

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（策略报告）

股指有望延续震荡上行态势

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：2021年1月4日

注：本报告首发于期货日报

2021 年首个交易日，A 股如期迎来开门红。在新能源、农业、军工等板块的推动下，市场震荡上行，中小指数明显跑赢大指数。从过去五年沪深 300 新年首日涨跌情况可以看出，除 2016 年和 2019 年指数下跌外，其余三年沪深 300 均收涨。并且除 2016 年外，其余四年的一月份，A 股均处于春季躁动的时间窗口，只不过 2017 年与 2019 年市场处于春季躁动的早期阶段，而 2018 年与 2020 年则处于春季躁动的中后期阶段。展望未来，我们认为今年春节前指数层面将延续 2020 年 11 月以来的震荡上行态势，但整体贝塔性的空间较为有限，市场很有可能重复类似 2017 年年初的结构性行情。

表：2016 年至 2020 年沪深 300 首日涨跌幅统计

	2016 年 1 月 4 日	2017 年 1 月 3 日	2018 年 1 月 2 日	2019 年 1 月 2 日	2020 年 1 月 2 日
沪深 300 涨跌幅	-7.02%	0.97%	1.40%	-1.37%	1.36%

资料来源：wind，一德期货

春节前外部环境较为友好

从国外情况来看，2021 年开年的外部环境较为友好，整体有利于 A 股。

首先，外部经济合作前景明朗，地缘政治局势相对稳定。12 月 30 日，中国与欧盟签署中欧投资协议。据彭博报道，这笔协议的主要目的是扩大外国投资者进入中国市场的渠道，涉及从汽车到电信等多个行业。该协议还旨在解决欧美国家认为扭曲市场的中国政策，如工业补贴、国有企业及强制技术转让等。从 11 月 15 日 RCEP 的签署，到 12 月 30 日中欧投资协定的签订，表明了日韩和欧盟等主要经济体与中国合作的长期意愿，这有利于外循环预期的持续修复。在近年中美关系不确定性剧增的大背景下，上述协议有利于中国加强与世界其他主要经济体之间的贸易往来和科技合作，降低对美国的依赖程度，规避其他负面贸易规则所带来的冲击。美国方面，1 月 20 日拜登将正式成为美国总统，在权力交接的过渡阶段，预计中美博弈将暂时处于真空期。但从中长期角度来看，我们认为拜登上台并不会改变中美两国战略关系，中美关系仍会是 2021 年市场将要面对的最大不确定性因素之一。

其次，欧美疫情形势严峻，宽松预期进一步强化。受变异病毒影响，英国新增确诊病例创出新高，美国疫情则相对稳定。目前变异病毒已经扩散到多个国家，这提高了疫情防控难度，加大了疫苗接种的紧迫性，但我们认为投资者不必因此而感到过度担忧。一方面，从历史经验来看，从防控措施实施到见效大概需要三到四周左右的时间，而当前距离防控措施实施刚刚过去两周。加上防控措施宣布后大量居民出行躲避封锁，因此一月中旬之前新增病例数据持续升高的现象较为正常。另一方面，虽然疫情的蔓延和防控措施的升级给欧美经济造成了负面影响，但这同时也意味着欧美宽松基调不会改变。也就是说，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，而股票市场在宽松预期的推动下估值存在支撑。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。

国内基本面向好趋势不变

从国外情况来看，基本面向好、政策面偏暖的宏观环境会继续抬高市场的震荡中枢。

首先，基本面方面，虽然目前局部地区不断有本土病例出现，但整体来看疫情呈现散点式分布状态，属于可控范畴，对经济影响较为有限。12月31日，统计局公布12月PMI为51.9%，虽然较上月回落0.2个百分点，但连续十个月位于临界点以上，表明制造业继续稳步恢复。其中新出口订单指数为51.3%，表明出口维持强势。就短期而言，海外疫情及相应的封锁措施会继续压制其余国家的供给能力，在外围需求拉动的作用下，中国出口端景气依然向上，有利于经济基本面的进一步改善。从企业盈利角度来看，每年的一月份都是上市公司年报业绩预告的时间窗口，在此期间投资者对于年报和一季报的预期将逐渐明朗。回顾2020年，在疫情影响下，一季度企业盈利增速明显下滑，二季度以来随着国内疫情得到有效控制，加上一系列稳增长政策的落地起效，上市公司业绩在一季度深度回调的基础上明显复苏。统计数据显示，2020年前三季度全部A股归属母公司股东净利润累计同比增速为-5.88%，其中非金融上市公司净利润累计同比增速为-4.33%，剔除金融石油石化后净利润累计同比增速为-1.44%。就2020年四季度来说，十月底前地方政府专项债加速发行使得基建投资保持高速增长，同时在国内疫情维持稳定的条件下，餐饮、服务行业的修复仍将延续，因此预计四季度A股盈利将持续改善，2020年全年企业盈利大概率呈现底部回升态势。而就一季报而言，考虑到外围需求对出口的拉动以及2020年初的低基数效应，本轮经济复苏大概率持续到今年上半年，其中一季度经济基本面继续改善的预期尤为强烈。在全球贸易共振与补库存周期的影响下，工业品价格存在较强的上行动力，在此背景下预计企业盈利（尤其是周期板块）将会得到显著改善。

