

股指走势如山车，“乌”云渐散，A股真的见底了吗？

微信发文

2022年3月18日

信达期货宏观金融团队

联系电话：

0571-28132632

邮箱：

songjingqi@cindasc.com

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO., LTD

杭州市萧山区钱江世纪城天

人大厦19、20楼

全国统一服务电话：

4006-728-728

信达期货网址：

www.cindaqh.com

本文提要：

2022 开年以来，国际局势错综复杂，A 股更是频频跌出了“股灾”的架势。最近几天外围逐渐企稳，前期跌跌不休的中概股本周也有所反弹。国内政策端利好信息频出，A 股真的见底了吗？

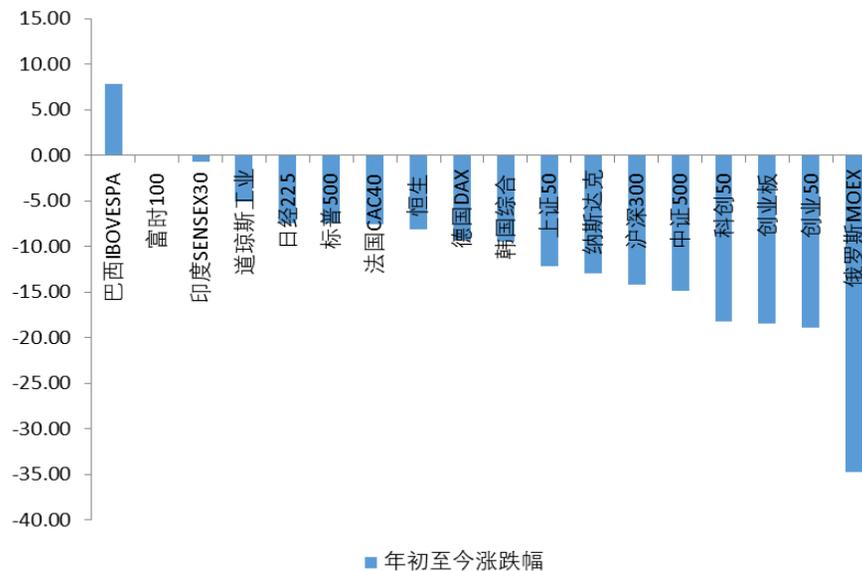
我们认为，目前股市正在进行对“市场底”的反复确认。不过，在信用偏紧、经济承压的背景下，市场很难通过像 2019 年初那样的 V 形底去启动新一轮的行情，指数震荡上行的概率较大。

核心逻辑详见下文。

一、全球金融市场巨震，A股跌幅领先

2022 开年以来，国际局势错综复杂，金融市场更是惊心动魄。

此前，在俄乌冲突的影响下，A股频频跌出了“股灾”的架势。3月15日股指跳空重挫，当日跌幅几乎创下两年以来的新高，尤其是成长类的板块跌幅一度超过 20%，仅次于身处风暴中心的俄罗斯 MOEX 指数。



最近几天外围逐渐企稳，前期跌跌不休的中概股本周也有所反弹。北京时间周四凌晨，美联储宣布加息 25 个基点，多数官员支持在今年加息 7 次，消息虽然偏鹰但基本符合市场预期，当天美股尾盘直线拉升，截至目前，美股已经连续收得三连阳。另一边，俄乌谈判仍然在持续进行中，先前乌克兰方面曾表示将与俄罗斯达成和平协议，预测进一步恶化的概率较小。“乌”云逐渐散去，那么本周的大跌真的已经到底了吗？

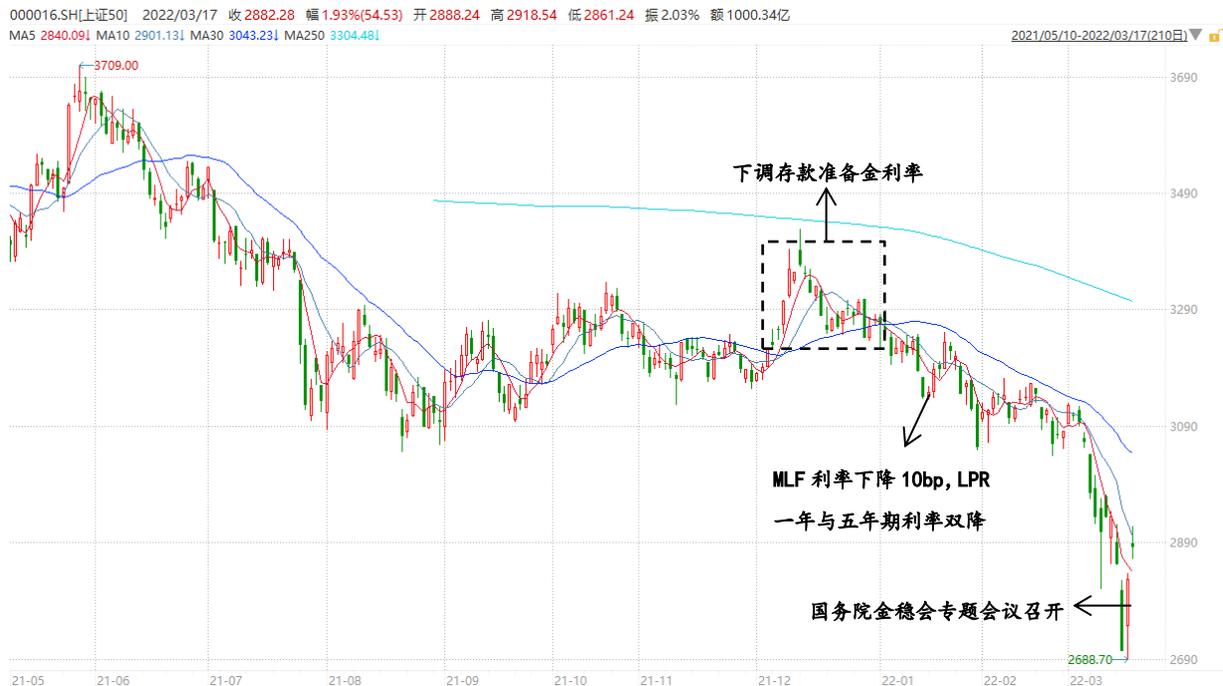
二、以史为鉴：A股真的见底了吗？

一般来说，股市的见底需要经过从“政策底”到“市场底”到“经济底”的三底确认。根据 2015 年与 2018 年两轮熊市的经验，市场底部的出现往往伴随着政策的率先发力。

2018 年在中美贸易战与金融去杠杆化等因素的共同作用下，股市快速进入新一轮的熊市。同年 10 月，国务院金稳会召开第十次专题会议稳定市场，强调加快稳健政策的落实到位，期间政策端“组合拳”接连推出，此后 A 股在延续了一段时间的横盘震荡后于 2019 年 1 月正式见底。



去年年底，我国提出“稳字当头、稳中求进”的经济发展基调，2021年央行两次下调法定存款准备金率，今年1月MLF利率紧随其后宣布下降10个基点。2022年3月16日，面对久久未平的动荡局势，国务院金稳会专题会议再度召开，敦促有利政策的积极出台，股市情绪大幅回温。



如果将此前的降准降息视为本轮调整的“政策底”，那我们认为目前市场正在经历“市场底”的反复确认。

1. 我们复盘 2015 年与 2018 年的两轮熊市发现，截至 3 月 15 日，上证 50 本轮调整幅度已接近 33%，沪深 300 调整幅度超 31%，估值与股息率方面也已经接近过去两轮的拐点位置。不过，尽管本轮熊市的调整时间相对较长，指数目前的绝对估值仍然高于前两轮的低点。换句话说，指数仍然拥有向下调整的空间，而前期的大跌虽然令人恐慌，但大盘仍然在自己的合理区间内运行。

