

从资金驱动向改革与创新驱动切换中的结构性行情

——十月权益市场宏观运行环境研究

内容提要：

九月市场调整的主要原因在于市场动能开始出现了切换的势头。我们认为，市场动能从资金推动到制度创新的切换是一个过程，在这一个过程中往往是以市场的整固和调整的形式完成和实现的，而这一过程正是给市场、特别是机构投资者调整持仓结构和资产结构的一个机会，在新形势下，市场将更多地表现出结构性机会。针对权益市场的结构性和波段性特点，利用股指期货和期权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。

正如我们在《九月权益市场宏观运行环境研究》中分析的那样，九月的权益市场出现了调整，截至到9月25日，沪深300指数、上证50指数和中证500指数分别下跌了5.11%，3.41%和6.47%，尽管离开月底还有几个交易日，但考虑到长假因素，9月的调整态势已经基本成为定局。

从调整的原因来看，正如我们在《九月权益市场宏观运行环境研究》分析的那样有很多，如中美关系的稳定，境外市场的影响，长假效应等。但是。我们认

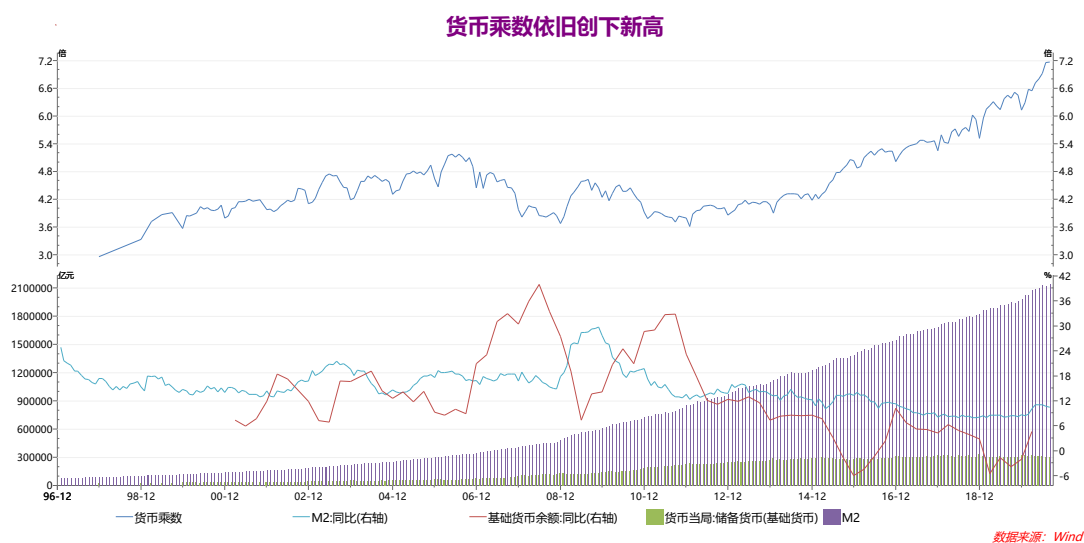
为在新形势下，市场面临着从资金驱动向改革与制度创新的切换中，这一切换的过程往往是通过震荡与调整完成的。

为了应对疫情，今年年初以来的宏观政策实施了“两个更加”的政策，即更加灵活适度的货币政策和更加积极有为的财政政策，目前，因疫情带来的经济与社会生活已经基本得到恢复，尽管经济下行的压力依旧存在，但宏观政策面临着调整和边际收紧。

首先，从1到8月新增社融规模和人民币贷款规模分别已经达到26.1万亿元和14.8亿元，而易纲行长在陆家嘴论坛实上透露的今年社融规模和人民币贷款规模目标分别为新增30万亿和20万亿的目标，接下来的第四季度，新增空间显然不及前三个季度，特别是不及上半年。

