

# 期指结构分化，不会全面转熊

宝城期货金融研究所 程小勇

2月下旬以来，中国A股出现持续调整，尤其是在2020年抱团的白马股暴跌导致A股总市值出现较大幅度缩水。笔者认为，中国A股出现持续大调整可能主要有几个方面原因导致的：一是中国经济复苏最强劲时期可能已经过去，盈利扩张可能见顶；二是外围市场的冲击，尤其是美债收益率攀升带来资产价格重估，部分估值偏高的股票出现“杀估值”的走势；三是美国通胀预期攀升以为未来美国可能陷入滞胀带来输入性通胀压力；四是未来政策退出带来流动性收紧预期。

从未来中国股市走势来看，部分高估值股票还将迎来估值调整的压力，但是并不会全面进入熊市，结构性行情还将持续，尤其是周期性股票和高技术制造业板块牛市行情还将持续，因两会通过“十四五规划”直指制造业升级和科技创新，而部分垄断较强的板块如互联网板块，估值较高如消费、食品饮料等板块面临调整压力。反应在期指上，可能未来小盘股上涨潜力大于大盘股，IC走势可能强于IF和IH。

## 中国经济复苏最强劲时期可能已经过去

从制造业PMI来看，2月份中国制造业PMI回落至50.6，较上月下降0.7个百分点。从分享指标来看，新订单指数和新出口订单指数都在回落。2月制造业PMI回落既有春节等季节性因素，也有经济复苏强度环比走弱的因素。

从信贷和社融数据来看，融资需求依旧强劲，但货币供应相对克制，部分企业抢信贷资源迹象明显。央行发布的数据显示，2月末人民币贷款余额177.68万亿元，同比增长12.9%，增速分别比上月末和上年同期高0.2个和0.8个百分点，增速为去年10月以来首次加快，这说明年初信贷需求比较强劲，尤其是部分信贷财政补贴措施即将在3月份到期和还本付息高峰，企业在抢跑信贷资源。

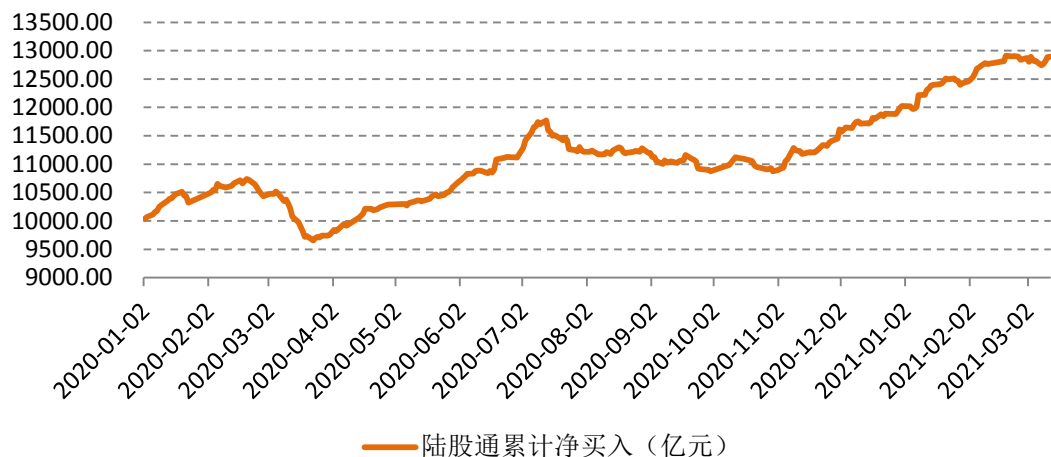
从未来政策走向来看，货币和财政政策不大可能会维持2020年那样的强度，尽管中央不断强调政策“不急转弯”但是最终还是会转弯。3月2日，银保监会主席郭树清在国务院新闻办新闻发布会上表示，相关的政策会逐步退出，如财政贴息等，货币市场利率会缓慢回升。

## 美债收益率攀升带来估值调整的压力

美债收益率持续攀升，引发金融市场担忧，类似情况在2018年一季度也出现过。美债收益率攀升带来的资产价格重估一方面来源于资产价格的估值，美债收益率会引发美元实际利率攀升，而美元实际利率是风险资产的机会成本；另一方面来源于美元流动性的变化，一旦美元利率攀升伴随美元汇率攀升，美元流动性会回流美国，非美经济体尤其是新兴市场会出现资金外流，从而导致投资下降，经济复苏中断。

实际上我们需要更关注的是美元的实际利率，即美国通胀保值指数国债（TIPS）收益率攀升带来的冲击。TIPS收益率攀升，意味着美元实际利率在触底反弹。此前全球风险资产价格反弹的一个逻辑是持有风险资产的机会成本在下降（由美元实际利率决定），TIPS收益率攀升意味着市场预计美联储加息可能会提前，TIPS收益率可能拆分为美元利率和实际通胀，在实际通胀保持稳定的情况下，TIPS收益率攀升意味着美元名义利率在上升，隐含市场对美联储货币紧缩的但以后。

从中国A股和美债收益率关系来看，可以分两个层面解读：一是美债收益率攀升会不会引发中美利差缩减，从而导致国际资本从中国回流美国，导致中国A股流动性收缩。数据显示，从2月22日至3月8日，陆股通净买入资金量持续是负值，在3月9日-11日短暂反弹之后，在3月12日再度降至8.27亿元，累计净买入量在其期间有出现回流的趋势，截止3月12日降至12893.68亿元，此前在2月19日一度创下12910.91亿元的记录。



图为陆股通累计净买入量

二是随着中国 A 股国际化，美债收益率也成为中国 A 股定价的一个重要因素，尤其是 A 股龙头股的国际化意味着龙头股的定价基准将转变为美债收益率，可以看到 17 年以来沪深 300 估值与 10 年美债收益率的负相关性明显增强，美债收益率的大幅回升对龙头股带来的调整压力会更大。

从结构上来看，笔者认为去年受益于美元利率和人民币利率回落的涨幅过大的白马股、部分科技股和食品饮料等板块面临调整压力，但是周期性股市受益于经济复苏和对冲通胀利好而保持坚挺，估值调整压力利改善对冲而有所降低

#### 中期来看 A 股暂时看不到转为熊市的系统性风险

从流动性来看，居民财富增配股票，尤其是地产调控加码和资管新规实施带来居民财富配置流向证券市场的大背景下，中国 A 股流动性暂时不会出现断崖式下降。资管新规下，银行理财和信托面临非标转标和净值化转型的压力，银行理财和信托产品收益率仍在下行趋势中，规模也可能进一步下降，有利于居民财富配置流向证券市场。

从美元流动性来看，由于美联储对通胀的容忍度较高，因此在 2021 年上半年至少看不到货币紧缩的必要。然而，从长期来看，并不排除美国陷入滞胀下的被动收缩。当前中国经济类似于上个世纪 90 年代美国，制造业升级，地产依赖下降；而美国类似于中国 2010-2015 年，地产周期升温，再工业化困难，因此中国资产具备很高的投资价值，美元资本大规模外流的可能性不大。

总结，笔者认为中国 A 股调整压力还会持续，但是结构性的，部分高估值、强垄断和过度抱团的白马股面临继续调整风险，而低估值、潜力大和存在盈利修复可能的小盘股可能会相对坚挺。因此，未来小盘股上涨潜力大于大盘股，IC 走势可能强于 IF 和 IH。