

2021 年 4 月 21 日

恒泰期货研究所

【姓名：徐博】

【从业资格编号:F3048945】


【投资咨询编号:Z0014557】

【联系电话：13761251636】

【邮箱：xubo@cnhtqh.com.cn】

驱动边际趋弱 股指宽幅震荡


摘要

 全球经济复苏强劲，疫情反复制约节奏

新冠疫苗加速接种，中美经济同步复苏；海外新增确诊病例出现阶段反弹，经济复苏节奏或受牵制；国内工业企业利润持续向好，盈利修复明显。

 货币政策外松内稳，国内存在收紧预期

美联储货币政策维持宽松态势，国内央行会议强调保持流动性合理充裕，随着生产原料价格的上涨，国内通胀压力渐升，货币中性、信用收缩的预期增强，二季度资金面存边际收紧风险。

 北上资金入市节奏趋缓，指数估值高位承压

- 沪深两市成交金额维持低位，北向资金入场积极性下降，表明市场参与者的避险情绪有所回升；沪深 300 市盈率高位震荡下行，仍处历史相对高位，不排除继续调整的风险。

操作策略：

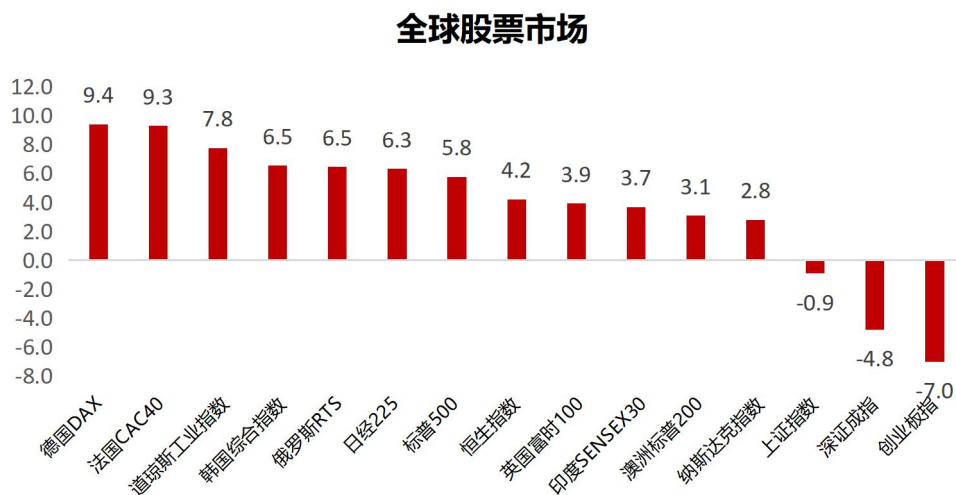
整体上看，美国经济复苏节奏加快，财政刺激政策加码，美股延续强势；国内经济复苏态势良好，货币政策延续稳健取向，但存在边际趋紧的预期。国内市场二季度仍处震荡筑底阶段，维持宽幅震荡格局，上证指数或维持在【3200、3600】区间运行。单边方面，区间震荡思路对待，逢低试多为主；套利方面，关注多 IC 空 IF 的套利机会。期权方面，以卖出宽跨策略和牛市看涨价差策略为主。

相关研究

一、行情回顾

一季度，新冠疫苗的快速接种和新冠疫情的拐头为全球经济的复苏提供有力支撑，全球主要经济体货币宽松政策延续，欧美股市集体上扬。而国内市场在权重股估值重塑的背景下集体回落，创业板指数跌幅高达-7%。

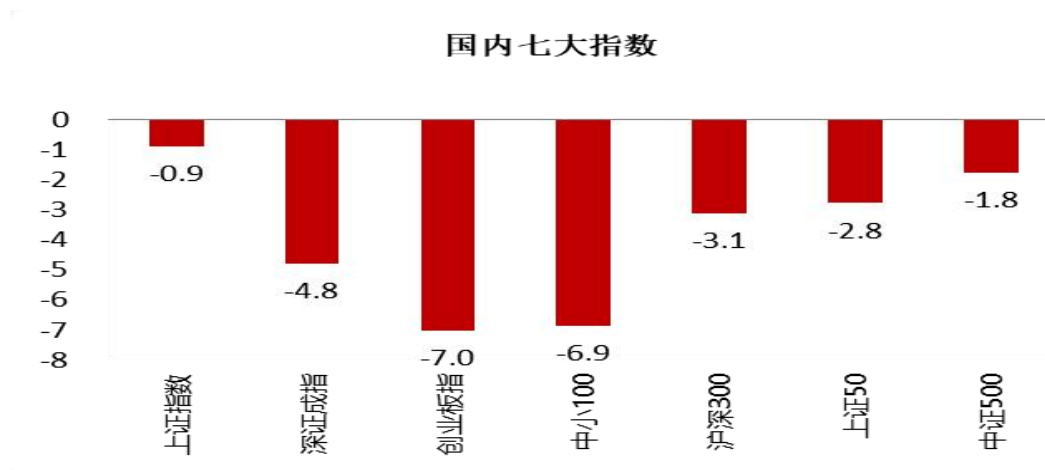
图 1：全球股票市场涨跌幅（一季度）



资料来源：WIND、恒泰期货

一季度，A股七大股指全部录得下跌。其中，创业板表现最为强差，跌幅达-7%；而上证指数表现相对坚挺最强，跌0.9%。中证500走势强于上证50和沪深300，顺周期板块走强对中证500形成强有力支撑。

