

风动、幡动、仁者心动

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

王梦颖

投资咨询证号: Z0015429

wangmengying@nawaa.com

0571-81727107

摘要

经过周四和周五的两天大跌，大家肯定都在问究竟为什么跌？

单从小盘股的下跌来看，我们并不太意外，但我们始终对周五尾盘权重的下挫表示不解。

我们提供两种解读方式：

- 1、A 股阶段性上涨完成
- 2、A 股受美联储政策预期修正影响，引发回调

根据历史经验，如果是短期事件类冲击，那么指数容易砸出偏离其原有趋势的坑，反而成为一个好的入场点位，如果不是短期事件冲击，那么后续定然会在基本上观察到，而且这个时间不会太久。

无论是上述哪种情况，我们认为给出的后续启示是类似的，即 A 股很可能已经完成了前一个阶段受风险偏好改善推动的上涨，新的方向需要等待新逻辑成型。那么这个新逻辑会来自于哪里？我们认为上周周报提到的押注两会的逻辑可能是一个方向。我们对行情的观点不变：行情恐怕会维持当前相对割裂的状态，震荡整理为主，趋势性混沌。

至于行情的异常波动，可能不一定是基本面发生了异动，只是市场的情绪在摇摆，正所谓：风动、幡动、仁者心动。

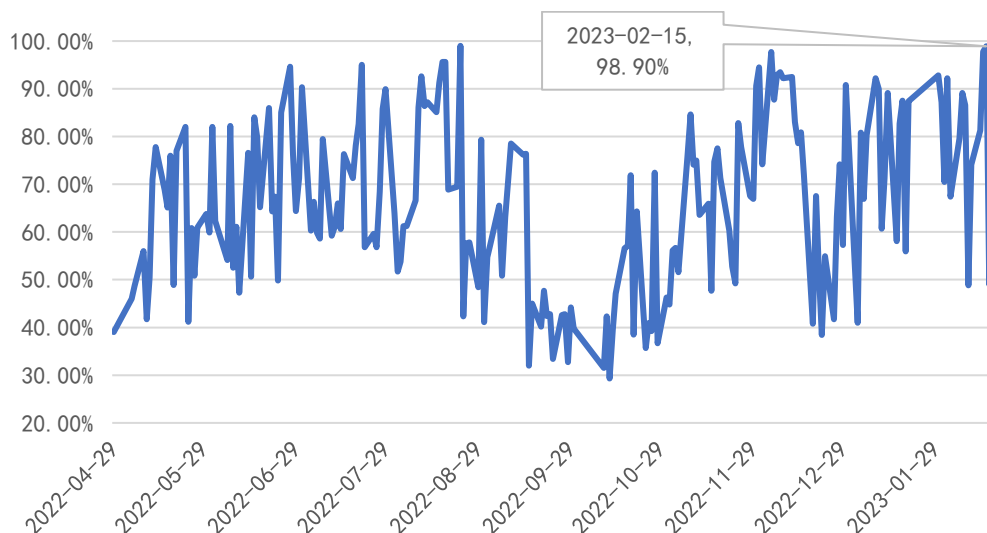
一、行情回顾和分析

经过周四和周五的两天大跌，大家肯定都在问究竟为什么跌？本期周报我们就着重来聊一聊这个问题。

首先，周四和周五行情的走法，确实让人怀疑宏观层面发生了异动。尤其在周四下午股票大幅跳水的同时国债期货和人民币汇率都出现了不同程度的拉升/贬值，根据历史经验这种中国大类资产共振的走法通常都是宏观层面引发的。但从周四尾盘来看，当指数加速下跌时，北向资金的买入意愿反而在走强，周四当天北向净买入 68 亿元左右，可见宏观层面应该不存在明显的变化。周五开盘后小盘延续调整且跌幅颇深，权重表现相对稳定，北向也在持续买入，但在下午两点左右，北向净买入金额开始减少，权重股的下跌幅度反超了小盘股。这再一次让人怀疑宏观层面是否发生了变化。

单从小盘股的下跌来看，我们并不太意外。原因是近期这批股票的炒作氛围非常明显，且进入本周后，1000 指数的上涨已经显得较为勉强，换手率/振幅指标在周二和周三飙升至历史分位数 97-98%位置，隐含了很强烈的调整需求。该指标上一次出现如此高位的时间点是在 22 年 12 月 5 号和 22 年 8 月 23 日，都是指数大跌前。

图 1.1 中证 1000 指数换手率/振幅历史分位数



资料来源 Wind 南华研究

但我们始终对周五尾盘权重的下挫表示不解，虽然有一些小作文对此做了一些解释，但我们并不认可小作文里提到的消息会对盘面产生如此大的影响。

我们提供两种解读方式：

1、A 股阶段性上涨完成

从 2022 年 10 月至今，A 股可能已经完成了权重领涨、小盘跟上的轮动。一个比较有趣的现象是截止本周四收盘，按 2022 年 10 月最低点计算，沪深 300 指数和中证 1000 指数的涨幅都在 15% 左右（50 约 17%，500 约 13%）。因此，当后续跟涨的小盘股出

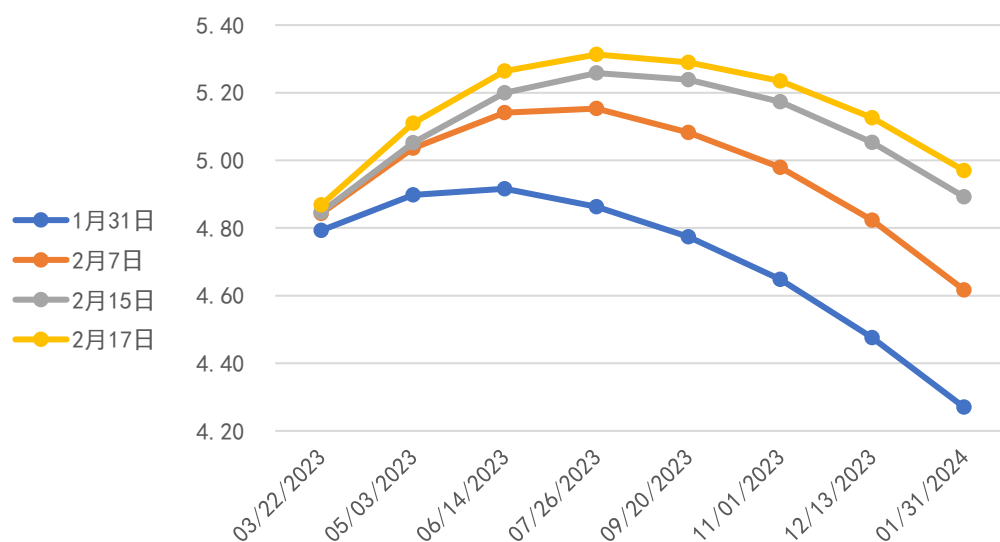
现明显回调时，我们有理由怀疑这一轮从 10 月至今的上涨大概率已经完成了。换言之，A 股此轮在中美政策转向驱动下的上涨大概率告一段落。

2、A 股受美联储政策预期修正影响，引发回调

如果我们仔细观察，可以发现中证 1000 指数在此轮上涨前的最低点出现在 10 月中旬，而沪深 300 和上证 50 指数的最低点发生在 10 月底，两者相差了半个月左右的时间。我们在 1 月 13 号的周报中提过 *“如果仔细的去看各大资产在顶部/底部的表现，会发现诸如黄金、铜、美股的最低点出现时间在 10 月中旬，恰好在美联储 9 月会议纪要公布之后，而中国的大类资产的拐点则会延后一些，出现在 10 月底-11 月初。”*可见，中证 1000 指数等小盘股与美联储加息政策变化的联系更紧密，而沪深 300 等权重指数更倚重中国基本面的变化。

本周，美国 CPI 数据（2 月 15 日）和 PPI 数据（2 月 17 日）公布后，市场持续修正之前对利率偏乐观的预期，从联邦基金期货来看，目前市场对利率终值的预测已经超过了美联储 12 月会议中的预测值，往更鹰派的方向修正。这样的变化会给对美国利率更敏感的小盘股带来更大的负面影响。同时，更鹰派的美联储利率路径也影响着外资买入中国资产的热情。

图 1.2 联邦基金利率期货隐含的定价（%）



资料来源：Wind

我们如果观察美元、黄金、恒生科技指数等资产的表现，会发现他们的调整开始的更早，差不多从 2 月初就开始了调整。同一时间，A 股权重指数、人民币和国内国债期货也差不多开始往另一个方向运行。可见，A 股小盘股走的更为滞后一些。

简单来说，市场对美联储利率路径的上修抑制了全球市场的风险偏好，风险资产受到了不同程度的影响。以上逻辑可以解释本周小盘的下跌，以及 2 月初开始权重指数的回调，但依然无法解释周五下午 2 点后的盘面波动。

图 1.2 美元、美债、黄金和铜走势



资料来源：Bloomberg

对周五下午的现象市场有一些猜测，例如大跌后其实医药板块的表现还是不错的，不少人认为是疫情再次升温引发的。对此，我们依然不认可，因为疫情对经济困扰最大的问题是防疫政策的封控，而不是感染，同时，即使有所谓的第二波疫情，也难以和 12 月份全面放开的第一波高峰相比，不会动摇 22 年 12 月这个基本面底。同时，2 月 16 号的政治局会议其实对此轮疫情放开做了定调，认为是“取得疫情防控重大决定性胜利”，在这样的基调下，疫情防控政策的反复会是极小概率的事件。

我们也注意到了周五尾盘逆回购利率的飙升，这与缴税压力有关，短期资金面的收紧对 A 股盘面也是个负面影响（可借鉴 2013 年钱荒，虽然现在与钱荒的程度相差很多，但资金利率变化对 A 股的重要性可见一斑）。

此外，我们仔细观察了周五 2 点以后各个板块的表现，发现其实是一个普跌行情，其中食品饮料板块的下跌幅度较为引人注目。食品饮料板块下跌前的点位和 22 年 7 月的高点十分接近，也再次触及到了 23 年 1 月 16 号的高点，因此，合理怀疑是盈利兑现需求引发了抛售。

以上是对周五下午异常波动的推测，截至目前为止，我们暂时不能对周五下午的异动下结论，继续观察是有必要的。根据历史经验，如果是短期事件类冲击，那么指数容易砸出偏离其原有趋势的坑，反而成为一个好的入场点位，如果不是短期事件冲击，那么后续定然会在基本面上观察到，而且这个时间不会太久。

无论是上述哪种情况，我们认为给出的后续启示是类似的，即 A 股很可能已经完成了前一个阶段受风险偏好改善推动的上涨，新的方向需要等待新逻辑成型。

那么这个新逻辑会来自于哪里？我们认为上周周报提到的押注两会的逻辑可能是一个方向。我们对行情的观点不变：行情恐怕会维持当前相对割裂的状态，震荡整理为主，趋势性混沌。至于行情的异常波动，可能不一定是基本面发生了异动，只是市场的情绪在摇摆，正所谓：风动、幡动、仁者心动。

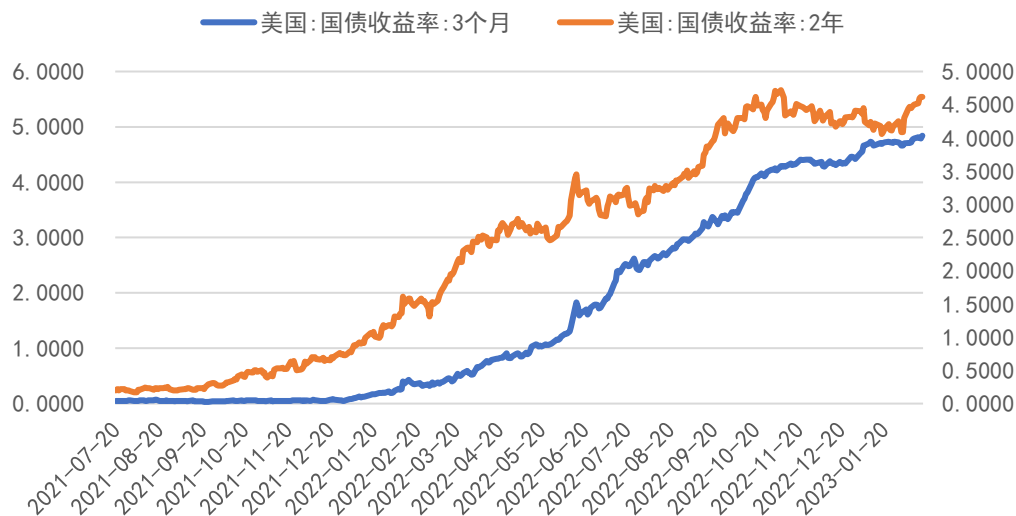
二、策略推荐及跟踪

维持观望。

三、一周趣图

2 年期美债利率接近前高。

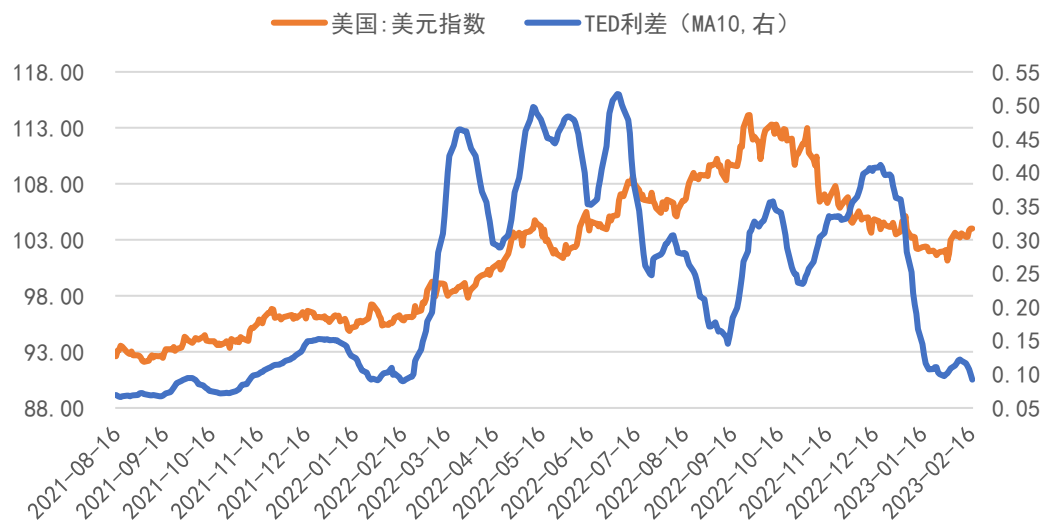
图 3.1 美债收益率 (%)



资料来源：ifind 南华研究

TED 利差显示美元流动性相当充裕，但美指却出现了反弹。

图 3.2 美元指数和 TED 利差



资料来源：ifind 南华研究

全球其他主要股票指数同步下跌。

图 3.3 其他股票指数走势



资料来源: Bloomberg 南华研究

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点