

金融期货 2021 年春节前提示：空仓观望，适当做空 IC2103

2021 年 2 月 9 日

研究员：吕洁

执业编号：F0269991

投资咨询号：Z0002739

研究员：陈艺鑫

执业编号：F3082526

联系方式：0571-28132591

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO., LTD

杭州市萧山区宁围街道利一路

188 号天人大厦 19-20 层

全国统一服务电话：

4006-728-728

信达期货网址：

www.cindaqh.com

核心观点

1. 股指：机构散户风声鹤唳

我们认为上证 50、沪深 300 和中证 500 已经到达阶段性顶部，建议在春节收盘前做空 IC2103 或 IF2103 股指期货合约。核心逻辑如下：

- (1) 市场风格频繁切换，A 股资金抱团将面临“三个和尚没水吃”的困境；
- (2) 春节期间，外围市场不确定性增大，利好出尽即利空；
- (3) 机构散户风声鹤唳，外围市场的杀跌和美国 VIX 指数到达 30% 以上的高位水平可能会带来恐慌性抛售；

2. 国债：资金面收紧+基本面向好，助推利率上行，国债市场熊平

我们认为随着我国经济基本面已经恢复至疫情前水平，CPI 和 PPI 通胀仍处于低位具备一定的上升空间，利率将会在未来 1 个月上升，核心逻辑如下：

- (1) 经济基本面环比改善，工业增加值恢复至疫情前水平，短端利率反弹幅度大于长端利率；
- (2) 中长期（3 个月内）信贷需求强于供给，中长期贷款增速上升，社融存量同比下滑；
- (3) 短期来看，CD 存单利率大于 MLF 利率，货币政策流动性边际收紧。

3. 核心风险

- (1) 市场风险溢价上行；
- (2) 外围市场不确定性；
- (3) 机构抱团瓦解带来的“踩踏”下跌；
- (4) 2020 年年报业绩不及预期。

目录

一、股指期货：机构抱团衰弱，适当做空 IC2103	3
（一）基本观点	3
（二）历年 A 股春节后 5 个交易日指数复盘	4
（三）外围市场情绪趋稳，宽松预期难以改变	5
二、国债期货：经济基本面向好，资金面收紧	6
（一）货币政策和资金面边际收紧	6
（二）经济基本面向好，支撑利率上行，利差收窄	8
三、核心风险	10

一、股指期货：机构抱团衰弱，适当做空 IC2103

（一）基本观点

最近 1 个月以来上涨逻辑被验证，A 股市场风格频繁切换。沪深两市股票上涨家数小于下跌家数，指数虽然上涨但是赚取效应比上周还要更差：上周市场板块分化严重，消费和银行大幅上涨，而其他大多数股票均大幅杀跌。其中，上证 50 大幅上涨 3.43%，沪深 300 大幅上涨 2.05%，中证 500 大幅下跌 1.67，创业 50 大幅上涨 3.6%。

策略跟踪方面,上周推荐的“多 IH2103+空 IC2103”策略盈利 10%。

我们认为春节前应当及时清仓，可以低仓位适当做空 IC2103 或者 IF2103。核心逻辑如下：

- 机构抱团“抱无可抱”，面临“三个和尚没水吃”的困境。从机构抱团的特征来看，机构最喜欢抱团“性价比最高”的个股或者板块，上周银行板块持续创新高和消费板块的强势反弹均表明市场风险偏好下降，投资者需要的风险补偿偏高。
- 春节临近，假期期间不确定性大增。我们认为受到春节放假的影响，A 股利多经过将近 8 个月的大幅上涨已经绝大部分反映在当前的股价水平当中，而过年期间只要中美关系、新冠疫情等外围形势发生较大变化或者发生特殊时间，都将给国内市场带来较大的冲击。因此，我们建议及时清仓或者减仓。
- A 股二级市场流动性边际减弱。一方面体现在国内年后经济重启，这将会使得二级市场流动性减少，大部分资金“脱虚入实”。另一方面，随着欧美经济复苏和美国刺激政策，外资撤离 A 股。
- 业绩不及预期。2020 年年报披露，更多中证 500 成分股业绩难以达到预期，甚至出现大幅亏损。