图 2：国内主要指数涨跌幅（一季度）

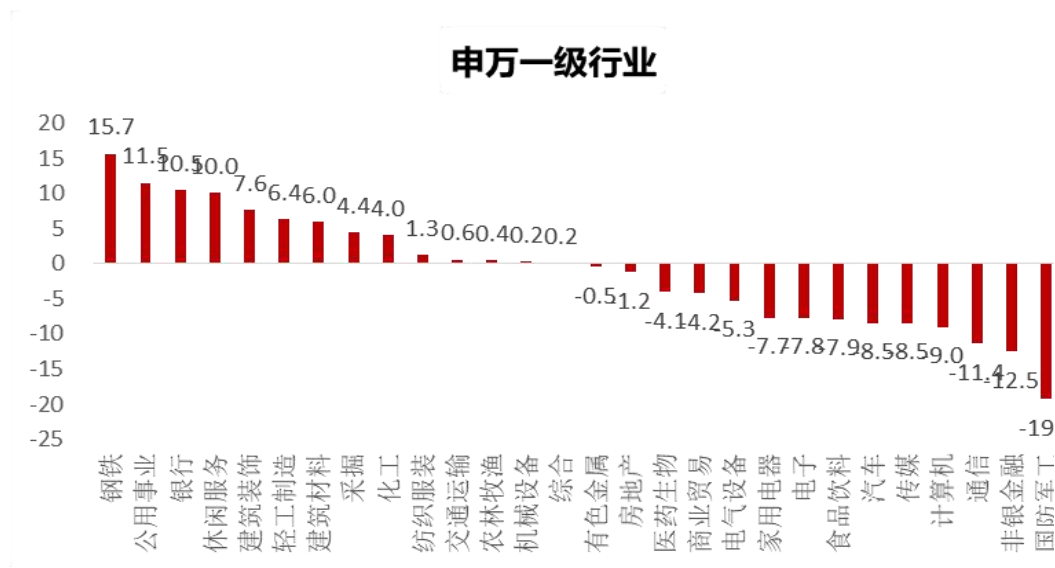


资料来源：WIND、恒泰期货

行业方面，钢铁、公用事业和银行三大板块涨幅较大，国防军工、非银金融、通信和计算机板块跌幅居前。在商品进入超级周期的背景下，顺

周期板块依旧为市场的投资主线。

图 3：申万一级行业涨跌幅（一季度）



资料来源：WIND、恒泰期货

期货方面，沪深 300 主力连续合约一季度呈现冲高回落，期货贴水现货的局面仍在延续。

图 4：沪深 300 期货连续合约



资料来源：WIND、恒泰期货

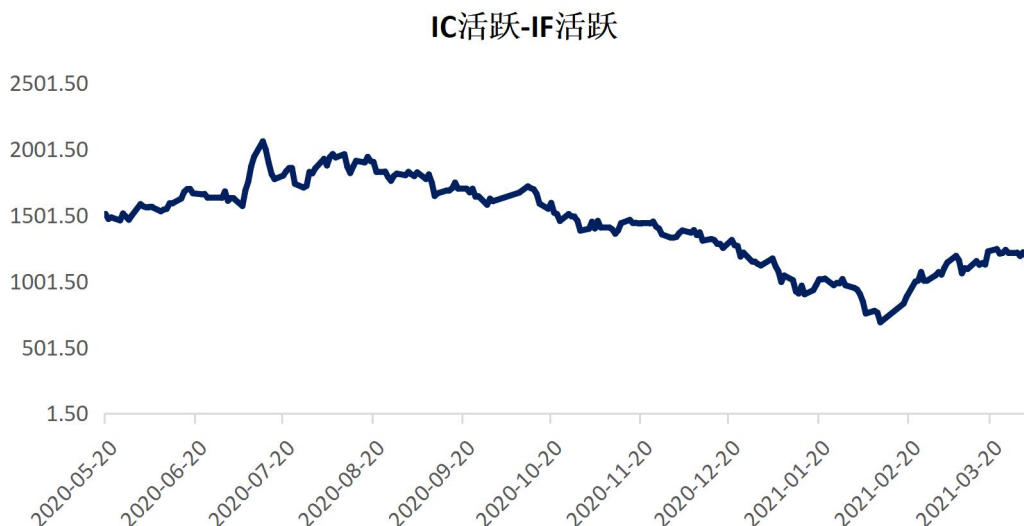
图 5：沪深 300 期货贴水幅度走扩



资料来源：WIND、恒泰期货

从结构上看，中证 500 表现要强于上证 50 指数和沪深 300，顺周期板块的走强，大金融板块上行乏力的局面仍在延续。二季度，周期股在大宗商品维持强势的格局下仍有上行动能，IC 强于 IF 趋势仍将持续在季度上半段仍将持续，但随着沪深 300 成分股经过大幅回调后，超跌反弹动能渐聚，二季度后半段两者或将趋于平衡。

图 6：跨品种价差



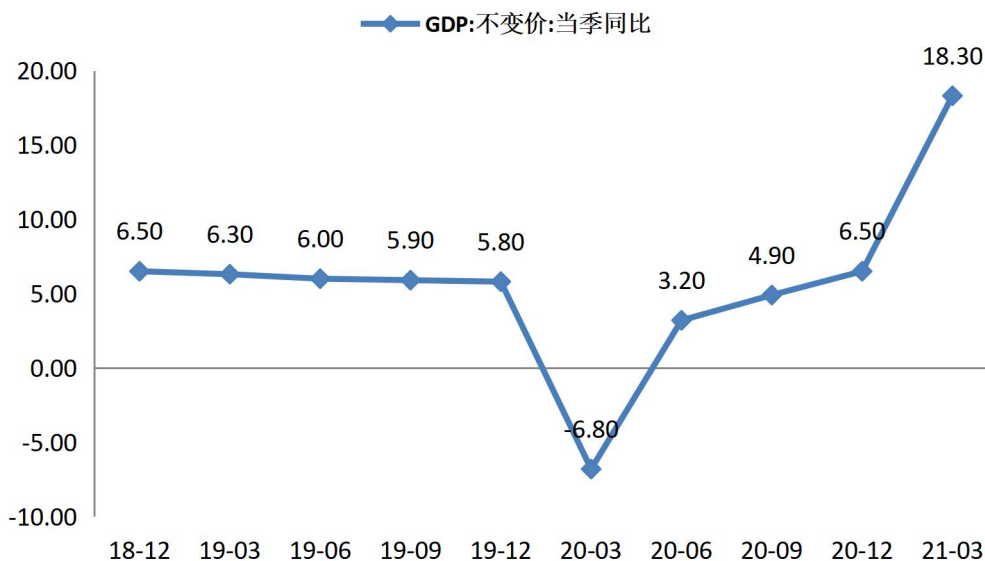
资料来源：WIND、恒泰期货

二、国内经济：经济复苏延续，边际影响趋弱

（一）经济增长同比增幅较大

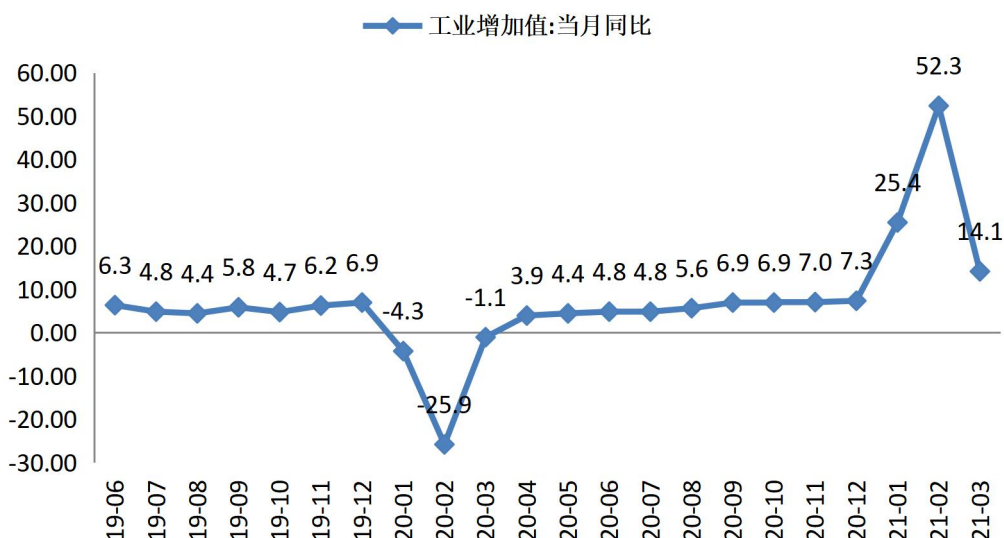
一季度，GDP 当季同比增速 18.3%，大幅飙升，主要受低基数影响所致，随后季度增速逐步回落，全年或维持 9% 左右。一季度，全国规模以上工业增加值同比增长 24.5%，环比增长 2.01%；两年平均增长 6.8%。其中，3 月份规模以上工业增加值同比增长 14.1%。3 月份中国制造业 PMI 为 51.9%，比 2 月上升 1.3 个百分点；非制造业商务活动指数为 56.3%，比 2 月上升 4.9 个百分点；综合 PMI 产出指数为 55.3%，比 2 月上升 3.7 个百分点。

