

市场主线逐渐成型——论中特估的机会

摘要

本周市场波动极大，反而帮我们看清了市场动态。通过盘面观察我们确认市场主线已经逐渐成型，下一个市场的机会在“中特估”。

这条主线是在政策强预期落空后产生的新复苏相关逻辑线，同时也是今年宏观组合下更有利的板块。简单来说，今年的宏观组合更利好低估值的价值股，而在众多价值股中，由于上述各类事件（天时地利人和）的推动，国企相关股票成为了机会最大的细分板块。

近期指数在资金调仓的状况下表现偏弱，但我们对后市行情并不悲观，指数将在新主线的带领下继续上攻。

之前我们的策略是留有底仓观望，目前我们认为市场新主线已经逐渐成型，意味着再次加仓的机会已经出现，可以适当加大仓位。从品种上看，由于我们看好低估值价值股，仍主推 IH 和 IF，其中 IH 的相对表现会更好一些。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

王梦颖

投资咨询证号：Z0015429

wangmengying@nawaa.com

0571-81727107

一、行情回顾和分析

本周市场波动极大，一方面是受到海外银行业风险事件的影响，另一方面是国内资金调仓导致指数走势偏弱。但在这样的波动下，反而帮我们看清了市场当前的动态。上期周报我们提到市场的新机会在酝酿过程中，本周通过盘面观察我们确认市场主线已经逐渐成型，下一个市场的机会在“中特估”。

从盘面表现来看，本周资金持续从前期的基金重仓板块，尤其是新能源汽车链条中流出，与此相对应的是低估值板块，诸如一带一路、银行等的强势。资金的流动已经说明了问题，资金从前期重仓板块的流出，让指数走势看起偏弱，但是正因为这批资金的流出反而给予了后续主线行情的新希望。

两会后，政策预期的落空意味着以汽车、家电等为代表的大宗消费刺激力度会低于预期，尤其是汽车板块，在去年作为提振经济的抓手享受了较好的政策补贴和较高的销量增速，而今年在高基数、缺乏更多增量提振政策的情况下，面临着比较明显的负面预期，因此，资金从该板块的流出意味着强预期路径的崩塌，沪深 300 指数的破位下跌也表明市场放弃了之前的“强预期”演绎路径，后续资金会寻求新的复苏相关逻辑线。

那么这个新的复苏相关逻辑线将如何诞生？

我们在年度展望中提到今年扩大内需的复苏需要重点关注地方财政的收支情况，原因是无论投资还是消费都需要地方财政出力，而地方财政在疫情三年、地产疲软以及大规模减税降费后确实困难。从现有信息看，用于投资端的地方专项债规模只能说符合预期，中央虽然也表示会继续加大对地方财政的支付转移力度，但并未给出详实的数字。我们认为在缺失了房地产带来的土地财政红利后，无论是专项债还是加大对地方财政的支付转移力度都是治标不治本的办法，只有找到长久、可持续替代土地财政收入的办法才能切实改善地方财政捉襟见肘的状况，从而形成地方财政发力、支持扩大内需的良性循环。

最近热议的国企改革为解决财政收入问题提供了一条思路。我们知道当前财政有四本帐，分别是一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算以及社保基金预算，这四本帐的收入和支出方向如下表所示：