图表 1：创业 50 领跑全球，市场风险偏好上升

指数	本周涨跌幅	上周涨跌幅	本月累计涨跌幅	年初至今涨跌幅
创业50	3.60	-7.40	3.60	10.48
韩国综合	4.85	-5.24	4.85	8.60
创业板	2.07	-6.83	2.07	7.67
恒生	3.55	-3.95	3.55	7.56
纳斯达克	6.01	-3.49	6.01	7.51
印度SENSEX30	9.61	-5.30	9.61	6.24
上证50	3.43	-3.46	3.43	5.56
沪深300	2.46	-3.91	2.46	5.22
日经225	4.03	-3.38	4.03	4.86
标普500	4.65	-3.31	4.65	3.48
俄罗斯MOEX	3.53	-3.13	3.53	3.15
德国DAX	4.64	-3.18	4.64	2.46
法国CAC40	4.82	-2.88	4.82	1.94
道琼斯工业	3.89	-3.27	3.89	1.77
巴西IBOVESPA	4.50	-1.97	4.50	1.03
富时100	1.28	-4.30	1.28	0.45
科创50	-3.74	-4.33	-3.74	-1.74

数据来源：wind，信达期货研究发展中心

（二）历年 A 股春节后 5 个交易日指数复盘

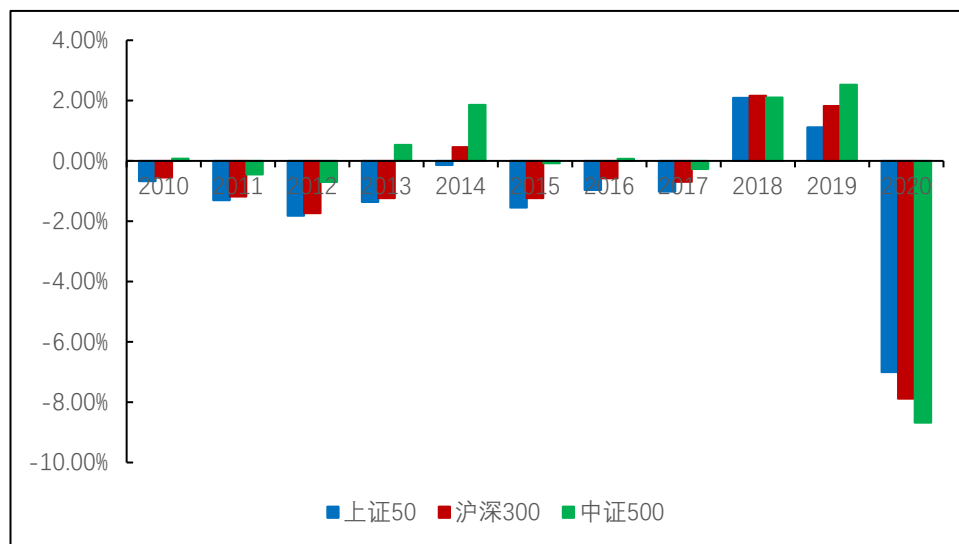
2010-2020 年过去的 11 年期间，其中有 7 年上证 50、沪深 300 和中证 500 三大指数是下跌的，仅有 2014、2018 和 2019 年指数是上涨的。一般来说，春节前往往大概率会发生所谓的“春季躁动”行情而上涨，而在春节期间只要外围市场或者国内市场出现边际性利空的消息往往很容易造成春节后市场的杀跌。而从往年来看，“留股票过年”的操作行为大概率很难获得盈利。

复盘 2018 年和 2019 年，二者分别在春节收盘前市场已经出现大幅杀跌导致市场利空情绪充分得到释放，所以“留股票过年”往往会带来较大的正收益。以 2019 年为例，2018 年 4 月至 12 月都在中美贸易战中度过，再加上《资管新规》等多重因素导致 A 股流动性大幅收紧，经济预期变差带来无风险利率（10 年前国债到期收益率）下行，大规模资金从股市流出涌入债市（尤其是银行间市场），而债券市场则迎来了一轮牛市。大部分股票在经历戴维斯双杀后利空已经充分释放，风险补偿处于高位水平后将预期进入下行周期，市场发现在我国内循环政策的驱动下，贸易战对我国利空的预期并没有之前那么大，导致 2019 年业绩出现报复性反弹，市场风险偏好再次走强。

