

A 股的逻辑及后续的三种可能

宏观驱动型大类资产配置研究系列十二

证券研究报告

2022 年 03 月 13 日

● 核心结论

今年以来权益市场的四个阶段。第一阶段为 1 月中上旬；第二阶段为 1 月下旬至 2 月上旬；第三阶段为 2 月中下旬；3 月以来为第四阶段。第一、二阶段市场看多稳增长、新能源及成长调整，但第二阶段分化更为显著、新能源与成长调整加速；第三阶段新能源及成长反弹、稳增长交易告一段落；第四阶段全面调整。

四个阶段权益市场的交易逻辑分别是什么？第一阶段（1 月 4 日-1 月 17 日）：稳增长预期延续，但处于数据空窗期；第二阶段（1 月 18 日-2 月 11 日）：经济企稳预期落空，但稳增长预期强化、“去宁化”加速；第三阶段（2 月 14 日-2 月 28 日）：1 月社融超预期，“阶段性兑现稳增长”，“去宁化”告一段落；第四阶段（3 月以来）：上海等地疫情突发，经济预期快速转差，俄乌局势进一步打压风险偏好。

如何扭转市场信心？我们理解的三种可能。第一种情形：疫情降温，扭转市场对经济预期；第二种情形：经济及金融数据超预期强劲，让市场消除对疫情等因素将掣肘经济前景的悲观预期；第三种情形：足够便宜。

1) 2 月社融及信贷数据表明宽信用暂时缺席，除非下周公布的 1-2 月经济数据超预期，否则第二种情形被暂时证伪。理论上，疲软的社融数据应该强化市场对于政策进一步发力稳增长预期，但有别于 1 月中旬，目前疫情的内忧以及俄乌冲突的外患之下，该数据恐怕会加剧市场对经济前景的担忧。比如，宽信用未至大概率推动降息预期升温，但 2 月居民新增中长期贷款转负或将引发“即便政策进一步宽松也难以推升购房需求”甚至宽信用难以兑现等负面观点。当然，降息、降准等宽货币政策预期之下，利率债或将有所表现，短期内成长股有望相对跑赢价值，但 A 股市场是否有 β 行情还需观察疫情预期、降息预期是否兑现、美联储紧货币节奏以及俄乌局势。

2) 假若疫情形势未能立即缓和、经济数据也未能扭转悲观预期，那么海外因素有望成为 A 股走势的关键。80 年代末以来历次美国经济晚周期到衰退期都会出现流动性危机。明年美国经济衰退为大概率，因此今明两年爆发流动性危机的概率不低。而流动性危机往往有一些催化剂，假若俄乌冲突持续就极有可能成为全球流动性危机的催化剂。若俄乌战争在未来数周内结束，欧美取消制裁，则短期内发生流动性危机的风险有限；若冲突持续、制裁加剧，则 Q2 附近全球或有流动性风险。但幸运的是，即便爆发流动性危机，也仅局限于金融体系内部，因此只要美联储货币政策转向宽松该风险就会消退。若海外流动性危机爆发，预计国内宽货币与稳增长将加大发力，A 股大概率在急跌后转涨，走势类似 2020 年 3 月前后。

风险提示：国内疫情形势超预期；国内外央行货币政策超预期；国内经济数据超预期；俄乌冲突及其影响超预期。

分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

相关研究

内容目录

一、今年以来的权益市场表现.....	3
二、四个阶段市场的交易逻辑是什么？	6
（一）第一阶段：稳增长预期延续，但处于数据空窗期	6
（二）第二阶段：经济企稳预期落空，但稳增长预期强化.....	6
（三）第三阶段：1月社融超预期，“阶段性兑现稳增长”，“去宁化”告一段落	6
（四）第四阶段：上海等地疫情突发，经济预期快速转差；俄乌局势进一步打压风险偏好	6
三、如何扭转市场信心？我们理解的三种可能	9
四、风险提示	9

