从资金驱动向改革与创新驱动切换中的结构性行情

——十月权益市场宏观运行环境研究

内容提要：

九月市场调整的主要原因在于市场动能开始出现了切换的势头。我们认为，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。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。

正如我们在《九月权益市场宏观运行环境研究》中分析的那样，九月的权益市场出现了调整，截至到 9 月 25 日，沪深 300 指数、上证 50 指数和中证 500 指数分别下跌了 5.11%，3.41%和 6.47%，尽管离开月底还有几个交易日，但考虑到长假因素，9 月的调整态势已经基本成为定局。

从调整的原因来看，正如我们在《九月权益市场宏观运行环境研究》分析的那样有很多，如中美关系的稳定，境外市场的影响，长假效应等。但是。我们认

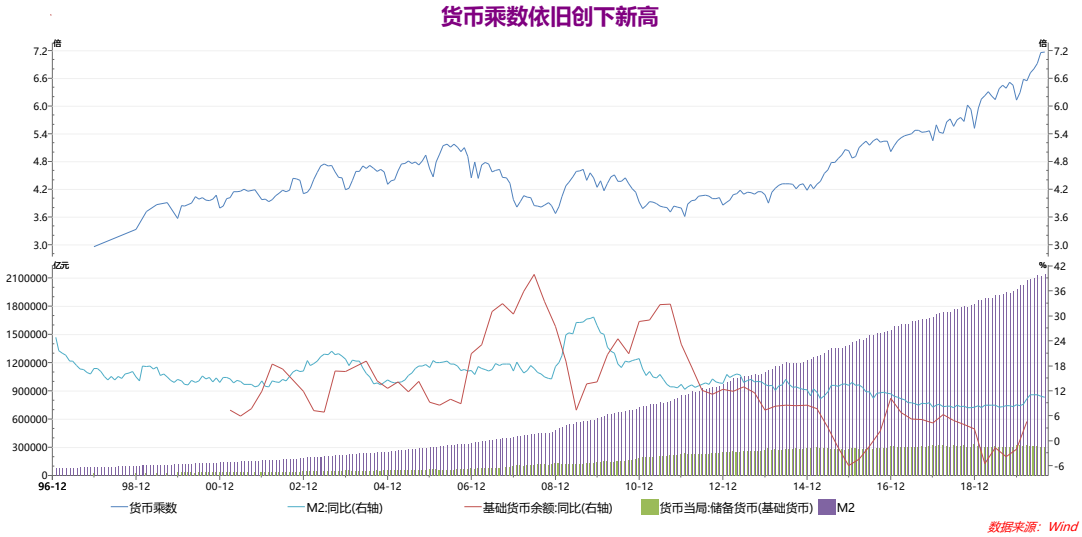
为在新形势下，市场面临着从资金驱动向改革与制度创新的切换中，这一切换的过程往往是通过震荡与调整完成的。

为了应对疫情，今年年初以来的宏观政策实施了“两个更加”的政策，即更加灵活适度的货币政策和更加积极有为的财政政策，目前，因疫情带来的经济与社会生活已经基本得到恢复，尽管经济下行的压力依旧存在，但宏观政策面临着调整和边际收紧。

首先，从 1 到 8 月新增社融规模和人民币贷款规模分别已经达到 26.1 万亿元和 14.8 亿元，而易纲行长在陆家嘴论坛实上透露的今年社融规模和人民币贷款规模目标分别为新增 30 万亿和 20 万亿的目标，接下来的第四季度，新增空间显然不及前三个季度，特别是不及上半年。

