

利率上行和经济不确定性增加 对股指期货投资的影响

分析师：贾婷婷（F3056905，Z0016232）

2021.04.07

主要内容

- 流动性收紧预期制约股指上行空间
- 利率上行和经济不确定增加股指波动
- 高估值抱团板块仍需消化估值
- 股指行情展望及投资策略

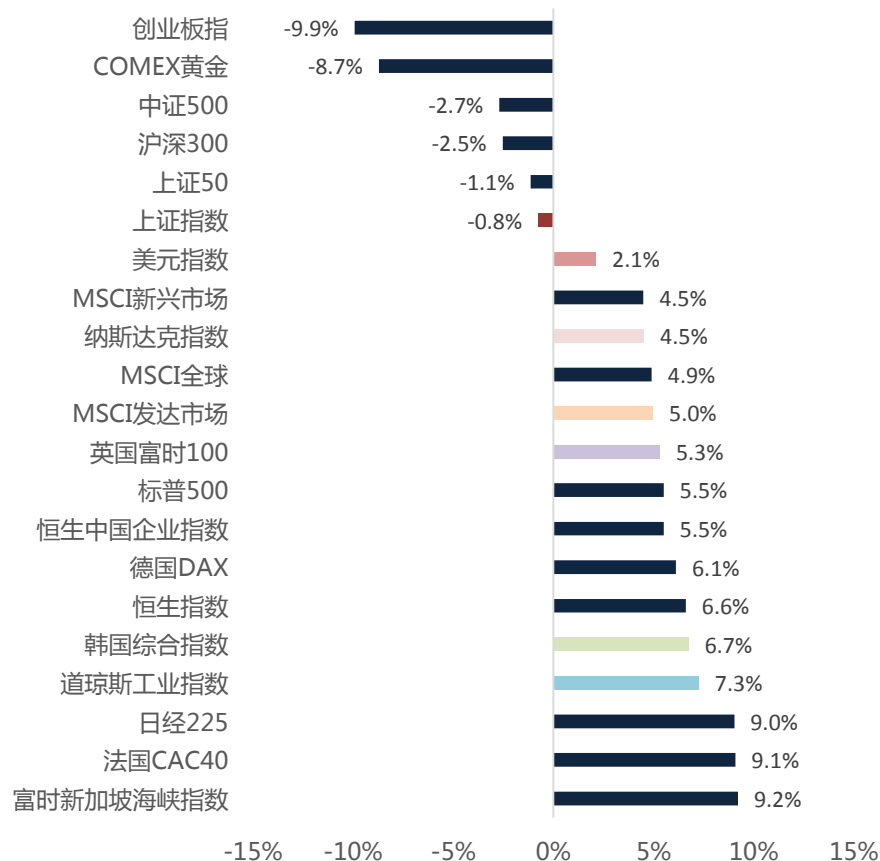
2021年一季度A股海内外影响因素影响下冲高回落

2021年主要事件

月份	日期	日期	主要事件	上证综指涨跌幅(%)	上证50涨跌幅(%)	沪深300涨跌幅(%)	中证500涨跌幅(%)
2021年1月	2021/1/1	2021/1/15	1月14日：12月社融数据大幅低于预期，信用开始收紧。	2.69%	4.87%	4.74%	0.79%
	2021/1/16	2021/1/31	1月18日：2020年四季度GDP实际同比达6.5%好于预期。 1月26日：央行货币政策委员会马骏表示有些领域的泡沫已经显现，关注来自于流动性的收紧带来股指估值方面调整的压力。	-2.34%	-2.74%	-1.94%	-1.11%
2021年2月	2021/2/1	2021/2/15	2月11日-2月17日：春节	4.94%	8.49%	8.52%	2.82%
	2021/2/16	2021/2/28	2月18日：春节后第一个交易日，央行罕见地大幅回笼资金。 2月24日：香港决定提交法案调整股票印花税税率，由现时买卖双方按交易金额各付0.1%，提高至0.13%。 2月26日：市场担忧通胀走高后美联储将不得不加息，美债收益率升破1.50%。 2月27日：美国众议院投票通过了1.9万亿美元新一轮经济救助计划。 2月27日：我国将对证券交易印花税立法，有利于稳定印花税率。	-3.99%	-6.74%	-8.11%	-2.46%
2021年3月	2021/3/1	2021/3/15	3月4日-3月11日：两会召开。 3月5日：政府工作报告。 3月7日：我国证券业时隔17年首次修订融资融券管理办法。 3月10日：2月社融数据好于预期。 3月12日：市场担忧基金赎回潮的到来会加剧A股下跌，形成负反馈。 3月15日：1-2月经济数据好于预期。	-2.54%	-5.06%	-5.64%	-2.99%
	2021/3/16	2021/3/31		0.78%	0.91%	0.87%	0.35%

2021年一季度创业板领跌全球主要指数

2021年以来主要指数表现



- 2021年以来，我国的创业板指数领跌全球主要指数，截至3月17日，跌幅达9.9%，主因科技股和医药生物等板块拖累指数表现。
- 当前市场风格发生了明显的变化，前期抱团白马股持续下跌调整并拖累指数表现，而顺周期（有色金属、钢铁等）和低估值板块（金融和房地产）受到资金青睐。
- 我国主要指数自3月10日以来展开了弱势反弹，成交量未能有效放大，仍然处于磨底过程中。当前海外风险仍未解除，依然压制后续指数修复空间。

数据截止日期：2021年3月17日

3月份以来小市值和大市值板块行情分化

- 2021年小市值和大市值公司股价表现分化：
- 1) 1月份，A股各指数大幅上扬，主要还是有大市值板块带动，其中1000亿元-5000亿元的公司平均涨幅高达5%以上，而市值10000亿元以上的公司平均涨幅达3%以上；
- 2) 2月份，大市值和小市值风格开始有所转变，200亿元以下的公司表现有所好转，而500亿元-5000亿元的公司股价疲软，5000亿元以上的公司仍然维持上涨；
- 3) 3月份，大市值企业大面积下跌，其中500亿元-5000亿元的公司平均跌幅达到3%以上，拖累指数表现，而100亿元以下企业股价表现较为坚挺，和指数表现相关性不大。

