



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



南华期货研究 NFR

2021 年金融期货四季度展望

股指期货

权重筑底，IC继续占优

摘要

我们在下半年度展望中的观点是：IF 和 IH 的上行压力较大，IC 在下半年的胜率远优于 IF 和 IH。在三季度时，IF 和 IH 的运行中枢较上半年继续下移了一个台阶，而 IC 加速上行，大幅跑赢 IF 和 IH，优势尽显。三大股指的演绎基本符合我们此前的判断。

展望四季度，此前提到的两个股指下行诱因：经济预期转弱和外部友好因素拐头，已经被市场消化的相对充分，加上 IF 和 IH 的估值进一步下移，长期配置价值已经开始显现，我们认为 IF 和 IH 的下跌空间会相对有限，大概率会进入筑底阶段。

从 2019 年 11 月至今，我们一直处在大的降息周期内，而流动性充裕是 IC 继续上涨的关键因素。由于国内供给端出现了短缺问题，造成国内经济的不平衡状况加剧，这大概率不会改变流动性相对充裕的状况，且流动性在短期内拐头收紧的概率十分小。这意味着接下来的流动性环境依然有利于 IC 的上涨。

此外，从流动性结构来看，四季度银行间市场维持流动性的合理充裕是大概率事件，而实体流动性的好转却需要更长的时间和更多的支持因素，因此，我们认为四季度的流动性结构会继续利好 IC 的跨品种价差走阔。

策略方面，我们继续推荐持有 IC 多单，短期 IC 有调整需要，加仓需择时。同时，也推荐择时轻仓做多 IC 做空 IH 的跨品种套利策略。

风险点：海外通胀风险上升

目录

第 1 章	三季度 IF 和 IH 中枢下移，IC 加速上行	4
第 2 章	四季度权重筑底，IC 继续占优.....	5
2.1.	IF 和 IH 见底了吗?	5
2.2.	IC 还能继续上涨吗?	9
2.3.	跨品种价差将如何演绎?	12
第 3 章	策略推荐	14
3.1.	继续持有 IC.....	14
3.2.	跨品种套利.....	14
免责声明		15

图表目录

图 1.1 期指跨品种价差走势	4
图 2.1 沪深 300 价值指标	6
图 2.2 PPI-CPI 剪刀差（单位：%）	6
图 2.3 社融存量增速（%）和沪深 300 走势高度相关	7
图 2.4 TED 利差（月度）	8
图 2.5 美国盈亏平衡通胀率（%）	8
图 2.6 中国对外出口金额累计同比（%）	9
图 2.7 中证 500 指数历史走势（2007 年至今）	10
图 2.8 货币政策主要工具历史表现（%）	11
图 2.9 3 个月 Shibor 走势（%）	11
表 2.1 中证 500 指数上涨小波段板块表现（涨跌幅%）	12
图 2.10 非银流动性（%）和跨品种价差	13
图 2.11 经济预期观察指标（周度同比%）	14

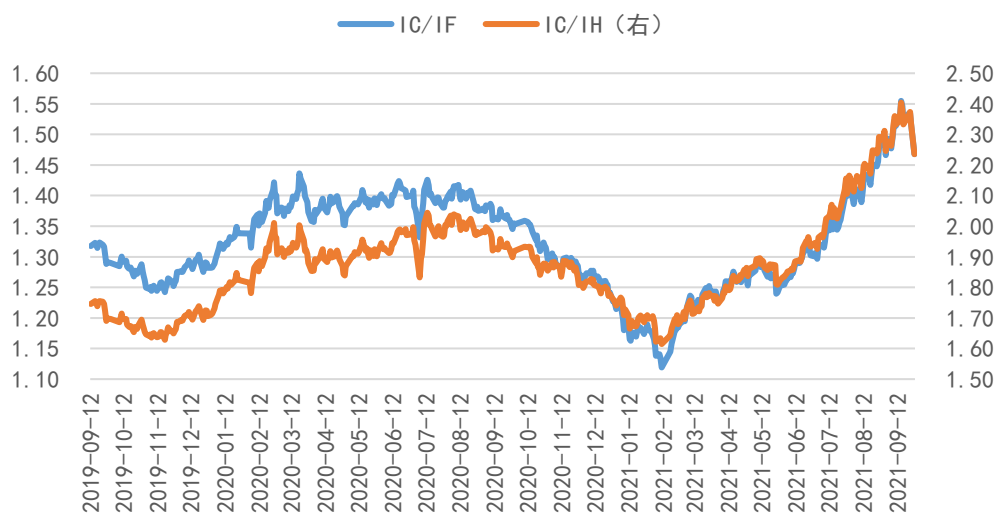
第1章 三季度 IF 和 IH 中枢下移，IC 加速上行

我们在下半年度展望中的观点是：IF 和 IH 的上行压力较大，IC 在下半年的胜率远优于 IF 和 IH。在三季度时，IF 和 IH 的运行中枢较上半年继续下移了一个台阶，而 IC 加速上行，大幅跑赢 IF 和 IH，优势尽显。三大股指的演绎基本符合我们此前的判断。

