

大盘股反弹难以持续，风格切换难以完成

——十月权益市场宏观环境分析

内容提要：

9 月上证 50 指数和沪深 300 指数出现了反弹，而总政 500 指数却冲高后出现了回跌。那么，市场风格有可能切换不？沪深 300 指数和上证 50 指数的反弹会持续不？

我们认为尽管上证 50 和沪深 300 指数出现了反弹，但是受制于各种因素，上证 50 指数和沪深 300 指数持续回升的可能性在 10 月比较小。而中证 500 指数尽管在 9 月冲高回落而需要技术性的调整，但是，“专精特新”的企业可能依旧将成为市场的热点。这我们从沪港通的资金流向中可见一斑。

十月由于长假原因，是交易日较少的一个月，存在着一些外围不确定的因素，如境外市场的走势、创年内新高后的美元指数走势、境外大宗商品走势等均会对节后的市场产生重要影响。值得警惕与关注。

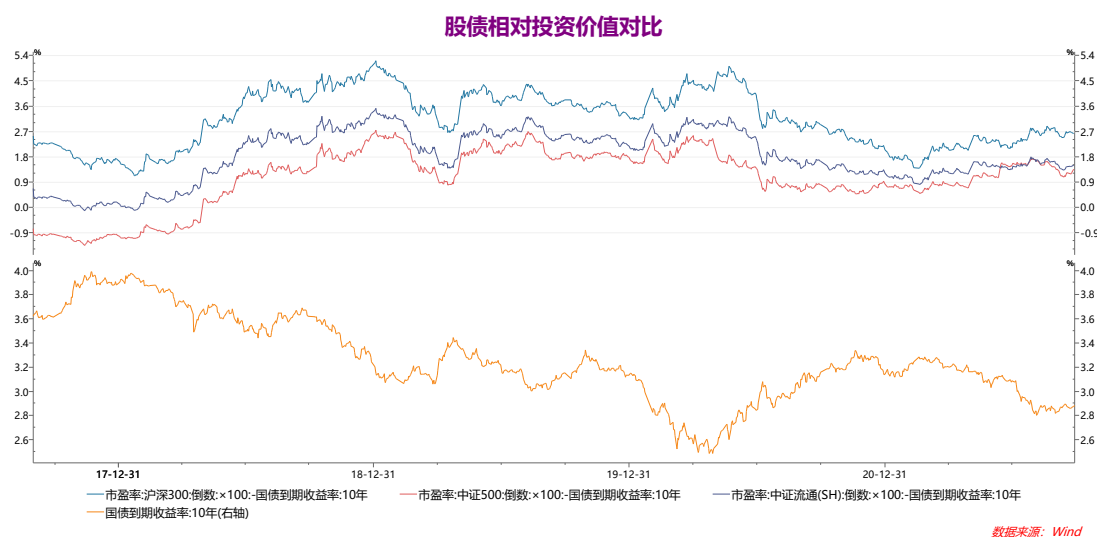
我们在《年中宏观研究专稿之二——下半年权益市场宏观运行环境》一文中明确指出：下半年权益市场的基调可能将延续上半年的整党与调整，其主要原因在于上半年的调整并不彻底，高估值问题并没有解决，特别是以贵州茅台为首的

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。经历了七月和八月权益市场的大幅调整后。我们在九月的报告中依旧认为震荡与调整依旧是主基调，在发展“专精特新”等政策环境下，结构性行情将进一步强化。总体走势看，基本印证了我们的看法：9月中证500指数在8月上漲了6.79%的基础上继续冲高，但出现了冲高回落，截至到9月28日，中证500指数回落了0.78%，而沪深300指数、上证50指数出现了反弹，9月分别回升了1.63%和3.68%。

那么，沪深300指数、上证50指数在9月出现的反弹是不是有持续性呢，我们认为可能性相对较小。理由在于所谓的核心资产其估值并不便宜，特别是当国债收益率呈现出抗跌的背景下多数所谓的核心资产其股息率是低于长期国债收益率的。

从股债的相对投资价值看，10年期的国债收益率9月出现了小幅回升，从8月底的2.86%回升到目前的2.88%，沪深300指数的PE倒数、中证500指数的PE倒数、中证流通的PE尽管依旧高于国债收益率，但差值依旧不明显。即相对于债市而言，股市的相对投资价值并不高。这和前几年的情况形成了鲜明的对比。