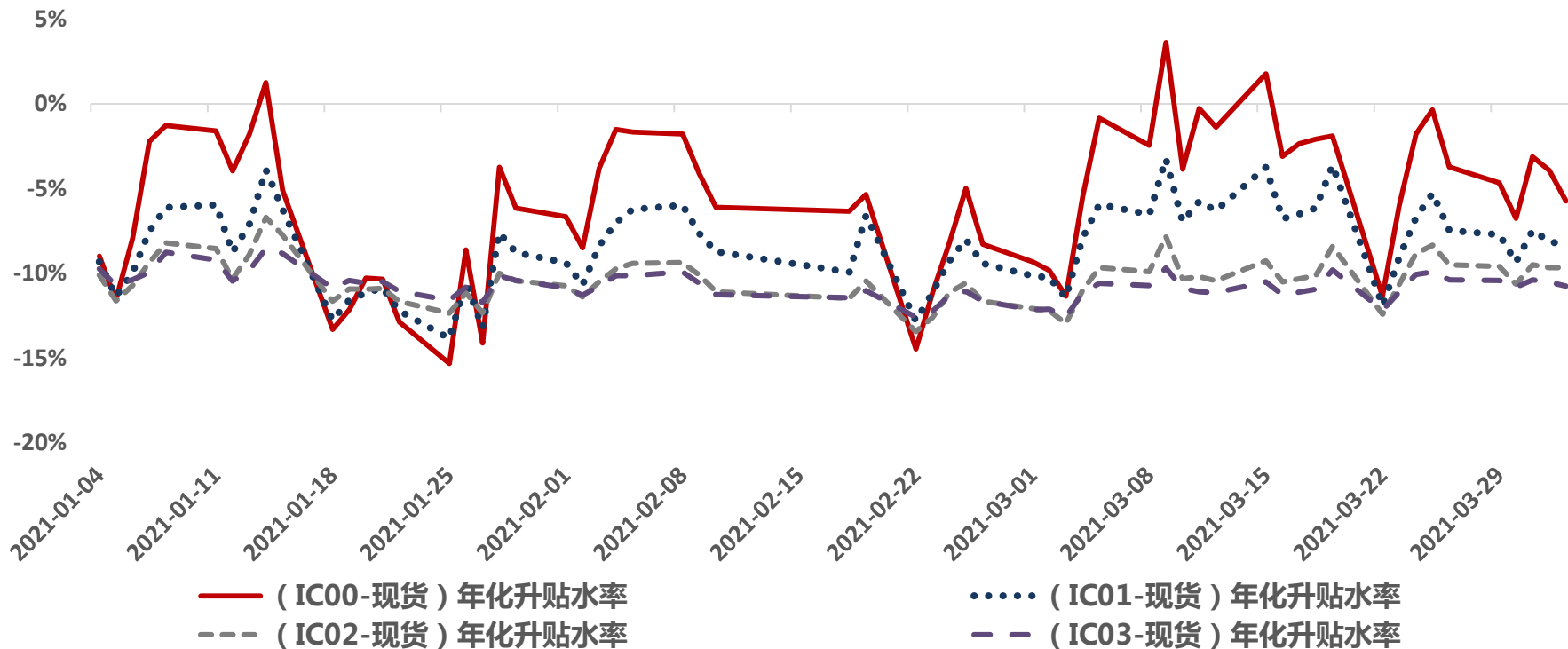
市值范围	1月涨跌幅 (%)	2月涨跌幅 (%)	3月涨跌幅 (%)	今年以来涨跌幅 (%)
低于50亿元	-10.14%	3.55%	2.76%	-4.66%
50亿元-100亿元	-6.35%	3.53%	2.50%	-0.78%
100亿元-200亿元	-2.59%	2.71%	0.76%	0.59%
200亿元-500亿元	0.00%	1.47%	-1.77%	-0.20%
500亿元-1000亿元	2.84%	0.49%	-4.10%	-1.41%
1000亿元-2000亿元	7.57%	-1.71%	-3.13%	1.94%
2000亿元-5000亿元	5.57%	-1.20%	-4.97%	-1.11%
5000亿元-10000亿元	0.98%	2.34%	-1.17%	2.43%
10000亿元以上	3.26%	2.94%	0.19%	6.62%
指数	1月涨跌幅 (%)	2月涨跌幅 (%)	3月涨跌幅 (%)	今年以来涨跌幅 (%)
上证综指	0.29%	0.75%	-1.81%	-0.79%
上证50	1.99%	1.17%	-4.42%	-1.37%
沪深300	2.70%	-0.28%	-4.42%	-2.12%
中证500	-0.33%	0.29%	-2.18%	-2.23%

资料来源：Wind，申万期货研究所

2021年一季度股指期货当月合约基差较为稳定

- 整体上而言，随着行情下跌各个合约各个月份的贴水幅度都有扩大的迹象，不过当月合约、季月合约和下季月合约相对幅度较小，下月合约贴水幅度扩大较为明显。三个品种相较而言，中证500贴水幅度扩大幅度较小。从贴水幅度反应的恐慌程度并没有指数下跌表现出来的那么大，不过目前指数走势很弱，依然没有见底的迹象，不排除贴水幅度后续会继续扩大。

2021年以来年化升贴水率（%）

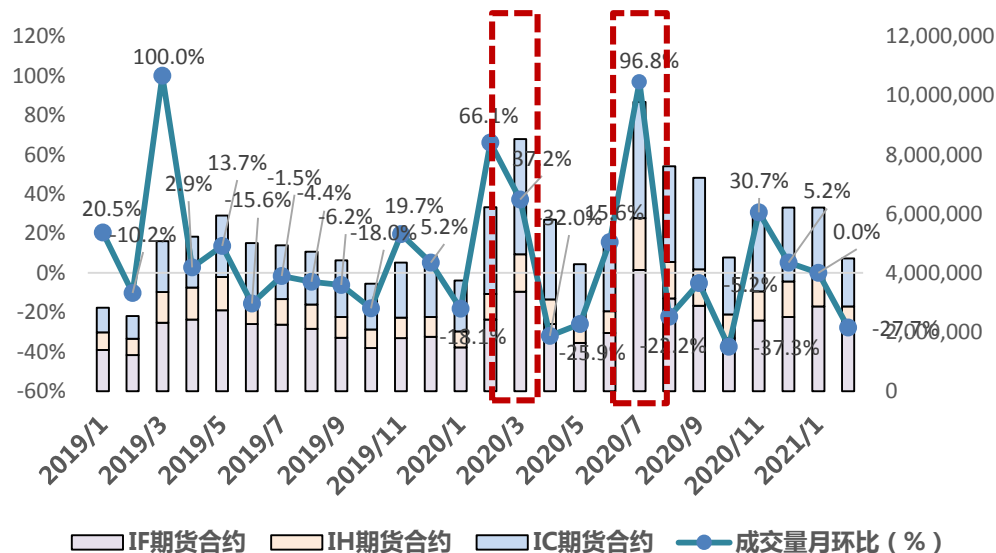


股指期货成交量主要受到市场行情影响

- 市场行情出现波动时股指期货成交量更容易上来，而相比之下市场行情下跌时更能刺激股指期货交易。
- 2019年成交量增速最快发生在3月份，市场情绪被行情带动起来，投资者纷纷做多。2019年5月中美贸易谈判再次出现变故，股指期货成交量也有所上升。
- 2020年2月、3月、7月成交量也有一个明显的上升。2月和3月股市大幅下跌，市场纷纷转向股指期货寻找风险管理工具；7月股市大幅上涨，市场利用股指期货多头替代。
- 2021年1月股指期货行情短期有所拉升，股指成交量也维持在相对高位。

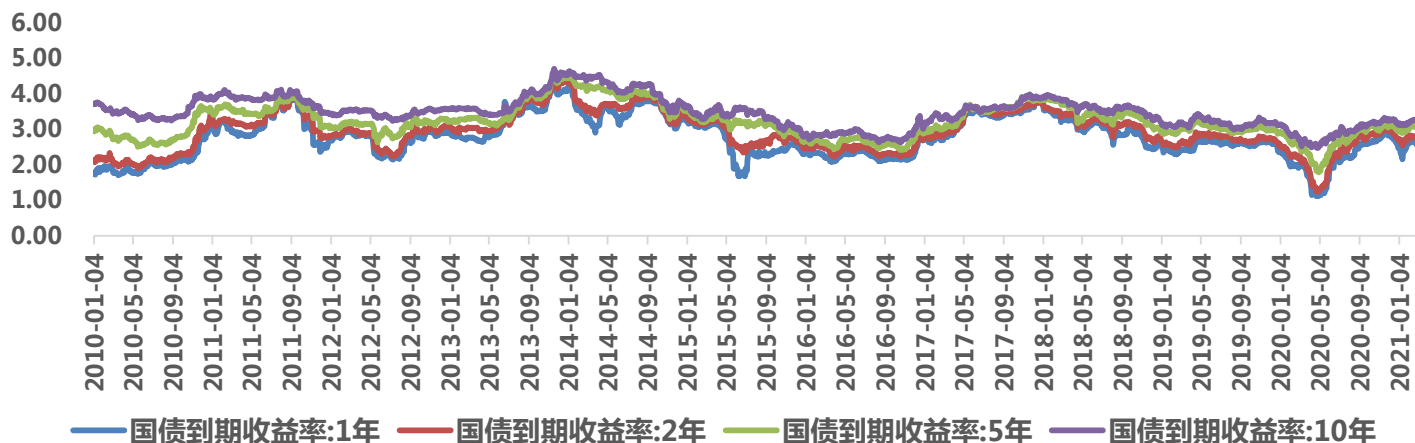
日期	月度成交量（手）	月度持仓量（手）
2020-01-23	3,742,323	377,054
2020-02-28	6,217,712	423,788
2020-03-31	8,529,377	407,876
2020-04-30	5,803,786	405,508
2020-05-29	4,298,702	388,511
2020-06-30	4,970,992	406,794
2020-07-31	9,784,560	506,514
2020-08-31	7,607,643	471,572
2020-09-30	7,212,978	441,632
2020-10-30	4,519,143	429,494
2020-11-30	5,906,654	452,635
2020-12-31	6,212,725	417,135
2021-01-29	6,214,618	380,799
2021-02-26	4,490,511	397,521

