

光期研究：节后股指波动特征与原因

专题摘要：

光大期货研究所

● 节后现/期波动特征

分析师/联系人：韩颖朗
品种：股指

近两年 A 股市场与股指期货市场在一季度均出现了涨幅较大的春季躁动行情，2020 年节后受系统性风险影响首个交易日指数大跌，而后春季行情并未缺席，过去的两周指数持续反弹，特别是创业板指连创近三年新高。总体而言，近两周期现货市场有几方面特征：1) 节后指数在单日大幅下跌后出现持续的 systemic 反弹；2) 指数间分化明显，创业板指领涨所有指数，权重指数涨幅相对较小，行业上计算机与电子行业领涨各类行业；3) 节后期现基差大幅回落后快速修复，近期三大品种接近平水状态；4) 节后首周股指期货成交额大幅回升，之后一周小幅回落，品种上 IC 周度持仓量创新高，成交额超过 2019 年五月份高点，IF/IH 成交额较 2019 年高点尚有一定空间。

● 节后波动原因几何

1) 宏观政策与投资者风险偏好回升两方面共同作用带来流动性回升，利率类理财产品吸引力下降，从侧面助推更多资金流入股市并在获利后选择进一步留在市场中；

2) 各类题材概念类个股的活跃，新冠病毒疫情和延迟开学复工催生了智慧医疗、在线教育及云办公等题材的活跃，该类题材概念相对较新，又紧贴 2020 年科技投资主题，同时很多个股在近年并未被深度挖掘，题材为资金挖掘提供了空间；

3) 创业板与权重指数涨幅的分化导致了 IC 与 IF/IH 涨幅上的分化，同时也间接导致了品种在持仓量与成交量活跃度上的分化。

● 策略提示

就一季度而言，疫情演变与复工节奏是影响指数上涨节奏的重要因素，在疫情消退之后与全面复工、经济运行全面恢复之前，我们对于中证 500 相对乐观；而后期疫情过后，资金对于中证 500 的热情或将转弱，对于一季度以后的 2020 年全年而言，我们看好整体市场，品种上更加看好沪深 300。

期市有风险

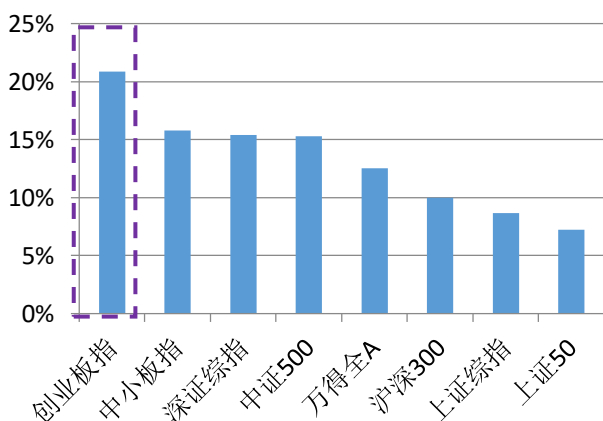
入市需谨慎

股指：节后股指波动特征与原因

一、节后现/期行情波动特征

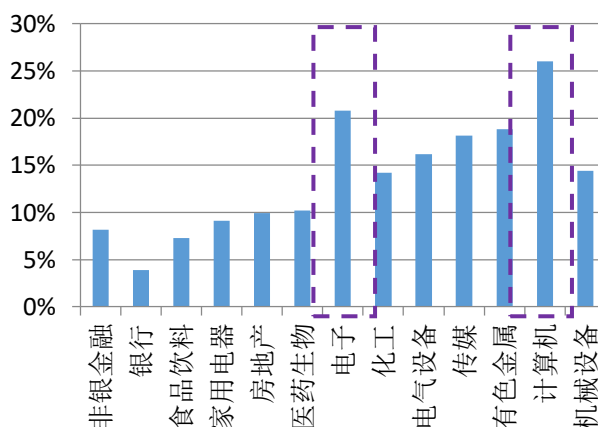
1、现货市场波动

图表 1：2 月 4 日至今指数涨跌幅(单位：%)



资料来源：Wind 光大期货研究所

图表 2：2 月 4 日至今权重行业涨跌幅(单位：%)

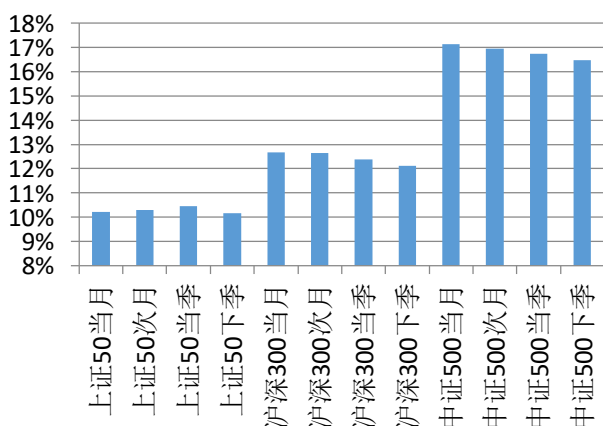


资料来源：Wind 光大期货研究所

受系统性风险影响，2020 年春节后首个交易日指数出现大幅下跌，但自节后第二个交易日，指数开启一轮强势反弹，自节后第二个交易日至 2 月 18 日，各类指数均出现不同程度的反弹，其中创业板指领涨各类指数涨超 20%，涨幅相对较小的上证 50 涨幅也超过 5%。从行业的角度看，在三大指数的权重行业中，计算机与电子行业涨幅超过 20%，银行表现相对较弱。

