

I
N
V
E
S
T
M
E
N
T
S
T
R
A
T
E
G
Y

投资策略



瑞达期货
RUIDA FUTURES



金尝发

股指期货：政策预期回归稳定 春暖花开值得期待



金融投资专业理财
JINRONGTOUZI ZHUANYELICAI

部门：宏观金融组

张昕

期货从业资格证

F3073677

投资咨询从业资格证

Z0015602

TEL: 4008-8787-66

咨询微信号:

rdqhyjy

网 址: www.rdqh.com

扫码关注微信公众号

了解更多资讯



内容提要:

二月份A股大起大落，市场波动率明显上升，假期前后各大指数普遍刷新阶段高点，一度让投资者看到市场进一步走强的希望。不过假期归来，两市高开低走，在机构抱团股的带动下，单边下挫，沪指回调超200点，创业板单周则重挫11%。节后大宗商品延续升势，通胀预期不断升温，各国国债收益率普遍攀升，10年期美债升至近一年，这也对股市高估值带来负面效应，全球股市应声下挫，A股未能独善其身，特别是前期涨幅较大的抱团个股，回调幅度普遍在10%以上，贵州茅台跌幅则达到18%，这也令上证50与沪深300指数倍感压力。

展望三月份，随着疫情持续缓解，经济复苏预期不断强化，导致通胀预期及国债收益率走高，仍有可能对股市带来压力。不过在经济复苏、延续宽松的货币政策环境、美国1.9万亿刺激措施即将落地的背景下，将有利于投资者风险偏好得到提升，海外市场的波动以及对A股的扰动预计将较为短暂。回归国内，三月份全国两会即将举行，政策总体基调预计仍将保持连续稳定，而政府工作报告释放的信号，或将成为A股再度出发的重要节点。三月末A股将迎来业绩披露的第二轮高峰，重磅上市公司财报也将随之披露。在业绩为王，强者恒强的市场格局下，抱团蓝筹在经历了巨幅的调整后，有望在业绩的支撑重新回升，这也是A股指数上涨的驱动力所在。当前市场下方具有较强的支撑，其中沪指已回调至60日均线以及长达五个月的震荡平台附近，下行空间整体较为有限。期指整体操作思路建议以偏多操作为主，关注IF2106合约。。

策略方案:

单边操作策略			中长期
操作品种合约	IF2103	操作品种合约	IF 季月合约
操作方向	买入	操作方向	买入
入场价区	5260-5320	入场价区	5230
目标价区	5640	目标价区	-
止损价区	5050	止损价区	4900

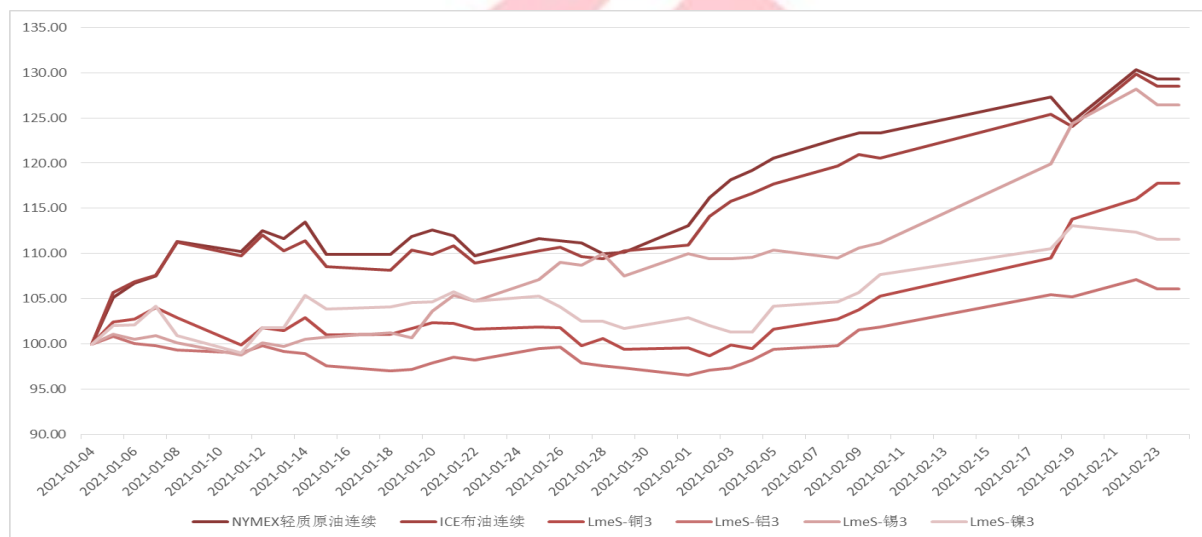
风险提示：流动性超预期收紧，海外市场波动

一、基本面分析

(一) 通胀预期升温

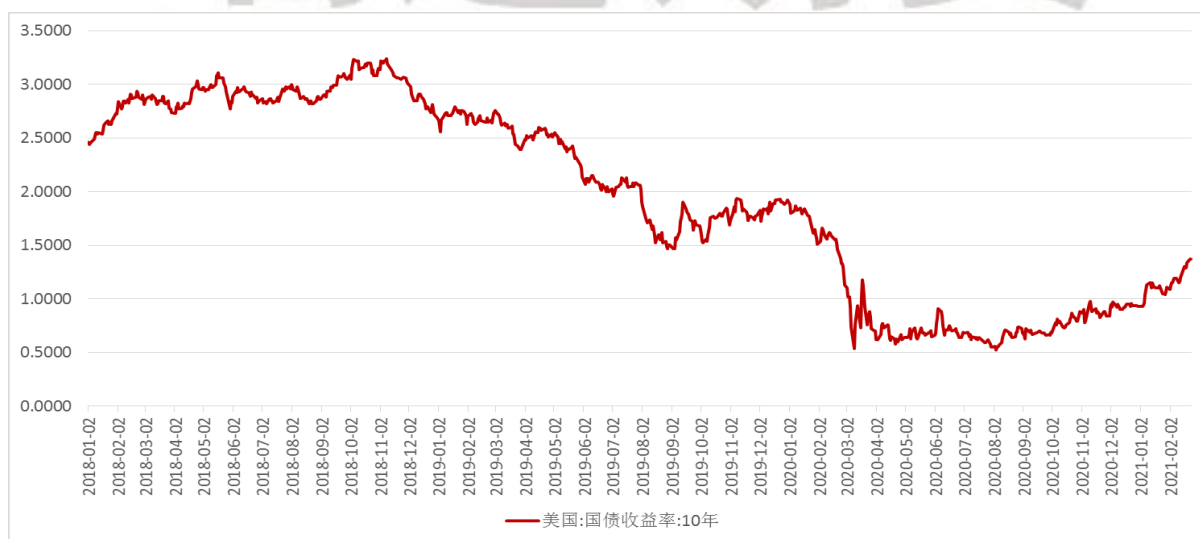
进入 2021 年，以能源和工业品为代表的大宗商品价格明显走高，美油布油年内涨幅分别达到 26.4% 和 25.8%，LME 铜价与锡价涨幅分别为 19% 和 30%，全球通胀预期明显升温，美国盈亏平衡通胀率指标（国债收益率-TIPS）持续走高，10 年期已升至 2014 年来高位。推动通胀预期一方面来自货币传导，另一方面来自供求关系。从当前货币政策传导的路径来看，基本面兑现带来的供需关系变化，或将成为通胀回升的主要因素。

