在整固中继续保持相对强势

——八月权益市场宏观研究环境研究

内容提要：

7 月中下旬市场出现了整固与调整，其实 6 月市场已经出现了比较大的涨幅，市场的整固和调整被券商股的猛烈上涨而推迟了。我们认为 7 月的券商股行情的背景是市场对金融服务开放下的金融供给侧改革的预期，我们认为市场的整固是必要的，经过整固后市场有望继续维持相对强势。原因在于一个健康的权益市场对增加财产性收入和跨期收入、扩大最终消费、提升有效投资、改善融资结构、降低金融风险、稳定物价、稳定国际收支和汇率均有十分重要的意义。管理层正积极推动资本市场的国际化、市场化、机构化和法制化建设。但是，从 7 月政治局会议精神看，要求货币精确导向，要求加强资本市场的基本制度建设，管理层不希望市场走出疯牛行情的意图十分明确，而希望虚拟经济和实体经济相互促进，共同发展。市场确实也存在着一些并不确定因素，如中美关系、货币政策的边际收紧等，值得关注与警惕。

我们在《七月的权益市场宏观研究环境研究》一文中认为，市场在六月强势上涨后有可能会出现强势整固走势，但是，七月权益市场却走出了先抑后扬的走势。

7 月继 6 月的强势行情后再度出现强势上攻行情是有深刻背景的，这段以券

商等大金融板块作为领头羊的行情是有深刻背景的，其背景就是市场对金融服务开放背景下的金融供给侧改革的预期。其导火线就是证监会近期提出银行可以组建证券公司

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。

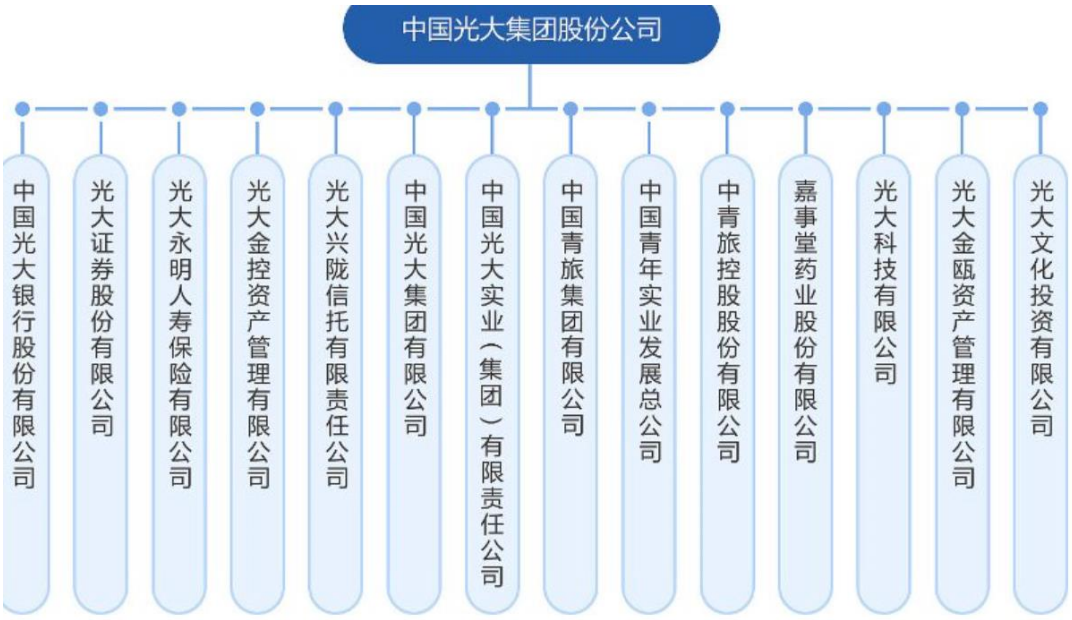
图 1：境内外券商规模与业绩比较

代码	简称	最新价	总市值	PE(TTM)	营业收入(2019A)	净利润(2019A)
MS.N	MORGAN ST...	51.35	80.91 B	10.42	41.42 B	9.04 B
GS.N	GOLDMAN S...	216.90	74.59 B	10.83	35.48 B	8.47 B
6030.HK	中信证券	2.44	54.26 B	18.57	6.43 B	1.75 B
6066.HK	中信建投证券	1.49	48.80 B	14.46	2.22 B	788.64 M
SCHW.N	SCHWAB CHA...	35.66	45.91 B	13.67	10.72 B	3.70 B

