

震荡调整难改，结构性行情强化

——九月初权益市场宏观环境分析

内容提要

我们认为市场在7月大跌后，8月市场的特征为抵抗型下跌。在各种宏观因素的决定下，市场难以有总体向上的趋势性行情，震荡与调整依旧是主基调。但是，在发展“专精特新”等政策环境下，结构性行情将进一步强化。我们认为，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《年中宏观研究专稿之二——下半年权益市场宏观运行环境》一文中明确指出：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。从七月和八月初权益市场的总体走势看，基本印证了我们的看法：7月沪深300指数、上证50指数大跌了7.9%和10.48%，中证500也下跌了0.8%，8月，沪深300和上证50并没有终止跌势，截至到8月30日，沪深300指数微涨了

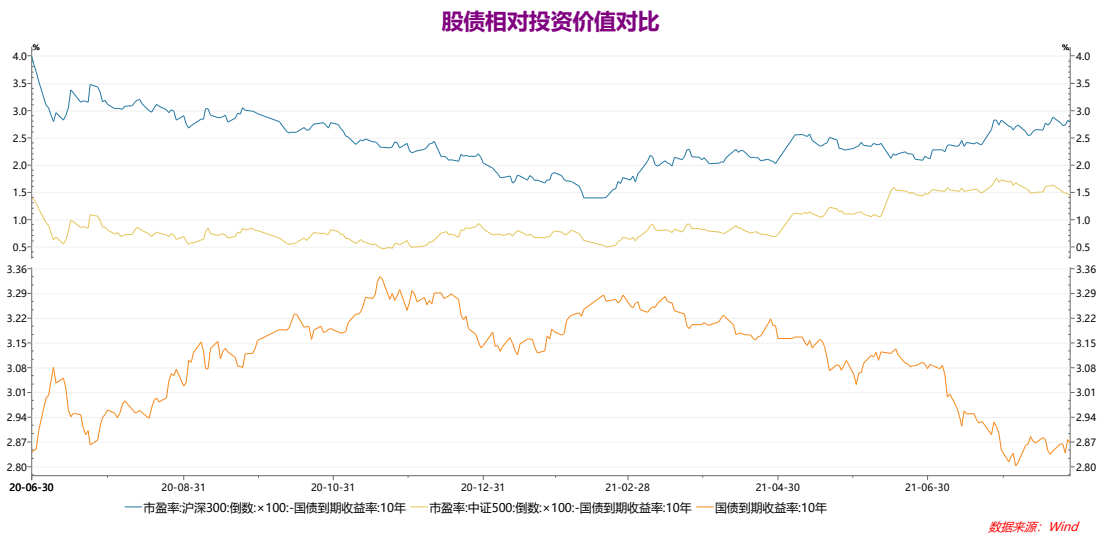
0.04%、上证 50 指数微跌了 0.64%，但中证 500 大涨了 6.79%。

展望九月，我们认为市场的总体震荡与调整难言结束，结构性行情依旧将得以维持。

做出如此判断的依据之一在于前期基金等机构的集中持股的所谓“茅指数”股票的估值依旧很高。早在今年的年度报告和上半年的月度报告中，我们已经明确指出，即使从最简单的股息率的角度进行研究，贵州茅台的股息率已经大大低于长期国债收益率，因此，存在着估值和调整的压力，贵州茅台在震荡半年后，终于出现了较大调整，这是导致沪深 300 指数和上证 50 指数在近阶段出现了较大的调整的重要原因。那么，经过大幅调整的贵州茅台等所谓的“茅指数”股票是不是已经调整到位了呢？我们还是简单地从股息率的角度进行考察，贵州茅台目前的股息率也仅 1.25% 左右，依旧明显低于长期国债收益率的 2.8% 左右的水平，而国债收益率在中美利差缩小等因素下，下跌空间相对有限。因此，从这个角度看，以贵州茅台为代表的所谓“茅指数”股票的估值依旧是过高的。

