

周度经济观察

——沪深 300 与中证 500 分化的宏观逻辑

袁方¹ 章森（联系人）² 束加沛（联系人）³

2021 年 9 月 14 日

内容提要

2016 年-2020 年沪深 300 指数持续跑赢中证 500 指数，导致这一结果的因素包括：存量时代头部公司集中度提升、盈利占优；外资青睐头部公司，其在 A 股持仓占比持续提高；房地产存货去化，带来金融相比周期行业的表现更优。

而今年以来上述因素的影响正在逐步枯竭甚至逆转，因此当前中证 500 指数占优的格局有望延续。阶段性纠偏结束后，未来沪深 300 和中证 500 的表现有望回归 2016 年的状态，两者走势将趋于同步。

8 月公布的数据显示宏观经济的需求仍在收缩。未来宽松的货币政策是缓解经济下行压力的主要手段，四季度降准值得期待。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2 报告联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

3 报告联系人，shujp@essence.com.cn，S1450120120043

一、四季度货币政策宽松有望延续

从 8 月公布的数据来看，社融增速持续回落，银行票据冲量的情况明显，核心通胀表现偏弱，商品房成交量低迷，这些数据均指向宏观经济的需求仍在收缩。这一经济的收缩在短期之内无疑受到了疫情扩散、部分地区社交隔离措施升级的影响。但从今年上半年的案例来看，即便疫情得到控制，但随后需求的恢复也相当缓慢。

在总体需求走弱的同时，由碳中和政策引发的商品价格上涨仍在延续，多数行业的限产政策一方面刺激了大宗商品价格的上涨、挤压了中下游企业的利润；另一方面对经济也产生了负面冲击，这一冲击在限产组和非限产组的工业增速上表现明显。

因此当前市场高度关注碳中和政策的走向，这一走向既决定了大宗商品涨价的持续性，又影响了中下游企业利润以及宏观经济增长。

我们倾向于认为这一政策年内出现实质调整的概率偏低，我国碳中和政策的制定和执行，是世界能源结构调整的重要一环，也对促进中美合作沟通具有重要意义。

从价格来看，周期指数的表现明显强于大宗商品价格，反映市场在对长期价格中枢抬升而定价，这与 2016-2017 年的股价表现完全不同。

与碳中和的政策效果类似，地产政策的收紧一方面导致商品房销售、开工和投资下滑，进而对经济产生紧缩的影响；另一方面在库存水平偏低的情况下对房地产企业债务进行出清，这使得全国房价上涨的压力趋增。

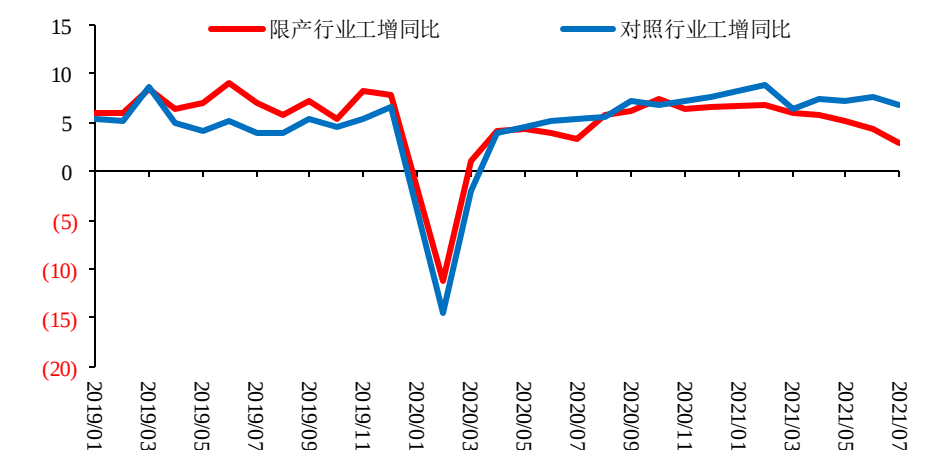
但更为重要的是，对房地产行业债务的出清，有助于规范市场纪律、降低全

社会杠杆水平和金融风险，进而推动资源有效配置。因此站在这个角度来看，本次政策的收紧是对过去十年地产行业无序扩张的彻底清理，这一过程在今年或许难以结束。

在经济内生增长动能不足，碳中和、地产政策坚决执行的情况下，宽松的货币政策是缓解经济下行压力的主要手段，我们预计四季度央行有望降准，银行间利率水平有望维持偏低水平，社融增速或将企稳反弹。

