

专题报告

2022年7月29日星期五

上行压力不减，长线布局初现

——八月权益市场宏观运行环境分析

研究员：沈忱

期货从业证号：F3053225

投资咨询从业证号：Z0015885

☎：021-65789350

✉：

shenchen_gh@chinastock.com.cn

内容提要：

8月的权益市场依旧将受到上市公司中报业绩的考验，受到流动性不稳定的考验，受到疫情反复的考验，受到稳定经济大盘基础不牢固的考验，也受到地缘政治和周边市场稳定的考验，总体依旧乏善可陈，依旧缺乏上行动力。

同时也要看到长期资金在市场估值处于相对比较低水平下的长期布局，因此，市场还会有一定的结构性行情。结构性行情方面可以从以下几个方面去考虑。

从投资策略看，可充分利用股指期货和股指期权等金融衍生品工具，一方面管理好系统性风险，另一方面，利用结构性行情的特点，获取阿尔法收益。根据股指上涨较难的情况，也可以通过卖出深度虚值买入期权，增加权利金收益等金融创新操作。

正文

我们在《2022年下半年权益市场宏观运行环境研究》指出，尽管目前的估值水平处于比较低的状态，稳定经济的政策将进一步得到落实。但是，我们必须清醒地认识到，下半年，疫情和地缘政治的不利影响并没有消失，特别是地缘政治的影响将更加错综复杂。而且，在新的条件下，必须辩证地看待目前市场的低估值水平。下半年市场的反弹力度和持续性取决于政策的力度和稳定性，一个稳定的权益市场是有助于稳住经济大盘的。但下半年市场行情大概率依旧呈现结构性和阶段性行情为主。从7月市场的总体走势看，基本印证了这一看法。主要股指，除了中证1000上涨3.61%外，均出现了回落。其中，价值股的回落幅度相对较大，成长股表现出一定的抗跌性。