在本次行情中，光大证券和中信证券等之所以表现并不是空穴来风。其表现突出，进一步说明本轮行情的背景是金融开放下的金融供给侧改革。

就光大证券而言，从最近几年看，光大发展较快。查阅光大的网站，光大集团涉及到的金融公司包括证券、保险、银行、信托、自筹管理公司和投资公司等，光大集团注册资本达到 600 亿元人民币，由汇金和财政部发起。目前上市的有光大证券和光大银行。因此，在这种预期下，光大证券和光大银行近期走势分别在券商股和银行股中最为强劲就不足为奇了。特别是 7 月 10 日晚上，光大银行发布公告，其大股东汇金公司将其持有的 19.53%股权全部无偿转让给光大集团，光大集团因此直接持股比率从 25.43%增加到 44.96%，加上间接持股，光大集团的持股比率达到 48.53%。这一信息更是增加了光大集团资产运作进行全面上市的遐想空间，光大集团可能正在下一盘大棋。

图 2：光大金融集团的框架结构



而中信建投其大股东就是中信证券，因此市场预期即将合并也就不足为奇了。我们注意到中信建投也是家成长性相当不错的公司，其投行业务，特别是科创板 IPO 的项目储备仅此于中金公司，投行业务进入前三甲。如果中信证券和中信建投合并，市值将超过大摩和高盛。

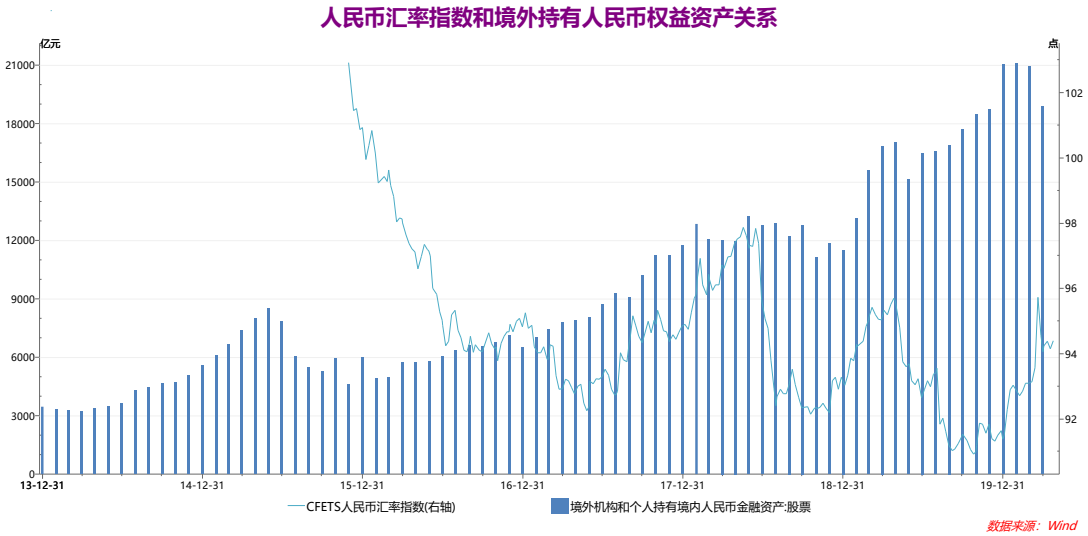
图 3：中信建投的股权结构

20 一季报

名	股东名称	方向	期末
1	北京国有资本经营管理中心	不变	
2	中央汇金投资有限责任公司	不变	
3	香港中央结算(代理人)有限公司	增加	
4	中信证券股份有限公司	不变	
5	镜湖控股有限公司	不变	
6	西藏腾云投资管理有限公司	不变	
7	上海商言投资中心(有限合伙)	不变	
8	中国国有企业结构调整基金股份有限公司	不变	
9	中国建设银行股份有限公司-国泰中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	新进	
10	领航投资澳洲有限公司-领航新兴市场股指基金(交易所)	新进	
	合　计		

