

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

■ (策略报告) ■

关注复苏交易背景下的股指跨品种套利机会

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2月24日

注：本报告首发于期货日报

从春节假期结束后五个交易日的市场情况来看，个股与指数的分化较为明显。虽然指数层面走势不甚理想，但个股赚钱效应良好。说明拖累指数表现的并非普跌，而是抱团权重股的瓦解。因此行业上我们看到，受益于复苏交易的周期行业（有色、煤炭、钢铁）涨幅居前，而资金集中抱团的白马股（食品饮料、医药、新能源）则表现不佳。期指方面，节前较为强势的 IF 和 IH 节后走势相对偏弱，IC 后来居上，呈现出明显的轮动特征。尽管周三凌晨美联储表态稳定市场预期，使得美股探底回升，然而 A 股市场依然在港股计划提高交易印花税和抱团瓦解的影响下出现较大幅度的下跌。行业方面，前期抱团集中的食品饮料、新能源以及近期涨幅较大的有色板块领跌。期指方面，IF 和 IH 跌幅较大，IC 跌幅相对较小。

具体而言，周三早盘，香港经济日报网站称香港计划提高印花税至 0.13%，虽然不久该新闻就被撤销，但已然对早盘的港股造成了冲击。今日午间，香港财政司司长陈茂波表示，香港计划将股票交易印花税由现行的 0.1% 提高至 0.13%。消息一经传出，午后港股跌幅进一步扩大，南向资金大幅外流，为今年来首次净流出。据华兴证券测算，本次印花税上调后，买卖双方合计将缴纳 0.26% 的印花税，相比 A 股（0.1%）、新加坡（0.2%）较高。由此可见，印花税的上调确实会影响到投资者交易港股的意愿，已经买入港股基金的投资者甚至有可能因此采取赎回操作，进而加大市场的抛压。

美联储表态稳定当前市场预期

春节假期期间，在全球疫情防控和疫苗接种取得积极进展、美国新一轮财政刺激计划渐行渐近的影响下，美国基本面预期迅速改善。据悉，美国新一轮财政刺激最快有望在三月落地，只是规模是否能达到 1.9 万亿美元仍依赖两党博弈结果。此外疫苗接种方面，英美快于欧陆国家，而欧陆国家快于其它经济体。按照当前的接种速度，保守估计美国在六月份即可实现 60% 的抗体覆盖率。

随着市场对疫情消退和经济复苏预期的升温，部分投资者开始进一步担心美联储可能会提早缩减 QE 力度从而减少对市场的流动性供给。然而美联储主席鲍威尔在 2 月 23 日参议院听证会上发表讲话称：美联储承认前景将在 2021 年稍晚得到改善，但距离实现目标还有很长的路，未来仍然面临较高的不确定；因此将继续提供货币政策支持，即便是在看到前景改善的情况下，也将维持债券购买计划不变；加息条件是，失业率降至 4.3% 以下、通胀达到 2.0%、通胀预期超过 2.0%。这意味着，美联储的宽松态度暂时不受通胀预期提升影响，预计其今年四季度之前都不会讨论缩减购债规模。

我们认为当前问题的关键在于，经济的复苏是确定的，而利率上行的节奏却不确定。从这个角度来看，尽管美联储的表态偏向于宽松，但投资者依然需要密切关注十年期美债收益率的上行情况。就短期而言，近期美债收益率的上升速度较为平缓，加上经济复苏预期有利于市场风险偏好回暖，在此背景下股权溢价的下降一定程度上抵补了美债收益率的回升，因此当前美股市场估值收缩风险不大。然而从中长期视角来看，不排除美债收益率再度出现类似一月初快速且大幅上行的情况，原因如下：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，随着财政刺激计划的落地和疫苗接种后复工进程的不断加快，美国经济复苏的预期将不断强化，而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。作为全球资产定价之锚，一旦美债收益率快速上行，可能对包括 A 股在内的全球资产带来新的冲击。