第二，面临着新的形势，宏观货币政策面临着“两难”的处境，即一方面货币乘数创下新高，金融风险在积聚

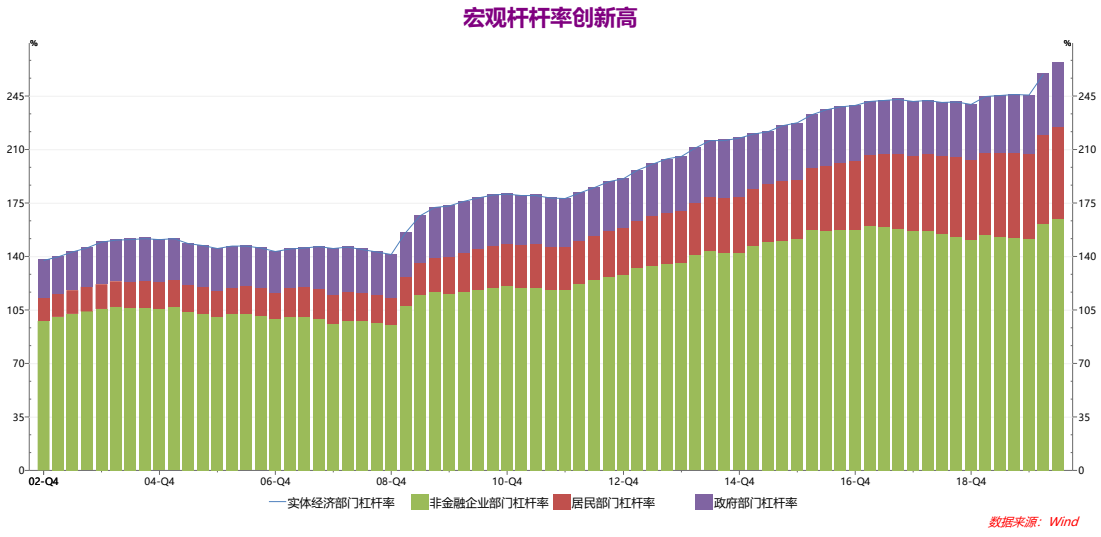
图 1： 屡创新高的货币乘数



资料来源：银河期货研究所 WIND

货币乘数是一切杠杆的基础，随着货币乘数创新高，宏观杠杆率也创下新高，加上今年央行要求银行加大对企业的房贷，金融风险在积聚。

图 2：不断创下新高的宏观杠杆率

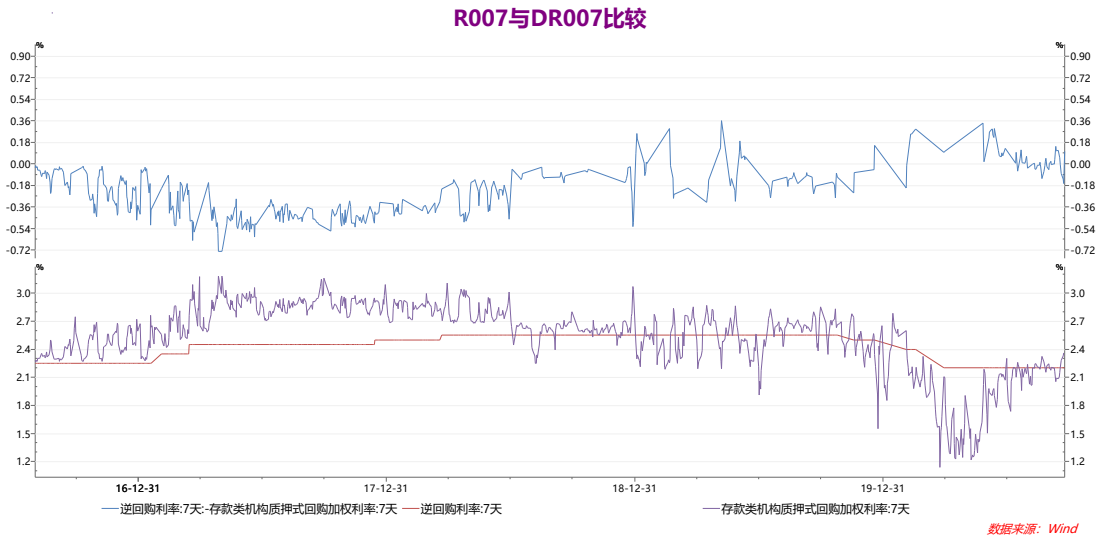


资料来源：银河期货研究所 WIND

