

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（策略报告）

关注股指结构性机会

一德期货期权部

金融衍生品分析师 陈畅

投资咨询号：Z0013351

报告完成时间：2021年1月13日

注：本报告首发于期货日报

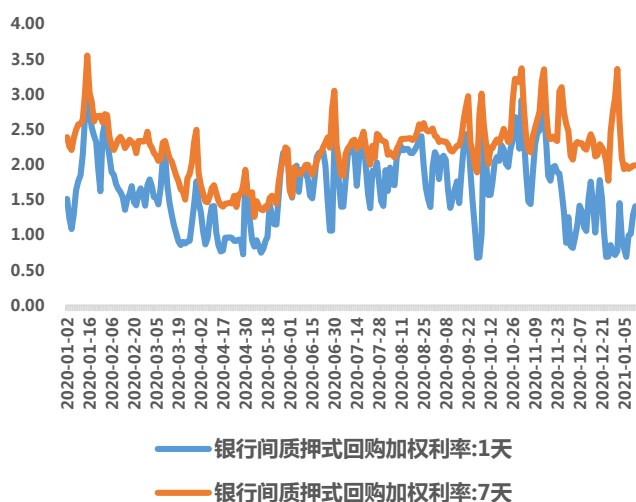
本周初 A 股的走势可谓一波三折：周一市场延续了上周五调整的态势，新能源、军工、光伏、白酒、农业等前期涨幅较大的和机构抱团的个股再度出现较为明显的回调。然而周二行情突然峰回路转，在券商板块的带动下，上证综指突破 2018 年高点 3587 点、站上 3600 点整数关口。在经过周二的大幅上涨后，周三市场震荡，IC 品种小幅下跌，IF 品种表现相对坚挺。

增量资金入场，驱动市场脉冲式上行

元旦以来，在国内基本面向好、政策面偏暖以及外部环境友好的背景下，A 股市场延续了 2020 年 11 月以来的上涨态势，日成交额突破并持续保持在万亿元之上。与此同时，市场结构分化明显，以上证 50 和沪深 300 为代表的大指数表现突出，明显跑赢中证 500、中证 1000 等中小指数。由此可见，市场趋势和结构的演化均符合我们前期的判断。

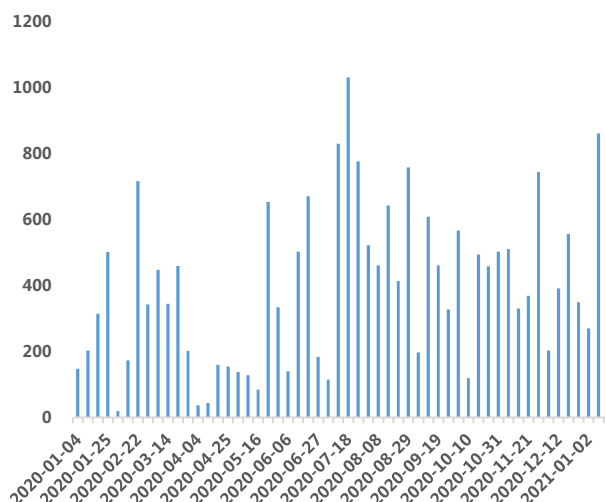
具体而言，增量资金的入场是推动市场脉冲式上行的关键因素。首先，从宏观流动性的角度来看，自中央经济工作会议“不急转弯”的政策表述出台后，市场对于 2021 年年初无风险利率的走向就开始趋向于乐观。元旦节后银行间市场流动性一直维持较为充裕的水平，尽管上周央行公开市场操作净回笼 4650 亿元，但主要是为了回收去年底应对信用风险和年末资金需求所释放的流动性。其次，从微观流动性的角度来看，在代销渠道积极备战“开门红”和市场较好的跨年行情共同作用下，年初新发基金规模超出市场预期。统计数据显示，年初第一周，新成立偏股型基金的份额达到 861.61 亿，为 2020 年 7 月 18 日以来的新高。新发基金的入场和集中建仓，导致机构重仓股加速上行，进而推动指数层面出现脉冲式上涨。此外，年初以来北上资金持续增加对 A 股市场的配置，上周五成交净买入额达 208 亿元，创互联互通开通以来单日净买入额第二高水平，因此外资的持续流入也对市场的上涨起到推波助澜之势。

图 1：银行间质押式回购加权利率（%）



资料来源：wind，一德期货

图 2：新成立偏股型基金份额



资料来源：wind，一德期货

目前来看，我们认为春节前宏观流动性有望继续维持在较为宽裕的水平上。近期国内本土新增确诊人数有

抬头迹象，这意味着部分地区及行业的经济活动恢复进程存在较大不确定性，在经济增长的压力仍然存在的背景下，预计宏观流动性有望继续维持在较为宽裕的水平上，并对股票市场的估值形成支撑。

通胀预期升温，关注流动性边际变化

从国外情况来看，虽然在美国大选权力交接的过渡阶段，中美博弈将暂时处于真空期，但民主党完胜所带来的大规模财政刺激预期，以及由此引发的通胀预期升温 and 利率水平上行，却值得投资者重点关注。

1月5日，美国参议院选举最终结果出炉，民主党在两个席位竞争中均获胜利，形成了民主党同时掌控白宫和国会两院的“横扫”局面。这一结果意味着美国推出更大规模财政刺激计划的概率大幅上升，而周五非农数据意外下滑更是强化了这一预期，由此导致全球通胀预期升温，美债收益率快速回升至 1.1% 以上的水平。在经过短期快速拉升后，本周美债收益率表现相对平稳，但从中期视角来看，美债利率依然有上行空间。首先，市场对于美联储维持当前宽松力度已有充分预期，除非美联储加大资产购买力度或实施收益率曲线管理措施。其次，由于疫情对供给的冲击大于需求，美国当前供需缺口依然较大，今年上半年大概率仍会面临供不应求的局面，由此引发的通胀预期升温也将给利率提供上行压力。第三，随着美国未来财政刺激计划的落地和疫苗接种后复工进程的不断加快，基本面的复苏会推动长端利率继续走高，类似国内 2020 年二季度到三季度的状况。

就美股而言，考虑到当前利率绝对水平较低且利率抬升更多是由于经济增长预期向好，由于风险偏好的回升会部分抵消利率抬升对估值造成的负面影响，因此预计短期利率水平的抬升对美股的估值影响较为有限。但是随着疫苗接种进程的逐步深入以及欧美经济的逐渐企稳复苏，美国宽松政策也将退出市场，届时必须关注流动性收紧对全球资本市场造成的冲击。

指数短期无虞，重在把握结构性机会

尽管指数层面不断向上突破，但我们认为投资者不宜对本轮春季攻势中的趋势性机会抱有过高期待。主要原因在于，当前国内经济结构性复苏、货币环境回归中性、信用环境逐步收缩、人民币升值预期依然存在的宏观环境与 2017 年较为相似。此外，当前 A 股市场的整体估值已经不低，上证 50 和沪深 300 指数的 PE (TTM) 创十年以来的新高。这样的情景很容易让人联想起 2017 年下半年至 2018 年初的市场状况，彼时在供给侧改革推动下，经济开始结构性复苏、流动性边际收紧、人民币汇率升值，并且龙头股的估值基本上超过市场的平均水平，即出现“高利率、高汇率、高估值”的“三高”现象。随后 2018 年期间 A 股市场出现剧烈调整，同时人民币汇率快速贬值、利率水平大幅回落，结束了“三高”并存的局面。未来随着美国宽松政策的逐渐退出和流动性的边际收紧，强美元预期会不断加强，届时外资流入 A 股的动力将会减弱、甚至不排除大幅流出的状况，股票市场面临杀估值的风险。在此背景下，投资者不宜对年内的指数收益率产生过高期待。

相对于趋势层面较多的不确定性，我们建议投资者重点把握市场中存在的结构性机会。元旦以来，机构持续抱团白酒、新能源车、光伏、军工等板块的现象引发投资者关注。这种现象的产生并非无据可依，首先从基本面

角度来看，每年的一月份都是上市公司年报业绩预告的时间窗口，在此期间投资者对于年报和一季报的预期将逐渐明朗。随着业绩兑现时点的逐步临近，资金从业绩不确定性较大的公司中撤出，转而流向成长路径清晰或业绩稳定易于跟踪预测的龙头公司，是合乎情理的。其次从资金面角度来看，新发基金的入场和集中建仓，进一步推动了导致机构重仓股的加速上行。目前来看，虽然资金有从新能源、光伏、军工等抱团品种流出，转向其他板块（如金融股）的迹象。但我们认为以碳中和、新能源等为代表的主题行情不会轻易结束，未来资金会更加倾向于在板块内部寻找基本面更为坚实的公司。此外在全球贸易共振与补库存周期的影响下，工业品价格存在较强的上行动力，加上今年中国出口有望继续保持较高增速，因此顺周期板块有望继续受益。

就短期操作而言，我们认为投资者应该淡化趋势、重视结构。虽然春节前宏观流动性有望继续维持在较为宽裕的水平上，并对股票市场的估值形成支撑，但不宜对贝塔性机会有过多期待。单边方面建议前期 **IF**、**IH** 多单谨慎持有，暂时不再加仓多单，如果美债继续快速抬升或疫情超预期恶化引发北上资金大幅外流，则多单全部平仓止盈。跨品种套利方面，考虑到国内基本面向好、货币信用环境趋向稳健、人民币升值预期依然存在的背景，以及美国大选民主党完胜的结果，建议元旦以来多 **IH** 空 **IC** 跨品种套利继续持有，注意风控。

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。

联系我们

营业网点	电话	邮编
公司总部 天津市和平区解放北路 188 号信达广场 16 层	022-5829 8788	300042
北京北三环东路营业部 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	010-8831 2088	100013
上海营业部 上海市普陀区中山北路 2550 号物贸中心大厦 1604-1608 室	021-6257 3180	200063
天津营业部 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）	022-2813 9206	300021
天津滨海新区营业部 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	022-6622 5869	300457
天津津滨大道营业部 天津市河东区上杭路街道津滨大道 53 号 B 座 2301	022-2813 9206	300161
天津解放北路营业部 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）	022-2330 3538	300042
大连营业部 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	0411-8480 6701	116023
郑州营业部 河南省郑州市金水区未来大道 69 号未来大厦 803-805 室	0371-6561 2079	450008
日照营业部 山东省日照市东港区石臼街道海曲东路 386 号天德海景城 A 栋 5701、5702 室	0633-2180 399	276800

宁波营业部 浙江省宁波市鄞州区彩虹南路 11 号嘉汇国贸大厦 A 座 2006 室	0574-8795 1915	315181
唐山营业部 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	0315-578 5511	063000
烟台营业部 山东省烟台市经济技术开发区长江路 77 号 3303-3304 室	0535-2163 353 / 2169 678	265503
杭州营业部 浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦 801 室	0571-8799 6673	310000