

股指短期保持谨慎，但无须过度担忧

一德期货 陈畅 投资咨询号：Z0013351

自 2021 年 12 月 6 日中央政治局会议和 12 月 10 日中央经济工作会议后，市场稳增长预期升温，投资者纷纷期待在稳增长、宽信用预期作用下，A 股市场能迎来跨年行情。然而自 12 月 13 日以来，随着定向降息、降准等措施纷纷落地，A 股却出现了明显回调。2022 年开年首周市场继续下跌，以新能源汽车产业链为代表的成长板块跌幅相对较大。在 A 股市场调整的同时，十年期美债收益率快速上行，短短一周内上行幅度达到 25bp，与 2021 年初的情形颇为相似。我们认为，去年十二月中旬以来指数之所以裹足不前，主要原因在于在企业盈利增速惯性下滑背景下，稳增长政策尚未落地，投资者因此对政策落地的节奏和力度存在疑虑。此外，国内外疫情形势变化、美联储纪鹰派表态等事件性因素也令市场风险偏好承压。而国内机构年初集中调仓和板块之间的快速切换，是导致市场调整的主因。

美联储缩表推动美债收益率快速上行

2022 年开年，美债收益率快速上行引发市场关注。过去一周，十年期美债收益率从 2021 年底的 1.5% 上涨至 1.8% 附近，这很容易让人联想到 2021 年初的美债收益率上行。我们认为，虽然结果似曾相识，但当前收益率上行的原因却与 2021 年截然不同。2021 年初导致美债收益率快速上行的主要原因在于财政刺激和需求向好背景下再通胀预期升温，因此在名义利率上行的过程中我们看到实际利率和通胀预期共同上行，其中实际利率上行 53bp、通胀预期上行 30bp。而 2022 年初导致美债收益率快速上行的主要原因在于 2021 年 12 月 FOMC 会议纪要中意外提及缩表。1 月 6 日凌晨公布的十二月 FOMC 会议纪要显示，参会官员对“缩表”问题展开充分讨论。部分参会官员认为，提前“缩表”推高长端利率，有助于收紧流动性、控制通胀，同时避免收益率曲线过于扁平化。同时，纪要明确提示本次“缩表”与首次加息的时间间隔可能会比上次紧缩周期短。由于此前市场对缩表并没有充分的预期，会议纪要发布后市场恐慌情绪升温，加息预期也被进一步前置。在本次收益率上行过程中，实际利率上行 32bp，通胀预期下行 7bp，进一步表明两次收益率上行的成因迥然相异。

在美债收益率快速上行与海外流动性边际趋紧的背景下，投资者普遍关心今年市场是否会重演 2021 年初的剧烈波动。我们认为，当前市场大幅下跌可能性较小，原因在于当前宏观环境与 2021 年初有所差别。

第一，基本面状况不同。2021 年初，国内经济已恢复至周期高点，随后经济和企业盈利持续下行。2021 年底随着稳增长政策持续出台，国内经济增长有望逐步见底回升。

第二，货币环境不同。2021 年初国内货币政策趋紧，央行连续净回笼资金，引发市场对流动性政策转向的担忧，资金利率大幅升高。当前政策层面稳增长意图明确，央行于 12 月 7 日下调支农、支小再贷款 3 个月、6 个月、1 年期利率 0.25%，12 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5%，12 月 20 日下调 1 年期 LPR 0.05%。同时央行四季度货币政策委员会例会强调“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能”，意味着未来货币政策仍将维持稳中趋松基调。

第三，A 股估值状况不同。2021 年初 A 股市场出现了“高利率、高汇率、高估值”的“三高”现象。经过近一年的调整，当前市场的估值已经较为合理。从市盈率角度看，目前 A 股整体估值位于历史均值附近，与海外主要市场相比存在优势。

2021 年美国“经济复苏+政策宽松”及中国“增速放缓+政策退出”深刻地影响了 A 股的市场结构，促使全行业利润向上游集中。2022 年中美经济周期将再次呈现反向特征，美国“政策退出+增长减速”及中国“政策宽松+增长见底回升”成为 2022 年一段时间市场环境的主要特征。去年十二月以来，随着央行降准、定向降息和下调 LPR，而美联储加快 QE 减量步伐并酝酿加息缩表，中美的政策周期已经进入实质性的完全反向阶段。虽然美联储政策的退出节奏的确会影响我国货币政策的宽松空间和国内市场的风险偏好，但美联储政策收紧并不是 A 股市场必然受到影响和资金流出的主导因素。当国内基本面足够强劲时，A 股市场将更多由自身政策和基本面因素主导。即便美联储开始加息甚至缩表，但由于国内基本面足够强劲且 A 股相对美股性价比更高，人民币汇率继续升值，外资依然可以大量流入 A 股市场，例如 2017 年。从这个角度来看，国内稳增长发力效果如何以及美国通胀压力是否继续升级，是决定后续 A 股演化路径的关键。如果美国通胀粘性较强且超预期上升，可能加快政策退出的节奏，边际上制约国内宏观流动性宽松的空间。但若稳增长政策如期发力使得国内经济相对其他市场可能更有韧性，叠加 A 股市场的高估值压力有所缓解，A 股市场在全球的吸引力和性价比仍将突出。

