

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（周报）

股指期货投资策略周报

20210228

一德期货期权部

金融衍生品分析师 陈畅

投资咨询号：Z0013351



一、一周回顾

回顾年后七个交易日市场的走势，我们认为导致期间市场出现回调的原因主要在于抱团股的瓦解，其次是美债收益率的飙升，而港股提高印花税仅仅只是加速了市场的下跌。指数方面，受美债收益率大幅上行影响，VIX 指数飙升，全球主要指数普跌，恒指跌幅最大。A 股方面，节后七个交易日中证 500 指数表现优于其他指数，低市盈率指数跌幅最小，消费、成长风格跌幅最大，表明市场风格正在由抱团股切换至低估值的中盘蓝筹股。受周四晚间美债收益率突破 1.6% 影响，上周五 A 股市场大幅低开，全天低位震荡。在上周五的下跌中我们看到，A 股中银行、军工等非抱团品种跌幅较大，港股跌幅大于 A 股。我们认为其原因在于机构如果减持重仓股，则对其净值影响极大，为减轻净值回撤压力以及由此可能带来的资金赎回压力，机构只能选择减持那些仓位不重、但流动性和历史涨幅还可以的板块。对于港股而言，其主要投资者并非港股本地资金，而是来自于内地和海外。因此进入港股的流动性，往往是大型经济体的流动性溢出。加上香港本身的货币政策空间由于汇率制度等原因大幅受限，一旦 A 股和美股流动性边际收紧，那么资金会选择抛售非主流的港股，去回补主战场资金（A 股和美股）。

二、市场展望

在前期的报告中我们多次提示投资者，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。目前市场对于流动性变化的敏感性正在提升，政策隐忧已经开始在视线内若隐若现，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。

上周市场在抱团股瓦解和美债收益率快速上行影响下大幅下跌，尽管给市场带来了恐慌的情绪，但我们认为无论是抱团的瓦解还是市场节制的表现，对中期来说并非坏事。板块方面，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，因此建议投资者继续关注低估值中盘蓝筹股和周期板块。本周值得关注的进展包括：

1、机构抱团方面，今年新发基金抢跑式建仓是推动本轮春季攻势指数脉冲式上行的重要因素，在建仓过程中基金纷纷抱团白酒、新能源等重仓股。而年后随着新发基金规模的边际减弱，抱团股的高估值难以维持。加上目前国内经济复苏已经开始接近顶部，大盘股代表的龙头公司的盈利修复已经比较充分，而其估值却处于历史高位水平，因此出现抱团瓦解现象。就港股而言，在今年市场趋势主要由外围（美国流动性预期）决定的背景下，港股投资者要特别警惕流动性收缩（国内货币信用转向和海外流动性宽松退出）的影响。考虑到当前国内的经济

复苏已经开始接近顶部，大盘股代表的龙头公司的盈利修复已经比较充分，而信用周期的收缩不利于中小公司估值的提升，因此风格会继续偏向于低估值中盘蓝筹股。而复苏交易和外围补库存逻辑下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，因此基本面维度依然支撑 IC 与 IH 比价的走扩。

