

专题报告

2022年2月28日星期一

市场弱势特征短期内难以改变

——三月权益市场宏观运行环境分析

研究员：沈忱

期货从业证号：F3053225

投资咨询从业证号：Z0015885

☎：021-65789350

✉：

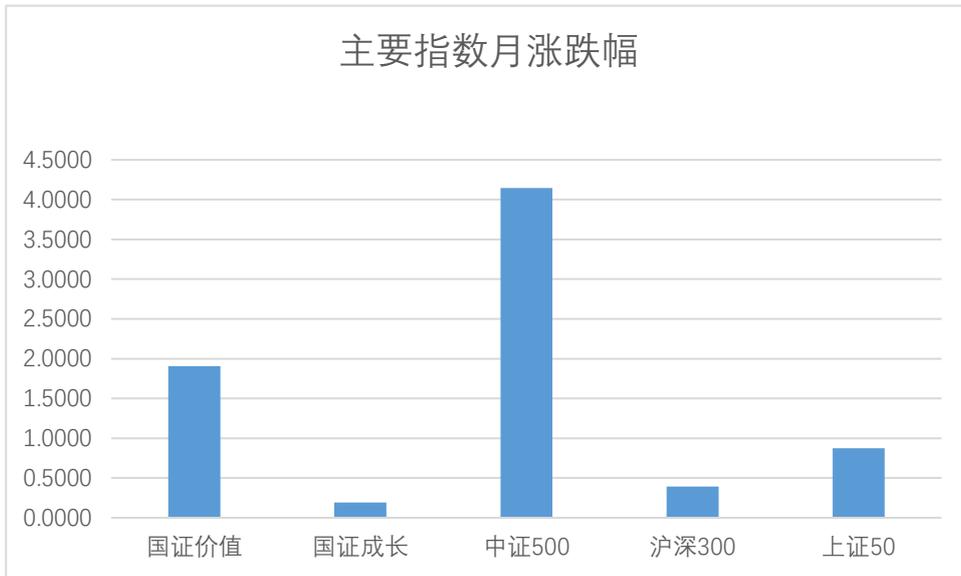
shenchen_qh@chinastock.com.cn

内容提要：2月尽管总体出现技术性反弹，但这一反弹是技术性的，反弹高度和持续性均相对有限，并具有明显的结构性的特征。我们认为2月的反弹并没有改变市场的弱势特征。在国内外不确定因素加大的背景下，市场的修复可能需要更多的时间。尽管俄乌冲突是新的不确定因素，后市的走向依旧主要取决于美国升息对全球资产的冲击和中国逆周期调节的力度与效果之间的博弈。

正文

我们在 2 月权益市场宏观运行环境分析报告——《2 月有望出现技术性弱市结构性反弹》一文中指出，一月的市场大幅下跌除了国内存在着经济下行压力、中美经济周期错位、美国 TAPER 和美国升息预期增加对周边市场的影响外，从下跌主要集中在春节长假前的几个交易日看，恐慌性情绪和节前持币观望的态度也是市场大跌非常重要的原因。经过一月的大幅下跌，恐慌性情绪的释放，在基本面没有进一步实质性的利空因素的影响下，二月市场可能出现一定的反弹，但这一反弹估计在力度上和时间的持续性上是比较有限的。

图 1：二月主要指数表现

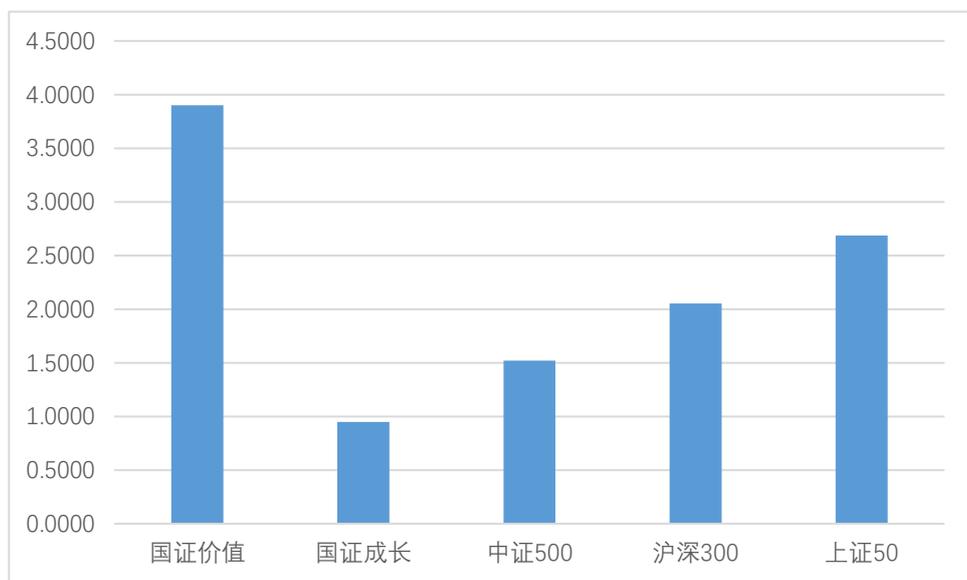


资料来源：研究所 WIND

但是，二月从最后的结果看，尽管确实出现了反弹，但是，从整体走势看，有这样几个情形值得关注。一是节后最初的几个交易日中，市场没有出现反弹，而是继续下跌，特别是新兴产业等板块。这说明开始于一月的大幅下跌的原因可能不是节前的入袋为安等情绪性原因，而是由于市场基本性因素决定的；我们认为最大的不确定因素依旧是经济下行压力明显，再加上国内外的不确定因素的增强，特别是俄乌冲突的加剧对主要国家金融市场的冲击；二是从二月总体指数出现了这样的特点，相比较于上证 50 指数和沪深 300 指数，中证 500 出现了比较大的反弹，这是我们预料到的技术性反弹，因为在一月大跌中，中证 500 受到重创，因此这一反弹带有明显的技术性特征。二从国证成长和国证价值指数的表现看，国证价值的表现又优于国证成长，这意味着以贵州茅台、宁德时代等为代表的所谓蓝筹股其投资价值依旧受到市场的质疑，同时，银行、保险、电力于基建等大盘股起到了一定的护盘和中流砥柱作用。三是从国证成长和中证 500 的分化走势看，市场在成长股

的选择上，在对贵州茅台、宁德时代等为代表的所谓蓝筹股其投资价值存在质疑的情况下，可能更偏向“专精特新”类的成长型企业。四是国证价值之所以表现相对较好，也是在在长期国债收益率下行的情况下，其股息率较高，达到 3.9%，上证 50 的股息率目前也比较接近长期国债收益率，达到 2.68%。

