

市场开始正式步入结构性调整阶段

——三月权益市场宏观运行环境研究

内容提要：

高估值是市场目前出现调整的最主要原因，包括政策环境在内的内外部宏观环境的变化正同推进这一调整，而技术面的走弱进一步印证了结构性调整已经开始，对此，我们要有足够的认识与思想准备。

我们在《银河期货研究所年终宏观研究特稿之二：2021年权益市场宏观运行环境研究》中强调，2021年，对权益市场而言，不确定性上升，市场震荡将更加频繁，市场的结构性、波段性将进一步强化。我们因此在《一月权益市场宏观环境运行研究》专题报告中提醒：谨慎看待所谓的跨年度行情；在《二月权益市场宏观环境运行研究》专题报告中指出，二月的权益市场因为春节长假因素二在观望气氛中市场可能波澜不惊，即节前市场可能进行高位震荡，而多空双方的新一轮博弈可能发生在春节后。现在看来，在这场博弈中，空方已经胜出。

二月权益市场确实出现了高位震荡，春节前在茅台等机构重仓股带动下，主要股指创下阶段性新高，但是，春节后，市场又在茅台等重仓股的带动下出现了明显的冲高回落高位调整。截至到2月26日中午，沪深300指数月线图已经转跌，中证500指数和上证50指数尽管依旧月线依旧为阳线，但是，过长的上影线显示出上方巨大的上行压力。而且，各主要指数已经跌破中短线均线系统的支撑。我们认为，市场已经步入明显的调整阶段，但和以往调整不同，市场的调整

具有更加明显的结构性。

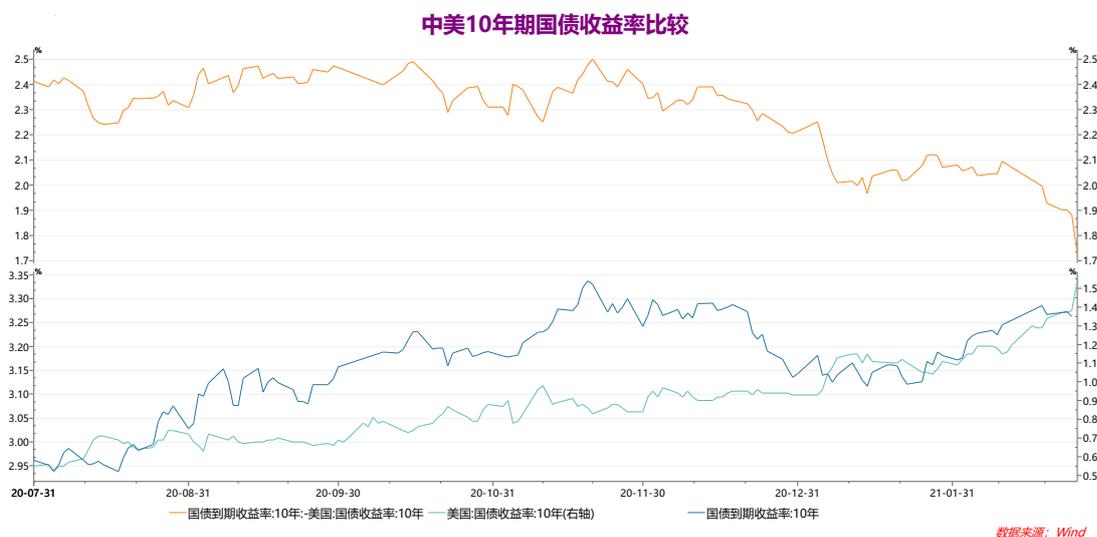
当然，市场出现明显的调整趋势不是仅仅有技术面所决定的，基本面才是推进市场出现调整趋势的主要因素。即技术面是果，而基本面是因。

从宏观面的情况看，货币政策实际上已经出现了“缓拐弯”的情形。尽管一月的社融数据和货币供应量数据出现了明显的增长，但是我们认为社融数据的大幅上涨主要是季节性因素所致，而货币供应量的回升主要是基数原因导致的翘尾因素所致。四季度的央行《货币政策执行报告》中重申了货币政策的总体目标是：“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”。这意味着央行的货币政策将逐步恢复常态运行。

在春节前，央行明显降低了公开市场操作的力度，从 WIND 披露的央行的公开市场活动看，一月央行公开市场操作以回升流动性为主，开展了 10690 亿元逆回购，但有 12450 亿元逆回购到期，进行了 5000 亿元 MLF 操作，但有 5405 亿元的 MLF 到期，全月净投放-2165 亿元。这导致了市场的某些猜测，即在商业银行结售汇顺差大幅增加情况下，央行可能加大对外汇资产的收购而导致外汇占款的增加，因此而降低了公开市场的力度，随着央行一月资产负债平衡表的公布，这一猜测被宣布破产：在银行结售汇 12 月和 1 月顺差共达到 1074.22 亿美元的情况下，央行一月仅仅增加了 91.96 亿人民币的外汇占款。

从外部因素看，美国国债收益率在近期美国疫情控制出现不错趋势和对美国经济较好预期的影响下，出现了猛烈的回升。这一方面对境外权益市场带来了一定的压力，也使得中美利差大幅缩小，中国货币政策的舒适度较去年大幅下降。

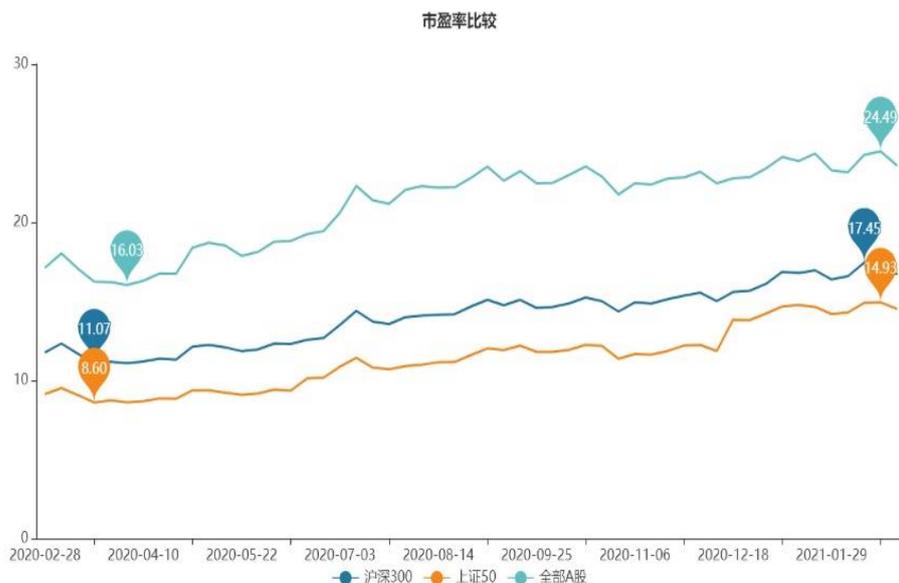
图 1：中美 10 年期国债收益率比较



在输入性通胀风险加大和美债利率上升，中美之间利差缩小的背景下，和去年不同，今年我国利率下行的空间已经基本没有。利率下行空间的基本失去将影响到我国的国债收益率，十年期的国债收益率已经出现明显上行。

从市盈率水平看，经过前期的大幅上升，主要市场市盈率已经出现了明显的上升。

图 2：市场主要市盈率比较



数据来源: Wind 这将直接影

响到股票和债券价值的相对变化，特别是在目前市盈率水平普遍不低的情况下。如下图所示，10年国债收益率尽管依旧低于沪深300指数平均市盈率的倒数，但是，其差值已经大幅缩小到1.6%，而2020年前，其差值基本在2%以上。股票相对于债券的相对投资价值已经大幅降低。

图3：股债相对投资价值比较

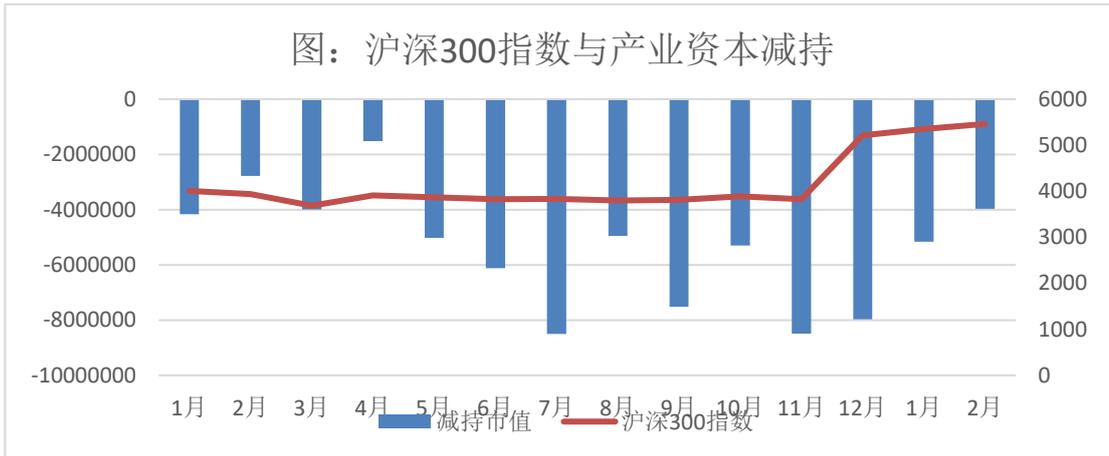


数据来源: Wind

而高估值还带了其他几个影响，一是产业资本的减持。从产业资本减持的情况

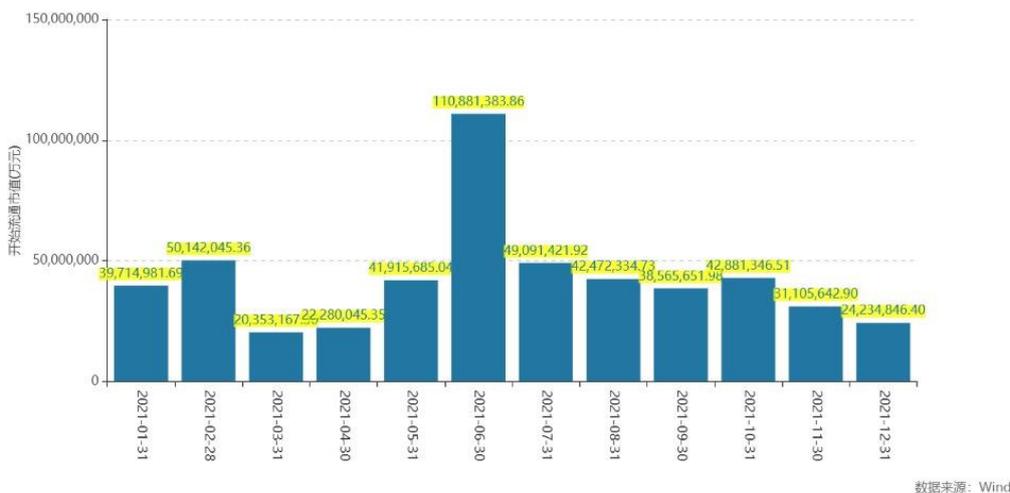
看，尽管二月因春节因素导致交易日减少，但是，从统计数据看，如下图所示，产业资本的减持依旧比较活跃。

图 4：上市公司重要股东减持与沪深 300 指数波动



但是从限售股的情况看，三月的限售股压力相对比较轻。

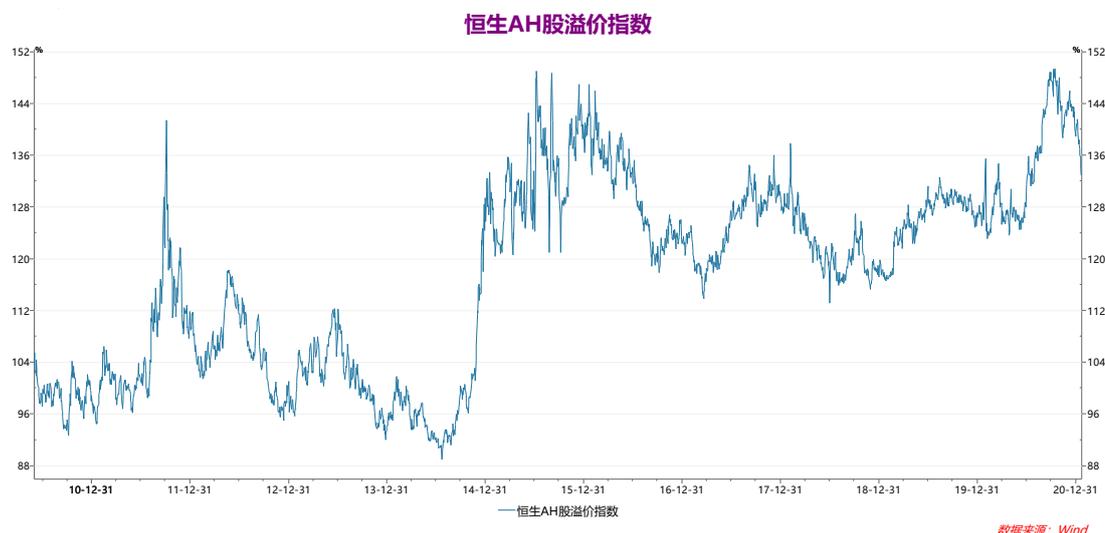
图 5：月度限售股分布情况



估值高还可以从 AH 的溢价率来看，目前 AH 股的溢价率尽管较前期有所下降，

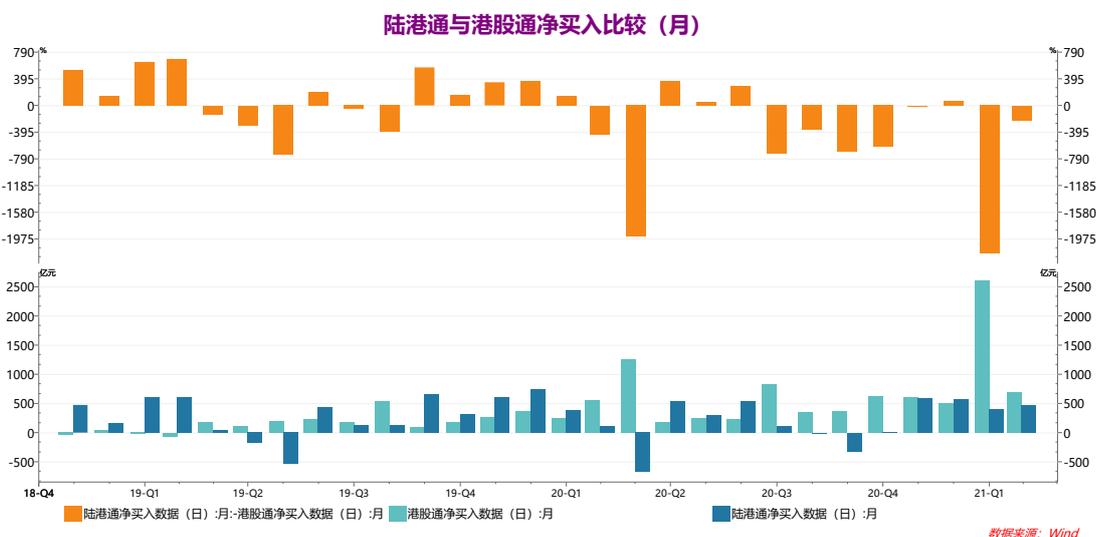
但是依旧处于较高位置。

图 6：AH 股溢价指数



在 AH 股存在巨大差价的情况下，二月，尽管香港因为提升交易印花税出现了大跌和二月因为两地休市及其休市时间差异，如下图所示，港股通的净买入资金相对陆港通净买入资金依旧相对比较活跃，

图 7：陆港通与港股通净买入比较（月）



估值高，特别是存在着结构性高估值的情况下，带来了市场风格的转变。如下图所示，我们比较了国证成长指数和国证价值指数的走势，近阶段，国证成长指数出现了明显的调整，而国证价值指数相对而言表现出一定的抗跌性。

图 8：国证成长和国证价值比较



三月也是年报公布的集中期，因此，上市公司到底估值高不高，成长性是不是可以持续，有待于年报进行检验。我们认为，大多数公司的股价，特别是所谓成长股的股价应处于比较高的位置，即使部分股价估值还比较合理，但是，其成长空间有多大依旧值得怀疑。当茅台酒的市值超过了多数一线城市的 GDP，当“东方财富”的市值几倍于一线券商——“中信证券”，我们没有理由不相信多数成长

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_17904



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn