

**股指报告****报告要点:**

创元研究

**逻辑:** 目前在海外流动性收缩的大背景下, 全球权益市场的基本面承压。并且疫情之后, 因为各国疫情控制节奏、地缘政治冲突等原因, 各国经济修复的节奏在分化, 美国最强, 其他经济体经济则承压, 因此美国有底气在经济继续修复的情况下进行加息, 而其他国家则在流动性和经济的双重挤压中寻求基本面向上。我国目前疫情严重, 4月的经济数据预期会继续回落, 虽然目前宏观流动性保持宽松, 但信用传导则受限, 结构上矛盾突出。因此在此基本上, 市场只能寄情国家的稳增长政策发力, 近期股指也是在此基本上走出震荡的行情。

**股指的基本面才会好转?** 关注经济企稳回升信号, 关注我国防疫政策的放松时间点, 目前监管层已经重视打通物流的堵点, 是一个好的现象。后续则需关注上海疫情拐点什么时候出现, 国内信用传导什么时候能通畅, 甚至到后来, 监管层宽松货币政策退出, 但不妨经济继续回升。那 A 股本身的基本面就会改变, 那么股指也会走出向上的趋势性行情。目前来看, 股指还是会在此 3000 点左右到 3300 左右宽幅震荡。那么投资的主线上, 关注稳增长的链条, 金融、周期、消费这些更容易受到政策利好的刺激, 而成长则还是受到海外紧缩的压制, 虽然国内流动性是偏宽松的, 但是更多还是结构性机会。

**机会:** 目前来看, 在资本外流预期上升下, 股指在本周一已经跌破 3000 心理防线, 市场情绪极度悲观, 但目前监管层的稳增长政策也在固定资产、消费、出口等各方面发力, 也对扭转市场信心起到好的作用。临近月底, 中央政治局会议也会出台更多的稳增长政策, 那么投资的主线上, 建议在目前市场情绪的风险释放后, 关注稳增长的链条。因为金融、周期、消费这些更容易受到政策利好的刺激, 而成长则还是受到海外紧缩的压制, 虽然国内流动性是偏宽松的, 但是更多还是结构性机会。因此金融、消费占比较大的沪深 300 和上证 50 相比中证 500 会更强势。

创元研究金融组

股指研究员: 刘钊含

邮箱: liuyh@cyqh.com.cn

投资咨询资格号: Z0015686

## 一、股指近期逻辑思考

自 2020 年疫情发生之后，整个资本市场的运行的逻辑发生了很大变化。首先因为疫情使得生产物流造成阻断，这也打乱了全球的供应链条，但因为超级宽松的流动性反而更加刺激了需求，使得供需出现了错配，通胀上升。而今年初开始又发生了俄乌冲突，这使得能源安全问题更加得到重视，也对碳中和赋予的意义更加深化，从而也更加推高的了通胀预期。在通胀进一步走高的情况下，全球各大央行开始了紧缩的信号，这也对全球资本市场的波动造成了冲击。

历次在经济出现危机之后，全球流动性都是宽松的以此来刺激经济的恢复，而资本市场也会因为流动性的宽松而带来上行的机会。如果流动性开始收紧，资金成本上升，那么资本市场，特别是权益市场就会承压。但是如果后续经济持续修复，那么经济的修复就能抵消资金成本的上升，那么权益市场也不一定会走低。这也是今年权益市场走势回落的重要原因。在海外流动性开始收缩的大背景下，全球的权益市场承压，而在此背景下，国内经济因为疫情面临二次探底，国内的经济后续的修复预期并不能很好的对冲掉海外流动性的收紧，因此对于权益市场，分子端和分母端均是呈现不利的情况。

## 二、分母端：流动性

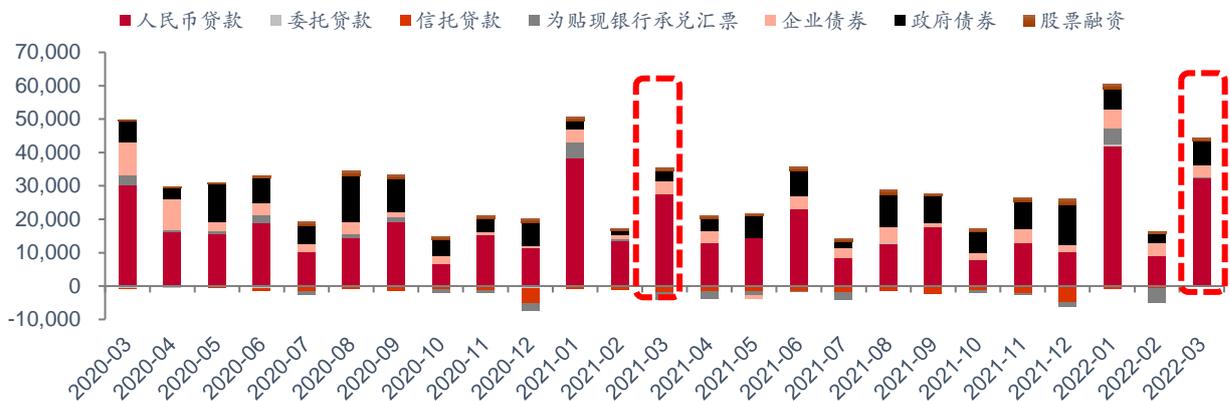
从海外流动性来看，从去年 10 月开始，美联储收缩流动性的信号就已经开始出现，到今年 3 月 16 日美联储 FOMC 会议正式宣布加息 25BP，美联储流动性正式拐点到来。今年因为俄乌冲突，美联储担忧其对经济的拖累，3 月的时候美联储并没有和市场预期一样加息 50BP，因此在 3 月的时候，市场认为此次美联储的加息是偏鸽的，市场隐含对 5 月加息 50bp 的预期是很低的。而 4 月 6 日公布的 3 月美联储会议纪要明确指出因考虑到当前的高通胀，后续将一次或多次加息 50BP，并且美联储官员支持每月缩表 950 亿美元。同时美联储最偏鸽派的副主席布雷纳德也在演讲中强调了控制通胀极高的必要性。受此影响，因此市场对 5 月份美联储加息 50BP 并且开始缩表的预期大幅上升。而美债收益率也开始大幅上升，10 年期美债收益率已经突破了 2.9%，距离 2018 年缩表结束时候的 3.2% 已经不到 30BP。另外短债端上升幅度大幅高于长债端，债券收益率曲线扁平化，这一度出现了美债收益率倒挂的情况，引发了市场对后续经济衰退的担忧。

而本周美联储官员有更为鹰派的表态，本周一晚美联储布拉德表示不排除加息 75 个基点，如果通胀没有如预期下降，加速缩表可能成为 B 计划。

当然对于美联储如此鹰派的表态，我认为更有可能美联储在进行预期管理，在目前高通胀和经济增长平衡的过程中，美联储试图通过喊话来使市场加快形成紧缩预期，以此来压制通胀，为后续美联储政策来赢得空间。同时如果目前把鹰派信号打得那么足，后续如果没有如喊话一致的话，即便是加息，也会被市场解读为偏鸽，从而会减少对权益市场的影响。当然对于美联储在 5 月加息 50BP，已经是大概率事件。

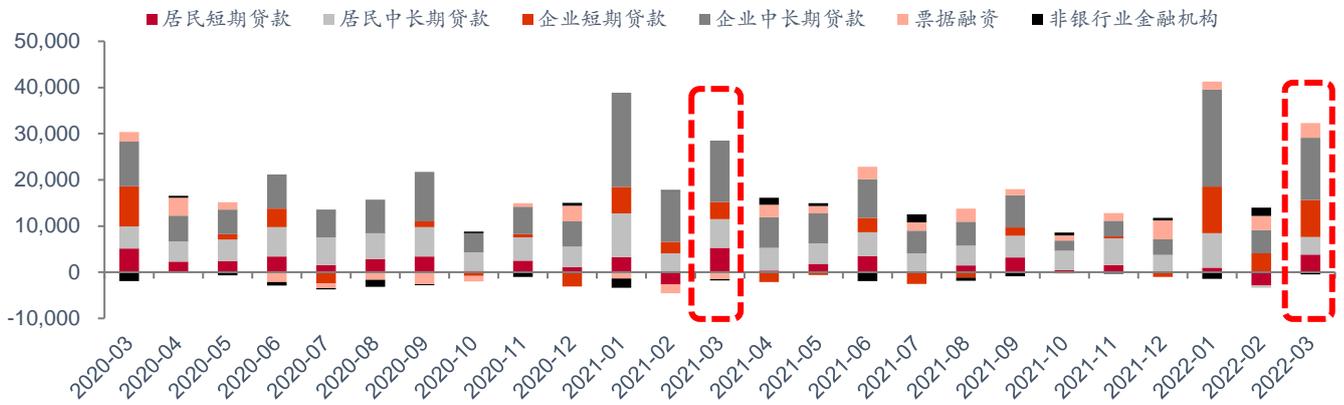
而对于我国央行，因为国内疫情的严峻使得我国经济面临再次下行的压力，海外需求的收缩，输入型通胀压力大的背景下，维持着流动性的宽松。我们能看见，在去年 12 月 15 日降准之后 4 个月，上周，也就是 4 月 15 日，央行也再次宣布全面降准 25BP，来释放资金 5300 亿，此次降准低于市场预期，但因为央行在 4 月中旬已经上缴了结存利润，相当于 6000 亿基础货币，等效降准 25BP。这还是能看出央行传递的宽松信号。但是在我国央行流动性宽松的过程中，我们也发现了问题。也就是市场信用传导不畅的问题。我们从 3 月的金融数据来看，今年 3 月的金融数据大幅超出了市场的预期，社融存量增速上升 10.6%，增速是去年 8 月以来最高值，新增人民币贷款为 3.13 万亿元，也远高于市场预期 2.75 万亿元和去年同期 2.73 万亿元。但是我们从数据也能发现，3 月社融超预期的主要因素为企业短贷、票据融资、非标以及政府债券同比多增。主要还是在于政府债券前值的推动。但是从结构上看，居民贷款同比明显少增，并且企业中长期贷款没有明显扩张，社融结构并不是特别好，信用传导不畅。

图 1：社融增量结构



资料来源：Wind、创元研究

图 2：人民币贷款增量和结构

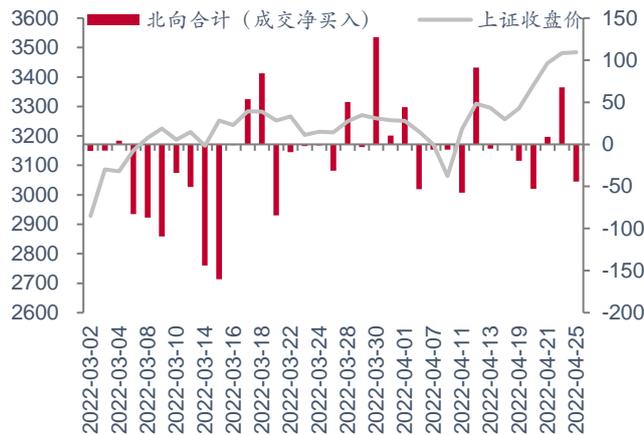


资料来源：Wind、创元研究

因此这也能解释目前虽然国内流动性宽松但对 A 股利好有限。因为本身央行对于流动性松紧的操控就是为了刺激经济，鼓励信贷，如果这一链条传导不畅，那对于后续企业盈利端上升预期也就不存在。因此，后续我国央行还是会在宽信用这方面发力，以此来解决目前信用传导的问题。

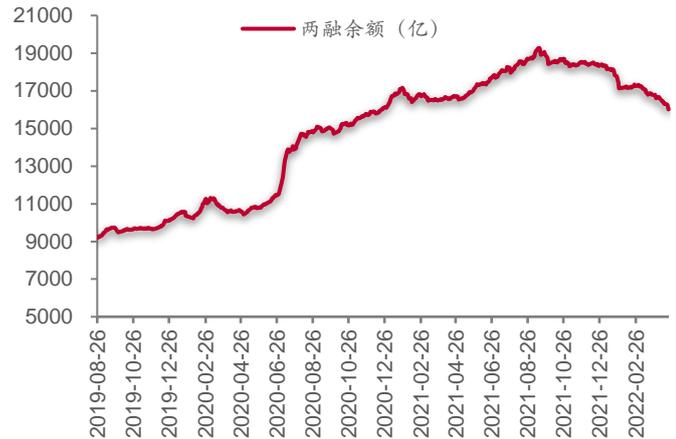
整体来看，因为流动性的外紧内松，中美利差已经出现倒挂，这也加大了资本流出和人民币贬值的压力。从权益市场的角度来考量，从美国加息的角度来看，会使得科技板块和赛道板块承压，而对高股息的板块压力则会相对较低。从资金流动的角度来看，北上资金目前重仓的主要是在家用电器、电力设备、食品饮料、建筑材料，一旦北上资金抛售，会对这些板块造成不小影响。因此资本外流预期的形成对权益市场整体的压制不可小觑。

图 1: 北上资金



资料来源: Wind、创元研究

图 2: 融资融券

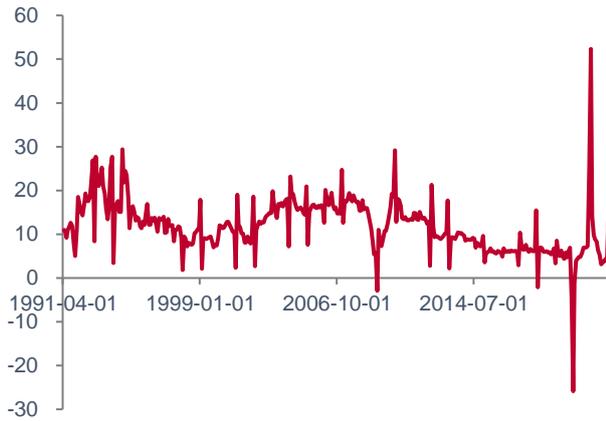


资料来源: Wind、创元研究

### 三、分子端：盈利

分子端来看，经济面临二次探底。我们从本周公布的经济数据能看出目前经济下行的压力在加大。一季度 GDP 同比增加 4.8%，高于去年四季度 0.8%。虽然数据看起来有所上升，但暗含的风险也在增大。其中固定资产投资同比增加 9.3%，略超预期，主要还是基建投资、制造业的拉动，房地产投资则起到拖累。出口同比增长 13.4%，能表现出出口目前的韧性，但进口增速开始转负，这能显示出目前内需不足。但基建、出口对经济的拉动的也不敌疫情对消费的冲击。3 月社零总额同比下滑至 -3.5%，下滑幅度达 10.2%。其中 3 月餐饮收入同比增速下滑 25.3% 至 -16.4%。3 月发达地区上海、深圳和吉林地区疫情叠加，另外江浙沪包邮区也受到疫情影响，这也是形成了自 2020 年新冠疫情发生以来，对消费的最大冲击。目前已经到 4 月下旬，疫情的防控还在进一步升级，这对 4 月的消费会形成更进一步的冲击。另外虽然 3 月工业增加值为 5%，好于预期，主要因为大宗保供使得采矿业增加值增加 2.4% 至 10.7%，但因为疫情影响，制造业生产受到冲击，工业增加值中制造业回落 2.9% 至 4.4%。同时我们要考虑到在 3 月中，上海还没有采取全域静态管理，4 月中各种防控在逐步加码，而上海又是我国重要的高端机械生产重地，物流的阻断会对供应链产生很大冲击，因此，4 月的工业生产预期会有较大幅度的回落。因此我们从数据上能看出，因为疫情对经济的影响从最直接的消费会逐步蔓延到工业生产以及出口，后续经济或面临第二次的探底，今年 5.5% 增长的目标任重道远。

