

疲态初露，市场可能进入了粘着状态

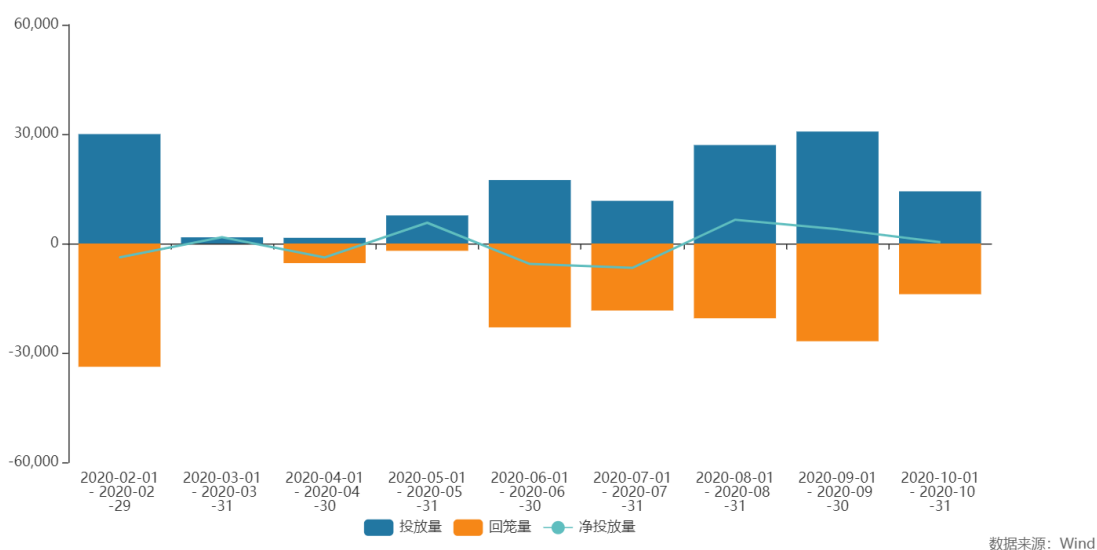
——11 月权益市场宏观环境分析

10 月，中证 500 指数下跌了 1.31%，沪深 300 指数、上证 50 指数尽管出现了不同程度的小幅上涨，但是，从形态看，已经初露疲态，上攻明显乏力。

市场之所以出现疲态，正如我们在《10 月权益市场宏观运行环境分析》论述的那样，由资金推动的动能出现了动力边际减少的情形，而新的动能，即改革与制度创新正在酝酿之中。

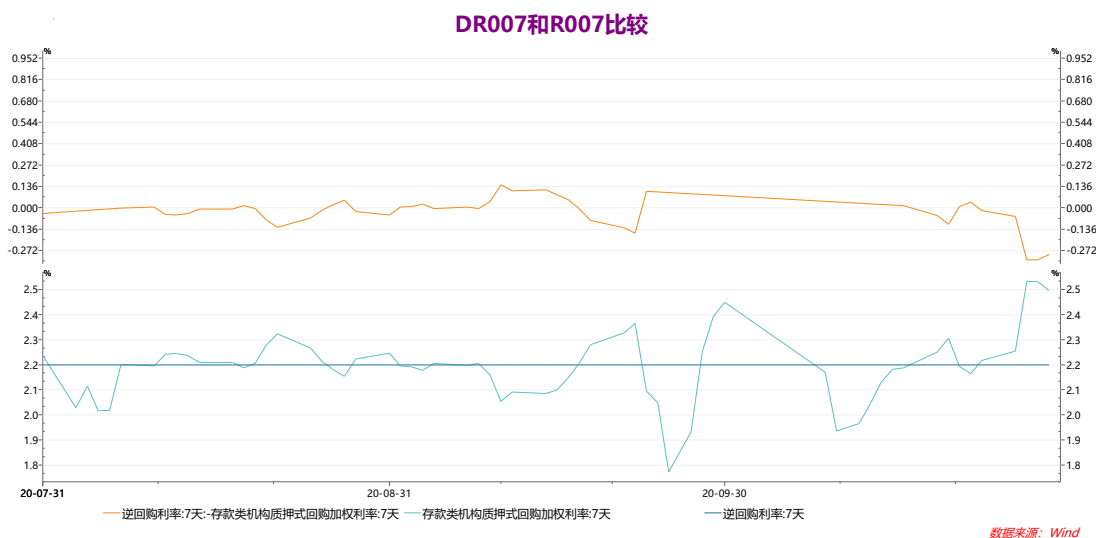
从 10 月的资金面看，确实出现了动力边际减少的情形。从央行的公开操作力度看，10 月出现了减少，净投放量不及前几个月。

