



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

## 倒“V”型轨迹隐现

### 摘要

展望 2021 年，我们认为经济复苏预期对股指的推动作用会延续，而市场风险偏好上行带来的额外推动力对股指的影响也不容小觑。

进入 2021 年，国内经济大概率继续复苏，国内货币政策的影响趋向中性，加上外部友好因素有望延续，整体宏观环境将有利于市场风险偏好的向好。同时，股票市场的资金供应量大概率会大于需求量，增量资金的入场也将为股指上行提供支持。

目前，股指的估值已经进入“相对偏贵”阶段，即使明年经济增长状况良好，盈利改善带来的上行空间仍旧相对有限。在一轮牛市行情的末端，更多的涨幅是通过市场风险偏好走强来完成的。始于情绪也将终于情绪。从历史经验看，积极的风险偏好会自我强化，最终导致行情过热，出现反转。

因此，我们认为 2021 年股指大概率会出现“倒 V”型的走势。

在倒“V”型的第一笔，即股指上升趋势中，我们继续推荐卖出看跌期权策略，但考虑到行情将进入加速上涨阶段，投资者可以尝试择时买入认购期权，或买入股指期货来增厚收益。

在倒“V”型的第二笔，即股指下降趋势时，我们推荐采用卖出看涨期权的策略来获取收益。

此外，我们也推荐大家关注期指的跨品种轮动机会。我们之前的研究发现长期的跨品种轮动可以通过跟踪国内经济的发展主线来捕捉。在今年 12 月的中央政治局会议上，“需求侧改革”、“要强化反垄断和防止资本无序扩张”的提法，似乎暗示着接下来几年的经济主线可能会让中小型企业受益更深。这让我们觉得明年可能会出现以年计的 IC 跑赢 IF 和 IH 的机会。

**风险点：经济复苏进程中断、美联储货币政策导向转变**

## 目录

第 1 章	2020 年行情回顾.....	4
第 2 章	2021 年行情展望.....	5
2.1.	经济复苏大概率延续.....	5
2.2.	国内货币政策影响偏中性.....	6
2.3.	外部友好因素有望持续.....	8
2.4.	资金供应大概率强于需求.....	10
2.5.	大概率出现倒“V”型走势.....	13
第 3 章	2021 年策略推荐.....	14
3.1.	2020 年的观点和策略回顾.....	14
3.2.	2021 年策略推荐.....	18
免责声明	.....	19

## 图表目录

图 1.1 三大指数和期指年度涨跌幅度（单位：%） .....	4
图 1.2 沪深 300 指数走势 .....	4
图 2.1 社融增速大幅领先于经济趋势 .....	6
图 2.2 CPI 及核心 CPI 走势（单位：%） .....	7
图 2.3 PPI 走势（单位：%） .....	7
图 2.4 中美实际利率分歧加大（单位：%） .....	8
图 2.5 美元指数和 MSCI 新兴市场指数高度相关 .....	9
图 2.6 沪深 300 指数和中美利差走势 .....	9
图 2.7 A 股 IPO 规模（季度，单位：亿元） .....	10
图 2.8 IPO 规模和上市公司大股东净减持规模（截止 2020/12/9，单位：亿元） .....	11
图 2.9 两市相对成交额：两市成交量/两市总市值（月度） .....	11
图 2.10 新成立偏股型基金份额（月度，单位：亿份） .....	12
图 2.11 沪深 300 价值指标 .....	13
图 2.12 沪深 300 泡沫指标 .....	14
图 3.1 沪深 300 指数走势 .....	15
图 3.2 期指跨品种价差走势 .....	15
图 3.3 卖出现金担保看跌期权模拟仓情况（300ETF 期权） .....	16
图 3.4 保护性看跌期权策略（IF） .....	17
图 3.5 保护性看跌期权策略（IH） .....	17

## 第1章 2020 年行情回顾

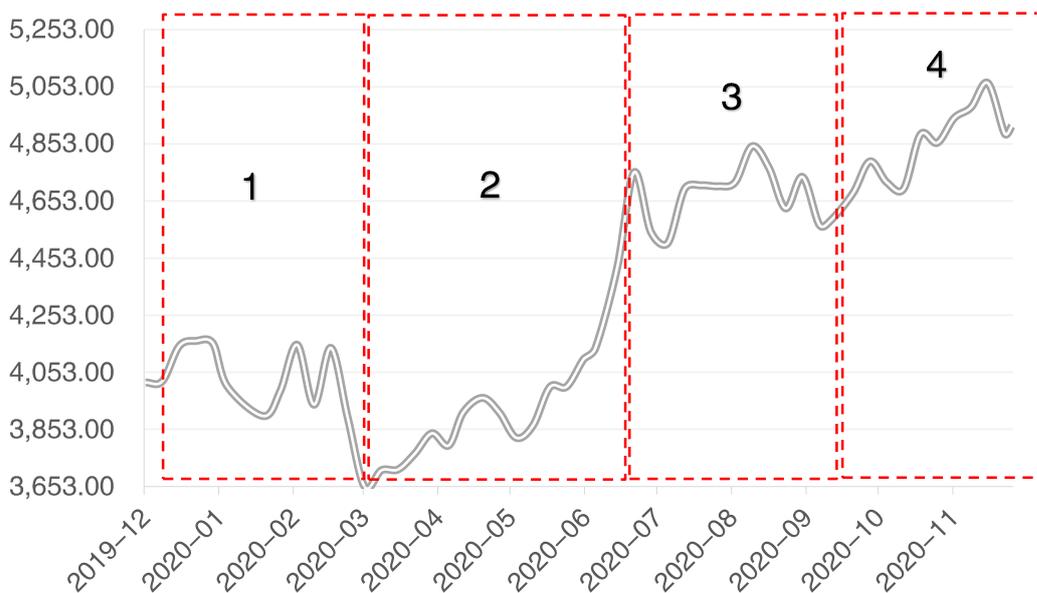
截止 2020 年 12 月 15 日，三大指数和期指主力合约的年度涨跌幅度如下，可以看到沪深 300 指数是今年表现最佳的标的，分别跑赢中证 500 指数和上证 50 指数 1.77% 和 7.47%。IF 也是期指中表现最强的品种，分别跑赢 IC 和 IH 1.63% 和 7.35%。

