

2022年03月16日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

北向资金净流出创新高，警惕流动性冲击风险

——流动性周报

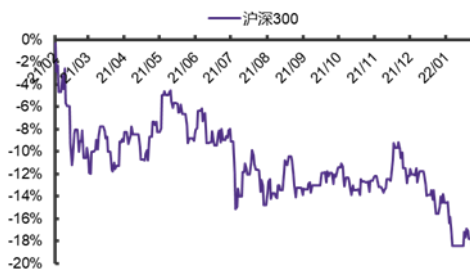
投资要点

署名分析师：谭倩
执业证书编号：S1050521120005
邮箱：tanqian@cfsc.com.cn

分析师：纪翔
执业证书编号：S1050521110004
邮箱：jixiang@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹
执业证书编号：S1050121110002
邮箱：yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘走势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

《从刺激政策看稳增长主线》20220110
《非对称降息的五大信号》20220120
《美联储货币正常化提速：最快3月加息，6月缩表》20220128
《俄乌战争硝烟弥漫，避险资产闻风而动》20220228

宏观流动性

中国货币

货币量方面：央行向中央财政上缴结存利润超1万亿元，用于增加地方转移支付，受此因素影响，央行本期并未进行大额逆回购投放。本期央行净回笼资金3300亿元，银行间流动性边际收紧。

货币价方面：受资金净回笼影响，本期短期利率明显抬升，带动1年期国债收益率上行。地缘政治风险影响下资金避险情绪升高，推动10年期国债收益率上行。

全球货币

货币量方面：美国2月CPI创近40年以来最高记录，叠加全球大宗商品价格飙升，美国通货膨胀持续走强，3月加息25BP的概率已升至99.8%，美联储加息在即。

货币价方面：美国宏观经济预期低迷，美债10年期与2年期期限利差持续收窄。2022开年以来美债期限利差持续收窄，本期已达到0.25%，美债利率曲线面临倒挂风险。随着美联储加息进程落地，美国宏观经济将面临更大压力，期限利差仍有下行空间。

A股市场流动性

资金供给端

受A股持续调整影响，本期资金五周以来首次净流出，内外盘资金情绪低迷。外资本周连续五天大幅净流出，周度流出量达近两年最高位。内资除ETF资金外本周均边际走低，市场整体表现较为悲观。

资金需求端

总体来看，资金总需求持续回升，对股市流动性压力有所提高。一级市场融资规模保持上涨态势，交易费用随着市场交易放量后有所回升，产业资本减持较上期出现显著下降。同时，本期产业资本增持较上期有较大幅拉升，结合历史上大规模“急跌增持潮”与市场底部的关联性分析判断，大规模增持对阶段性市场底部的到来具有预警效果。如后续两周增持规模保持本期量级，将在本月确认形成大规模增持潮。考虑到近期A股大跌的行情，市场底或将在增持潮期间逐步得到确认，根据历史经验，增持潮时间一般在4个月内。

■ 行业资金流向

内资净流出行业较多，且多为宽幅净流出，相较于前几期，本期融资客情绪较为低迷；外资在大多数行业呈现净流出态势，净流出量创近两年峰值，外资近期整体呈明显悲观态度。本期内外资共同青睐于防御性板块，但在具体行业有所分化。外资相对看好公共事业板块，内资则偏好于银行、非银金融板块，而成长板块均遭大幅减持。

■ 政策底与市场底的关系

基于近期市场频频震荡下跌的低迷态势，我们对政策底与市场底的时间及其特点做了进一步分析。研究发现，当股市剧烈调整发生时政策底往往会先于市场底出现，由于政策到市场的效果显现需要一定的时间与空间传导与消化，政策底与市场底之间往往会出现一定的时差，一般体现为短则一周，长则两月的时滞。从历史情况来看，时滞的时间长度往往跟市场的形态及救市政策的特征显著相关，当市场下跌急且深的时候，救市措施往往力度较大，政策底和市场底间隔时间较短；当市场下跌缓慢但持续回调的时候，则可能会形成政策底出现后，市场持续调整震荡探底的局面。

■ 风险提示

经济加速下行，政策不及预期，疫情反复爆发。

正文目录

1、宏观流动性	4
1.1、中国货币：央行回笼资金，利率全线抬升	4
1.2、全球货币：美国通胀再升温，期限利差收窄加速	6
2、A股市场流动性	7
2.1、资金供给端：A股宽幅震荡，外资出现历史性高额净流出，市场悲观情绪蔓延	7
2.2、资金需求端：资金需求有所抬升，产业资本减持规模收缩	8
2.3、行业资金流向：防御性板块偏好分化，成长板块宽幅净流出	9
2.4、政策底和市场底的关系分析	12
3、风险提示	15

