

稳增长预期作用下，关注大指数结构性机会

一德期货 陈畅 投资咨询号：Z0013351

上周初以来，尽管央行先后下调 OMO、MLF、LPR 和 SLF 利率，央行副行长刘国强也在国新办新闻发布会上释放了积极的稳增长信号，然而指数层面表现依然差强人意，主要原因在于十二月消费和房地产经济数据相对较弱，引发市场对国内经济基本面的担忧。此外，美债收益率快速上行、美股大跌也使得国内投资者情绪偏向谨慎。市场风格方面，在机构集中调仓和板块之间高低切换作用下，成长风格继续大幅回调，受益于稳增长预期的上证 50 和沪深 300 等大指数表现则较为突出。值得注意的是，在内外围市场均表现不佳的背景下，北上资金持续大幅流入，表明本轮美股调整并没有对 A 股资金层面造成冲击，其影响仅限于情绪面。本周是春节假期前最后一个交易周，同时也是 A 股年报业绩预告披露的最后阶段。根据以往惯例，业绩较差的公司倾向于较晚发布业绩预告，叠加 1 月 25 日至 26 日的美联储议息会议，短期市场情绪可能仍会偏向谨慎。笔者认为虽然美联储议息会议的不确定性一定程度上影响了投资者的风险偏好，但国内边际趋松的宏观流动性环境有利于稳定市场对经济的预期。等到议息会议靴子落地且投资者逐渐消化议息会议信息后，市场主线将重新回归国内稳增长预期。受此影响，指数层面也有望逐渐企稳回升。

议息会议将至，短期市场情绪偏向谨慎

2022 年开年以来美国金融市场并不平静：美股持续下跌，美债利率（特别是实际利率）快速上行。1 月 6 日凌晨发布的十二月议息会议纪要中意外透露对缩表的讨论，以及由此引发的市场对于美联储过快紧缩的担忧是造成本轮波动的主要原因。实际上，在利率上行最快的前两周，美股跌幅并不显著。直至上周周初美债利率再度快速攀升，十年期美债收益率一度冲击 1.9%、创疫情以来的新高，市场的下跌才开始明显加速。尽管后半周美债利率高位回落，但市场跌势不止，以纳斯达克指数为代表的成长风格更是回调明显。笔者认为，美股的弱势一方面源于一月议息会议将至背景下市场对美债收益率可能再度上行的担忧，另一方面则是受到部分公司盈利不及预期以及参议院委员通过相关反垄断法案的影响。

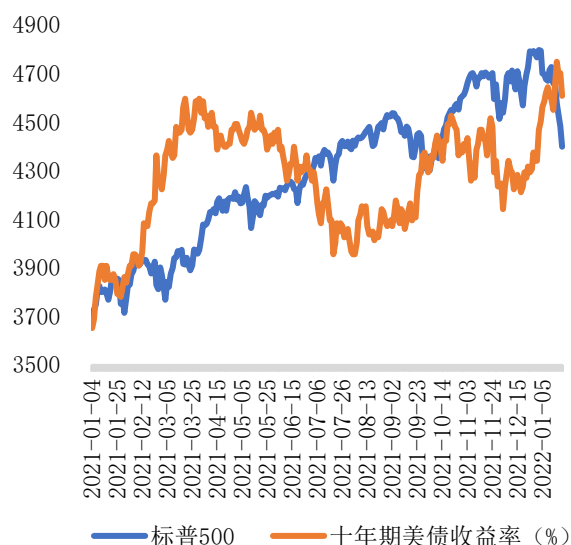
就本周而言，即将举行的一月份美联储议息会议较为关键，会议是否暗示三月加息以及如何表述未来的紧缩路径成为市场关注的焦点。目前 CME 期货隐含的美联储三月的加息概率已从 2021 年末的 54.1% 抬升至当前的 97.1%，隐含的三月加息次数升至 1.0 次，六月和十二月分别上升至 2.4 次和 4.3 次。在前期调整过程中，市场对于紧缩的担忧已经得到了部分释放。如果本次议息会议表态基本符合投资者预期，则对美股和 A 股市场影响有限。反之，若加息节奏或紧缩路径比投资者预期的更偏鹰派，则美股市场短期波动或将加剧，并可能通过资金和情绪层面对 A 股造成扰动。从中期视角来看，由于下一次议息会议要等到 3 月 15 日至 16 日，这意味着随着本次议息会议信息逐渐被市场 price in，春节假期后到两会前 A 股市场有望在国内稳增长预期下迎来较为有利的时间窗口。

宽松政策加码，节后股指春季行情可期

上周的 A 股处于事件密集披露的窗口期。首先国内基本面方面，1 月 17 日统计局公布十二月及 2021 年经济数据，数据显示四季度 GDP 同比增长 4%、高于预期的 3.8%，2021 年全年 GDP 同比增长 8.1%、符合市场预期，但十二月经济数据反映经济下行压力依然较大。其中房地产投资在十一月反弹后同比从 -4.3% 下滑至 -13.9%，十二月社会消费零售增速下滑至 1.7%，线上零售同比快速回落，部分原因在于居民收入下滑对消费造成内生性拖累。其次国

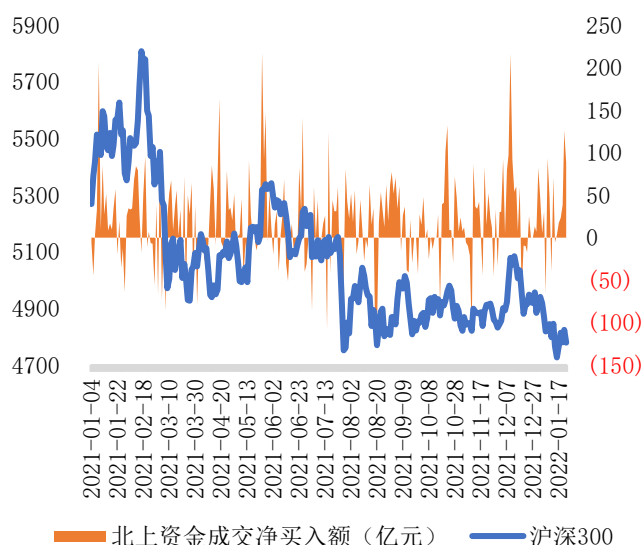
内政策面方面，稳增长取得较多新进展。央行 1 月 17 日下调 OMO 和 MLF 利率 10bp，1 月 20 日分别下调 1 年期和 5 年期 LPR 下调 10bp 和 5bp，1 月 21 日又将各期限 SLF 下调 10bp。此外，1 月 18 日央行副行长刘国强在新闻发布会上强调“把货币政策工具箱开得再大一些，保持总量稳定，避免信贷塌方”。上述举措一方面表明了“稳增长”加力的迫切性，另一方面也意味着当前美联储宽松退出等外部变化并不会制约“以我为主”的国内政策风格。最后海外流动性层面，在美联储偏鹰的表态和高企的通胀下，美债收益率大幅上行，美股市场大幅下跌。但在内外围市场均表现不佳的背景下，北上资金却持续大幅流入，表明本轮美股调整并没有对 A 股资金层面造成冲击，其影响仅限于情绪面。

图：标普 500 与十年期美债收益率



资料来源：wind，一德期货

图：沪深 300 与北上资金成交净买入额



资料来源：wind，一德期货

从趋势角度来看，笔者认为当前 A 股下行风险不大。首先，在稳增长、宽信用政策导向下，国内宏观流动性环境趋向宽松。逆回购利率的下调降低了货币基金的利率中枢，使得股票市场的性价比提升。LPR（尤其是 5 年期）下调，强化了市场对于稳增长的信心。其次，部分投资者担心美债收益率上行、美股下跌会压制全球风险资产估值，且中美政策周期错位会导致中美利差缩小、北上资金外流。但上周盘面显示，尽管美股下跌，但北上资金继续净流入，人民币汇率并未出现大幅贬值、依然处于 2020 年以来的较低水平，并且受美联储影响较大的港股也表现非常坚挺，说明当前 A 股不具备因美债利率上行、美股大跌而跟随大跌的基础。目前市场普遍预期美联储将在一月议息会议上表示三月首次加息 25 个基点，并在不久之后开始缩减资产负债表。如果届时美联储表态符合预期，则对市场影响有限。但如果美联储在加息或缩表上的表态更为鹰派，则市场短期波动或将加剧。虽然美联储议息会议的不确定性一定程度上影响了国内投资者的情绪，但国内边际趋松的宏观流动性有利于稳定市场对经济的预期。等到市场逐渐消化掉议息会议信息后，主线将重新回归国内稳增长预期，在此背景下指数层面有望逐渐企稳。

市场结构方面，由于 2021 年成长股涨幅较大透支未来一段时间的增长空间，且机构持仓过于拥挤。在美债收益率上行压制成长股估值、纳斯达克指数下跌带来情绪映射以及年报业绩预告窗口开启之际，以创业板指为代表的赛道板块仍有压力。上周五创业板指跌破前期低点 3050 点，短期预计创业板指将呈现弱势震荡态势。但以上证 50 为代表的大指数方面在经过 2021 年的调整后估值较为合理，叠加稳增长预期的支撑，预计调整空间不会很大。操

作上，单边层面建议前期多单谨慎持有，若美联储议息会议表态明显鹰派导致美债收益率持续上行、美股大跌，进而引发北上资金大幅外流，则多单见好就收。反之，若美联储表态符合预期，则多单继续持有，并可逢分时回调继续加仓多单。跨品种套利方面，建议投资者关注多 IH 空 IC 跨品种套利。

免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对本报告中信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证本报告中的信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

联系我们

营业网点	电话	邮编
公司总部 天津市和平区小白楼街解放北路 188 号信达广场 16 层	022-5829 8788	300042
北京北三环东路营业部 北京市东城区北三环东路 36 号环球贸易中心 E 座 7 层 702-703	010-8831 2088	100013
上海营业部 上海市普陀区中山北路 2550 号物贸中心大厦 1604-1608 室	021-6257 3180	200063
天津营业部 天津市和平区南马路 11 号、13 号-2352、2353-1 号（和平创新大厦 A 座 25 楼 2352、2353-1 号）	022-2813 9206	300021
天津滨海新区营业部 天津经济技术开发区第一大街 79 号泰达 MSD-C 区 C1 座 2205 单元	022-6622 5869	300457
天津津滨大道营业部 天津市河东区上杭路街道津滨大道 53 号 B 座 2301	022-2813 9206	300161
天津解放北路营业部 天津市和平区小白楼街大沽北路与徐州道交口万通中心 8 层（802-804）	022-2330 3538	300042
大连营业部 辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2702 号房间	0411-8480 6701	116023
郑州营业部 河南省郑州市金水区未来大道 69 号未来大厦 803-805 室	0371-6561 2079	450008

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_36491

