疲态初露，市场可能进入了粘着状态

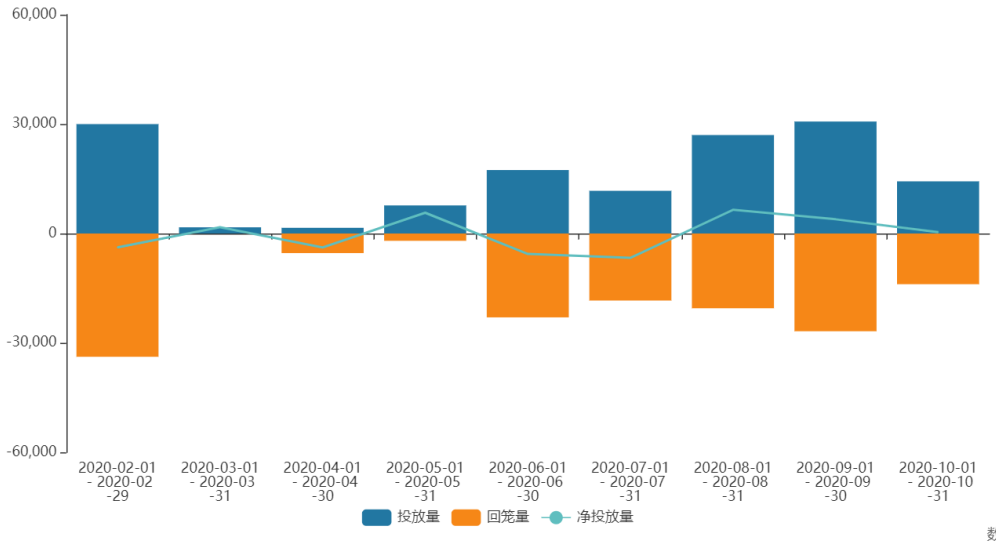
——11 月权益市场宏观环境分析

10 月，中证 500 指数下跌了 1.31%，沪深 300 指数、上证 50 指数尽管出现了不同程度的小幅上涨，但是，从形态看，已经初露疲态，上攻明显乏力。

市场之所以出现疲态，正如我们在《10 月权益市场宏观运行环境分析》论述的那样，由资金推动的动能出现了动力边际减少的情形，而新的动能，即改革与制度创新正在酝酿之中。

