

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（股指）

股指震荡中枢有望进一步抬升

一德期货期权部

金融衍生品分析师 陈畅

投资咨询号：Z0013351 Z0012931

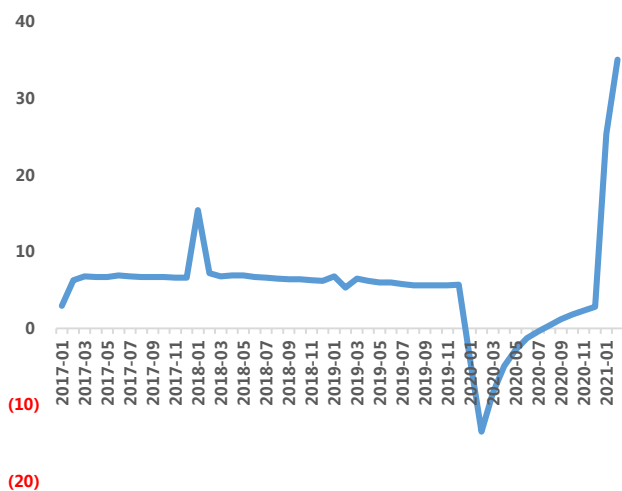
本文首发于期货日报

春节假期后，A股的走势可谓一波三折。在经过2月18日至3月9日的连续回调后，市场虽然迎来了反弹，但反弹力度不及预期，反弹过程也是较为纠结。从上周走势来看，指数层面先是出现温和反弹，然而上周五在美债收益率突破1.75%、原油大跌、新兴市场加息、中美关系等因素的影响下，市场再次出现较大幅度的调整。随着周五晚间美股表现尚可，加上周末监管层的一系列讲话，周一市场震荡上行，低估值顺周期板块领涨，IC/IH价差震荡回升。通过分析年后市场调整的原因和下跌过程中的市场表现，我们认为其与2018年年初存在一定的相似之处，即基本面方面外围是诱因，盘面上机构抱团和结构性高估是关键。当抱团股的估值修正至合理区间或者说和盈利增长更为匹配时，市场对外部利空因素的敏感度将显著降低。

国内经济延续复苏，结构分化较为明显

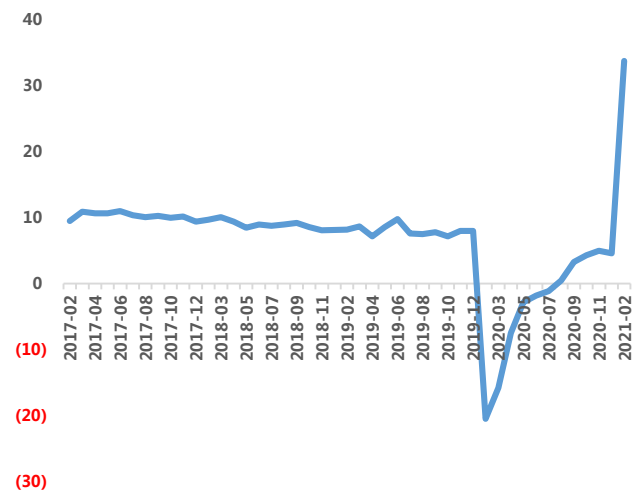
3月15日，国家统计局公布1-2月主要经济数据。由于疫情导致去年基数较低，今年1-2月多数经济数据均实现高增长。但如果从两年平均同比的角度来看，结构分化较为明显。其中工业生产保持强劲增长，社零数据延续弱势，基建和制造业投资增速不及预期。具体而言，虽然开年以来国内疫情短暂反弹，但并未对生产造成显著影响，就地过年又使得开工恢复较快，叠加海外需求回暖，推动了春节当月工业生产的反季节上涨，由此使得规模以上工业增加值环比增长连续加快。社会消费零售总额方面，虽然受基数效应影响，1-2月零售总额同比增长33.8%，但同比2019年同期仅增长5.6%，远不及2019年同期8.2%的增速。其中餐饮收入下降2.3%，是社消零售总额的主要拖累，显示年初国内疫情反弹对消费修复产生了明显的影响。预计后市随着天气转暖及国内疫情的逐步控制，消费增长将显著回升。投资方面，由于受到去年底疫情反弹和提前批专项债下达时间相比往年略晚的影响，1-2月投资增速不及预期，但2月2.4%的环比增速仍然体现出了固定资产投资的修复力度。整体来看，国内经济依然处于持续良好的复苏进程当中。

图1：工业增加值累计同比（%）



资料来源：wind，一德期货

图2：社会消费品零售总额当月同比（%）



资料来源：wind，一德期货

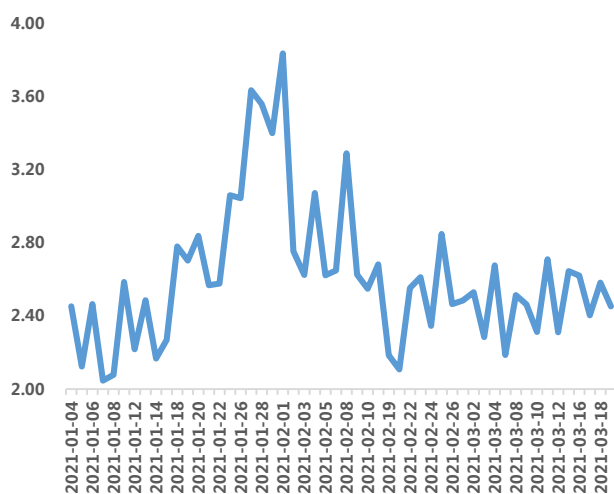
市场流动性紧平衡，关注信用收缩速度

从 A 股的角度来看，今年一季度市场之所以表现“大开大合”，关键原因在于股票市场微观流动性。年前权益类基金大量发行和集中建仓，导致以“茅指数”为代表的机构重仓股加速上行，进而推动指数层面出现脉冲式上涨。春节假期后，随着美债收益率的加速上行和国内新发基金规模的边际减缓，抱团品种开始出现瓦解。3月8日至9日期间，在抱团品种抛售压力下，国内机构出于风控原因形成自反馈，导致市场在短时间内出现快速跳水。

