

股指3月研报

 2021年3月27日



行情回顾及总结

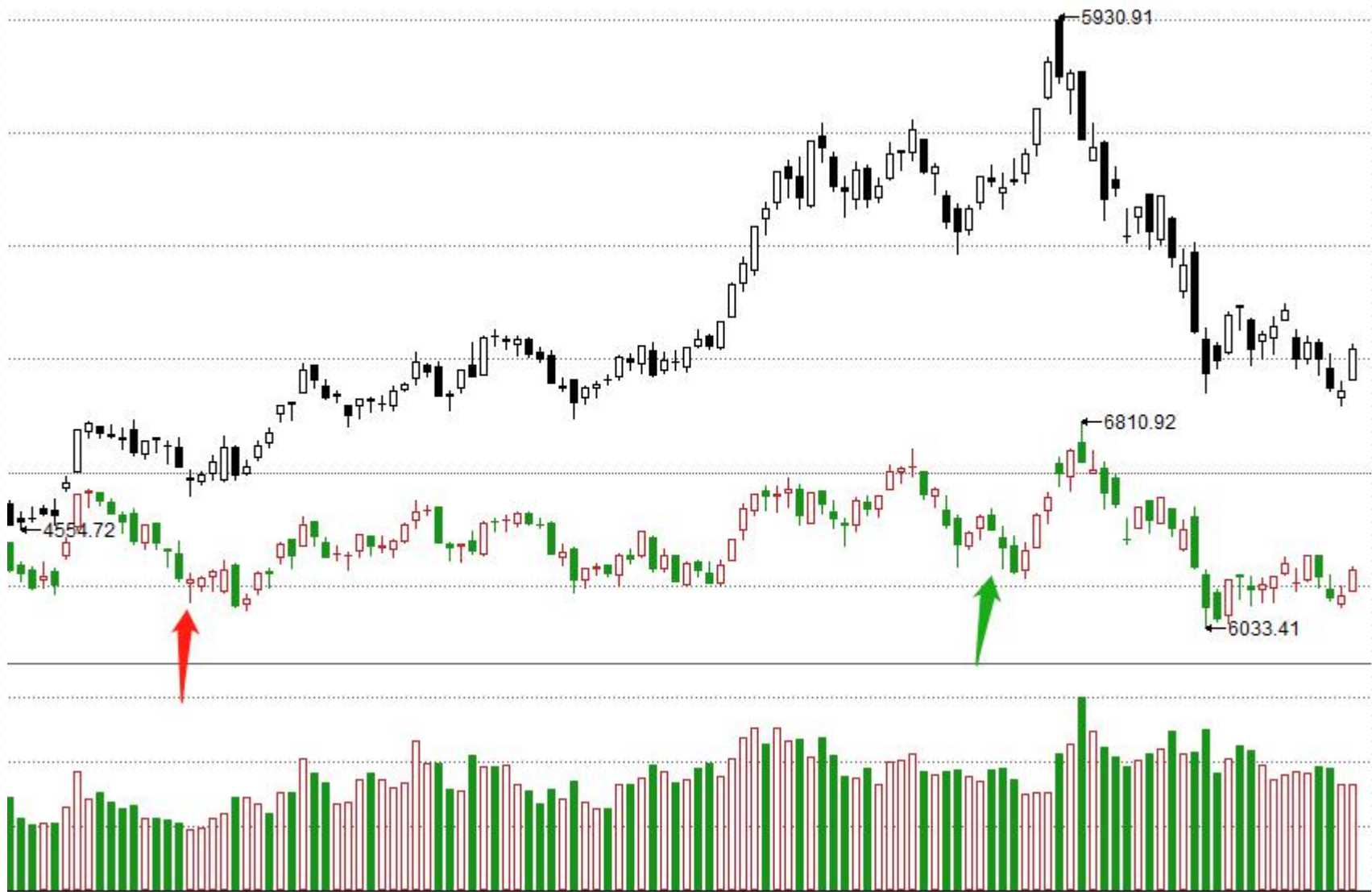


核心逻辑及分析体系



行情展望与策略建议

一，行情回顾及交易总结



逻辑：盈利上、估值下。

赚钱效应：行情末段非理性，多体现在中小盘标的的疯狂上，背后是散户资金的非理性。

这次行情，散户的非理性仍有，不过输入到了基金，被动连续抱团。

如何选合约？

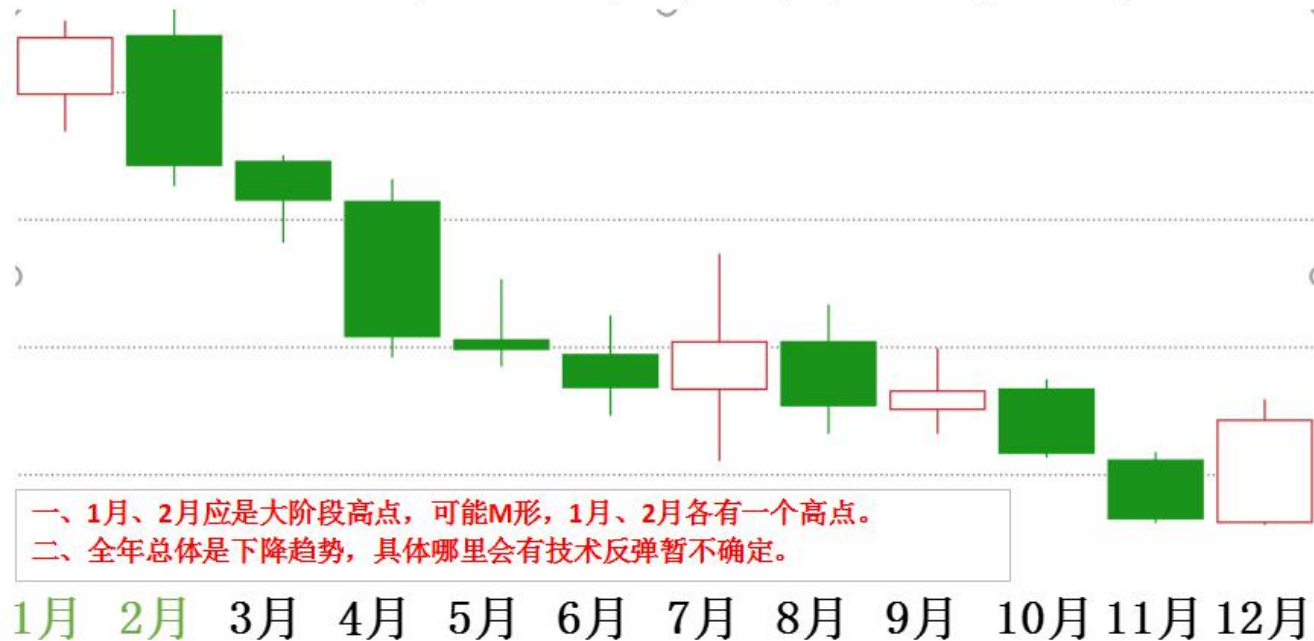
1、简单直接：IF

2、短期：淡化盈利、估值指标，强化赚钱效应指标，有持续性热点时IC强；热点释放风险阶段IC弱。

3、中期：高点非理性繁荣，低点非理性杀跌。IF、IH。

一，行情回顾及交易总结

2021年股指走势预判：月线

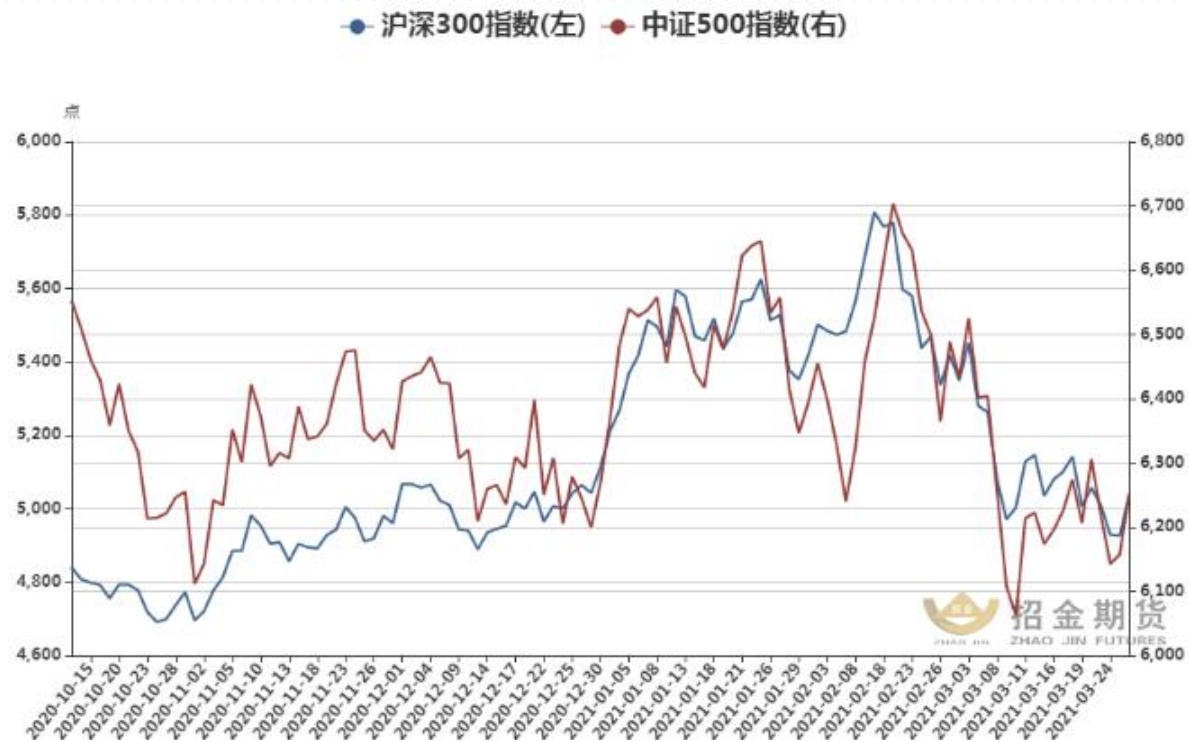


经济面：新增驱动新冠疫苗进行中，消费端的回升应是大概率，正常情况下明年经济面应是不错的。

政策面：货币、信贷或有边际收敛

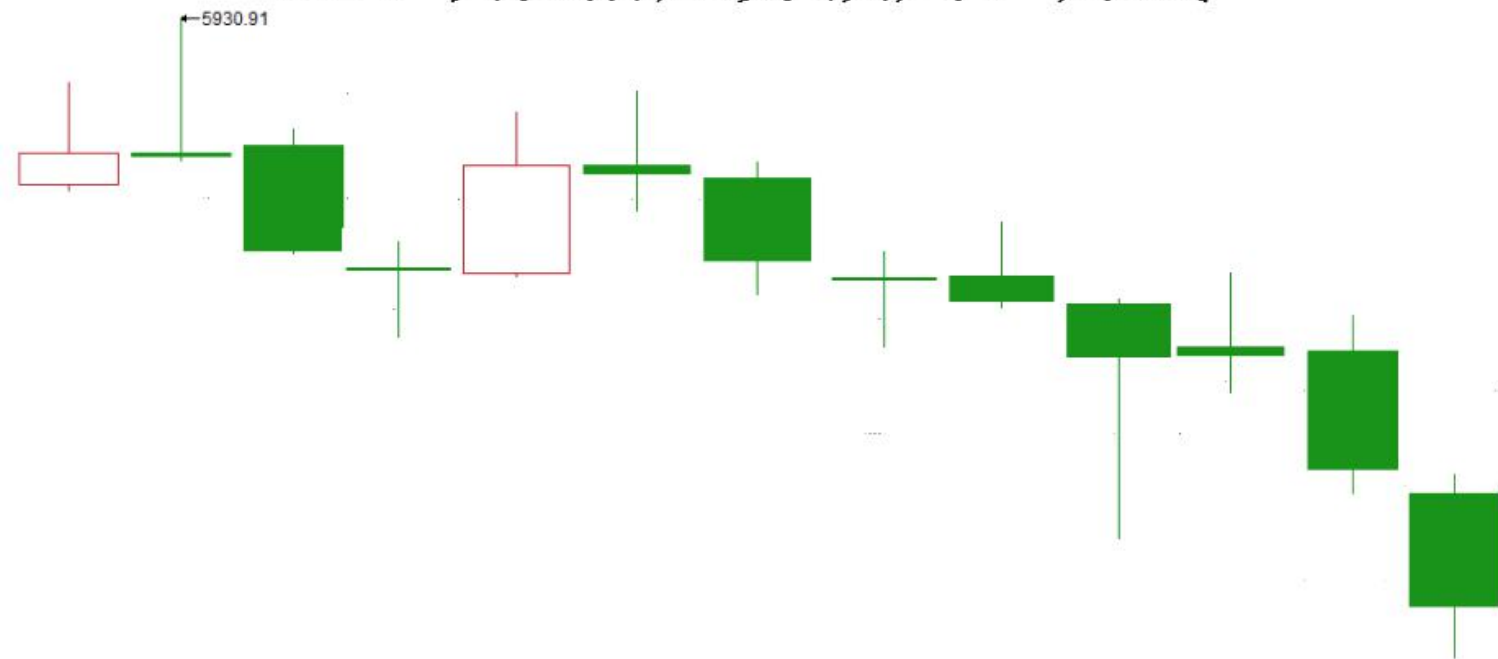
资金面：财政支出回归常态，年末力度较大，其他时间力度较小。实体分流。

当下的三个利多：实体超预期+新冠疫苗+财政支出集中加大，1月份兑现两个；明年加一个利空即实体分流。



一，行情回顾及交易总结

2021年股指走势预判：月线



1月 2月 3月 4月 5月 6月 7月 8月 9月 10月 11月 12月

1、2月大概率是年内高点，全年总体弱势，二三季度或有较长时间震荡或有月线阳线（估值、盈利缓慢下）
四季度或短暂反弹后延续调整（通胀风险促使估值下逻辑加强、盈利斜率下降）