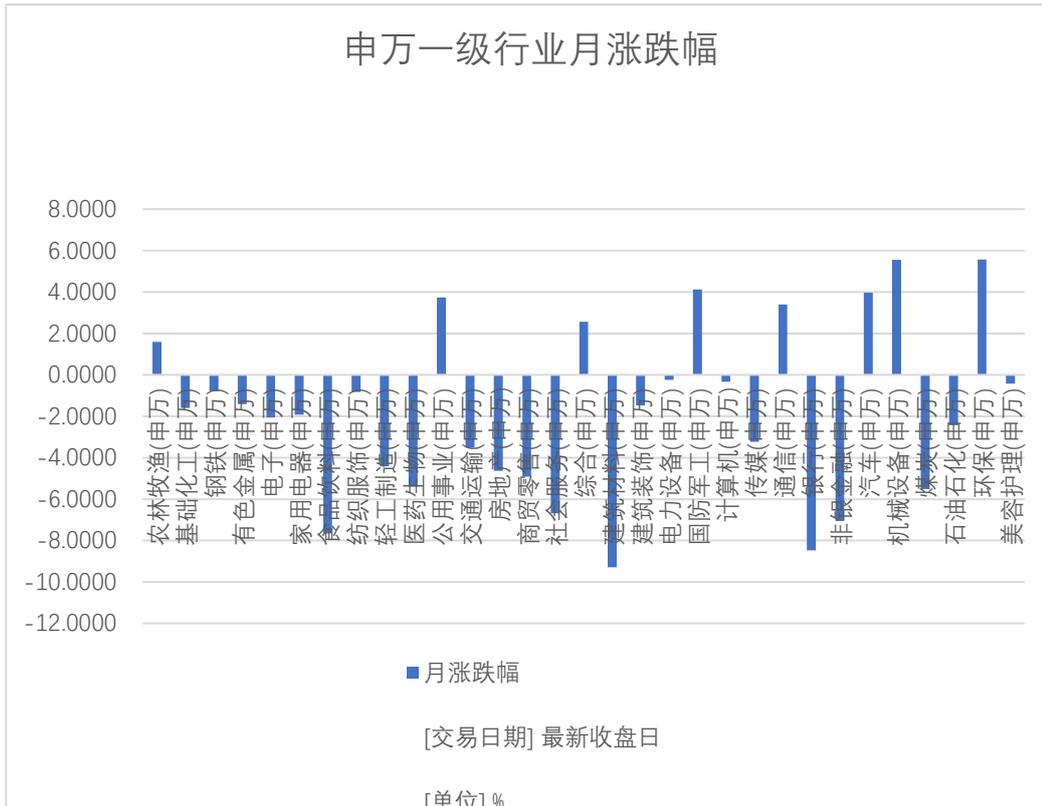
图 1：七月主要指数表现



资料来源：研究所 WIND

从申万一级行业指数看，跌幅比较大的是建筑材料、银行、非银金融机构、食品饮料等行业。而环保、机械设备、汽车、军工等逆势上涨，行业分化相当明显。

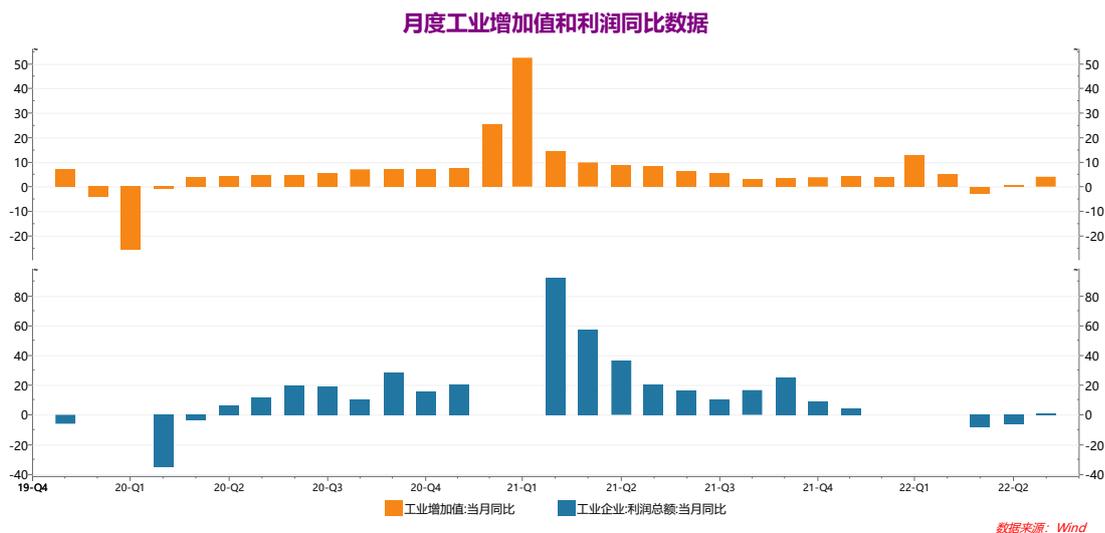
图 2：申万一级行业指数月度涨跌幅



之所以出现这样的情况，最主要的原因还是在受到地缘政治和疫情等因素的影响，特别是因为疫情的顽固性和反复性，尽管 5 月和 6 月的经济数据有所止跌，但稳定经济大盘的基础依旧不稳定。