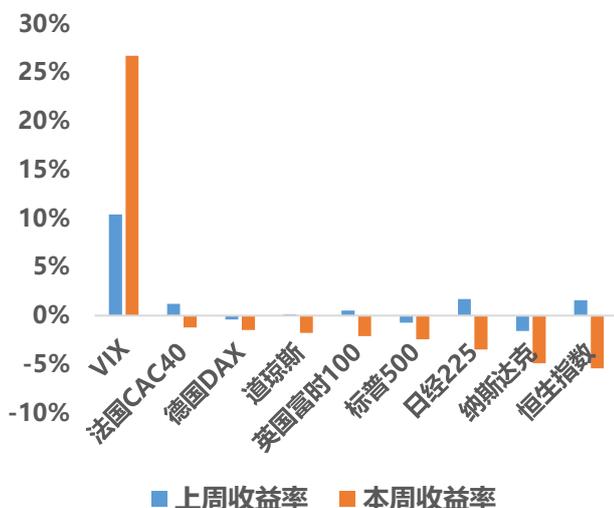
2、美债收益率方面，在今年全球经济复苏的大背景下，美元指数的触底回升和美债收益率的上行是市场的共识，然而这两者反弹的时间点均早于市场预期，引发了一月初和当前市场的回调。但是对比美债收益率和美元指数的走势我们发现，年初以来美债收益率持续上行，且一月初和近期上行速度较快，但同期美元指数并未趋势性上行，而是呈现震荡态势。从这个角度来看，美债收益率的上行可能并不是完全由基本面驱动，也可能是债券利率突破关键关口（1.5%）后触发的交易连锁反应。就短期而言，投资者需要密切关注美债收益率和美股走势，如果收益率波动收敛维持震荡，则对市场的影响会逐渐消退；如果收益率继续大幅上行，则市场将继续承压。从中期视角来看，如果美国基本面持续向好，则会部分对冲因利率上行带来的扰动，在此背景下美股暂时不具备全面转熊的条件，直到基本面趋势也开始逆转。但潘多拉魔盒已经打开，唯有知止不殆方能行稳致远。

操作上，本周需重点关注美债收益率的情况和两会政策面释放的信号，如果基本面没有新的利空出现，那么市场将进入磨底震荡阶段。跨品种套利方面，建议投资者继续关注多 IC 空 IH 组合。但需要注意的是：①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。②如果盘面风格并未如期切换至中盘蓝筹，而是继续抱团以“茅指数”为代表的基金重仓股，导致市场风格二八分化，则套利立刻离场。