图表 1 原油期货与部分基本金属 2021 年走势



资料来源：瑞达期货、Wind

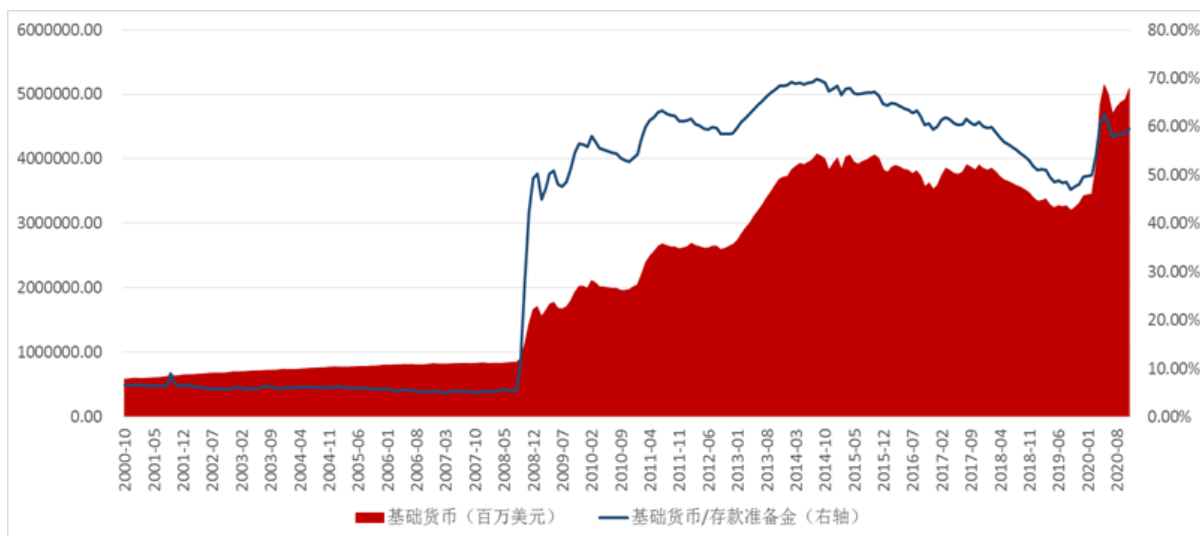
图表 2 美债收益率持续攀升



资料来源：瑞达期货、Wind

货币传导层面，央行通过扩表增加基础货币投放，并通过商业银行释放流动性，而商业银行的投放意愿则直接影响货币的传导效率。2008 年金融危机后，央行货币宽松向银行传导的阻力显著大于危机前。以美联储为例，2008 年至今央行资产规模、基础货币均出现显著扩张，但新增基础货币以存款准备金的形式回到央行，货币乘数、货币流速均持续下降，货币派生能力明显弱于危机前，传到效率下降。后疫情时代，实体经济修复的需求或将较金融危机后明显增强，实体、政府部门杠杆易升难降，而在美国民主党夺回国会控制权以及大规模刺激计划落地预期强化后，过剩的流动性将有可能逐步推升通胀。

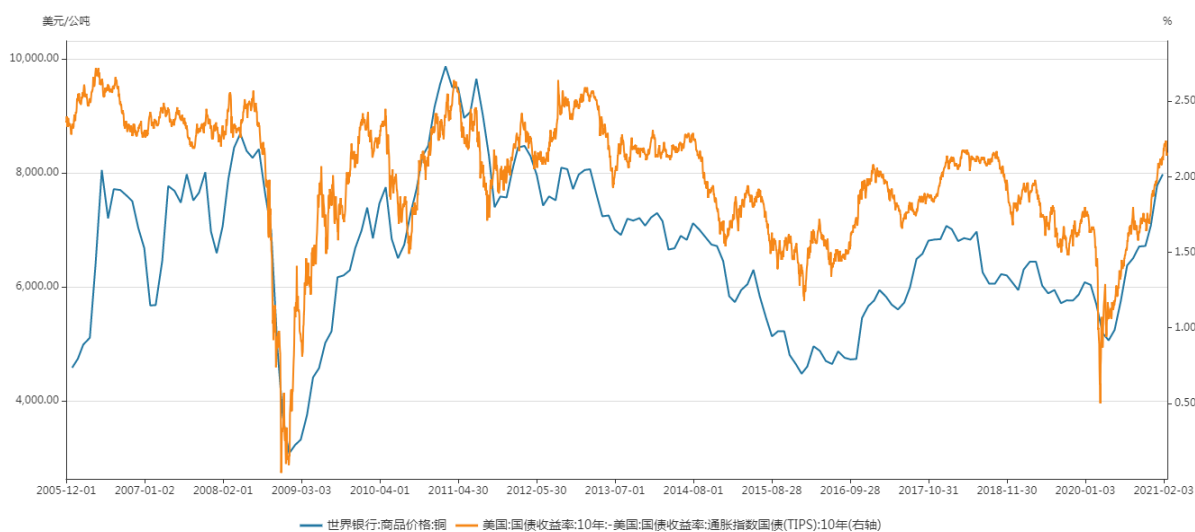
图表 3 流动性外溢推升通胀



资料来源：瑞达期货、Wind

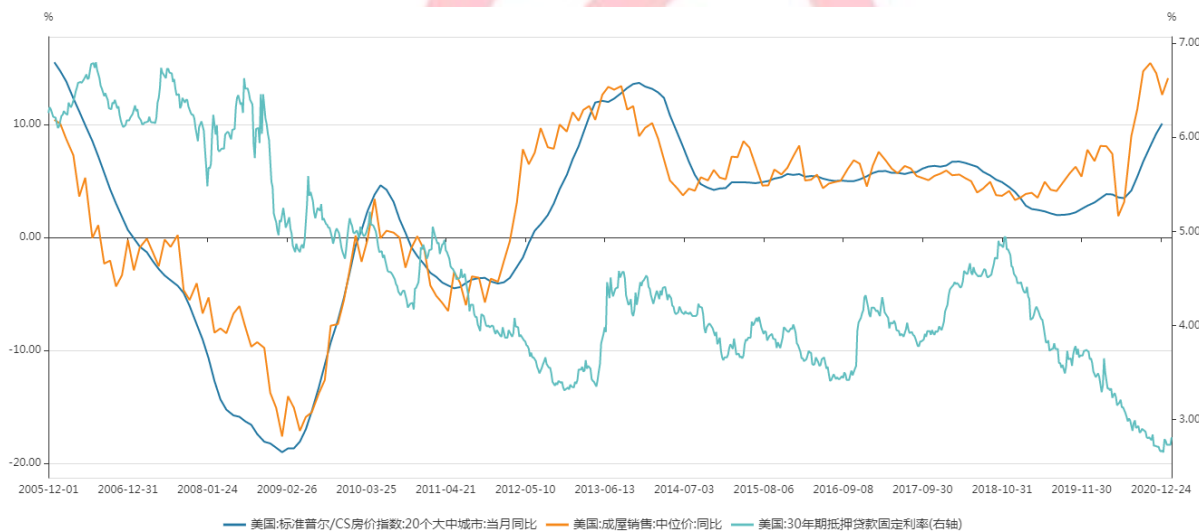
如上文所述，需求端将有望随着疫情的褪去而迎来复苏，叠加供给缺口，供需关系将成为 21 年通胀上行的主要因素。房地产行业覆盖的行业及材料范围极广，地产需求进入上行周期，将潜移默化的推动物料价格上升，从而影响大宗商品周期。自 2020 年 5 月以来，低利率背景下，美国房地产销售明显走强，新建住房和成屋销售同比增速均出现大幅攀升，房地产价格也出现了明显上涨，对于通胀预期的影响显而易见。除了地产市场外，随着疫情持续改善，全球经济不排除出现超预期复苏的可能，而这也明显驱动需求端的回升。此外，地产周期上行与巨大的供给短缺，带来的供需失衡，明显推动铜价快速上行，而从下图不难发现通胀预期与铜价走势呈现高度相关。

图表 4 通胀预期与铜价走势



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 5 美国房贷利率、成屋销售、房价指数



资料来源：瑞达期货、Wind

国内角度，大宗商品价格上涨、货币传导、内外需修复、低基数将推动 PPI 价格进入上行通道。尽管 M2 增速已逐渐放缓，M1 增速保持上升态势，表明实体经济运行持续改善。过往 PPI 同比落后 M1 同比大约 4-6 个月，M1 增速拐点出现在去年四季度，PPI 则在疫情过后的二季度开始进入上升通道，在货币传导的推动下，2021 年上半年 PPI 仍将保持上行态势。需求方面，国内经济处在修复通道，全球经济也有望在新冠疫苗推出后加速修复，推动 PPI 上半年迎来加速上行 PPI 对核心 CPI 的传导同样需要 4-6 个月的时间，核心 CPI 预计将在 2021 年开始走出底部并逐渐攀升，下半年随着猪肉价格影响弱化，CPI 将继续抬升，但将低于 3% 的水平，整体通胀预计将较为温和。

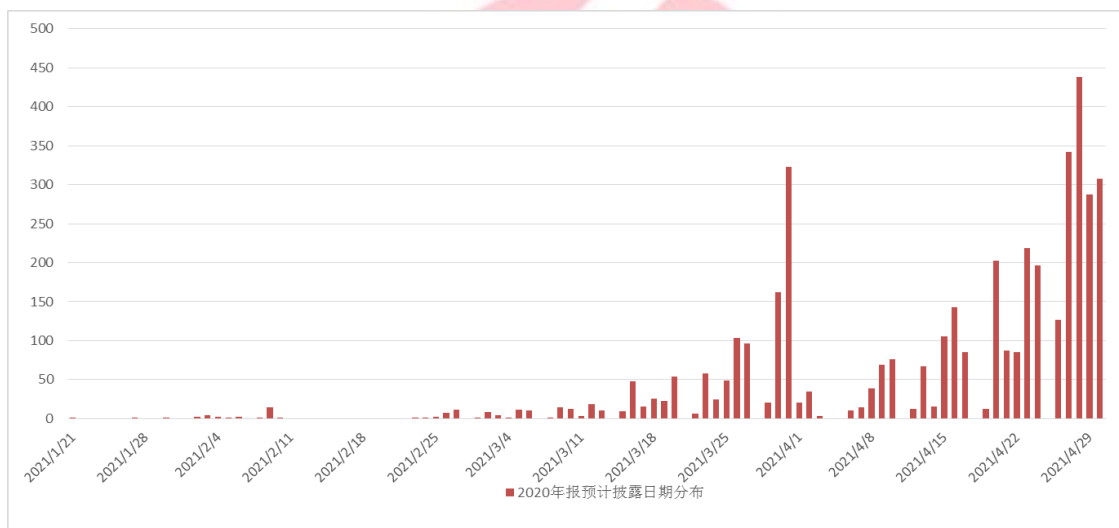
短期通胀预期虽有上升，但主要经济体实质性通胀风险尚未显现，特别是近来美联储关于货币政策及通胀预期的表态相对温和。当前通胀风险对国内权益类资产的传导预计将较为有限，而温和的通胀对于权

益类资产并非坏事。就 A 股投资而言，当前市场回调风险相对有限，投资者仍需关注一季度经济数据公布后，政治局会议关于政策及通胀的表态对市场的影响。

（二）A 股业绩变数高于往年

A 股估值明显分化，抱团股估值偏高，特别是金龙鱼业绩不及市场预期，令投资者对年报业绩的担忧有所升温，而在疫情的特殊节点，市场对业绩的反馈更为敏感。从年报披露规律来看，每年 3 月下旬开始，才进入年报披露高潮期。本部分主要以业绩预告为切入点，管中窥豹，为投资者更好提前布局股指期货或 A 股，提供参考依据。

图表 6 上市公司年报预计披露时间分布



资料来源：瑞达期货、Wind

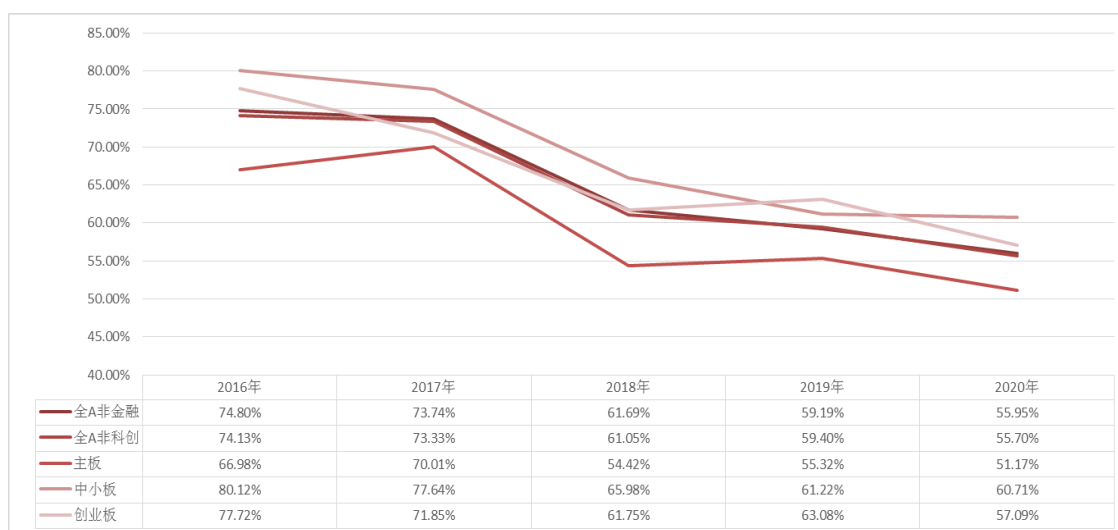
截至 2021 年 1 月 31 日，有 2212 家 A 股上市公司披露业绩预告信息，占 2020 年前上市的企业 53.74%。分板块来看，主板（非金融）、中小板（非金融）、创业板上市公司披露业绩预告的比例分别为 48.1%、58.8%、70.96%。

从预告类型来看，2020 年年报全部 A 股非金融企业预告表现略微不及 2019 年，预喜比例由 59%降至 56%，但其中预增比例有所上升，达到 32.67%，同时略增比例大幅下降 7.84%，仅为 8.26%。而首亏比例相比去年上升 4.19%，略减比例则下降 3.11%。在经历了一年的疫情考验之后，相当一部分公司业绩发生了较大变动，同时资产减值规模有所扩大。

相比 2019 年，2020 年各板块业绩预喜率进一步下滑，主板和中小板非金融企业的业绩预告类型分布未发生明显变化，但创业板则变化显著。在有关披露规则修订之后，除部分情形外，创业板公司不再强制要求披露业绩预告，创业板的业绩披露率也因此下降到七成。从披露内容来看，创业板预增比例骤增近 12%，而略增比例骤降 18%左右，略减比例下降近 10%，首亏则上升了近 7%。经济的剧烈波动和疫情对消费和生产的

冲击，对个股业绩带来较大的波动和分化，创业板的影响比主板要更加强烈。

图表 7 A 股预喜率变化

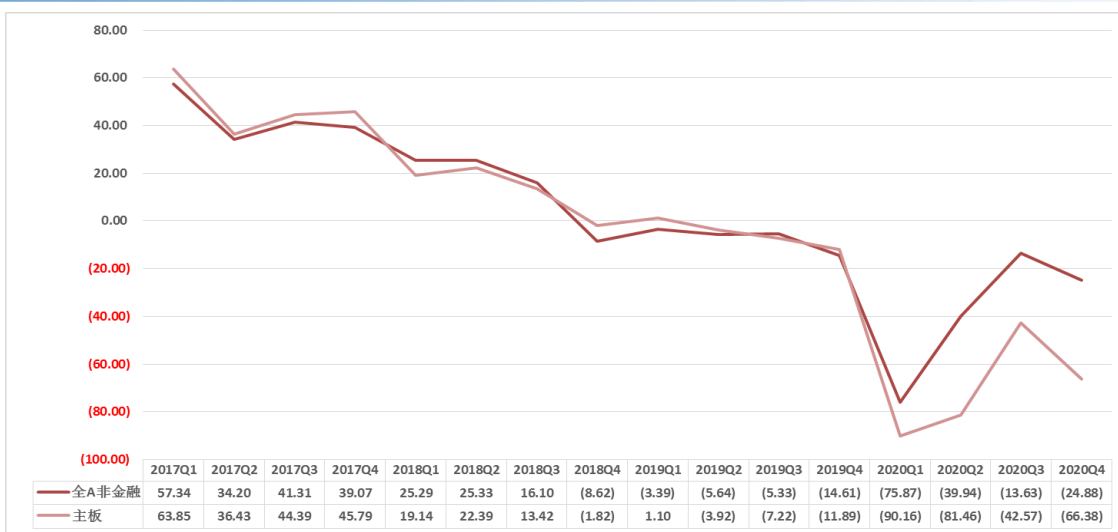


资料来源：瑞达期货、Wind

根据已公布的预告净利润数据来看，整体维持着自一季度以来的修复趋势。2020 年全部 A 股非金融年报净利润增速为-24.68%，2019 年为-14.61%，而第四季度亏损由 2019 年 405 亿元扩大至 984.37 亿元。2020 年主板净利润降幅达到 66.38%，较 Q3 扩大 23.81%，2019 年同期为-11.89%，第四季度亏损达到 1003.14 亿元。披露率较高的中小创，业绩增长表现要好于主板上市公司。2020 年中小板净利润同比增长 89.39%，2019 年降幅为 18.01%，第四季度实现盈利 91.31 亿元，2019 年同期为亏损 272.22 亿元。创业板净利润同比大增 418.22%，2019 年同比减少 36.73%，第四季度亏损为 52.91 亿元，上年同期为-474.35 亿元。

2020 年预告披露规则改变后，披露预告的上市公司有很大一部分是前一年大幅亏损（盈利）发布扭亏（首亏）业绩预告以及部分企业因受到疫情、资产减值等因素的影响，使得各板块预告净利润增速均有较大幅度的波动。随着三月份各行业业绩相对稳定的上市公司业绩逐渐披露，板块净利润将趋于正常。

图表 8-9 主要板块业绩增速变化

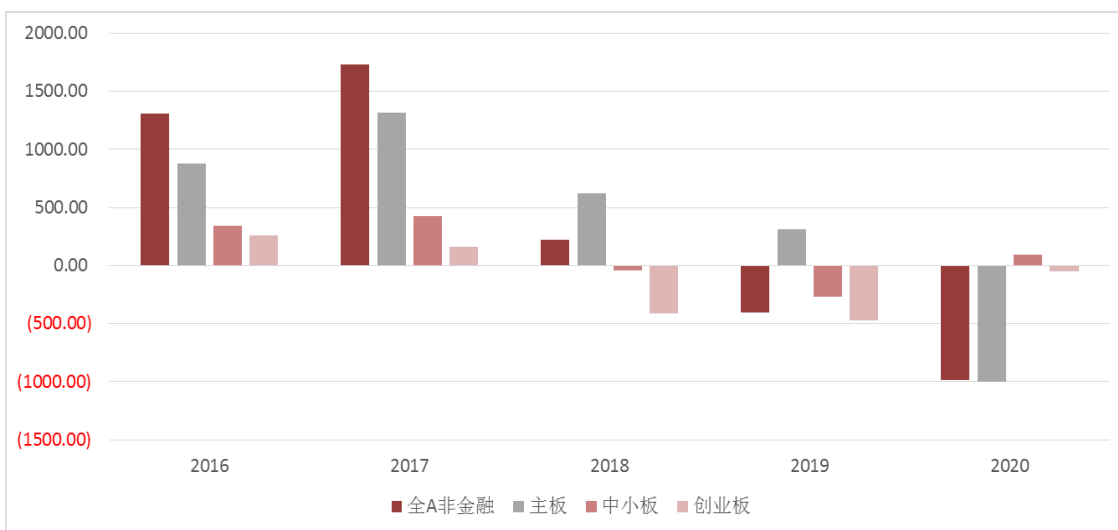


资料来源：瑞达期货、Wind



资料来源：瑞达期货、Wind

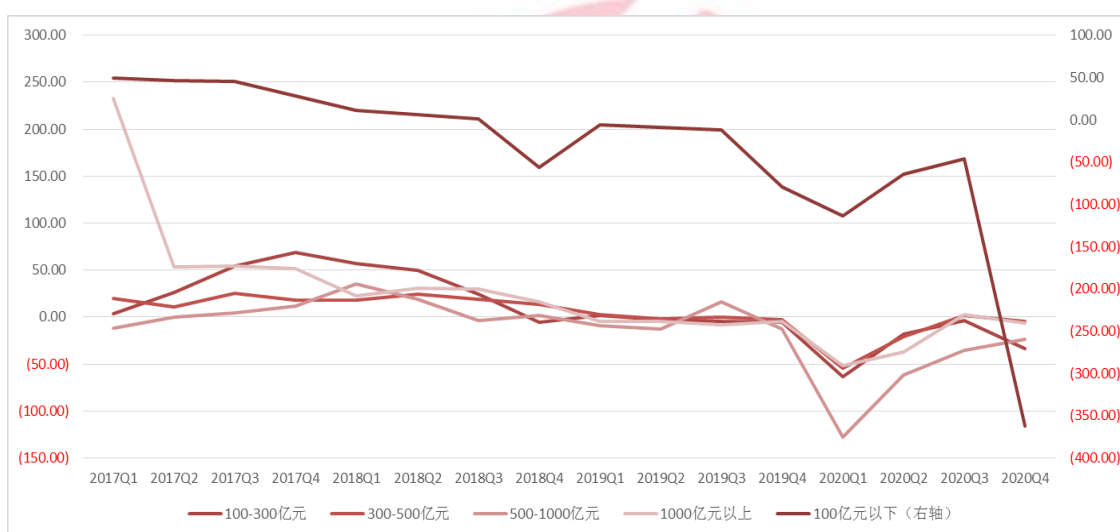
图表 10 主要板块 Q4 盈利状况



资料来源：瑞达期货、Wind

若按照市值来看，总市值低于 100 亿元上市公司披露率为 59.54%，总计 1442 家；超千亿市值上市公司披露率仅为 42.71%，总计 41 家；两个市值区间内披露率约为 48%。业绩增速方面，不足百亿元市值上市公司年报业绩出现巨幅亏损，达到 435.37 亿元，较 2019 年同期减少 362.32%，小市值上市公司也成为大幅下滑的重灾区，同时 100 至 300 亿元区间内的上市公司净利润同比减少 33.54%，较 Q3 的-3.66%降幅显著扩大，疫情与资产减值仍是中小企业业绩退坡的主要原因。300 亿元以上市值上市公司净利润增速在经历了上半年的大幅会落后逐渐回升，300 至 500 亿元以及 1000 亿元以上市值企业净利润同比降幅均收窄至个位数，而 500 至 1000 亿元市值降幅则收敛至 23.94%，较 Q3 收窄 11.34%。