从近期公布的 6 月工业增加值和利润同比数据看，尽管出现了止跌，但数据依旧处于历史较低水平。

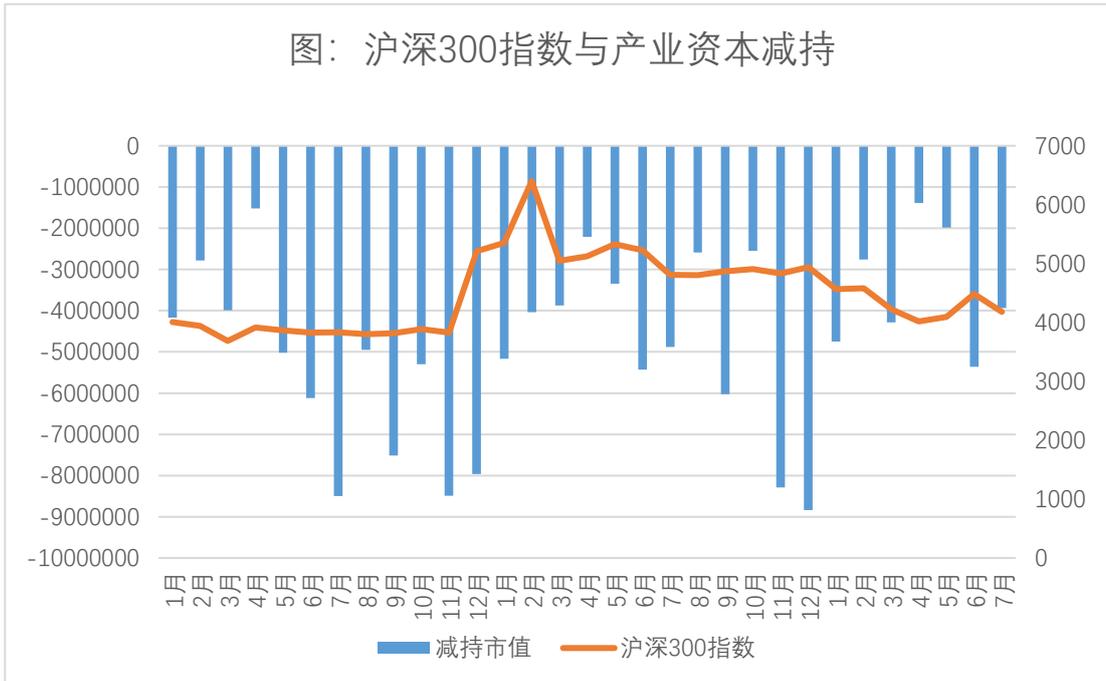
图 3：月度工业增加值和利润同比数据



市场的信心因此也依旧不足。主要表现在以下几个方面。

首先，在产业资本的减持上，压力依旧比较大，继6月借大盘反弹大幅减持了535.85亿元后，7月在大盘回落的情况下，减持了393.3亿元。

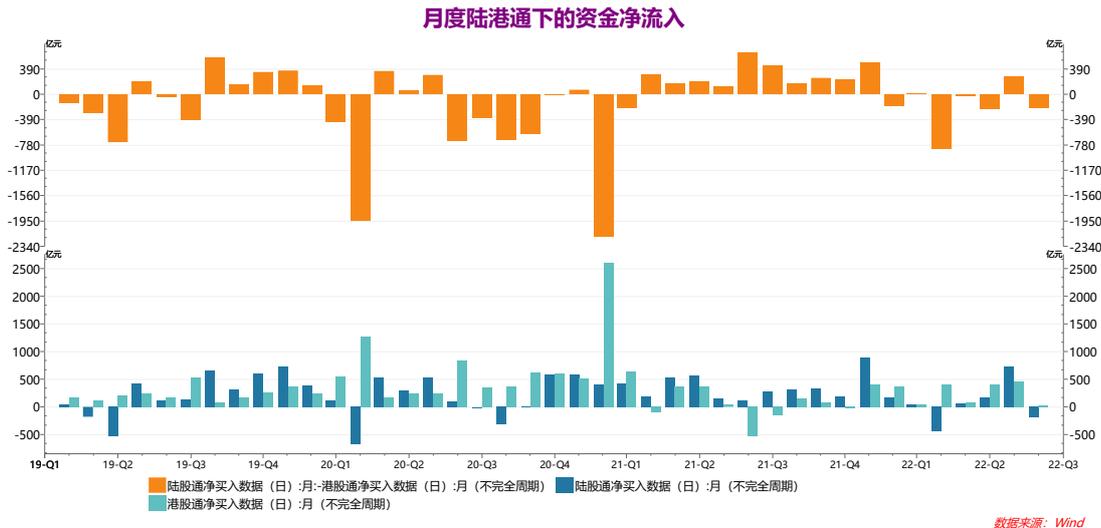
图 4：沪深 300 指数与产业资本减持



其次，从上市公司回购情况看，回购回落，7月回购了9.56万股，涉及回购资金99.29亿元。明显低于前几个月回购力度，如6月回购股份达到113.24亿股，涉及回购资金达139.6亿元。5月更是回购股份达到19.79亿股。