从 IF 和 IH 的走势来看，虽然三季度的运行中枢有所下移，但主跌段发生在 7 月下旬，其他时候都保持着震荡整理的态势。回顾 7 月下旬的盘面，我们认为当时股指本身的状态是比较稳定的，不存在很大的回调需求，下跌更多是受政策面的事件刺激所致。7 月 24 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》（简称：“双减”），以及市场监管总局对腾讯作出责令解除网络音乐独家版权等处罚（《反垄断法》实施以来对违法实施经营者集中采取必要措施恢复市场竞争状态的第一起案件）。这两个事件引发了市场对相关行业股票的抛售、调仓以及估值重塑的需求，对 A 股造成了较大的影响，指数明显下挫。事件冲击过后，IF 和 IH 重回震荡调整，并一直持续至今。

相较而言，IC 在整个事件冲击过程中受到的影响相对较小，并且在冲击过后，由周期板块带动，开启了加速上涨的过程，从 7 月底至 9 月中旬，IC 在一个半月的时间内完成了 15% 的涨幅。同期，IF 主力合约上涨幅度为 3.35%，IH 主力合约下跌了 3.36%。IC 和 IF、IH 的跨品种价差在三季度时大幅走阔，也引发了市场对风格切换的热烈探讨。

图 1.1 期指跨品种价差走势



资料来源：Choice 南华研究

在下半年度展望中我们提到股指有两大下行诱因：经济预期转弱和外部友好因素拐头，同时，也有两大下行约束力，分别是疫情带来的国内政策托底和相对合理的估值水平。并且，我们也指出两个下行约束力的确定性程度会比下行诱因来得高。回头看，我们认为股指的两大下行诱因已经基本得到了事实的验证，但两个下行约束力的演绎比想

象中的更为复杂。由德尔塔毒株带来的疫情再次爆发是造成宏观面发生预期外变化的主因。疫情的反复拖累了全球经济的恢复进度，三季度时美联储的态度依然偏鸽派，外部友好因素拐头的速度比我们预期的更慢一些。国内经济复苏不平衡的状况进一步加剧，上游生产端因为海外供应的短缺、订单积聚国内的情况形成了供不应求的局面，大宗商品价格继续大幅上涨，进一步抑制国内中下游企业的利润，遏制了消费端的复苏。同时，国内近期能耗双控、拉闸限电的事件加剧了上游供应短缺的问题，结构不平衡的状况进一步发酵。在这种状况下，国内托底政策的力度也在逐渐加强，但目前还未看到明显起色。

简单来说，中美双方宏观政策加速拐头的迹象已经越来越明显，这会给四季度股指行情的演绎带来巨大的影响。

第2章 四季度权重筑底，IC 继续占优

展望四季度，随着股指下行压力逐渐的消退，IF 和 IH 的下跌空间会相对有限，大概率会进入筑底阶段。由于国内经济的不平衡状况加剧，国内的流动性状况大概率会继续利好 IC，并且流动性结构会依然有利于 IC 跨品种价差的走阔。

2.1. IF 和 IH 见底了吗？

从盘面看，IF 和 IH 在前期底部附近已经震荡整理了两个月的时间，并且不时出现幅度较大的反弹，这让人不禁想到，是不是 IF 和 IH 已经见底？我们从 IF 和 IH 自身的状态，以及宏观面的变化来看，IF 和 IH 在四季度继续下行的空间相对有限，进行筑底的概率比较大。

