

专题报告

2022年9月29日星期四

市场预期尚待逆转 长期资金布局谨慎

——十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\_qh@chinastock.com.cn

#### 内容提要：

在9月市场大幅下跌后，10月有重要会议召开，尽管较少概率出现9月如此大的跌幅，但市场总体低迷格局难以改变，问题的关键依旧在于经济大盘稳定的基础不牢固，经济预期转差没有得到逆转，甚至在一定条件下得到强化。即10月的权益市场依旧面临着经济下行压力、汇率调整等因素的挑战，也面临着流动性不稳定的考验，面临着疫情反复的考验，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。

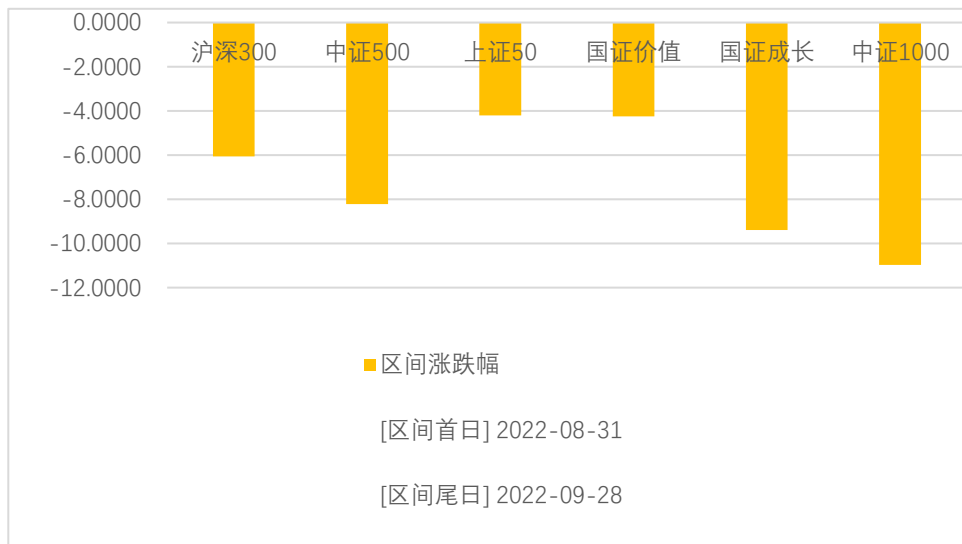
尽管长期资金在市场估值处于相对比较低水平下出现了一定的长期布局，但是相对迟缓，部分长期资金也显得谨慎，如保险资金等。市场上行的条件并不具备。

## 正文

我们在《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。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。在《经济大盘基础不稳，市场压力有增无减——九月权益市场宏观运行环境研究》中进一步指出，9月的权益市场面临着经济下行压力、汇率调整等因素的挑战，也面临着流动性不稳定的考验，面临着疫情反复的考验，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，依旧缺乏上行动力而面临调整的压力。事实上，9