图 1: 工业增加值



资料来源: Wind、创元研究

图 2: 三驾马车



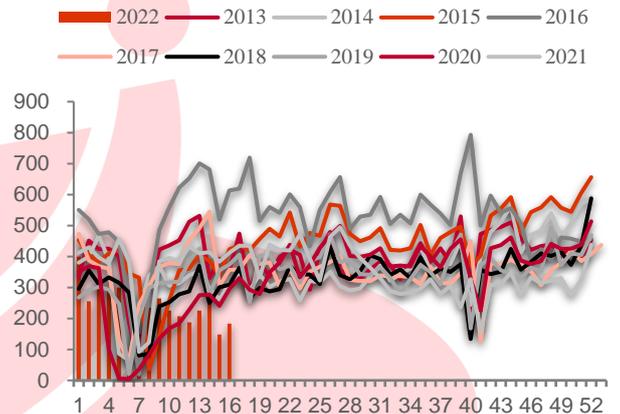
资料来源: Wind、创元研究

图 3: 固定资产投资



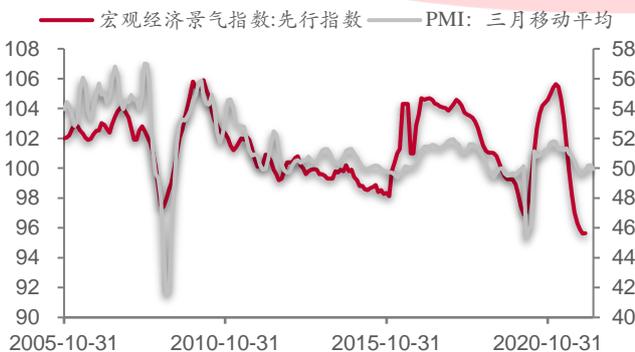
资料来源: Wind、创元研究

图 4: 30 大中城市:商品房成交面积



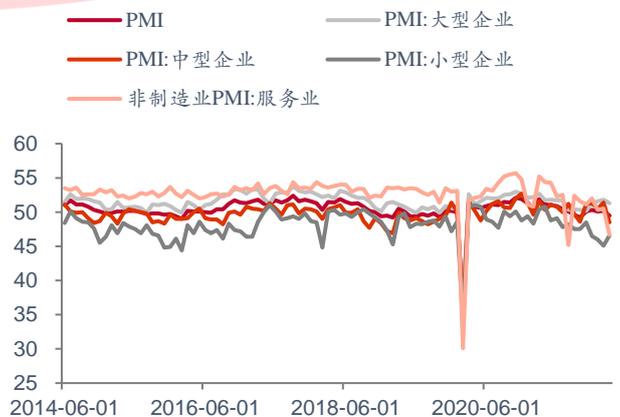
资料来源: Wind、创元研究

图 5: 宏观经济景气指数



资料来源: Wind、创元研究

图 6: 官方 PMI



资料来源: Wind、创元研究

当然上周，我们能观察到的一个现象就是本周美元兑离岸人民币汇率贬值 2.2%，之前虽然美联储一直释放鹰派信号，美债收益率也一直上升。但人民币汇率还是比较稳定的，而本周人民币的贬值趋势起来也能反映出目前市场对资本外流预期上升。当然我们也能发现，日本、韩国的汇率也在贬值，中国相比其他国家在疫情期间的替代、比较优势在消失，所以人民币汇率贬值对出口的拉动也会有限。