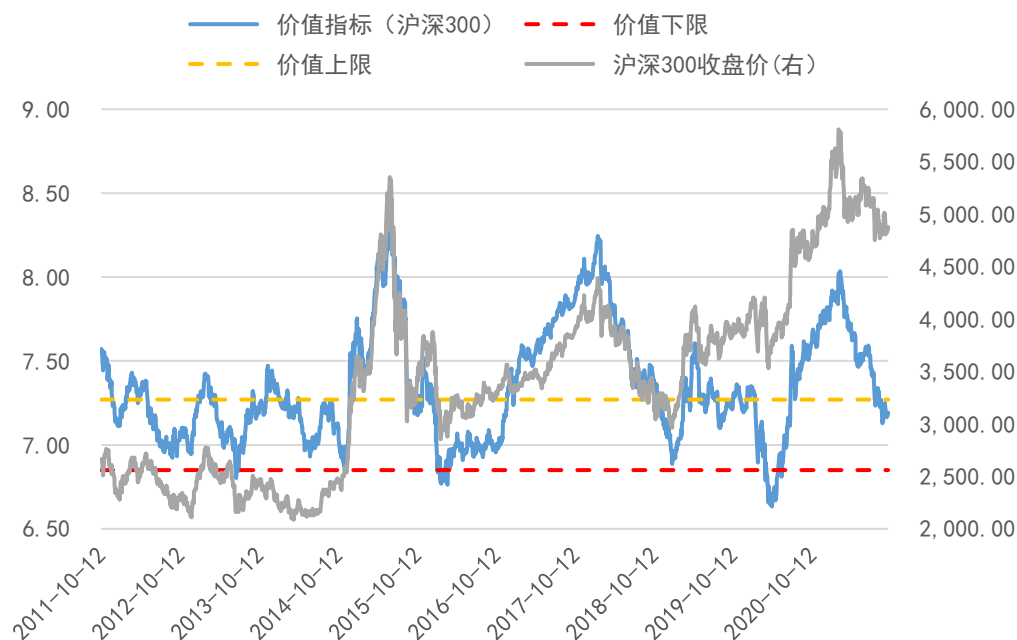
首先，从估值来看，IF 和 IH 已经进入了相对便宜的阶段，较年中的合理估值状态又下移了一个台阶。从我们的价值指标分位数来看，目前沪深 300 的估值分位数为 21.80%，上证 50 的估值分位数为 20.50%。当价值指标位于历史分位数 20-40% 区间时，我们认为指数已经进入相对便宜区间，如果低于 20%，则进入低估状态。目前，从价值指标看的沪深 300 和上证 50 指数都已经进入可买区间，如果以盈利动态的角度去看，两个指数的长期配置价值已经显现。这是我们认为权重指数下行空间相对有限的其中一个重要原因。

第二，我们再次审视了在下半年度展望中提到的两个股指下行诱因：经济预期转弱和外部友好因素拐头，结果发现这两个因素对股指的压力已经有所减少。

先说经济预期转弱。在二季度末，我们通过南华工业品指数相较于黄金指数的同比增速来捕捉到国内经济预期转弱的信号。三季度时，随着 PMI 指标的环比走弱以及社融增速的放缓，我们基本确认了国内经济下行的状况，经济转弱的预期得到了验证。

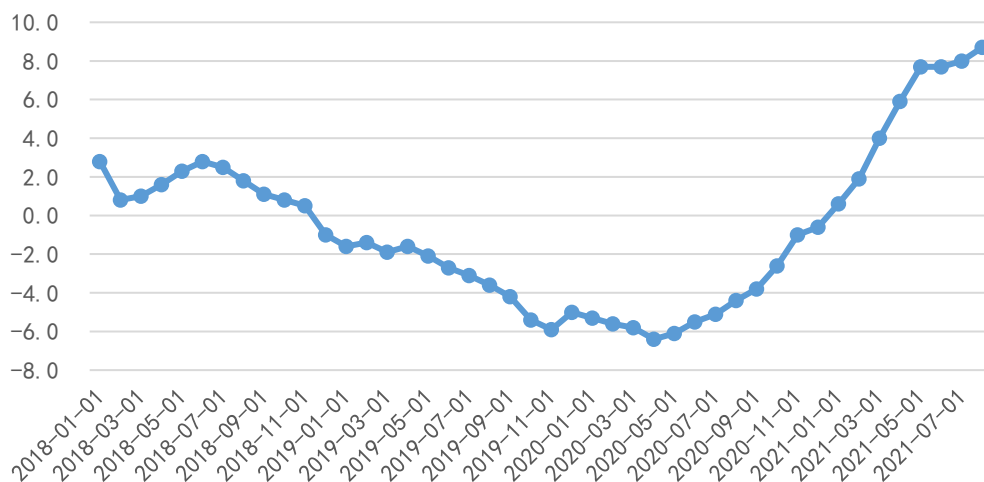
二季度末时，国内经济不平衡的迹象已经十分严重，从政策基调和举措来看，我们当时认为国内政策会维持稳字当头的基调。和我们想象中不一样的是，国内经济不平衡的状况并未在三季度时得到缓解，大宗商品价格上涨的势头并未得到遏制，南华工业品指数在三季度时不断刷新前高，PPI 和 CPI 的剪刀差创下 90 年代以来的历史新高，外贸数据持续向好，但国内的消费和投资十分疲软，经济复苏的不平衡愈演愈烈。