月的权益市场出现了较大幅度的调整。

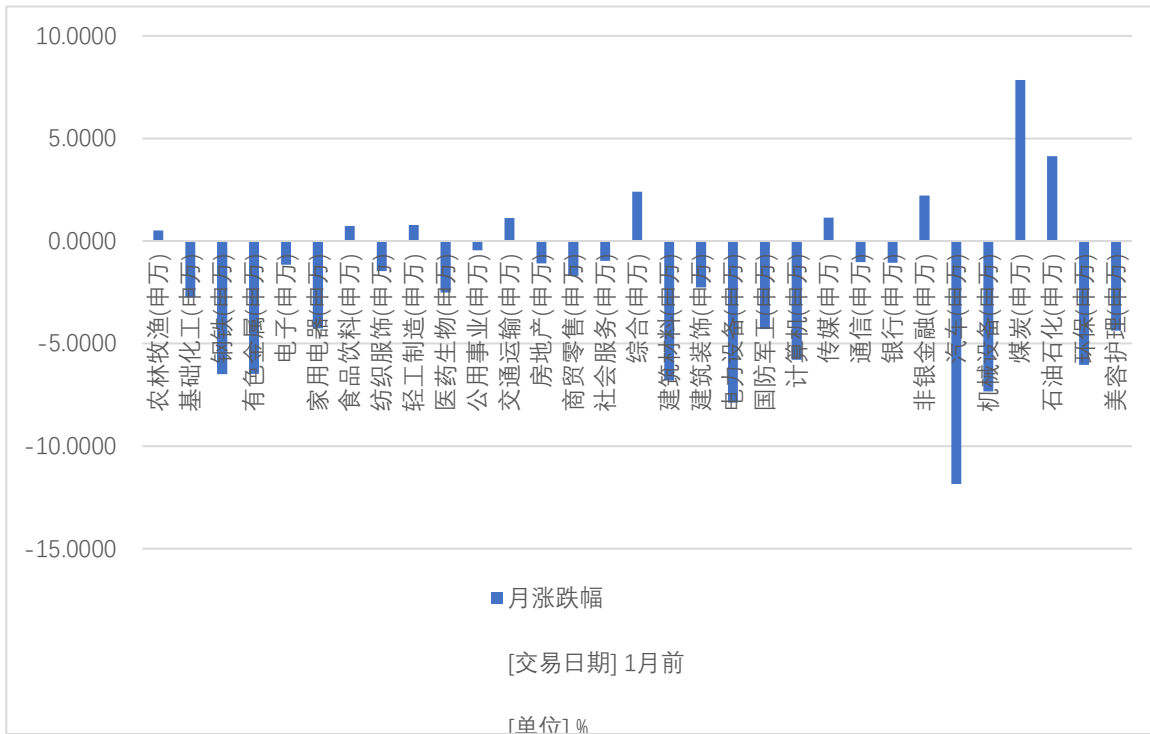
图 1：九月主要指数表现



资料来源：研究所 WIND

从申万一级行业指数看，跌幅比较大的是汽车等，而煤炭和石油石化逆势上涨。

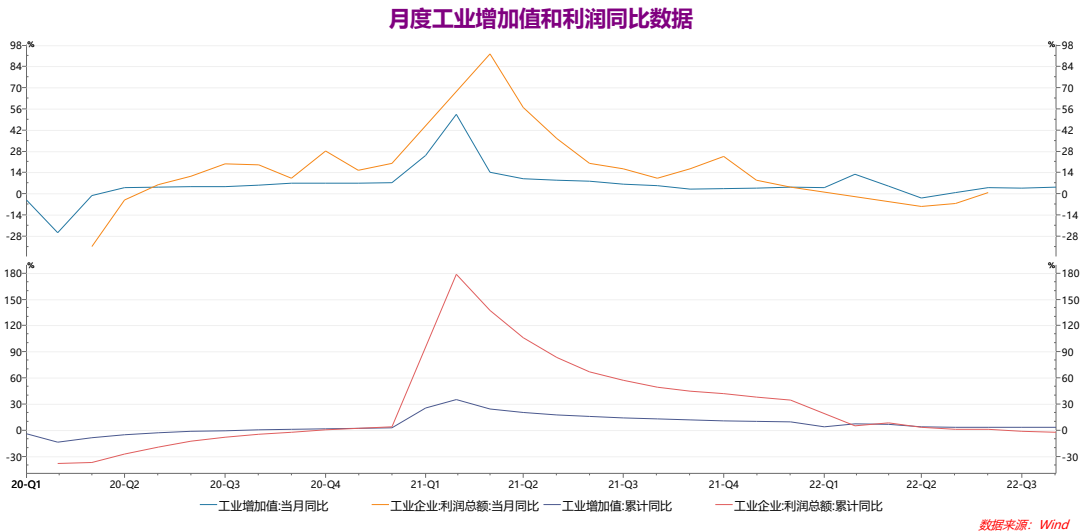
图 2：申万一级行业指数月度涨跌幅



市场低迷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 7、8 月数据出现明显的反复，正如李克强总理一针见、高屋建瓴地指出的那样：稳定经济大盘的基础依旧不稳定。

从近期公布的 8 月工业增加值和利润同比数据看，在高温和疫情等因素的冲击下，数据依旧处于历史较低水平。

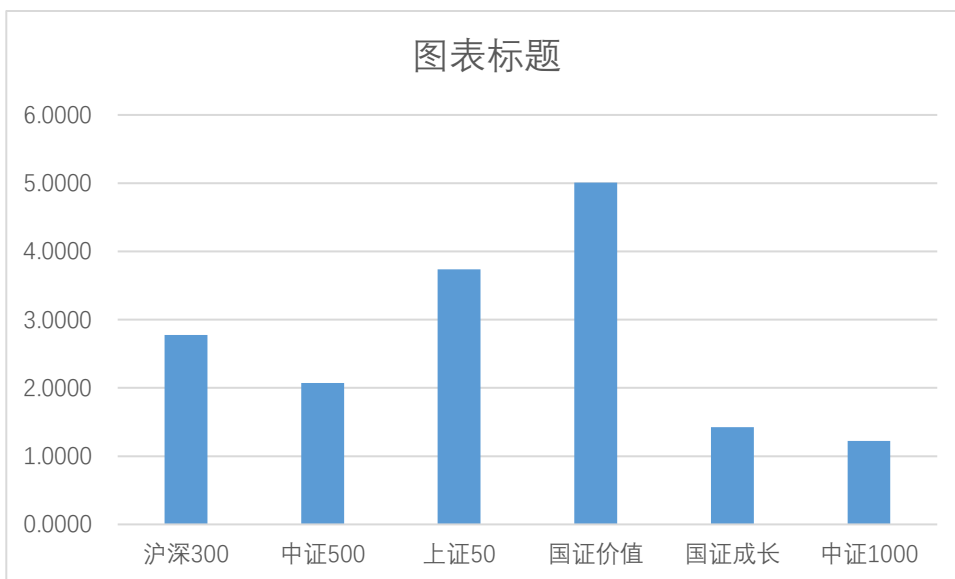
图 3: 月度工业增加值和利润同比数据



尽管在市场经过长期调整，加上央行对利率的向下调整，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 5%和 3.73 %，明显高于我国的长期国债收益率约 2.72%的水平，沪深 300 的股息率也达到了 2.78%的水平。而 8 月央行调低 MLF 和 LPR 利率也有利于权益市场估值的提升。