图 7：GDP 同比增速



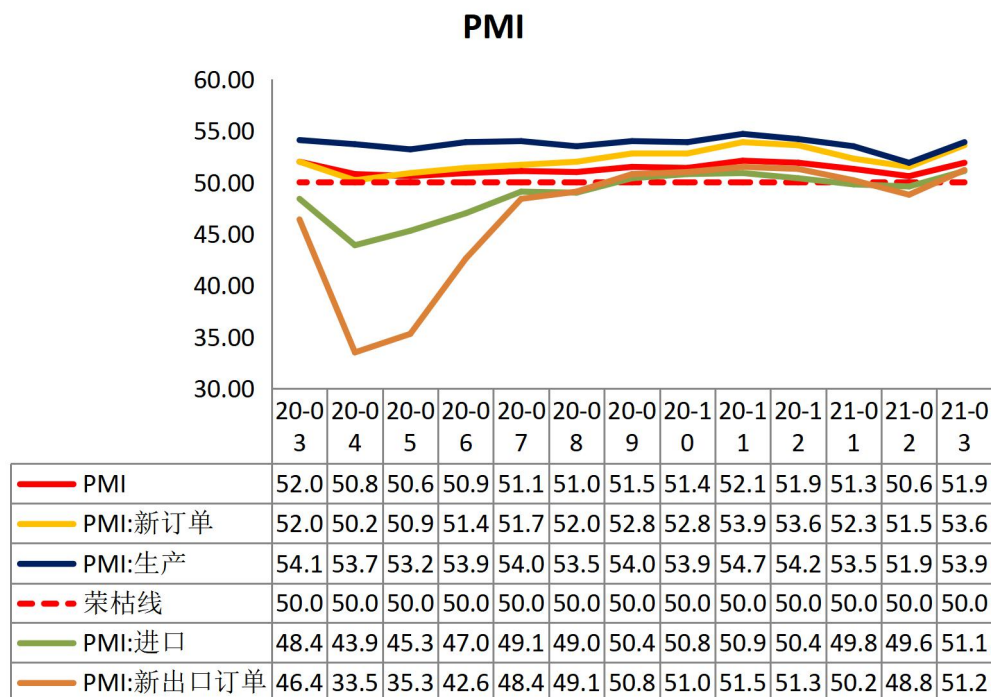
资料来源：WIND、恒泰期货

图 8：工业增加值同比增速



资料来源：WIND、恒泰期货

图 9：中国制造业 PMI

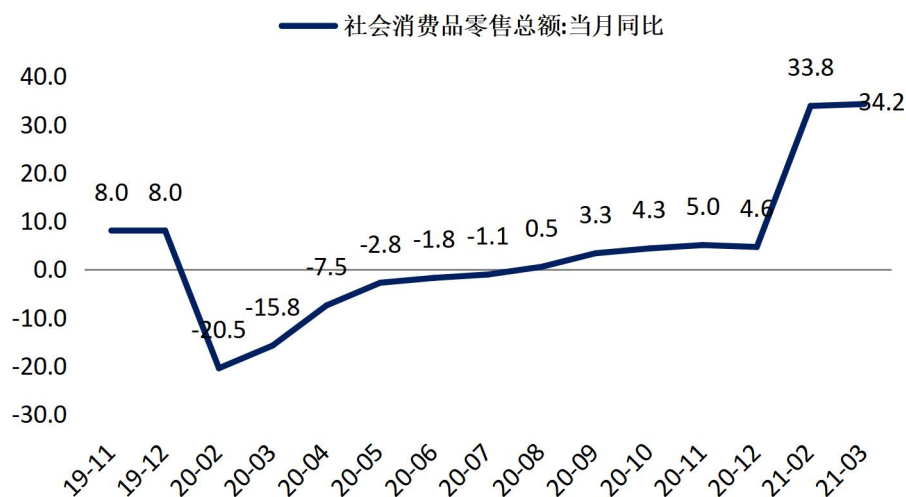


资料来源：WIND、恒泰期货

（二）国内消费景气度高

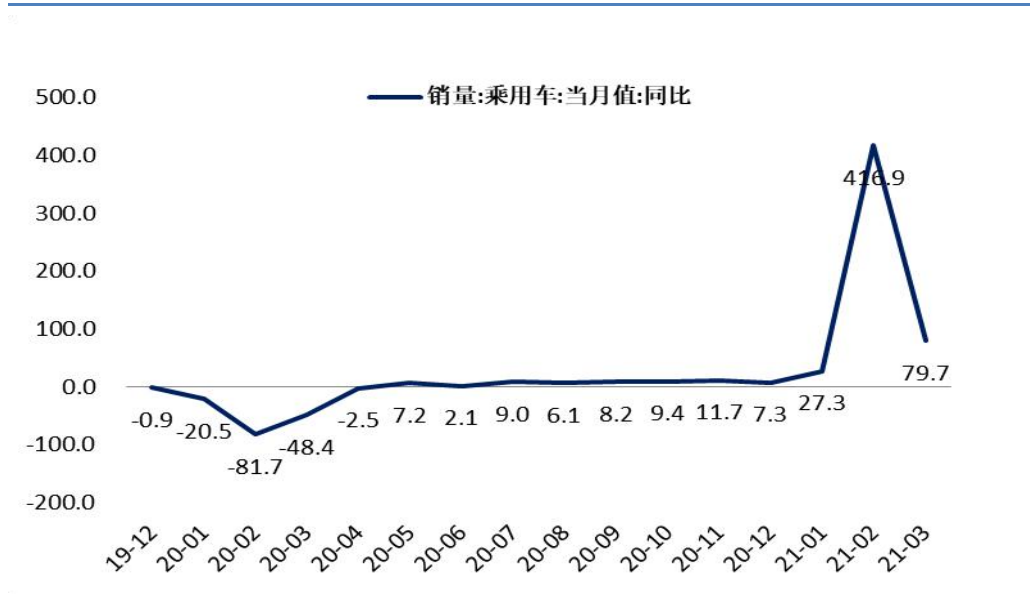
3 月份，社会消费品零售总额同比增长 34.2%，增速比上月加大。其中，汽车行业增速明显。4 月 9 日，中汽协对外公布了 3 月汽车销量。数据显示，3 月汽车销售 252.6 万辆，同比增长 74.9%。第一季度累计销售 648.4 万辆，同比累计增长 75.6%。然而芯片的短缺，或将掣肘汽车市场的销量持续增长。

图 10：社会消费品零售总额同比增速



资料来源：WIND、恒泰期货

图 11: 乘用车销量



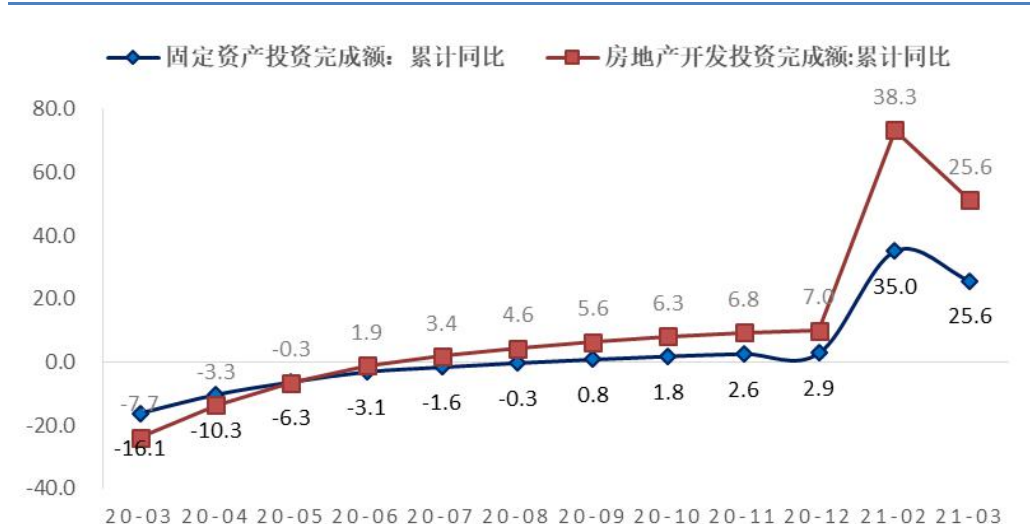
资料来源: WIND、恒泰期货

(三) 基建稳中有降, 地产韧性仍存

一季度, 全国固定资产投资(不含农户) 95994 亿元, 同比增长 25.6%, 环比增长 2.06%; 两年平均增长 2.9%。其中 3 月份固定资产投资(不含农户) 比上月环比增长 1.51%。分领域看, 一季度基础设施投资同比增长 29.7%, 两年平均增长 2.3%; 制造业投资同比增长 29.8%, 两年平均下降 2.0%; 房地产开发投资同比增长 25.6%, 两年平均增长 7.6%。