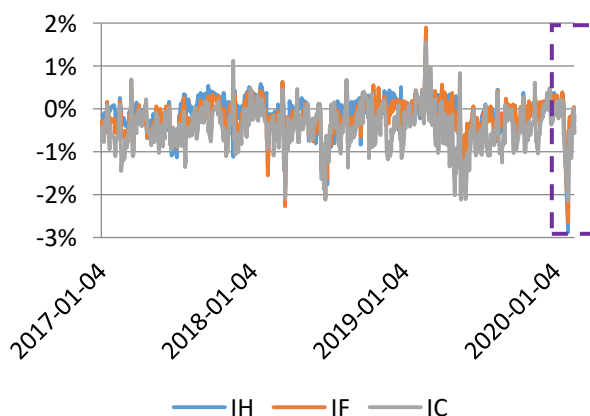
2、期货市场波动

图表 3：2 月 4 日至今期货涨跌幅(单位：%)



资料来源：Wind 光大期货研究所

图表 4：期现基差百分百变化(单位：%)

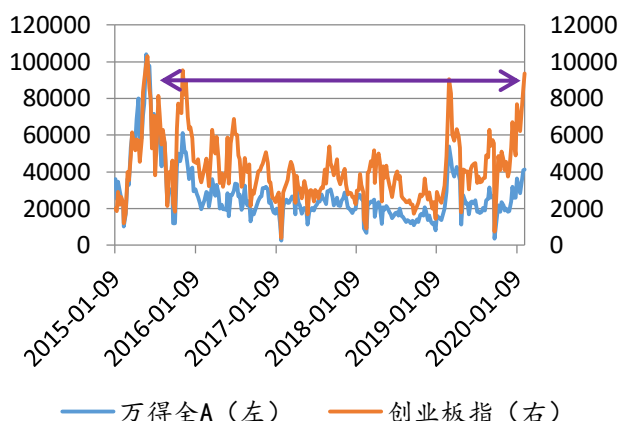


资料来源：Wind 光大期货研究所

节后股指期货价格跟随指数表现较强，期货价格表现较强主要体现在两方面：一方面，从 2 月 4 日至 18 日的涨跌幅看，三大指数期货涨幅均超现货指数；另一方面，节后首日三大品种的期现基差百分比大幅回落，创近三年低点，但之后出现了快速修复，截至本周 IC 已恢复升水结构，IF/IH 基差也基本恢复平水状态。

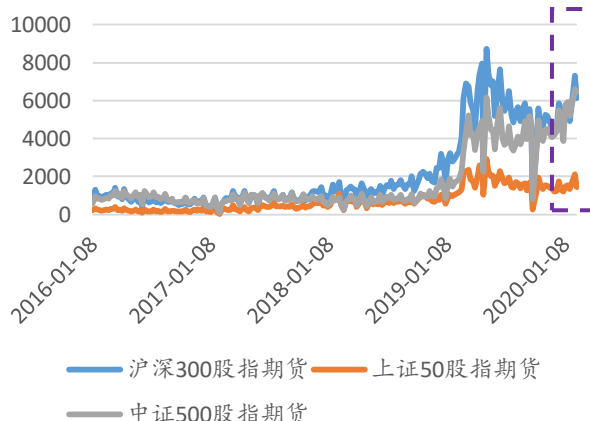
3、期/现市场成交量变化

图表 5：现货市场周度成交额（单位：亿元）



资料来源：Wind 光大期货研究所

图表 6：股指期货周度成交额（单位：亿元）



资料来源：Wind 光大期货研究所

现货市场成交方面，节后 A 股市场成交额持续快速回升，从周度成交额看，万得全 A 指数成交额已接近 2019 年春季行情的水平，而表现最强的创业板指上周的成交额已经超过 2019 年春季行情成交量高位水平，成交额水平接近 2015 年的高点。成交量快速大幅回升是指数大幅拉升的重要原因，后面的部分我们会进一步讨论。

期货市场方面，节后首周股指期货整体成交额大幅回升，之后一周小幅回落；从品种来看，IC 周度成交额超过 2019 年五月份高点，周度持仓量创新高，IF/IH 成交额较 2019 年高点依然有一定距离。