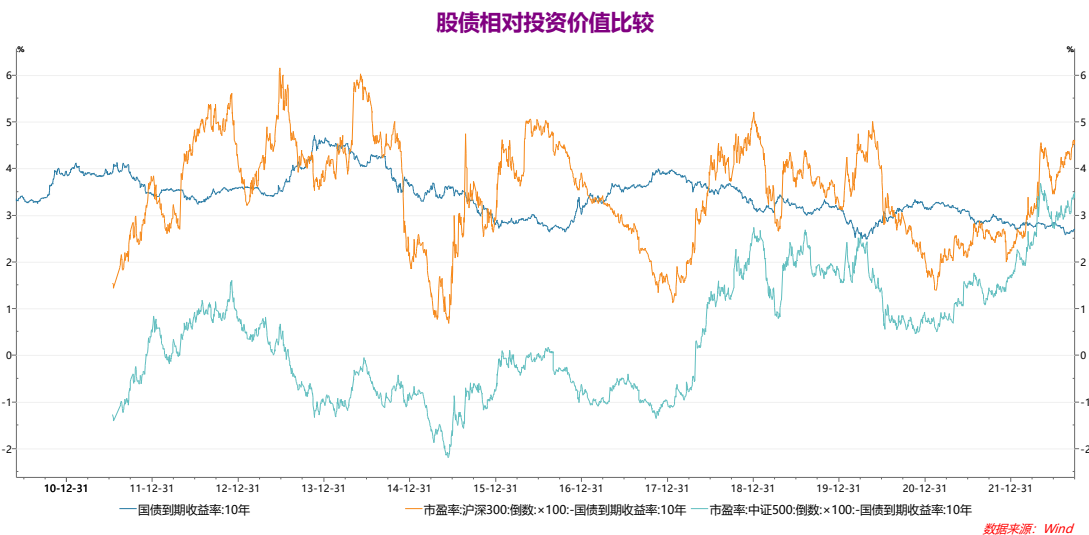
图 4：主要指数的股息率比较



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 2.72%，而沪深 300 和中证 500 的平均市盈率的倒数分别达到 7.32% 和 6.21%，正向差值分别达到 4.61% 和 3.49%，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 5：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、煤炭、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 5%，钢铁的股息率更是超过了 6%，具有一定投资价值。

图 6：申万一级行业股息率比较



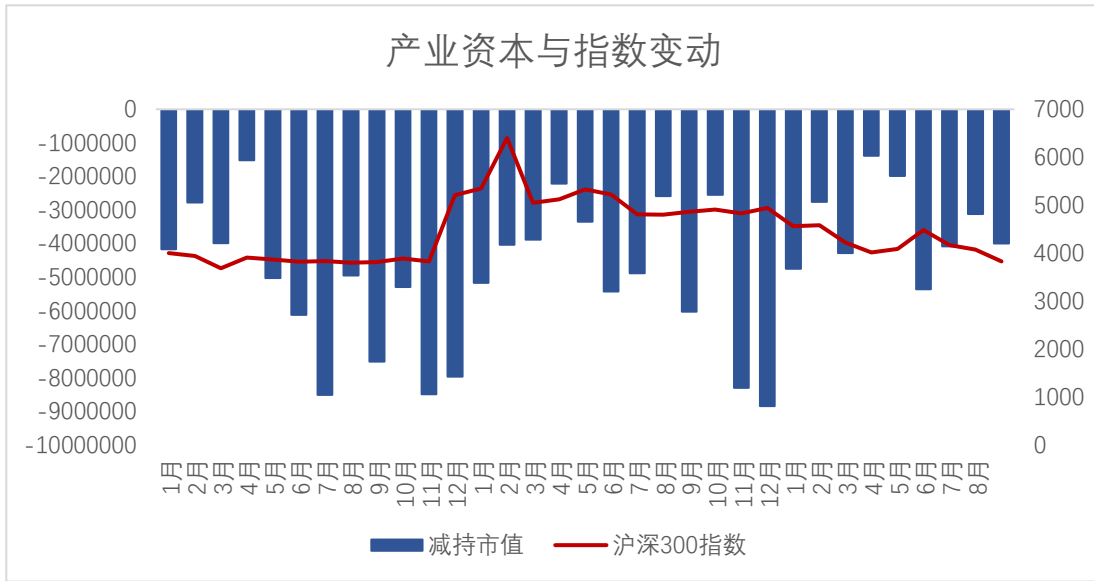
但是，另一个方面，我们不能静态地看待这一问题。上半年经济的大幅下行，对大多数上市公司的业绩均构成了压力，从 8 月份的半年报看，多数上市公司的业绩均差强人意。多数上市公司的 PE 水平尽管比较低，但是由于对经济的预期转差，PEG 水平并不低。