从 10 月的资金面看，确实出现了动力边际减少的情形。从央行的公开操作力度看，10 月出现了减少，净投放量不及前几个月。

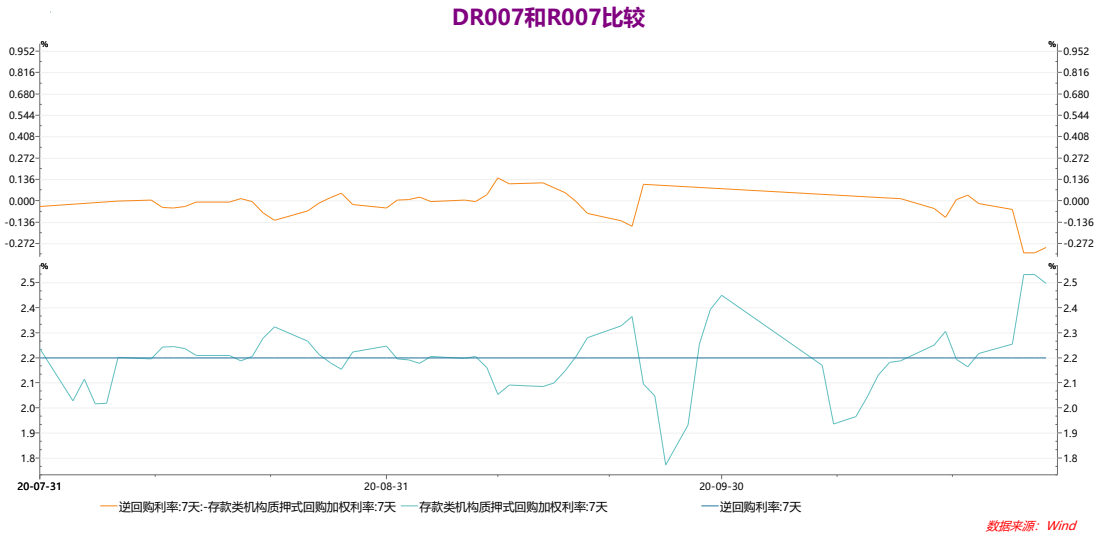
图 1：月度央行公开操作情况



数据来源：Wind

代表市场流动性指标的 DR007 和 R007 出现的了持续倒挂的情形，但流动性分层有所改善。

图 2：倒挂的 DR007 和 R007

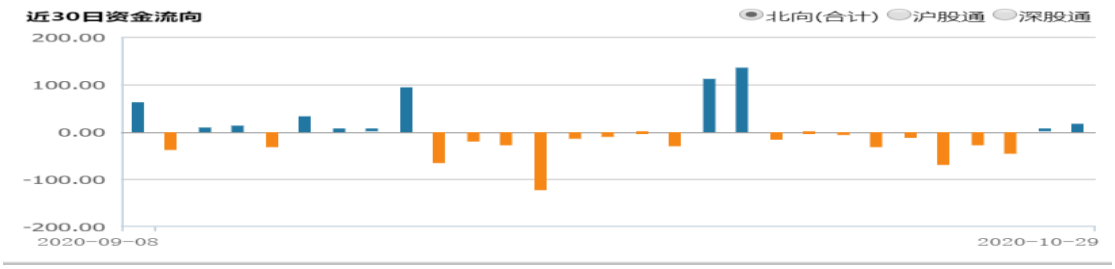


在人民币升值的大背景下，北上资金反而出现了减少。

图 3：北上资金边际减少

北向（截止：2020-10-29） CNY

	合计	沪股通	深股通
最新	17.86	9.55	8.32
本周合计	-26.64	-18.97	-7.67
本月合计	56.96	23.28	33.68
本年合计	994.38	101.82	892.56
近3月	-296.16	-332.48	36.32
近6月	640.77	41.75	599.02
开通以来	10,929.14	5,434.93	5,494.21

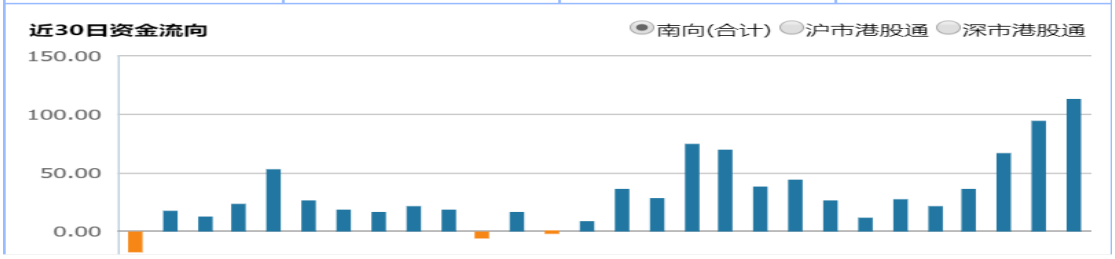


而于此相反，南下资金却出现了持续增加的态势。

图 4：南下资金持续增加

南向（截止：2020-10-29） HKD CNY

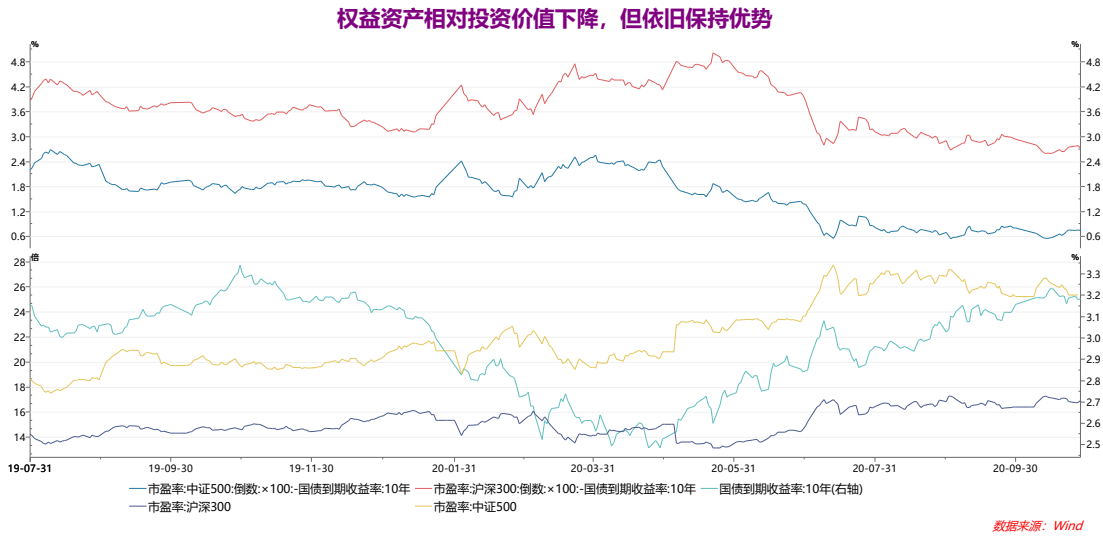
	合计	沪市港股通	深市港股通
最新	113.14	70.77	42.37
本周合计	274.60	185.10	89.50
本月合计	650.37	385.56	264.81
本年合计	5,356.98	2,764.50	2,592.48
近3月	1,567.50	638.92	928.58
近6月	2,879.09	1,091.98	1,787.11
开通以来	15,939.76	10,454.99	5,484.77



