

南华期货：风格轮动中推升股市中枢， 内外资流动是表现而不是原因！

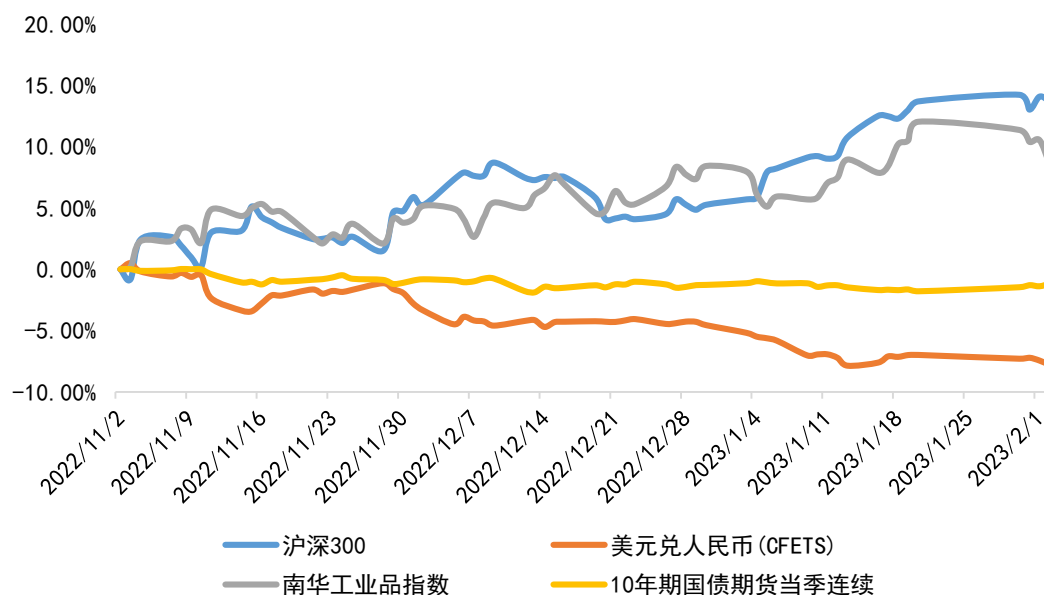
南华期货 王映 Z0016367

一、股市上行逻辑仍成立，所以即使面临短期的调整也不必悲观。

1、回顾走势可以发现，股市处于风格轮动，滚动向前，共同助推股市中枢上移的健康状态，经济基本面从目前公布的数据来看，较为乐观，在没有证伪经济复苏现实的情况下，乐观预期驱动的股市中长期上行趋势不会反转。

去年 11 月防疫政策放开以来，A 股明显上行，以沪深 300 指数为例，区间涨幅超 15%。本轮股市上行交易围绕经济复苏预期展开，大类资产中国债期货下跌、南华工业品指数上涨和人民币持续升值，均很大程度上反映了投资者对国内经济的乐观预期。虽然这轮上涨的交易主线是疫后复苏，但股市增长动能逐步由对防疫政策放开后的消费复苏，转向经济的整体复苏。从市场表现来看，消费板块对股市拉涨动能逐步减弱，而前期涨幅较小的绩优板块则轮番领涨，股市上行表现为“由点及面”。

