

一诺千金 德厚载富

# 一德期货 研究报告

（策略报告）

## 股指短期将进入寻底阶段

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11月18日

注：本报告首发于期货日报

**摘要：**由于信用债事件打破了投资者对于国企“刚性兑付”的信仰，导致短期市场预期紊乱，并加剧了市场对流动性收紧的担忧。在该事件得到妥善解决之前，预计投资者风险偏好仍会受到压制，指数层面或将呈现震荡寻底状态。待事件尘埃落定之后，随着恐慌情绪的消散和疫苗普及的临近，A股市场有望在经济持续修复和展望年初流动性预期的双重提振下，迎来春季攻势的时间窗口。

上周中以来，A股市场持续震荡，很大程度上是受到信用债系列违约事件的影响。周一盘前央行进行8000亿MLF操作，与11月份到期量6000亿相比超出2000亿元。受此影响，因信用债事件带来的抛压有所缓解，期指三品种在本周前三个交易日中呈现窄幅震荡。

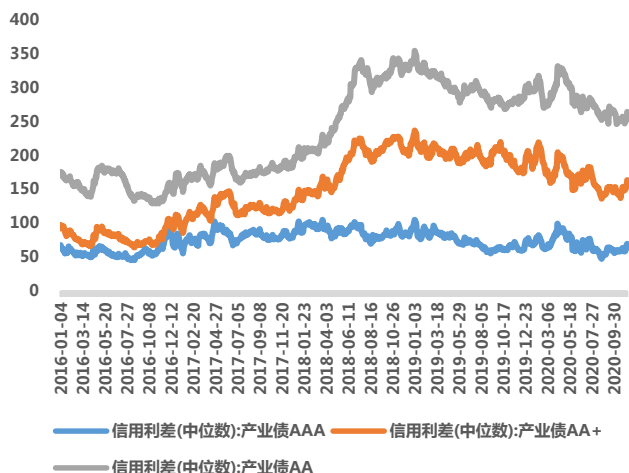
### 信用债事件加剧流动性收紧担忧

十月中下旬期间，由于央行行长发表关于“货币总闸门”的讲话以及彼时蚂蚁集团上市步伐不断加快，投资者预期宏观流动性边际趋紧。在避险情绪的作用下，增量资金观望情绪浓厚、入场步伐放缓，存量资金兑现收益动机强烈、部分游资转战可转债市场进行炒作。虽然11月3日上交所发布通知暂缓蚂蚁集团科创板上市，但IPO发行提速预期再起，投资者对资金面紧平衡的看法并未改观。而11月10日永煤超短期融资券违约，并且是继10月23日华晨集团违约不久后，信用评级为AAA级的国有企业再次出现违约。这不仅打破了投资者对AAA级国企的“刚兑信仰”，也加剧了市场对于流动性收紧和信用被迫收缩的预期，从而导致相关基金和资管产品被大量赎回。为缓解流动性压力，机构不得不卖出流动性更好的利率债和股票，使得中短期利率出现显著上行、A股市场持续震荡。

从历史经验来看，影响较大的信用事件的发生通常是受宏观经济、监管政策与融资环境的系统性影响。例如2016年5月，受经济下行压力较大和去杠杆政策影响，以煤炭、钢铁、有色、机械等行业为代表的产能过剩行业经营情况恶化，出现了违约潮。2018年二季度期间，受强监管、紧信用融资环境影响，民营企业出现了较为集中的信用违约现象。2019年5月包商银行出现风险，打破了市场对银行“刚性兑付”的信仰。同时由于其深度参与银行间市场，对银行间市场流动性造成了较大冲击。伴随着上述事件的发生，短期资金利率上行、信用利差走扩，股票市场（尤其是中小市值股票）出现较为严重的杀估值现象，直至监管层采取安抚措施后，恐慌情绪逐渐消退。

