

## 宽幅运行后，股指中枢指向何方？

南华期货 王映 Z006367

国庆假期前后，各大股指走势均呈现快涨快跌行情。国庆之前，政策、资金双双助推股市快速、大幅上行，9月24日至10月8日，四大规模指数中，上证50指数、沪深300指数、中证500指数以及中证1000指数，分别上涨24.6%、28.9%、32.5%、34.0%，由于国内降准降息叠加美联储降息周期开启，流动性宽松预期下，中小盘指数走势更优。10月8日开始，尽管股票指数当日多数收涨，但整体高开低走，市场情绪已经有所回落迹象，10月9日股指加速下行。

结合市场交易逻辑以及股指期货及其衍生品交易指标来看，近期指数走势行情基本符合预期。本轮股市快速上行驱动在于政策面带来的乐观情绪，叠加资金入场积极性提升。本轮政策引导从稳增长与增加股市入场资金两个维度支撑股市，其中稳增长政策需要经济基本面数据进行验证，微观主体的支出意愿是否好转，如居民消费是否受到政策提振，所以在基本面数据没有进行验证之前，政策带来的利好，更多仍停留在情绪面，所以近期市场表现为明显的情绪驱动交易，即快涨快跌。而资金层面的入场也一定程度受到情绪驱动，情绪亢奋时，资金大举入场，9月24日之后，两市成交额快速上行至天量，最高达到3.45万亿元，而国庆假期之后，由于港股回落以及发改委新闻发布会没有释放更多增量信息，市场情绪回落，带动资金同步回调。从期货及其衍生品指标来看，在国庆假期之前，市场交易已经有过热的迹象，股指期货各规模指数升水均达到历史高位，甚至超过了2015年牛市，市场最为亢奋的阶段。股指期权指标，持仓量PCR也大幅上行至历史高位，反映市场情绪有过热迹象。物极必反，尽管交易指标的极值存在不断突破的可能，但指标过热，意味着继续做多的风险加剧，市场随时有回调的可能，国庆之后，市场的走势也基本验证了这一观点，所以我们认为走势基本属于预期之内。

展望后市，我们仍需从基本面以及资金层面，观察未来情绪的变化路径。基本面当下从数据来看，仍然处于弱复苏状态，9月PMI数据显示，制造业PMI为49.8%，仍处于枯荣线下方，新订单指数与生产指数走势虽有一定好转，但弱于季节性，反映市场需求仍偏弱，企业生产积极性不高，整体经济增长内生功能仍有待进一步提振。因此一方面后续市场仍有交易偏弱的经济预期的可能，另一方面由于政策入场的必要性较强，政策预期仍较为浓厚，尤其是在货币政策入场之后，市场对于财政政策继续加码的期待较高。市场预期锚定政策变化，这就导致若政策入场，达到或超过市场预期，则基本面预期会相应出现明显提振，股市估值上行，资金跑步入场，推动股市再度进入快速上行阶段，同时，政策入场之后若经济数据持续向好，政策入场的效用显现，盈利与估值将双双上行，股市正式进入牛市。但是如果后续政策引导不及预期，那么市场的风险偏好将出现回调，市场交投热情也将降温，股市将重新回归震荡修正，并等待经济数据好转的行情。

所以不难发现，当下股市上性动能仍和政策入场的节奏与力度息息相关。那么当下的货币政策已经大举入场，为何市场仍要等待财政政策加码呢？结合市场利率水平不难发现，疫情以来，国内利率水平持续下调，货币政策持续处于偏宽松的状态，但是由于微观主体，企业、居民的生产、消费意愿低迷，储蓄意愿高于消费、生产意愿，所以资金活性，以M1-M2来衡量，持续下探，尽管流动性充裕，资金没有有效流向实体，进而支撑经济的发展，所以经

济景气度低迷。当前，从金融数据来看，居民和企业的支出意愿仍较为低迷，所以货币政策宽松进一步加码生效，真正达到经济稳增长的目的，仍然存在一定的阻力。这种情况下，需要财政政策加码，通过宏观带动微观的方式，提升居民财富，进而提升居民、企业的支出意愿，也进一步助力货币政策生效，财政货币政策联动，双双对于经济增长形成正向反馈，达到促进经济发展的目的。

短期财政政策相关信息释放的节点在于 10 月 12 日国新办新闻发布会，将请财政部部长蓝佛安介绍“加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展”有关情况，并答记者问，届时预计会对市场政策、经济预期产生明显影响。政策预期引导相关信息落地之后，市场情绪演绎大概率如上文所述，股市短期或再度进行宽幅运行。中长期来看，在前期降准降息等政策入场之后，经济复苏形势将有所改善，所以关于财政政策的预期或影响短线股市走势，但是情绪平稳之后，股市中枢方向上大概率向上，对于中长期投资者而言，逢低布局仍是较优选择。对于短线交易者，由于目前政策预期如何变化仍不确定，市场情绪多变，同时高额的成交将驱动股市无论上涨还是下跌幅度都较大，所以不建议持有太多的单边敞口，交易过程中需做好风险管理。