股指期货全品种成交量月度变化

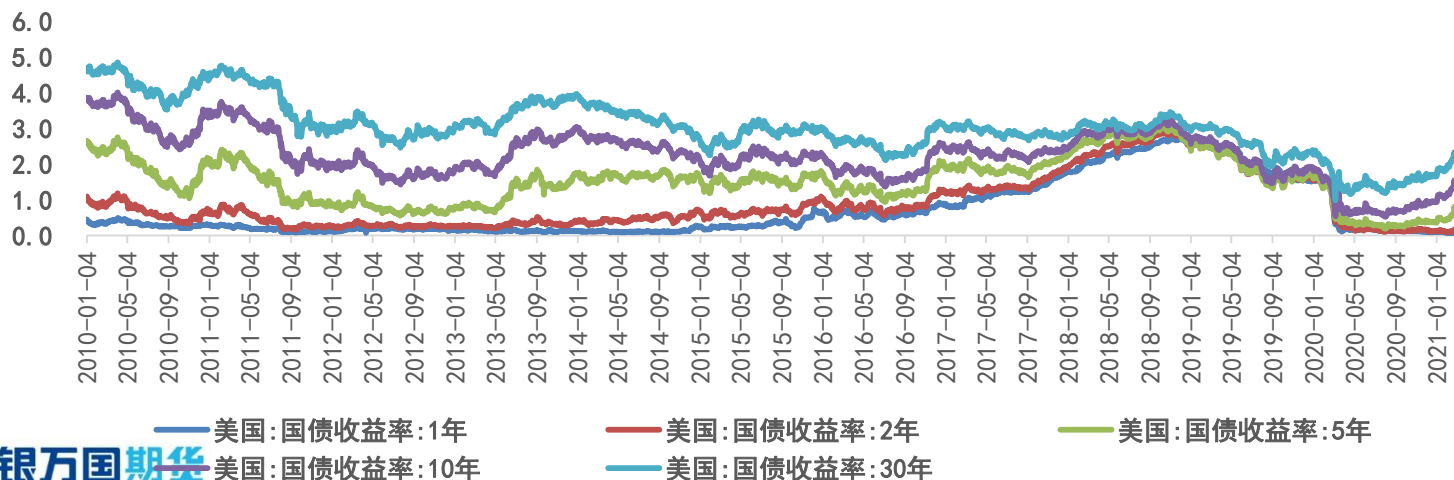


我国国债收益率先于美国国债收益率上行

2010年以来我国国债收益率变化



2010年以来美国国债收益率变化



(M1-M2) 增速差一般和股市表现较同步

- 从历史经验看，M1-M2增速差一般领先于GDP增长，和股市表现较同步。
- 当（M1-M2）增速差上行时，指数往往能迎来较好的上涨行情；当（M1-M2）增速差下行时，指数表现往往较为疲软。
- 2015年至2017年，两者的同步关系有所不明显。

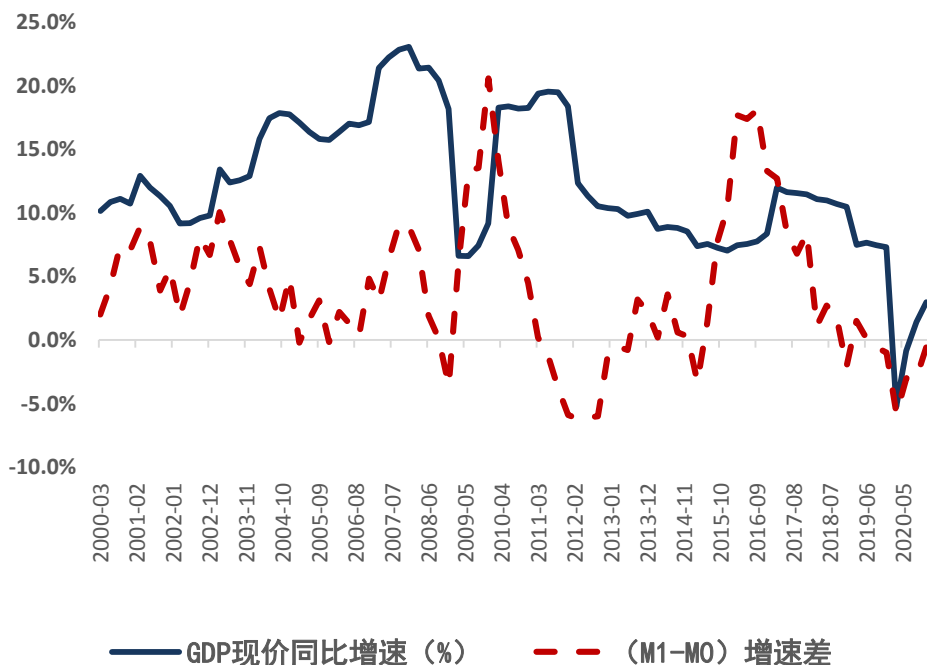
(M1-M2) 增速差和股市表现的关系



信贷数据可能会和经济增速不同步

- 从历史数据上看出，M1与M0的12个月增量差领先名义GDP增速6个月左右。
- 2021年2月受去年基数低影响，社融增速大幅提升。
- 随着整体政策基调逐渐偏为中性，预计后续会出现信用增速和经济增速不同步的情况。而股市表现一般会先于经济，即即使数据能表示我国经济在稳健复苏中，但股市的表现可能会提前反应流动性收紧的预期。

(M1-M0) 增速差和GDP增速的关系



2021年2月社融增速受2020年低基数影响大幅提升

2021年每月社会融资规模同比增速 (%)	2021年1月	2021年2月
每月社会融资规模同比增速 (%)	2.43%	492.19%
社会融资规模:新增人民币贷款	9.33%	430.16%
社会融资规模:新增外币贷款	114.04%	335.71%
社会融资规模:新增委托贷款	-450.00%	-125.56%
社会融资规模:新增信托贷款	-294.91%	55.93%
社会融资规模:新增未贴现银行承兑汇票	249.39%	-223.76%
社会融资规模:企业债券融资	-4.36%	-3.11%
社会融资规模:非金融企业境内股票融资	62.73%	120.71%
社会融资规模:政府债券	-67.99%	33.61%
社会融资规模:存款类金融机构资产支持证券	-105.86%	-94.90%
社会融资规模:贷款核销	68.67%	6.46%
合计	1.65%	500.19%