图 2：美元兑离岸人民币汇率、美元兑韩币、美元兑日元

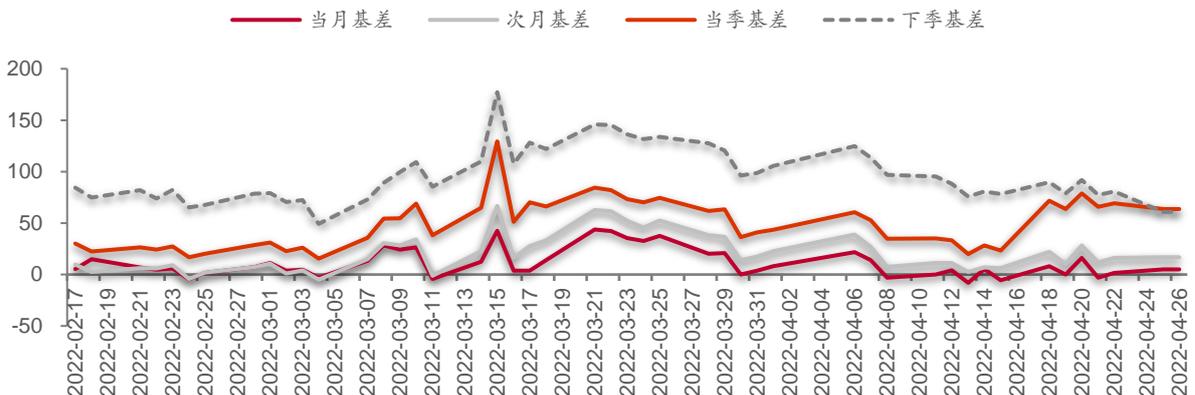


资料来源：Wind、创元研究

## 四、期货市场

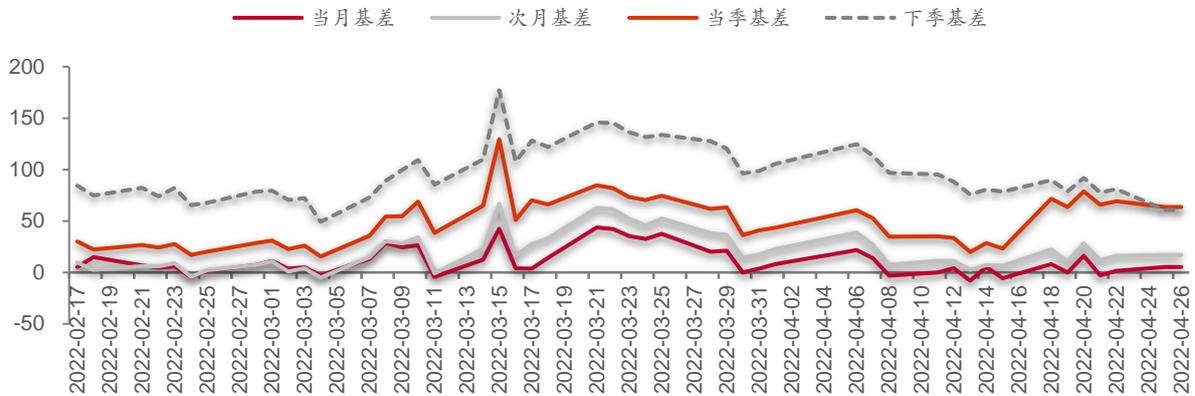
目前三大股指均处于贴水，其中沪深 300 和上证 50 的贴水率较低，中证 500 的贴水率较高，中证 500 当月合约的年化贴水率为 14.39%，上证 50 年化贴水率为 2.29%，沪深 300 年化贴水率为 1.96%。

