谨慎看待所谓的“跨年度行情”

——一月权益市场宏观运行环境研究

内容提要：

12 月的市场走势出现了一定的分化，尽管中证 500 指数出现了调整，但沪深 300 指数和上证 50 指数继续上行，让市场产生了“跨年度行情”的遐想。我们认为，2021 年的权益市场受到估值压力和资金面的牵制，市场将更多地表现出震荡性、波段性和结构性，即必须谨慎地看待所谓的“跨年度行情”，必须谨慎地选时和选股。一年之际在于春。一月的市场走势对上半年、乃至全年的走势均至关重要。一月往往是机构投资者的布局年，也是“两会”召开前的真空期，值得我们深入观察与研究。

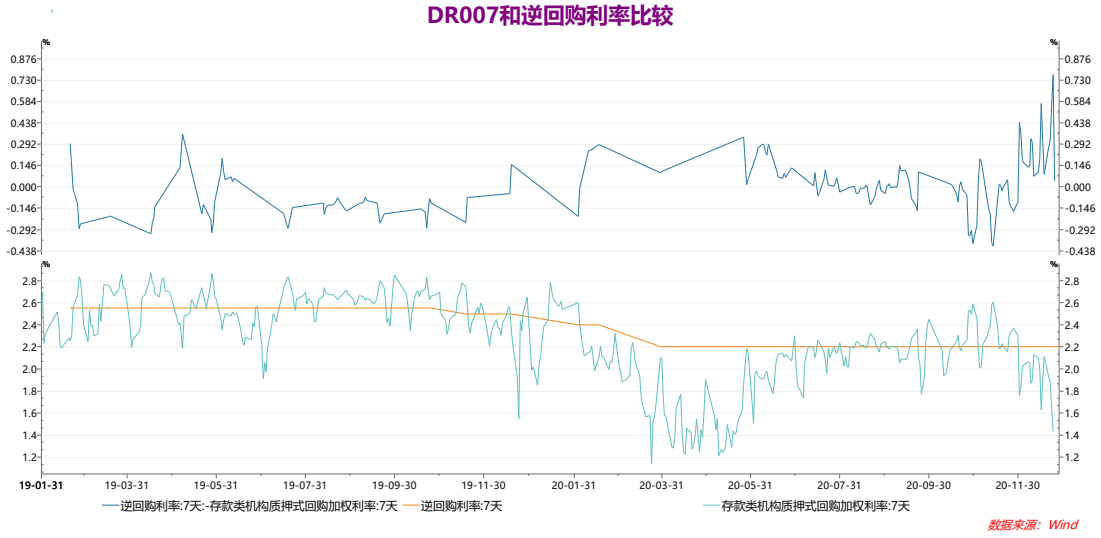
针对权益市场的结构性和波段性特点和优势，利用股指期货和期权（个股、股指、ETF）等金融衍生品的特征，制定相应的投资策略，可以很好地防范系统性风险，凸现和放大结构性收益，追求相对稳定的投资收益。

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。我们认为这些特征是近期特征的衍生和发展，从 2020 年 12 月的市场情况看，这些特征已经得到一定的显示：中证

500 指数已经和上证 50 与沪深 300 指数出现了明显的分化，截至到 12 月 18 日，当月中证 500 下跌了 1.21%，而上证 50 和沪深 300 分别上涨了 1.57%和 2.1%。