图 1：月度央行公开操作情况



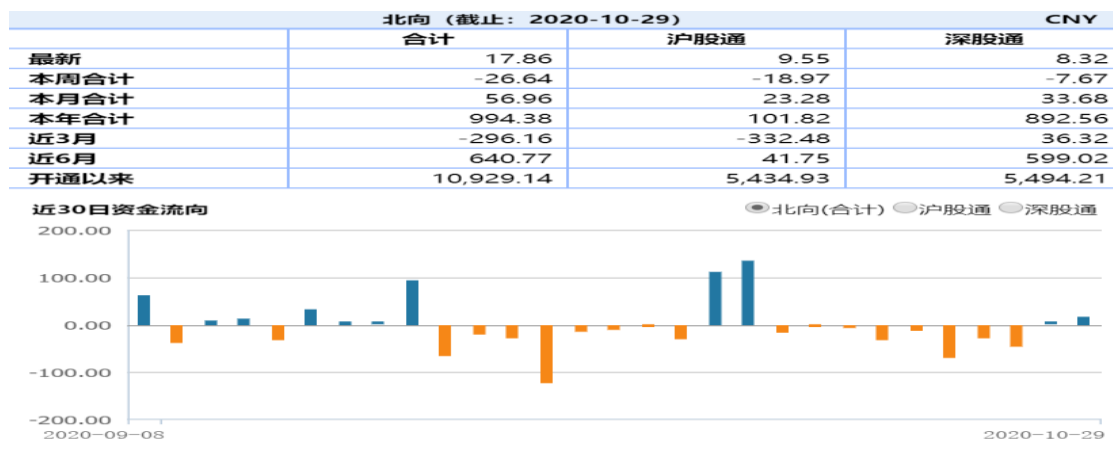
代表市场流动性指标的 DR007 和 R007 出现的持续倒挂的情形，但流动性分层有所改善。