图 2.1 沪深 300 价值指标



资料来源：Choice 南华研究

图 2.2 PPI-CPI 剪刀差（单位：%）



资料来源：Choice 南华研究

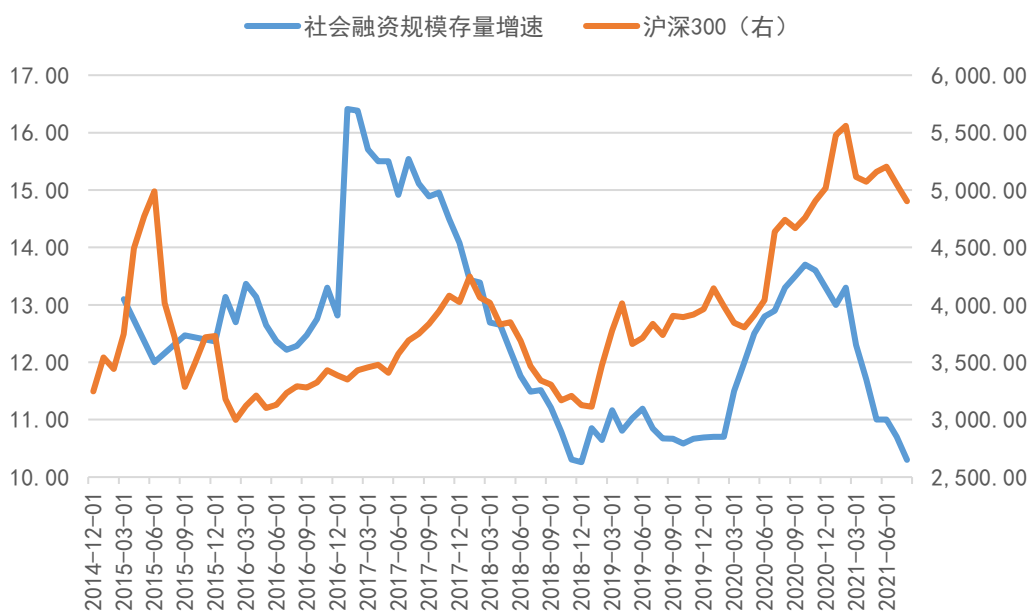
在这种状况下，我们观察到宏观政策开始加码。此轮大宗商品价格涨价更多的是供应结构问题，而不是货币供应的问题，因此，货币政策方面开始为中下游企业的疲软加码。央行先在 7 月 15 日实施了一次全面降准，下调金融机构存款准备金率 0.5%，释放

长期资金 1 万亿元。随后,央行在 8 月 23 号召开了金融机构货币信贷形势分析座谈会,会议提出要加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度,增强信贷总量增长的稳定性。在最新召开的央行三季度例会上,这一说法被再次提及。对此,我们认为货币政策端开始加码,但政策导向更偏结构性,并不是“大水漫灌”。

今年 8 月的社融存量增速仅为 10.3%,已经降至历史低位附近,和近些年的历史最低值,2018 年 12 月的增速 10.26%,相差无几。加上货币政策端已经开始加码,我们认为社融进一步下滑的空间有限。我们注意到社融存量增速和沪深 300 指数的相关性是比较高的,因此,社融进一步下滑的空间有限,也意味着驱动沪深 300 和其他权重指数下行的压力会边际减弱。