资料来源: Wind, 申万期货研究所

积极的财政政策有一定限制

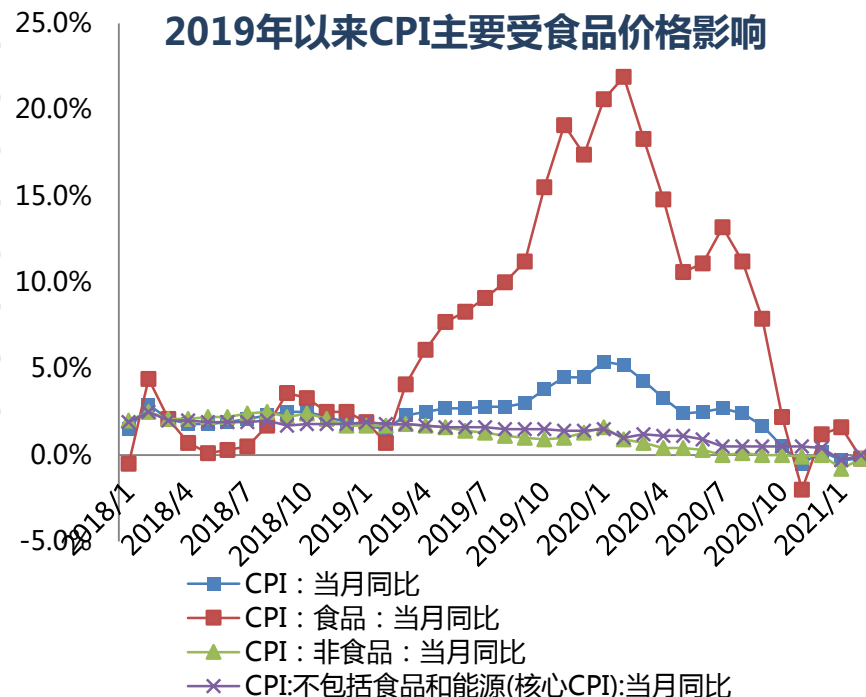
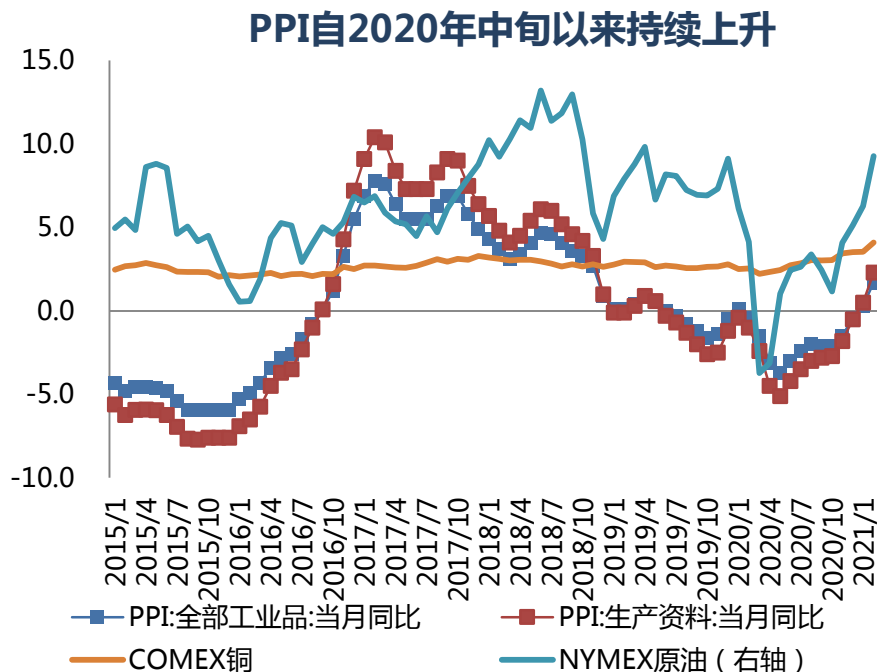
单位：亿元	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31
全国公共财政收入预算	192,500	180,270	197,650
全国公共财政支出预算	235,244	235,244	250,120
全国公共财政收支差额预算	(27,600)	(37,600)	(35,700)
全国公共财政预算赤字率	2.8%	3.7%	3.2%
全国公共财政实际收入	190,390	182,895	<ul style="list-style-type: none"> 除了单纯看公共财政预算赤字率，我们同时要结合实际情况赤字率和广义赤字率。相比较之下，2020年的赤字水平比2019年有较大的提高。 虽然2021年公共预算赤字率3.2%的水平仍高于2019年的2.8%，但若考虑政府性基金预算和利息支出，则广义赤字水平预计仍然有限，
地方财政调入资金	22,197	26,133	
全国公共财政实际支出	238,858	245,588	
补充中央预算稳定调节基金	1,328	1,040	
未经调整前的全国公共财政收支实际差额	(27,600)	(37,600)	
调整调入资金和结转结余资金后的全国公共财政收支实际差额	(48,468)	(62,693)	
调整后的实际赤字率(%)	4.9%	6.2%	
全国政府性基金收入预算数	77,948	81,446	
全国政府性基金支出预算数	99,802	126,124	
全国政府性基金收支差额预算	(21,854)	(44,678)	
全国政府性基金收入	84,518	93,489	
上年结转收入	360	0	
全国政府性基金支出	91,648	117,999	
结转下年支出	0	0	
全国政府性基金收支差额	(7,490)	(24,510)	
广义赤字率(%)	5.7%	8.6%	

主要内容

- 流动性收紧预期制约股指上行空间
- 利率上行和经济不确定增加股指波动
- 高估值抱团板块仍需消化估值
- 股指行情展望及投资策略

通胀预期加剧市场对流动性收紧的担忧

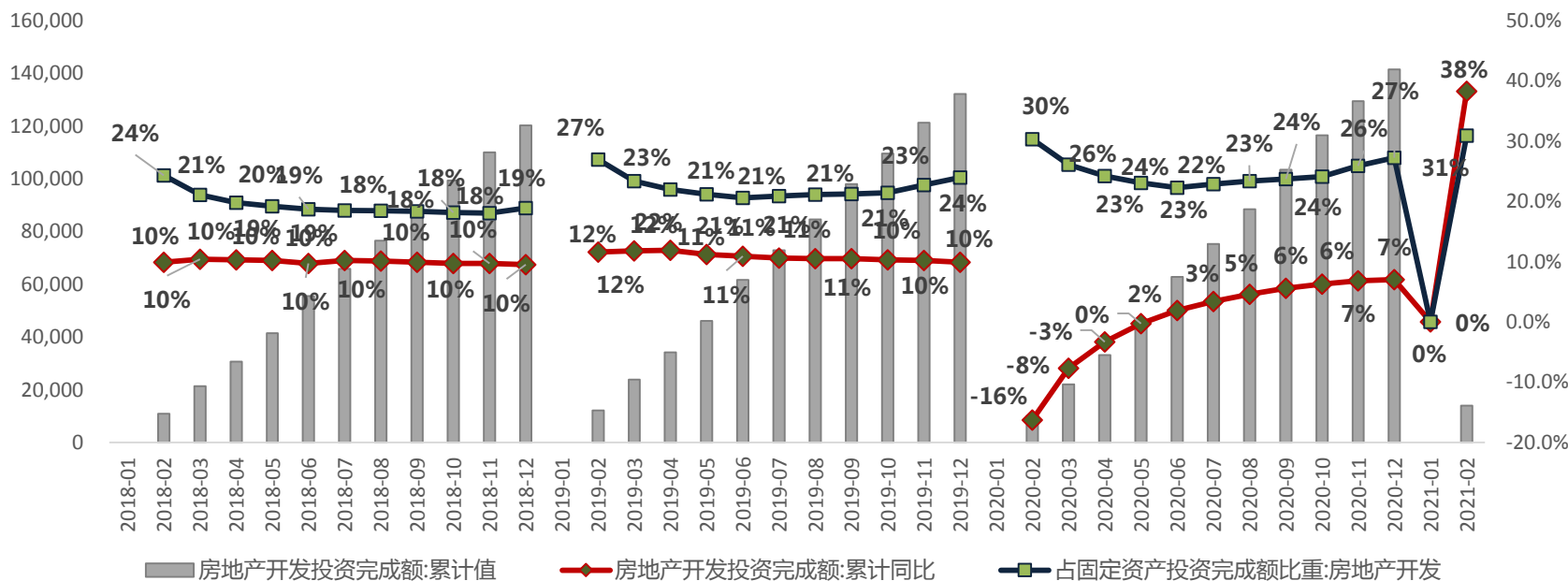
- 1970年代美国也出现类似龙头企业估值溢价，美国联邦基金利率自1969年开始从10%左右快速降至1971年的4.5%左右和1972年3.5%。美股也在1970年下半年开始回暖，股票市场出现普涨现象。后随着两次石油战争出现美股因经济衰退和高通胀导致机构抱团终结。
- 市场当前也担忧通胀加剧，政府将不得不采取收紧政策，从而造成资本市场价格大幅下挫。2021年以来，NYMEX原油上涨了24.26%，COMEX铜上涨了13.19%；2020年我国铁矿石价格上涨了54.06%。上游原材料的上涨拉动PPI自2020年中旬开始持续回升。



