



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1290号

王梦颖

投资咨询证号：Z0015429

邮箱：wangmengying@nawaa.com

电话：0571-81727107

张思仪

投资咨询证号：Z0013854

邮箱：zhangsiyi@nawaa.com



南华期货研究 NFR

2021 年金融期货二季度展望

股指期货

多空临界点已至

摘要

在 2021 年度展望中，我们提到 2021 年股指大概率出现“倒 V”型的走势。股指在 2021 年会延续去年的上涨趋势，理由有四：国内经济大概率继续复苏，国内货币政策的影响趋向中性，外部友好因素有望延续，以及股票市场的资金供应量大概率会大于需求量。

经过一季度的演绎，股指的三大上行支撑因素基本都演绎到了极致，而资金供求大概率会跟随行情的变化出现滞后反应，不能单独作为支撑股指趋势性上行的因素。因此，股指的后续上行动能已经出现了不足的状况。

我们认为当前股指的做多胜率已经大幅下降，并且随着时间的推移，上述三大因素出现不利变化的概率越大。时间并不站在股指上行这边。我们对于股指的后续演绎持悲观的态度。

展望 2021 年二季度，我们认为股指多空临界点已至。二季度时，股指的运行中枢将低于一季度，逐渐进入倒“V”型的第二笔当中。从具体品种来看，IF 和 IH 的运行中枢大概率下移，IC 虽然已经横盘调整了半年左右的时间，且估值相对便宜，但是其偏成长的属性让它在利率回升的大背景下，难有突出表现。

风险点：经济复苏进程中断、中美货币政策导向加速转向

目录

第 1 章	2021 年一季度行情回顾.....	4
第 2 章	2021 年二季度行情展望.....	7
2.1.	看多因素的新变化.....	7
2.2.	是什么导致了变化?	10
2.3.	多空临界点已至	11
第 3 章	2021 年二季度策略推荐.....	13
3.1.	卖出看涨期权.....	13
3.2.	做空股指期货	13
免责声明		14

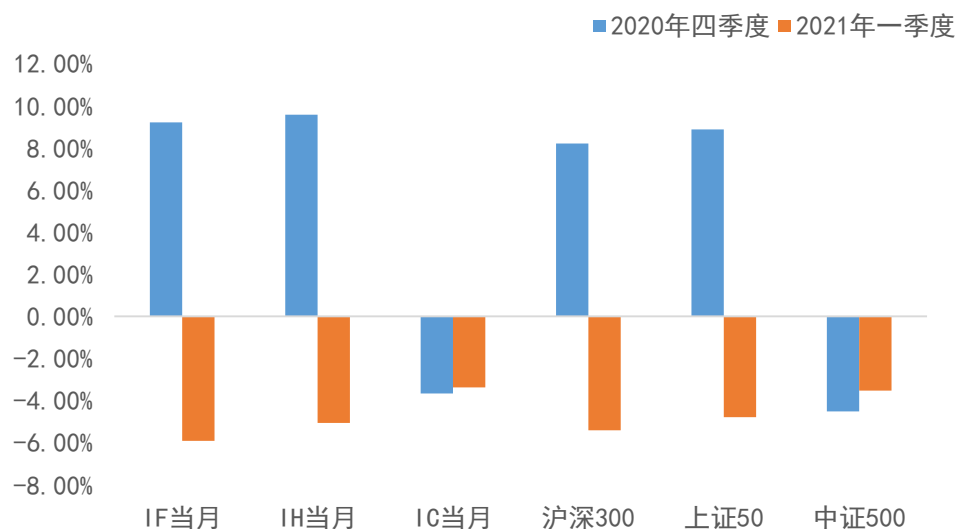
图表目录

图 1.1 期指及标的指数季度涨跌幅	4
图 1.2 IF 当月合约 2020 年年初以来走势	4
图 1.3 沪深 300 指数价值指标	5
图 1.4 美国十年期国债收益率（单位：%）	5
表 1.1 十年期美债收益率历史上涨阶段回顾	6
图 1.5 沪深 300 换手率（单位：%）	6
图 2.1 中美利差缩窄（单位：%）	8
图 2.2 美元指数和沪深 300	8
图 2.3 铜金比（周度同比，单位：%）	9
图 2.4 偏股型新基金成立份额（10 日滚动求和，单位：亿份）	9
图 2.5 疫情出现明显拐点	10
图 2.6 中美 10 年期利差历史走势（单位：%）	11
图 2.7 国内 PPI 快速走高（单位：%）	12
图 2.8 沪深 300 泡沫指标	13

