

政策宽松加码窗口期，权益市场不宜过度悲观

- 2022年首周国内股指表现惨淡，主要股票指数均收跌，其中科创50指数以及创业板指数跌幅最多，接近7%；权重风格表现较有韧性，跌幅较少，上证50指数以及上证综指跌幅最少，均为1.5%左右。美国三大股指首周同样表现较弱，纳斯达克指数跌幅超过3.5%。
- 近期市场波动较大，我们认为主因还是在于美联储的加息预期。美联储会议纪要公布叠加美国就业市场的稳健恢复使得市场加息预期快速抬升。美国10年期以及5年期国债实际收益率年初至今均上行超过30BP，美国10年期国债收益率年初至今上行24BP，美国5年期国债年初至今上行24BP。实际利率的抬升使得风险资产面临压力。比特币期货自12月份高点至今下行已经接近18%，实际利率的抬升对于偏成长风格的美国科技行业产生较大压力，同时之前实际利率的逐渐下行推升美股，目前实际利率的转头短期对美股有所施压。
- 回溯历史，全球流动性收缩的确会冲击新兴市场国家。全球流动性退潮扰动A股，全球流动性收缩，特别是美元流动性收缩，多次对新兴市场造成冲击，甚至引发危机，需关注新兴市场的资本外流压力；目前全球M2拐点已现，流动性端对于美股支撑触顶。本文对美国、日本、欧元区、英国、俄罗斯、澳大利亚、印度、巴西、中国等9个主要国家和地区的M2数据进行统计，M2同比增速已经转为下行，美股波动性或加大，会对A股产生不利影响。
- 中美货币政策劈叉，国内政策宽松加码窗口期，权益市场不宜过度悲观。上半年是我国货币政策宽松的绝佳窗口期，国内经济呈现衰退特征，稳增长压力大，PPI温和回落，美联储尚未启动加息，上半年将是货币政策宽松的难得窗口期。同时观察历次的宽松周期，均有多次降准和降息。距离最近的为2020年疫情期间，央行三次降准三次降息。此轮宽松周期至今，央行共两次降准，一次降息（1年起LPR下调5BP），再结合此前中央政治局会议和中央经济工作会议明确表达了稳定宏观经济大盘的诉求，2022年上半年宽松政策预计会继续出台。货币政策易松难紧有利于权益资产，不宜对权益资产过度悲观。
- 风格方面，随着实际利率的抬升，高市盈率/低市净率指数逐渐走弱，高估值板块承压，低价值板块得到支撑。近期的配置更多关注低PB的一些板块。股指期货方面，国内三大股指走势与海外实际利率均有较大相关性，其中相关性最大的为中证500指数，与上证50指数和沪深300指数相比（考虑到行业权重分布），中证500指数的估值相对偏高，成长性相对较强，近期美债实际利率的抬升会施压中证500指数。但考虑到中美货币政策劈叉，国内政策宽松对权益资产形成较强支撑，一季度政策加码宽松依旧可期，未来大概率会迎来国内经济企稳以及信用周期的逐步回升，三大股指依旧可以逢低配置。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 FICC组

