结构性调整难言结束，但市场震荡有望减缓

——四月权益市场宏观环境研究

内容提要：

尽管三月的权益市场行情不出我们所料，出现了较大幅度的结构性调整，但是，我们认为四月的结构性调整难言结束，但是，经过三月大幅调整后，四月的行情的震荡有望减缓。我们认为调整是为了更稳健地上涨。总体来看，我们需要一个稳健的资本市场降低宏观杠杆率、改善经济预期推进经济的持续稳健发展。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。

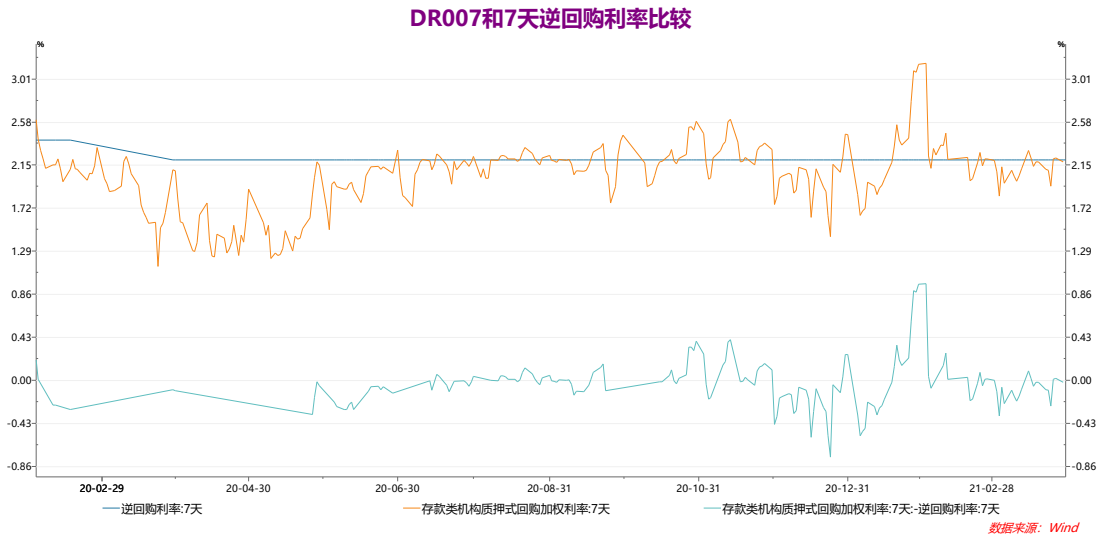
我们在《银河期货研究所年终宏观研究特稿之二：2021 年权益市场宏观运行环境研究》中强调，2021 年，对权益市场而言，不确定性上升，市场震荡将更加频繁，市场的结构性、波段性将进一步强化。我们因此在《一月权益市场宏观环境运行研究》专题报告中提醒：谨慎看待所谓的跨年度行情；在《二月权益市场宏观环境运行研究》专题报告中指出，二月的权益市场因为春节长假因素二在观望气氛中市场可能波澜不惊，即节前市场可能进行高位震荡，节后而多空双方的新一轮博弈中空方胜出；在《三月权益市场宏观运行环境研究》中明确指出，结构性调整行情正式步入。截至到 3 月 30 日，沪深 300 指数、上证 50 指数和中证 500 指数全面下跌，分别下跌了 4.54%、4.78%和 1.32%。展望四月，我们认为结构性

调整行情难言结束，尽管在三月底市场出现了一定的止跌迹象。

我们认为结构性调整行情难言结束的最重要理由是一批基金重仓的所谓核心股票其估值过高的问题依旧存在。以“贵州茅台”为例，根据其业绩预增公告，乐观估计其 2020 年分红为每股 20 元，但按照其目前市价 2000 元计算，其股息率仅为 1%，而目前的国债收益率却高达 3%以上，因此，从这个角度看，茅台目前 2000 元的价位难以站稳。

