银河期货研究所年终宏观研究特稿之二：

结构性、波段性将进一步强化

——2021 年权益市场宏观运行环境研究

内容提要：

我们坚持认为政策面是最主要的基本面，一个健康向上的权益市场对缓解经济下行压力、改善融资结构、降低系统性风险、稳定汇率和物价等宏观变量、改善收入预期、增加财产性收入和提升消费水平和级别等等均有着十分重要的作用。事实上，管理层近年来一直致力于资本市场的制度化、市场化、机构化和国际化建设，并取得了良好的的成果。

但是，2021 年权益市场运行的宏观环境和前两年相比已经出现了一些明显的变化，如货币等宏观政策边际继续放松的余地相对有限、市场估值出现了一定提高，再加上资本市场制度化、市场化、机构化和国际化建设，特别是权益资本市场的注册制改革，中短期内可能会给市场带来一定的阵痛。在这种情况下，近期权益市场形成的波段性、结构性行情可能在 2021 年会进一步得到强化，市场的震荡将进一步加剧。

根据这一判断，市场的操作难度将有一定提高，选时和选股同样显得重要，甚至是有过之而无不及。灵活利用股指期货和期权等金融衍生品工具，制定相应的投资策略，可以起到事半功倍的效果。

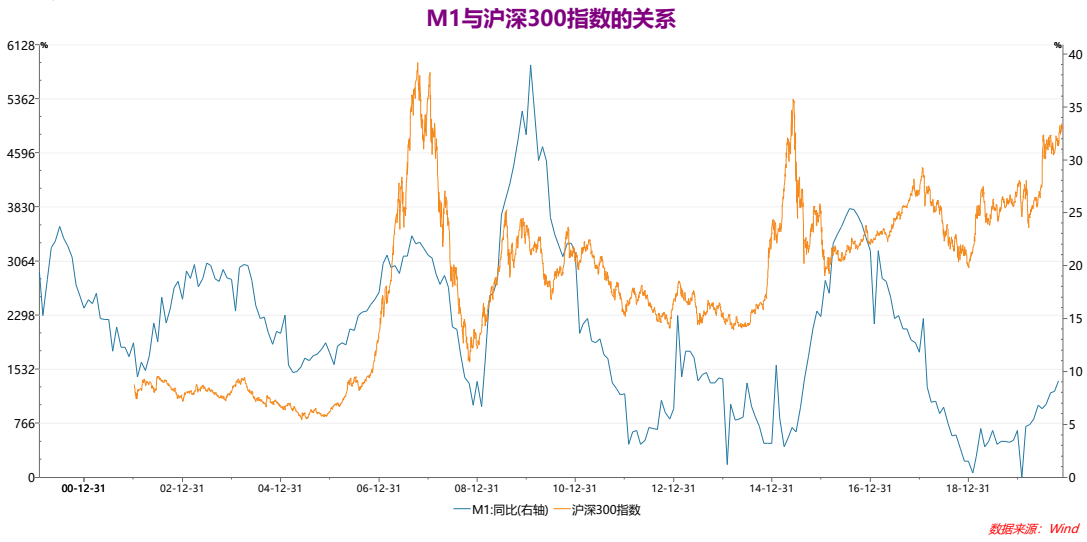
2020 年权益市场顶住了疫情等影响，走出了先抑后扬的强势走势，我们坚持认为政策面是最重要的基本面，因此，即使在一季度市场最低迷的时候，我们依旧坚定地看好权益市场。

而 2021 年，尽管从政策面看，依旧对权益市场构成支持，但是，权益市场运行的宏观环境和 2020 年相比可能出现了一定的变化，市场可能震荡加剧，并进一步强化结构性、波段性。

首先，权益市场的货币金融环境可能将在 2021 年发生了明显的变化。2020 年，为了应对经济下行，特别是应对疫情对经济的冲击，采取了更加灵活适度的货币政策和更加积极有为的财政政策，社融规模和货币供应量同比高增，利率总体水平和利率走廊出现了下行。但是，这一政策明显面临着退出的趋势。在央行新近公布的《三季度货币政策执行报告》看，再提货币总闸门，不搞大水漫灌，并要求社融和 M2 增速与反映潜在产出的名义 GDP 增速相匹配，这和之前的“保持社融和货币供应量合理增长”的表述有了明显的区别。数据显示，社融规模在 2020 年接近 14%，但是，2021 年可能回落到 10%左右，M2 和 M1 在 10 月分别达到了 9.1%和 10.5%，在 2021 年也存在着速度放慢的趋势。我们认为，为应对经济下行压力，宏观政策依旧将维持相对宽松，但是，继续边际放松的余地已经不大。

目前，权益市场并没有完全摆脱资金市的格局，代表货币活化程度的 M1 对权益市场有着一定的指示作用。尽管这一指示作用有减弱势头，但是依旧有一定的参考价值。

图 1：M1 与沪深 300 指数关系



资料来源：银河期货研究所 WIND

从利率水平看，尽管央行一直要求推进融资成本的下降，央行尽管在 2020 年降低了超额准备金的存款利率，打开了利率走廊的下行空间，并在上半年多次推动 MLF 和 LPR 的下行，但自从 2020 年 5 月以来，MLF 维持多月未动，这意味着利率下降的空间已经相当有限。而 2020 年一味降低利率带来的套利也阻碍了利率的进一步下跌。而流动性分层等结构性问题一直是利率的主要问题。