图 2：主要指数的股息率比较



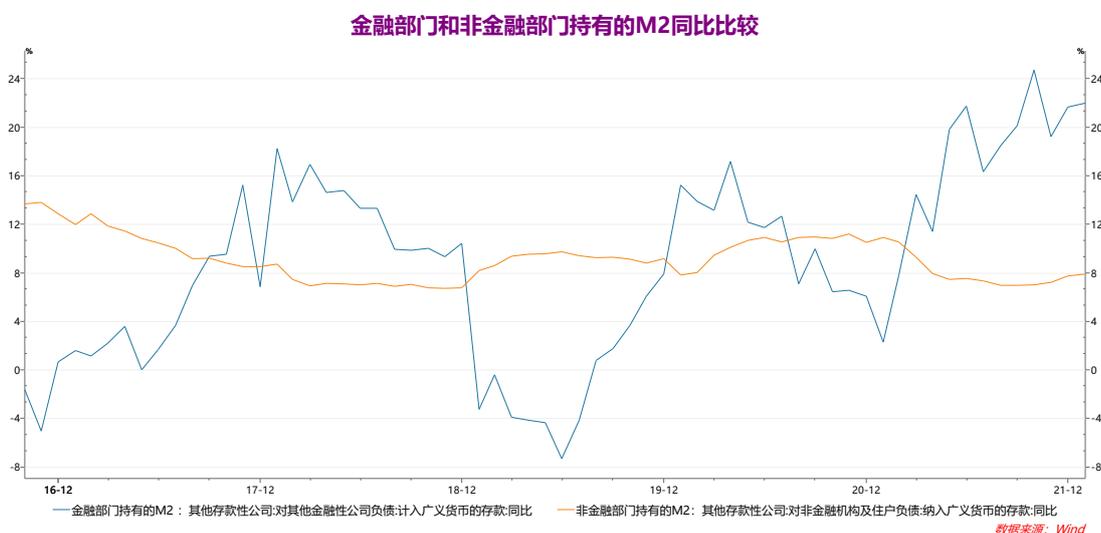
资料来源：研究所 WIND

问题是二月的反弹是不是会在三月持续？我们的看法全面反弹持续的可能性比较小。尽管三月要召开“两会”，但从历史数据看，出现所谓的“两会行情”的历史迹象本来就没有。而且，从技术面，市场的性质已经转为弱势市场。在弱势市场中，反弹有限，而且持续性差，再加上国内外对资本市场的冲击性因素和不确定性因素加大。除了俄乌冲突外，国内经济周期存在着下行压力和周边国家与地区受美国升息因素是最关键的影响基本面因素。

其次，尽管从政策面看，一再强调跨周期和逆周期调节，央行也通过新闻发布

会强调了货币政策正走向宽松，但是，正如我们在年度权益市场宏观报告分析的那样，由于货币政策日益体现出其结构性的特点，今年流入资本市场的资金却可能比去年出现边际减少，对此不宜过度盲目乐观。如下图所示，金融部门持有的 M2 增速大大高于非金融部门持有的 M2 增速的情况将有所改变，流入非银金融机构的资金将出现边际减少。

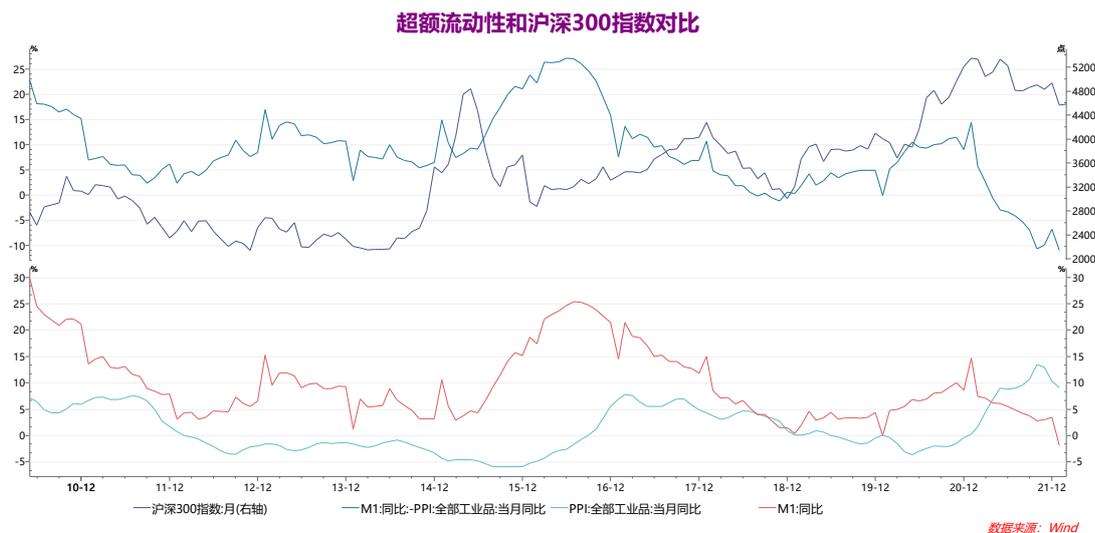
图 3：金融部门和非金融部门持有的 M2 同比比较



资料来源：研究所 WIND

在俄乌冲突等因素的影响，物价问题依旧不可轻视。尽管 2 月的 M2 数据出现了比较大的改观，但是 M1 回落，和物价数据相比较，超额流动性继续出现了减少。下图所示，超额流动性和沪深 300 指数走势存在明显的对应关系。