但市场总体表现出相对强势，这和资金面的相对宽松有关，DR007 目前在逆回购利率下方运行。这一情况和前几年的年底有所区别，以至于市场出现了跨年度行情的遐想。

图 1： DR007 和逆回购利率比较

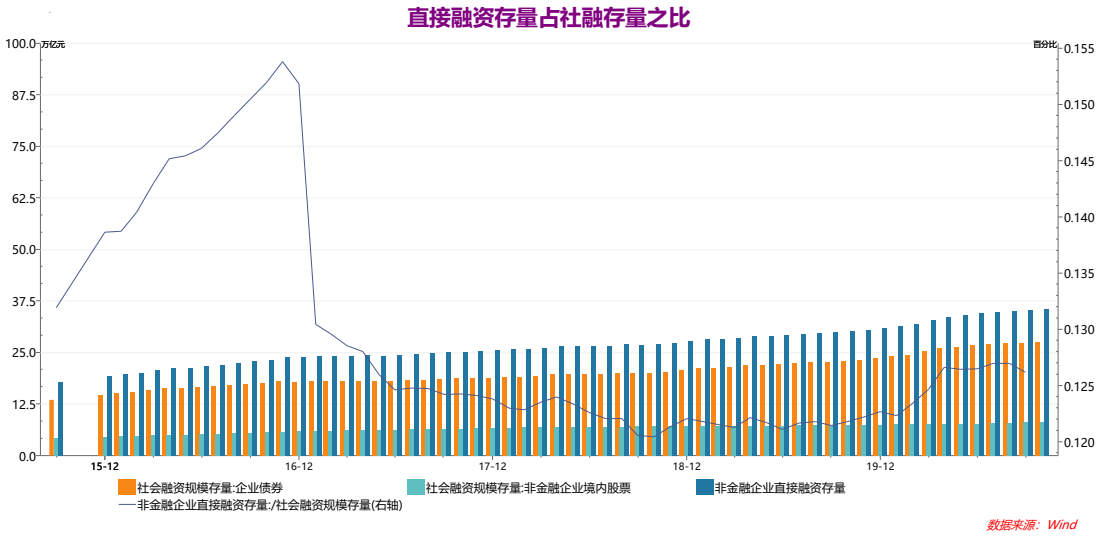


资料来源：银河期货研究所 WIND

但我们认为必须谨慎看待所谓的跨年度行情。目前困扰市场最大的几个宏观因素是市场的资金面。在最近召开的中央经济工作会议上，提出了宏观政策“不急转弯”，但是不急转弯并不是不转弯，货币政策尽管有望保持原有力度，但边际放宽的可能性几乎没有，在我国权益市场并没有摆脱资金特征的情况下，市场难以出现明显的上行行情。权益市的供求关系面临着紧平衡的基本格局。