与以往的政策对冲不同，尽管今年货币政策总体宽松，但资金的流向受到严格管控，房地产和地方政府主体处于去杠杆的过程中，这使得经济对政策的响应较弱，经济的表现持续弱于市场预期。考虑到政策对经济波动的容忍度增加，未来经济下行的方向相对确定，经济的企稳反弹在今年或难出现。

图1：限产组和对照组工增同比，%



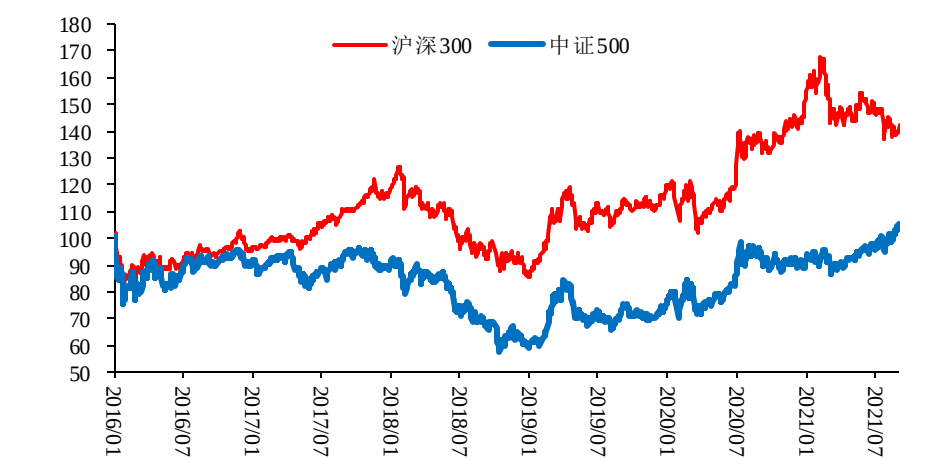
数据来源：Wind，安信证券

2021年数据使用两年平均

二、沪深300与中证500表现分化的宏观逻辑

2016年以前沪深300指数和中证500指数基本同涨同跌，而2016年-2020年沪深300指数持续跑赢中证500指数，这一趋势从今年开始出现反转。如何理解过去五年这两个指数走势上的分化？

图2：沪深 300 和中证 500 指数（定基数）



数据来源：Wind，安信证券

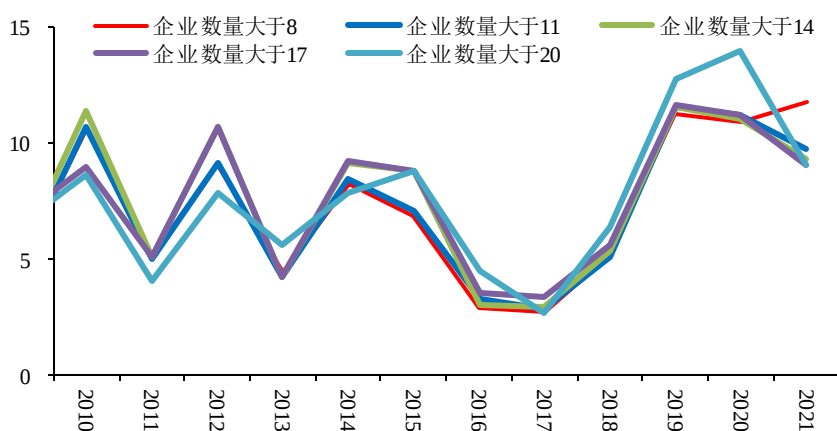
2016 年 1 月 4 日标准化为 100

第一，推动沪深 300 指数 2016 年以来胜出的基本面力量源于，存量经济时代行业集中度提升、头部企业盈利表现占优。

我们用细分行业内头部与尾部企业 ROE 的差值来刻画这一逻辑。将申万二级行业中，营收最高的 1/4 企业为头部，营收最低的 1/4 企业为尾部，用营收加权得到各自 ROE，相减得到行业的 ROE 差值。

