

高估值板块下跌 对股指期货投资的影响

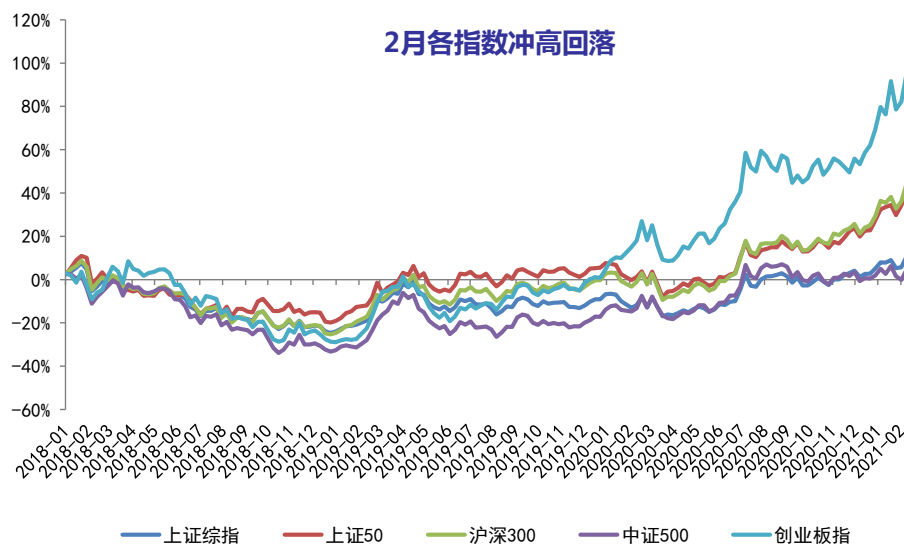
申银万国期货研究所 贾婷婷
2021. 03. 10

主要内容

- 2月份股指期货市场回顾
- 海内外担忧流动性拐点到来
- 高估值白马股深度回调
- 市场风格转变对股指期货投资影响

市场回顾：冲高回落

春节前股指大幅向好，自2月1日至2月9日沪深300指数累计上涨达8.5%。春节期间（2月11日-2月16日）海外股市向好，道琼斯工业指数和香港恒生指数分别上涨0.27%、2.4%。春节期间我国无特殊风险事件发生，节后各指数均大幅高开，但受央行收紧信号影响，各指数高开低走，前期抱团白马股开始大幅回调拖累指数表现，与此相反，中小盘股相对坚挺。截至2月25日，上证50、沪深300和中证500指数分别上涨3.71%、2.20%、2.41%。板块表现方面，顺周期板块和低估值板块躁动，其中房地产、有色金属、农林牧渔、钢铁、休闲服务分别上涨12.49%、11.51%、11.25%、11.23%、10.31%。



资料来源：Wind，申万期货研究所

市场回顾：关键数据表

指数	涨跌幅	沪深300	上证50	中证500	万得全A
	2021年2月	2.20%	3.71%	2.41%	1.96%
	2021年1月	2.70%	1.99%	-0.33%	-0.10%
	市盈率(TTM)	沪深300估值	上证50估值	中证500估值	万得全A
	2021年2月	16.71	14.52	28.52	23.57
	2021年1月	16.38	14.17	28.13	23.26
申万一级行业	20日（涨跌幅）	行业1	行业2	行业3	行业4
	排名前四位	休闲服务	农林牧渔	有色金属	钢铁
	排名后四位	国防军工	电子	计算机	通信
	60日（涨跌幅）	行业1	行业2	行业3	行业4
	排名前四位	休闲服务	有色金属	电气设备	农林牧渔
	排名后四位	通信	商业贸易	纺织服装	计算机
期货	IF当月连续合约 涨跌幅度		IF总持仓变化	IF当月连续合约- 现货价差	IF当月连续-IF次月 连续合约价差
	2021年2月		-6,110	-2.76	14.00
	2021年1月		9,231	-9.56	12.20
	IH当月连续合约 涨跌幅度		IH总持仓变化	IH当月连续合约- 现货价差	IH当月连续-IH次月 连续合约价差
	2021年2月		1,495	1.77	-7.20
	2021年1月		-4,291	6.15	-11.20
	IC当月连续合约 涨跌幅度		IC总持仓变化	IC当月连续合约- 现货价差	IC当月连续-IC次月 连续合约价差
	2021年2月		-5,495	-26.95	-59.80
	2021年1月		5,015	-32.54	-60.40

