

基本面支持弱化 市场逻辑正在转向

作者：宏观金融组 李彦森

执业编号：F3050205(从业) Z0013871(投资咨询)

联系方式：010-68518392/ liyansen@foundersc.com

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

成文时间：2021年4月5日星期一

摘要：

我们认为，宏观基本面正在接近转向，市场受到的利好影响将会下降。虽然短期市场正在形成底部，但是中期行情已有转向宽幅震荡的迹象。上方 3731 点和下方 3200 点将是震荡的高位和低位。暂时认为长线行情震荡上行趋势不变。基于未来中期市场走势可能转向宽幅震荡的判断，我们认为单边策略可回归高抛低吸为主，博取中短期灵活交易的收益。现货层面重新关注跌幅较大的消费股以及科技股，尤其后者可作为长期持有对象。周期股可随反弹逐步减仓。总仓位建议调整至 40%至 60%左右。期货操作中，依然重点尝试远端尤其是隔季合约，博取基差收益。卖出套保仍建议采用近月主力合约。IH/IC 价差有转向迹象，可采用逢高做空上述价差即空 IH 多 IC 的操作，把握价差交易的机会。



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

目录

观点概述:	3
第一部分 股指现货和期货市场回顾	4
一、 股票现货市场总体情况	4
二、 股指期货行情分析	8
第二部分 基本面分析	15
一、 宏观经济面临转向 股指受支持下降	16
二、 货币政策维持观望 存量博弈继续	23
三、 资金入场步伐减慢 上行动能削弱	25
四、 估值冲高回落 周期股逻辑松动	27
第三部分 行情研判和未来展望	28
一、 针对上证综指的市场总体技术分析	29
二、 上证 50、沪深 300 和中证 500 指数技术与操作建议	30

观点概述:

一季度市场总体冲高回落。经济基本面转向迹象逐渐明晰、中美政治博弈加剧等均是影响市场的因素。央行政策也导致一定波动。而零星疫情已经难以影响市场。行业上看，一季度最大的变动是食品、医药等“基金抱团股”冲高回落，上证 50 和沪深 300 也受此拖累，跌幅比中证 500 更深。周期行业跟随基本面呈现上行走势，但 3 月出现调整。预计二季度消费股将企稳，周期股调整压力上升。国内大类资产已开始反映市场对周期转向的担忧，但海外风险资产仍有望维持强势。全球股市普遍上涨也利好内盘。一季度指数分化还体现在交投方面，投机交易更多位于 IF 和 IH 合约，对 IC 的对冲需求更大。期指升贴水反映出市场对未来股指走势仍偏悲观。套利方面，较深的年化贴水率下，如有做空现货机会可积极参与期现套利。目前远期贴水暂无修复趋势，不建议操作跨期套利。跨品种套利方面，IH/IC 价差已经出现下行趋势，可逢高参与做空 IH/IC 价差的交易，即做空 IH、做多 IC。

一季度宏观经济仍处于主动加库存阶段，但进一步接近拐点。1、2 月经济数据总体超预期。产出端表现依然强劲，排除低基数也有明显增长，尤其是中下游制造业，受外需拉动明显，就地过年也有利好影响。内需方面，消费继续修复。投资需求中主要是房地产韧性继续超预期，预计房屋销售回落前该局面不易打破。基建投资和制造业投资相对中性。未来基建投资或维持平稳，而制造业投资仍可能加速。通胀回升有助于企业收入提升，尤其对上游企业利好更明显。随着产出增速回落，利润改善持续性也正在下降。基于对货币政策中性、信用收缩不变的判断，我们认为股票和期指仍处于存量资金博弈的状态中，政策对市场暂无利多。市场角度看，资金收紧、利率抬升导致的调整目前已消除。而场外资金入场意愿减弱、杠杆交易减少，削弱了后续上涨的动能。估值角度看，随着经济基本面拐点临近，周期股估值修复空间下降，对 IH 和 IF 期指合约的带动力将减弱。消费股虽经过一轮调整但估值仍偏高。市场整体估值进一步上升阻力增加。

我们认为，宏观基本面正在接近转向，市场受到的利好影响将会下降。虽然短期市场正在形成底部，但是中期行情已有转向宽幅震荡的迹象。上方 3731 点和下方 3200 点将是震荡的高位和低位。暂时认为长线行情震荡上行趋势不变。基于未来中期市场走势可能转向宽幅震荡的判断，我们认为单边策略可回归高抛低吸为主，博取中短期灵活交易的收益。现货层面重新关注跌幅较大的消费股以及科技股，尤其后者可作为长期持有对象。周期股可随反弹逐步减仓。总仓位建议调整至 40%至 60%左右。期货操作中，依然重点尝试远端尤其是隔季合约，博取基差收益。卖出套保仍建议采用近月主力合约。IH/IC 价差有转向迹象，可采用逢高做空上述价差即空 IH 多 IC 的操作，把握价差交易的机会。

第一部分 股指现货和期货市场回顾¹

一季度市场总体冲高回落。经济基本面转向迹象逐渐明晰、中美政治博弈加剧等均是影响市场的因素。央行政策也导致一定波动。而零星疫情已经难以影响市场。行业上看，一季度最大的变动是食品、医药等“基金抱团股”冲高回落，上证 50 和沪深 300 也受此拖累，跌幅比中证 500 更深。周期行业跟随基本面呈现上行走势，但 3 月出现调整。预计二季度消费股将企稳，周期股调整压力上升。国内大类资产已开始反映市场对周期转向的担忧，但海外风险资产仍有望维持强势。全球股市普遍上涨也利好内盘。一季度指数分化还体现在交投方面，投机交易更多位于 IF 和 IH 合约，对 IC 的对冲需求更大。期指升贴水反映出市场对未来股指走势仍偏悲观。套利方面，较深的年化贴水率下，如有做空现货机会可积极参与期现套利。目前远期贴水暂无修复趋势，不建议操作跨期套利。跨品种套利方面，IH/IC 价差已经出现下行趋势，可逢高参与做空 IH/IC 价差的交易，即做空 IH、做多 IC。

一、股票现货市场总体情况

一季度市场总体呈现冲高回落走势。经济基本面转向的迹象逐渐明晰，以及中美政治博弈加剧，均是影响市场走势的重要因素。央行政策部分时间段带来一定波动。而零星疫情等问题已经难以影响市场。行业逻辑上看，一季度最大的变动是食品、医药等“基金抱团股”冲高回落出现明显调整，上证 50 和沪深 300 指数也受此拖累跌幅比中证 500 指数更深。周期行业仍跟随基本面呈现上行走势，但 3 月出现一轮调整。预计二季度消费股将会企稳，周期股调整压力上升。国内大类资产变动已经开始反映出市场对周期转向的担忧，但海外风险资产仍有望维持较强表现。全球股市多数上涨，从市场情绪层面有利于内盘表现。

（一）股票市场总体走势

一季度市场总体呈现冲高回落走势。以上证指数为例来看，1 月走势延续去年四季度以来的震荡上行。国内经济基本面依然非常强势，是支持市场上涨的主要力量。并且在美国总统换届交接完成后，美国新政府工作重点转向国内，中美政治博弈减少，也有助于指数上涨。即使当时国内部分地区出现零星疫情，对市场产生的扰动也非常有限。1 月下旬开始，由于央行对流动性开始有边际收紧的迹象，指数出现短期大幅调整走势。在 2 月初资金面开始缓解后，市场则再度恢复上涨。并且春节假期前后外盘普遍大涨，也令春节前指数加速冲高，春节后首个交易日明显高开，刷新 2015 年四季度以来最高位。春节后国内经济数据位于真空期，海外尤其是美国无风险利率的大幅上升，导致外盘调整明显并拖累内盘。2 月末开始部分经济数据出现走弱迹象，令市场对经济的前景有所担忧，不利于指数反弹。3 月中美新一轮政治交锋加大市场避险情绪，也加速市场走弱的步伐。直到 3 月经济数据公布后的 3 月下旬指数才完成“二次探底”并暂时企稳。总体上看，经济基本面转向的迹象逐渐明晰，以及中美政治博弈加剧，均是影响市场走势的重要因素。央行政策部分时间段带来一定波动。而零星疫情等问题已经难以影响市场。

图 1 上证综指近期走势

¹ 数据引用日期截至 2021 年 3 月 31 日，除非特殊说明，下同。

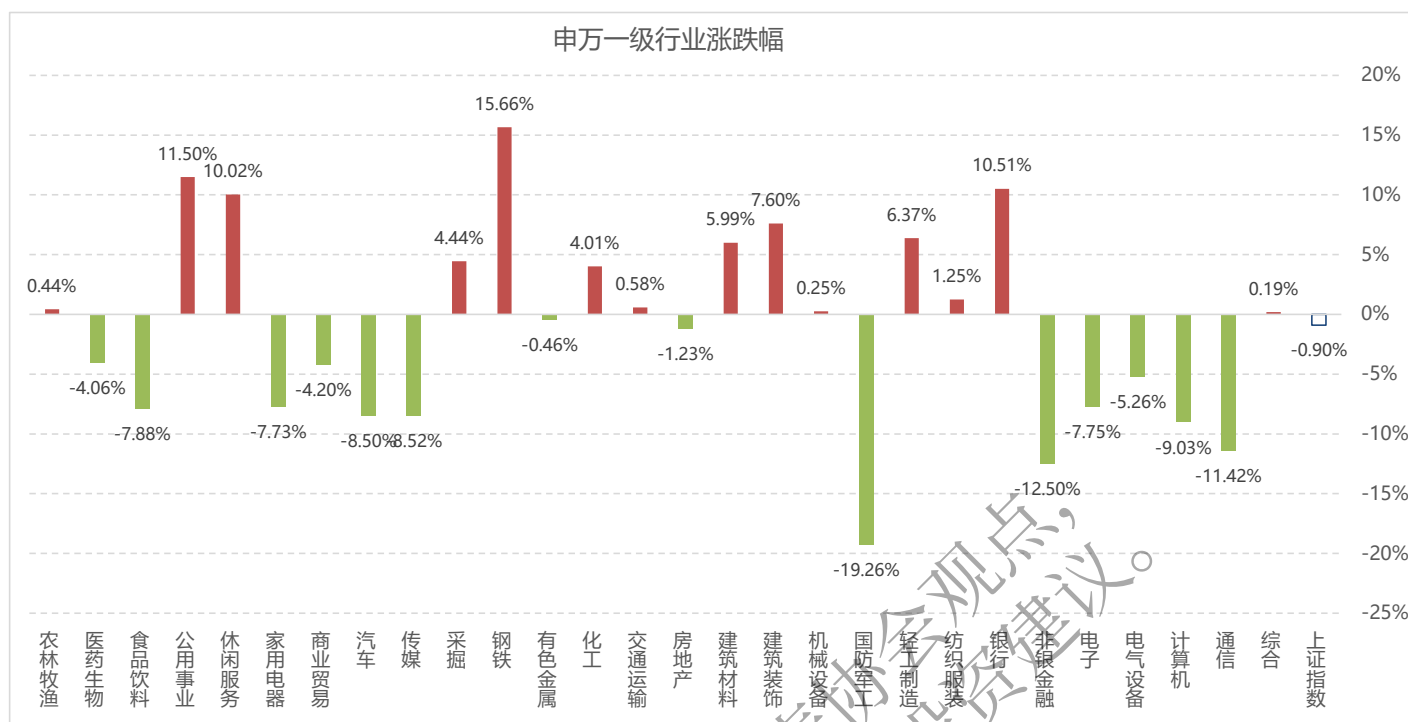


数据来源：文华财经、方正中期研究院

（二）主要行业和指数分类回顾

分行业来看，28 个申万一级行业涨跌各半，行业分歧呈现扩大趋势。涨幅较大的行业主要是钢铁、公用事业、银行、休闲服务、建筑装饰等行业，分别上涨 15.66%、11.50%、10.51%、10.02%、7.60%。跌幅较大的行业是国防军工、非银金融、通信、传媒、汽车等，跌幅分别为 19.26%、12.50%、11.42%、8.52%、8.50%。行业逻辑上看，一季度最大的变动是食品、医药等“基金抱团股”冲高回落出现明显调整，周期行业仍跟随基本面呈现上行走势。但周期股上行态势 3 月已经放慢，预计二季度消费股将会企稳，周期股调整压力上升。成长股如电子、计算机等行业改善的可能性上升。

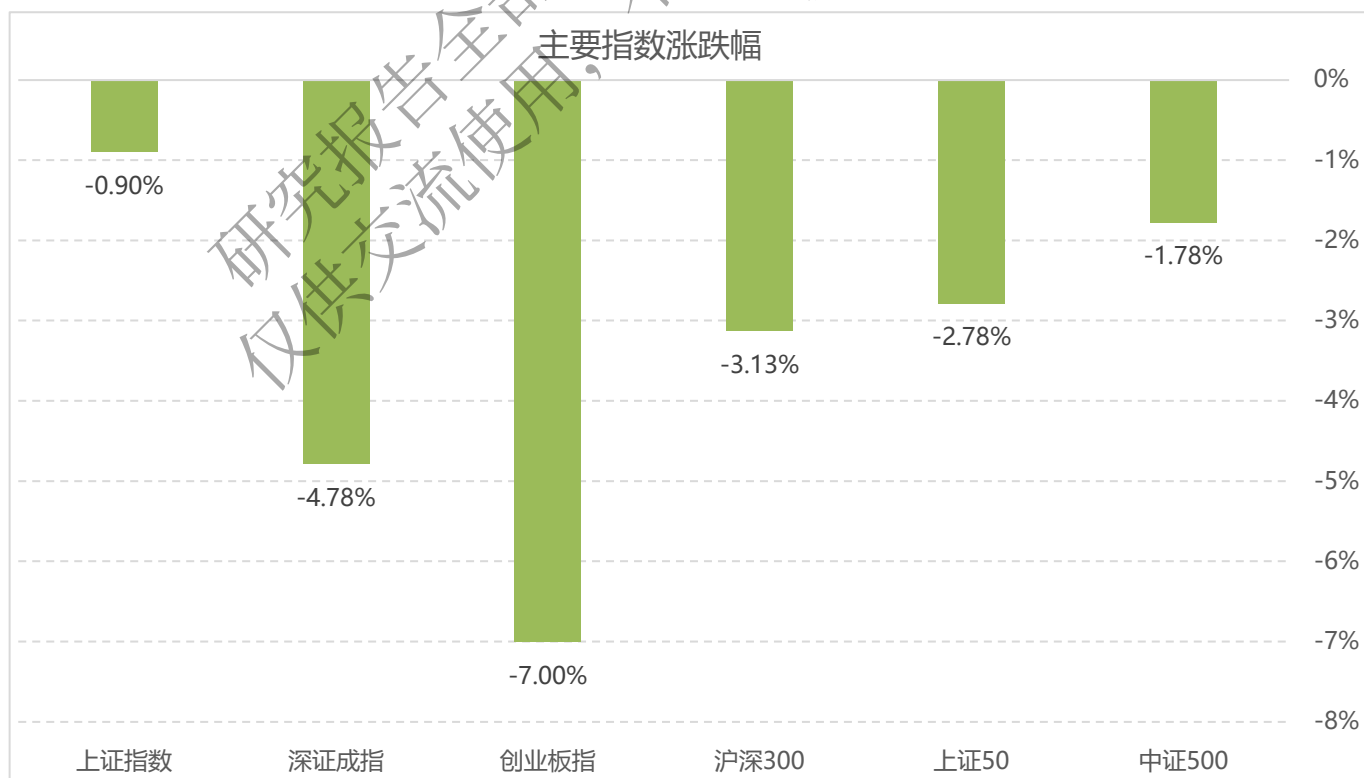
图 2 申万一级行业涨跌幅



数据来源：Wind、方正中期研究院

上证 50 和沪深 300 指数主要受到基金抱团的大盘消费股调整拖累，跌幅比中证 500 指数更深。但周期股表现较强拉动上证指数强于创业板指。沪深 300 指数、上证 50 指数、中证 500 指数一季度分别下跌 3.13%、2.78%、1.78%。