但另一方面超储率创下新低，尽管 9 月央行加大了公开市场操作力度，但银

行间的流动性紧张，具体表现为利率水平的回升。如表现为 DR007 走高，并在部分时间高于 R007，形成倒挂关系。

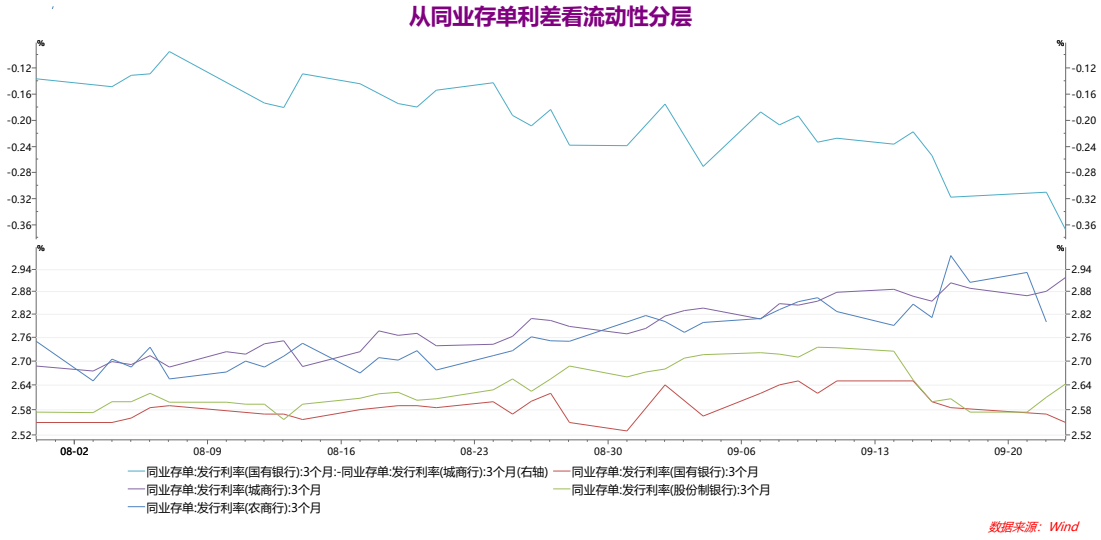
图 3：R007 与 DR007 比较



资料来源：银河期货研究所 WIND

而且，由于央行对资产端的扩张主要通过公开市场操作进行的，因此，在流动性方面还表现出流动性分层，具体表现在同业存单的发行利率国有银行和其他银行，特别是城商行间的负利差扩大。