4、节后波动特征总结

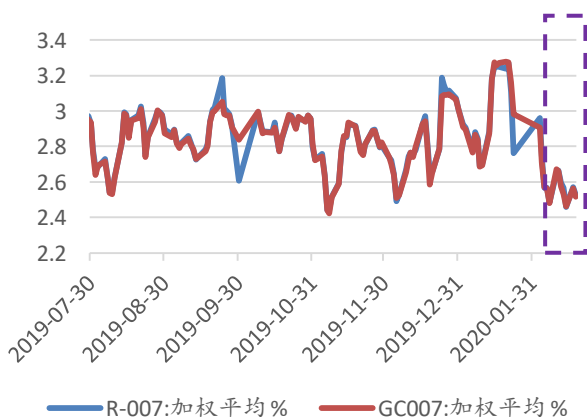
近两年 A 股市场与股指期货市场在一季度均出现了涨幅较大的春季躁动行情，2020 年节后受系统性风险影响首个交易日指数大跌，而后春季行情并未缺席，过去的两周指数持续反弹，特别是创业板指连创近三年新高。总体而言，近两周期现货市场有几方面特征：1) 节后指数在单日大幅下跌后出现持续的系统性反弹；2) 指数间分化明显，创业板指领涨所有指数，权重指数涨幅相对较小，行业上计算机与电子行业领涨各类行业；3) 节后期现基差大幅回落后快速修复，

近期三大品种接近平水状态；4) 节后首周股指期货成交额大幅回升，之后一周小幅回落，品种上 IC 周度持仓量创新高，成交额超过 2019 年五月份高点，IF/IH 成交额较 2019 年高点尚有一定空间。

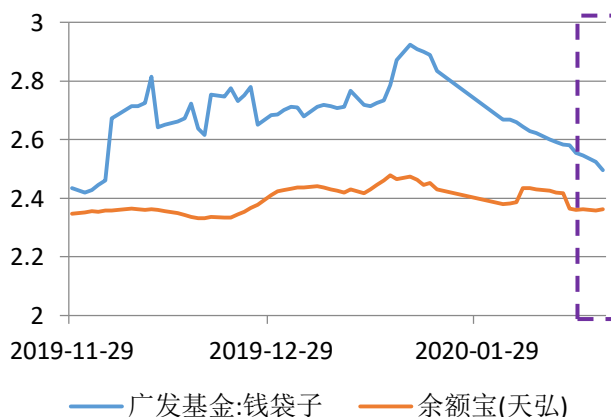
二、节后波动原因几何

1、流动性变化

图表 7：质押式回购利率（单位：%）



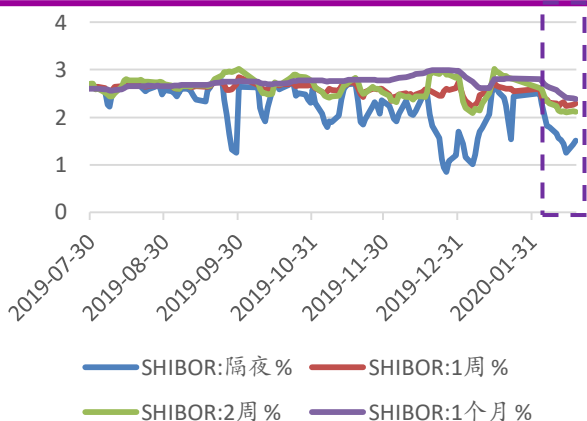
图表 8：理财产品 7 日年化收益率（单位：%）



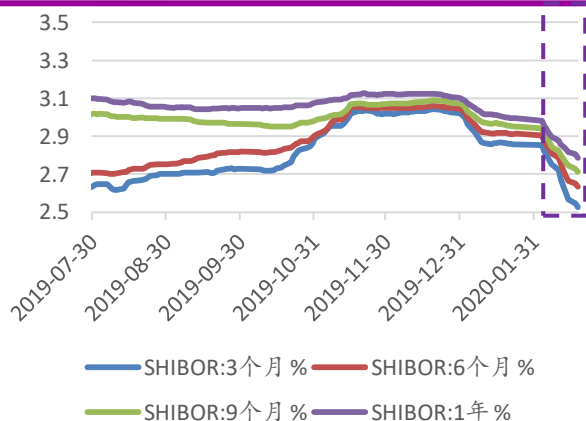
资料来源：Wind 光大期货研究所

资料来源：Wind 光大期货研究所

图表 9：短期 SHIBOR 利率（单位：%）



图表 10：中长期 SHIBOR 利率（单位：%）



资料来源：Wind 光大期货研究所

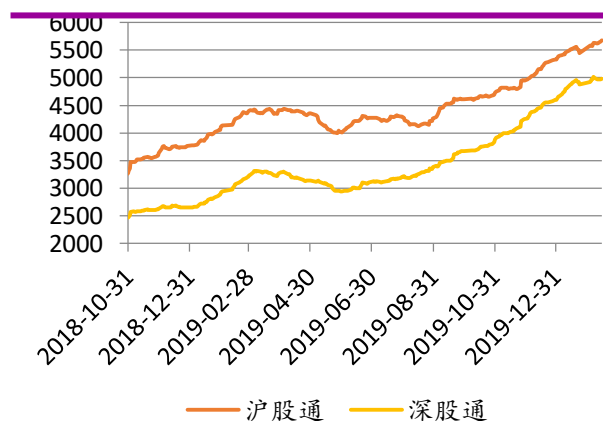
资料来源：Wind 光大期货研究所

节后 A 股市场活跃的原因有多个方面，其中最重要的原因来自于流动性回升，这是由宏观政策与投资者风险偏好转换两方面共同作用导致。春节后货币政策通过净投放、下调 MLF 利率等多种措施释放流动性宽松信号，这些政策旨在对冲新冠病毒疫情对经济运行带来的影响，除此之外上周末发布的再融资新规超市场预期，多方面的政策均改善了市场对于未来的预期，提振了市场情绪，

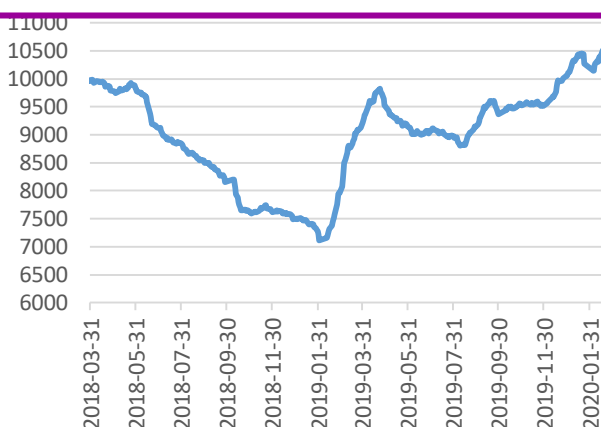
强化了资金入市的意愿。同时由于春节后金融市场流动性充裕，各类利率与理财产品的收益水平均回落至相对较低的水平，利率类理财产品吸引力明显下降，从侧面推动更多资金流入股票市场并在获利后选择进一步留在市场中。

2、多方面资金流入

图表 11：陆股通累计资金净流入（单位：亿元）



图表 12：融资余额（单位：亿元）



资料来源：Wind 光大期货研究所

资料来源：Wind 光大期货研究所

图表 13：开放式基金估算股票投资比例（单位：%）

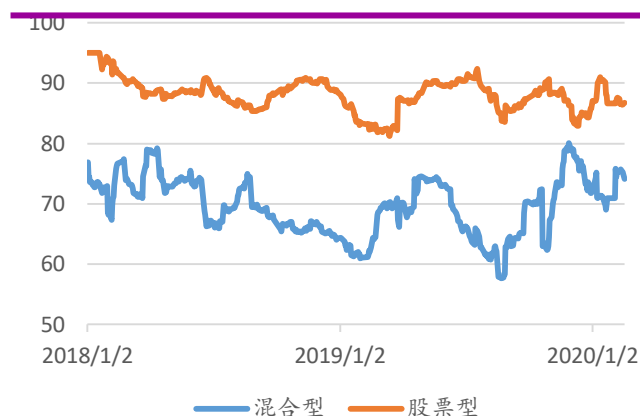
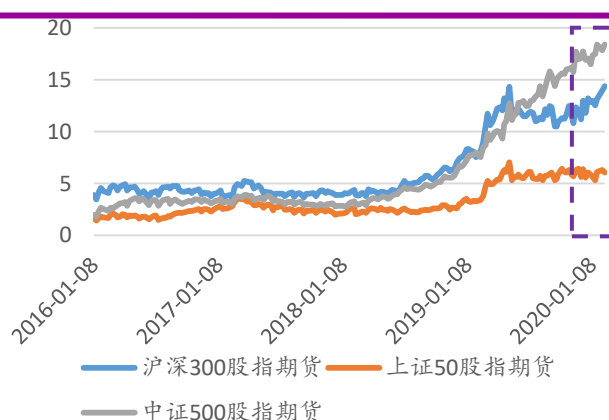


