

政策面是最重要的基本面，权益市场将继续维持强势

——三月权益资本市场运行的宏观环境分析

内容提要：

尽管部分经济数据依旧乏善可陈，但我们认为权益市场最重要的基本面是政策面，随着金融系统全面落实习总书记的讲话谨慎，权益市场的基本面正在得到全面改善。

尽管 2 月的行情不错，但远远没有达到火爆或者疯狂的地步。从管理层的角度看，将吸取 2015 年的教训，两手抓，两手均要硬，权益市场的慢牛行情更有利于对实体经济的服务与支持。

3 月的行情有望继续维持相对强势，并更多地表现出结构性机会，我们看好受到金融供给侧改革的大金融，特别是看好有春江水暖鸭先知的券商。因此我们认为，三月，金融行业占比相对比较高的上证 50 和沪深 300 指数有更多的机会表现出相对强势。

二月的权益市场可谓是波澜壮阔，与股指期货相关系的几个股指均出现了大幅上涨：沪深 300 指数、上证 50 指数和中证 500 指数分别上涨了 14.61%、10.49%和 20.32%。其根本原因在于笔者在二月月度报告中所揭示的那样，权益市场的运行环境正在改善之中，其中，最高层将对资本市场的态度发生根本的转变，把发展资本市场和直接融资作为减缓经济

下行压力的抓手。无论在政治局会议上还是在中央经济工作会议上均明确地表达了这一意图。这和过去几年强调“脱虚向实”有着本质的区分。

当然外部条件也相对比较好，如中美之间经贸等冲突问题通过谈判有望缓解，人民币汇率也相对比较稳定等。

### 一. 政策面是最重要的基本面，越是经济下行压力大，越需要有一个稳定发展的权益资本市场

展望三月的行情，笔者认为权益市场有望继续维持相对强势格局。其最根本的原因在于政策面对权益市场的利好正在不断的强化，尽管，一些经济数据显示经济下行压力依旧很大，如今天公布的二月 PMI 数据全面回落，但是我们认为，政策面是最基本的基本面，是最重要的宏观面，政策面对资本市场的利好正在不断地得到强化，其他基本面将为政策面让道。

政策面利好的不断强化以习总书记最近在中央政治局的讲话为标志，尽管习总书记的讲话是针对整个金融体系而言，但是，其对权益市场在为实体经济服务和减缓经济下行压力，维持经济持续稳定地高质量发展给寄予厚望。提出“要建设一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，完善资本市场基础性制度，把好市场入口和市场出口两道关，加强对交易的全程监管”。

三月“两会”将要召开，尽管没有数据显示开“两会”支持股票市场上涨，但是，习总书记的讲话将在“两会”上得到更多的共鸣与支持，有关部委也将进一步落实习总书记的讲话精神，这是可以完全预见的。

至于为什么发展资本市场，特别是在经济下行中发挥资本市场，方星海一月在人民大学的讲话已经做出了明确的诠释：从宏观来看，通过资本市场将储蓄转化为投资，减缓经济下行压力；从微观看，股权投资比债务投资更能识别和管理、吸收投资风险。

笔者还认为，发展资本市场，在消费下降的情况下，一个发展比较好的资本市场，可改变人们的收入预期，提高消费水平。因为，根据跨时期收入预期理论，人们的消费主要是取决于未来的收入水平，而不仅仅是取决于目前的收入水平。

而且，资本市场存在的问题也只有在发展中得以解决，发展是硬道理。

2月27日召开证监会新闻发布会在一定程度上打消了市场对科创板的担忧，易主席提出了四个“必须敬畏”，即敬畏市场、敬畏法制、敬畏风险和敬畏专业，以建设和培育培育资本市场的健康生态，推动资本市场的市场化、国际化和法制化建设。并具体提出了“打通社保资金、保险、企业年金等各类机构投资者

的入市瓶颈,吸引更多中长期资金入市”将对资本市场构成直接利好。易主席提出培育资本市场的健康生态是个全新的提法。

对目前的风险问题也将从“四个必须敬畏”出发,他指出:“证监会将坚持精准施策,做好股票质押私募基金、场外配资和地方各类场所的重点领域风险的防范化解和处置工作”也将有利于市场的稳定。