简单来说,市场对经济下滑的状况已经有了较为充分的认识,加上政策端有加码的迹象,一定程度上对冲了经济预期下滑的影响,后续经济预期转弱对股指的负面影响会逐渐减少。

图 2.3 社融存量增速 (%) 和沪深 300 走势高度相关



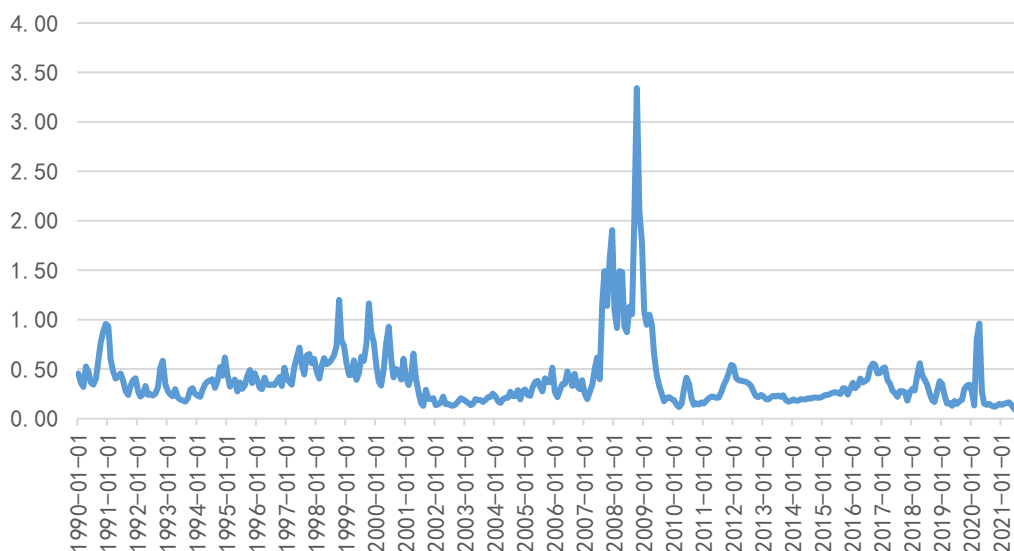
资料来源: Choice 南华研究

接着,我们再看一下外部友好因素的拐头状况。美元和美债的波动都和美联储的政策息息相关,在三季度时,市场关注的是 Taper 的路径。随着 9 月 FOMC 会议的落地,市场对于 Taper 路径,甚至是未来加息的路径已经有了一个相对清晰的认知。目前来看,市场对 Taper 开启时间点的预期基本一致,普遍认为美联储会在 11 月会议上宣布 Taper,从 12 月开始正式实施 Taper,并持续到明年中甸左右结束。由于 Taper 只是削减 QE 的规模,因此,对于流动性的负面影响会较加息小。

目前, Ted 利差正处在历史最低位,说明离岸美元流动性处于极度宽松的状态。从上一轮的 Taper (2014 年) 经历来看, Taper 对 Ted 利差的影响相对有限。在 9 月 FOMC

会议之后，Ted 利差开始走高，从历史极低值 0.06 抬升至 0.1，但即使短期内有了较大幅度的抬升，从更长的历史维度看，依然属于历史低位。结合上一轮 Taper 的经验，我们认为此轮 Taper 对离岸美元流动性的影响也会相对有限。如此，从资金流动来看，Taper 对国内股票市场的资金抽水影响会相对有限。

图 2.4 TED 利差（月度）



资料来源：Choice 南华研究

图 2.5 美国盈亏平衡通胀率（%）



资料来源：Choice 南华研究

需要注意的是，我们认为可能会给以上分析带来变数的就是海外的通胀状况。疫情后，中国的出口增速一直维持在历史高位，我们查看了中国对世界六大洲（除南极洲）的出口增速状况，发现目前增速甚至超过了次贷危机后的水平。

图 2.6 中国对外出口金额累计同比（%）



资料来源：Choice 南华研究

这说明疫情后中国在不断向外输出商品，我们推测这是海外供应链在疫情的影响下未能完全恢复，需求全部集中到中国所致。近期，国内能耗双控、拉闸限电的事件可能会影响到出口贸易品的供应量，海外市场面临着供应端进一步收缩的风险，这会推高海外市场的通胀预期。从目前的美国通胀预期来看，隐隐有继续上行的迹象。一旦通胀预期开始上行，很可能会推动美联储的政策基调转向鹰派，这会给国内股指带来额外的风险。

总之，从 IF 和 IH 目前偏低的估值，和逐渐减弱的下行驱动力来看，我们认为这两者在四季度的下行空间会相对有限，大概率会进行筑底。需要注意的变数是来自海外通胀风险上升带来的美联储基调转向鹰派的风险。

2.2. IC 还能继续上涨吗？

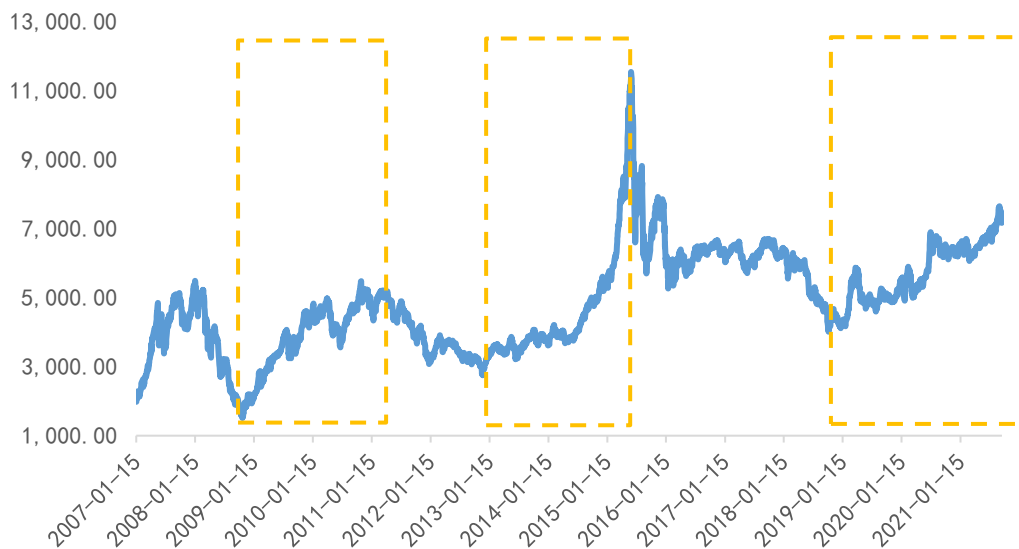
我们前面提到，从 7 月底至 9 月中旬，IC 的涨幅达到了 15%，这是短期内快速上涨的表现。9 月中旬后，IC 开启了幅度较大的调整，市场的疑问在于 IC 是否还能继续上涨。