第1章 2021 年一季度行情回顾

2020 年四季度，期指开始震荡上涨，到 2021 年 1 月上旬走势迅速变陡，与去年 7 月初行情走势极类似。行情于 1 月中到 2 月中开始震荡整理，并于春节前后冲高回落，开启下跌。我们认为，期指此次下跌主要是由于股指估值处于高位，美债收益率加速上行，再叠加抱团股大幅下跌带来的连锁反应等因素导致。

图 1.1 期指及标的指数季度涨跌幅



资料来源：Wind 南华研究 数据截至 2021 年 3 月 24 日

图 1.2 IF 当月合约 2020 年年初以来走势



资料来源：Wind 南华研究

春节休市期间，虽然美债收益率持续上升，但是美股三大股指盘中再创新高，欧洲股市触及约一年高位，包括香港恒生指数在内的多个亚太市场基准股指均触及阶段高位。外盘普涨，对 A 股来说可以说是利好，但是春节后首个交易日 A 股就开始下跌，我们认为还是要先把目光投向国内市场本身。我们这里使用价值指标来衡量股指估值高低。在 2 月中旬的行情拐点前后，沪深 300 指数的价值指标百分位一度接近 90%，十分昂贵。过高的估值让股指对关键影响因素的边际变化变得十分敏感。

图 1.3 沪深 300 指数价值指标



资料来源：Wind 南华研究

图 1.4 美国十年期国债收益率（单位：%）



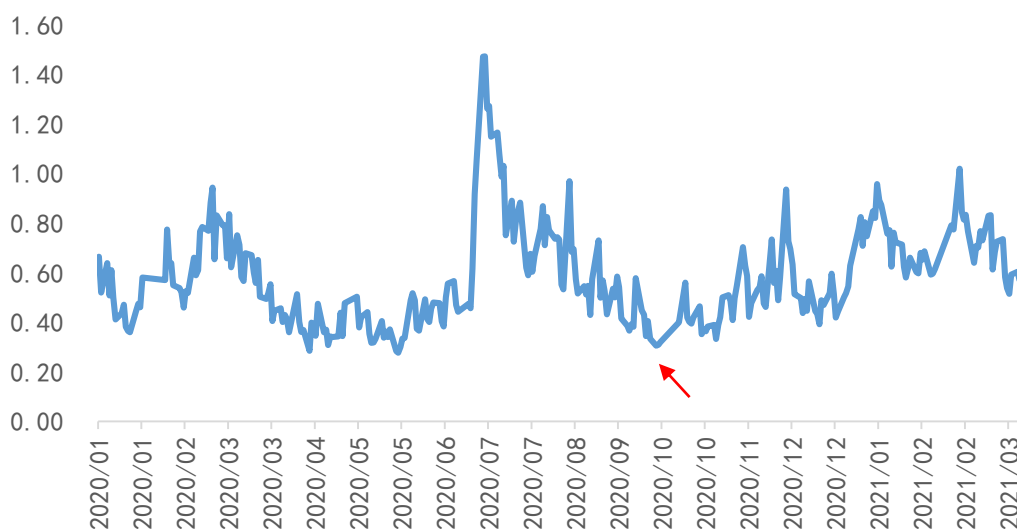
资料来源：Wind 南华研究

表 1.1 十年期美债收益率历史上涨阶段回顾

序号	开始日期	结束日期	天数	累计升幅	日均升幅
1	2008. 12. 30	2009. 6. 18	122	82. 94%	0. 50%
2	2010. 10. 12	2011. 2. 11	89	49. 18%	0. 45%
3	2013. 5. 1	2013. 7. 10	51	62. 65%	0. 96%
4	2016. 7. 29	2016. 12. 28	109	40. 22%	0. 31%
5	2020. 10. 1	2021. 3. 25	120	139. 71%	0. 73%

资料来源：Wind 南华研究

春节期间，影响 A 股走势的其中一个关键因素：十年期美债收益率，出现了明显的上涨。通过回顾过往几轮的美债利率上涨行情，我们发现此次的美债收益率上行速度仅次于 2013 年 5 月到 2013 年 7 月期间。2021 年开年以来，十年期美债收益率上行加速，并于 2 月 24 日触及关键点位 1.5%，触发了股债再平衡机制。资金流向更偏美债，美股下跌，A 股市场也同步下跌。并且，在这之后的一段时间内，由于 A 股市场参与者对美债的关注度升高，美债逐渐成了影响 A 股市场情绪的一个重要指标。

