

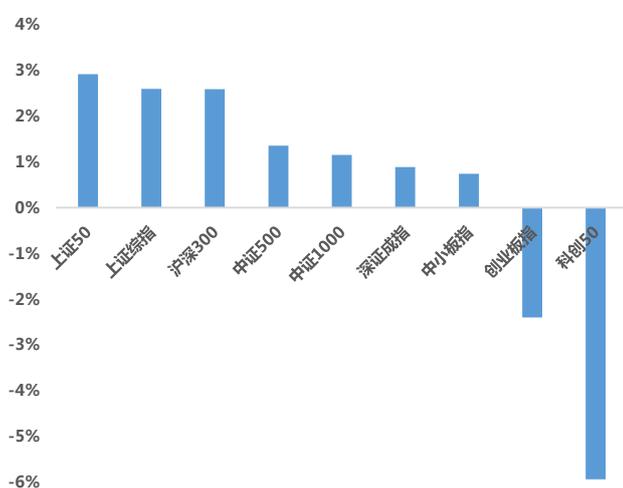
股指：短期观望，静待方向选择

一德期货 陈畅 投资咨询号：Z0013351

摘要：从市场结构角度来看，我们依然认为当前处于风格回归的窗口期，类似 2016 年末至 2017 年初。实际上从各指数走势来看，自 7 月中旬指数结束单边上涨陷入震荡以来，权重指数走势相对较强，沪深 300 指数本周一率先创出新高，而同期创业板表现最弱。未来在经济复苏和货币信用边际趋紧的背景下，顺周期板块阶段性的投资机会依然值得投资者重点关注。

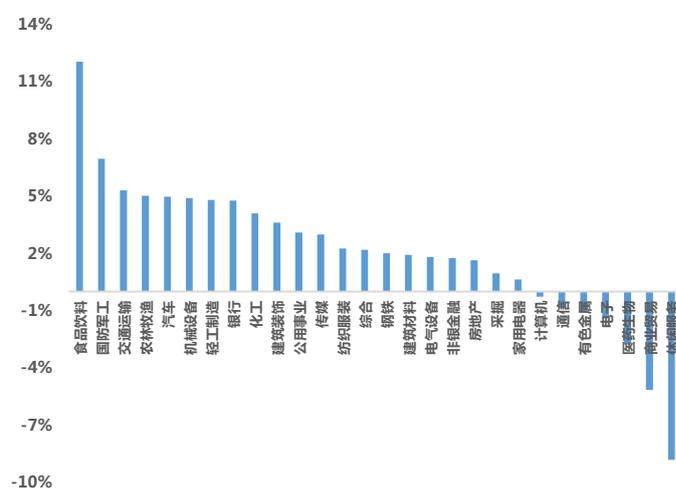
自 7 月 13 日上证综指创下 3458 点的年内高点以来，市场已经持续震荡了一个多月。整个八月期间，虽然上证综指的震荡中枢在逐渐抬升，但无论是反弹的力度还是上涨的空间均不能和七月初同日而语。从技术层面来看，当前上证综指处于收敛三角形形态的整理末端，短期很可能面临方向的选择。市场结构方面，从过去一个月主要指数的表现来看，风格转换已经初现端倪：其中代表大市值蓝筹的上证 50 和沪深 300 涨幅居前，代表中小市值个股的中证 500 和中证 1000 涨幅居中，而代表医药、科技、新能源等成长方向的创业板指和科创 50 指数敬陪末座，这一点从申万一级行业八月涨跌状况就可见一斑。