图 1：11 月以来大类资产涨跌幅情况

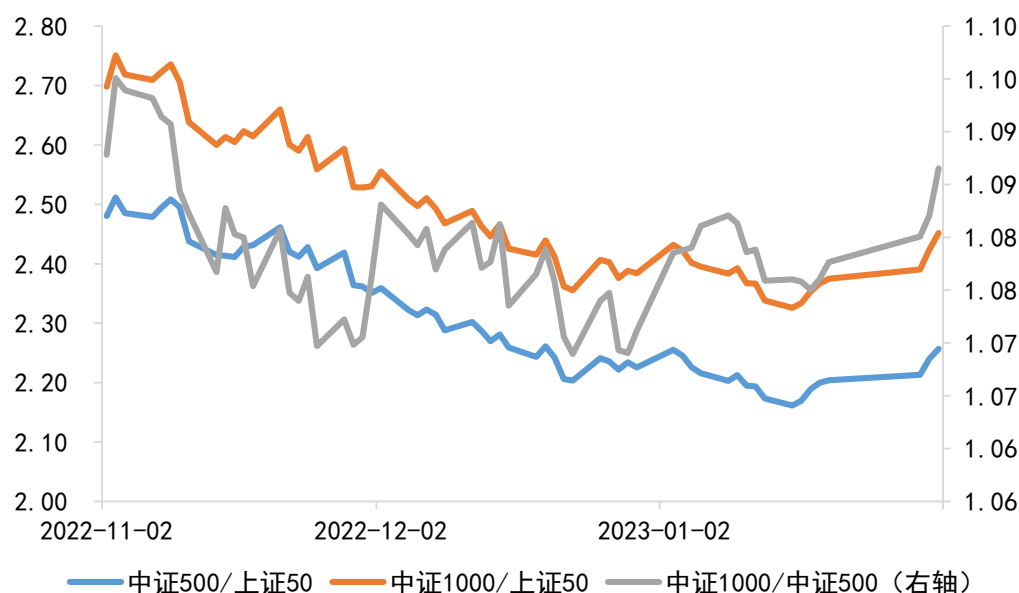


资料来源：Ifind 南华研究

具体来看，防疫政策放开后，消费需求修复预期强烈，加上地产支持政策频发，消费板块如食品饮料、消费者服务，以及金融地产板块如银行、非银金融、房地产等领涨。领涨板块在大盘股指数中权重更高，例如，上证 50 指数中食品饮料、银行、非银金融板块占比超 50%，而在中证 500 指数中占比仅有 10%-15%，在中证 1000 指数中占比更是小于 10%。同时，这些领涨板块集中在下游，所以去年 11 月至今年 1 月中旬大盘股表现优于小盘股，下游表现优于中上游。但是正如我们上文所说，目前市场走势处于“由点及面”的过程中，即股市表现为以上所提到的板块先行，其余板块跟上。因此，1 月 16 日开始，盘面风格出现明显的逆转，小盘股走势更优，上游表现超越下游。我们观察了 11 月至 1 月 16 日以及 1 月 16 日至 1 月底的板块涨跌幅，发现板块表现基本出现了全面逆转，和之前的涨跌表现几近逆序：1 月 16 日至 1 月底的领涨板块基本是此前涨幅最小的板块，板块交易主线由消费、

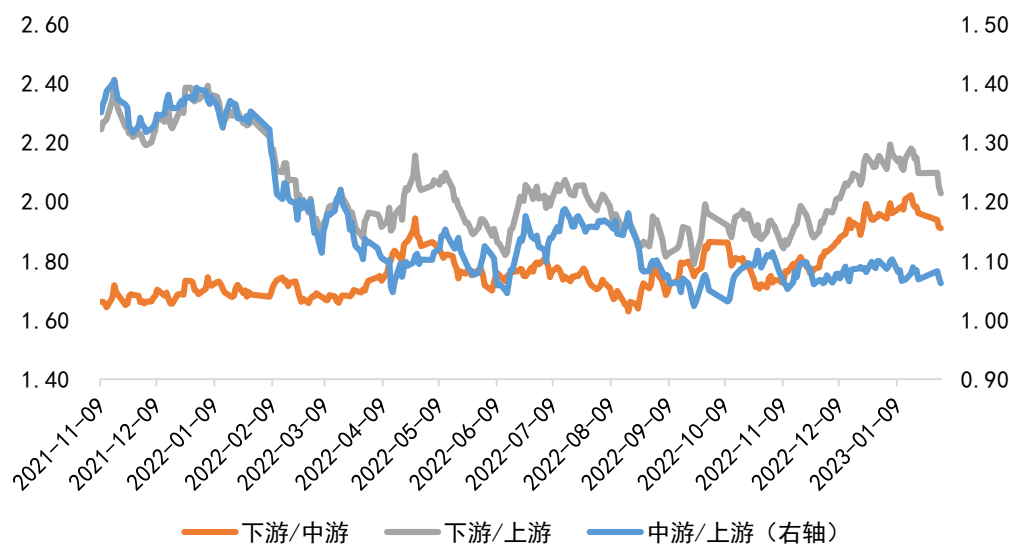
金融地产转移至前期上行表现较弱的板块。所以本轮由蓝筹股至成长股的风格切换，自下而上分析，表现为部分板块先行，其余板块跟上，各板块全线上涨，推动股市稳步上移。