图表目录

图 1：上证综指、上证 50 指数与创业板指年初以来走势	3
图 2：创业板指数与上证 50 指数比值	3
图 3：不同指数“含宁量”（含有新能源概念股占比）	5
图 4：不同指数“含宁”部分与“不含宁”部分走势	5
图 5：恒生指数 vs 中国香港地区新冠疫情当日新增确诊人数	7
图 6：上证综指、上证 50、创业板指 vs 上海当日新增确诊及无症状感染者总人数	7
图 7：全国（不含港澳台地区）新冠疫情当日新增确诊及无症状感染者人数	8
图 8：北上资金净流入规模（亿元）	8
表 1：申万一级行业第一阶段（2022.1.4-1.17）表现	4
表 2：申万一级行业第一阶段（2022.1.18-2.11）表现	4
表 3：申万一级行业第一阶段（2022.2.14-2.28）表现	4
表 4：申万一级行业第一阶段（2022.3.1-3.11）表现	5

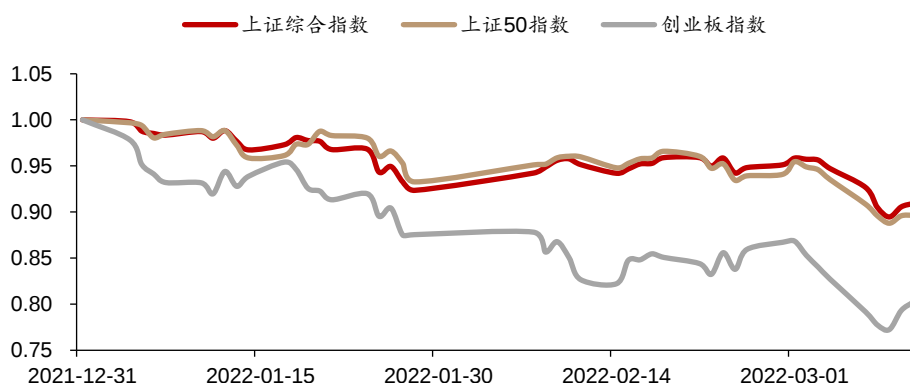
去年底到今年2月我们对A股有三点判断：一是结构上看好稳增长，新能源表现或偏弱（详见2021年11月28日报告《预期差（chà）与预期差（chā）——2022年度大类资产配置展望》）；二是稳增长背景下，若新能源调整到位，或可全面看好A股表现（详见2021年12月19日报告《2022年A股迎来全面牛市的几率有多大？》）；三是“去宁化”进入尾声，市场或有结构变化（详见2月13日报告《稳增长与“去宁化”行情何时结束？》）。

回头看，观点1、3基本兑现，但看多观点并未兑现。3月前我们并不认为要全面修正乐观观点，但3月初以来国内突发疫情以及俄乌冲突共振令我们开始对市场转为谨慎，这也是我们3月6日撰写《俄乌冲突会诱发流动性危机吗？》提示风险的主因。我们希望借本文梳理今年以来市场运行逻辑，并尝试回答一个问题“看到怎样的变化，市场会重拾信心？”。

一、今年以来的权益市场表现

由图1-2可知，今年以来市场分为四个阶段：第一阶段为1月中上旬；第二阶段为1月下旬至2月上旬；第三阶段为2月中下旬；3月以来为第四阶段。由表1-4以及图3-4可知，第一、二阶段市场看多稳增长、新能源及成长调整，但第二阶段分化更为显著、新能源与成长调整加速；第三阶段新能源及成长反弹、稳增长交易告一段落；第四阶段全面调整。

图1：上证综指、上证50指数与创业板指年初以来走势



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图2：创业板指数与上证50指数比值



资料来源：Wind，西部证券研发中心

表 1：申万一级行业第一阶段（2022.1.4-1.17）表现

申万一级行业第一阶段（2022.1.4-1.17）表现					
综合	2.97%	交通运输	-0.36%	非银金融	-3.54%
计算机	2.06%	汽车	-0.38%	有色金属	-4.21%
纺织服饰	1.94%	家用电器	-0.75%	电子	-4.31%
房地产	1.83%	建筑装饰	-0.92%	电力设备	-4.53%
银行	1.77%	医药生物	-1.15%	建筑材料	-4.60%
石油石化	1.24%	轻工制造	-1.50%	商贸零售	-5.09%
传媒	0.98%	环保	-2.41%	美容护理	-5.24%
农林牧渔	0.97%	钢铁	-2.53%	公用事业	-7.10%
通信	0.23%	机械设备	-2.62%	食品饮料	-7.78%
煤炭	0.07%	基础化工	-2.71%	国防军工	-8.55%
社会服务	-0.14%				