图 1.5 沪深 300 换手率（单位：%）


资料来源：Wind 南华研究

美债利率变动对估值最昂贵的抱团股来说是最为不利的。抱团股上涨行情从去年年末开始愈演愈烈，到今年年初时，行情加速上涨，市场情绪已达到高点，难以长期维持。从下图可以看到，沪深 300 指数的换手率自 2020 年 9 月底即开始拐头向上，并于 2020

年 11 月底 12 月初和 2021 年 1 月中旬先后创下阶段性高点。结合部分基金的重仓股变化，我们可以推测，在春节前，不少资金已经进行了调仓换股，获利了结了抱团股上的头寸，抱团现象开始初步瓦解。

2 月下旬十年期美债收益率触及关键点位，抱团股高估现象引起了投资者的重视，并随后开启了恐慌式下跌。随着抱团股的下跌，投资者争相抛售，导致抱团股进一步下跌，带动股指下挫。

第2章 2021 年二季度行情展望

在 2021 年度展望中，我们提到 2021 年股指大概率出现“倒 V”型的走势。股指在开年会延续 2020 年的上涨趋势，理由有四：国内经济大概率继续复苏，国内货币政策的影响趋向中性，外部友好因素有望延续，以及股票市场的资金供应量大概率会大于需求量。

在 2021 年一季度时，我们观察到外部友好因素发生了趋势性的变化，同时经济复苏的预期也接近历史顶部附近。这样的变化可能会给国内货币政策导向和股票市场的资金供求带来负面的压力。支撑股指上涨的四大理由已经出现拐头迹象，展望 2021 年二季度，我们认为股指已经走到了倒“V”型的转折处，多空临界点已至。

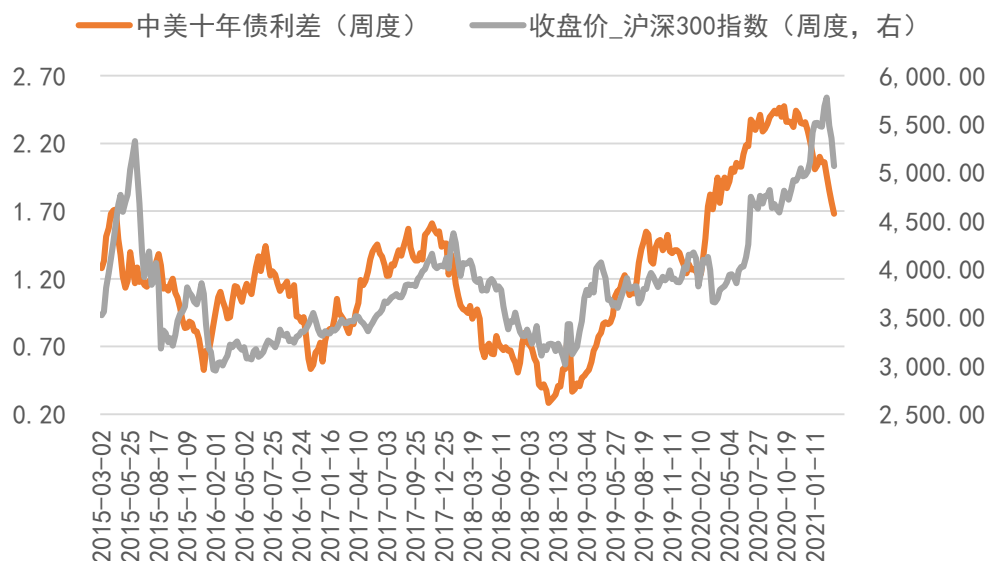
2.1. 看多因素的新变化

春节后，国内股指运行逃不开“美债利率上行”这个因素的影响，由美债利率上行引发的抱团股估值泡沫破灭是造成近期股指大幅下挫的重要原因。而此前，不断扩大的中美利差和弱美元正是支持 A 股走高，尤其是推升抱团股估值上行的重要外部友好因素。但是进入 2021 年不久，这两个因素就出现了拐头迹象，并在春节后引发股市的动荡。

美元指数在 2021 年 1 月 6 号创出三年新低，跌至 89.2，随后开始反弹，稳步抬升，目前已经涨至 91.8 附近。中美十年期国债利差的最高点出现在 2020 年 10 月，当时的利差水平在 2.5% 左右，而目前利差已经回落至 1.68%。1.5%-1.7% 的利差水平是近五年来，中美利差能达到的最高值。也就是说，由疫情带来的异常走高的中美利差水平已经逐渐回落至疫情前的正常水平，对 A 股上行的支撑动力大幅回落。加上美元指数的反弹，两个外部友好因素开始变得不再友好。

