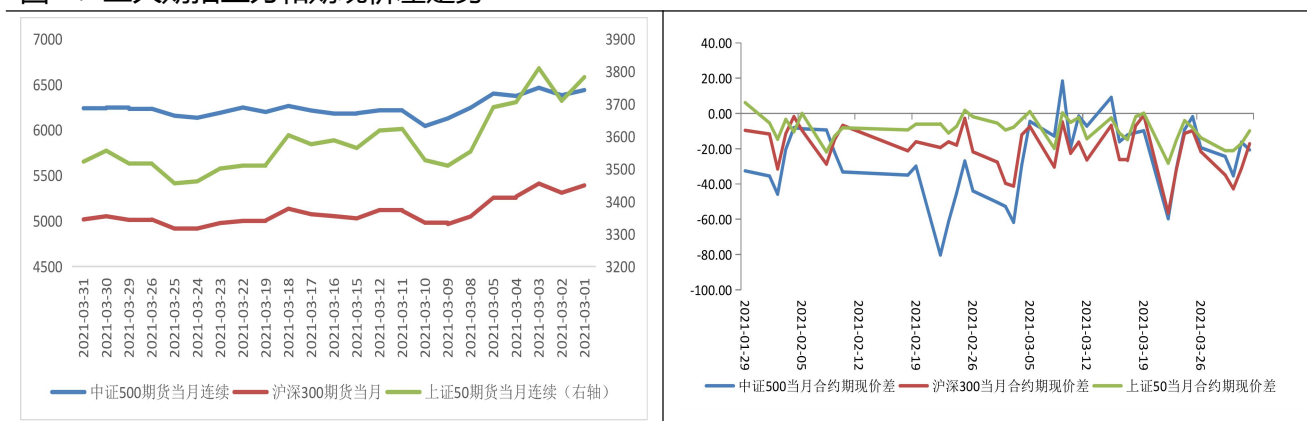


期指报告
2021 年 4 月 2 日 星期五
股指 4 月报：市场筑底震荡，期指观望为宜
执笔：陈夏昕
电话：0591-878925
投询资格：Z0011393
一、行情回顾

3 月，三大期指震荡修复行情。截止 3 月 31 日，IF 报收 5017.2 点，月涨 2.7%，IH 报收 3522.4 点，月涨 2.56%；IC 报收 6237.8 点，月涨 1.13%。

期现价差方面，IF、IH 期现价差呈现贴水状态，目前 IC 贴水幅度震荡收窄，IF、IH 贴水幅度有所扩大，反映市场投资情绪仍显谨慎。

图 1：三大期指主力和期现价差走势


数据来源：Wind 资讯 福能期货研究院

二、经济基本面：宏观经济具有韧性

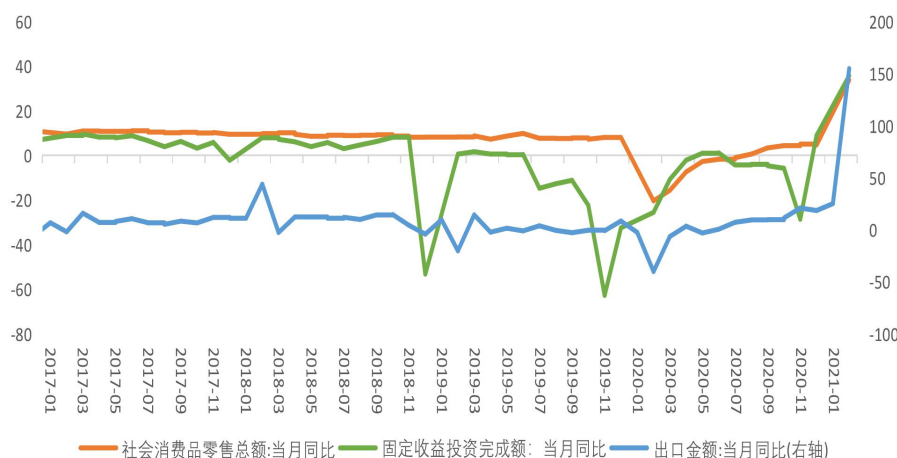
经济复苏道路仍任重道远。2021 年 1-2 月主要指标同比增速较高，主要是去年低基数效应影响。将基期设为 2019 年 1-2 月，计算 2020 和 2021 年两年的复合平均增长率后与基期对比，仅工业增加值高于 19 年 1-2 月，反映经济回升动能弱于 19 年 1-2 月。

从环比数据来看，后疫情时代“强工业和投资，弱消费”的格局仍未改变。今年前 2 月工业增加值表现较好主要是因为强出口带动及“就地过年”下企业复工早于往年。从需求端来看，基建、制造业表现较弱，房地产表现平稳。短期在强出口的支撑下，制造业增速有望回升。但今年专项债发行规模下降，未来基建投资增速上行空间或有限。并且随着房地产融资收紧的效果逐步显现，房地产投资增速下行概率较大，对投资增速反弹形成拖累。消费方面，消费端复苏好于预期，考虑到疫情对经济冲击减弱，消费增速有望回归正常水平。综合来看，在出口、制造业和消费回暖带动下，

管理风险 创造财富

宏观经济韧性较强。

图 2：消费、投资及出口同比增速



数据来源：Wind 资讯 福能期货研究院

二、长端美债收益率上行对国内市场影响有限

节后长端美债收益率上行多次引发全球风险资产调整。3月6日美国1.9万亿美元财政刺激方案通过，加上去年12月份通过的9000亿美元援助计划，相当于美国短期内增加2.8万亿美元的财政刺激，快速推升美国长端利率和通胀预期，近期10年期美债收益率快速上行，一路突破1.5%、1.6%等重要关口，最高达到1.74%，引发全球风险资产价格调整。在美国经济复苏预期、美联储维持宽松货币政策，及国际大宗商品价格易涨难跌推升通胀预期等因素叠加影响下，未来10年期美债收益率仍有上行空间。由于美债利率快速反弹吸引国际长线资金回流美国，叠加通胀预期升温，新兴市场面临被动加息局面。目前巴西、土耳其、俄罗斯三大新兴市场国家先后选择加息，不利于后疫情时代的全球经济复苏。

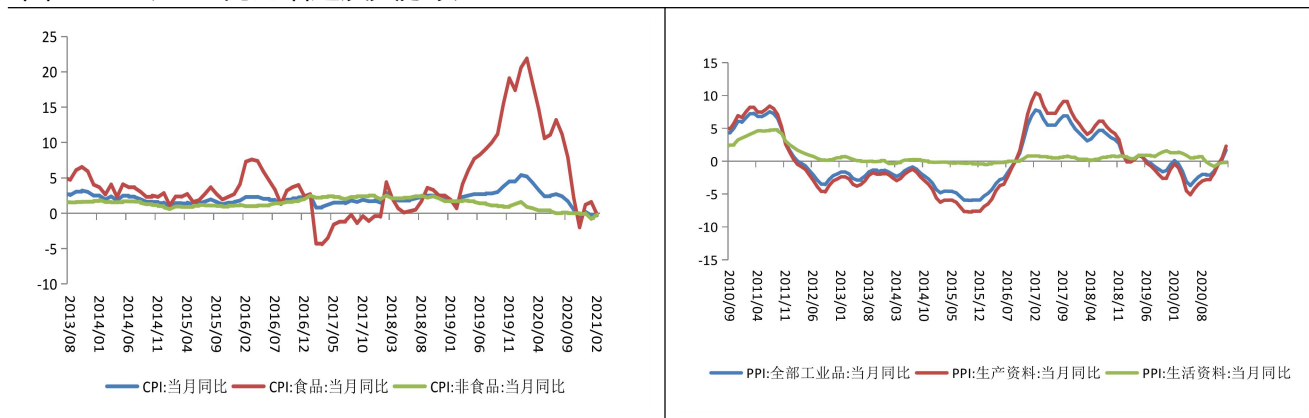
目前市场对于长端美债收益率上行的担忧主要有以下几点：第一，长端美债收益率上行对期指估值形成负面影响，尤其是高估值板块。外围市场回调传导至国内市场，诱发市场走出杀估值的逻辑，前期基金抱团股出现较大跌幅。第二，长端美债收益率的上行在一定程度上缩小的中美利差，可能会引发资本外流，导致人民币汇率走弱，加剧了核心资产的资金抛压局面，对期指价格形成压力。