这些具体举措将有的放矢地解决困扰权益资本市场的具体问题,有利于权益市场轻装上阵,有利于权益市场形成良好的生态。

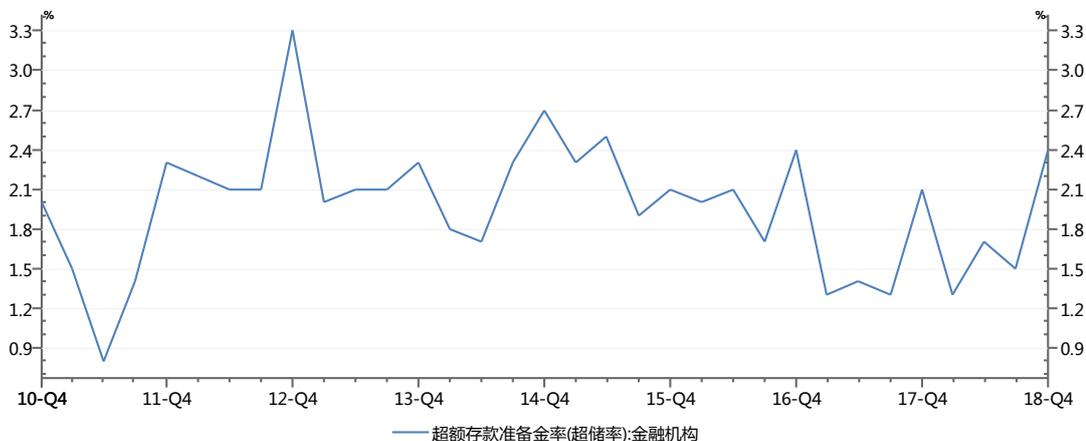
目前一些经济数据还是不够理想,但这不会成为权益资本市场发展的问题,权益市场也要发挥逆周期调节的功能,越是经济下行压力重,越是需要权益市场的稳定与发展。

## 二. 除了政策面外, 权益市场的运行环境也在改善之中

从经济数据看,也不是全面乏善可陈,其中,有些数据已经出现了一定的改善和修复,如社会融资规模以及出现了回升,特别是代表金融体系的流动性充裕程度的超储率在去年四季度末出现了明显的回升。

图 1: 金融机构超储率水平变动

## 金融机构超储率变动



数据来源: Wind

资料来源: 银河期货研究所 WIND 央行

今天公布的 PMI 指标尽管下行, 但是, 要考虑到二月的春节等季节性因素, 也要看到经营活动预期 PMI 指标的回升, 要看到就业人数 PMI 尽管受春节因素影响, 也相对比较稳定。

我们相信, 随着逆周期调控的进一步加强, 宏观数据的改善、经济下行压力的减缓, 是个大概率的事件。

### 三. 吸取 2015 年的教训, 权益市场不存在疯牛和快牛格局

用发展权益市场减缓经济下行压力这一做法在 2015 年也进行尝试过, 但是, 由于风险监管缺位, 导致了疯牛行情, 结果不但没有给实体经济提供有效服务, 反而冲击了实体经济。因此, 这个深刻的教训正在被吸取。

最高管理层和证监会把防范系统性风险放在首位。以防止出现所谓的“疯牛”、“快牛”、“短牛”。

同时, 从基本面看, 也不存在着所谓的“疯牛”、“快牛”。

如市场还存在着一些不稳定的因素。如人民币汇率尽管出现了升值，但是，从国际收支情况看，从售汇率和结汇率倒挂等情况看，人民币汇率不存在持续升值的基础；中美的经贸冲突问题还是有些变数；上市公司的业绩问题还是存在着下滑的可能等等。

从管理层的意图看，一个长期健康的权益市场才有利于经济的稳定发展。

#### 四. 从近期具体的市场及其交易数据看，也不构成疯狂的特征

尽管行情比较好，但是离开疯狂或者火爆还是有很大距离，如从沪深两市的融资余额看，尽管2月有所增长，但是相对依旧平稳，并没有到疯狂的底部。

图 2：沪深两市的融资余额比较



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\\_14009](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_14009)