资料来源：Wind，西部证券研发中心

表 2：申万一级行业第一阶段（2022.1.18-2.11）表现

申万一级行业第一阶段（2022.1.18-2.11）表现					
煤炭	8.99%	公用事业	-0.52%	轻工制造	-7.25%
银行	6.78%	农林牧渔	-0.54%	机械设备	-8.93%
建筑装饰	5.71%	社会服务	-2.46%	计算机	-9.42%
商贸零售	3.67%	食品饮料	-2.75%	美容护理	-10.69%
建筑材料	3.61%	环保	-2.84%	国防军工	-10.80%
交通运输	2.77%	家用电器	-2.97%	汽车	-12.26%
非银金融	2.16%	基础化工	-4.48%	传媒	-12.49%
钢铁	1.65%	综合	-5.85%	电子	-12.50%
石油石化	1.50%	纺织服饰	-6.01%	电力设备	-14.23%
房地产	0.81%	通信	-6.14%	医药生物	-16.31%
有色金属	-0.46%				

资料来源：Wind，西部证券研发中心

表 3：申万一级行业第一阶段（2022.2.14-2.28）表现

申万一级行业第一阶段（2022.2.14-2.28）表现					
电力设备	11.68%	公用事业	1.84%	社会服务	-3.17%
有色金属	9.69%	汽车	1.67%	建筑装饰	-3.54%
医药生物	6.90%	计算机	1.59%	农林牧渔	-4.28%
国防军工	6.08%	煤炭	1.47%	传媒	-4.48%
美容护理	5.85%	石油石化	0.90%	房地产	-4.60%
基础化工	5.55%	钢铁	0.90%	银行	-4.89%
电子	4.70%	纺织服饰	0.60%	商贸零售	-4.97%
综合	4.54%	轻工制造	-0.22%	家用电器	-5.65%
通信	2.97%	食品饮料	-1.05%	建筑材料	-7.15%
机械设备	2.34%	交通运输	-2.51%	非银金融	-8.13%
环保	2.00%				

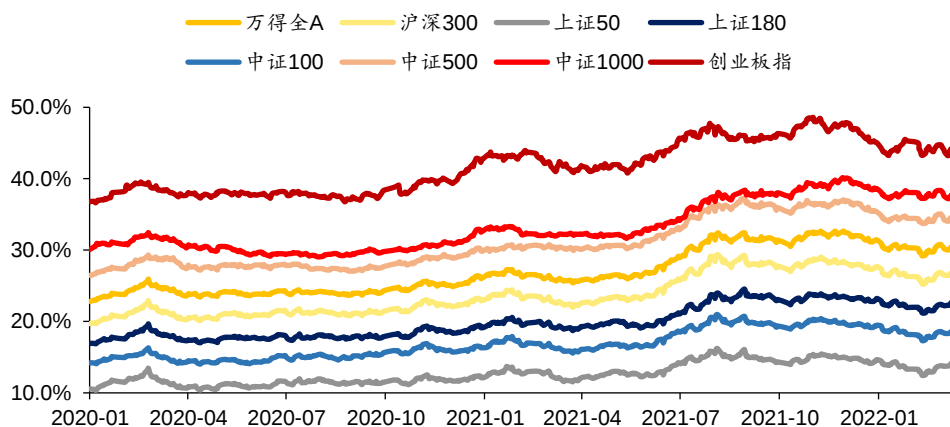
资料来源：Wind，西部证券研发中心

表 4：申万一级行业第一阶段（2022.3.1-3.11）表现

申万一级行业第一阶段（2022.2.14-2.28）表现					
煤炭	4.50%	轻工制造	-4.29%	非银金融	-6.61%
综合	0.97%	银行	-4.50%	机械设备	-6.63%
农林牧渔	-0.58%	商贸零售	-4.86%	计算机	-6.77%
建筑装饰	-2.07%	通信	-5.05%	基础化工	-6.81%
医药生物	-2.14%	环保	-5.08%	电子	-8.18%
交通运输	-2.95%	美容护理	-5.20%	国防军工	-8.32%
公用事业	-3.27%	电力设备	-5.50%	汽车	-8.82%
房地产	-3.64%	建筑材料	-5.52%	石油石化	-9.54%
食品饮料	-3.98%	社会服务	-6.07%	家用电器	-9.60%
传媒	-4.04%	钢铁	-6.59%	有色金属	-9.71%
纺织服饰	-4.06%				