风险点：美债收益率继续大幅上行、国内货币信用转向

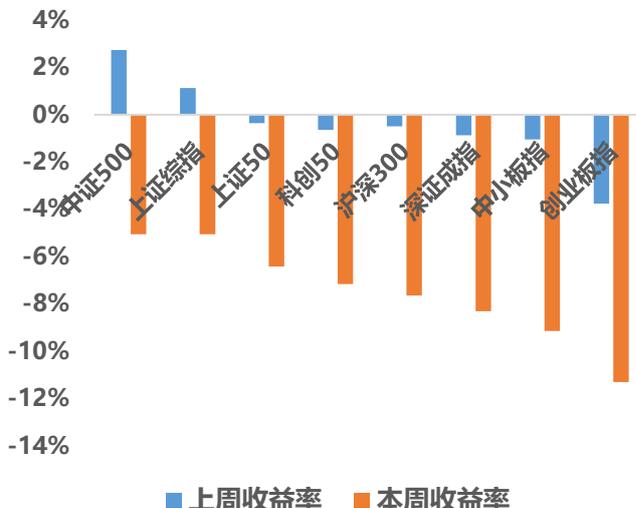
三、A 股数据跟踪

图 1：全球主要指数表现



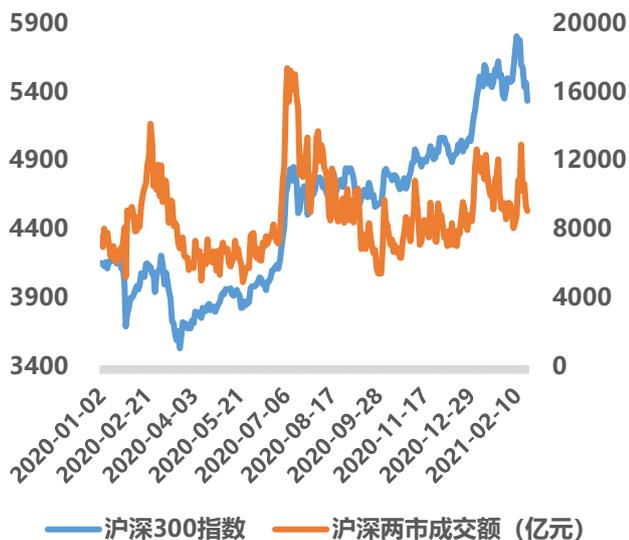
资料来源：wind，一德期货

图 2：A 股主要指数表现



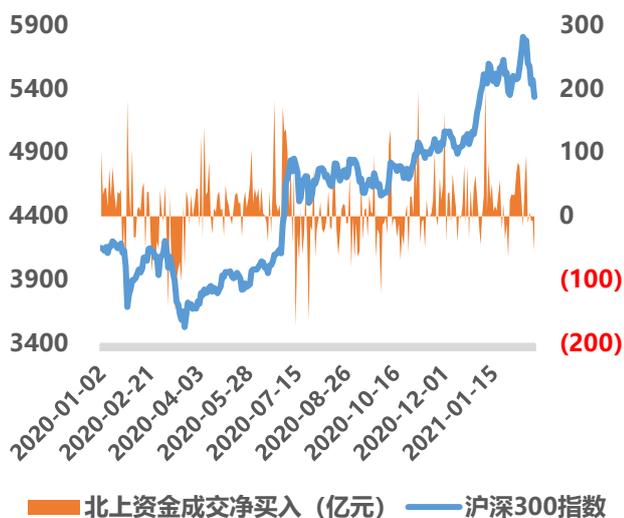
资料来源：wind，一德期货

图 3：沪深 300 与两市成交额



资料来源：wind，一德期货

图 5：沪深 300 与北上资金