图表目录

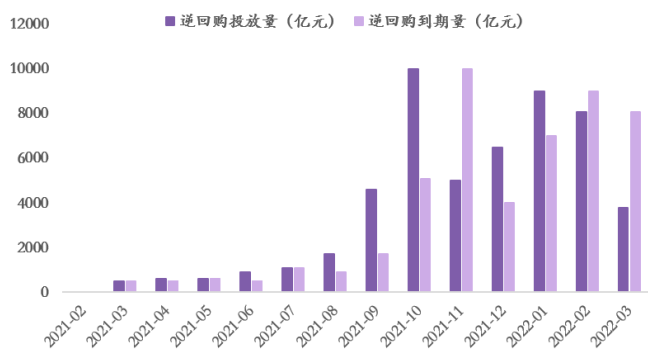
图表1：3月大额逆回购到期，实现资金净回笼	4
图表2：3月暂无MLF投放，但将有少量MLF到期	4
图表 3：货币市场量价速览	5
图表 4：月度、周度流动性指标汇总	6
图表 5：美国10年期与2年期期限利差持续收窄	7
图表 6：资金需求持续上升，产业资本减持规模收缩	8
图表7：大规模增持（2008年6月）先于市场底部4个月出现	9
图表8：大规模增持（2011年12月）与市场底部同步出现	9
图表9：大规模增持（2015年7月）先于市场底部2个月出现	9
图表10：震荡平缓下跌行情下的长时间、多轮次持续增持	9
图表11：北上资金情绪低迷，多数行业出现宽幅净流出，大金融和成长板块净流出居前	10
图表12：杠杆资金表现不佳，医药生物和电力设备位于净流出前列	11
图表13：ETF净流入大幅回升，创业板ETF和科创50ETF获得青睐，中证500ETF净流出规模扩大	11
图表14：成长板块估值大多处于历史低位，配置性价比有所抬升	11
图表15：2015股市剧烈调整前后指数市场行情	12
图表16： 615股市剧烈调整救市过程	13
图表17： 2018股市剧烈调整前后指数市场行情	14

1、宏观流动性

1.1、中国货币：央行回笼资金，利率全线抬升

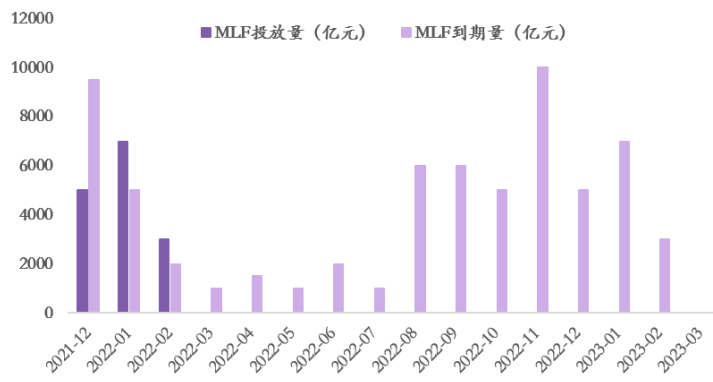
货币量：本期央行资金回笼，银行间流动性边际收紧。3月2日开始，央行7天逆回购投放量连续近两周稳定于100亿元，小幅高频呵护市场流动性，本期7天逆回购共实现500亿元，对冲3800亿元逆回购到期，回笼资金3300亿元，未开展MLF投放，且无MLF到期。总体实现资金回笼3300亿元，银行间流动性边际略有收紧。3月8日，中国人民银行向中央财政上缴结存利润超1万亿元，用于增加地方转移支付，受此因素影响，央行本期并未进行大额逆回购投放。

图表1：3月大额逆回购到期，实现资金净回笼



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表2：3月暂无MLF投放，但将有少量MLF到期



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

货币价：地缘政治风险叠加央行资金净回笼，本期短期利率与中长期利率全线抬升。**短期利率方面**，本期受央行资金净回笼影响，短期利率明显抬升，本期隔夜SHIBOR上行14.9BP至2.05%，R007上行13.01BP至2.07%，DR007上行6.84BP至2.10%。**中长期利率方面**，本期短期利率抬升带动1年期国债到期收益率上行3.56BP至2.16%。受地缘政治风险影响，资金避险情绪升温，外资持续回流抛售国债，推动国债到期收益率上行，本期10年期国债到期收益率上行3.32BP至2.85%。