图 2：1 月 16 日开始，小盘股表现更优



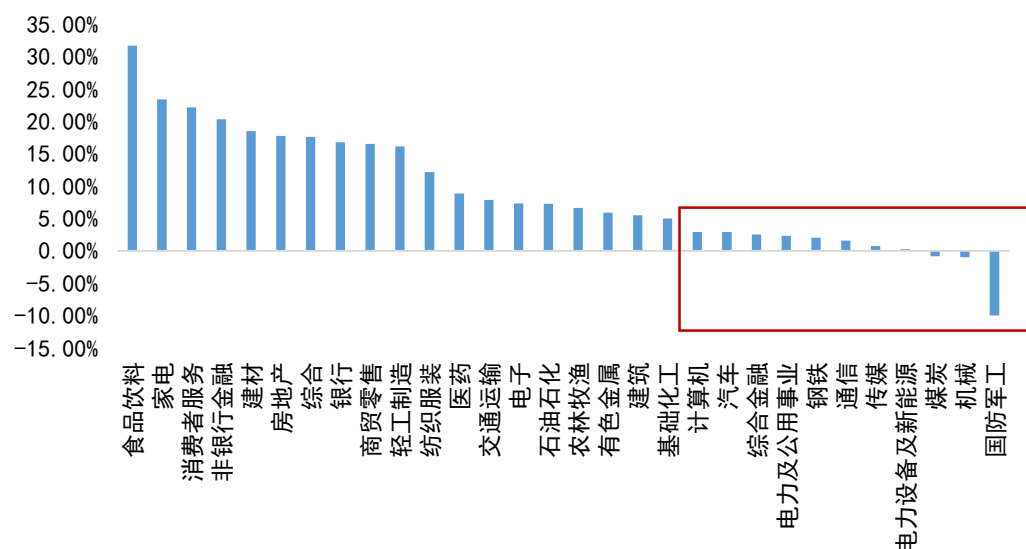
资料来源：Wind 南华研究

图 3：与大中小盘风格切换对应，目前上游表现更优



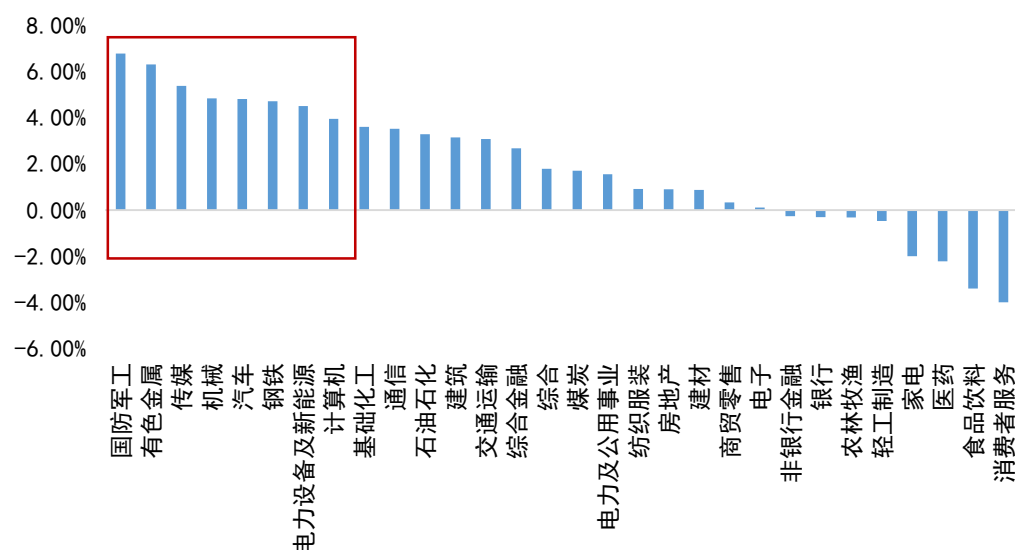
资料来源：Wind 南华研究

图 4：11 月至 1 月 16 日各板块涨跌幅



资料来源：Wind 南华研究

图 5：1 月 16 日至 1 月底各板块涨跌幅



资料来源：Wind 南华研究

聚焦 2 月，从基本面来看，1 月制造业与非制造业 PMI 数据回归荣枯线上方，供需活力均有所修复，经济增长动能有所修复；同时，春节之后由中央到各省相关会议，对于 2023 年工作规划和目标均较为积极，多数大省 GDP 定在 5% 左右，干劲十足，经济向好是大势所趋。从资金面来看，北向资金在连续大幅净流入一段时间后，可持续性有待观察，内资的举措倾向于“边看边走，及时止盈”。整体而言，资金面的流动是基于股市变动方向的表现，而不是驱动。后续股市运行仍需依托经济增长现实，以及政策加码状况，这也是 2 月需要关注的重点。当前，股市对前一轮复苏预期的交易逐渐降温，而在基本面缺乏增量利多信息刺激的时候，资金将维持观望。综合来看，我们对 2 月行情我们并不悲观，但由于 2 月没有太多的增量信息，若政策面没有“意外惊喜”，蓝筹股缺乏上行动能，而成长股也补涨较为充足，2 月 A 股月度运行中枢变动较小。

2、技术面来看，股市上行稳健，调整空间有限。

从技术面来看，我们观察到以下信息：

- 11 月以来，上行过程中，各指数均存在多个上行缺口未回补，上行力量较强，缺口经过多个交易日未回补，显示市场认为对于跳空上行之后的定价是合理的，所以在交易主线未被证伪的情况下，再重新补前期缺口的可能性较小。
- 1 月这轮上行，从技术面来看，我们以沪深 300 为例，从图中可以看到走势紧贴 5 日均线上行，稍有偏离就会马上调整，“脚踏实地”，运行较为稳健。
- 60 日均线与 120 日均线临近金叉，属于中长期上涨的牛市信号。