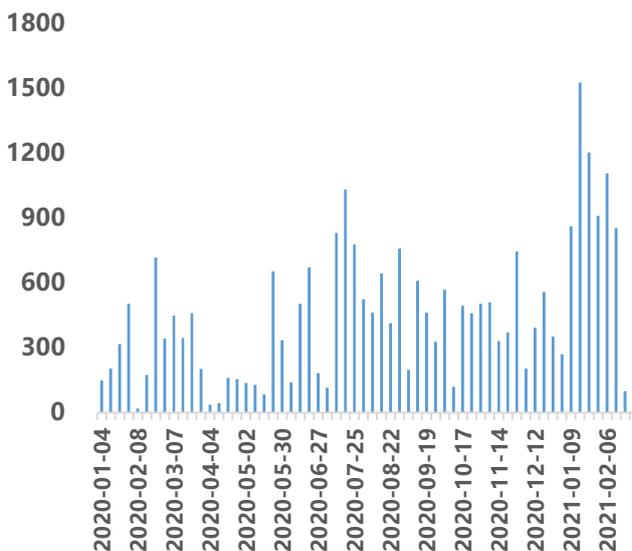
资料来源：wind，一德期货

图 4：沪深 300 与两融余额



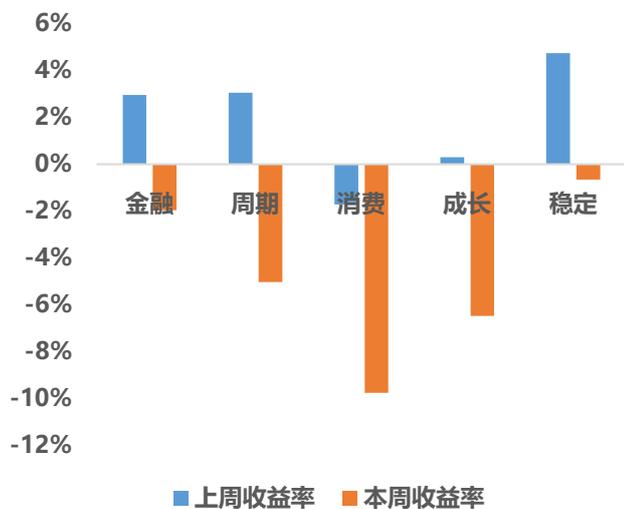
资料来源：wind，一德期货

图 6：每周立偏股型基金份额



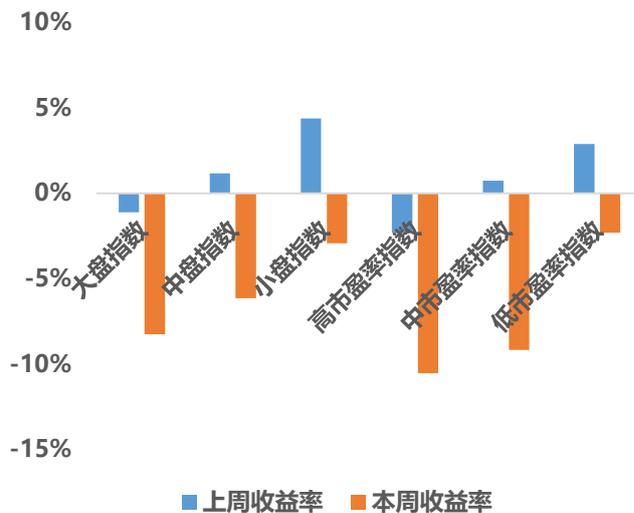
资料来源：wind，一德期货

图 7：中信风格指数



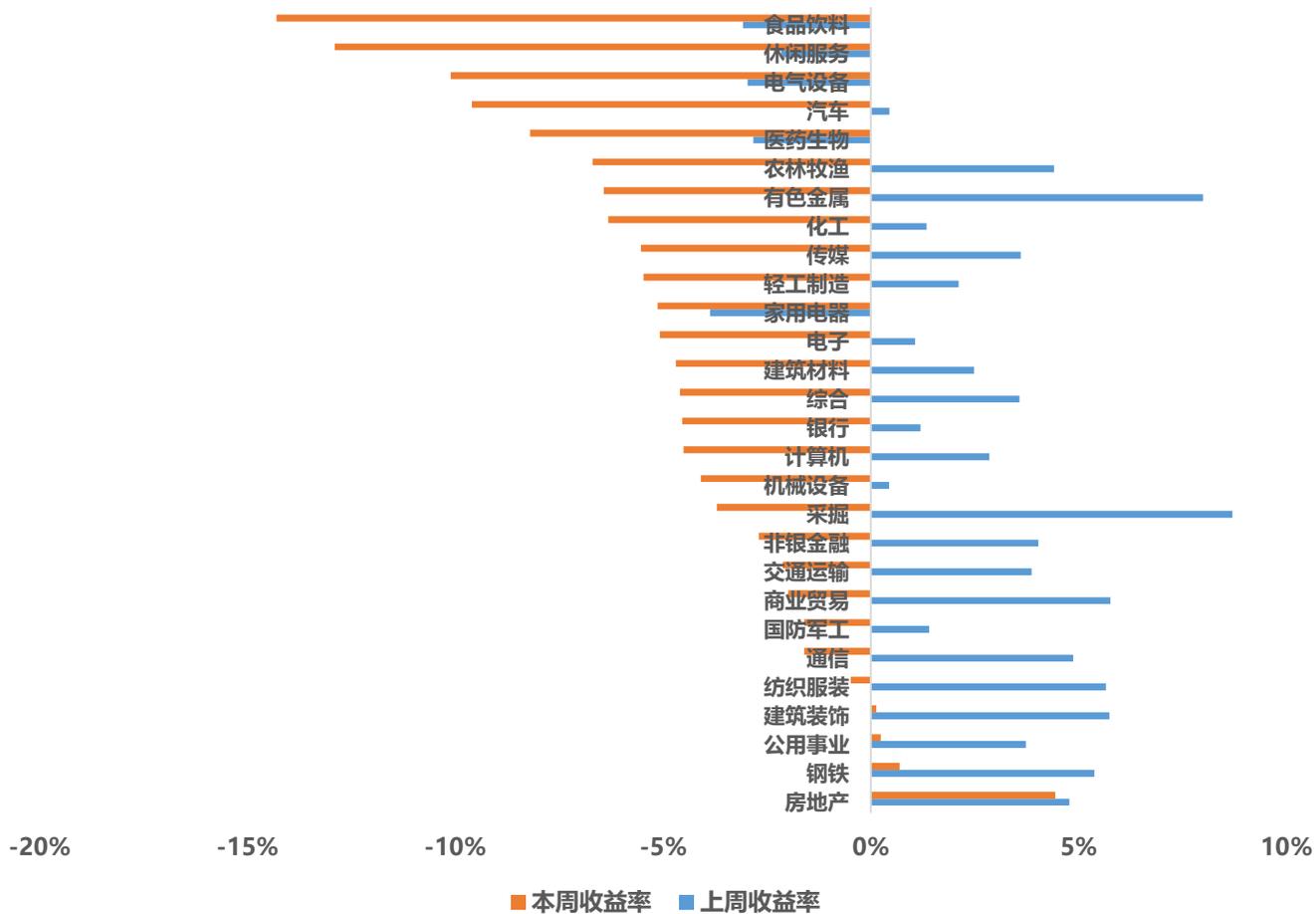
资料来源：wind，一德期货

图 8：申万风格指数