经济下行及其对经济下行的预期导致市场的信心依旧不足，或者说是改善并不明显。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，8 月在大盘回落的情况下，依旧减持了 312.02 亿元。9 月在大盘大跌的情况下，减持有增无减，减持了近 400 亿元。显示出市场预期的悲观。

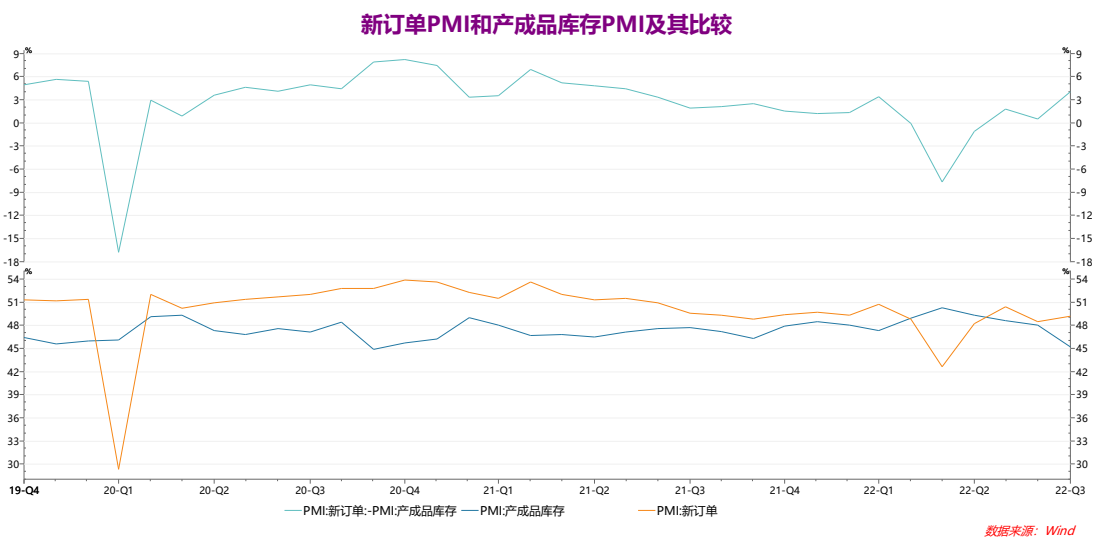
图 7：沪深 300 指数与产业资本减持





而这一市场预期的悲观和产成品库存 8 月出现大幅回落有一定的呼应作用，8 月显然因为企业主动降低库存，导致 8 月的产成品库存 PMI 出现异乎寻常的大跌。显示出市场预期的悲观。

图 8：产成品库存 PMI 8 月大跌

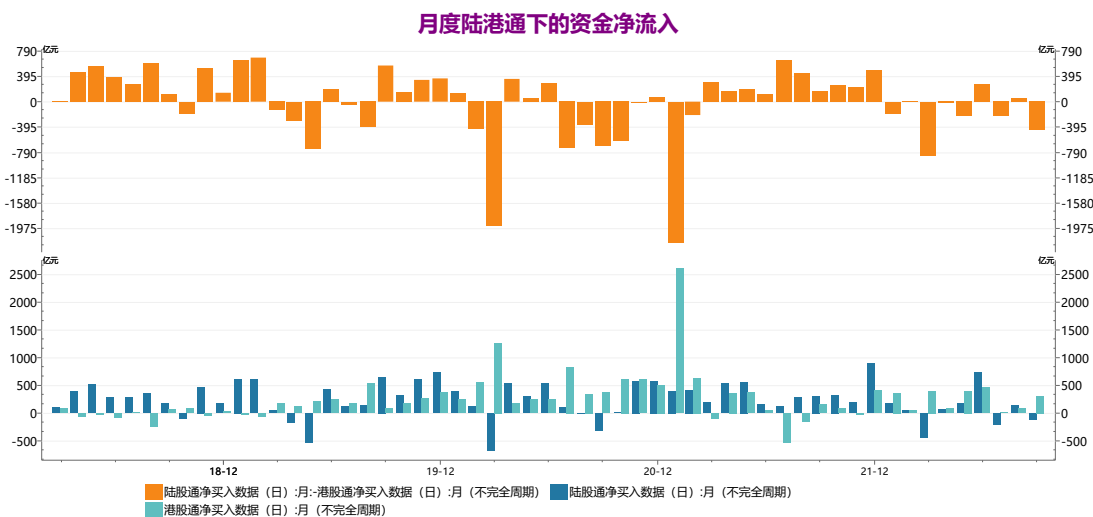


其次，从上市公司回购情况看，尽管市场大跌，但回购却有所回落，9 月仅仅回购了 8 亿股，而 8 月回购了 16.02 亿股，7 月回购了 9.56 亿股；但是涉及的回购资金 89.6 亿元，高于 8 月的 68.57 亿元，但低于 7 月回购资金 99.56 亿元。相