股指评估要点

盈利增速	流动性	赚钱效应
↑ ↓	↓	↓

逻辑要点：

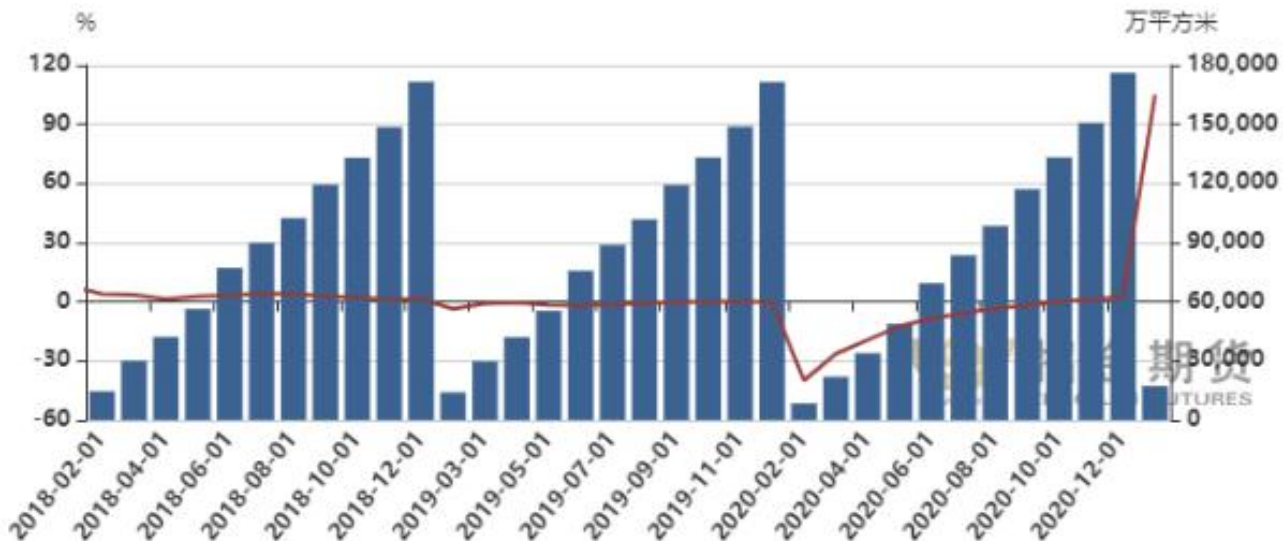
- 1、估值：社融增速下降、潜在通胀风险、人民币升值速度放缓
- 2、盈利：投资、消费恢复速度放缓
- 3、总结：震荡偏弱。

策略建议：

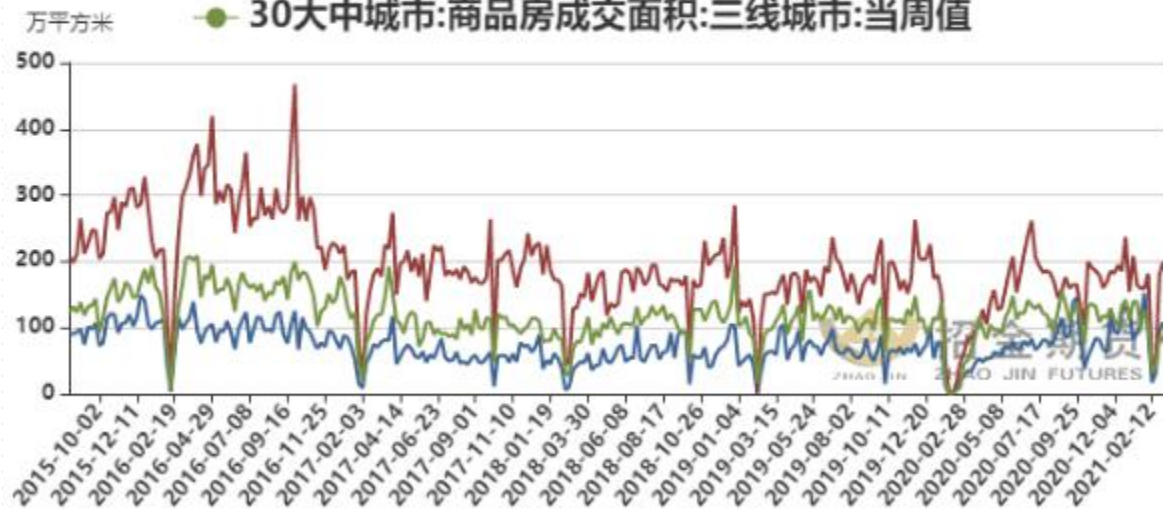
底仓趋势空单中长线持仓，逢高沽空滚动，以IF为主。

二，核心逻辑：盈利

■ 商品房销售面积：累计值(右) ● 商品房销售面积：累计同比(左)



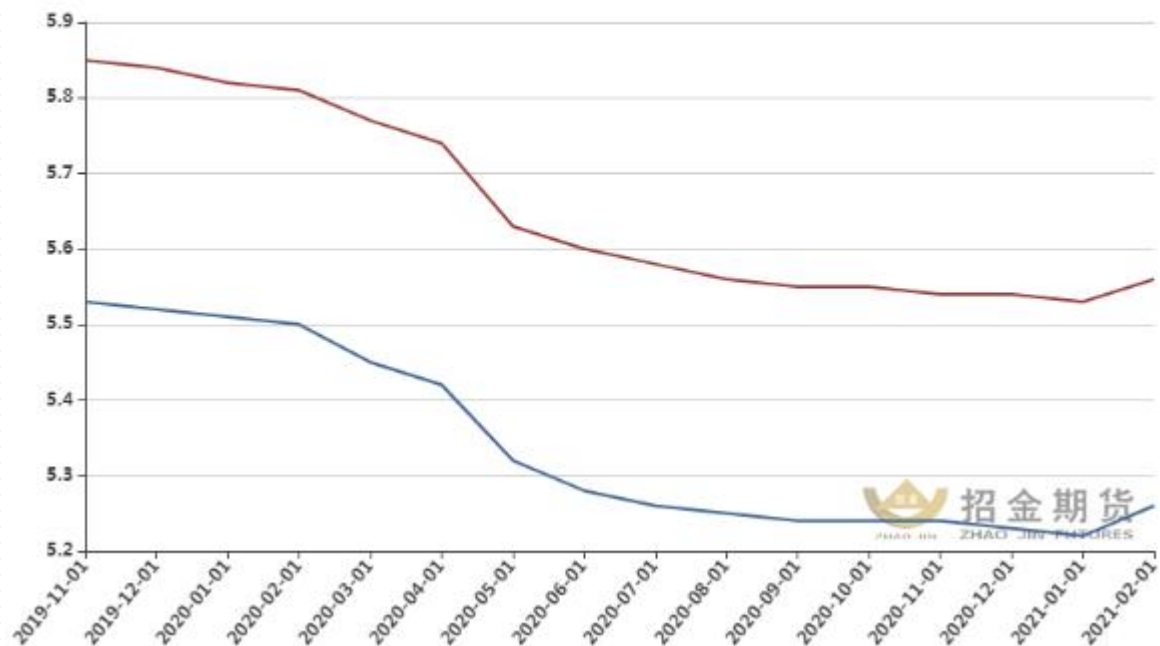
● 30大中城市:商品房成交面积:一线城市:当周值
● 30大中城市:商品房成交面积:二线城市:当周值
● 30大中城市:商品房成交面积:三线城市:当周值



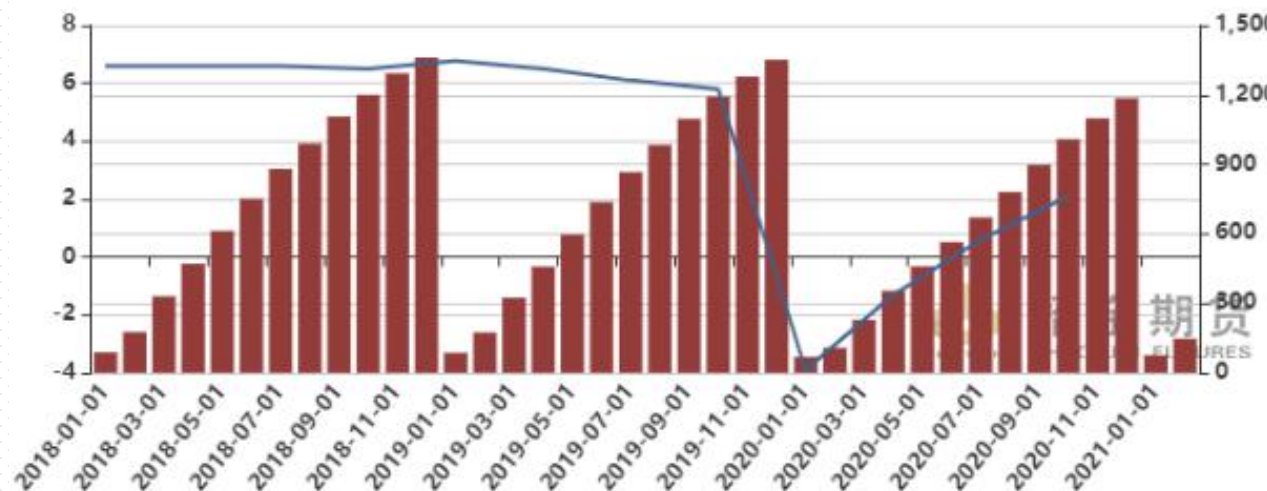
2020年以来一线城市托底作用明显，背后逻辑刚需+投机，前者有持续性，后者持续性有限。

二，核心逻辑：盈利

● 首套房平均贷款利率 ● 二套房贷款平均利率



● 全国居民人均可支配收入:累计实际同比(左) ● 城镇新增就业人数(右)

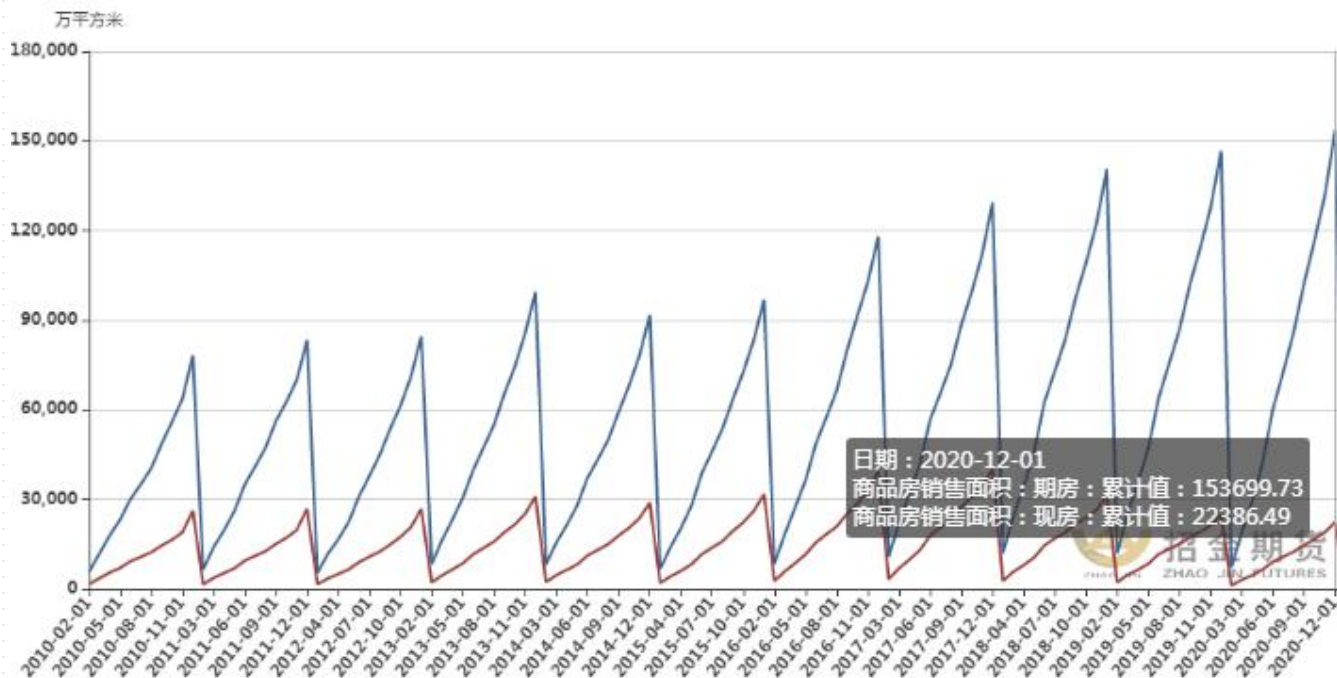


贷款利率的上升根源在于政策定调，预计有持续性。

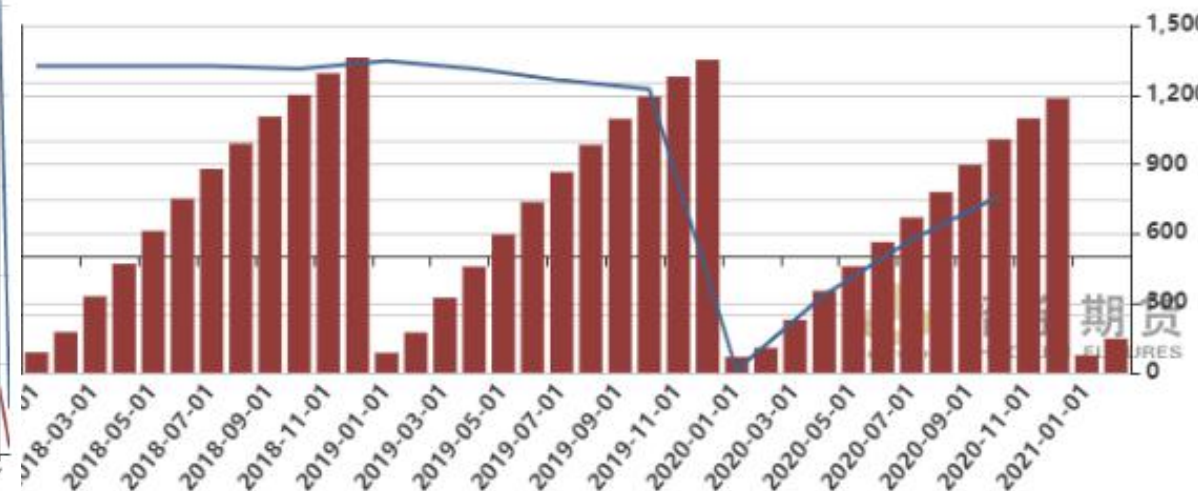
宽松政策透支中长期需求，在收入、就业没有明显改善的情况下，未来销售端承压

二，核心逻辑：盈利

● 商品房销售面积：期房：累计值 ● 商品房销售面积：现房：累计值



全国居民人均可支配收入：累计实际同比(左) ■ 城镇新增就业人数(右)