2020 年则是因为新冠疫情的缘故，市场对我国能否有效控制疾病的蔓延存疑，导致 2020 年恐慌性抛售，但是由于宽松的货币政策导致市场出现“深 V”反转。

2021 年则与之前中证 500 大概率跑赢沪深 300 和上证 50 的行情完全不同，中证 500 将进一步跑输沪深 300 和上证 50。一方面 2020 年下半年的牛市是由少数龙头和一线蓝筹的上涨带动指数的上涨所致，另一方面机构抱团白马股在合理预期内只有估值杀而不存在业绩杀，安全边际可控。但是 A 股的大幅上涨导致资金在估值过高的龙头股和便宜的二三线蓝筹（中证 500 指数成分股）之间摇摆不定，我们认为中证 500 指数会存在小规模的反弹，而沪深 300 指数和上证 50 指数上升趋势明显，机构抱团大多数是在其成分股之间来回风格切换，使指数易涨难跌。

图表 2:2010-2020 年春节后 5 个交易日涨跌复盘

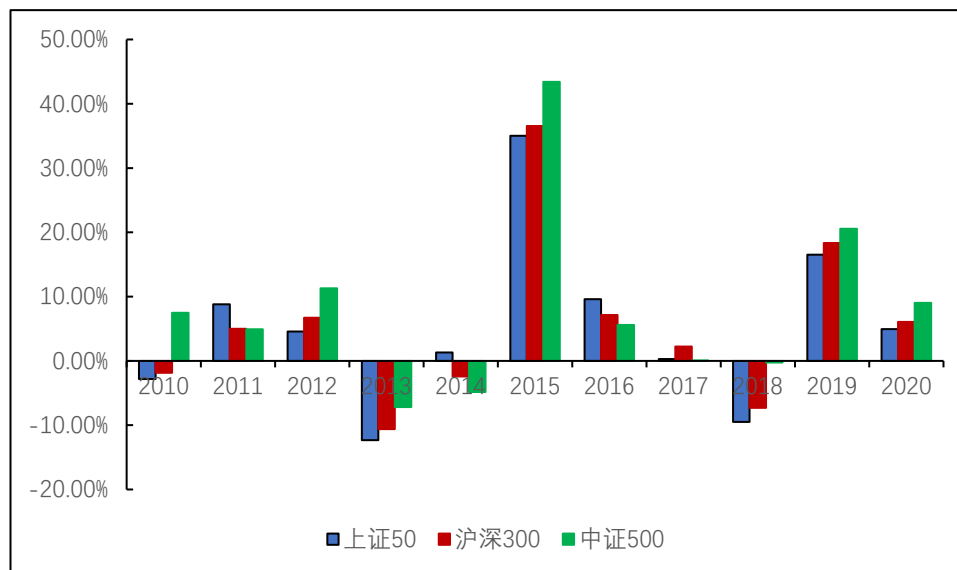


数据来源：wind，信达期货研究发展中心

从每年春节后年报披露期间市场的涨跌幅来看，当市场被估值杀而过分下跌时，业绩和基本面会对指数形成强有力的支撑，相反当市场被过分高估值时，只要业绩增速不及预期就很容易造成机构抱团的松动甚至是踩踏。