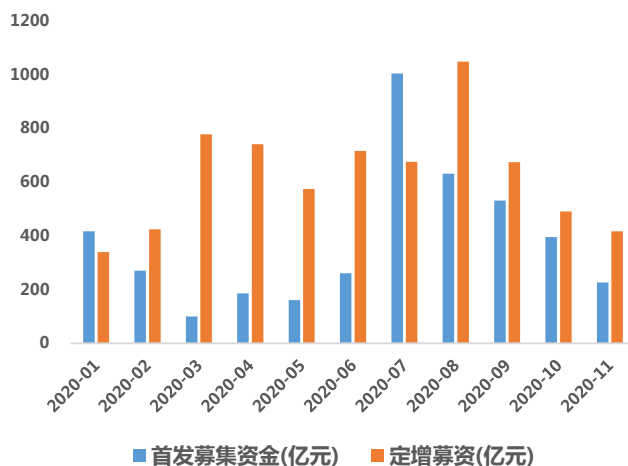
就本次事件来看，当前信用利差并未明显走扩，主要由于违约事件发生在国企，打破了投资者对于国企“刚性兑付”的信仰，导致短期市场预期的紊乱和对流动性收紧的担忧。周一盘前央行超量续作MLF，缓解了因信用风险预期传染导致的流动性风险。但经此一事，国企的刚性兑付信仰被打破，信用估值体系将面临重建，因此未来监管层和地方政府的表态值得投资者密切关注。如果监管方面没有明确的保兑付信号，即使央行投放了大量流动性，那么盈利能力较差的行业或者财政较困难的区域融资能力也将受到影响，进而导致信用层面被迫加快收缩，给A股市场相关板块带来压力。

图 1：IPO 和定向增发募资金额（截至 11 月 18 日）



资料来源：wind，一德期货

图 2：不同等级产业债信用利差（2016 年至今）



资料来源：wind，一德期货

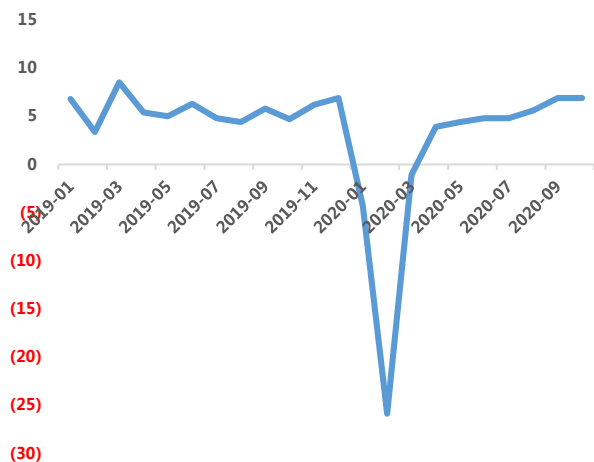
### 宏观经济复苏支撑周期板块上行

自上周开始，中美股市均表现出较为明显的以顺周期板块为代表的结构性行情。这种风格分化并非偶然，我们认为从现在开始到明年上半年，市场可能会逐步呈现出美股强于 A 股、周期板块强于成长板块的格局。具体而言：

首先基本面角度，国外方面，11 月 9 日辉瑞疫苗和 11 月 16 日 Moderna 疫苗利好消息的传出，加上美国大选后全球有望进入后疫情时代的财政刺激阶段，使得全球经济复苏预期快速升温。一旦疫苗成功上市，国外经济复苏力度大概率强于国内，那么资金将更倾向于配置预期差较大的海外市场，北上资金流入 A 股的规模将因此受限。国内方面，11 月 16 日公布的经济数据显示，十月工业增加值同比增速为 6.9%，持平上月。服务业生产指数同比为 7.4%，较上月加快 2.0 个点。出口同比为 11.4%，较上月加快 1.5 个点。消费同比增速为 4.3%，较上月加快 1.0 个点。固定资产投资同比增速为 1.8%，较上月加快 1.0 个点。除了工业增加值之外，其他指标均较九月环比回升，显示国内经济稳步复苏。