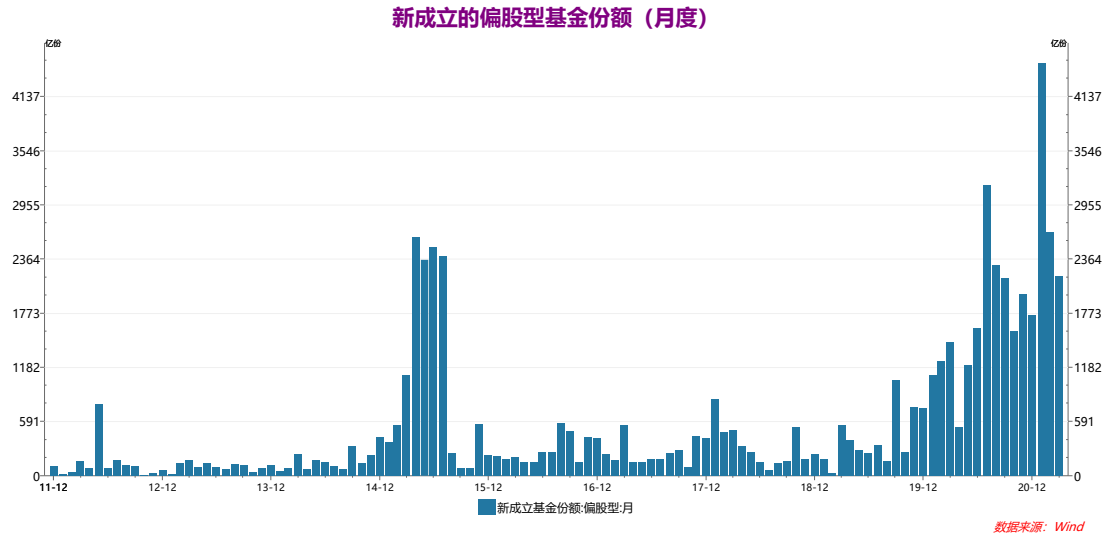
从流动性看，货币政策回归正常已经大势所趋，从 DR007 和逆回购利率比较看，市场流动性总体依旧比较充裕，但是 4 月可能面临集中财政交税、地方债供给增加和短期债务到期等挑战。

