

I
N
V
E
S
T
M
E
N
T
S
T
R
A
T
E
G
Y

投资策略



瑞达期货
RUIDA FUTURES



金尝发

股指期货：利率上行拖累期指 反复震荡缓慢前行

内容提要：

A股市场在经历了近一个月的恐慌性的快速下跌走势后，三月中旬逐渐进入到宽幅震荡整理的形态中，市场波动率以及量能逐步回落，情绪已进入一个相对萎靡的状态中。除了高估值抱团股继续对市场形成压制之外，美债收益率快速走高以及全球通胀预期升温被投资者重点关注，利率上行对股市估值产生影响。经济复苏、收紧预期以及通胀预期已开始被计入美债价格中，随着国内利率保持平稳以及海外市场重回升势，国内市场在三月下旬开始回归平稳，并开始缩量筑底，可见美债收益率阶段性大幅上行对市场带来的冲击正在逐渐被消化和削弱。

展望四月份，从1-2月份经济、金融数据来看，国内经济仍处于持续复苏的过程中，工业企业生产保持高景气度，投资和消费需求复苏则相对疲软，结构化的特点在一定程度上将对通胀上行形成抑制作用，而这也将对货币政策收紧的节奏产生影响。当前国内货币政策呈现出逐步收紧，回归正常的趋势中，二季度输入性通胀和房价走高将成为宽松政策的制约，但“不急转”的政策基调，利率较难出现大幅的上行。四月份市场将进入数据验证期，一季度经济与财报数据将相继公布，同时政治局会议也将在月底举行，短期政策大幅收紧的可能性较低。不过在市场整体较为低迷的背景下，经济政策的风水草动仍有可能对市场带来压力，而政治局会议对于经济的判断以及政策的表述，将成为下一阶段A股走向的重要参考依据。市场安全边际正在逐渐上升，调整空间相对有限，但情绪较难在短期内出现明显修复，未来一个月预计将以震荡为主。

策略方案：

单边操作策略			中长期
操作品种合约	IF2106	操作品种合约	IF2106
操作方向	震荡	操作方向	买入
入场价区	4800、5100	入场价区	4800-5100
目标价区		目标价区	-
止损价区	4700、5200	止损价区	4620