比较上半年的几个月份，下半年各月回购力度依旧不是很明显，如 6 月回购股份达到 13.24 亿股，涉及回购资金达 139.7 亿元。5 月回购股份报 7.62 亿股，涉及回购资金达 86.27 亿元。

第三，从陆港通的净买入资金量看，继 8 月出现小额净流入后，9 月再度净流出，净流出了 44497 亿元。其中，陆股通表现为净流出 133.59 亿元，但是港股通净流入 311.38 亿元。

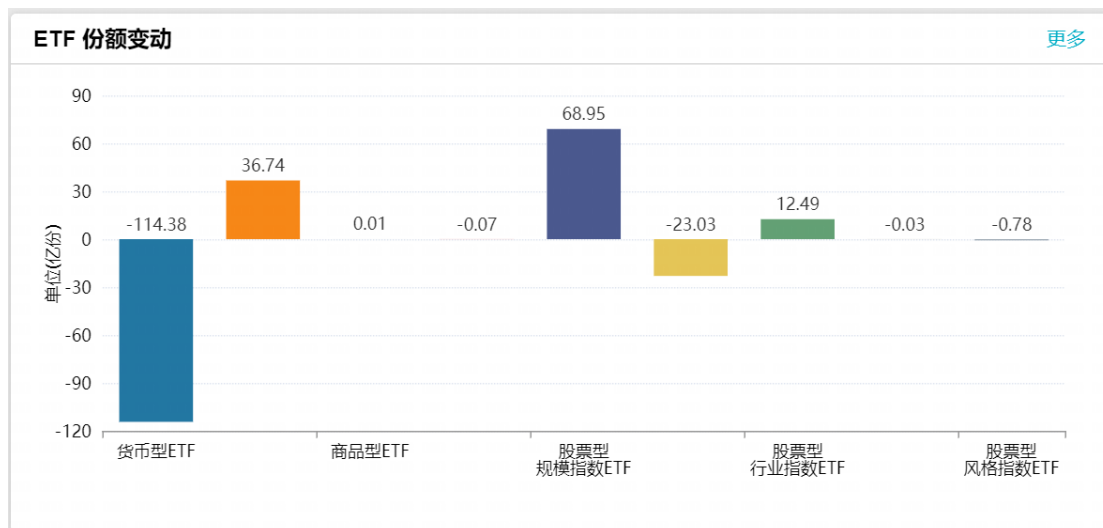
图 9：月度陆港通下的资金净流入



市场确实出现了长期投资者介入回升的情况，但是，并不明显，而且持续性相对较差。

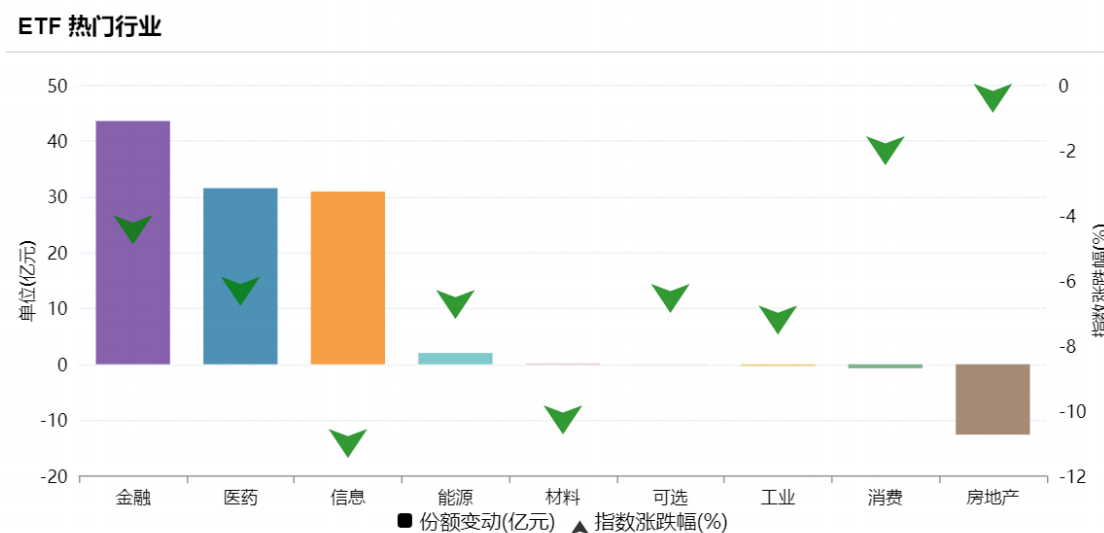
从 ETF 的变动情况看，9 月的情况和 8 月情况形成鲜明对比。股票主题型指数 ETF 和策略型 ETF 回落，规模型增加明显，行业指数 ETF 小幅增加。