侯峻

从业资格号：F3024428

投资咨询号：Z0013950

研究员

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

投资咨询号：Z0016648

联系人

彭鑫

☎ 010-64405663

✉ pengxin@htfc.com

从业资格号：F3066607

蔡劭立

☎ 0755-82537411

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3063489

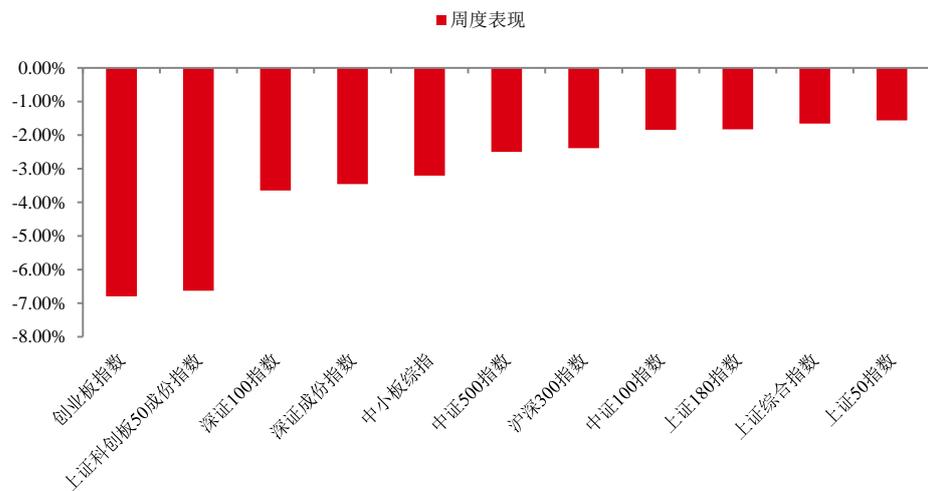
投资咨询号：Z0014617

开年首周，权益市场表现较差

2022年首周国内股指表现惨淡，主要股票指数均收跌，其中科创50指数以及创业板指数跌幅最多，接近7%。权重风格表现较有韧性，跌幅较少，上证50指数以及上证综指跌幅最少，均为1.5%左右。

图 1： 周度主要股票指数表现

单位：%

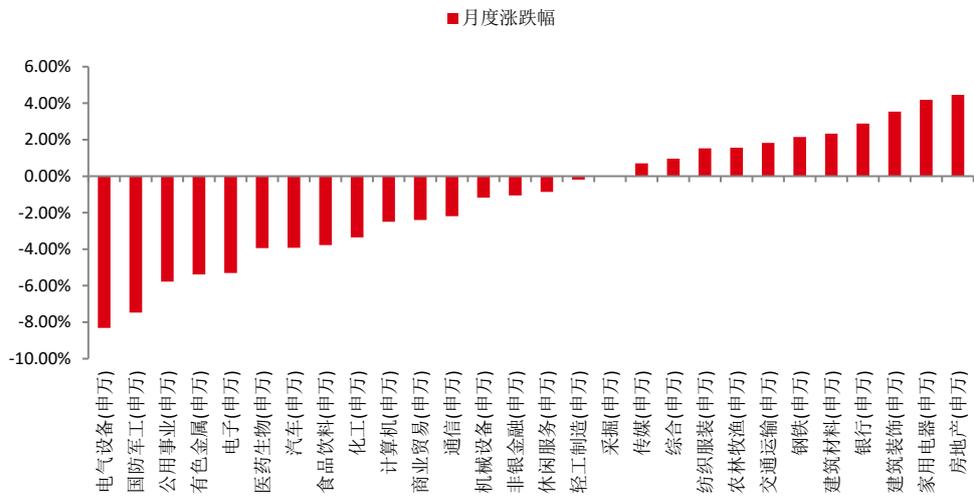


数据来源：Wind 华泰期货研究院

分行业来看，2022年首周，申万一级28个行业中12个行业录得上涨，16个行业录得下跌。观察上涨的行业，建筑材料、建筑装饰、房地产板块涨幅居前，周度涨幅均在2%以上，房地产相关板块表现如此具有韧性也在一定程度映射出市场认为房地产最糟糕的时间已经过去。周度跌幅超过5%的行业有电子行业、有色金属行业、公用事业行业、国防军工以及电气设备行业。

图 2: 月度行业表现情况

单位: %

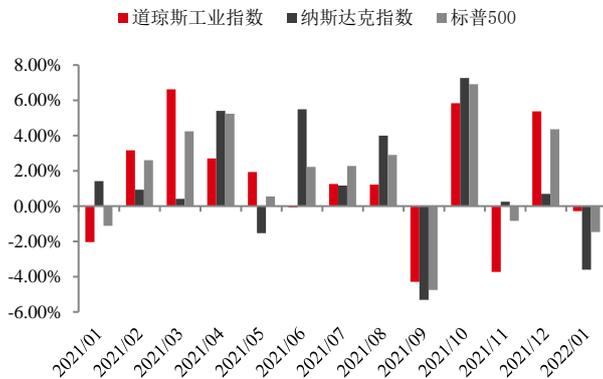


数据来源: Wind 华泰期货研究院

美国三大股指首周同样表现较弱, 纳斯达克指数跌幅超过 3.5%. 分行业来看, 由于原油价格的继续抬升, 推动标普能源持续上行, 1 月份标普能源涨幅超过 9%。

图 3: 美国三大股指本月表现

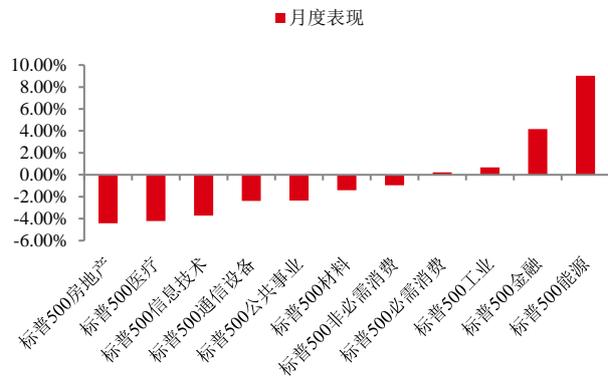
单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 美股行业本月表现

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

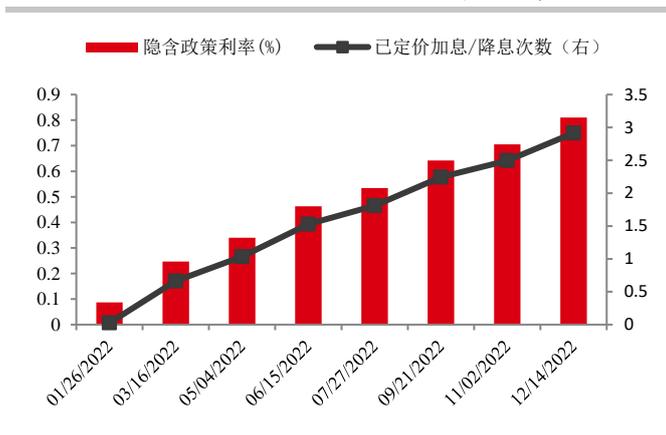
美联储加息预期抬升施压全球风险资产

近期市场波动较大, 我们认为主因还是在于加息预期的抬升。近期美联储公布了 2021 年 12 月 14-15 日的政策会议纪要, 美联储官员考虑在更早的时间点, 以更大幅度开始加息。此外, 几乎所有货币政策决策者都赞同, 在首次加息后不久就开始缩减资产负债表, 且缩表的速度可能会比 2017 年上一轮缩表时的速度更快。

2022 年 1 月 7 日晚美国非农数据数据的公布再度抬升了市场的紧缩预期, 虽然企业调查数据不及预期, 但家庭调查显示, 美国就业市场依然在稳健增长: 12 月整体就业人数增加了

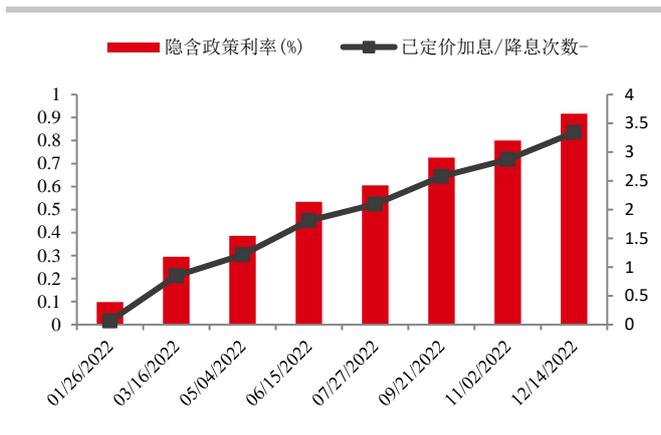
65.1 万至 1.5597 亿。数据显示，美国 12 月失业率为 3.9%，续创 2020 年 2 月来新低，好于市场预期的 4.1%。薪资依然持续上涨，12 月平均时薪同比增 4.7%，环比增 0.6%。此外，就业或正在找工作的人口比例又有了小幅改善。