图 1.1 三大指数和期指年度涨跌幅度（单位：%）



资料来源：Wind 南华研究

图 1.2 沪深 300 指数走势



资料来源：Wind 南华研究

今年股指的走势可以分为四个阶段（以沪深 300 走势为例）：第一阶段的行情围绕疫情展开，从今年春节前至 3 月底，股指先后在国内和海外疫情的影响下大幅下挫，市场情绪偏恐慌，当时以 VIX 指数衡量的市场恐慌程度和次贷危机时不相上下。疫情爆发后，国内外纷纷出台宽松政策以对冲疫情的冲击，从 4 月初至 6 月底，市场经历了从怀疑到乐观的情绪转变，股指也从逐渐企稳到缓步回升。7 月初时，由于国内经济数据的持续超预期，股指以接近 90° 的斜率大幅拉升，市场情绪一度达到了巅峰。至此，股指今年的第二阶段运行基本结束，行情的主线逐渐从宽松刺激转向经济复苏。第三阶段从今年的 7 月中旬持续至 9 月底，这是市场情绪和预期的调整期。此时，经济复苏的迹象已经十分明显，国内货币政策边际收紧的状况也逐渐被市场所认知，市场也在不断消化 7 月初过大的涨幅，股指呈现区间震荡的态势。十一假期后，股指进入第四个阶段，国内经济的持续复苏推动股指开启了新一轮的上涨。除此之外，美联储的宽松政策和今年三月以来的弱美元走势，也为股指上行提供了助力。

## 第2章 2021 年行情展望

展望 2021 年，我们认为经济复苏预期对股指的推动作用会延续，而市场风险偏好上行带来的额外推动力对股指的影响也不容小觑。进入 2021 年，市场风险偏好大概率仍会延续当前的积极态势，这将为股指当前的上行趋势加码。但是，始于情绪也将终于情绪。从历史经验看，积极的风险偏好会自我强化，最终导致行情过热，随后情绪反转，行情也会随之下跌。因此，我们认为 2021 年股指大概率出现“倒 V”型的走势。

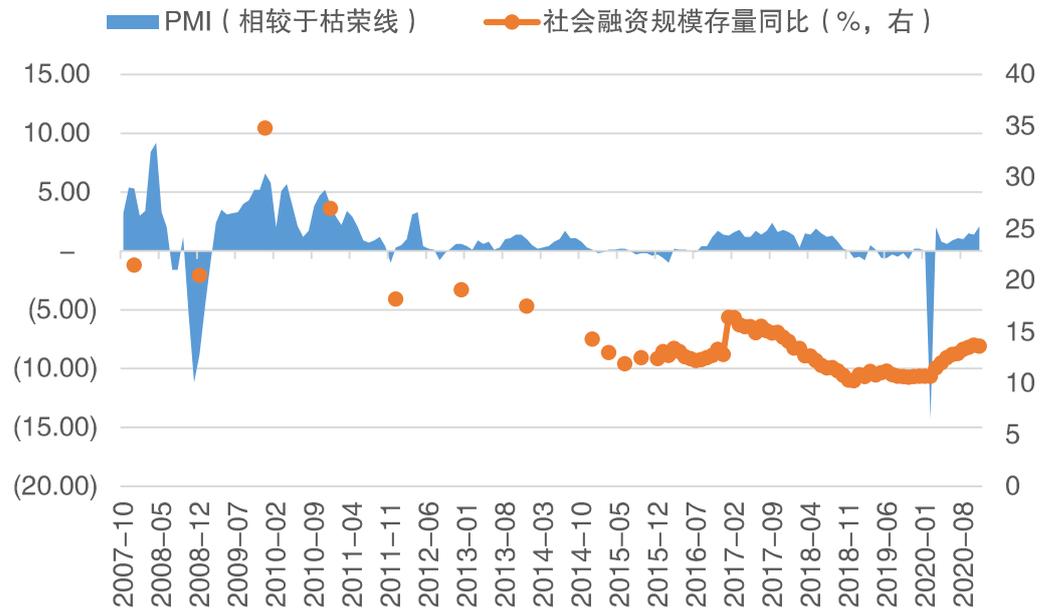
### 2.1. 经济复苏大概率延续

目前，股指的估值已经进入“相对偏贵”阶段，难以给股指上行提供更多的支持。股指的上涨更多依靠业绩增长和风险偏好上行来实现。股票市场的业绩增长通常和经济增长状况息息相关，当经济增长状况良好时，市场会预期股票市场业绩改善，从而推动指数上涨。

在 2020 年下半年，股指的上行就主要由经济复苏预期推动。2020 年 6 月以来，诸多经济数据表明国内经济正处在复苏期，且力度偏强，7 月初股指的大幅拉升正是市场对经济预期向上修正的表现。三季度末时，期指出现了明显的风格切换，周期属性更强的 IH 大幅跑赢 IC，也从侧面说明经济复苏这一现实状况已经逐渐得到了市场的认可。进入 2021 年，我们认为经济复苏对股指的推动作用会延续，但我们对经济复苏的关注点应该从“证实存在经济复苏”转向“考量经济复苏的强度和可持续性”。

如果我们以 PMI 指标位于枯荣线之上为判断经济持续向好的标准，那么从 2008 年至今的历史数据来看，社融存量同比增速的走势通常会领先经济走势。经过观察，我们发现当社融存量增速见顶后，PMI 指标一般会在 8-12 个月后才出现阶段性顶部，在 24 个月左右从枯荣线上掉至枯荣线下。此轮社融增速在 2020 年 11 月时出现拐点，这意味着 2021 年经济持续复苏将是大概率事件。