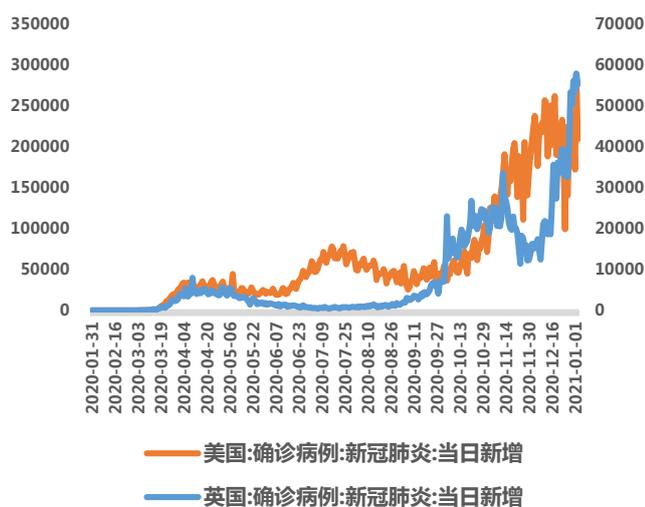
其次，政策面方面，开年国内外宏观流动性预期偏向宽松。海外方面，为应对疫情给经济带来的冲击，欧美等主要经济体的政策将维持宽松，尤其是美国，这会强化人民币升值的预期。而历史行情显示，在人民币汇率升值期间，北上资金配置A股的动力较强，价值股尤其是金融股表现会比较亮眼。国内方面，12月16日至18日中央经济工作会议在北京召开，会议指出“要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效”。上述政策表述出台以后，市场对于2021年年初无风险利率的走向趋向于乐观。但从全年角度来看，在国内经济快速修复的背景下，逆周期政策发力托底的必要性已有所下降，政策天平将逐渐向“防风险”倾斜，后续宏观政策料将逐渐回归常态化。也就是说，未来的财政政策将由积极趋向于稳定，货币政策也会从应对疫情冲击的偏宽松状态向后疫情时代的稳健中性取向回归，“稳货币”“稳信用”将成为2021年的政策基调。

指数将延续震荡上行态势

综上所述，我们认为春节前期指数层面将延续2020年11月以来的震荡上行态势，但整体贝塔性的空间较为

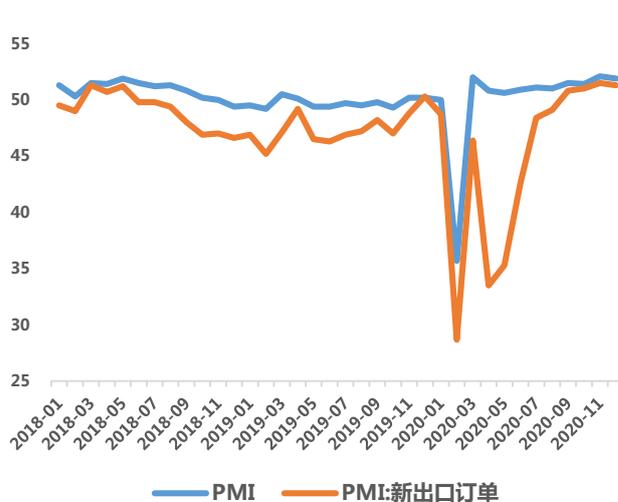
有限。具体而言，第一，年初外部环境对 A 股较为有利。12 月 30 日中欧投资协定签署，1 月 20 日拜登正式主政，中美博弈将处于真空期。此外海外疫情防控形势依然严峻，一方面加大了疫苗接种的紧迫性和防控措施的升级，另一方面也意味着欧美宽松基调不会改变。第二，就国内来说，虽然目前局部地区不断有本土病例出现，但整体来看疫情呈现散点式分布状态，属于可控范畴，对经济影响较为有限。与此同时，海外疫情及相应的封锁措施会继续压制其余国家的供给能力，中国出口端景气依然向上。进入一月，随着年报业绩快报披露和市场对一季报预期的逐渐明朗，基本上行的态势会继续抬高市场的震荡中枢。虽然在中央经济工作会议“不急转弯”政策表述的影响下，市场对于 2021 年年初无风险利率的走向趋于乐观，但由于年内国内整体的政策面偏向于中性，因此不宜对贝塔性机会抱有过多期待，市场很有可能重复类似 2017 年年初的结构性行情。因此操作上，建议前期多单谨慎持有，如新加仓多单则以 IF 和 IH 为主，同时密切关注海外疫情防控 and 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。跨品种套利方面，建议投资者关注 2:1 多 IH 空 IC 跨品种套利。

图 1：美国和英国新增确诊病例当日新增



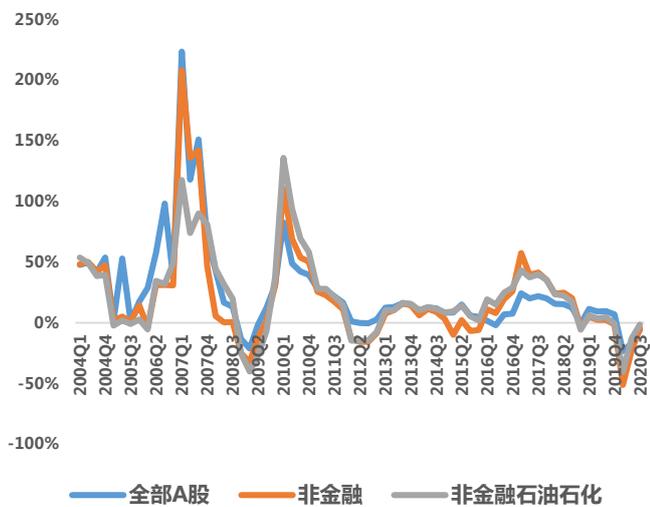
资料来源：wind，一德期货

图 2：PMI 数据 (%)



资料来源：wind，一德期货

图 3：上市公司归母净利润累计同比（%）



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