2021 年显然是属于前者，机构抱团白马股使得其价值被过分高估，当机构在二三线蓝筹和白马股之间摇摆时，机构抱团就很容易松动。

图表 3：2010-2020 期间春节后至年报披露结束涨跌幅复盘

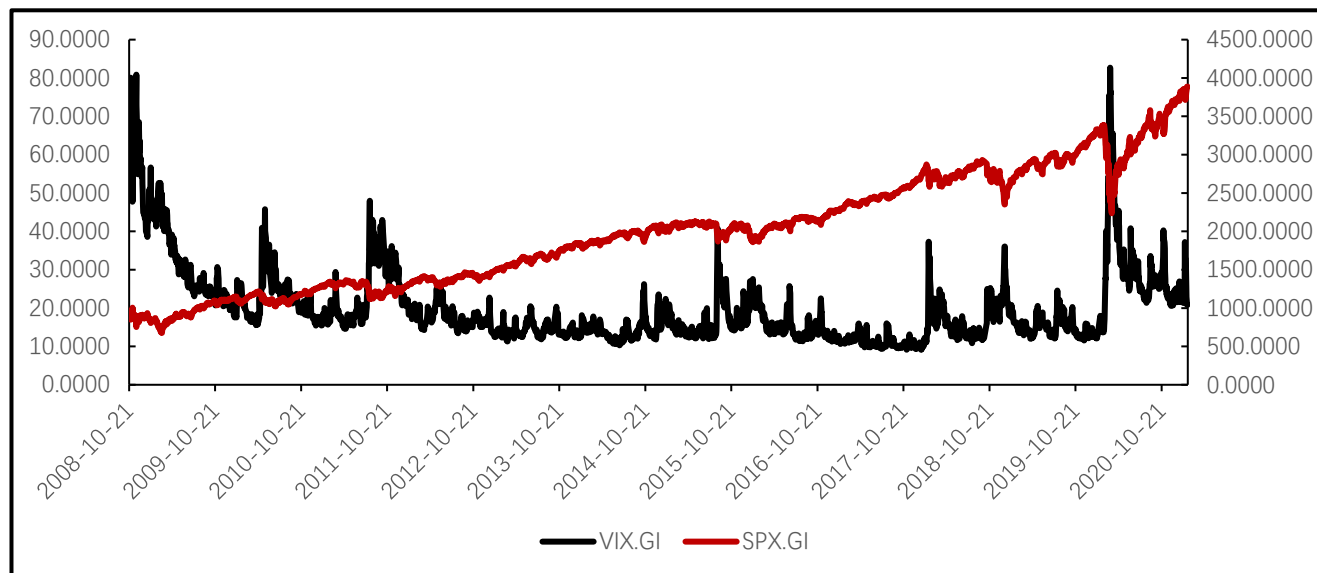


数据来源：wind，信达期货研究发展中心

（三）外围市场情绪趋稳，宽松预期难以改变

我们认为欧美等世界主要经济体宽松的货币政策短期难以改变，对道琼斯、纳斯达克和标普 500 等核心指数形成较强的支撑。在美国经历国会山暴动的情况下，再加上疫情的反复，美国实体经济在半年内难以实现有效重启，VIX 指数在 2 月初短暂激增突破 30%，但是由于宽松的货币政策确定等因素，美股机构持续买入 Amazon、Google、微软、苹果等白马股，核心白马股的上涨支撑标普 500 指数持续上涨，如今谈拜登刺激经济政策能否实现预期仍为时尚早。