但从另一个角度看，即从股债的相对投资价值看，10 年期的国债收益率下半年出现了下跌，从上半年的 3.07% 下降到目前的 2.86%，导致沪深 300 指数的 PE 倒数、中证 500 指数的 PE 倒数和国债收益率的差值，特别沪深 300 指数的 PE 倒数和国债收益率的差值是近期出现了一定的回升。即相对于债市而言，因为近期股市下跌而债市上涨，股市的相对投资价值有所提升。

图 1：股债相对投资价值对比



资料来源：银河期货研究所 WIND

做出这一判断之二的理由是国家在政策层面上强调发展“专精特新”，以推动制造业的发展。中共中央在最近召开的政治局会议上指出：加快解决卡脖子难题，发展“专精特新”中小企业，并公布了第三批“专精特新”小巨人企业名单。我们认为这一举措将加大市场的结构性调整，我们注意到北上资金最近的动向也在一定程度上反映了这一变化。

图 2：近一月北上资金动向

北向							
排名	股票代码	股票简称	净买入	排名	股票代码	股票简称	净卖出
1	300760.SZ	迈瑞医疗	59.11	1	600519.SH	贵州茅台	-93.39
2	601012.SH	隆基股份	44.18	2	000858.SZ	五粮液	-45.07
3	600438.SH	通威股份	22.43	3	600276.SH	恒瑞医药	-20.72
4	600036.SH	招商银行	20.35	4	601318.SH	中国平安	-18.18
5	600031.SH	三一重工	19.61	5	000651.SZ	格力电器	-17.59
6	600030.SH	中信证券	15.04	6	601888.SH	中国中免	-8.71
7	000333.SZ	美的集团	12.77	7	300750.SZ	宁德时代	-8.46
8	002241.SZ	歌尔股份	12.08	8	300059.SZ	东方财富	-7.76
9	601600.SH	中国铝业	11.66	9	300450.SZ	先导智能	-5.85
10	300124.SZ	汇川技术	11.00	10	000625.SZ	长安汽车	-5.53