国内流动性环境暂未发生转向

就国内而言，流动性环境何时发生转向是投资者关注的焦点。春节假期前，央行进行了跨节资金投放，短端利率由此出现了明显回落，同时一月金融数据好于预期，使得投资者情绪偏向乐观。然而节后首周央行在公开市场操作净回笼资金 3400 亿，投资者预期再度偏紧。本周前三个交易日中，央行公开市场操作分别为：周一净回笼 400 亿元，周二和周三净投放 100 亿元。

从央行发布的四季度货币政策执行报告来看，以下信息值得关注：1、央行对流动性的阐述延续了三季度“把好货币供应总闸门”的说法，这意味着中期维度依然需要警惕货币信用收紧所带来的压力。2、在此次报告中，央行将“引导市场利率围绕央行政策利率平稳运行”的说法改为“引导市场利率围绕央行政策利率波动”，表明下一阶段利率的中枢保持不变，但波动可能会加大。3、对于短期利率走势，央行认为重点看 DR007 加权利率及一段时期的平均值，而不是时点值；判断短期利率走势首先看政策利率（7 天 OMO）是否发生变化，市场不应过度关注公开市场操作数量。从这个角度来看，节前投放的跨节流动性，节后集中到期是央行的操作惯例。目前公开市场操作利率保持稳定，DR007 等短端利率继续维持低位，流动性整体处于相对宽松的状态。考虑到三月至四月非金融企业即将迎来债务到期高峰，此时收紧货币政策将不利于防范和化解债务风险，建议投资者密切关注两会和政治局会议释放的政策信号。

就股票市场微观流动性角度来说，年前权益类基金大量发行是推动 A 股市场脉冲式上行的关键因素。节后随着基金新发规模边际降低，部分基金重仓股出现明显调整，反映核心资产表现的“茅指数”自节后开盘以来持续下跌，而此前长期下跌的低估值品种则出现明显的反弹。我们认为上述现象的产生是由于资金一方面集中兑现抱团品种收益，一方面涌入低估值品种避险所导致的。在短暂的再平衡后，预计市场风格将切换至当前景气向好的顺周期和疫情受损服务业。

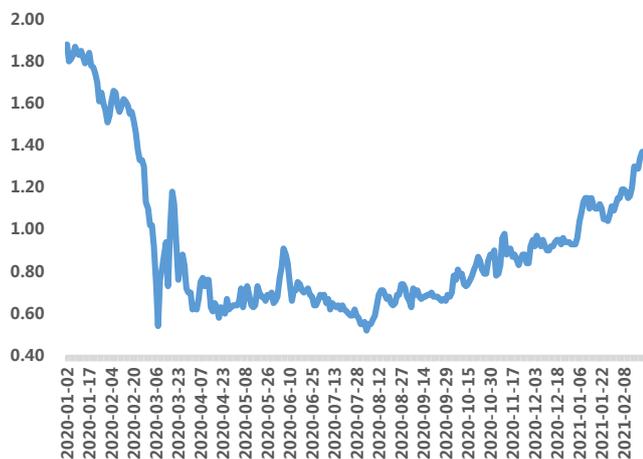
关注风格再平衡下的复苏逻辑

在前期的报告中我们已经提示投资者，在今年“高利率、高汇率、高估值”背景下，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。目前市场对于流动性变化的敏感性正在提升，需注意国内货币政策的收紧节奏和美国十债收益率的上行速度。

就短期而言，我们认为本轮春季行情最具确定性的上涨机会已经过去，预计后市将重回震荡行情，建议投资

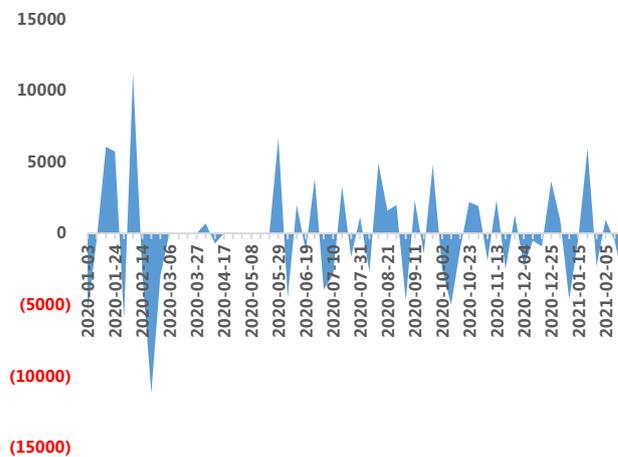
者重点把握复苏逻辑下市场的结构性机会。因此期指操作方面，我们认为未来一段时间 IC 的性价比较高，主要原因在于：首先，从轮动角度来看，随着新发基金规模边际降低，市场极端分化现象将有所缓和，短期以中证 500 为代表的中等蓝筹股赔率增加。其次，随着全球疫苗接种工作的持续推进，经济复苏和通胀预期不断升温，加上大宗商品的库存显著低于往年，这使得上游工业品和中游制造业景气度有望继续改善。目前来看，上周四至本周一期间 IC 和 IH 的价差得到快速修复，短期不排除价差出现横盘震荡的可能性。但考虑到复苏交易和外围补库存逻辑下周周期品和中游制造业基本面依然存在支撑，而中证 500 相对于其他两个指数来说在上述行业中成分股权重更大，因此建议投资者继续关注多 IC 空 IH 跨品种套利。需要注意的是中证 500 相对于上证 50 对流动性收缩更为敏感，一旦货币预期明显收紧，则套利立刻离场。

图 1：美国十年期国债收益率（%）



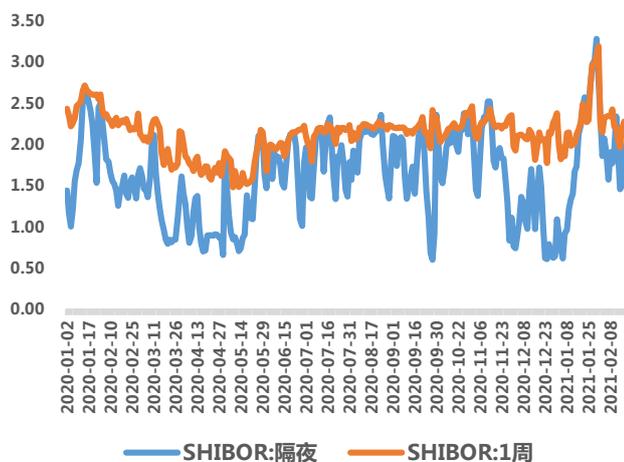
资料来源：wind，一德期货

图 2：央行公开市场操作净投放量（亿元）



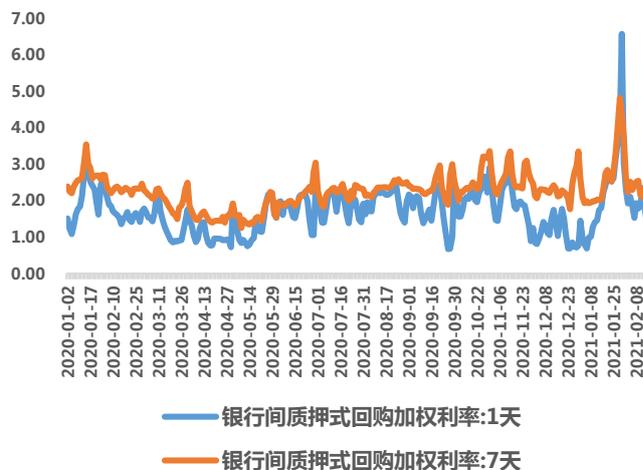
资料来源：wind，一德期货

图 3：shibor 利率（%）



资料来源：wind，一德期货

图 4：银行间质押式回购利率（%）



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