2月行情主要影响因素

2月行情主要受以下因素影响：

1) A股春节期间赚钱效应普遍较好

根据历史规律，除个别有突发事件的年份，A股在春节期间上涨的概率较高，且节后第一个交易日预计波动会加大。

2) 春节后第一个交易日央行回笼资金

春节后第一个交易日，央行罕见地大幅回笼资金，对市场带来不及预期的投放力度，给A股表现造成一定影响。

3) 北向资金和杠杆资金流向有所分化

在行情短期下跌后北向资金自1月29日以来连续5个交易日净流入，而杠杆资金自1月26日以来连续8个交易日净流出。我们认为这可能跟节前杠杆资金短期退出有一定关系。

股指期货贴水幅度有所扩大

整体上而言，近期各个合约各个月份的贴水幅度都有扩大的迹象，不过当月合约、季月合约和下季月合约相对幅度较小，下月合约贴水幅度扩大较为明显。

三个品种相较而言，中证500贴水幅度扩大幅度较小。

从贴水幅度反应的恐慌程度并没有指数下跌表现出来的那么大，不过目前指数走势很弱，依然没有见底的迹象，不排除贴水幅度后续会继续扩大。不过指数现在这个位置，除非美股崩盘，短期再度下跌的空间应该还是有限的，建议继续关注抱团股的动向。

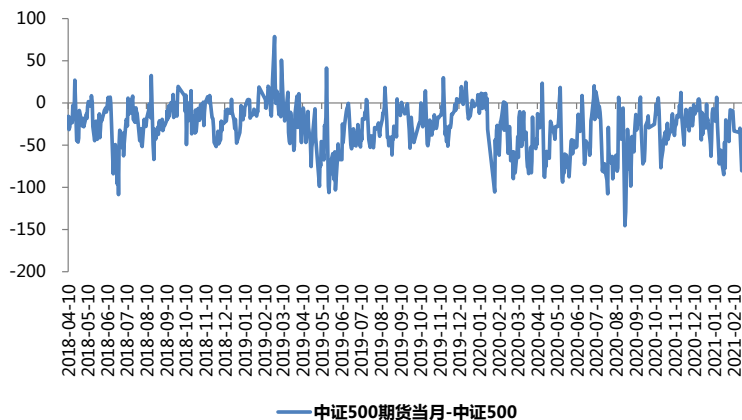
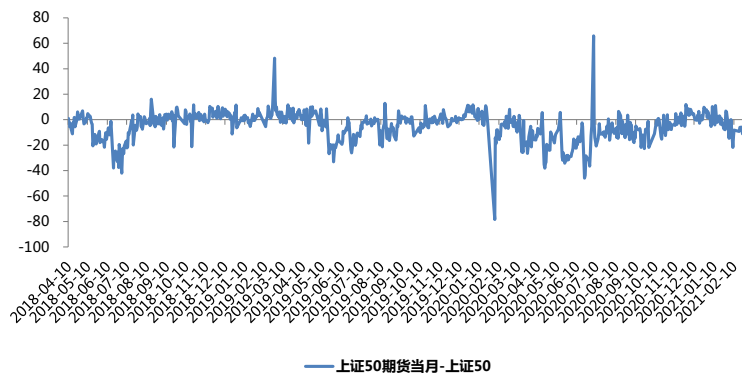
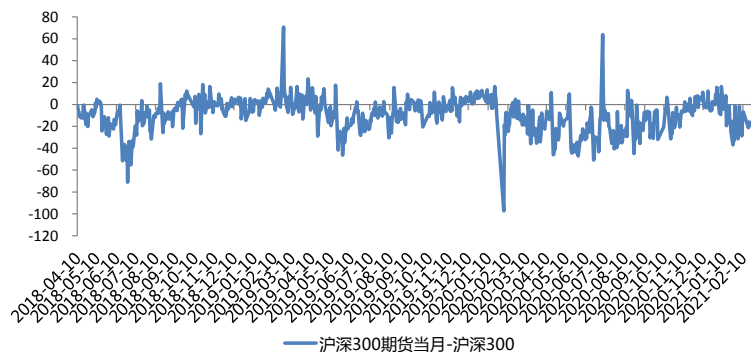
交易日	(IF00-现货) 年 化升贴水率	(IF01-现货) 年 化升贴水率	(IF02-现货) 年 化升贴水率	(IF03-现货) 年 化升贴水率
2021-02-22	-0.08%	-2.91%	-4.20%	-4.42%
2021-02-23	-0.06%	-2.72%	-4.00%	-4.66%
2021-02-24	-0.07%	-3.09%	-4.29%	-4.81%
2021-02-25	-0.01%	-1.84%	-3.54%	-4.28%
2021-02-26	-0.08%	-3.55%	-4.65%	-4.73%
2021-03-01	-0.10%	-4.63%	-4.99%	-5.00%
2021-03-02	-0.15%	-6.15%	-5.89%	-5.56%
2021-03-03	-0.15%	-7.40%	-6.00%	-5.74%
2021-03-04	-0.04%	-3.35%	-4.51%	-4.87%
2021-03-05	-0.03%	-2.19%	-4.15%	-4.69%
2021-03-08	-0.11%	-5.18%	-5.91%	-5.60%