但美债收益率上行对我国长期债券收益率影响较为有限。截止2021年3月31日，中美10年期国债利差为160BP，处于历史较高水平，即使美债收益率升至2%，仍有120BP左右的安全垫，资本外流压力较低，对期指估值影响有限。

此外，国际大宗商品价格上涨对中国消费品物价推升相对有限，引发被动加息概率较低。去年以来国际大宗商品价格上涨主要源于后疫情时代全球需求端复苏快于供应端恢复造成的供需缺口。国际大宗商品价格主要影响生产资料价格，生产资料价格同比增速从2020年5月的低点-5.1%

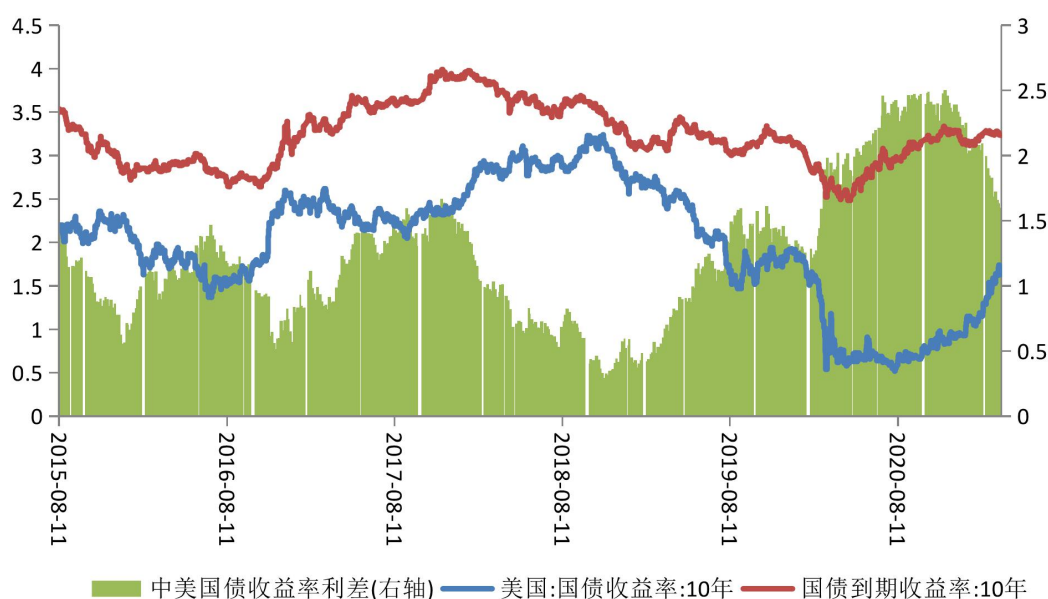
回升至 2021 年 2 月的 2.3%，但对生活资料价格影响有限，生活资料价格从去年 5 月 0.9% 跌至负值区间，因此对 CPI 传导有限。此外，CPI 主要受食品项波动影响，随着能繁母猪产能释放，猪价有望步入下行周期，带动 CPI 食品项下行，CPI 价格上涨空间有限，使得我国被动加息概率较低。