图表 4：美股 VIX 指数再次下降至 20%附近



数据来源：wind，信达期货研究发展中心

二、国债期货：经济基本面向好，资金面收紧

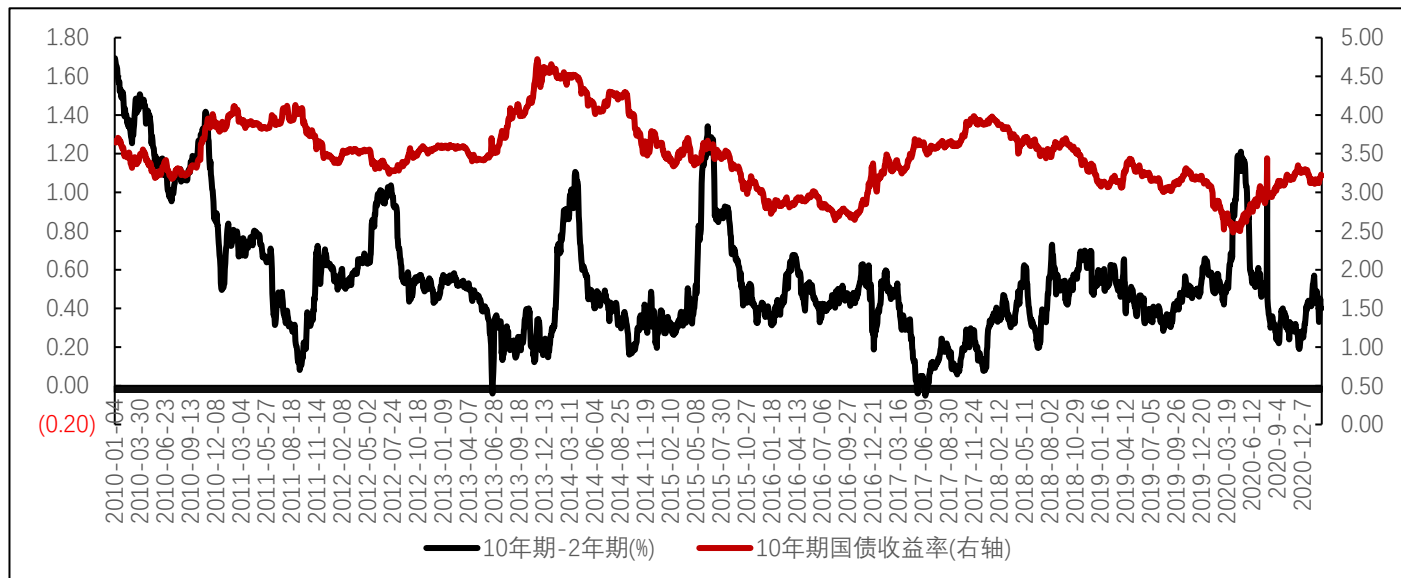
（一）货币政策和资金面边际收紧

从货币政策和资金面来看，年底的宽松仅仅只是为了保证跨年银行间市场的流动性，宽松的货币政策退潮进度在 1 月下旬有所加快，我们认为 2021 年上半年债市将大概率走出熊平（利率上升，期限利差缩小）。

从中长期资金面角度看，社融增速从 11 月的 13.6% 下滑至 12 月的 13.3%，社融增速预期 2021 年大概率进入下行阶段，但是新增人民币贷款同比增速有望在年后增加，从而导致信贷供给走弱和信贷需求走强，推动 2021 年利率上行。

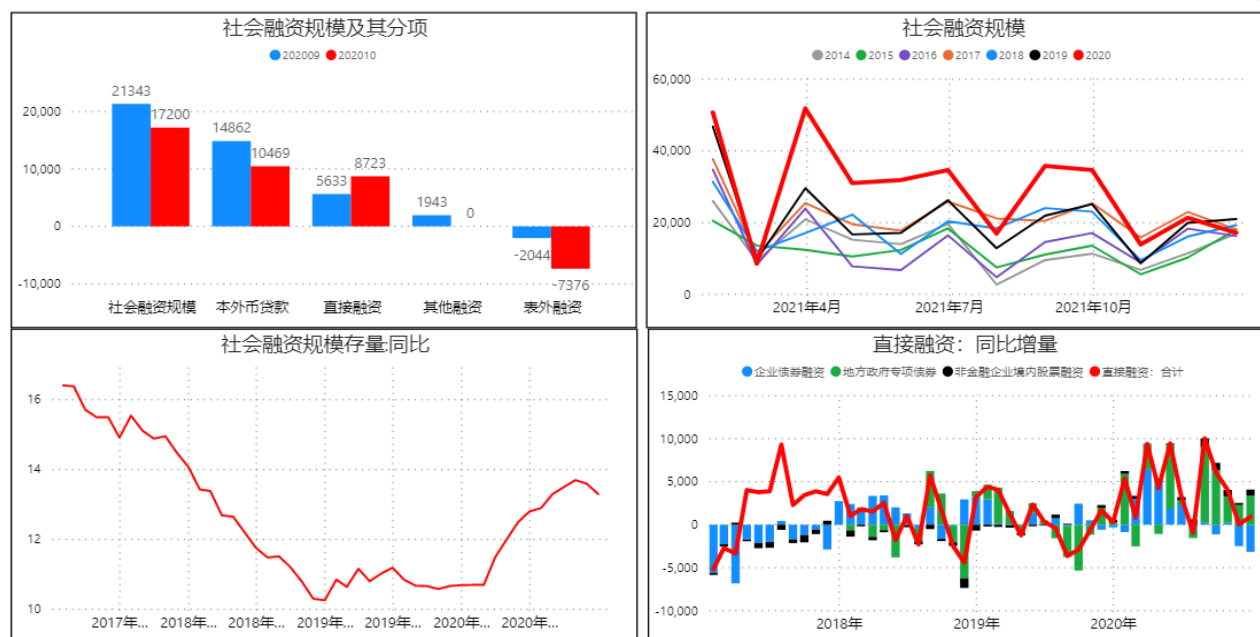
从短期货币流动性的角度看，1 年期 MLF 利率仍为 2.95%，但是多家商业银行 CD 存单利率触底反弹超过 3%，说明银行间市场流动性存在边际收紧的迹象。