图 2：倒挂的 DR007 和 R007



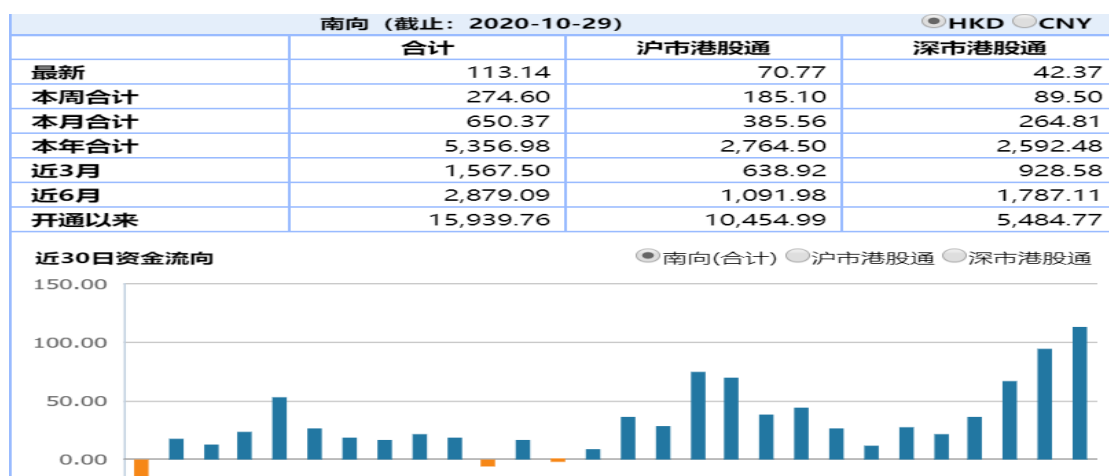
在人民币升值的大背景下，北上资金反而出现了减少。

图 3：北上资金边际减少



而于此相反，南下资金却出现了持续增加的态势。

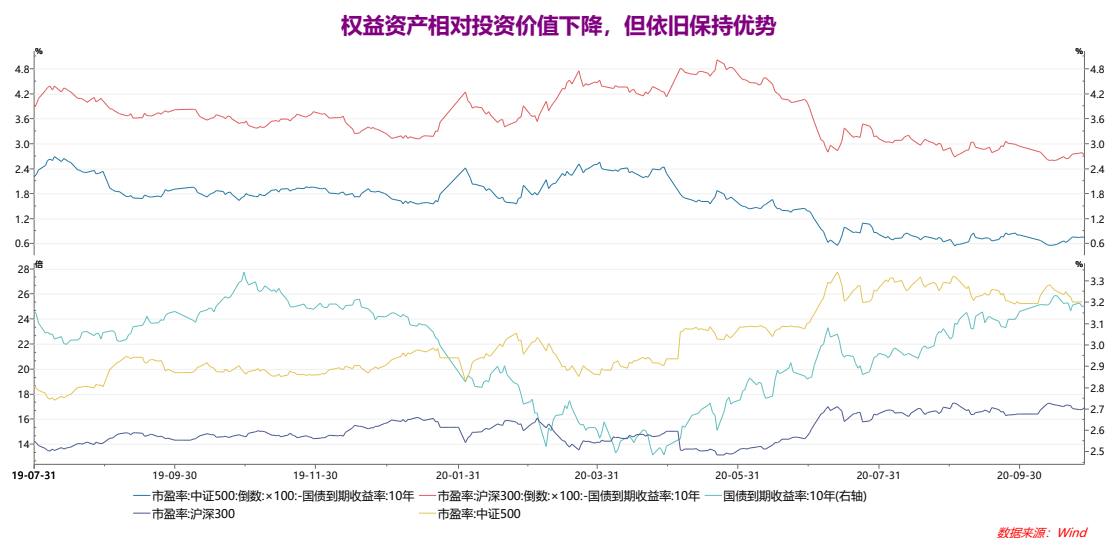
图 4：南下资金持续增加



从央行行长易纲近期的讲话看，重提了“总闸门”，重申了正常的货币政策，特别提到了向上倾斜的政策的债券收益率，尽管这并不意味着货币政策的收紧，因为他还谈到了保持宏观杠杆率的稳定等，但是货币政策继续宽松的余地已经不大。特别是他提到的向上倾斜的、正常的债券收益率，意味着长期债券收益率有升高的趋向，这对权益市场的估值可能有一定的冲击。

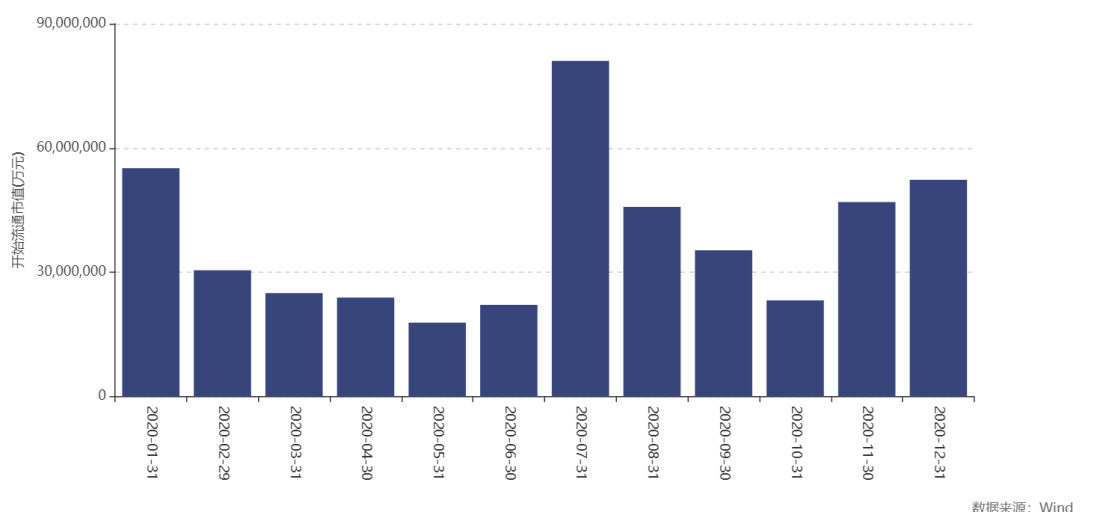
从目前的股债估值比较看，尽管股票的估值依旧对债券有优势，但也必须看到，这一优势正在减少。

