

【回·望】股指：宏观情绪摇摆 风格极致演绎

原创 吴纬国 柳瑾 中粮期货研究中心 2023-01-21 10:56 发表于辽宁

收录于合集

#回望三年

9个



摘要

2020-2022年注定是极不平凡的三年，权益市场大开大合的行情走势牵动无数投资者为之欢呼雀跃，也为之黯然神伤。本文着眼于年度级别的核心因素与偏差去复盘过去3年的权益市场行情走势，力图给投资者呈现一个简单明了、路径清晰的复盘笔记。整体来看，2020-2022年大的逻辑主线分为7个主要阶段。



权益市场核心要素投资画布



数据来源：万得、中粮期货研究院整理

新冠疫情冲击， 海外接连扩散引发流动性恐慌

阶段一（2020年1月下旬-2020年3月中下旬）：

1月初，受中美第一阶段协议成功签署的利好影响，权益呈现一段小阳春行情，北向资金持续流入。1月下旬新冠疫情的爆发，从国内到国外的封城，令市场始料未及。一开始疫情并未对盘面产生较大影响，此时受春节行情和中美第一阶段协议的关注度较高，导致即使在1月初有流言说武汉或有新冠疫情，但是盘面并无太大反应。

1月下旬春节期间疫情逐渐发酵，武汉封城，各地疫情快速爆发，股市开市后快速下跌，逾3000个股跌停。随后市场可能类比应对非典的成功经验，更多的认为是脉冲式疫情，随着隔离的开展会很快的度过疫情，政策方面也会倾力配合经济恢复，市场迎来了一波快速的反弹行情至2月下旬。但随后疫情向全球急剧扩张，3月随着从全球部分国家开始隔离到全球大部分国家隔离居家办公导致市场出现流动性恐慌，无论风险还是避险类资产均发生被挤兑的极端行情，IF、IC、IH开启第二波快速下跌。

全球央行大放水， 内外疫情差推动出口型经济快速爬坡

阶段二（2020年3月下旬-7月上旬）：

面对新冠疫情的挑战，全国上下积极应对，经济步入快速修复期。市场已经注意到基本面已经发生转变，随着疫情在国内被逐步控制，经济已经度过了最坏的时候。此外，3月以来，全球各国为应对新冠疫情导

致的经济衰退以及金融市场恐慌抛售，主要央行迅速出台大规模救市政策，开启了史无前例的宽松浪潮，实施一揽子货币政策工具，包括大幅度降息、大规模资产购买和多项非常规政策工具。在全球央行持续提供超额的流动性支持以及大规模救助政策刺激下，全球资产从流动性恐慌的错杀、误杀中快速回暖，资产价格逐级抬升。

值得注意的是，3-5月份武汉解封后，资产的表现并不是跟随复工预期上涨而是先定价的武汉疫情解封后疫情是否扩散的悲观弱现实，可以说市场是跟着数据一步一步的验证经济恢复动态，整体市场行情缓慢上涨。6月-7月上旬的加速上涨行情本质上也源于这一段时期内外疫情差驱动的出口暴增带动的经济修复快速爬坡。人民币走强，人民币资产在全球的性价比持续提升，外资加速流入中国市场。此外，要注意的是上涨存在两轮动能切换，首先受益于疫情爆发的医药+消费相关产业大幅上涨，随后主力变为消费+基建+出口，动能的转变表示了此时市场结构正在发生转变，国内从疫情期间的停滞，变为了疫后政府、居民消费激增和海外疫情的加剧带动出口的急剧增加。

三 海内外经济恢复共振， 供应链恶化下通胀抬头，抱团茅指数

阶段三（2020年7中旬-2021年2月上旬）：

海内外经济恢复共振期，国内生产受限于资源国疫情加剧、海外运输受阻，企业产量进入瓶颈期，虽然满负荷运转，但仍与市场需求存在缺口。海外疫情愈演愈烈、美国种族和美国大选等诸多外部风险在疫情冲击和大规模流动性投放的宏观环境都使得2020年以来成长与价值的分化在全球范围来看都进一步被强化。将原有的消费+基建+出口转换为消费+新能源+军工等行业龙头型企业。这一时期的机构抱团已“极致化”，权益市场“二八分化”行情愈演愈烈，而市场赚钱的广度持续下降。在流动性环境未有显著收紧的背景下，融资结构继续改善，宏观经济环境与上市公司不同板块间企业盈利强弱对比发生着变化，机构持股的一致性日益提升，从而导致机构抱团现象显著。