2021年经济增长动能依然强劲但未来存不确定性

- 投资：1-2月固定资产投资同比35.0%，其中房地产投资增长38.3%、基建投资同比35.0%、制造业投资同比37.3%。地产维持高景气，但制造业投资和基建投资不及预期。
- 消费：1-2月社零同比33.8%。“就地过年”对整体消费并无明显拖累，商品零售增速明显提升，餐饮消费回落；食品饮料、通讯器材、日用品、文化办公用品、化妆品增速提升较多；家电、建材消费回落较多。
- 后续随着海外产能供应恢复，我国出口可能下滑，投资水平也不可能持续维持2020年的高增速，而基建托底的必要性也会降低。

2020年以来房地产投资是拉动经济恢复的重要力量



无风险利率上行带来指数估值降低

- 经过测算，若2021年无风险利率维持在当前约3.3%的水平，则上证综指合理点位大概在3367点；
- 经过测算，若2021年无风险利率维持在提升至3.5%的水平，则上证综指合理点位大概在3270点；
- 经过测算，若2021年无风险利率维持在下降至3.1%的水平，则上证综指合理点位大概在3470点；
- 用风险溢价规律测算的无风险利率对指数的影响规律大致是：每上升/下降10BP，上证指数合理点位下降/上升约50点左右。

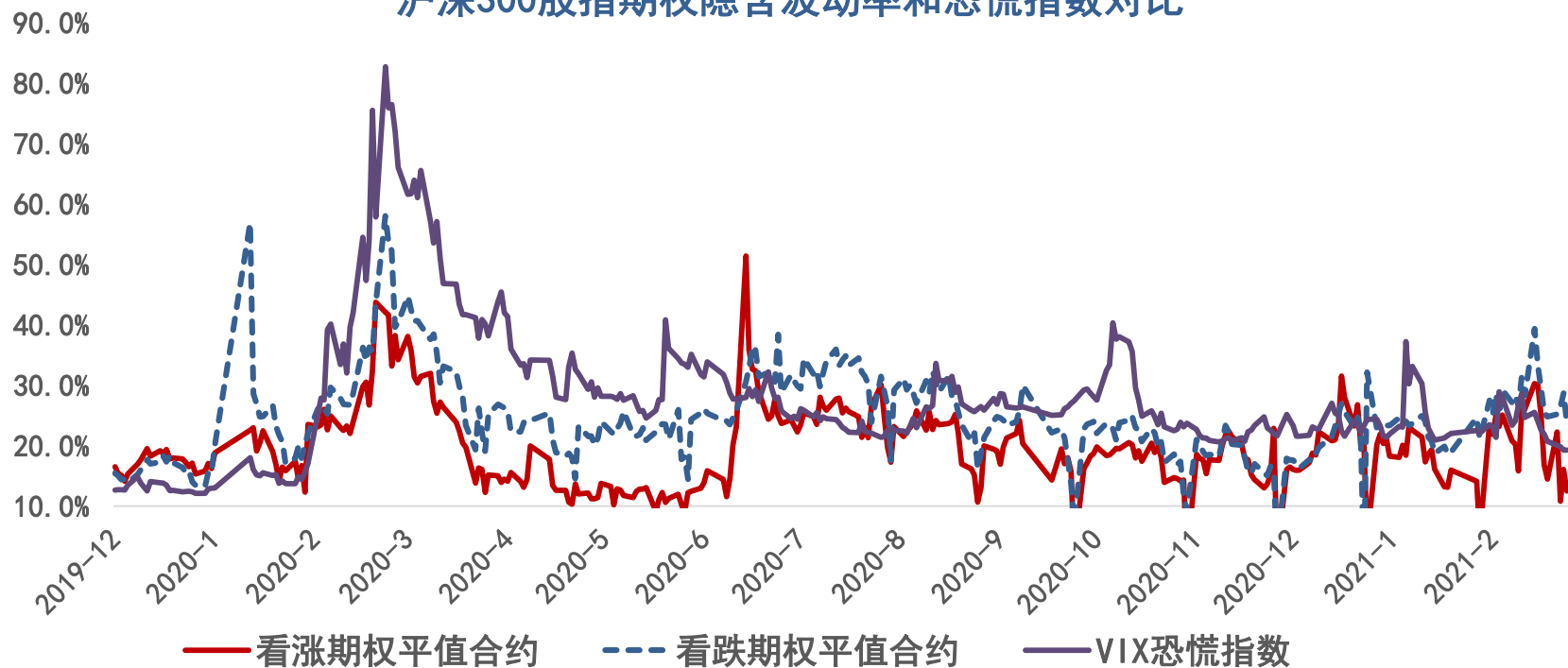
下一季度点位中枢预测		下一季度点位上区间预测		下一季度点位上区间预测	
假设条件		假设条件		假设条件	
下季度无风险利率	3.30%	下季度无风险利率	3.10%	下季度无风险利率	3.50%
下季度M2同比增速（%）	10.00%	下季度M2同比增速（%）	10.00%	下季度M2同比增速（%）	10.00%
下季度GDP名义增速（%）	8.00%	下季度GDP名义增速（%）	8.00%	下季度GDP名义增速（%）	8.00%
下一季风险溢价测算		下一季风险溢价测算		下一季风险溢价测算	
风险溢价	11.43%	风险溢价	11.43%	风险溢价	11.43%
下一季利率测算		下一季利率测算		下一季利率测算	
贴现率	14.73%	贴现率	14.53%	贴现率	14.93%
下一季估值测算		下一季估值测算		下一季估值测算	
市盈率	14.85	市盈率	15.31	市盈率	14.42
下一季点位测算		下一季点位测算		下一季点位测算	
上证综指点位	3367	上证综指点位	3470	上证综指点位	3270
***假设上市公司利润无明显变化。		***假设上市公司利润无明显变化。		***假设上市公司利润无明显变化。	

资料来源：Wind，申万期货研究所

不确定性因素增多未来股指行情波动可能加大

- 一方面我国一季度经济数据同比向好是确定性较大的事情，而到了二季度以后经济复苏的不确定性会增加；另一方面海内外利率上行这一预期也会扰动股指波动。
- 当前从股指期权隐含波动率的水平可以看出，市场对看跌期权定价较高，对看涨期权定价较低。整体上，波动率目前处于中下水平，随着股指行情不确定性增加，未来不排除因事件扰动波动率短期会有较大起伏。

沪深300股指期权隐含波动率和恐慌指数对比

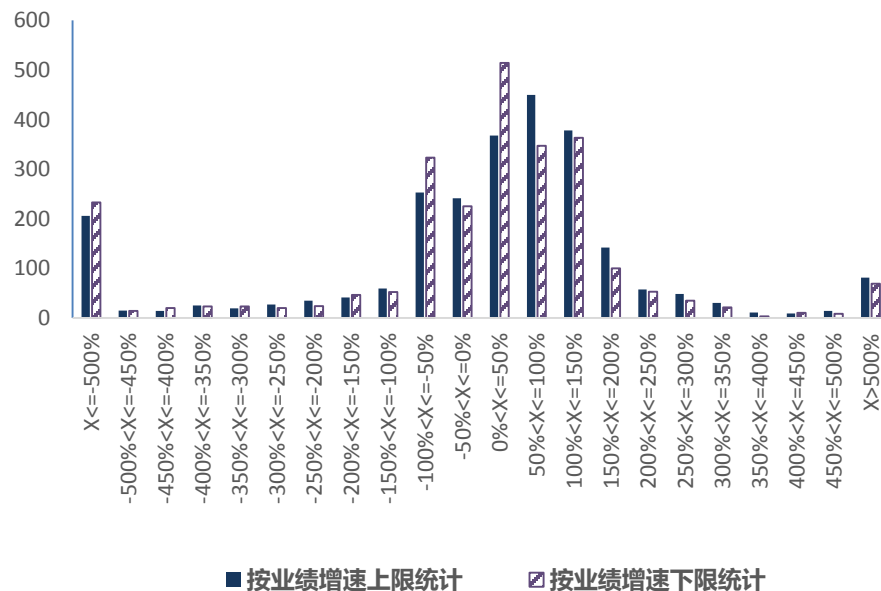


资料来源：Wind，申万期货研究所

2020年企业业绩整体反弹但仍有较大分化

- 截至3月24日，共有2876家上市公司公布了2020年业绩预警。其中预增（占比29.59%）、略增（10.64%）、扭亏（11.93%）、续盈（1.60%）的占比合计53.76%。
- 大部分上市公司的业绩增速集中在（-100%、200%）区间，其中也有不小比例的企业业绩增速低于-500%。

2020年业绩增速分布



	按业绩增速上限统计（%）	按业绩增速下限统计（%）
中位数	47.36	28.17
预警类型	数量	数量占比（%）
预增	851	29.59%
略增	306	10.64%
预减	337	11.72%
续亏	223	7.75%
略减	190	6.61%
扭亏	343	11.93%
首亏	459	15.96%
续盈	46	1.60%
不确定	121	4.21%
	2876	100.00%

资料来源：Wind，申万期货研究所

主要内容

- 流动性收紧预期制约股指上行空间
- 利率上行和经济不确定增加股指波动
- 高估值抱团板块仍需消化估值
- 股指行情展望及投资策略

局部板块的估值处于高位需时间或业绩消化

- 抱团白马股短期遭到资金抛售。2021年2月底以来，处于高估值的抱团白马股开始大幅下跌，从估值水平来看，消费、医药等前期涨幅较大的板块的估值均处于历史高百分位，当市场利率开始走高时，造成这些企业的重新定价。
- 短期经过调整后，虽然估值水平有所下降，但依然还是偏高，预计仍需时间或业绩消化，从而影响股指反弹空间。

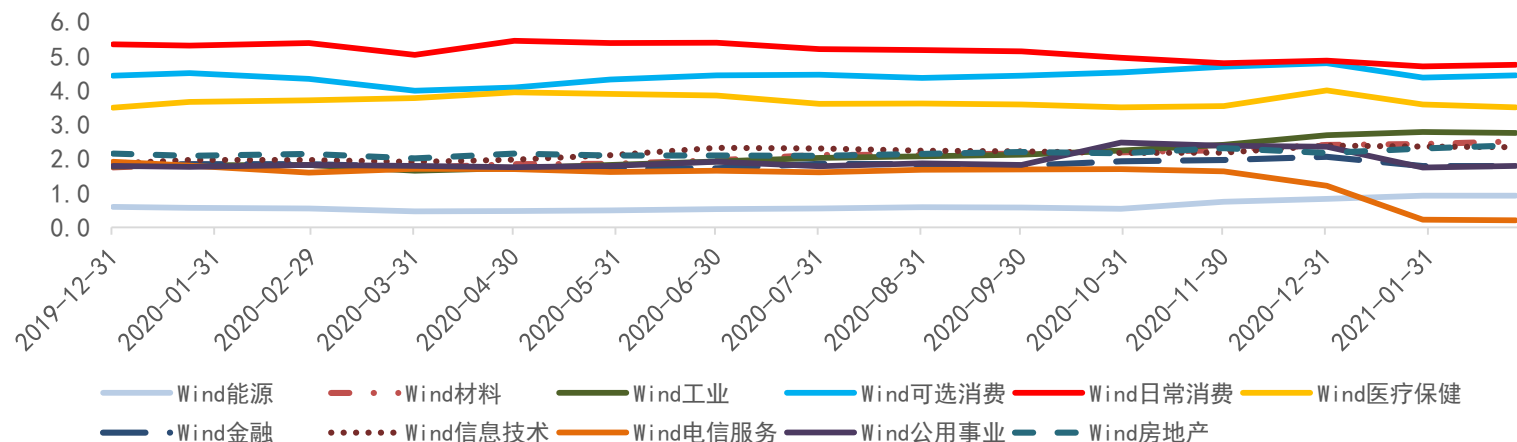
序号	申万一级行业	PE (TTM)	PE中位数	历史最大值	发生时间	历史最小值	发生时间	百分位 (%)	中位数相比
1	休闲服务	175.87	45.84	209.69	2021年2月10日	24.92	2019年1月31日	83.87%	3.84
2	家用电器	26.01	16.59	32.31	2010年4月2日	10.55	2019年1月3日	80.50%	1.57
3	食品饮料	48.12	30.26	62.96	2021年2月10日	16.55	2013年9月2日	76.43%	1.59
4	汽车	30.29	18.01	43.47	2010年1月4日	10.87	2012年1月5日	69.68%	1.68
5	交通运输	26.63	19.00	43.29	2015年6月15日	12.10	2013年7月8日	61.52%	1.40
6	纺织服装	35.79	28.41	63.14	2015年6月12日	17.84	2012年1月5日	56.68%	1.26
7	医药生物	41.85	38.59	74.37	2015年6月12日	23.49	2019年1月3日	56.27%	1.08
8	银行	7.90	6.75	14.32	2010年1月5日	4.50	2014年6月25日	55.17%	1.17
9	公用事业	20.30	22.88	40.40	2010年4月14日	13.78	2014年5月19日	50.25%	0.89
10	电气设备	43.92	39.58	99.99	2015年6月12日	20.32	2018年10月18日	43.92%	1.11
11	化工	33.18	27.70	76.55	2015年6月12日	13.01	2019年1月3日	43.34%	1.20
12	非银金融	15.36	18.16	38.08	2015年4月22日	10.80	2016年1月28日	40.34%	0.85
13	计算机	61.71	54.03	159.70	2015年6月3日	29.48	2012年7月31日	38.64%	1.14
14	有色金属	53.54	45.07	140.31	2015年6月12日	20.95	2018年10月18日	38.16%	1.19
15	电子	44.60	49.74	118.10	2010年4月22日	22.74	2019年1月3日	37.76%	0.90
16	商业贸易	26.55	26.79	71.38	2015年6月11日	13.12	2020年2月3日	37.20%	0.99
17	通信	33.93	41.36	95.06	2015年6月12日	28.53	2012年12月3日	35.69%	0.82
18	建筑材料	15.34	22.51	50.69	2015年6月12日	9.98	2019年1月3日	30.26%	0.68
19	综合	35.67	42.66	120.55	2015年6月12日	20.71	2013年6月25日	29.59%	0.84
20	建筑装饰	9.31	13.68	33.60	2015年6月5日	7.88	2021年2月4日	27.71%	0.68
21	轻工制造	31.31	35.48	113.29	2015年6月12日	14.23	2018年10月18日	27.64%	0.88
22	国防军工	62.06	64.58	245.82	2015年11月20日	28.17	2012年1月6日	25.25%	0.96
23	传媒	35.58	44.98	141.84	2015年6月3日	19.49	2019年1月31日	25.08%	0.79
24	机械设备	31.13	30.39	136.07	2015年6月12日	12.81	2012年1月5日	22.88%	1.02
25	房地产	8.57	15.33	39.04	2010年4月2日	7.88	2021年2月4日	21.95%	0.56
26	采掘	16.93	17.74	88.01	2016年10月25日	10.54	2020年3月23日	19.24%	0.95
27	农林牧渔	16.80	41.76	119.64	2015年6月12日	14.95	2020年11月12日	14.04%	0.40
28	钢铁	17.59	23.31	151.31	2010年1月6日	5.69	2019年1月2日	11.63%	0.75