股指期货贴水幅度有所扩大

交易日	(IH00-现货) 年 化升贴水率	(IH01-现货) 年 化升贴水率	(IH02-现货) 年 化升贴水率	(IH03-现货) 年 化升贴水率
2021-02-22	-0.03%	-1.40%	-3.02%	-3.72%
2021-02-23	-0.06%	-2.82%	-4.10%	-4.44%
2021-02-24	-0.04%	-1.65%	-3.66%	-4.26%
2021-02-25	0.01%	-0.85%	-3.62%	-4.41%
2021-02-26	-0.01%	-1.77%	-4.03%	-4.17%
2021-03-01	-0.03%	-2.13%	-4.19%	-4.37%
2021-03-02	-0.05%	-3.16%	-4.74%	-5.07%
2021-03-03	-0.04%	-3.18%	-5.06%	-5.05%
2021-03-04	-0.02%	-1.98%	-4.29%	-4.79%
2021-03-05	0.01%	-1.70%	-4.37%	-4.75%
2021-03-08	-0.11%	-4.94%	-6.27%	-5.99%

交易日	(IC00-现货) 年 化升贴水率	(IC01-现货) 年 化升贴水率	(IC02-现货) 年 化升贴水率	(IC03-现货) 年 化升贴水率
2021-02-22	-0.27%	-12.80%	-13.44%	-12.58%
2021-02-23	-0.21%	-11.13%	-12.60%	-12.23%
2021-02-24	-0.15%	-9.29%	-11.14%	-11.34%
2021-02-25	-0.09%	-8.01%	-10.58%	-11.06%
2021-02-26	-0.15%	-9.42%	-11.65%	-11.65%
2021-03-01	-0.16%	-10.16%	-12.09%	-12.14%
2021-03-02	-0.17%	-10.25%	-12.20%	-12.12%
2021-03-03	-0.19%	-11.45%	-12.97%	-12.59%
2021-03-04	-0.09%	-7.93%	-11.01%	-11.17%
2021-03-05	-0.01%	-5.93%	-9.67%	-10.59%
2021-03-08	-0.04%	-6.54%	-9.90%	-10.73%

