

流动性负反馈或结束，短期超跌反弹

——降准市场点评

降准

作者

分析师：包承超

执业证书编号：S0590523100005

邮箱：baochch@glsc.com.cn

分析师：邓宇林

执业证书编号：S0590523100008

邮箱：yldeng@glsc.com.cn

事件概述

1月24日下午，国务院新闻办公室举行新闻发布会，中国人民银行行长潘功胜称，中国将于2月5号下调存款准备金率0.5个百分点，向市场提供流动性1万亿元。明天（1月25日）将下调支农支小再贷款、再贴现利率0.25个百分点，从2%下调到1.75%，持续推动社会综合融资成本稳中有降。

事件点评&市场展望

近期市场为什么超预期下跌？——宏观预期下调+流动性负反馈

去年12月中下旬至今，市场下行的主要原因来自经济预期下调带来风险偏好的快速下行，以及短期流动性的负反馈。

1) **宏观预期下调。**2023年宏观周期状态总体处于“宽货币+紧信用”的剩余流动性状态“3”。基本面预期弱但有底，流动性相对充裕，市场选择“低估值+预期未来高增长”，因而“哑铃两头强”。但12月以来，周期状态下调为“紧货币+更紧的信用”，处于剩余流动性状态“1”（典型如2018年）。因而市场选择“纯低估值高股息”而忽略“增长预期”。

2) **流动性负反馈。**12月中旬以来，央行回笼资金背景下，宏观流动性趋紧。雪球产品连续敲入、两融余额大幅下降等多重流动性事件加剧了流动性负反馈。市场局部出现流动性问题。

降准助于解决市场流动性负反馈的问题，短期结构看好成长超跌反弹市场或对货币环境预期从紧到松，降准后往往成长风格占优，且本轮超跌。流动性负反馈的问题解决后，市场或能在相对稳定的流动性环境中回到正常轨道。另外，历轮市场从底部反转的过程中，货币宽松都是先行指标，有助于市场风险偏好的暂时修复。底部第一波行情通常以超跌品种的反弹为主要特征，而统计规律表明降准后往往成长风格占优，两个短期逻辑都支撑成长股的短期修复行情。

中期市场核心矛盾仍待大级别的宏观拐点，核心资产赔率较高。市场中期的核心矛盾仍聚焦于“信用能否修复”，应对上以核心资产占优。

1) **大级别的宏观拐点较难预判，但可以观测。**待流动性修复带来的超跌反弹结束后，市场中期走势仍取决于宏观预期是否能被扭转。这或许需要看到较大级别的宏观拐点，信号可以观察非政府部门信贷增量、M1增速等。

2) **核心资产在中期具备两个优势：**一是悲观情景，宏观预期弱，市场追求确定性和低风险偏好。高股息最强，核心资产其次，小微盘及TMT成长最弱。二是乐观情景，宏观预期强，市场追求增长和盈利质量，核心资产最强，小微盘及TMT成长其次，高股息最弱。基于当下较弱的宏观预期，我们认为市场很难直接回到类似去年介于“一”和“二”的中间态（TMT成长最强）。较可能的节奏或类似2019年，核心资产先涨，TMT成长再跟上。

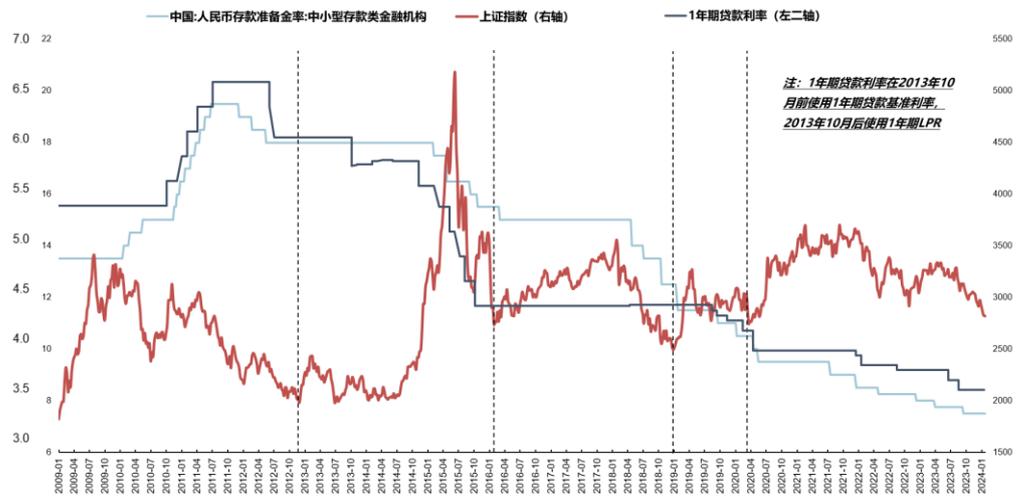
风险提示：1) 政策规划发生重大变化；2) 国际经济环境发生巨变。

相关报告

1、《寻找“高股息”与“杆”之间的“稳定增长”》2024.01.23

2、《表现较好的高股息资产外，哪些类似板块值得关注》2024.01.17

图1：历次市场底部前，往往伴随着降准或降息



资料来源：Wind，国联证券研究所

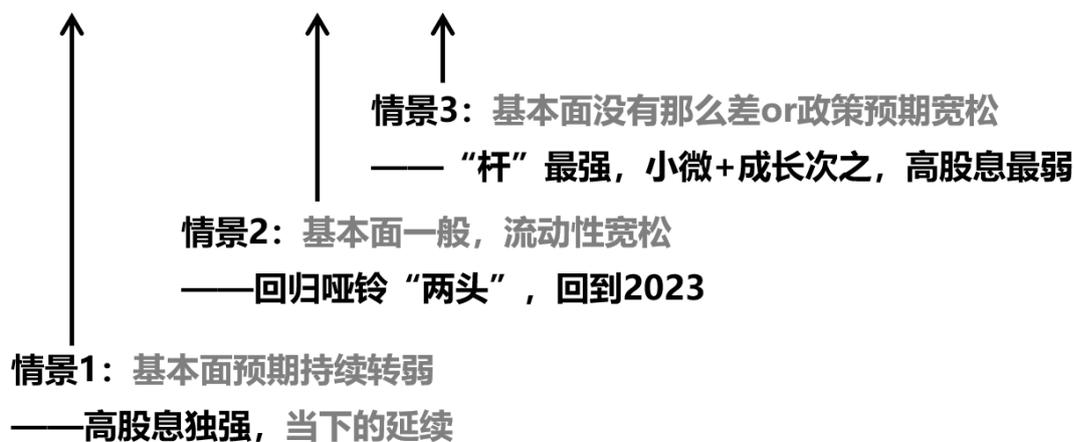
图2：降准后一个月，债券利率高，权益市场的成长风格赔率高

未来一个月表现	宽基指数					债券					风格					未来一个月表现	周期					其他				
	上证指数	创业板指	沪深300	中证500	中债国债1年以下	中债国债10年以上	大盘成长	大盘价值	中盘成长	中盘价值	小盘成长	小盘价值	煤炭及矿业	金属材料	化学品		油气石化	非金属材料	建筑建材	建筑工程	交通运输	机械设备	电力及新能源设备	国防军工	公用事业	
2023年9月15日	-1.0%	-0.3%	-1.2%	-1.2%	-0.1%	-0.3%	-1.4%	-0.8%	-0.9%	-2.4%	-1.2%	-2.2%	-2.5%	-3.6%	-2.5%	-2.9%	-3.2%	-6.0%	-4.2%	-3.5%	-1.0%	-1.5%	-4.0%	-2.1%		
2023年3月17日	2.7%	5.9%	3.4%	4.0%	0.4%	0.8%	4.8%	2.4%	3.0%	3.3%	5.0%	2.3%	-0.2%	5.6%	-1.9%	7.2%	0.3%	-1.8%	2.7%	0.6%	1.8%	2.0%	-0.7%	0.1%		
2022年11月25日	-1.8%	-1.0%	1.4%	-5.3%	0.1%	0.1%	1.3%	0.4%	-4.7%	-4.5%	-6.9%	-4.1%	-8.8%	-5.8%	-5.4%	-6.8%	-3.8%	1.0%	-6.5%	3.3%	-8.2%	-7.1%	-8.0%	-7.9%		
2022年4月15日	-4.0%	-4.2%	-4.8%	-4.5%	0.2%	0.5%	-4.6%	-7.2%	-1.8%	-7.4%	-4.0%	-6.6%	-11.0%	-8.0%	-4.8%	-4.0%	-3.0%	-6.5%	-0.3%	-4.3%	-3.5%	1.2%	1.1%	0.1%		
2021年12月6日	0.2%	-7.2%	-0.5%	-0.2%	0.5%	0.8%	-2.7%	3.6%	-2.9%	0.4%	-1.0%	2.7%	-0.5%	-7.0%	-1.9%	2.9%	1.1%	12.0%	2.9%	6.4%	-1.7%	-11.0%	-6.1%	2.4%		
2021年7月9日	-1.9%	2.4%	-2.9%	2.0%	1.4%	3.2%	-4.0%	-8.0%	2.0%	-1.2%	5.3%	2.2%	-0.2%	-6.9%	0.3%	3.5%	-0.1%	0.2%	5.6%	4.0%	3.9%	0.6%	-8.8%	-0.4%		
2020年11月1日	-2.4%	7.2%	-2.3%	2.1%	1.0%	2.4%	-1.6%	-4.6%	3.8%	-4.5%	4.9%	-1.4%	-6.0%	-3.2%	-0.5%	-2.4%	-8.4%	2.4%	-3.1%	-6.6%	-1.4%	6.5%	3.7%	-4.7%		
2019年9月6日	-3.1%	-3.8%	-3.4%	-4.1%	-0.5%	-1.9%	-2.9%	-3.3%	-3.8%	-3.7%	-4.1%	-5.2%	-5.8%	-3.7%	-1.6%	-1.6%	-4.5%	-2.6%	-4.7%	-3.7%	-3.2%	-4.2%	-10.1%	-3.5%		
2019年1月4日	4.1%	2.1%	7.0%	2.0%	0.5%	0.4%	8.8%	7.8%	3.6%	3.5%	0.5%	2.0%	6.6%	0.1%	2.0%	3.1%	6.7%	9.3%	-0.9%	1.8%	1.6%	4.8%	-1.3%	1.3%		
2016年2月29日	11.6%	19.6%	11.8%	14.7%	1.2%	3.0%	12.0%	8.0%	14.2%	11.6%	17.2%	14.6%	2.7%	12.9%	15.9%	10.8%	15.5%	13.1%	16.0%	12.3%	18.1%	17.7%	18.6%	11.8%		