首先需要申明的是，中证 500 偏低的估值是其一大优势，可以为头寸提供良好的安全垫，但却并不是它能够上涨的理由。对于中证 500 指数来说，决定其上涨的核心因素

是流动性。我们简单回顾了中证 500 指数从 2009 年至今的走势,发现当处于流动性宽松时,中证 500 通常可以录得上涨。

从 2009 年至今,中证 500 经历了三段明显的上涨周期,如图 2.7 中所示,这三段时间分别是:2008 年底至 2010 年 11 月,2012 年底至 2015 年 6 月,以及 2018 年底至今。这三段时期都是典型的降息大周期,图 2.8 展示了从 2007 至 2018 年央行主要利率政策和存款准备金利率政策的变动状况。我们可以清楚的看到从 2008 年底到 2010 年 11 月,我国正处在对冲次贷危机影响的降息周期中,股票市场的整体表现都比较好,之后到 2010 年 10 月我国开始加息后,行情转为下跌。我国在 2012 年中再次进入降息周期,并伴随着降准。此轮降息周期的持续时间较长,并且期间变化因素较多。这期间我们经历了金融创新、2013 年 6 月的流动性危机、以及 2015 年股灾等事件,但是不得不说不说在股灾之前,源自 2012 年 5 月券商创新大会的金融创新让市场的流动性状况十分宽裕,因此,中证 500 指数再次上涨。

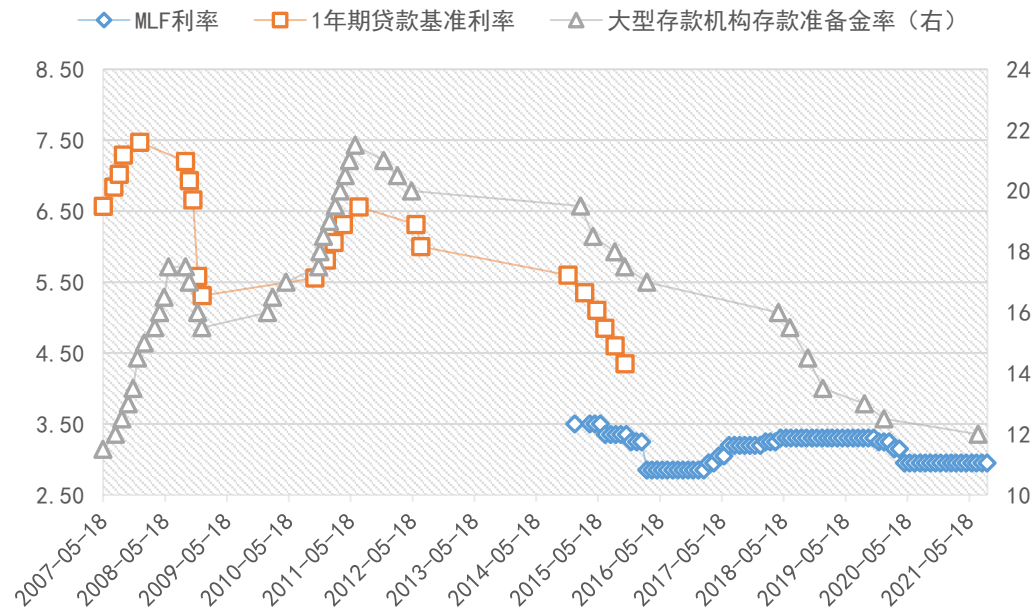
图 2.7 中证 500 指数历史走势（2007 年至今）



资料来源: Choice 南华研究

2015 年后,原有的贷款基准利率基本搁置不用,利率进一步市场化。市场一般通过观察 MLF 利率来跟踪央行对利率的态度,也通过 Shibor,或者 R007 等指标来跟踪实际的流动性状况。以 MLF 利率来看,我们再次进入降息周期的时间是 2019 年 11 月,但从银行间拆借率来看(以 3 月 Shibor 为例),在 2018 年 10 月,市场的流动性状况已经和上一轮降息周期(2014-2016 年)时的状况基本持平,说明当时虽然未降息,但是流动性状况已经大幅改善。这也是支撑中证 500 指数在 2018 年底筑底并逐渐回升的重要原因之一。

图 2.8 货币政策主要工具历史表现（%）



资料来源：Choice 南华研究

图 2.9 3 个月 Shibor 走势（%）



资料来源：Choice 南华研究

从 2019 年 11 月至今，我们其实一直处在降息周期内。以 MLF 利率来看，我们的利率水平在疫情后再次下滑，并维持至今未动。以 3 月期 Shibor 来看，从 2019 年 11 月至今流动性一直十分“充裕”，甚至在疫情后还出现了极度充裕的状况。在 2020 年下