图 4：从同业存单利差看流动性分层

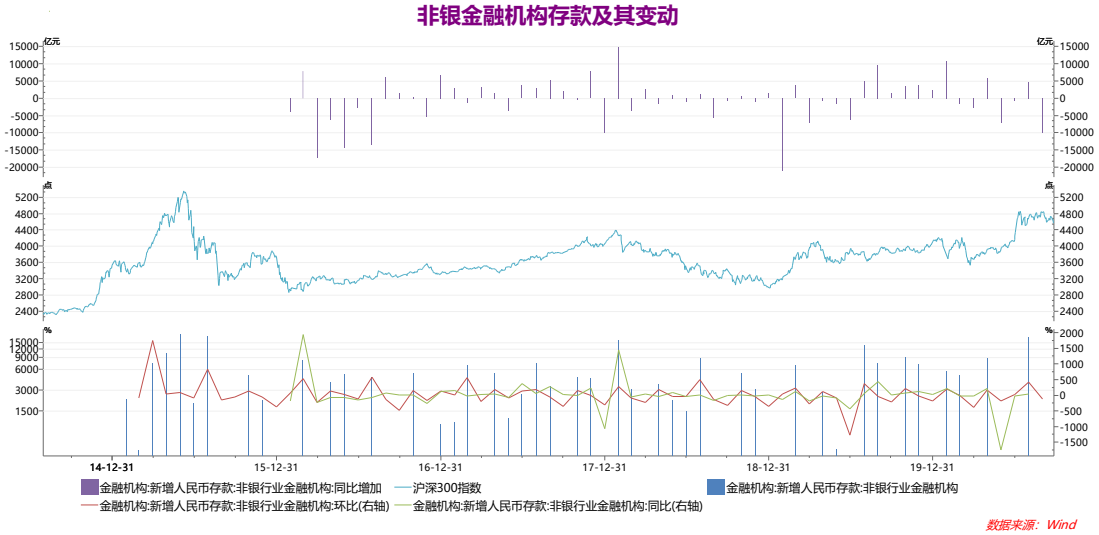


资料来源：银河期货研究所 WIND

而从央行对利率的管理来看，央行在《二季度货币政策执行报告》中分析了低利率的弊病，央行近期没有调整 MLF 利率，也没有调整 LPR 利率，央行在近期出刊的《中国货币政策执行报告增刊——有序推进贷款市场报价改革》一文中明确将 LPR 最为贷款的基准利率，但央行已经连续五个月没有调整 MLF 和 LPR 利率，在流动性分层、资金存在空转、政府债券发行加快的情况下，调整利率可能性减少，央行将继续保持利率稳定。

就权益市场等证券市场看，非银金融机构的存款这一数据更加明显，我们注意到 8 月这一数据出现了大幅下降，和 7 月形成了鲜明的对比。而回顾历史，非银金融机构的存款数据的变动和股市的涨跌的关系是相辅相成的。我们认为，在今年接下来的几个月中，非银金融机构的存款的数据再要重现 7 月的盛况之概率比较小。及尽管 M1 和 M2 在接下来几个月会有继续回升的可能，但回升的主要动力可能来自于翘尾因素和积极有为财政政策下的财政存款的减少等因素。