图 3 主要指数涨跌幅

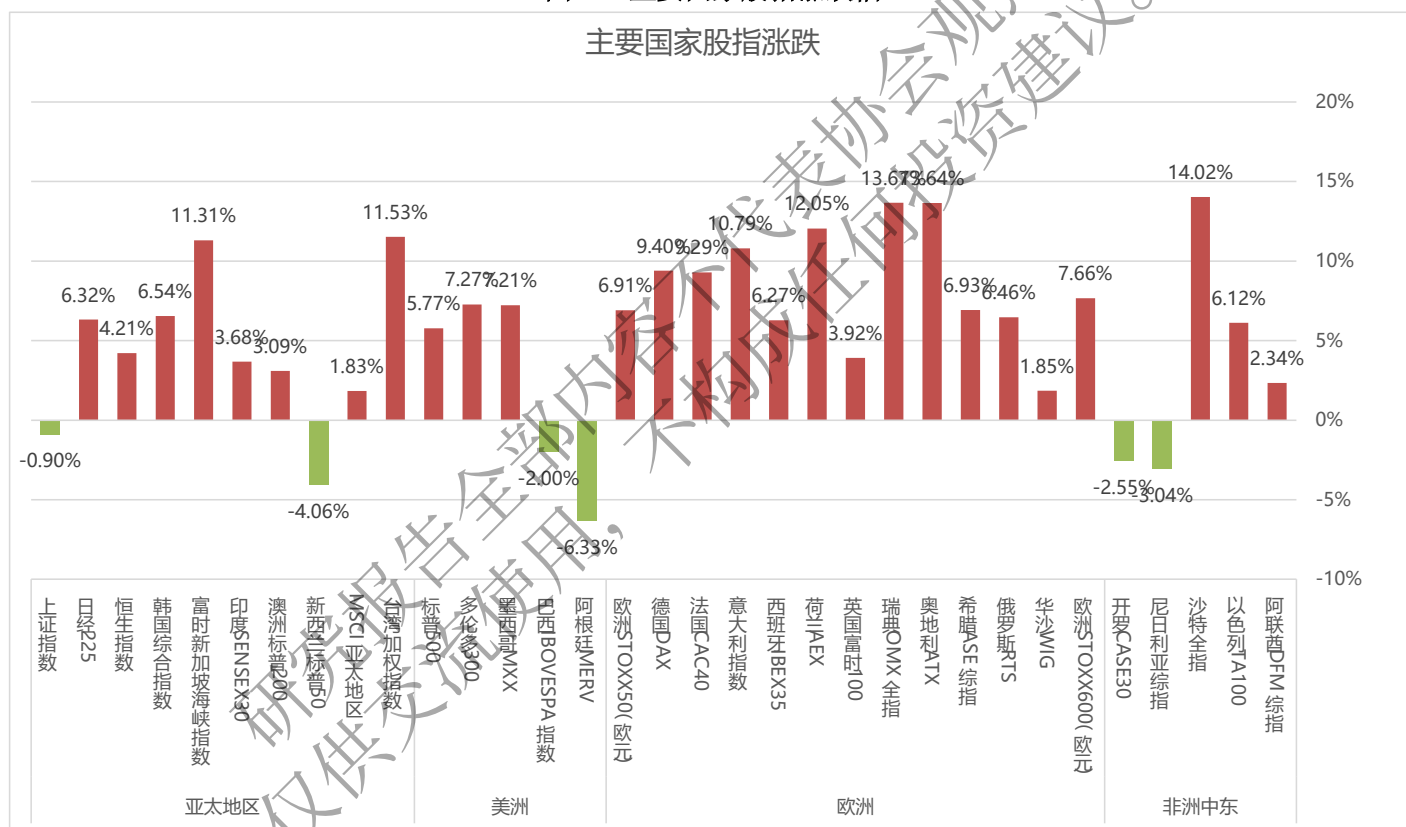


数据来源：Wind、方正中期研究院

（三）外围市场和相关资产走势

一季度全球股市多数呈现上涨走势。美国标普 500 指数和欧洲斯托克 50 指数分别上涨 5.77% 和 6.91%。德国、法国、意大利、英国的主要指数分别上涨 9.4%、9.29%、10.79%、3.92%。随着海外疫情持续好转以及复工复产的加速，市场跟随经济基本面上行。但 3 月下半月开始，部分国家新一波疫情的状况需要注意。亚太地区市场也多数走高，但涨幅稍弱于美欧市场，日本、香港、新加坡市场分别上涨 6.32%、4.21%、11.31%。其他欧洲地区以及和中东地区市场，也呈现明显上涨走势。表现较弱的除中国外，还有南美和北非。前者主要是疫情影响较明显。总体上看，全球股市多数上涨，从市场情绪层面有利于内盘表现。

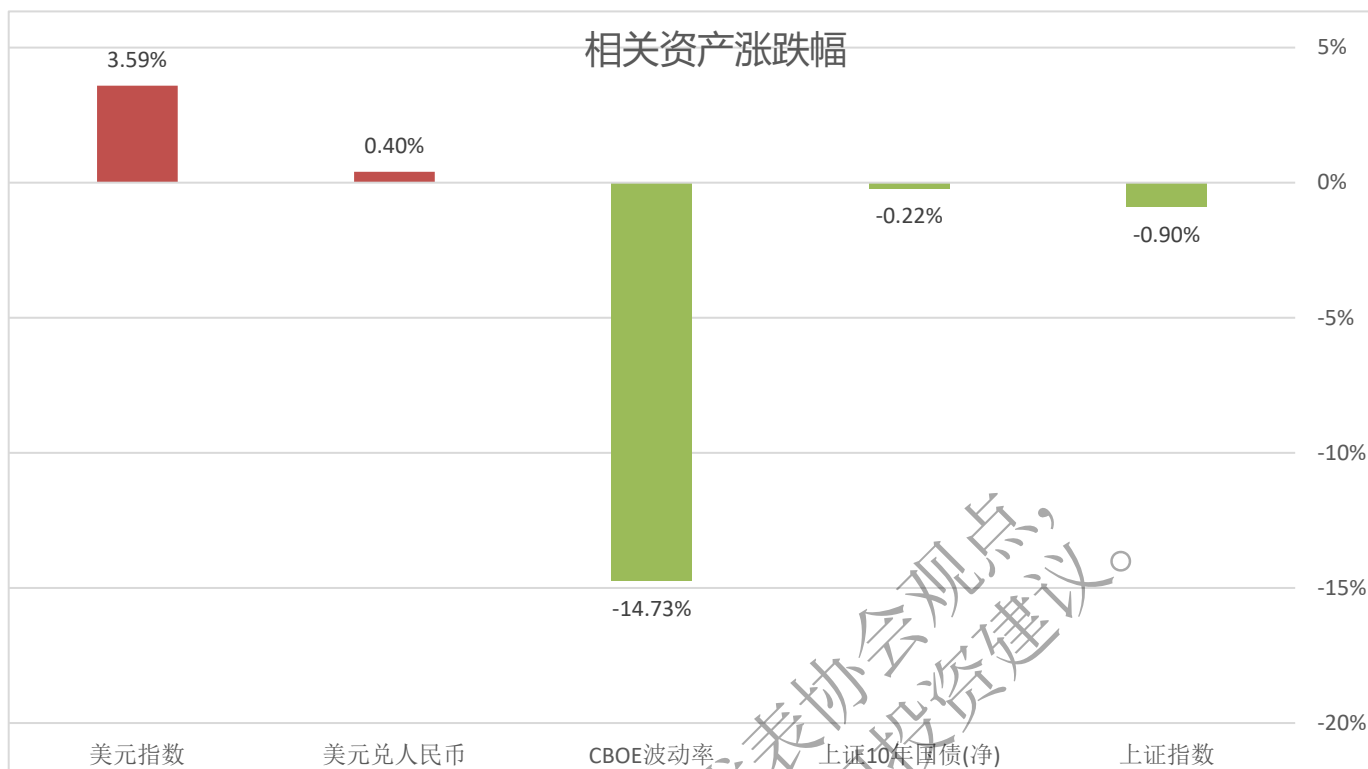
图 4 主要国家股指涨跌幅



数据来源：Wind、方正中期研究院

其他相关资产价格方面，一季度美元指数伴随美债收益率的走升而明显反弹，VIX 指数明显下降，这也是对美国基本面对经济好转的确认。人民币汇率相应承压调整，同时国内债市也表现不佳。总体上看，大类资产变动已经开始反映出市场对周期转向的担忧，但海外风险资产仍有望维持较强表现。

图 5 其他主要大类资产涨跌幅



数据来源：Wind、方正中期研究院

二、股指期货行情分析

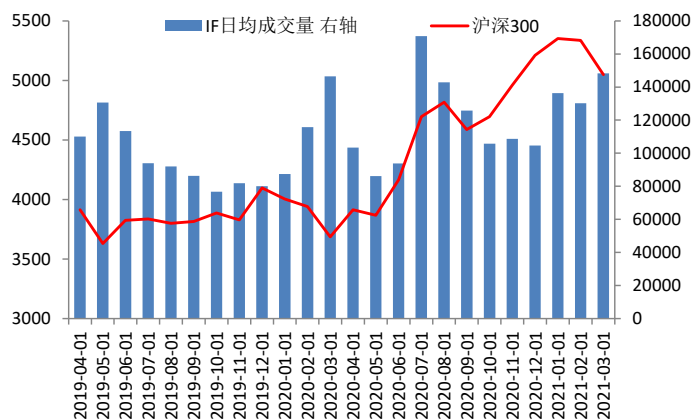
一季度指数明显的分化在期指交投方面也有所体现，投机交易更多位于 IF 和 IH 合约，IC 相对较弱的情况下对冲需求更大。而升贴水情况仍反映出市场对未来股指走势偏悲观的情绪。套利方面，在较深的年化贴水率之下，期现套利中如有做空现货机会可积极参与。但目前远期贴水没有修复趋势，不建议采取跨期套利操作。跨品种套利方面，IH/IC 价差已经出现下行趋势，可逢高参与做空 IH/IC 价差的交易，即做空 IH、做多 IC。

（一）股指期货交投分析

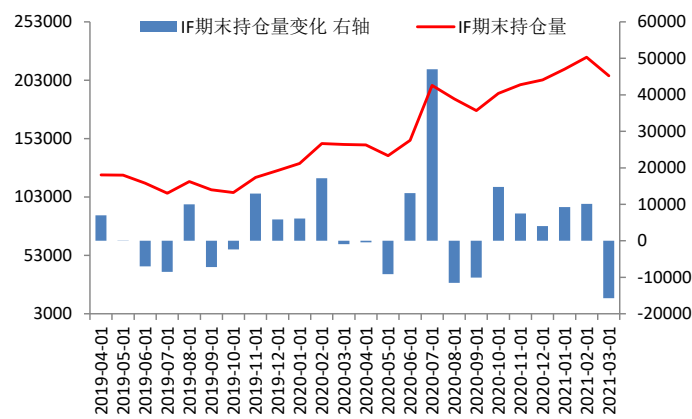
一季度期指市场整体呈现交易更为活跃的态势。期货持仓量的增长主要是 IF 和 IC 合约，IH 合约持仓量较去年年底下降。成交量方面，IF 和 IH 合约日均成交上升较为明显，较去年年底明显增加。IC 合约日均成交量则较去年年底有所回落。IF 和 IH 合约的成交持仓比上升至 70%以上，但 IC 合约仍在 40%多的水平。从期现成交额比来看，也是 IF 和 IH 上升较为明显，IC 反而有所下降。期限市值比来看，IC 小幅增长，IH 和 IF 则有所下降。总体上看，一季度指数明显的分化在期指交投方面也有所体现，投机交易更多位于 IF 和 IH 合约，IC 相对较弱的情况下对冲需求更大。

图 6 沪深 300 指数和 IF 合约成交量

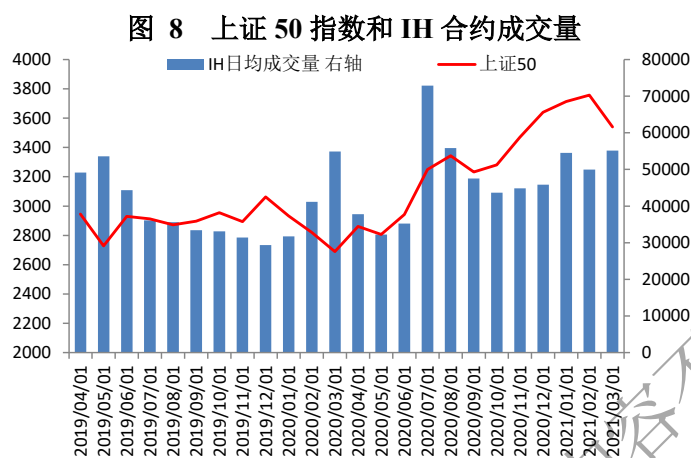
图 7 IF 合约持仓量及其变动



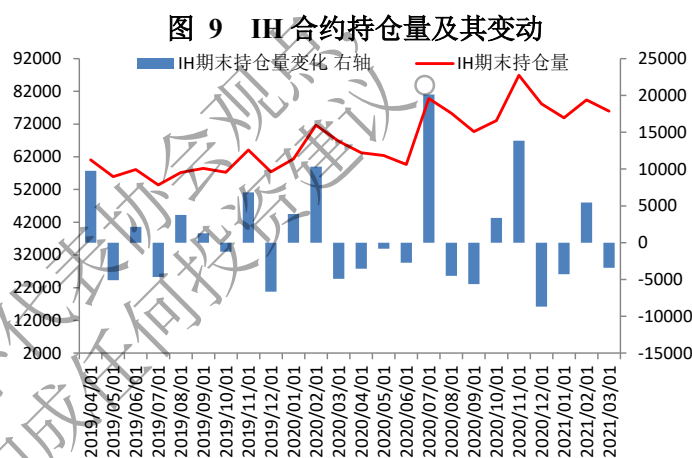
数据来源: Wind、方正中期研究院



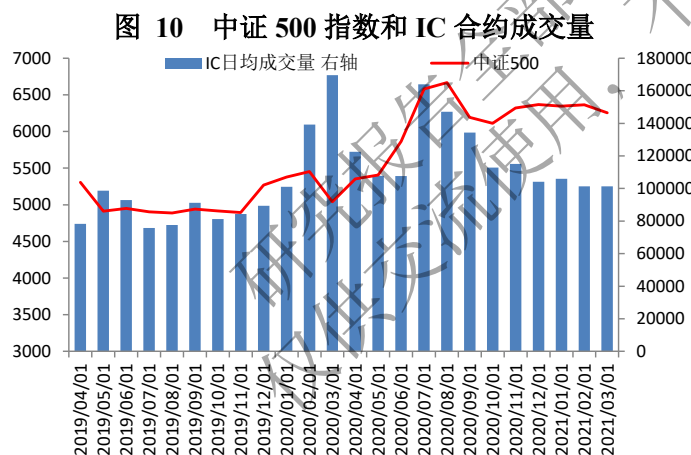
数据来源: Wind、方正中期研究院



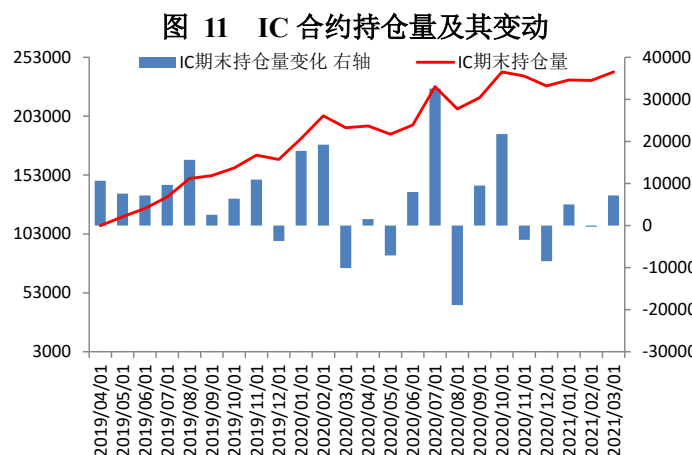
数据来源: Wind、方正中期研究院



数据来源: Wind、方正中期研究院



数据来源: Wind、方正中期研究院



数据来源: Wind、方正中期研究院

图 12 三大股指合约成交、持仓等数据

		日均成交量 (手)	期末持仓量 (手)	成交量/持仓量 (%)	名义成交额 (亿元)	名义持仓额 (亿元)	成交额：期货/现货 (%)	期货持仓额/现货市值 (%)
IF	2021-03	148340	206868	71.71%	54202	3088	76.89%	0.6312%
	2020-12	104634	203224	51.49%	37753	3183	59.62%	0.6416%
IH	2021-03	55174	75965	72.63%	14195	795	74.91%	0.3888%
	2020-12	45852	78189	58.64%	11594	854	68.46%	0.4116%
IC	2021-03	101335	240591	42.12%	30024	2942	87.27%	2.6178%
	2020-12	104057	228652	45.51%	31250	2862	94.68%	2.5503%