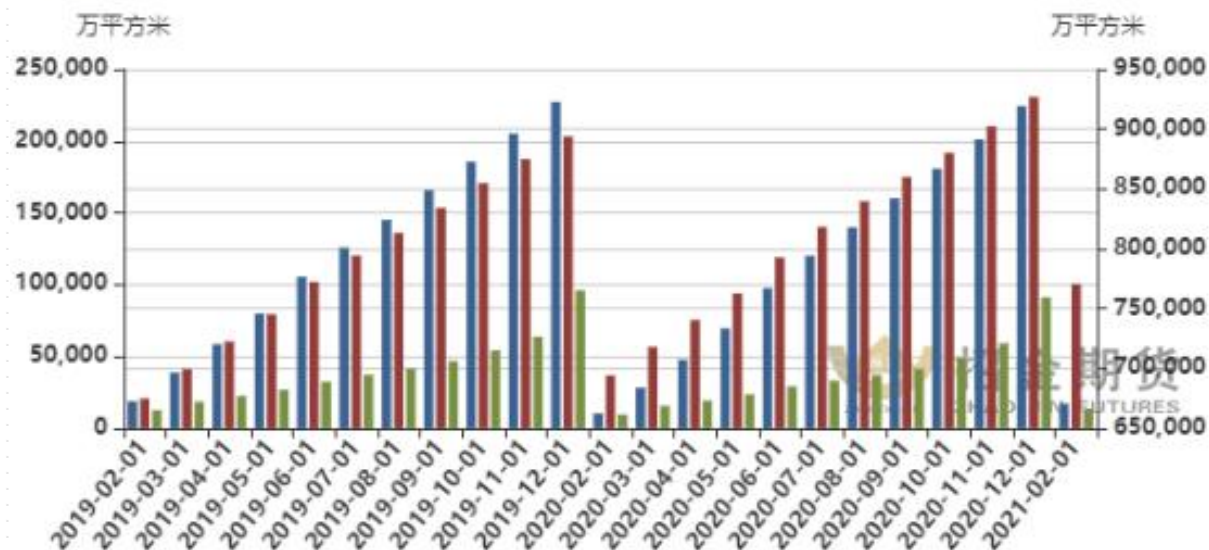
房地产贷款余额占比及个人住房贷款余额占比不得高于监管上限
在**37**家上市银行中有**24**家两项集中度指标满足要求，**13**家银行有一项或两项指标不符合要求。

二，核心逻辑：盈利

● 商品房销售面积：累计同比 ● 房屋新开工面积：累计同比 ● 房屋施工面积：累计同比
● 房屋竣工面积：累计同比



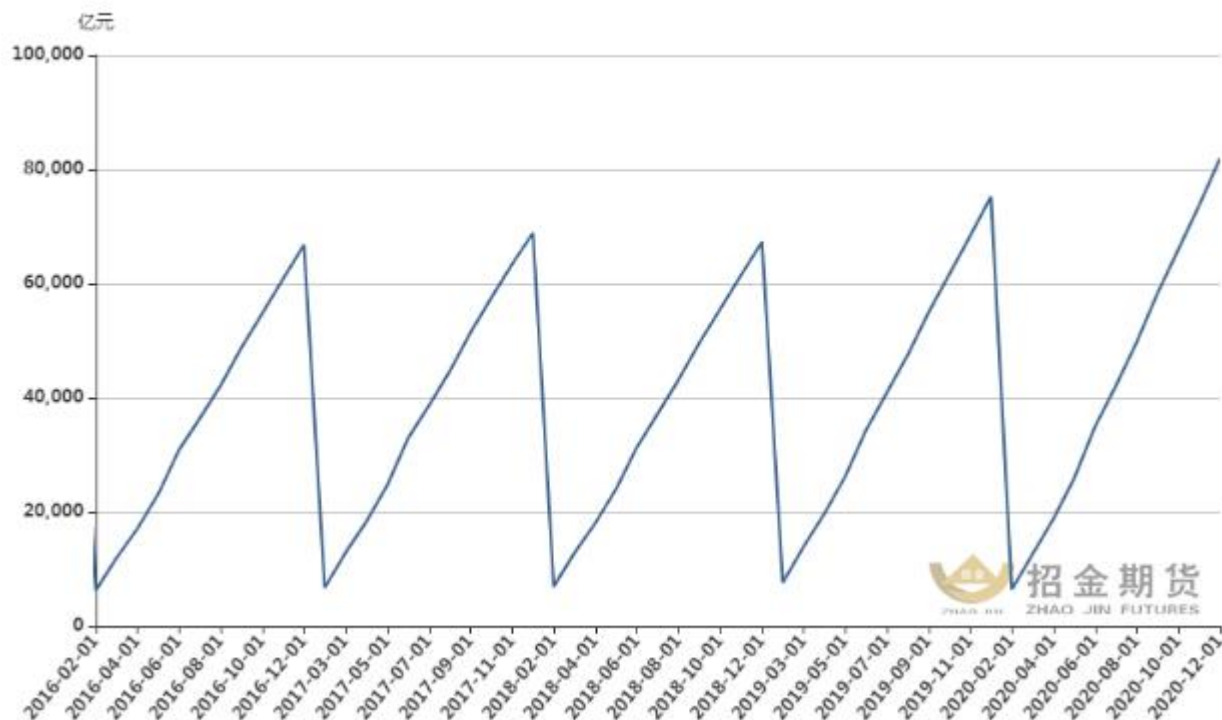
■ 房屋新开工面积：累计值(左) ■ 房屋施工面积：累计值(右)
■ 房屋竣工面积：累计值(左)



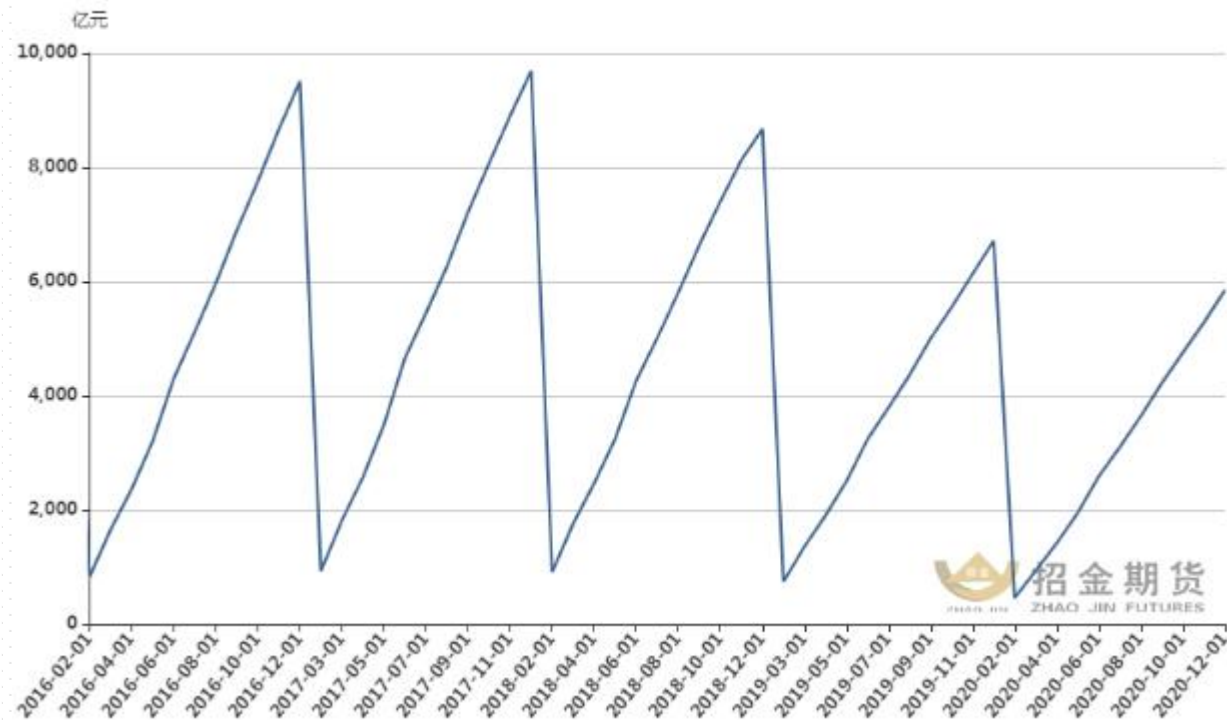
由16年、17年的销售高峰衍生，新开工、施工已得到反映，竣工大致还有半年多增长期。
最新数据剔除基数效应后总体符合预期，但施工为何大增？