资料来源：银河期货研究所 WIND

从国证成长指数和国证价值指数的走势看，也显示出这一结构性的特点，即在国证价值指数创出阶段性低点的情况下，国证成长指数并没有创出新低，表现出相对坚挺。

图 3：国证价值指数和国证成长指数走势对比图

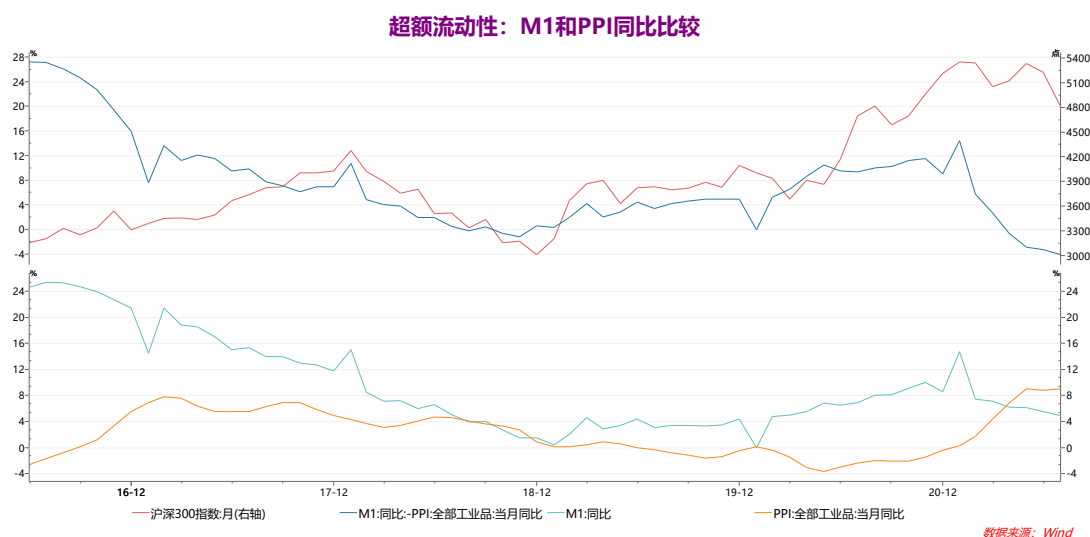


资料来源：银河期货研究所 WIND

做出这一判断之三是从宏观经济环境看，受到大宗商品涨价、缺芯、消费下滑、疫情反复等因素影响下，经济存在着下行压力，但在经济下行压力存在的情况下，我国宏观政策表现出一定的定力，着眼于长期发展，而不是短期的问题和矛盾，即中央目前强调的是“跨周期”调节，而不是“逆周期”调节，在目前的政策背景下，至少在年内，无论是货币政策还是财政政策均将保持的一定的稳定性和持续性，不大可能出现大的转向和变动。在 PPI 短期内难以回落而 M1 同比

短期内则难有起色得背景下，代表其差值得超额流动性总体将延续回落得态势，而根据历史数据，超额流动性和沪深 300 等指数得走势存在着明显的相关性。

图 4：超额流动性：M1 和 PPI 同比比较



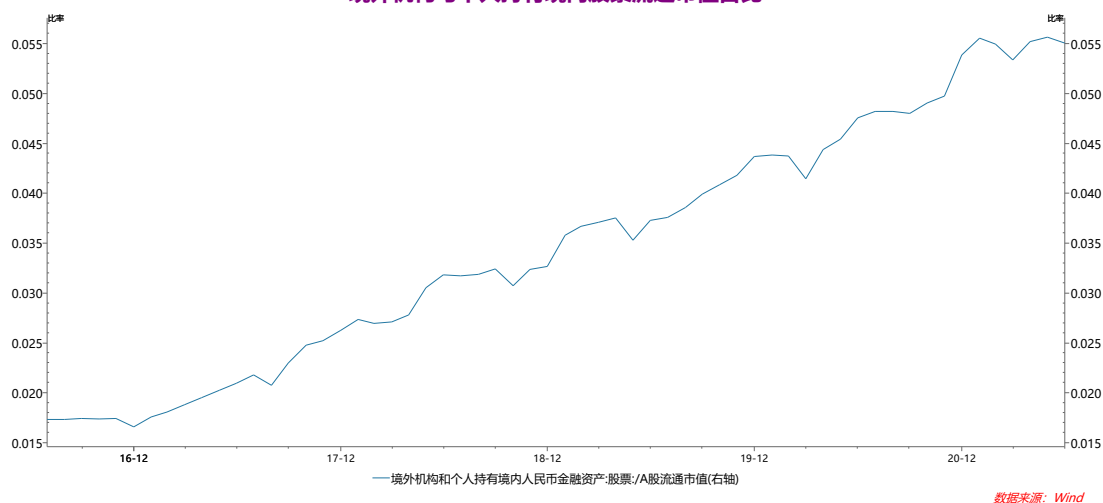
资料来源：银河期货研究所 WIND

而从金融市场本身的流动性看，尽管不算太差，但也是乏善可陈。

一是境外机构与个人对 A 股的增持情况。境外机构和个人持有 A 股的流通市值的比率居于历史高位而出现滞涨格局，6 月底为 5.5%，较 5 月的 5.5% 是稍有回落的

