

如何看待被恐慌情绪支配的市场

——3 月 15 日股债双杀点评

事件:3 月 15 日,国内市场股债双杀,上证指数大幅放量下跌 4.95%,10 年期国债收益率上行超过 5 个 BP。

对此我们评论如下:

（一） 新的负面因素促使股债出现双杀

近期市场的负面因素较多:除前期已令市场受到冲击的俄乌战争、美联储货币政策将收紧、大宗商品涨价及由此引发的类滞胀预期外,近日又出现新的不利因素,导致今天股债均受压:

1) **MLF 降息预期落空。**此前市场认为宽信用不及预期,为了稳增长,央行将会继续降准降息,对今日调降 MLF 利率有较高期待。但今日 MLF 利率保持不变,令市场的宽松热情受到打击;同时 1-2 月好于预期的宏观数据公布,更令市场暂时难以理解背后的逻辑。

2) **本土疫情再度爆发,防疫政策收紧。**3 月份后,国内疫情有猛烈抬升之势,深圳、吉林、上海等地收紧防疫政策,不但对制造业、消费和金融重镇构成打击,也打消了部分机构认为有可能放松防疫政策的预期,市场担心会再度出现 2020 年的疫情冲击。

（二） 产品赎回与资金流出的负反馈放大了市场的恐慌情绪和价格下跌



1) 股票市场方面：近两年公募股票型基金和混合型基金的新增规模较大，其中 2021 年新增 1.8 万亿元，2020 年新增 3.5 万亿元。经粗略匡算，2021 年申购的资金预计平均亏损约 20%，这部分资金中有部分会有止损倾向。此外，2020 年密集申购大约在 7 月份开始，当前上证指数跌到 2020 年 7 月份附近，回到成本线附近可能加剧这部分资金的赎回。

2) 固收市场方面：我们观察到 1 月以来，由于股票收益亏损扩大，不少固收+产品因净值下跌遭遇赎回，期间抛售了部分债券资产，阶段性推高了债券利率。并且 2 月份之后由于债券利率上行较多，也导致部分纯固收基金和理财产品出现净值亏损，加剧了债券资产抛售压力。

3) 北上资金近期较为少见地持续流出，从上周至今日已流出 667 亿。分析其中原因：一是，近期美股波动加大，风险偏好下行，全球投资者首先减仓风险和波动相对较高的新兴市场资产；过往 ViX 指数上行时北上资金有八成几率流出。二是，历史上美联储首次加息前，新兴市场资金会加速流出，加息后的半年内依然流出但速度放缓。三是，人民币贬值也促使北上资金流出，人民币最近几天在中国疫情和美联储加息背景下快速贬值了 1%。四是，美欧与俄罗斯的大国博弈不断升级，中美关系当前依然紧张，在大国博弈的背景下全球资金可能加速回流本国。

（三）后市展望：A 股趋近极端估值，短期仍承压但中长期价值显现，固收可能小幅承压

1) 市场下跌短期还可能会继续

当前市场已经被情绪支配，特别是 A 股市场，恐慌情绪已经脱离了基本面，当前走势特别是 A 股今日跌幅已经不能完全用基本面或技术面因素来解释。

在这种情绪的支配下，预计 A 股短期仍有继续下跌的空间，债券市场利率也仍有上行空间。

2) 关注 A 股短期能否企稳的观察指标

短期市场能否企稳？建议关注情绪、经济、政策和外围四大变量：A) 等待成交量萎缩，市场情绪降温；B) 等待疫情好转到 1、2 月份的水平；C) 等待重磅的稳增长政策逐步落地，或国家出台救市政策；D) 等待全球通胀预期降温，美股风险偏好提升；E) 地缘政治风险缓和、中美关系好转等。

3) A 股估值接近极端位置，再跌将出现中长期投资机会

上证指数当前处于过往 5 年市盈率的 11%分位数，18 年底最低时市盈率为 10.99 倍，目前为 11.6 倍。考虑到 4 月份年报和 1 季报披露后盈利有所增长，估值水平将非常接近 18 年底的最低水平；我们在年度展望中判断上证指数波动区间下限为 3000 点，就是参照了 2018 年底估值的极端位置。对照全市场指数，包括万得全 A、万得全 A（除金融、石油石化），过去 5 年市盈率分位数分别为 29%和 22%，距离 18 年底估值水平仍有 20-30%的差距；但考虑到盈利增长，距离估值的极端位置也并不遥远。

但需注意的是，过往几年市场分化严重，部分行业涨幅巨大，例如食品饮料、电力设备及新能源、汽车等行业的过往 5 年市盈率分位数在 50-60%。

因此，如果市场继续下行，从全市场的角度来看市场将进入底部区域，具备中长期投资价值。部分优质行业的估值处于历史中间水平，如果回落至中间水平以下，也符合以合理价格买入优质股票的投资理念。

建议投资者等待上述市场企稳的观察指标出现。对于仓位较轻，且着眼于中长期收益、能够承受短期风险的投资者来说，无需过多关注短期波动，建议在市场下跌时分批买入。

4) 固收市场方面，我们认为一季度货币政策维持宽松和经济基本面修复偏缓，依然有利于一季度债市利率在全年偏低的位置运行。原因在于两方面，一是尽管央行降息预期落空，但整体还是维持宽松，只是没有进一步加码；二是实体经济修复偏缓，1-2 月实体经济可能比宏观经济数据读数的观感要弱一些，并且 3 月疫情防控加码，可能会对经济修复形成阶段性干扰。但二季度利率可能趋于缓慢上行，原因在于经济有望触底回升，宽信用预期继续上升；不过这个过程还需要持续观察。

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_39625