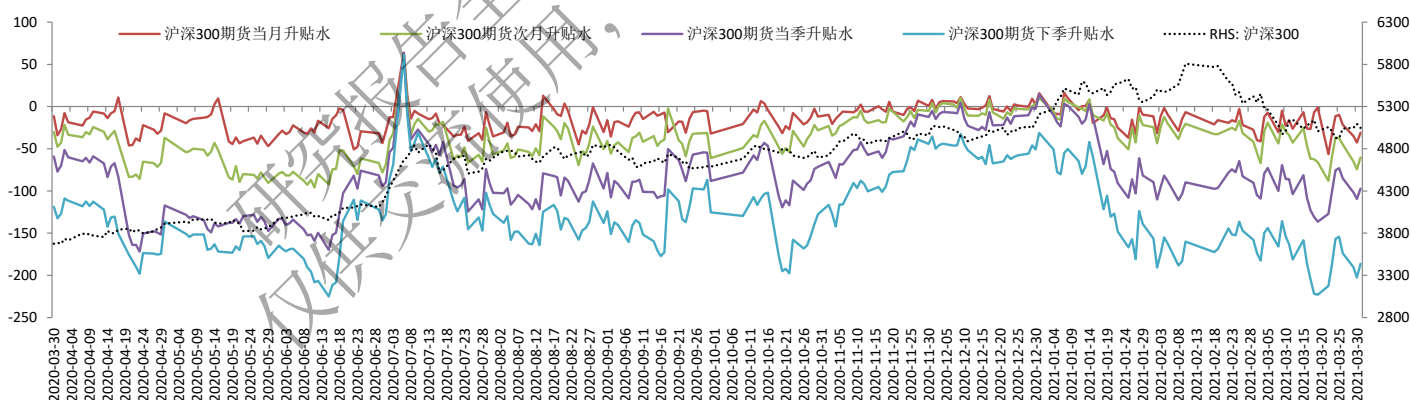
数据来源：Wind、方正中期研究院

(二) 股指期货基差分析

基差或升贴水是期货最为重要的特征之一。对于股指期货而言，升贴水除了反应无风险收益率、市场整体盈利能力之外，部分层面上也反应了市场对于后市的预期，即所谓的价值基差。理论上，由于资金成本的存在，到期日越远的合约价格越高，到期日越近的合约价格相对较低。2015 年之后股指期货处在长时间的大额贴水状态运行，尤其是 IC 合约，IH 合约则在 2017 年和 2019 年曾短暂转为升水。2020 年初和年底前后，IF 和 IH 也有一段时间升水，但后期重回贴水状态。这既有市场的悲观预期的原因，又有限制股指期货交易流动性匮乏的溢价，以及缺乏现货做空机制的因素。

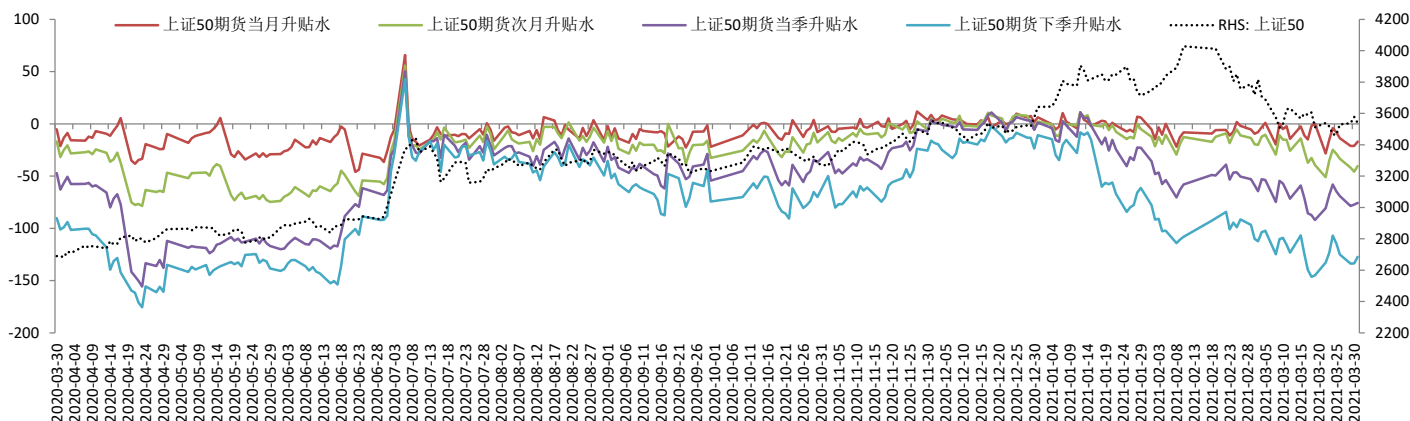
今年 1 月开始基差逐步上升，贴水开始走扩，远端年化贴水率中枢缓慢下移。资金面偏紧导致短端利率上升有一定影响。另外这一变动也反映市场对未来指数继续上涨缺乏信心。2 月后期大幅调整过程中贴水稍有收窄，但总体维持低位。IC 相对于 IH 和 IF 合约远端贴水表现较好，甚至在 3 月开始有所修复。总体上看，升贴水情况仍反映出市场对未来股指走势偏悲观的情绪。

图 13 沪深 300 指数和期货合约升贴水



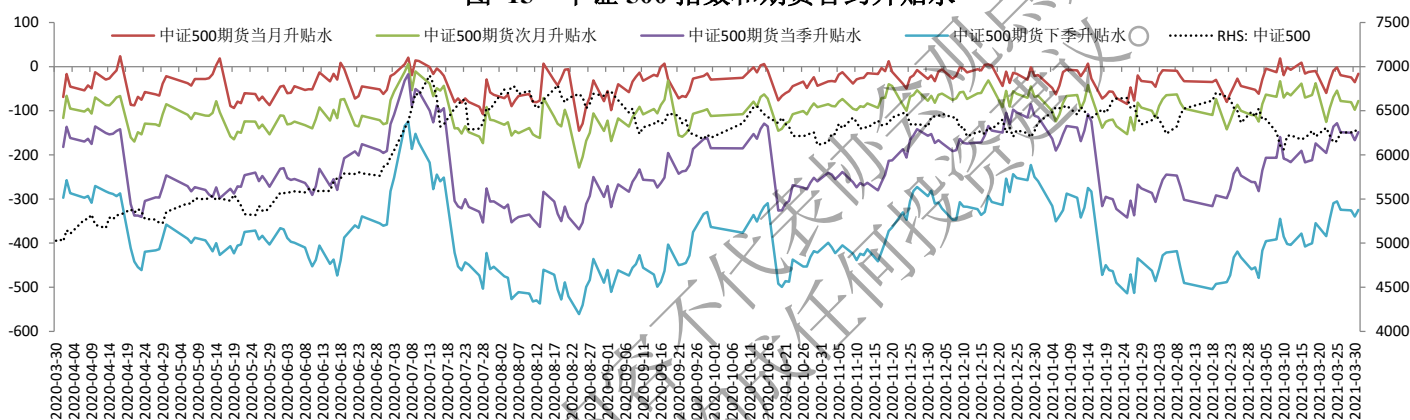
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 14 上证 50 指数和期货合约升贴水



数据来源: Wind、方正中期研究院

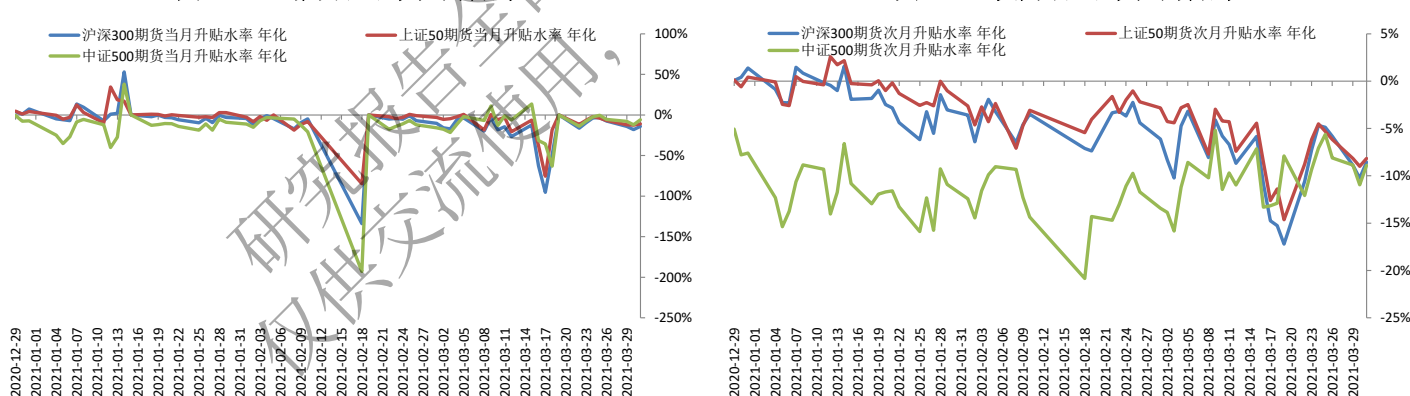
图 15 中证 500 指数和期货合约升贴水



数据来源: Wind、方正中期研究院

图 16 当月合约年化升贴水

图 17 次月合约年化升贴水

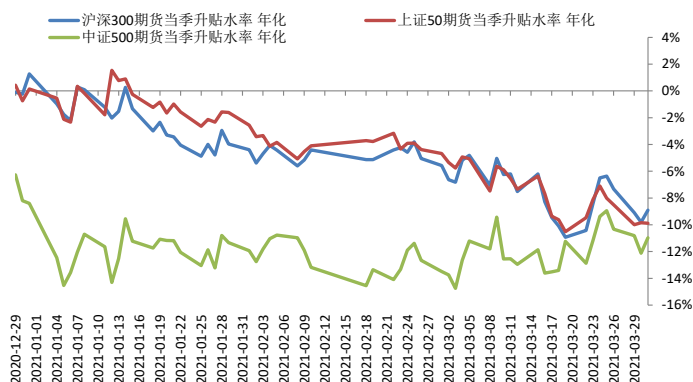


数据来源: Wind、方正中期研究院

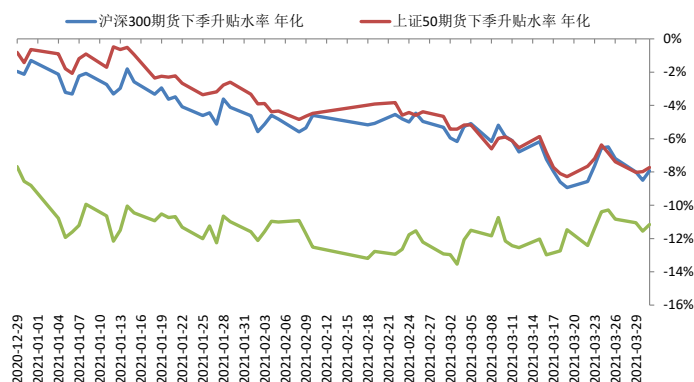
图 18 当季合约年化升贴水

数据来源: Wind、方正中期研究院

图 19 隔季合约年化升贴水



数据来源：Wind、方正中期研究院

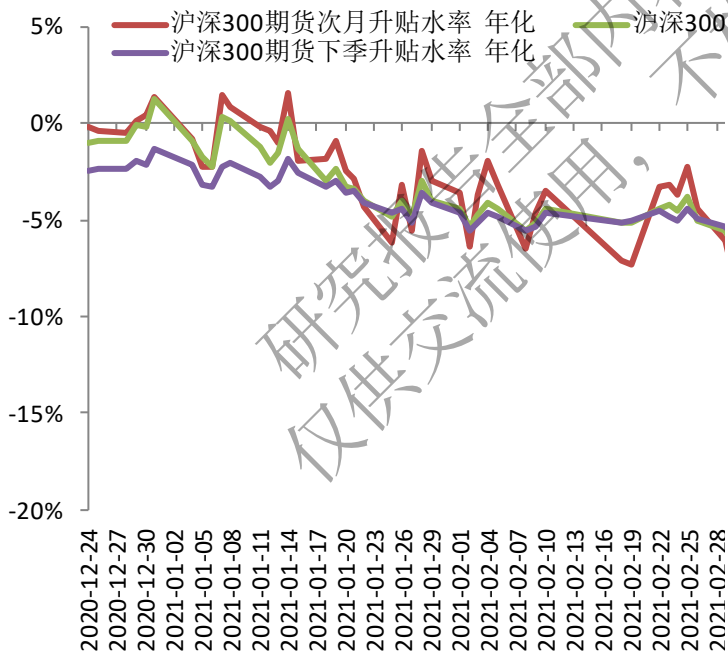


数据来源：Wind、方正中期研究院

（三）股指期货套利分析

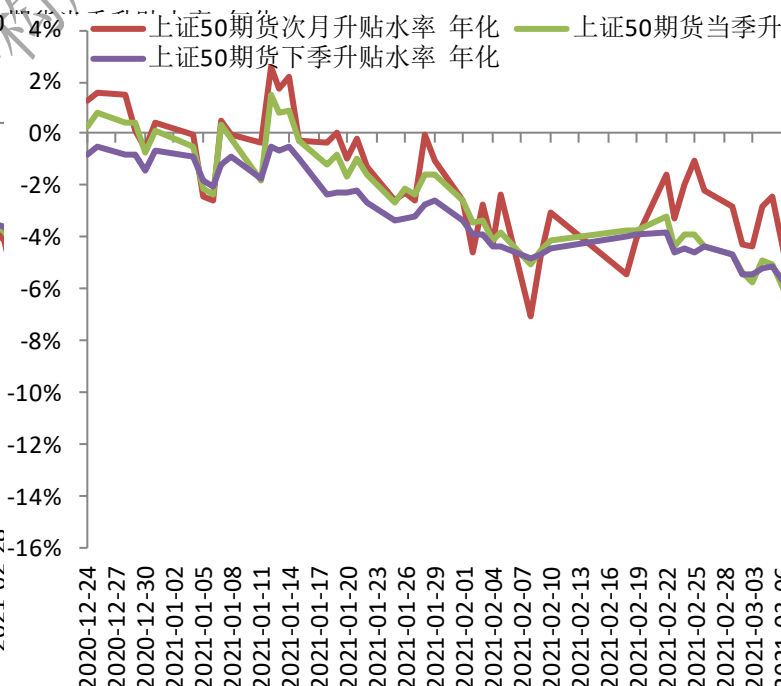
由于股指期货缺乏做空机制，大额的贴水套利机会往往难以实现。而部分时间段下股指期货的升水幅度又极为有限，没有超出无套利区间，所以期现套利在国内股指期货市场大多数情况下无法实现，在融券或能够做空 ETF 的情况下才能够实现。2 月开始在指数上行过程中，贴水幅度继续扩大，表明市场情绪依然悲观的现状。在较深的年化贴水率之下，如有做空现货机会可积极参与。