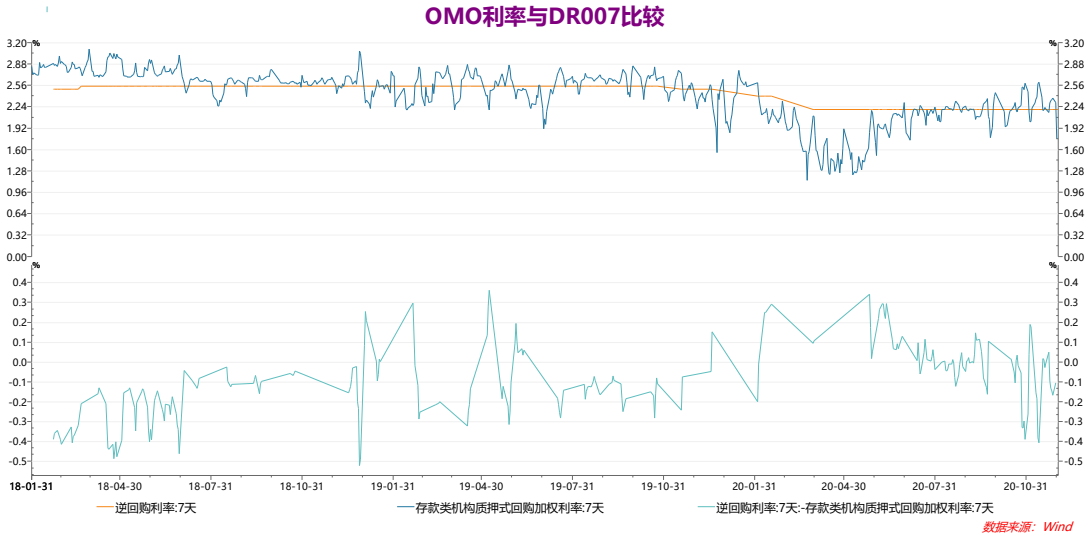
图 2：利率走廊下行空间被打开



资料来源：银河期货研究所 WIND

而且，从近阶段利率数据看，利率水平显示出紧平衡。DR007 在相当长时间中高于逆回购利率。

图 3：OMO 利率与 DR007 比较



资料来源：银河期货研究所 WIND

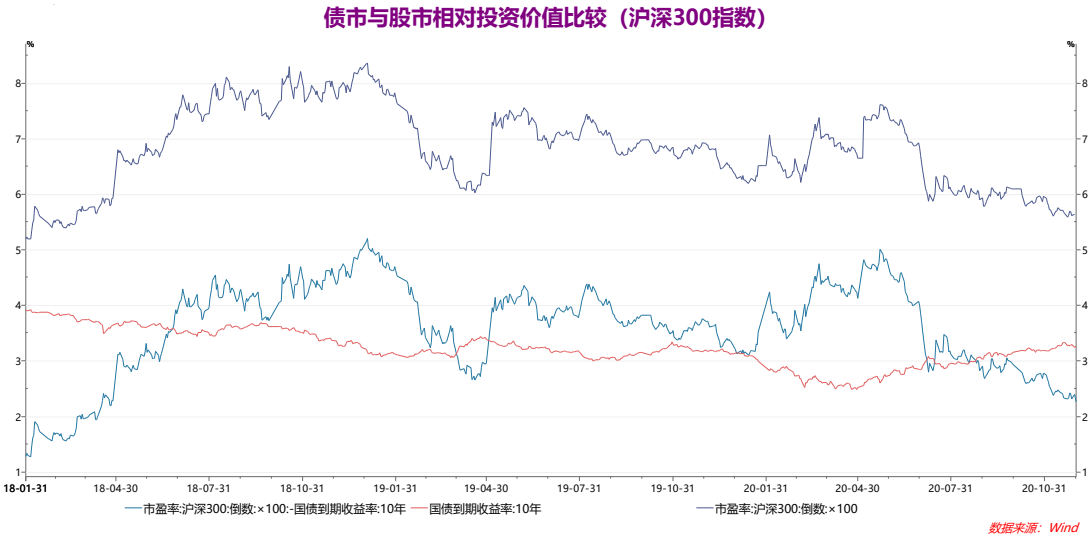
我们认为，利率水平对权益市场至关重要。权益市场的投资价值在一定程度

上是将上市公司的股息率与利率进行比较，2020 年，构成市场上行的一个重要的预期是利率的下行，利率的下行，有利于权益资产估值的提升。当这一预期消失后，必然会对权益资产的估值产生影响。

和利率相关的另一个比较是比较债券和权益资产的相对价值，通过比较权益资产平均市盈率的倒数和长期国债的到期收益率，我们不难发现，尽管权益资产和债券资产相比依旧有一定的优势，但这一优势有着缩小的趋势。

以沪深 300 指数为例，国债收益率 3.26%，沪深 300 市盈率的倒数为 5.52%，目前沪深 300 指数平均市盈率的倒数与国债收益率的差值为 2.26%。