资料来源：wind，一德期货

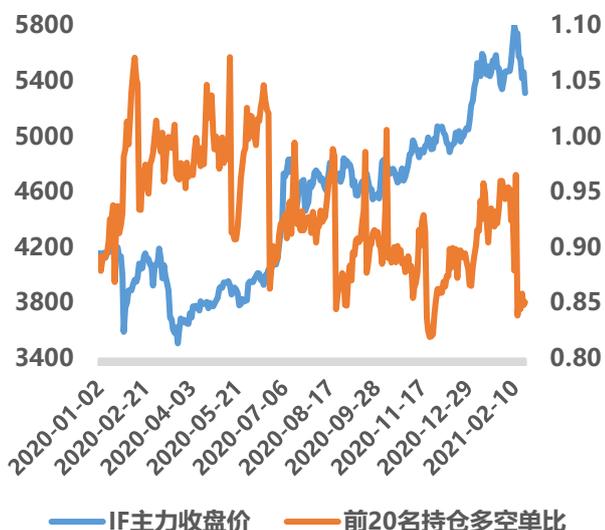
图 9：申万一级行业涨跌情况



资料来源：wind，一德期货

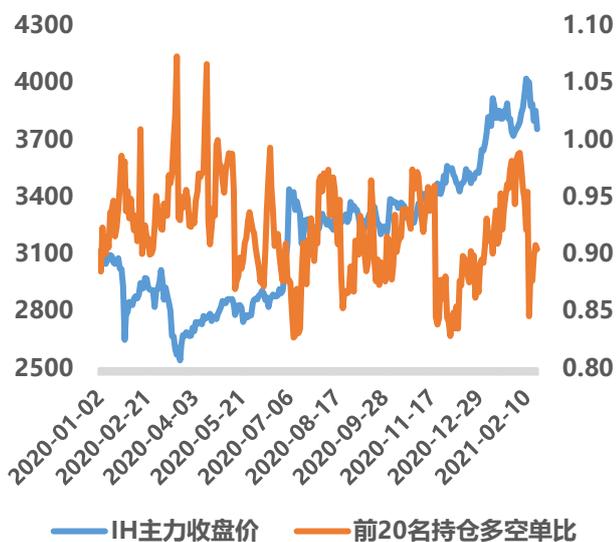
四、期指数据跟踪

图 10: IF 前 20 名机构多空单比



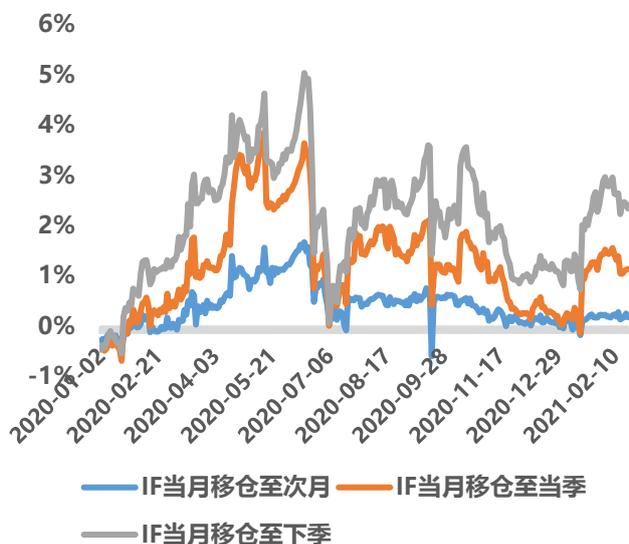
资料来源: wind, 一德期货

图 12: IH 前 20 名机构多空单比



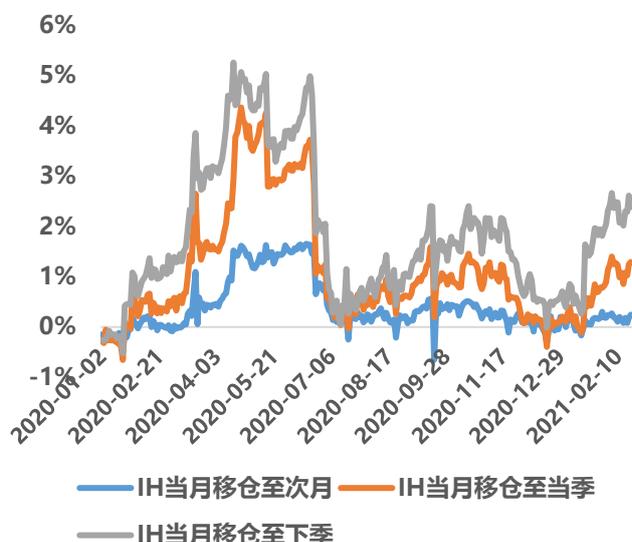