二，核心逻辑：盈利

● 房地产开发投资完成额:建筑工程:累计值



● 房地产开发投资完成额:安装工程:累计值

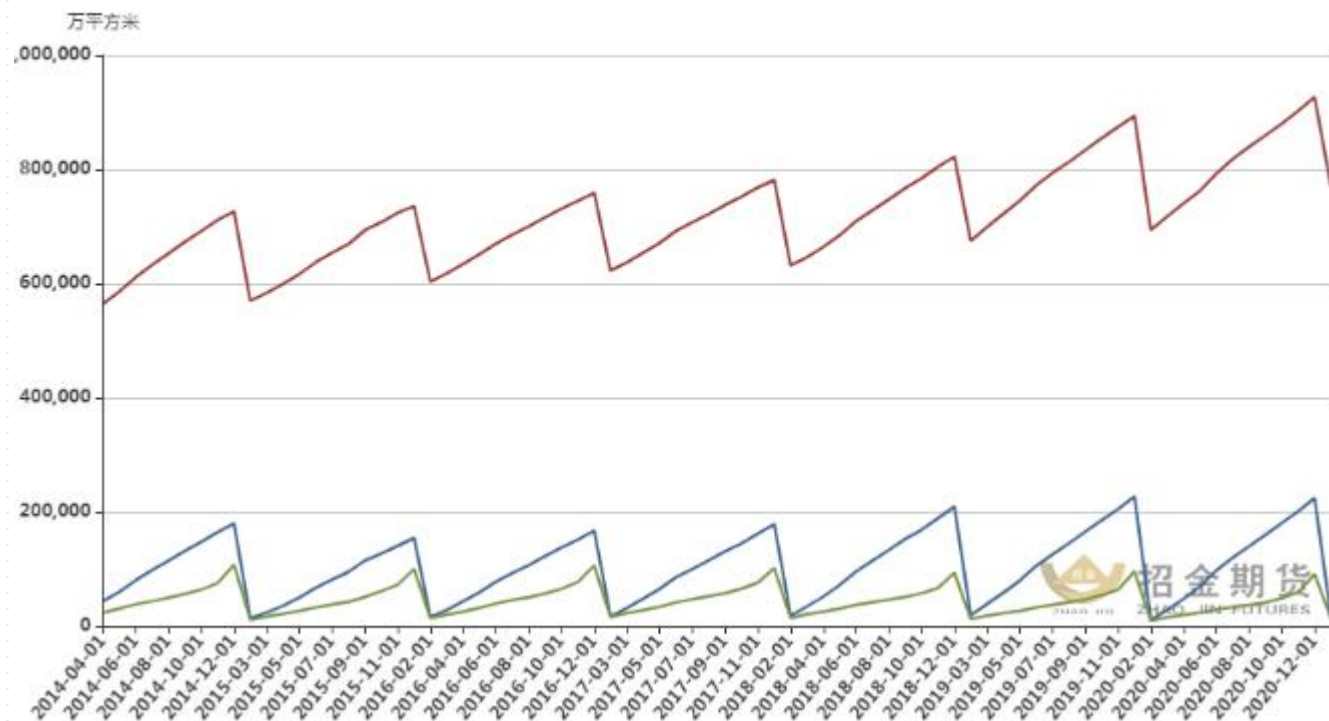


安装工程连续走低——近几年建筑强度明显较低
建筑工程走高——施工回补

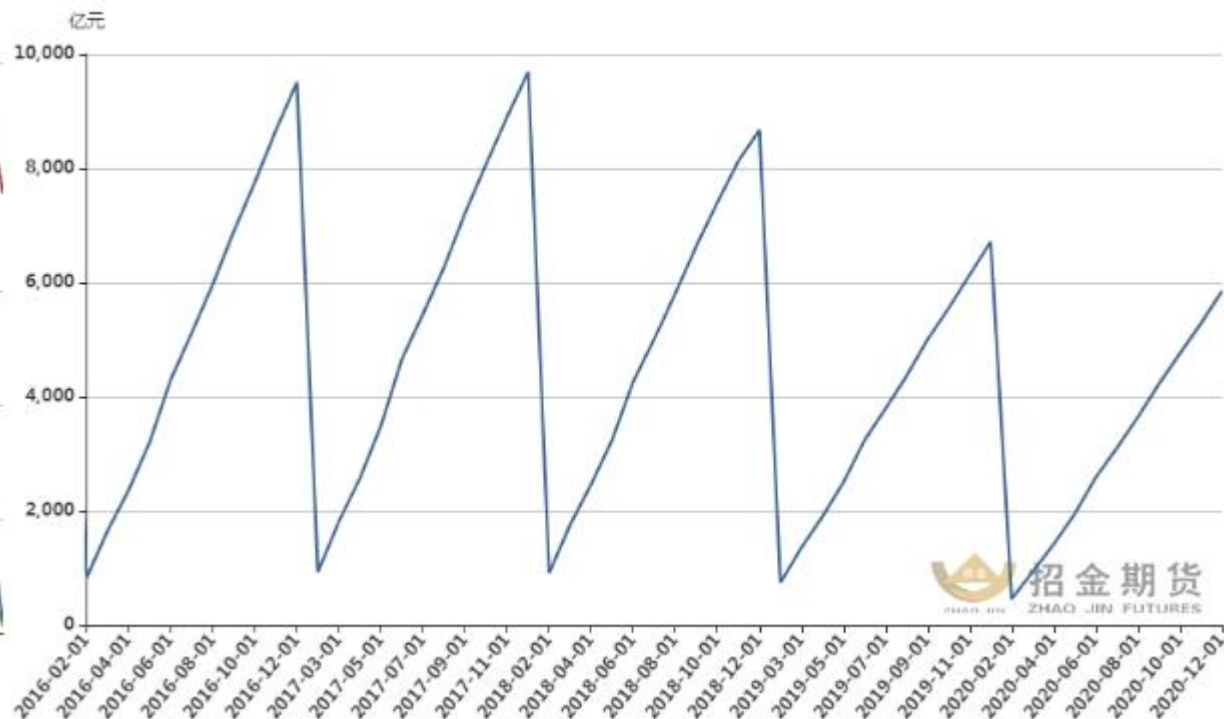
“三道红色”监管政策下，施工回补，时间、数值上看回补周期应偏长，安装工程进入上升期，相对地竣工端潜在支撑较强。

二，核心逻辑：盈利

● 房屋新开工面积：累计值 ● 房屋施工面积：累计值 ● 房屋竣工面积：累计值

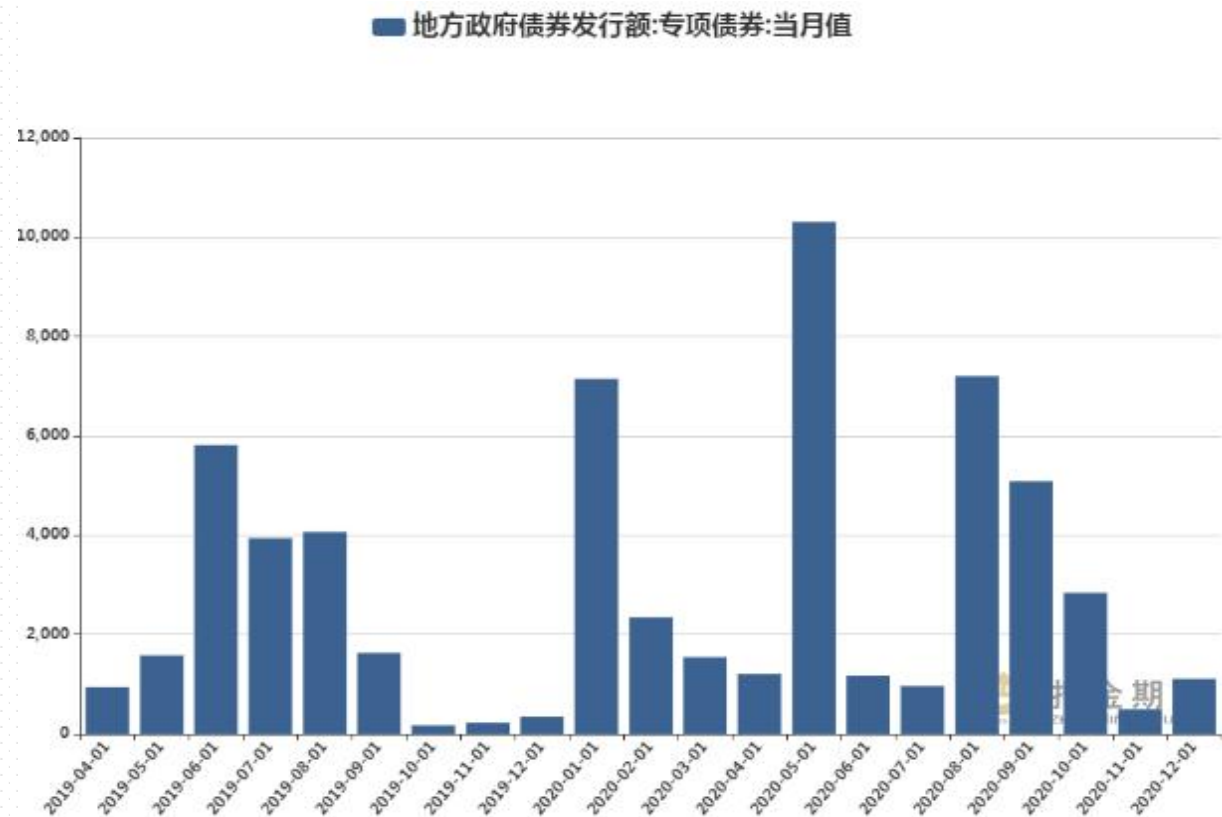
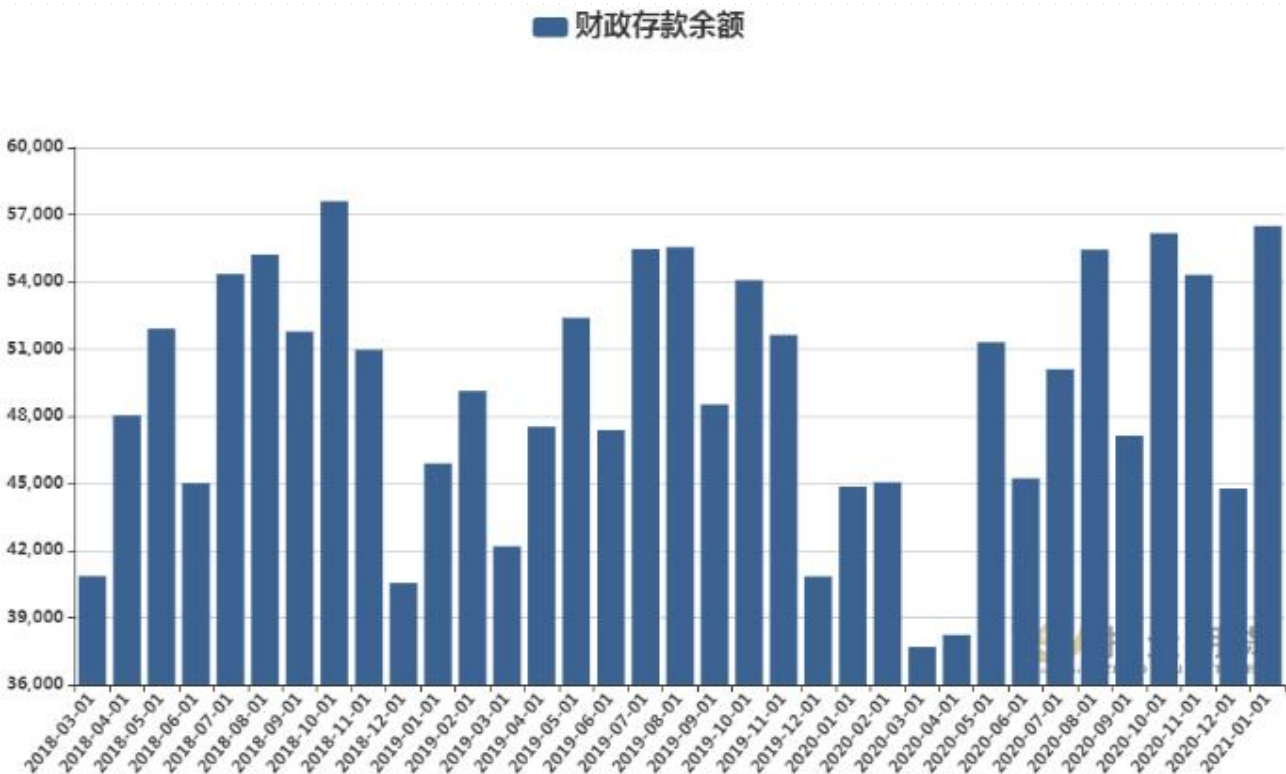


● 房地产开发投资完成额:安装工程:累计值



18、19、20施工面积大增14.3亿平米，此部分增量应与拖欠的工程量大致相当。
新开工面积目前每年在22万平米，贷款集中管理影响销售，增量的百分比，2万平米以内。