从央行行长易纲近期的讲话看，重提了“总闸门”，重申了正常的货币政策，特别提到了向上倾斜的政策的债券收益率，尽管这并不意味着货币政策的收紧，因为他还谈到了保持宏观杠杆率的稳定等，但是货币政策继续宽松的余地已经不大。特别是他提到的向上倾斜的、正常的债券收益率，意味着长期债券收益率有升高的趋向，这对权益市场的估值可能有一定的冲击。

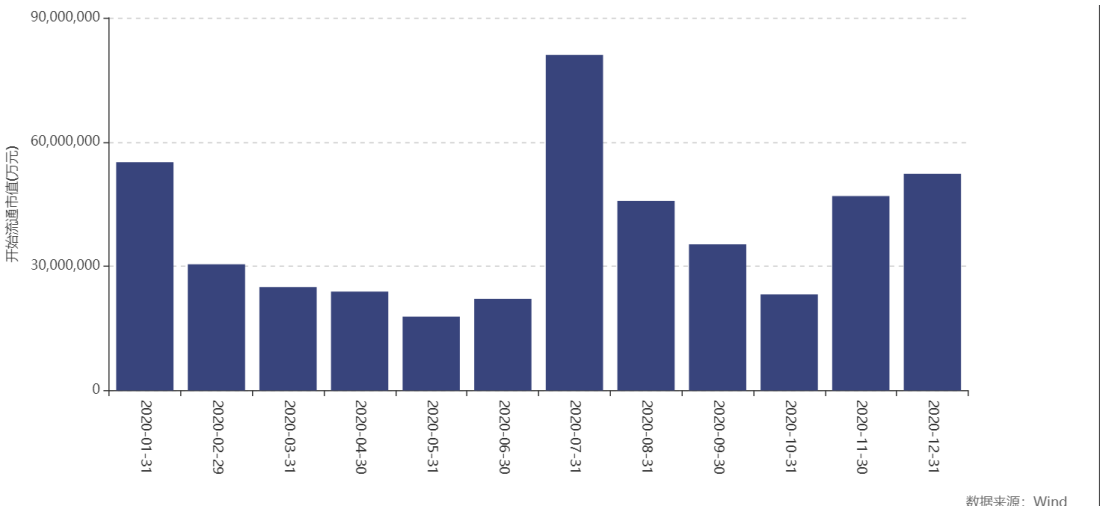
从目前的股债估值比较看，尽管股票的估值依旧对债券有优势，但也必须看到，这一优势正在减少。