图 14：股指期货周度持仓量（单位：万手）



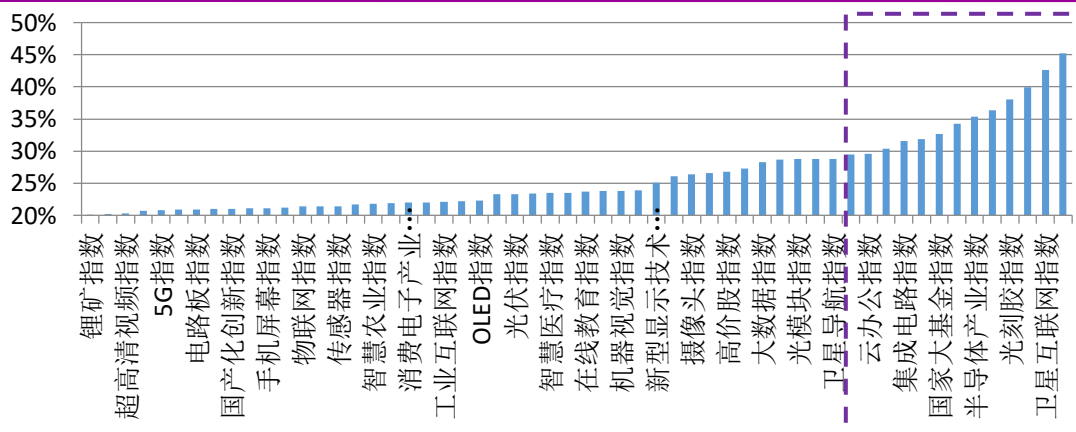
资料来源：Wind 光大期货研究所

资料来源：Wind 光大期货研究所

前面我们说到了流动性宽松与风险偏好转变推助资金流入，具体地从不同资金类型来看，各类资金入场意愿均较强，这里我们将从北上资金、融资、公募基金等多个维度来看。首先，北上资金在近一年期间持续增配 A 股，在节后首周净买入近 300 亿元，中长期外资增配 A 股的趋势不变；其次，从融资的角度看，近期融资余额再创近两年新高，接近 2018 年年初水平；从基金仓位的角度看，节后混合型基金仓位大幅回升，说明股票类投资标的较理财类产品的吸引力明显上升，股票型基金仓位整体维持在近两年中上水平，未来仍有进一步提升的空间。期货市场上，三大品种持仓量均回升，其中 IC 持仓量再创历史新高，说明资金配置股指期货的意愿在进一步强化。

3、题材热点轮番接力

图表 15：2 月 4 日至今概念类指数涨跌幅（单位：%）

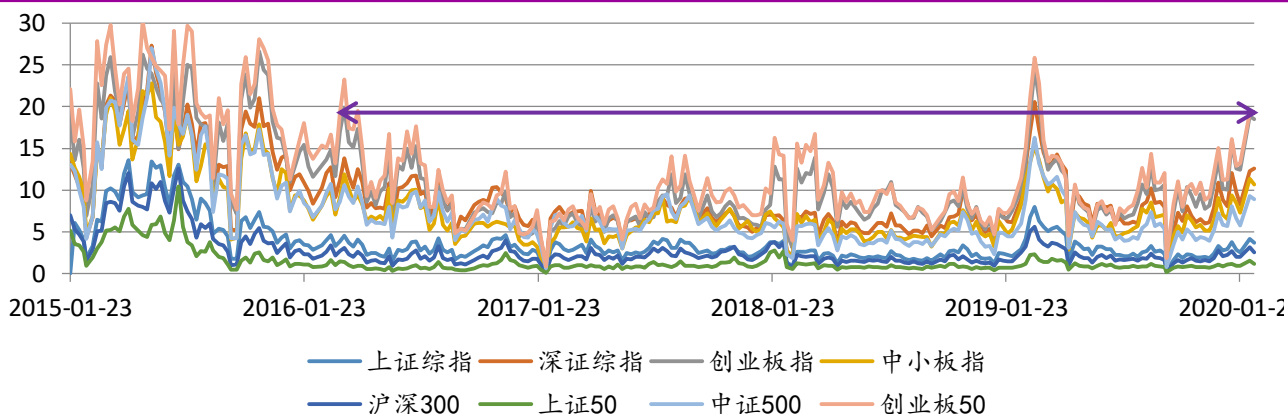


资料来源：Wind 光大期货研究所

资金流入是市场上涨的重要原因之一，与此同时，市场上存在受资金青睐的标的也是吸引资金的重要方面，节后指数快速反弹、创业板指连创新高得益于各类题材概念类个股的活跃。新冠病毒疫情和延迟开学复工催生了智慧医疗、在线教育与云办公等题材，节后美股特斯拉活跃也带动了新能源汽车产业链上下游与概念的活跃，在 2019 年就已经活跃过的半导体、国家大基金、5G 等概念也出现持续走强。整体而言，由疫情带来的各类题材概念相对较新，又紧贴 2020 年的投资主体科技行业，同时很多个股在近年并未被深度挖掘，这就为资金挖掘提供了施展空间，带来了节后各类题材概念轮番活跃，拉动指数持续上涨的格局。

