

评级：看好

核心观点

韦志超
首席经济学家
SAC 执证编号：S0110520110004
weizhichao@sczq.com.cn
电话：86-10-56511920

相关研究

- 供给约束缓解，服务业显韧性
- 国债收益率还能下行多少？
- 政策转向更明确

2021 年 12 月 6 日政治局会议后，我们在市场上**独家坚定看好股市**，判断股市起飞（请见**首创宏观_政治局会议点评：稳+不折腾=股市起飞_20211207**），结果股市连续大涨。中央经济工作会议进一步强化了我们看多股市的逻辑。

当下的市场与 2018 年底的市场非常类似，结合历史经验，我们继续看好股市，尤其港股，恒指有望到 28000！A 股由于之前跌幅有限，因此修复的幅度不如港股，但沪深 300 升到 5300 还是有希望的。债市方面，尽管历史经验偏向于利好的解读，但我们综合判断债市更可能是区间震荡。

对于股市，我们继续看好，逻辑不变。首先，“稳”和房地产的定调降低了市场对于经济可能硬着陆的担忧，企业盈利预期提升；其次，“不折腾”降低了市场对监管政策的担忧，提升了市场的风险偏好；另外，货币政策依然保持中性偏松的取向。“稳+不折腾+货币宽松”的组合对股市形成明显的支撑。

政策纠偏之后，港股由于之前跌的多，修复空间更大；沪深 300 之前跌的少，修复空间较小。与 2018 年类似，由于都是纠偏，因此指数估计很难在短期内超过之前牛市的高点。简单对比 2018 年的情形，我们猜测，沪深 300 本轮修复的高点可能在 5300 左右，而恒生指数则在 28000 左右。

10 年国债很难破 2.7% 这个点位，即使央行降息。一旦央行降息，反而是利好出尽的做空机会。由于疫情前的最低点位是 3.0%，如果疫情没有太大改变，10 年国债上破 3.0% 也有相当难度，预计将在 2.8-3.0% 区间内震荡为主。

风险提示：经济修复不及预期

2021 年 12 月 6 日政治局会议后，我们在市场上**独家坚定看好股市**，判断股市起飞（请见**首创宏观_政治局会议点评：稳+不折腾=股市起飞_20211207**），结果股市连续大涨。中央经济工作会议进一步强化了我们看多股市的逻辑。当下的市场与 2018 年底的市场非常类似，结合历史经验，我们继续看好股市，尤其港股，恒指有望到 28000！A 股由于之前跌幅有限，因此修复的幅度不如港股，但沪深 300 升到 5300 还是有希望的。债市方面，尽管历史经验偏向于利好的解读，但我们综合判断债市更可能是区间震荡。

1 中央经济工作会议的共识和解读

2021 年 12 月 10 日，中央经济工作会议公告出炉，由于方向性和政策指向较为明确，市场迅速达成大致共识：

- (1) “稳”是 2022 年的核心主线，稳字当头，稳中求进；
- (2) 当前经济面临三重压力，政策将出手维稳；
- (3) 财政货币将双宽松，而且出手较快，打提前量；
- (4) 房地产定调正面，将加大保障房建设对冲；
- (5) 财政支出加快，减税降费，基建投资提前；
- (6) 货币政策中性偏松，但宽货币和宽信用幅度有分歧；
- (7) 能源政策先立后破，传统能源退出将放缓，新能源推进有分歧；
- (8) 为资本监管定调，肯定积极作用，定调转向温和；
- (9) 进一步解释共同富裕，定调积极，把做大蛋糕放在分蛋糕前面；
- (10) 消费具体政策没明确，低于预期；
- (11) 改革开放各项政策继续推进，尤其提到全面实行注册制；

政策的转向已经非常明确，市场的各种解读也很多，不再赘述。但其核心，其实已经在之前的政治局会议中基本体现。我们在**首创宏观_政治局会议点评：稳+不折腾=股市起飞_20211207**就已经提到，政策最重要的三条是：

- (1) 最大的主线是“稳”；
- (2) 对待房地产的态度明显转向积极；
- (3) 供给侧改革相对淡化，不折腾。

我们认为，中央经济工作会议只是把以上主线更加显性化，更加具体化，其核心与之前的政治局会议相比没有太大的变化。

对于资本市场而言，下一步的想法自然是资本市场会如何反应。历史是最好的老师，我们认为，当前的市场与 2018 年底的市场非常相似，但也有一些不同。总体来看，股市向上的确定性很高，尤其港股；而债市震荡的概率较大。

