



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

## 节日效应行情稳定 资金面临长期压制

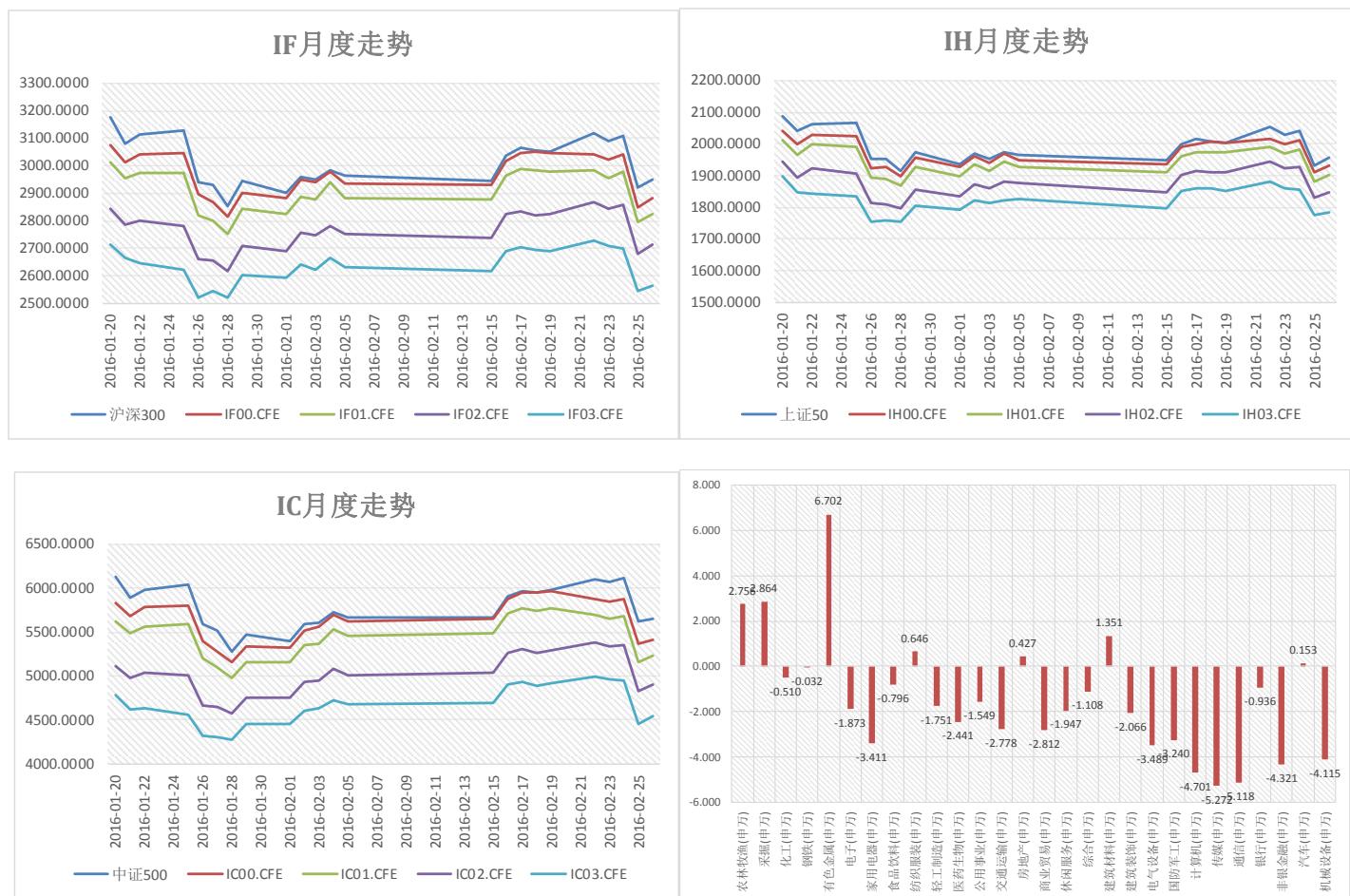
### 要点：

从资金角度来说，无论是自身的收益还是从资产配置角度，股指对于资金均缺乏吸引力。而在宏观因素上，去产能和去库存的节奏都发生了新的变化，两会的政策动态成为宏观以及股指的风向标。而另一方面，在股指两次暴跌后，有迹象显示海外资金和大股东有入场迹象，融资余额却在持续下行，可以认为上证 2640 的底部确认，但就此有大级别的反弹我们持悲观态度。在宽松货币推高资产价格的背景下，更要注意供需环境是否改善。当前宏观条件下，建议上证 3000 初进行风险对冲操作。