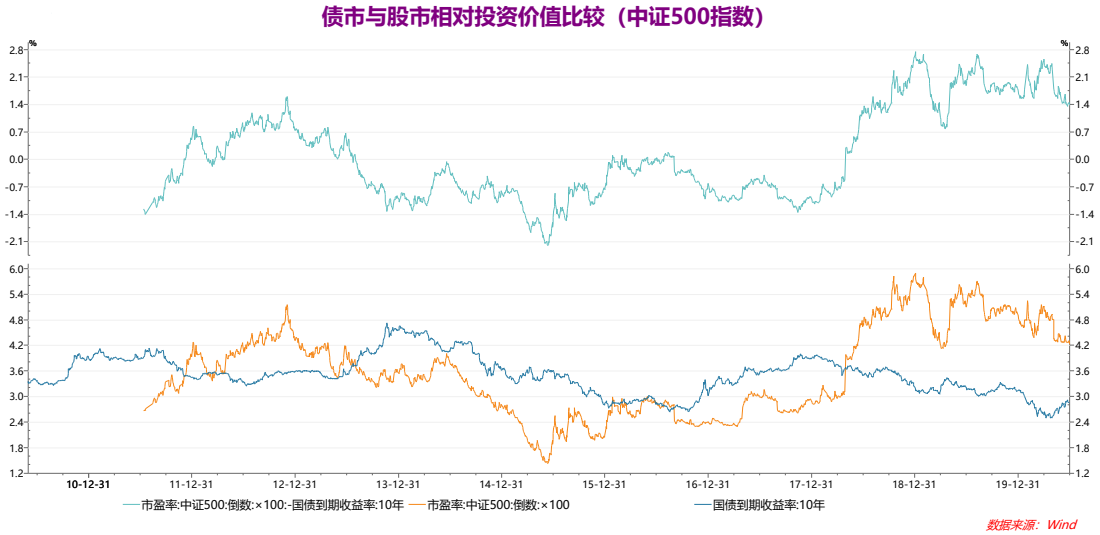
图 4：债市与股市（沪深 300）相对投资价值比较



资料来源：银河期货研究所 WIND

又以中证 500 指数为例，中证 500 指数市盈率的倒数为 5.52%，目前中证 500 指数平均市盈率的倒数与国债收益率的差值为 0.53%。

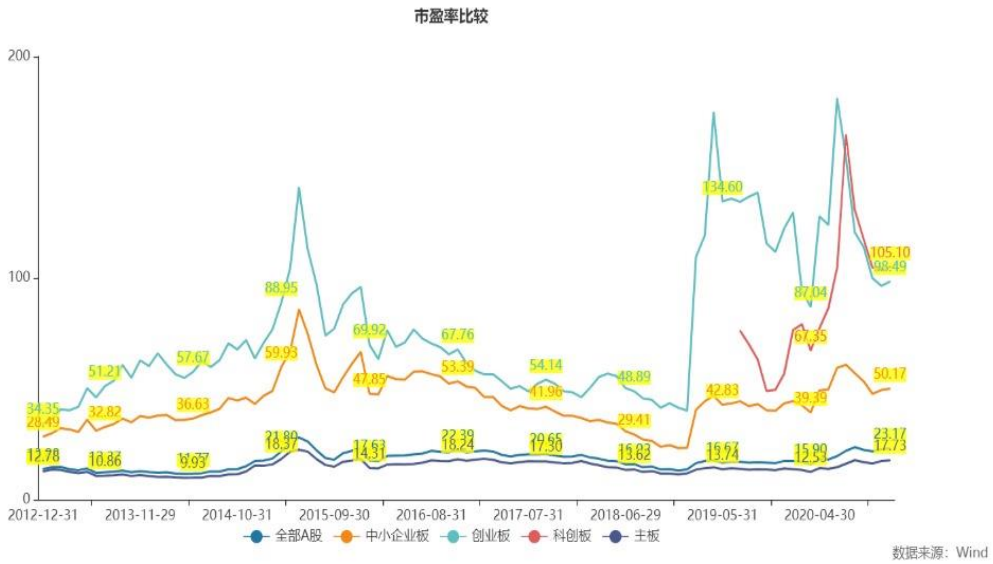
图 5：债市与股市（中证 500）相对投资价值比较



资料来源：银河期货研究所 WIND

确实，经过近 2 年的上行，权益资产的市盈率水平已经出现了很大的提高，特别是科创板、创业板等。

图 6：创业板和科创板等存在着明显的高估



资料来源：银河期货研究所 WIND

当然，上证 50 指数、沪深 300 指数等的平均市盈率尽管依旧处于较低的水平，但和前年相比也出现了一定的提高。市盈率的参差不齐也会结构性行情提供了基础和条件。

图 7：主要指数市盈率有所提升但依旧处于低水平



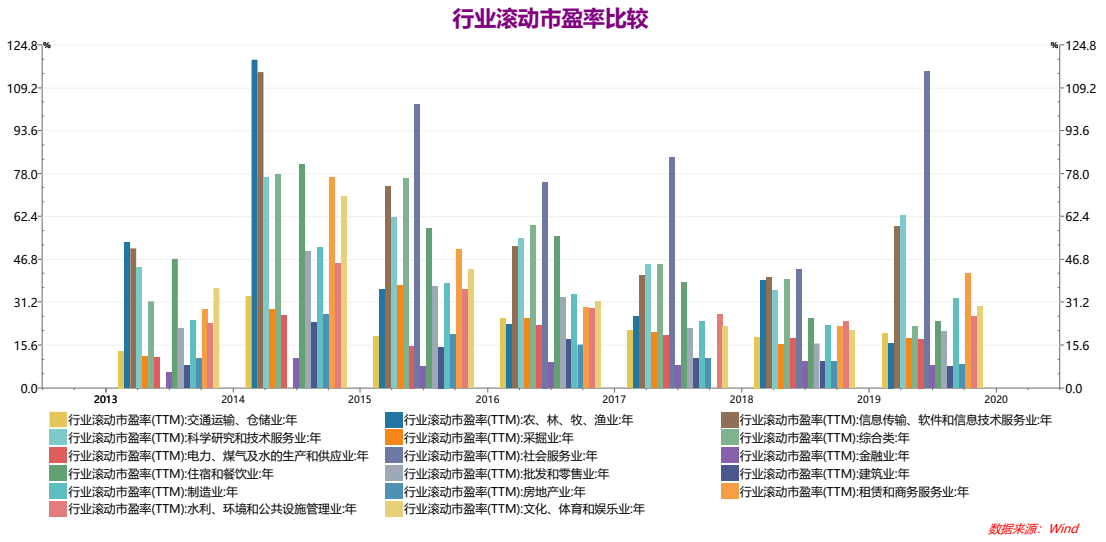
资料来源：银河期货研究所 WIND

同时，我们应当注意到，沪深 300 指数和上证 50 指数的低市盈率主要是因为银行股的低市盈率。银行股的低市盈率一方面是因为央行要求银行让利，根据央行《三季度货币政策执行报告》，全年，银行等金融企业将通过降低利率、减少收费、贷款延期还本付息等形式向实体经济让利 1.5 万亿元。另外的因素在于市场预期银行在向实体经济提供支持的同时，特别是提供抗疫支持的同时，可能增加了其坏账的风险。市场表现为在这轮行情中，银行股仅仅表现出补涨效应。