2010-2014 年期间，头尾企业的 ROE 差值在区间震荡，2014 年开始持续缩小。从 2016 年以来，随着经济从高增长时代转入存量时代，头尾企业的 ROE 差值持续扩大，反映行业集中度提升，头部企业胜出。这一逻辑可能在疫情前的 2019 年已经走到极致。理论上讲，疫情对中小企业的打击更大，疫情发生后行业集中度理应提升。而实际上 2020 年以来，头尾部企业的 ROE 差值大致走平甚至小幅缩小。这或许表明头部企业的盈利优势已经达到了极高水平，其进一步抬升的动能不足，甚至存在反向向下的风险。

图3: A股实体部门头-尾部上市企业 ROE 差值

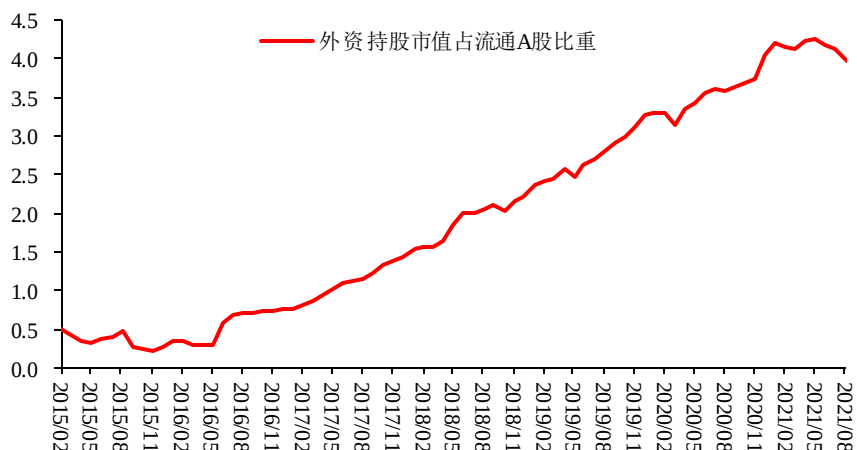


数据来源: Wind, 安信证券

注:数据为 4 季度 TTM

第二，外资的进入导致了市场风格的切换。2016 年以来外资加速流入，持仓占比持续提升，而外资对头部公司更为青睐，因此导致了头部公司的估值长期抬升，头部公司估值抬升带来的赚钱效应进一步吸引国内资金的配置，进而形成了自我加速的闭环。而今年年初以来外资持仓的占比进入稳定期，甚至今年三季度以来由于国内政策不确定性上升，外资开始减持 A 股。尽管当前难以确定外资是否会长期低配 A 股，但似乎外资在 A 股仓持比例的抬升过程已经进入尾声，这也今年以来是中证 500 跑赢沪深 300 的重要原因。

图4: 外资持股市值占流通 A 股比重, %



数据来源：Wind，安信证券

第三，行业表现分化导致指数走势分化。沪深 300 权重最大的三个行业为金融、信息技术和日常消费，而中证 500 权重最大的三个行业为材料、工业和信息技术。2016-2017 年尽管大宗商品价格抬升，但市场倾向于认为由供给侧改革导致的价格抬升难以持续，因此周期板块整体的表现并不强。与此同时，2016 年开始房地产存货水平大幅下降，市场对银行坏账的担忧缓解，2016 年-2017 年银行板块的估值抬升，这使得沪深 300 和中证 500 的表现趋于分化。

但站在 2021 年，房地产行业 and 地方政府相关主体的去杠杆政策，使得市场对银行板块的资产质量担忧加剧。而与此同时，市场预期碳中和政策的持续时间远长于 2016 年的供给侧改革，因此周期板块的表现相当强劲。这一行业的分化使得今年以来沪深 300 表现弱于中证 500。

因此合并而言，2016 年以来导致沪深 300 表现占优的因素正在逐步弱化甚至逆转，当前中证 500 占优的格局有望延续。阶段性纠偏结束后，未来沪深 300 和中证 500 的表现有望回归 2016 年的状态，两者走势将趋于同步。

三、警惕美国市场的回调

上周四，欧央行召开 9 月议息会议，会议结果与市场预期较为一致。会议决定维持三大利率不变，即主要再融资利率 0%、边际借贷利率 0.25%、存款机制利率 -0.5%；在维持 PEPP（紧急抗疫购债计划）总额度 1.85 万亿欧元、到期时点为明年 3 月不变的同时，相比起二季度，未来将适当降低 PEPP 的购买速度；而 APP（资产购买计划）则维持每月 200 亿欧元的购债速度不变，至少在 2023 年底之前继续对 APP 的到期证券本金进行全额再投资。