一方面在降低宏观杠杆率的背景下，在全面推进“注册制”的背景下，在改善和优化我国融资结构的背景下，包括 IPO 在内的各种融资将进一步加快。

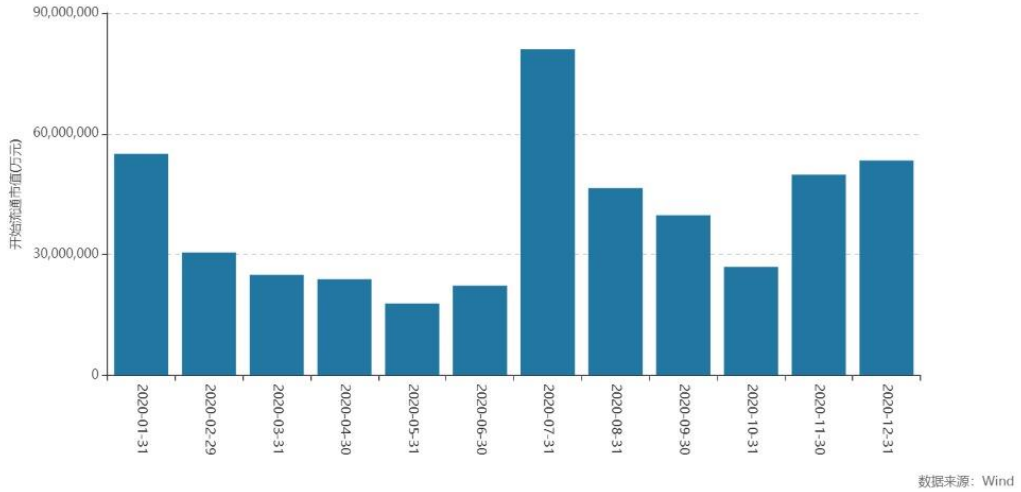
图 2：直接融资存量及其占社融存量之比



资料来源：银河期货研究所 WIND

同时，限售股的减持依旧对市场构成现实和实际压力，从 2021 年的月度分布看，上半年的压力总体轻于下半年，但一月相对处于上半年的减持高峰。

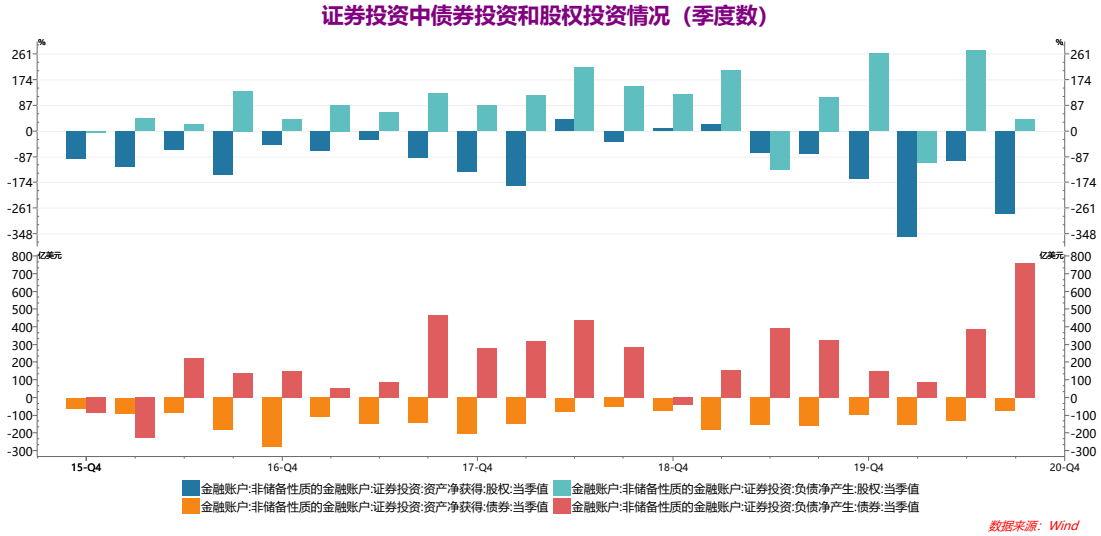
图 3：月度限售股减持压力图



资料来源：银河期货研究所 WIND

而在资本市场日益对外开放的情况下，我们对外资流入的情况也不宜过于乐观。从最近披露的三季度我国国际收支情况看，三季度尽管我国权益市场表现出相对强势，但股票投资项目却表现出逆差，外资大量流出，这各债券投资项外资的大量流入构成了鲜明的对比。