图 2：沪深 300 各合约基差



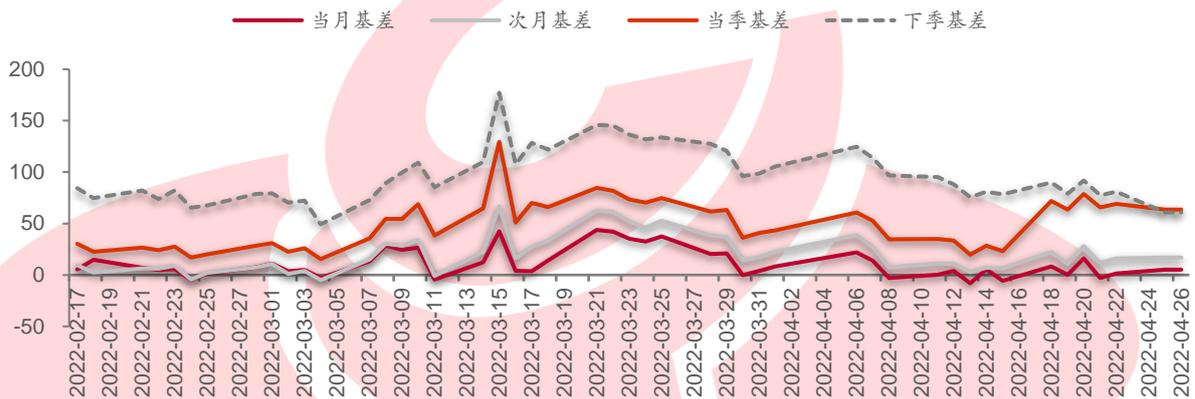
资料来源：Wind、创元研究

图 2：上证 50 各合约基差



资料来源：Wind、创元研究

图 2：中证 500 各合约基差



资料来源：Wind、创元研究

## 五、展望

目前在海外流动性收缩的大背景下，全球权益市场的基本面承压。并且疫情之后，因为各国疫情控制节奏、地缘政治冲突等原因，各国经济修复的节奏在分化，美国最强，其他经济体经济则承压，因此美国有底气在经济继续修复的情况下进行加息，而其他国家则在流动性和经济的双重挤压中寻求基本面向上。我国目前疫情严重，4月的经济数据预期会继续回落，虽然目前宏观流动性保持宽松，但信用传导则受限，结构上矛盾突出。因此在此基本面上，市场只能寄情国家的稳增长政策发力，股指也是

在此基本上走出了宽幅震荡的行情。

**股指的基本面才会好转?** 关注经济企稳回升信号，关注我国防疫政策的放松时间点，目前监管层已经重视打通物流的堵点，是一个好的现象。后续则需关注上海疫情拐点什么时候出现，国内信用传导什么时候能通畅，甚至到后来，监管层宽松货币政策退出，但不妨经济继续回升。那 A 股本身的基本面就会改变，那么股指也会走出向上的趋势性行情。

目前来看，在资本外流预期上升下，股指在本周一已经跌破 3000 心理防线，市场情绪极度悲观，但目前监管层的稳增长政策也在固定资产、消费、出口等各方面发力，也对扭转市场信心起到好的作用。临近月底，中央政治局会议也会出台更多的稳增长政策，那么投资的主线上，建议在目前市场情绪的风险释放后，关注稳增长的链条。因为金融、周期、消费这些更容易受到政策利好的刺激，而成长则还是受到海外紧缩的压制，虽然国内流动性是偏宽松的，但是更多还是结构性机会。因此金融、消费占比较大的沪深 300 和上证 50 相比中证 500 会更强势。