图表 3: 货币市场量价速览

一、公开市场操作+广义再贷款工具				
指标	方向	当期(亿元)	上期(亿元)	环比变动(亿元)
周度数据: 货币投放 (公开市场操作+MLF)				
逆回购	净投放	-3300	-4300	1000 ↑
MLF	净投放	0	0	0
货币投放合计	投放	500	3800	-3300 ↓
	回笼	3800	8100	-4300 ↓
	净投放	-3300	-4300	1000 ↑
月度数据: 货币投放 (公开市场操作+广义再贷款)				
逆回购	净投放	7260	0	7260 ↑
国库现金定存	净投放	0	0	0
SLF	净投放	4	133.3	-129.3 ↓
MLF	净投放	1000	0	1000 ↑
PSL	净投放	0	0	0
二、货币派生				
指标	2月(%)	预测(%)	1月(%)	环比变动(%)
M0同比	5.80	N/A	-3.90	9.7 ↑
M1同比	4.70	N/A	14.70	-10 ↓
M2同比	9.20	0.00	9.40	-0.2 ↓
三、新增社会融资和新增人民币贷款				
类别	指标	2月(亿元)	1月(亿元)	同比多增(亿元)
月度数据 (新增社会融资分项)				
表内融资	人民币贷款	9084	41988	-8135 ↓
	外币贷款	480	1031	83 ↑
	新增表内融资合计	9564	43019	-8052 ↓
表外融资	委托贷款	-74	428	-311 ↓
	信托贷款	-751	-680	23 ↑
	未贴现银行承兑汇票	-4228	4731	-4696 ↓
	新增表外融资合计	-5053	4479	-4984 ↓
直接融资及其他	企业债券融资	3377	5799	139 ↑
	非金融企业境内股票融资	585	1439	-556 ↓
	政府债券	2722	6026	-1884 ↓
	存款类金融机构资产支持证券	0	-214	363 ↑
	贷款核销	0	204	-294 ↓
	新增直接融资及其他合计	6684	13264	-2301 ↓
合计	新增社会融资规模	11900	61726	-15185 ↓
金融机构: 新增人民币贷款分项				
合计	新增人民币贷款	12300	39800	-27500 ↓
分类方式: 经济部门				
居民部门	短期贷款	-2911	1006	-3917 ↓
	中长期贷款	-459	7424	-7883 ↓
	居民部门合计贷款	-3370	8430	-11800 ↓
企业部门	短期贷款	4111	10100	-5989 ↓
	中长期贷款	5052	21000	-15948 ↓
	企业部门合计贷款	9163	31100	-21937 ↓
非银行金融部门	非银部门贷款	1790	-1417	3207 ↑
分类方式: 贷款期限				
短期	短期贷款	1200	11106	-9906 ↓
	票据融资	3052	1788	1264 ↑
中长期	中长期贷款	4593	28424	-23831 ↓

资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 4：月度、周度流动性指标汇总

资金面	分类	指标	2月(环比变动)	本周(环比变动)
微观货币	资金供给	陆股通净流入(亿元)	705 ↑	406 ↓
		公募基金发行(亿元)	4 ↑	72 ↓
		货币投放合计(亿元)	402 ↑	83 ↑
	资金需求	融资金额变动(亿元)	297 ↓	159 ↓
		一级市场融资规模(亿元)	1021 ↑	71 ↑
		产业资本增减持(亿元)	6 ↓	40 ↓
宏观货币	基础货币	交易费用(亿元)	114 ↑	11.87
		逆回购(亿元)	103900 ↑	1000 ↑
		MLF(亿元)	10195 ↑	0
	货币派生	货币投放合计(亿元)	114095 ↑	1000 ↑
		M0同比 (%)	9.70 ↑	-
		M1同比 (%)	10.00 ↓	-
		M2同比 (%)	0.20 ↓	-
		新增社融 (亿元)	15185 ↓	-
		新增人民币贷款 (亿元)	27500 ↓	-
	货币价格	MLF中标利率	0	0
		DR007 (%)	0.04 ↑	0.31 ↓
		USDCNY即期汇率(BP)	4.88 ↓	0.18 ↑
全球货币	美联储总资产 (亿美元)	67644 ↑	-	
	美国M2季调同比 (%)	1.14 ↑	-	
	欧央行总资产 (亿欧元)	48717 ↑	-	
		日央行总资产 (亿日元)	5410988842 ↑	-

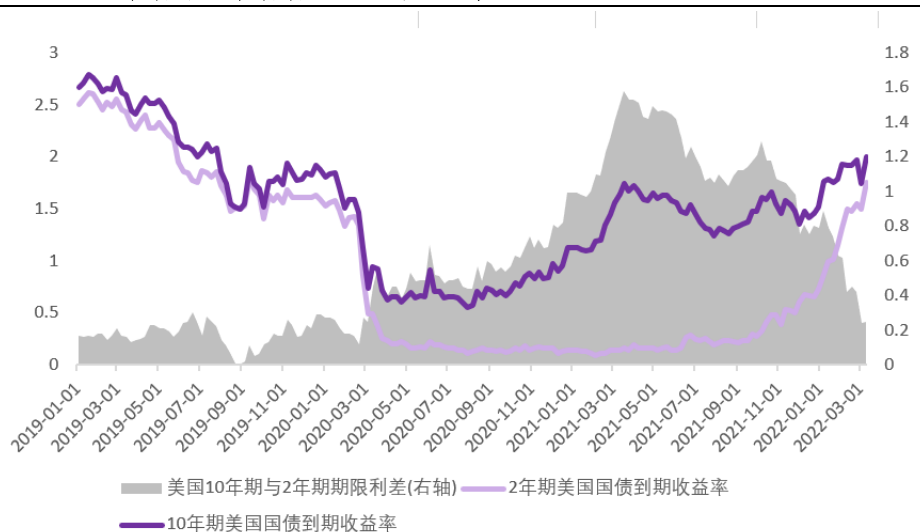
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

1.2、全球货币：美国通胀再升温，期限利差收窄加速

货币量：通货膨胀高烧不退，美联储首次加息即将落地。截至3月9日，美联储总资产规模增加62.93亿美元至89107亿美元。美国2月CPI同比增幅高达7.9%，创近40年以来最高记录，叠加近期俄乌冲突影响下全球大宗商品价格飙升，推动美国通胀水平持续走强。通胀压力下美联储3月加息25BP的概率已高达99.8%，3月加息势在必行。

货币价：美国宏观经济预期低迷，开年以来美国10-2年期期限利差持续收窄。2022年初开始，受美联储加息预期影响，10年期美债收益率震荡上行，本期通胀再创新高，并且加息在即，10年期美债收益率震荡上行26BP至2.00%。本期美元隔夜LIBOR上行0.12BP至0.0793%，叠加美联储加息预期，美国2年期国债到期收益率增速明显变快，升至数年以来高位，上行25BP至1.75%。随着2年期美债快速上行，美国10-2年期期限利差呈现加速收窄态势，本期已达到0.25%，随着美联储加息进程落地，美国宏观经济将面临更大压力，期限利差仍有下行空间，美债利差面临严峻的倒挂风险。

图表 5: 美国 10 年期与 2 年期期限利差持续收窄



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

2、A股市场流动性

2.1、资金供给端：A股宽幅持续调整，外资出现历史性高额净流出，市场悲观情绪蔓延

本期内外资未延续上周相对乐观的趋势，资金供给五周以来首次宽幅净流出（-302.52亿元），较前值大幅减少554.03亿元。内外盘资金情绪均较为低迷，北上资金大幅净流出，内资除ETF外，资金流入量边际走低，资金流向缺乏主线，情绪有待修复。

北上资金本期大幅流出363.2亿元，资金净流出量为近两年来最高位，与近一年流入量均值（65.09亿元）相比，出现历史性宽幅净流出，资金流入较上期大幅减少405.95亿元。本期A股持续调整，市场恐慌情绪加剧下跌态势；后续虽有指数触底反弹，但北上资金仍坚定离场，出现罕见的连续五天净流出的局面。值得注意的是，上次出现外资周度大幅净流出在1月底（-260.71亿），两次外资超卖间隔时间较短，北上资金作为A股风向标，短期内高频净流出或为A股市场动荡导火索之一。

内资方面，公募基金本期净流入115.56亿元，较前值走低71.62亿元，公募基金延续新发基金需求不足的状态。近期A股持续调整，上行动力不足，公募基金或将延续低迷态势。本期融资余额没有延续连续两期小幅净流入的趋势，净流出139.66亿元，较上期边际走低159.40亿元，震荡市下融资客情绪渐趋悲观。ETF资金本期净流入84.79亿元，与近一月均值（13.77亿元）相比，处于相对高位，较上期增加82.95亿元，资金流入量边际走高，悲观市场下，ETF资金承担A股蓄水池作用，资金短时涌入避险悲观趋势加深。

综合来看，本期投资情绪再遇冷，A股市场持续调整后虽有触底回升，但受俄乌僵局、外围通胀等因素影响，海外经济承压，国内经济也未明显向好信号，A股市场趋势

不乐观，整体来看目前投资情绪十分谨慎。

2.2、资金需求端：资金需求有所抬升，产业资本减持规模收缩

本期资金需求为373.85亿元，较前值进一步上涨43.17亿元，高于近半年均线361.86亿元。一级市场融资规模保持上涨态势，交易费用在上期小幅下降后回升，产业资本减持较上期出现显著下降。总体来看，资金总需求持续回升，对股市流动性压力有所提高。具体来看，一级市场融资继续保持上涨态势，增加71.26亿元至205.87亿元，高于近半年均线168.76亿元，为该项指标近五期以来首次突破近半年均值；产业资本减持规模有所收窄，为59.34亿元，环比下降39.97亿元，低于近一年均线76.2亿元；受A股资金大幅流出，大盘放量下跌影响，本期成交额重回万亿，日均交易额较上期上升118.75亿元，交易费用同步上涨11.87亿元至108.64亿元，高于近一年均线99.52亿元，达到近五期数据的最高点。此外，在本期前三日大盘急剧下跌、成交额加速放量背景下，本期后两日成交额呈现回稳趋势，一定程度上反映了市场对3月4日以来短期下跌的调整和消化，释放了后市可能进入阶段性盘整或小幅回升区间的信号。

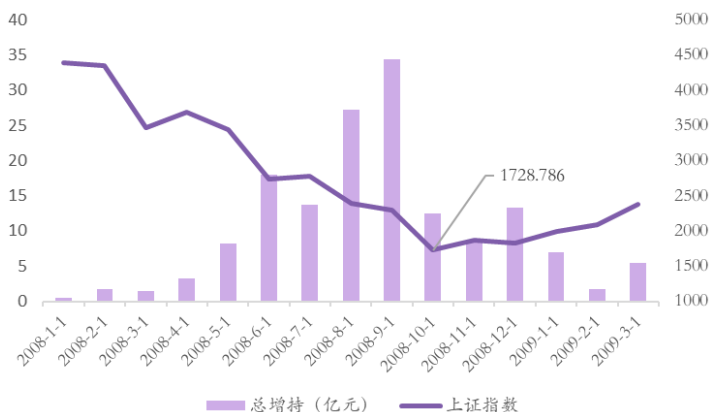
图表 6：资金需求持续上升，产业资本减持规模收缩

流动性指标	本周 (亿元)	前值 (亿元)	环比变化 (亿元)
资金供给			
陆股通净流入	-363.20	42.74	-405.95
公募基金发行	115.56	187.18	-71.62
ETF净流入	84.79	1.84	82.94
融资余额变动	-139.66	19.74	-159.40
资金需求			
一级市场融资	205.87	134.61	71.26
产业资本增减持	59.34	99.31	-39.97
交易费用	108.64	96.77	11.87
A股市场活跃度			
资金净流入总计	-676.37	-79.18	-597.19