随着新冠疫情得以有效控制, 年内财政政策刺激力度环比料将趋弱, 基建投资增速仍有压力, 全年仅能够维持中性平稳; 而房地产投资随着供地面积的增加仍能够维持一定韧性。

图 12: 固定资产投资额(累计同比)

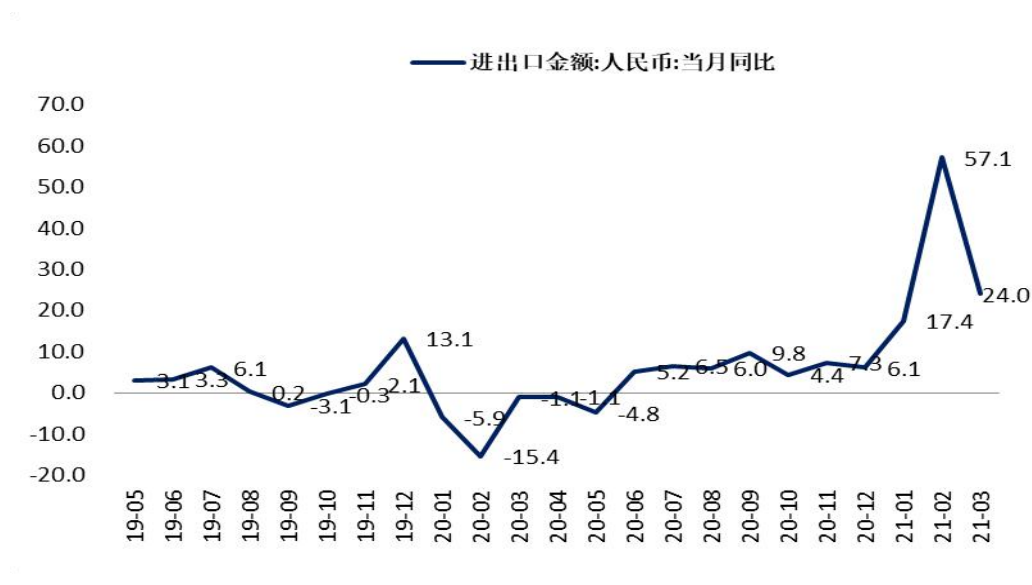


资料来源：WIND、恒泰期货

（四）进出口金额增速维持高位

进出口方面，一季度，货物进出口总额 84687 亿元，同比增长 29.2%。出口 46140 亿元，同比增长 38.7%；进口 38547 亿元，同比增长 19.3%。进出口相抵，贸易顺差 7593 亿元。3 月份，进出口总额 30228 亿元，同比增长 24.0%。出口 15554 亿元，同比增长 20.7%；进口 14674 亿元，同比增长 27.7%。贸易结构继续优化。

图 13：进出口金额同比（人民币计价）



资料来源：WIND、恒泰期货

三、宏观调控：稳货币、紧信用政策延续

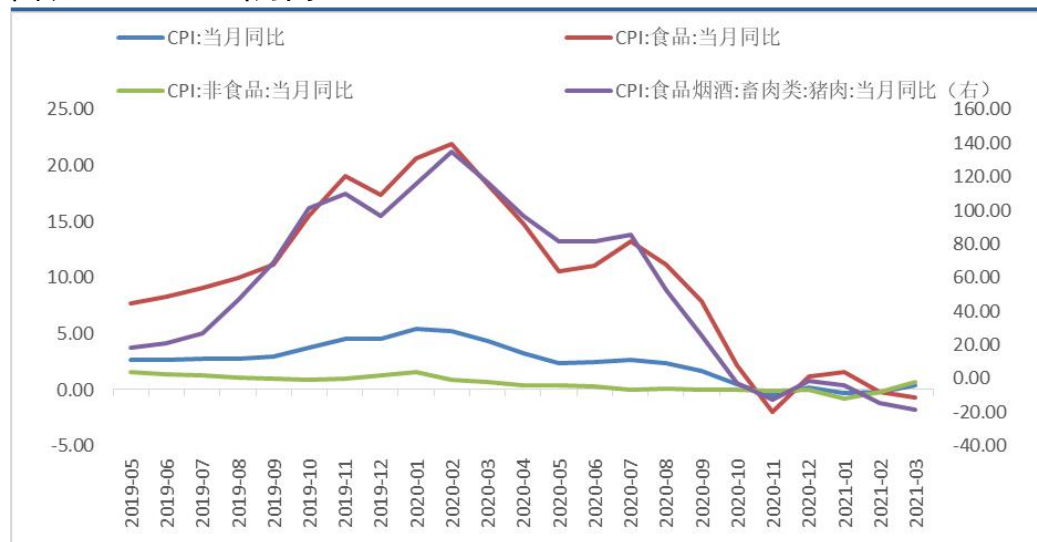
（一）猪肉价格跌幅较大 生产资料价格飙涨

中国 3 月 CPI 同比上涨 0.4%，预期涨 0.2%，前值降 0.2%；PPI 同比上涨 4.4%，涨幅比 2 月扩大 2.7 个百分点。3 月 CPI 同比由降转涨，PPI 涨幅扩大，价格总体稳定；从同比看，由于翘尾负向影响大幅减弱，CPI 由 2 月下降 0.2%转为上涨 0.4%，食品中，猪肉价格下降 18.4%，降幅扩大 3.5 个百分点。从环比看，受国际大宗商品价格上涨等因素影响，PPI 上涨 1.6%，涨幅比 2 月扩大 0.8 个百分点。

针对 3 月份的物价走势，国家发改委回应表示，从后期走势看，我国统筹疫情防控和经济社会发展取得重大成果，国内产业循环、市场循环、供求循环在明显加快，有利于物价平稳运行的因素不断增多增强，预计今年 CPI 将呈现“前低后稳”的走势。总体判断此轮生产资料价格上涨是阶段性的，预计全年 PPI 呈“两头低、中间高”的走势，下半年将有所回落。

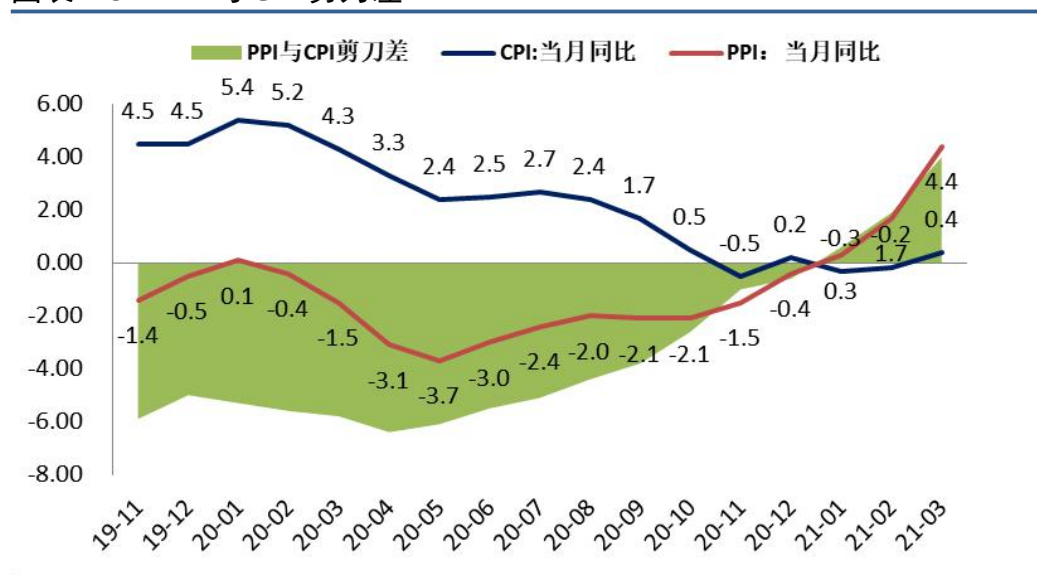
此外，国务院金融委召开第五十次会议强调，要保持宏观金融政策的连续性、稳定性和可持续性，执行好稳健的货币政策，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，促进经济平稳健康运行。就业是最大的民生，宏观政策的首要目标是保就业和保市场主体。要保持物价基本稳定，特别是关注大宗商品价格走势。