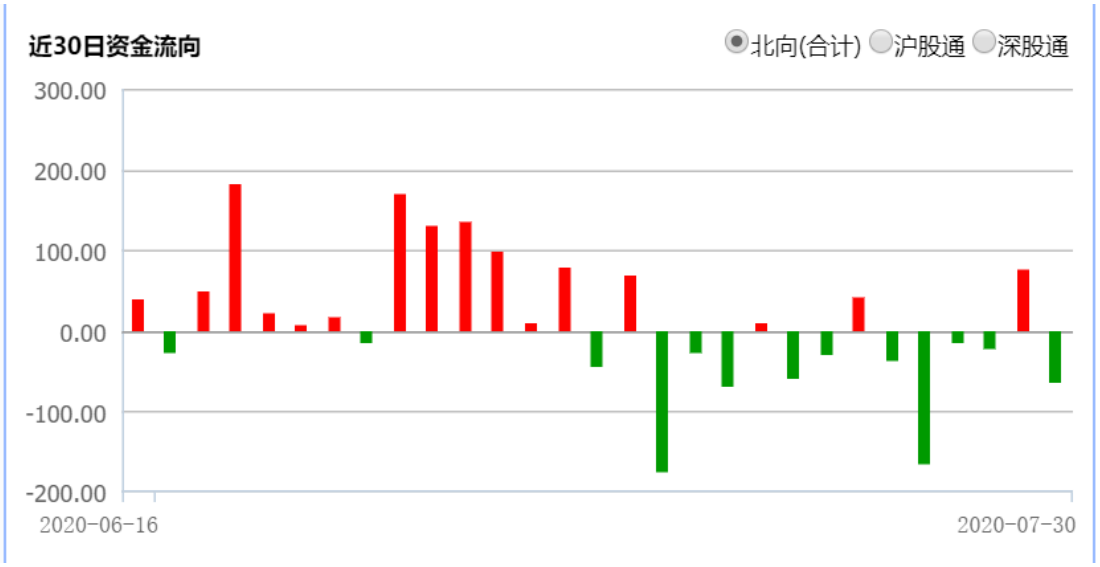
而市场之所以出现了调整，我们认为有以下几个原因：一是管理层不希望市场走出疯牛和快牛行情，不希望 2015 的悲剧重演，而希望市场是慢牛，稳牛，不希望资金过度脱离实体经济，希望实体经济与虚拟经济相互促进和共同发展，这就可以很好理解近期证监会、银监会等有关方面再次重申严查违规融资等信息了。二是中美关系的不稳定和紧张，对汇市和权益市场产生了消极的影响，我们注意到汇率在 7 月中下旬再度跌破 7 元，由于境内权益市场是以人民币标价的，因此，汇率的走软对资金流向具有非常重要的影响，而且是种相互影响的关系。即汇率走软，会导致外资投资境内权益市场减少，而外资对权益市场等投资的减少，又会反过来再度影响汇率走软。

