

利好权益市场和债券市场，更利好期货市场

——评《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》

内容提要：

春雨欲来风满楼。我们认为《意见》利好权益市场，更利好债券市场和期货市场。我们坚定看好权益市场的结构性机会。而近期的权益市场的强势已经在反映这方面的预期，但是还不够。

利用股指期货、期权等衍生品工具制定投资策略可以更好地把握结构性机会。债券市场的互通与互联和扩大，国债期货对商业银行的开放，国债期货面临着跳跃式发展机会。期货市场也在对外开放中面临更大的机会。

在4月8日政治局常务会议上在承认经济面临的困难加大和疫情防控的长期性基础上，进一步要求确保完成今年全面建成小康和脱贫攻坚任务。4月9日，中共中央和国务院发布了《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》（下称：《意见》），该意见的颁布意味着中央下决心将以更大力度的改革与开放，对冲经济下行的压力，对宏观经济和资本市场将构成重大利好。

我们看好资本市场的发展，不仅是因为《意见》化了大量篇幅直接涉及到了资本市场的发展，而且是因为《意见》设计到推进土地要素市场化配置、包括改革户籍和入户之内的引导劳动力要素合理畅通有序流动、包括及安全

科技成果产权制度在内加快发展技术要素市场、加快培育数据要素市场、加快要素价格市场化改革、及安全要素市场运行机制等意见，将以前所未有的大力度改革与开放对冲经济下行压力。尽管经济面临的困难加大，但是，这是黎明前的黑暗。回顾历史，改革开放 40 多年，每次经济出现了困难，我们均是用改革与开放进行对冲的。宏观经济的预期向好是资本市场向好的基础。

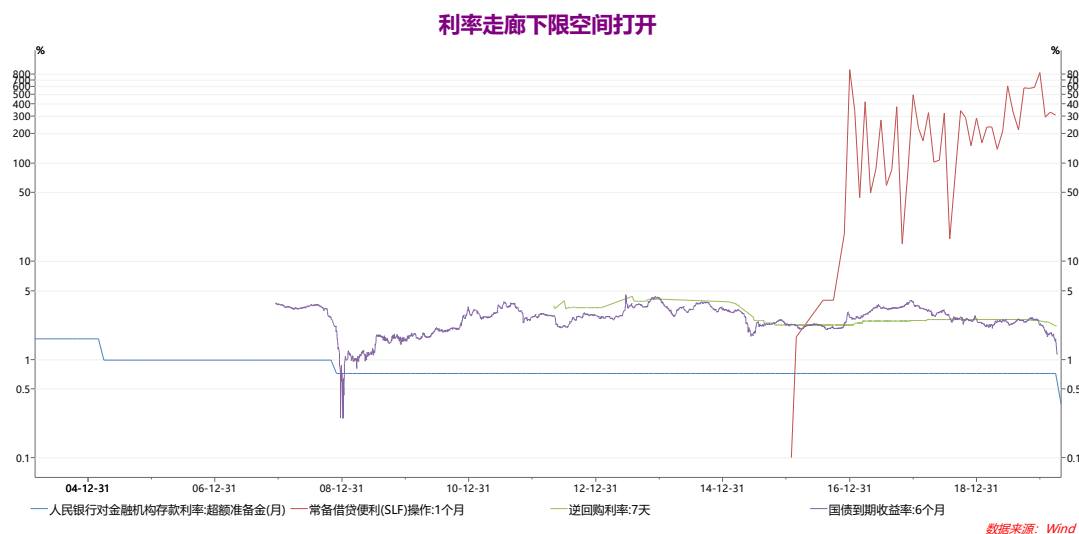
在资本市场方面的意见看，我们初步可以做出以下几个判断：

一是在权益资本市场总体趋好的背景下，将更多地体现在结构性机会方面。我们依旧看好股息率高的上市公司的投资价值。

《意见》指出要“鼓励和引导上市公司现金分红”，同时，《意见》还指出“稳妥推进存贷款基准利率与市场利率并轨”，而市场利率面临着进一步下行的趋势，因为上周末央行降低了超额存款准备金的存款利率，这实际上是下调和打破了利率走廊的下限，不仅仅对债券市场利好，也对权益市场中的高股息率上市公司利好。