股指期货合约升贴水走势图



主要内容

- 2月份股指期货市场回顾
- 海内外担忧流动性拐点到来
- 高估值白马股深度回调
- 市场风格转变对股指期货投资影响

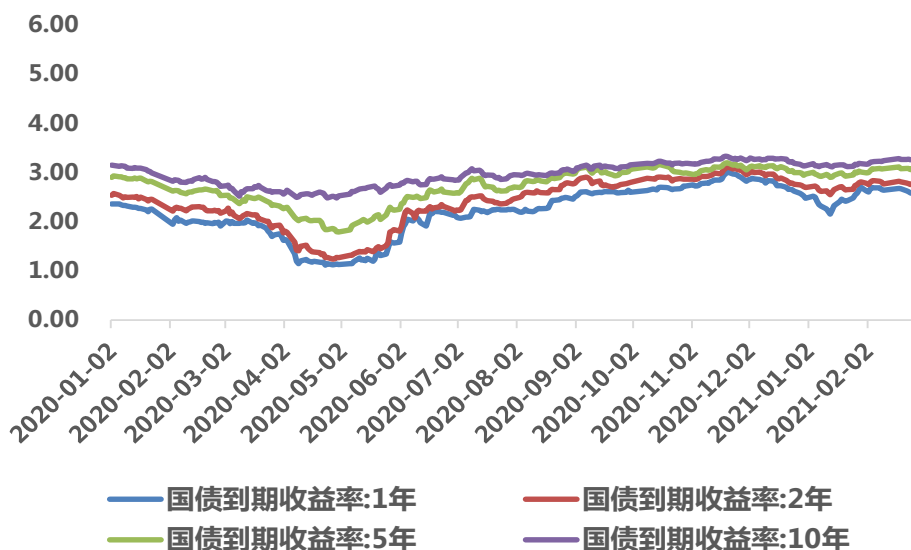
市场担忧海内外流动性拐点到来

- 2月以来，美债收益率持续走高，截至2月25日19时，受10年期美国国债收益率触及去年2月以来新高1.45%，中美利差（10年中美国债收益率利差）已大幅收窄至183个基点，较年初的约230个基点大幅下滑约47个基点。
- 春节后第一个交易日，央行罕见地大幅回笼资金，对市场带来不及预期的投放力度，给A股表现造成一定影响。2月18日，央行开展了2000亿元MLF操作和200亿元7天期逆回购操作，当日有2000亿元MLF和2800亿元逆回购到期，实现净回笼2600亿元，为近年来罕见。从央行的操作看来，政策开始收紧的速度要快于市场此前的预期，由于今年倡导就地过年，市场对现金的需求弱于往年，央行在春节前后并没有进行大量的公开市场操作，此前预期的节前MLF操作和临时准备金动用安排（CRA）也没有进行。
- 市场预期流动性开始收缩后，股市开始展开持续调整，春节之后截至2月25日上证50、沪深300和中证500分别下跌4.4%、5.8%、3.0%。

无风险利率有所上升

- 央行表示当前已不应过度关注央行操作数量，否则可能对货币政策取向产生误解，重点关注的应当是央行公开市场操作利率、MLF利率等政策利率指标，以及市场基准利率在一段时间内的运行情况。国家发改委也指出，“2021年政策要全面退坡甚至是退出”说法并不正确，宏观政策肯定会与保持经济平稳运行实际需要相匹配，下一步将根据经济运行实际情况，做好政策进退之间平衡，应对好各种不确定性，2021年有条件、有基础保持我国经济平稳发展。
- 由于此前市场普遍预计政策不会急转弯，尤其是一季度，因此对于节后指数上涨的高度仍然有所期待，而从目前央行较为稳健的操作风格来看，需要适当地降低对指数未来空间的预期。

2021年国债收益率有所上升



经济呈现结构性分化

- 由于今年倡导就地过年，且疫情得到有效控制，经济呈现结构性分化。一方面居民观影需求旺盛，春节档总票房突破70亿元；另一方面交通类需求下降明显，2月11日-2月15日，全国铁路、道路、水路、民航共累计发送旅客5937.1万人次，较去年同期下降37.2%。
- 而从节后第一个交易日股市表现来看，周期性板块再度受到市场关注，有色金属、采掘、钢铁和房地产行业大幅领涨，而大宗商品也表现不俗，其中原油、铁矿石、铜等涨幅均超5%。我们认为就地过年的政策有利于加快新年开工，对顺周期领域有较大的利好。
- 国家统计局指出，近期一些地方疫情散发对经济影响可控，目前大多数地区生产生活正常运转，经济运行总体稳定。2021年我国经济有基础也有条件延续稳健复苏态势，虽然当前疫情防控“外防输入、内防反弹”压力仍然较大，但经济长期向好基本面没有改变，而且正在显现。今年将更加精准有效实施财政、货币、就业、投资、消费、区域、产业等政策，把经济运行保持在合理区间。

每月筛选表		
2020年每月社会融资规模结构	2021年1月	同比增速(%)
社会融资规模	51,742.00	2.39%
社会融资规模:新增人民币贷款	38,182.00	9.33%
社会融资规模:新增外币贷款	1,098.00	114.04%
社会融资规模:新增委托贷款	91.00	-450.00%
社会融资规模:新增信托贷款	-842.00	-294.91%
社会融资规模:新增未贴现银行承兑汇票	4,902.00	249.39%
社会融资规模:企业债券融资	3,751.00	-5.44%
社会融资规模:非金融企业境内股票融资	991.00	62.73%
社会融资规模:政府债券	2,437.00	-67.99%
社会融资规模:存款类金融机构资产支持证券	-28.00	-105.86%
社会融资规模:贷款核销	280.00	68.67%

预计2021年将有约2000亿北向资金流入A股

序号	代码	指数简称	今年以来涨跌幅 (%)	PE (TTM)	PB (LF)
1	GDAXI.GI	德国DAX	2.4%	11.6	1.5
2	HSCEI.HI	恒生中国企业指数	-5.6%	13.2	1.3
3	000016.SH	上证50	15.5%	13.9	1.5
4	FCHI.GI	法国CAC40	-7.2%	14.3	1.4
5	FTSE.GI	英国富时100	-12.9%	15.4	1.6
6	HSI.HI	恒生指数	-5.4%	15.6	1.3
7	000300.SH	沪深300	22.5%	15.6	1.7
8	000001.SH	上证指数	11.6%	15.8	1.5
9	STI.GI	富时新加坡海峡指数	-10.9%	25.0	1.0
10	000905.SH	中证500	19.8%	28.0	2.0
11	DJI.GI	道琼斯工业指数	5.7%	29.7	6.4
12	KS11.GI	韩国综合指数	26.1%	31.7	1.1
13	SPX.GI	标普500	14.6%	35.8	4.0
14	N225.GI	日经225	13.3%	37.5	2.0
15	IXIC.GI	纳斯达克指数	41.1%	46.3	4.6
16	399006.SZ	创业板指	54.9%	59.3	7.7