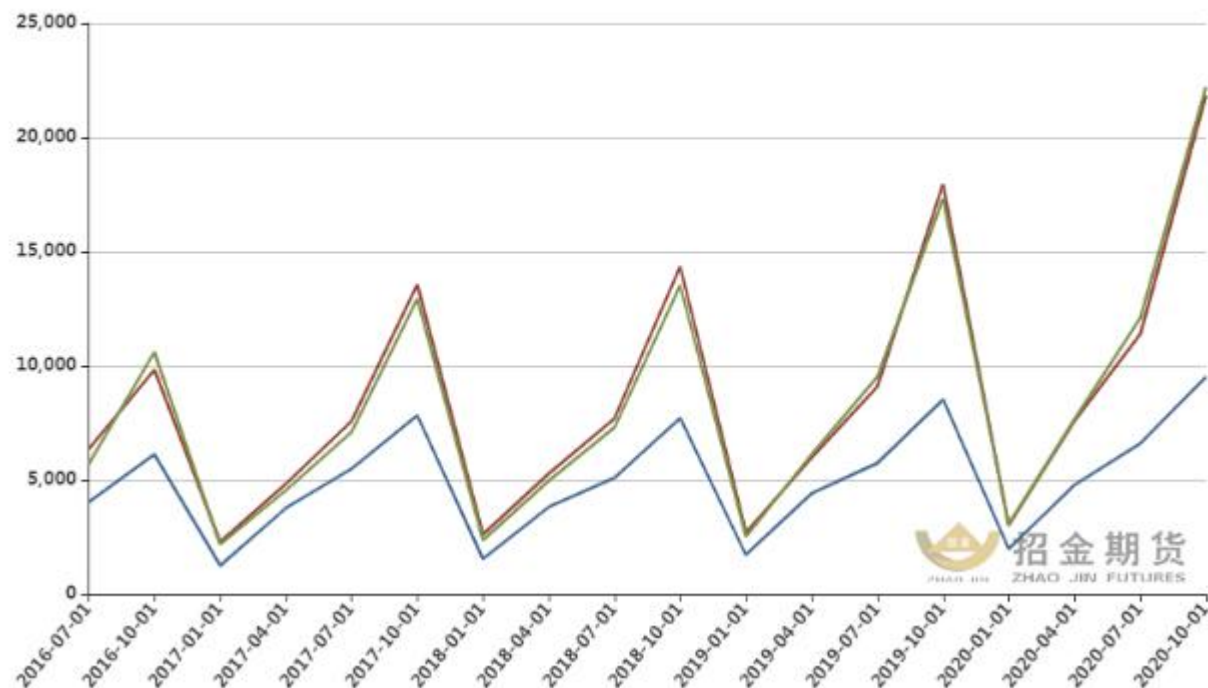
二，核心逻辑：盈利



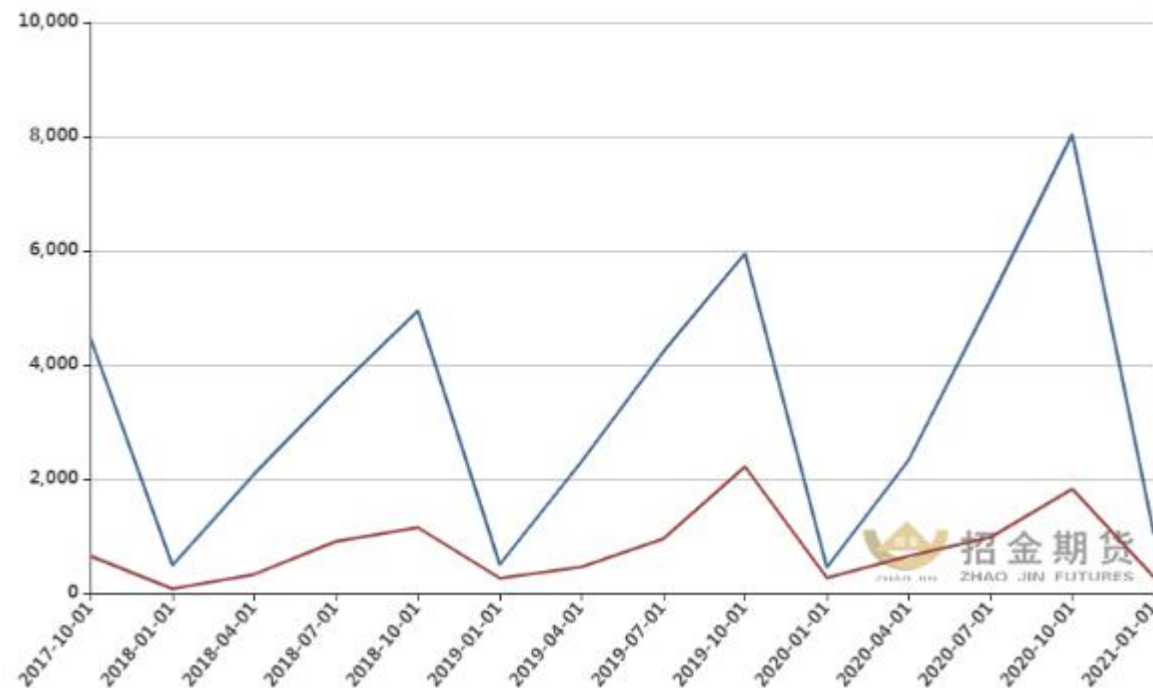
专项债额度、赤字率如期下降但幅度不大，资金端将抑制今年的基建投资。

二，核心逻辑：盈利

● 中国交建:新签合同金额:基建建设:累计值 ● 中国中铁:新签合同金额:基建建设:累计值:
● 中国铁建:新签合同金额:工程承包:累计值:



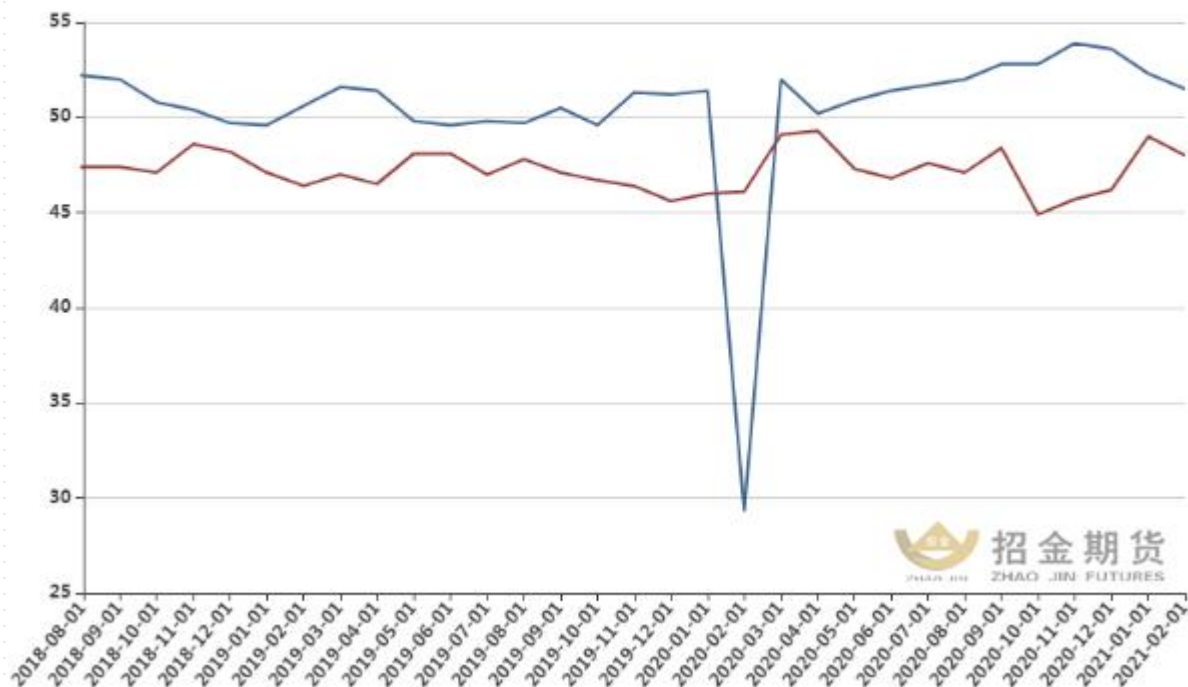
● 中国中冶:新签合同金额:累计值: ● 中国学化:新签合同金额:累计值:



头部基建企业节前新订单再创新高，具有一定支撑作用

二，核心逻辑：盈利

● PMI:新订单 ● PMI:产成品库存

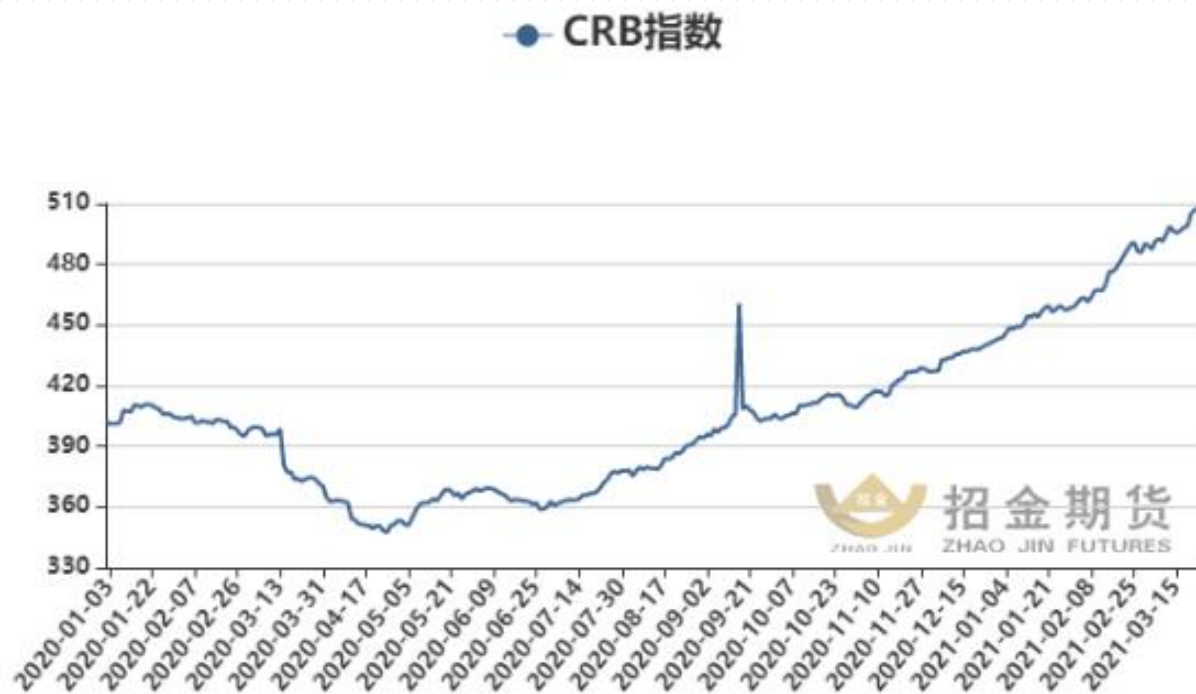


● 美国:ISM制造业PMI:自有库存 ● 美国:ISM制造业PMI:新订单



中长期：补库逻辑（国内减弱、国外维持强势）+疫苗带来的总需求提升，制造业今年应有较明显的修复

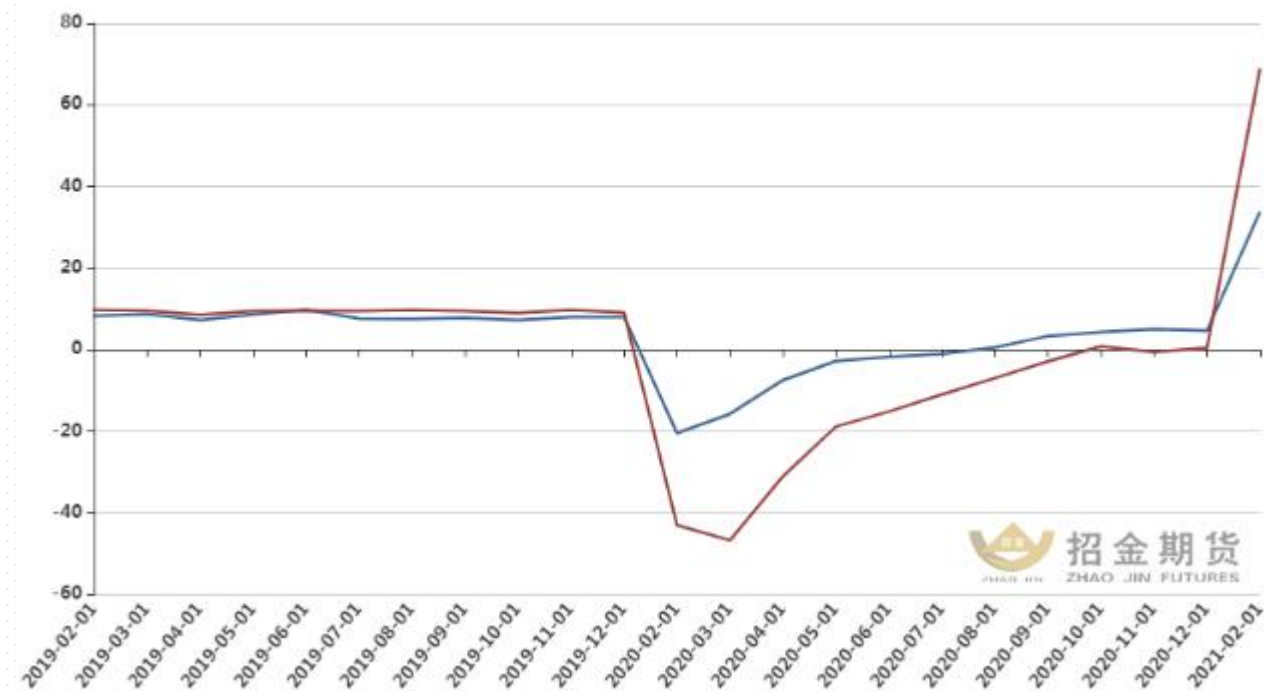
二，核心逻辑：盈利



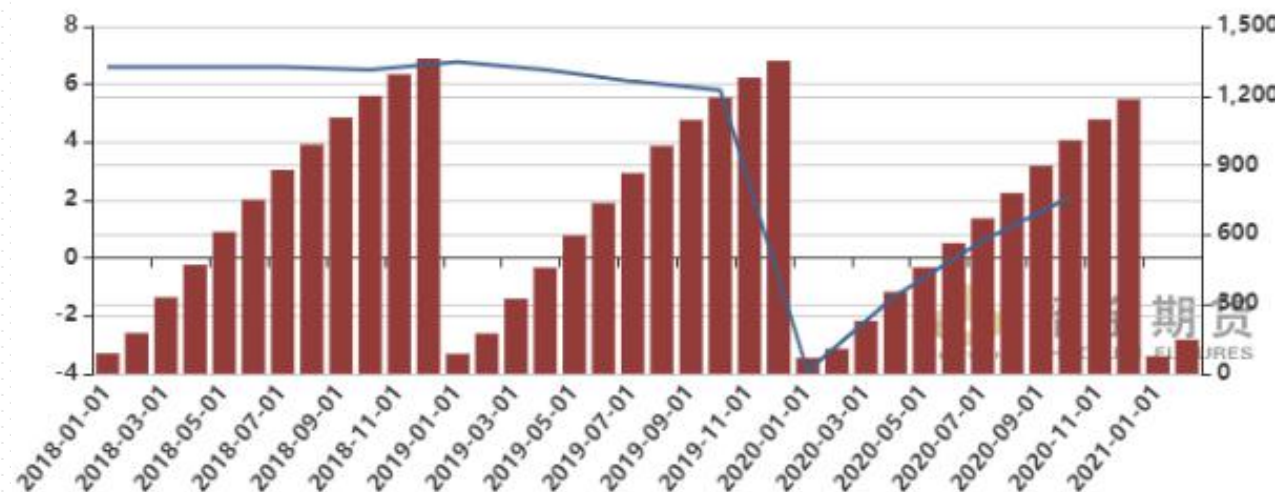
短期**CRB**指数向**PPI**的积极传导仍在进行中；2月份企业长贷增长较多，暗示扩张动力强。

二，核心逻辑：盈利

● 社会消费品零售总额:当月同比 ● 社会消费品零售总额:餐饮收入:当月同比



● 全国居民人均可支配收入:累计实际同比(左) ● 城镇新增就业人数(右)



疫情后消费端明显弱于投资端，其中最为拖累消费的餐饮、服装、石油消费等均与疫情有直接或间接的关系，新冠疫苗的突破为消费端复苏带来正向驱动。

1月2月餐饮拖累消费，背后原因在冬季疫情，后期复苏概率高。

另一方面，因20年收入、就业整体羸弱，购房需求透支未来消费潜力，未来或对消费构成压制。

二，核心逻辑：盈利

核心观点

房地产

宽松政策透支中长期需求，随着平均房贷利率的回升，销售端或逐渐走弱。“三条红线”政策影响下施工回补周期开启，原有的竣工周期加强。销售降温、开发投资升温应是未来一段时间主基调