实际上，从目前的行业市盈率来看，即使和 2015 年相比较，市盈率已经处于

不低的水平。金融业目前的 TTM 市盈率为 8.08 倍，2015 年金融业市盈率为 10.63 倍。

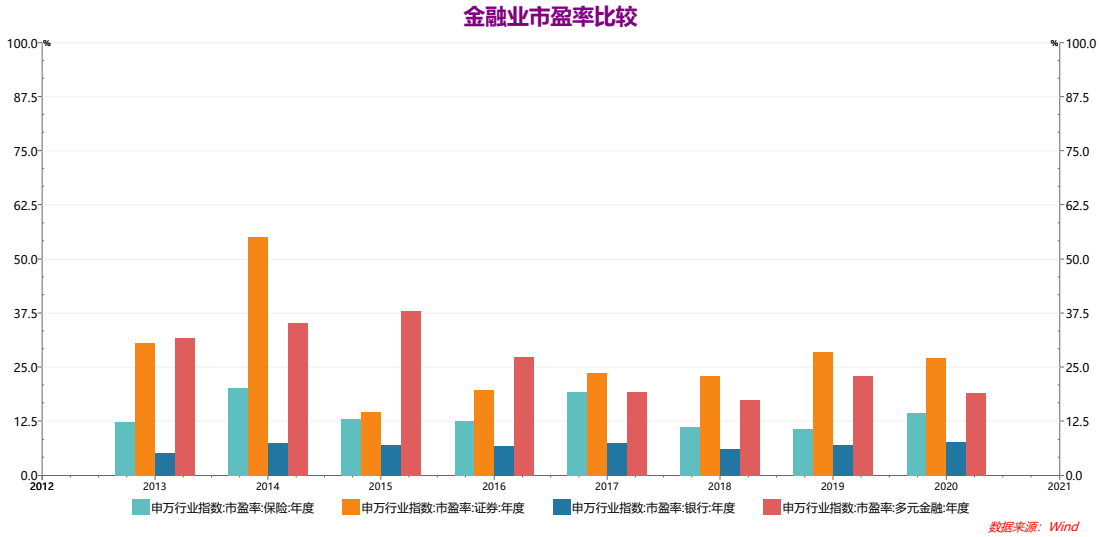
图 8：行业市盈率比较



资料来源：银河期货研究所 WIND

如申银万国三级行业指数显示，银行股目前的市盈率水平为 7.65 倍，而 2015 年为 7.09 倍。

图 9：金融业市盈率比较



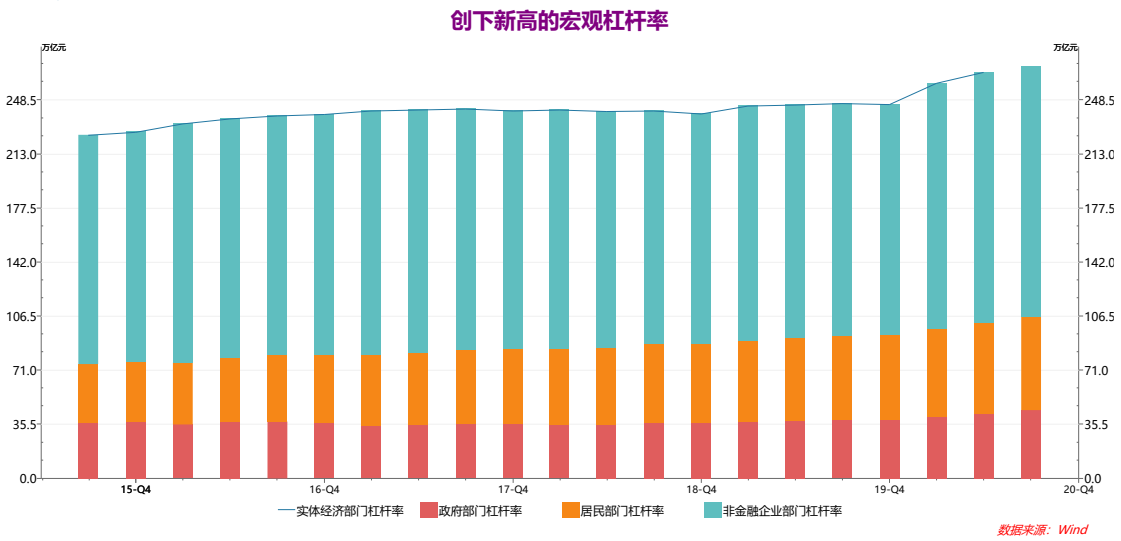
资料来源：银河期货研究所 WIND

我们还注意到，随着估值得提高，上市公司的重要股东减持股份的行为明显增多。数据显示，7 到 11 月，减持金额达到 3537 亿元，明显高于去年同期的 1948 亿元。今年上半年的减持额为 2424 亿元。

其次，管理层推进注册制改革，发展直接融资的决心十分坚定。考虑到我国证券市场依旧属于新兴加转轨模式，市场的承受压力有可能面临考验。

确实，发展直接融资，特别是发展股权直接融资是降低宏观杠杆率的需要，从宏观杠杆率看，2020 年三季度创下了历史新高，达到 270.1%，其中，非金融企业的杠杆率达到 164%，而去年同期为 152.5%。

图 10：创下新高的宏观杠杆率

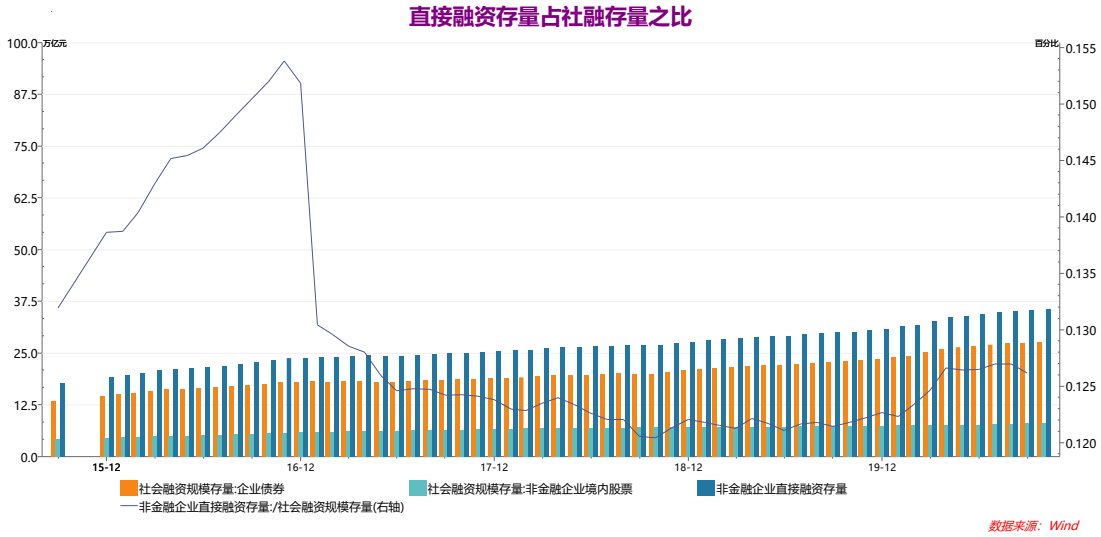


资料来源：银河期货研究所 WIND

党的十九届五中全会提出，全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重。这是“十四五”时期资本市场实现高质量发展的战略目标和重点任务。发展直接融资是资本市场的重要使命。近年来，我国资本市场改革发展明显加速，设立科创板并试点注册制成功落地，创业板、新三板等一批重大改革相继推出，对外开放持续深化，直接融资呈现加快发展的积极态势。

从数据看，非金企业直接融资存量占社融存量之比目前出现回升势头，尽管比重仅仅为 13%。其中，股票融资存量占比仅仅为 3%。

图 11：直接融资存量占社融存量之比

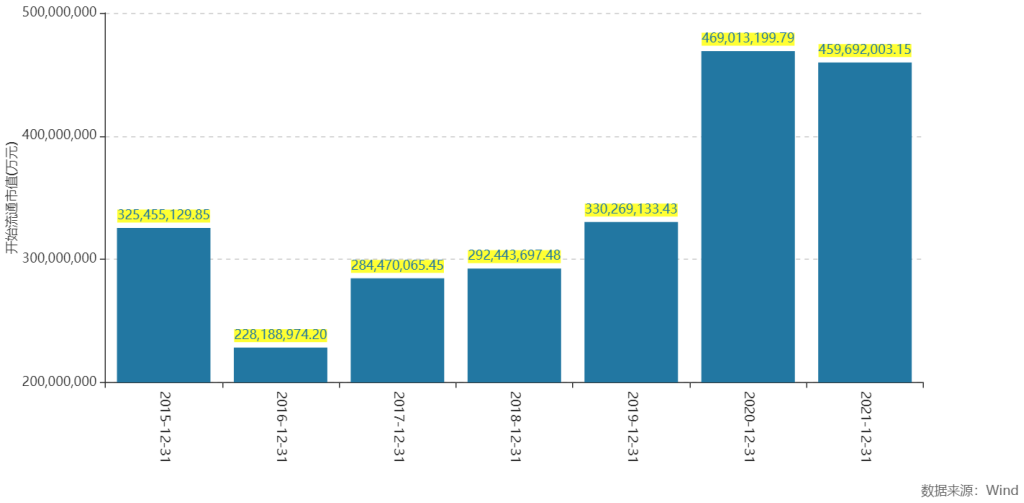


资料来源：银河期货研究所 WIND

我们注意到易主席的讲话，他指出，提高直接融资比重是服务创新驱动发展战略的迫切要求，是完善要素市场化配置的关键举措，是深化金融供给侧结构性改革的应有之义，是建设更高水平开放型经济新体制的重要途径。“十四五”时期是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一个五年。提高直接融资比重，对于深化金融供给侧结构性改革，加快构建新发展格局，实现更高质量、更有效率、更加公平、更可持续、更为安全的发展，具有十分重要意义。

2021 年直接融资加进一步加快。于此同时，限售股的减持压力依旧不轻。初步数据显示，2021 年的限售股减持市值约为 45969.2 万亿元，尽管略低于 2020 年的水平，但依旧处于历史高位。