图 5：1 月 4 日美国联邦基金期货隐含加降息情况
单位：%，次



数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

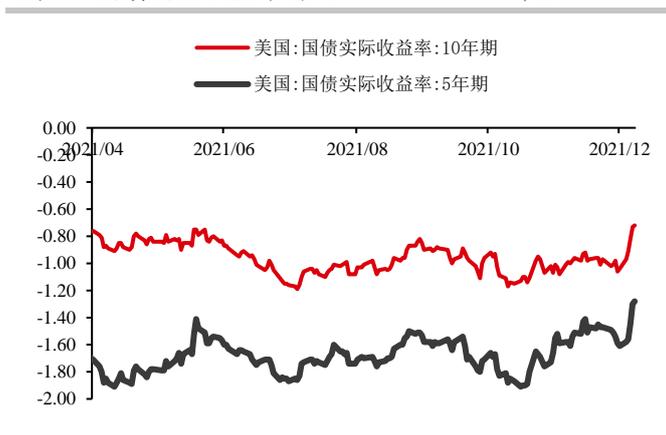
图 6：1 月 7 日美国联邦基金期货隐含加降息情况
单位：%，次



数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

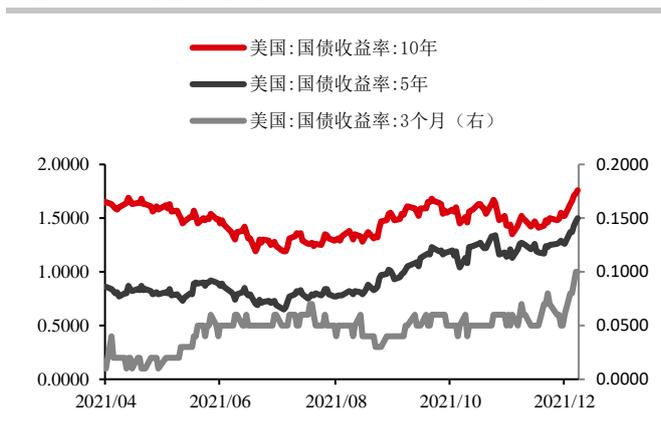
加息预期的抬升使得美债利率以及美债实际利率大幅上行。美国 10 年期以及 5 年期国债实际收益率年初至今均上行超过 30BP，美国 10 年期国债收益率年初至今上行 24BP，美国 5 年期国债年初至今上行 24BP，美国 3 个月期国债收益率年初至今上行 4BP。

图 7：美债实际收益率情况
单位：%



数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 8：美债利率情况
单位：%



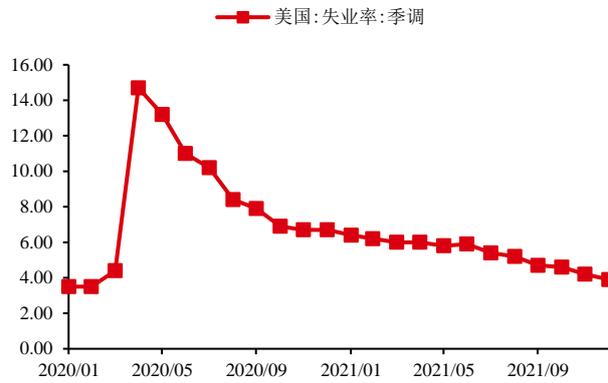
数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 9: 美国新增非农就业人数 单位:千人



数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 10: 美国失业率 单位: %



数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

美国实际利率的抬升使得近期风险资产面临压力。比特币期货自 12 月份高点至今下行已经接近 18%，实际利率的抬升对于偏成长风格的美国科技行业产生较大压力，同时之前实际利率的逐渐下行推升美股，目前实际利率的转头短期对美股有所施压。

