

政策发力靠前，股指反复探底后或迎来中期反弹

宏观经济/股指

内容提要：

- ◆ 春节过后，俄乌局势不断升级，避险情绪螺旋式上升，是主导市场波动的主要因素之一。美联储3月利率决议临近，宣布结束购债和加息已是板上钉钉，全球货币政策加速转向背景下，实际利率正在上升，将给风险资产价格带来压力。
- ◆ 今年1月官方制造业PMI回落，财新制造业PMI跌破扩张区间，生产有所放缓，需求明显下滑，经济下行压力依然较大。从金融数据来看，今年1月新增贷款和社融规模创历史同期新高，广义货币供应量同比大幅回升，显示宏观政策发力靠前，信用扩张步伐进一步加快。
- ◆ 稳增长是今年政府工作报告的一大焦点，预计今年财政赤字率将适度上调，新一轮减税降费政策有望落地，上半年财政支出将明显加快，今年新增地方专项债发行也将前置，有助于拉动基建投资增长，充分发挥经济托底的作用。
- ◆ 货币政策坚持以我为主，不搞“大水漫灌”，也不会因美联储等其他国家央行加息而收紧，继续发挥结构性政策工具的作用，若经济恢复不及预期，不排除再次降准或下调政策利率的可能。
- ◆ 影响风险偏好的因素多空交织，全国两会即将召开，市场对稳增长政策的出台高度期待，有助于提升风险偏好。不利因素在于，俄乌局势尚不明朗，美联储3月加息的时间窗口临近。
- ◆ 综上所述，进入3月份，全国两会召开，政府工作报告有望出台更多有关稳增长的措施。随着减税降费、降准降息等一系列政策的全面落实，一季度经济有望平稳开局，企业盈利或边际改善。股指反复震荡筑底后，春季行情有望逐步展开。

程伟

宏观分析师

从业资格证：F3012252

投资咨询证：Z0012892

TEL：0516-83831160

E-MAIL：chengwei

@neweraqh.com.cn

近期报告回顾

两会召开的时间窗口临近，春季行情缓慢展开 20220218

节后避险情绪消退，股指迎来超跌反弹 20220211

春节长假风险提示 20220127

央行降息提振市场信心，春季行情只会迟到不会缺席 20220121

市场信心有待修复，股指短线继续寻底 20220114

美股高位调整引发避险情绪，股指短线反复探底 20220107

第一部分 基本面分析

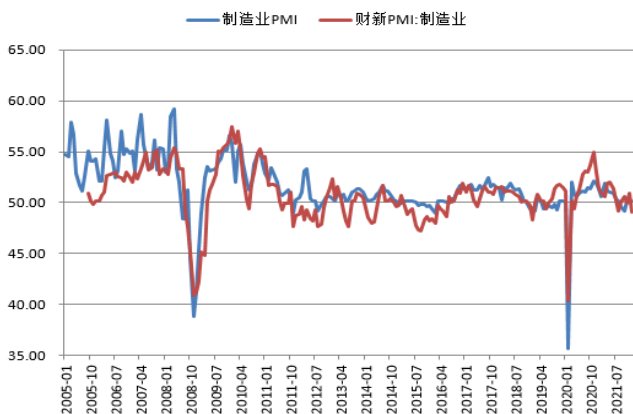
全球通胀形势进一步恶化，美国1月CPI同比上涨7.5%，创1982年以来新高，欧元区1月CPI上升至5.1%，创有记录以来新高。各国央行正在加快收紧货币政策，欧美日等主要发达国家债券收益率快速上升。美联储1月货币政策会议纪要显示，多数与会者指出，如果通胀率没有如期下行，可能会加快收紧货币政策的步伐，与2015年后相比，加息的步伐可能会加快。美联储三号人物、纽约联储主席威廉姆斯讲话表示，预计在3月份提高联邦基金利率的目标区间将是合适的，将在今年晚些时候开始稳步、可预见地减持美国国债和抵押贷款证券，在明年年底前将联邦基金利率提高到2%至2.5%的基本路径是合理的。根据美联储提供的前瞻性指引，今年3月初将结束购债，并进行首次加息，三季度可能开始缩表，意味着今明两年将加息9次，每次会议都有可能加息，货币政策正常化的节奏明显快于上一个周期。全球货币政策加速转向背景下，流动性边际收紧，实际利率正在上升，或给风险资产价格带来压力。

国内方面，为确保一季度经济平稳开局，稳增长政策不断加码。国务院常务会议强调，面对国内外复杂严峻形势，高度重视解决经济运行中的掣肘问题，稳定市场预期。继续做好大宗商品保供稳价工作，缓解下游企业成本上升压力，保持物价基本稳定。政策发力适当靠前，做好进一步助企纾困政策准备，加强协调配合、形成合力，增强企业活力和经济发展动力。年初以来，央行先后下调OMO、MLF、LPR、SLF等政策利率，引导金融机构降低对企业的贷款成本，进一步推动社会综合融资成本下降。地方专项债发行进度较上年同期明显加快，多地公布2022年重点项目投资计划，有助于拉动基建投资增长，充分发挥经济托底的作用。

一、年初稳增长政策继续加码，政策发力适当靠前

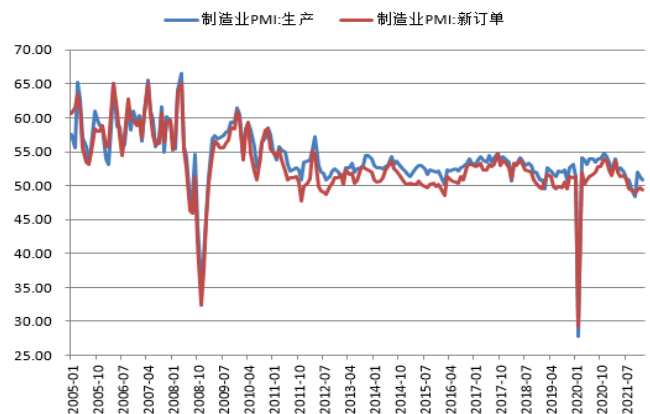
今年1月官方、财新制造业PMI双双回落，生产有所放缓，但仍保持在扩张区间，需求明显走弱，表明宏观政策向实体经济领域传导需要时间，经济短期仍有下行压力。2022年1月新增贷款和社融规模创单月历史新高，广义货币供应量M2同比增速大幅回升，反映信用扩张进一步加快，政策发力靠前，宽货币正向宽信用领域传导。全国两会将于3月初召开，期待更多有关稳增长的措施出台，预计财政赤字率将适度上调，新一轮减税降费政策有望落地。随着稳增长政策的全面落实，一季度经济有望平稳开局，企业盈利或将边际改善。

图1. 财新制造业PMI 跌破扩张区间



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图2. 生产和新订单指数



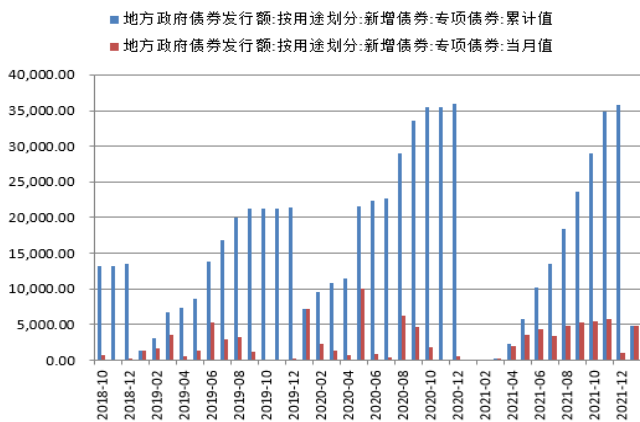
资料来源：同花顺 新纪元期货研究

从先行指标来看，今年1月官方制造业PMI降至50.1，较上月回落0.2个百分点。1月财新制造业PMI降至

49.1，较上月回落1.8个百分点，创2020年3月以来新低。分企业类型来看，大型企业PMI为51.6，较上月加快0.3个百分点；中型企业PMI降至50.6，低于上月0.8个百分点；小型企业PMI为46，较上月下滑0.5个百分点，降至近期低点。表明大中型企业经济活动保持扩张，但小型企业景气度走弱，经营压力明显加大。从分类指数看，生产指数为50.9，较上月回落0.5个百分点，连续3个月高于临界值。新订单指数降至49.4，较上月下滑0.4个百分点。数据显示生产有所回落，但仍保持在扩张区间，需求明显下滑，经济下行压力依然较大，稳增长政策仍需发力。

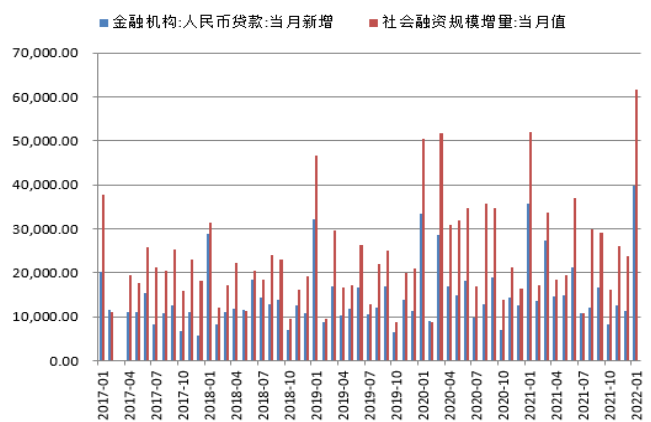
国务院常务会议强调，政策发力适当靠前，做好进一步助企纾困政策准备，加强协调配合、形成合力，增强企业活力和经济发展动力。国家发改委等十二部门联合发布促进工业经济平稳增长的若干政策，从财政税费、金融信贷等五大方面提出18项具体措施，包括继续引导金融系统向实体经济让利，加快新型基础设施重大项目建设等。财政部提前下达2022年新增地方债务限额17880亿元，其中一般债务限额3280亿元，专项债务限额14600亿元。截至2月8日，今年新增地方专项债发行5114亿元，完成提前下达新增专项债务限额的35%。截止2月16日，全国已有12个省市发布了2022年重点项目投资计划清单，总投资额合计至少超25万亿元。地方专项债发行进度较上年同期明显加快，体现了政策发力适当靠前，有助于拉动基建投资增长，充分发挥经济托底的作用。

图3. 地方专项债发行



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图4. 新增贷款和社融规模



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

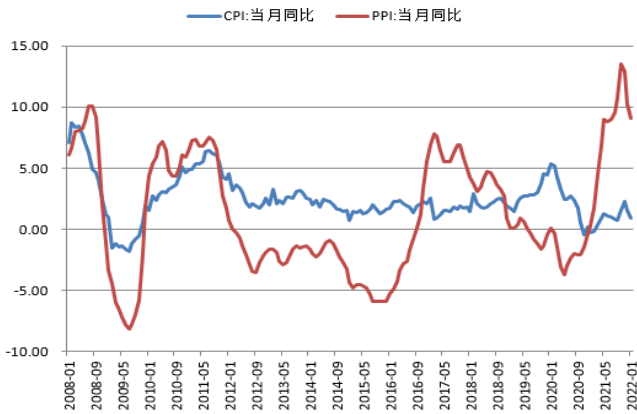
二、货币政策坚持以我为主，信用扩张明显加快

央行2021年四季度货币政策执行报告强调，稳健的货币政策要灵活适度，加大跨周期调节力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，注重充分发力、精准发力、靠前发力，既不搞“大水漫灌”，又满足实体经济合理有效融资需求，着力加大对重点领域和薄弱环节的金融支持。保持货币信贷总量稳定增长，引导金融机构有力扩大贷款投放，促进降低企业综合融资成本。

当前全球通胀形势日益严峻，各国央行纷纷加快收紧货币政策，欧美日等主要发达国家债券收益率大幅上升，市场担心国外货币政策加速转向的影响外溢，导致我国利率被动上升。我们认为，与欧美等多数国家相比，我国经济率先从疫情中复苏，宏观政策也最早回归正常，货币政策的调整领先于其他国家。当前我国经济面临需求收缩、供给冲击和预期转弱三重压力，稳增长是第一要务，央行四季度报告明确要求加大跨周期调节力度，注重充分发力、发力靠前。年初以来，央行先后下调逆回购、MLF、LPR、SLF等政策利率，引导金融机构降低对企业的贷款成本，进一步推动社会综合融资成本下降。意味着我国货币政策坚持以我为主，不会因美联储等其他国家加

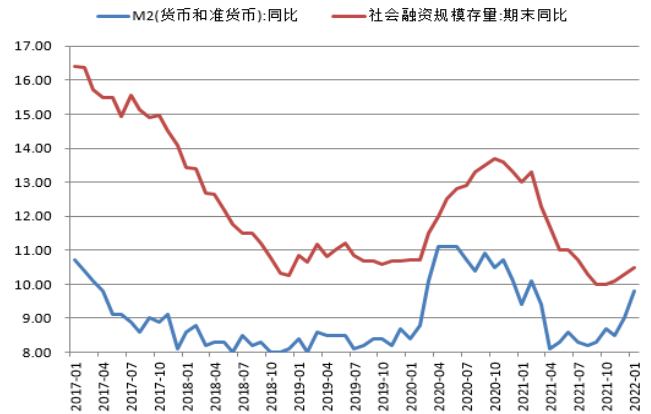
息而收紧，市场利率主要围绕政策利率波动，受外部因素的影响有限。

图 5. CPI 与 PPI 同比



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 6. 社会融资规模与 M2 同比



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

物价方面，今年 1 月 CPI 同比上涨 0.9%，较上月回落 0.6 个百分点，主要受猪肉价格降幅扩大以及蔬菜等其他食品价格涨幅回落的影响。1 月 PPI 同比上涨 9.1%，连续 3 个月下降，有色金属冶炼、煤炭、石油、天然气开采等原材料加工业涨幅继续回落。整体来看，生猪生产已恢复至正常水平，在国家产业政策的调控下，猪肉价格有望保持稳定，通胀形势整体可控。随着全球货币政策收紧，以及供应链瓶颈缓解，大宗商品有望恢复供求平衡，PPI 涨幅将进一步回落。

央行金融统计报告显示，2022 年 1 月新增人民币贷款 3.98 万亿元，同比多增 3944 亿元，社会融资规模增量为 6.17 万亿，较上年同期多增 9842 亿元。1 月末广义货币供应量 M2 同比增长 9.8%，增速连续两个月回升，为去年 3 月以来新高，分别较上月末和上年同期提高 0.8 和 0.4 个百分点，M1 同比下降 1.9%，剔除春节错时因素影响，同比增长约 2%。从总量和结构来看，2022 年 1 月末社会融资规模存量同比增长 10.5%，创去年 8 月以来新高，对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 61.1%，同比高 0.6 个百分点。今年 1 月信贷和社融增量创单月历史新高，M2 同比增速大幅回升，表明在政策发力靠前的指引下，金融机构对实体经济的支持力度加大，信用扩张明显加快。

综上所述，货币政策坚持以我为主，不搞“大水漫灌”，也不会因美联储等其他国家央行加息而收紧。若经济恢复不及预期，不排除再次降准或下调政策利率的可能。

三、风险偏好分析

在股指的估值模型中，风险偏好提升、风险溢价下降将从分母端直接提升估值水平，反之将降低估值水平。风险偏好的变化是股指波动的主要驱动力之一，政策和风险事件等影响风险偏好的因素是我们分析的重点。

春节过后，俄乌紧张局势反复升级，避险情绪螺旋式上升，欧美股市明显承压，全球金融市场波动加剧。俄罗斯宣布承认顿涅茨克和卢甘斯克两个地区独立，美欧等国家宣布对俄罗斯实施制裁，市场最为担心的事情发生后，俄乌局势的影响或暂时告一段落。全国两会将于 3 月初召开，期待政府工作报告出台更多有关稳增长的措施，此外受维稳预期支撑，风险偏好有望回升。

（一）风险偏好影响因素分析

影响风险偏好的有利因素包括：

1. 国常会进一步释放稳增长信号，强调政策发力适当靠前。国务院常务会议强调，政策发力适当靠前，做好进一步助企纾困政策准备，加强协调配合、形成合力，增强企业活力和经济发展动力。国家发改委等十二部门联合发布促进工业经济平稳增长的若干政策，从财政税费、金融信贷等五大方面提出 18 项具体措施，包括继续引导金融系统向实体经济让利，加快新型基础设施重大项目建设等。财政部提前下达 2022 年新增地方债务限额 17880 亿元，其中一般债务限额 3280 亿元，专项债务限额 14600 亿元。截至 2 月 8 日，今年新增地方专项债发行 5114 亿元，完成提前下达新增专项债务限额的 35%。截止 2 月 16 日，全国已有 12 个省市发布了 2022 年重点项目投资计划清单，总投资额合计至少超 25 万亿元。地方专项债发行进度较上年同期明显加快，体现了政策发力适当靠前，有助于拉动基建投资增长，充分发挥经济托底的作用。

影响风险偏好的不利因素包括：

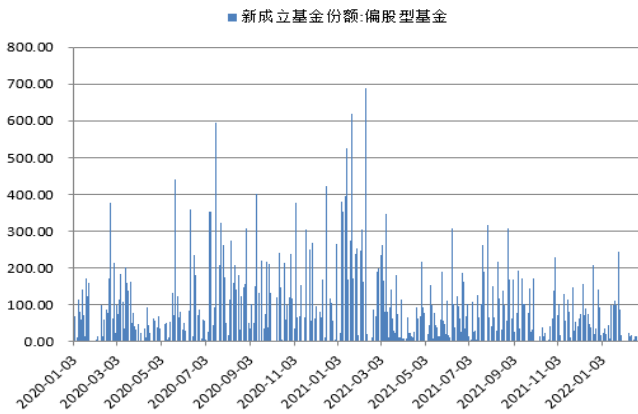
1. 俄罗斯对乌克兰发起军事行动，俄乌局势进一步恶化。2022 年 22 日，俄罗斯承认顿涅茨克和卢甘斯克两个地区独立，并与其签署了友好互助条约，建立大使级外交关系。根据条约规定，签约国之间将在保卫主权和领土完整、国防、维护和平等方面密切协作，共同采取措施抵抗其他国家或国家集团的侵略。条约允许在对方领土上使用军事基础设施和军事基地，俄罗斯还将分别和两国签署关于军事合作、联合边境保护工作和承认双重国籍的协议。在俄罗斯宣布承认乌东两个地区独立后，美国、欧洲等国家相继宣布对俄罗斯实施制裁，俄乌局势上升到新的阶段，意味着如果乌克兰政府军继续对与乌东两个地区发动攻击，则俄罗斯将有理由军事介入，维护该地区的稳定。

2022 年 2 月 24 日，俄罗斯对乌克兰开展特别军事行动，使用精确制导武器摧毁乌克兰军队的军事基础设施、防空设施、军用机场和航空部队，俄乌局势进一步恶化，引发全球金融市场动荡。回顾历史，上世纪 90 年代初，华约解散和苏联解体后，北约作为冷战的产物不断东扩，曾经是华约的成员相继加入北约，导致俄罗斯的地缘缓冲空间不断被挤压。俄罗斯邻国的乌克兰寻求加入北约，是俄乌局势升级的直接原因。中国国务委员兼外长王毅应约同美国国务卿布林肯通话时表示，乌克兰问题演变至今，与新明斯克协议迟迟未能有效执行密切相关。俄罗斯总统普京表示，明斯克协议早在俄罗斯决定承认乌克兰的两个分裂地区之前就已经终止了，在承认分裂地区后，明斯克协议将不复存在。短期来看，俄乌局势尚不明朗，中国驻乌克兰使馆发布撤侨通知，风险偏好将受到抑制。

2. 美联储 3 月加息的时间窗口临近。美联储 1 月会议纪要显示，多数与会者指出，如果通胀率没有如预期下行，可能会加快收紧货币政策的速度，与 2015 年后相比，加息的步伐可能会加快。多数与会者支持 3 月开始加息，今年晚些时候开始缩表，但没有暗示 3 月将大幅加息，也没有提及缩表的时间和节奏。我们认为，美国通胀创 40 年新高，且存在进一步恶化的趋势，控制通胀成为美联储当前最为紧迫的任务，不得不提前进行加息和缩表，且节奏要明显快于上一个周期，美国短期国债收益率快速上升。据 CME 美联储观察：3 月加息 25 个基点的概率为 88.6%，加息 50 个基点的概率为 11.4%。随着美联储加息周期的开启，以及缩表步伐的加快，美元流动性将逐渐收紧，实际利率正在上升，10 年期美债实际收益率已从-1%上升至-0.5%，未来极有可能进入正区间，将风险资产价格带来压力。

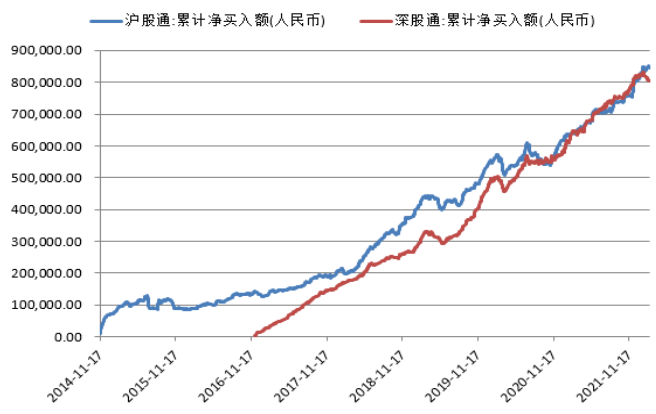
四、资金面分析

图 7. 新成立基金份额



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 8. 沪深港通北上资金累计净流入



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

受年初股市连续下跌的影响，基金发行明显遇冷。Wind 数据显示，截至 2 月 22 日，今年以来新成立的首发基金仅 201 只，较去年同期 232 只下降了 14%；今年以来平均发行规模 9.04 亿份，较去年同期的 32.41 亿份下降了 72%。我们认为，随着国内基本面的改善以及市场企稳，基金发行将逐渐回暖，给市场带来增量资金。

随着我国资本市场基础制度不断完善，注册制改革稳步推进，法律法规持续健全，外资借道沪深港通北向通道不断流入 A 股市场。截至 2022 年 2 月 24 日，今年以来沪股通资金累计净流入 305 亿元，继 A 股纳入 MSCI 新兴市场指数以来，富时罗素、标普道琼斯指数先后将 A 股纳入其国际化指数，未来将吸引更多海外资金增加对 A 股的配置。

第二部分 波动分析

一、趋势分析

从趋势上来看，去年 12 月中旬，三大股指进入快速下跌趋势。截至今年 1 月 28 日，上证 50 和中证 500 指数逼近去年 7 月低位，沪深 300 指数则创一年来新低。沪深 300 指数自 2021 年 2 月高点 5930 进入下跌趋势，结构上以五浪下跌的方式展开，5930-4883 为第一浪下跌，4883-5378 为二浪反弹，5378-4663 为三浪下跌，4663-5143 为四浪反弹，5143-4522 为五浪下跌。我们认为，上证 50 和沪深 300 指数自去年 2 月以来的下跌趋势宣告结束，未来进入中期反弹的可能性较大。

图 9. IF 加权月 K 线图



图 10. 上证指数月 K 线图



资料来源：文华财经 新纪元期货研究

资料来源：文华财经 新纪元期货研究

从月线来看，IF 加权经过 1 月大幅下跌后，2 月出现止跌企稳的迹象，下方 40 月均线逐步上移，形成重要支撑，预计 3 月进入反弹的可能性较大。IH 加权在 3000 整数关口止跌反弹，重新站上 40 月均线，但上方面临 5、10 月均线的压制，若能有效突破，则反弹空间进一步打开。IC 加权回踩 20 月均线企稳回升，暂时以超跌反弹性质对待，关注能否收复 1 月跌幅。上证指数在去年 7 月低点 3312 附近受到支撑后反弹，收复 20 月均线，预计调整结束并开启反弹的可能性较大。

周线方面，IF 加权在 4500 关口附近受到强势支撑，但均线簇空头排列，周线级别的下跌趋势没有改变，短期以超跌反弹对待。IH 加权最低逼近 2020 年 7 月低位，自去年 2 月以来累计下跌超过 20%，技术上存在反弹的要求，关注 10、20 周线压力能否有效突破。IC 加权连续 4 周下跌后迎来超跌反弹，但上方面临 40 及 20 周线的压制，短期若不能有效突破，需防范再次回落风险。上证指数连续 3 周反弹，但上方受到 60、40 及 20 周线的压制，反复震荡调整后有望向上突破。

图 11. IF 加权周 K 线图



资料来源：文华财经 新纪元期货研究

图 12. 上证指数周 K 线图



资料来源：文华财经 新纪元期货研究

二、目标测度分析

以上证指数为例，我们使用帝纳波利波浪尺对股指回调和反弹的目标位进行测量。上证指数自 2019 年 1 月低点 2440 展开反弹，到达阶段性高点 3288 后进入调整，最低跌至 2646 点，之后开启新一轮上涨，到达 3731 阶段性高点后再次进入回调，最低跌至 3312 点。我们将 2440 至 3288 之间的上涨视为第一浪上升，3288 至 2646 之间的下跌视为二浪回调，2646 至 3731 之间的上涨视为三浪上涨，若 3312 点为四浪调整的低点，则五浪上升的目标位在 4400 点左右。

第三部分 结论及建议

国外方面，春节过后俄乌局势不断升级，避险情绪螺旋式上升，是主导市场波动的主要因素。2022 年 2 月 22 日，俄罗斯对乌克兰开展特别军事行动，俄乌战争打响，欧美等国家宣布对俄罗斯实施制裁，风险偏好急剧下降，全球股市重挫，金融市场动荡加剧。此外，美联储 3 月议息会议临近，预计 FOMC 将宣布结束资产购买，并上调联邦基金利率 25 个基点，关于缩减资产负债表的问题或在讨论范围之内。近期美联储多位官员相继发表鹰派言论，支持加快收紧货币政策，不排除每次会议都有可能加息，缩表也将比上一周期更快。随着美联储加息

和缩表的开启，全球流动性将逐渐收紧，实际利率将进一步上升，有望进入正区间，将给风险资产价格带来压力。进入3月份，俄乌局势的发展以及美联储加息，是需要重点关注的风险因素。

国内方面，今年1月官方制造业PMI回落，财新制造业PMI跌破扩张区间，生产有所放缓，需求明显下滑，经济下行压力依然较大。从金融数据来看，今年1月新增贷款和社融规模创历史同期新高，广义货币供应量同比大幅回升，显示宏观政策发力靠前，信用扩张步伐进一步加快。全国两会将于3月初召开，两会期间以维稳为主，期待政府工作报告出台更多有关稳增长的措施。预计今年财政赤字率将适度上调，新一轮减税降费政策有望落地，上半年财政支出将明显加快，今年新增地方专项债发行也将前置，有助于拉动基建投资增长，充分发挥经济托底的作用。货币政策坚持以我为主，不搞“大水漫灌”，也不会因美联储等其他国家央行加息而收紧，继续发挥结构性政策工具的作用，若经济恢复不及预期，不排除再次降准或下调政策利率的可能。影响风险偏好的因素多空交织，全国两会即将召开，市场对稳增长政策的出台高度期待，有助于提升风险偏好。不利因素在于，俄乌局势尚不明朗，美联储3月加息的时间窗口临近。

综上所述，进入3月份，全国两会召开，政府工作报告有望出台更多有关稳增长的措施。随着减税降费、降准降息等一系列政策的全面落实，一季度经济有望平稳开局，企业盈利或边际改善。股指反复震荡筑底后，春季行情有望逐步展开。

特别声明

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构

公司总部

全国客服热线：400-111-1855
邮编：221005
地址：江苏省徐州市淮海东路153号
新纪元期货大厦

徐州营业部

电话：0516-83831113
邮编：221005
地址：徐州市淮海东路153号

成都分公司

电话：028-68850968
邮编：610004
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952
邮编：518001
地址：深圳市罗湖区桂园街道人民桥社区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

南京分公司

电话：025-84706666
邮编：210019
地址：南京市建邺区庐山路168号1504室（电梯编号16楼1604室）

上海分公司

电话：021-61017395
邮编：200120
地址：上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦1305室（名义楼层16E）（尚需工商登记）

南京营业部

电话：025-84787996
邮编：210018
地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

北京东四十条营业部

电话：010-84261653
邮编：100007
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

广州营业部

电话：020-87750826
邮编：510080
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

苏州营业部

电话：0512-69560991
邮编：215028
地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

南通营业部

电话：0513-55880516
邮编：226001
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

重庆营业部

电话：023-6790698
邮编：400010
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1#