图 3：CPI、PPI 同比增速及其分项



数据来源：Wind 资讯 福能期货研究院

图 4：中美 10 年期国债收益率及中美利差



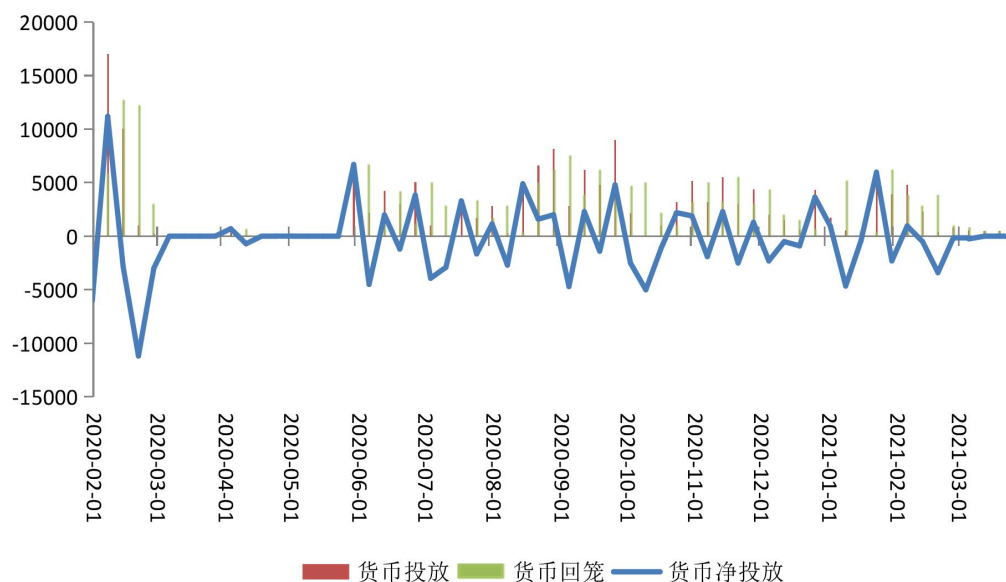
数据来源：Wind 资讯 福能期货研究院

三、货币政策：短期难以收紧

近期央行行长易纲发表讲话指出，“中国货币政策始终保持在正常区间，工具手段充足，利率水平适中，在提供流动性和合适的利率水平方面具有空间”，反映我国货币政策仍有较大的调控空间。另外，易行长指出，“货币政策既要关注总量，也要关注结构，加强对重点领域、薄弱环节的定向支持”，因此未来结构性政策是货币政策重要组成部分。再者，易行长强调“需要在支持经济

增长与防范风险之间平衡”。由于 2020 年宏观杠杆率出现较大上升，今年控制杠杆率是政策重点之一，未来信用收紧是必然趋势。考虑到国内货币政策强调保持连续性、不急转弯，加上通胀压力不大，短期货币收紧概率较低。

图 5：货币净投放



数据来源：Wind 资讯 福能期货研究院

三、“十四五”开局之年，中国经济高质量发展

2021 年 3 月 5 日，两会开幕式在北京召开，《2021 年政府工作报告》正式出炉，内容包括今年工作计划和“十四五”目标等内容。

表 1：2021 年政府工作主要量化指标

指标	2021 年目标	2020 年目标	2020 年实际	2019 年实际
GDP 增速	6%以上	未提及	2.3%	6.1%
CPI 增速	3%左右	3.5%	2.5%	2.9%
M2 增速	与名义经济增速基本匹配	明显高于 2019 年	10.1%	8.7%
社会融资规模	与名义经济增速基本匹配	明显高于 2019 年	13.3%	10.7%
城镇登记失业率	5.5%	6%左右	4.24	3.62
城镇新增就业人口	1100 万以上	900 万人以上	1186 万人	1352 万人
财政赤字	3.57 万亿元	3.76 万亿	3.76 万亿	2.76 万亿