◆截至三季度末外资持有A股市值占比约为3.3%，相较于台湾、韩国等超过30%的比例，空间很大。

◆我们预计2021年将有约2000亿北向资金流入A股，主要原因在于：

◆1) 由于我国在2020年率先实现经济复苏，出口数据超预期，人民币自6月以来大幅升值将近9%，相较全球其他资产人民币资产显得更有吸引力。

◆2) 2021年我国将延续经济复苏，且当前A股估值相较而言依然较低，股指仍有较好的上涨空间，能吸引外资继续增加配置。

◆3) 金融业加速对外开放，为外资流入创造更便利的环境。

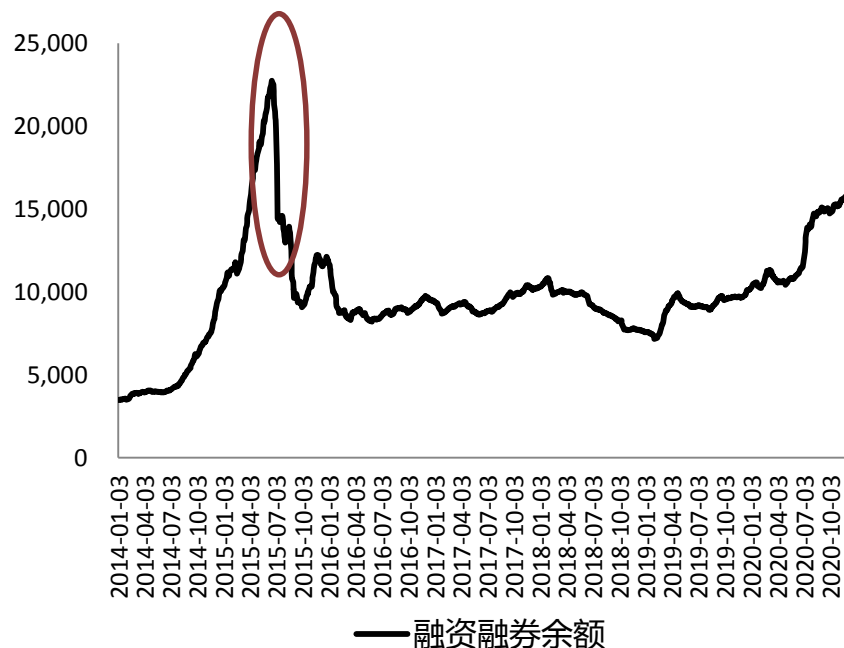
日期	外资持有股票市值 (亿)	外资持有股票市值占A股总市值 (%)	QFII&RQFII测算值 (右轴)	QFII&RQFII占比 (%)	沪深港通持股市值 (右轴)	沪深港通占比 (%)
2016/12/31	6,492	1.17%	4,790	73.78%	1,702	26.22%
2017/12/31	11,747	1.86%	6,604	56.22%	5,143	43.78%
2018/12/31	11,517	2.37%	5,000	43.41%	6,518	56.59%
2019/12/31	21,019	3.20%	6,840	32.54%	14,178	67.46%
2020/9/30	27,509	3.26%	10,460	38.02%	17,049	61.98%

***外资持有我国股票市值使用央行季度公布的数据：境外机构和个人持有境内人民币股票金融资产。

预计2021年将有约3500亿杠杆资金流入A股

- 2019年、2020年分别有3637.35亿元、4619.98亿元（截至12月16日）杠杆资金流入A股。
- 我们预计2021年约有3500亿元杠杆资金流入A股，和2019年的水平相当。主要原因在于：
 - 1) 2021年股指预计仍会以震荡上行为主，会跟随行情缓慢提升；
 - 2) 流动性合理充裕下，杠杆资金不会急剧增加。

日期	累计融资余额	季度资金变化	年度变化
2019/3/29	9,132.20	1,642.30	2,714.86
2019/6/27	9,065.40	-66.80	2,648.06
2019/9/30	9,372.55	307.15	2,955.21
2019/12/31	10,054.69	682.14	3,637.35
2020/3/31	10,474.06	419.37	419.37
2020/6/29	11,193.71	719.65	1,139.02
2020/9/30	13,885.96	2,692.25	3,831.27
2020/12/16	14,674.67	788.71	4,619.98