图 20 IF 合约年化升贴水率



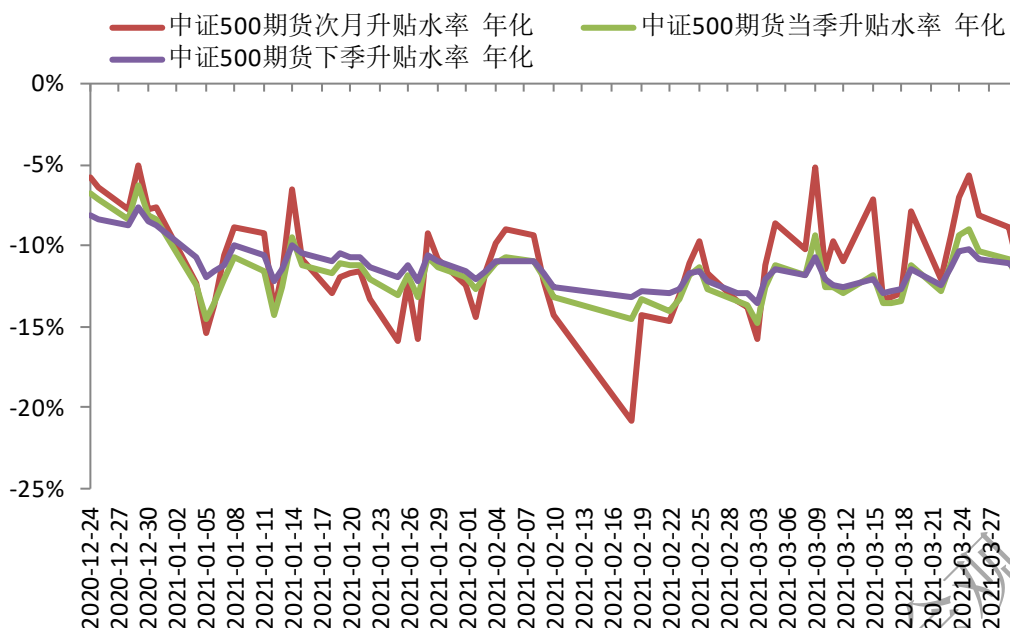
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 21 IH 合约年化升贴水率



数据来源：Wind、方正中期研究院

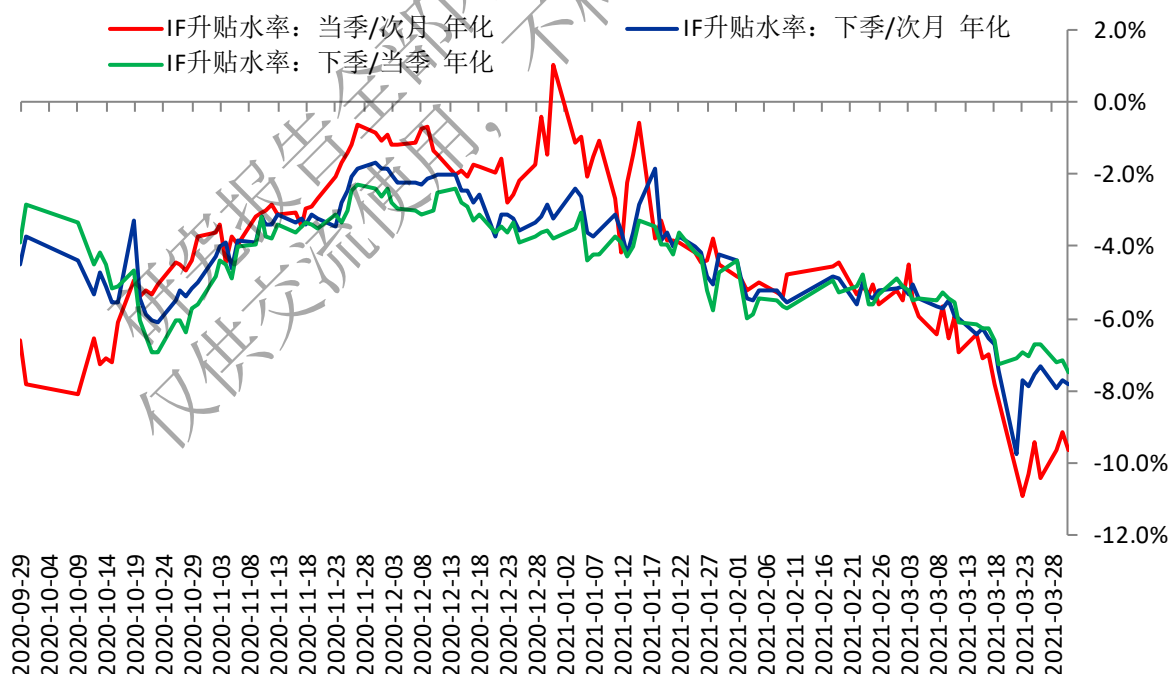
图 22 IC 合约年化升贴水率



数据来源：Wind、方正中期研究院

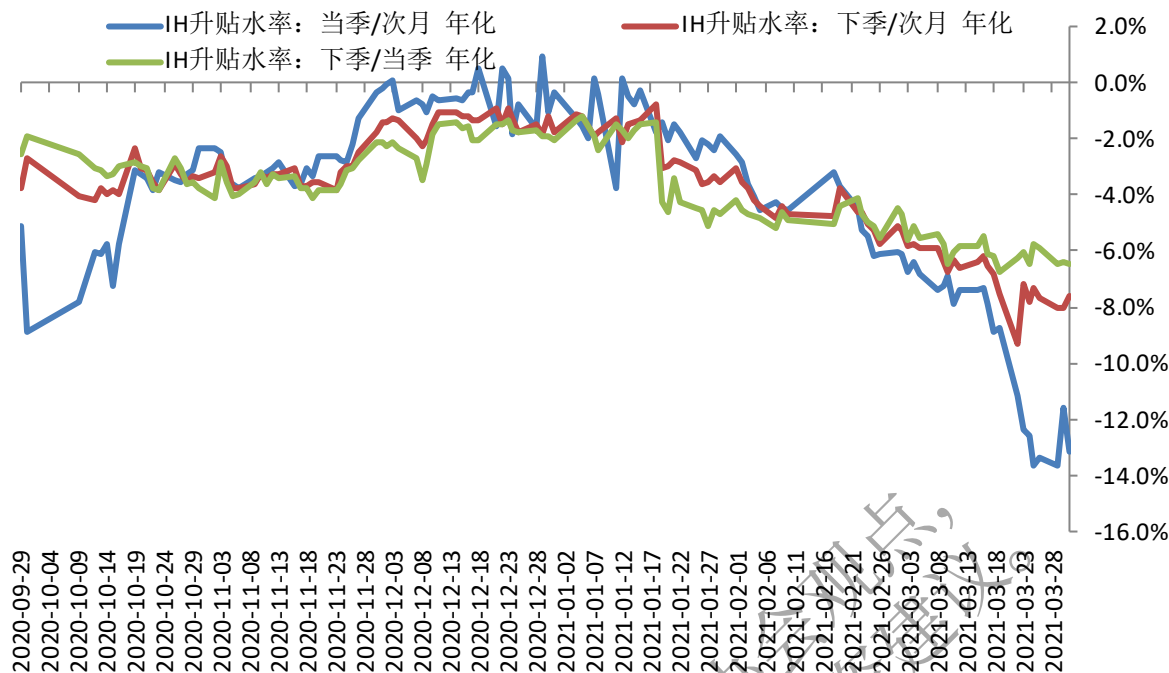
跨期套利方面。股指远期期限结构表现与期现价差类似，2月开始贴水率继续扩大，3月下旬出现加速走阔的态势，远端相较于近端更弱的表现不变。纵向来看，IH 合约远端边际表现更差。横向来看 IC，合约远端绝对贴水率较高。但目前远期贴水没有修复趋势，不建议采取跨期套利操作。

图 23 IF 合约跨期价差



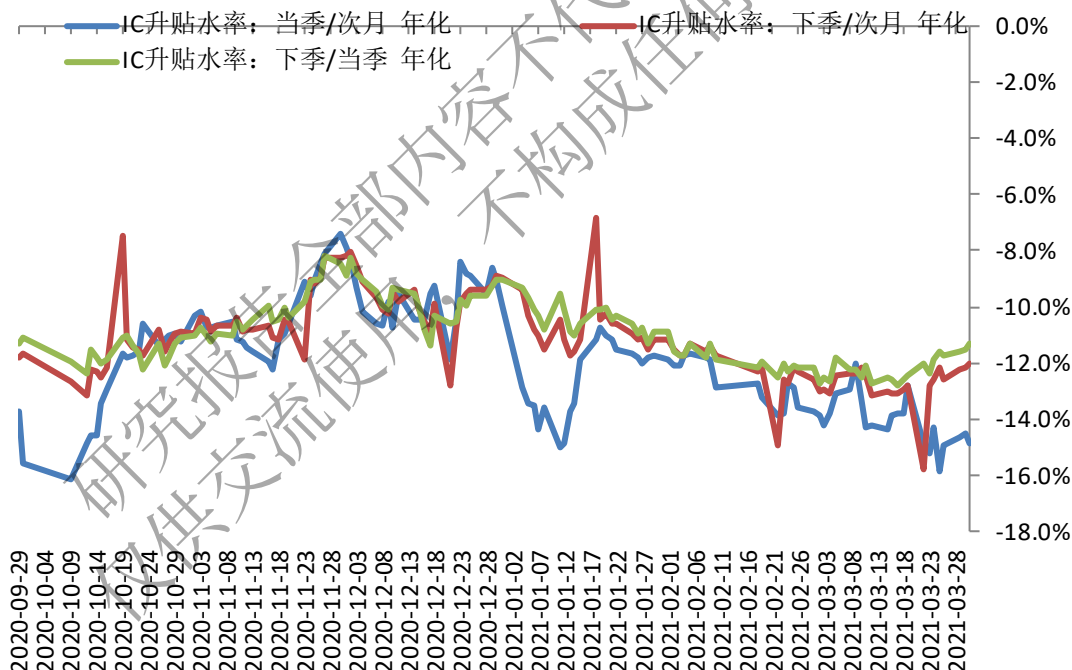
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 24 IH 合约跨期价差



数据来源: Wind、方正中期研究院

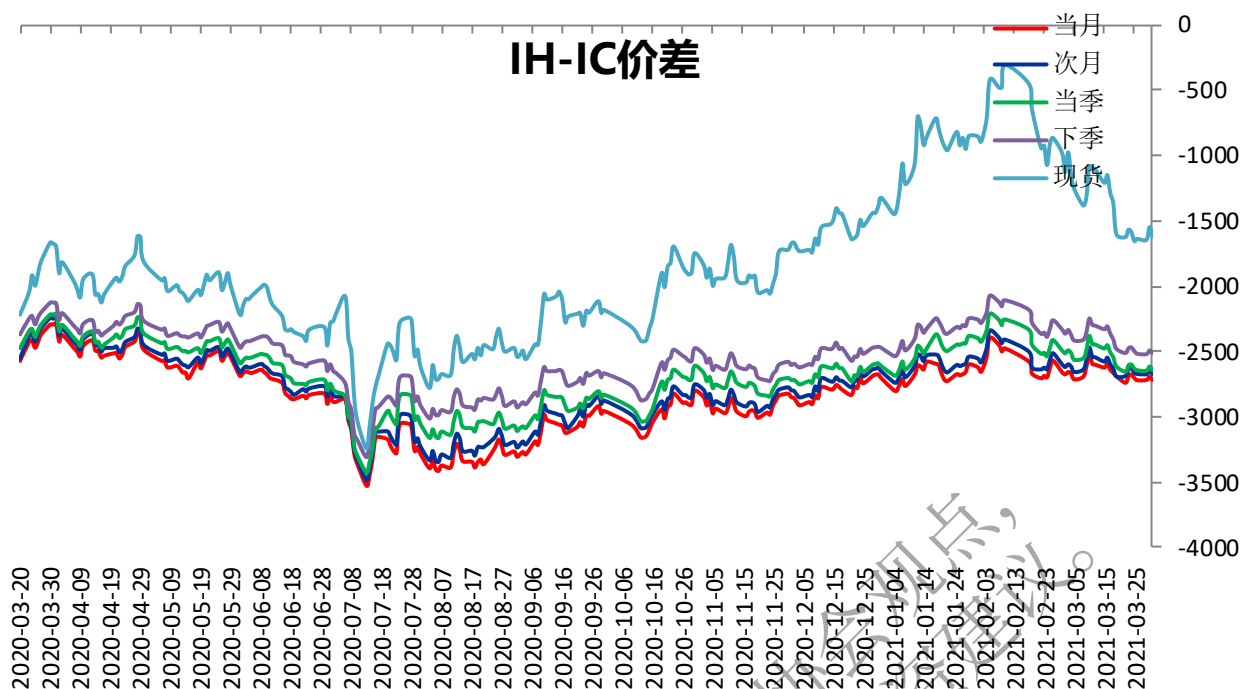
图 25 IC 合约跨期价差



数据来源: Wind、方正中期研究院

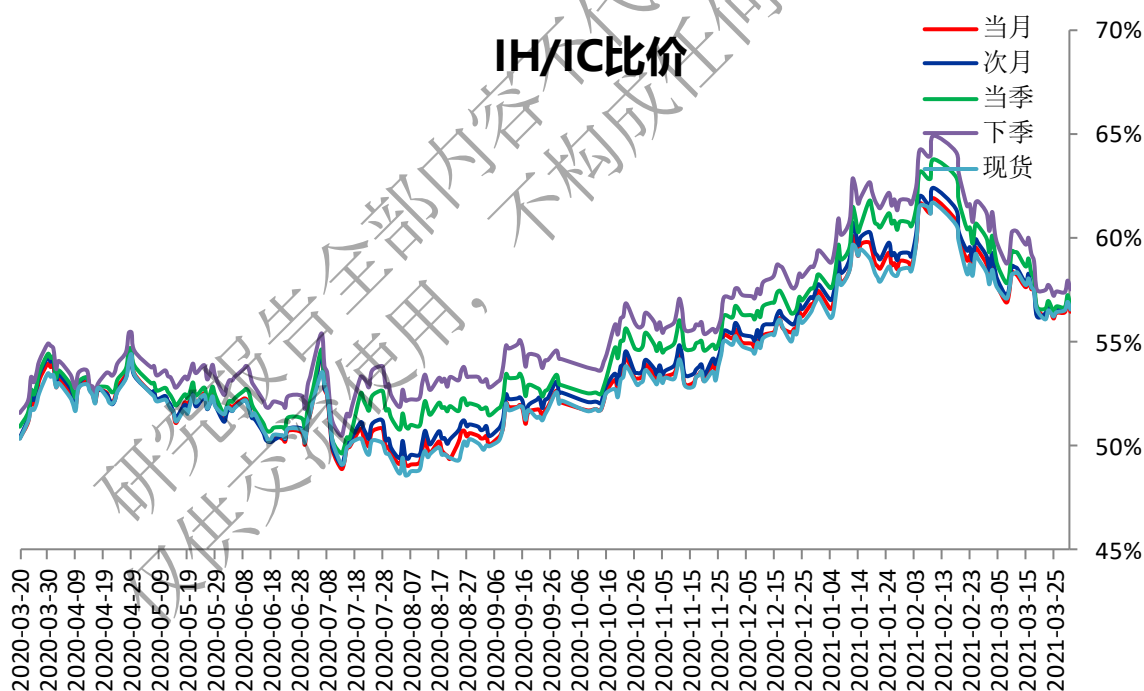
跨品种套利方面, 2020 年下半年开始, 随着周期股逻辑兴起, IH/IC 价差上行趋势持续。到目前位置, 风险偏好对该价差影响减小, 周期股逻辑仍指引该价差上行。但这一变动趋势从 3 月初开始减弱, 隐含市场对经济周期变动的预期。目前来看 IH/IC 价差已经出现下行趋势, 可逢高参与做空 IH/IC 价差的交易, 即做空 IH、做多 IC。从合约期限上看, 不同期限价差变动幅度差异不大。