图表 11 各市值分布业绩增速变化



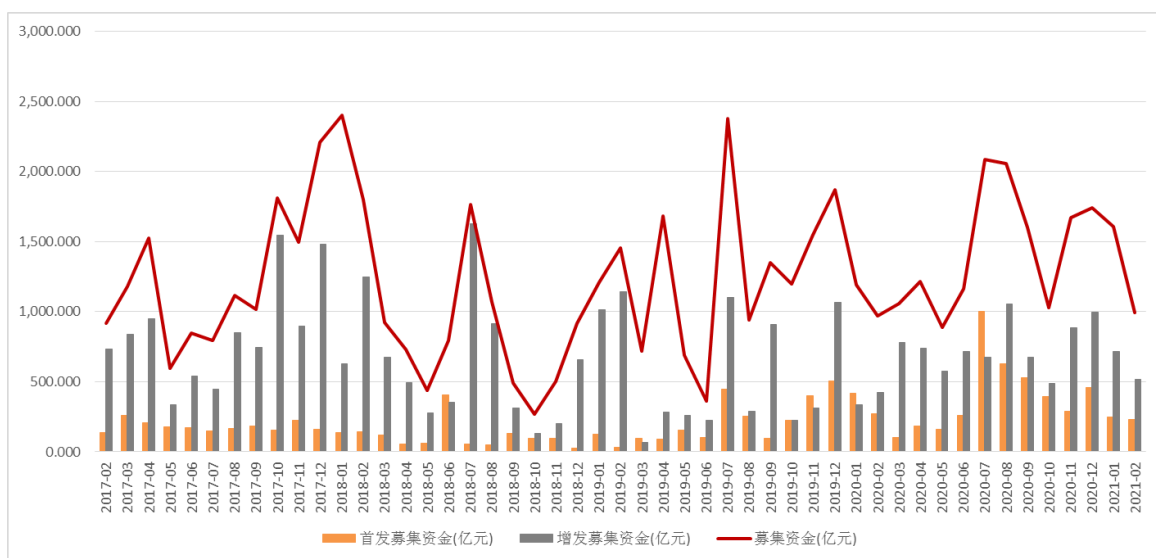
资料来源：瑞达期货、Wind

二、股指资金供需对比

1、资金消耗

据 wind 资讯统计，截至 2 月 26 日，二月份股权融资规模合计为 993.41 亿元，较一月份 1605.14 亿元明显。其中 IPO 募集资金为 229.23 亿元，为创业板实施注册制以来低点，首发家数为 28 家，较一月减少 17.15 亿元，IPO 市场并未受到春节假期的影响。虽然近几个月火热的 IPO 市场有所降温，但随着深圳主板与中小板合并，全市场注册制或将加速到来，后续 IPO 资金消耗仍将继续对市场资金面带来影响。增发家数亦较一月份有所回落，减少约 202 亿元。在新股供给量增加的背景下，市场抱团格局预计仍将延续，但方向可能随着年报的披露而逐渐转向。

图表 12 一级市场对资金消耗情况

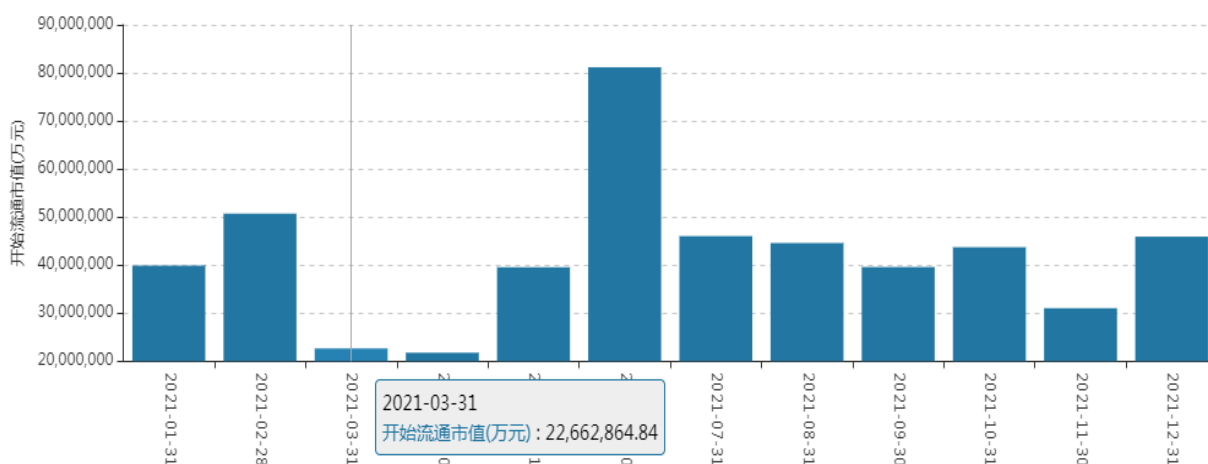


资料来源：瑞达期货、Wind

2、大股东二级市场及回购交易情况

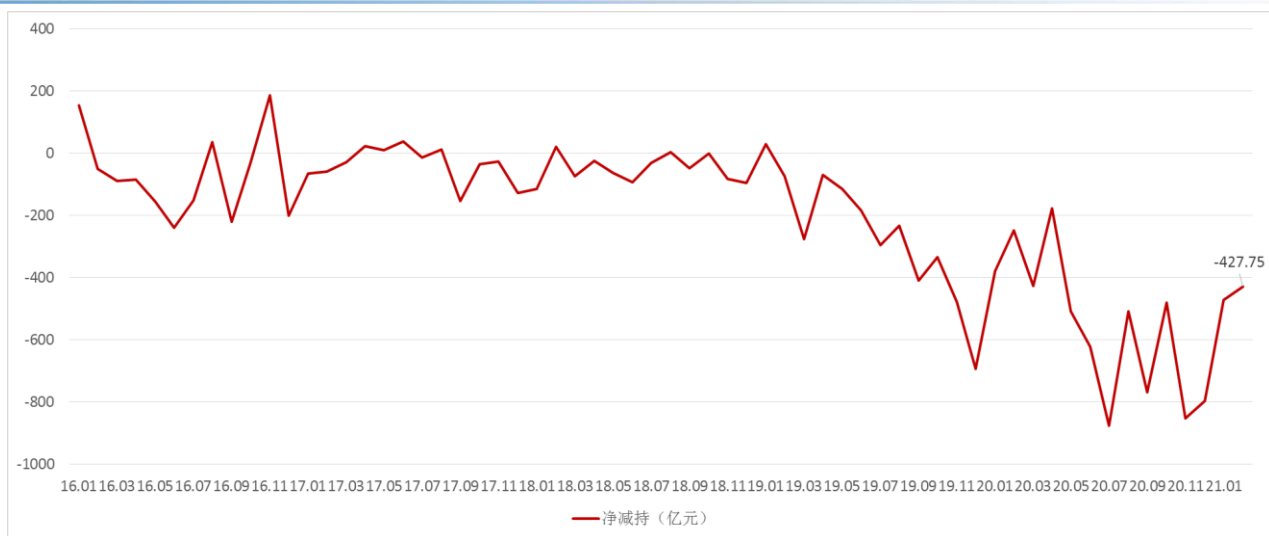
从重要股东二级市场交易公告来看，二月份净减持市值为427.76亿元，与一月份基本持平，但2021年前两个月净减持力度仍要高于往年。股东减持市值为538.2亿元，增持市值为110.45亿元；减持家数回落至393家，同时有174家上市公司披露增持公告，前者降至十月份以来低点，后者则保持上升态势，随着市场分化以及调整，股东增持意愿有所升温。三月份解禁压力较二月份明显下降，开始流通市值升至2266.3亿元，二月份则为5071.7亿元。

图表 13 限售解禁市值



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 14 大股东净增（减）持变化



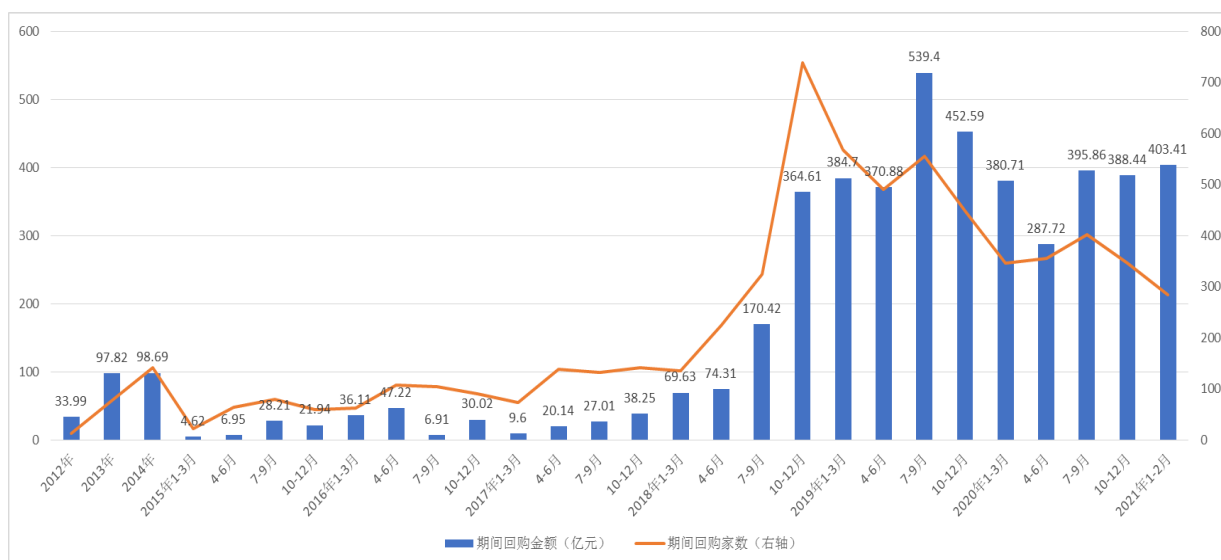
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 15 大股东增持情况



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 16 股票回购情况



资料来源：瑞达期货、Wind

2、资金供给面

(1) 基金持仓变动

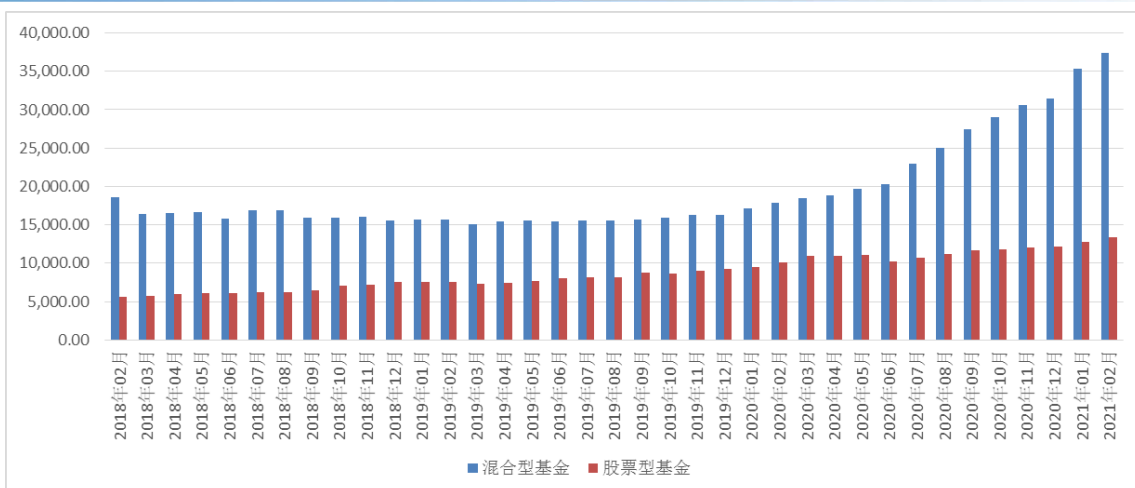
截至2月25日，基金分类股票投资比例为66%，较一月末微幅上升0.09%。二月份股票型基金、混合型基金份额进一步上升，达到13337.28亿份和37350.13亿份，基金市场的火爆表现，部分绩优明星基金继续暂停大额申购，这也对当前A股走势形成了一定影响，但后市随着居民资产的转移，基金仍将是居民资产进入A股的重要渠道。