基建

专项债额度、赤字率如期下降但幅度不大，非标融资、城投债大概率随货币政策收缩，资金端将抑制今年的基建投资。前期基建公司新订单保持强势，近期基建或缓慢收敛

制造业

国内补库逻辑逐渐减弱，外围补库逻辑依旧偏强，制造业中期修复逻辑不变。短期CRB指数向PPI的积极传导仍在进行中，潜在扩张动力强。1-2月剔除基数效应的制造业投资仍在低位，但恢复速度明显加快

消费




此前受疫情影响的接触性、聚集性消费应是年内消费端的核心，中期收入、就业的改善情况关系到消费复苏的持续性。1-2月消费延续羸弱，分项上看受冬季疫情影响明显，3月份起应有较明显恢复

总结

宏观经济中期向好的主基调不变，未来投资端恢复速度趋于放缓，3月起消费应有“技术修复”，后期受制于收入、就业逐渐减弱。

二，核心逻辑：估值

股指评估要点		
盈利增速	流动性	赚钱效应
注重相对变化，影响偏中长期，主要用实体经济来表示	注重超额流动性，影响偏中期	注意非理性情绪周期的自然规律

资本市场资金流线索			
央行 	商业银行 	社会融资 	实体经济 房地产 资本市场
货币政策 利率 准备金率 借贷便利 公开市场业务	信贷政策 社融 M0、M1、M2	信贷使用	

货币政策相关表态

时间	内容	意义
20. 12. 18 中央经济工作会议	“保持宏观杠杆率基本稳定” “不急转弯”，保持“连续性”、“稳定性”等措辞或意味着货币边际收敛空间有限	年度定调
21. 1. 25 央行货币政策委员会委员	有些领域的泡沫已经显现，去年我国几个主要的股市指数都大幅上升，接近30%，在经济增速大幅下降的情况下出现如此牛市，不可能与货币无关。另外，最近上海、深圳等地房价涨得不少，这些都与流动性和杠杆率的变化有关。未来这种情况是否会加剧，取决于今年货币政策要不要进行适度的转向，如果不转向，这些问题肯定会继续，会导致中长期更大的经济、金融风险。	首度试探
21. 1. 26 人民银行行长	货币政策会继续在支持经济复苏、避免风险中平衡，我们确保采取的政策具有一致性、稳定性、一贯性，而不会过早放弃支持政策	熨平冲击
21. 2. 9 货币执行报告	保持政策连续性、稳定性、可持续性。 把握好政策时度效，处理好恢复经济和防范风险的关系，保持好正常货币政策空间的可持续性。	重新定调

供给端定调收敛

二，核心逻辑：估值

两会

时间	内容	意义
21. 3. 5 两会	<p>稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。处理好恢复经济与防范风险的关系，保持宏观杠杆率基本稳定。</p> <p>与四季度货币政策执行报告、2020年末中央经济工作会议定调一致，货币政策回归常态，不急转弯但慢转弯。</p>	货币政策
21. 3. 5 两会	<p>“积极的财政政策要提质增效、更可持续”，相比去年“积极的财政政策更加积极有为”的提法更加克制、回归中性。</p> <p>3. 2%赤字+3. 65亿专项债+0特别国债，逆周期政策逐渐退出，财政政策回归常态。</p>	财政政策

供给端定调收敛

二，核心逻辑：估值

一季度货币政策执行报告

四季度

稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，**保持货币政策的连续性、稳定性、可持续性**，把握好政策时度效，保持对经济恢复的必要支持力度

综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定

坚持稳中求进工作总基调，稳字当头，**不急转弯**，立足新发展阶段，贯彻新发展理念，构建新发展格局，以推动高质量发展为主题

一季度

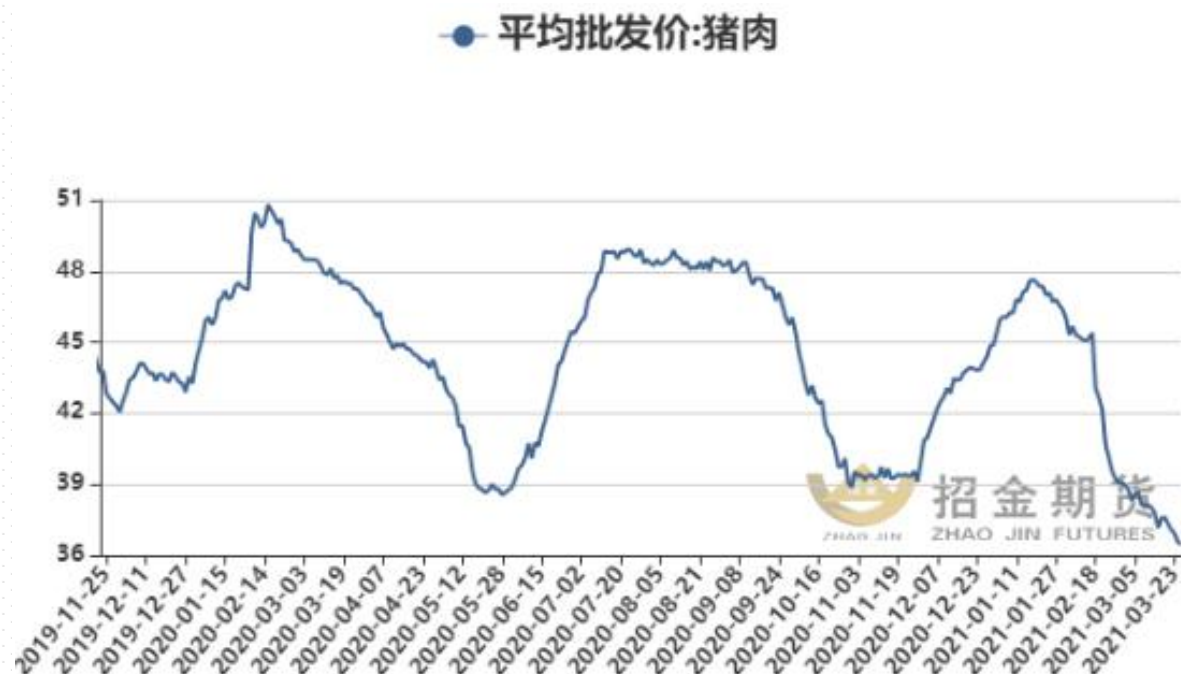
稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把握好政策时度效

保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定

坚持稳中求进工作总基调，稳字当头，立足新发展阶段，贯彻新发展理念，构建新发展格局，以推动高质量发展为主题

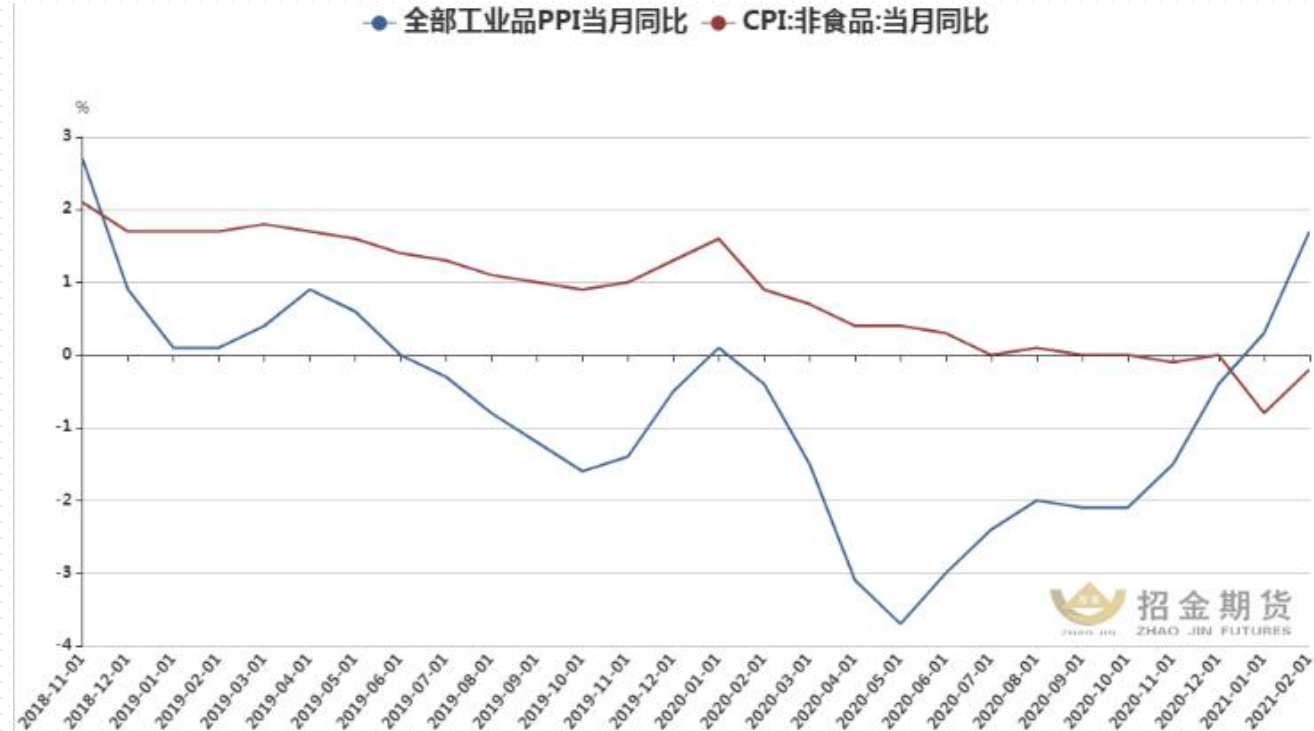
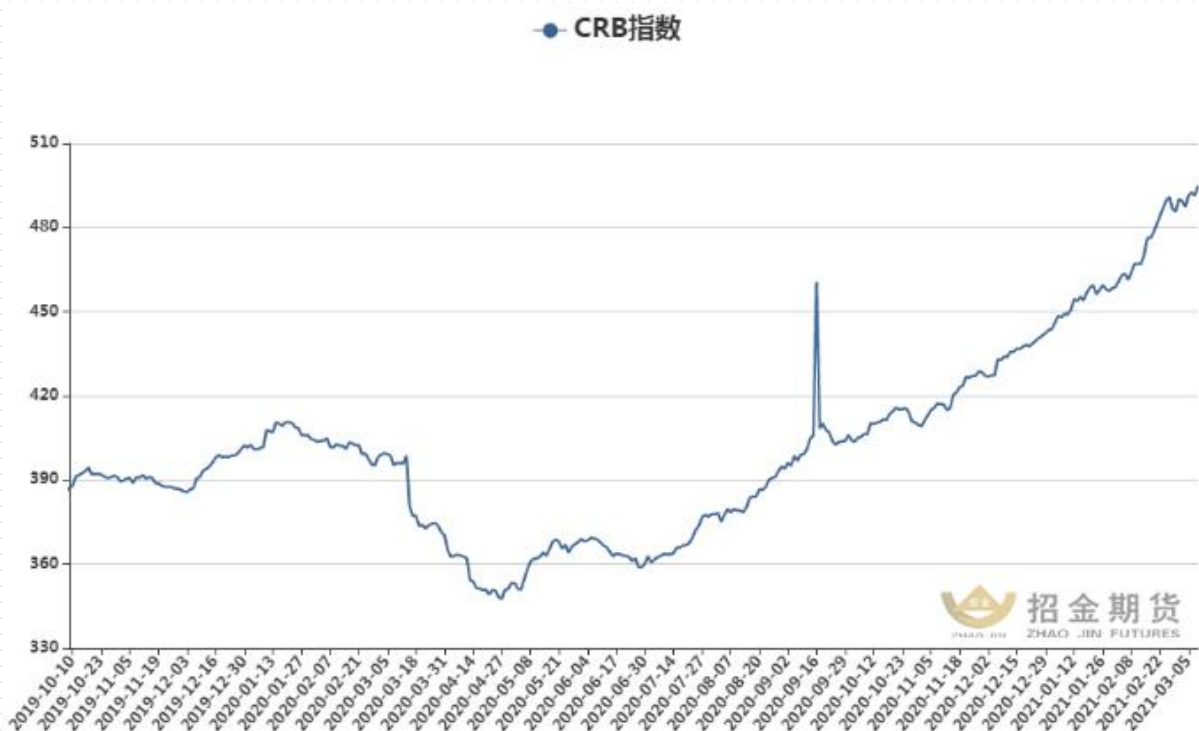
中期定调基本不变，一季度经济数据向好、社融大增，局部过热的背景下，边际收敛的风险加大。

二，核心逻辑：估值



食品CPI回落主要受猪肉价格影响，具体可拆解为高基数+肉价回落双因素。
其中高基数效应将在二季度、四季度初明显淡化，食品CPI在二季度、四季度初或有上升，整体在高位，潜在风险不大。