图 10：9 月 ETF 份额变动



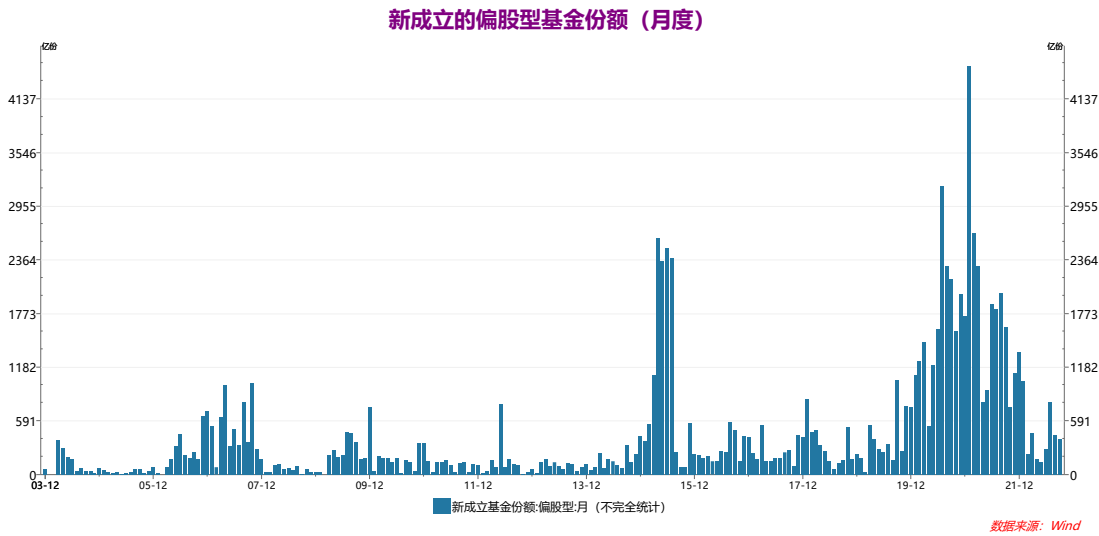
从行业看，ETF 在金融、信息、医药行业增加继续表现相对突出，尽管相关的指数在 9 月是下跌，ETF 份额的减少主要体现在房地产行业上。房地产行业持续减少，而金融行业却在 8 月减少较多。

图 11：ETF 份额行业变动和行业指数涨跌



但是，新成立的偏股型基金在 7 月出现明显的复苏后，8 月回落明显。9 月依旧回落。新成立的偏股型基金 7 月达到 754.65 亿份，但 8 月仅仅报 428.36 亿份。9 月报 384.55 亿份。当然高于 5 134.31 亿份和 6 月的 277.21 亿份。

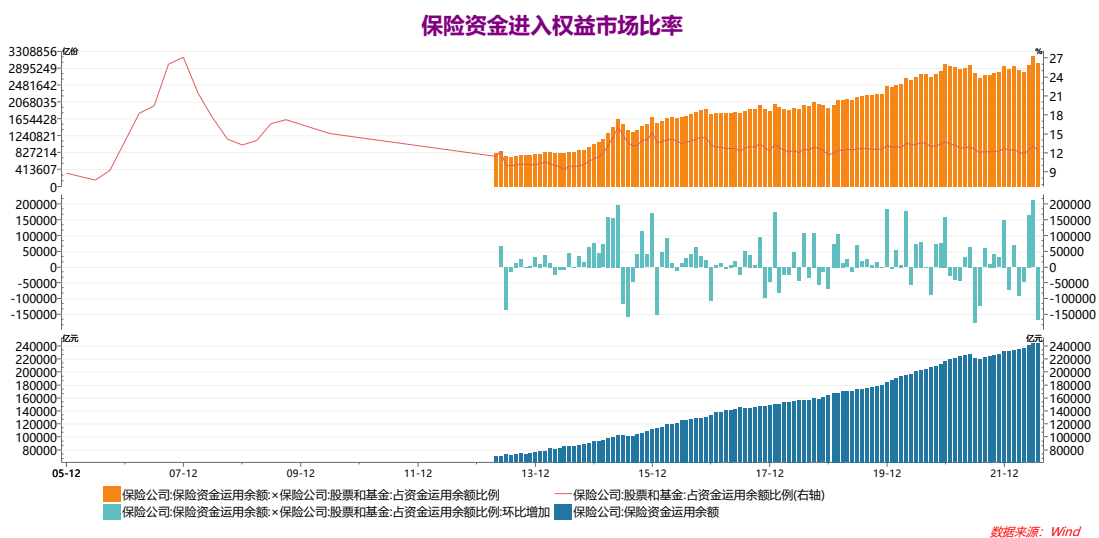
图 12: 新成立的偏股型基金份额 (月度)



资料来源: 研究所 WIND

而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。但 7 月数据再度回落到 12.39%, 环比出现明显的回落。