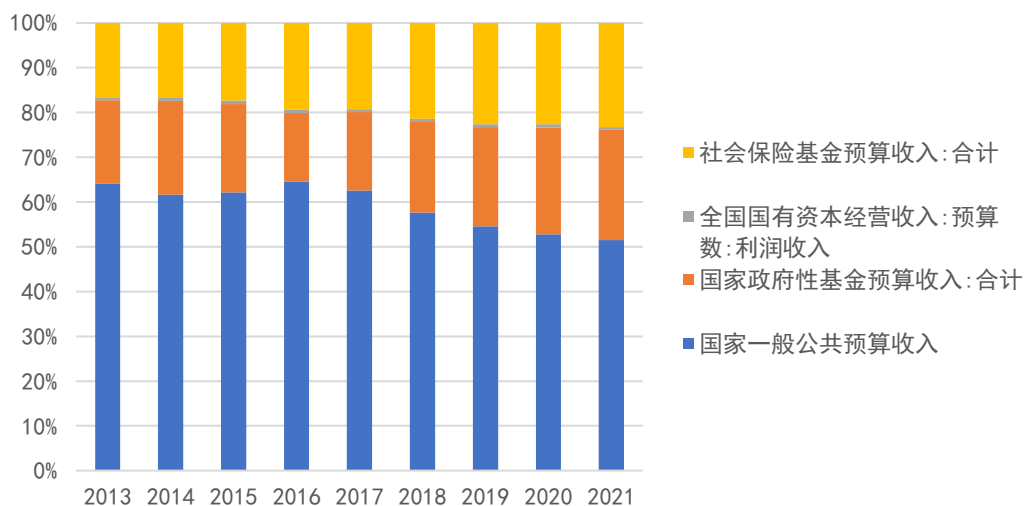
表 1.1 财政四本帐的收支渠道

账本名称	收入渠道	支出方向
一般公共预算	各种税收，例如增值税、消费税、企业所得税等	各类公共服务、基础设施支出，例如教育、科技、卫生健康支持等
政府性基金预算	各类政府性项目基金收入，例如土地转让、项目专项债等	和项目基金收入一一对应，例如拆迁土地补偿、基建建设等
国有资本经营预算	国有资本经营利润上缴，股息股利支付	部分调出补充社保基金、部分调出至一般公共预算，其他用于国企改革、资本金注入等
社保基金预算	社保缴款、第一本、第三本帐的补贴	养老支持、医疗保险支出等

资料来源：公开资料搜集

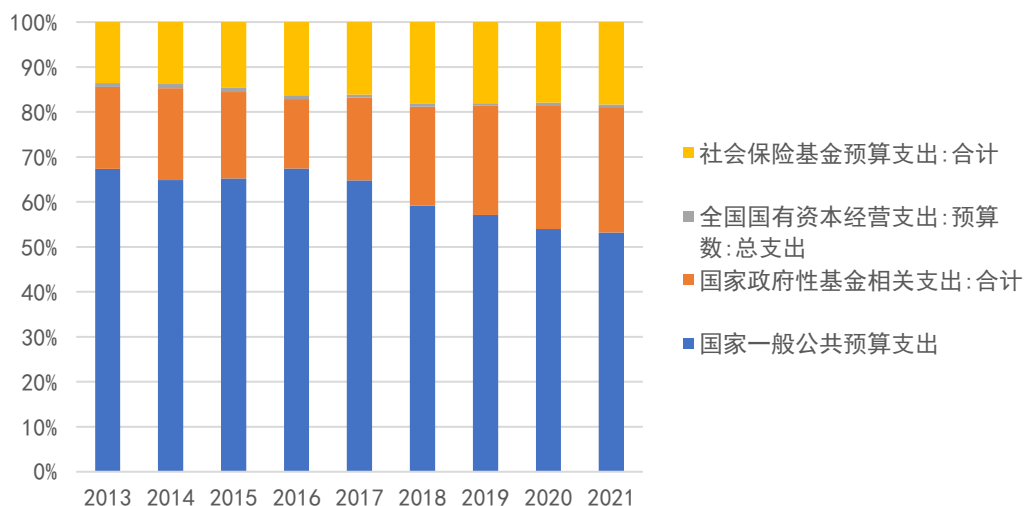
从数据来看，目前第一本帐在财政中的比重是最终的，第三本帐即国有资本经营预算账本的存在感最弱，2021 年国有资本经营账本在收入端和支出端的占比分别是 0.61% 和 0.56%。

图 1.1 财政四本帐收入端占比情况



资料来源: ifind 南华研究

图 1.2 财政四本帐支出端占比情况



资料来源: ifind 南华研究

据财政部数据，2021 年国有及国有控股企业的利润总额达到了 4.5 万亿，以此计算的国有资本经营利润上缴比例仅有 5.2%，可见国有企业利润上缴的比例很低，对财政的收支的贡献度也极低。反过来说，如果后续国企利润上缴比例可以提升，那么对于财政状况会有明显的助益，即提升国企利润上缴比例是短期内能助力改善财政收入的有效手段。