风险提示：流动性超预期收紧，海外市场波动



金融投资专业理财
JINRONGTOUZI ZHUANYELICAI

部门：宏观金融组

张昕

期货从业资格证

F3073677

投资咨询从业资格证

Z0015602

TEL：4008-8787-66

咨询微信号：

rdqhyjy

网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号

了解更多资讯

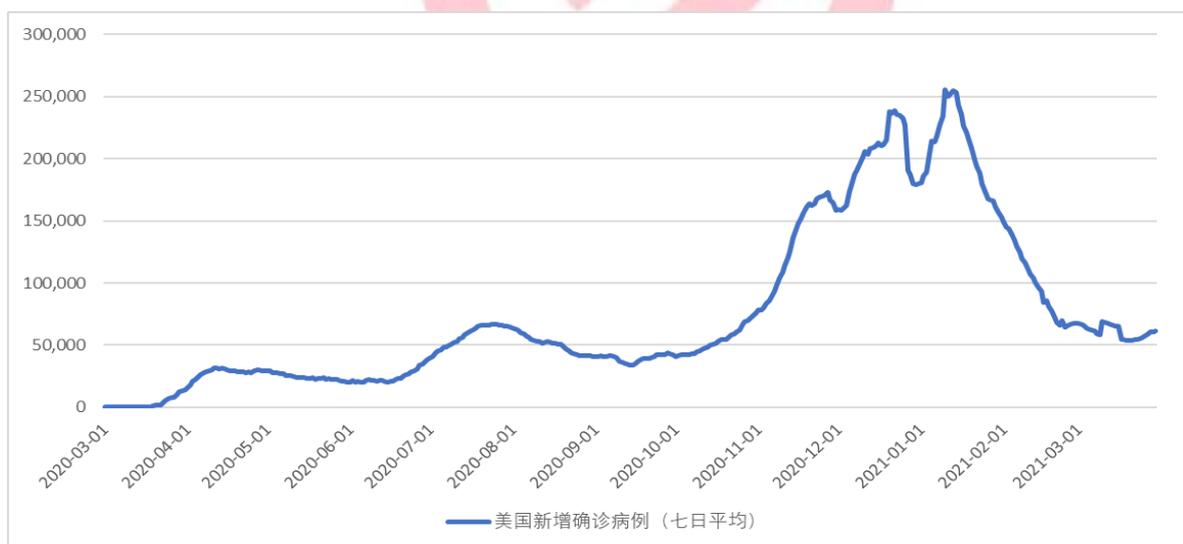


一、基本面分析

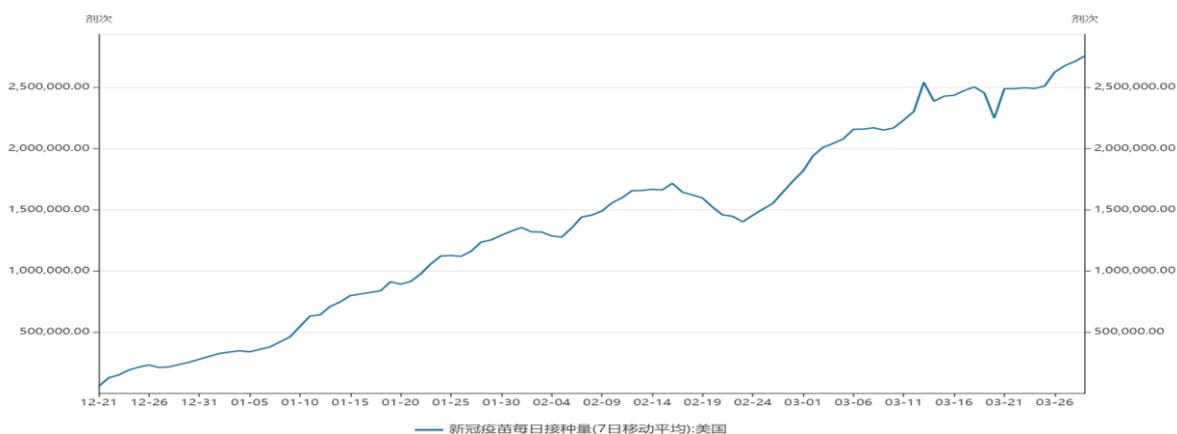
美债收益率加速上行

美债收益率自 2020 年 8 月份便开始进入上行趋势，延续至今。十年期美债收益率在三月份快速突破 1.5%、1.6% 重要心理关口，并一度击破 1.7% 的水平，创下 2020 年 2 月份以来的高位，叠加巴西、土耳其、俄罗斯相继加息，引发市场的关注和忧虑。美债收益率回升最重要的原因是美国经济增速在去年二季度见底后，迎来较为确定性的回升。不过进入 2021 年，全美实施更严格的抗议措施以及疫苗在美国广泛接种，特别是美国疫情开始出现超预期改善，意味着措施及疫苗均产生了较好的效果，进一步强化了经济复苏的预期。此外，在流动性、经济复苏、供需缺口、地缘政治等因素的推动下，商品价格迎来快速上涨，CRB、中美 PPI 同比均快速走高，带来的通胀以及货币政策收紧预期，对美债收益率形成了较强的抬升作用。与此同时，拜登上台后带来的 1.9 万亿美元财政刺激以及潜在更大规模的刺激计划，也让美债供给压力陡然上升。基本面向好、政策收紧的可能性，支撑着二月份以来美国实际利率上行。