第三，从陆港通的净买入资金量看，在六月短暂出现净流入后，7月再次出现净流出。其中，陆股通表现为净卖出，上次陆股通出现净卖出发生在3月。

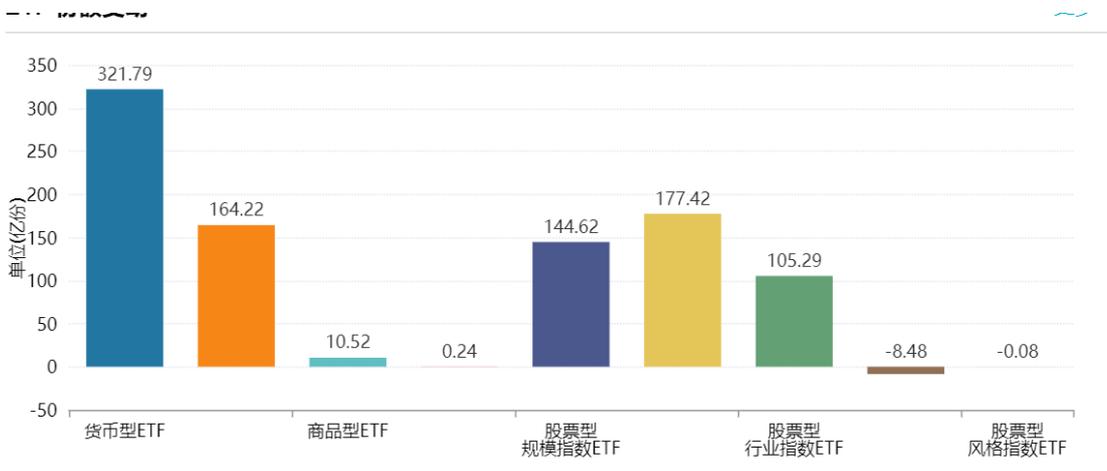
图 5：月度陆港通下的资金净流入



但是，市场确实出现了长期投资者介入回升的情况。

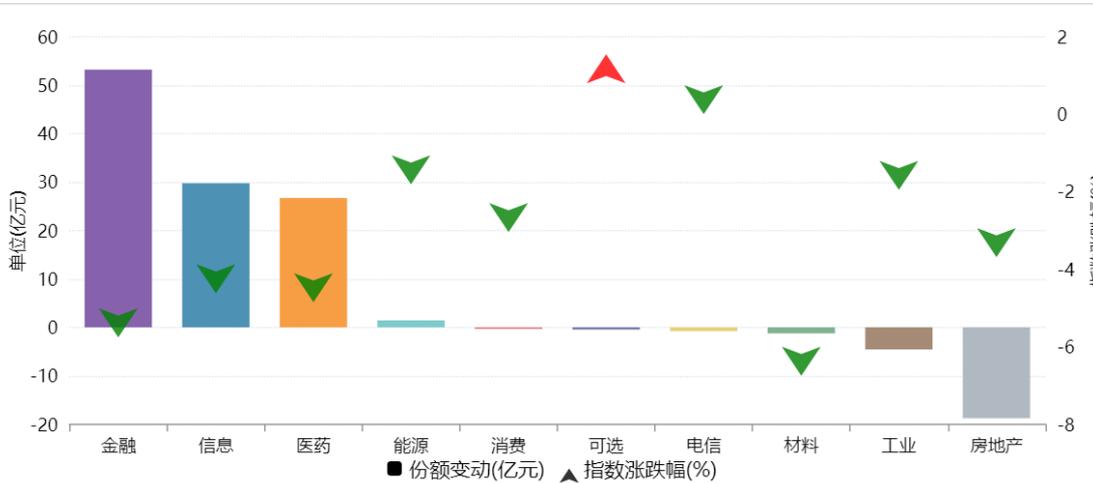
一是从ETF的变动情况看，7月有所改观，前几月，股票型ETF均出现了减少，而7月出现了净增加。其中，股票主题型指数ETF增加最大。

图 7：7 月 ETF 份额变动



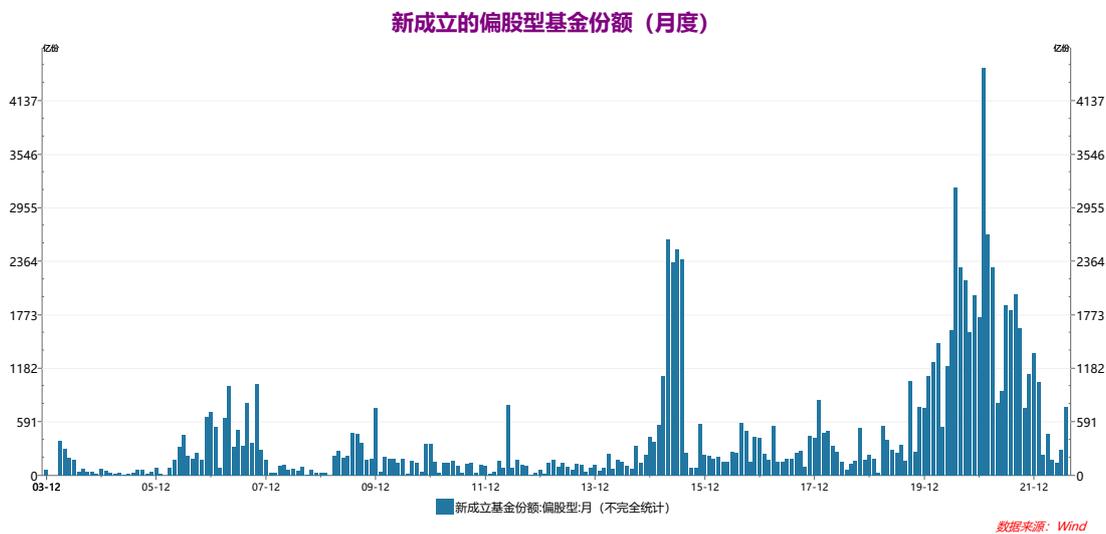
从行业看，ETF 在金融、信息、医药行业增加相对明显，尽管相关的指数在 7 月是下跌，ETF 份额的减少主要体现在房地产行业上

