

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

—— (股指) ——

估值压力仍存，股指大概率维持弱势震荡

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

本周前三个交易日 A 股走势并不理想，在没有实质性利空出现的情况下，市场整体走势偏弱，板块轮动现象明显，没有明确的主线。由于四月是上市公司年报和一季报密集发布的时间窗口，受业绩发布影响，多数抱团白马股盘中出现大幅下跌。其中顺丰控股、隆基股份、中国中免由于一季报业绩不及预期导致股价出现剧烈调整，而万华化学尽管业绩超出预期也遭遇大量抛压，反映出在股票市场微观流动性趋紧和市场情绪偏向谨慎的背景下，高估值品种依然承压。

回顾今年一季度，尽管企业盈利持续改善，然而流动性和风险偏好预期的改变使得高估值难以为继，市场由此出现了“盈利向上、估值下修”的现象，从而导致指数层面近乎重演了 2018 年一季度的波动。从交易层面来讲，估值下修而业绩无忧的组合往往是最为纠结的，因为在估值下修阶段，投资者很难判断究竟下修到什么程度才是合理的估值，也很难区分股价的下跌到底是因为风险偏好或利率预期的改变，还是由于业绩预期也发生了改变，亦或是两者相继发生。1 月 26 日军工板块在亮眼的年报业绩预告出炉后反而大跌，正是估值下修的一个缩影。目前来看，由于市场结构性高估现象依然存在，加上国内经济复苏可能见顶、信用存在收紧压力、增量资金入场动力不足等因素，我们认为二季度市场依然要承受估值下修所带来的冲击，阶段性调整难以避免。但考虑到当前国内经济基本面状况好于 2018 年、政策空间相对较大、市场对中美摩擦也存在一定的心理准备，预计市场重演类似 2018 年持续性下跌的可能性不是很大。

一季报高增长已成定局，行业结构分化较为明显

在估值下修压力依然存在的背景下，企业盈利就成为资金选股的关键。截止 4 月 14 日上午十一点，沪深两市已有 804 家上市公司发布了 2021 年一季报业绩预告、披露率为 18.9%，其中主板、创业板和科创板披露率分别为 18.55%、21.03% 和 15.33%。从这些公司的业绩预告来看，其一季度净利润较 2020 年同比增长的区间上限为 672%、下限为 586%，低基数背景下企业盈利高增长可见一斑。从行业结构来看，wind 一致性预期显示，盈利上修幅度最大的五个行业分别为钢铁、有色金属、石油石化、交通运输和煤炭，均为工业周期板块，而 TMT 和消费板块的大部分行业 2021 年盈利预测整体都出现略微下修，基本面扩张不及预期叠加估值较高使得抱团股股价存在较大压力。

值得注意的是，虽然国内当前经济增长的动能仍然存在，但市场普遍预期在去年基数回升和复苏进展的影响下，未来经济进一步复苏的空间可能有限，各类经济数据的同比增速可能逐步回落。随着经济复苏斜率的减缓，未来三个季度业绩改善速度也将逐步趋缓，2021 年全年企业盈利大概率呈现前高后低的特征。就短期而言，由于三月及一季度宏观数据即将发布，建议投资者着重关注经济数据边际转弱及政策基调逐渐趋紧给市场情绪带来的影响。

市场流动性维持紧平衡，关注后续信用收缩速度

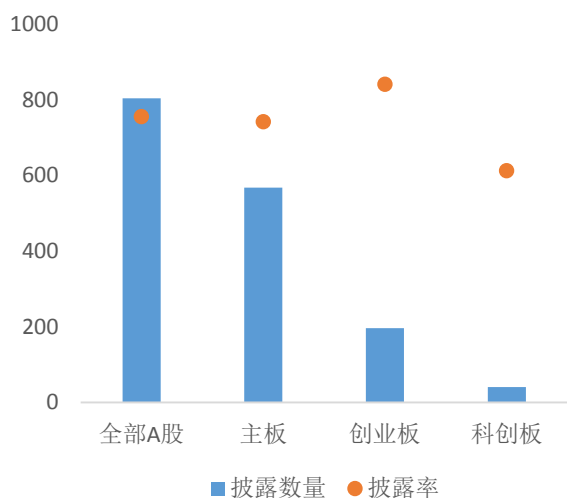
随着一季度表现强劲的经济数据陆续公布，国内政策进入重要的观测窗口期。从 3 月 24 日召开的央行货币

政策委员会 2021 年第一季度例会通稿来看，与去年 12 月 25 日召开的 2020 年第四季度例会相比，本次例会删去了“国内经济内生动力增强，但也面临疫情等不稳定不确定因素冲击”的表述，新加了“国内经济发展动力不断增强，积极因素明显增多，但经济恢复进程仍不平衡，境外疫情和世界经济趋于好转但形势依然复杂严峻”的表述，显示央行对未来经济的判断更加积极。货币政策方面，本次例会保留了“保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定”的描述，但删去了“保持货币政策的连续性、稳定性、可持续性，把握好政策时度效，保持对经济恢复的必要支持力度”等表述。更加值得注意的是在“会议强调”部分，本次例会在删去了“不急转弯”表态的同时继续保留了“稳字当头”的表述，信用边际趋紧的压力初现端倪。