图 12：年度限售股减持压力比较

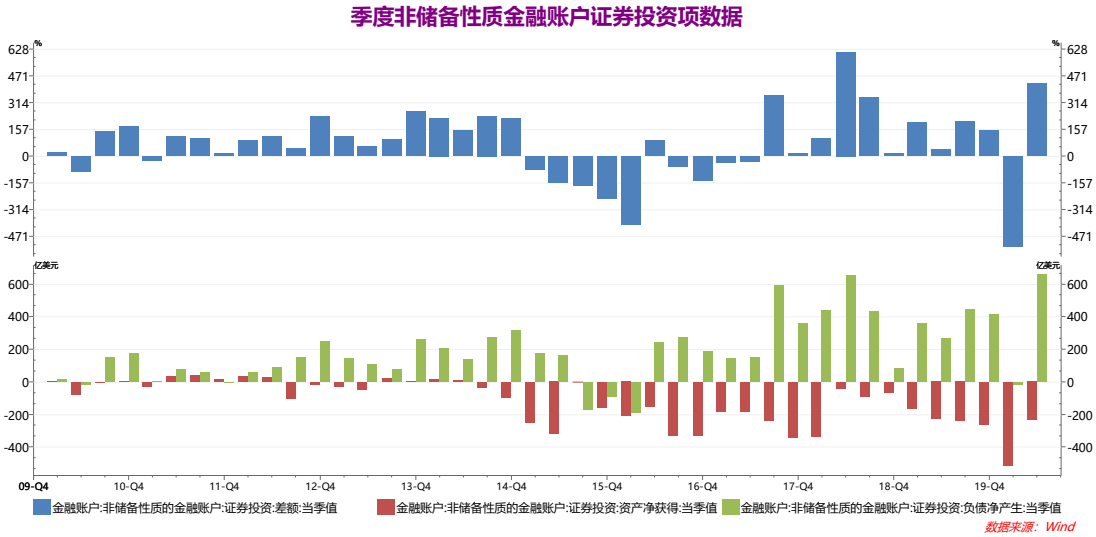


资料来源：银河期货研究所 WIND

第三，必须辩证地看待金融市场的开放。金融市场的开放必然会增加外资的流入，但是，开放式双向的，开放也意味着境内资金的流出。

我国国际收支数据显示，在证券投资项下，二季度出现大幅顺差，达到 424.26 亿美元，而前值逆差达到 531.91 亿美元，去年同期顺差 35.78 亿美元。顺差金额仅次于 2018 年二季度。

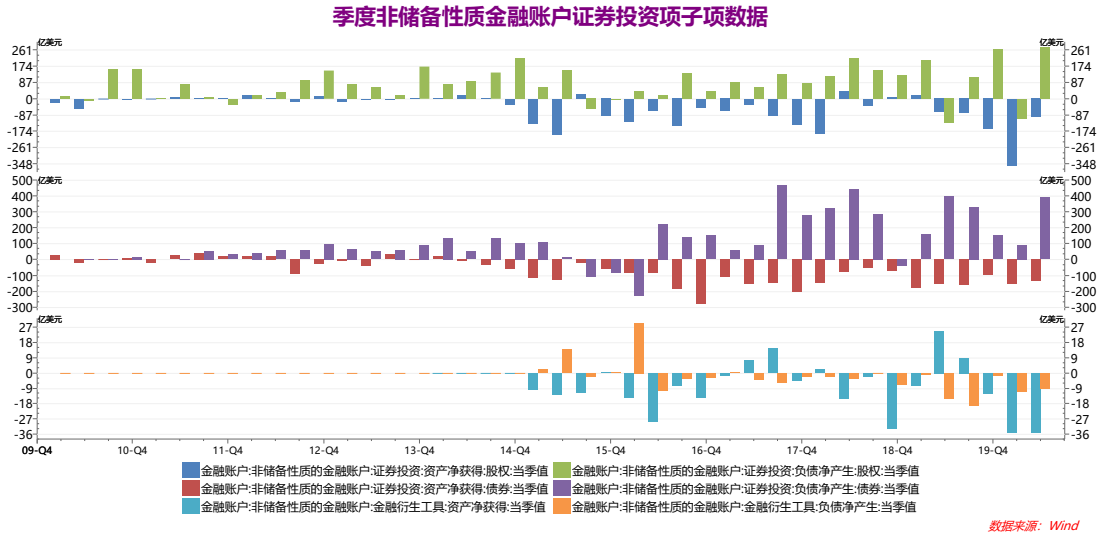
图 14：季度非储备性质金融账户证券投资项数据



资料来源：银河期货研究所 WIND

二季度无论是股权投资还是债券投资，均表现为资金的大量流入。在股票投资方面，资金流入了 273 亿美元，创下历史新高；在债券投资方面，资金流入了 387.13 亿美元。