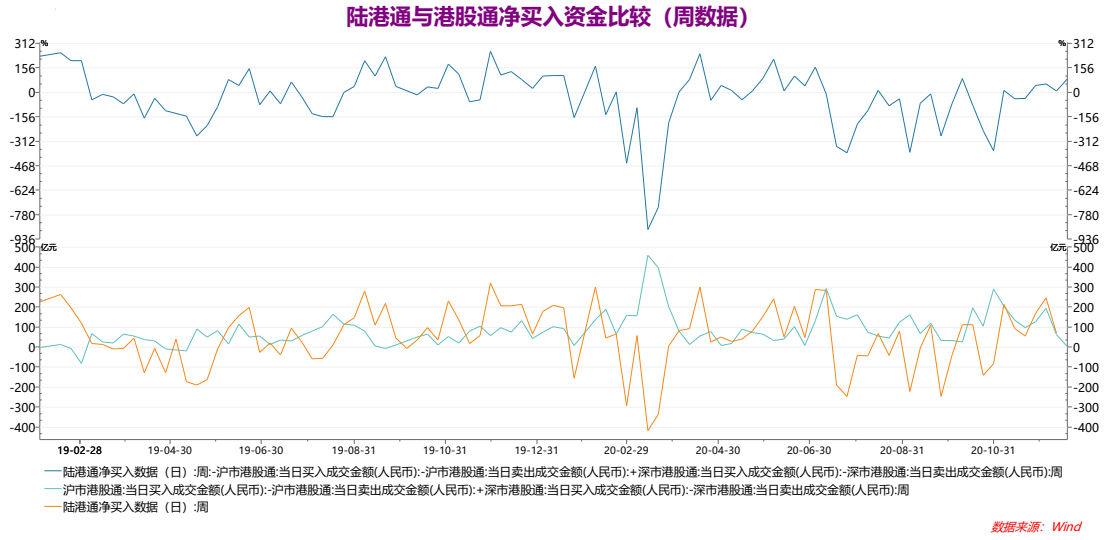
图 4：证券投资中债券投资和股权投资情况（季度数）



资料来源：银河期货研究所 WIND

从更高频的沪深港股通和陆港通的周度数据看，在 2020 年下半年的大部分时间内，陆港通净买入资金小于港股通净买入资金。当然这一情况最近又所改观。

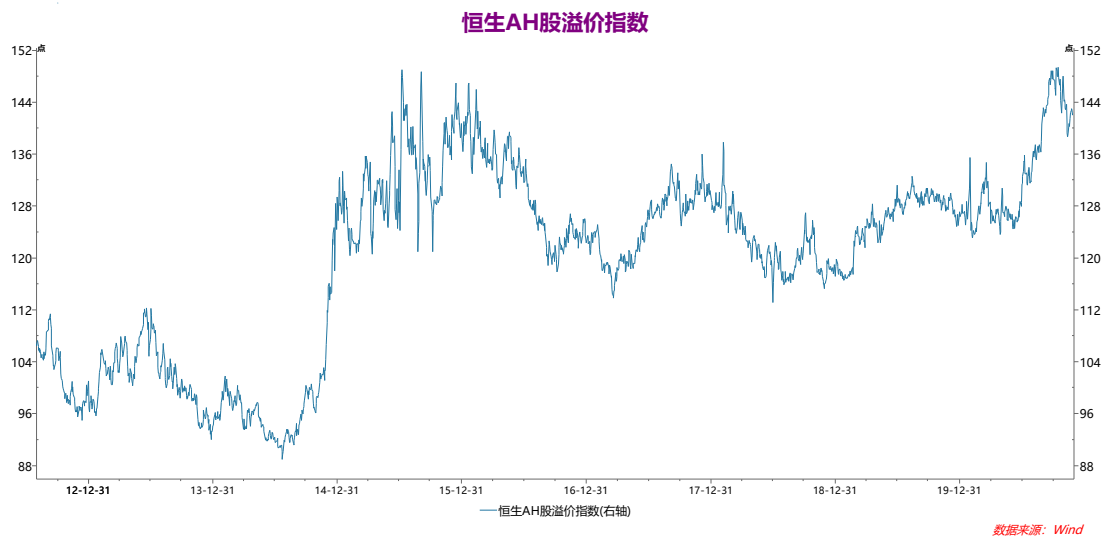
图 5：陆港通与港股通净买入资金比较（周数据）



资料来源：银河期货研究所 WIND

而其背后的原因在于 AH 股之间存在的巨大估值差异。93%同时发行的 A 股和 H 股的上市公司其溢价率高达 30%以上。

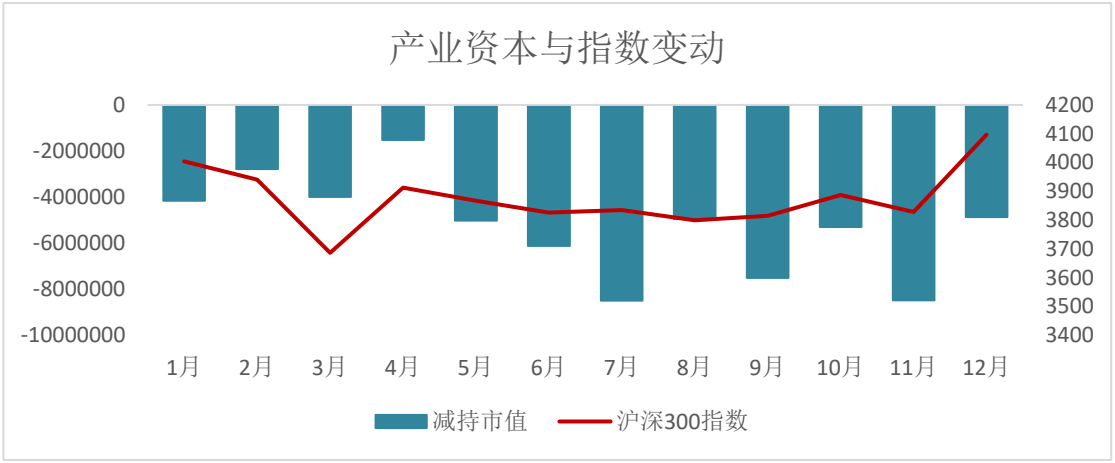
