数和上证 50 指数基本运行情况

指数	前 收 盘 (点)	收 盘 (点)	最 高 (点)	最 低 (点)	涨幅%
沪深 300	5211.29	5190.54	5930.91	4883.66	-0.4%
上证 50	3640.64	3482.73	4110.18	3371.13	-4.43%
中证 500	6367.11	6765.42	6835.05	6033.41	+6.26%

资料来源：银河期货研究所 WIND

即使在 5 月底出现了一波强劲上升行情后，我们在题为《理性看待五月底的上攻行情》的六月权益市场宏观运行环境研究报告中依旧认为：“必须理性看待五月底的上攻行情，即不必过度情绪化和乐观。五月末的行情有可能带动市场进入一个相对比较高的平台继续进行震荡整理，同时，展现出一系列的结构性机会，但是，市场依据缺乏持续性上升的宏观面基础。”截止到 6 月 29 日，沪深 300 指数和上证 50 指数分别下跌了 2.65% 和 4.59%，而中证 500 指数也仅仅上涨了 0.54%。

展望 2021 年下半年的权益市场，我们坚持认为权益市场继续将维持震荡与调整走势，在调整中继续体现和强化波段性与结构性行情的特点。

之所以作出如此的判断，从市场本身的角度看，是市场估值不低，特别是贵州茅台为代表的机构集中持有的所谓成长股，估值偏高，尽管在上半年有所调整，但是依旧存在普遍高估的情况。以贵州茅台为例，其股息率不到 1%，而长期国债的到期收益率在 3% 以上。

券商股从上半年走势看，确实一定程度上起到了积聚人气的作用，特别是在 5 月底的行情中，但是，券商股的成长性最好的阶段已经过去。笔者认为，券商股做好的成长性阶段是市场由熊转牛的阶段，如 2019 年或者是 2020 年，而不是现在。另外一方面，面对资本市场的开放，国内券商的机会在于重组和兼并。但是，目前国内券商的估值优势已经不如前几年，如中信证券和中信建投的市值合计已经大大高于在美上市的国际投行的中位数，但其净利润合计 244.11 亿元，低于国际投行的中位数。

表 2：美股投行股与国内券商股部分指标中位数比较

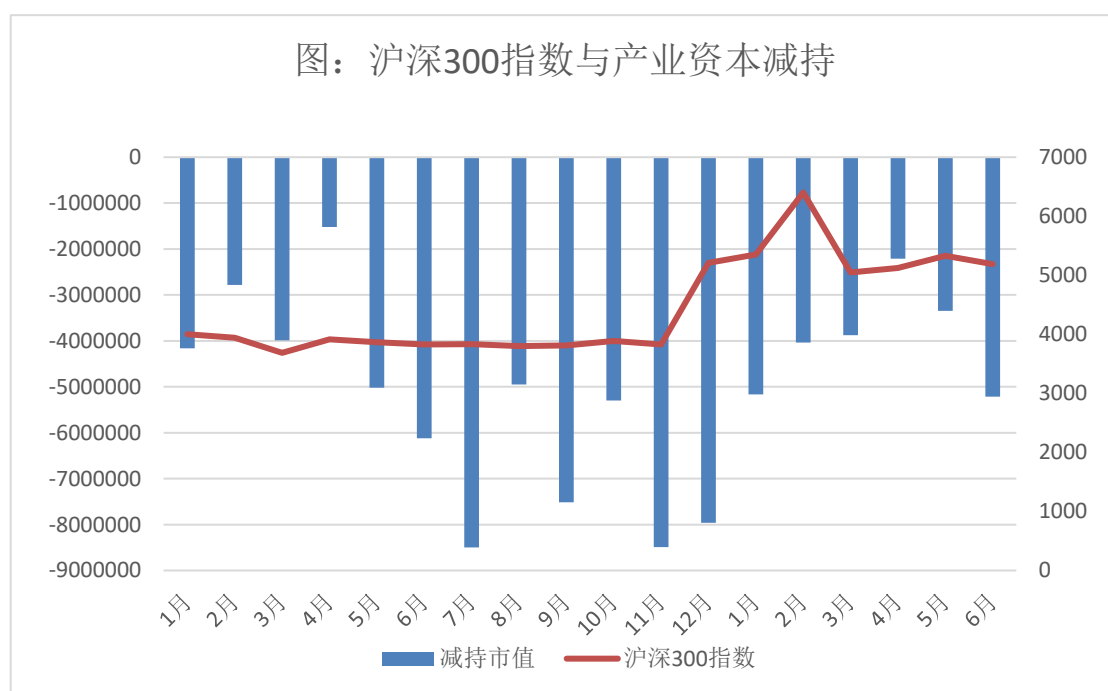
	市 值 （ 亿 元）	总收入（亿 元）	净利润（亿 元）	净 资 产 收 益 率 %
国际券商	3832.22	1033.45	225.63	11.75
国内券商	1649.35	286.32	97.74	9.5