图 5：非银金融机构存款及其变动

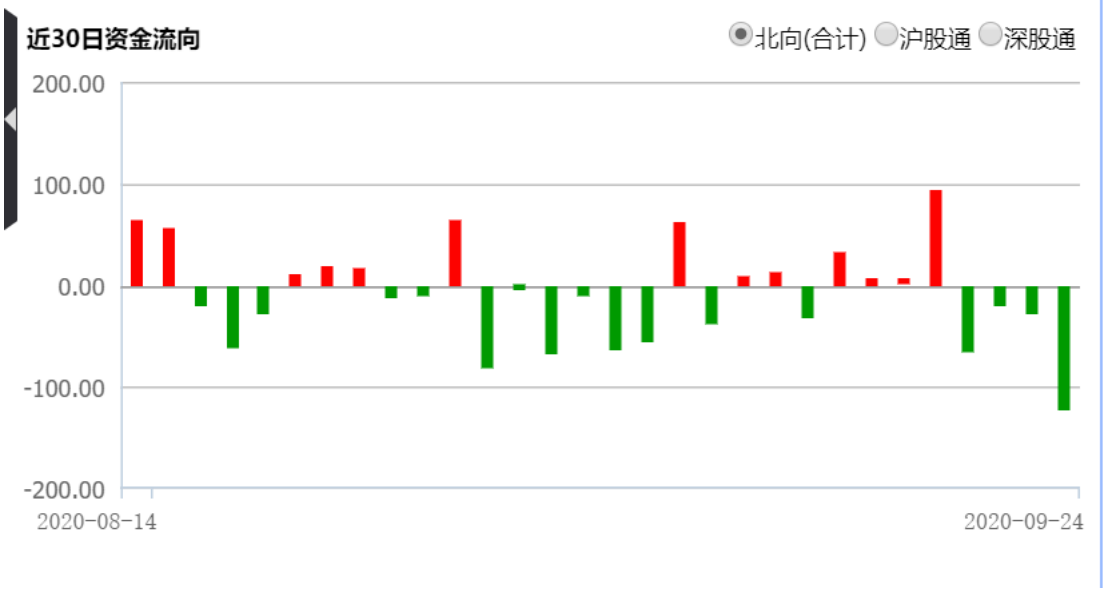


资料来源：银河期货研究所 WIND

从沪港通数据看，可能进入了一个相对稳定的时期。我们注意到在人民币汇率大幅升值的 9 月，沪港通的北上资金并没有出现明显的增加。相反，境外市场的波动却引起了北上资金的回流，而人民币汇率将继续维持双向波动的格局，尽管波动的幅度存在着拓宽的可能性，但“人既无贬基，也无升基”。对此，笔者已经在汇率系列研究文章中进行过详细的分析。

图 6：陆港通下北上资金情况

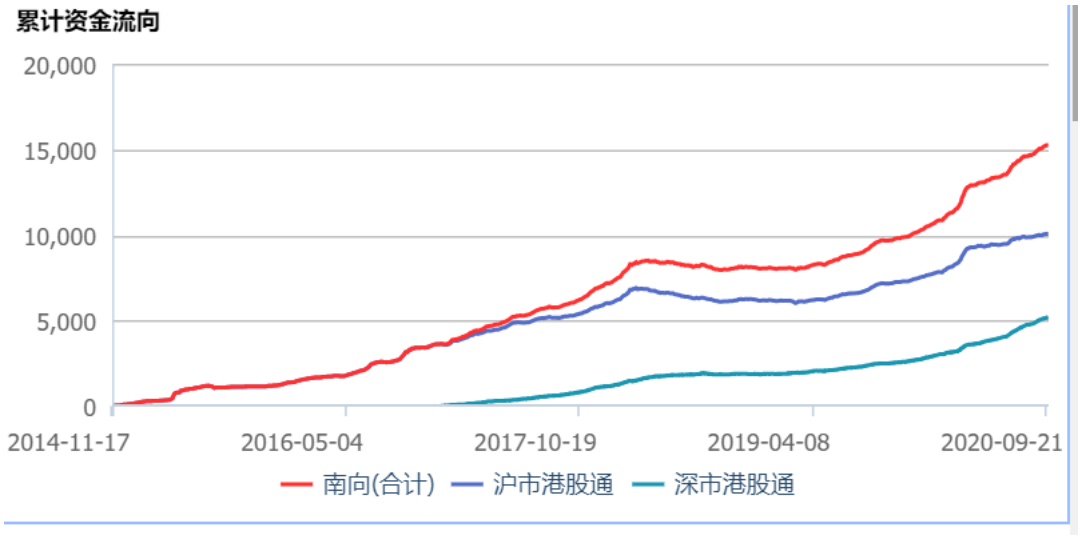
北向（截止：2020-09-24）			CNY
	合计	沪股通	深股通
最新	-121.68	-58.89	-62.79
本周合计	-234.18	-118.20	-115.98
本月合计	-274.05	-219.45	-54.59
本年合计	991.10	140.99	850.11
近3月	-186.32	-244.21	57.90
近6月	1,270.79	380.95	889.84
开通以来	10,925.87	5,474.10	5,451.77