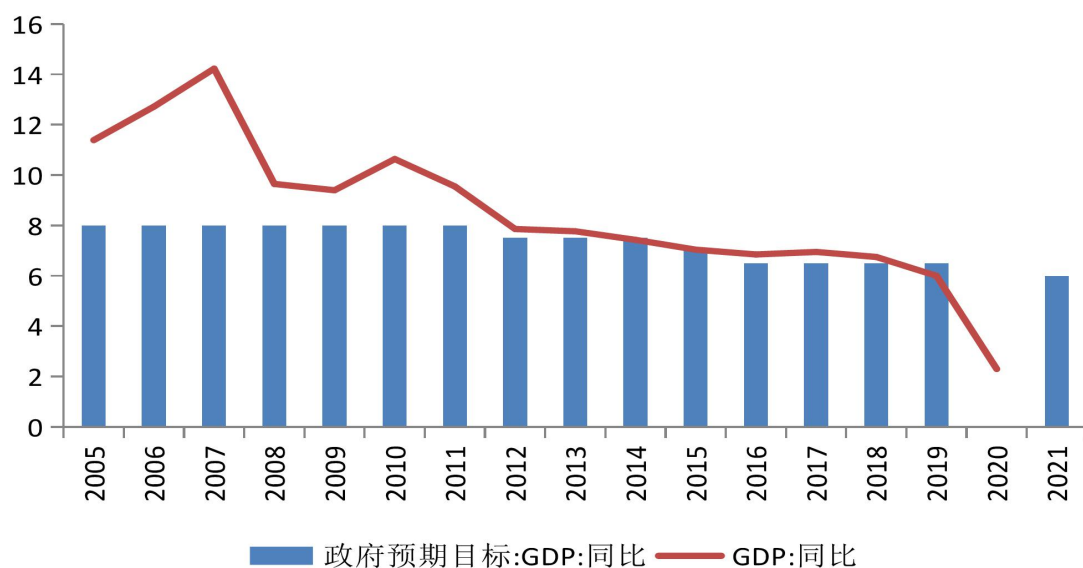
赤字率	3.2%左右	3.6%以上	3.7%	2.8%
地方专项债	3.65 万亿元	3.75 万亿	3.75 万亿	2.15 万亿
减税降费	实行新结构性减税政策	超过 2.5 万亿元	超过 2.6 万亿元	2.36 万亿元

数据来源：新华社 福能期货研究院

2021 年为“十四五”开局年，经济发展更注重质量。今年报告中提出“经济增长目标为 6%以上”，低于 IMF 在 1 月底预测值 8.1%。在低基数效应下，2021 年 6%以上的经济增长目标并不高，即是底线又有很大余地。

增长目标回归常态。2021 年国内疫情得到有效控制加上疫苗批量上市，疫情对经济冲击减弱，2021 年“城镇新增就业 1100 万人以上、城镇调查失业率 5.5%”的目标与 2018-2019 年的目标一样。对于 CPI，在猪肉价格同比下降拖累下，2021 年 CPI 同比增速或在 3%以下，因此下调 CPI 同比增速为 3%，与 2015-2019 年相同。

图 6：GDP 政府预期目标和实际 GDP 同比增速



数据来源：Wind 资讯 福能期货研究院

政策总基调强调以稳当头，不急转弯。政府工作报告强调，宏观政策连续性、稳定性、可持续性；不急转弯，保持必要支持力度”，并新增“在区间调控基础上加强定向调控、相机调控、精准调控”。反映出超宽松宏观政策将逐步，但节奏和力度会比较温和，并会根据实际情况相机抉择。

2021 年财政政策目标高于市场预期，反映出政策退出节奏较为温和。首先，尽管今年赤字率较 2020 年 3.6%下调至 3.2%，但仍高于 2019 年 2.8%。