指数	熊市开始时间	调整时间(周)	指数调整幅度	PE调整幅度	股息率调整幅度	PE绝对值变化	股息率绝对值变化
上证50	2015年6月	37	-44.1%	-43.5%	70.7%	15.0下降至8.5	2.1上升至3.6
	2018年2月	48	-27.5%	-35.9%	43.8%	13.3下降至8.5	2.4上升至3.5
	2021年2月	56	-32.7%	-36.1%	33.2%	14.9下降至9.5	2.3上升至3.0
沪深300	2015年6月	38	-46.3%	-43.2%	77.3%	19.0下降至10.8	1.5上升至2.6
	2018年1月	49	-32.5%	-36.1%	55.5%	15.8下降至10.1	1.9上升至2.9
	2021年2月	56	-31.1%	-33.8%	33.5%	17.4下降至11.5	1.7上升至2.3
中证500	2015年6月	33	-54.3%	-54.7%	119.6%	83.2下降至37.7	0.4上升至0.8
	2017年10月	53	-40.1%	-51.9%	100.7%	34.6下降至16.7	0.8上升至1.5
	2021年9月	26	-22.0%	-27.2%	34.8%	22.7下降至16.5	1.3上升至1.7

数据来源：信达期货研究所整理

2. A股的股息债息比已经进入历史高位区域，权益市场的投资性价比已经凸显，这也是市场见底的信号之一。

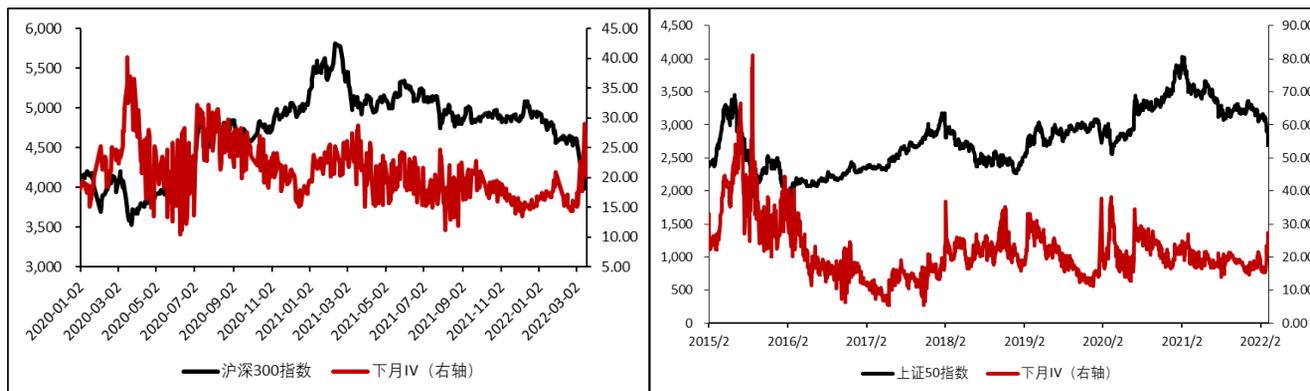


3. **权重股进行最后补跌。**根据过去的经验，股市每轮的见底几乎都伴随着高位权重股的补跌。以当前上证 50、沪深 300 指数的第一权重股“贵州茅台”为例，过去两轮熊市的收尾往往伴随着茅台的率先见底。有句话说“茅台补跌，牛市不来”，本周权重股带头砸盘拖累指数深度下探，这或将是本轮调整收尾的信号。

贵州茅台见底时间	贵州茅台跌幅	指数见底时间	上证50指数跌幅
2016年1月	31.1%左右	2016年1-2月	-44.1%
2018年10月	34.4%左右	2019年1月	-27.5%
2022年3月	38.4%左右	?	-29.6%

数据来源：信达期货研究所整理

4. **期权隐含波动率达到历史高点。**期权隐含波动率代表市场对未来市场波动的预期，历史上高位隐含波动率往往对应着指数拐点的来临，当前沪深 300 指数与 50ETF 期权合约的隐含波动率已经大幅上升，这将进一步加大我们对指数趋势见底的预期。



三、信用预期尚未兑现，股指将在犹豫中上行

历史会重演，但不会简单地复制。正所谓“别人恐惧我贪婪，别人贪婪我恐惧”，我们在之前的报告中提过，今年全球经济在疫情、地缘政治、“滞胀”危机等因素的共同拖累下将持续承压，而当下我国的市场流动性仍然在经历从“宽货币”至“宽信用”的过程传导，这会成为本轮指数调整的主要矛盾点。