图 5：权益资产与债券资产估值比较



同时，今年的最后两个月，又进入了限售股减持的高峰期，对资金面也会带来一定的影响。

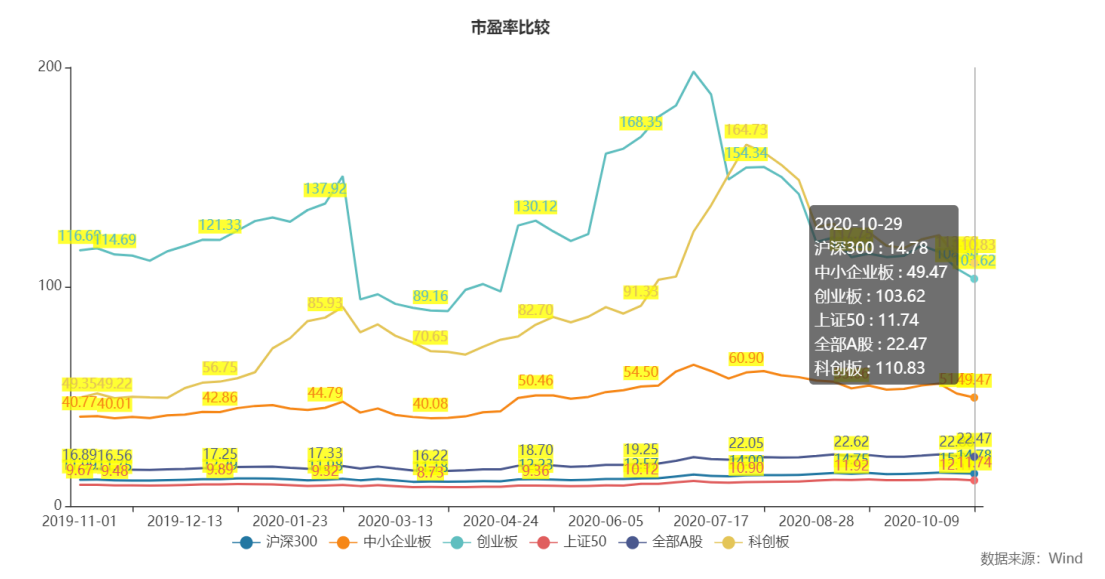
图 6：月度限售股减持情况



综合分析，市场依赖资金推动的动力出现了边际衰减。但是。另一方面，政策面依旧利好权益市场，权益市场在稳定和降低宏观杠杆率、稳定国际收支和汇率、增加财产性收入和增加消费方面具有非常明显的作用。

同时，分化的市盈率水平决定了调整的幅度不会过大。权重占比比较高的银行等股平均 PE 低于 10 倍，上证 50 和沪深 300 指数的平均市盈率也刚过 10 倍。

图 7：分化的 PE 水平



分化的市盈率水平也决定了 11 月或者以后几月的行情可能是以结构性行情为主。很可能出现指数调整，但个股依旧有不少的机会。

在结构性行情方面，我们依旧认为可以从以下三个方面进行把握：一是供给侧改革的机会，在经济景气度下降的背景下，行业龙头，细分行业龙头将

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1741

