

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（周报）

股指期货投资策略周报

20200422

一德期货期权部

金融衍生品分析师 陈畅

投资咨询号：Z0013351



摘要：当前市场的上行动力来源于国内稳增长政策托底，下行风险则主要来自于海外不确定因素。近期油价的超预期下行可能将成为美股二次下探的触发因素，从技术层面来看 A 股也存在回调的可能性，因此预计短期市场大概率表现为震荡态势。进入五月，伴随着财政政策的发力和货币政策的放松，指数层面有望出现阶段性反弹。

三月底以来，随着海外市场流动性风险的缓和，A 股市场开始企稳回升，但是反弹的力度和空间都较为有限。本周油价的剧烈波动再次引发市场关注，投资者开始担忧其可能引发海外信用风险以及美股二次回落，因此前三个交易日期指整体呈现震荡态势。目前三品种的贴水幅度均较大，这是由于随着 4 月 30 日上市公司年报和一季报发布完毕，上市公司将逐渐公布年报分红计划。根据 wind 统计，沪深 300 今年的股息率预计为 2.38%，意味着股息点大约为 92 点。由于现货指数是在成分股除息后才正式回落，而股指期货交易过程中已经将分红因素 price in，因此从历年情况来看，五、六、七三月份挂牌交易的期指合约出现深度贴水现象较为正常。

海外不确定因素不容忽视

本周油价再度出现剧烈波动，这使得市场很容易联想起 3 月 9 日因沙特和俄罗斯无法达成减产协议导致油价大跌，进而加剧了后续全球市场动荡和流动性紧张的局面。我们认为，本次油价大跌一定程度上是受到了期货合约交割的影响，但是更多反映出全球疫情扩散对于需求的打压和拖累。在这一背景下，美国页岩油公司及相关高收益债的潜在风险不容忽视。虽然 3 月 23 日和 4 月 9 日美联储两次采取针对性措施缓解金融市场信用冲击和实体经济流动性风险，并取得较好的效果。但是在疫情得到有效控制之前，部分企业依然要面临较高的融资成本和紧张的现金流状况。因此目前美国信用市场发生局部危机（尤其是高收益企业债）的可能性依然存在，后续仍需继续观察各类流动性及信用指标，警惕高收益企业债风险对 A 股部分行业的映射（尤其是地产）。

3 月 24 日以来，在货币财政等刺激政策持续加码、海外部分地区新增病例增速放缓以及美国重启经济等因素作用下，美股市场持续反弹。虽然政策面的宽松和对疫情、复工的乐观预期提振了市场情绪，然而随着一季度业绩期的开启，美股盈利的下调压力却在不断加大。考虑到美股目前的上行动力主要来源于宽松政策和乐观情绪、而非基本面的改善，一旦上述预期生变（比如后续海外疫情防控不当），或是市场流动性因为局部信用危机和部分资管机构风险暴露再度趋紧，那么在基本面盈利下行压力仍存、投资者风险偏好降温的双重影响下，美股市场恐将面临二次下探的风险，其后续走势可能类似于 2008 年 10 月至 2009 年 3 月期间美股在经济和企业盈利下行的影响下持续回落。但是如果后期美元指数出现大跌，这不仅会给人民币汇率带来预期外的升值压力，还容易使得美股市场在短期内出现剧烈波动（类似 2015 年 8 月的 A 股），届时需要格外警惕内外盘负向联动的风险。