图 8：ETF 份额行业变动和行业指数涨跌



二是新成立的偏股型基金 7 月有明显的复苏。新成立的偏股型基金 7 月达到 753.24，而在 5 月仅仅成立了 134.31 亿份。6 月也仅成立了 277.21 亿份。

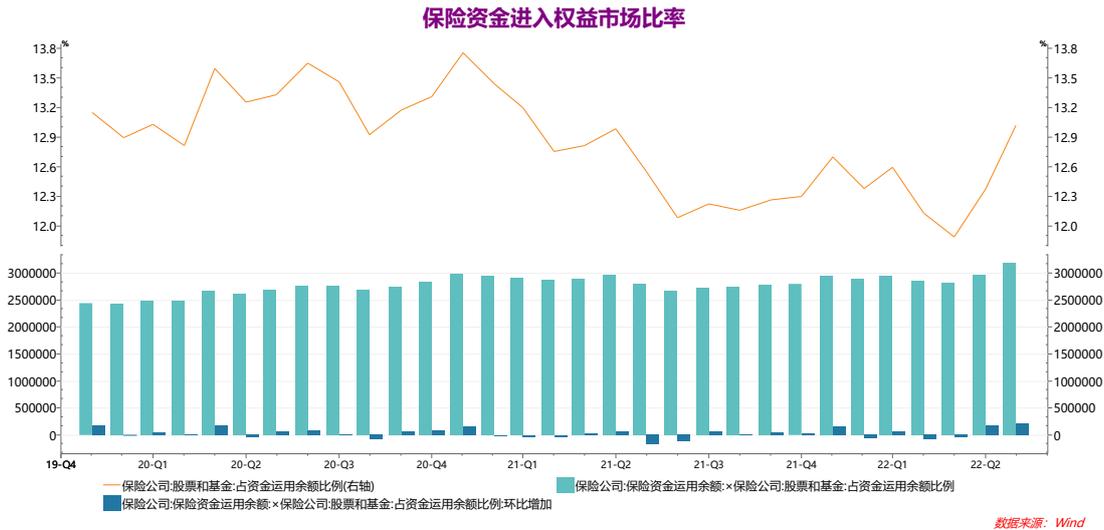
图 9：新成立的偏股型基金份额（月度）



资料来源：研究所 WIND

三是从保险资金入市比率看，在 4 月创下 2021 年 7 月以来的低位后，5 月和 6 月均有了一定的回升。6 月达到了 13.02%，是 2020 年 8 月以来的较高水平。