- 调整面临 20 日均线支撑位，若跌破，则下一支撑为 60 日均线，但是结合以上基本面分析，我们认为当下没有如此强劲的下行动能。同时，观察近期几个交易日回调中，K 线均有长长的下影线，显示多空博弈中，空头虽占优，但压力其实较大。
- 从沪深 300 月度 K 线图来看，2 月 K 线压力位距离 1 月高点涨幅不到 2%。

综合来看，结合以上基本面分析，我们认为市场当下继续下探的可能性不大，近期的调整可能已经较为充分，但上行也相对乏力，空间不大，预计主要是技术面的回调和反弹为主。但需要提醒的是，若股市意外下行突破 20 日均线支撑点位，进一步下行的空间也相应被打开，调整的幅度可能比想象的要大。

图 6：沪深 300 日度 K 线走势情况



资料来源：Wind 南华研究

图 7：沪深 300 月度 K 线走势情况



资料来源：Wind 南华研究

二、外围扰动减弱，美联储鹰鸽预期仍在频繁转变，但在发生利率走向逆转之前对 A 股短期扰动有限。

2月2日凌晨，美联储利率决议公布加息25BP，整体符合市场预期，在政策声明中暗示要继续加息，但在表述通胀问题时措辞有所调整，虽然仍认为通胀偏高，但承认有所缓和。市场解读为偏鸽，美元指数直接由102附近下行至101附近，美股上涨，市场逐险情绪上扬。但是观察A股走势，情绪面并未受到明显提振，当日收盘整体回落。

2月5日，美国1月就业数据公布，1月非农新增就业人数51.7万，远超预期的18.5万，前值从22.3万修正为26万；失业率下降至3.4%，创53年新低，低于预期的3.6%。再加上美联储官员讲话认为加息会超过12月预期，市场转而认为美联储维持加息的时间可能更长。美元指数反弹，美股回落。观察股市2月6日表现，仍然延续此前的回调修正行情，回调幅度也在预料的区间内，虽然风险偏好可能一定程度上受到打压，但走势最终并未明显脱离国内交易逻辑。

所以我们认为，外围市场若没有出现加息结束或者开始降息的引导之前，预期面对于国内A股的影响会比较小，很快被消化（下一次FOMC会议将在国内时间3月23日公布结果）。

三、总结

结合A股国内外主要影响因素分析、技术面分析，我们认为在增量信息入场前，股市以震荡为主，目前下探和反弹的空间都不大，若没有有效突破震荡区间上下限，建议不要追涨杀跌。对于中长期投资者，我们认为上行趋势并没有改变，所以2月仍可逢低布局部分多单，避免踏空。