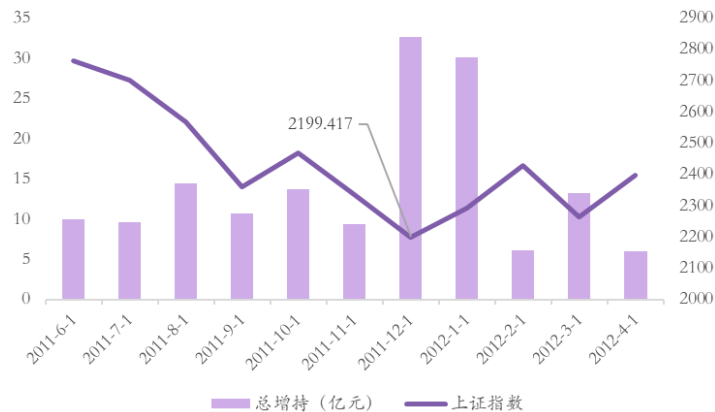
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

此外，随着A股大盘的剧烈下跌，本期资本增持总规模达到了35.13亿元，相比上期大幅增加29.36亿元，呈现“急跌增持”的特点。据此，我们整理了A股历史上大规模增持潮中四段具有类似特性区间的数据并进行了对比分析。历史数据显示，“急跌增持”通常先于阶段性市场底部出现，对市场底的到来具有预警效果，其时间间隔大致为2-4个月；同时也存在二者同步出现的情况。对于较长区间内大盘的震荡平缓下跌行情，如2018年3月至12月的数据所示，可能呈现长时间、多轮次持续增持的特点。从近期数据来看，本年度1-2月份总增持规模分别为44.5亿元和42.6亿元，而3月份至今增持额已经达到39.99亿，如后续两周保持本期增持量级，3月份或将形成新的“急跌增持潮”，根据历史数据的经验来看，增持潮时间一般在4个月内，后续应持续观察增持数据，在一定程度上获得市场底部预警。

图表 7：大规模增持（2008 年 6 月）先于市场底部 4 个月出现



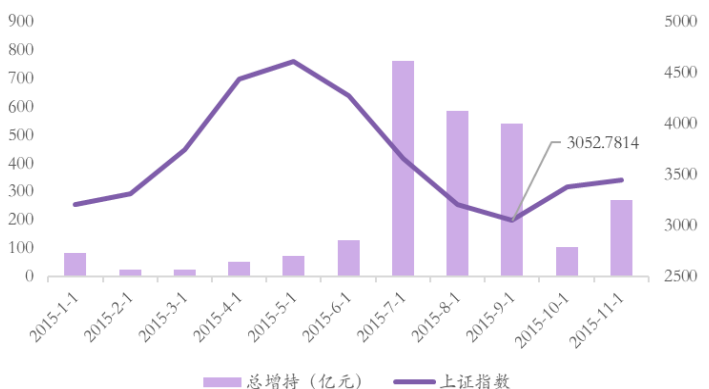
图表 8：大规模增持（2011 年 12 月）与市场底部同步出现



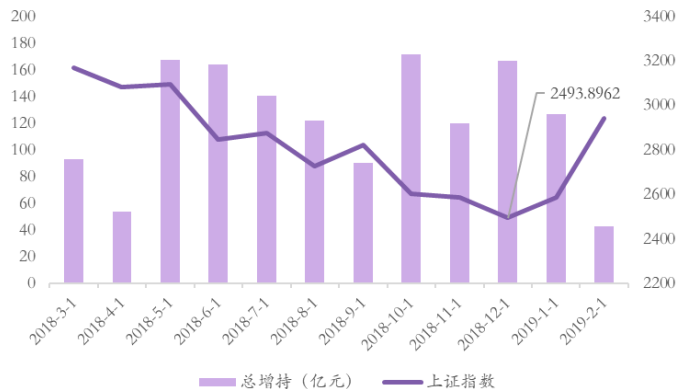
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 9：大规模增持（2015 年 7 月）先于市场底部 2 个月出现



