

## 结构性和阶段性的特征可能强化

### ——四月权益市场宏观运行环境分析

#### 内容提要：

疫情国际蔓延对经济的影响是深远的，短期难以消除，国内权益市场尽管表现出一定的抗跌性，但也难以独善其身。但另一方面，也要看到发展权益市场对经济的促进作用，单到逆周期调节对经济下行的对冲作用。市场在这种两难的情况下将进一步强化结构性和波段性，科学地利用股指期货和期权的特点，在防控系统性风险的基础上获取一定的稳定收益是可能的。

受到疫情在国际蔓延而且无法有效控制的影响，以及市场对世界经济的担忧，以美国为首的外部权益市场受到极大的冲击，出现暴跌行情，内地权益市场也因此受到连带影响，但是，跌幅明显小于外部权益市场，其主要原因除了国内主要权益市场的估值处于偏低外，国内疫情已经得到有效控制，复工有序进行。

尽管如此，但是，国内权益市场在目前的情况下要走出独立的行情的可能性不大。

首先，由于疫情国际蔓延无法得到有效控制，国际经济和金融组织和金融机构一再调低世界经济增长率，外部权益市场难以走出低迷，不排除在短暂反弹后再次出现情绪化暴跌的可能性，这将影响到国内的权益市场。

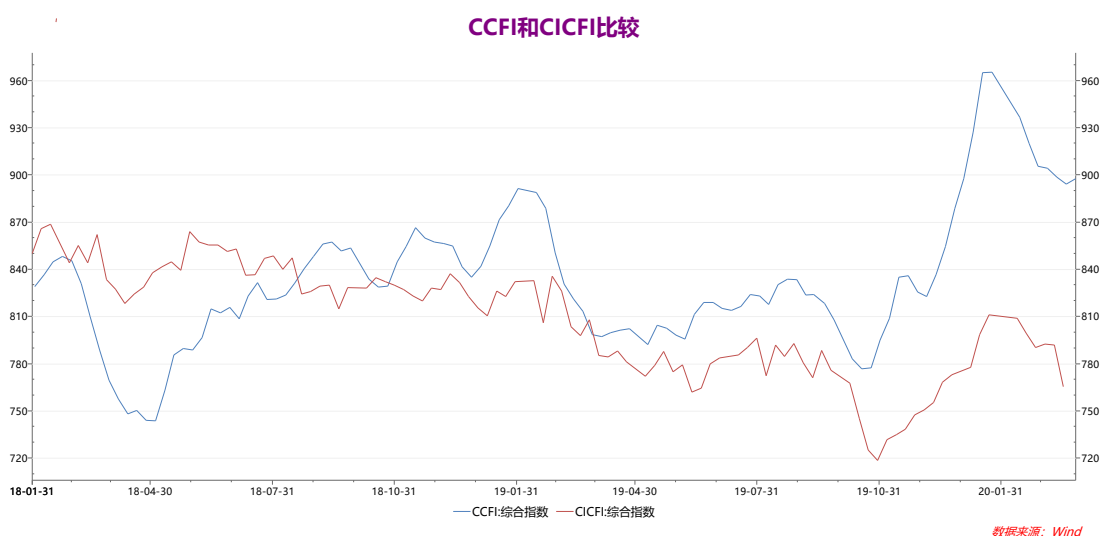
第二，在世界经济低迷和恐慌的情况下，尽管中国不断地拓宽权益市场的开放，但是，外资流入国内权益市场的概率在降低。

第三，在全球受到疫情蔓延的影响下，中国尽管控制住了疫情，基本恢复了正常的生活和工作，但是很难独善其身。

从数据看，中国已经深度介入全球分工，中国不仅大量出口，还大量进口原料、原材料与中间品，全球疫情影响不仅影响到了出口，从而影响到生产，而且还会影响到进口，进口的影响，特别是对原料、原材料与中间品进口的影响将直接影响到国内的生产恢复。

从高频数据看，即从中国出口集装箱价格指数（CCFI）和中国进口集装箱价格指数（CICFI）看，疫情对出口的影响已经显现，而对进口的影响还不明显。

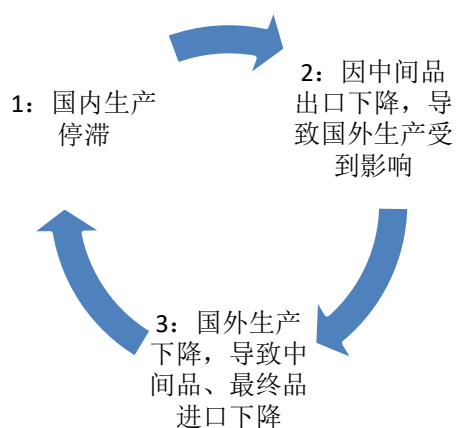
图 1：CCFI 与 CICFI 比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