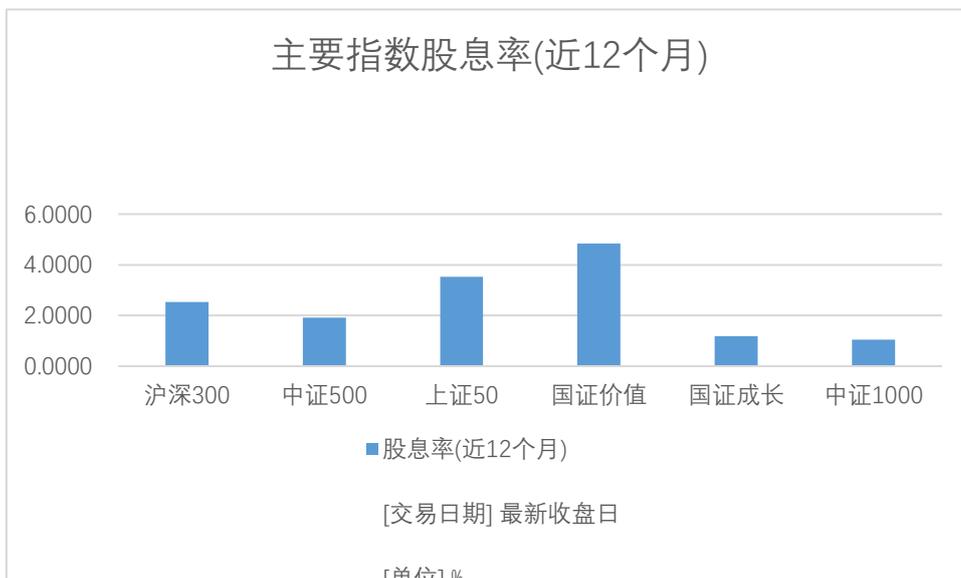
图 10：保险资金进入权益市场比率



而长期投资介入情况的背后，是因为市场的估值水平不是太高。

首先，从估值的角度看，经过前期的市场的下跌，市场估值水平大幅降低，如下表所示，国证价值成长和上证 50 指数的股息率分别已经达到 4.83 %和 3.52%，已经高于或接近我国的长期国债收益率约 2.78 %的水平，沪深 300 的股息率也达到了 2.53%的水平。

图 11：主要指数的股息率比较



资料来源：研究所 WIND

从股债相对投资价值来看，无论从沪深 300 指数看，还是从中证 500 指数看，现在股票的投资价值要相对高于长期国债的投资价值，而且正向差值扩大。10 年期的国债收益率目前是 2.78%，而沪深 300 和中证 500 的平均市盈率的倒数分别达到 6.71%和 5.72%，正向差值分别达到 3.93%和 2.95%，差值就上月扩大。股票相对于国债的投资价值依旧比较突出。

图 12：股债相对投资价值比较



资料来源：研究所 WIND

第三，从行业股息率的角度看，银行、房地产、煤炭、钢铁、石油石化等行业股息率比较高，行业平均股息率已经超过了 4%，银行和煤炭的股息率更是接近了 6%，具有一定投资价值。

图 13：申万一级行业股息率比较

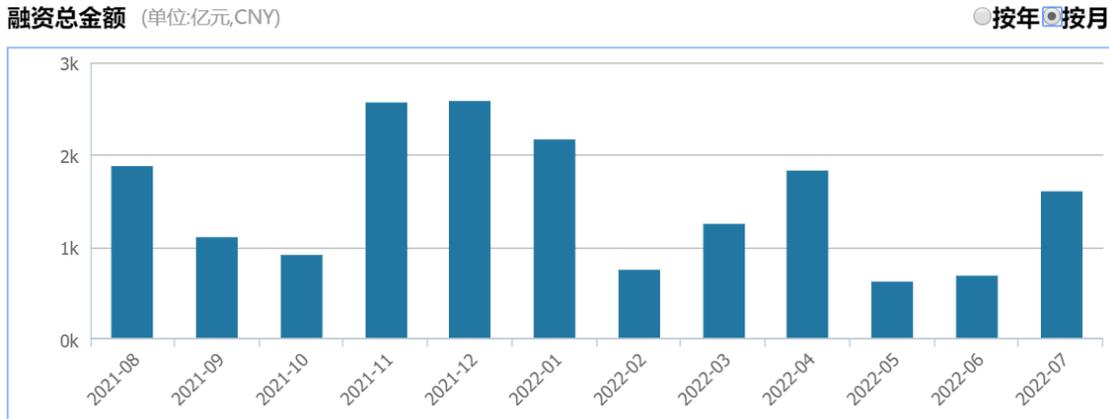


但是，另一个方面，我们不能静态地看待这一问题。上半年经济的大幅下行，对大多数上市公司的业绩均构成了压力，特别是8月份是上市公司的半年报公布的集中期，估计多数上市公司的业绩均差强人意。

从政策面看，刚刚结束的728政治局会议没有特别提到资本市场稳定发展的议题，而在4月29日中央政治局会议明确提出了“要及时回应市场关切，稳步推进股票发行注册制改革，积极引入长期投资者，保持资本市场平稳运行。”