抱团股下跌外资和杠杆资金开始流出

日期	北上累计资金 (亿元)	北向资金月度资金变化 (亿元)	年度变化	累计融资余额	融资余额月度资金变化 (亿元)	年度变化	期间上证综指涨跌(%)
2018/12/28	6,417.34			7,489.90			
2019/1/31	7,024.22	606.88	606.88	7,219.00	-270.90	-270.90	3.64%
2019/2/28	7,628.13	603.92	1,210.80	7,965.00	746.00	475.10	13.79%
2019/3/29	7,671.70	43.56	1,254.36	9,132.20	1,167.20	1,642.30	5.09%
2019/4/30	7,491.73	-179.97	1,074.39	9,524.90	392.70	2,035.00	-0.40%
2019/5/31	6,954.99	-536.74	537.65	9,147.90	-377.00	1,658.00	-5.84%
2019/6/27	7,381.02	426.03	963.68	9,065.40	-82.50	1,575.50	3.38%
2019/7/31	7,501.27	120.25	1,083.93	8,974.65	-90.75	1,484.75	-1.56%
2019/8/30	7,633.33	132.06	1,215.99	9,134.56	159.91	1,644.66	-1.58%
2019/9/30	8,279.95	646.62	1,862.61	9,372.55	237.99	1,882.65	0.66%
2019/10/31	8,600.45	320.49	2,183.11	9,532.28	159.73	2,042.38	0.82%
2019/11/29	9,204.83	604.38	2,787.49	9,519.79	-12.49	2,029.89	-1.95%
2019/12/31	9,934.77	729.94	3,517.43	10,054.69	534.90	2,564.79	6.20%
2020/1/23	10,318.68	383.92	383.92	10,269.10	214.41	214.41	-2.41%
2020/2/28	10,434.52	115.84	499.76	10,878.60	609.50	823.91	-3.23%
2020/3/31	9,755.80	-678.73	-178.97	10,474.06	-404.54	419.37	-4.51%
2020/4/28	10,288.37	532.58	353.61	10,326.17	-147.89	271.48	2.17%
2020/5/29	10,589.48	301.11	654.72	10,518.88	192.71	464.19	-0.27%
2020/6/29	11,116.28	526.79	1,181.51	11,193.71	674.83	1,139.02	3.83%
2020/7/31	11,220.20	103.92	1,285.43	13,719.47	2,525.76	3,664.78	10.90%
2020/8/31	11,199.91	-20.28	1,265.15	14,256.66	537.19	4,201.97	2.59%
2020/9/30	10,872.18	-327.73	937.41	13,885.96	-370.70	3,831.27	-5.23%
2020/10/30	10,872.41	0.23	937.64	14,148.41	262.45	4,093.72	0.20%
2020/11/30	11,451.70	579.29	1,516.93	14,571.40	422.99	4,516.71	5.19%
2020/12/31	12,024.09	572.39	2,089.32	14,819.95	248.55	4,765.26	2.40%
2021/1/29	12,423.66	399.57	399.57	15,401.83	581.88	581.88	0.29%
2021/2/26	12,835.90	412.24	811.82	15,303.41	-98.42	483.46	0.75%
2021/3/19	12,980.76	144.85	956.67	15,074.90	-228.51	254.95	-2.98%

外资首选消费、医疗保健和工业板块

2020年以来外资持股行业变化



2020年外资持股市值每月变动 (亿元)												
日期	Wind能源	Wind材料	Wind工业	Wind可选消费	Wind日常消费	Wind医疗保健	Wind金融	Wind信息技术	Wind电信服务	Wind公用事业	Wind房地产	合计
2020年1月	-15.91	30.09	13.69	16.35	163.26	165.10	-67.30	316.85	-2.19	-19.04	-34.61	238.78
2020年2月	-16.04	-7.10	66.21	-120.10	72.50	87.69	-166.81	116.17	-2.02	-8.70	-7.21	14.58
2020年3月	-30.87	-105.57	224.94	-370.28	-5.60	51.56	269.31	-364.19	-1.62	-6.29	-50.27	-1,377.38
2020年4月	-0.95	99.77	160.07	145.54	435.79	222.08	20.88	235.79	1.81	-0.50	40.36	1,356.67
2020年5月	-0.21	19.79	83.38	235.93	186.33	127.69	-89.64	123.53	-2.68	3.68	-22.39	665.41
2020年6月	5.66	120.26	204.56	216.57	290.88	373.82	83.26	580.03	0.73	33.42	30.38	1,939.58
2020年7月	13.61	324.59	425.77	445.09	450.24	348.46	420.71	351.54	3.30	4.59	29.22	2,817.13
2020年8月	13.67	52.00	168.19	-17.93	385.32	-34.46	107.45	93.05	2.59	24.83	22.02	608.62
2020年9月	-9.07	-63.91	-50.54	21.38	-538.21	-193.13	-161.20	-136.72	-4.41	-19.50	-15.91	-1,191.21
2020年10月	-11.91	59.47	201.90	336.46	86.91	31.09	223.43	-36.78	-1.58	123.73	-29.07	994.65
2020年11月	69.53	241.60	351.18	336.97	15.05	-162.80	393.89	64.09	0.51	14.28	53.10	1,379.40
2020年12月	12.54	187.41	512.88	245.15	735.33	593.78	40.11	318.12	-13.40	-0.39	-62.07	2,563.44
2021年1月	16.28	145.91	101.34	-306.73	-80.69	-258.28	-536.55	-18.36	-23.50	-135.07	-12.56	-1,098.22
2021年2月	17.94	186.61	5.83	-68.19	-141.95	-97.25	70.27	-131.73	-0.48	15.12	53.37	-81.46
合计	61.29	1,286.93	2,019.52	1,123.22	1,728.65	1,241.37	84.19	1,305.27	-42.95	24.17	-1.65	8,829.99

2021年杠杆资金加仓周期性行业

- 2021年以来，杠杆资金大幅流入周期性板块，例如有色金属、化工等，大幅流出非银金融、计算机和电子板块。1月、2月、3月杠杆资金流入A股的资金分别达到587.60亿元、-76.49亿元、-229.84亿元。

2021年杠杆资金变化（单位：亿元）					
序号	融资净买入额	1月	2月	3月	合计
1	医药生物	7.84	32.03	-30.26	9.61
2	电子	94.56	-77.62	-57.68	-40.75
3	非银金融	73.81	-94.69	-35.94	-56.82
4	电气设备	112.06	-18.31	-17.68	76.07
5	计算机	1.52	-21.68	-21.30	-41.46
6	化工	23.91	45.77	14.31	83.99
7	食品饮料	44.67	42.01	-21.73	64.94
8	农林牧渔	11.13	-2.27	-12.67	-3.81
9	国防军工	-5.23	-19.06	-26.94	-51.23
10	有色金属	72.85	41.63	1.29	115.77
11	汽车	20.43	-11.77	-18.50	-9.84
12	机械设备	28.51	-2.67	-8.52	17.32
13	传媒	9.62	-4.93	-8.23	-3.54
14	银行	8.93	30.55	3.15	42.63
15	房地产	3.21	-13.65	-5.14	-15.58
16	交通运输	22.65	-2.56	-6.70	13.39
17	公用事业	1.42	-3.50	18.76	16.67
18	建筑材料	4.14	0.37	-9.21	-4.70
19	轻工制造	11.81	0.30	-4.13	7.98
20	家用电器	10.76	7.69	-11.66	6.78
21	商业贸易	5.25	2.13	4.31	11.69
22	建筑装饰	12.65	-8.86	-1.33	2.46
23	通信	-6.18	-15.31	-6.11	-27.59
24	采掘	0.62	7.57	2.39	10.57
25	纺织服装	-1.01	-1.76	1.25	-1.52
26	休闲服务	19.23	11.38	14.40	45.00
27	钢铁	-0.73	2.43	12.71	14.42
28	综合	-0.84	-1.71	1.34	-1.20
	合计	587.60	-76.49	-229.84	281.26