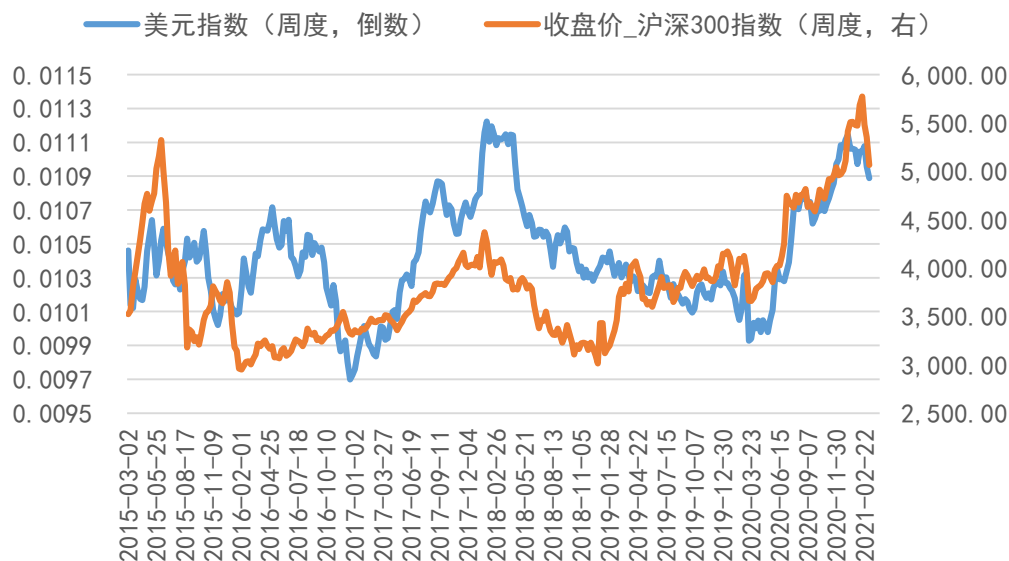
虽然国内外的经济复苏一直在持续，但是我们以铜金比同比衡量的经济增长预期已经超过了上一个周期的高点，即 2017 年周期顶部的位置。这也意味着市场认为此轮经济复苏的强度会比 2017 年更强。但是现实是我们仍在疫情的阴霾下，虽然疫苗的接种十分喜人，但是距离恢复正常的经济生活仍有一段距离。此时，市场已经将经济复苏的预期打的非常的足，那么我们自然会产生一个疑问，就是后续真实的经济复苏强度是否符合市场的预期？这也是当下市场热议的一个矛盾点，即市场预期太过于超前，和实际的经济生活状况脱节较远。这个矛盾点也是近期市场大幅波动的另一个重要原因。