图表 10：震荡平缓下跌行情下的长时间、多轮次持续增持



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

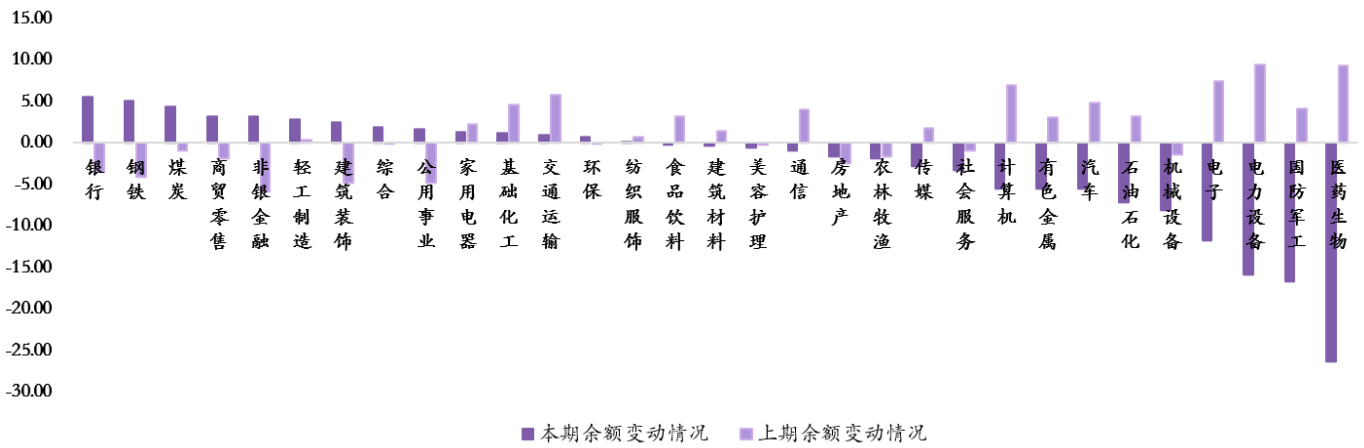
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

2.3、行业资金流向：防御性板块偏好分化，成长板块宽幅净流出

本期内外资共同青睐于防御性板块，但在具体行业有所分化。外资相对看好公共事业板块，内资则偏好于银行、非银等大金融板块，成长板块均遭大幅减持。内资净流出行业较多，且多为宽幅净流出，相较于前几期，本期融资客情绪较为低迷；外资在大多数行业呈现净流出态势，净流出量创近两年峰值，外资近期整体呈明显悲观态度。

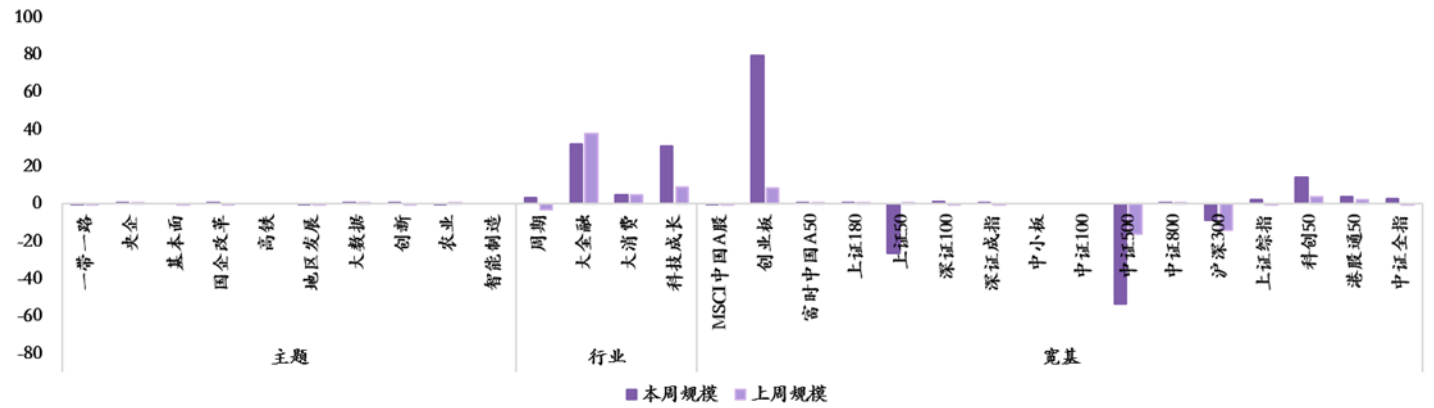
外资：公共事业获外资相对看好，大金融和成长板块净流出居前。本期净流入量集中在公共事业（+8.03亿元）、国防军工（+6.47亿元）、建筑装饰（+4.76亿元）行业，流入量较前期大幅走低，资金呈现悲观态度。净流出方面主要集中在银行（-