资料来源: wind, 一德期货

图 11: IF 当月空单移仓成本



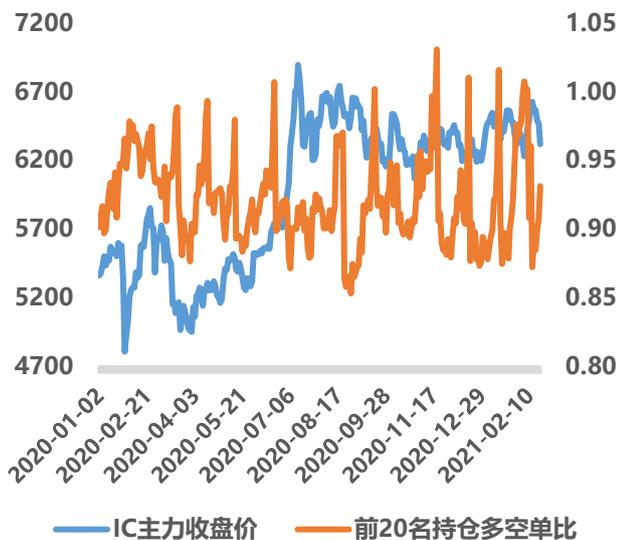
资料来源: wind, 一德期货

图 13: IH 当月空单移仓成本



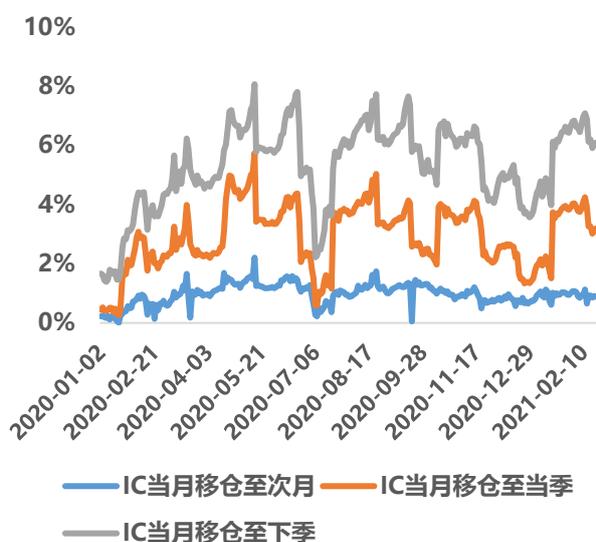
资料来源: wind, 一德期货

图 14: IC 前 20 名机构多空单比



资料来源: wind, 一德期货

图 15: IC 当月空单移仓成本



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