第二，面临着新的形势，宏观货币政策面临着“两难”的处境，即一方面货币乘数创下新高，金融风险在积聚

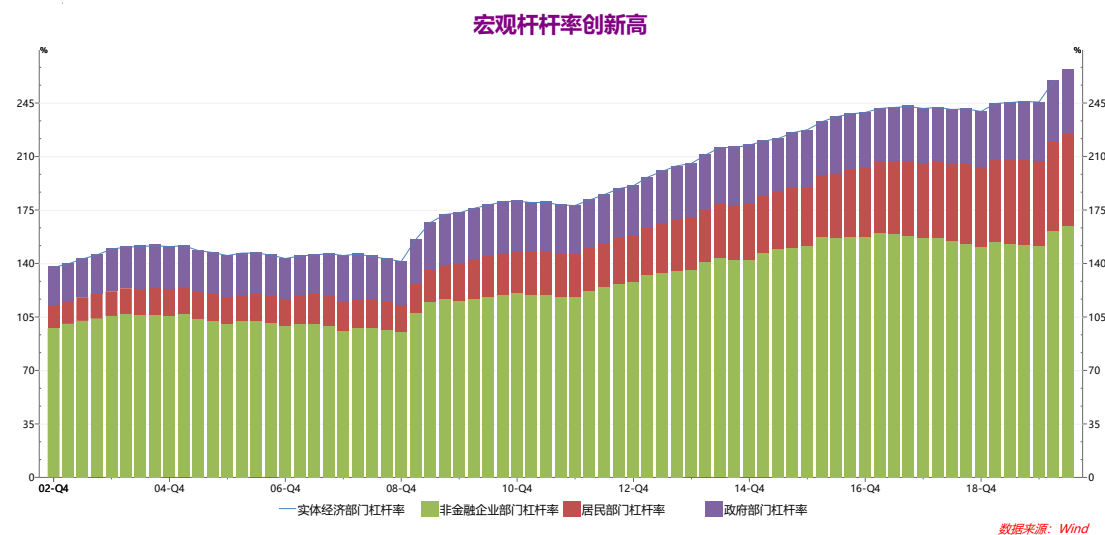
图1：屡创新高的货币乘数



资料来源: 银河期货研究所 WIND

货币乘数是一切杠杆的基础，随着货币乘数创新高，宏观杠杆率也创下新高，加上今年央行要求银行加大对企业的房贷，金融风险在积聚。

图 2：不断创下新高的宏观杠杆率

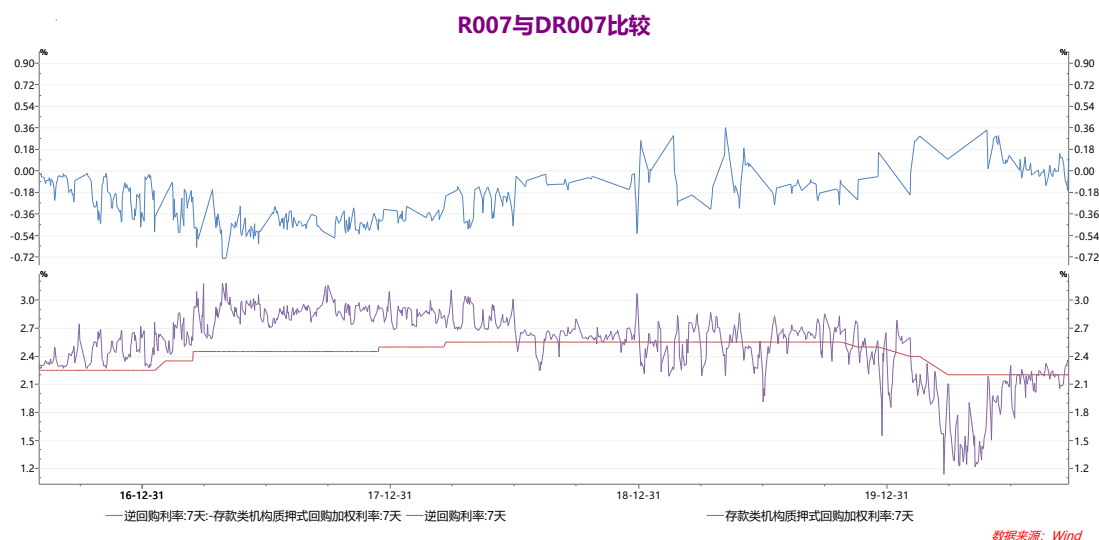


资料来源: 银河期货研究所 WIND

但另一方面超储率创下新低，尽管 9 月央行加大了公开市场操作力度，但银

行间的流动性紧张，具体表现为利率水平的回升。如表现为 DR007 走高，并在部分时间高于 R007，形成倒挂关系。

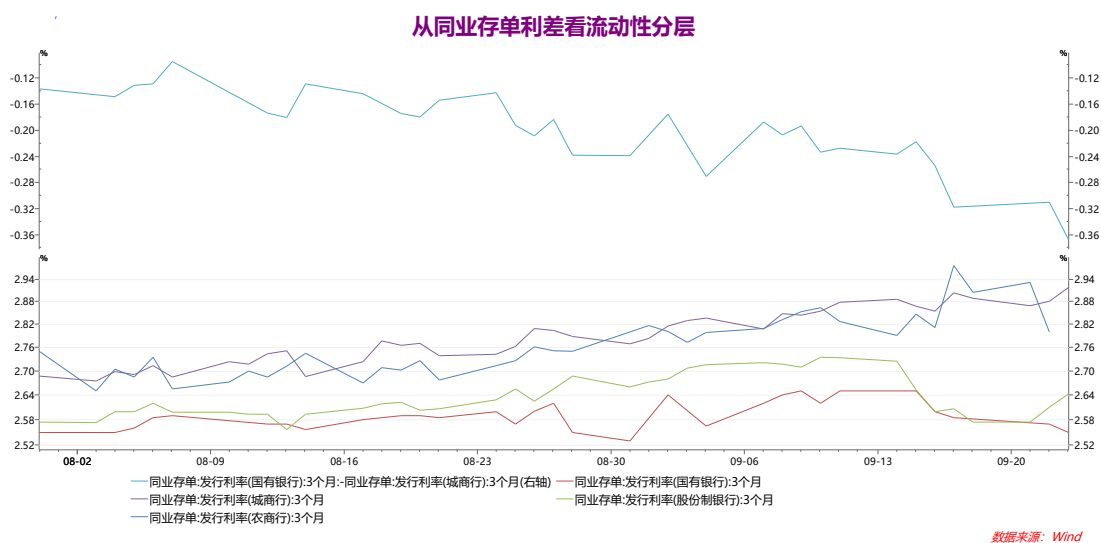