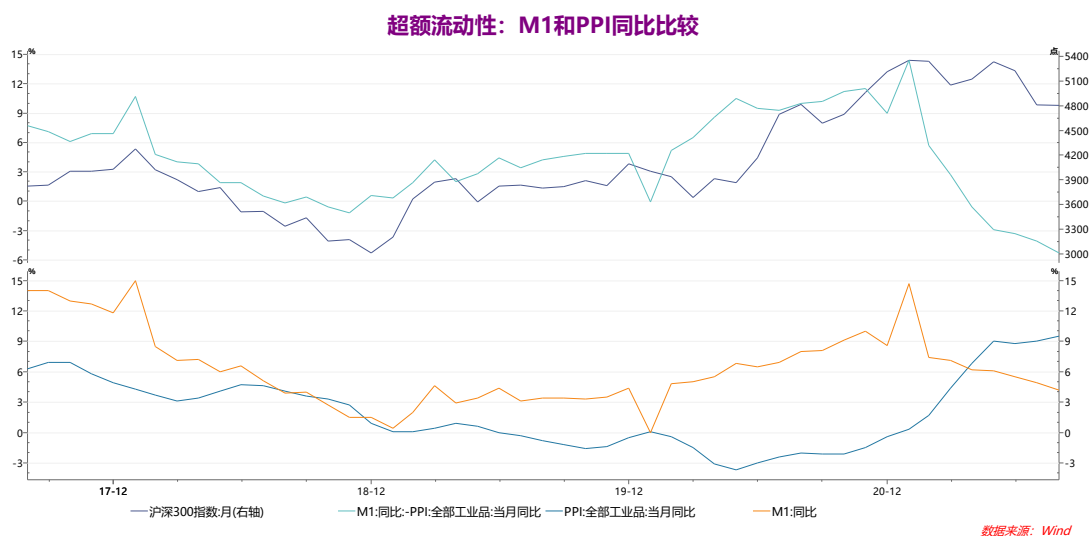
图1：股债相对投资价值对比



资料来源: 银河期货研究所 WIND

从宏观数据看, 经济下行压力加大, 在 PPI 短期内难以回落, 而 M1 同比短期内则难有起色的背景下, 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 等指数的走势存在着明显的相关性。如下图所示, 代表超额流动性的 M1 和 PPI 差值在 9 月再创新低。尽管有迹象宏观政策出现了宽松, 但真正落地和产生影响估计还有一段时间。