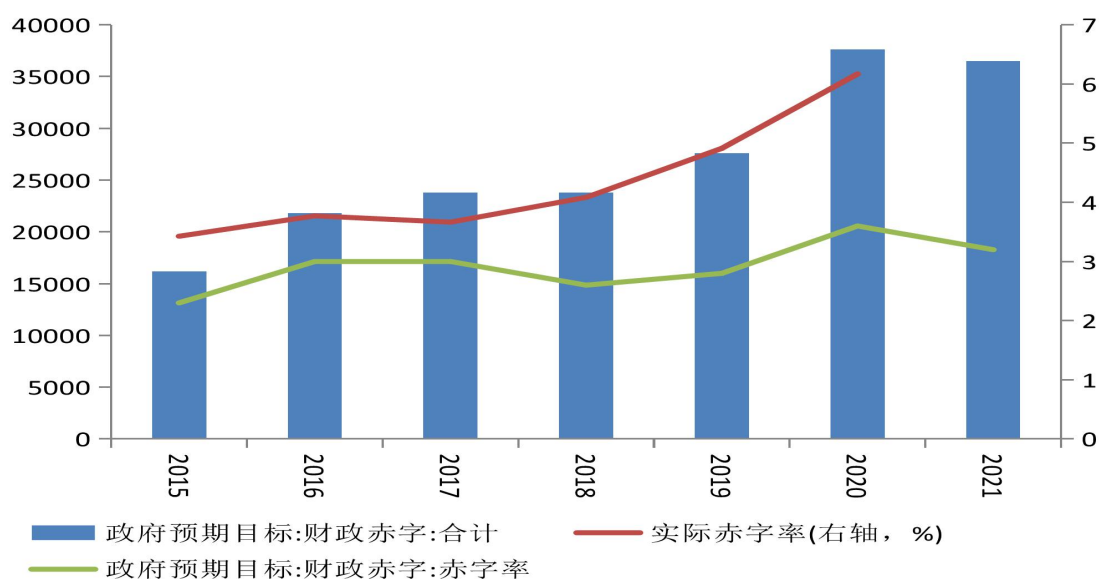
其次，今年不发行抗疫特别国债，下调地方专项债 1000 亿至 3.65 万亿，但仍明显高于 2019 年目标 2.15 万亿。由于专项债是基建投资的主要资金来源之一，2021 年基建投资支持力度不弱，

基建投资增速下滑幅度或有限。另外，政府债供给压力下有限，在 PPI 回升的背景下，长端债券收益率下行空间有限。

此外，今年将继续减税降费，并实施新的结构性减税举措，包括提高小规模纳税人增值税起征点等。

2021 年货币政策延续前期定调。货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，推动实际贷款利率进一步降低。

图 7：财政赤字、赤字率预期目标和实际赤字率



数据来源：Wind 资讯 福能期货研究院

产业政策推动经济转型升级。本次政府工作报告较 2020 年相比，增加“增强产业链供应链自主可控能力”表述。受疫情影响，不少国家、产业陷入供应链停摆、生产中断等困境。典型例子就是芯片行业，在中美贸易摩擦中，从华为断供到中芯国际被列入实体清单，均反映我国产业链上游被“卡脖子”。因此，增强产业链供应链自主可控能力的迫切性已呼之欲出。

另外，本次政府工作报告首提“碳达峰、碳中和”目标，并制定 2030 年前碳排放达峰行动方案，反映对清洁能源重视程度。在“碳达峰、碳中和”目前驱动下，当前的能源结构可能面临调整，对传统化石能源尤其是煤炭消费将有一定程度约束，但利好光伏、风能、核能等清洁能源和新能源汽车行业。