资料来源：银河期货研究所 WIND

因此，券商作为整体其成长性已经进入了阶段性瓶颈状态，当然不排除少数优势券商继续做强做大。部分券商确实存在着收购兼并的市场性机会。

观察市场估值高低第二个指标是看产业资本的减持态势。如下图所示，5月的产业资本减持总量确实不大，截止到5月31日，公告减持的是334386.2万元，和4月相差也不大，但是其中有1075206.1657万元是5月25日以后四天行情起来后公开减持的。而6月，截止到6月29日，产业资本减持额陡然升高到521379.3万元，创下了今年的新高。即在市场高估的情况下，只要市场起来就会导致加速产业资本巨量减持。

图 1：月度产业资本减持情况

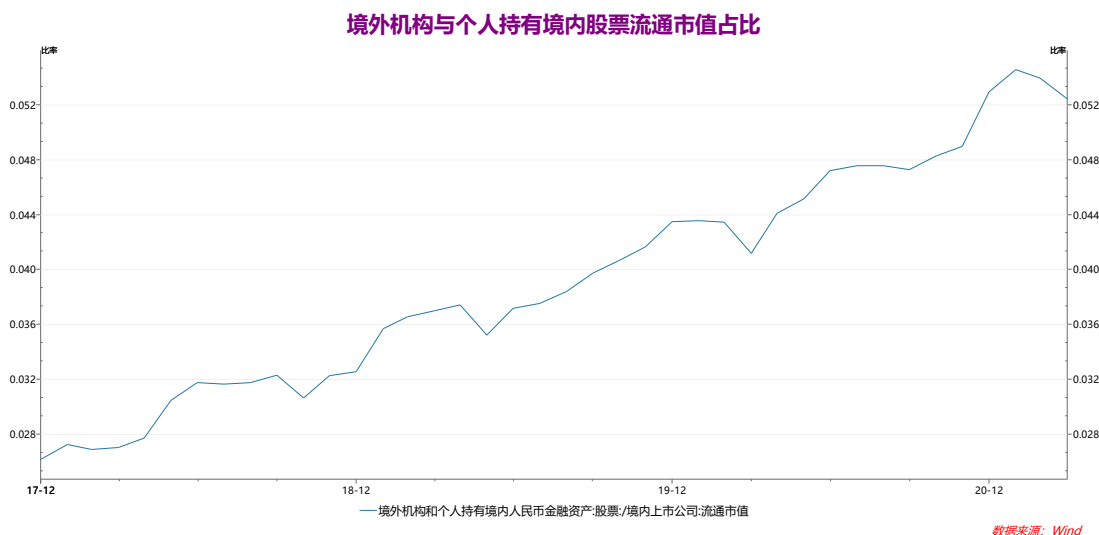


资料来源：银河期货研究所 WIND

观察市场估值高低第三个指标是境外机构与个人对 A 股的增持情况。从上半

年前三月境外机构和个人持有 A 股的流通市值的比率看是稍有下降的。

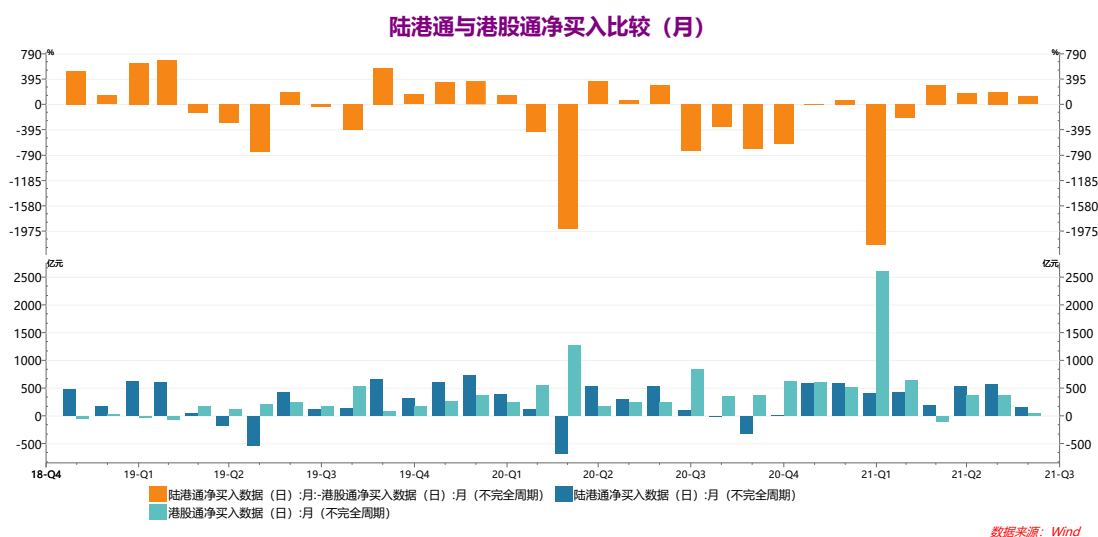
图 2：境外机构与个人持有境内股票流通市值占比



资料来源：银河期货研究所 WIND

从陆港通和港股通的情况看，陆港通净买入资金不及 2019 年，特别是 6 月，陆港通净买入资金非常有限。而 2019 年上半年和 2020 年上半年陆港通净流入资金相对比较踊跃的一个重要原因是估值比较低。那时候的贵州茅台股息率明显高于 10 年期的国债收益率。