二，核心逻辑：估值



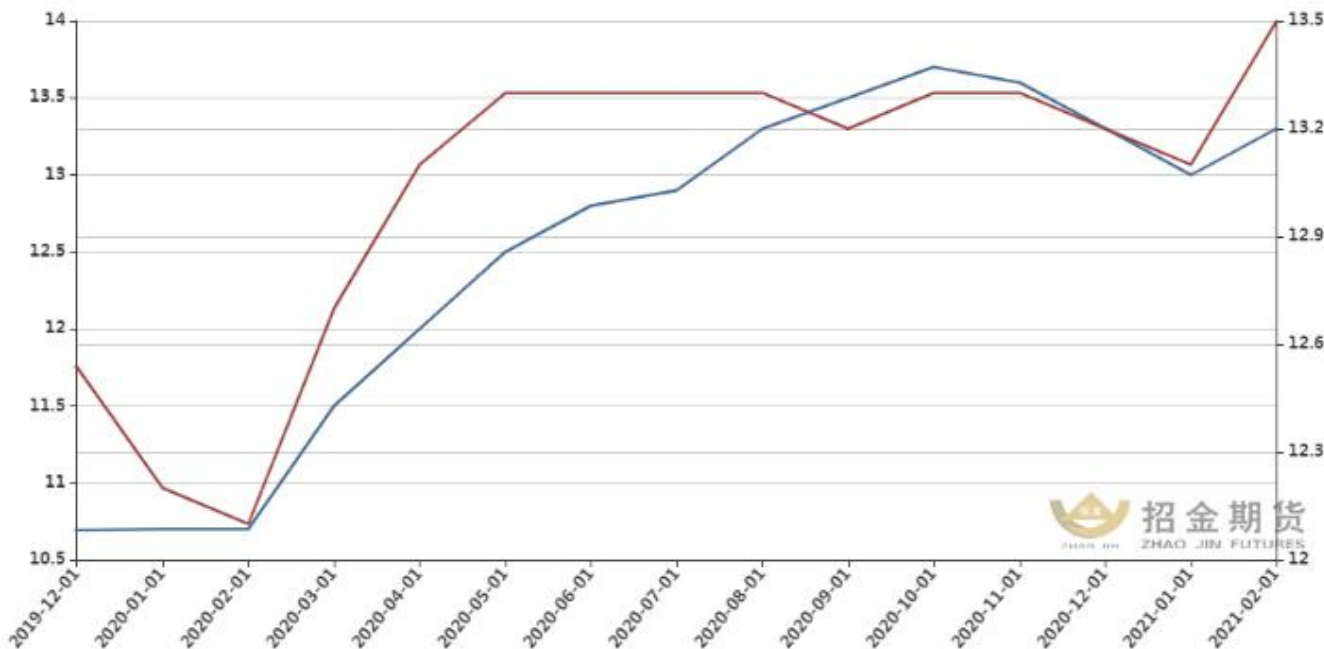
CRB指数向**PPI**传导得到体现，预计此处延续。

PPI向非食品**CPI**传导初有体现，考虑基数与**CRB**指数，**PPI**上半年应有明显上升，站上零轴后非食品**CPI**或逐渐上升。

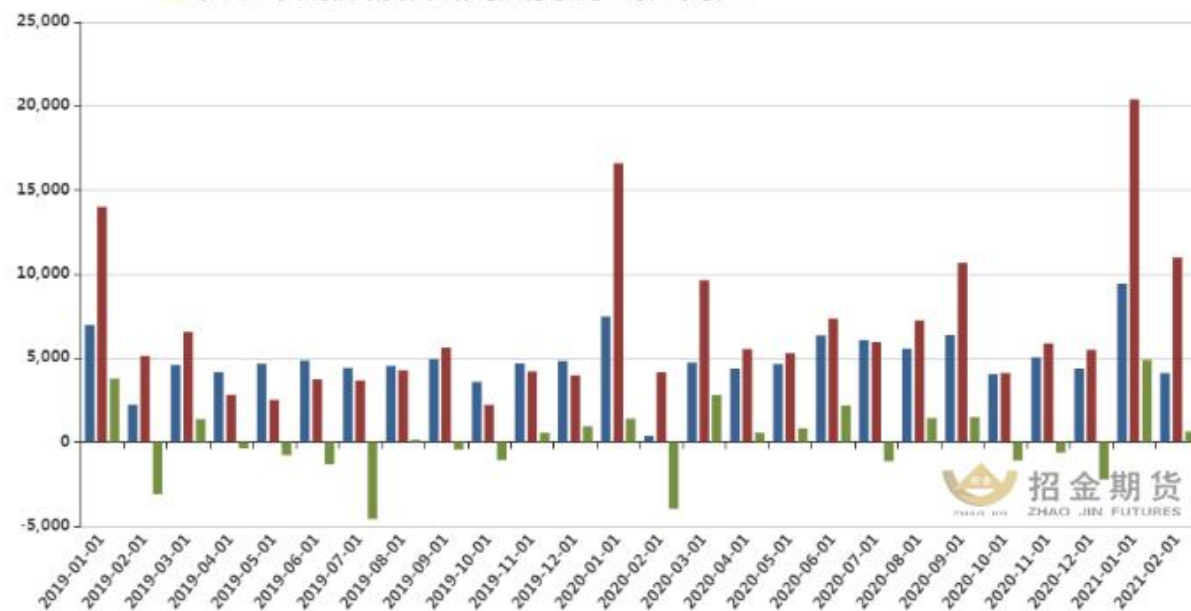
非食品**CPI**部分具有通胀风险，**货币边际收紧预期未充分释放**。

二，核心逻辑：估值

● 社会融资规模存量:同比(左) ● 社会融资规模存量:人民币贷款:同比(右)



■ 金融机构:新增人民币贷款:居民户:中长期:当月值
■ 金融机构:新增人民币贷款:非金融性公司及其他部门:中长期:当月值
■ 社会融资规模:新增未贴现银行承兑汇票:当月值



社融超预期源自中长期贷款、票据融资的高增。

企业、居民中长期贷款上或暗示投资、消费活跃，实体好于预期。

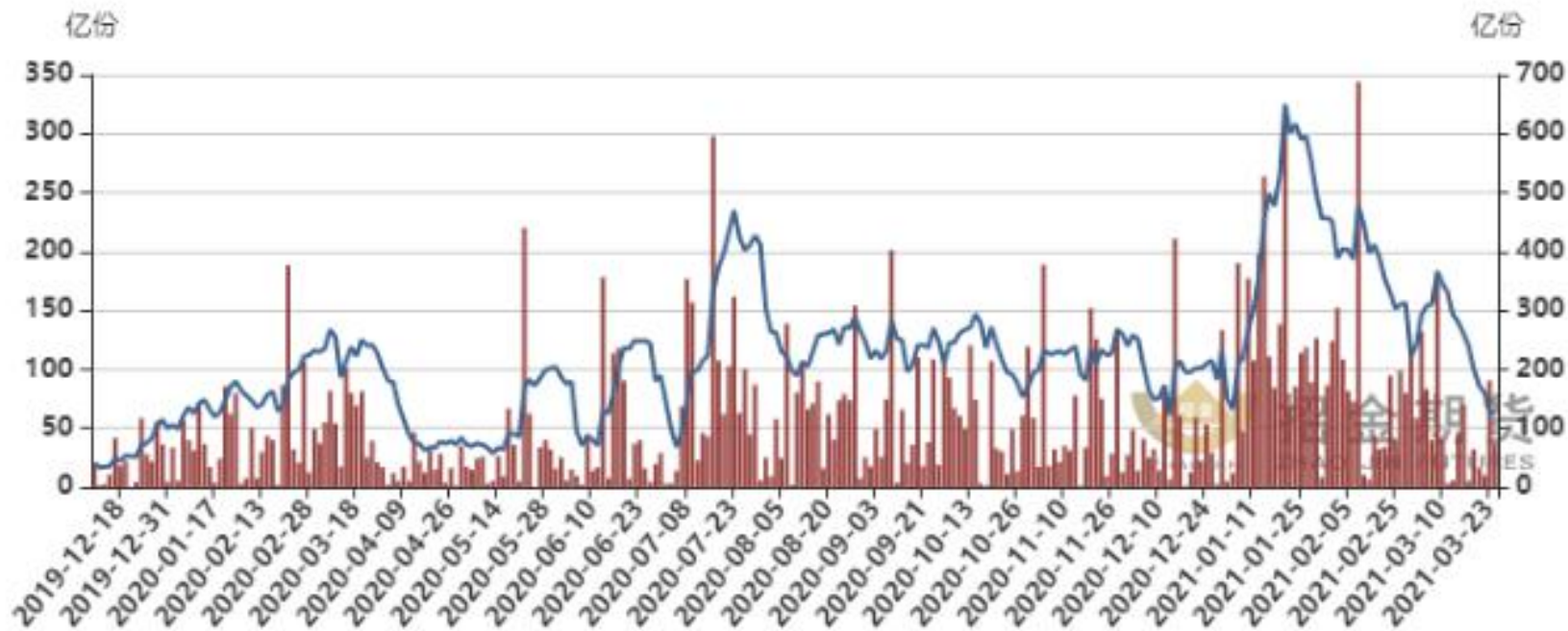
票据融资分流了短贷，暗示信贷额度紧张。

社融超预期更多反映需求端。

按照社融增速与名义GDP增速基本匹配的政策目标，后续或有微调

二，核心逻辑：估值

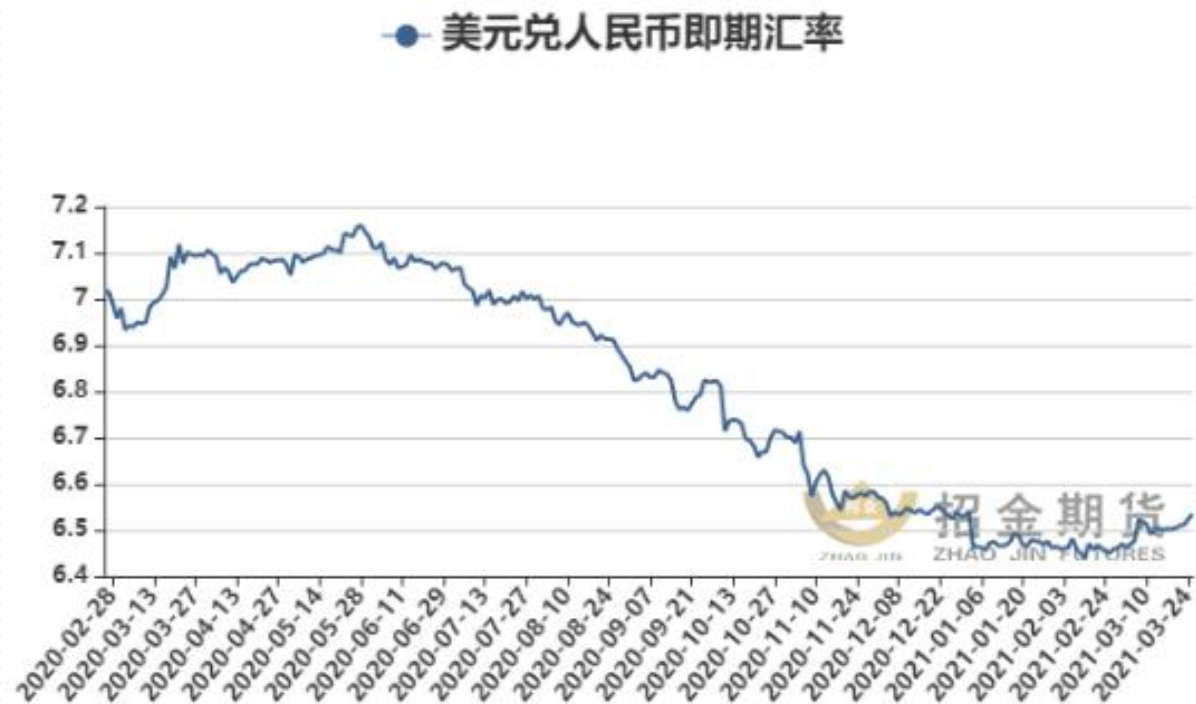
● 新成立基金份额:偏股型: 移动平均: 10(左) ■ 新成立基金份额:偏股型(右)



一方面，新成立基金规模环比下降。

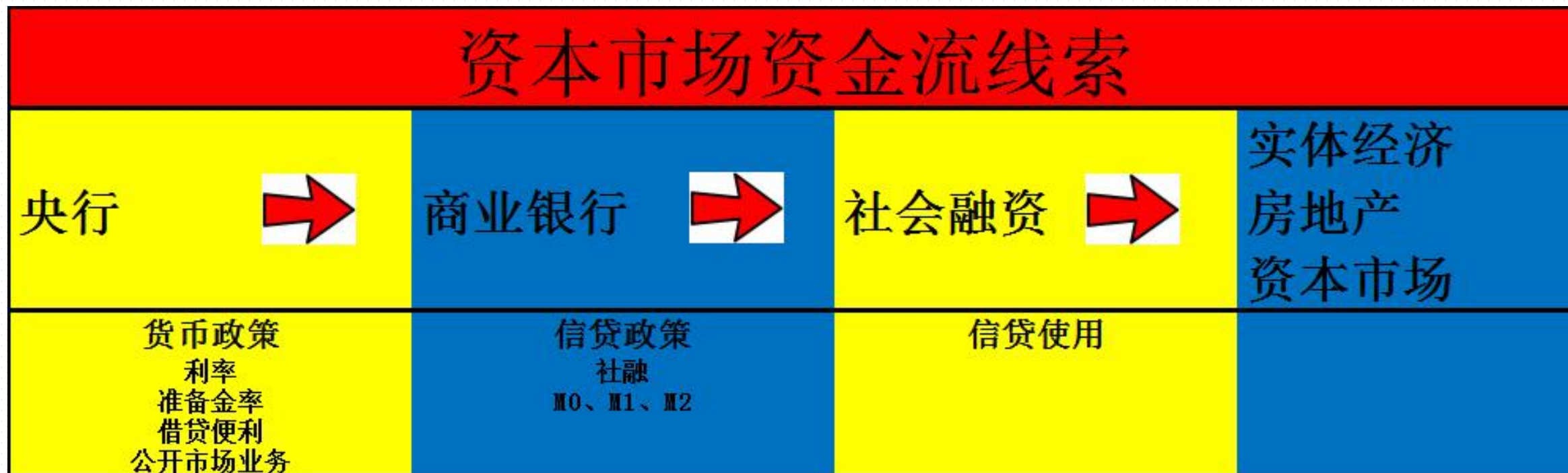
另一方面，结合前面对流动性的分析，此前规模的增量入市应该是年内最高，后续增量入市放缓。