图 11: 实际利率抬升施压比特币 单位:%, 美元/个



数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 12: 实际利率与标普信息技术 单位: 点, %



数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 13: 美债实际利率与美股 单位:%, 点



数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

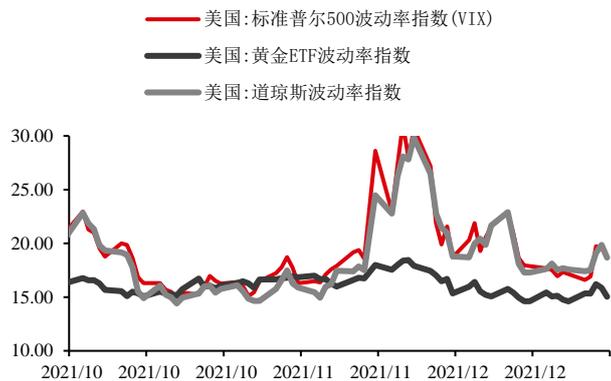
图 14: 美债实际利率与美股 单位: 点, %



数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

近期美债实际利率的抬升也放大了全球主要资产的波动率。其中权益资产的波动率有明显的抬升，欧洲货币以及黄金资产的波动率变动幅度相对较小。

图 15: 主要资产波动率 单位:%, 美元/个



数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 16: 主要资产波动率 单位: %



数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

回溯历史，全球流动性收缩的确会冲击新兴市场国家

国内来看，美国加息，全球流动性的收缩会从以下两个方面对于 A 股产生影响。

第一：全球流动性收缩，特别是美元流动性收缩，多次对新兴市场造成冲击，甚至引发危机，需关注新兴市场的资本外流压力。2013 年的‘紧缩恐慌’对全球市场造成冲击，新兴市场首当其冲，资金大幅流出新兴市场国家，新兴市场国家资本流动指数由 5 月份的 170 点快速下行至 6 月底的 140 点，下行幅度接近 18%；MSCI 新兴市场国家指数由 5 月份的约 1050 点快速下行至 6 月底的 880 点；新兴市场国家货币也迅速贬值。目前市场对于 2022 年美联储加息预期持续升温，2022 年若美元流动性收缩超预期，A 股或面临冲击。

图 17: 2013 年 Taper 意外宣布后新兴市场国家股指承压 单位: 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 18: 2013 年 Taper 意外宣布后新兴市场国家货币大幅走弱 单位: 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 19: 2013 年 Taper 意外宣布后资本大幅流出新兴市场国家

单位: 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

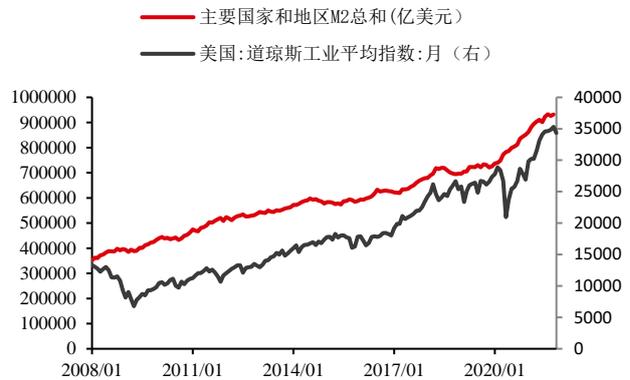
第二: 目前全球 M2 拐点已现, 流动性端对于美股支撑触顶。本文对美国、日本、欧元区、英国、俄罗斯、澳大利亚、印度、巴西、中国等 9 个主要国家和地区的 M2 数据进行统计, 目前 M2 同比增速已经转为下行, 由 2 月份的接近 20% 的同比增速快速下行至目前的 11.5% 左右。美股的持续上行受益于全球流动性, 但全球主要国家和地区 M2 的同比增速已经转为下行, 流动性对于美股的支撑效应越来越小, 随着 2022 年全球 M2 的再度收缩下行, 美股波动性或加大, 会对 A 股产生不利影响。

图 20: M2 同比增速已经拐头 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 21: M2 总量支撑美股 单位: 亿美元, 点