但是，根据产业链和国际分工的关系，这一影响迟早会到来的。如下图所示，我们已经经历的阶段一，目前正处于阶段二，将要进入阶段三，进入阶段三后，又有可能再度进入阶段一。这是一个相互循环、相互影响，在影响中不断强化的过程，只要疫情在全球没有得到有效的控制。

图 2：疫情对生产的阶段性循环影响



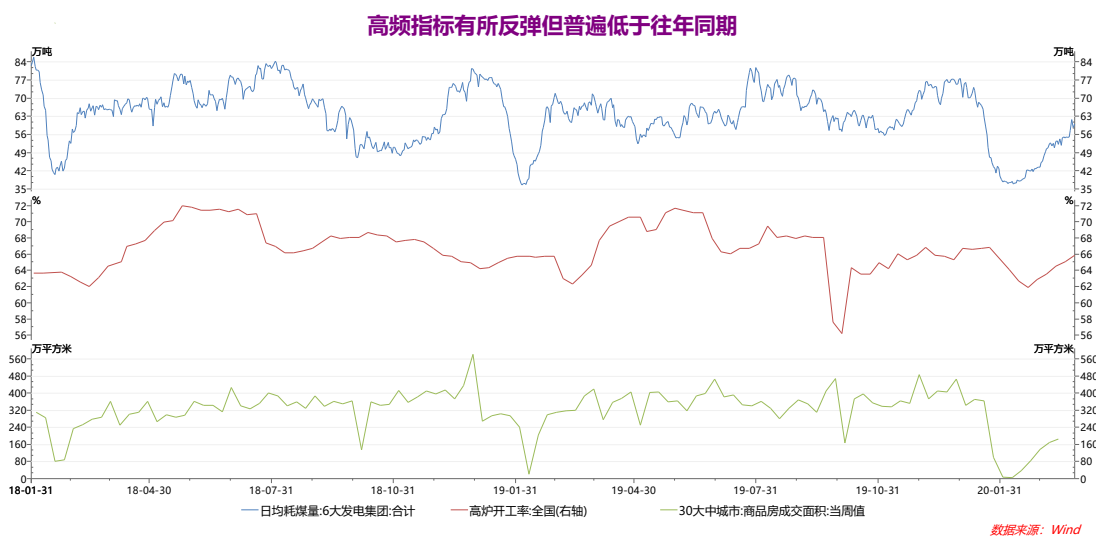
资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

而且，即使疫情得到了控制，被疫情损坏了的产业链和国际分工格局的修复也是一个漫长的过程。

从今天公布的官方 PMI 数据看，尽管出现了历史性的大反弹，但是，从在手订单 PMI、出口新订单 PMI、产成品订单 PMI 的数据及其相互关系看，生产 PMI 和 PMI 的回升之基础是不牢固的。

从高频数据看，尽管有所反弹，但力度是有限的，并没有恢复到疫情前的平均正常水平。

图 3：部分高频数据



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

因此，在新的形势下，多数上市公司的经营情况正在面临或将要面临严峻的挑战，权益市场的走势因此面临着一定的压力和阻力。

但是，我们也必须认识到，我国的权益资本市场和其他资本市场不同，特别是和期货市场相对开放不同，我国的权益市场尽管开放度已经大大提高，但是还是比较相对封闭的市场，具有一定的独立性。这也是在近期跌势中跌幅较低的原因。

另一方面，中央已经充分认识到目前经济面临的严峻性。在最近一次中央政治局会议上，即3 2 7政治局会议上，在承认“经济发展特别是产业链恢复面临新的挑战下”重申了“努力完成全年经济社会发展目标任务，确保实现决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚目标任务”。在会上提出了发行特别国债，发行特别国债在历史上只有两次，因此，发行特别国债可以认为

是一非常手段。我们注意到会后央行在逆回购中降低了利率。因此在确保全年社会经济任务完成得大前提下，逆周期调节得力度将大大加强，更多得宽松政策和非常手段将推出，以对冲下行得经济压力。

在 3 2 7 政治局会议上，出人意外地特别提到了消费。而权益市场得发展有利于提高财产性收入，有利于提高人们得收入预期，根据跨期消费收入理论，进而有利于提高消费。

我们认为在新得形势下，市场在缺少上攻或者持续动力得情况下，将更多地体现出结构性特征和波段性特征。

在结构性方面，我们感到要把握以下几个点：

一是估值相对比较低的。我们注意到经过市场的大幅下跌，上证 5 0 指数和沪深 3 0 0 指数的平均市盈率再度下一台阶。

图 4：上证 5 0 指数和沪深 3 0 0 指数



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

二是高股息率的公司。在实际利率总体趋于下行的大背景下，高股息率的上市公司，特别是其中不受或少受疫情疫情影响的上市公司其投资价值凸现。目前10年期的国债收益率已经跌到2.6%左右，根据笔者初步统计，目前有300多家上市公司的股息率是高于3%的。

图5：10年期国债收益率走势



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

三是产业链相对较短，而且比较内在化的行业中的上市公司。根据

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\\_6159](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6159)