图表 12: 杠杆资金表现不佳, 医药生物和电力设备位于净流出前列



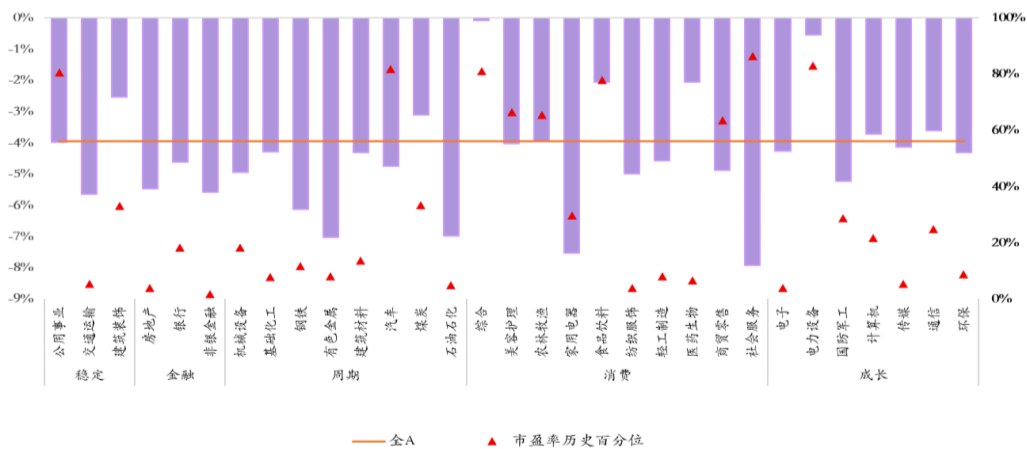
资料来源: Wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 13: ETF 净流入大幅回升, 创业板 ETF 和科创 50ETF 获得青睐, 中证 500ETF 净流出规模扩大



资料来源: Wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 14: 成长板块估值大多处于历史低位, 配置性价比有所抬升



资料来源: Wind 资讯, 华鑫证券研究

2.4、政策底一般先于市场底2-4周，具体取决于救市力度

基于近期市场频频震荡下跌的低迷态势，我们选取2015年和2018年股市两次剧烈调整作为参考，通过分析其数据走势与政策反应，探寻“市场底”与“政策底”各自出现的时间节点的特点与关系。

核心结论上来看，股市剧烈调整发生时政策底往往会先于市场底出现，由于政策起效需要一定的时间与空间传导消化，政策底与市场底之间往往会呈现一定的时差，一般体现为短则一周，长则两月的时滞。从历史情况来看，时滞的时间长度往往跟市场的形态及救市政策的特征显著相关，当市场下跌急且深的时候，救市措施往往力度较大，政策底和市场底间隔时间较短；当市场下跌缓慢但持续回调的时候，则可能会形成政策底出现后，市场迟迟探不到底的局面。

■ 2015年股市剧烈调整：股市一跌再跌，救市退而又进

从2015年的市场情况来看，2015年出现两次大跌。第一次自6月12日各大指数达到顶峰后，A股市场进入短期快速下跌的全面崩盘时期，市场调节功能失灵。第一轮暴跌持续至7月8日，指数达到市场当期的最低点，跌幅近50%，出现2015年股市剧烈调整的第一次市场底。受利空消息影响，8月12日开始股市出现第二次暴跌，8月26日二次到达市场底部，此间市场跌幅达30%以上。

从市场对政策的反应来看，本次股市剧烈调整中第一次“政策底”与“市场底”出现时间间隔13个交易日。第二次暴跌，市场立即出现救市呼声，救市资金入场，“救市退出计划”重新搁置，到8月26日达到“市场底”，中间间隔约两周。后9月整月市场一直在底部徘徊波动，或与第二次政策力度趋弱及市场情绪短期难以提振相关。

图表 15: 2015 股市剧烈调整前后指数市场行情



资料来源: Wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 16: 615 股市剧烈调整救市过程

615 股灾救市进程	
日期	发展进程
2015年6月27日	央行宣布下调存贷款利率，七年来首次双降。615 股灾的第一轮救市就此开始。
2015年7月1日	沪、深证券交易所和中国证券登记结算公司经研究，拟调降A股交易结算相关收费标准。证监会宣布将通过两条措施拓宽证券公司融资渠道，同时提前发布两融新规，券商可自主决定强制平仓线。
2015年7月2日	证监会表示将对涉嫌市场操纵，特别是跨市场操纵进行专项核查。
2015年7月3日	证金公司宣布大幅增资扩股，多渠道筹措资金，以维护市场稳定。中金所决定为打击短期过渡投机，按照报单委托数量差异化收取交易费用，防范和打击蓄意做空行为。
2015年7月4日	21家券商联合公告称，在6月底以净资产15%出资至少1200亿购买蓝筹ETF，沪指4500点以下自营股票不减持，且择机增持。国务院会议决定暂停IPO发行，由证监会执行。
2015年7月5日	中国证监会公告，中国人民银行将协助通过多种形式给予证金公司流动性支持
2015年7月8日	证监会要求上市公司控股股东和持股5%以上股东不得通过二级市场减持本公司股份。央行表态协助证金公司补充流动性，国资委要求央企不得减持股票，汇金公司及财政部承诺不减持股票。
2015年7月9日	央行表示多种方式向证金公司提供充足的流动性支持。银监会表示，允许银行对已到期股票质押贷款展期，支持合理调整证券投资的风险预警线和平仓线。中金所也连续提高个别股指期货非套保账户交易保证金。监管部门重拳打击违法违规行为。