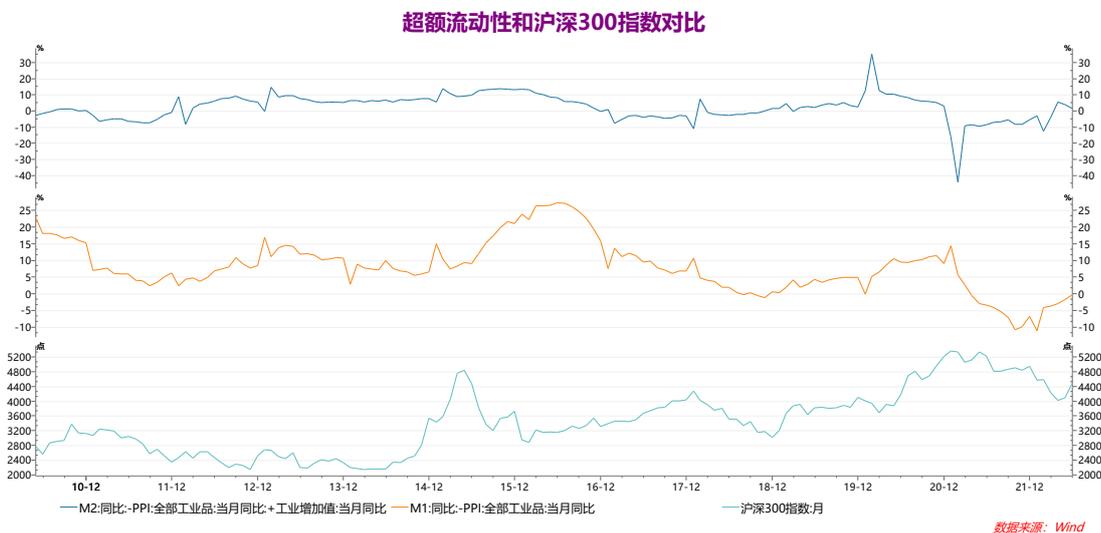
而从最近的融资情况看，并没有明显放缓的迹象。股权融资在宏观杠杆率再度高企的情况下，可能还是要发挥更大的作用。

图 14：近月融资情况



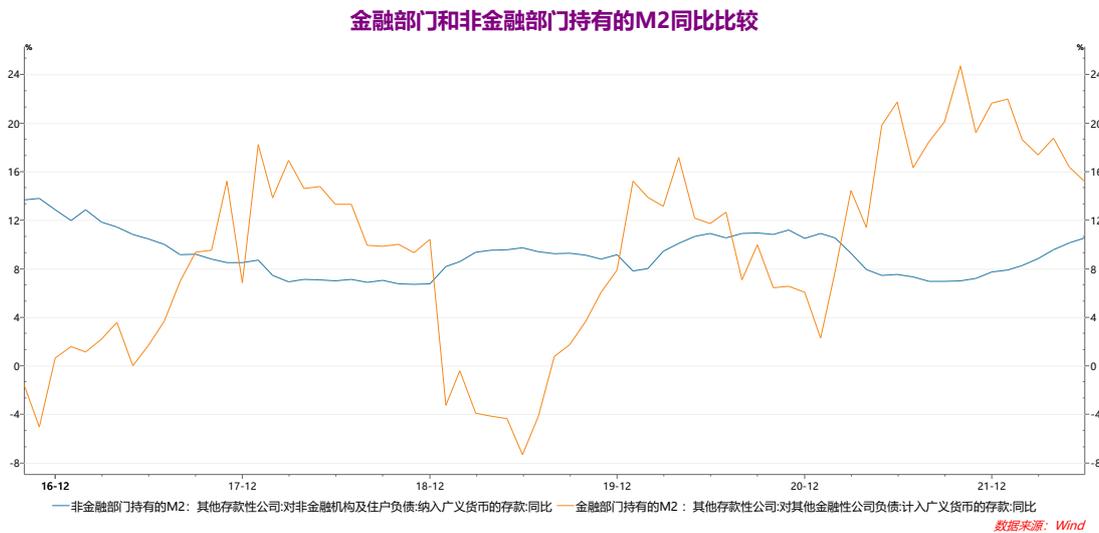
从其他流动性指标看，如从超额流动性看，无论是从 M1 和 PPI 同比之差的角
度进行观察，还是从 M2 与工业增加值与 PPI 之和的差值去观察，超额流动性虽然
有所改善，但依旧处于历史低位。而 M2 与工业增加值与 PPI 之和的差值往往领先
于沪深 300 指数的走势。