图 5：境外机构与个人持有境内股票流通市值占比

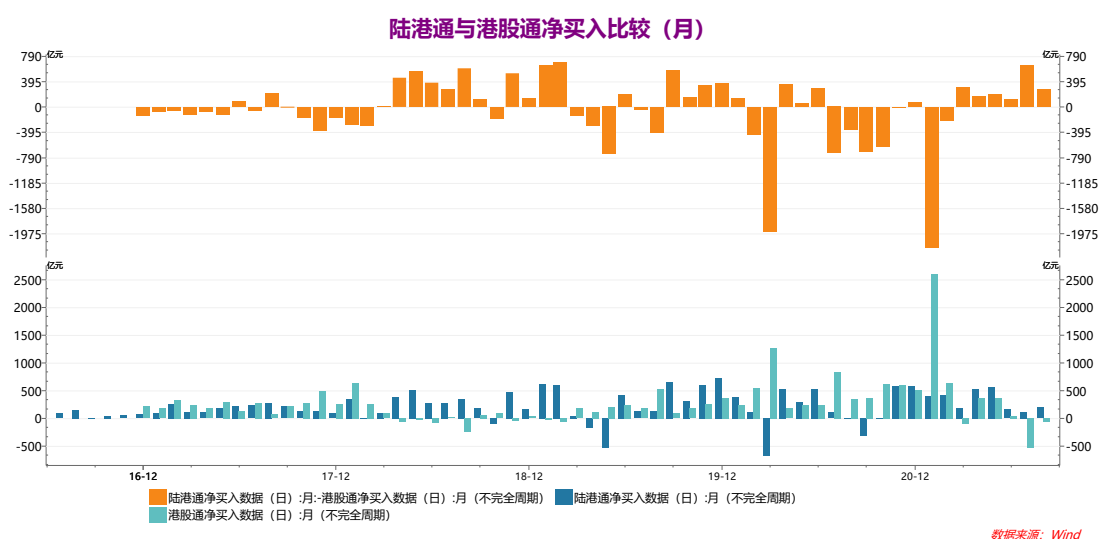
境外机构与个人持有境内股票流通市值占比



资料来源: 银河期货研究所 WIND

从陆港通和港股通的情况看，陆港通净买入资金总体 quyu 不回落，但是，由于港股通资金净买入大幅回落，导致陆港通净买入资金和港股通净买入资金之差出现了回升。

图 6: 陆港通与港股通净买入比较 (月), (截止到 8 月 27 日)

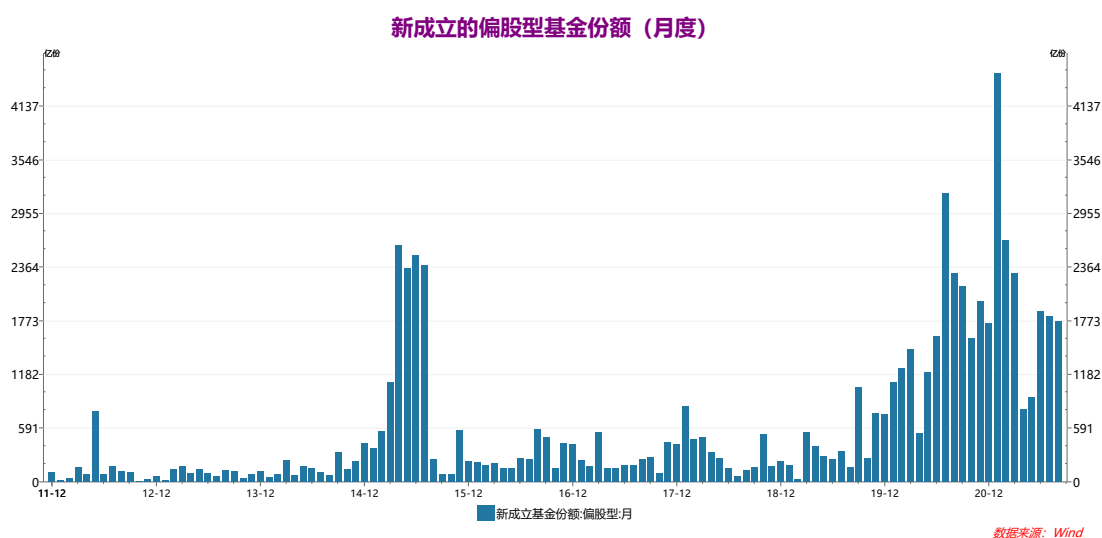


资料来源: 银河期货研究所 WIND

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月以后虽然有些增加，但是逐步月减少，也依旧低于今年前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持续减少可能会直接影响到权益市场的流动性供给。

图 7：新成立的偏股型基金（截止到 8 月 27 日）



资料来源：银河期货研究所 WIND

但是，由于市场出现了比较明显的下跌，产业资本的减持在 8 月份出现了明显的下跌。8 月仅减持了 2399010.7 万元，而 7 月减持了 4883618.01 万元，6 月更是减持了 5196507.1 万元

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_26413



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn