

股指：低风险偏好与流动性充足之困

华翔

从业资格证号：F0280697

投资咨询证号：Z0010169

前言：当前股票市场，无论是美股还是 A 股都各有纠结。从宏观面看，美股的矛盾更大，一边是经济疲弱与疫情冲击对公司盈利的打击，一边是强力政策和美联储的无限量 QE 对估值的支撑。相比之下，A 股主要是内部的结构矛盾，从长期看当前 A 股还是以逢低买入为主。

一、宏观环境

尽管海外疫情影响下，全球新增确诊人数依然在高位徘徊，但数据显示宏观经济受到最大冲击的时间已过。美国周初申领失业金人数从 680 万下降到 290 万，新失业的人数虽然在增加但是幅度在减小。油价也从极端的低位，有 30% 以上的反弹，缓解了经济衰退的恐慌。

从国内 3 月以来的数据看，社会消费品零售总额触底掉头反弹；地产销售与投资累计同比也同步改善。乘联会表示，4 月前四周零售同比增速回升到 -2%，目前判断 4 月的零售全月同比增长 -6%，这是很好的市场回暖表现。1 月零售同比增速 -20%，2 月增速 -80%，3 月增速 -40%。如果从汽车销售的数据推演，大多数消费数据 4 月会相对于 3 月进一步改善。另外，M1、M2 四月同比数据回升，通常领先于名义 GDP 的回升半年左右。

因此，尽管疫情对实体经济的破坏性很大，将会明显影响 1、2 季度的经济数据表现，然而国内外实体经济企稳复苏已经在进行中，股市的前瞻性较强，一般重边际变化多过于过去。近期的反弹已经计入了经济好转的部分，复苏的节奏是未来交易的主线。

二、美股市场

自 2019 年以来，美股 EPS 增速已经开始回落，随着联邦基金目标利率被调降，美股虽然维持上涨，但是估值始终居于高位。受到疫情冲击，美股大幅回落之时，估值一度有较好的恢复，随着这波反弹，估值又回到了较高的水平。（图一、图二）

本轮美股的下跌与上涨都是估值的变化，而估值的回升主要是来自于两方面的驱动。第一是美联储快速降息到联邦基金目标利率为 0-0.25% 位置，利率的大幅下降使得估值水平提升。第二是美联储通过资产购买，为市场提供了大量流动性。美联储的总资产负债表从 4.1 万亿飙升到 6.7 万亿美元。我们看这两个因素的持续性，首先本轮标普底对应的短端利率下降相比历史要少，这是因为短端利率下降的空间比历史不足，如果按照历史，可能需要负利率。其二，美联储每周的总体 QE 购买规模，在 3 月 25 日的当周达到高位至 5860 亿美元，随后逐步下降。上周（4 月 27 日至 5 月 1 日）已降至 830 亿美元，降幅高达 86%。这可以理解为随着美国股市不断企稳，暂时避免了流动性危机进一步演化为金融危机和企业债务危机，美联储逐步降低资金的支持力度。意味着支持美股估值上涨的两个因素，利率方面如果不出现负利率已经耗尽，另一个正在逐渐减弱。后期就需要看市场自身对估值的支撑。但是 5 月 6 日到 13 日，美联储购买资产额又升至 2100 亿美元，因此风险可能会被推后。到目前，美股流动性问题不大，信用风险明显改善，但没有完全消除，意味着风险偏好还是比较低。短期来看，美股风险可控，但是中长期，这次疫情和宏观叠加的美股下跌和恢复以往历史比较，显得速度太快，难以判断是否已经走完。（图三）

三、国内股市

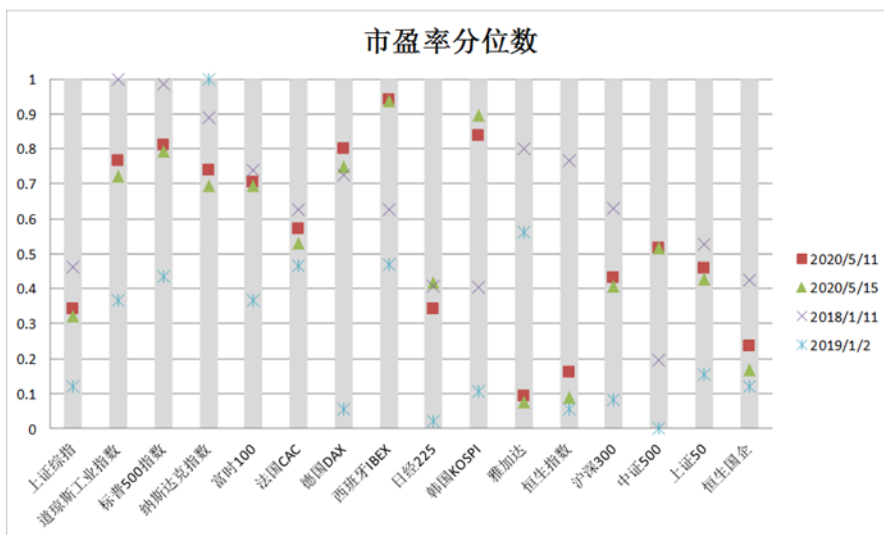
虽然我们目前还是建议择机配置多头，但是复苏的节奏不可能太快。配置多头的主要原因是当前流动性非常充足。银行间质押式回购利率、国债利率等都在低位。从长期看，利率低位对应股价低位。且从估值看，国内股指的估值历史分位数比美股低，PE 和 PB 分位数均在 50%以下。另外正如我们在宏观环境部分的论述，整个经济已经步入好转阶段。复苏节奏不可能太快是因为，一季报显示上证 50 的净利润同比为-16.3%，沪深 300 净利润同比-18%，中证 500 净利润同比增速为-34%。受到疫情影响，大多数公司的业绩受到冲击。（图四）

当前很明显的一个问题是指数内部的分化，对于投资者来说，选择股票行业的不同，对于当前牛熊市的感受是完全不同的。部分行业如消费、TMT 给予高估值，且趋势上涨，有些已经创出新高。其他行业可能在估值和价格都在低位，但是不涨。短期来看，消费、TMT 行业所受青睐很大原因是业绩受到实体冲击相对较小，流动性充足但是风险偏好不够高的情况下，资金不断涌入确定性高的行业与个股，加大了指数和行业与个股的分化。中长期看，未来如果发展趋势向美股靠近，那么当前大热的行业热度可持续性可能会很长，但拉涨速度过快也会有波折和调整。（图五、图六）

从资金面看，目前资金流入比较纠结。两融资金小幅进出，沪深两融余额在 10500 亿附近震荡，整体位置处于 16 年以来的高位。融资买入额占 A 股成交比例偏中性。北上资金已经收复 1 月 23 日以来的流出，目前依然处于流入态势。普通股票基金仓位接近 90%，处于近年来的高位，一方面显示长期持有的信心，另一方面基金加仓的能力稍有不足。而基金重仓的股票大多分布在消费与 TMT 行业。（图七）从新发基金规模看，今年新发偏股型基金积极，上半年的发行量已经接近 2019 年全年，也是国内资金增量的来源。

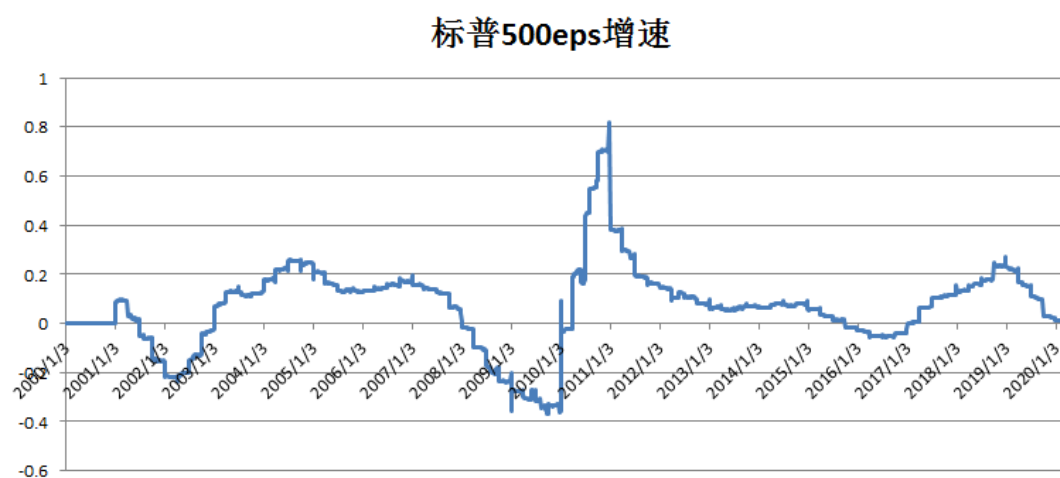
回顾过往，国内股市在行业上出现如此大的结构性分歧比较少见，未来轮动能不能发生。我们觉得还是有机会的，只不过需要时间一是等待业绩反转，二是等资金形成合力。从策略上，中长期：逢低卖虚值的看跌期权，或者买贴水比较深的中证 500；如果美股能有二次探底的机会，如果有再结合中长期配置会更有利。

图一：股票市场估值



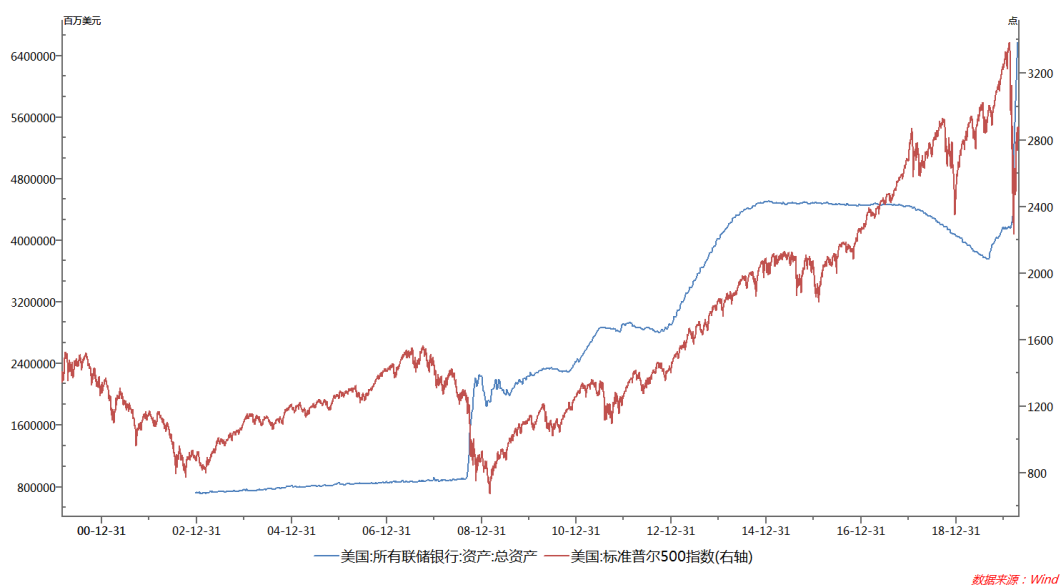
数据来源：wind，永安期货研究中心

图二：标普 EPS 增速



数据来源：Bloomberg，永安期货研究中心

图三：美联储资产与标普



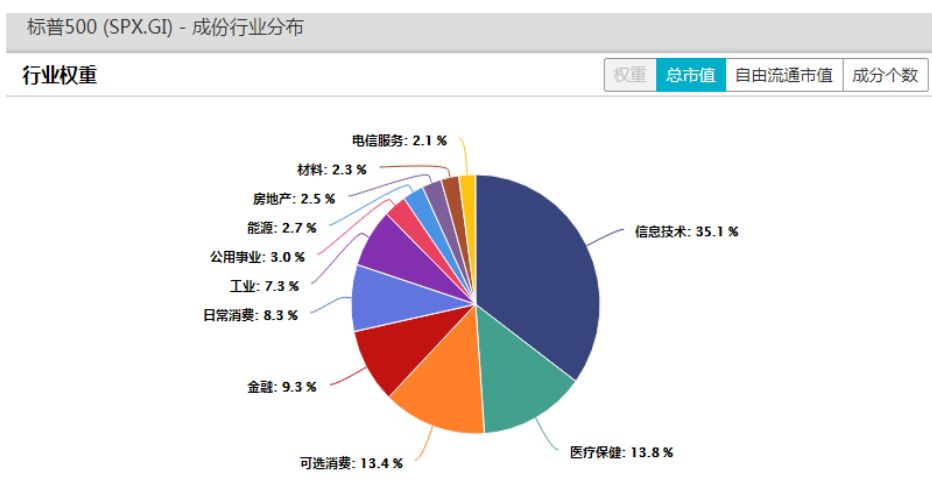
数据来源：wind，永安期货研究中心

图四：年报与季报业绩

	年报披露率%	一季报披露率%	2019年报净利润同比%	2020一季报净利润同比%
上证50	100	100	11.6	-16.3
沪深300	100	100	11	-18
中证500	100	100	-13	-34
创业板	99.87	99.88	31	-25.4

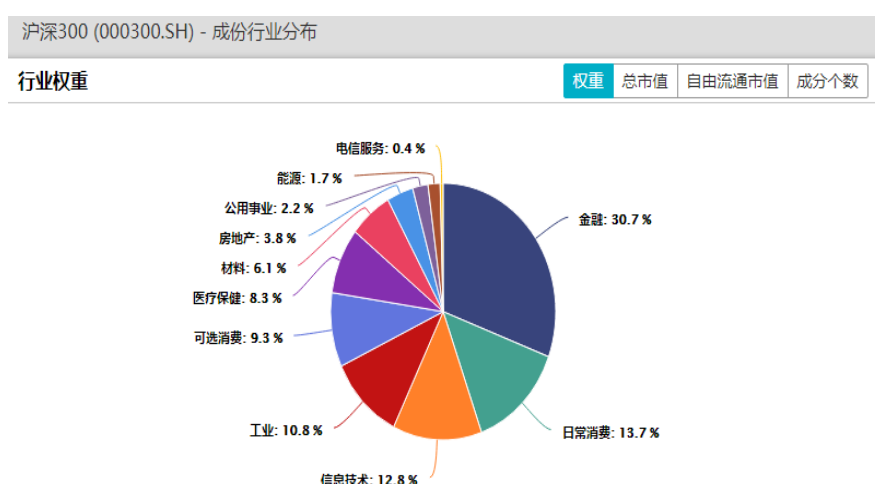
数据来源：wind，永安期货研究中心

图五：标普 500 成分



数据来源：wind，永安期货研究中心

图六：沪深 300 成分



数据来源：wind，永安期货研究中心

图七：基金重仓股票

申万一级行业	2019Q1	申万一级行业	2019Q2	申万一级行业	2019Q3	申万一级行业	2019Q4	申万一级行业	2020Q1	较2019Q4变动
食品饮料	6.98	食品饮料	9.07	食品饮料	8.83	食品饮料	7.60	医药生物	7.59	1.76
医药生物	5.43	非银金融	6.27	医药生物	6.48	医药生物	5.82	食品饮料	6.95	-0.65
非银金融	5.30	医药生物	5.63	非银金融	5.74	电子	5.45	电子	6.24	0.79
银行	3.63	银行	4.87	银行	4.58	非银金融	4.87	非银金融	3.75	-1.12
电子	3.59	家用电器	2.94	电子	4.57	银行	4.37	银行	3.18	-1.19
房地产	2.63	电子	2.52	家用电器	2.67	家用电器	2.84	计算机	2.93	1.28
计算机	2.41	房地产	1.82	计算机	1.88	房地产	2.23	传媒	1.92	0.48
家用电器	2.18	计算机	1.81	房地产	1.67	计算机	1.65	家用电器	1.81	-1.03
农林牧渔	1.93	农林牧渔	1.60	电气设备	1.49	电气设备	1.48	房地产	1.66	-0.57
电气设备	1.57	电气设备	1.59	农林牧渔	1.40	传媒	1.44	电气设备	1.61	0.14
合计	35.64	合计	38.11	合计	39.30	合计	37.75	合计	37.64	

数据来源：wind，永安期货研究中心