图 2.1 社融增速大幅领先于经济趋势



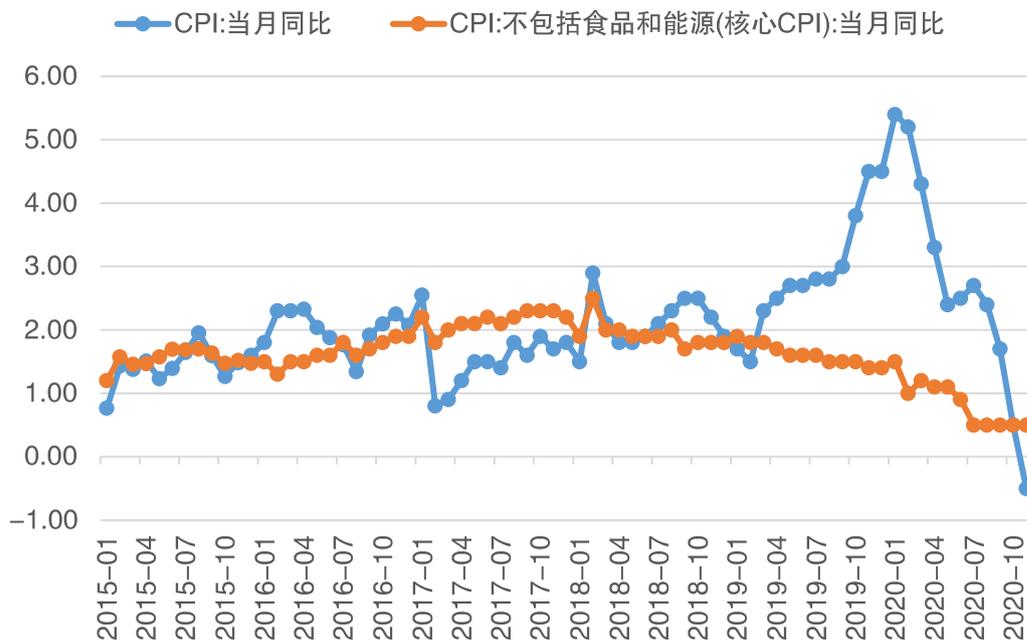
资料来源：Wind 南华研究

## 2.2. 国内货币政策影响偏中性

2020 年四季度以来，货币政策常态化对股票市场的影响越发明显，其中大家感受最深的应该就是市场风格的切换，IH 和 IF 开始跑赢 IC。同时，市场中认为明年货币政策进一步收紧会给指数上行带来压力的观点不在少数。对此，我们认为货币政策在短期内难以进一步收紧。

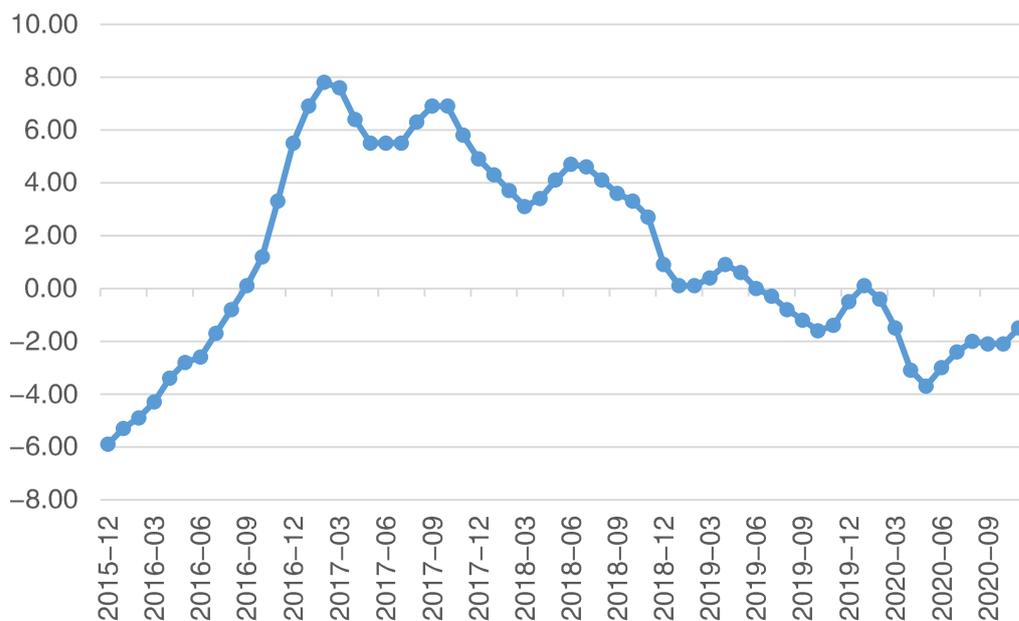
虽然疫情后国内经济复苏的进程总是超过大家的预期，PMI 指标、社融增速以及工业企业利润等数据都呈现出欣欣向荣的态势，但是价格指数的走势暗示经济仍是弱复苏状态。截止到今年 11 月，核心 CPI 已经连续 6 个月维持在 2015 年至今的最低水平上，PPI 虽有反弹但还是位于负值区间。如果我们用十年期国债收益率和核心 CPI 的差值来作为实际利率的观测指标，可以发现目前国内的实际利率已经创下近些年的新高，和美国位于负利率区间的状况很不一样。同时，我们发现国内目前的实际利率水平甚至远高于 2017 年。如果经济复苏没有进一步夯实的话，国内货币政策大概率易松难紧，央行主动进一步收紧货币政策的概率偏小。