图 15：季度非储备性质金融账户证券投资分项子项数据

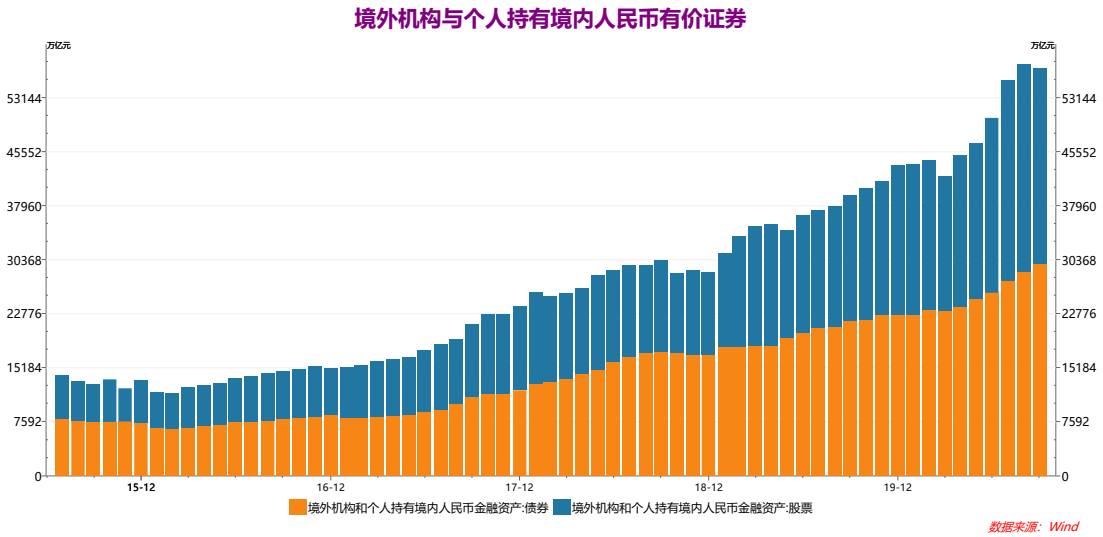


资料来源：银河期货研究所 WIND

从央行公布的存量数据看，二季度，境外机构和个人持有人民币资产，特别是

持有股票和债券资产增长明显。

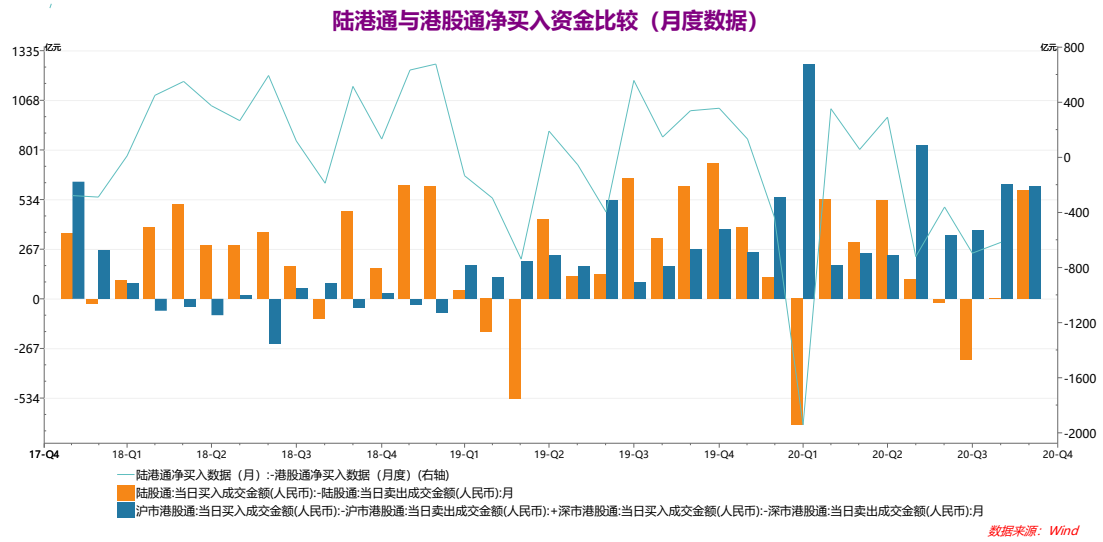
图 16：境外机构与个人持有境内人民币有价证券



资料来源：银河期货研究所 WIND

而从陆港通和港股通的数据看，实际上近年来，南下资金明显高于北上资金。

图 17：陆股通与港股通净买入资金比较（月度数据）

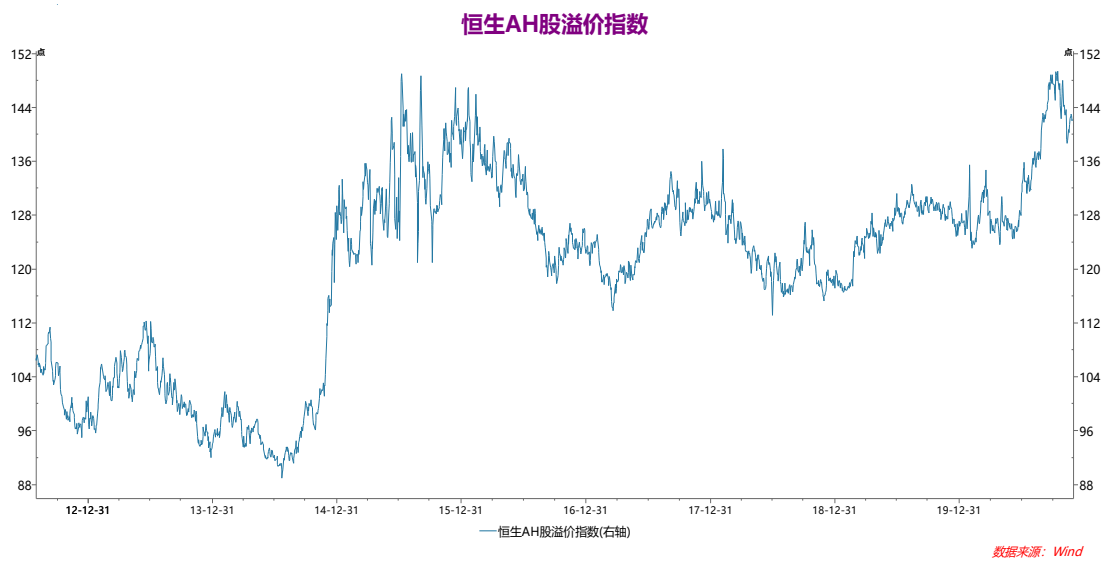


资料来源：银河期货研究所 WIND

在金融市场开放条件下，南下资金高于北上资金也并不是偶然的，境内外存在着巨大的差价是个非常重要的原因。

从反映了同一公司股票 A 股对 H 股的溢价程度的恒生 AH 股溢价指数看，恒生 AH 股溢价指数发布 2007 年 7 约 9 日报收的点位是 133.24 点，尽管该指数在 2010 后曾经跌破过 100 点，但近年来，该指数总体呈现再度回升之势头。在 2020 年 11 月底，该指数报 144.08，并在年内创下 149.37 点历史新高。而 2019 年底该指数为 127.12，2018 年底为 117.15 点。

图 18：恒生 AH 股溢价走势

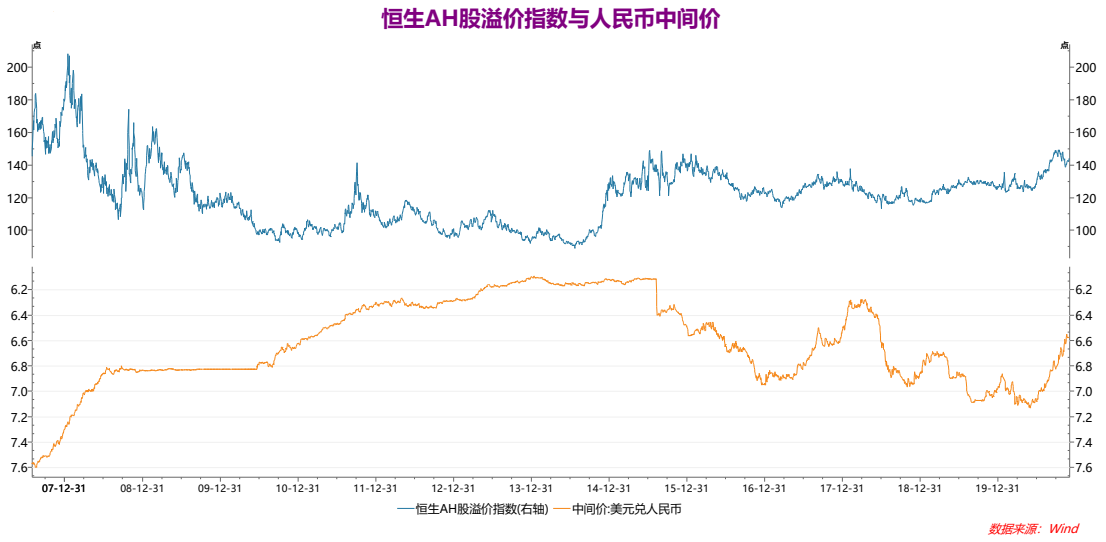


资料来源：银河期货研究所 WIND

数据显示，目前 103 只同时上市 AH 的股票中，全部 A 股均对 H 股具有溢价水平，其中，溢价率高于 30%有 95 只。

当然，溢价的增加确实有人民币升值的因素，也有在有管理的浮动制度下对人民币走势的额预期因素。

图 19：人民币中间价和 AH 股溢价



资料来源：银河期货研究所 WIND

我们注意到央行在其网站上发布了题为的工作论文——《A 股相对于 H 股和 ADR 价差分析》，文章认为，内地市场和境外市场存在着分割，分从微观、中观和宏观层面多类因素影响投资者估值，影响 AH 股和 A-ADR 溢价。这些因素包括宏观面的预期汇率和市场开放程度，中观面的市场情绪，微观面的股息率、流动性不足、投机动机和信息不对称等，其中，微观因素的重要性高于宏观与中观。文章建议发债机构投资者；合理设定境内外股票的股息率；发展机构投资者，降低投机动机；提升人民币汇率的市场化水平和稳定汇率预期；发展融资融券等加强 A 股市场规则向国际市场规则靠拢的措施，提升 A 股市场的国际化