图 1：DR007 走势相对平稳



但是，新成立的偏股型基金 3 月成立有所放缓。这可能会直接影响到权益市场的流动性供给。

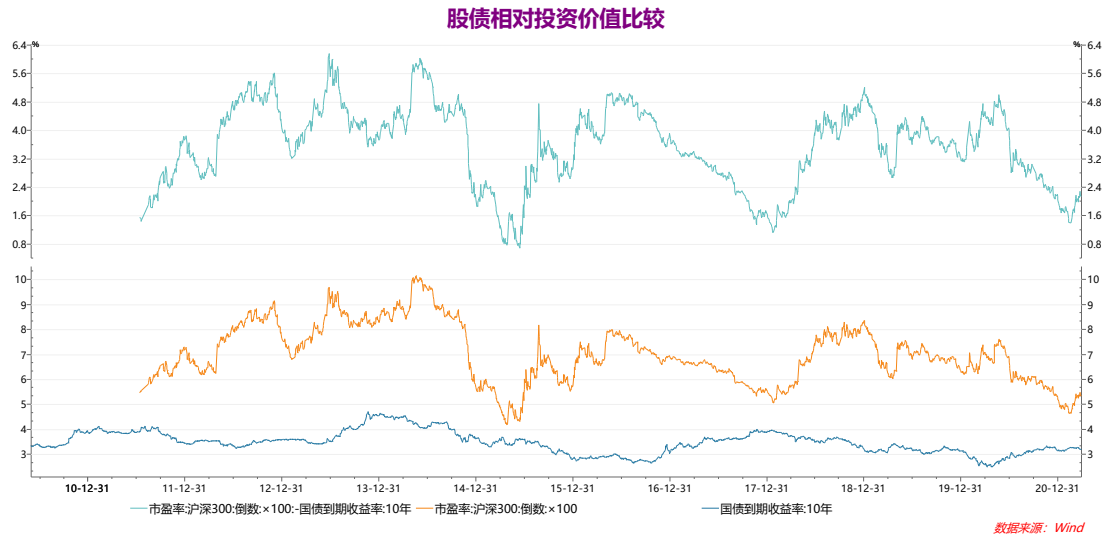
图 2：新成立的偏股型基金



从宏观面看，目前影响市场比较大的因素是美债收益率的持续上升，尽管易主席呼吁不要过多关注境外的指标，但是，在资本市场日益开放的条件下，我们不得不关注国内与国外的宏观面，美债收益率的提升及其带来的美元指数的回升，将极大地影响包括资本市场在内的资产价格，也将影响到境内权益市场和债券市场的估值。

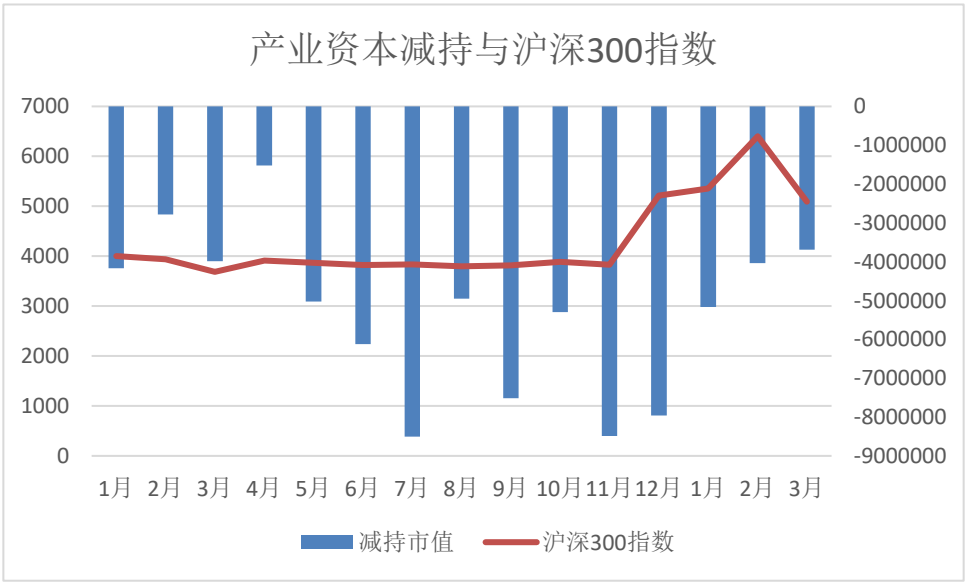
从股债相对价值看，受到美债收益率的回升，国内债券市场的收益率下行空间有限，尽管股票的市盈率倒数依旧高于债券收益率，但是，其差值正在缩小中。如下图所示，10 年国债收益率尽管依旧低于沪深 300 指数平均市盈率的倒数，但是，其差值总体趋于缩小，尽管由于 3 月权益市场出现大幅调整，较 2 月时候的 1.6%有所提升，但依旧在处于低位，在 2.15%左右，而 2020 年前，其差值基本在 3%以上。股票相对于债券的相对投资价值已经大幅降低.而中证 500 指数的平均市盈率倒数更低 0.89%。