图 26 IH-IC 价差变动



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 27 IH/IC 比价变动



数据来源：Wind、方正中期研究院

第二部分 基本面分析

一季度宏观经济仍处于主动加库存阶段，但进一步接近拐点。1、2 月经济数据总体超预期。产出端表现依然强劲，排除低基数也有明显增长，尤其是中下游制造业，受外需拉动明显，就地过年也有利好影响。

内需方面，消费继续修复。投资需求中主要是房地产韧性继续超预期，预计房屋销售回落前该局面不易打破。基建投资和制造业投资相对中性。未来基建投资或维持平稳，而制造业投资仍可能加速。通胀回升有助于企业收入提升，尤其对上游企业利好更明显。随着产出增速回落，利润改善持续性也正在下降。基于对货币政策中性、信用收缩不变的判断，我们认为股票和期指仍处于存量资金博弈的状态中，政策对市场暂无利多。市场角度看，资金收紧、利率抬升导致的调整目前已消除。而场外资金入场意愿减弱、杠杆交易减少，削弱了后续上涨的动能。估值角度看，随着经济基本面拐点临近，周期股估值修复空间下降，对IH和IF期指合约的带动力将减弱。消费股虽经过一轮调整但估值仍偏高。市场整体估值进一步上升阻力增加。

一、宏观经济面临转向 股指受支持下降

1、2月经济数据总体略超预期。其中工业增加值等产出端表现依然非常强劲，排除低基数之外也有较明显增长。尤其是中下游制造业，受到外需拉动非常明显，就地过年也有一定利好影响。内需方面，消费继续维持修复态势。投资需求主要是房地产方面明显超预期，保持较强的韧性。预计在房屋销售回落之前，这一局面不易打破。基建投资和制造业投资相对中性。未来基建投资或继续维持平稳，而制造业投资仍有加速可能。当前制造业仍可视为主动加库存阶段，但已逐步接近拐点。我们预计，2021年一季度GDP增速也将出现跳升，随后增速将逐步回落，至四季度恢复至6%左右增速的正常情景。乐观情况下，全年GDP增速在9.5%左右。通胀回升则有助于帮助企业改善收入，并产生一定利好影响，尤其是对上游企业影响更为明显。但随着产出增速回落，预计利润改善的持续性将下降。

图 28 不同情境下的全年 GDP 增速预期

	Q1当季	Q2当季	Q3当季	Q4当季	全年累计
实际GDP同比 增速	20.00%	8.00%	7.00%	6.00%	9.58%
	18.00%	9.00%	8.00%	6.00%	9.69%
	16.00%	9.00%	8.00%	6.00%	9.28%
	14.00%	8.00%	7.00%	6.00%	8.37%
	12.00%	8.00%	7.00%	6.00%	7.97%

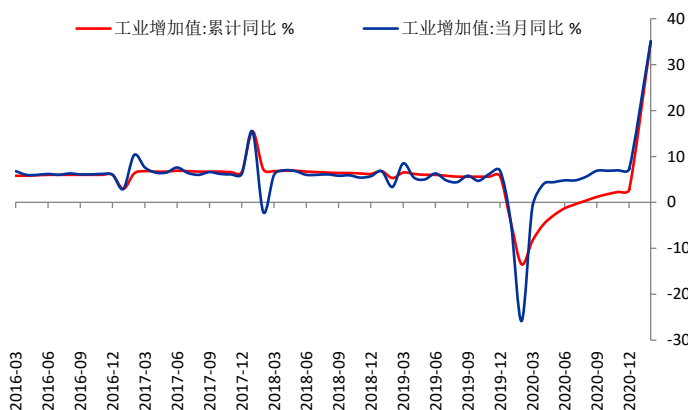
数据来源：Wind、方正中期研究院

（一）低基数推升产出增速 主动加库存暂不变

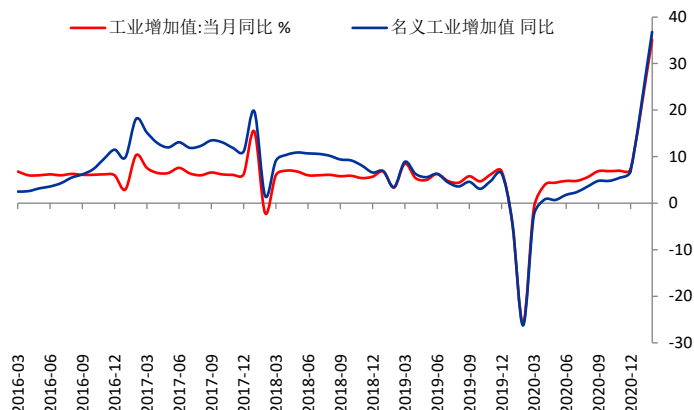
1、2月产出数据仍维持较好增长，低基数造成影响占主要地位，但主要行业本身也保持一定的增长，尤其是中下游制造业表现较好，除就地过年推升产出外，外需和出口对产出端的带动也非常明显，预计这一韧性表现短期内仍能维持。由于当前内需已经开始有承压迹象，未来外需转向的时间就更为关键，暂时认为经济仍位于主动加库存阶段，但已经临近转折点，不排除二季度进入被动加库存的可能。而产出增长叠加价格回升，企业部门利润仍将继续好转，且涨价因素正逐步成为主要影响。

图 29 中国工业增加值同比增速

图 30 实际和名义工业增加值



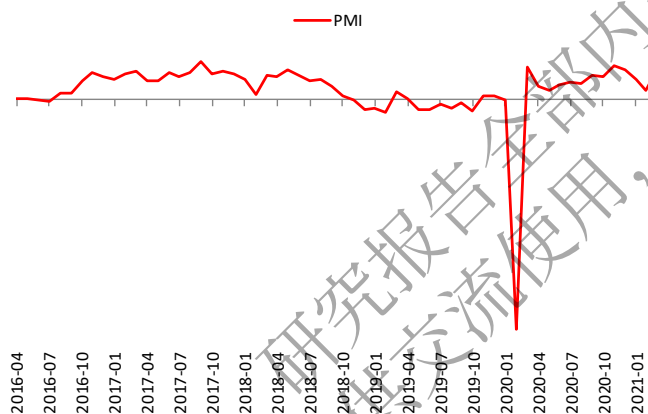
数据来源: Wind、方正中期研究院



数据来源: Wind、方正中期研究院

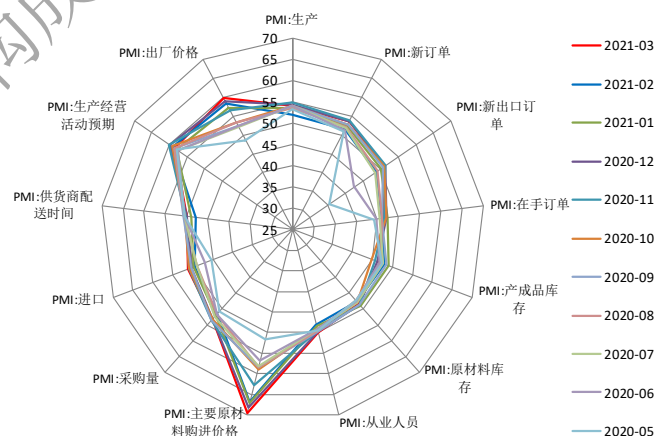
而从最新的 PMI 角度看,继 2 月出现明显回落之后,3 月制造业 PMI 再度回升。原材料库存强于产成品库存表明,需求促使库存回落的背后,企业仍有加库存的意愿。前期市场担忧的主动加库存转向被动加库存暂时证伪。然而库存周期的转向确实正在临近,继续关注产出、订单、库存以及产品和原料净需求状况,预计二季度仍可能产生类似被动加库存表现。需要注意的是,长周期需求仍处于上升阶段,因此即使年内周期转向也不必过于悲观。随着阶段疫情结束,服务业也开始好转。另外,随着海外产能和经济逐步恢复,全球经济复苏带来的外需增加和产能、订单转移导致的外需减少并存,二者作用强弱将主导此轮上行最重要的拉动——外需未来的变动方向。

图 31 PMI 总体变动趋势



数据来源: Wind、方正中期研究院

图 32 PMI 分项近期扩张情况



数据来源: Wind、方正中期研究院

(二) 外需和房地产有韧性 消费持续复苏

投资增速大幅回升主要是基数原因,实际表现平稳。其中房地产投资即使排除基数作用也依然明显超预期。基建投资和制造业投资不温不火。我们认为,年内赤字、地方专项债等下降的情况下,基建投资增速仍有压力,全年仅能够维持中性平稳。房地产投资在房屋销售实质性回落之前,仍能够维持一定韧性。后续重点关注多个城市进一步收紧购房政策带来的冲击。而在外需向好、中长期贷款增长明显、企业经营信心较高的情况下,制造业投资仍有回升前景。投资需求总体正转向高位稳定阶段,对股指期货和现货市场的利好影

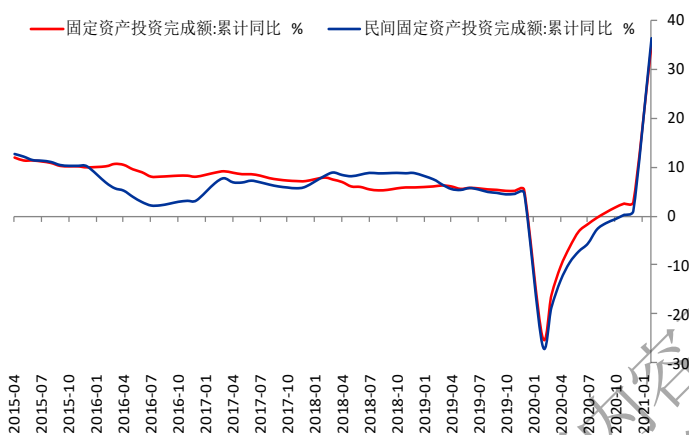
响程度也有所下降。

图 33 主要投资分项表现

	累计值 (亿)	累计同比 (%)	上期累计同比 (%)	累计同比变动 (%)
固定资产投资	45236	35.00	2.90	32.10
民间固定资产投资	26183	36.40	1.00	35.40
房地产投资	13986	38.30	7.00	31.30
基建投资	11598	34.95	3.41	31.54
制造业投资	12632	37.30	-2.20	39.50

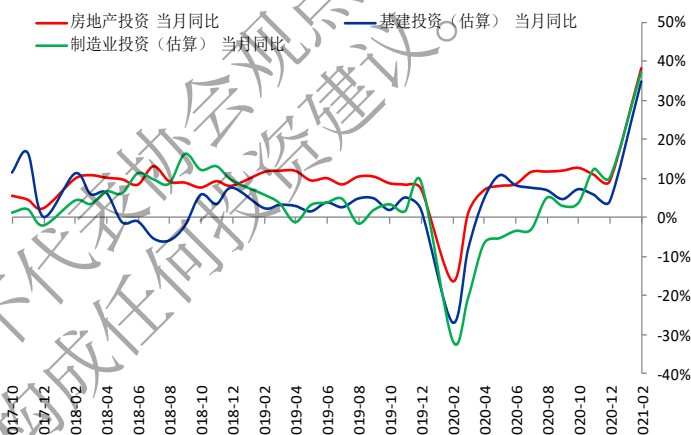
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 34 固定资产和民间固定资产投资增速



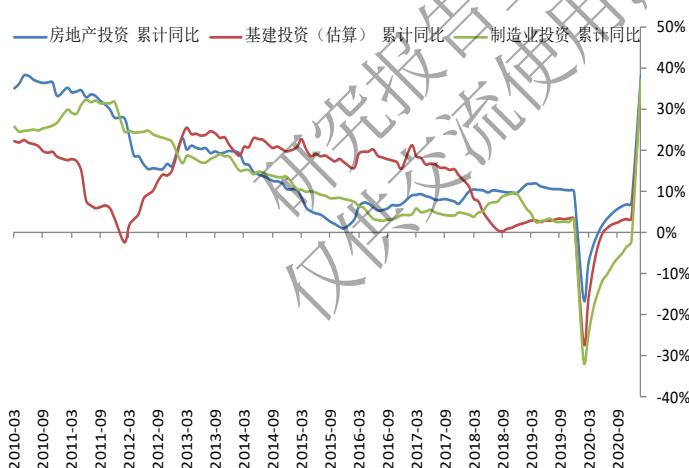
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 35 主要的三个投资分项 (当月同比)



数据来源: Wind、方正中期研究院

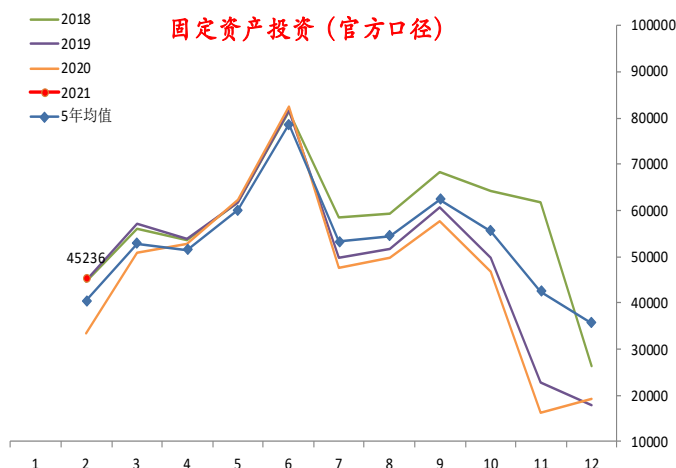
图 36 主要的三个投资分项 (累计同比)