2 类比 2018 年，股市向上的确定性很高，港股更有空间

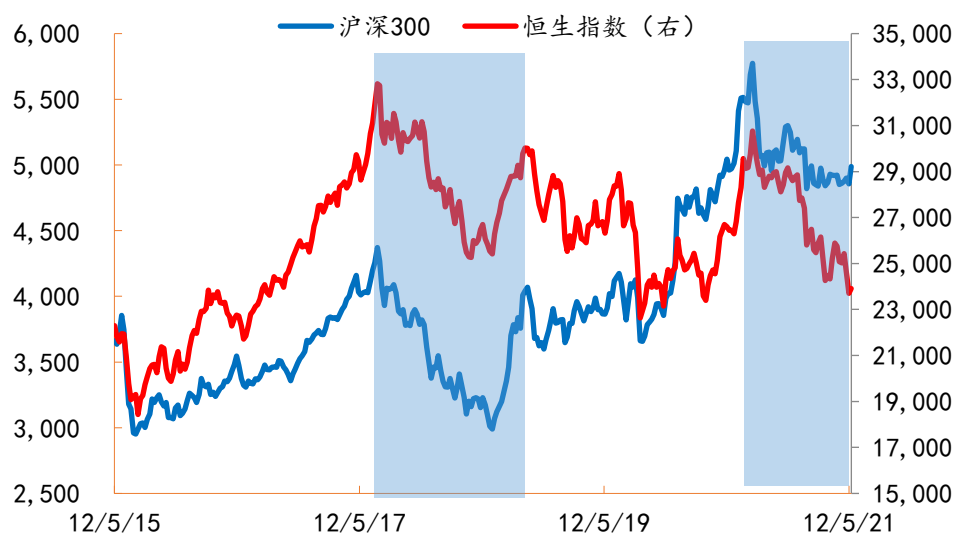
对于股市，我们继续看好，逻辑不变。首先，“稳”和房地产的定调降低了市场对于经济可能硬着陆的担忧，企业盈利预期提升；其次，“不折腾”降低了市场对监管政策的担忧，提升了市场的风险偏好；另外，货币政策依然保持中性偏松的取向。“稳+不折腾

+货币宽松”的组合对股市形成明显的支撑。

然后，除了判断方向以外，具体的幅度也很重要。我们认为，2018 年的经济和资本市场与 2021 年的类似，可以作为一个很好的对比来进行分析。

2018 年过去不久，市场的记忆还比较鲜活。简单概括，2018 年的去杠杆叠加贸易战使得股市全年下跌，几乎没有像样的反弹，市场体验极其差，2018 年底市场情绪已经非常悲观，许多股票的估值已经到达了历史最低水平。2018 年 11 月 1 日，中美首脑电话会+极高规格的民营企业座谈会，港股于 10 月 31 日见底，沪深 300 则基本企稳，但在两个月之后见底。

图 1：2021 年的股市走势与 2018 年类似



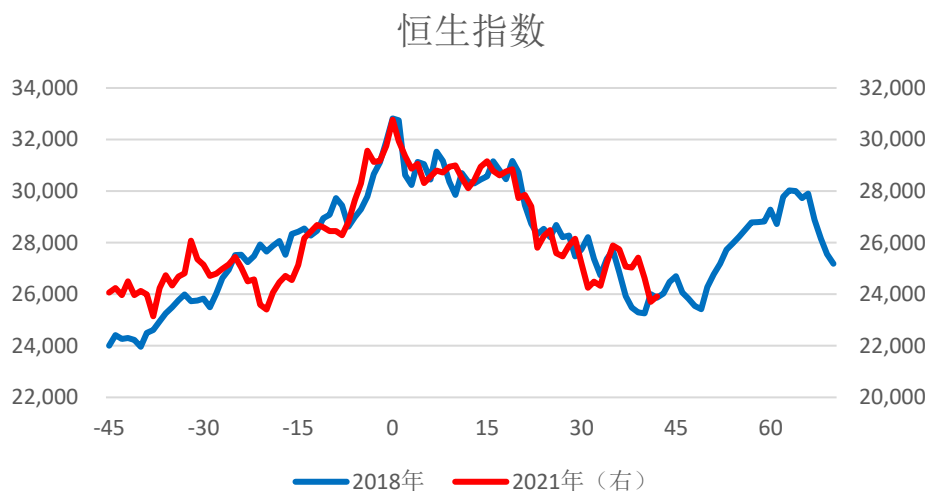
资料来源：Wind, 首创证券

对比 2018 年，2021 年有非常大的相似性，具体来看，有以下的相似点：

- (1) 都在上一年经历了政策宽松导致的牛市，然后在年初见到高点；
- (2) 在形势一片大好之下，政策收紧，指数见顶回落；
- (3) 随着政策越来越紧，指数持续单边回落，市场情绪悲观；
- (4) 年底政策开始纠偏；

因此，我们猜测，未来股市的走势也有很强的相似性。股市上涨是大概率事件。

图 2：恒指剑指 28000



资料来源：Wind, 首创证券

注：横轴为标准化后的周数，2018 年的零点为 2018-01-27, 2021 年的零点为 2021-02-20。

然而，和 2018 年相比，有以下的不同点：

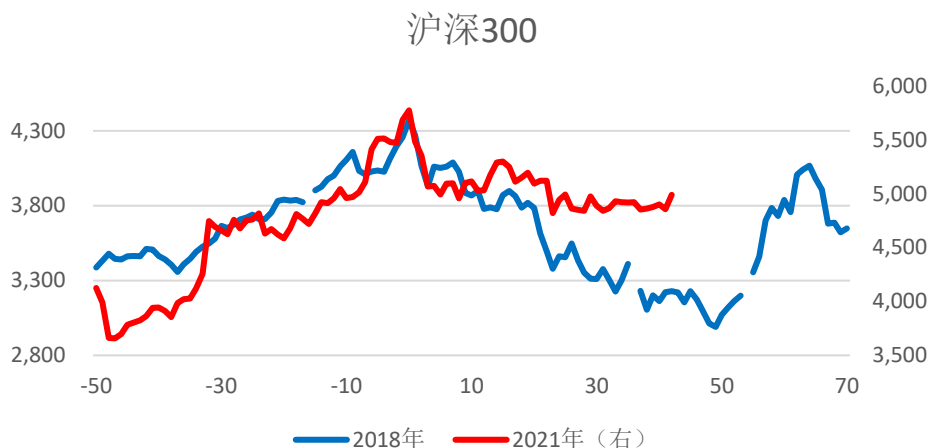
(1) 2018 年的中央经济工作会议定调并没有非常积极，沪深 300 在中央经济工作会议（2018 年 12 月 19-21 日）后持续阴跌，直到 2019 年 1 月 3 日见底，然后先在全球 Risk On 的共振下上涨，然后天量社融继续刺激向上，直到 2019 年 419 会议见顶回落。回头看，市场是看到社融持续放量后才大幅上涨的。2021 年的中央经济工作会议则明显更为积极，体现在各个方面，预期给的比较足。

(2) 2018 年 A 股及港股均明显下行，下行幅度类似；2021 年恒生指数的下行幅度与 2018 年类似，但 A 股则明显更小，且分化较大，上证 50、沪深 300 下跌，而中证 500 则上涨，万德全 A 甚至还上行。

关于第二点，我们需要重点说明和探讨。我们的猜测是，市场在经历过 2018 年的熊市后吸取了教训，认为政策最后会维稳，因此实行“buy the dip”的策略，因此 A 股跌幅不深。这在恒大事件中，国内外投资者的认知上表现的淋漓尽致：海外都类比“雷曼时刻”，国内则基本风平浪静。

因此，从“双减”政策开始，尽管国内市场经历了双减、互联网监管、能耗双控、动力煤暴涨、房地产危机、疫情等冲击之后，沪深 300 跌幅大幅不及预期，远不及 2018 年。然而，由于海外投资者对香港的影响更大，认知与国内投资者有差异，恒生指数则大幅下行，跌幅大于 2018 年。

图 3：沪深 300 跌幅更小



资料来源：Wind, 首创证券

因此，如果政策纠偏之后，港股由于之前跌的多，修复空间更大；沪深 300 之前跌的少，修复空间较小。与 2018 年类似，由于都是纠偏，因此指数估计很难在短期内超过之前牛市的高点。简单对比 2018 年的情形，我们猜测，沪深 300 本轮修复的高点可能在 5300 左右，而恒生指数则在 28000 左右。

另外，我们猜测，本次股市修复的节奏和 2018 年有所不同。如上所述，2018 年中央经济工作会议的定调并不十分积极，市场是看到社融放量之后才明显上涨的。而这次的中央经济工作会议的定调非常积极，因此市场的反应很可能提前，2021 年 12 月 6 日政治局会议之后的大涨就是明证。

因为政策做了较为明确的表态，我们猜测社融还是会放量，最终对股市走强进行支撑。在经济没有出现大幅度好转的情况下，股市利好至少能维持到 2022 年 4 月的政治局会议。

3 债市比较微妙，估计保持震荡

出于类似的分析，我们对债市进行分析。从图 4 可以看出，债市的走势和 2018 年也是非常类似的，因此可以作为一个重要的参考。如果机械套用 2018 年的经验，那么简单的结论是债券牛市还没走完，而且将下到 2.5% 的低位。然而，有几个点我们需要注意：

(1) 按照图 4 的对比，在 2018 年的时间上，2018 年的 11 月 17 日

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_31177