图 3：股债相对投资价值比较



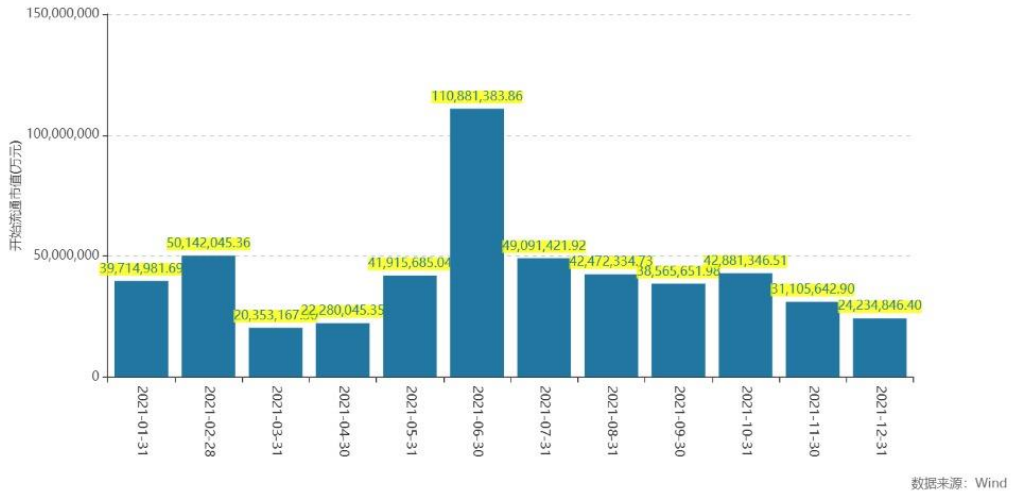
但三月的产业资本的减持同比与环比出现了一定的萎缩，这可能和三月的权益市场总体出现了较大幅度的调整有一定的关系。