图 4：人民币汇率指数与外资持有人民币资产的关系



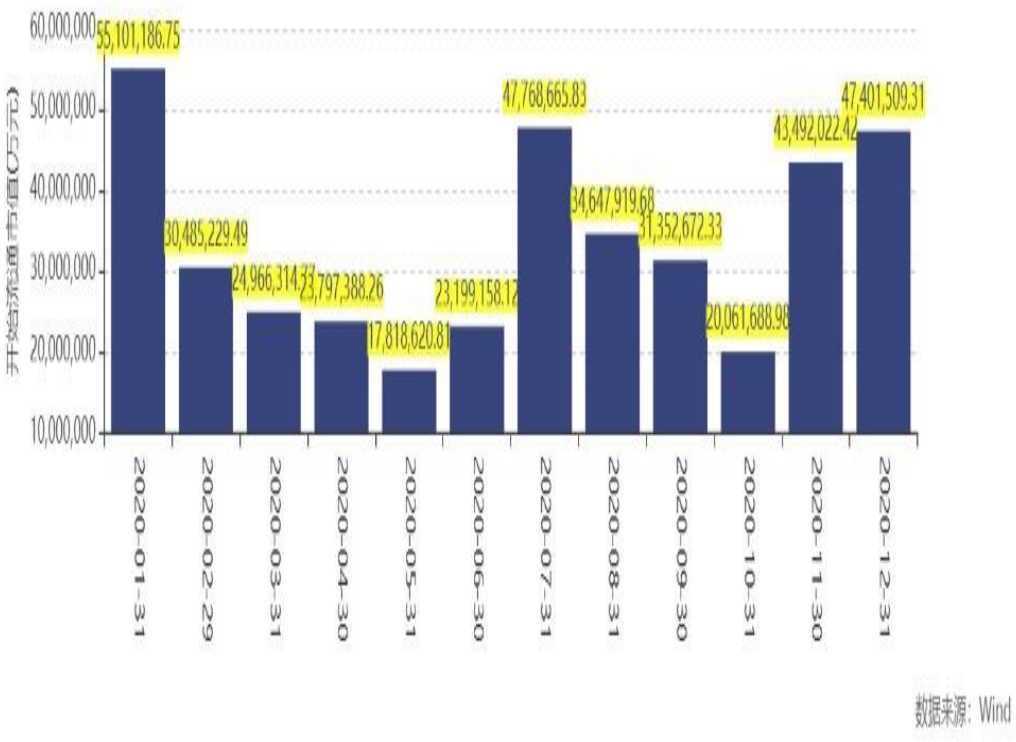
我们注意到尽管外资对境内权益市场的比率不高，但是，其对市场和投资者的心理影响还是非常明显的。我们注意到，在 7 月中上旬，陆港通下资金流入明显，而在 7 月中下旬陆港通下，资金又出现了明显的流出。

图 5:7 月陆港通下资金流动情况



三是因为在 7 月，特别是 7 月的中下旬，限售股的减持进入了高峰期，新股的发行也进入了高峰期，对市场也产生了一定的影响，当然这不是主要的影响。

图 6：全年限售股解禁月度分布图



温故而知新，我们回顾与分析 7 月之所以出现先抑后扬的行情及其发生的原因，是为了更好地把握 8 月的权益市场行情。我们认为，原来预期的 7 月整固行情可能会推迟到 8 月，但是行情的强势特征不会改变。

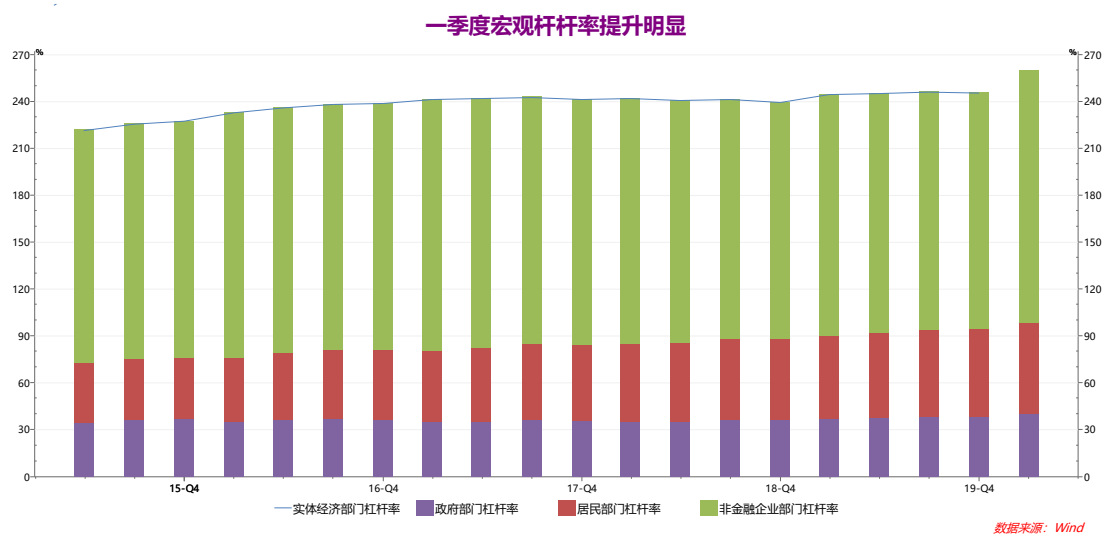
之所以市场需要整固，首先，从技术面看，除了中证 500 指数还没有跌破 20 日均线外，沪深 300 指数和上证 50 指数均已经跌破了 20 日均线，因此，在技术上有一定的休整的基础；其次，是本轮行情的领头羊——券商股等也有一个技术面整固和调整的过程；三是 8 月份是上市公司中报公布的最后期限，一般而言，业绩比较差的上市公司业绩将在 8 月底进行公布，受到疫情等因素的影响，相当数量的上市公司业绩估计差强人意，会对产生一定的影响；第四，中美关系的不稳定依旧是一个很大的不确定因素，对市场依据会产生一定的影响。第五，7 月 30 日召开的中央政治局会议在对货币政策的措辞上较先前有所改动，下半年的货币政策存在着边际收紧的可能。政治局会议上提出的 “保持货币供应量和社会融资规模合理增长”和前期的提法，即货币供应量和社会融资规模明显高于上年有所区别，由于对“合理“两字的理解有所不同，显示出政策更具有一定的弹性。但也意味着下半年的货币供应量和社融规模可能会放慢。先前在陆家嘴论坛上，易纲行长称“全年的人民币贷款新增近 20 万亿元，社会融资规模的增量将超过 30 万亿元”。而 1 到 6 月，新增社融规模达到 20.83 亿元，新增人民币贷款 12.3 亿元。但是，近阶段，直接融资明显加快，社融结构有望改善。