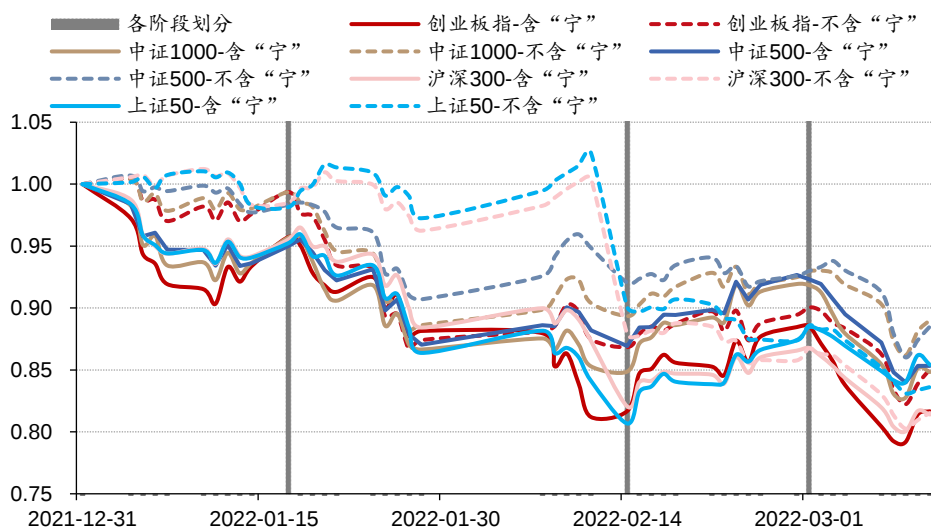
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 3：不同指数“含宁量”（含有新能源概念股占比）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 4：不同指数“含宁”部分与“不含宁”部分走势



资料来源：Wind，西部证券研发中心

二、四个阶段市场的交易逻辑是什么？

（一）第一阶段：稳增长预期延续，但处于数据空窗期

去年11月13日报告《政策转向的信号》指出出口与地产下行压力增加，政策开始转向稳增长，随后市场主题也由新能源与成长切换至与稳增长三条主线：基建、地产与防疫逆转。11月18日企业家座谈会到12月上旬中央经济工作会议再到12月中旬财政部部署去年财政后置以及今年财政前置，一系列稳增长信号，不断推升市场对经济前景的期待值。1月中旬上旬为数据真空期，稳增长交易延续，但市场略显平淡。

（二）第二阶段：经济企稳预期落空，但稳增长预期强化

1月中旬市场出现了1月前两周信贷及基建不及预期的说法。该因素看似不利于“稳增长”行情，但因稳增长标的中高股息个股占比较高，且此前该方向筹码极少，反而有了“避险”价值。此外，在稳增长政策目标之下，数据越差后续稳增长力度越强也成为普遍看法。因此，1月中旬市场对宽信用不及预期的担忧反而演绎成加速助跌高估值、拥挤赛道的剧情。

（三）第三阶段：1月社融超预期，“阶段性兑现稳增长”，“去宁化”告一段落

2月10日央行公布了1月社融数据，新增规模为6.17万亿，大超市场预期。尽管在当天美国劳工部公布的1月美国CPI超预期升至7.5%的扰动下，次日A股跟随前晚美股下挫，但随后两周国内权益表现总体积极。表明宽信用预期正在兑现，稳增长有望成为事实，提振市场情绪。我们在2月13日报告《稳增长与“去宁化”行情何时结束？》中指出，稳增长三条主线中的基建与防疫逆转行情于3月获利了结概率较高。而截至2月10日创业板“含宁”部分已经降至2021年初水平，“去宁化”接近尾声。换言之，2月中下旬市场交易逻辑变为“阶段性兑现稳增长”、“去宁化”结束，进而新能源等成长股反弹且跑赢。