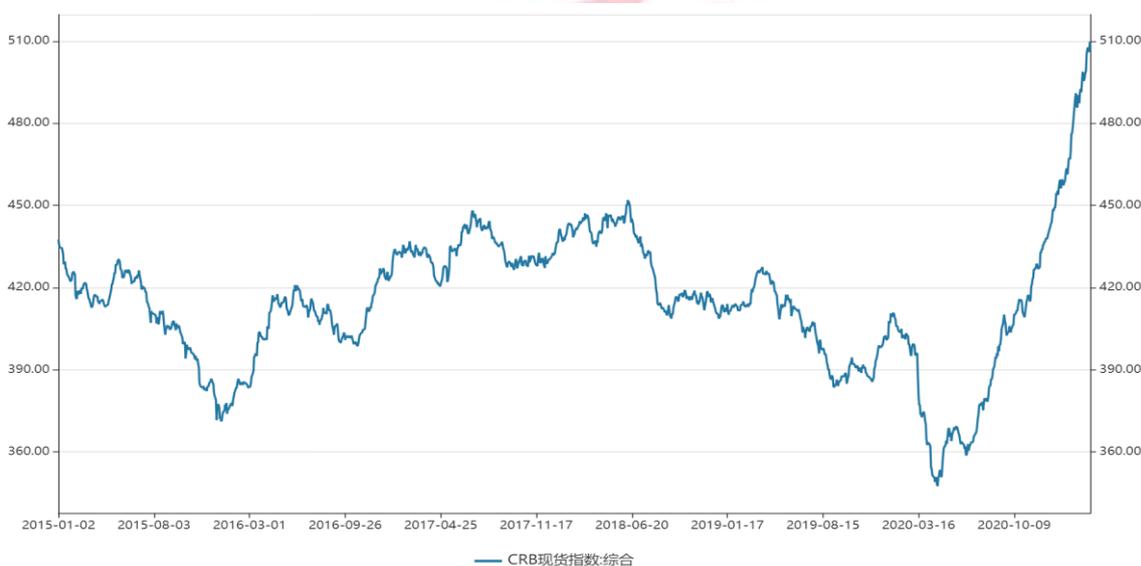
图表 1 美国新增确诊病例（七日平均）



图表 2 美国新冠疫苗接种数量（七日平均）

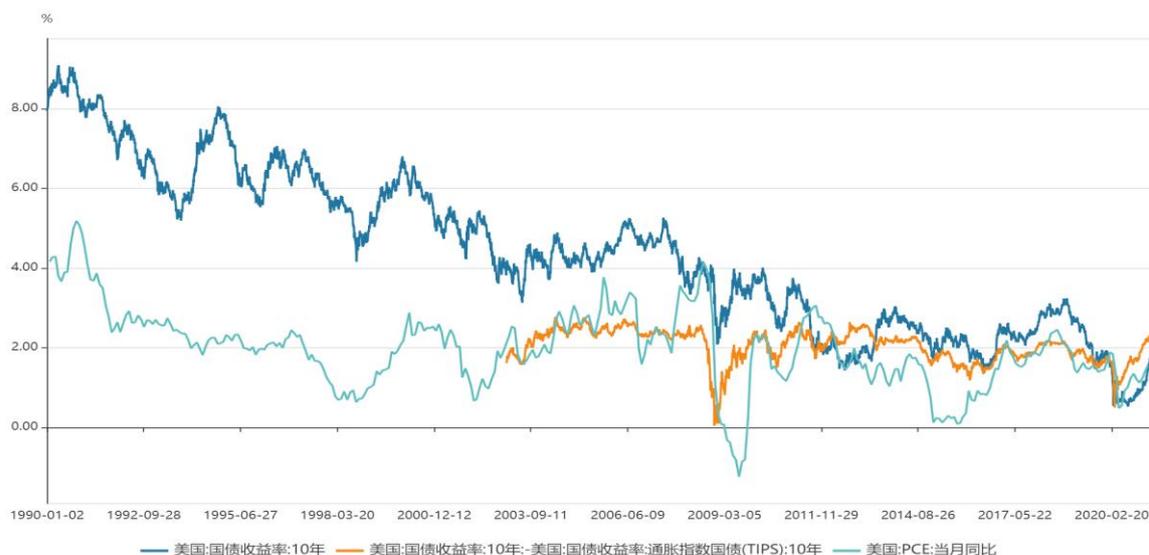


图表 3 CRB 现货指数



在经历了快速上行后，美债收益率对于通胀预期的反应已经较为充分，继续快速上涨存在一定的阻力。根据去年的拐点，预计美国 PCE 同比将在二季度达到 2018 年以来的高点并出现回落，而当前美债收益率隐含的通胀预期已经超过当时的水平，因此通胀推动的美债收益率恐慌上行预计将暂告一个段落。下一阶段驱动美债收益率上行的主要动能来自于经济复苏推动实际利率上行，以及美联储政策退出节奏。疫情好转、财政政策持续加码、地产进入上行周期，当前美国经济复苏仍具备较高的确定性，这将对实际利率回升提供动能。尽管美联储不再延长 SLR 豁免措施，并且暗示将逐步缩减购债规模，但议息会议明确将保持零利率至 2023 年，美联储大概率将长期保持宽松的货币政策，而这也将对美债收益率继续上行形成抑制，进一步上升或须等待四季度或一季度美联储政策正式转向。因此，当前美债收益率可能将继续走高，伴随着通胀预期的兑现，升势预计将放缓，甚至出现回落。