数据来源: Wind、方正中期研究院

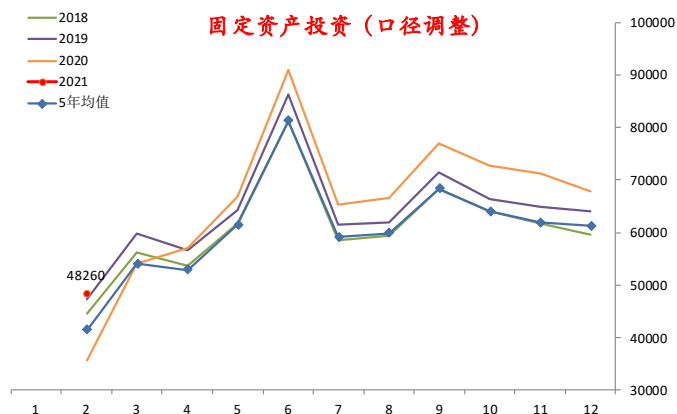
图 38 固定资产投资季节性 (可比口径)

图 37 固定资产投资季节性 (官方口径)



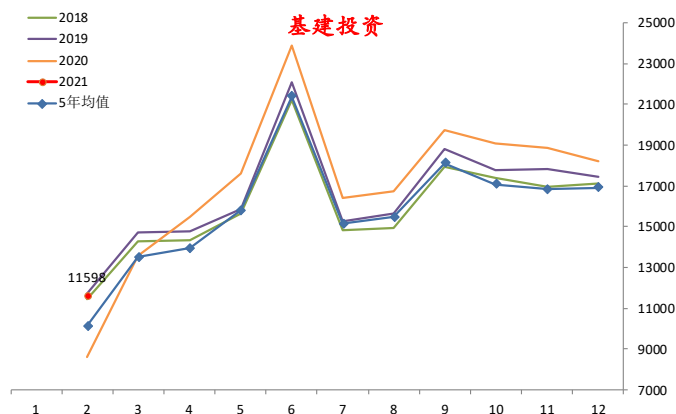
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 39 基建投资季节性



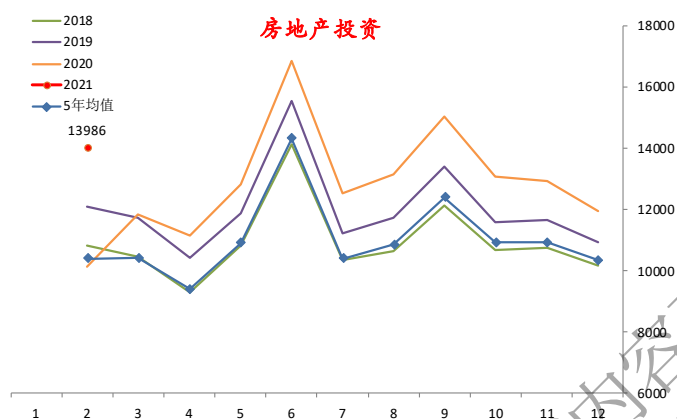
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 40 房地产投资季节性



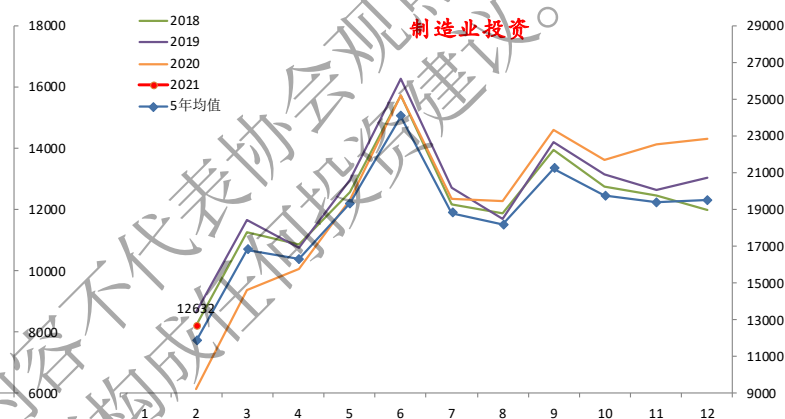
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 41 制造业投资季节性



数据来源：Wind、方正中期研究院

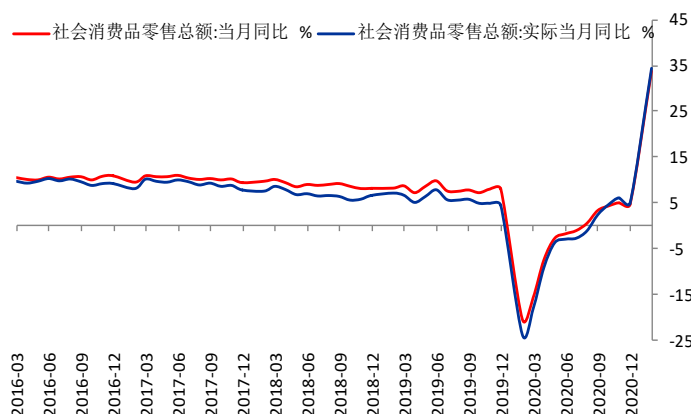
图 42 社消总额同比增速



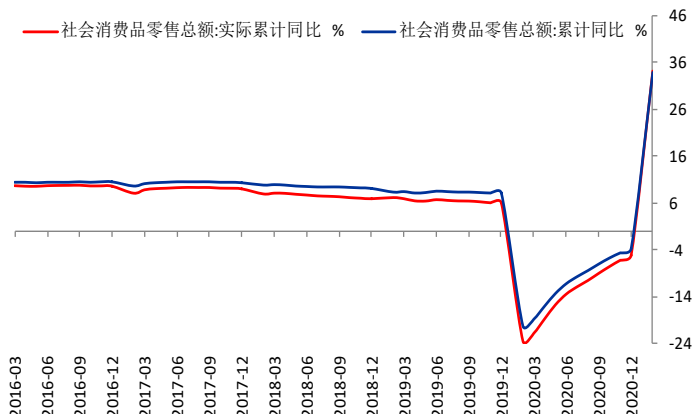
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 43 社消总额累计同比增速

低基数导致1、2月消费同比数据大幅跳升，但环比和季节性表现稳定。其中服务消费和耐用品消费的支持显示出一定疫情后复苏逻辑。餐饮等服务仍在复苏的道路上，侧面反应消费相较于产出恢复表现滞后。就地过年对三四线城市和一二线城市影响结果相反，总体影响有限。随着局部地区疫情问题解除，消费继续复苏可期。而前期产出端持续走好，带动收入水平回升，也有利于消费的持续改善，短期内收入-消费-收入良性循环的逻辑仍能够维持。长期来看，人口增速放慢、居民部门高杠杆等制约下，消费增速在缓慢回升至疫情前水平后，能否长期持续上行仍不确定，消费升级和转型的进程仍是决定未来消费增长的主要因素。消费增速回升的持续性，意味着消费股在经历一轮下跌之后已经初步具备一定的抄底价值。



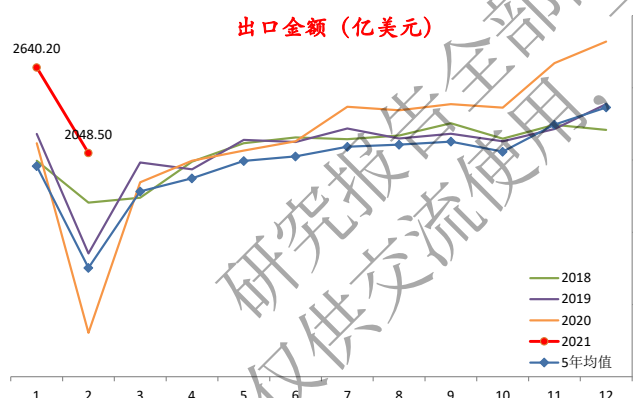
数据来源: Wind、方正中期研究院



数据来源: Wind、方正中期研究院

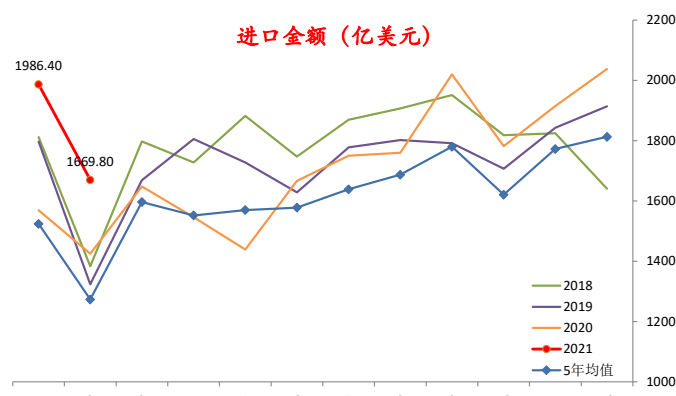
1、2月外贸数据明显超预期。即使排除基数作用,或将1、2月进、出口合并统计,贸易水平也出现显著增长。前期海外订单和产能向中国集中之后,转出的速度较慢,并且没有迅速出现。除此之外,就地过年政策也是令进出口大幅增长的主要原因,该因素削弱了往年春节前后开工率较低的问题。进口增速加快主要是工业原材料价格上涨导致,实际进口量增长相对平稳。展望未来,我们认为短期内出口的韧性仍能够维持,全年出口前高后低也是市场相对一致的预期。美国新一轮1.9万亿美元刺激政策即将落地,这对中国对美出口也将有提振作用。继续关注发达国家疫情结束后经济复苏和海外订单转回二者强弱变动关系。此外,前期人民币持续升值对出口的压力仍需关注。长期来看,全球经济的持续复苏仍是支持出口改善的主要因素。RCEP以及潜在的中美贸易冲突缓和等全球贸易制度改善,长期看有利于出口增速“上台阶”。

图 44 出口金额的季节性表现



数据来源: Wind、方正中期研究院

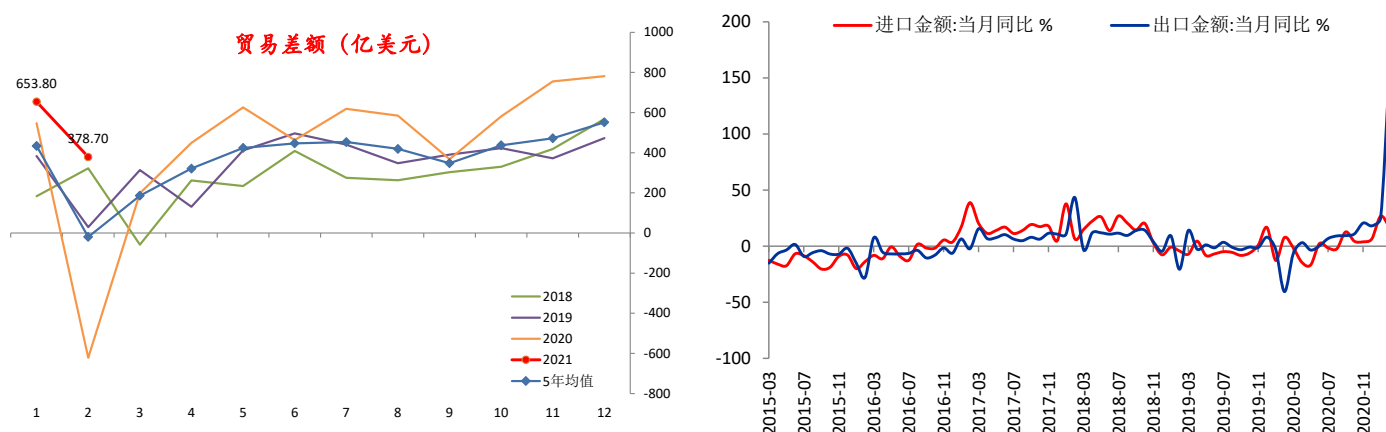
图 45 进口金额的季节性表现



数据来源: Wind、方正中期研究院

图 46 贸易差额的季节性表现

图 47 进出口增速变动趋势



(三) PPI 持续超预期 通胀中枢将继续上移

一季度通胀水平整体继续回升，消费端通胀 CPI 相对比较稳定，生产端通胀 PPI 表现则持续超预期。CPI 和 PPI 缺口负值扩大，至 2 月二者均值升至 0.75。预计一季度整体 GDP 平减指数将回升至 1% 左右。CPI 来看，在鲜菜等短期影响结束后，仍将维持缓慢上行趋势，年内中枢继续逐步上移，且房租回升或推升核心 CPI 上行。PPI 加速上涨预计至少持续至二季度末。房地产、外需维持韧性，服务消费改善等因素影响下，经济仍位于上行区间，暂认为国内库存周期仍在主动加库存阶段，但确实已经临近转折点，再通胀加速也加快滞涨期到来，继续关注周期转向的信号。当前通胀仍位于舒适区间，但未来尤其是 PPI 超预期可能性上升。通胀回升则有助于帮助企业改善收入，并产生一定利好影响，但对上游企业影响更为明显。

图 48 CPI、PPI 均值与 GDP 平减指数

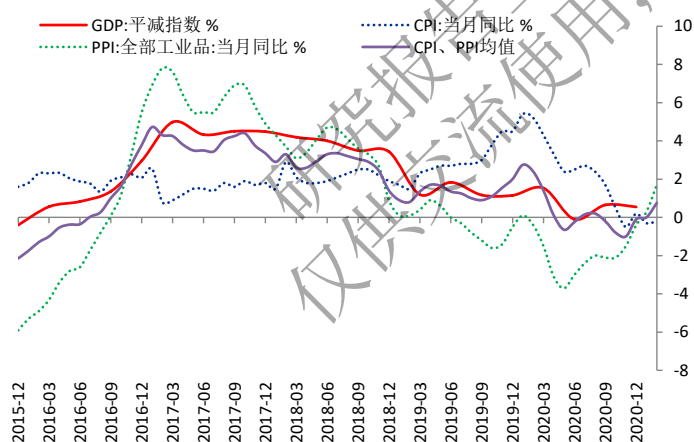


图 50 CPI 与核心 CPI 变动趋势

图 49 CPI、PPI 以及二者差异的变动

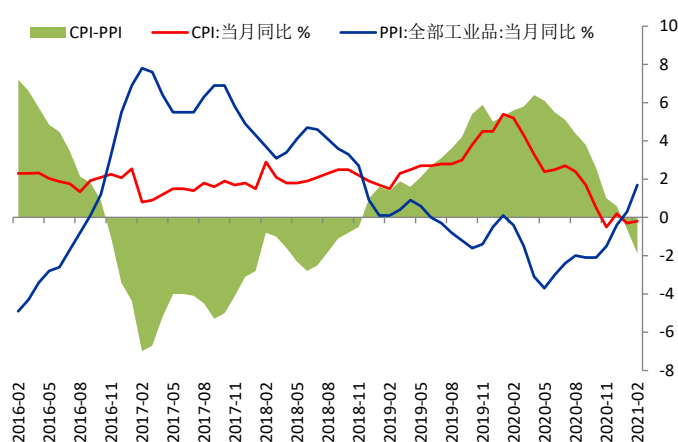
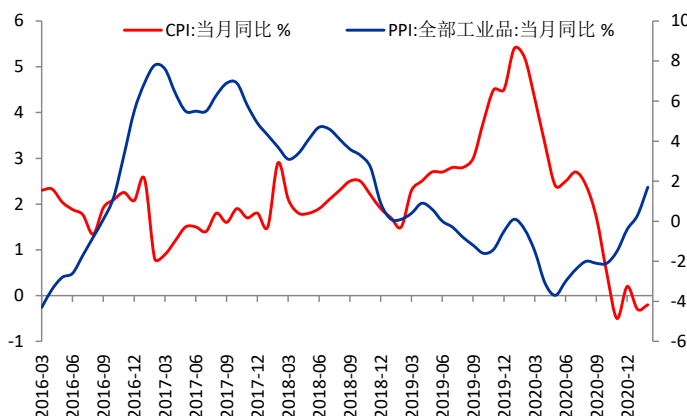
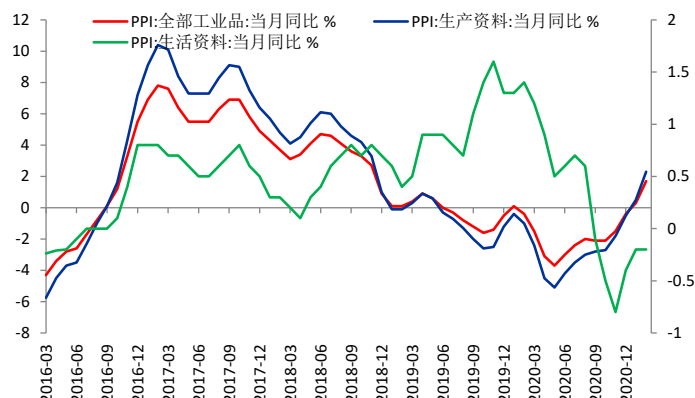