（四）第四阶段：上海等地疫情突发，经济预期快速转差；俄乌局势进一步打压风险偏好

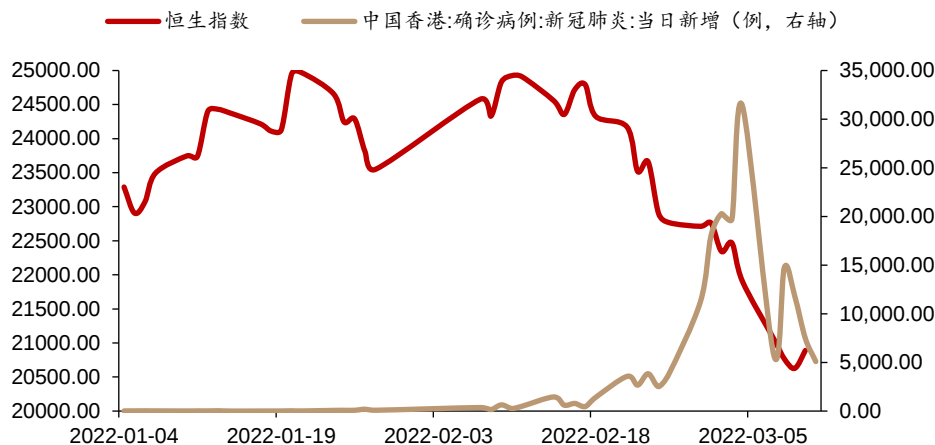
3月以来市场快速调整，特别容易被误以为是俄乌局势紧张后油价飙升引发的滞胀交易。事实上，在2月24日俄罗斯对乌开战后的一周内市场表现仍然积极，并未受外部因素影响，进而我们认为3月以来的市场变化或另有原因：疫情。

我们先来复盘一下港股。港股有三点驱动因素：中国本土经济基本面是港股的业绩因素、美联储货币政策是港股的流动性与估值因素、中国本土产业政策是港股的风险偏好（以及业绩）因素。2021年这三个变量对于港股而言都存在负面影响：中国经济自2021年2月见顶后几乎逐月下滑至Q4；自2021年1月公布2020年12月会议纪要中美联储就提到要削减QE；2021年Q3起，国内产业政策进入调结构阶段，双减、互联网平台以及房地产等政策。

今年以来港股两重利空本已呈现出利空出尽的态势，突发疫情逆转基本面格局，打压风险偏好，叠加海外利空因素令港股再度重挫。中国国内政策基调转向稳增长，经济稳定、产业结构调整结束。虽然美联储货币政策仍会收紧，但中期选举前大概率是高举轻放，进而今年港股本来应该呈现上行走势。1月20-21日在市场开始为美联储或有多次加息定价，随后港股略显波折，但中国春节期间美联储安抚市场情绪后，港股又跟随美股反弹并且回到年内高点位置。进入2月中旬香港疫情形势突然急转而下，令通关预期骤降，经济基本面和风险偏好受到双重约束，港股开始下挫，随后俄乌开战预期及开战事实打压全球风险

偏好亦令港股进一步下挫。

图 5：恒生指数 vs 中国香港地区新冠疫情当日新增确诊人数



资料来源：Wind，西部证券研发中心

上海等多地疫情暴发，破坏防疫逆转及经济向好预期。2月24日俄乌正式开战当天虽令A股当日重挫，但随后也有所企稳，直至3月1日创业板反弹结束、3月3日开始上证综合下挫。与此同步的是，上海频现新冠确诊及无症状感染，青岛等地疫情反弹形势也略显严峻，打破了防疫政策逆转预期。信贷及基建等可控因素不及预期会令市场期待更多稳增长政策出台，但突发疫情更具不确定性。并且，去年以来国内消费疲软与疫情防控有关：一来场景型消费受约束，而服务于场景型消费群体的就业与收入也受到约束；二来跨省务工半径变小，亦影响农民工等中低收入群体的就业与收入。加上Q1基建发力后，地产在Q2无法快速实现稳增长衔接，进而市场对于经济稳定预期快速转差。

图 6：上证综指、上证 50、创业板指 vs 上海当日新增确诊及无症状感染总人数

— 上证综合指数
— 上证50指数

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_39390

