市场开始正式步入结构性调整阶段

——三月权益市场宏观运行环境研究

内容提要：

高估值是市场目前出现调整的最主要原因，包括政策环境在内的内外部宏观环境的变化正同推进这一调整，而技术面的走弱进一步印证了结构性调整已经开始，对此，我们要有足够的认识与思想准备。

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，而多空双方的新一轮博弈可能发生在春节后。现在看来，在这场博弈中，空方已经胜出。

二月权益市场确实出现了高位震荡，春节前在茅台等机构重仓股带动下，主要股指创下阶段性新高，但是，春节后，市场又在茅台等重仓股的带动下出现了明显的冲高回落高位调整。截至到 2 月 26 日中午，沪深 300 指数月线图已经转跌，中证 500 指数和上证 50 指数尽管依旧月线依旧为阳线，但是，过长的上影线显示出上方巨大的上行压力。而且，各主要指数已经跌破中短线均线系统的支撑。我们认为，市场已经步入明显的调整阶段，但和以往调整不同，市场的调整

具有更加明显的结构性。

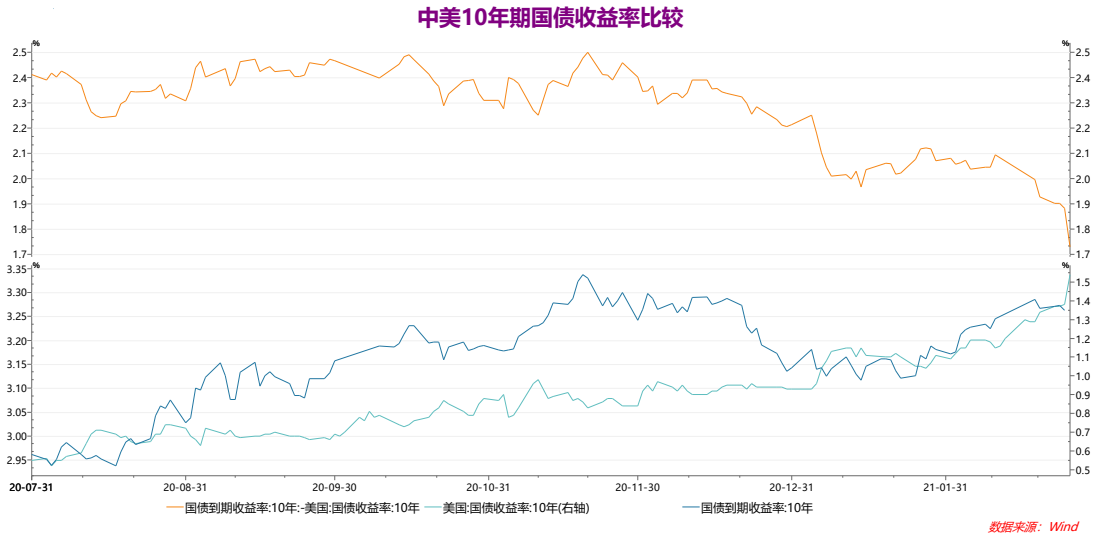
当然，市场出现明显的调整趋势不是仅仅有技术面所决定的，基本面才是推进市场出现调整趋势的主要因素。即技术面是果，而基本面是因。

从宏观面的情况看，货币政策实际上已经出现了“缓拐弯”的情形。尽管一月的社融数据和货币供应量数据出现了明显的增长，但是我们认为社融数据的大幅上涨主要是季节性因素所致，而货币供应量的回升主要是基数原因导致的翘尾因素所致。四季度的央行《货币政策执行报告》中重申了货币政策的总体目标是：“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”。这意味着央行的货币政策将逐步恢复常态运行。

在春节前，央行明显降低了公开市场操作的力度，从 WIND 披露的央行的公开市场活动看，一月央行公开市场操作以回升流动性为主，开展了 10690 亿元逆回购，但有 12450 亿元逆回购到期，进行了 5000 亿元 MLF 操作，但有 5405 亿元的 MLF 到期，全月净投放-2165 亿元。这导致了市场的某些猜测，即在商业银行结售汇顺差大幅增加情况下，央行可能加大对外汇资产的收购而导致外汇占款的增加，因此而降低了公开市场的力度，随着央行一月资产负债平衡表的公布，这一猜测被宣布破产：在银行结售汇 12 月和 1 月顺差共达到 1074.22 亿美元的情况下，央行一月仅仅增加了 91.96 亿人民币的外汇占款。

从外部因素看，美国国债收益率在近期美国疫情控制出现不错趋势和对美国经济较好预期的影响下，出现了猛烈的回升。这一方面对境外权益市场带来了一定的压力，也使得中美利差大幅缩小，中国货币政策的舒适度较去年大幅下降。