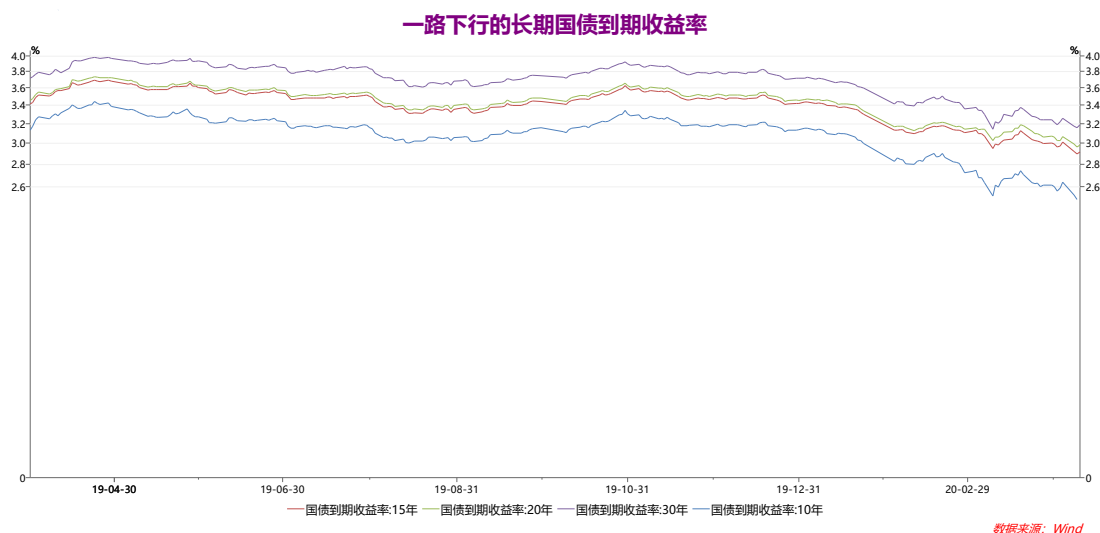
如下图所示，SLF 利率构成了利率走廊的上限，而超额存款准备金的存款利率构成了利率走廊的下限，而这一下限上周五被央行压低。

图 1：利率走廊面临下行



我们坚持认为，在利率总体趋于下降的大背景下，股息率高的上市公司将面临着比较长期的结构性机会。根据笔者初步统计，目前股息率高于 3% 以上的上市公司多于 300 家。而目前的十年期国债的到期收益率已经下降到 2.5% 附近。

图 2：一路下行的 10 年期国债收益率



除此以外，因为《意见》还用大量篇幅谈及到了户籍改革、入户制度改革与土地管理制度改革，因此，短期内房地产板块也将面临这结构性机会。

二是债券市场将面临着更大的发展机会。为了提高直接融资，权益市场面临着比较大的发展机会，但我们认为，债券市场面临着更大的发展机会。在 2020 年的中央经济工作会议上，在资本市场方面重点谈到了债券和债券市场，在央行的季度货币政策执行报告中也用大量笔墨谈到了债券市场的发展，在《意见》中，也用了大量的笔墨谈及到了债券市场，特别是谈到了“提高债券市场定价效率，健全反映市场供求关系的国债收益率曲线，更好发挥国债收益率曲线定价基准作用”，谈到了“稳步扩大债券市场规模，丰富债券市场品种，推进债券市场互联互通。统一公司信用类债券信息披露标准，完善债券违约处置机制”，对债券市场的发展将有一个极大的推动。我们注意到有关方面已经推行了债券发行注册制度，这明显领先于主板股票市场的注册制改革。我们也注意到了有关推进商业银行等参与国债期货交易。债券市场的改革与推进也是深化金融改革、推进利率市场化的重要部署。

三是人民币汇率将在改革的基础上保持相对稳定。《意见》指出：“增强人民币汇率弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。”我们坚持认为人民币汇率在走向完全自由浮动的道路上还有很长的路要走，目前，人民币汇率将在合理均衡的水平上，实现双向浮动。尽管，在人民币汇率稳定方面面临着一定的挑战，如国际收支有可能出现恶化，但是也存在着稳定人民币汇率稳定的有利因素，如利率相对较高，疫情得到首先控制并位复工、复产创造有利条件等。我们注意到在周二晚上公布外汇储备大量减少的消息后，人民币在岸汇率和离岸汇率均没有回落而上涨。即使前期人民币兑美元出现比较大的下跌时，对欧元等货币依旧表现为升值。根据央行对人民币汇

率的管理，我们认为人民币的浮动区间是在 6.7 元和 7.2 元之间，并认为 7.2 元是重要的观察窗口。即美元兑人民币汇率一旦破 7.2 元后，央行是不是会进行果断干预，如干预的化，7，2 元的下限进一步得到确认，如不坚决干预，意味着央行再次拓宽了人民币汇率的浮动区间。

我们同时也认为人民币汇率的稳定也是资本市场稳定与发展的基础。

四是资本市场的开放将加快，《意见》特别提到了期货市场的对外开放。

《意见》指出：“主动有序扩大金融业对外开放。稳步推进人民币国际化和人民币资本项目可兑换。逐步推进证券、基金行业对内对外双向开放，有序推进期货市场对外开放。逐步放宽外资金融机构准入条件，推进境内金融机构参与国际金融市场交易。”我们一直认为期货市场规模相对比较小，风险控制难度比较低，而且期货品种和境外有千丝万缕的联系，可以最为资本市场开放的先行军。

但是，我们注意到资本市场的开放也不是一帆风顺的。最新的 2019 年国际收支报告显示，2019 年和 2018 年相比，如下图所示，无论在权益资产方面，还是在债券投资方面。外资在资本市场的流入是弱于 2018 年的。

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_5958