2021年权益市场：信用收缩下收益主要来自业绩表现

经济增速回升

- ❖ 2020年GDP基数低，2021年一季度GDP同比增速有望达到两位数
- ❖ 经济稳健复苏，上市公司业绩有所改善
- ❖ 信用收紧下股市难出现全面估值抬升

政策推动制造业强国建设

- ❖ 制造业强国建设，新基建和老基建同步发力
- ❖ 加快建设科技强国，强化国家战略科技力量，提升企业技术创新能力
- ❖ 国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下提升消费占GDP比重

资金

- ❖ 公募基金、保险资管、养老基金等机构资金继续流入股市
- ❖ 房地产调控下，居民权益配置有望提升
- ❖ 加快金融业对外开放叠加人民币升值，外资加速流入中国

海外市场风险

- ❖ 中美关系反复，美国继续打压中国科技企业
- ❖ 高估值美股下跌回调拖累A股风险

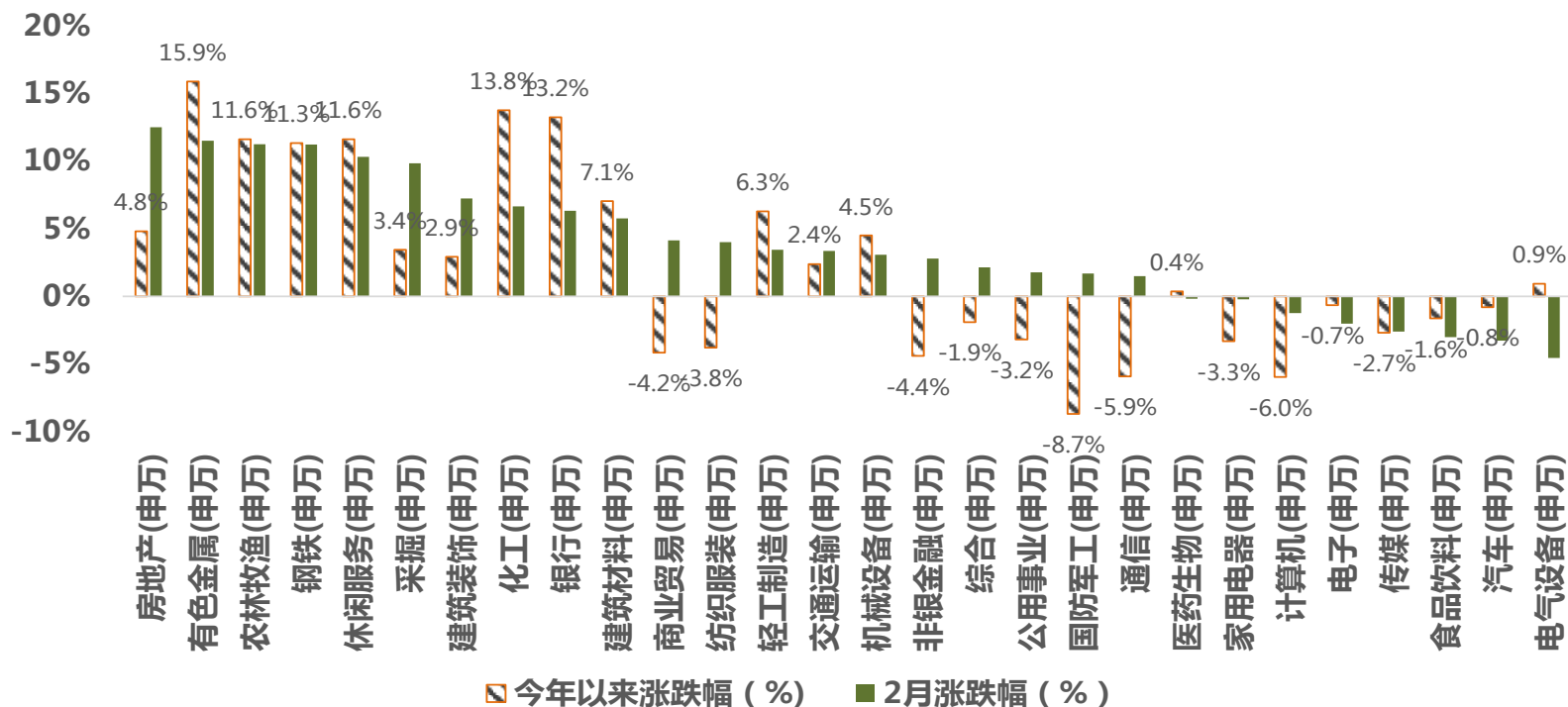
主要内容

- 2月份股指期货市场回顾
- 海内外担忧流动性拐点到来
- 高估值白马股深度回调
- 市场风格转变对股指期货投资影响

高估值白马股深度回调

- 春节以来，市场风格发生了明显的变化，前期抱团白马股纷纷下跌调整并拖累指数表现，而顺周期（有色金属、钢铁等）和低估值板块（金融和房地产）受到资金青睐。