图 2.1 中美利差缩窄（单位：%）

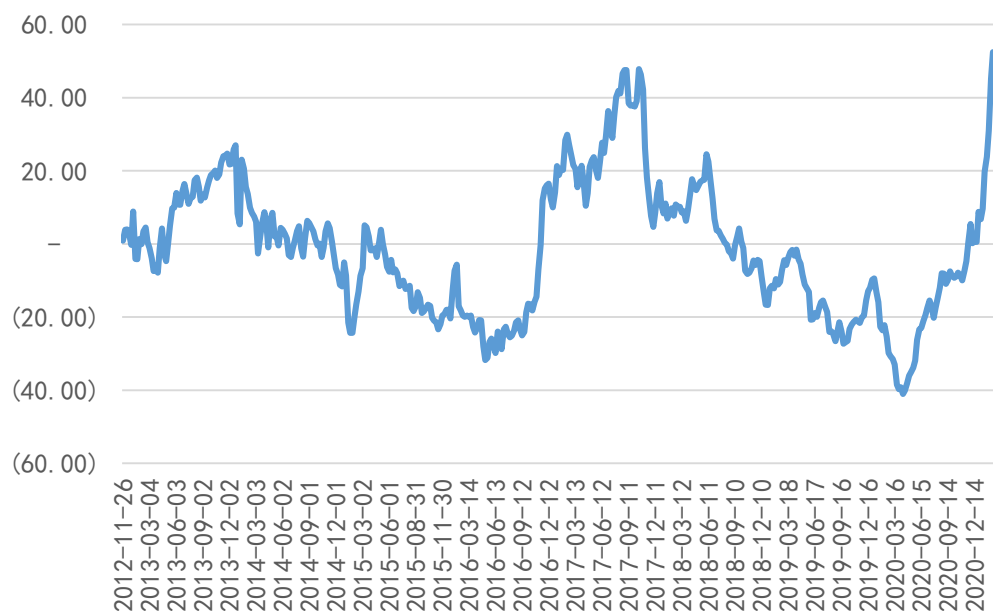


资料来源：Wind 南华研究

图 2.2 美元指数和沪深 300

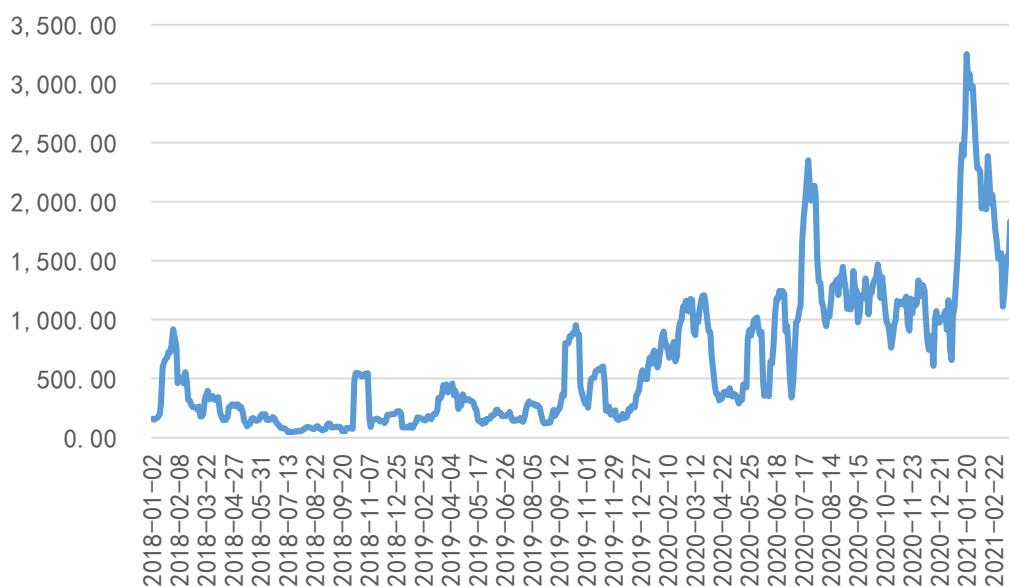


资料来源：Wind 南华研究

图 2.3 铜金比（周度同比，单位：%）

资料来源：Wind 南华研究

此外，短期内大幅的下跌让此前火爆的新基金发行出现了降温，从图 2.3 中我们可以看到，春节后，偏股型新基金的发行份额大幅回落。股指的下挫给资金供应端带来了负面的影响，如果趋势真的发生逆转，负反馈效应的影响会更加深远。

图 2.4 偏股型新基金成立份额（10 日滚动求和，单位：亿份）

资料来源：Wind 南华研究

2.2. 是什么导致了变化？

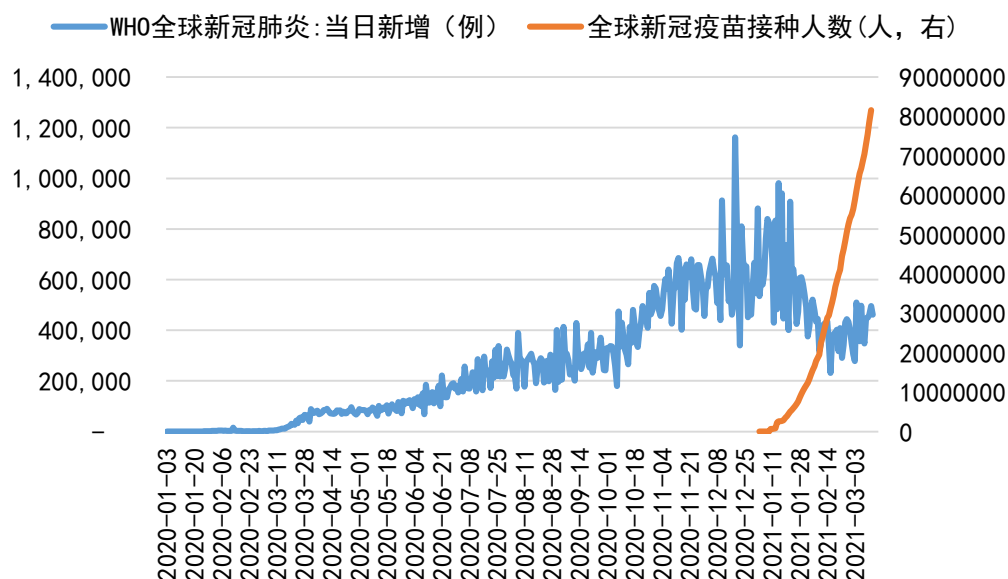
一季度时，金融市场的关键因素就是美债利率，因此，我们更倾向于认为是美国方面出现了新的事件，导致上述看多因素产生了一系列的变化。