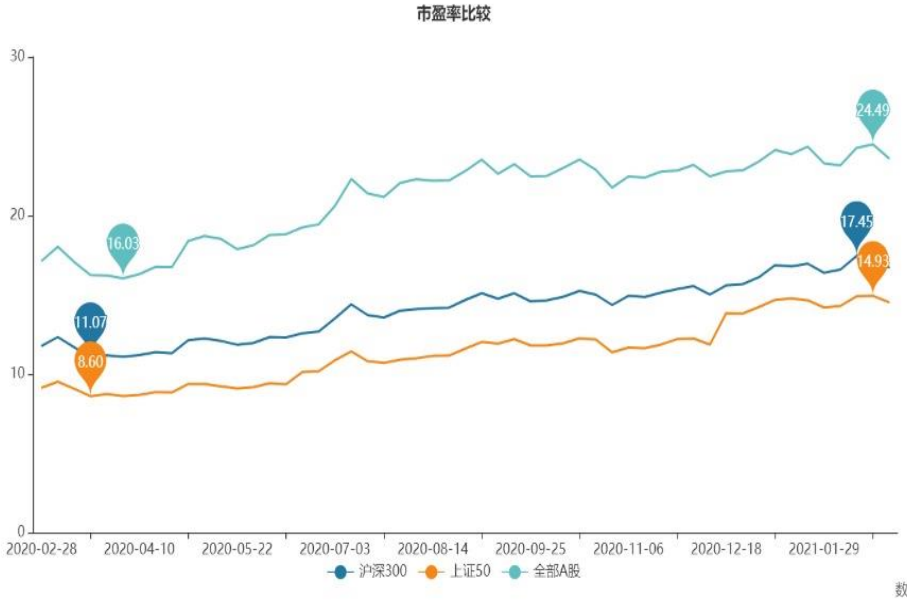
图 1：中美 10 年期国债收益率比较



在输入性通胀风险加大和美债利率上升，中美之间利差缩小的背景下，和去年不同，今年我国利率下行的空间已经基本没有。利率下行空间的基本失去将影响到我国的国债收益率，十年期的国债收益率已经出现明显上行。

从市盈率水平看，经过前期的大幅上升，主要市场市盈率已经出现了明显的上升。

图 2：市场主要市盈率比较



数据来源：Wind

这将直接影响到股票和债券价值的相对变化，特别是在目前市盈率水平普遍不低的情况下。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，其差值已经大幅缩小到 1.6%，而 2020 年前，其差值基本在 2%以上。股票相对于债券的相对投资价值已经大幅降低。