理论上，要通过第三本帐来改善财政整体的收支状况大概需要三个步骤：1、提升国

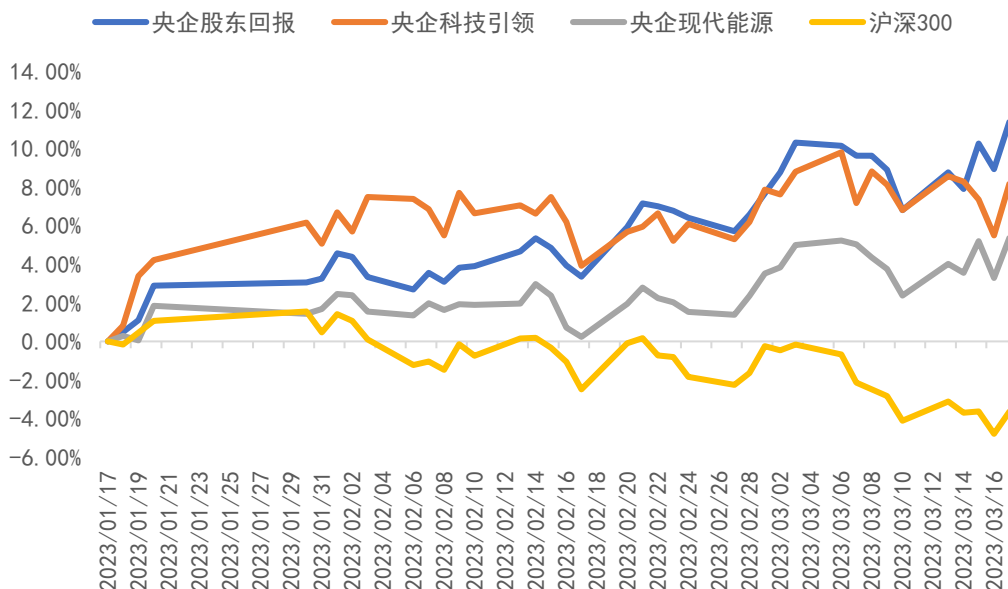
有企业的分红比例；2、提升第三本帐调出至第一本帐的比例；3、继续加大中央对地方财政的转移支付力度（或者中央地方财政收入的分配改革）。

这三个步骤要实现并不容易，需要改革往深处推进。但值得欣喜的是，本周我们已经看到了第一步骤实现的希望。3月12日，中国移动和中国电信发布公告，承诺派息率将逐步提升，两家公司都表示派息率将在2023年提升至70%以上。以中国电信为例，2021年的股利支付率为59.94%，那么接下来两年电信的股利支付率有望逐年提高5%或者以上。移动和电信的实控人是国务院国资委，其高调宣布提高分红比例显然隐含了不一样的含义，我们认为以移动电信为开端，后续其他国有企业有望跟进提高分红比例。

回到盘面，我们认为提高国企分红率为途径来改善财政收入状况的逻辑链十分有希望成为接下来的市场主线，并且当前已经有国企宣布提高分红作为标杆性事件，配合二十大后频繁出台的国企改革文件，以及去年年底冒头的中国特色估值体系提法，**整个国企盘子（或者称为“中特估”系列）基本具备了年度级别主线行情的要素。**

除此之外，今年的宏观大背景也更利于低估值板块。今年A股市场面临的两大特征是全面注册制落地和高息美元。从科创、创业板的注册制经验来看，注册制落地后IPO规模将明显上升，这会形成股票的供给冲击，也会推动行情的驱动因素从倚重估值往倚重业绩转向。另外，高息美元背景下，股票估值将受到明显的抑制，也会驱动行情往业绩方向靠拢。因此，就这两大特征的影响来看，今年行情低估值股票的表现会相对较优，而国企相关股票刚好契合这一属性。至于最近非常火爆的GPT概念系列，我们认为存在业绩改善预期，但和宏观组合的契合度不如低估值板块，他更好的时机可能会在美联储停止加息之后。简单来说，**今年的宏观组合更利好低估值的价值股，而在众多价值股中，由于上述各类事件（天时地利人和）的推动，国企相关股票成为了机会最大的细分板块。**

图 1.3 中证国新三大央企指数最近两月涨跌幅对比



资料来源：Wind 南华研究

本周中特估的表现已经非常亮眼，也已经吸引了广大投资者的注意。从短期涨幅来看，不少中字头股票涨幅已经超过30%，很像是阶段性过热的迹象，但从上述分析来看，

我们认为即使这批股票短期过热，但随着从前期重仓板块流出资金的重新涌入，中特估板块的机会将会延续。与此同时，我们看到新闻报道显示多家基金公司近期上报三大央企主题指数相关产品，这意味着增量资金在路上，以及行情的可持续性。比较有趣的是三大央企指数在近期的表现分化较大，从图 1.3 中大家可以感受到到底什么属性的指数才具备相对优势。