回顾 2021 年一季度，美国方面最大的事件是新任总统拜登的上台。拜登从胜选到入主白宫的过程中颇多曲折，在 1 月 6 号时，特朗普支持者闯入美国国会阻止确认拜登胜选，这场暴乱让美元指数创出了三年新低，但是“蓝营横扫”的结局已经敲定，拜登将入主白宫。1 月 15 号，拜登公布了规模 1.9 万亿美元的“美国拯救计划”。1 月 20 日，财长提名人耶伦在讲话中表达了重建经济的意向，并声称美国并不寻求通过弱势美元来获得经济优势。至此，美国短暂的政治动荡告一段落，市场信心逐渐恢复，而美元指数也从低位走出，缓慢回升。

拜登当选和推出的经济刺激计划只是让市场对经济复苏产生信心的第一步。全球新冠疫苗接种人数的不断上升，以及新冠新增病例的显著减少给予了大家对恢复正常经济生活的最大信心。美国从 2020 年 12 月中旬开始接种新冠疫苗，而中国也在 2021 年元旦上市了新冠疫苗。从图 2.5 中我们可以看到，2021 年 1 月底，是新冠新增病例出现显著拐点，疫苗接种人数大幅上升的时间点。也正是从 1 月底开始，全球对于经济增长，以及由此带来的通胀预期开始喧嚣尘上。我们从铜金比同比变化中可以看到，从 1 月底开始，铜金比同比增速开始以近 90° 的斜率往上升，这恰恰反映了市场对经济增长的信心在迅速恢复。

简而言之，疫情状况的明显好转，以及美国方面愿意继续加大经济刺激力度的举措增强了市场对未来经济复苏的信心。大宗商品的疯狂上涨、股市顺周期板块的强势，美元指数的反弹和美债利率的快速上行都是市场对未来经济增长充满信心的表现。

图 2.5 疫情出现明显拐点



资料来源：Wind 南华研究

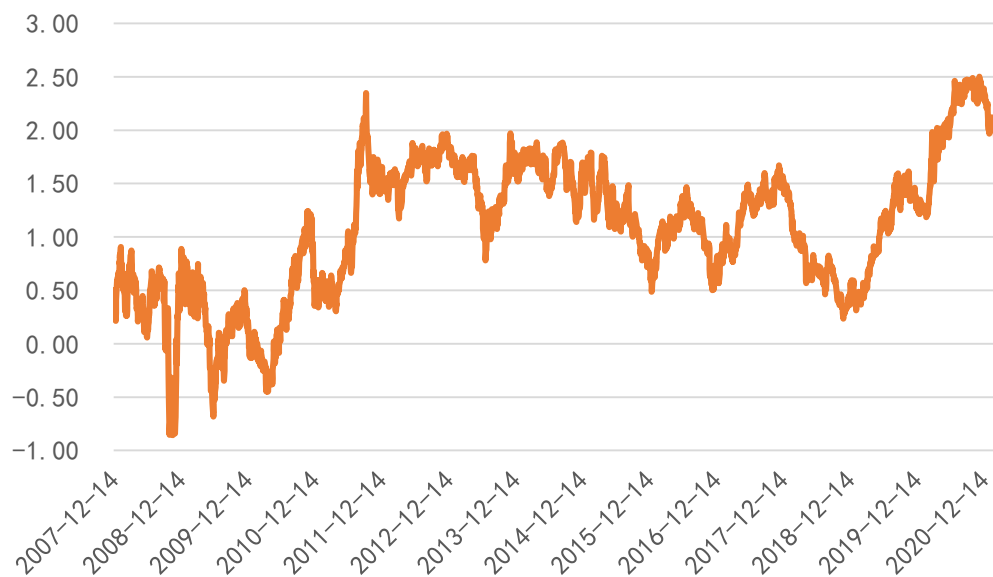
2.3. 多空临界点已至

在前文中，我们提到目前市场对于未来经济复苏的预期过于超前，并且其隐含的乐观程度已经超过了 2017 年的周期顶部时期。虽然经济复苏一直是支持 A 股上行最重要的一个基石，但当经济预期已经演绎到极度乐观时，我们认为经济复苏预期对 A 股的支持力度也就趋向于极致了，后续 A 股的继续上涨可能更多靠情绪推动。