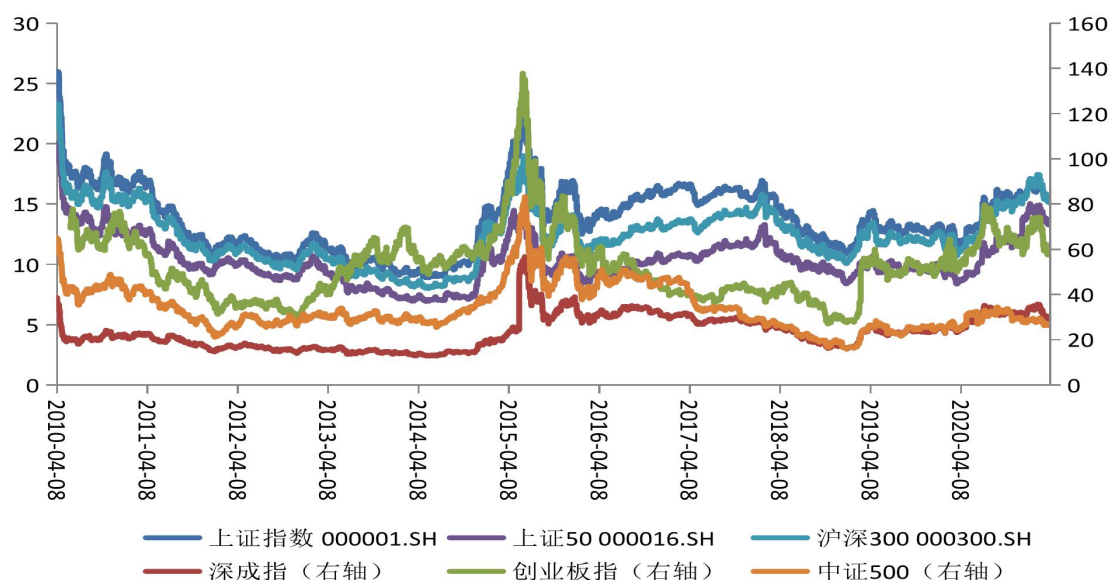
四、股指策略：股市风格转换，关注多 IC 空 IF、IH

市场大幅调整主要受外围宏观、抱团白马股估值压降等因素作用。从估值上来看，经过近期市场调整，代表大盘蓝筹板块的沪深 300、上证 50 指数估值从高位回落，但处于历史较高位置，而代表中小盘的中证 500 指数存在估值优势。截止 3 月 31 日，上证 50、沪深 300 的估值分别为 13.26

倍和 15.1 倍，处于历史 76.1%和 73.5%分位附近，中证 500 估值 26.62 倍，处于 22.8%分位数附近。

尽管市场波动剧烈，但仍存在利好点。首先当前基本面不错，宏观经济延续复苏态势，尽管政策弱于去年但支持力度仍高，顺周期板块有望延续修复行情；其次，年报将陆续公布，经过充分调整后，优秀的白马龙头股有望通过业绩增长消化高估值，市场下跌空间有限。再者，各行业“十四五”规划将陆续出台，为市场提供投资机会，提升市场风险偏好。

图 8：主要指数 P/E 走势



数据来源：Wind 资讯 福能期货研究院

尽管市场波动剧烈，但仍存在利好点。首先当前基本面不错，宏观经济延续复苏态势，尽管政策弱于去年但支持力度仍高，顺周期板块有望延续修复行情；其次，年报将陆续公布，经过充分调整后，优秀的白马龙头股有望通过业绩增长消化高估值，市场下跌空间有限。再者，各行业“十四五”规划将陆续出台，为市场提供投资机会，提升市场风险偏好。

五、总结

综合来看，国内经济延续复苏态势，海外美债收益率对国内资产价格影响有限，短期货币政策收紧概率较低，中长期基本面仍然向好。目前市场估值仍处于较高位置，在指数完成估值调整之前，预计期指仍处于调整阶段。

免责声明

管理风险 创造财富

以上作品（包括但不限于研究报告、分析评论文章、视频等）版权属于福能期货，仅作参考之用。不管在何种情况下，本作品都不能当作买卖所述品种的依据。作品是针对商业客户和职业投资者准备的，所以不得传播给其他人员。尽管我们相信作品中数据和资料的来源是可靠的，但我们不对它们的真实性、准确性和完整性等做任何的保证。我们也不承担因根据本作品操作而导致的损失。未经福能期货书面授权许可，任何引用、转载以及向第三