图表 14：CPI 当月同比



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货研究所

图表 15：PPI 与 CPI 剪刀差



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货研究所

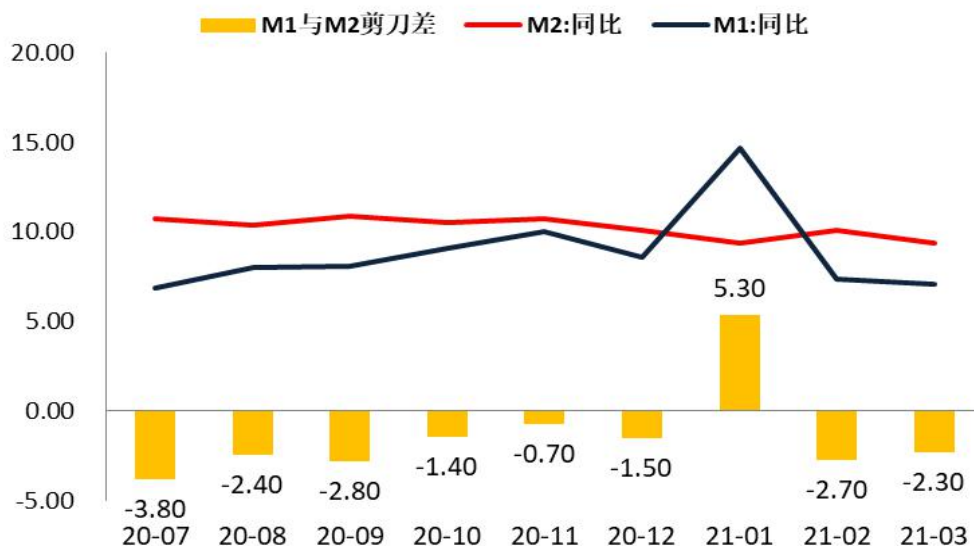
(二) 货币政策维持稳健，略有收紧预期

3 月末，广义货币(M2)余额 227.65 万亿元,同比增长 9.4%，增速比上月末和上年同期均低 0.7 个百分点；狭义货币(M1)余额 61.61 万亿元，同比增长 7.1%，增速比上月末低 0.3 个百分点，比上年同期高 2.1 个百分点；流通中货币(M0)余额 8.65 万

亿元，同比增长 4.2%。

2021 年宏观政策的定调，仍然是积极财政政策、稳健货币政策。通胀压力回升或对货币政策的宽松力度形成制约，二季度货币政策存在边际收紧的风险。

图表 16：M1 与 M2 同比增速



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货研究所

一季度，社会融资规模增量累计为 10.24 万亿元，比上年同期少 8730 亿元，3 月末社会融资规模存量同比增长 12.3%。其中，一季度人民币贷款、未贴现的银行承兑汇票、股票融资同比增加较多；企业债券和政府债券同比明显少增，信托贷款同比多减，对冲了上述因素对社融的拉动。

图表 17：社会融资规模



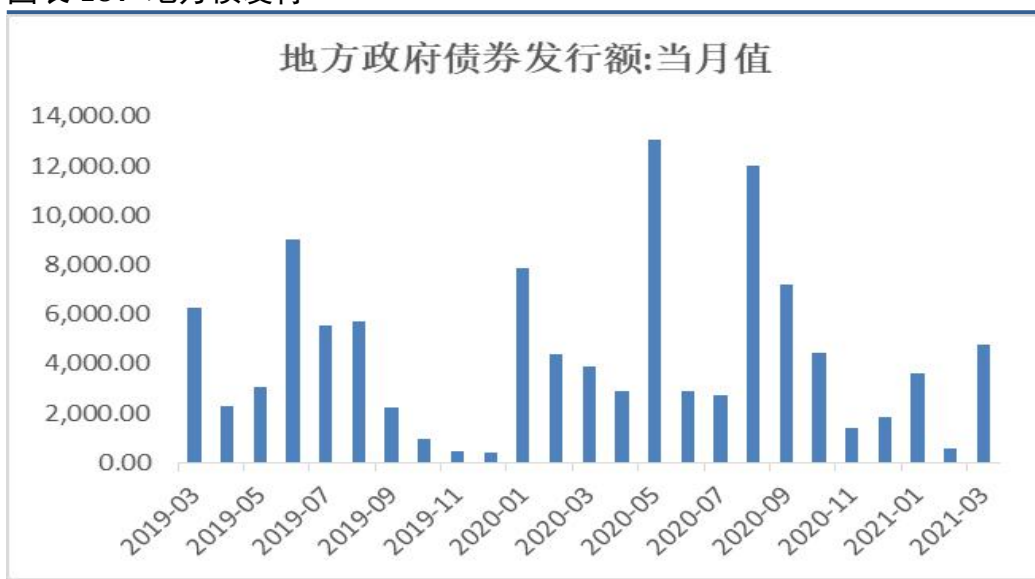
数据来源：Wind 资讯、恒泰期货研究所

（三）预算赤字率下降 地方债发行节奏趋缓

2021 年预算赤字率 3.2%，对应的赤字规模为 3.57 万亿元，但如果扣除调入资金和结转结余的使用，公共预算实际超支预计为 5.24 万亿元，对应的实际赤字率为 4.7%，低于 2020 年的 6.2%，甚至不及 2019 年的 4.9%。

财政部此前公布了今年一季度地方政府债券发行量情况，1-3 月份发行量达到 8951 亿元，而去年同期则发行了约 1.61 万亿元，可见今年发行量远少于去年同期水平，且主要为再融资债券。

图表 18：地方债发行



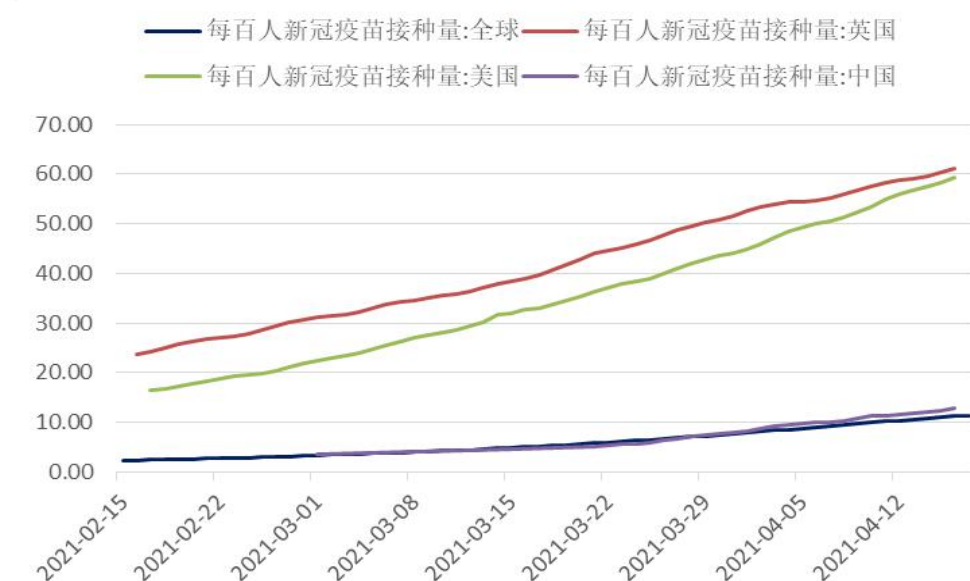
数据来源：Wind 资讯、恒泰期货研究所

四、海外格局：新冠疫情与美国政策

（一）新冠疫苗加速落地，疫情反复令人担忧

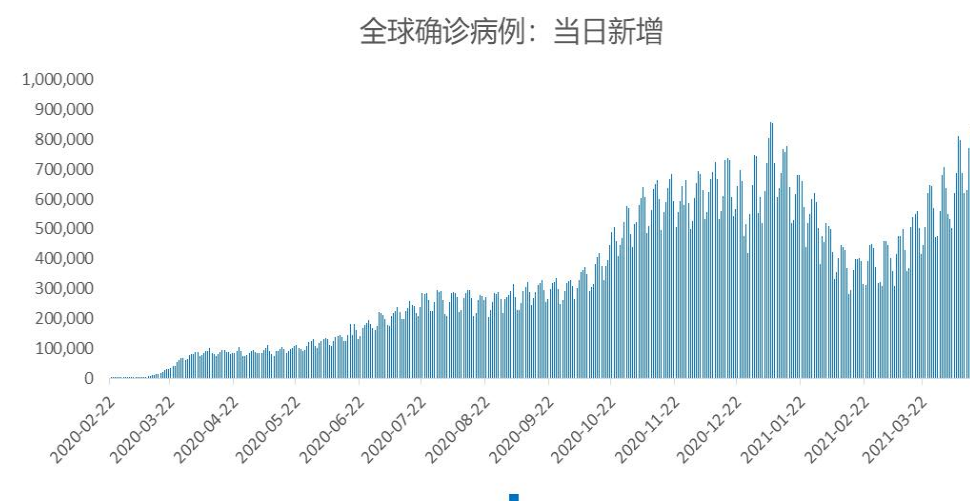
随着新冠疫苗的上市，新冠疫情对经济的影响将边际趋弱。但全球新增确诊病例在一季度出现了反弹，海外部分国家管制趋严，对经济复苏形成制约，但其影响力度整体弱于 2020 年一季度。

图表 19：新冠疫苗接种量



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货研究所

图表 20：全球新冠肺炎新增病例



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货研究所

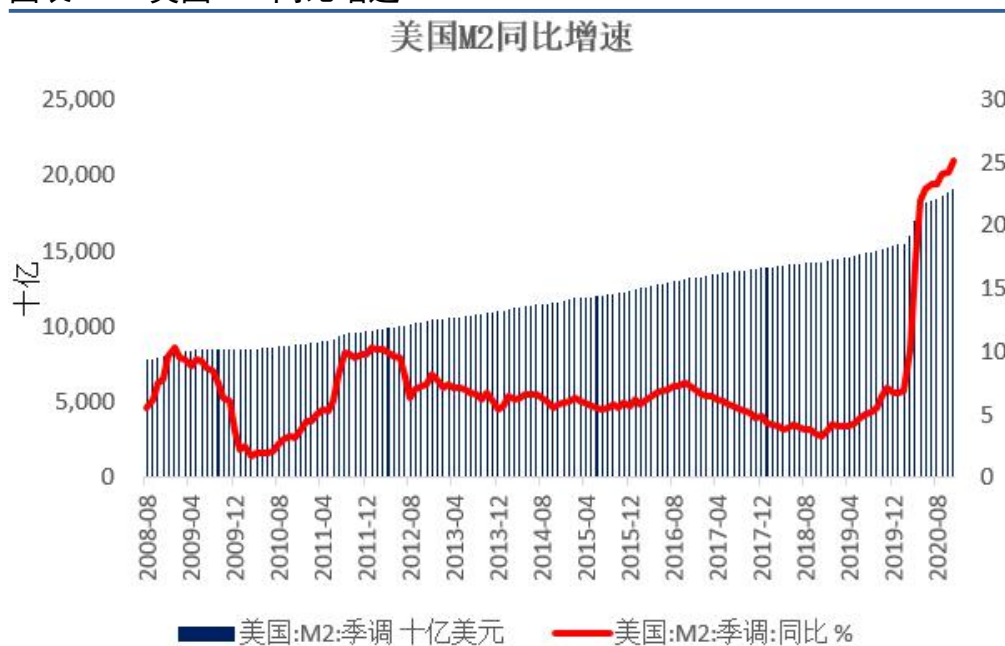
（二）财政政策更加积极 货币政策延续宽松

美国财政刺激政策持续加码。2月27日，美国众议院投票通过了1.9万亿美元（约合人民币12万亿元）新一轮经济救助计划。这项由美国总统拜登提出的总额达1.9万亿美元的新一轮经济救助计划，旨在为受新冠疫情影响的美国家庭和企业提供财政支持。此外，该计划还将为新冠疫苗接种提供200亿美元的资金，为新冠病毒检测提供500亿美元的资金，为地方政府提供3500亿美元的资助金。近期，美国总统拜登寻求将2022财年预算增加8.4%，至1.52万亿美元。2022财政年度将于2021年10月开始。拜登的预算计划寻求在国内重点项目上的开支增加16%，这一要求是拜登数万亿美元的新基础设施开支的基础上提出的。美国政府官员表示，拜登的初步

预算提案不包括 2 万亿美元的基础设施提案或税收改革。

美联储宽货币的态势仍在延续。美国 M2 同比增速持续攀升，截至 2 月份季调 19.67 万亿，同比增速维持在 27.12% 的历史高位。美联储主席鲍威尔表示，随着经济好转，将逐步减少所购买的美国国债和抵押贷款支持证券数量。并在经济几乎完全恢复之时，撤回在紧急时期提供的支持。美联储埃文斯：美国经济复苏比预期的要强劲，预计今年美国经济增速为 6.5%，失业率将降至 4.5% 左右；一旦通胀率达到 2% 并有望超调，美联储就可以缓慢加息；估计要到 2024 年才会加息；2022 年将通胀率调整至 2% 仍可能是艰难的；若经济复苏速度快于预期，美联储的加息动作可能会更早开始。

图表 21：美国 M2 同比增速



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货研究所

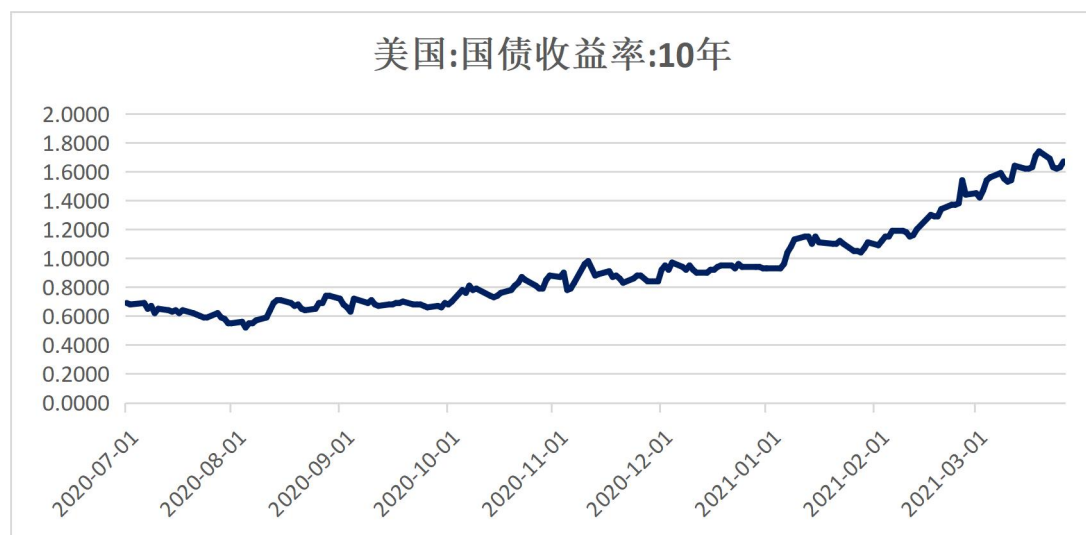
随着经济的复苏，中美两国的 PMI 指数持续维持在荣枯线的上方，并且美国的 PMI 指数出现较大幅度的攀升。

图 22：中美 PMI



资料来源：WIND、恒泰期货

图 23: 美国十年期国债收益率

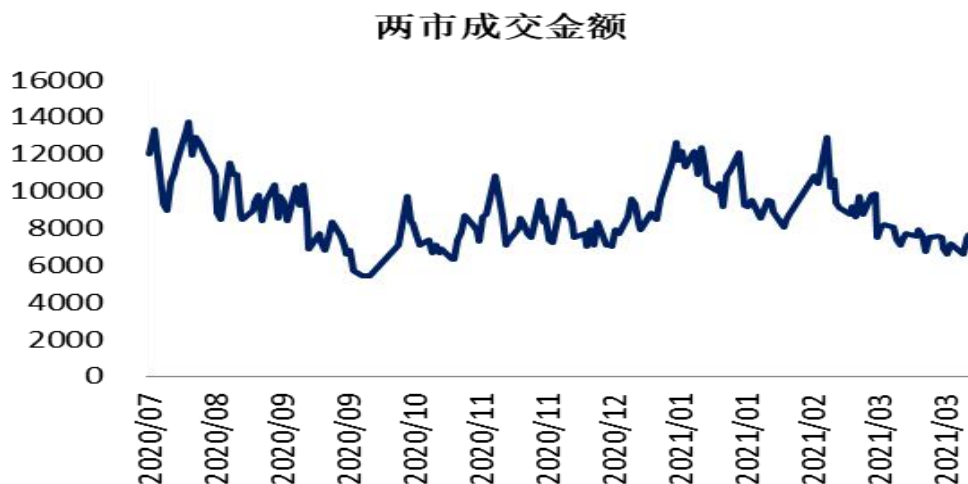


资料来源：WIND、恒泰期货

五、资金层面：避险情绪提升，外资入市节奏趋缓

一季度，沪深两市成交日平均金额 9439 亿，进入三月份后出现持续下滑，市场参与者的避险情绪依旧较浓，大盘进入盘整震荡局面。

图 24: 两市成交金额



资料来源：WIND、恒泰期货

一季度，北向资金净流入 999 亿，外资入市积极性季内呈现前高后底的局面，大盘震荡筑底阶段市场观望情绪较浓。

图 25：北上资金净流入

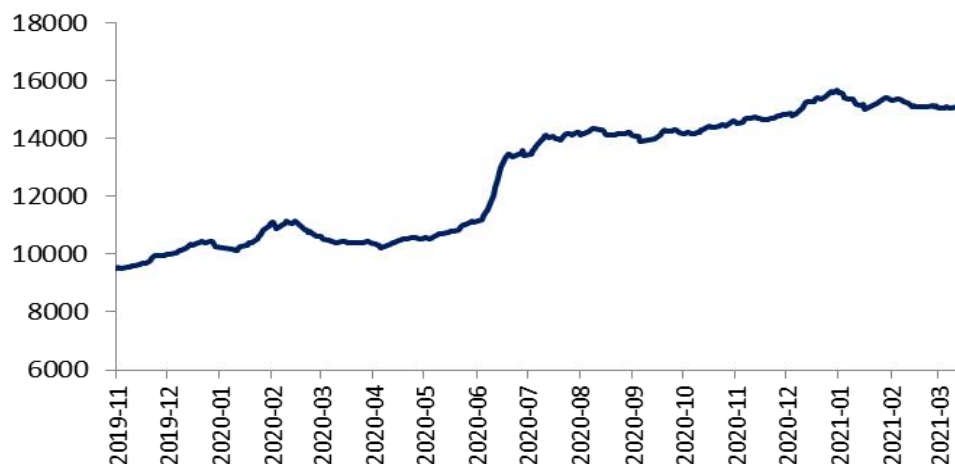


资料来源：WIND、恒泰期货

融资融券余额增幅趋缓。截止 3 月 31 日，融资余额 1.59 亿，上升势头趋缓。展望二季度，A 股市场的整体交易活跃度在二季度末有望得到提升。

图表 26：融资余额

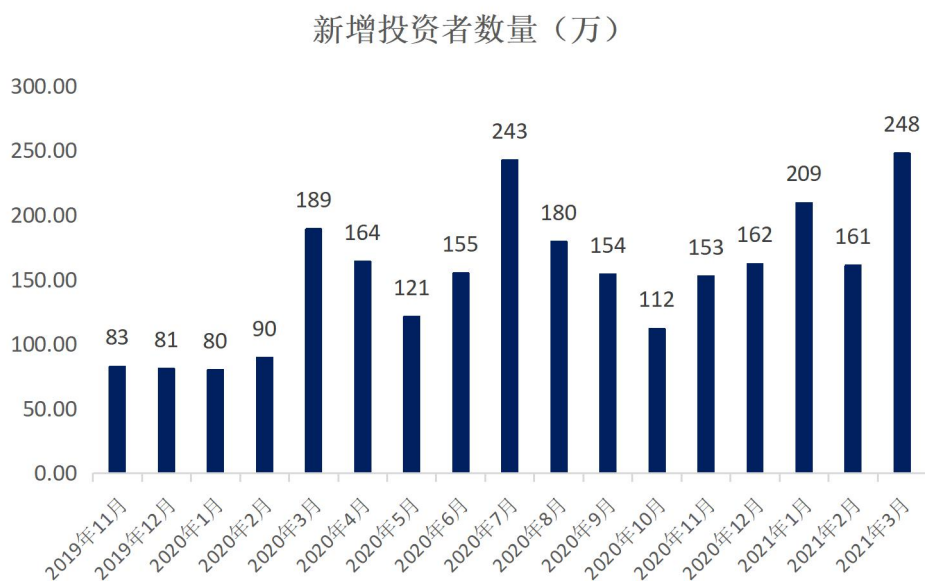
融资余额



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货研究所

从新增投资者人数上来看，中国结算发布数据显示，2021 年 3 月新增投资者 247.74 万，同比增 31%，期末投资者数 18395.61 万，同比增长 12.62%。新增投资大幅增长而市场成交量未见起色，或跟存量客户的观望态度有关。

图表 27：新增投资者人数(万)