除了经济复苏预期已经达到极度乐观后，中美利差的差距和美元指数的弱势在此轮行情过程中，也已经达到了极致。例如中美利差在去年 10 月达到了 2.5%，这是 08 年以来中美利差的最高峰，比 2011 年时的 2.35% 还要高。若不是疫情的影响，自 2011 年之后，中美利差的历次最高值从未超过 2%。同时，美元指数此轮的最低点是 89，已经十分接近 2018 年的低点 88。因此，我们有理由怀疑，此轮周期中，美元指数的弱势可能也已经演绎到了极致。

当各个利多因素已经演绎到极致时，股指本身就变得很脆弱，一旦某个利多因素发生边际变化，可能就会导致大跌。最典型的例子就是今年一季度时因为美债利率快速上行导致的股指暴跌。

图 2.6 中美 10 年期利差历史走势（单位：%）

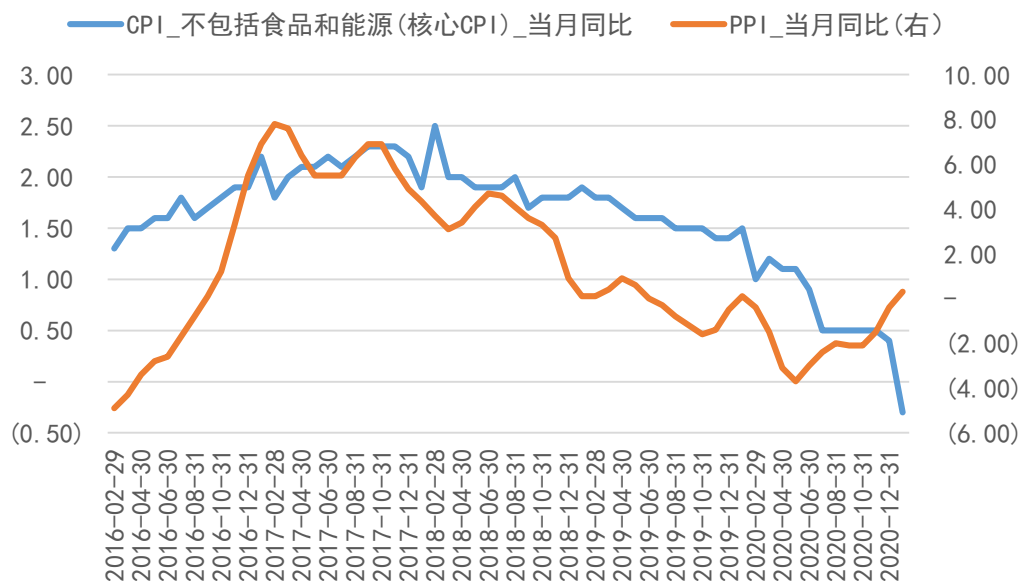


资料来源：Wind 南华研究

此外，国内的货币政策导向一直维持着中性的立场，国内的消费端复苏远不及生产端强势。但是随着国内 PPI 的快速上行，美债利率的回升以及美元指数可能重回强势，国内货币政策的中性立场恐越来越难维持。3 月 24 号，央行一季度例会召开，此次会议通稿中对经济状况的定义明显更为乐观，四季度例会中对经济状况的描述是：“国内经济内生动力增强，但也面临疫情等不稳定不确定因素冲击”，而在今年一季度例会中的描述是：“国内经济发展动力不断增强，积极因素明显增多，但经济恢复进程仍不平

衡”。同时，一季度例会通稿中删除了“保持货币政策的连续性、稳定性、可持续性”和“不急转弯”的表述。我们认为从央行一季度例会的态度来看，国内货币政策的导向已经从中性往收敛的方向倾斜。

图 2.7 国内 PPI 快速走高（单位：%）



资料来源：Wind 南华研究

至此，我们发现经过一季度的演绎，股指的三大上行支撑因素基本都演绎到了极致，而资金供求大概率会跟随行情的变化出现滞后反应，不能单独作为支撑股指趋势性上行的因素。因此，股指的后续上行动能已经出现了不足的状况，并且如果三大因素的预期出现持续的逆转，那么股指可能会面临更深幅度的回调。