图 2.2 CPI 及核心 CPI 走势（单位：%）



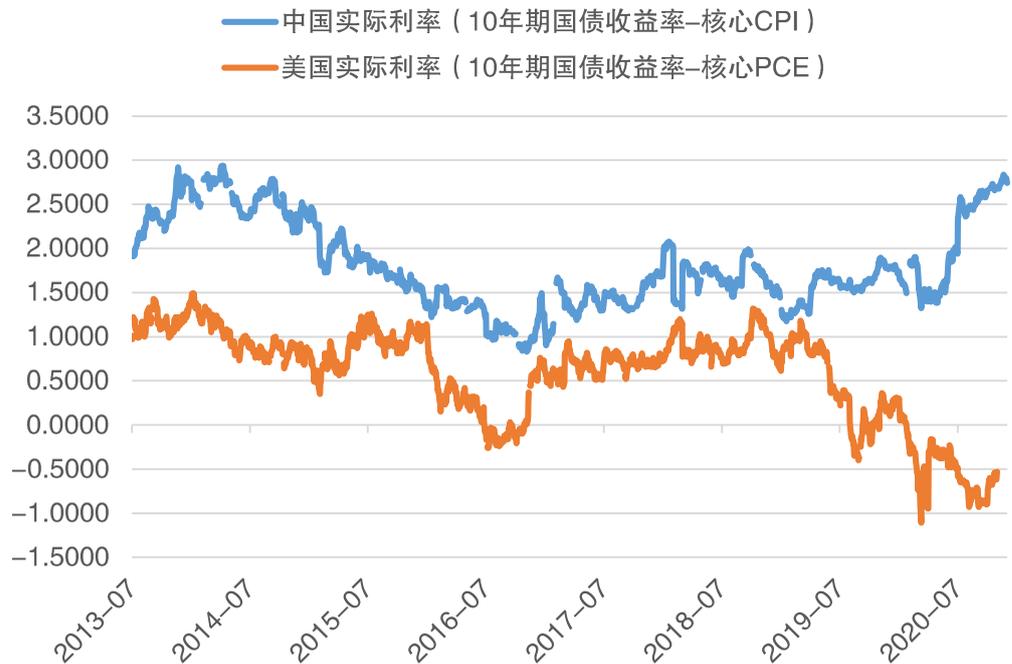
资料来源：Wind 南华研究

图 2.3 PPI 走势（单位：%）



资料来源：Wind 南华研究

图 2.4 中美实际利率分歧加大（单位：%）



资料来源：Wind 南华研究

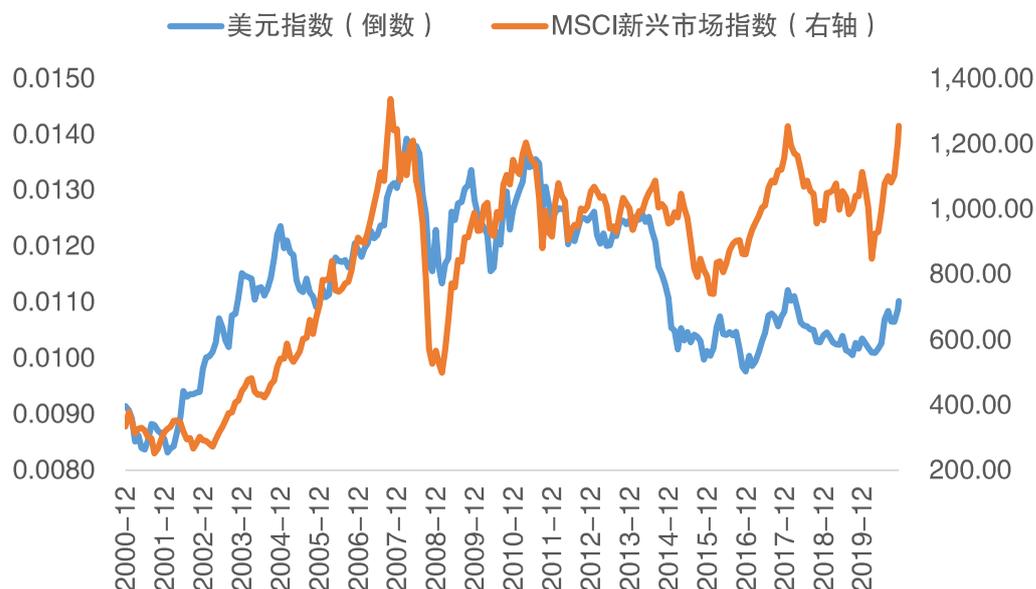
同时，12月中央政治局会议上出现了“需求侧改革”的新提法，这让人联想到2015年底提出的“供给侧改革”。我们发现在2016年供给侧改革实质性落地的时候，货币政策维持宽松，宏观环境保持友好，以促进改革的落地。因此，我们大胆推测在需求侧改革的落地时期，大概率在2021年，货币政策持续收紧的概率偏低，宏观环境同样会维持相对友好以促进改革的落地。

此外，央行在三季度货币政策执行报告中的描述也体现了暂时不会收紧的态度。央行在下一阶段货币政策思路中提到：“根据宏观形势和市场需求，科学把握货币政策操作的力度、节奏和重点，既保持流动性合理充裕，不让市场缺钱，又坚决不搞“大水漫灌”，不让市场的钱溢出来”。2020年12月15日，央行在临近年底时，单次MLF操作规模创新高，也体现了其将维持流动性不松不紧的态度。因此，我们认为明年在经济复苏进一步夯实前，货币政策对股指的影响偏中性。

### 2.3. 外部友好因素有望持续

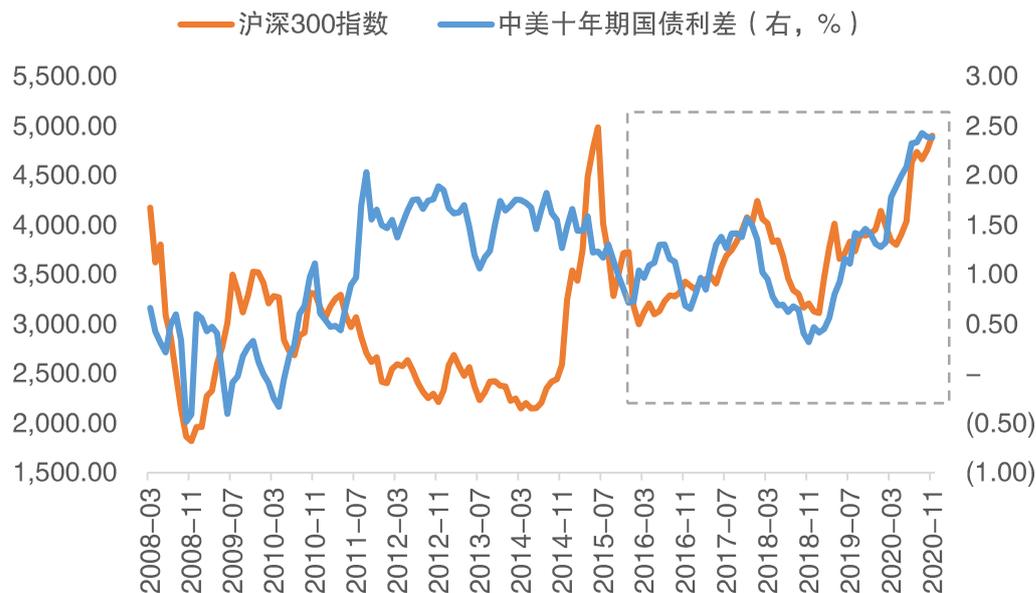
今年在疫情影响下，美国财政、货币政策双宽松，美元指数大幅走弱，推升全球市场风险偏好。从历史上看，每当美元指数走弱时，MSCI新兴市场指数都会走强，两者之间呈现出很强的相关性。我们认为这是弱美元助推全球市场风险偏好走强的表现之一。