图 6：恒生 AH 股溢价指数



资料来源：银河期货研究所 WIND

和估值相联系的另一个值得关注的数据是大股东减持随着股指的回升而大大增加。如下图所示，11 月减持额达到新高，12 月的减持金额有望超过 11 月。

图 7：产业资本减持（数据截至到 12 月 16 日）

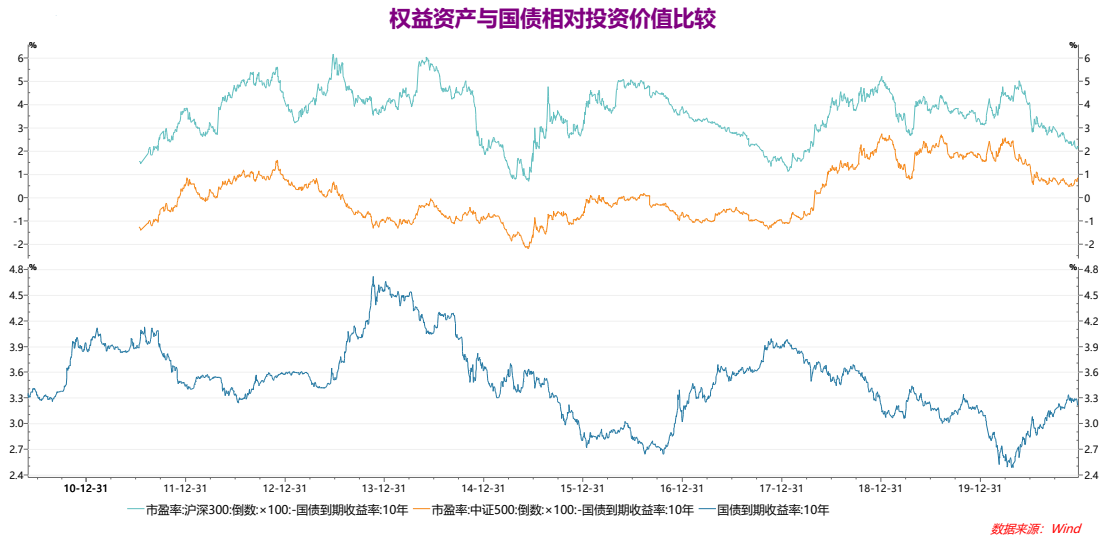


资料来源：银河期货研究所 WIND

从权益资产和债券资产的相对投资价值看，尽管目前的权益资产相对于投资价值看，依旧具有相对优势，但这一优势明显出现了减少的趋势。下图所示，10 年

期的国债收益率目前提高到 3.2%左右，而沪深 300 指数市盈率倒数和国债收益率的倒数之差已经下降到 2.17%，而在今年上半年的大部分时间内，这一差值高达 4%以上。