半年流动性边际收拢，从极度充裕回归到正常的充裕水平，并一直持续到现在。如果结合中证 500 的走势，我们可以发现，从 2018 年底至今，虽然中途有波折，但中证 500 一直处在上升趋势中。中证 500 指数在流动性充裕时期通常录得上涨的观点再次得到印证。

所以，接下来 IC 是否会继续上涨取决于流动性状况是否会收紧。我们认为在当前的经济状况下，流动性相对充裕的状况将会维持下去，并且在短期内拐头收紧的概率十分小（详细分析可见 2.1）。这意味着接下来的流动性环境依然有利于 IC 的上涨。

可能会有人认为此轮 IC 的上涨更多的是受到周期板块的驱动，因此，高度关注周期板块继续上涨的可能性。我们统计了此轮 IC 上涨周期中的小的上涨波段，结果发现每一个小波段，领涨的板块并不相同。由于中证 500 行业成分比例中，材料、工业和信息技术占比是最高的，三者的合计权重超过 60%，因此，我们着重查看了这三个板块在每一轮上涨中的表现情况。从表 2.1 中可以看到，在过去前三轮小上涨周期中，领涨的板块都是信息技术，只有最近的这一轮上涨是由材料，也就是所谓的周期板块驱动的。因此，我们不能简单的把周期板块的上涨概率和中证 500 的上涨概率等同起来。

此外，我们还查看了领涨板块相较于指数的涨幅比例，结果发现这一指标也并没有规律。简单来说，我们认为从微观层面去考量 IC 的上涨可持续有失偏颇，我们更倾向于宏观流动性对 IC 上涨的支持力度。

表 2.1 中证 500 指数上涨小波段板块表现（涨跌幅%）

上涨时间段	中证 500	信息技术	材料指数	工业	领涨板块相较于 500 指数
2018-10-19 2019-04-09	45.78	54.58	40.12	43.50	19.22
2019-08-14 2020-02-25	26.60	64.72	18.52	12.45	143.28
2020-04-01 2020-07-13	36.86	46.34	31.80	28.23	25.73
2021-03-10 2021-09-16	21.92	12.80	53.92	24.37	145.98

资料来源：Wind 南华研究

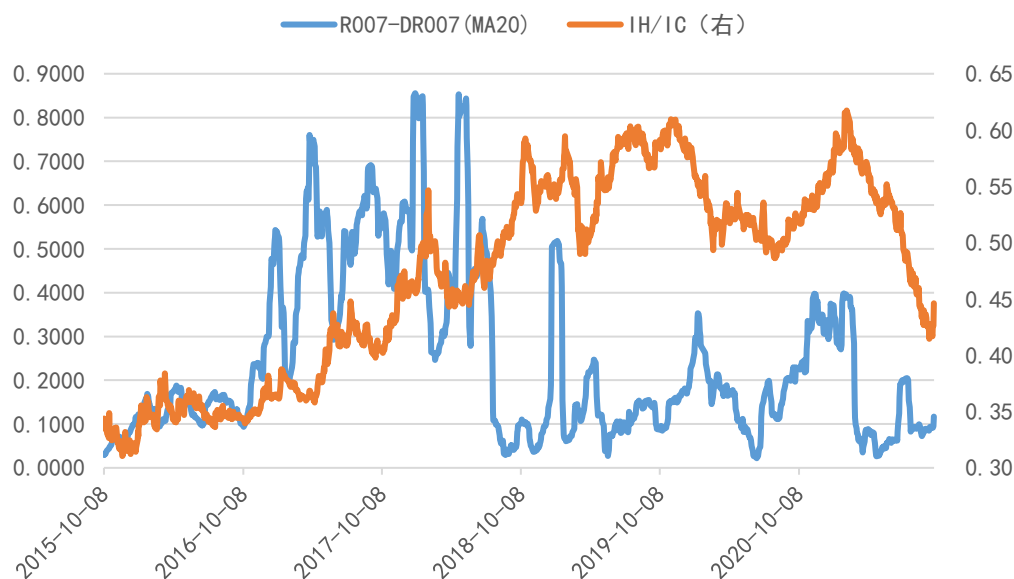
2.3. 跨品种价差将如何演绎？

通过 2.1 和 2.2 的分析，我们知道 IF 和 IH 的下行空间相对有限，而 IC 上涨的概率偏大，因此，IC 相较于 IH 和 IF 的跨品种价差大概率还是会继续保持走阔。此外，我们也可以从流动性结构的角度来看待整个问题。