欧央行还将今年欧元区的经济增长预测从此前的 4.6%上调至 5%，并预测今年的通胀率为 2.2%，但明后年 1.7%和 1.5%的预测通胀率仍明显低于欧央行 7 月调整为 2%的通胀目标。

对此，欧央行行长拉加德表示，此举并非缩减购债规模，而是对购债计划的校准，即使放缓 PEPP 购债步伐，仍可以维持有利的融资条件；二季度欧元区的经济增长（环比折年率 9.2%、同比 14.3%）超出了预期，预计到今年底，欧元区的经济产出将超过疫情前的水平；通胀将在秋季进一步上升，但明年会下降；尽管长期通胀预期继续上升，但距离 2%的目标仍有一段距离。

总体来看，欧央行对货币政策的表态仍然偏鸽。尽管欧央行没有就未来三个月的具体购债操作作出说明，但市场预计 PEPP 的购债速度将从每月 800 亿欧元放缓至 600-700 亿欧元左右。由于市场对此次议息决定的预期较为充分，议息会议结束后，各类资产价格的反应幅度不大。

从德尔塔变异毒株主导的全球第三轮疫情爆发以来，欧元区主要国家的疫苗接种率陆续超过美国达到 60%左右，单日新增确诊病例人数较 8 月明显减少，这增强了欧元区经济复苏的预期。

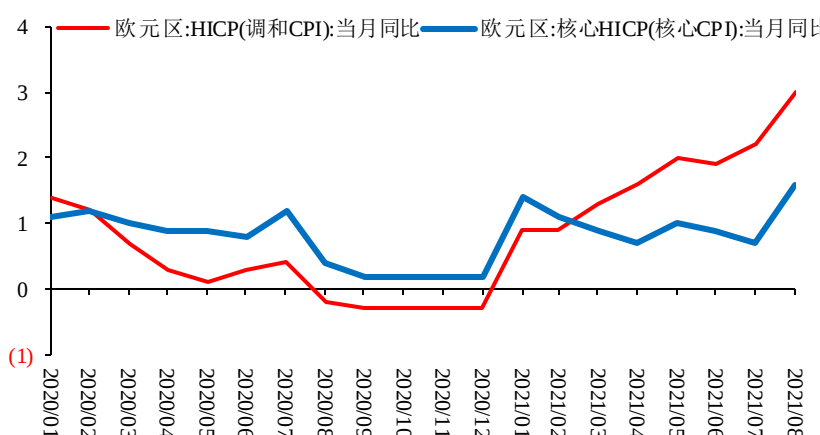
在经济加速恢复、疫情扰动趋弱的背景下，欧元区失业率从 4 月的 8.2%连续每个月下滑 0.2 个百分点降至 7 月的 7.6%，但距疫情前就业水平大概还差 200 万人以上，且主要集中在年轻人和低技能群体中。

欧元区 8 月调和 CPI 同比 3%，为 2011 年以来的新高。分国别来看，8 月德国 CPI 同比 3.4%、法国 2.4%、意大利 2.6%、西班牙 3.3%。虽然欧元区国家的通胀水平不及美国，但均维持在各自的历史高位附近。因此，欧央行对 PEPP 的校准有助于增强政策的灵活性，引导市场对经济和通胀的预期，弱化债券收益率等

资产价格对政策变化的反应程度。

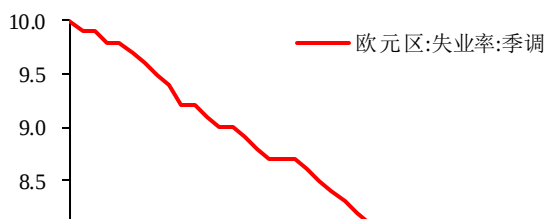
往后看，随着基数效应、能源价格快速上涨等“临时性因素”可能在明年退去、以及 PEPP 接近尾声，未来欧央行仍需考虑通过调整 APP 的购债速度和规模，在维持相对低廉的信贷成本的同时，刺激通胀率至合意目标，因此货币政策仍将维持偏宽松的状态。

图5：欧元区调和 CPI、核心 CPI 同比，%



数据来源：Wind，安信证券

图6：欧元区失业率，%



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_26670