综上，从盘面和基本面变化来看，我们认为市场的新机会将落在所谓的“中特估”身上，这不仅符合国内经济复苏逻辑主线，也契合注册制和高息美元的宏观大背景。这条新主线不仅能够受益于经济复苏相关数据的证实，也会受益于国企改革、国企分红比例提升等事件驱动。短期内，我们认为盘面调仓换仓的迹象非常明显，意味着新主线即将成型。从时间上看，到 4 月底之前是上市公司年报披露的高峰期，如果其他国企会跟进提高分红比例，那么接下来一个月内会频繁出公告，中特估主线将不缺事件驱动刺激，有利于主线行情的成型。简单来说，我们对后市行情并不悲观，指数将在新主线的带领下继续上攻。

那么如何考虑这条主线的相关风险？

首先，近期中特估的短期涨幅够大，不少中字头股票的短期涨幅已经超过了 30%，这样的幅度很容易是一个阶段性的高位。对于这一风险，我们的观点和春节前看待指数的方法是一样的，即参与的重要性高于提防风险，可以选择保留部分仓位等待回调加仓，但不能空仓。另外，中特估能否延续的关键需要持续跟踪相关上市公司公告、以及事件性的驱动信息，即使显著有成为全年主线的潜力，也仍要一步步确认和走出来。

第二，海外金融体系的风险事件在持续发酵，从 SVB 到瑞信，美国的快速加息开始曝露出金融体系的脆弱性。对 A 股来说，重点需要关注该事件是否会引发美国本土金融体系产生系统性风险，如果会，那 A 股需要避险，如果不会，那 A 股相对安全，不用过分担忧。以 SVB 事件的处理方式来看，美联储其实已经为这批中小银行兜底，美联储最新公布的资产负债表数据显示再次扩表。3 月 16 日，摩根大通、花旗等美国大型银行向第一共和银行注资 300 亿美元，反应出美国金融体系内部的维稳意愿也很高。加上次贷危机后巴塞尔协议和《多德-弗兰克法案》的存在，我们认为美国本土金融体系产生系统性风险的概率比较小。当前密切关注相关风险指标即可，无需过度担忧。重点关注下周的 3 月 FOMC 会议，此次 FED 的选择会对后续事件的发展产生重要影响。

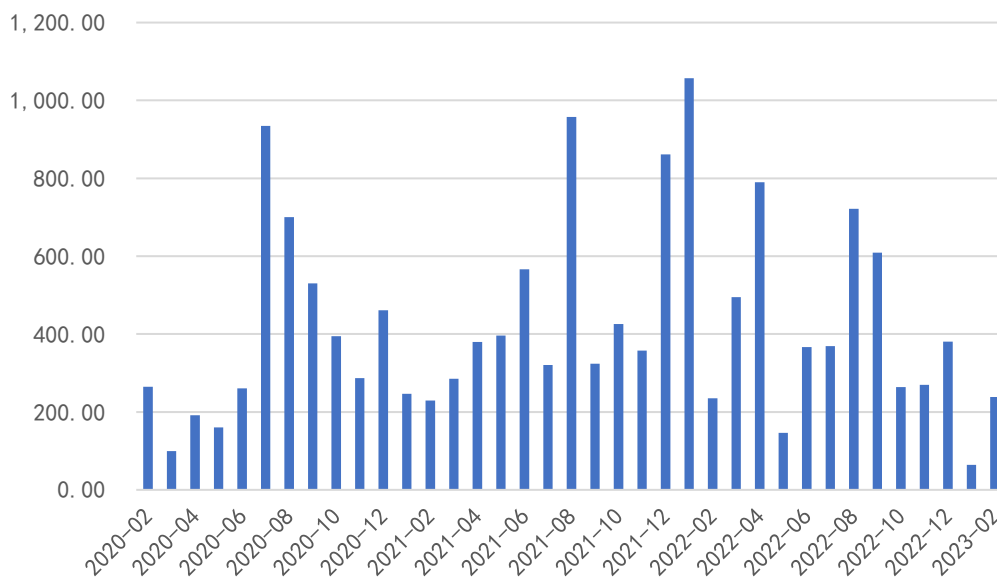
二、策略推荐及跟踪

之前我们的策略是留有底仓观望，目前我们认为市场新主线已经逐渐成型，意味着再次加仓的机会已经出现，可以适当加大仓位。从品种上看，由于我们看好低估值价值股，仍主推 IH 和 IF，其中 IH 的相对表现会更好一些。