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

2015年两轮股市剧烈调整中政策出台与市场回弹的各项指标(包括反应时间、作用幅度、行为效果等)进行对比，可以看到以下几个特点：

第一，政策底先于市场底出现。

6月下旬市场暴跌，市场情绪严重受挫，短期内失去自主调控能力，股市呈现全面暴跌趋势。以6月27日央行降息为开始救市的标志，大规模救市政策密集出台使市场转向恢复阶段，但市场真正“兜底”开始回弹发生在7月8日左右，可以看出政策对于挽救市场的反应是优先于市场回调的，即政策作用到市场中间有一定的时间差。

随着救市政策的效果趋于平缓，指数再次出现较大幅度下跌，市场在8月底再次回调触底，新一轮救市政策展开，政策出台开始后一周市场出现小幅回暖，此后一个月的时间指数均在底部水平波动，大幅回暖出现在10月，可以更明显地观察到政策底先于市场底出现，且利好政策与市场回调的存在时滞。

第二，政策底与市场底间隔时间约两周。

从数据表现上看，本次股市剧烈调整中第一次“政策底”与“市场底”出现时间间隔13个交易日。受利空消息影响，8月中旬股市出现第二次暴跌，市场立即出现救市呼声，救市资金入场，“救市退出计划”重新搁置，到8月26日达到“市场底”，中间间隔约两周。

第三，短期内，集中强力的政策对市场影响显著。

6月中旬股市暴跌幅度较大、速度较快，在不到一个月的时间内指数暴跌幅度达

30%，救市政策在半个月之内大量出台，多方联合极力挽救市场，稳定市场情绪。市场探底后迅速回弹，回弹幅度近20%，足见政策力度之大与成效显著。

8月中旬的第二次暴跌后也出现了一些救市措施，如央行再度降准，国家队入市救市等，但从政策体量和力度上看远不及7月，仅为首次救市余波。此次政策作用于市场速度较慢，市场指数持续在底部时间徘徊长达一月，恢复速度明显小于7月，在近三个月后指数才回到与第一次救市后市场恢复水平相持的高度。

■ 2018年股市剧烈调整：救市力度有限，市场底部徘徊

外部受中美贸易战和人民币贬值压迫，内部受股市资金短缺、投资者信心不足的影响，2018年股市自1月24日大盘达到最高点后开始出现下跌趋势，随后市场指数一路震荡下行，至2019年1月初到达市场底，跌幅超30%。

从政策端来看，2018年10月19日，央行、银保监会和证监会联合发声，从不同角度推出救市方案，释放全面护市信号，稳定市场信心，这一信号标志“政策底”来临。后“五大救市基金”入场，印花税改革灵活调整、纾困基金进场缓解经济困难，化解金融风险、支持民营企业等政策也陆续展开，市场基本止跌。但这期间政策大多实质性不强，救市资金不足，救市力度不够，市场持续位于底部震荡。2018年12月，中美贸易战暂时休战，中美开启谈判。另外，2019年1月央行宣布首次全面降准，首批释放7500亿元资金提振市场，新一轮“牛市”正式开启，后续稳增长政策陆续出台，市场向好趋势明显。

图表 17: 2018 年股市剧烈调整前后指数市场行情



资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

2018年股市剧烈调整的特点基本印证了前文结论，市场恢复速度与政策力度显著相关。

此外，从股市低位震荡、逐渐消化政策影响的过程中也能看出，政策对市场的影响具有一定间接性。市场自身具备一定的修复能力，政策更多时候是起到修复、拉动与激活市场的作用，最终还是需要经过市场自身机制传导作用于各个市场指标，实现市场的修复。

■ 2015、2018年两次股市剧烈调整对比总结

根据数据及政策分析对比看到：股市剧烈调整发生时，救市政策往往优先于市场反应；由于政策到市场作用具有一定的传导性，政策底与市场底出现的时间往往会存在一定的时差；具体时滞时长与市场走势及救市政策特征明显相关，会因具体市场情况而存在一定差异。

2018年股市剧烈调整时的政策、市场底时滞与2015年相比有明显差异，差异原因或在于2018年股市下跌整体幅度虽大，但过程时间十分漫长，与2015年股市指数15天内下跌50%相比，属于“温和”的股市剧烈调整。同时，在政策底和市场底期间，2018救市政策较为平和，救市力度较小，更多依赖市场自发释放情绪，进行调节，市场情绪释放缓慢，政策底向市场底传导较为缓慢；而2015年股市剧烈调整在10天内出台大规模集中强力救市政策，救市措施强劲有力，传导效果迅速明显，市场回弹迅急，但后续因救市力量撤出会出现市场再震荡，进一步印证了政策并不能完全为市场“兜底”，市场自发调节的能力同样重要。

3、风险提示

经济加速下行，政策不及预期，疫情反复爆发。

■ 宏观策略组简介

谭倩：11年研究经验，研究所所长、首席分析师。

杨芹芹：经济学硕士，2021年11月加盟华鑫证券研究所，对宏观策略和政策研究有长期跟踪经验。

纪翔：中科院大学硕士，2021年11月加盟华鑫证券研究所，长期从事宏观策略和政策研究。

李刘魁：金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所，从事中观行业研究。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。