资料来源：银河期货研究所 WIND

相反，港股通下，南下的资金却出现了增长的势头。特别是在深市港股通下，南下资金增长明显。

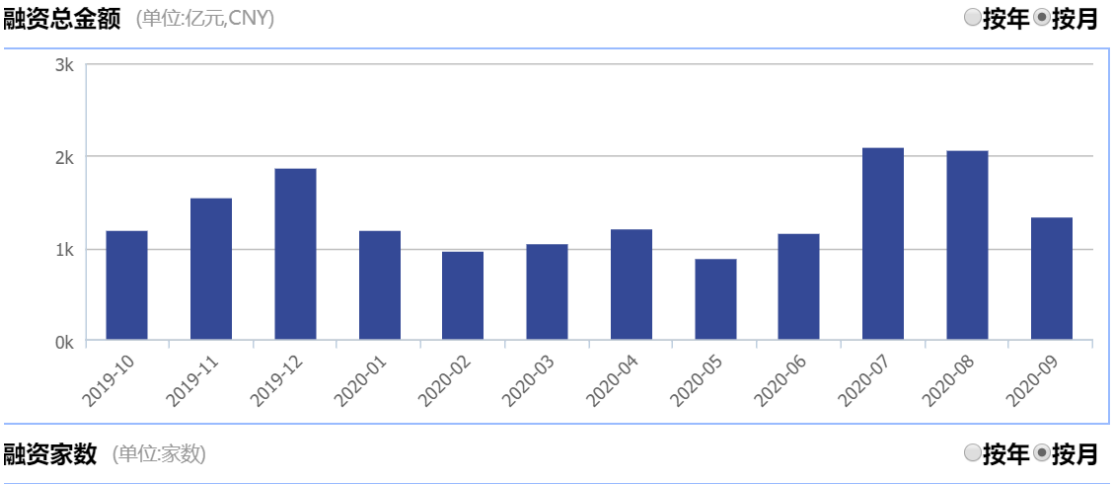
图 7：港股通下资金南下情况



资料来源：银河期货研究所 WIND

而另一方面，股权融资正在加快，特别是深市创业板改革后，产生了部分资金虹吸现象，对全主板市场等资金构成一定的分离作用。

图 8：月度融资总金额情况

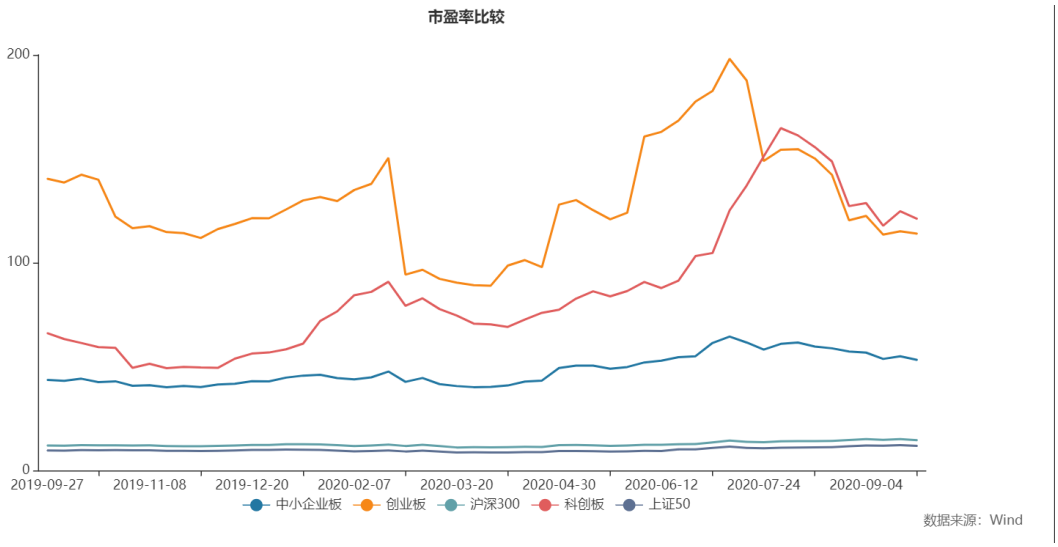


资料来源：银河期货研究所 WIND

综上分析，总体来看，今年以来，以宽松货币政策为基础的以资金驱动的强势市场出现了谈出的趋势。

而另一方面，市场的总体估值水平确实出现了一定的提升，特别是市场中热点板块，如科创板、创业板等。创业板的市盈率达到 140 倍，科创板和中小板的市盈率也分别达到 44 倍和 66 倍左右。当然沪深 300 和上证 50 的平均市盈率依旧在 12 倍和 9 倍左右。