图 3：R007 与 DR007 比较



资料来源：银河期货研究所 WIND

而且，由于央行对资产端的扩张主要通过公开市场操作进行的，因此，在流动性方面还表现出流动性分层，具体表现在同业存单的发行利率国有银行和其他银行，特别是城商行间的负利差扩大。

图 4：从同业存单利差看流动性分层

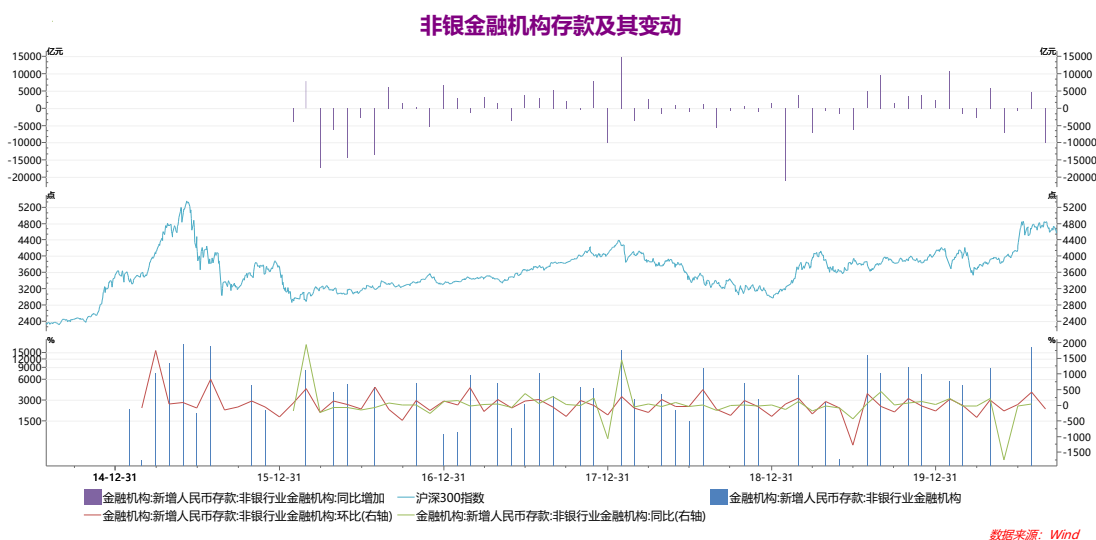


资料来源: 银河期货研究所 WIND

而从央行对利率的管理来看,央行在《二季度货币政策执行报告》中分析了低利率的弊病,央行近期没有调整 MLF 利率,也没有调整 LPR 利率,央行在近期出版的《中国货币政策执行报告增刊——有序推进贷款市场报价改革》一文中明确将 LPR 最为贷款的基准利率,但央行已经连续五个月没有调整 MLF 和 LPR 利率,在流动性分层、资金存在空转、政府债券发行加快的情况下,调整利率可能性减少,央行将继续保持利率稳定。