图 51 PPI 变动趋势



数据来源：Wind、方正中期研究院

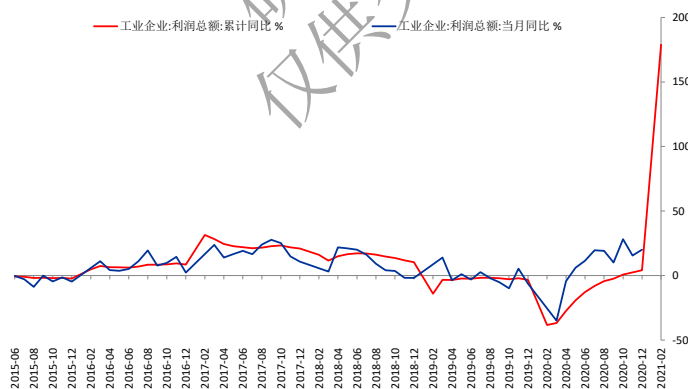


数据来源：Wind、方正中期研究院

（四）企业利润修复短期内仍利好股指

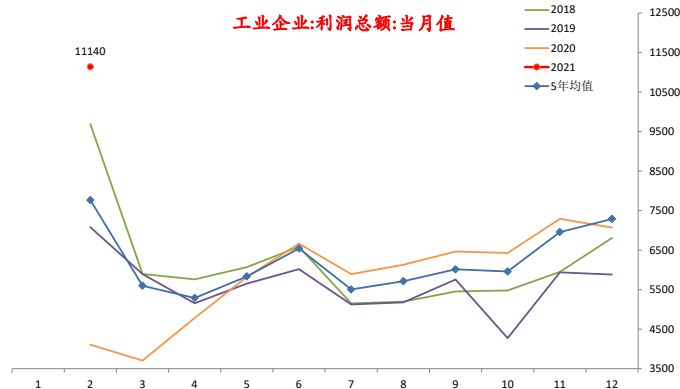
1、2月工业企业利润总额累计同比增速大幅加速至178.9%，基数偏低影响非常显著，同比增速比较已经失去意义，主要行业累计同比也无法直接比较。横向来看，主要是中上游行业利润水平表现较强，尤其是黑色和有色开采和冶炼行业，这表现与去年二季度已经高峰过后，经济持续复苏的情况下表现一致。中下游狭义制造业，尤其是电子、汽车、医药等高附加值制造业表现更佳，受到海外经济复苏更多的利好影响。宏观逻辑上看，海外需求对制造业产品的大幅增长，推升国内产出增长，当前中上游原材料和中下游制造业分别受到价格和产量影响较大，从这一角度看中上游原材料行业后期或维持更强韧性。前期数据显示，1月和2月PPI持续超预期加速增长，工业品尤其是中上游原材料价格仍在修复中，产品库存有继续跟随价格回升的动力，预计主动加库存趋势能够维持到二季度，拐点则可能在年中前后出现。我们认为，当前内需重回内生逻辑，且外需有一定韧性，经济内生周期将继续走好，这一情况也对应投资时钟的繁荣期，但经济周期正在接近拐点。企业利润短期内仍将保持强势，这对市场将有一定利好影响。但是随着产出增速回落，预计利润改善的持续性将下降。

图 52 企业利润同比增速



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 53 企业利润总额季节性

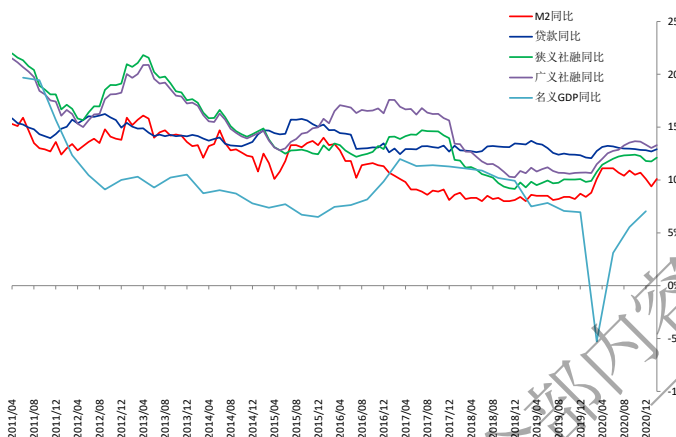


数据来源：Wind、方正中期研究院

二、货币政策维持观望 存量博弈继续

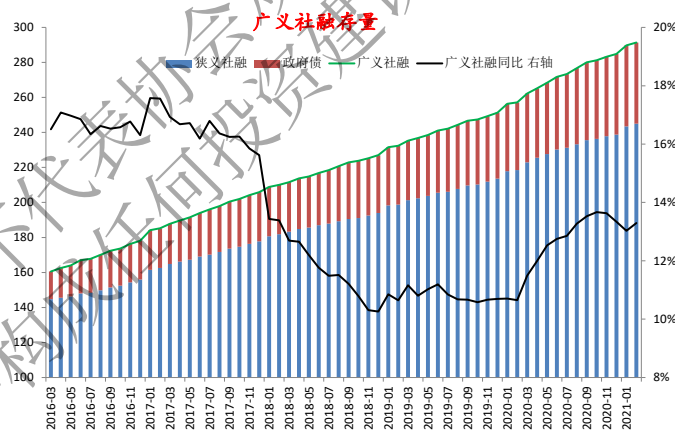
一季度货币政策整体维持中性观望态度，部分时间段有边际收紧迹象。实体经济获得流动性金额超过季节性水平，信用收缩的速度暂时放慢，但是收缩方向维持不变。我们认为，短期降低 MLF 利率以及 LPR 可能性几乎为零，降准可能性也极低。但预计二季度央行将会继续对冲财政资金带来的波动，资金面相对于一季度好转。经济持续位于复苏轨道中，货币政策仍将会维持稳健中性，以防控信用风险和边际上稳定流动性为主，难以支持信用重新扩张。如果下半年经济出现承压，政策才会有相应调整。财政政策也将不如去年水平，短期难现进一步宽松，对基建弊大于利，预计基建增速难有加速，对经济贡献回落。基于对货币政策维持中性、信用收缩方向不变的判断，我们认为股票和期指市场仍处于存量资金博弈的状态中。无论此因素还是政策带来的情绪因素，对市场都没有利多影响。

图 54 M2、贷款和社融增速



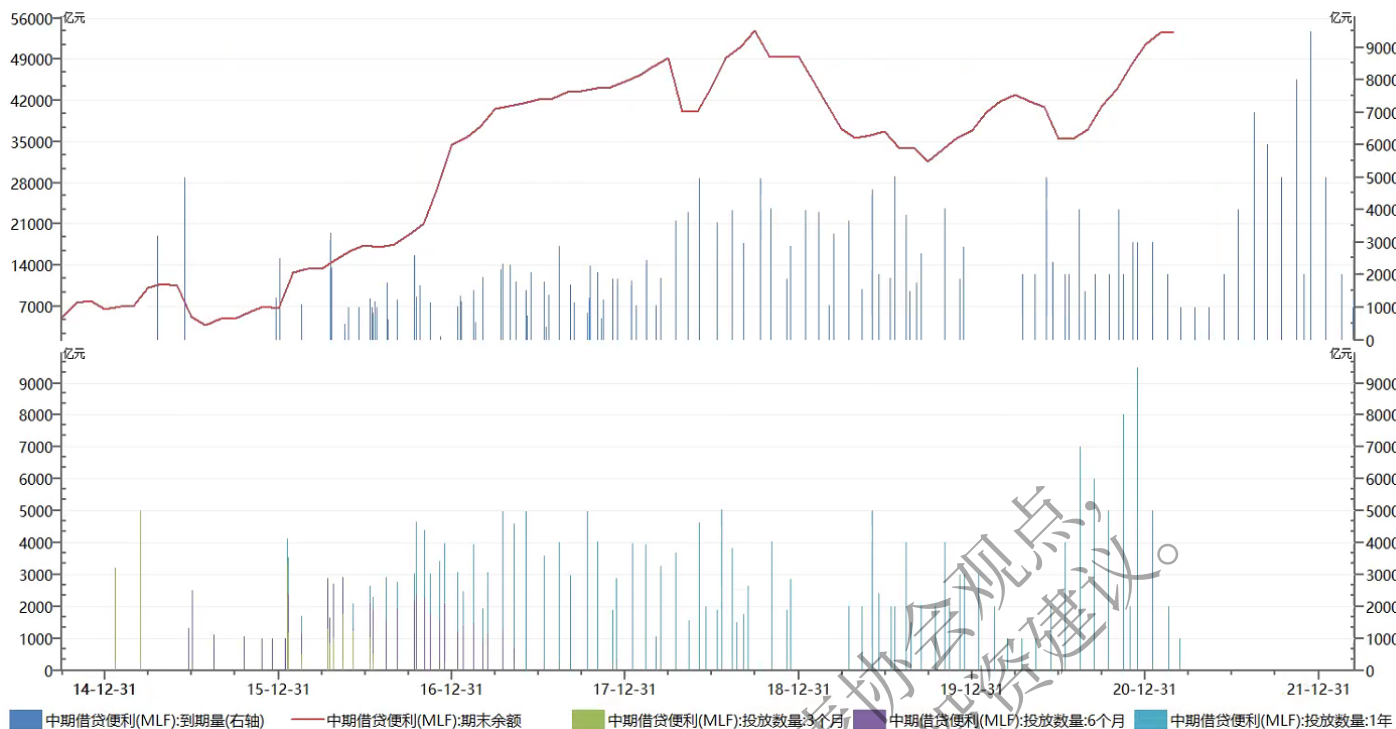
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 55 广义社融情况



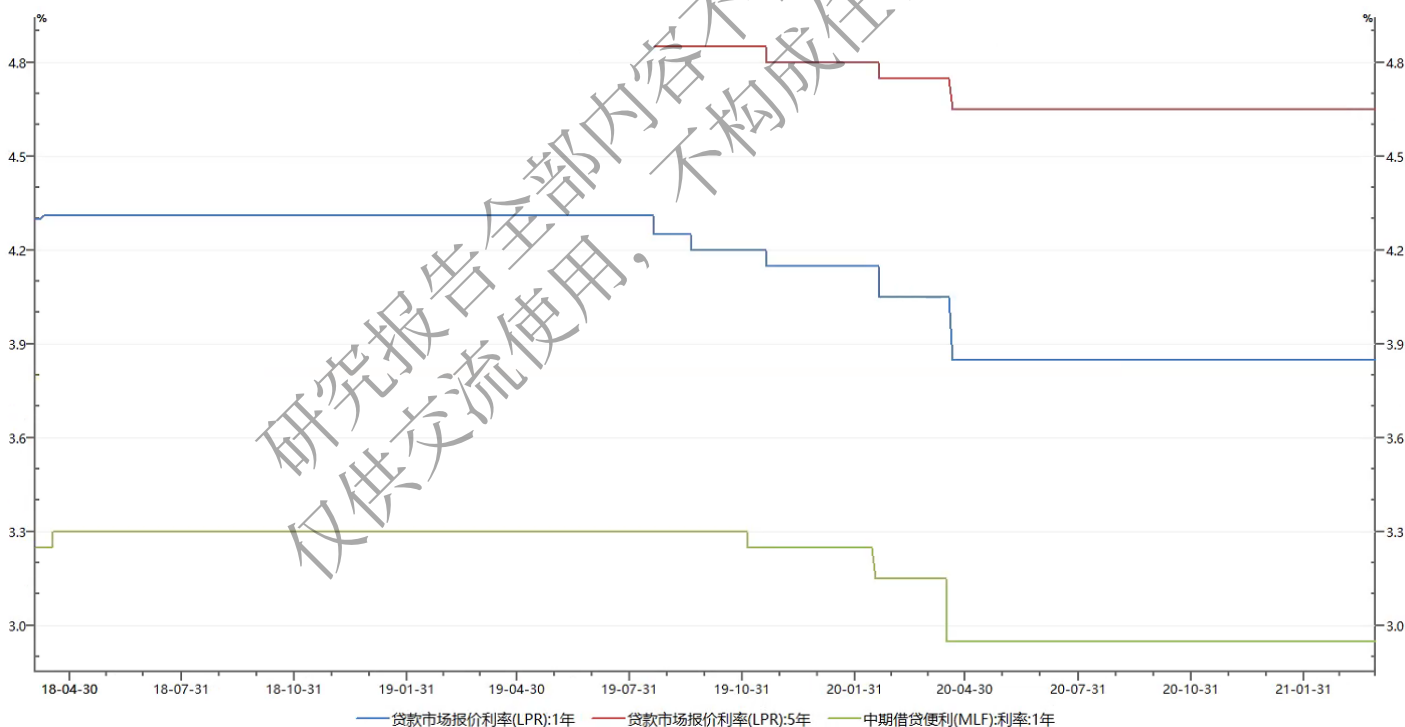
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 56 MLF 到期、存量与操作情况