2015年10月23日	6.4%	10.3%	5.7%	9.4%	-0.2%	-0.5%	6.6%	4.1%	6.7%	5.9%	10.5%	8.4%	3.7%	9.5%	13.7%	6.0%	9.5%	2.4%	5.7%	4.1%	11.2%	12.8%	13.7%	3.6%		
2015年9月19日	6.0%	5.8%	8.0%	-2.6%	0.8%	1.3%	9.5%	12.2%	0.7%	0.5%	-0.2%	-1.4%	-0.2%	-6.9%	0.3%	3.5%	-0.1%	0.2%	5.6%	4.0%	3.9%	0.6%	-8.8%	-0.4%		
2015年4月19日	3.0%	34.9%	2.9%	14.3%	1.4%	1.8%	2.5%	-3.8%	12.6%	6.3%	16.7%	8.6%	0.2%	8.8%	16.6%	3.8%	7.7%	8.8%	8.6%	4.1%	8.5%	20.9%	23.9%	12.3%		
2015年3月11日	13.2%	21.1%	13.4%	20.5%	-1.6%	-4.5%	12.5%	12.1%	21.1%	20.4%	24.2%	19.1%	14.8%	17.2%	19.1%	8.5%	21.4%	24.6%	24.3%	20.6%	23.0%	23.4%	12.3%	14.6%		
2015年2月4日	2.1%	11.0%	2.3%	7.9%	0.2%	-0.4%	1.4%	-1.3%	7.7%	6.1%	8.2%	7.3%	2.7%	7.0%	10.0%	0.5%	7.7%	5.1%	6.3%	4.7%	8.5%	8.4%	2.1%	1.8%		
2012年5月12日	-3.7%	1.9%	-3.0%	-2.3%	1.4%	1.6%	-1.8%	-3.2%	-0.3%	-1.5%	-1.3%	-2.9%	-8.1%	-2.1%	-3.9%	-4.2%	-0.4%	-3.7%	1.3%	-2.8%	-1.5%	-4.5%	-6.4%	1.1%		
2011年2月18日	2.2%	8.6%	3.7%	7.4%	0.3%	0.1%	4.8%	0.3%	7.4%	6.4%	8.5%	6.8%	3.2%	6.2%	7.4%	3.0%	3.5%	9.3%	4.1%	1.5%	5.3%	5.7%	6.3%	2.1%		
2011年11月30日	-5.7%	-13.0%	-7.0%	-14.6%	1.5%	2.0%	-5.9%	-0.2%	-11.4%	-11.1%	-13.8%	-14.9%	-11.5%	-14.5%	-18.8%	-0.2%	-12.4%	-19.8%	-10.9%	-8.8%	-12.9%	-16.0%	-12.7%	-9.9%		
2016年年均值	0.4%	2.6%	0.8%	0.8%	0.5%	0.8%	1.0%	0.7%	1.3%	-0.5%	1.9%	0.5%	-1.5%	-0.2%	0.2%	1.2%	0.6%	2.3%	0.7%	-0.2%	1.2%	1.8%	1.0%	0.1%		
2016年底中位数	-1.4%	0.9%	-0.9%	0.9%	0.4%	0.5%	1.0%	-0.2%	0.6%	1.0%	-0.3%	0.3%	-1.5%	-3.4%	-1.9%	0.6%	-1.4%	0.6%	-0.6%	-1.4%	-1.2%	1.6%	-1.0%	0.1%		
全区间平均值	1.6%	5.6%	1.9%	2.7%	0.5%	0.6%	2.2%	1.2%	3.2%	1.6%	3.8%	2.0%	-0.6%	1.3%	2.6%	1.8%	2.4%	2.7%	2.6%	1.6%	3.2%	3.9%	2.2%	1.5%		
全区间中位数	1.1%	4.1%	1.8%	2.0%	0.4%	0.5%	1.3%	0.1%	2.5%	0.4%	2.7%	2.0%	-0.2%	-1.0%	-0.1%	2.9%	0.7%	2.8%	1.7%	2.8%	1.7%	3.4%	0.2%	1.2%		
2016年后胜率	40.0%	50.0%	40.0%	50.0%	80.0%	80.0%	40.0%	50.0%	50.0%	60.0%	40.0%	50.0%	30.0%	40.0%	30.0%	50.0%	50.0%	60.0%	40.0%	50.0%	40.0%	60.0%	40.0%	60.0%		
全区间胜率	55.6%	66.7%	55.6%	55.6%	77.8%	72.2%	55.6%	50.0%	61.1%	55.6%	50.0%	55.6%	44.4%	50.0%	50.0%	61.1%	55.6%	66.7%	61.1%	55.6%	66.7%	61.1%	55.6%	50.0%		