图 4：超额流动性和沪深 300 指数对比

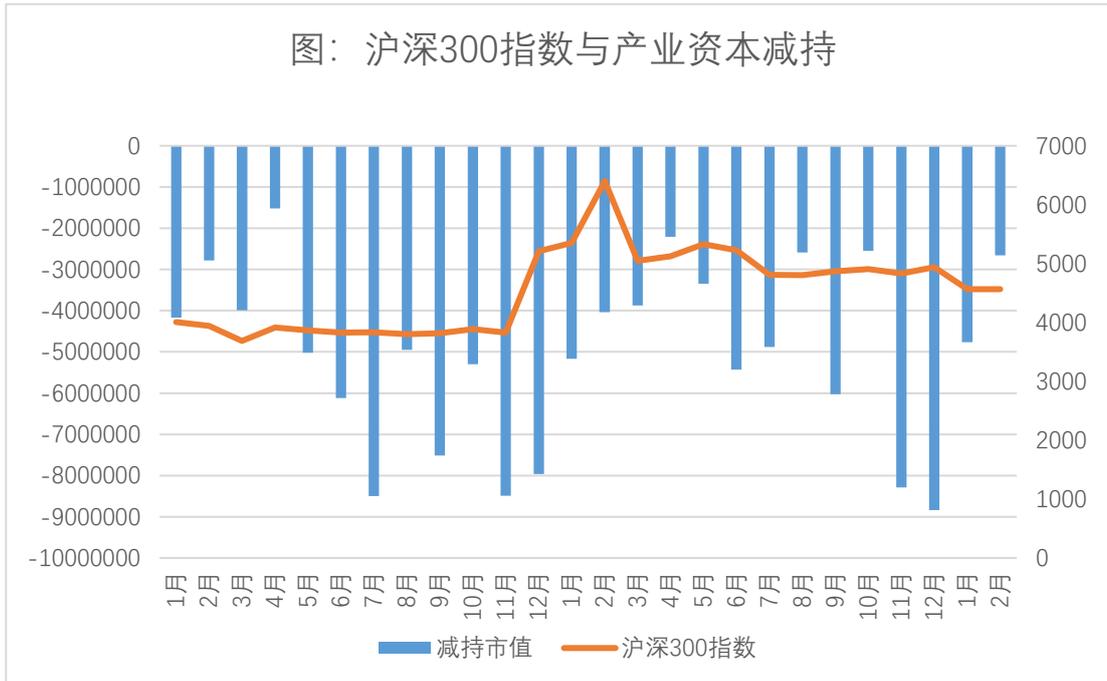


资料来源：研究所 WIND

因此，即使货币政策足够宽松，在结构性的货币政策下，流入资本市场的资金也不可过高估计。从权益市场本身的流动性看，实际上也不是很乐观。

一是产业资本的减持尽管从 4761821.7 亿元下降到 2656539.9 亿元，但是考虑到 2 月交易日的减少和市场的总体低迷，实际日均减持压力还是不轻。

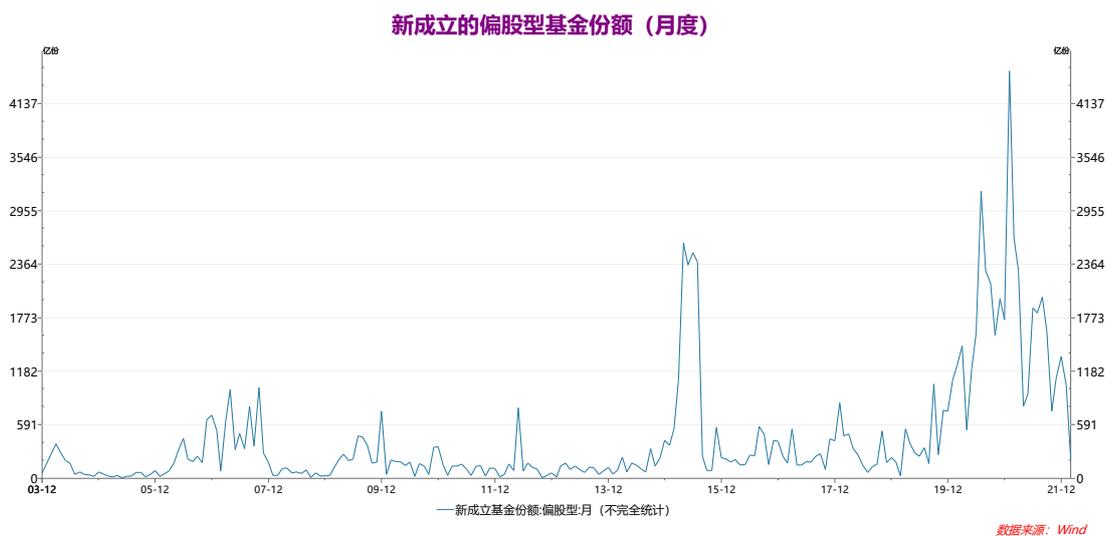
图 5：沪深 300 指数与产业资本减持



资料来源：研究所 WIND

同时，新成立的偏股型基金在 1 月萎缩的基础上大幅回落，仅仅新发行了 217.04 亿份。这与去年同期新发行 2653.11 亿份形成了鲜明的对比。

图 6：新成立的偏股型基金份额（月度）