截止2020年末，TOP20基金的持股不仅高度趋同，主要公司出现在重仓股的次数都在10次以上、个别甚至高达19次，而20大重仓持股的持仓占比高达31.4%。究其原因，一方面是由于大规模的流动性投放从估值扩张上对其更为有利，另一方面是因为这些龙头公司具有更强的风险抵御能力、同时疫情和封锁措施一定程度上也催生了更多的线上需求。此外，海外需求的急剧增加促使国内出口份额对其他制造业国家进一步挤占，叠加海外大幅宽松的货币政策，大宗商品价格大幅上涨，通胀预期开始抬头。在此背景下，内外经济共振恢复以及供应链持续恶化下化工、汽车、有色金属、航运等板块开始上涨。

四 核心资产见顶回落， 供应链冲击下新旧能源动态统一

阶段四（2021年2月中旬-2021年12月上旬）：

21年春节后，在国内流动性收紧预期、海外财政加码美债快速上行双重冲击下核心资产见顶。2020年中旬政治局会议已经定调将疫情以来释放的刺激政策有序回收，同期生猪价格持续暴涨，通胀上行压力进一步显现。而在2020年底中央经济工作会议中，不急转弯的定调让市场高估了国内经济的韧性。因此在市场狂热冲高时，价格与政策基本面背离加速。上涨斜率、新发偏股基金、融资均已经接近历史极值，在大幅杀跌之后，两会政府工作报告基本明牌2021年改革的主基调，也基本确认了经济基本面在改革加速状态下将以让利的结果呈现。这显著不利于经济贡献较大的传统类权益，为2021年走势分化提供了基础。此外，一季度政治局会议上关于“要用好稳增长压力较小的窗口期”的定调，右侧确认了改革加速的政策取向。所以在二季度“房住不炒”、“碳中和”、“资本反垄断”三线并进下，经济严重承压，继而带来行情的严重分化。

供给冲击下的周期行情极致上涨也是本轮权益市场的重要变量之一。能耗双控制度持续加码，国内各省市“运动式减碳”的过度干预以至于在叠加疫情对全球供应链的冲击后，本轮供给收缩的影响大幅超预期。上游资源品的不断暴涨给予上游企业丰厚回报，也导致上下游盈利（PPI-CPI）剪刀差的持续扩大，并创下历史新高。中观层面看，“能耗双控”+“限电限产”政策的愈演愈烈导致部分大宗商品供给受限、量缩价升，其反映在股票市场上的是周期板块行情演绎至历史之最，特别是在8-9月“能耗双控”政策不断加码、各省“限电限产”持续演绎的背景下，供给约束将周期股推向本轮的高点。总体来看，指数上，沪深300、上证50经历3月上旬一波急跌以及5月下旬-9月的阴跌后持续弱势整理至收官，而迎合政策的新能源、环保、电力、周期等标的集中的中证500，中证1000走出独立小盘、成长行情。

五 俄乌冲突加剧供给冲击， 全球开启紧缩周期

阶段五（2021年12月中旬-2022年3月中旬）：

市场的两条主线分别是美联储紧缩以及俄乌冲突。21年12月金融市场已经开始交易美联储加息预期，美债收益率快速上行，美股方面成长风格代表的纳斯达克指数连续大跌，风险偏好降低扩散至A股，市场开启下跌，此时稳增长预期和低估值板块还相对抗跌。随后俄乌冲突和地缘政治重构进一步推升通胀预期，全球央行政策重点向收紧流动性以抑制通胀的目标倾斜。

六 疫情冲击影响反复， 弱现实与强预期动态调整

阶段六：（2022年3月下旬-2022年10月下旬）：

国内部分地区疫情爆发带来的经济下行担忧以及海外通胀超预期：投资者普遍担忧部分地区疫情对经济带来负面影响，延迟经济见底和复苏的进程，海外通胀超预期，美联储激进收缩政策，美股连续下跌，4月中旬开始，人民币汇率快速贬值，4月贬值幅度超4%，对权益市场构成压力。但随后A股在五月走出独立行情并流畅上涨至7月初。海外紧缩、汇率贬值、疫情扰动这些前期影响市场的利空因素正在被充分定价。伴随着疫情扰动的逐步消退，各地积极复工复产以及政策方面对稳增长的诉求进一步加大，内外的不同就开始逐步显现了，独立行情的核心就在于中国与欧美等国的经济错位、疫情防控策略不同共同驱动的

政策背离带来的分化。此外，A股在4月超跌后，多项指标（量价、资金、情绪）都显示出底部特征，市场有抄底需求，上证指数周五收盘以较4月27日低点（2863.50）上涨7.7%。