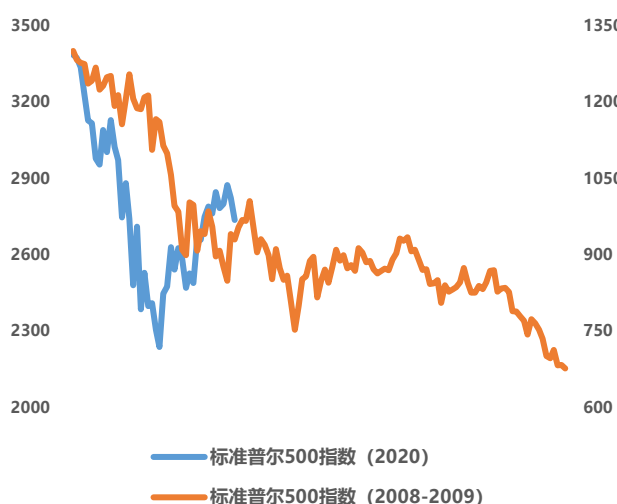
国内稳增长政策托底市场

4 月 17 日，中央政治局召开会议，首提“六保”目标，明确特别国债的投向和老旧小区改造被纳入专项债使用范围，并指出降息连同降准、再贷款，都是保持流动性合理充裕的手段，这意味着未来进一步引导贷款利率下行大概率需要降息的配合。根据政策面释放的信号，我们预计后期逆周期调节政策将进一步加码。就二季度而言，稳增长政策将以财政政策为主，同时配合货币政策的宽松。也就是说，未来随着国内疫情防控取得明显成果和有效复工的不断推进，宽松的货币政策会伴随着积极财政政策的出台逐步实施，以求达到更好的政策效果。当前市场对于降低存款基准利率的预期升温，需密切关注降息的时点。

就 A 股而言，从基本面角度来看，当前市场的上行动力来源于国内稳增长政策托底，下行风险则主要来自

于海外不确定因素。稳增长政策的推出有利于托底市场，当前较高的股权溢价也意味着 A 股的估值相对占优，这些因素使得指数层面发生系统性风险的概率相对较小，但是短期油价的剧烈波动及可能引发的海外信用风险和美股回落风险也不容忽视。从技术层面来看，经过前期的反弹，主要指数均回到三月中旬左右的位置，而这些位置对应的是日均成交量万亿左右成交密集区，套牢盘较多，在这里出现震荡调整不可避免。加上上证综指和深综指都呈现上升楔形形态，而这种形态的末端往往会出现向下调整。综上所述，我们认为在基本面和技术面都存在不确定因素背景下，短期市场大概率呈现震荡态势，不排除出现大幅回调的可能性。进入五月，伴随着财政政策的发力和货币政策的放松，指数层面有望出现阶段性反弹。因此单边操作上，前期指数 ETF 的定投仓位继续持有，期指单边方面以区间操作为主，激进者可逢分时反抽轻仓布局空单、注意风控。跨品种套利方面，财政政策发力有利于基建和蓝筹龙头白马等大指数成分股基本面的改善，然而降息预期升温却对中小指数更为有利，因此整体市场风格大概率趋向于均衡，类似二月份的显著性、持续性的结构性机会出现的概率较低。

图 1：2008 年美股与 2020 年美股走势对比



资料来源：wind，一德期货

图 2：上证综指与股权溢价



资料来源：wind，一德期货

提示：若报告发出后海外市场 and 消息面出现不确定性，具体策略可能会发生改变，请投资者及时关注“一德早知道”。

免责声明

- ▶ 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人作为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- ▶ 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

北京北三环东路营业部 100013

北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel: 010-8831 2088

上海营业部 200063

上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel: 021-6257 3180

天津营业部 300021

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel: 022-2813 9206

天津滨海新区营业部 300457

天津经济技术开发区第一大街79号泰达MSD-C区C1座2205单元
Tel: 022-6622 5869

天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301
Tel: 022-5822 0902

天津解放北路营业部 300042

天津市和平区小白楼街大沽北路与徐州道交口万通中心8层（802-804）
Tel: 022-2330 3538

郑州营业部 450008

河南省郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel: 0371-6561 2079

大连营业部 116023

辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座-大连期货大厦2702号房间
Tel: 0411-8480 6701

淄博营业部 255000

山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel: 0533-358 6709

宁波营业部 315040

浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel: 0574-8795 1915

唐山营业部 063000

河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel: 0315-578 5511

烟台营业部 264006

山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室
Tel: 0535-216 3353/216 9678

杭州营业部 310000

浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦801室
Tel: 0571-8799 6673