资料来源：Wind，国联证券研究所

图表3：剩余流动性框架下的哑铃策略三部分的相对收益

相对收益率		Excess Liquidity Clock Stage							
		1	2	3	4	5	6	7	8
剩余流动性	M2增速	↓	↑	↑	↑	↑	↓	↓	↓
	社融增速	↓	↓	↓	↑	↑	↑	↑	↓
	剩余流动性	↑	↑	↑	↑	↓	↓	↓	↓
哑铃A端 小盘+成长	小微盘	-13%	—	31%	25%	18%	32%	-18%	-6%
	亏损股	-20%	—	25%	9%	11%	1%	-17%	-11%
	人工智能	-9%	—	19%	12%	22%	-1%	5%	-2%
	TMT	-12%	—	4%	8%	15%	3%	0%	-7%
“杆” 核心资产	大盘成长	-6%	—	-14%	16%	25%	-1%	11%	-4%
	重仓TOP100	16%	—	-15%	8%	14%	5%	43%	-4%
	大盘价值	14%	—	-10%	-11%	0%	3%	18%	4%
哑铃B端 红利风格	高股息	23%	—	0%	-4%	-13%	9%	31%	16%



资料来源：Wind，国联证券研究所

1. 风险提示

1) 政策规划发生重大变化。如果政策规划发生重大改变，会严重影响A股的走势。

2) 国际经济环境发生巨变。如果美联储的货币政策、全球地缘政治等发生剧烈变化，可能会对国内政策、A股产生影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联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。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