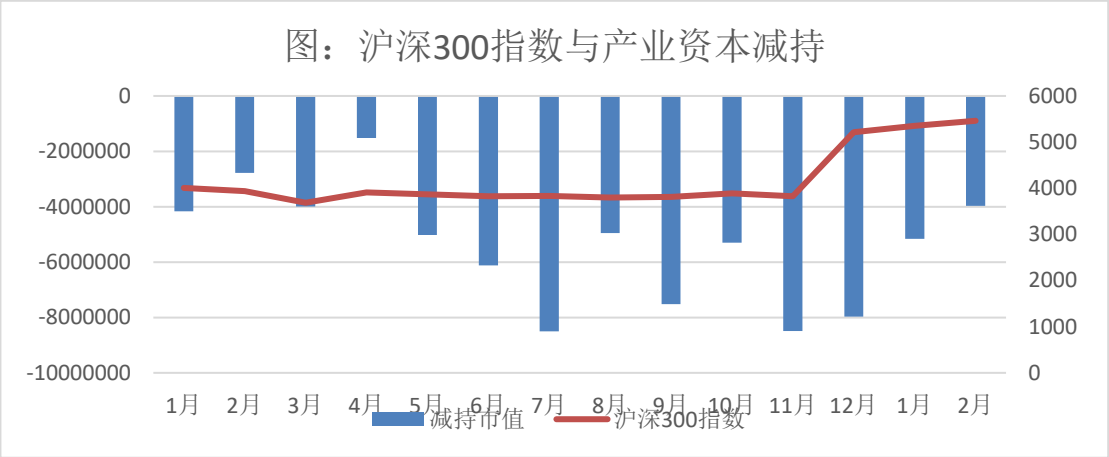
图 3：股债相对投资价值比较



而高估值还带了其他几个影响，一是产业资本的减持。从产业资本减持的情况

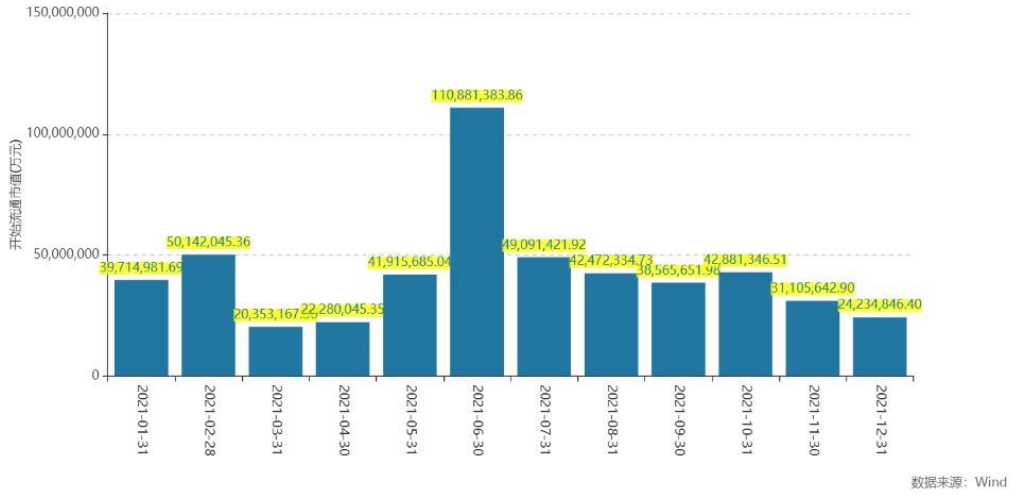
看，尽管二月因春节因素导致交易日减少，但是，从统计数据看，如下图所示，产业资本的减持依旧比较活跃。