图 9：市盈率比较

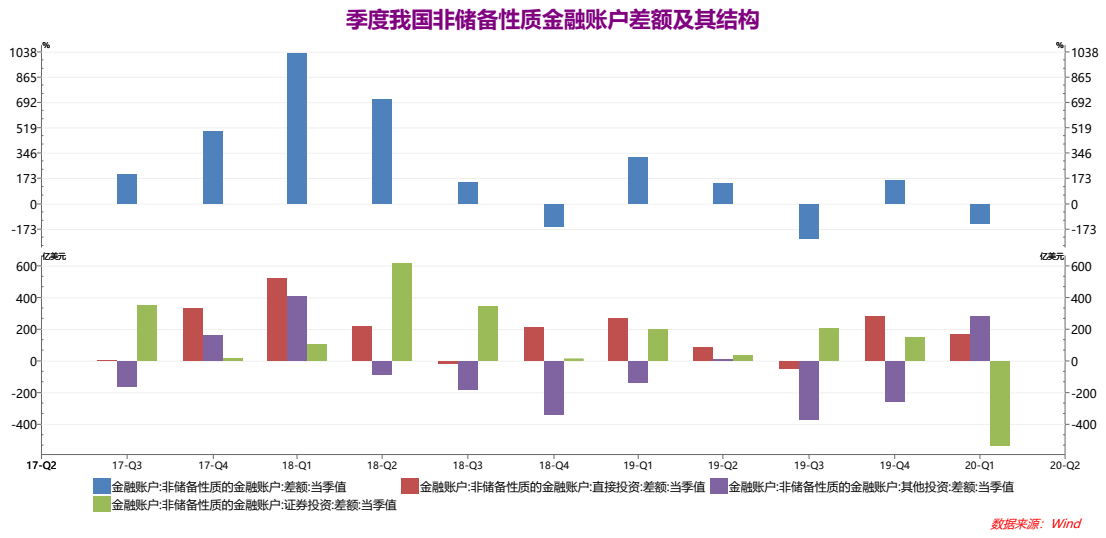


资料来源：银河期货研究所 WIND

因此，市场近期出现的调整和整固并不偶然，但是，我们依旧认为市场出现的调整是强势市场的调整，调整是为了更稳健的上涨，尽管这一调整可能还有个过程，也难以预测会马上结束。因为我们依旧认为政策面是最主要的基本面，管理层对发展和开放资本市场非常重视，我们注意到最近召开的国务院常务会议特别谈到了资本市场。我们在前期系列报告中也一再强调，一个健康的权益市场，不仅有利于投资，也利于增强财产性收入，增强跨期收入预期，从而推动消费，这在目前强调内循环为主、内外循环相互促进的政策背景下更为重要。有利于改善我国融资结构、降低宏观杠杆率，同时降低系统性经济风险。发展权益市场也有