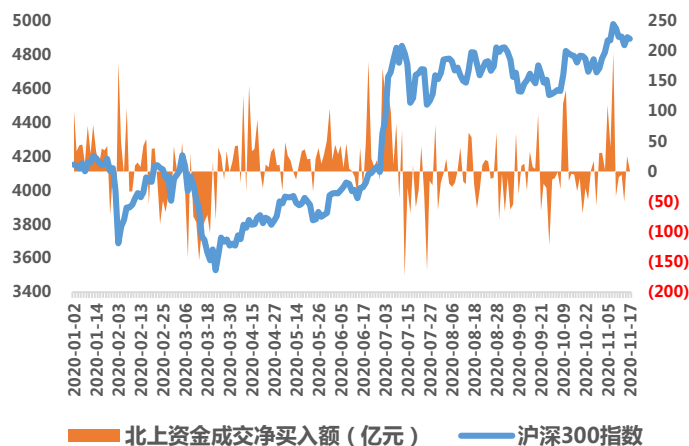
其次流动性层面，随着全球经济复苏的预期逐步强化，市场对于流动性边际宽松的预期就会逐步弱化。因为一旦疫苗成功上市，全球经济无疑将转向复苏。在全球贸易共振与补库存周期的影响下，企业盈利（尤其是周期板块）将会得到显著改善，但宽松的政策很可能会逐步退出，不利于股市（特别是成长股）估值的提升。

图 3：工业增加值当月同比



资料来源：wind，一德期货

图 4：沪深 300 指数与北上资金成交净买入额



资料来源：wind，一德期货

### 股指调整后依然存在结构性机会

综上所述，就当下而言，虽然海外不确定因素（包括海外疫情、美国大选、美国财政刺激法案）依然存在，但我们认为信用债事件如何解决是影响短期市场走势最为关键的因素。从事件本身来看，当前信用利差并未明显走扩，主要由于违约事件发生在国企，打破了投资者对于国企“刚性兑付”的信仰，导致短期市场预期的紊乱和对流动性收紧的担忧。周一盘前央行进行 8000 亿 MLF 操作，与 11 月份到期量 6000 亿相比超出 2000 亿元。受此影响，因信用债事件带来的抛压有所缓解。如果监管方面没有明确的保兑付信号，即使央行投放了大量流动性，那么盈利能力较差的行业或者财政较困难的区域融资能力也将受到影响，进而导致信用层面被迫加快收缩，给 A 股市场相关板块带来压力。市场风格方面，近期美股和 A 股在疫苗消息推动下均呈现出较为明显的二八分化，这并非偶然。一旦疫苗成功上市，全球经济将转向复苏，虽然有利于企业盈利（尤其是周期板块）的回暖，但宽松的政策很可能会逐步退出，不利于股市（特别是成长股）估值的提升。此外，近期中国市场监管总局就平台经济领域的反垄断指南征求意见，美股也在预期拜登上台或监管大型科网股，全球监管对于大型科技网络股的风向在改变。在基本面和政策面双重作用下，我们预计风格分化将会延续，继续看好低估值顺周期板块。

短期操作上，单边层面，预计市场短期将进入寻底阶段，信用事件能否快速妥善解决成为影响节奏的关键。建议前期空单继续持有，并可以逢分时拉升继续追加空单，如果监管层释放出保兑付信号或是有其他超预期利好出现，则空单全部平仓离场。跨品种套利方面，目前资金非常明显地从中游制造业的景气切换到上游产出缺口的快速涨价，预计短期内市场风格依然会偏向顺周期板块。建议投资者继续关注多 IH 空 IC 或者多 IF 空 IC 跨品种套利，注意风控。

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
<b>公司总部</b> 天津市和平区解放北路 188 号信达广场 16 层	022-5829 8788	300042
<b>北京北三环东路营业部</b> 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
<b>上海营业部</b> 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
<b>天津营业部</b> 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
<b>天津滨海新区营业部</b> 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
<b>天津津滨大道营业部</b> 天津市河东区上杭路街道津滨大道 53 号 B 座 2301	022-2813 9206	300161
<b>天津解放北路营业部</b> 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
<b>大连营业部</b> 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
<b>郑州营业部</b> 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
<b>日照营业部</b> 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

<b>宁波营业部</b> 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
<b>唐山营业部</b> 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
<b>烟台营业部</b> 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
<b>杭州营业部</b> 浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦 801 室	0571-8799 6673	310000