图 2.5 美元指数和 MSCI 新兴市场指数高度相关



资料来源：Bloomberg 南华研究

图 2.6 沪深 300 指数和中美利差走势



资料来源：Wind 南华研究

弱美元带来的全球市场氛围回暖也让 A 股市场受益。2015 年“811”汇改之后，人民币汇率弹性增大，中美利差的波动趋势和沪深 300 指数的走势开始呈现出高度的相关

性。今年由于中国提前从疫情中恢复，中美利差大幅走阔，助推沪深 300 指数持续走高。

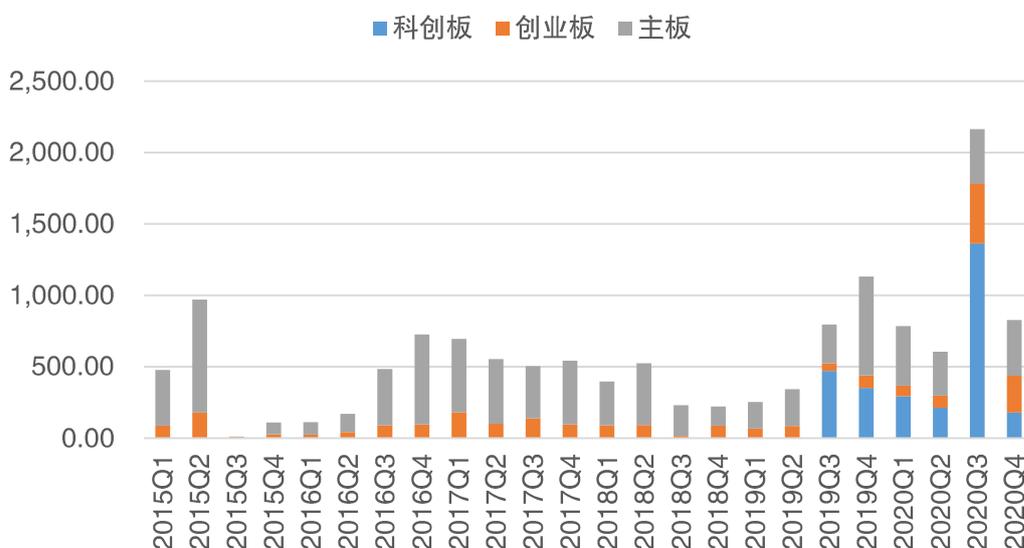
目前，美国疫情状况尚不明朗，疫苗仍有不确定性，核心 PCE 物价指数也偏低，失业率亦有恢复的空间。在出现更多积极信号前，美联储加息的概率偏小，美国方面维持刺激政策是大概率事件。2020 年 12 月 16 日最新的美联储会议纪要显示，美联储将维持零利率政策直至 2023 年，并承诺会维持当前的购债规模。因此，我们认为美元大概率会维持弱势，中美利差也有望维持在相对高位，这对于 A 股市场来说正面的影响更多一些。

## 2.4. 资金供应大概率强于需求

从股票市场的资金面来看，2020 年我们经历了 IPO 加快发行和大股东加大减持的双重冲击。

自科创板在 2019 年 6 月 13 日正式上市后，A 股 IPO 规模明显上升。时隔一年，创业板注册制于 2020 年 6 月 12 日正式实施，A 股 IPO 规模继续上升。今年三季度时，A 股 IPO 规模突破 2000 亿元，创下近五年来的季度新高，其中大部分 IPO 都来自科创板和创业板。同时，上市公司重要股东的年度净减持规模也创下了近些年的新高，甚至比 2015 年牛市顶部时还高。2015 年上半年时，上市公司重要股东的减持金额一度超过 4600 亿元，但股灾后，不少公司的股东纷纷增持，让 2015 年下半年成为了近些年来唯一一个股东正增持的半年度。根据 Wind 测算，截止 12 月 9 日，2020 年上市公司重要股东净减持规模超过 5800 亿元，比 2015 年上半年的规模还高出 24%。