申万一级行业涨跌幅（%）



高估值白马股深度回调

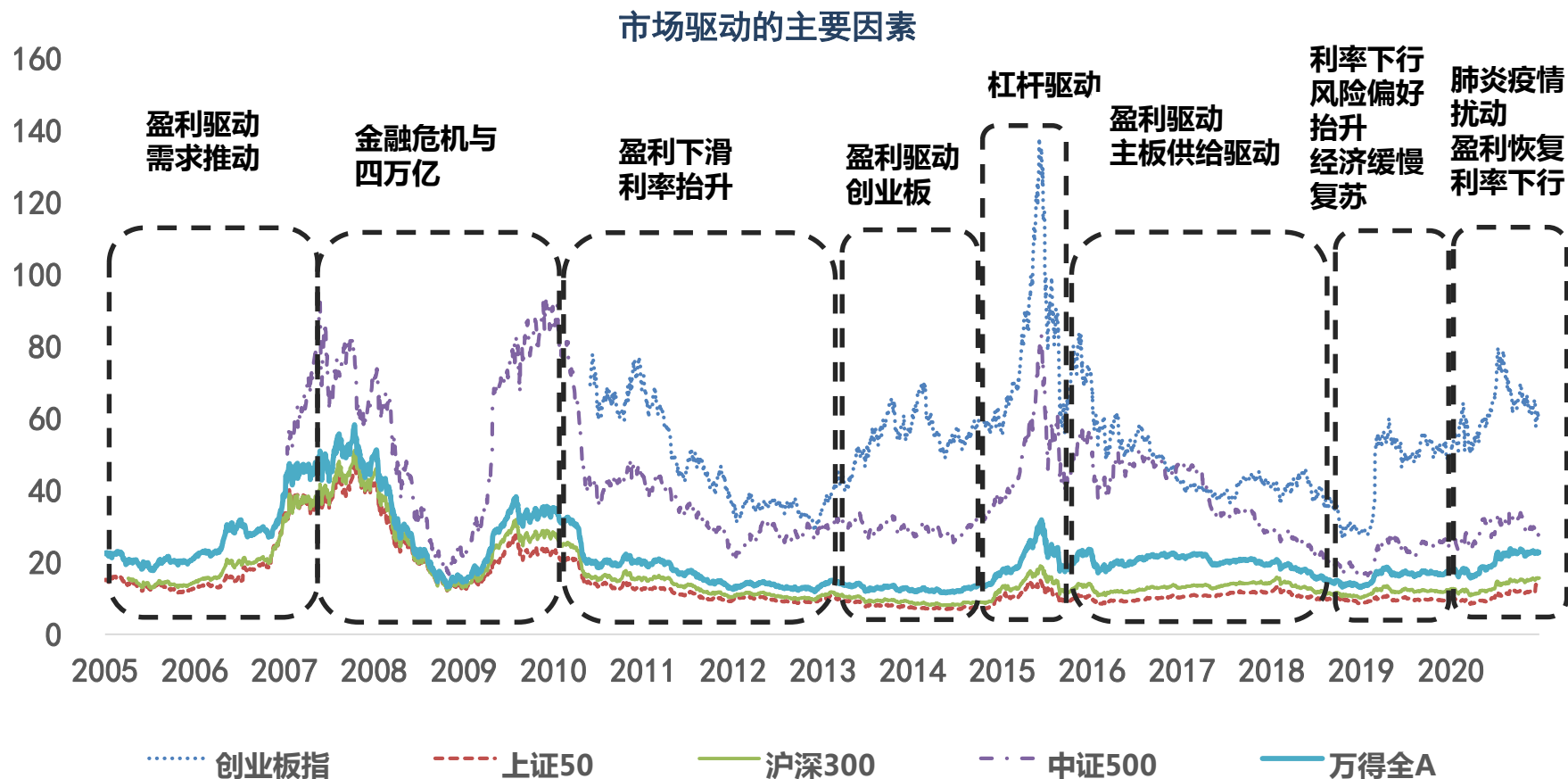
- 我们认为最近下跌的原因主要：
- 1) 由于当前国内外经济都表现出较好的复苏势头，市场担忧货币政策将逐渐收紧，从美国国债利率上行以及我国央行较为中性的公开市场操作也反应了宽松政策将逐渐退出的预期。
- 2) 大宗商品价格持续暴涨，市场担忧通胀到来。2021年以来大宗商品持续火热，周期股表现亮眼，上游原材料涨价恐会传导到中下游从而带来通胀预期。但我们认为当前大宗商品上涨主要和我国经济复苏有关，是阶段性的表现。经济日报也表示在当前形势下大宗商品超级周期难言到来，从宏观层面看，历史上大宗商品进入“超级周期”往往与全球经济出现新增长动力紧密相关，然而，本轮上涨的宏观经济背景更多表现为从去年谷底状态反弹，而非出现可支撑长期持续发展的新动力；从供需层面看，两端均存在不确定性。全球经济复苏预期与实际间的“温差”、供给方的反应以及需求结构的变化都将影响未来大宗商品价格走势。
- 3) 在货币政策逐渐开始转向之际，前期涨幅过大的高估值板块存在调整的需要，同时存量基金在股票市场上也有一定的调仓换股，将部分资金从获利较多的抱团股中撤出投入到低估值板块和顺周期板块中。

主要内容

- 2月份股指期货市场回顾
- 海内外担忧流动性拐点到来
- 高估值白马股深度回调
- 市场风格转变对股指期货投资影响

2021年股指整体估值水平不会系统性提升

■ 2021年流动性将保持合理充裕，灵活适度。



2021年权益市场核心因素综合评定表：偏好

关注点	主要观点	代表数据	股市影响
宏观	经济稳健复苏 货币政策以合理为主 外部环境不确定性仍存	GDP、行业GDP、人均GDP、工业产能利用率、投资、消费等	利好
大类资产	股市性价比、风险收益较高	理财收益、债券收益率，存款收益率、楼价、风险收益比等	中性
股市基本面	盈利水平改善	营收增速、利润增速等	利好
	整体估值难全面抬升	市盈率、市净率、破净破发等	中性
股市资金面	边际增量来自外资、机构资金、居民配置	融资规模、IPO、定增、沪港通、公募基金规模、保险资金运用	利好
股市政策面	政策扶持	减税降费、注册制改革	利好
技术形态	震荡上行	量价关系、技术形态、时间空间等、	利好
情绪指标	风险偏好	成交换手、期货升贴水，融资额变化、新增投资者数量等	中性
综述	资本市场未来将走向高质量发展的道路，基本面将决定资金长期配置的方向。整体上，在稳健的货币政策下预计股市仍以慢牛长牛的走势为主，且个股间的分化会进一步加剧，同时要警惕海外风险事件对我国股指走势的影响。		

2021年3月权益市场核心因素评定表：中性

核心利多因素	影响力演化方向	评级
积极政策推进金融改革	增加	★★
估值合理	中性	★
宏观政策支持市场改革	增强	★★
中国经济复苏	中性	★
核心利空因素	影响力演化方向	评级
中美关系摩擦	中性	★★
美股下跌	增加	★★
综评：3月份市场环境 中性 。		

注：“★★★”主动推涨型因素或主动打压型因素；“★★”支撑型因素或阻力型因素；“★”背景型因素。

波段交易逻辑

- 展望3月，主要关注：（1）经济数据；（2）两会政策；（3）海外风险。
- 3月份即将迎来两会，预计市场会维稳，同时也会有相关题材的预期炒作。但当前海外风险有所加剧，且依然担忧货币政策开始收紧。
- 3月份依然存在超跌反弹的机会，但对上行空间偏保守，而3月底或进入4月后，要对指数保持警惕，一方面后续经济复苏强弱存不确定性，另一方面各类积极政策将会逐渐退出，可能对市场会有冲击，要做好高位平仓的准备。整体上，在稳健的货币政策下预计股市仍以慢牛长牛的走势为主，且个股间的分化会进一步加剧。当前经济依然处于稳健复苏当中，顺周期板块逆市上涨，这一现象短期不会马上停止，但指数上涨的高度以及上涨的速度将会发生改变。
- 综合判断，我们认为3月仍以逢高减仓为主，预计3月份沪深300核心区间预计维持在5250—5800点。

套期保值操作建议

沪深300指数5000点以下逐步加大买入套保仓位，4900点附近完全套保。
沪深300指数5900点以上逐步加大卖出套保仓位，6000点附近完全套保。

风险提示

- 针对3月份的交易策略，潜在风险主要体现在以下两个方面：
- 1、美股下跌风险
- 美国长期国债收益率持续飙升，对全球股市都产生不利影响。
- 2、经济复苏的不确定性增加
- 虽然当前经济处于稳健复苏中，而一季度经济数据的大幅好转主要是由于去年同期低基数的影响，进入一季度末或二季度，经济复苏的不确定会增加。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，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，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。