但是，这一调整和整固是强势市场里的整固，既然我们认为行情的背景是金融供给侧改革，行情就不可能是短期的，行情有望整固后继续向纵深发展。我们认为，在金融供

给侧改革中，大型、业务领先的一线龙头券商将承担起行业整合的重任。小型券商尽管是被整合的对象，但是也可在在资产整合中也可能获得相对较高的溢价。我们相信，资本市场正在讲金融供给侧改革这一生动而又跌宕起伏的大故事。

从下半年的宏观环境看，尽管有微调的可能，但是，总体相对宽松的特征不会改变。在 7 月的政治局会议上重申了“两个更加”的财政政策和货币政策。我们注意到，在经济存在着下行压力利的背景下，韩正副总理最近强调要继续绷紧房地产这根弦。在房地产加强管控的背景下，过剩的流动性流向资本市场的概率大大加强。当然，正如前文所述，对流入资本市场的资金也存在着管理的问题，如果能管理得当，权益市场的发展是有利于实体经济发展的。我们在前期系列报告中一再强调，政策面是最主要的基本面。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。

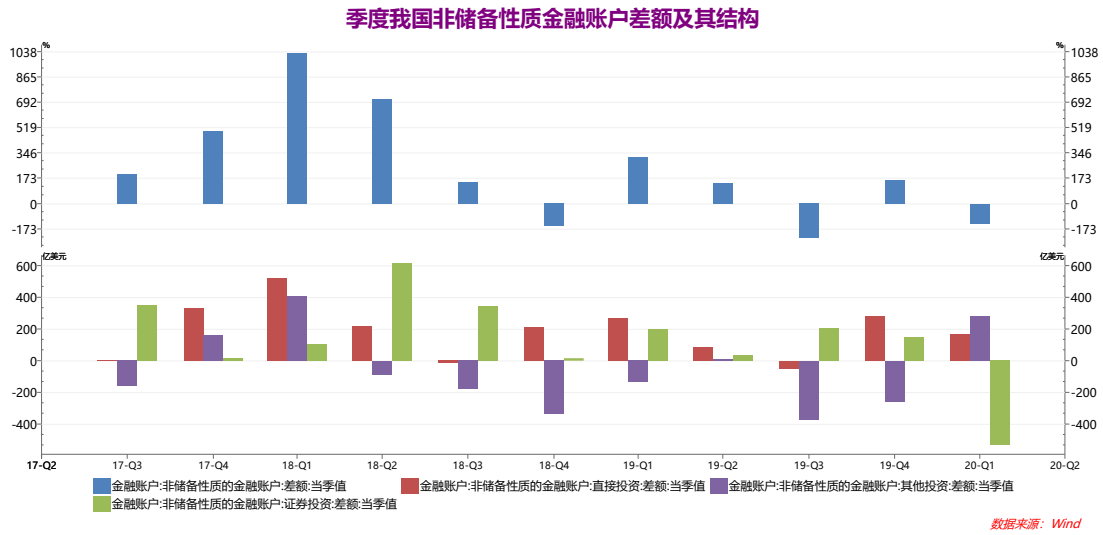
图 7：一季度宏观杠杆率创下新高



发展权益市场

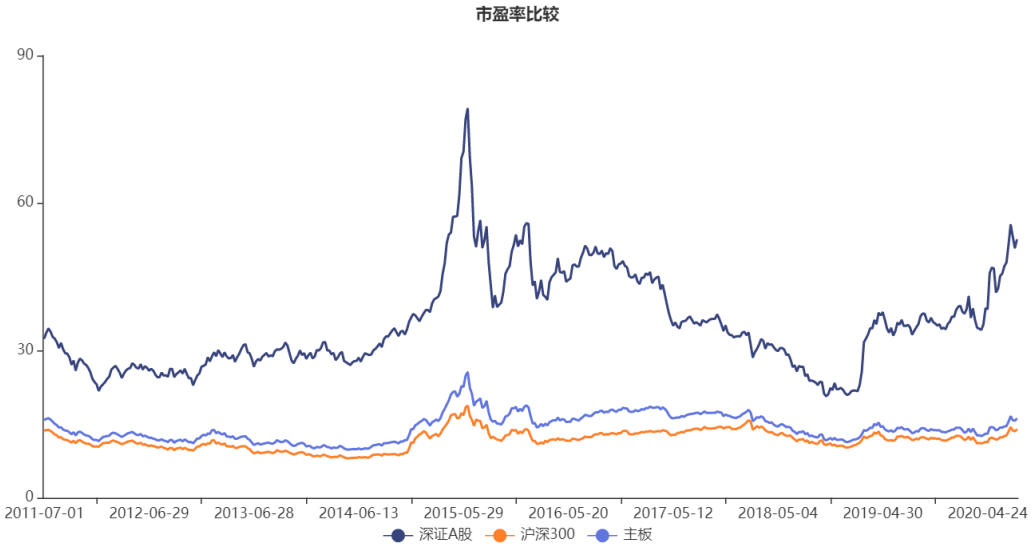
有利于稳定物价、国际收支和物价，特别是当我国非储备性质金融账户中直接投资顺差出现趋势性下降的背景下，证券投资的顺差对稳定国际收支和汇率的作用大大提升。

图 8：季度我国非储备性质金融账户差额及其结构



从估值的角度看，目前估值依旧不是太高。用整体法计算，上证 50 指数的平均市盈率不到 11 倍，沪深 300 指数市盈率不到 14 倍。主板的市盈率也在 16 倍左右。

图 9：各主要指数市盈率比较