图 1：各主要指数八月涨跌幅排行榜



资料来源：wind，一德期货

图 2：申万一级行业八月涨跌幅排行榜



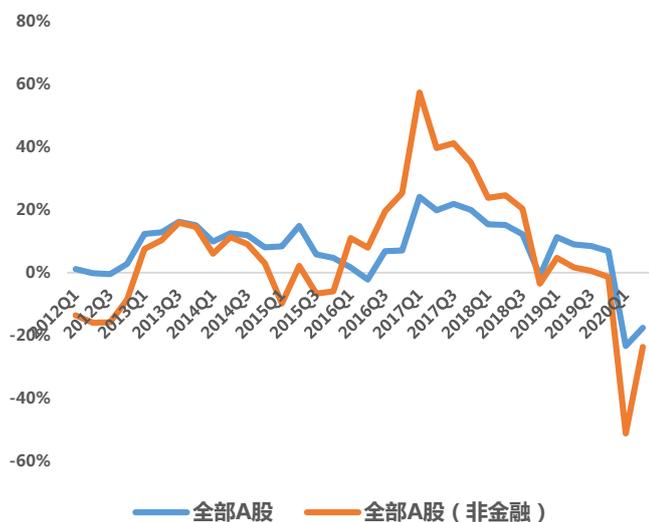
资料来源：wind，一德期货

国内经济稳健复苏

截止 8 月 31 日，A 股上市公司中报业绩已经基本披露完毕。从数据来看，得益于国内疫情有效防控及稳增长政策托底，二季度 A 股上市公司业绩在一季度深度回调的基础上明显复苏。具体来看，全部 A 股中报归属母公司净利润累计同比增速-17.53%，较一季度的-23.3%回升了 5.77%；非金融 A 股中报归属母公司净利润累计同比增速-23.63%，较一季度的-51.18%回升了 27.55%。此外，8 月 27 日统计局公布的 7 月规模以上工业企业利润数据显示，7 月单月利润同比增长 19.6%、较 6 月加快 8.1 个百分点，也印证了企业盈利持续改善的状况。事实上，从经济数据来看，7 月份宏观经济恢复的斜率并不高，但工业利润确实在加速修复。我们认为这一方面来自于价格上涨的贡献，即 PPI 开始回升；另一方面得益于成本和费用下降，使得营业收入利润率上升。

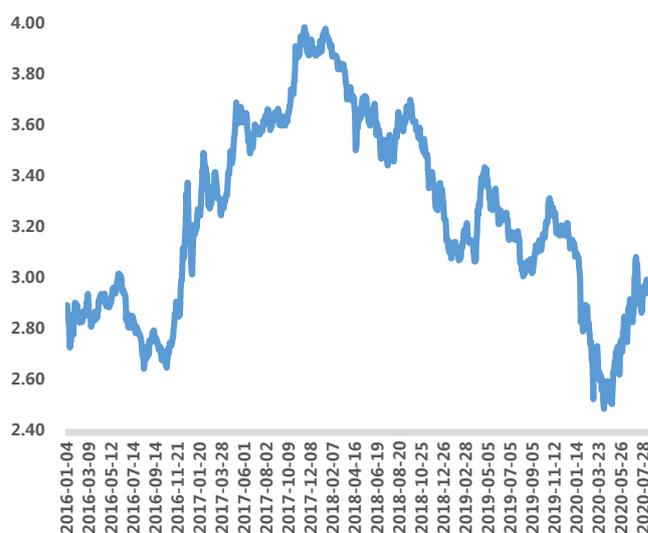
整体来看，随着广义的财政政策和新冠疫苗的进一步落地，制造业回升预期依旧向好，从今年下半年开始消费也开始逐步恢复，预计明年贸易环境将会有所改善，因此经济继续向上复苏的问题不大，下半年 A 股盈利仍将持续改善。考虑到目前海外疫情和中美关系依然存在不确定性，我们认为下半年 A 股企业盈利继续改善的趋势不变，只是改善进度存在着不确定性。

图 3：全部 A 股归母净利润累计同比 (%)