## 创元研究团队介绍:

**廉超**，创元期货研究院院长助理，经济学硕士，郑州商品交易所高级分析师，十几年期货市场研究和交易经验，多次穿越期货市场牛熊市。（从业资格号：F3094491；投资咨询证号：Z0017395）

### 创元宏观金融组:

**刘纪含**，创元期货股指期货研究员，英国利物浦大学金融数学硕士，拥有多年券商从业经验。专注于股指期货的研究，善于从宏观基本面出发对股指进行大势研判，把握行业和风格轮动。（从业资格号：F3050233；投资咨询证号：Z0015686）

**张紫卿**，创元期货研究院国债期货研究员，澳大利亚国立大学金融与精算统计学硕士，具有多元化金融机构从业经验。长期着眼于银行间资金和利率市场，具有独到的宏观分析视角，致力于金融大周期分析及研究判断。（从业资格号：F3078632）

### 创元有色金属组:

**田向东**，创元期货研究院有色金属铜研究员，天津大学工程热物理硕士。致力于铜基本面研究，专注于产业链上下游供需平衡分析。（从业资格号：F03088261）

**吴彦博**，创元期货研究院镍期货研究员，University of Maryland 金融学硕士，CFA 持证人，着重镍基本面的研究及分析，善于从纷繁复杂的数据中提炼出核心逻辑。（从业资格号：F3079285）

### 创元黑色金属组:

**徐艺丹**，创元期货研究院钢矿期货研究员，天津大学金融硕士，专注铁矿及钢材基本面研究，致力于黑色金属产业链行情逻辑演绎。（从业资格号：F3083695）

### 创元农产品组:

**张琳静**，创元期货农产品研究员，有七年多期货研究交易经验，专注于油脂产业链上下游分析和行情研究。（从业资格号：F3074635；投资咨询证号：Z0016616）

### 创元能源化工组:

**高赵**，创元期货研究院聚烯烃研究员。英国伦敦国王学院银行与金融专业硕士。致力于多维度分析 PE、PP 等化工品，善于把握行情演绎逻辑，曾为多家现货企业提供风险管理建议。（从业资格号：F30564463；投资咨询证号：Z0016216）

**金芸立**，创元期货研究院原油期货研究员，墨尔本大学管理金融学硕士，专注原油基本面的研究，善于把握阶段性行情逻辑。（从业资格号：F3077205）

**常城**，创元期货研究院橡胶研究员，东南大学国际商务硕士，致力于橡胶品种产业链上下游分析及胶种价差研究。（从业资格号：F3077076）

创元期货股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备期货投资咨询业务资格，核准批文：苏证监期货字[2013]99号。

#### 免责声明：

本研究报告仅供创元期货股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，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，需征得创元期货股份有限公司同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

分支机构名称	服务与投诉电话	详细地址(邮编)
客户服务中心	400-700-0880	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
信息技术管理总部	0512-68288206	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
总部市场一部	0512-68296092	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
总部市场二部	0512-68363021	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
机构事业部	0512-68292842	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
投资咨询总部	0512-68656937	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
资产管理总部	0512-68363010	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
结算风控总部	0512-68293758	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
合规稽核总部	0512-68017927	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
营销管理总部	0512-68276671	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
风险管理子公司	0512-68286310	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
山东分公司	0513-88755581	中国(山东)自由贸易试验区济南片区草山岭南路 975 号金城万科中心 A 座 1001 室 (250101)
南京分公司	025-85516106	南京市建邺区庐山路 168 号 1107 (210019)
深圳分公司	0755-23987651	深圳市福田区福田街道福山社区卓越世纪中心、皇岗商务中心 4 号楼 901 (518000)
杭州分公司	0571-86080861	浙江省杭州市江干区瑞晶国际商务中心 3001-A 室 (310016)
上海营业部	021-68409339	上海市浦东新区松林路 357 号 22 层 A、B 座 (200120)
郑州营业部	0371-65611863	郑州市未来大道 69 号未来公寓 316 (450000)
大连分公司	0411-84806751	大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2806 号房间 (116023)
日照营业部	0633-5511888	日照市东港区海曲东路南绿舟路东兴业喜来登广场 006 幢 02 单元 11 层 1106 号 (276800)
徐州营业部	0516-83109555	徐州市和平路 1 号帝都大厦 1805 室 (221000)
南通营业部	0513-89070101	南通市崇川区姚港路 6 号方天大厦 605 室 (226001)
常州营业部	0519-89961518	常州市产化街 20 号 1102 (213001)
无锡营业部	0510-82620193	无锡市中山路 676-501 室 (214043)
张家港营业部	0512-35006552	张家港市杨舍镇城北路 178 号华芳国际大厦 B1118-19 室 (215699)
常熟营业部	0512-52868915	常熟市金沙江路 11 号中汇商业广场 102 (215500)
吴江营业部	0512-63803977	苏州市吴江区东太湖大道 7070 号亨通金融大厦 1910 (215200)
淄博营业部	0533-2225776	淄博市张店区华光路 77 号联通营业厅西侧汇美福安综合楼五楼 (255000)

