

一诺千金 德厚载富

# 一德期货 研究报告

（策略报告）

## 节前期指有望维持震荡上行态势

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2月3日

注：本报告首发于期货日报

上周市场下跌主要是源于市场担忧国内货币政策将出现转向。上周二盘中央行表态称“有些领域的泡沫已经显现”，引发流动性收紧预期。加上央行连续四个交易日在公开市场上净回笼资金，使得短端利率快速上行，DR007 一度冲破利率走廊的上限、隔夜利率也上行至 3.3%。上述举措打破了过去央行维持银行间市场狭义流动性宽松的模式，加剧了投资者对货币政策提前转向的担忧。上周五尽管央行在公开市场重新实现净投放 980 亿元，但传言依旧使得股票市场午后出现下跌，国债期货一度出现较大回调，可见市场情绪非常谨慎。本周以来，随着美股影响逐渐减弱以及短端利率出现下行，市场止跌回升，各大指数中创业板指表现较为亮眼。

### 节前流动性环境偏向稳定

近期引发市场波动的原因主要有两个方面，一方面来自于市场对国内货币政策转向的担忧，另一方面是由于一月初以来美元指数出现了较为明显的反弹、并且反弹时点早于市场预期。在春节假期之前，由于疫情对经济的负面影响依然存在，短期国内外流动性环境将趋向于稳定。

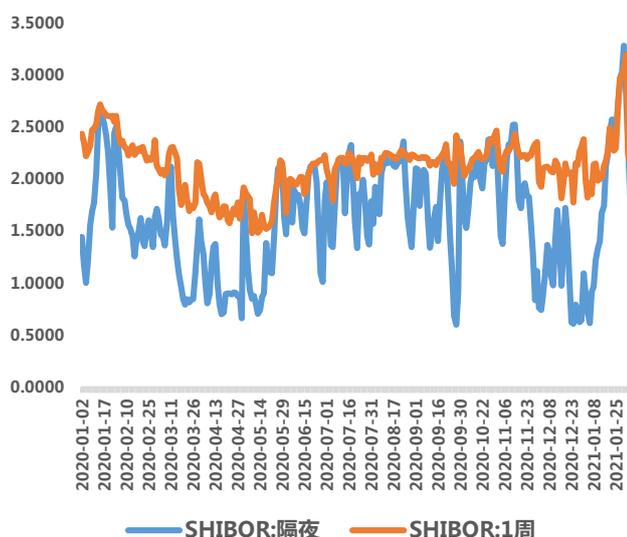
首先，从海外流动性角度来看，短期海外流动性宽松的环境不会发生改变，中长期需警惕美债收益率大幅上行、美元指数趋势性回升给风险资产带来的冲击。一月议息会议纪要显示，受疫情不确定性影响，美联储对经济前景略显悲观。与此同时，美联储重申经济复苏将在很大程度上取决于病毒传播过程，包括疫苗接种进展。然而受制于疫苗供应和接种意愿，预计美国达到 60% 的抗体覆盖率还需要 25 周左右。从这个角度来看，今年上半年美联储停止扩表的概率不大。此外，据彭博报道，由于美国两党对新一轮新冠刺激方案的金额分歧过大，民主党方面正在准备启动预算调节程序，以便在没有共和党支持下单方面完成 1.9 万亿美元刺激法案。由于预算调节程序一年只能通过一次，如果本次刺激法案采用了预算调节程序得以快速通过，那么今年再推出更大规模财政刺激计划和主张上调企业所得税率等措施就很难实现了。

其次，从国内宏观流动性角度来看，我们认为上周二央行的表态并非无源之水、无本之木。2020 年 11 月 26 日发布的《2020 年第三季度中国货币政策执行报告》就已经指出“金融市场表现与经济基本面脱节，金融风险隐患上升”。中央经济工作会议上“不急转弯”的表述意味着未来宽松的政策确实会退出，只是在退出的过程中政策收紧的速度和力度会更加缓和。上周央行在公开市场上持续净回笼，有避免资金面过度宽松、平抑房地产泡沫风险、防止资金空转、抑制机构过度加杠杆行为的意图。但我们认为，在春节假期之前，国内宏观流动性大概率会回归到合理充裕的水平上，这一方面是受国内疫情影响，短期经济增长（尤其是非制造业）压力依然存在，在疫情影响尚未消除之前，国内政策面立刻收紧的概率不是很大。此外，进入二月，随着春节假期的临近，季节性资金需求上升，央行很有可能采取措施平抑节前的流动性缺口。上周五到本周二，央行分别净投放 980 亿元、980 亿元和 780 亿元，周三由于 1800 亿逆回购到期净回笼 800 亿元，短端利率逐渐回落。

第三，从 A 股微观流动性角度来看，新基金的火热发行是推动前期市场脉冲式上行的关键因素。中信证券统计数据显示，以“首发申购日”为标准，一月公募主动权益产品月募集规模创新高达到 3189 亿元，预计二月

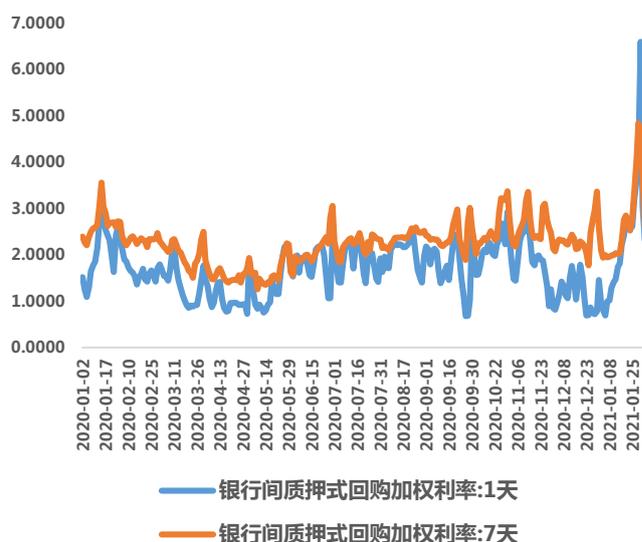
待发行产品规模也将超过 2000 亿元。尽管新发基金募集规模庞大，然而其建仓比例并不高。海通策略研究发现，12 月至今的新发基金，其中十二月上半月建仓比例为 27%，下半月 17%，今年截至 1 月 14 日为 6%。这意味着后续还会有较为充裕的增量资金进入 A 股市场，在新发基金陆续建仓的推动下，市场依然存在阶段性、结构性的机会。

图 1: shibor 利率 (%)



资料来源: wind, 一德期货

图 2: 银行间质押式回购利率 (%)



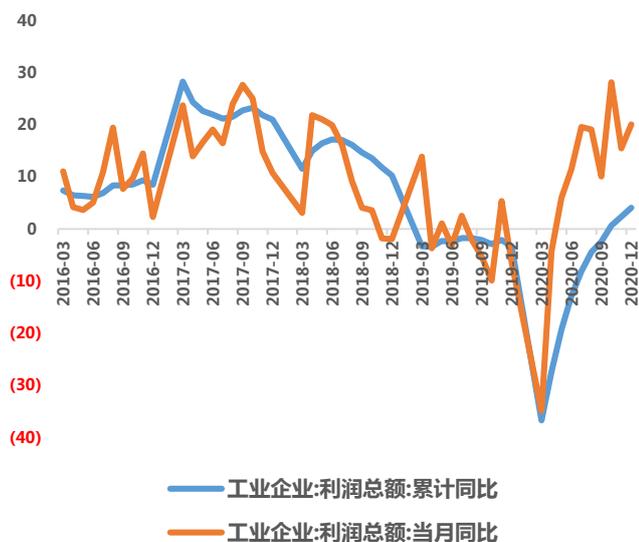
资料来源: wind, 一德期货

### 基本面改善预期不断强化

1 月 31 日，A 股年报业绩预告基本披露完毕，沪深两市共 2386 家上市公司发布了年报业绩预告，整体披露率为 56.9%，主板、创业板和中小板披露率分别为 49.9%，68.2%和 61.8%。从业绩预告内容来看，预喜率为 56.5%，预忧率 42.8%，中小创明显高于主板，说明传统板块分化现象依然较为严重。通过对已披露上市公司业绩预告进行测量，预计 2020 年全部 A 股（非金融）口径下年报预告业绩同比增长 40%左右，较 2020 前三季度累计同比（-4.3%）大幅修复，这点也可以从工业企业利润数据得到侧面印证。统计数据显示，2020 年全年规模以上工业企业利润总额累计同比增长 4.1%，十二月单月规模以上工业企业实现利润总额同比增长 20.1%，增速环比 11 月份加快 4.6 个百分点。从细分行业来看，石油、煤炭、化工、有色等中上游行业利润增速明显加快。

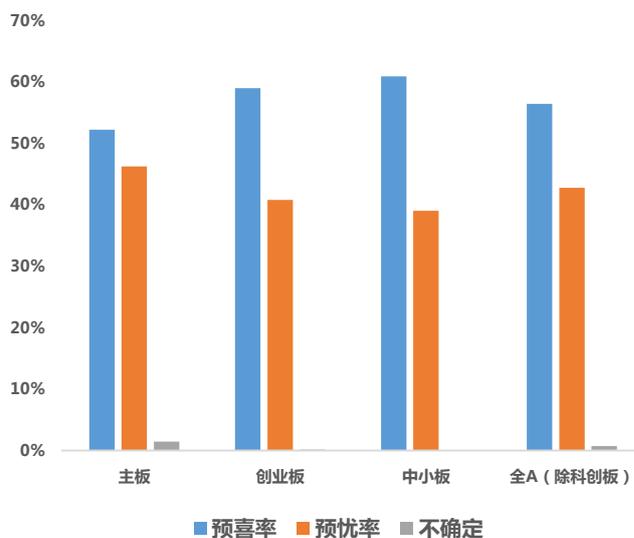
考虑到疫情的不确定性，今年春节大量务工人员停止返乡、就地过年，这一方面会压制出行、餐饮等消费端的恢复，使得修复速度原本就低于预期的消费增速很可能会再度出现放缓，但同时有效工作日的增加将对出口和生产端形成利好。受春节假期影响，往年一季度通常有 55 个工作日，2020 年的一季度只有 44 个工作日。今年由于大量制造业工人不返乡，一季度的工作日比往年平均还要多。从这个角度来看，中游制造业和上游周期行业的景气度和业绩会非常的亮丽。在制造业景气度可能超预期、非制造业增速大概率放缓的综合作用下，预计疫情对一季度经济影响较为有限，制造业结构性改善的机会值得关注。

图 3：工业企业利润总额同比（%）



资料来源：wind，一德期货

图 4：A 股年报业绩预告



资料来源：wind，一德期货

### 急跌后市场或将企稳回升

从今年全年视角来看，在“高利率、高汇率、高估值”背景下，国内货币信用政策转向以及海外宽松政策逐渐退出是目前已知的最大的两个“灰犀牛”。就 A 股而言，无论是逐渐收紧的政策环境、还是已经偏高的估值，都不支持市场再度重演类似 2020 年一样的大幅上涨行情。市场会在企业盈利的扩张、宏观流动性的收紧以及高估值的修复之间不断进行再平衡，在此期间政策何时转向、增长是否见顶成为决定行情演绎的关键。因此投资者要适度降低对整体指数表现的预期，注重把握阶段性和结构性机会，谨防对利率、汇率、盈利一致性预期的意外挑战。从上半年视角来看，在经济持续改善和流动性收紧的双重作用下，指数表现很可能会类似于 2017 年上半年。由于估值扩张无法进行下去，指数的涨幅也会被抑制，趋势性机会可遇不可求，但结构性机会始终存在。从短期视角来看，我们认为本轮自去年十一月开始的春季攻势已经结束。但考虑到春节假期前国内外流动性环境趋向于稳定、美股波动对 A 股影响相对有限，加上市场急跌后自身存在超跌反弹动力，预计节前市场有望维持震荡上扬态势。操作上建议投资者逢回调轻仓布局期指多单，但需见好就收。如果流动性预期收紧或是美股波动导致北上资金大幅外流，则多单立刻平仓离场。行业方面，可关注中游制造业和上游周期行业景气度改善带来的机会。

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。

一德期货天津分公司 (Tel: 022-2331 4816)

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)

北京北三环东路营业部 (Tel: 010-8831 2088/8831 2150)

北京市东城区北三环东路36号E栋7层02/03房间

上海营业部 (Tel: 021-6257 3180/6257 4270)

上海市中山北路2550号物资中心大厦1604-1608室

天津营业部 (Tel: 022-2813 9206)

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)

天津津滨大道营业部 (Tel: 022-5822 0902)

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301

大连营业部 (Tel: 0411-8480 6701)

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

郑州营业部 (Tel: 0371-65612019/65612079)

郑州市未来大道未来大厦803、804、805室

天津滨海新区营业部 (Tel: 022-6622 5869/5982 0931)

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

宁波营业部 (Tel: 0574-8795 1915/8795 1925)

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

唐山营业部 (Tel: 0315-5785 511)

河北省唐山市翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼9层905号

烟台营业部 (Tel: 0535-2163 353/2169 678)

山东省烟台市经济技术开发区长江路77号3303-3304室

日照营业部 (Tel: 0633-2180 399)

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

杭州营业部 (Tel: 0571-8799 6673)

浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦801室

### 一德期货营业网点

 联系方式 4007-008-365 |  公司官网 www.ydqh.com.cn |  总部地址 天津市和平区解放北路188号信达广场16层