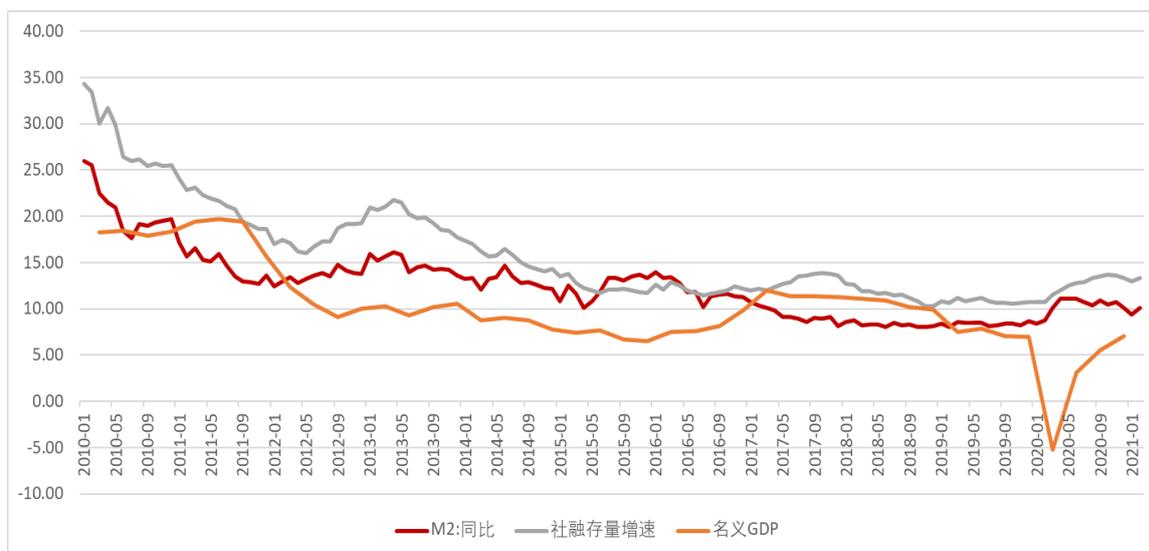
图表 4 十年期美债收益率、通胀预期及美国 PCE 同比



美债利率上行将会推升全球利率水平上升，从而对高估值（分母端）板块带来显著冲击；同时美债利率走高将会推动美元资产的回报率上升，进而引发资金外流的现象。纵观后市，美债收益率大概率将维持区间震荡的格局，对于权益类市场的冲击将有所减弱，随着业绩的进一步披露，企业盈利修复将逐渐消化利率上行带来的估值压力。

国内流动性角度，我国在疫情防控、货币政策、经济复苏等层面均要领先于全球其他国家，特别是国内市场利率已经从去年五月份开始进入上行通道，且货币政策已经逐渐回归正常化，政策导向更加兼顾稳增长与防风险的平衡。二月份经济数据虽受低基数的影响同比大幅增长，但经济总体持续复苏并回归常态的态势仍在延续。二月份社融增量为 1.71 万亿元，比上年同期多 8392 亿元，存量增速达到 13.3%，好于市场预期。居民和企业中长期贷款大幅增加，是社融超预期增长的核心因素。在银行控制总的信贷额度的背景下，企业短期及中长期较为活跃，实体融资需求仍然旺盛，也反应了企业经营活动较为活跃。三月份国内央行逆回购市场持续零投放零回笼，市场利率总体保持稳定，体现货币政策回归正常化节奏可控，但“不急转弯”的特点，且国内利率水平并未受到美债收益率的明显影响

图表 5 M2、社融增速



图表 6 Shibor 利率走势



总体而言，国内货币政策大概率不会因为美债利率以及当前全球利率水平上升而进一步大幅收紧，稳定的环境将更有利于 A 股行情的演绎。以史为鉴，利率上行短期可能将对股市带来影响，但长期来看，金融危机后，以及 16-17 年经济回暖，无一例外利率都会出现阶段性上行，但同时盈利能力与市场风险偏好也出现同步改善，最终利率与股市方向将保持一致。