二，核心逻辑：估值



随着外围的边际收紧，人民币升值优势已不在，国际资本流入速度放缓

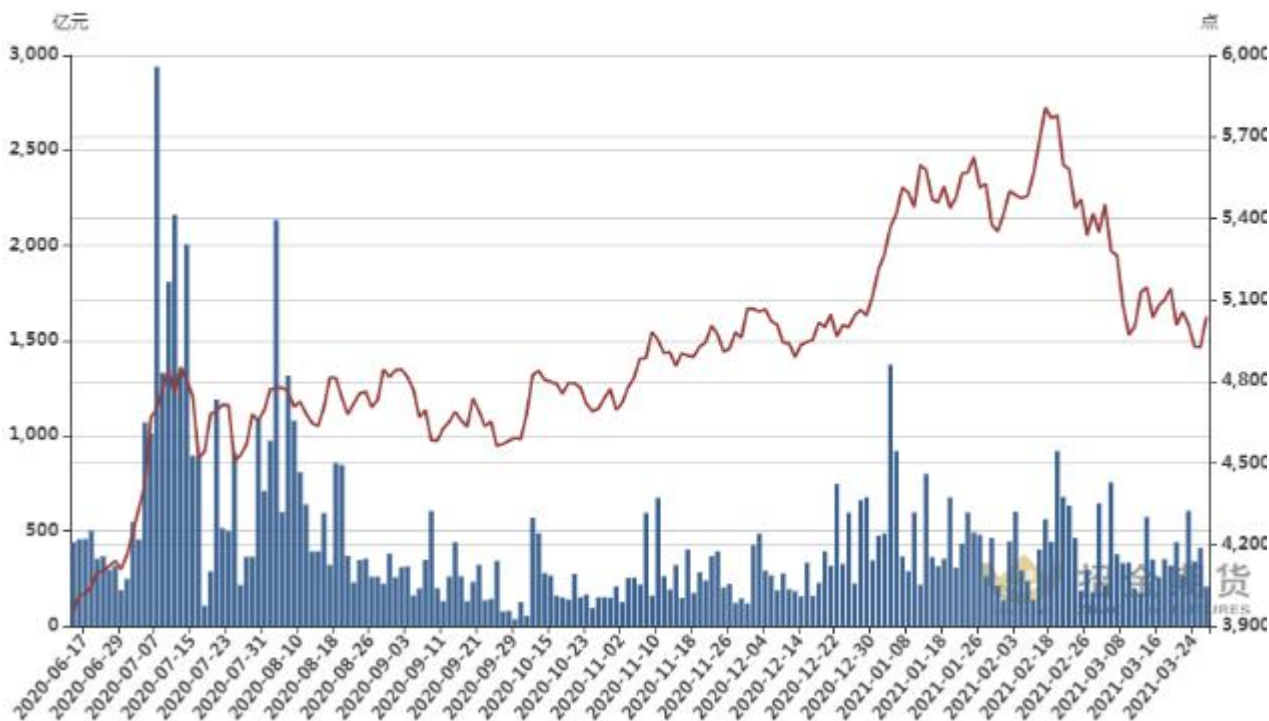
二，核心逻辑：估值



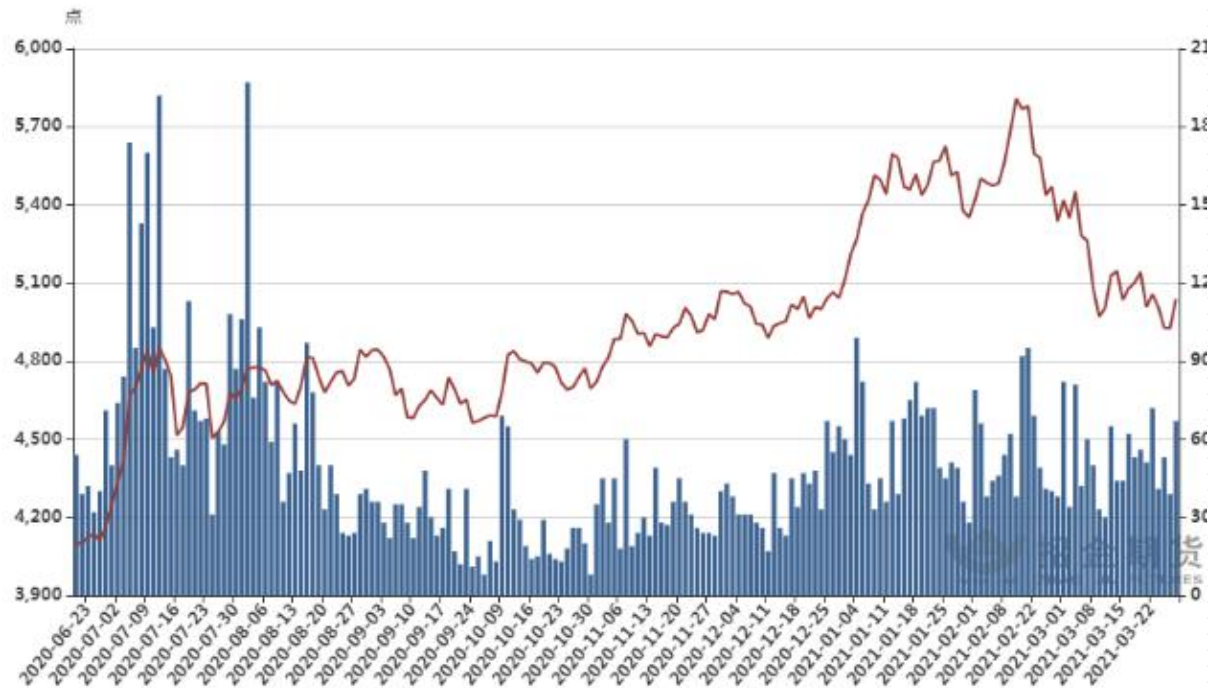
货币：边际收敛。潜在通胀风险、外围货币政策收敛未体现
信贷：社融有收敛预期尚未兑现
市场：北向资金收敛预期未兑现

二，核心逻辑：赚钱效应

■ 投机资金规模(左) ● 沪深300指数(右)



■ 自然涨停家数(右) ● 沪深300指数(左)

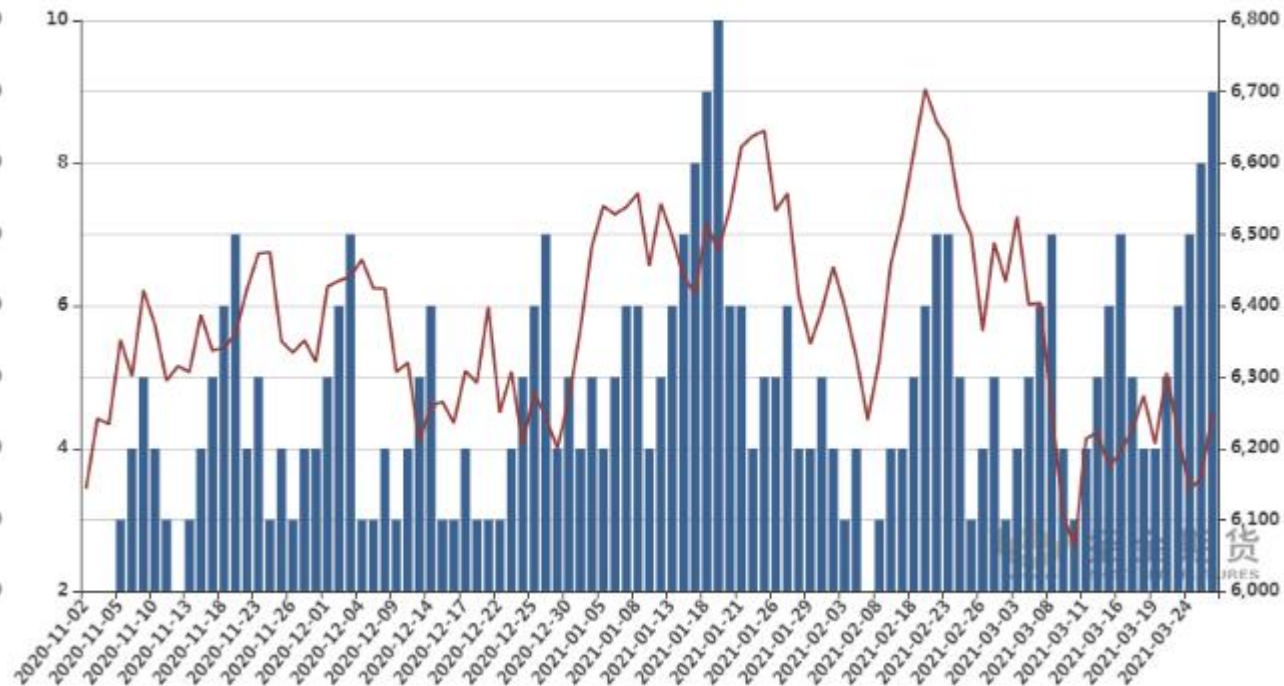
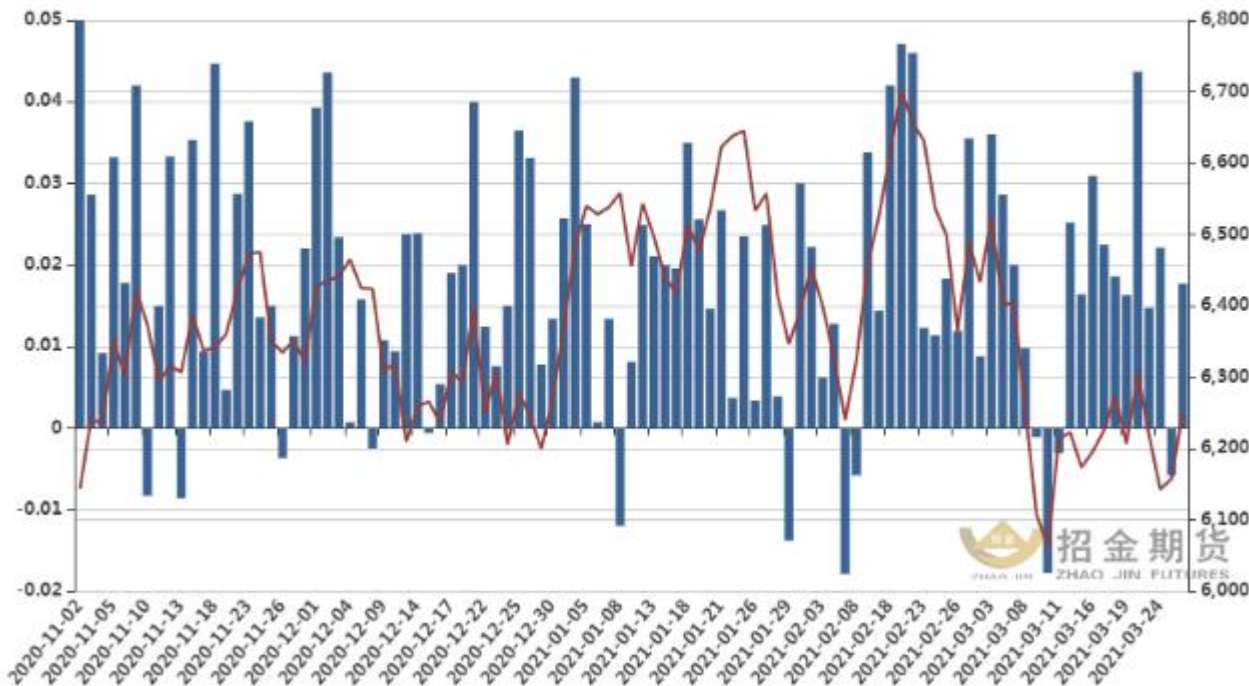


前期持续背离

二，核心逻辑：赚钱效应

■ 昨日涨停表现(左) ● 中证500指数(右)

■ 自然连板高度(左) ● 中证500指数(右)



近期赚钱效应中轴下降，至未达冰点

二，核心逻辑：赚钱效应



三，结论及建议

股指评估要点		
盈利增速	流动性	赚钱效应
↑ ↓	↓	↓

- 1、盈利支撑先强后弱。斜率下降尚未体现
- 2、估值减弱。潜在通胀风险、社融增速下降、人民币升值速度放缓未体现
- 3、赚钱效应减弱。

时间上看，股指的赢弱应尚在初期，时间跨度或在“年”以上

策略建议：底仓趋势空单中长线持仓，逢高沽空滚动，以IF为主。

风险点：

- 1、央行货币政策超预期
- 2、社融收敛速度不及预期
- 3、外围货币收紧节奏放缓
- 4、国内消费端持续走强

四，免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，招金期货研究院力求准确可靠，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、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。



/关注招金期货，更多报告不迷路/