图 13: 保险资金进入权益市场比率回落

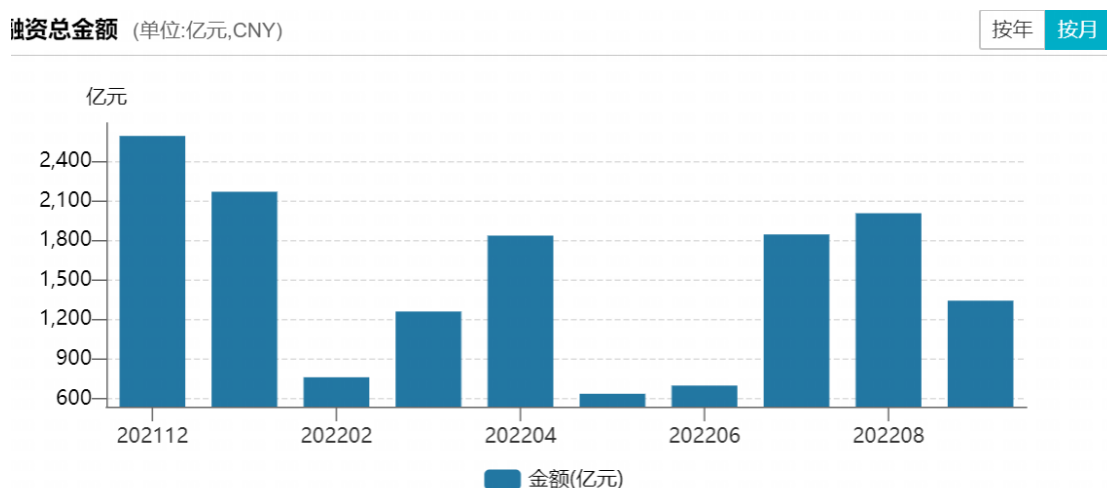


从市场流动性看, 也是具有挑战性的, 市场面临着一定的上市和减持压力。我

们注意到 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。”

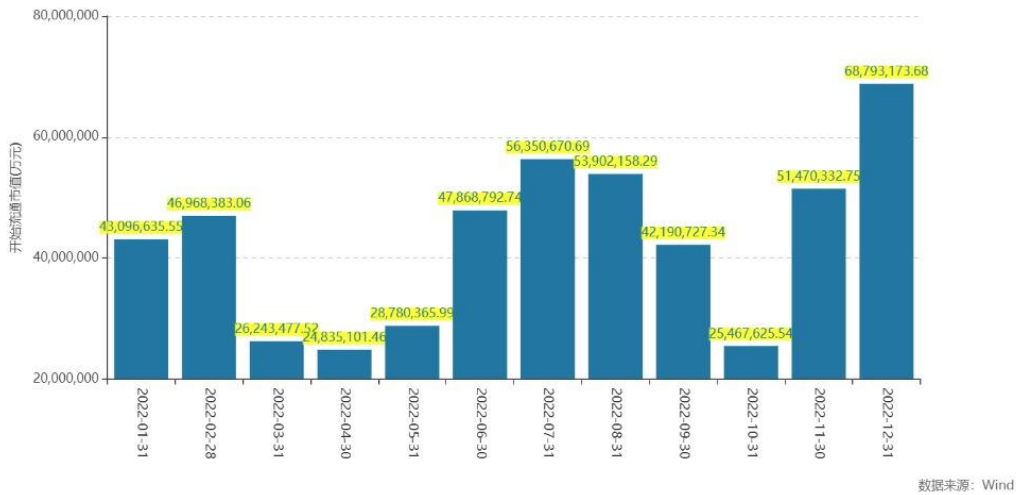
但从最近的融资情况看，并没有明显放缓的迹象。数据显示，8 月有 109 家融资，融资金额报 2007.8 亿元，高于 7 月的 1860.12 亿元。9 月受市场影响，有所放缓，但融资家数依旧达到 92 家，融资金额报 1345.09 亿元。股权融资在宏观杠杆率再度高企的情况下，在减缓经济下行压力方面还是要发挥更大的作用。