三、一周趣图

今年 2 月 IPO 规模显著回升。

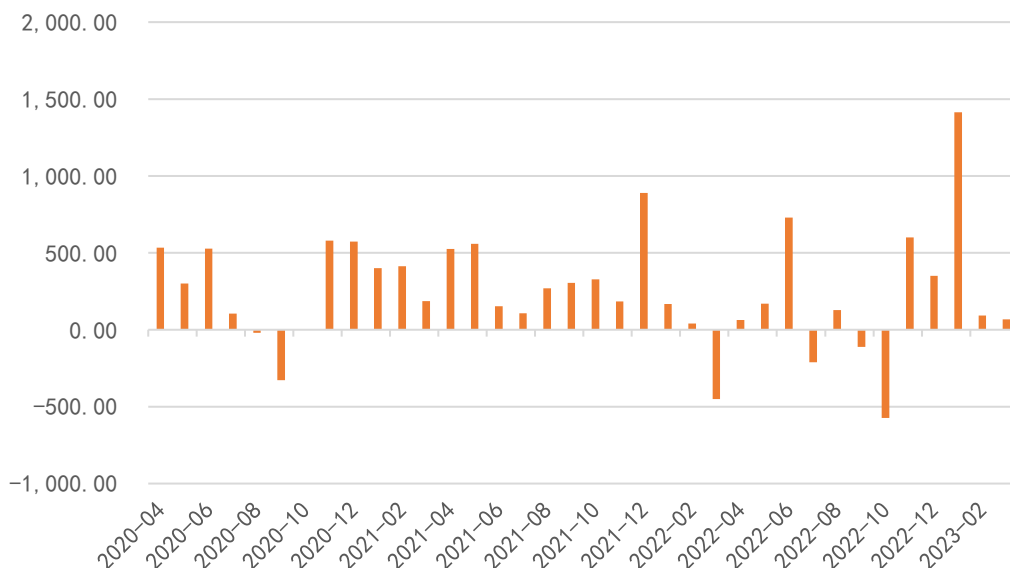
图 3.1 沪深两市 IPO 规模（月度、亿元）



资料来源：ifind 南华研究

2 月和 3 月，陆股通净流入金额较 1 月大幅萎缩，但仍维持净流入。

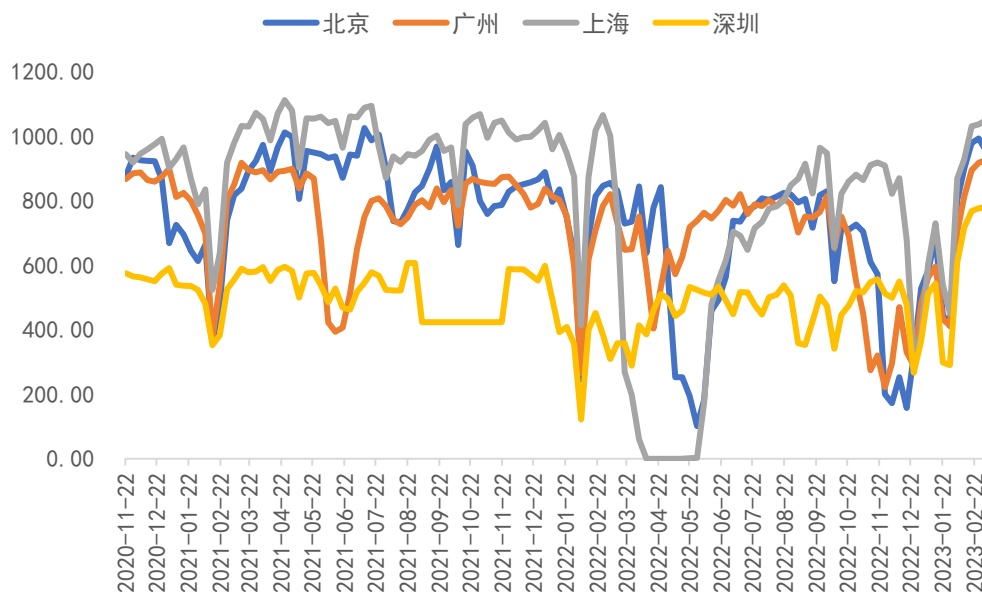
图 3.2 陆股通月度净流入（亿元）



资料来源：ifind 南华研究

节后，四大城市地铁出行人数维持高位运行。

图 3.3 四大一线城市地铁出行数据（周度/万人）



资料来源: Ifind 南华研究

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点