资料来源：wind，一德期货

图 4：中债十年期国债到期收益率



资料来源：wind，一德期货

中美利差或将走扩

自五月开始，十年期国债收益率开始触底反弹。截止 9 月 1 日，十债收益率已经较年初低点上行 56BP。虽然从上周利率动向来看，代表货币市场资金面的 Shibor 利率受央行投放资金影响边际趋紧情况有较大缓解，然而代表“短端无风险利率”的一年期国债到期收益率和代表“长端无风险收益率”的十年期国债到期收益率依然出现了较为明显的上行。从国内基本面角度来看，在经济复苏势头延续的背景下，下半年政策再宽松的力度出现减弱是较为正常的，这一点在 7 月 30 日政治局会议、央行二季度货币政策执行报告和 7 月金融数据中就已经有迹可循。虽然未来国内无风险收益率大概率呈现易涨难跌的态势，货币和信用的扩张力度也的确会较上半年放缓，但我们认为短期出现类似去年四月的政策全面转向的概率不大，主要原因在于疫情常态化调控及外部风险依然存在的背景下，下半年经济复苏的不确定性要高于往年。因此预计下半年信用扩张节奏很可能会呈现三季度走平、四季度缓慢收缩的状况，股票市场全面杀估值的风险小于去年二季度。

与国内相反，美联储或将在未来一段时间内继续将利率维持在低位。在 8 月 27 日举行的全球央行年会上，美联储主席鲍威尔发表主题演讲，阐述了未来美联储将如何实现稳定物价和最大限度增加就业的双重目标。鲍威尔表示，联邦公开市场委员会 (FOMC) 一致同意，对货币政策框架进行修改，寻求实现平均 2% 的通胀率，在通胀持续低于 2% 的时期，适当的货币政策可能会在一段时间内实现适度高于 2% 的通胀。众所周知，在过去三十多年间美联储一直采用的是提前加息以阻止通胀上升的策略。而现在的变化表明，美联储将对通货膨胀采取更宽松的立场。也就是说，通胀的暂时提高不足以扭转当前的货币政策，低利率将继续维持相当长一段时间。在此背景下，短期美股的高估值难以逆转（除非有超预期风险事件爆发），中美利差有望走扩，这将对新兴市场的资金面继续构成一定的利好。

在全球流动性泛滥的背景下，由于国内在复工复产、疫情防控和政策空间等方面存在明显优势，A 股的性价比相对于其他主要经济体而言较高。考虑到国内经济复苏态势向好但并不过热、流动性虽然边际趋紧但不会大幅收紧和大选前中美关系的不确定性，我们预计未来市场估值中枢有望继续上移，但波动可能会较前期增加。

关注市场风格切换

从过去一个月主要指数的表现来看，“以大为美”的风格转换已经初现端倪，我们认为未来一段时间这种状况将持续下去。之所以作出上述判断，主要是基于未来国内无风险收益率大概率会呈现易涨难跌的态势。从十年期国债收益率的走势来看，当前阶段类似于 2016 年末至 2017 年初的状况。而 2017 年期间，在无风险收益率大幅回升的

背景下，蓝筹板块大幅跑赢成长板块。站在当前时点来看，当前消费、医药、科技等板块中不少股票的估值已经处于历史高位，虽然它们有业绩和政策导向的支撑，但短期的性价比相对降低，需要一定的时间逐步消化估值泡沫。随着利率下行带来的资产荒逻辑逐渐被打破，支撑成长股估值修复的宏观因素已然发生改变。在下半年经济复苏态势向好、信用扩张步伐放缓的背景下，估值相对较低的顺周期蓝筹板块性价比更高。就金融板块而言，在经济复苏预期强烈引导利率中枢回升的背景下，保险和银行板块最为受益。因此未来一段时间，市场风格大概率会由高位的消费医药科技逐渐向低位的周期蓝筹切换，只是切换并非一蹴而就，而是需要时间。如果下半年疫苗获批上市，则会加速推动风格回归。

就操作而言，上证综指自7月中旬见顶以来，已经持续震荡了一个多月，从技术角度来看，指数处于收敛三角形态的整理末端，短期很可能面临方向的选择。市场结构方面，从各指数走势来看，在自7月中旬指数结束单边上涨陷入震荡以来，权重指数走势相对较强，沪深300指数周一率先创出新高，而同期创业板表现最弱。考虑到当前基本面暂时没有超预期利好出现、增量资金（尤其是北上资金）入场的持续性不强，我们建议期指单边和跨品种套利方面均暂时观望，观察市场是否能够有效突破。