就本月而言，我们建议投资者密切关注 1 月 25 日至 26 日举行的美联储议息会议。如果会议上明确三月加息信号，那么市场对于年内缩表的预期也会再度升温，美债收益率可能再度快速上行，届时需关注国内货币政策宽松空间是否受到影响以及北上资金是否出现大幅外流。

高切低背景下机构调仓引发 A 股波动

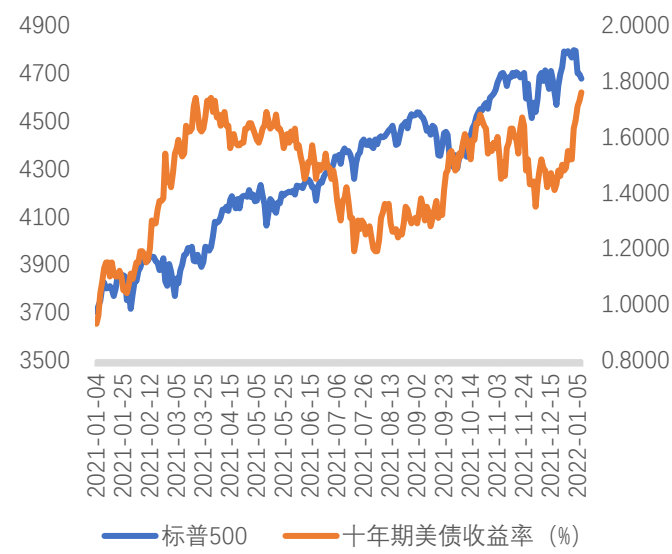
2021 年 12 月以来，随着稳增长预期的升温，叠加春季躁动季节效应的历史规律，投资者纷纷期待 A 股能够迎来跨年行情。但实际上市场却持续回落，走势不尽人意。部分投资者认为美联储持续鹰派的表态是导致近期市场弱势的主因，我们认为可能并非如此。首先，国内的货币政策强调“以我为主”；其次，在本轮美债收益率快速上行的过程中，国内十年期国债收益率并未大幅上行。相较于鹰派的美联储，内资机构年初集中调仓和板块之间的快速切换可能更为关键。

上周以新能源汽车产业链为代表的成长板块出现大幅下跌，由此导致创业板指和科创 50 回调明显。这次调整从性质来看有点类似于 2021 年春节后核心资产抱团瓦解，因为两者调整前均呈现了机构持仓拥挤、估值分位数达历史高位、短期博弈性较强等一系列特征。具体而言，一月中旬年报业绩预告将进入密集披露期，以光伏、新能源车为代表的赛道板块前期预期普遍过高，在当前产业链上中下游博弈加剧的背景下，业绩超预期的可能性很小。此外，2021 年极端分化的行情导致部分高景气赛道的估值已经透支了未来一段时间的增长和估值空间，配置性价比和吸引力降低。而另一部分板块则由于低景气经历了持续的估值下修，已经提前反映了各类负面预期，随着政策共识凝聚和基本面预期修复，配置性价比逐渐增强。在此背景下，资金开始由高位赛道向低位蓝筹调仓，从而导致赛道股抱团瓦解。

就短期而言，考虑到国内稳增长政策尚未落地、疫情防控状况边际转紧以及美联储持续鹰派的表态，预计市场仍将呈现弱势震荡态势。但投资者无须过度悲观，在部分前瞻性经济指标逐渐好转后，市场可能会扭转低迷情绪并逐步转向积极。市场结构方面，由于去年成长股涨幅较大透支未来一段时间的增长空间，在美债收益率上行和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下行压力。但大指数层面，经过去年的调整，叠加稳增长预期的支撑，预计调整空间不会很大。操作上，建议投资者短线关注中证 500 指数半年线以及上证 50 在 3150 附

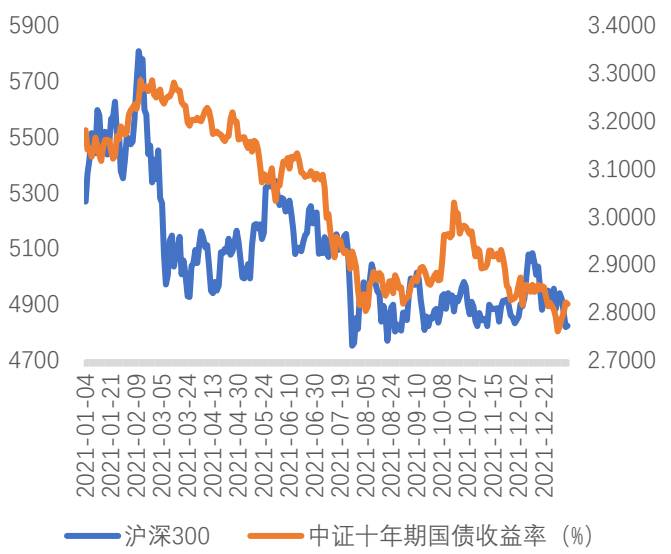
近的支撑力度。

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 与中证十年期国债收益率



资料来源：wind，一德期货