

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（策略报告）

短期扰动无需过度担忧
股指春季攻势依然值得期待

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：2020年12月23日

注：本报告首发于期货日报



摘要：从近期市场走势来看，海外疫情的恶化和国内商品期货下跌确实给 A 股（尤其是顺周期板块）带来了压力。但考虑到英国已采取相应措施、国内疫情防控状况良好且国内外政策面均维持宽松等背景，我们认为海外疫情对 A 股市场的影响相对有限，除非疫情恶化状况超出预期（比如变异会影响疫苗有效性、死亡率快速抬升等）。

本周前三个交易日股指的走势可谓一波三折。受中央经济工作会议中“不急转弯”政策表述的影响，周一市场上涨，并且中小指数的涨幅远超大指数。但周二盘中英国疫情的恶化和国内商品期货的下跌给 A 股（尤其是顺周期板块）带来了压力，午后随着北上资金外流的速度不断加快，指数大幅跳水。除创业板指外，其余指数均覆盖掉周一的涨幅。周三市场情绪有所修复，北上资金恢复流入，各大指数纷纷震荡上扬。

政策定调，市场预期边际改善

十二月以来，市场最为关心的政策信号莫过于中央经济工作会议。作为年底定调全年经济运行情况以及来年政策方向的重要会议，中央经济工作会议有助于投资者更好的把握来年的宏观及相关产业政策。12月16日至18日，中央经济工作会议在北京召开。会议指出“要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效”。在上述政策表述出台后，市场反应较为强烈。不少投资者认为上述表述意味着短期流动性将趋向于宽松，并且认为八月以来持续占优的顺周期风格可能会因此告一段落。

在中央经济工作会议召开之前，市场普遍担忧一季度经济由于基数效应所产生的较快增长是否会引发货币政策和信用政策的进一步收紧，加上信用债取消发行情况依然严重、信用利差出现走阔之势，十二月中上旬 A 股市场表现不佳。“不急转弯”的表述意味着虽然未来宽松的政策确实会退出，但在退出的过程中政策收紧的速度和力度不会过快，政策面重演类似 2018 年快速转向的概率较低，在此背景下市场对于明年一季度的宏观环境和流动性出现较为明显的边际改善预期。

从历史经验来看，宏观和流动性环境的变化往往会对市场风格产生较为明显的影响：当经济下行压力较大时，央行通常会释放大量的流动性来稳定经济增长预期。在货币信用双宽松的背景下，成长股往往会出现较为明显的估值扩张行情，而较大的经济增长压力却使得周期行业盈利预期不断下修，由此导致市场风格更加偏向于成长板块。随着经济数据的持续改善，宏观流动性会逐渐收紧。在经济企稳复苏以及货币信用双双收缩的背景下，成长股的估值扩张面临显著约束，而地产周期向上则带动传统蓝筹行业盈利出现快速修复，由此导致市场风格转向蓝筹占优。

2020 年 8 月以来，随着国内经济的持续复苏，宏观流动性边际趋紧的状况愈发明显，这使得利率下行带来的资产荒逻辑逐渐被打破，成长股估值继续修复的动力不足，但是周期类公司的利润受益于经济复苏存在上修空间。加上当时板块间估值分化较大，强周期属性的金融地产板块估值较低，而医药、消费、科技等板块的部

分个股估值过高，导致增量资金很难从这些板块中获得投资价值，更多的是一种博弈价值。在此背景下，顺周期板块脱颖而出，带动上证 50 和沪深 300 迭创新高，而中小指数则始终未能突破七月高点。我们认为，在此次“不急转弯”政策表述出台以后，市场对于 2021 年年初无风险利率的走向将会趋于乐观。在经济复苏和流动性预期边际改善的背景下，A 股有望进入春季攻势的时间窗口。市场风格方面，八月以来顺周期占优的市场风格将会暂时转向均衡，二八分化的格局有望发生改变。

疫情扰动，影响或将相对有限

本周初英国疫情再度恶化和封锁措施趋严引发市场关注。据英国媒体报道，英国卫生官员表示这一新的变异可能导致病毒具有更高的传染性，比当前高出 70%。由此导致英国疫情再度恶化，自十二月中旬以来新增确诊病例持续回升并超过十一月初的前期高点。为了防止病毒的快速传播，英国首相上周末宣布提升多个地区的防控水平至最高等的四级。与此同时，多个国家纷纷宣布暂停与英国的通航，以防止疫情进一步扩散。

从历史经验来看，从防控措施实施到见到效果大概需要三到四周左右的时间，加上防控措施宣布后大量居民出行躲避封锁，因此短期新增病例数据可能还会升高，但我们认为当前投资者不必因为病例数据的增加而感到过度担忧。首先，当前欧洲政策面依然偏向于宽松，12 月 10 日欧盟首脑批准了由共同债务支持的 2.2 万亿美元刺激计划，同日欧洲央行宣布将 1.35 万亿欧元的紧急债券购买计划进一步增加至 1.85 亿欧元。其次，如果病毒变异仅仅是导致传播速度加快和确诊人数增加，那么其对经济的冲击将是暂时性的。随着防控措施的推行和疫苗的逐渐普及，此次疫情的影响将逐渐消退。但是如果疫情恶化状况超出预期（比如变异会影响疫苗有效性、死亡率快速抬升），则需要警惕和防范疫情给经济和金融市场带来更大的冲击。