我们认为，去年年末中央经济工作会议中“不急转弯”的政策表态较好的缓解了市场对于一季度政策收紧的担忧情绪。随着国内经济复苏至潜在合意水平，货币政策当局对经济的判断更加积极，短期或将减少使用创新性的政策工具支持经济，更多以传统政策工具维持流动性合理充裕和宏观杠杆率的基本稳定。此外，虽然短期国内 CPI 压力不大，但近期一系列言论显示政策当局在密切关注通胀问题，尤其是大宗商品和房地产价格问题。在此背景下，预计二季度货币政策将继续维持中性，信用存在边际收紧的压力，建议投资者密切关注四月中旬左右召开的政治局一季度经济形势分析会所释放的政策信号以及二季度信用收缩的速度和幅度。

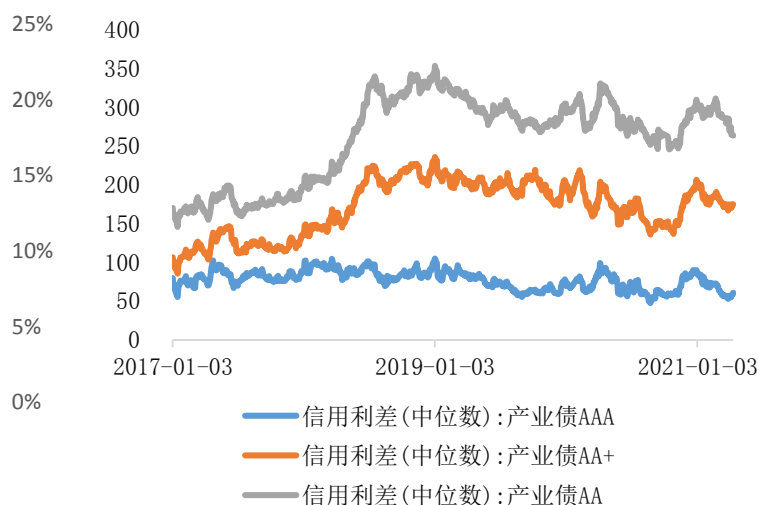
对于股票市场而言，三月以来随着美债收益率的走高和国内新发基金规模的边际减缓，股票市场微观流动性环境较春节假期前明显收紧。虽然经过前期的快速调整后，市场高估值现象有所缓解，但结合经济增长和政策环境以及历史经验来看，调整时间可能尚短，结构性估值依然不具备很强的吸引力。如果上半年市场能够成功消化掉利率上升所带来的负面影响，下半年指数层面的机会值得期待。

图 1：各板块一季报业绩预告披露情况（%）



资料来源：wind，一德期货

图 2：产业债信用利差（AAA、AA+、AA）



资料来源：wind，一德期货

市场大概率维持弱势震荡，重在把握结构性机会

综上所述，从经济基本面来看，目前中国经济从整体上已经接近完成“填坑”式复苏，未来一个阶段整体企业盈利修复速度将逐步趋缓。从货币政策来看，四月召开的政治局会议将确定接下来一段时间的政策方向，预计与去年年末相比会出现一定程度的边际变化，需密切关注二季度信用周期下行的速度、幅度。从海外市场来看，美债收益率上行对 A 股估值将产生压制的趋势暂时看不到逆转，同时美国经济复苏有望推动美元重新走强，而国内权益类新基金发行在核心资产大幅调整后可能趋缓，A 股微观流动性也将面临挑战。由于后疫情时代的基本面与政策预期有待重构，而 A 股内部也面临着结构性高估依然待解的压力，因此我们对于二季度的市场持谨慎态度。在此期间，影响市场节奏和风格的核心点在于估值收缩的力度以及盈利对冲估值收缩的幅度。即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，政策何时转向、增长是否见顶成为决定行情演绎的关键。

就短期而言，由于市场微观流动性难言改善、结构性高估现象依然存在，加上国内信用面临边际收紧的压力、美债收益率也存在继续上行的可能性，因此导致市场情绪上对利好不敏感、而对利空则非常敏感。在此背景下，预计市场将维持弱势震荡，不排除出现阶段性大幅调整的可能性。市场结构方面，虽然三月下旬以来伴随着抱团品种的超跌反弹，IF 和 IH 出现了阶段性跑赢 IC 的状况，但考虑到美债收益率上行趋势暂未发生转向且上证 50 和沪深 300 的估值依然处在历史高位，我们并不认为这种“二八分化”的局面会在二季度长期持续。IC 方面，尽管其在估值和业绩性价比方面确实存在优势，但也需警惕信用收紧对中小市值公司造成的压力。因此操作上，建议投资者继续关注多 IC 空 IH 跨品种套利，但需警惕信用边际收缩背景对价差造成的负面影响。

提示：若报告发出后海外市场和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