我们研究发现，流动性结构的变化会带来股票风格的轮动切换。在看待 IC 跨品种价差时，我们将流动性分为两个层级，一个是金融市场的流动性，一个是实体经济的流

动性。当金融市场流动性充裕时，IC 的表现会较好，而当实体经济流动性充裕时，IF 和 IH 的表现会更好。这背后的逻辑也十分简单，金融市场流动性充裕时，资金的整体风险偏好会较高，也会追逐潜在回报更高的资产，这时以中证 500 指数为代表的中小规模股票指数会更受市场青睐。当实体经济的流动性较为充裕时，通常都是经济预期向好的时候，这时，以沪深 300 和上证 50 指数为代表的权重指数拥有更高的业绩确定性和更好的未来预期，资金自然而然会转向它们。

图 2.10 非银流动性（%）和跨品种价差

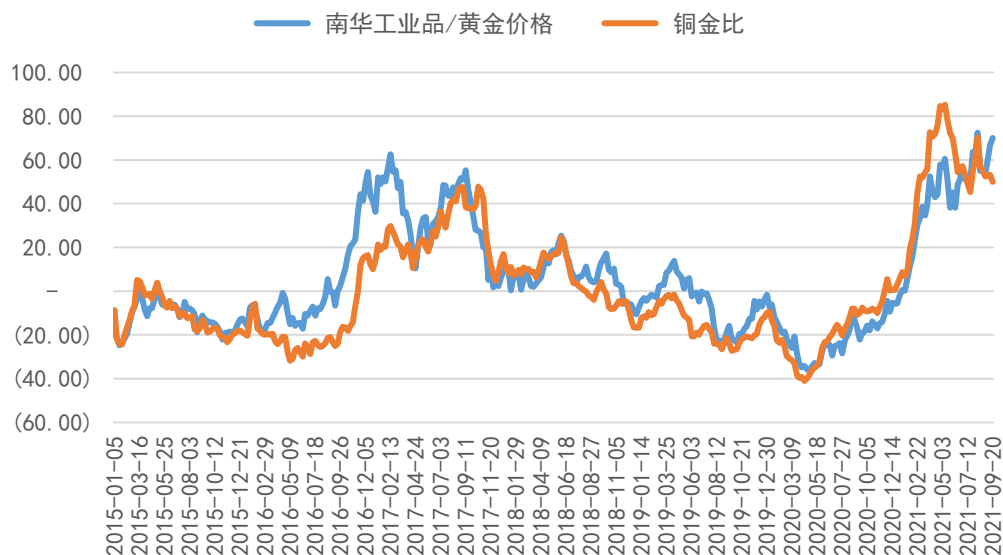


资料来源：Choice 南华研究

对股票市场来说，金融市场的流动性更多指的是非银机构之间的流动性状况，我们可以用 R007 和 DR007 的差值来观察。图 2.10 展示了非银间流动性和 IC 跨品种价差之间存在着高度的相关性。当非银流动性趋势性收紧时，IC 通常会跑输 IH。因此，对于 IC 跨品种价差走阔来说，最有利的流动性结构就是非银间流动性充裕，而实体经济流动性恶化。今年三季度时，我们就处在这样的流动性结构当中，因此，我们看到 IC 跨品种价差在三季度时大幅走阔，股票市场的风格演绎十分极端。

展望四季度，我们认为非银间流动性保持合理充裕的概率依然比较大，但实体流动性要回暖却十分困难，理由是国内经济复苏的不平衡状况是供给端出现了问题，而非需求端。我们过去用铜金比同比和南华工业品/黄金指数同比来观察全球和中国的经济预期演变状况。从历史数据来看，这两者的同步性非常高，但近期却出现了明显的分歧。铜金比拐头往下趋势明显，而南华工业品/黄金指数却继续往上。如果以南华工业品/黄金同比来看，国内经济预期其实在继续向好，但它和铜金比的分歧却说明了这样的向好预期更多的是源自工业品供给端的问题，而不是需求端，属于“伪”向好。

图 2.11 经济预期观察指标（周度同比%）



资料来源：Datayes 南华研究

也因此，国内大宗商品价格的上涨、PPI 的高企，大概率不会影响货币政策维持相对宽松，并且从目前的信息看供给问题短期难以解决，会遏制经济预期转好，甚至推动货币政策加码宽松支持中下游企业。在这种状况下，银行间市场维持流动性的合理充裕是比较必要的，而实体流动性的好转却需要更长的时间，和更多的支持因素，因此，我们认为四季度的流动性结构会继续利好 IC 跨品种价差走阔。

第3章 策略推荐

3.1. 继续持有 IC

目前，IC 依然是三个股指品种中胜率和盈亏比最佳的品种，因此，我们继续推荐持有 IC 多单。从合约来看，IC 远期合约依然保持着不错的贴水幅度，因此，优选远期 IC 合约。短期 IC 存在调整需要，因此，如果要加仓，需要择时。

3.2. 跨品种套利

我们依然看好 IC 的跨品种价差走阔机会，因此推荐多 IC 空 IH 的跨品种套利策略。由于 IH 的下跌空间变得更小了，因此，我们建议该策略在仓位上可以做适当的控制。

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