4、成交量与换手率有效跟进

图表 16：指数周度换手率（单位：%）

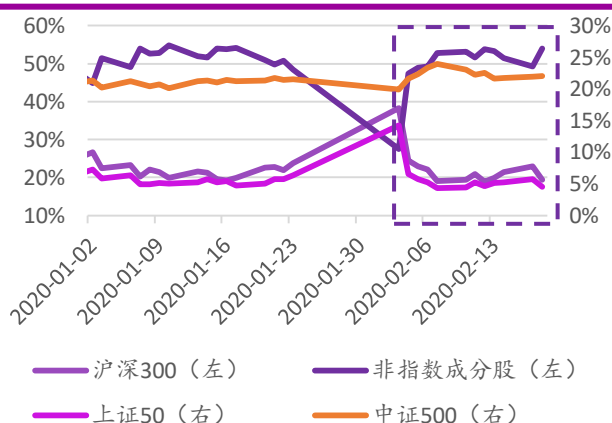


资料来源：Wind 光大期货研究所

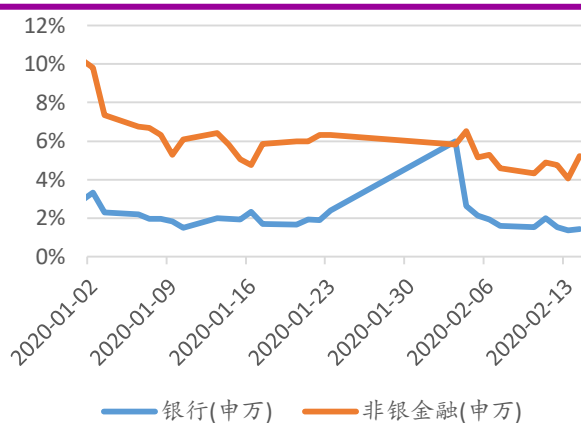
节后 A 股市场成交额持续快速回升是指数持续上涨的直接原因，前面我们已经说到，从周度

成交额看，万得全 A 指数成交额已接近 2019 年春季行情的水平，而表现最强的创业板指上周的成交额已经超过 2019 年春季行情成交量高位水平，成交额水平接近 2015 年的高点。从换手率的角度看，上周多项指数的换手率水平已处于 2016 年以来相对较高的水平，而领涨指数创业板指与创业板 50 的换手率已经临近 2019 年一季度的高位水平。不断攀升的成交量与高换手说明资金留在场内的意愿积极，结合主题热点不断轮动的表现，说明资金仍在不断挖掘有待开发的个股。

图表 17：指数成交占比（单位：%）



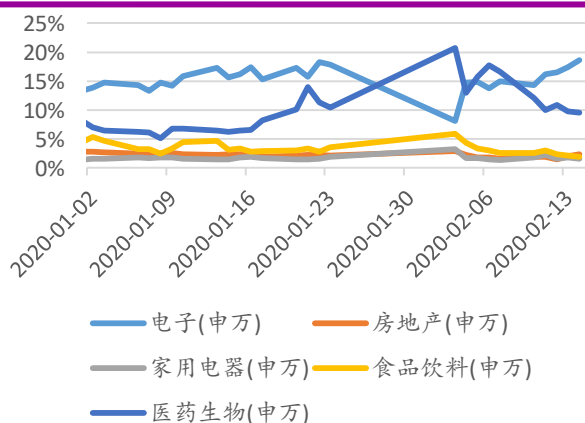
图表 18：上证 50 权重行业成交占比（单位：%）



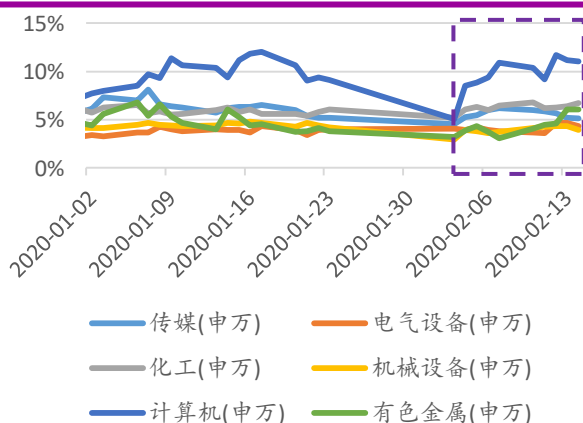
资料来源：Wind 光大期货研究所

资料来源：Wind 光大期货研究所

图表 19：沪深 300 权重行业成交占比（单位：%）



图表 20：中证 500 权重行业成交占比（单位：%）



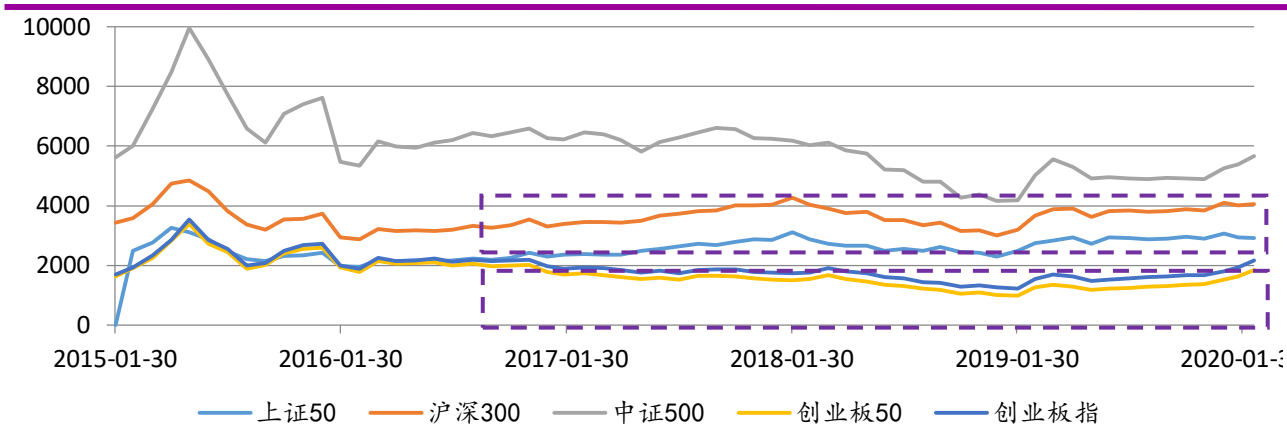
资料来源：Wind 光大期货研究所

资料来源：Wind 光大期货研究所

具体地从三大指数与其各自对应权重行业的角度看，节后中证 500 与非指数成分股的成交占比回升明显，与之对应的，电子、计算机与有色金属行业的成交占比持续回升，这主要与科技和新能源汽车题材概念活跃相关，说明资金不断挖掘这些行业与题材概念的意愿较强。相较而言，春节后银行、食品饮料等行业的成交占比持续回落，也说明疫情对传统周期行业在一季度的影响使得资金对该行业的风偏下降。

4、领涨指数创业板指补涨逻辑

图表 21：指数走势



资料来源：Wind 光大期货研究所

2015 年至 2019 年年初创业板指走势持续较弱，在此期间其他指数均有持续性较好的阶段性行情，自 2016 年以来，创业板指较上证 50 与沪深 300 走势分化较为明显，从补涨的角度看，创业板指的上涨较其他指数而言存在合理性。

5、总结

针对前面节后市场波动的特征，我们认为有以下几个原因：

- 1) 系统性反弹得益于**流动性回升**，这是由宏观政策与投资者风偏转换两方面共同作用导致，春节后货币政策通过净投放、下调 MLF 利率等多种措施释放流动性宽松信号，再融资新规提升风偏，同时各类利率与理财产品的收益水平下降使得利率类理财产品吸引力明显下降，推动更多资金流入股票并在获利后选择进一步留在市场中；
- 2) 市场上存在受资金青睐的标的是吸引资金的重要方面，节后指数快速反弹、创业板指连创新高得益于各类**题材概念类个股的活跃**。新冠病毒疫情和延迟开学复工催生了智慧医疗、在线教育与云办公等题材，该类题材概念相对较新，又紧贴 2020 年科技投资主题，同时很多个股在近年并未被深度挖掘，为资金挖掘提供了施展空间，这表现为中证 500 与非指数成分股的成交占比回升明显，电子、计算机与有色金属行业的成交占比持续回升，这种现象也导致了创业板与权重指数的分化；
- 3) 创业板与权重指数涨幅的分化导致了 IC 与 IF/IH 涨幅上的分化，也间接导致了品种成交活跃度上的分化，上周 IC 持仓量创历史新高，成交额超过 2019 年五月份高点，而 IF/IH 成交额较 2019 年高点依然有一定距离。

三、行情展望与策略提示

1、行情展望

对于一季度后期，疫情演变与复工节奏是影响指数上涨节奏的重要因素，就一季度而言，在疫情消退，全面复工开始、经济运行全面恢复之前，我们对于中证 500 相对乐观，而后期疫情过后，资金对于 500 的热情或将转弱，在此次之后我们将更加看好沪深 300，具体有以下几方面原因：

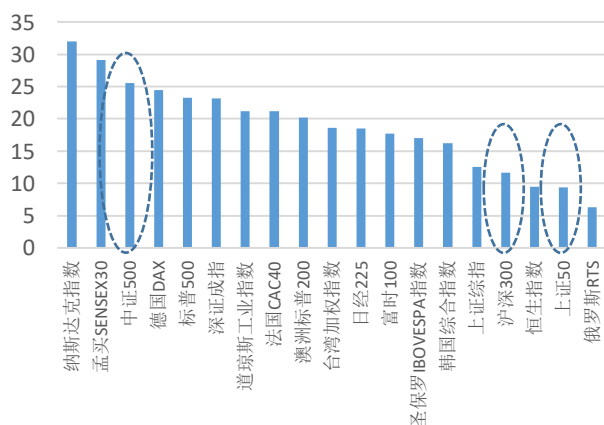
- 1) 从近阶段看，疫情演变、新能源汽车与科技等题材概念轮番活跃，与之相对应的医药生物、电子、电气设备、传媒与计算机行业在近期都表现强劲，在市场流动性充裕与风险偏好较高的前提下，这些题材概念短期仍有被进一步挖掘的空间；
- 2) 中证 500 所包含成分股的市值大多相对较小，弹性较高，这也是近期其涨幅较大的原因，但该类个股较市值较大的个股基本面相对较弱，当前由流动性与市场情绪主导的行情对上市公司基本面关注度相对较低，但后期随着疫情消退、进入业绩披露期，资金仍会回归对基本面的关注，因此在全面复工开始、经济运行全面恢复之前，我们对于中证 500 相对乐观，而后期疫情过后，资金对于 500 的热情或将转弱。

就一季度以后的 2020 年全年而言，我们看好整体市场，并更加看好沪深 300，原因有几方面：

- 1) 货币政策仍有发力空间，流动性宽松对于市场的利好相对确定，外资与中长线机构资金入市将使场内流动性更加充裕；
- 2) 股票指数变化与其他景气指数一样对经济有预见作用，历史上海内外股票市场均有此特性，基于我们对于未来经济增速放缓的力度边际改善的判断，股票指数同比变化向上比向下的概率与空间都更大。从这几个角度来看，指数整体表现向上，各类行业的龙头企业在明年都会有较好的表现，同时估值上较全球其他市场偏低的行业估值修复的空间更大；
- 3) 沪深 300 成分股市值较中证 500 更大，且多为各类行业龙头上市公司，在疫情过后资金对于基本面的关注将有所强化，龙头上市公司将获得更多溢价；同时虽然沪深 300 最大权重行业是金融，但行业分布相对均匀，信息技术、医疗、工业与消费行业权重占比总和近 50%，2020 年科技投资主线相对确定，资金对于科技成长的偏好可以充分体现在沪深 300 上；以北上资金为代表的外资在近两个季度持续增加对于 A 股的配置，以中长线资金为代表的外资与国内

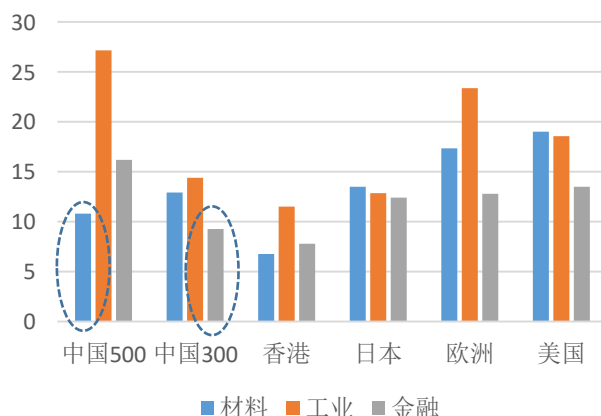
机构资金换手率较低，更加追求上市公司基本面与成长的确定性，从这个方面考虑我们觉得中长期而言沪深 300 将更具优势；

图表 22：全球主要股指市盈率



资料来源：Wind 光大期货研究所

表 23：A 股金融、工业与材料行业估值相对较低



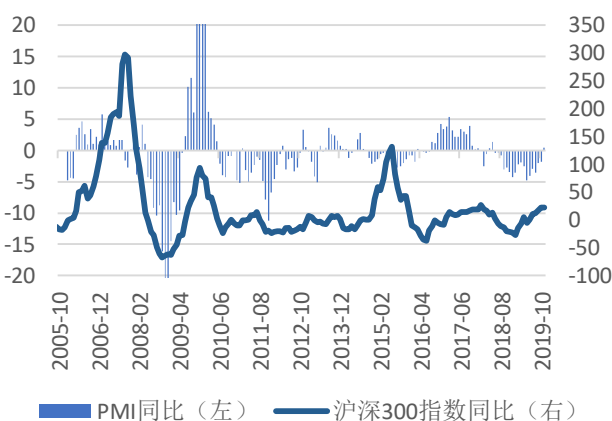
资料来源：Wind 光大期货研究所

图表 24：中证 500 同比变化对工业利润有领先性



资料来源：Wind 光大期货研究所

表 25：沪深 300 同比变化与 PMI 有同步性



资料来源：Wind 光大期货研究所

2. 策略提示

单边策略：就中长期而言，可对三大指数进行持续性多头配置，品种上，我们认为沪深 300 的确定性与空间在三个品种中更优；

套利套保：套保套利机会主要集中在市场节奏与结构性机会的把握上，关注存量资金博弈阶段，资金在行业间的轮动所带来的阶段性的结构性超额收益，以及及时进行套保对冲的需要。

我们提示关注两个方面，一方面是资金在高弹性与防御性行业间的轮动；另一方面是同样为高弹性行业但上涨节奏往往不同步的非银金融与以电子为代表的科技行业之间的轮动效应。这类

由资金轮动所带来的结构性机会在 2019 年较为明显，2020 年仍将延续。

3. 风险提示

外部风险：1) 我们认为 2020 年最重要的外部风险来自于美国股市的不确定性，标普指数与 PMI 同比变化的背离较为明显，历史上二者鲜有背离，美股波动对于外资的流入将带来较大影响；

2) 中美贸易与全球贸易政策演变反复，但我们认为这种影响的边际影响将进一步减弱；

内部风险：1) 货币政策与流动性释放的力度不及市场预期；

2) 科技、题材类高弹性个股与行业在累计涨幅后出现业绩表现不达预期，扰动市场情绪。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我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，报告仅面向我公司客户中的专业投资者客户。我们已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操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 6 楼

公司电话：021-80212222 传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979 邮编：200127

联系电话：021-80213726