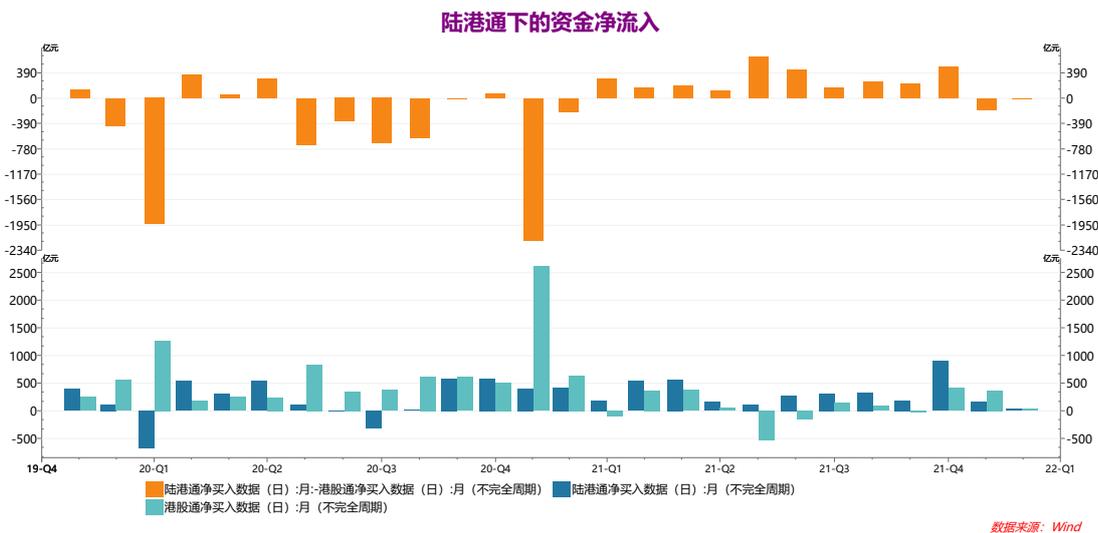


资料来源：研究所 WIND

从陆港通的净买入资金量看，一月已经出现了逆转，即净买入量出现转负。2

月的陆港通资金全月流入和流出资金双双大幅萎缩，净流入资金为-10.76 亿元人民币，前值为-189.79 亿元人民币。

图 7：陆港通下的资金净流入



资料来源：研究所 WIND

如果说去年陆港通净流入有人民币升值的因素，但随着美元加息，随着农历年底的结汇拥挤通道效应的消失，随着进出口贸易格局的变化，人民币兑美元的强势走势可能不可持续。从一月的结售汇数据看，市场对汇率波动的风险意识已经出现了上升，而外汇供求关系也出现了边际的变化。

但在限售股方面 2 月压力倒是相对有限

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_38962