图 14：近月融资情况



从限售股的情况看，10 月压力有一定减轻。

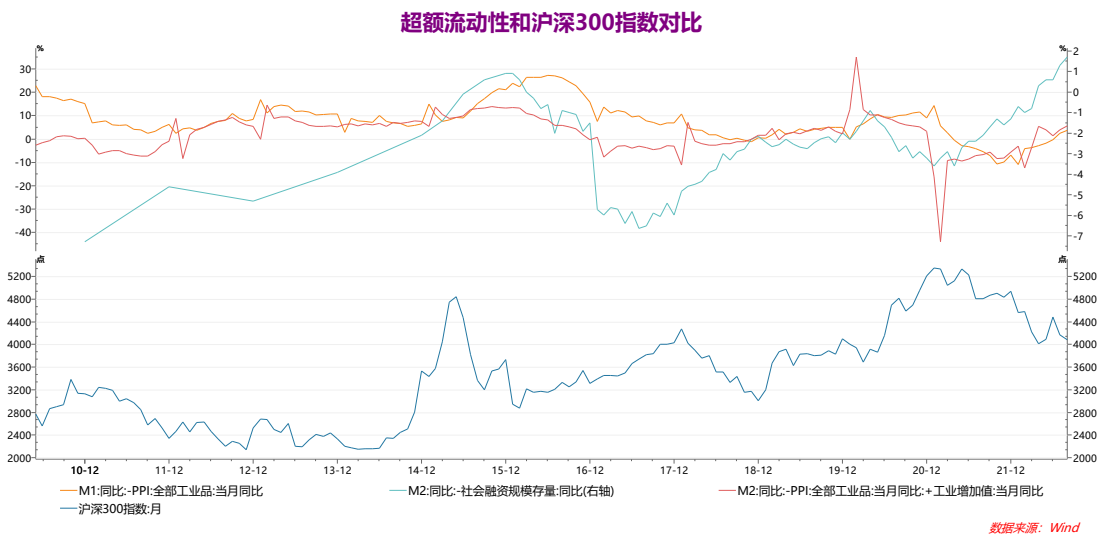
图 15：2022 年限售股减持月度分布



资料来源: 研究所 WIND

从宏观流动性指标看, 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。仅有 M2 与社融存量之差有明显改善。

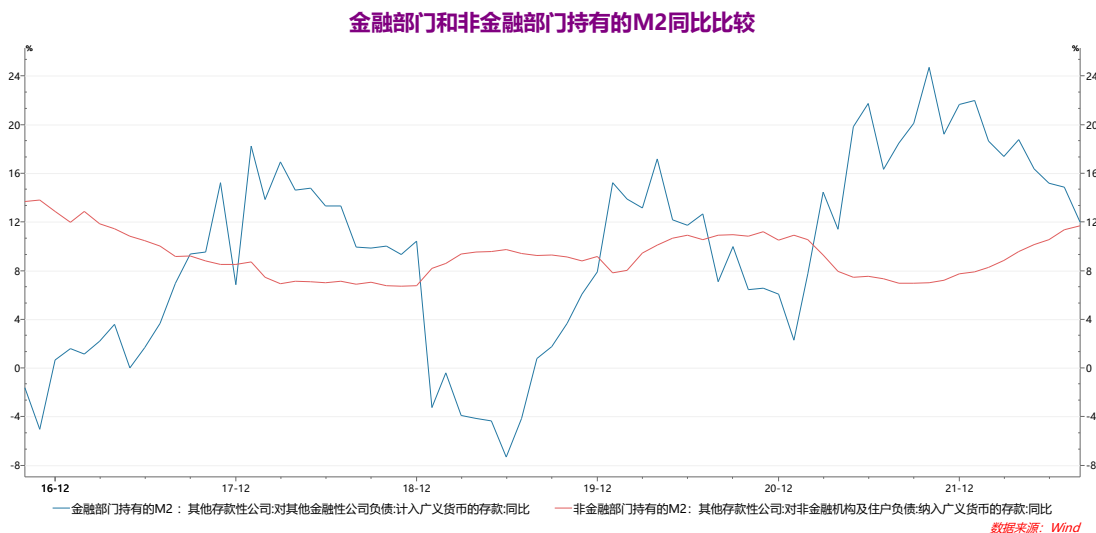
图 16: 超额流动性和沪深 300 指数对比



单从 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。9 月继续延续了

这一趋势。

图 17：金融部门和非金融部门持有的 M2 同比比较



另一个必须关注的问题的人民币兑美元的汇率问题，在经济下行压力下，或者是央行为了发挥人民币汇率对内部平衡和外部平衡的调节作用，人民币汇率面临着调整压力，这一调整也会对权益市场导致冲击。特别是当人民币汇率跌破了 7.2 元的重要观察口后，人民币汇率将寻找新的合理均衡水平。

同时，稳定物价的任务随着年底的到来会更加突出，这可能对货币政策构成羁绊，历史经验也表明，通胀无牛市。权益市场因此将面临新的压力。

尽管市场还会也有一定的结构性机会，但从近期的表现看，多数结构性行情的持续性均比较差。

综上分析，我们认为在 9 月市场大幅下跌后，10 月有重要会议召开，尽管较少概率出现 9 月如此大的跌幅，但市场总体低迷格局难以改变，问题的关键依旧

在于经济大盘稳定的基础不牢固，经济预期转差没有得到逆转，甚至在一定条件下得到强化。即 10 月的权益市场依旧面临着经济下行压力、汇率调整等因素的挑战，也面临着流动性不稳定的考验，面临着疫情反复的考验，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。

尽管长期资金在市场估值处于相对比较低的水平下出现了一定的长期布局，但是相对迟缓，部分长期资金也显得谨慎，如保险资金等。市场上行的条件并不具备。

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，可以通过做空波动率、采取熊市价差策略、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 2 0 2 2 0929）

注：本文所有数据引用截至到 2022 年 9 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](http://www.yhqh.com.cn)

邮箱：[shenchen\\_qh@chinastock.com.cn](mailto:shenchen_qh@chinastock.com.cn)

电话：400-886-7799