目前来看，A股市场流动性继续处于紧平衡状态，存量博弈的特征明显。具体而言，首先，国内宏观流动性预期比较稳定。尽管春节后十年期美债收益率持续快速上行，但国内利率走势较为平稳，十年期国债收益率围绕 3.25% 中枢小幅波动，7 天银行间同业拆借利率也在低位平稳运行。从过去几年宏观流动性情况来看，二季度流动性边际收紧的概率相对较大。今年在“不急转弯”的主基调下，预计政策收紧的速度和力度不会过快，政策面重演类似 2018 年和 2019 年二季度快速转向的概率较低，但信用收缩速度依然是关键。其次，股票市场微观流动性难言改善。春节假期后，国内新发基金规模较年初大幅收缩。根据中信证券统计数据显示，三月主动管理型产品累计新发 1283 亿元，过去两周周均发行 318 亿元，已经接近 2020 年二季度的水平，冷却比较明显。此外，沪深两市的日均成交额已经回落至 7000 多亿元，与年初万亿元成交额相比已回落近三分之一，显示市场已经从增量市场演变为存量市场。

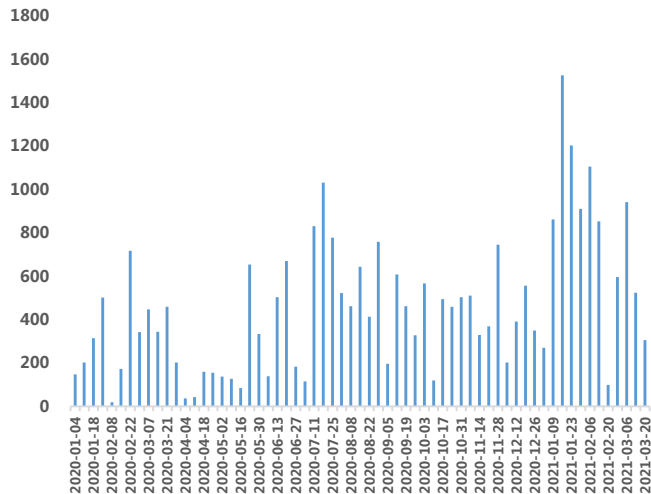
在宏观流动性整体较为平稳，股市微观流动性难言改善的背景下，市场将维持震荡格局。考虑到前期急跌后市场分化现象有所缓解，估值有所降低，且国内经济基本面态势依然向好，预计短期指数的震荡中枢有望进一步抬升。如果上半年市场能够成功消化掉利率上升所带来的负面影响的话，下半年指数层面的贝塔性机会值得期待。

图 3：7 天银行间同业拆借加权利率（%）



资料来源：wind，一德期货

图 4：新成立偏股型基金份额（亿份）



资料来源：wind，一德期货

弱势反弹有望延续，重在把握结构性机会

短期从基本面的角度来看，虽有隐忧但整体风险不大。首先，国内经济基本面状况良好，企业盈利依然处于复苏区间。已经披露今年一季度业绩预告的 94 家公司中，超半数公司增长下限高于 100%。其次，从利率的角度来看，虽然十年期美债收益率的上行确实给全球风险资产带来了一些扰动，但美债收益率的上行不一定会导致市场全面转熊。回想 2018 年，当时美国正处于加息周期之中，年初美股市场的确因为债券利率骤升出现大幅波动，但随后在税改后的盈利支撑下还能够再创新高，而当前美国并非处于加息周期之中。对于 A 股而言，部分估值较高、适用于 DCF 或 DDM 模型估值的消费龙头和成长板块受美债收益率上行影响较为明显。但对整个 A 股而言，最主要的还是受到国内货币政策和宏观流动性的影响。第三，从估值的角度来看，在经过春节后市场的连续回调后，A 股整体估值回到历史均值附近。根据中金证券统计数据显示，沪深 300 前向市盈率目前已接近 2005 年以来的均值，非金融部分在历史均值向上 0.4 倍标准差附近。尽管部分行业依然存在结构性高估的现象，但市场整体继续大幅下行空间可能有限，指数震荡中枢有望进一步抬升。

综上所述，我们对短期市场持谨慎乐观态度。随着 3 月 8 日到 3 月 9 日盘中市场的急跌，短期恐慌抛售压力最大的时期已经过去。自 3 月 9 日市场大幅回调后，两市成交额持续萎缩，这种现象并非坏事。随着两市成交额逐渐回落至较低的水平并持续一段时间，表明市场进入阶段性底部。虽然反弹的过程中受机构继续调仓、基金赎回以及前期套牢盘的抛压和投资者降仓的影响，会出现较大的波折，并可能导致市场出现二次调整。但目前来看短期市场的机遇大于风险，即使出现调整，空间也相对有限，低点就在 3 月 9 日低点附近。建议 3 月 10 日以来布局的多单继续持有，并可逢分时回调进行加仓。市场结构方面，在本轮超跌反弹中，虽然前期跌幅较大的抱团股存在反弹的动力，但是考虑到其行情上行逻辑被显著性破坏后，需要时间去消化估值和浮盈。加上公募基金由于仓位限制，会涌向前期显著低配的行业，在此背景下估值合理且基本面具备支撑的顺周期板块有望继续受益。因此跨品种套利方面，建议投资者再次关注多 IC 空 IH 跨品种套利。

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