就权益市场等证券市场看,非银金融机构的存款这一数据更加明显,我们注意到 8 月这一数据出现了大幅下降,和 7 月形成了鲜明的对比。而回顾历史,非银金融机构的存款数据的变动和股市的涨跌的关系是相辅相成的。我们认为,在今年接下来的几个月中,非银金融机构的存款的数据再要重现 7 月的盛况之概率比较小。及尽管 M1 和 M2 在接下来几个月会有继续回升的可能,但回升的主要动力可能来自于翘尾因素和积极有为财政政策下的财政存款的减少等因素。

图 5：非银金融机构存款及其变动



资料来源：银河期货研究所 WIND

从沪港通数据看，可能进入了一个相对稳定的时期。我们注意到在人民币汇率大幅升值的 9 月，沪港通的北上资金并没有出现明显的增加。相反，境外市场的波动却引起了北上资金的回流，而人民币汇率将继续维持双向波动的格局，尽管波动的幅度存在着拓宽的可能性，但“人既无贬基，也无升基”。对此，笔者已经在汇率系列研究文章中进行过详细的分析。

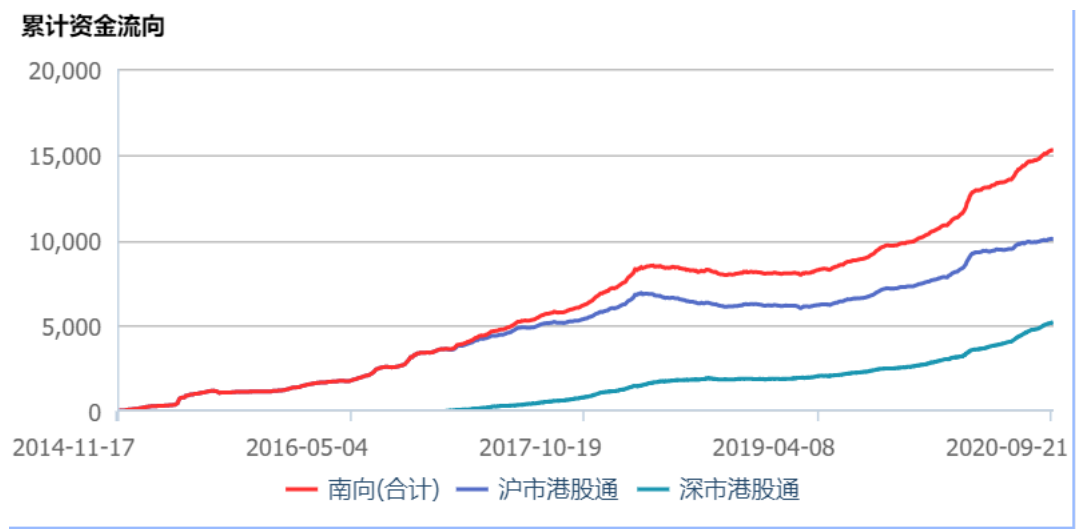
图 6：陆港通下北上资金情况



资料来源：银河期货研究所 WIND

相反，港股通下，南下的资金却出现了增长的势头。特别是在深市港股通下，南下资金增长明显。

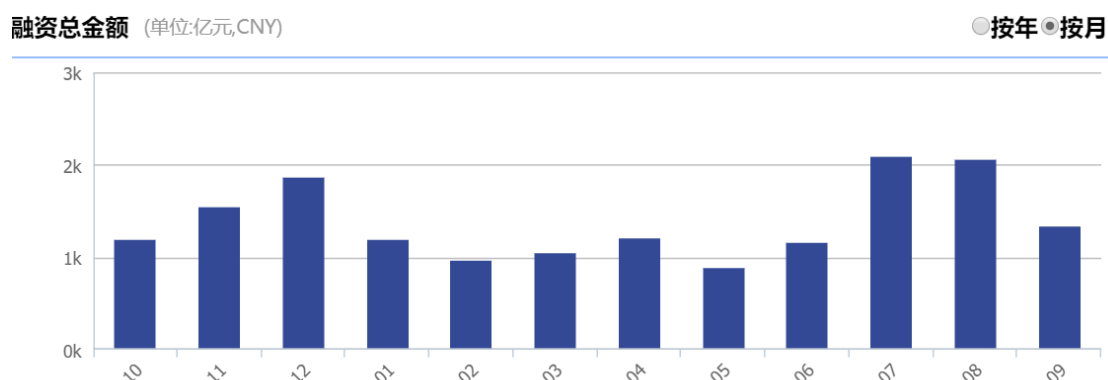
图 7：港股通下资金南下情况



资料来源：银河期货研究所 WIND

而另一方面，股权融资正在加快，特别是深市创业板改革后，产生了部分资金虹吸现象，对全主板市场等资金构成一定的分离作用。

图 8：月度融资总金额情况



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_2313