图 15: 超额流动性和沪深 300 指数对比



从 M2 的持有结构看，如下图所示，今年以来，金融部门持有的 M2 增速出现了
明显的下行，而非金融部门持有的 M2 增速今年以来有所改善。

图 16: 金融部门和非金融部门持有的 M2 同比比较

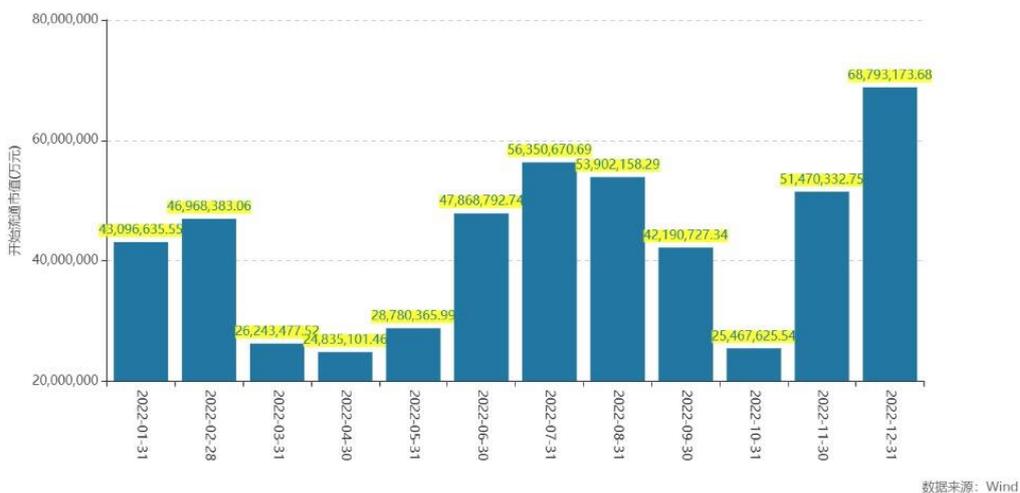


728 政治局会议

还在稳就业的同时，提出了问物价，这也就决定了宏观经济政策，特别是货币政策不可能是无限宽松，其在实施过程中受到稳物价的羁绊。我们注意到近期央行在逆回购中规模的大幅缩减和 MLF、LPR 等利率保持稳定，实际上，从 DR007 和逆回购利率的负向差值较大的情况看，市场流动性是相当充裕的。

从限售股的情况看，8月还是有一定压力的。

图 17: 2022 年限售股减持月度分布



资料来源：研究所 WIND

我们还注意到 728 政治局会议，坚持动态清零不动摇，提出要综合看，长期看、系统看，要算政治账。考虑到疫情的反复和顽固性，稳定经济大盘，稳定就业和物价依旧任重道远。

因此，我们认为 8 月的权益市场依旧将受到上市公司中报业绩的考验，受到流动性不稳定的考验，受到疫情反复的考验，受到稳定经济大盘基础不牢固的考验，也受到地缘政治和周边市场稳定的考验，总体依旧乏善可陈，依旧缺乏上行动力。

同时也要看到长期资金在市场估值处于相对比较低的水平下的长期布局，因此，市场还会有一定的结构性行情。结构性行情方面可以从以下几个方面去考虑。

一是在 728 政治局会议上，在宏观政策方面，强调了扩大需求，指出财政政策要用好已经发行的地方专项债，有效弥补社会需求不足，货币政策方面要用好信贷和基础设施建设投资基金。我们认为这一表述是有利于下半年的基本建设投资的。因此，经过大幅调整的基本建设投资板块可能有一定的反弹机会。

二是从长期资金的布局去考虑。从 7 月的情况看，ETF 资金主要布局了估值比较低的金融板块和超跌明显的信息和医药行业，低估值、超跌的板块和行业可能会有一定的结构性机会。而且在 728 政治局会议，对平台经济和房地产行业等有转向正面的趋势。

因此，从投资策略看，可充分利用股指期货和股指期权等金融衍生品工具，一方面管理好系统性风险，另一方面，利用结构性行情的特点，获取阿尔法收益。根据股指上涨较难的情况，也可以通过卖出深度虚值买入期权，增加权利金收益等金融

创新操作。

(研究所 20220729)

注：本文所有数据引用截至到 2022 年 7 月 28 日

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 大宗商品研究所

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：shenchen_qh@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799