## 一、一月行情回顾

### 1. 市场综合表现

二月的市场可以以春节假期分为两个阶段，节前股指震荡上行，但受消息面的平淡和节日现金需求的增加，成交量持续萎缩。节后市场情绪回暖，但大部分板块出现滞涨，主要以蓝筹、煤炭有色钢铁板块的轮动为主。但2月末期股指出连续暴跌，致使月线收绿，上证跌幅1.81%，深证成指跌幅3.41%，沪深300跌幅2.33%，上证50跌幅1.44%，中证500跌幅达到了2.17%。在各版块表现中，防御性板块录得上涨，其余板块基本以下跌为主。有色板块涨幅最高达到6.7%，主要得益于有色商品的价格上涨。

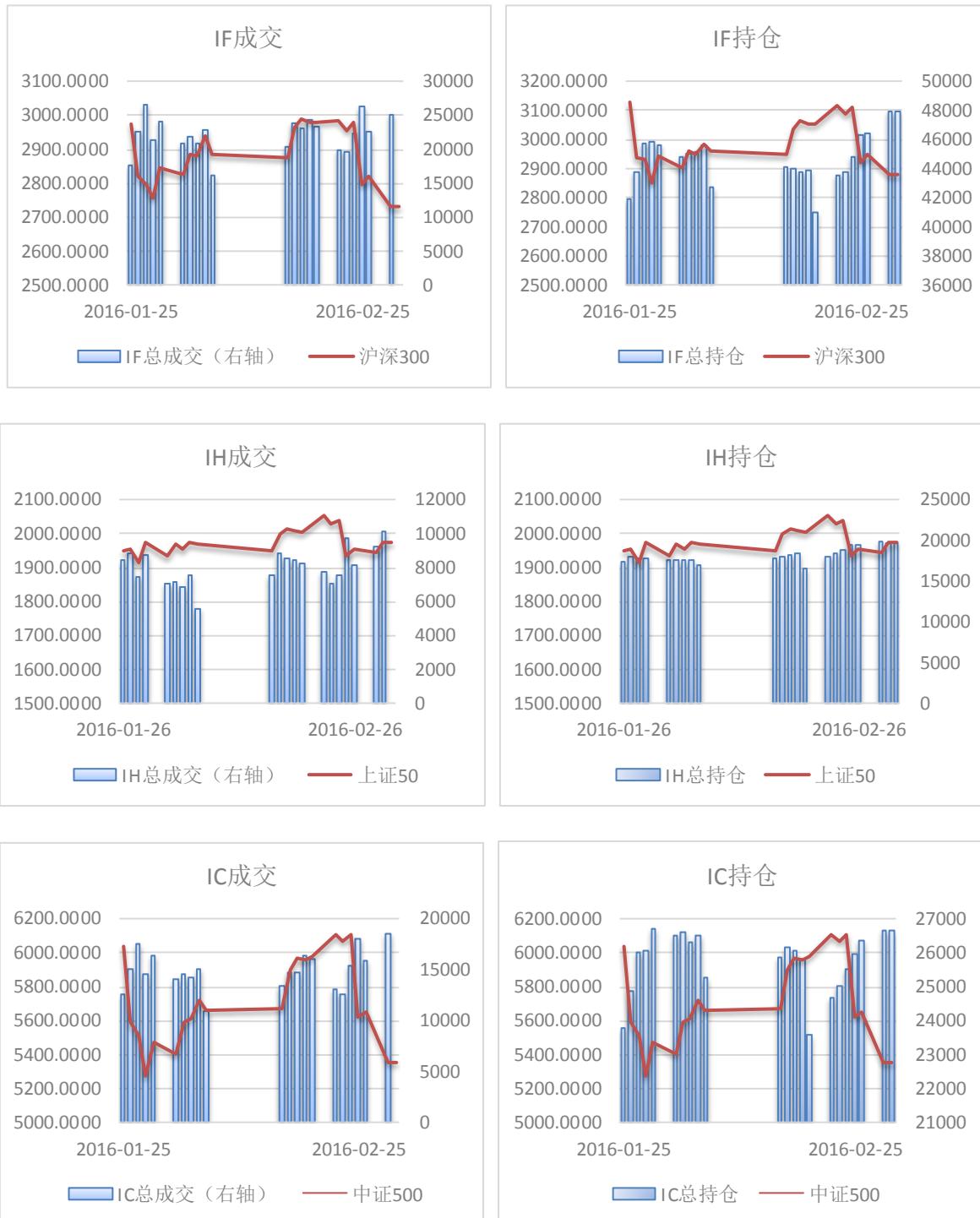


数据来源：Wind、方正中期研究院

## 二、股指期货分析

本周期指表现良好，节前标的向好，期指价差结构在稳定的前提下微弱收敛。节后期指表现审慎，在暴跌钱并未明显跟涨，价差结构放大，但随着股指的快速回落，价差结构回到前期均值水平。尤其是