参照利率水平，及参照 10 年期国债收益率，沪深 300 指数的平均市盈率的倒数与 10 年期国债收益率只差依旧为正数，而且处于相对高位，尽管目前差值较前期有所回落。这说明，在利率总体处于低水平的背景下，投资权益资产可以比投资国债取得更多的收益。

图 10：权益市场的投资价值在低利率环境下依旧有优势



我们也注意到如果放长周期看，高股息率指数完胜了沪深 300、中证 500 和上证 50 指数。

但是，我们认为行情的特征总体以结构性行情为主，在此基础上，进行板块轮动依旧是市场的主要特征。

在结构性方面，我们依旧看好券商等大金融板块。我们认为券商尽管有周期性的特征，但是，其业绩是最为确定的，近期公布的券商中期业绩和快报足以说明了这一点，我们更看好券商在金融服务开放条件下的金融供给侧改革带来的机会。

第二，我们也看好高股息率的公司，在利率总体处于低位徘情况下，高股息率上市公司的投资凸现。从长期看，我们很容易发现高股息的权益资产具有相对比较高的成长性。

图 11：高股息率指数的具有较高的长期投资价值



第三，我们看好政策导向下内循环的行业和板块。在 7 月中央政治局会议上，对内循环已经很明确地提出了几个关键点：一是消费，在消费方面要求扩大最终

需求；二是投资，在投资方面要求加强有效投资，要求推进新基本建设和新型城镇化，推进国家战略；三是产业链，要求通过补短板和锻长板推动产业链的稳定；在产业链方面，重点看好产业链短，并基本在国内的行业。

四．在经济下行压力下和国际竞争压力下行业的整合机会，如行业和细分行业中的龙头公司有一定的投资机会。

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 20200731）

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