图 2: 超额流动性和沪深 300 指数对比



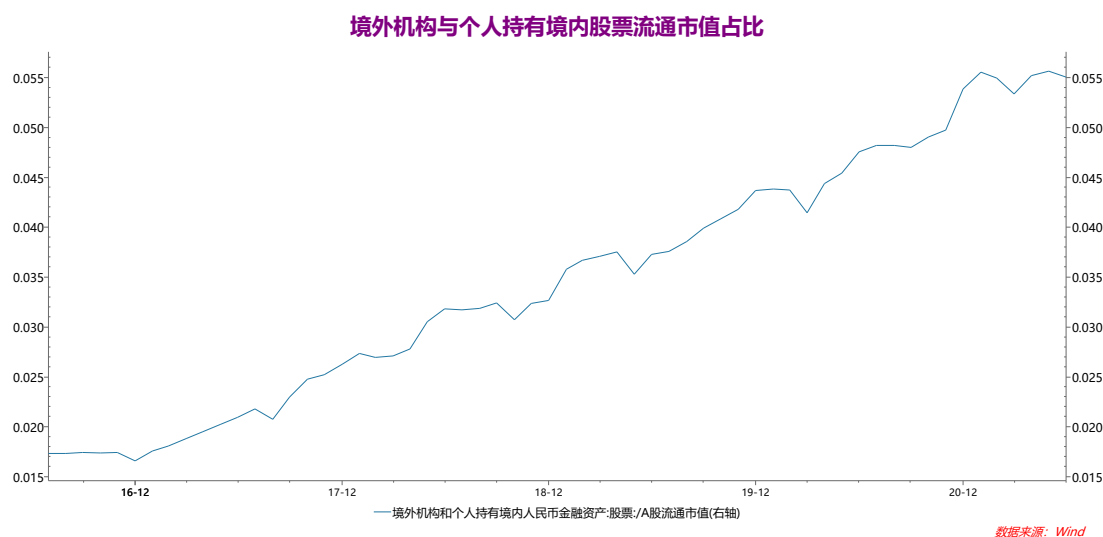
资料来源：银河期货研究所 WIND

我们还要注意到欧美市场近期的回调对境内市场的影响。同时应当关注美元指数上涨并创出年内新高后对市场的影响。当然，也要注意“恒大”事件的冲击和影响。

而从金融市场本身的流动性看，尽从非银金融机构的存款和贷款看，数据并不差，但是，在央行要求加强支持实体经济的大背景下，其不具备可持续性。其他数据也是乏善可陈。

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 5.57% 是稍有回落的

图 3：境外机构与个人持有境内股票流通市值占比

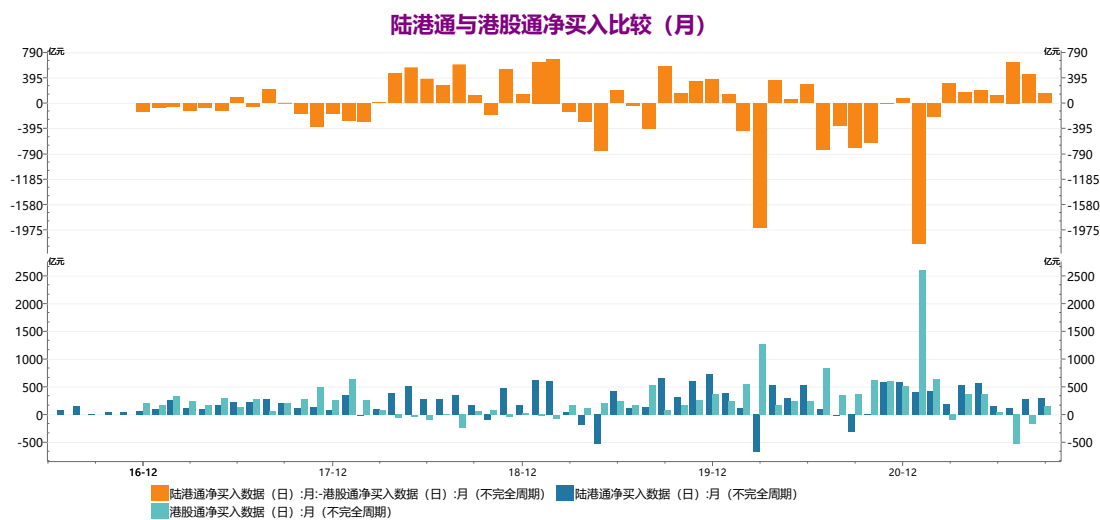


资料来源：银河期货研究所 WIND

从陆港通和港股通的情况看，9 月陆港通净买入资金和 8 月比总体相对平稳，

但是，由于港股通资金净买入大幅回正，导致 9 月陆港通净买入资金和港股通净买入资金之差出现了明显的回落：8 月报 433.35 亿元，而 9 月仅仅报 143.47%

图 4：陆港通与港股通净买入比较（月），（截止到 9 月 28 日）



数据来源：Wind

资料来源：银河期货研究所 WIND

从近一月的沪港通资金流向看，减持的主要是受到“恒大”事件冲击的个股与板块，而增仓的主要还是和新经济相关。

图 5：近一月北上资金动向

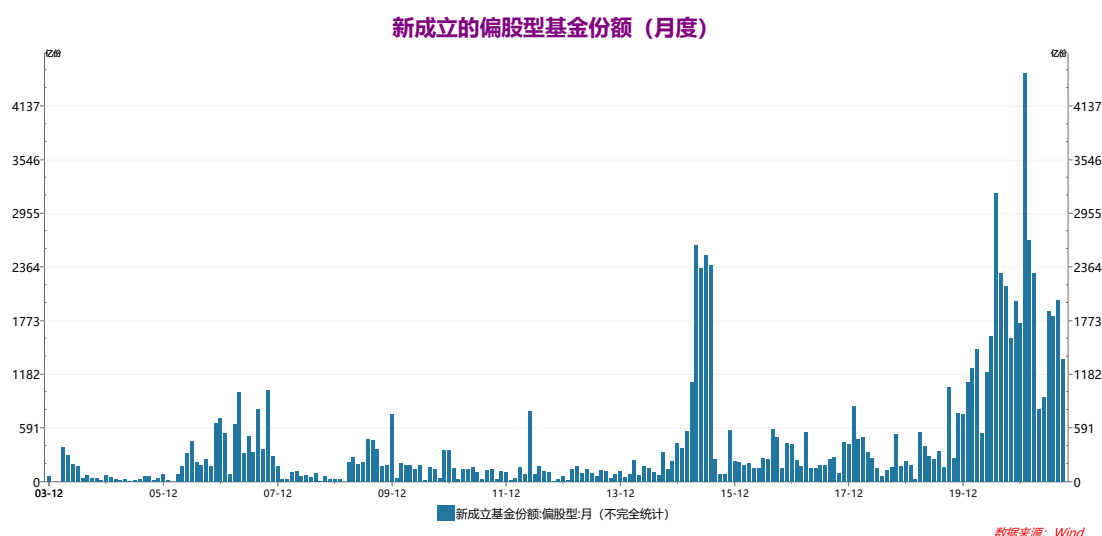
北向							
排名	股票代码	股票简称	净买入	排名	股票代码	股票简称	净卖出
1	300750.SZ	宁德时代	96.99	1	601318.SH	中国平安	-80.19
2	300059.SZ	东方财富	37.02	2	000651.SZ	格力电器	-36.24
3	601899.SH	紫金矿业	35.58	3	000001.SZ	平安银行	-34.43
4	000333.SZ	美的集团	30.79	4	600111.SH	北方稀土	-16.28
5	603259.SH	药明康德	30.31	5	600031.SH	三一重工	-13.79
6	601012.SH	隆基股份	28.94	6	002241.SZ	歌尔股份	-8.36
7	300124.SZ	汇川技术	23.52	7	000002.SZ	万科A	-8.33
8	600570.SH	恒生电子	20.87	8	600010.SH	包钢股份	-8.20
9	300760.SZ	迈瑞医疗	20.26	9	601600.SH	中国铝业	-4.94
10	600887.SH	伊利股份	19.14	10	300015.SZ	爱尔眼科	-4.49