程度。此文作为工作论文在央行网站上的发表显示出有关方面相当重视 A 股开放趋势下的 AH 股和 A-ADR 之间的溢价问题。

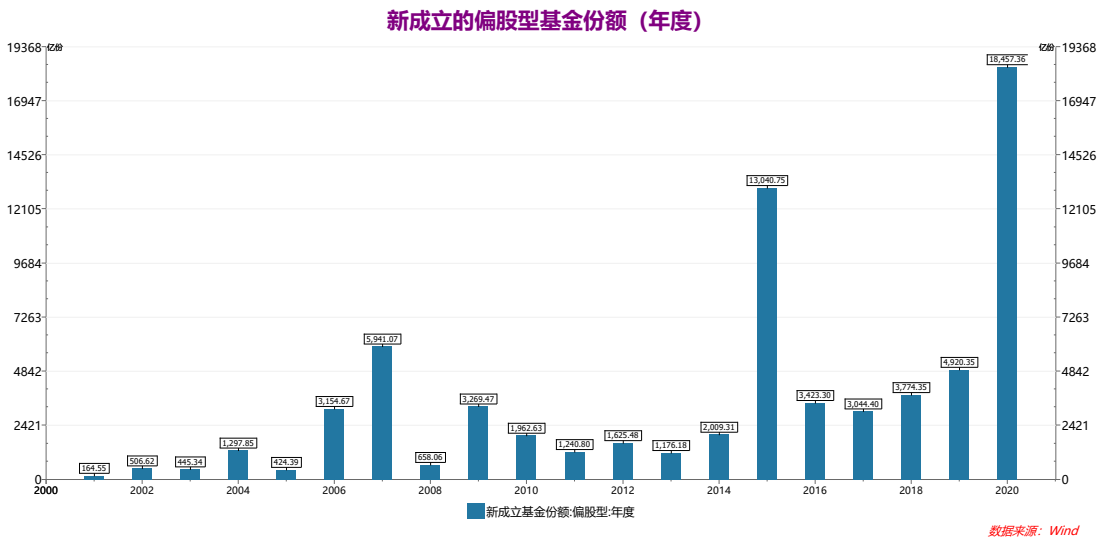
综上分析，我们认为 2021 年的权益市场宏观环境和前两年出现了一定程度上的不同，但是，我们认为政策面依旧对权益市场是支持的，因为一个健康向上的权益市场是有利于减缓经济下行压力的，是有利于物价、汇率等宏观变量稳定的，是有利于融资结构的改善和降低系统性风险的，也是有利于改善收入预期、增加财产性收入和提升消费水平和级别的。

我们也认同中国经济正在走出疫情的阴霾，首先在全球经济复苏。特别是明年上半年，由于基数的原因，无论是宏观数据还是上市公司的微观经营数据均将十分靓丽。但同时，我们也认为多年来形成的经济下行压力不会因为疫情的远去而烟消云散。

我们也注意到管理层近两年致力于权益市场的法制化、市场化、机构化和国际化建设取得了一定的成效。

以机构化为例，公募基金的发展相当惊人。截至到 2021 年 11 月，新成立的偏股型基金份额已经达到了 18457.36 亿份。

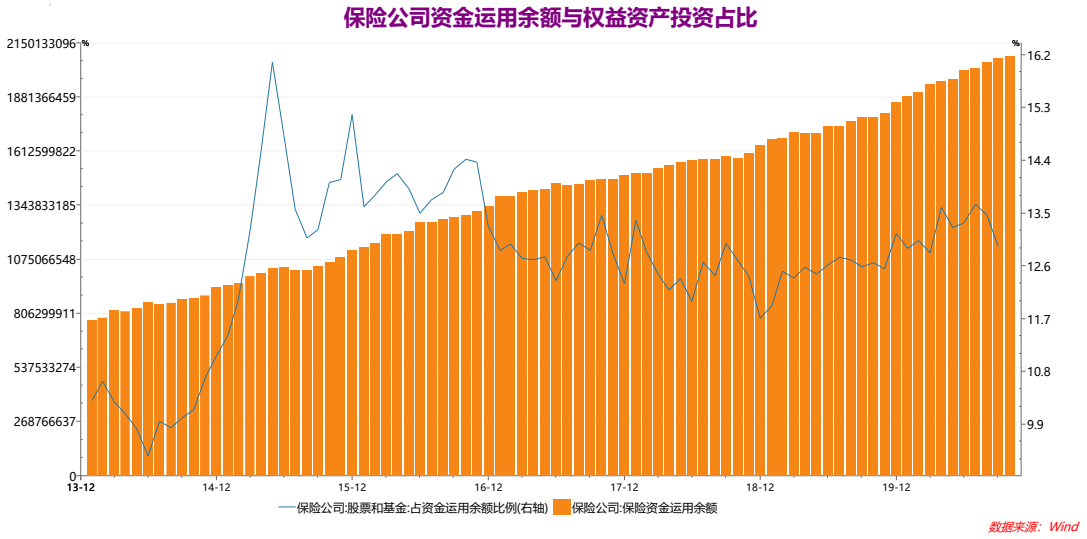
图 20：历年新成立的偏股型基金份额比较



资料来源：银河期货研究所 WIND

保险公司作为稳健的中长期投资者，对股票和基金等权益资产的投资也在不断提高，经过前几年下跌后，在资金余额不断提高的背景下，保险资金余额对股票和基金等权益资产的投资又回到了 13%以上的水平。