图表 17 基金分类股票投资比例



资料来源：瑞达期货、Wind

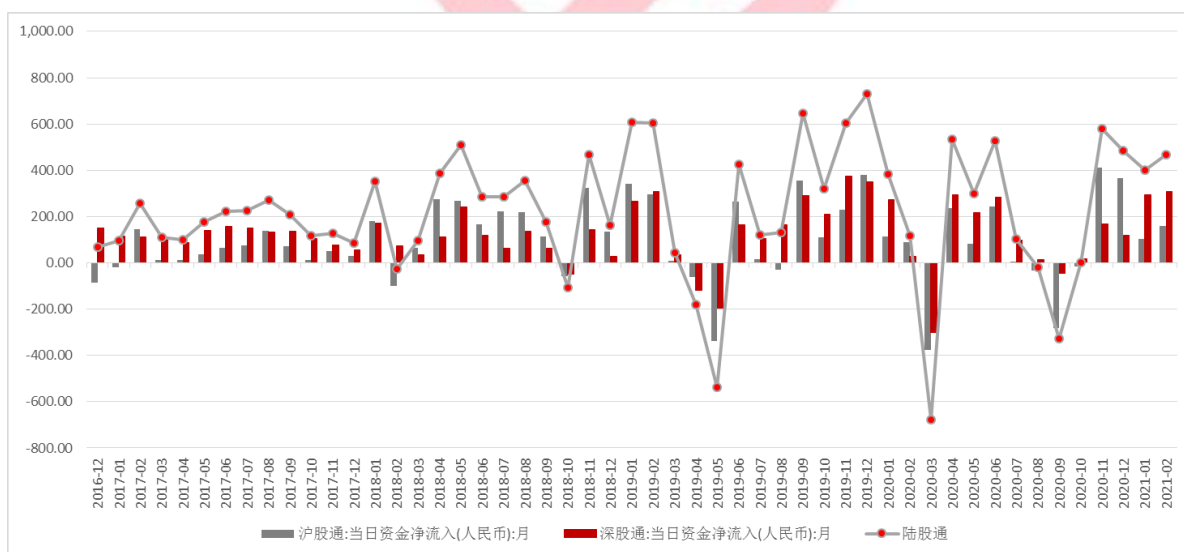
图表 18 混合型及股票基金发行份额（亿）



(2) 外资依然纠结

截至 2 月 25 日，二月份陆股通资金延续净流入态势，累计净流入 468.57 亿元，较一月份增加 69 亿元，连续四个月净流入。资金继续大幅涌入深市，达到 308.02 亿元，创一年来新高，沪股通则净流入 160.54 亿元。资金流入主要集中于春节前及节后两个交易日，最后一周则呈现净流出态势，海外市场波动以及股市持续疲软，令外资情绪受到一定影响。

图表 17 陆股通资金净流入情况 (亿元) (月)

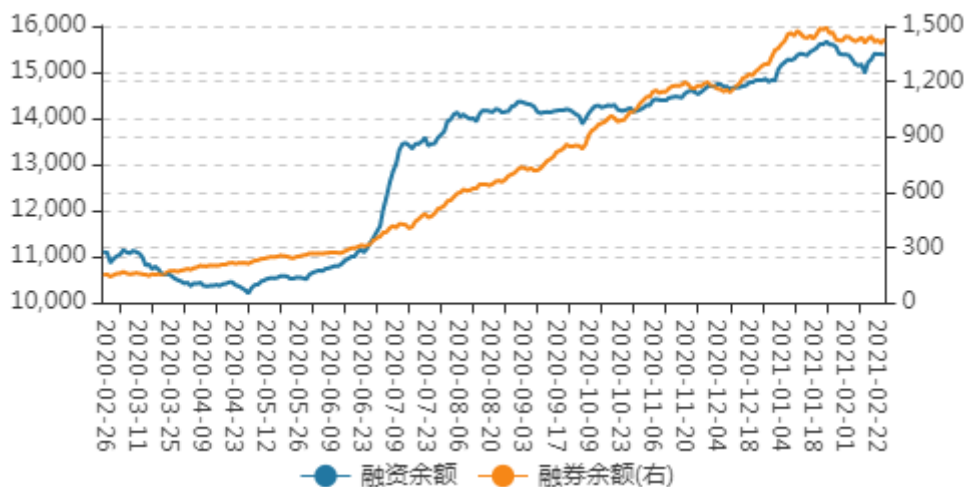


资料来源：瑞达期货、Wind

(3) 两融余额维持平稳

截至 2 月 25 日，两融余额为 16803.62 亿元，较一月末小幅减少 21.32 亿元，融资余额保持平稳。不过二月累计净卖出额 26.25 亿元，而一月份累计净买入额 582.17 亿元，多数交易日呈现净卖出，市场疲软，使得市场情绪受到较明显抑制。二月上旬融资买入额占 A 股成交额比持续走高至 10% 以上，创去年八月份以来新高，但随着节后行情回落，使得杠杆资金买入额占比快速回落至 9% 附近。

图表 18 融资融券余额



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 19 融资买入额占 A 股成交额比重



资料来源：瑞达期货、Wind

三、三月份股指走势展望

二月份A股大起大落，市场波动率明显上升，假期前后各大指数普遍刷新阶段高点，一度让投资者看到市场进一步走强的希望。不过假期归来，两市高开低走，在机构抱团股的带动下，单边下挫，沪指回调超200点，创业板单周则重挫11%。节后大宗商品延续升势，通胀预期不断升温，各国国债收益率普遍攀升，10年期美债升至近一年，这也对股市高估值带来负面效应，全球股市应声下挫，A股未能独善其身，特别是前期涨幅较大的抱团个股，回调幅度普遍在10%以上，贵州茅台跌幅则达到18%，这也令上证50与沪深300指数倍感压力。

展望三月份，随着疫情持续缓解，经济复苏预期不断强化，导致通胀预期及国债收益率走高，仍有可能

对股市带来压力。当前全球股市，甚至是A股市场面临估值偏高的问题，对于利率环境的变化更为敏感，因而债券收益率上升对市场的扰动仍将存在。不过在经济复苏的大背景下，股市将大概率继续受益。全球延续宽松的货币政策环境，美国1.9万亿刺激措施即将落地，将有利于投资者风险偏好得到提升，海外市场的波动以及对A股的扰动预计将较为短暂。回归国内，三月份全国两会即将举行，政策总体基调预计仍将保持连续稳定，尚未透露出明显转向的信号，而政府工作报告释放的信号，或将成为A股再度出发的重要节点。三月底A股将迎来业绩披露的第二轮高峰，而重磅上市公司财报也将随之披露。在业绩为王，强者恒强的市场格局下，市场分化预计将更为明显，抱团蓝筹在经历了巨幅的调整后，有望在业绩的支撑重新回升，而这也是A股指数上涨的驱动力所在。因此，在主要指数均大幅回调后，市场下方具有较强的支撑，其中沪指已回调至60日均线以及长达五个月的震荡平台附近，下行空间整体较为有限，触底稳步回升或是三月份的主要走势。期指整体操作思路建议以偏多操作为主，关注IF2106合约。

四、策略

三月策略：

1) IF2103

参考入场点位：5260-5320

方向：多

止损设置：5050

止盈设置：5640

中期策略：

2) IF 季月合约 (2103、2106)

方向：多

入场点位：5230

止损设置：4900

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。



瑞达期货

RUIDA FUTURES