图 5：2021 年上半年国债大概率走出熊平



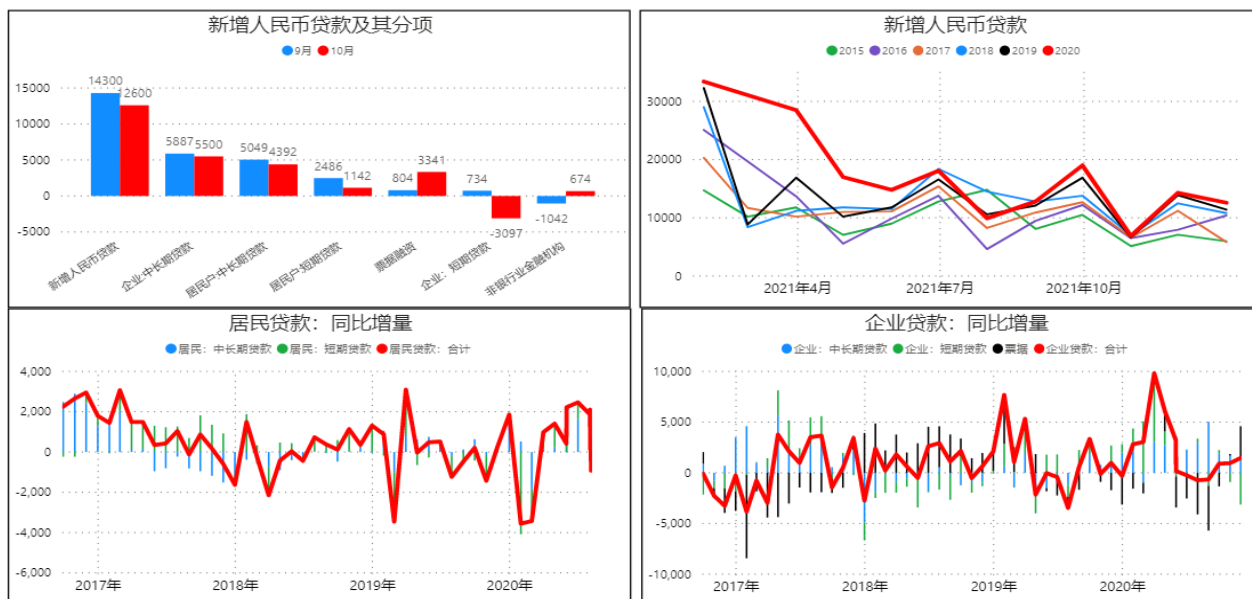
数据来源：wind，信达期货研究发展中心

图表 6：社融增速下滑，信贷供给收缩



数据来源：wind，信达期货研究发展中心

图表 7：新增贷款季节性下滑，但是年后预期上升，信贷需求走强



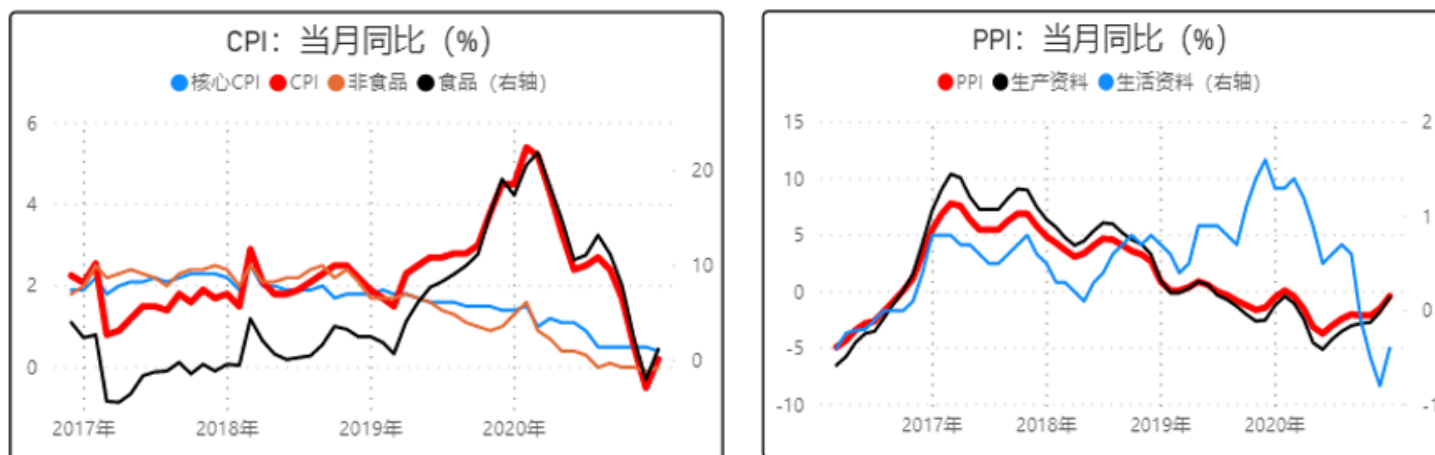
数据来源：wind，信达期货研究发展中心

（二）经济基本面向好，支撑利率上行，利差收窄

我们认为 2021 年上半年疫情的零星爆发不足以影响我国经济的快速恢复和运行，再加上部分大宗商品价格上涨推动 PPI 走强对利率上行形成支撑。2020 年 CPI 和 PPI 同比分别为 0.4%和-0.4%，大宗商品价格的走强推动物价局部上涨，再加上近期政府开始逐步遏制个人住房贷款和房地产公司贷款的最高比例，以及工业增加值 12 月累计同比达到 7.6%，当月同比已经恢复至 2019 年 12 月疫情前的水平。

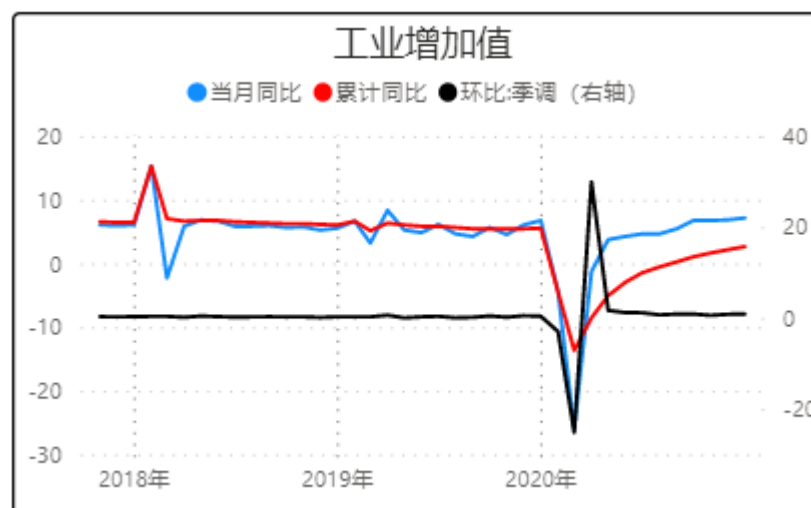
一般来说，在经济加速复苏的过程当中，短端利率反弹幅度大于长端利率，信用利差收窄，因此我们认为 2021 年上半年将大概率走出熊平走势。

图表 8：12 月 CPI 和 PPI 同比小幅上升



数据来源：wind，信达期货研究发展中心

图表 9：工业增加值恢复至疫情前水平



数据来源：wind，信达期货研究发展中心

三、核心风险

(1) 市场风险溢价触底回升

(2) 疫情扩散超预期

随着病毒的变异，疫苗效果有待于商榷，一旦疫情潜伏期延长或者传染率或致死率提升将会带来可怕的风险。

(3) 机构抱团瓦解带来的踩踏式下跌

天下没有不散的宴席，随着国家开始打击公募基金发行新产品接盘旧产品的“庞氏骗局”行为，对其新产品的发行和资金募集进行限制，很可能使机构抱团发生踩踏，尽管很多股票基本面并没有那么差。

(4) 2020 年年报披露业绩不及预期

随着越来越多的公司先后披露 2020 年业绩预告和年报，一旦大部分权重的股票业绩不及预期，将会在 2 月-4 月带来指数的大规模下跌。从目前来看，以五粮液、中国中免等为代表的多只龙头权重股业绩均不及预期，很可能带来机构大规模抛售。

四、春节期间财经数据公布

(1) 2 月 10 日：2021 年 1 月中国 CPI 和 PPI 及物价相关数据；

(2) 2 月 10 日：MPOB 月度报告；

(3) 2 月 11 日：OPEC 月度报告；

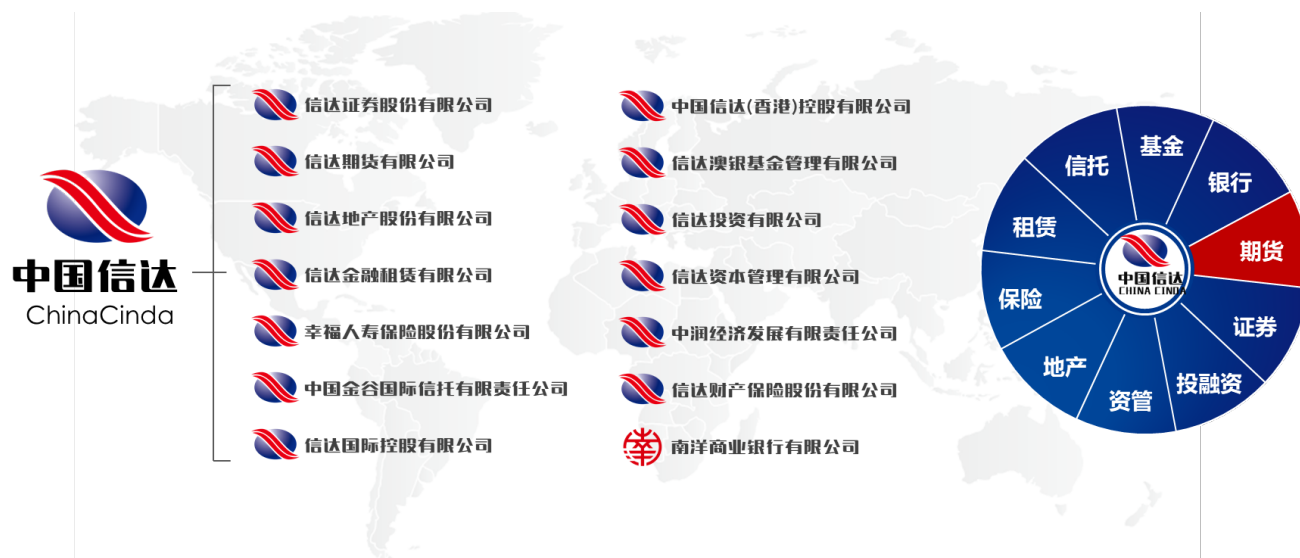
(3) 2 月 15 日：日本 2020 年 GDP 等经济数据公布，注意观察日本经济复苏是否符合预期。

【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378，由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 5 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司全新改版后的新网站 www.cindaqh.com 将以更快捷、更丰富的信息竭诚为您提供最优的服务。公司总部设在杭州，下设 17 家分支机构：包括深圳、金华、台州、苏州、四川、福建、宁波 7 家分公司以及上海、北京、广州、大连、沈阳、哈尔滨、石家庄、乐清、富阳、萧山 10 家营业部，公司将以合理的地域布局和快捷的网络系统竭诚为各地期货投资者服务。

【雄厚金融央企背景】

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于 1999 年 4 月 19 日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资 100 亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010 年 6 月，在大型金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012 年 4 月，首家引进战略投资者，注册资本 365.57 亿元人民币。2013 年 12 月 12 日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。



【全国分支机构】

分 公 司	金华	浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810	0579-82300876
	台州	浙江省台州市路桥区路北街道双水路 669 号华能国际 10-2 室	0576-82921160
	深圳	深圳市福田区福田街道福安社区民田路 171 号新华保险大厦 2305A	0755-83739066
	苏州	苏州工业园区星桂街 33 号凤凰国际大厦 2311 室	0512-62732060
	四川	成都市青羊区横小南街 8 号 1 栋 1 单元 15 层 21 号、22 号、23 号	028-85597078
	福建	厦门市思明区湖滨南路 357-359 号海晟国际大厦 11 层 1101 单元	0592-5150160
	宁波	浙江省宁波市鄞州区姚隘路 796 号 9 楼 9-3-2、9-4 室	0574-28839988
营 业 部	北京	北京市朝阳区和平街东土城路 12 号院 3 号楼怡和阳光大厦 C 座 1606 室	010-64101771
	上海	中国（上海）自由贸易试验区民生路 118 号 2201A	021-58307723
	广州	广州市天河区体育西路 189 号 20A2	020-89814589
	沈阳	沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层	024-31061955
	哈尔滨	黑龙江省哈尔滨南岗集中区长江路 157 号欧倍德中心 4 层 18 号	0451-87222486
	石家庄	河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层	0311-89691960
	大连	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 2408 房间	0411-84807776
	乐清	浙江省温州市乐清市城东街道旭阳路 6688 号总部经济园 2 幢 803-1 室	0577-27868777
	富阳	浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室	0571-23255888
	萧山	浙江省杭州市萧山区北干街道金城路 358 号蓝爵国际中心 5 幢 3903-2 室	0571-82752636

【重要声明】

- 报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财政状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。期市有风险，入市需谨慎。
- 未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。