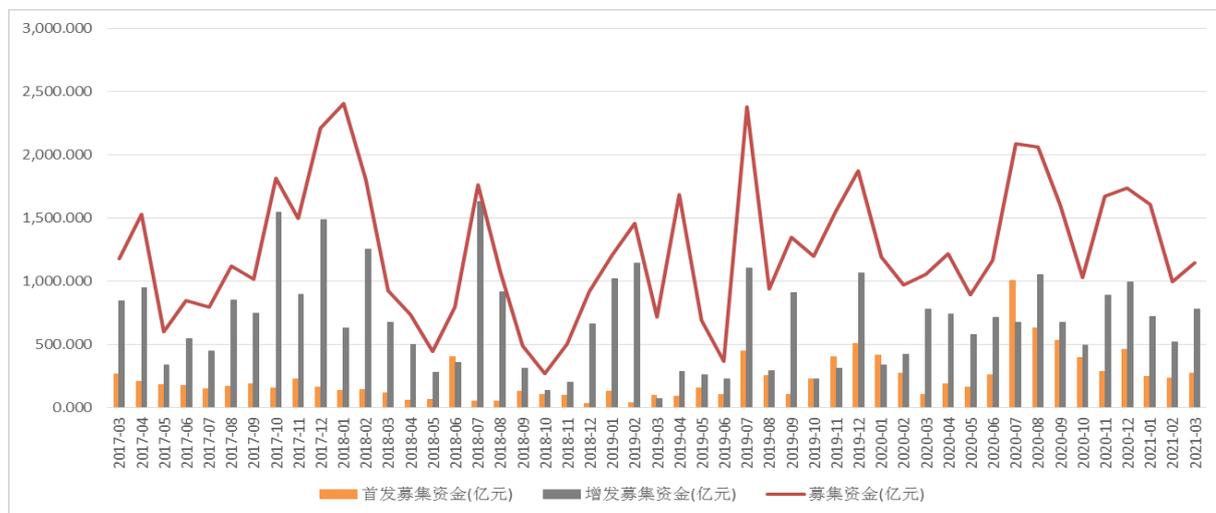
二、股指资金供需对比

1、资金消耗

据 wind 资讯统计，截至 3 月 29 日，三月份股权融资规模合计为 1144.65 亿元，较二月份 993.41 亿元有所回落。其中 IPO 募集资金为 271.56 亿元，IPO 市场在春节假期过后再度升温，首发家数上升至 37 家。随着进一步推进注册制以及常态化退市机制被写入政府工作报告，意味着 A 股市场将迎来加速出清的进程，同时 IPO 资金消耗仍将对 A 股资金面带来影响。增发家数亦较二月份有所上升，募集资金 779.87 亿元。在