图 2.7 A 股 IPO 规模（季度，单位：亿元）



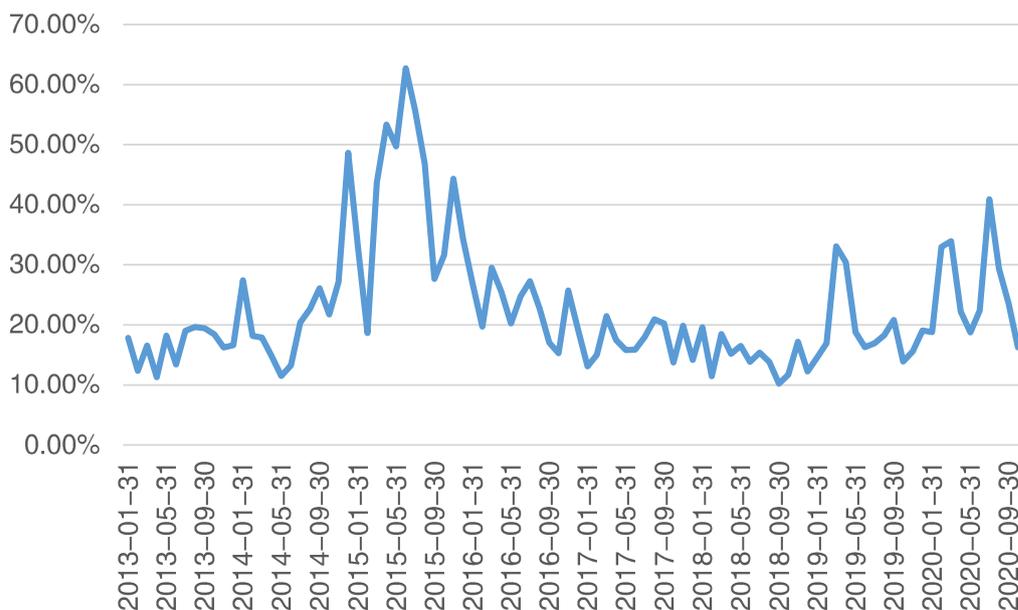
资料来源：Wind 南华研究

图 2.8 IPO 规模和上市公司大股东净减持规模（截止 2020/12/9，单位：亿元）



资料来源：Wind 南华研究

图 2.9 两市相对成交额：两市成交量/两市总市值（月度）

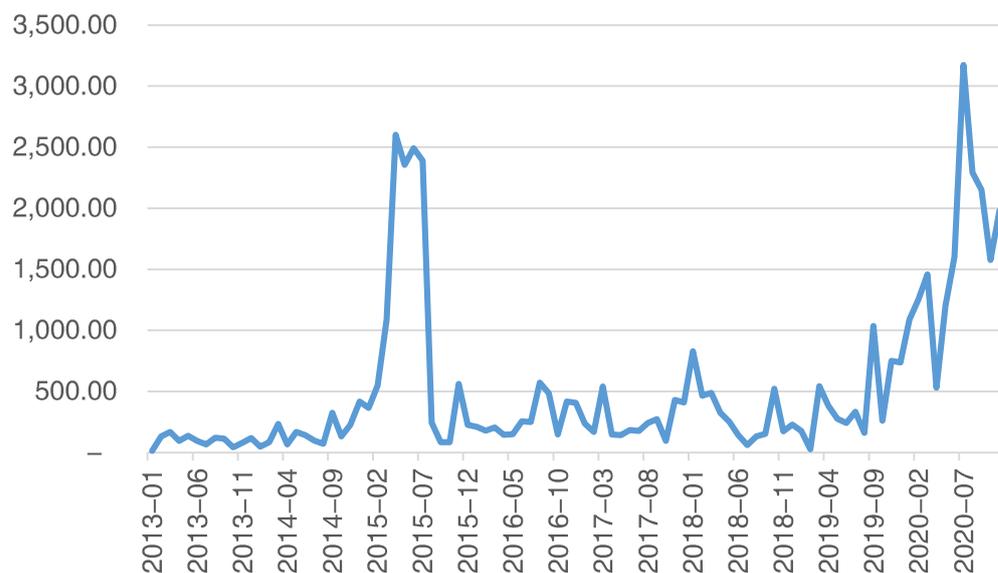


资料来源：Datayes 南华研究

2020 年，IPO 融资和大股东减持的合计规模超过万亿元，对股票市场的资金“抽

水”效应十分明显。但是，从两市成交额占两市总市值的比例来看，虽然从 2019 年开始，IPO 和减持的规模大幅上升，但是两市相对成交额并没有受到抑制，反而有所上升。除了来自陆股通、加入 MSCI 指数等渠道的增量资金外，我们认为更重要的增量资金来源是新基金的发行。

图 2.10 新成立偏股型基金份额（月度，单位：亿份）



资料来源：Wind 南华研究

截止 2020 年 11 月底，今年新成立的偏股型基金份额达到 1.83 万亿份，比 2015 年全年发行总额高出 40.77%，也是 2019 年全年的 3.7 倍。因此，我们看到虽然今年资金需求端大幅“抽水”，但是供应端不遑多让，不仅覆盖了新增的资金需求，甚至还有余力推动股票指数上行。

今年偏股型基金的发行水平整体偏高，和之前临近牛市顶部才会出现高额发行量的状况很不一样。我们认为，在当前提倡大力发展直接融资、坚持“住房不炒”的政策导向下，居民的财富配置方向会越来越向资本市场倾斜。偏股型基金的发行水平很可能在较长时间内都维持在相对较高的水平上，这会为股票市场带来庞大的潜在增量资金。

展望 2021 年，全面注册制已经箭在弦上，A 股 IPO 的规模和今年相比，易升难降。同时，上市公司重要股东的减持规模同样难以下降，甚至随着 IPO 的增多，以及行情的上涨，减持规模会继续上升，这些都给市场流动性带来了考验。但居民的财富配置已经开始往资本市场方向倾斜，这将为市场提供庞大的潜在资金，甚至新增资金供应量有望超过新增资金需求量。总之，在 2021 年，我们认为股票市场资金的供应大概率会强于资金的需求。

## 2.5. 大概率出现倒“V”型走势

综上所述，我们认为 2021 年国内经济大概率继续复苏，国内货币政策的影响趋向中性，加上外部友好因素有望延续，整体宏观环境将有利于市场风险偏好的向好。同时，股票市场的资金供应量大概率会大于需求量，增量资金的入场也将为股指上行提供支持。因此，股指大概率延续当前的上行趋势，完成倒“V”型的第一笔。

从估值水平来看，目前三大指数都还有上行空间。以沪深 300 指数为例，我们的价值指标目前运行至历史分位数 75-80% 一线，这意味着在当前的利率水平和盈利状况下，沪深 300 指数距离其估值顶峰还有约 20% 左右的空间。同时，我们用于判断顶部的泡沫指标显示目前沪深 300 正处在 80% 分位数左右，距离顶部预警线 90% 仍有一段距离。随着经济复苏的推进，沪深 300 指数的盈利有望继续改善，这会让其距离顶部的距离扩大。也就是说经济增长状况有助于延长股指倒“V”型第一笔的长度。

值得注意的是即使明年经济增长状况良好，能提供给股指盈利改善的空间仍旧相对有限。在一轮牛市行情的末端，更多的涨幅是通过市场风险偏好走强来完成的。始于情绪也将终于情绪。从历史经验看，积极的风险偏好会自我强化，最终导致行情过热，随后情绪反转，行情也会随之下跌。因此，当市场风险偏好无法继续走强时，就是股指完成倒“V”型的第二笔的时候。

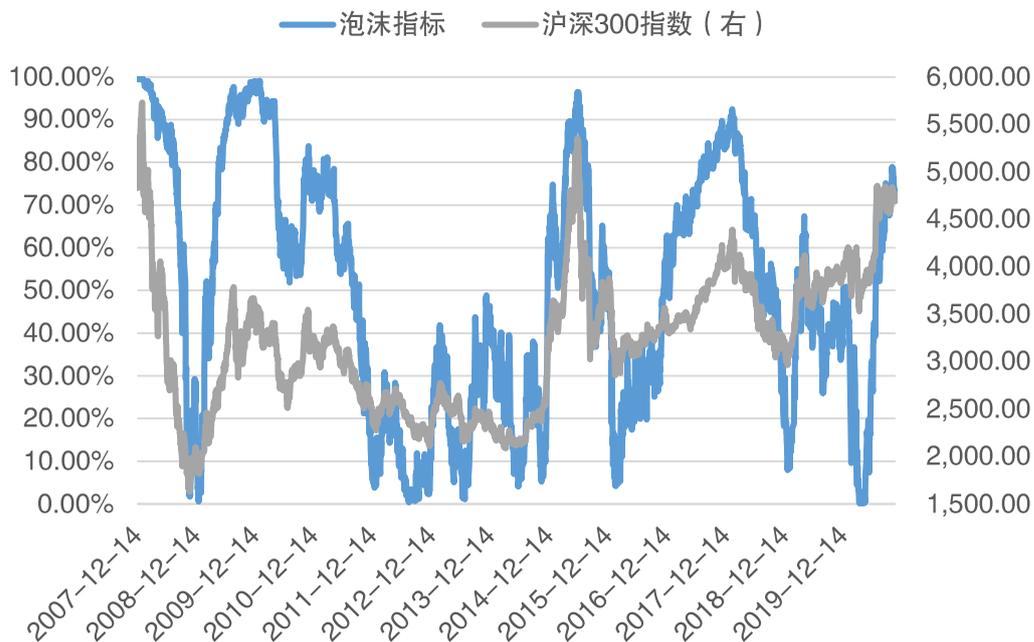
由于市场情绪的演变是不可控变量，因此我们很难判断倒“V”型第二笔开始的时间。不过，按照历史经验，我们可以在 4 月、7 月和 10 月时提高对市场风险偏好的关注度。

图 2.11 沪深 300 价值指标



资料来源：Wind 南华研究

图 2.12 沪深 300 泡沫指标



资料来源：Wind 南华研究

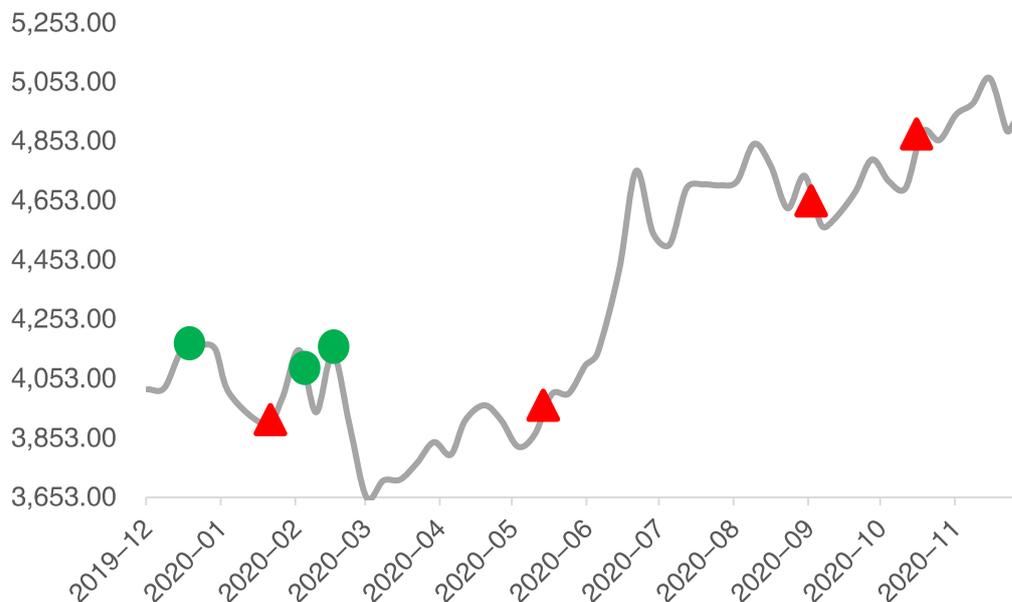
## 第3章 2021 年策略推荐

我们回顾了 2020 年推荐的策略，发现部分策略在 2021 年时仍旧适用，同时，我们也根据最新的行情预判，对这些策略进行了调整。

### 3.1. 2020 年的观点和策略回顾

我们在 2020 年的重要观点，如图 3.1 所示：在图中绿色圆点处，我们曾提醒过市场风险，在图中红色三角处，我们曾表达过后市看多或可以建仓的观点。回头看，在一季度的极度恐慌后，我们也是在不断怀疑和不断验证中逐渐确立了看多指数的观点。此外，我们对三季度中旬出现的期指跨品种风格切换也及时做出了提醒，如图 3.2 所示。

图 3.1 沪深 300 指数走势



资料来源: Wind 南华研究

图 3.2 期指跨品种价差走势



资料来源: Wind 南华研究

2020 年，我们主推了两个策略：

一是从年初开始推荐的卖出现金担保看跌期权策略，由卖出深虚值的 300ETF 看跌期权构成。截止 12 月 15 日，该策略的模拟仓收益率达到 25.54%，跑赢沪深 300 指数 5.29%。我们采取滚动卖出的方式来运行该策略，只在新建卖单时适当考虑择时，并未在市场风险加大时进行相应的对冲处理。因此，策略在春节后和 3 月中旬的大跌时，由于指数方向和波动率的双重打击，回撤较大。后续，由于指数不断上涨，我们卖出的看跌期权虚值程度不断加深，指数方向的波动对策略的影响逐渐变小，因此，我们看到从 5 月份开始，策略的收益曲线变得相对平滑。