利于稳定物价、国际收支、汇率和物价，特别是当我国非储备性质金融账户中直接投资顺差出现趋势性下降的背景下，证券投资的顺差对稳定国际收支和汇率的作用大大提升。

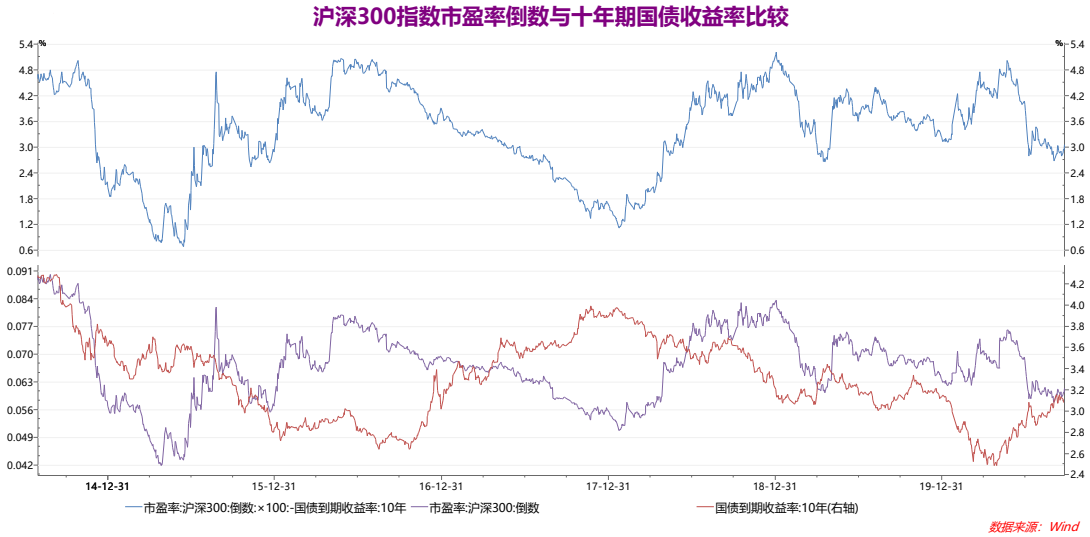
图 11：季度我国非储备性质金融账户差额及其结构



资料来源：银河期货研究所 WIND

从股市和债市的投资价值比较看，股市的投资价值依旧相对较高，沪深 300 指数市盈率倒数与十年期国债收益率的差值依旧达到 3%左右。

图 12：股债相对投资价值比较



资料来源：银河期货研究所 WIND

而且从权重较高的银行股看，今年以来涨幅并不是十分出众，市盈率相对比较低，目前的平均市盈率不到 6 倍，因此市场要出现比较大的调整的可能性也不是很大。以时间换空间的概率相对比较大。

那么，在资金驱动下降和谈出的情况下，支持权益市场继续走强的新动力在哪里呢？我们认为，这个新动力在于形势下的改革与创新。

具体来讲，主要来自于两个方面。一个方面是在金融开放条件下的供给侧改革。

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。

从市场看，市场对此已经表现出比较明显的预期，特别是近期国联证券对国金证券的吸收并购，强化了这一预期。

图 13：市场传闻中基于同一股东的券商重组预期（仅供参考）

券商合并预期名单一览

逻辑：媒体报道“中信系”班底坐镇的国联证券正谋划合并国金证券，券商合并预期再起，可关注有合并预期的券商。

分类	股票简称	实控人/控股股东	总市值(亿元)
中信系	中信证券	中信集团	3394
	中信建投	北京国资委	3994
汇金系	申万宏源	中央汇金投资有限责任公司	1357
	中国银河	中央汇金投资有限责任公司	1304
	中金公司	中央汇金投资有限责任公司	792亿港币
上海系	海通证券	-	1909
	国泰君安	上海国际集团有限公司	1675
	东方证券	中能(集团)有限公司	782
	上海证券	上海国资委	未上市
浙江系	浙商证券	浙江省交通投资集团有限公司	556
	财通证券	浙江省财政厅	514
安徽系	国元证券	安徽国资委	341
	华安证券	安徽国资委	305
北京系	第一创业	北京首都创业集团有限公司	441
	首创证券	北京首都创业集团有限公司	未上市
江苏系	华泰证券	江苏国资委	1922
	东吴证券	苏州国资委	397
	南京证券	南京国资委	473
广东系	招商证券	招商局	1909
	国信证券	深圳国资委	1319

资料来源：网络

改革与创新新动力的另一个来源便是“双循环”。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。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 20200925）

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