

宏观专题

2022年10月31日

研究员：沈忱

期货从业证号：

F3053225

投资咨询资格编号：

Z0015885

✉：shenchen_qh@chinastock.com.cn

市场低迷态势短期难改

——11月权益市场宏观运行环境分析

综述：

我们认为在经济下行依旧存在压力的情况下，目前市场信心依旧不足，市场总体低迷格局难以改变，11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，市场持续上行的条件并不具备。我们承认市场有一定结构性机会，结构性机会将围绕着20大制定的新战略发展战略展开。但在市场总体低迷的欸情况下，多数结构性行情的持续性均比较差。

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《十月权益市场宏观运行环境分析》中进一步指出，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。”

事实上，10月的权益市场继续出现了较大幅度的调整，尤以上证50为最，中证500和中证1000出现了一定幅度的反弹而转涨。从申万一级行业指数看，跌幅比较大的是食品饮料、房地产等，以及前几个月逆势上涨的煤炭和石油石化等。而计算机、国防军工等上涨明显。

图1：十月主要指数表现

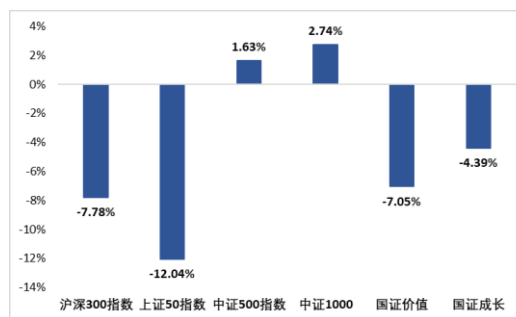
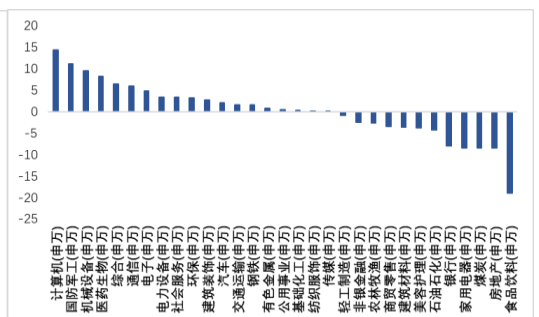


图2：行业指数月度涨跌幅



数据来源：Wind、银河期货

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、9月数据出现明显的反复，正如李克强总理一针见血、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9月利润数据看，下行趋势没有逆转，固定投资也受到房地产下行的影响。

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。但是，市场对此熟视无睹，市场信心低迷。

图3：工业企业利润继续下行

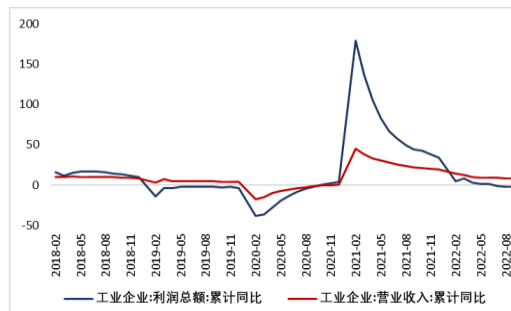
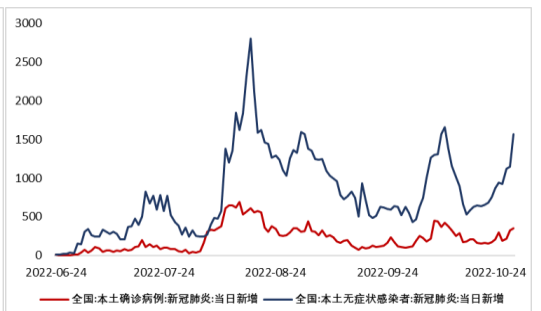


图4：疫情感染病例统计



数据来源：Wind、银河期货

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 5.14%和 4.05%，明显高于我国的长期国债收益率约 2.7%左右的水平，沪深 300 的股息率也达到了 2.9%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。从行业股息率的角度看，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 5%，银行的股息率更是超过了 6%，也具有投资价值。

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 2.7%，而沪深 300 和中证 500 的平均市盈率的倒数分别达到 7.36%和 6.26%，正向差值分别达到 4.61%和 3.51%，差值较上月继续扩大。股票相对于国债的投资价值依旧比较突出。

但是，我们也坚持认为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，从半年报看，多数上市公司的业绩均差强人意。从三季度季报看，多数上市公司改善有限。尽管多数上市公司的 PE 水平比较低，但是由于对经济的预期转差，PEG 水平并不低。

图5：主要指数的股息率

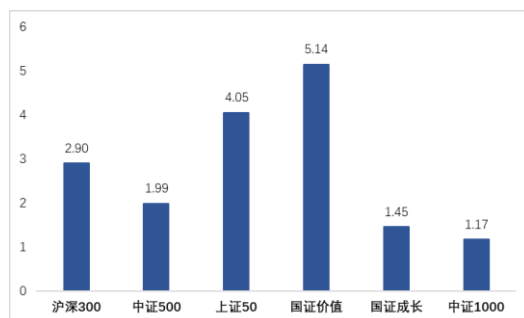
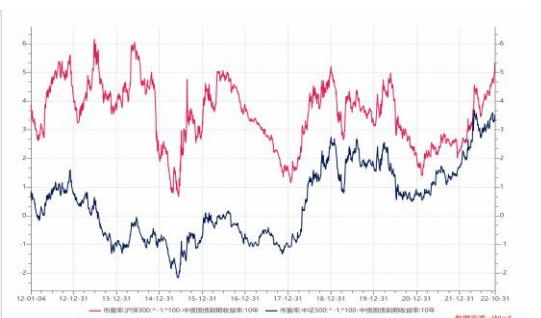


图6：股债相对价值



数据来源：Wind、银河期货

市场信心的低迷还表现在陆港通资金的流出加大和上市公司回购力度乏善可陈上。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 423 亿元。而 10 月份，陆股通大幅净流出 573 亿元，更是创出年内新高。

从上市公司回购情况看，尽管市场大跌，但下半年，特别是 8 月后，实施和完成回购相

对平稳，考虑到10月交易日少，因此10月的回购有所上升。数据显示，7月的回购股数和回购金额分别达到32.3亿股和516亿元，但8、9和10月的回购股数分别仅为35.16亿股、32.63亿股和28.7亿股，回购资金分别也分别下降到327.24，327.64亿元和350亿元。

但在产业资本的减持上，减持压力在10月确实出现了明显的萎缩，仅仅减持了49亿元。而下半年以来，减持压力一直处于高压：6月借大盘反弹大幅减持了535.85亿元，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，减持了近445亿元。显示出市场预期的悲观。

图7：陆股通（北向资金）

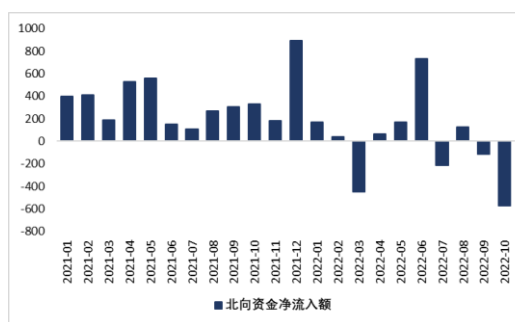
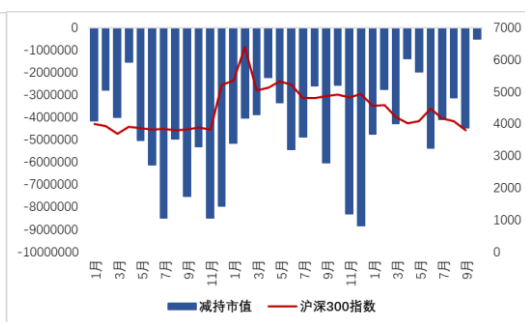


图8：沪深300指数与产业资本减持



数据来源：Wind、银河期货

长期投资者介入回升的并不明显，而且持续性相对较差。从ETF的变动情况看，10月规模型增加明显，股票主题型指数ETF和行业指数ETF也有小幅增加。从行业看，ETF在医药、信息行业增加继续表现相对突出，推动了这2个行业的上涨，ETF份额的减少主要体现在金融和工业行业上。

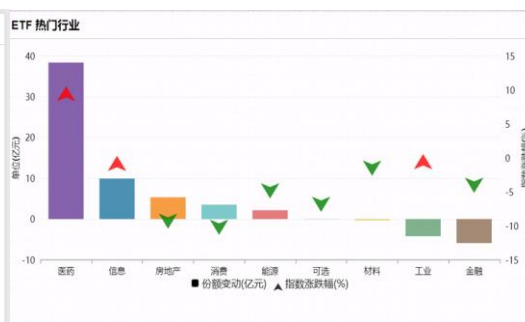
但是，新成立的偏股型基金在7月出现明显的复苏后，8月和9月回落明显。10月依旧回落。新成立的偏股型基金7月达到754.65亿份，但8月仅仅报428.36亿份。9月报384.55亿份，10月仅仅报184.93亿份。当然，10月的交易日相对较少。

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%，9月进一步跌到12.11%。

图9：ETF份额变动



图10：ETF份额行业变动和行业指数涨跌



数据来源：Wind、银河期货

图11: 新成立的偏股型基金份额

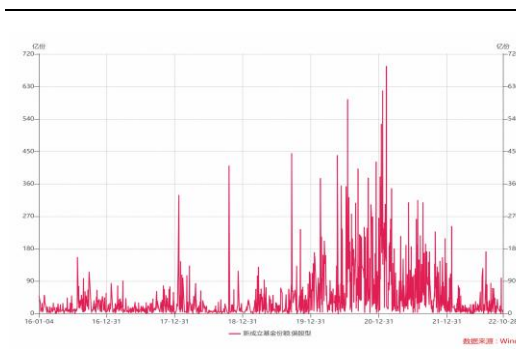
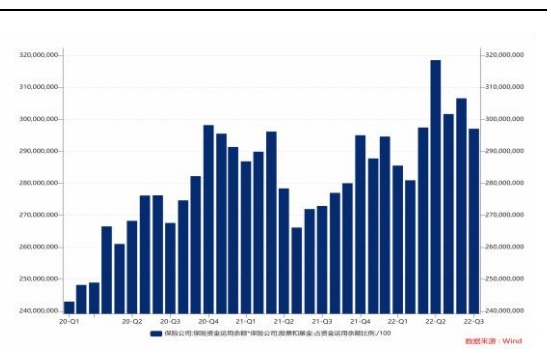


图12: 保险资金入市变化



数据来源: Wind、银河期货

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20大明确提出了发展直接融资。

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,10月因为交易日减少,63家进行了融资,融资金额960.7亿元。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。

而从限售股的情况看,10月压力有一定减轻,但11月压力再度增加。

图13: 近月融资情况

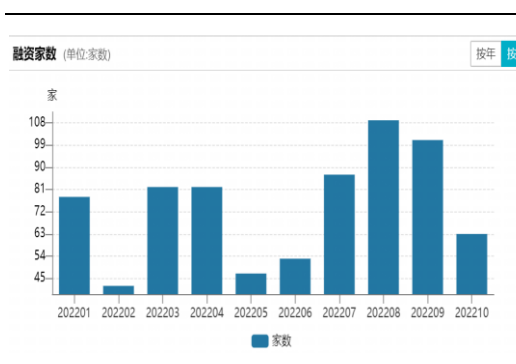
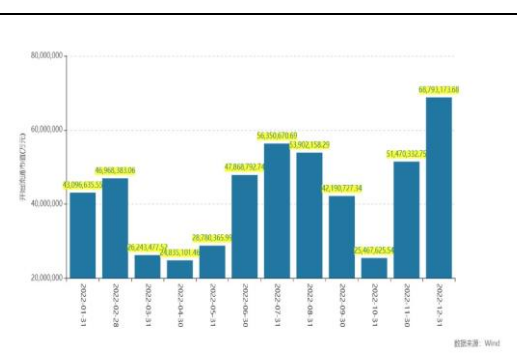


图14: 2022年限售股减持月度分布



数据来源: Wind、银河期货

从宏观超额流动性指标看,从9月的数据看,仅有M1和PPI同比之差有所改善,但依旧处于历史低位。M2与工业增加值与PPI之和的差值和M2与社融存量之差重新走弱。

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。10月继续延续和加快了这一趋势。

图15: 超额流动性指标和沪深300指数

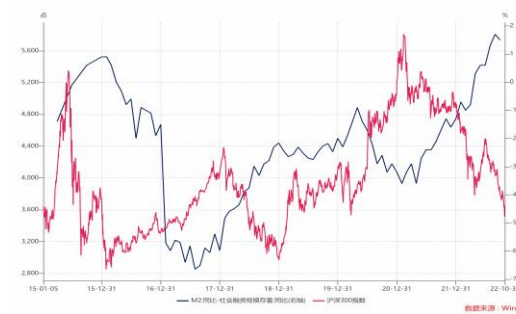
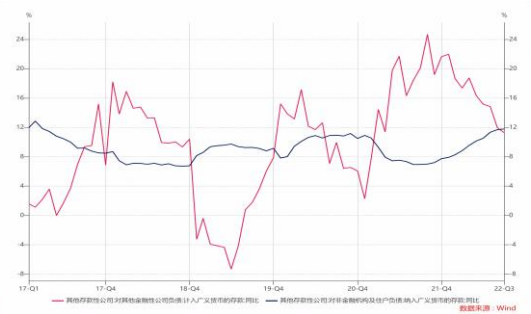


图16: 金融、非金融部门持有M2比较



数据来源: Wind、银河期货

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。尽管央行近期2次对人民币空头进行了打击,但空方依旧有一定力量反扑。

党的20大号召加快构建新发展格局,其提出的加快国有经济布局优化和结构调整、深化国企改革,完善中国特色现代企业制度,弘扬企业家精神,加快建设世界一流企业、构建全国统一大市场,深化要素市场化改革,建设高标准市场体系、依法将各类金融活动全部纳入监管,守住不发生系统性风险底线、健全资本市场功能,提高直接融资比重、坚持把发展经济的着力点放在实体经济上,推进新型工业化、推动战略性新兴产业融合集群发展,构建新一代信息技术、人工智能、生物、技术、新能源、新材料、高端装备、绿色环保等一批新的增长引擎、加快发展数字经济,促进数字经济和实体经济深度融合、加快建设农业强国,扎实推动乡村产业、人才、文化、生态、组织振兴、逐步把永久基本农田全部建成高标准农田,深入实施种业振兴行动等等给结构性行情提出了明确的方向。而**深耕奢华高端市场的贵州茅台的大幅下跌正预示着在新战略发展格局下的结构性变动**。我们认为市场依旧不乏结构性机会,结构性机会将围绕着20大制定的新战略发展战略展开。但在市场总体低迷的敛情况下,多数结构性行情的持续性均比较差。

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。

作者承诺

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 金融衍生品研究所

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 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799