从模拟仓的运行经验来看，该策略在慢牛行情，或者是震荡市行情中较为适用。

图 3.3 卖出现金担保看跌期权模拟仓情况（300ETF 期权）

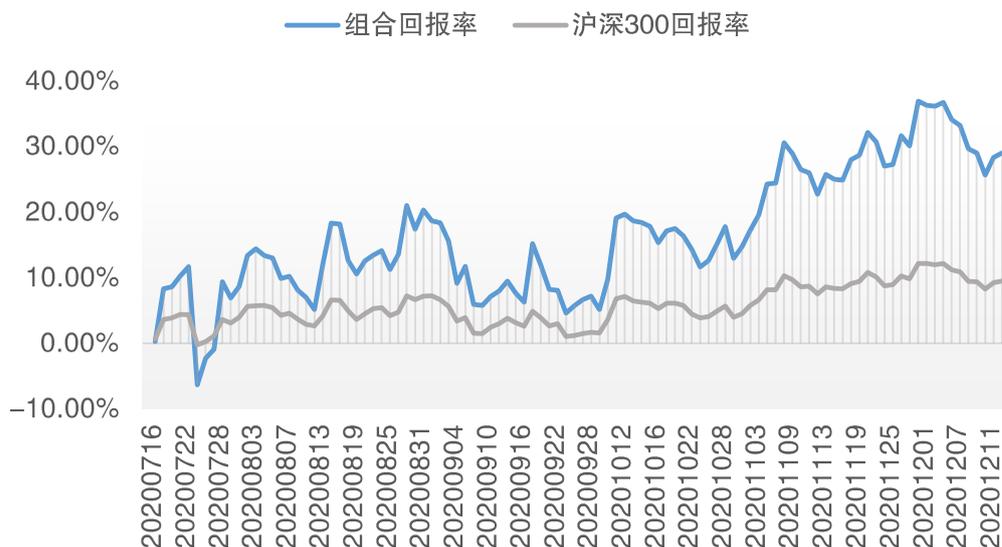


资料来源：Wind 南华期货

第二个策略是在 2020 年中报中推荐的保护性看跌期权策略，由股指期货多头和看跌期权比率跨期价差构成。截止 12 月 15 日，以 IF 多头和沪深 300 股指期货构建的模拟仓收益率达到 29.04%，跑赢沪深 300 指数 19.54%。以 IH 多头和 50ETF 期权构建的模拟仓收益率为 19.28%，跑赢上证 50 指数 9.58%。由于我们采取的是一次性建仓，后续不调整的策略，因此，该策略收益率的回撤控制还有进步的空间。

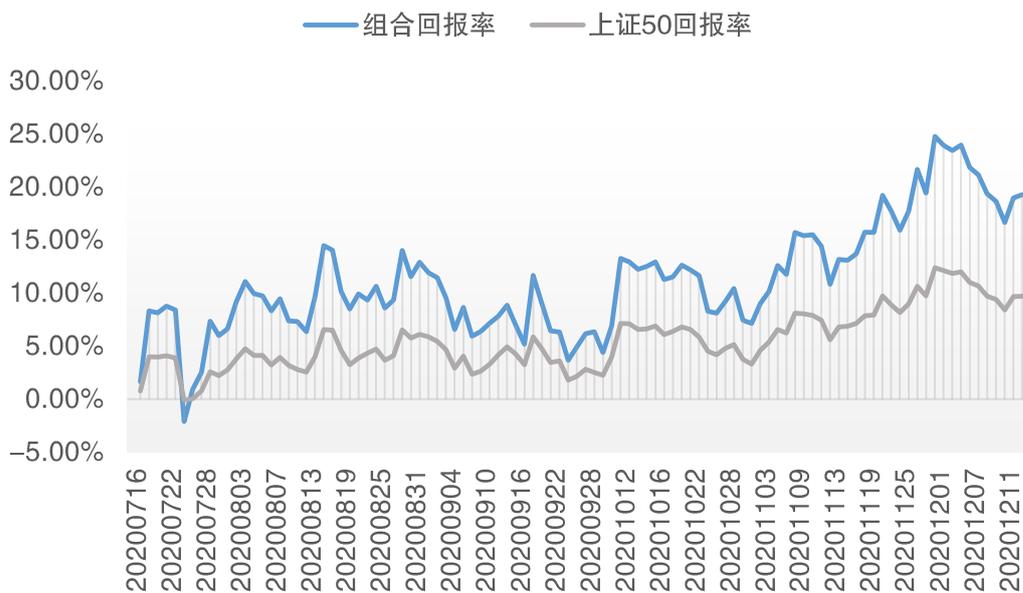
从模拟仓的运经验来看，看跌期权比率跨期价差对股指多头的保护需要较为密切的跟踪调整才能起到比较好的保护作用，否则保护效果偏弱，会让整个策略和股指期货单边的效果类似。

图 3.4 保护性看跌期权策略 (IF)



资料来源: Wind 南华研究

图 3.5 保护性看跌期权策略 (IH)



资料来源: Wind 南华研究

### 3.2. 2021 年策略推荐

2021 年，由于我们认为股指走势大概率会是倒“V”型，因此，我们的策略会分为两个部分。

在第一部分，即倒“V”型的第一笔，股指上升趋势中，我们继续推荐上文中提到的卖出看跌期权策略。在 2020 年，我们采用了现金担保的形式来卖看跌，因为当时股指的点位还不高，万一在卖出过程中发生了被行权的状况，以现金接过现货是合适的。但是在 2021 年，股指点位大概率会偏高，此时如果被行权、再以现金接过现货，可能会产生较大的亏损，因此，我们倾向于不再用现金担保。

由于不用考虑接货的问题，我们可以采用 ETF 期权，也可以采用股指期货。另外，我们在选择看跌期权时要尽量往深虚值期权靠拢，以提高策略的安全边际。整体而言，该策略在 2021 年仍值得一试，但是性价比和 2020 年相比已经大幅下降。一般来说，在最后的上升阶段，标的的上涨速度会较快，回撤幅度也较小，因此，我们可以考虑择时买入认购期权，或者是股指期货来增厚收益。

在第二部分，即倒“V”型的第二笔，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。原因有二，一是因为我们很难精准判断牛市的顶部，即使盘面出现了顶部特征也不意味着会马上下跌，上涨的惯性很可能会继续推升股指。如果贸然用空股指期货，或者买看跌期权的策略，可能会承受较大的压力。二是因为近两年股指的运行出现了一些新特征，例如上涨速度明显慢于之前几轮牛市，以及居民财富搬家带来的增量资金等，这些新特征会不会给见顶后的下跌带来新的变化还未能确定。因此，我们推荐采用更保守的卖出认购期权来获取这段收益。

此外，我们也推荐大家关注期指的跨品种轮动机会。我们在今年四季度的专题文章《期指跨品种轮动原因探究》中指出，长期的跨品种轮动可以通过跟踪国内经济的发展主线来捕捉。在今年 12 月的中央政治局会议上，“需求侧改革”首次提出。根据此前供给侧改革的经验，这大概率会是未来几年我国的经济主线，加上会议上也提到了要强化反垄断和防止资本无序扩张，我们觉得在这样的政策导向下，中小型企业的受益程度可能会更大。因此，明年可能会出现以年计的 IC 跑赢 IF 和 IH 的机会。

## 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