随后，海外金融条件收紧和国内政策预期纠偏组合交织下的“内温外冷”促使权益市场跌入情绪冰点。同时，成长与价值、大盘与小盘风格的走势也大相径庭，上证50以及沪深300自7月5日后就开启了下跌行情，而中证1000自5月初开启反弹后一度录得30%的涨幅，但也在8月中下旬错位开启大幅下跌模式，9月行情更是类4月，成长跌幅更加流畅，涨的最多跌的最凶，上证/中证比价开始被动修复。国庆归来，市场迎来短期反弹，成长，小盘大幅反弹的同时在随后的行情里也体现出了相对韧性。消费、金融为主的上证50、沪深300在三季报盈利增速不及预期以及线下消费羸弱的现实压力下再度下跌，同期外资、公募机构集中调仓换股也进一步放大了市场的波动。十月收盘，沪深300、上证50指数已跌穿4月27日的本轮起涨点，同时较2021年2月高点累计回调了40%，点位已经接近2020年3月的阶段底部位置。

七 内温外冷政策转向， 后疫情时代来临

阶段七（2022年11月上旬—至2022年12月下旬）：

内温外冷的基本面迎来由弱转强的关键性调整。内温方面，防控转向以及地产放松双管齐下；外冷方面，10月CPI数据降温后，美联储加息降速提上议程。稳经济催化剂以及微观交易层面上证50、沪深300为代表的大盘、价值风格10月份以来的超跌性价比都促使权益市场进入年内的第二次熊市反弹。随后重大经济会议释放积极信号，明确定调来年经济大力提振市场信心、提振内需，展现2023年实现经济复苏的高度决心及乐观展望。然而市场走势却显低迷，以量价齐跌抱拳回敬利多出尽的方式显露出预期照进现实后的碰撞，政策强预期落地后市场定价回归弱现实。本土疫情在放开初期呈现裂变式爆发，感染人数升温下经济活动的停滞，可预见的是放开的初期（1-2个月）疫情将迅速达到第一波高峰并对经济活动造成最负面的影响。本轮的调整我们也倾向于认为是市场对预期和现实的撕裂定价是在用时间与空间来弥合之间的预期差。

11月开始的上涨，主因无论是宏观层面还是微观交易层面简单归因：修复。首先，12月受到防疫政策转向后全面感染、线下经济修复停滞的弱现实影响出现过下跌，但元旦开始疫情感染“达峰”的速度明显快于预期的，高频数据显示线下活动明显回暖，经济修复的动能出现实质性的转好；其次，刺激政策频出，稳增长政策继续发力；3.Q1财报前业绩预喜比例提高，资金抢跑，仓位回补，春季行情提前开启，扩散行情板块轮动加快。再者，海外衰退预期强化（美联储加息步入尾声），中外经济差，人民币大涨格局下外资大幅回流爆买核心资产也是本轮接力上涨的主要推手。这也是我们对今年上半年的一个权益的整体定调，修复行情延续，股市尤其是股指方面以震荡中枢上移的修复行情为主。比较22年的4月底以及9月底两轮低点的情况来看，最差的时候已经过去，经济修复主线比较清晰。

总体来看，疫情持续扰动构成A股乃至全球资本市场的核心因素，从2020年抱团茅指数到2021年宁组合成长崛起、周期独舞再到2022年的熊市格局下的景气、政策投资市，政策动向、市场情绪、风险偏好、微观

盈利合力构成了各个阶段不同的投资逻辑。

作者简介

柳瑾

中粮期货研究院首席宏观分析师
投资咨询资格证号：Z0012424

吴纬国

中粮期货研究院股指研究员
从业资格号：F03100796

风险揭示

- 1. 中粮期货有限公司拥有本报告的版权和其他相关的知识产权。未经中粮期货有限公司许可，任何单位或个人都不得以任何方式修改本报告的部分或者全部内容。如引用、转载、刊发需要注明出处为中粮期货有限公司。违反前述要求的，本公司将保留追究其相关法律责任的权力。
- 2. 本策略观点系研究员依据掌握的资料做出，因条件所限实际结果可能有很大不同。请投资者务必独立进行交易决策。公司不对交易结果做任何保证。
- 3. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同的意见。
- 4. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。



收录于合集 #回望三年 9

下一篇 · 【回 · 望】生猪：折戟沉沙铁未销

文章已于2023-01-21修改

喜欢此内容的人还喜欢

主力资金 | 尾盘资金抢筹3股超6000万元
数据宝



会议纪要 | “石头剪刀布”之《雾里看花》
黑产掘金俱乐部



【铬铁】多空因素交织下 高铬后市堪忧!!!
合金现货网