在两次暴跌的行情中，期指持仓明显上升，显示了期指在极端行情中的对冲功能。但另一方面，由于期指的极高操作成本，部分资金在急跌行情中宁愿斩仓出局，加剧了市场的波动。



数据来源: wind、方正中期研究院



数据来源: wind、方正中期研究院

### 三、市场分析

节前的消息面比较冷清，无可赘述。但节后的短短半个月却是重磅消息频出，使市场迅速从假日状态回到了战备状态。

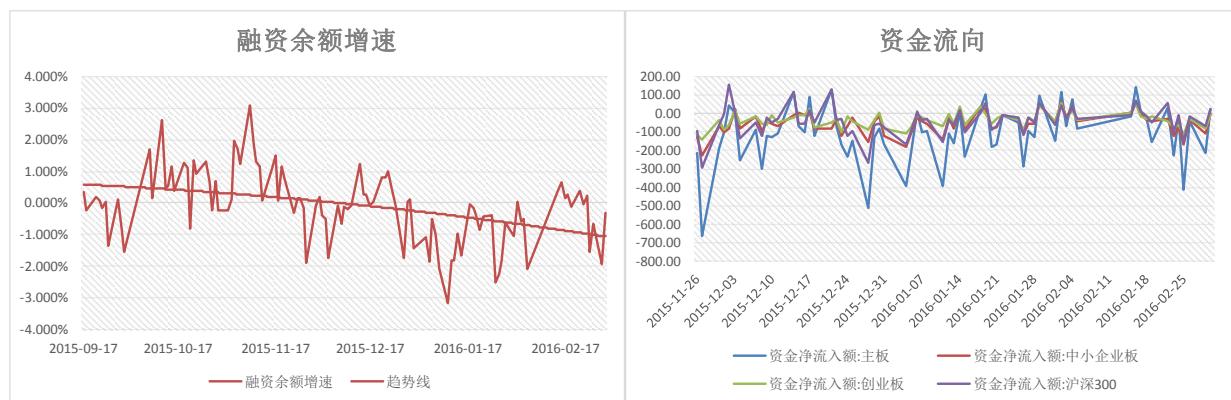
首先是 2.6 万亿的信贷扩张远超市场预期。而在细分数据中，企业的短期和长期贷款均有所增加，虽然存在银行集中放款的季节性因素，但是考虑到经济下行压力，企业的贷款意愿是否强烈存在疑问。所以此项的大幅增长可以理解为财政政策的投资项目陆续开工，M1 与 M2 的差值很好的解释了这一点。另外一点是 1 月份企业债券净融资额达到 4547 亿元，同比增加 2679 亿元，说明金融机构对于实体经济的支撑力度也在逐渐上升，通过债权投资、股权投资以及其他投资渠道的派生货币增加，这有助于减少银行的运营压力，分散市场风险。

其次是工业品价格的上涨。工业品价格在长期下跌后走出了普遍超过 10% 的反弹幅度，并且这一趋势仍然在持续，这在一定程度上说明制造业有所起色。而 2 月 PMI 数字也验证了这一逻辑，虽然 PMI 低于再创新低，但这主要源于春节停工和外部因素的影响，权重较大的新订单弱势但原料库存出现较为明显的上行。考虑到春节过后制造业将迎来季节性回暖，补库存意味着企业生产较为乐观，经济下行压力或将有所缓解。但从中长期来看，去产能的节奏或将有所减缓。有消息称，一些过剩产能企业去产能进展缓慢，就业问题、银行贷款问题以及地方政府的意愿都成为去产能的重要阻力。

房地产市场春节后呈现井喷态势，深圳、上海和北京等一线城市已经出现了一日一提价和与之对应的交易中心爆满的情形。但是根据 1 月份的数据，房价结构化差距仍在拉大，70

个大中城市新建商品住宅中，环比价格下降 24 个（前值 27 个），上涨 38 个（前值 39 个），持平 8 个（前值 4 个）。房地产的爆发主要源于中央政府针对房地产去库存的政策，降低首付比例和交易费率以刺激房地产市场的需求。但是相较于一线城市，在库存相对较高的三四线城市并未出现如政策预期般的库存减少。而在实际操作中，房地产市场的不断加杠杆引发了对房地产泡沫和宏观经济风险的担忧。房地产市场的体量和复杂性远超其他行业，尤其是在中国特殊的国情背景下，房地产更是一个错综复杂命题。未来走向何方仁者见仁，但短期内的上涨趋势已成，无论是普通民众还是国家的需求都是房地产市场的持续繁荣，房地产市场或将进入周期较长的牛市。

基本面呈现短期利多态势，而于金融市场自身却产生了诸多不确定因素。首先，房地产的牛市必然影响到大类资产配置，也即本就缺乏行情吸引力的股市更加难以获得增量资金。其次是央行在流动性管理上的调整。央行原来的思路是通过灵活的公开市场操作在银行间维持一个稍紧的平衡，使得银行以及非银行主体提供融资并且降低融资成本。具体体现为大幅上升债券的发行速度和不断下行的收益率，这对于缓解实体经济的流动性压力有极大帮助。但这种方式使得银行在扩表以及处理不良时存在更多限制。所以 2 月末，央行改为降准而停止续作逆回购，意在强化价格管理而放松数量管理。而房地产贷款需求的上升也会对银行的资产侧形成冲击，债券收益存在走高压力，这对于股指对资金的吸引同样是不利的。



数据来源: wind、方正中期研究院



数据来源: wind、方正中期研究院

#### 四、后市展望与操作建议

所以, 从资金角度来说, 无论是自身的收益还是从资产配置角度, 股指对于资金均缺乏吸引力。而在宏观因素上, 去产能和去库存的节奏都发生了新的变化, 两会的政策动态成为宏观以及股指的风向标。而另一方面, 在股指两次暴跌后, 有迹象显示海外资金和大股东有入场迹象, 融资余额却在持续下行, 可以认为上证 2640 的底部确认, 但就此有大级别的反弹我们持悲观态度。在宽松货币推高资产价格的背景下, 更要注意供需环境是否改善。当前宏观条件下, 建议上证 3000 初进行风险对冲操作。

方正金融，正在你身边。

**重要事项：**

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。方正中期研究院力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证，不管在何种情况下，本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目的、财务状况或需要，不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。本报告未经方正中期研究院许可，不得转给其他人员，且任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权归方正中期所有。

**联系方式：**

方正中期期货研究院

地址：北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层

电话：010-85881117

传真：010-64636998