图 4：上市公司重要股东减持与沪深 300 指数波动



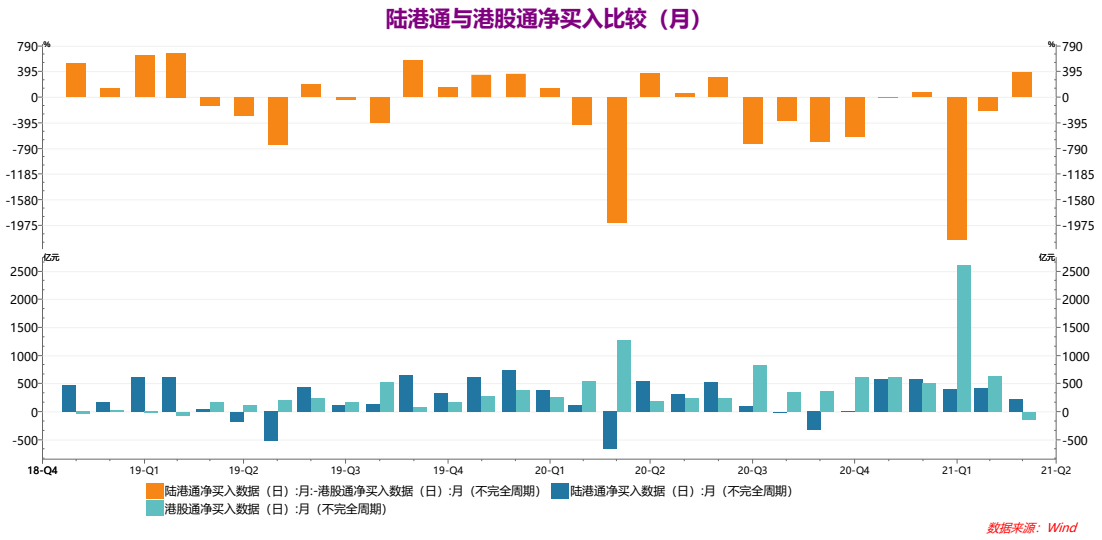
展望四月份，从限售股的情况看，四月的限售股压力依旧相对比较轻。

图 5：月度限售股分布情况



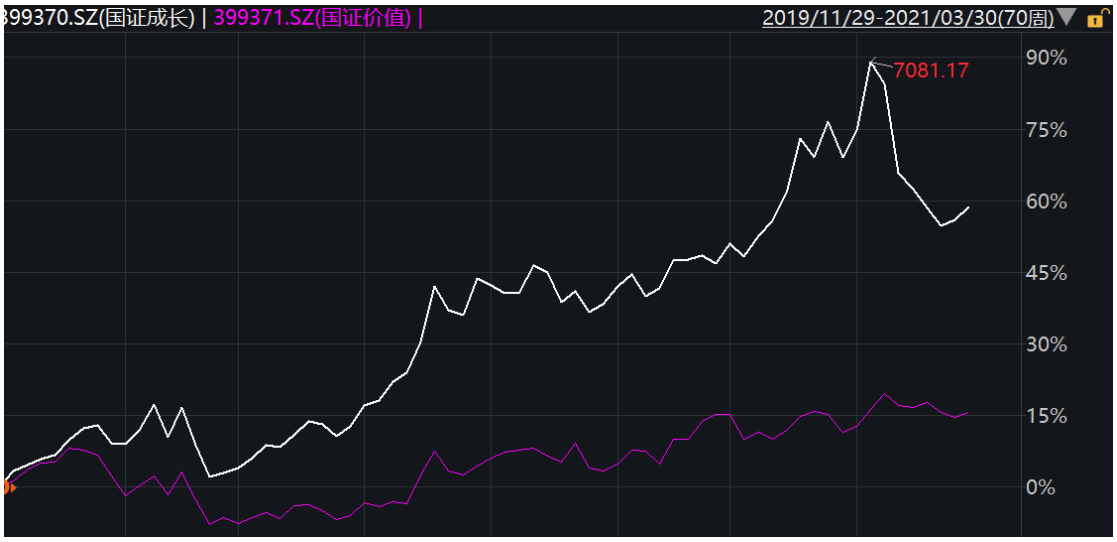
在 AH 股存在较大差价的情况下，三月，如下图所示，港股通的净买入资金少于陆港通净买入资金。港股通净买入资金经过一月的大幅波动后进入了相对平稳期。

图 6：陆港通与港股通净买入比较（月）



从市场风格看，国证成长在出现大幅调整后有所技术性反弹，而国证价值走势相对平稳。

图 7：国证成长和国证价值比较



四月也是年报公布的最后集中期，因此，上市公司到底估值高不高，成长性是不是可以持续，有待于年报进行检验。我们认为，大多数公司的股价，特别是所谓成长股的股价应处于比较高的位置，即使部分股价估值还比较合理，但是，其成长空间有多大依旧值得怀疑。当茅台酒的市值超过了多数一线城市的 GDP，我们没有理由不相信多数成长股依旧存在着估值过高的问题，尽管在 3 月大多数成长股已经出现了较大幅度的调整。按照惯例，四月下旬也是业绩较差的股票年报集中公布期，因此所谓题材股的估值也可能因此受到挑战，市场因此可能再度面临风格的再转变。

综上分析，我们认为四月结构性调整难言结束，但是市场可能进入相对平稳

期，调整力度有所放缓。调整的根本原因依旧在于市场估值偏高，特别是部分权重股和成长股的估值偏高。

同时，我们认为这一调整带有一定的结构性性质，我们注意到在一部分股票高估的同时，确实，也存在着一批股票的相对低估，特别是符合国家经济发展战略行业中的优势企业。

调整是为了更稳健地上涨。总体来看，我们需要一个稳健的资本市场降低宏观杠杆率、改善经济预期推进经济的持续稳健发展。

我们坚持认为 2021 年市场的震荡将加剧，结构性与波段性将进一步明显，选时和选股一样重要，甚至是有过之而无不及。我们认为结构性调整并没有结束，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。

（20210330）

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司

联系人：万一菁　　投资咨询从业证书号：Z0014329

北京：北京市朝阳区朝外大街 16 号中国人寿大厦 11 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

邮箱：wanyijing_qh@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799