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。8 月尽管回升到 2000.53 万份。9 月则再度下降到 1351.56 亿份。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。

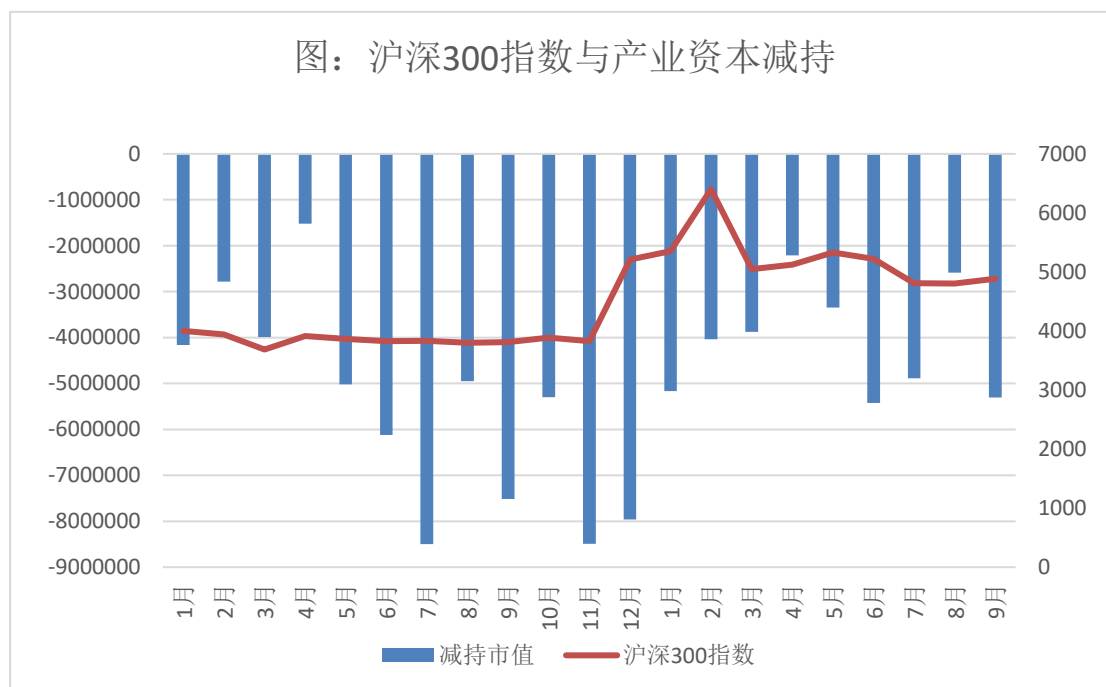
图 6：新成立的偏股型基金（截止到 9 月 28 日）



资料来源：银河期货研究所 WIND

由于9月市场出现一定的回稳和回升，产业资本的减持在9月份出现了明显的回升。8月仅减持了2399010.7万元，但9月却减持了5307011.8万元，成为下半年减持最多的一个月份。当然9月减持的增多也和“恒大”事件有关，如平安等公司出现了比较大的减持

图7：月度产业资本减持情况（截止到9月28日）



资料来源：银河期货研究所 WIND

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_27216