图 4：上市公司重要股东减持与沪深 300 指数波动



但是从限售股的情况看，三月的限售股压力相对比较轻。

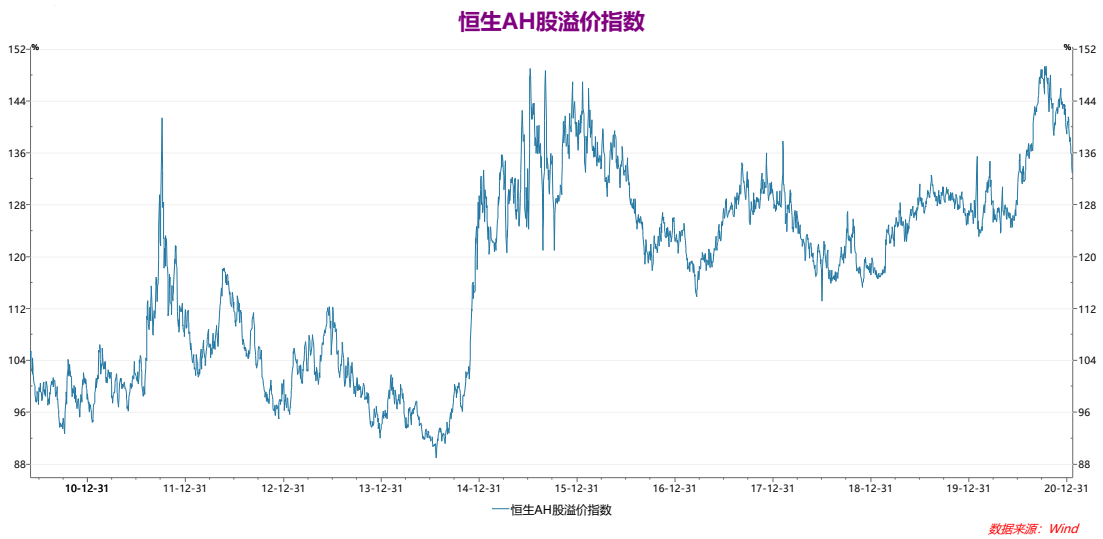
图 5：月度限售股分布情况



估值高还可以从 AH 的溢价率来看，目前 AH 股的溢价率尽管较前期有所下降，

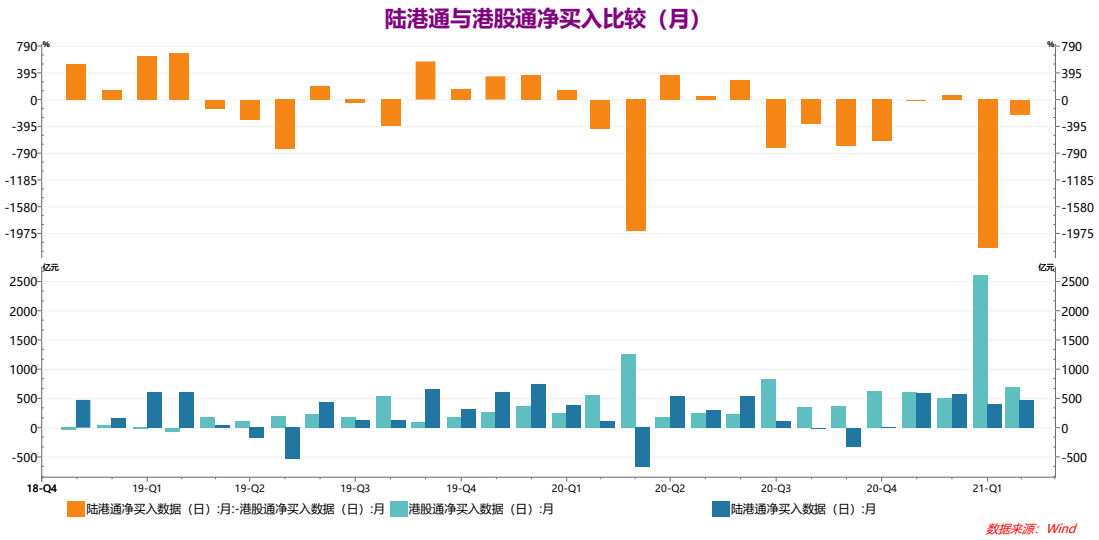
但是依旧处于较高位置。

图 6：AH 股溢价指数



在 AH 股存在巨大差价的情况下，二月，尽管香港因为提升交易印花税出现了大跌和二月因为两地休市及其休市时间差异，如下图所示，港股通的净买入资金相对陆港通净买入资金依旧相对比较活跃，

图 7：陆港通与港股通净买入比较（月）



估值高，特别是存在着结构性高估值的情况下，带来了市场风格的转变。如下图所示，我们比较了国证成长指数和国证价值指数的走势，近阶段，国证成长指数出现了明显的调整，而国证价值指数相对而言表现出一定的抗跌性。

图 8：国证成长和国证价值比较



三月也是年报公布的集中期，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，当“东方财富”的市值几倍于一线券商——“中信证券”，我们没有理由不相信多数成长股存在着估值过高的问题。

我们也注意到近期低估值的银行股出现了明显的涨幅，但是，在金融让利等政策下，不是所有的银行股均有较好的成长性的。

三月份也是“两会”召开的重要时节，根据中央近期的方针和政策看，我们

认为“两会”将继续淡化经济增长的目标，包括货币政策和财政政策的力度较去年将有一定的调整，同时，在发展资本市场的同时，将更强调防范系统性金融风险，更注重垄断问题，这些对目前高估值的资本市场和高估值的市场均会构成一定的压力。

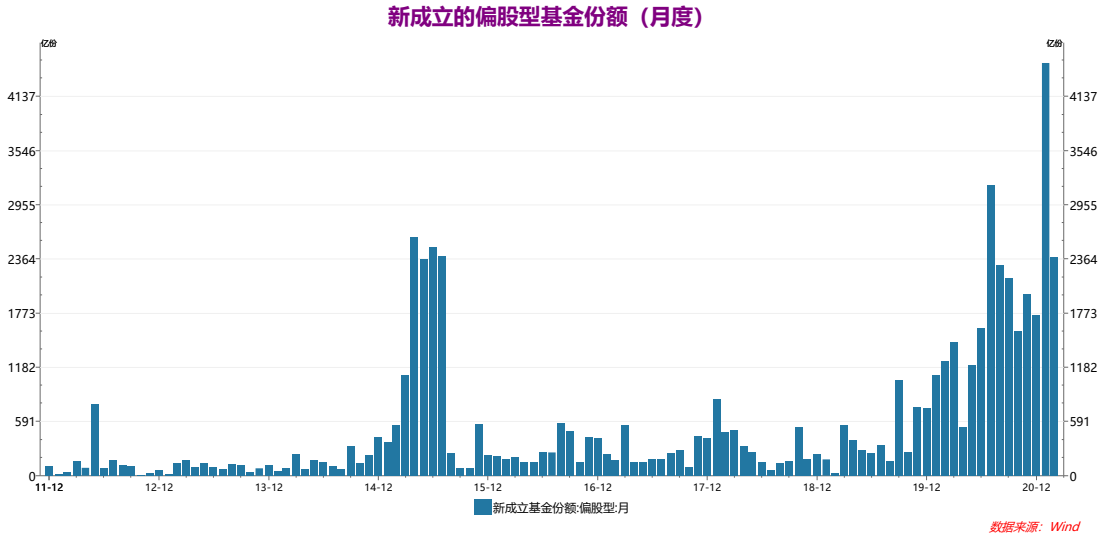
从权益市场的建设看，管理层不遗余力推进资本市场的市场化、法制化、机构化和国际化，在这一推进的过程中也不可能是一帆风顺，机构抱团导致的部分成长股畸高正是发展中出现的新问题。

综上分析，我们认为市场开始已经进入了结构性调整的阶段，调整的根本原因在于市场估值偏高，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。

从投资者的机构化建设看，新成立的偏股型投资基金成立依旧比较踊跃。这些新成立的基金也迫切需要寻找新的具有成长性的低估值标的。

图 9：新成立的偏股型基金



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已经开始，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。

（20210226）

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