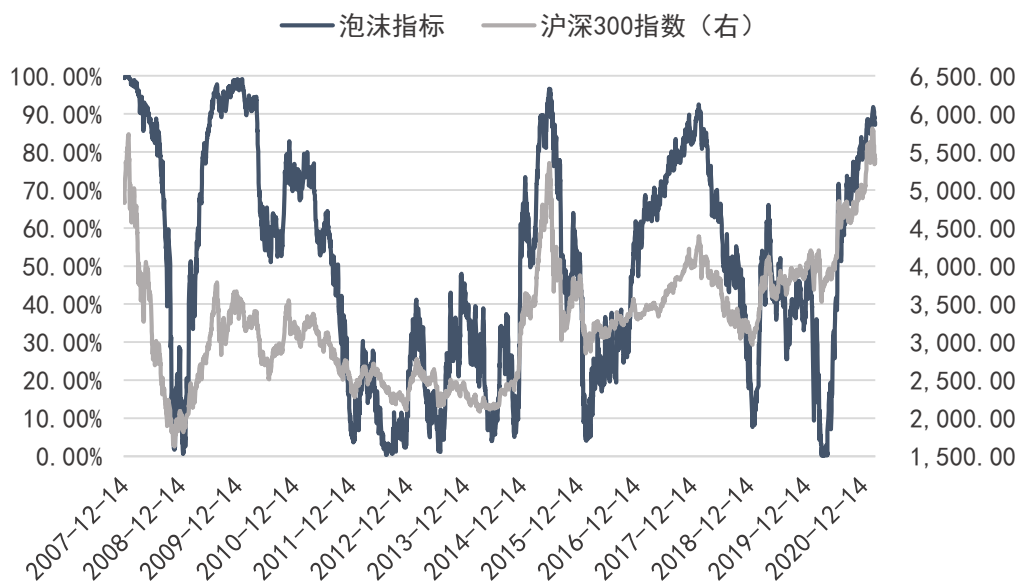
同时，我们的泡沫指标在春节后突破 90% 的警戒线，这意味着在春节后市场的整体表现已经出现了往次牛市顶部的迹象。

综合基本面和市场指标，我们认为当前股指的做多胜率已经大幅下降，并且随着时间的推移，上述三大因素出现不利变化的概率越大。时间并不站在股指上行这边。我们对于股指的后续演绎持悲观的态度。

展望二季度，我们认为市场预期短期内难以达成一致，尤其是超前的经济预期和实际经济状况的差距会给行情带来很多变数，行情大概率在震荡中寻求新的一致性方向。我们认为二季度股指的中枢将低于一季度，逐渐进入倒“V”型的第二笔当中。

从具体品种来看，IF 和 IH 的运行中枢大概率下移，IC 虽然已经横盘调整了半年左右的时间，且估值相对便宜，但是其偏成长的属性让它在利率回升的大背景下，难有突出表现。目前，我们也并未观察到期指跨品种轮动在二季度会有明显的机会。

图 2.8 沪深 300 泡沫指标



资料来源：Wind 南华研究

第3章 2021 年二季度策略推荐

3.1. 卖出看涨期权

在 2021 年度展望中，我们提过当股指进入倒“V”型的第二笔时，股指进入下降趋势时，我们推荐采用卖出看涨期权的策略来获取收益。这是一种更为保守的看空策略，投资者可以根据自己的风险偏好，选择虚值程度不同的期权进行卖出操作，虚值程度越深，越保守，当然收益也越小。同时，投资者仍要注意卖出看涨期权的可能潜在损失是无限的。如果股指持续上涨，那么卖出看涨期权的亏损会趋向无穷大。因此，在进行卖出看涨期权操作时，建议投资者设好止损，并最好在波动率高位时进行建仓。

3.2. 做空股指期货

我们认为接下来股指向下的动能大概率强于向上，因此推荐投资者逢高做空股指期货。三个期指标的中我们优先推荐空 IF，其次是 IH，最后是 IC。因此，在此前的上涨中，IF 的涨幅是最大的，这意味着它的下跌动能也最足，而 IC 从去年 8 月中旬开始一直维持宽幅震荡，近半年来几乎没有上涨，同时 IC 目前的估值水平也是三个期指中最低的。但是，历史经验告诉我们，IC 在利率上行的背景下是难以取得较好的表现的，因此，如果 IC 出现反弹，也未尝不是一个好的做空标的。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点