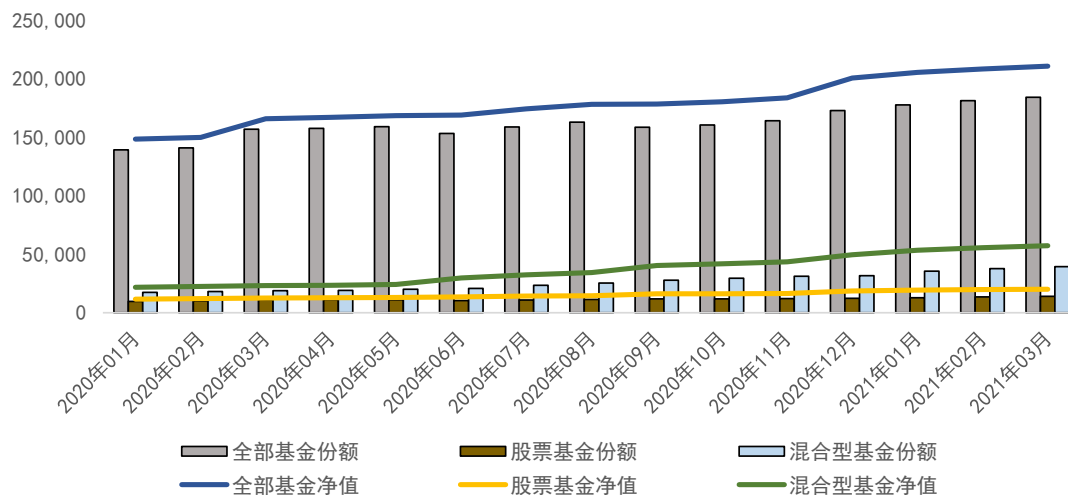
从数据上看未见明显基金赎回潮出现

- 公募基金方面，虽然市场一度担忧出现赎回潮，但从申赎数据来看并无明显迹象出现。截至3月24日，全部基金份额为184,218亿份，基金净值为210,973亿元，相较于2月底的181,245亿份和208,525亿元，份额和净值均有所增加，并无明显减少；而其中股票基金份额（13,905.22亿份）和2月底（13,485.20亿份）相比也仍有小幅增加。2021年以来我国公募基金累计募集了超1万亿元，其中股票型基金近1500亿元，这些新基金未来也能为股市提供新的资金，但预计在龙头股未企稳之前新资金短时间不会入场。

2021年	1月	2月	3月	合计
股票型基金	605.50	523.52	339.66	1,468.69
混合型基金	3,897.26	2,143.73	1,664.77	7,705.76
债券型基金	323.09	300.55	411.89	1,035.52
QDII基金	75.55	11.15	70.55	157.26
全部基金	4,901.40	2,978.94	2,486.88	10,367.23

***数据截止2021年3月24日

2020年以来公募基金份额（亿份）和净值（亿元）变化



主要内容

- 流动性收紧预期制约股指上行空间
- 利率上行和经济不确定增加股指波动
- 高估值抱团板块仍需消化估值
- 股指行情展望及投资策略

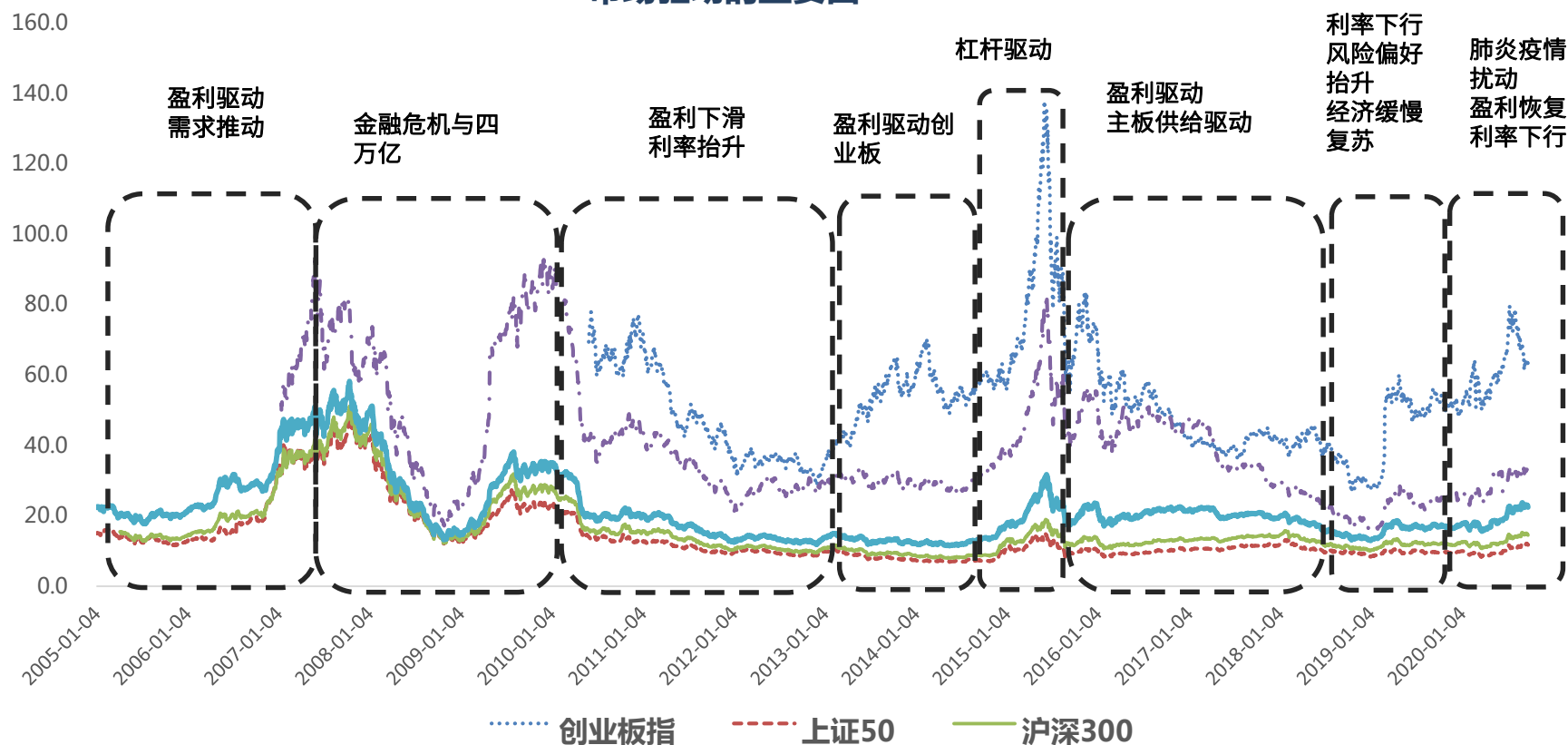
A股核心因素综合评定表：中性

关注点	主要观点	代表数据	股市影响
宏观	经济缓慢复苏 货币政策以合理为主 外部环境不确定性仍存	GDP、行业GDP、人均GDP、工业产能利用率、投资、消费等	中性
大类资产	股市性价比、风险收益较高	理财收益、债券收益率，存款收益率、楼价、风险收益比等	中性
股市基本面	盈利能力中等	营收增速、利润增速等	中性
	局部估值高位	市盈率、市净率、破净破发等	利空
股市资金面	边际增量来自外资和杠杆资金	融资规模、IPO、定增、沪港通	中性
股市政策面	政策底已现	减税降费、金融供给侧改革、科创板	中性
技术形态	高位盘整	量价关系、技术形态、时间空间等、	中性
情绪指标	风险偏好	成交换手、期货升贴水，融资额变化、新增投资者数量等	中性
综述	我国当前整体政策偏中性，未来股指大幅上行的可能性较低。随着通胀预期以及经济走势不确定性增加，股指波动有望加剧。当前局部估值处于阶段性高位，仍需时间或业绩消化。		

流动性中性下高估值板块仍需消化

- 货币政策偏中性、海内外利率上行、经济复苏不确定性加大等因素的影响下，未来结构性行情仍将继续。

市场驱动的主要因



行情展望：股指上行空间有限

- 后续主要关注：1) 经济数据；2) 企业业绩；3) 海外风险。
- 目前市场的主要担忧来自于流动性收紧，从而带来估值重估。虽然美联储当前始终表示仍然维持宽松政策，但市场担忧在通胀回升下美联储不得不加息，且一季度以来美债收益率持续攀升，对全球资产价格都造成下行压力。
- 我们认为股指短期下跌后并未见明显企稳迹象，资金做多意愿仍然较弱，反弹力量也不坚决。进入二季度经济基本面的确定性相较一季度会下降，股指波动有可能会加剧。我国当前整体政策偏中性，未来股指大幅上行的可能性较低。
- 长期而言股市仍以慢牛长牛的走势为主，随着货币政策的转向，指数上涨的高度以及上涨的速度将会发生改变。高估值抱团股调整仍未充分，市场风格会发生转变。
- 中长期可以增加估值合理业绩良好的相关板块的配置比例。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。