图 3：陆港通与港股通净买入比较（月，（截止到 6 月 28 日）

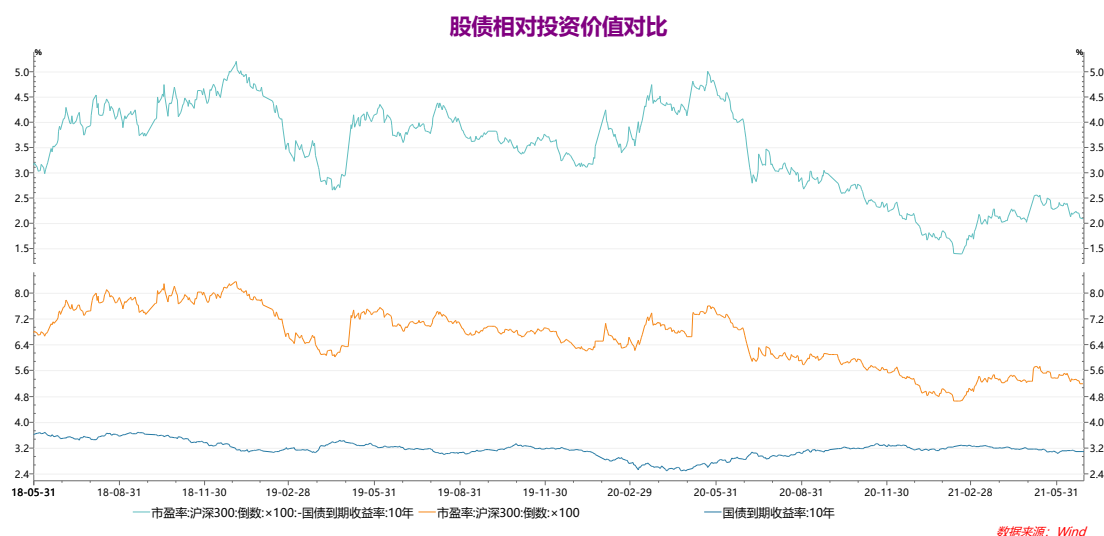


资料来源: 银河期货研究所 WIND

我们一直认为外资进入是不是踊跃, 和人民币汇率强弱无太大的关系, 而是和国内市场的估值高低、国内证券市场的市场化程度等基本建设有关。

考察估值的第四个观察指标是比较国债和股票的相对收益率。目前看, 尽管PE 倒数和 10 年期国债收益率之差依旧保持正值, 而且差值明显小于近年往年大多数时间。

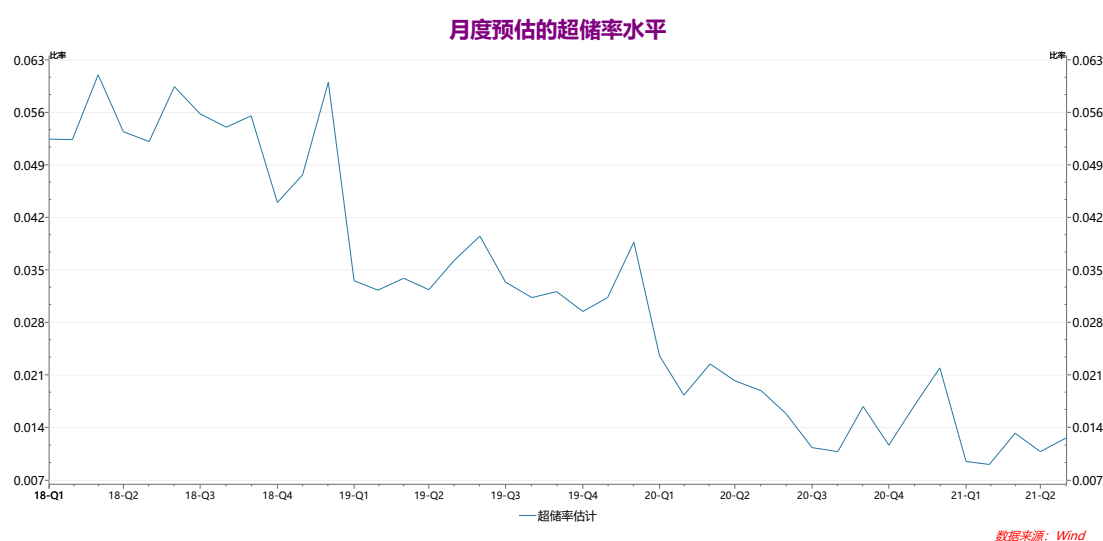
图 4: 股债相对投资价值对比



资料来源：银河期货研究所 WIND

从权益市场的货币金融环境看，央行在二季度工作会议上再次强调了货币政策的中性以及货币政策的连续性，从金融系统的流动性看，参考超储率指标，该指标今年以来总体低于今年，显示初银行系统的流动性不及最近几年。

图 5：月度超储率预估



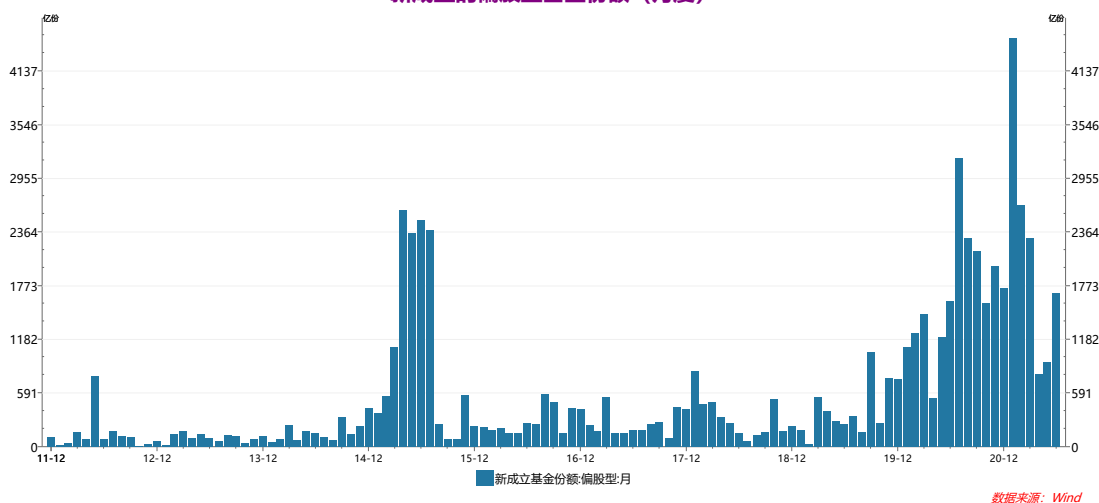
资料来源：银河期货研究所 WIND

尽管 5 月的货币金融数据显示，非银金融机构存款罕见地多增了 14566 亿元，但是根据历史经验，此指标的持续增加或保持较高水平的可能性比较小。

新成立的偏股型基金放缓，基金公司面临流动性压力没有根本缓解。3 月放缓后，4 月和 5 月急剧减少，6 月虽然有些增加，但是依旧低于今年前 3 月和去年 12 月水平。今年 1 月新成立的偏股型基金份额曾经达到 4500.02 亿份。新成立的偏股型基金的大幅减少可能会直接影响到权益市场的流动性供给。

图 6：新成立的偏股型基金（截止到 6 月 28 日）

新成立的偏股型基金份额（月度）



资料来源：银河期货研究所 WIND

因此，从权益市场的流动性环境看，相比较近年，总体处于一种偏紧的情况。

综合权益市场的内部情况与外部政策与金融环境考察，我们坚持认为下半年的权益市场缺乏方向性的上扬基础，震荡与调整依旧是主要基调。在震荡调整中显示出一点的结构性机会。结构性调整的根本原因和结构性机会的条件依旧在于在核心价值股市场估值偏高的同时，市场又存在着一批低估或者前期调整过多或者是有事件性因素驱动的题材股、概念股和热点股。也存在着一批符合国家经济发展战略行业中的优势企业。

从市场风格看，上半年，国证成长明显强于国证价值走势

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_20438