新股供给量增加的背景下，市场抱团格局预计仍将延续，但方向可能随着年报的披露而逐渐转向。

图表 7 一级市场对资金消耗情况

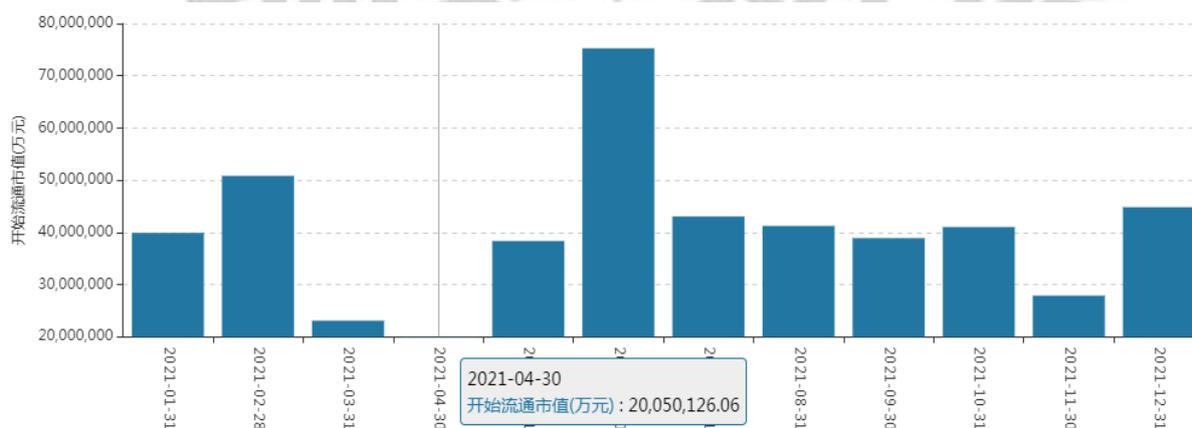


资料来源：瑞达期货、Wind

2、大股东二级市场及回购交易情况

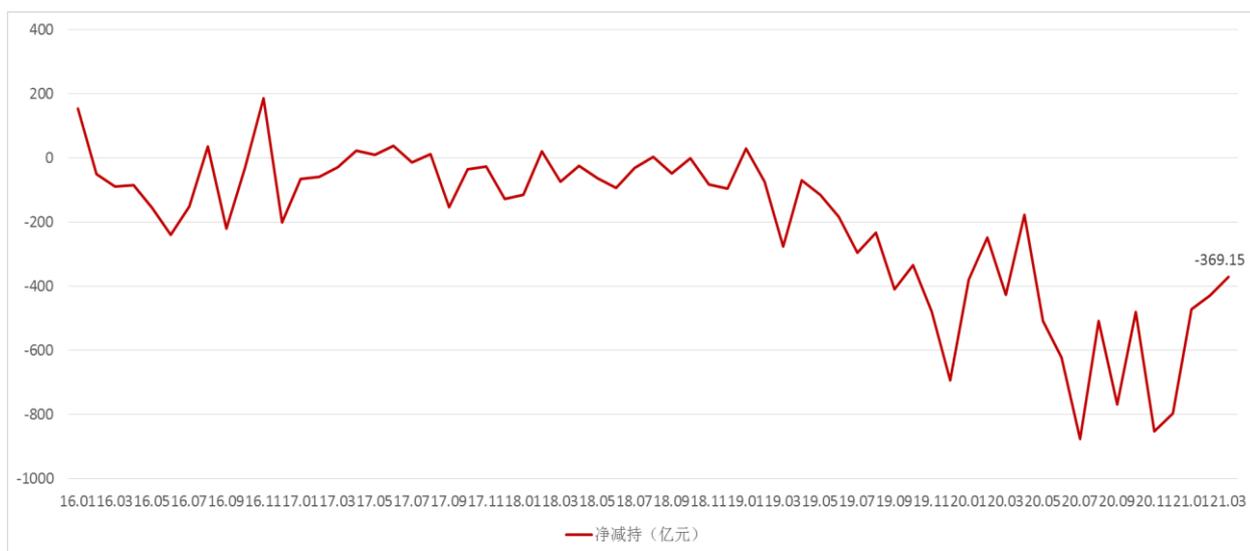
从重要股东二级市场交易公告来看，三月份净减持市值为369.15亿元，较二月份有所回落，为去年五月份以来的低点，股东减持市值的减少，在一定程度上也减轻了市场的压力。三月份股东减持市值为496.72亿元，增持市值为127.57亿元；减持家数回落至472家，同时有148家上市公司披露增持公告，随着市场分化以及调整，股东增持意愿有所升温。四月份解禁压力较三月份明显下降，开始流通市值降至2005.01亿元，为年内最低值。尽管一季度减持压力整体较大，但随着市场回落，上市公司回购意愿亦有所上升，回购市值达到554.58亿元，创2019年三季度以来新高，同时增持市值亦创下2019年一季度以来的最高水平。

图表 8 限售解禁市值



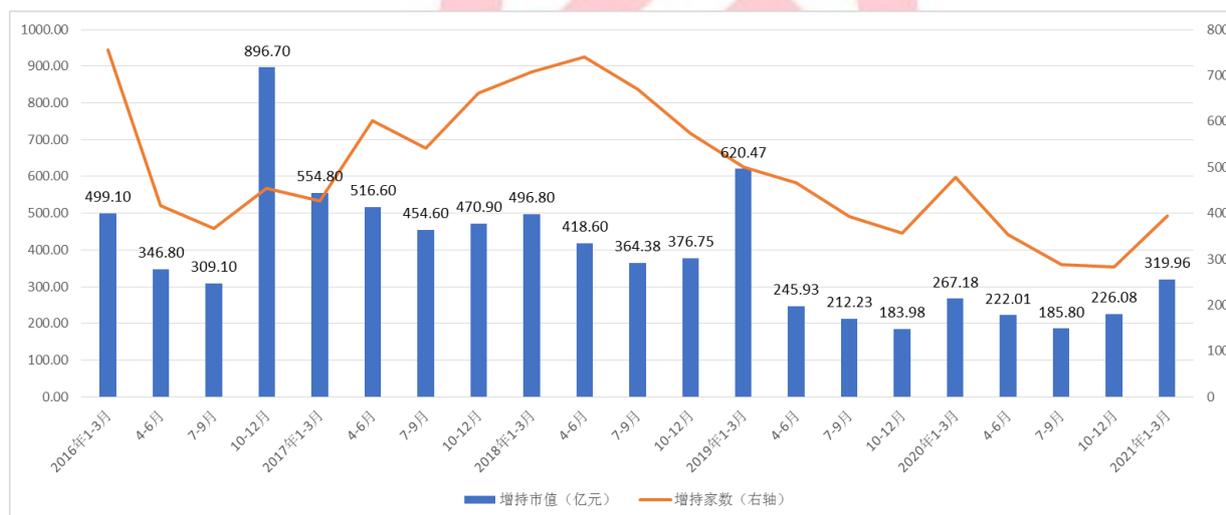
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 9 大股东净增（减）持变化



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 10 大股东增持情况



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 11 股票回购情况



资料来源：瑞达期货、Wind

2、资金供给面

(1) 基金持仓变动

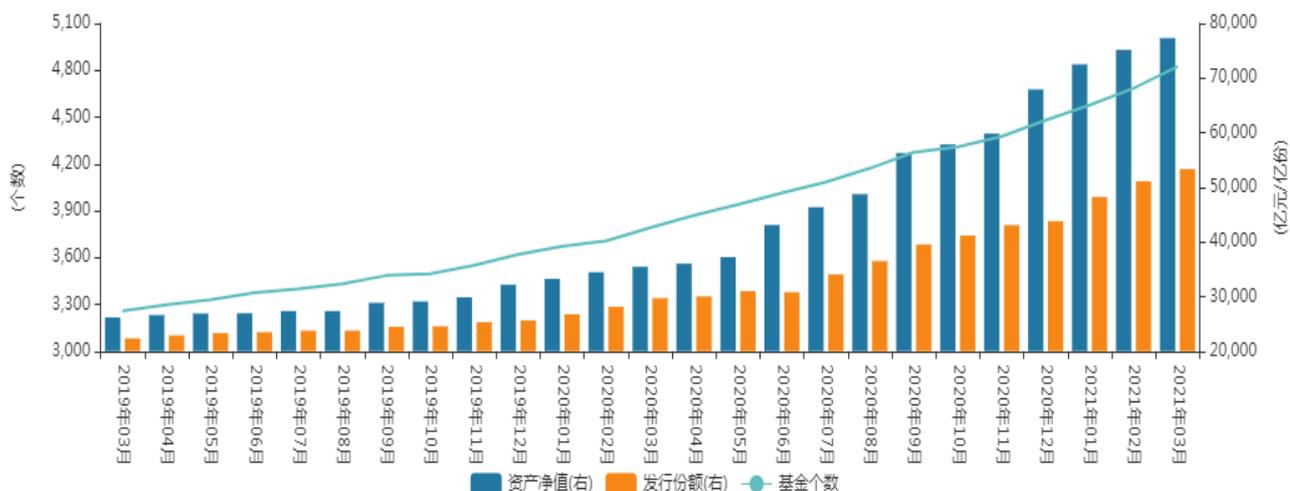
截至3月29日，基金分类股票投资比例为66.22%，较二月末下降1.41%。三月份股票型基金、混合型基金份额进一步上升，达到13902.96亿份和39439.61亿份，在经历了二月份的火爆表现后，随着明星基金随着股市回调而大幅走弱，基金市场情绪明显降温。股票型与混合型基金新增份额仅为417.76亿和1814.85亿，较二月份明显减少。

图表 12 基金分类股票投资比例



资料来源：瑞达期货、Wind

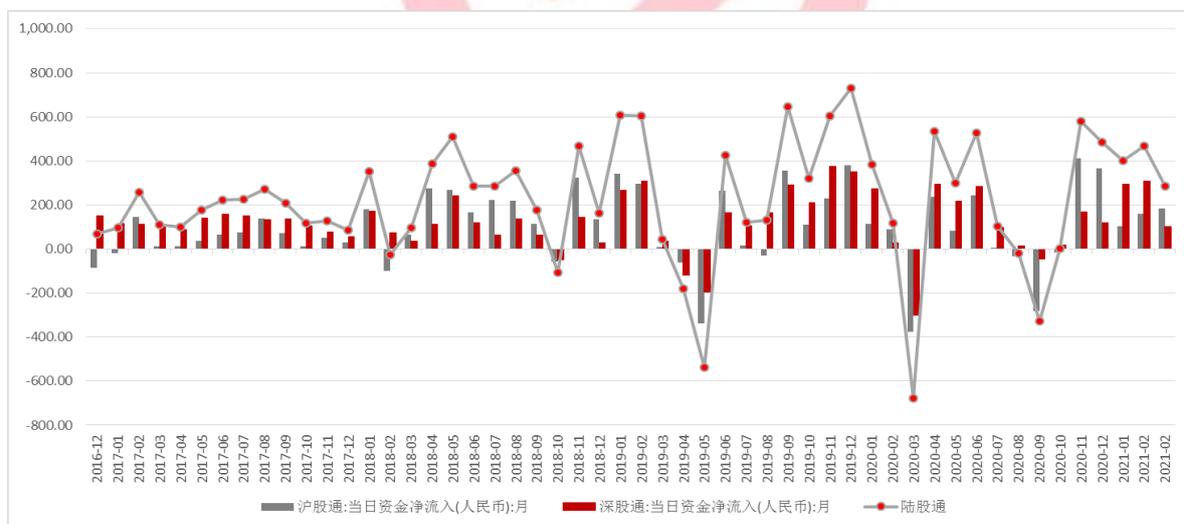
图表 13 混合型及股票基金发行份额（亿）



(2) 外资依然纠结

截至3月30日，三月份陆股通资金延续净流入态势，累计净流入286.49亿元，较二月份减少182.08亿元，连续五个月净流入，外资流入呈现放缓态势。美债收益率持续上行以及美元指数进一步走高，对资金流入形成一定的压力。

图表 14 陆股通资金净流入情况（亿元）（月）

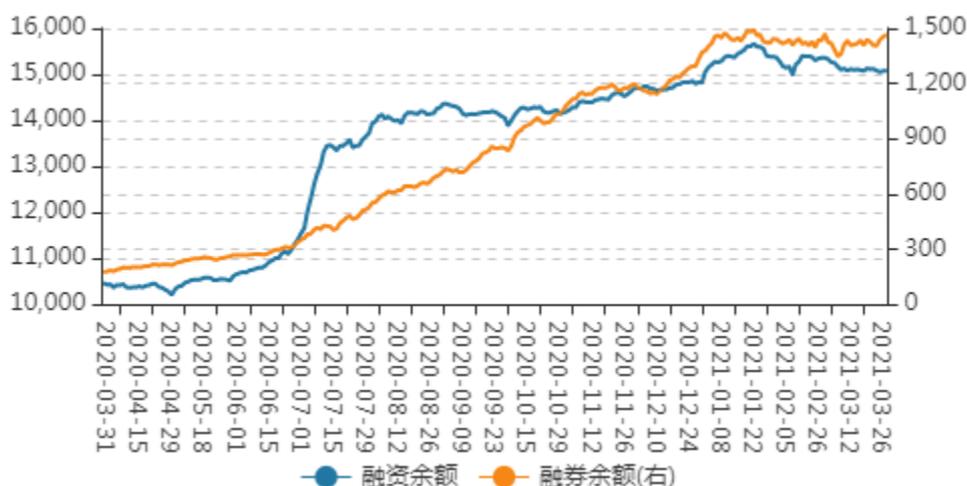


资料来源：瑞达期货、Wind

(3) 两融余额维持平稳

截至3月30日，两融余额为16540.48亿元，较二月末减少159.92亿元。三月累计融资净卖出额228.36亿元，为去年九月份以来最大值，连续两个月净卖出，市场走势疲软，赚钱效应低迷，使得市场情绪受到较明显抑制。三月份融资买入额占A股成交额比持续低位运行，一度降至去年九月份时的低点附近，杠杆资金情绪已处于一个相对萎靡的状态。

图表 15 融资融券余额



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 16 融资买入额占 A 股成交额比重



资料来源：瑞达期货、Wind

三、四月份股指走势展望

A股市场在经历了近一个月的恐慌性的快速下跌走势后，三月中旬逐渐进入到宽幅震荡整理的形态中，市场波动率以及量能逐步回落，两市量能一度不及7000亿元，市场热点涣散，持续性较差，情绪已进入一个相对萎靡的状态中。除了高估值抱团股继续对市场形成压制之外，美债收益率快速走高以及全球通胀预期升温被投资者重点关注，利率上行对股市估值产生影响。不过情绪在经历了一个阶段的持续释放后，经济复苏、收紧预期以及通胀预期已开始被计入美债价格中，国内利率保持平稳以及海外市场重回升势，国内市场在三月下旬开始回归平稳，并开始缩量筑底，可见美债收益率阶段性大幅上行对市场带来的冲击正在逐渐被消化和削弱。

展望四月份，从1-2月份经济、金融数据来看，国内经济仍处于持续复苏的过程中，工业企业生产保持高景气度，投资和消费需求复苏则相对疲软，结构化的特点在一定程度上将对通胀上行形成抑制作用，而这

也将对货币政策收紧的节奏产生影响。当前国内货币政策呈现出逐步收紧，回归正常的趋势中，二季度输入性通胀和房价走高将成为宽松政策的制约，但“不急转”的政策基调，利率较难出现大幅的上行。四月份市场将进入数据验证期，一季度经济与财报数据将相继公布，同时政治局会议也将在月底举行，短期政策大幅收紧的可能性较低。不过在市场整体较为低迷、情绪依旧较为谨慎的背景下，经济政策的风水草动仍有可能对市场带来压力，而政治局会议对于经济的判断以及政策的表述，将成为下一阶段A股走向的重要参考依据。市场在经历了快速下跌、缩量震荡的走势后，安全边际正在逐渐上升，调整空间相对有限，但资金的情绪较难在短期内出现明显修复，未来一个月预计将以震荡为主。

四、策略

三月策略：

1) IF2106

参考入场点位：4800、5100

方向：区间震荡

止损设置：4700、5200

中期策略：

2) IF 季月合约 (2106)

方向：多

入场点位：4800-5100

止损设置：4620

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份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，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，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，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。