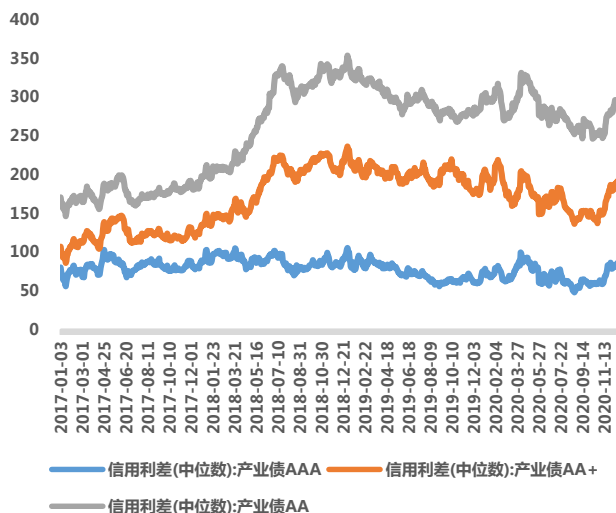
无惧扰动，春季攻势依然可期

目前来看，海外疫情的恶化和国内商品期货下跌确实给 A 股及顺周期板块的走势带来了一定扰动，但我们认为上述因素对市场的影响相对有限。就国内而言，局部地区虽然有本土病例出现，但疫情防控状况较为良好。并且经济复苏依然在延续，中央经济工作会议后流动性预期也出现了边际改善的迹象。海外方面，目前英国已采取了相应的管控措施，除非疫情恶化状况超出预期，否则其所带来的影响就偏向于暂时性和局部性。此外，尽管特朗普威胁拒绝在新冠救助法案上签字，然而考虑到疫情对经济的影响，我们认为美国新一轮财政刺激计划迟早会实施，只是由于两党间的博弈，刺激计划落地的时间点存在不确定性。

在国内经济复苏持续深化、流动性预期边际改善、海外疫情处于可控范围的背景下，预计股指有望延续震荡上扬的态势。因此单边层面，建议前期多单继续持有，同时可逢分时回调分批加仓多单，密切关注海外疫情防控和北上资金流向。如果海外疫情超预期恶化（比如变异会影响疫苗有效性、死亡率快速抬升）、北上资金大幅外流，则多单全部平仓离场。市场风格方面，由于市场对于下一阶段无风险利率的走向趋向于乐观，成长板块的估值将受到短期提振。而在经济复苏改善的作用下，顺周期板块将继续受益。在此背景下，整体的市场风格将趋向

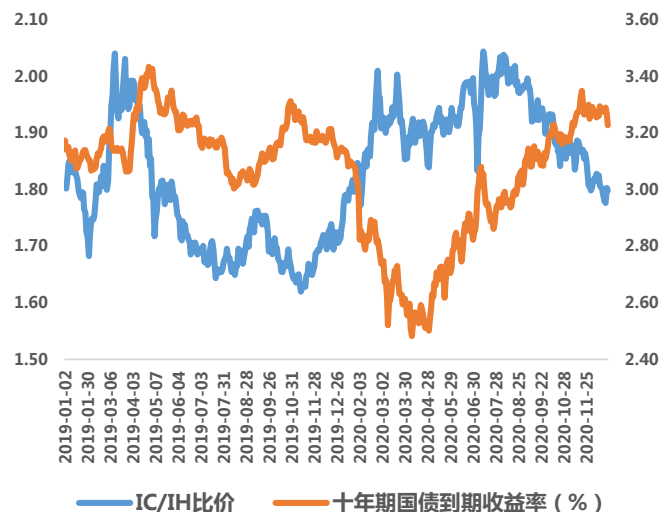
于均衡，二八分化的格局有望发生改变，因此跨品种套利方面不做策略推荐。

图 1：不同等级产业债信用利差（BP）



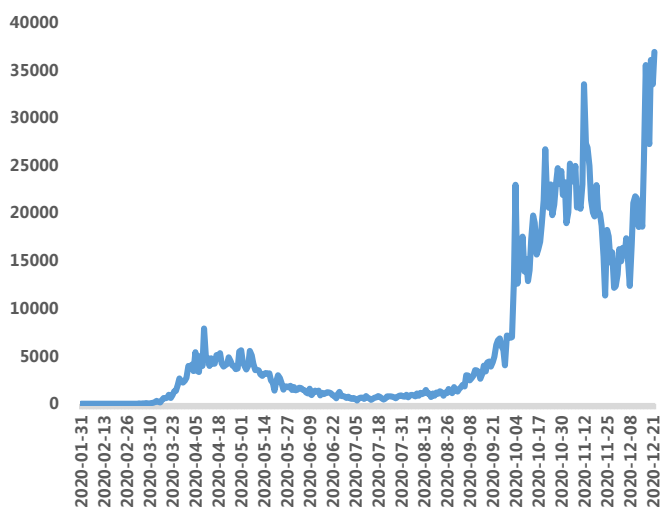
资料来源：wind，一德期货

图 2：IC/IH 比价与十年期国债收益率



资料来源：wind，一德期货

图 3：英国新冠肺炎当日新增确诊病例



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。

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