图 5：权益资产与债券资产估值比较



同时，今年的最后两个月，又进入了限售股减持的高峰期，对资金面也会带来一定的影响。

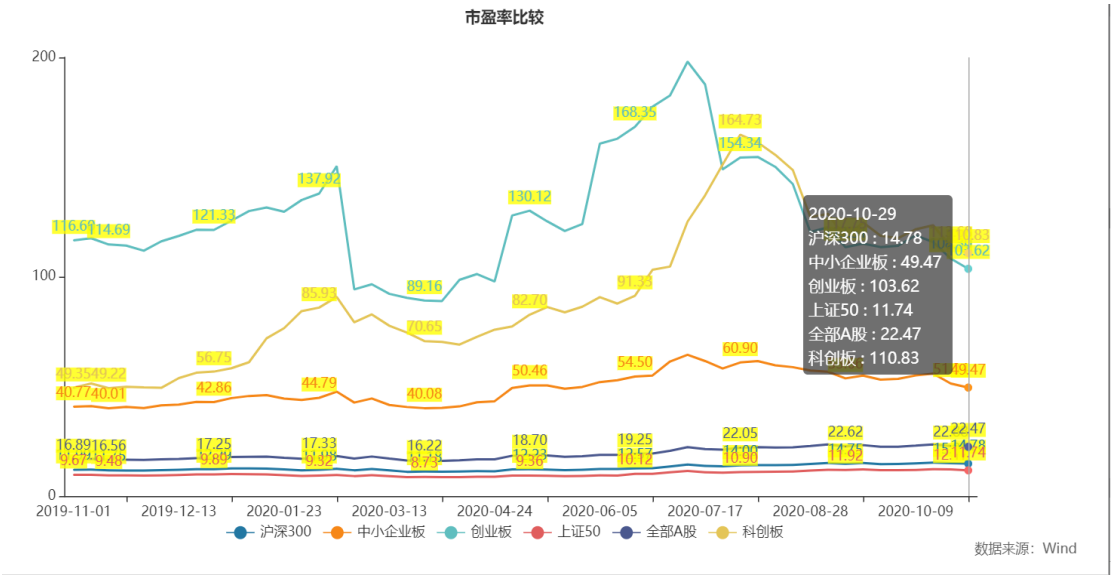
图 6：月度限售股减持情况



综上分析，市场依赖资金推动的动力出现了边际衰减。但是。另一方面，政策面依旧利好权益市场，权益市场在稳定和降低宏观杠杆率、稳定国际收支和汇率、增加财产性收入和增加消费方面具有非常明显的作用。

同时，分化的市盈率水平决定了调整的幅度不会过大。权重占比比较高的银行等股平均 PE 低于 10 倍，上证 50 和沪深 300 指数的平均市盈率也刚过 10 倍。

图 7：分化的 PE 水平

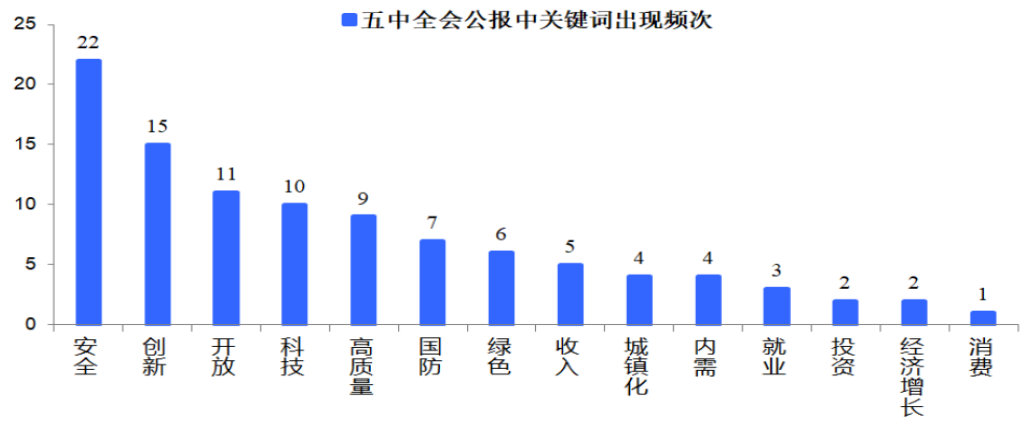


分化的市盈率水平也决定了 11 月或者以后几月的行情可能是以结构性行情为主。很可能出现指数调整，但个股依旧有不少的机会。

在结构性行情方面，我们依旧认为可以从以下三个方面进行把握：一是供给侧改革的机会。在经济景气度下降的背景下，行业龙头、细分行业龙头将承担起行业整合的责任，在整合中有做大做强的机会；二是金融开放条件下的金融供给侧改革机会，为了应对境外大型金融机构的挑战，国内金融机构面临着整合的机会；三是“双循环”下的机会，主要体现在上游的粮食和能源安全，中游的先进制造业，下游的广义消费，包括医疗、教育卫生、养老、城市化等；四是根据“十四五”计划进行布局。也许我们可以从五中全会公

报中的关键词出现频次找到一定的启示。

图 8：五中全会公报中的关键词出现频次



总之，我们认为近来以资金对权益市场的推动力已经出现了趋势性的衰退，市场呼唤新的上涨动力，这一动力就是改革和制度创新。市场很可能进入指数调整而个股活跃的新态势，并更多地表现出结构性行情。

我们认为，针对权益市场的结构性和波段性特点，利用股指期货和期权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 20201030）

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