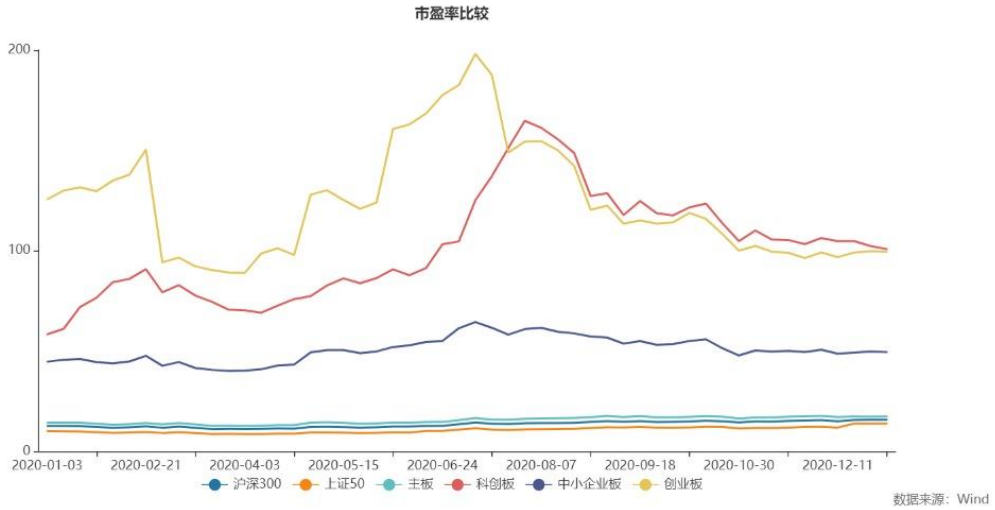
图 8：权益资产与国债相对投资价值比较



资料来源：银河期货研究所 WIND

确实，从估值的角度看，目前权益市场的市盈率已经有了很大的提高，基本消化了对明年、特别是明年上半年上市公司业绩的预期。

图 9：市盈率比较



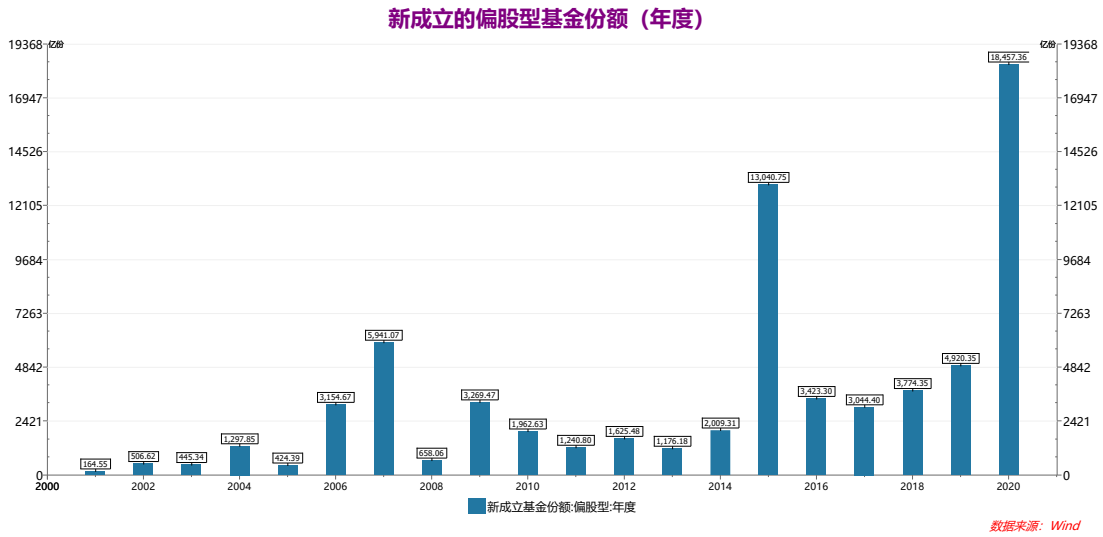
资料来源：银河期货研究所 WIND

特别是包括茅台在内的一批基金重仓股的高估，影响了市场总体的估值空间与水平。

因此，在这样的背景下市场很可能通过一定震荡和波段性整理来换取进一步上行的空间，并在走势上更多低表现出结构性。

从管理层近期的表态来看，要将居民的储蓄转化为投资，发展机构投资者，推进证券市场机构化将不遗余力。我们包括证券投资基金在内的机构投资者的发展明显走上了快速的通道。

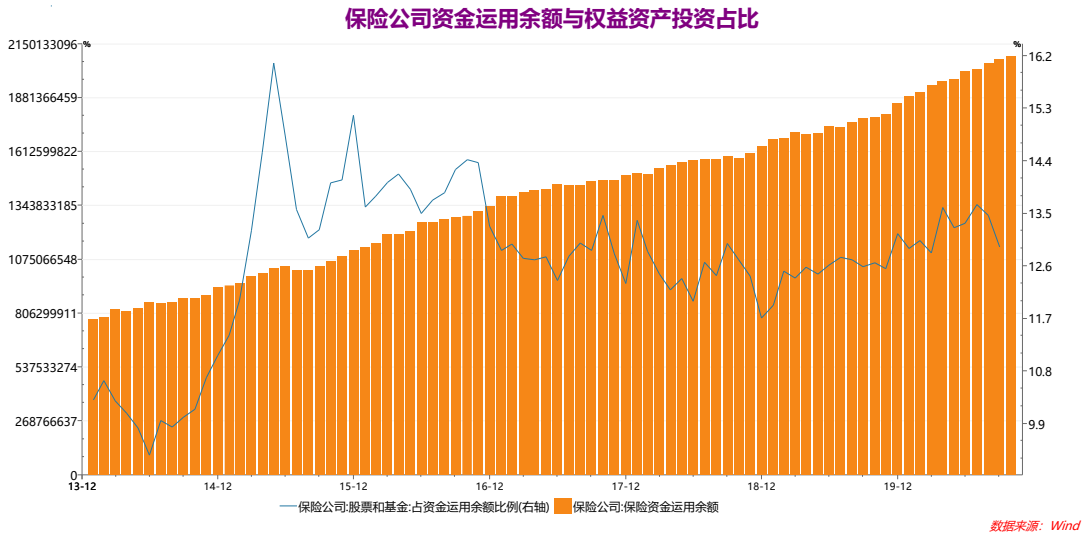
图 10：新成立的偏股型基金份额（年度，截至于 12 月 16 日）



资料来源：银河期货研究所 WIND

与此同时，保险、信托等对权益资产的投资比率均有一定的提升。

图 11：保险公司资金运用余额与权益资产投资占比



资料来源：银河期货研究所 WIND

但市场抱团取暖的格局与现状可能会加大市场的震荡。

一年之际在于春。一月的市场走势对上半年、乃至全年的走势均至关重要。一月往往是机构投资者的布局年，也是“两会”召开前的真空期，值得我们深入观察与研究。

我们依旧坚持《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》中的观点，在 2021 年，市场震荡有望加强、结构性和波段性将更加突出，选时和选股一样重要，甚至是有过之而无不及。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。

（银河期货研究所 20211228）

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　　银河宏观

研究员：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