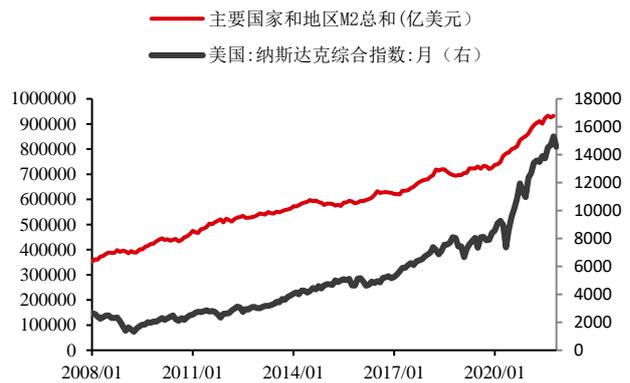
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 22: M2 总量支撑美股 单位: 亿美元, 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 23: M2 总量支撑美股 单位: 亿美元, 点

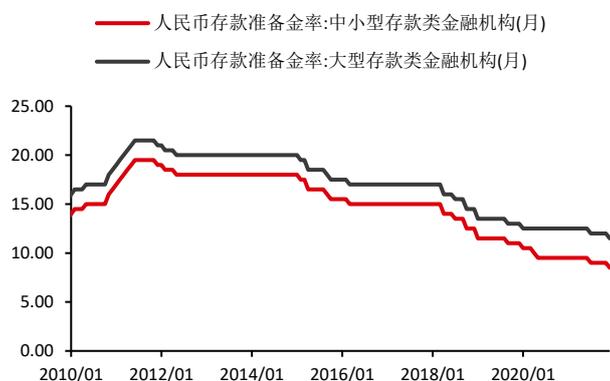


数据来源: Wind 华泰期货研究院

中美货币政策劈叉, 国内政策宽松加码窗口期, 权益市场不宜过度悲观

国内经济下行压力大, 央行近期推出一系列措施稳信用。中国央行开展降准+定向降息操作。央行自 12 月 7 日起下调支农、支小再贷款利率 0.25 个百分点; 12 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点; 12 月 20 日下调 1 年期 LPR5BP。上半年国内经济仍面临着较大的下行压力, 我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力, 上层强调要审慎出台具有紧缩效应的政策。

图 24: 央行 2021 年 12 月年内第二次降准 单位:%



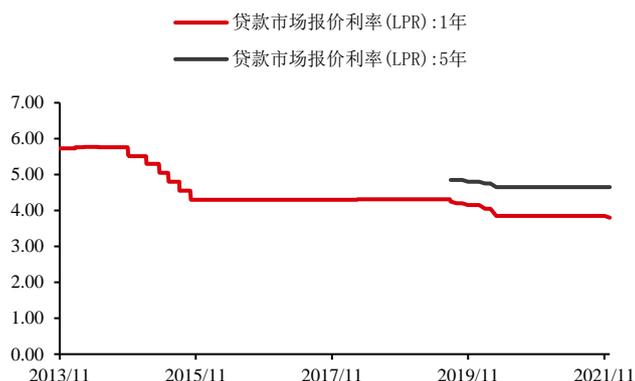
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 25: 一年期 MLF 利率目前有调降预期 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 26: LPR 利率时隔 20 个月再度调整 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 27: 支农支小再贷款利率下调 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

一季度是我国货币政策宽松的绝佳窗口期，国内经济呈现衰退特征，稳增长压力大，PPI 温和回落，美联储尚未启动加息，一季度将是货币政策宽松的难得窗口期。同时观察历次的宽松周期，均有多次降准和降息。距离最近的为 2020 年疫情期间，央行三次降准三次降息。此轮宽松周期至今，央行共两次降准，一次降息（1 年期 LPR 下调 5BP），再结合此前中央政治局会议和中央经济工作会议明确表达了稳定宏观经济大盘的诉求，2022 年上半年宽松政策预计会继续出台。货币政策易松难紧有利于权益资产，不宜对权益资产过度悲观。

图 28: 2022 通胀压力较小 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 29: 中美货币政策周期劈叉 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 30: 彭博预测中国月度 GDP 同比连续三个月低于 5% 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 31: 克强指数仍处低位 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

上半年我们大概率将看到国内信用的边际回升。A 股的同步指标以及先行指标均显示未来股指的走势可以期待。在国家政策的不断加持下,未来企业中长期贷款将逐渐改善,国内股指收益与企业年度累计贷款同比(可以作为同步指标)具有较大的相关性;作为先行指标的国内信贷脉冲目前同样拐头向上,近年中国政府逐渐加大对于房地产的调控下,信贷脉冲与房价增速出现了脱钩,而这些新增的贷款转向股市,股市与信贷脉冲相关性逐渐增强。

图 32: 股市的宏观中枢在于流动性

单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 33: 国内信贷脉冲领先沪深 300 股指收益率大概半年左右

单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 34: 沪深 300 指数与企业长贷滚动和相关性较大

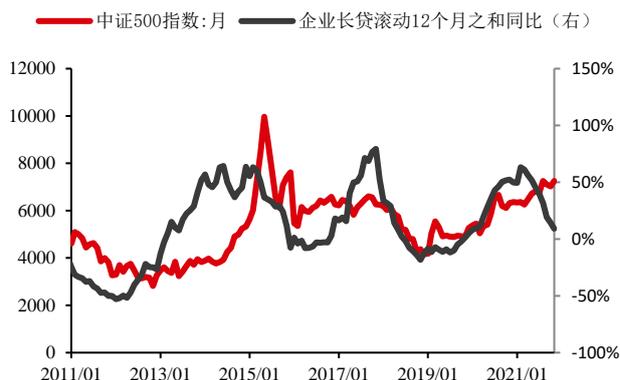
单位:点 %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 35: 中证 500 指数与企业长贷滚动和相关性较大

单位:点 %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

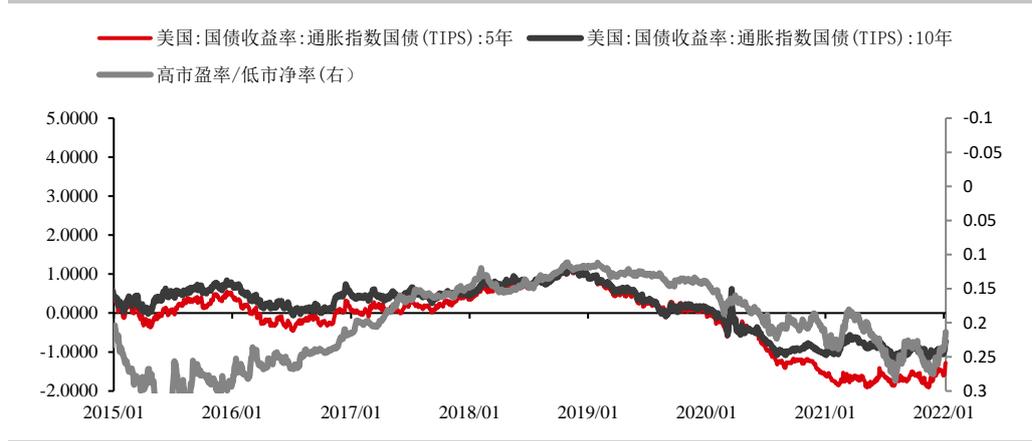
股指期货: 短期高估值、偏成长风格的中证 500 指数压力较大, 上半年三大股指依旧多配

美债实际利率的抬升短期施压高估值, 本文以申万高市盈率指数/低市净率指数来追踪市场对于估值风格和价值风格的选择, 随着实际利率的抬升, 高市盈率/低市净率指数逐渐走弱, 也在一定程度说明随着实际利率抬升, 高估值板块承压, 低价值板块得到支撑。近期的配置更多关注低 PB 的一些板块。

股指期货方面, 国内三大股指走势与海外实际利率均有较大相关性, 其中相关性最大的为中证 500 指数, 与上证 50 指数和沪深 300 指数相比 (考虑到行业权重分布), 中证 500 指

数的估值相对偏高，成长性相对较强，近期美债实际利率的抬升对中证 500 指数影响更大。但考虑到中美货币政策劈叉，国内政策宽松对权益资产形成较强支撑，一季度政策加码宽松依旧可期，未来大概率会迎来国内经济企稳以及信用周期的逐步回升，三大股指依旧可以逢低配置。

图 36: 实际利率的抬升利好价值风格，利空高估值 单位: %



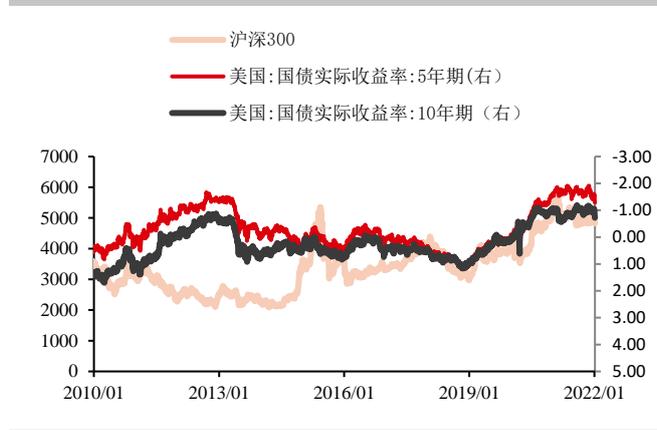
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 37: 上证 50 指数与美债实际利率 单位: 点 %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 38: 沪深 300 指数与美债实际利率 单位: 点 %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 39: 中证 500 指数与美债实际利率

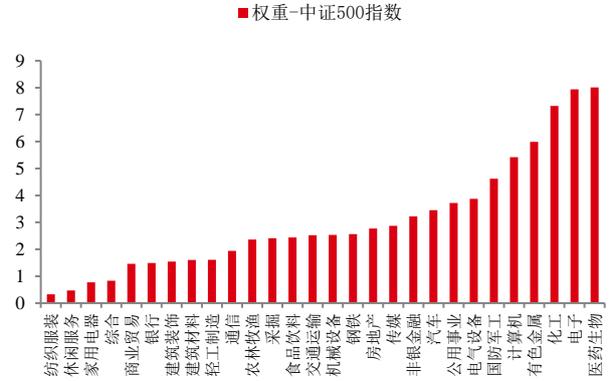
单位:点 %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 40: 中证 500 指数行业权重

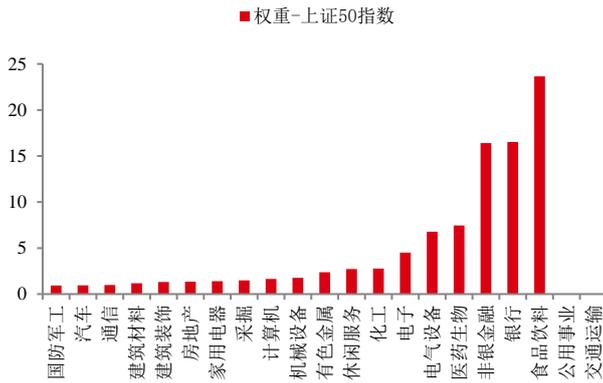
单位:点 %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 41: 上证 50 指数行业权重

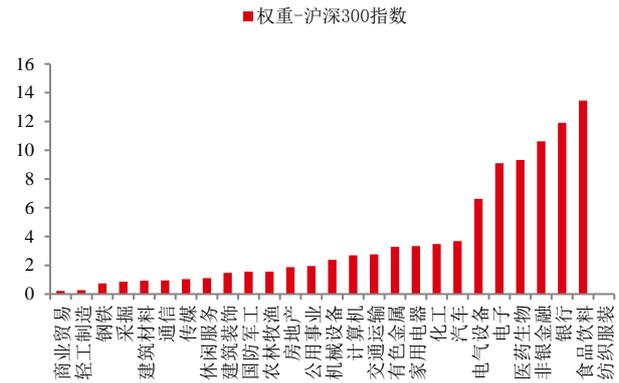
单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 42: 沪深 300 指数行业权重

单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com