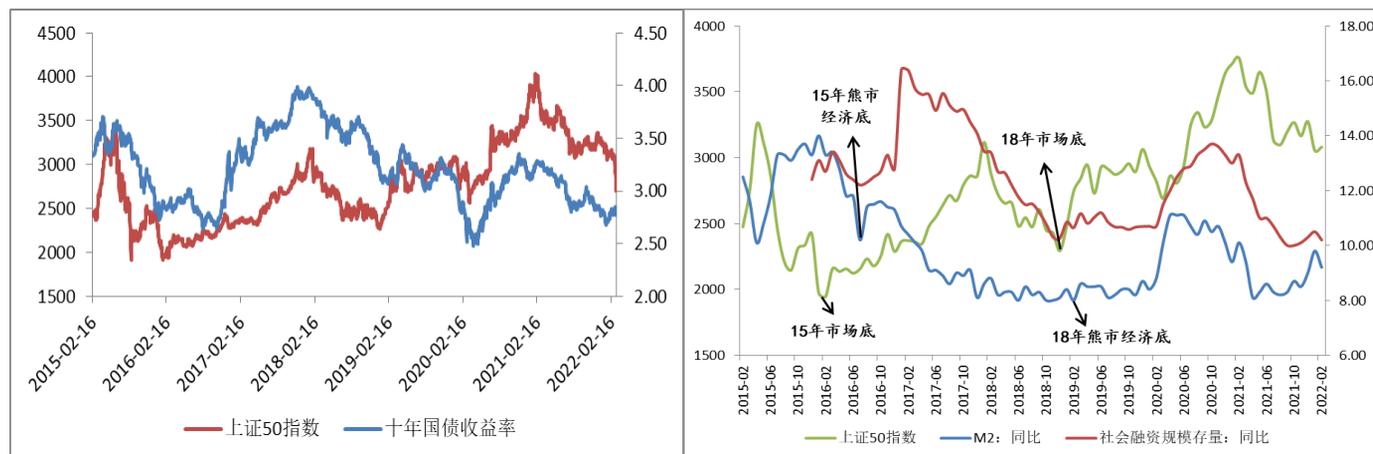
根据最新公布的经济金融数据显示，目前我国的信用端的表现依然偏弱，尤其是房地产上攻乏力，其中商品房销售面积同比下降 9.6%，开发企业到位资金同比下降 17.7%，因此本轮市场“经济底”的到来恐怕会长于预期。

在“经济”预期尚未兑现的背景下，本轮指数将如何表现呢？

根据过去两轮熊市的收尾经验来看，股指的见底往往伴随着货币流动性的宽松，但信贷端的表现却不一致。换句话说，经济增长并非指数启动行情的必要条件，但会对新一轮的行情特征产生影响。

对比 2016 年与 2019 年两次拐点的表现，我们认为在信用预期没有兑现之前，市场很难通过大幅拉涨来形成 V 型底启动新一轮的行情，尤其是在当前时局未稳、情绪剧烈波动的情况下，预计指数会更类似于 15-16 年，在“市场底”被反复探明之后震荡上行，逐渐跑出慢牛的行情。

技术上，短期多空博弈激烈，指数受上方均线压制较重，因此，投资者仍然需要注意后市可能出现的回调风险，中长线投资者逢跌可逐步入场布局。



【重要声明】

- 报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。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标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。期市有风险，入市需谨慎。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本6亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司现为中国金融期货交易所全面结算会员单位，为上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所全权会员单位，为中国证券业协会观察员、上海国际能源交易中心会员、中国证券投资基金业协会观察会员。

【全国分支机构】



公司分支机构分布

7家分公司 9家营业部

金华分公司、台州分公司、深圳分公司

苏州分公司、四川分公司、福建分公司、宁波分公司

北京营业部、上海营业部、广州营业部

哈尔滨营业部、大连营业部、沈阳营业部、石家庄营业部

乐清营业部、富阳营业部