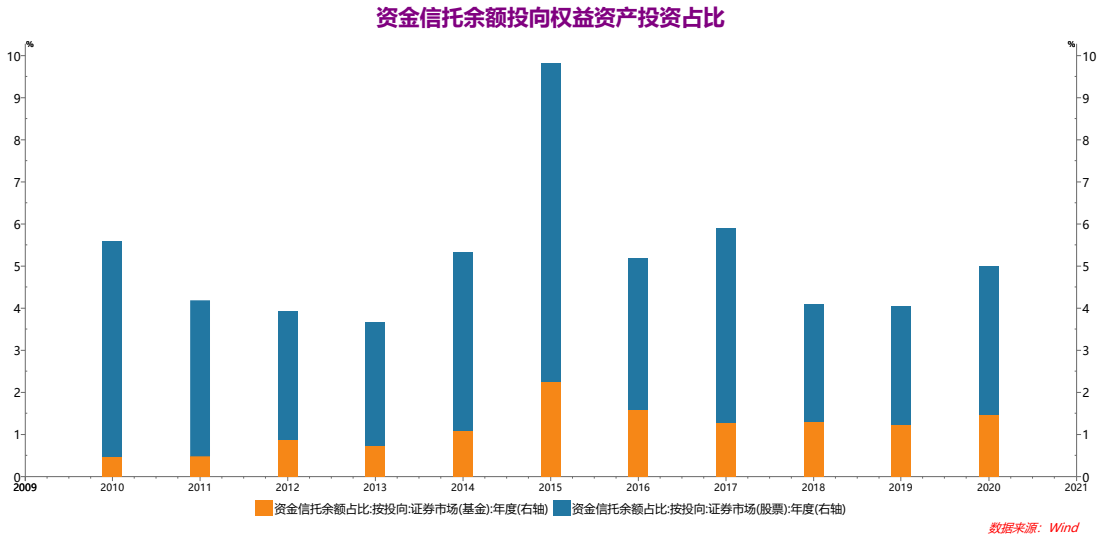
图 21：保险公司资金运用余额与权益资产投资占比



资料来源：银河期货研究所 WIND

甚至是经过前几年的整顿和清理后的是信托资金，也出现了恢复性的增长。

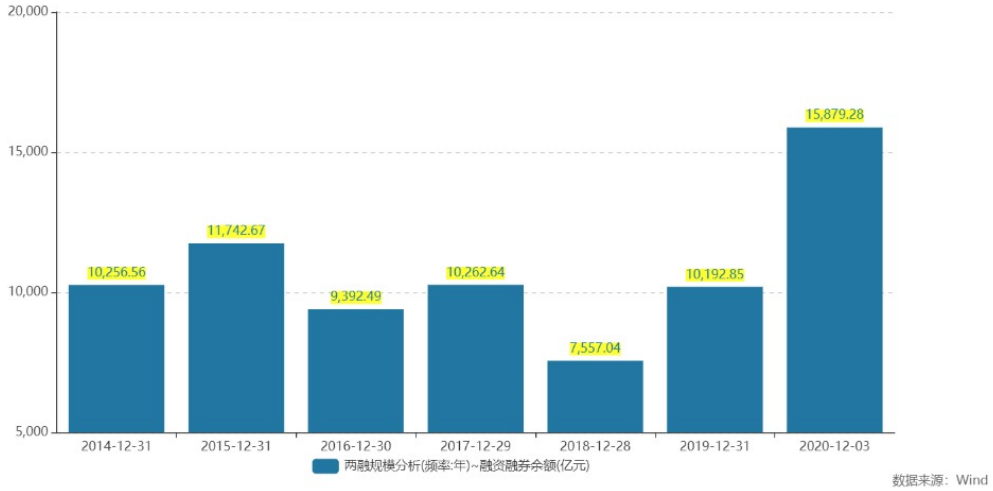
图 22：资金信托余额投向权益资产的比重



资料来源：银河期货研究所 WIND

从融资融券看，融资融券余额随着市值的提升也创下了历史新高。

图 23：历年融资融券余额比较



资料来源：银河期货研究所 WIND

但是，同时，我们认为在新的形势下，市场上行的推动力将由资金推动为主逐步转化为创新驱动和改革驱动。

我们认为新的创新动力主要两个方面。一个方面是供给侧改革。另一个方面是“双循环”

供给侧改革依旧是创新动力的源泉。特别是经济下行压力的雾霾还没有去除，或者又面临着新一轮经济和金融开放的情况下，行业、或者细分行业中龙头企业面临着行业整合的机遇，有望进一步做大做强。因此，紧紧把握住行业、细分行业的龙头是把握结构性机会的一个利器。相关研究显示，按照自由流通市值的口径，前 20%的公司市值从 2017 年占 A 股的 40%提高到现在的 60%，而美国这一比率超过了 80%，我国市场的集中度依旧又很大的提升空间。

新的金融供给侧改革也是供给侧改革的一个重要方面。我们认为券商目前的估值已经不低。如中信证券和中信建投的总市值已经和高盛相当，但券商股相对强势的理由在哪里呢？众所周知，根据中央的部署，中国资本市场面临着对外开放，中国的金融服务业面临着开放，但资本市场和金融服务业的对外开放是对外开放中的一个难点和攻坚点，要有充分的准备，准备不足，容易引发系统性金融风险，因为国内长期受到保护的金融服务业国际竞争能力普遍不足，国内 130 多家券商资产规模难以和高盛等国际大行相竞争，而且服务单一、客户质量不佳、竞争手段单一，低水平、同质化竞争严重，经纪业务收入依赖于佣金，所谓的投行业务主要依赖于承销业务，和真正意义上的投资银行的含义相距甚远。因此通

过金融供给侧改革，整合国内证券公司，培育出具有国际竞争能力的证券公司或者是金融集团成为当务之急。同时，由于长期以来，处于风险管理的考虑，金融业基本处于是分业经营的，但这已不符合金融深化的趋势，也和国际上大型金融公司混业经营的发展趋势是背道而驰的。组建和境外大型金融集团或投资银行可以相匹敌的金融集团和投资银行变成为了当务之急。

“双循环”是改革与创新新动力另一个重要来源。我们认为“双循环”是相对于长期以来实施的以“两头在外，大进大出”的所谓国际大循环提出来的，因此，“双循环”主要还是要解决“两头”问题。

从上游看，主要是解决粮食、资源和能源安全问题，从中游看主要是晚上先进制造业问题，从下游看主要是解决市场问题。

从权益市场看，上游方面主要反射到主要是农产品、粮食生产、新能源的开放、西部资源的开发等领域和板块。

从中游看，主要通过补短板和锻长板，推动产业链的稳定的特征，发展先进制造业和战略性新型产业。如芯片、半导体、AI 技术、机器人技术等。

从下游看，主要是内需和市场问题。但我们认为不仅仅局限于消费。我们认为，消费水平的提升需要收入的提升，而收入的提升依赖于收入制度的改革和收入的分配，推动城市化建设，改革目前的教育制度、医疗制度、养老保险制度，改善人们的收入预期，是提升消费的基础。因此，相关板块和行业也会收益。

习近平在 824 座谈会上的讲话中明确指出：“十四五”时期如何适应社会结构、

社会关系、社会行为方式、社会心理等深刻变化，实现更加充分、更高质量的就业，健全全覆盖、可持续的社保体系，强化公共卫生和疾控体系，促进人口长期均衡发展，加强社会治理，化解社会矛盾，维护社会稳定，都需要认真研究并作出工作部署。”这一论述需要我们深刻领会的。

我们还认为，市场动能从资金推动到制度创新的切换是一个过程，在这一个过程中往往是以市场的整固和调整的形式完成和实现的，而这一过程正是给市场、特别是机构投资者调整持仓结构和资产结构的一个机会，在新形势下，市场将更多地表现出结构性机会和波段性的特点。

我们认为，在市场震荡有望加强、结构性和波段性将更加突出的背景下，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 初稿于 20201204）

免责声明

期货市场风险莫测，交易务请谨慎从事

本报告的著作权属于银河期货有限公司。未经银河期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为银河期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告基于银河期货有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但银河期货有限公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且银河期货有限公司不保证所这些信息不会发生任何变更。

本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用,不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，银河期货有限公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与银河期货有限公司及本报告作者无关。

若有任何疑问，欢迎咨询!

联系人:万一菁 投资咨询从业证书号:Z0014329 E-mail:wanyijing_qh@chinastock.com.cn