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货研究所

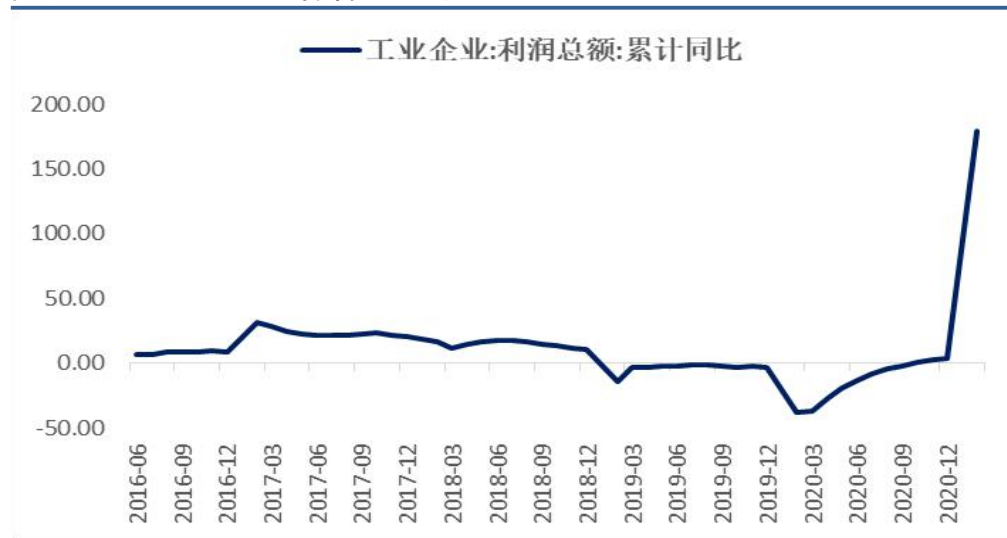
六、估值修复：A 股估值高位回落

（一）企业盈利持续修复

2 月工业企业利润总额累计同比增速大幅加速至 178.9%，基数偏低影

响非常显著；与 19 年同期相比较，同比增长 57%，并且超过 18 年、17 年历史同期。

图表 28：工业企业利润累计同比



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货研究所

（二）A 股估值高位回落

截止 3 月 31 日，A 股主要指数估值水平季度环比纷纷高位回落，其中沪深 300 的 PE 较去年年底下降 6%，跌至 15.1。

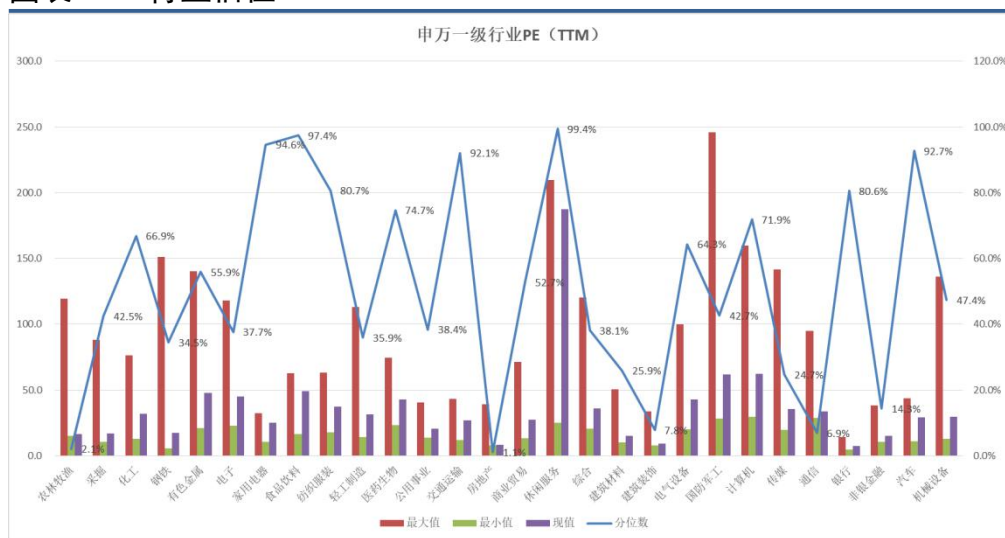
图表 29：沪深 300 市盈率（ttm）



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货研究所

从行业估值的分位数来看，家用电器、食品饮料、交通运输、休闲服务和汽车等行业的估值处于历史相对高位，而农林牧渔、采掘、轻工制造、房地产、建筑装饰、通信和非银金融等行业处于相对历史低位，低估值板块的修复行情值得关注。

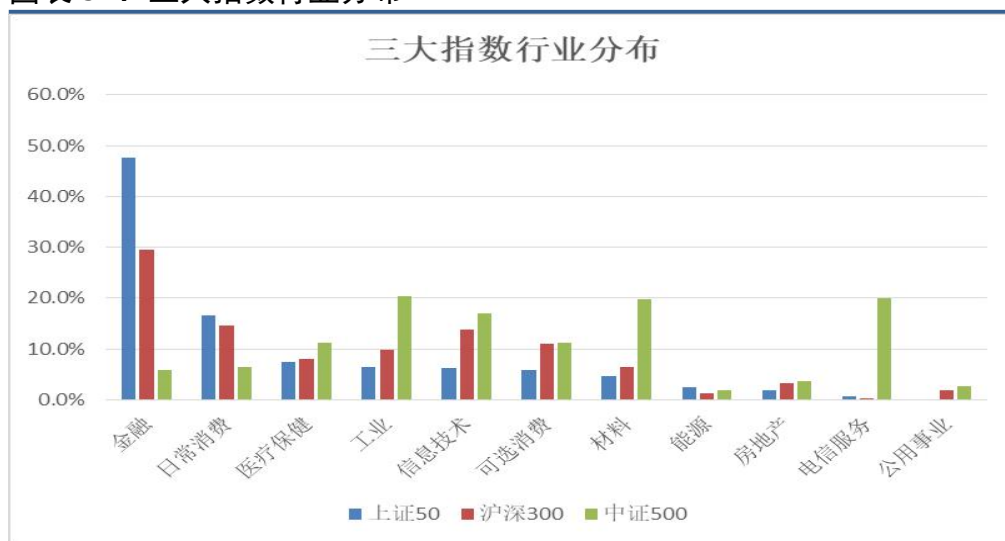
图表 30：行业估值



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货研究所

随着顺周期板块的复苏和大金融板块的低迷，中证 500 表现相对强势，领涨三大指数。

图表 31：三大指数行业分布



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货研究所

七、行情展望及操作策略

经济方面，新冠疫苗加速接种，中美经济同步复苏；海外新增确诊病例出现阶段反弹，经济复苏节奏或受牵制；国内工业企业利润持续向好，盈利修复提升企业估值水平。货币方面，货币政策外松内稳，国内存在收紧预期。美联储货币政策维持宽松态势，国内央行会议强调保持流动性合理充裕，随着生产原料价格的上涨，国内通胀压力渐升，货币中性、信用收缩的预期增强，二季度资金面存边际收紧风险。资金方面，北上资金入市节奏趋缓，指数估值高位震荡下行。沪深两市成交金额维持低位，北向资金入场积极性下降，表明市场参与者的避险情绪有所回升。估值方面，沪深

300 市盈率高位震荡下行，仍处历史相对高位，不排除继续调整的风险。

整体上看，美国经济复苏节奏加快，财政刺激政策加码，美股延续强势；国内经济复苏态势良好，货币政策延续稳健取向，但存在边际趋紧的预期。国内市场二季度仍处震荡筑底阶段，维持宽幅震荡格局，上证指数或维持在【3200、3600】区间运行。单边方面，区间震荡思路对待，逢低试多为主；套利方面，关注多 IC 空 IF 的套利机会。期权方面，以卖出宽跨策略和牛市看涨价差策略为主。

图表 32：上证综指



数据来源：Wind 资讯、恒泰期货研究所

免责声明:

本报告由恒泰期货研究所制作,在未获得恒泰期货股份有限公司授权的情况下,任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料,但本公司对所用信息准确性和完整性不作任何保证,且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断,可能会随时调整,报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在恒泰期货股份有限公司及其研究人员知情的范围内,恒泰期货股份有限公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系,同时提醒期货投资者,期市有风险,入市须谨慎。

恒泰期货股份有限公司

办公地址:

上海市浦东新区峨山路 91 弄 120 号 2 层 201

公司网址:

<http://www.cnhtqh.com.cn>

微信号:

htqhwx88

电子邮件:

htqh@cnhtqh.com.cn



相关关联机构:

恒泰证券股份有限公司

办公地址:

中国北京市西城区金融大街 17 号中国人寿中心 11 楼

公司网址:

<http://www.cnht.com.cn>

联系电话:

956088

恒泰盈沃资产管理有限公司

办公地址:

上海市浦东新区峨山路 91 弄 120 号 2 层 201

公司网址:

<http://www.cnhtqh.com.cn/ywindex.shtml>

电子邮件:

htqh@cnhtqh.com.cn