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 57 MLF 和 LPR 利率变动情况



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 58 近年《政府工作报告》设立的主要目标

方正中期期货 FOUNDER CIFCO FUTURES		2017年		2018年		2019年		2020年	2021年
		预期目标	实际值	预期目标	实际值	预期目标	实际值	预期目标	预期目标
主要 预期 目标	国内生产总值	6.5%	6.9%	6.5%	6.6%	6.0%-6.5%	6.1%	六稳、六保	6%以上
	CPI涨幅	3%左右	1.6%	3%左右	2.1%	3%左右	2.9%	3.5%左右	3%左右
	城镇新增就业	1100万人以上	1351万人	1100万人以上	1361万人	1100万人以上	1352万人	900万以上	1100万以上
	农村贫困人口	-	-	-	-	减少1000万以上	减少1109万	全部脱贫	-
	城镇调查失业率	-	-	5.5%以内	4.8%-5.1%	5.5%左右	5.3%以下	6%左右	5.5%左右
	城镇登记失业率	4.5%以内	3.90%	4.5%以内	3.80%	4.5%以内	3.62%	5.50%	-
	单位国内生产总值能耗	下降3.4%以上	下降3.7%	下降3%以上	下降3.1%	下降3%以上	下降2.6%	继续下降	降低3%左右
	宏观杠杆率	-	-	基本稳定	-	基本稳定	-	-	基本稳定
	财政赤字率	3%	3%以内	2.60%	2.60%	2.80%	2.80%	3.60%	3.2%左右
	财政赤字	2.38万亿元	2.38万亿元	2.38万亿元	2.38万亿元	2.76万亿元	2.76万亿元	3.76万亿元	-
	对地方一般性转移支付规模	9.50%	10.10%	10.90%	10.90%	10.90%	10.90%	-	7.80%
	广义货币M2同比	12%左右	8.20%	合理增长	8.10%	与名义GDP增速相 匹配	8.70%	增速要明显高于去 年	与名义GDP增速相 匹配
财 策 政 策	社融余额同比	-	12%	-	9.78%	-	10.69%	-	-
	地方专项债券	8000亿元	8000亿元	1.35万亿元	1.35万亿元	2.15万亿元	2.15万亿元	3.75万亿	3.65万亿
	减税	3500亿元左右	超过3800亿元	8000多亿元	合计1.3万亿元	合计2万亿元	合计2.36万亿元	新增减税降费约 5000亿元	小规模纳税人增值 税起征点升至15万
地 产	降费	约2000亿元	预计6434亿元	3000多亿元	-	-	-	-	-
	棚户区、老旧小区住房改造	完成600万套	609万套	完成580万套	626万套	-	-	新开工改造城镇老 旧小区3.9万个	新开工改造城镇老 旧小区5.3万个
基 建	进城落户	1300万人以上	1330万人	1300万人	1390万人	-	-	-	常住人口城镇化率 65%以上
	中央预算内投资	安排5076亿元	5076亿元	安排5376亿元	5376亿元	安排5776亿元	5776亿元	6000亿元	6100亿元
	铁路建设投资	8000亿元	8010.4亿元	7320亿元	8028亿元	8000亿元	8029亿元	增加资本金1000亿	-
	公路水运投资	1.8万亿元	22707亿元	1.8万亿元	22973.7亿元	1.8万亿元	23451亿元	-	-
	水利在建投资	-	-	1万亿	10141亿元	-	-	-	-
	新建改建农村公路	20万公里	28.5万公里	20万公里	31.8万公里	20万公里	29万公里	-	-

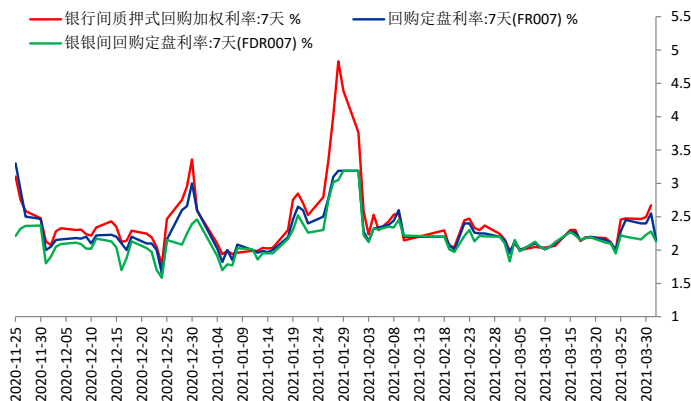
数据来源：Wind、方正中期研究院

三、资金入场步伐减慢 上行动能削弱

宏观资金面上看，一季度资金利率呈现前高后低走势，1、2、3月7天银行间质押式回购加权利率月均值分别为2.62%、2.43%、2.18%，上交所7天质押式逆回购月均值分别为2.74%、2.62%、2.23%。受到货币政策边际收紧等调控因素影响，1月下旬时间段银行间和交易所7天质押回购利率最高曾达到4.8%左右，并对市场产生一定的利空影响。但这一影响随着利率回稳而结束，之后基本没有再度利空市场。从场外新入市资金角度看，一季度合计成立偏股型公募基金份额9441.53亿份，较去年四季度显著增长。尤其是1月场外资金入市更为活跃，单月成立4500.2亿份，刷新历史最高纪录。但在市场调整出现后，资金进场步伐放慢。并且基金调仓幅度加大造成“抱团股”跌幅显著。Wind资金流向数据显示，上证50、沪深300、中证500指数资金一季度分别流出909.16亿元、2661.89亿元、2315.12亿元。陆股通北上资金一季度净1077.95亿元，与去年四季度变动幅度基本一致。场内杠杆方面看，一季度融资买入和融券卖出余额维持高位，主要是1月融资买入额较大。至3月融资余额回落的同时融券余额再创新高，显示市场上看空情绪的增长。截至3月融资融券成交占市场比例分别下降至8.08%和0.63%。两融交易占市场成交总体比例从1月的10.39%下降至3月的8.7%，场内加杠杆的意愿持续回落。总体上看，资金收紧、利率抬升导致部分时间段期指运行受影响，目前影响已经消除。场外资金入场意愿减弱、杠杆交易减少，后续市场上涨动能正在被削弱。

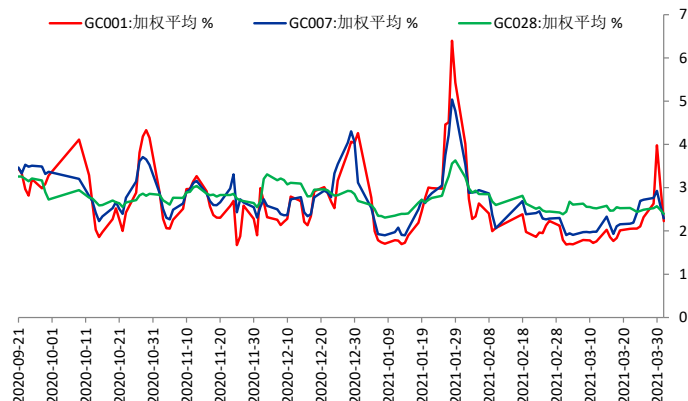
图 59 银行间资金市场情况

图 60 交易所资金市场情况



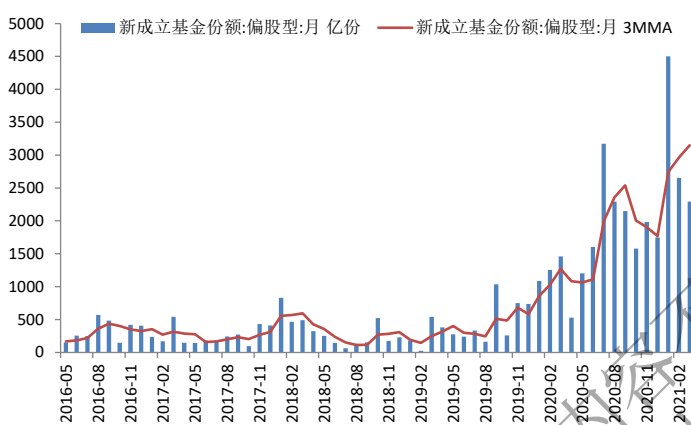
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 61 公募基金成立情况



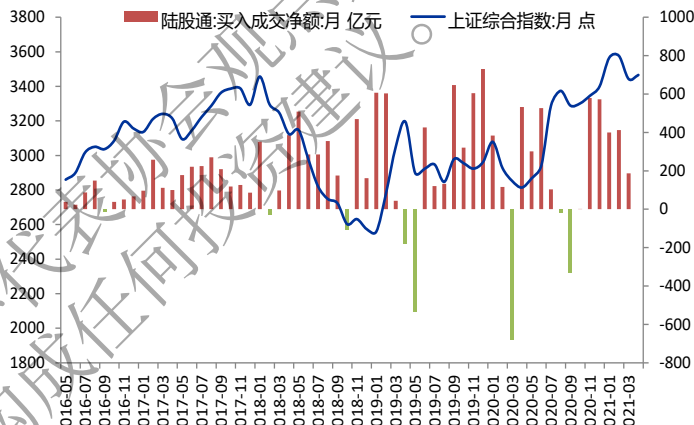
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 62 陆股通资金流入



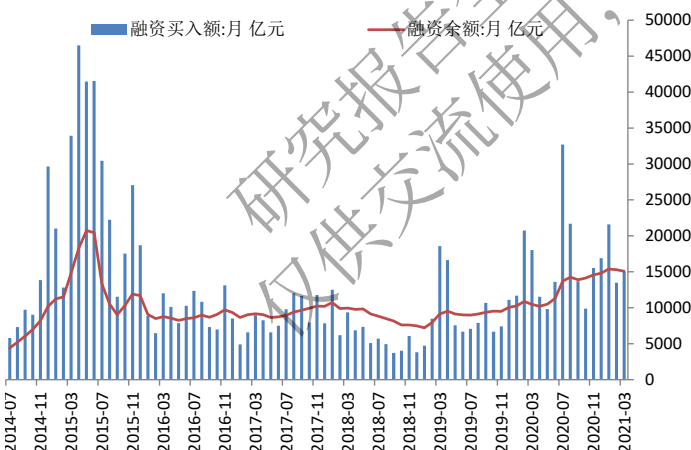
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 63 融资买入



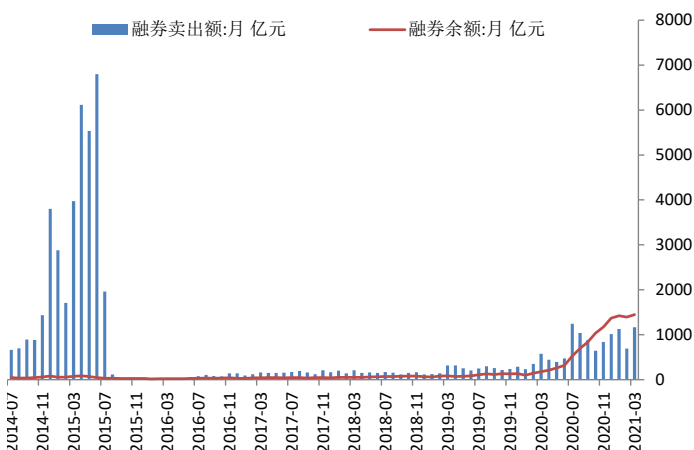
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 64 融券卖出

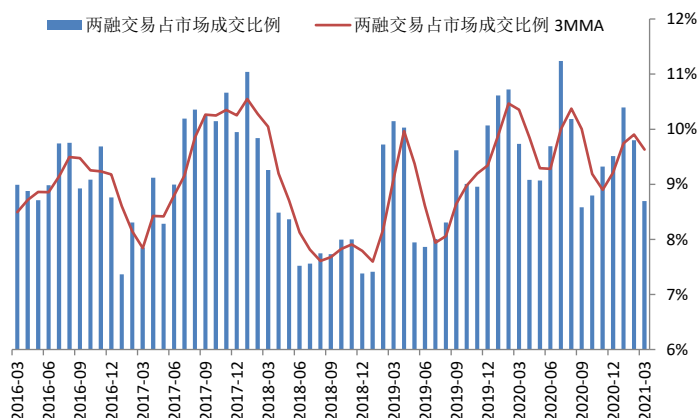


数据来源: Wind、方正中期研究院

图 65 两融与市场成交之比



数据来源: Wind、方正中期研究院

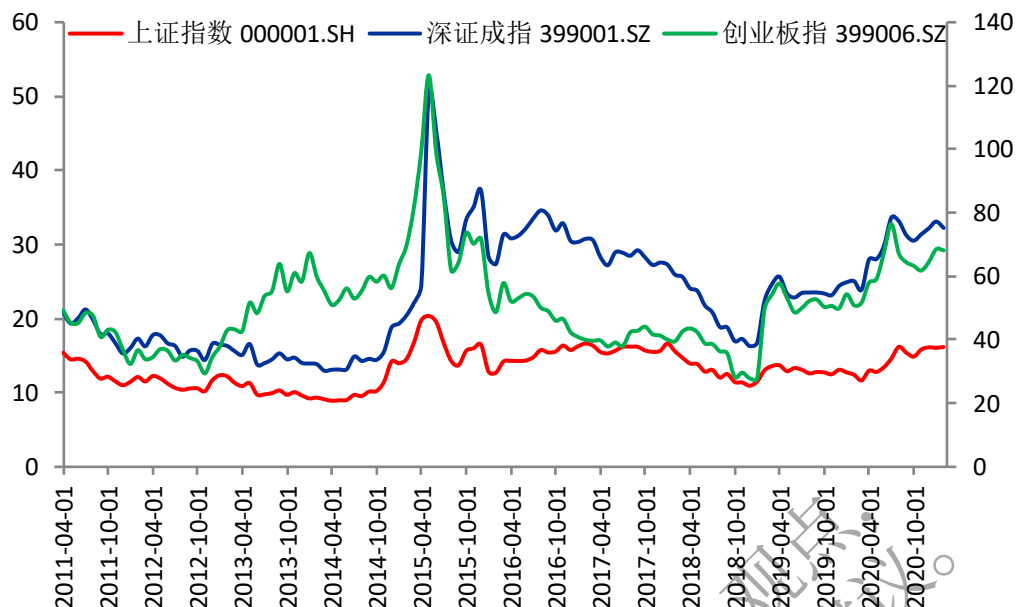


数据来源：Wind、方正中期研究院

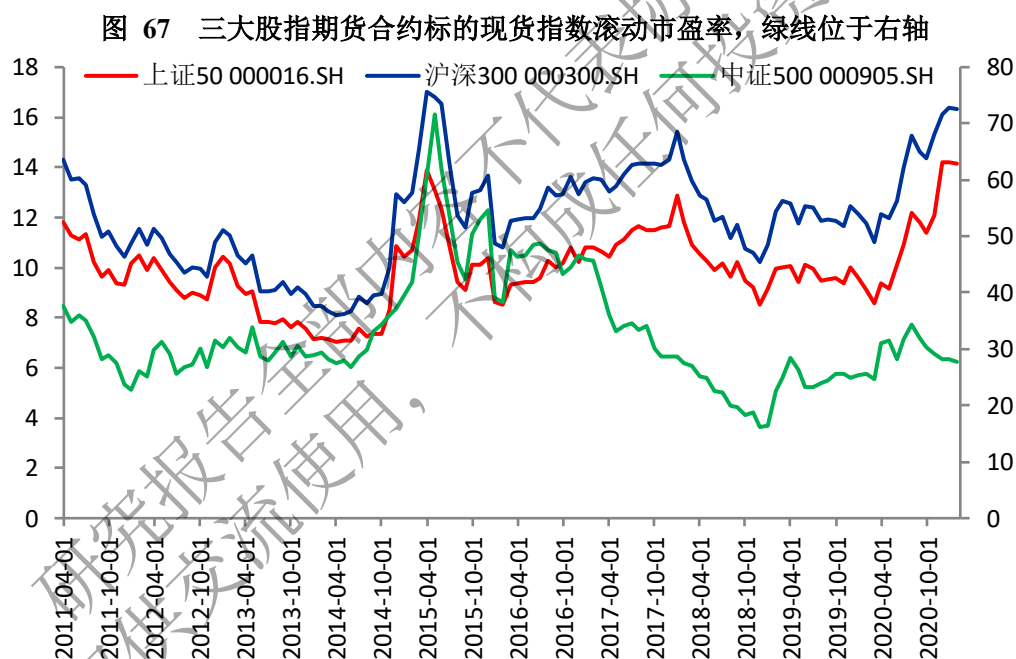
四、估值冲高回落 周期股逻辑松动

从估值水平角度看，一季度主要指数估值呈现从高位回落的态势，截至3月31日，上证50、沪深300、中证500指数滚动市盈率分别为13.2602倍、15.1075倍、26.6285倍。纵向来看，上证50指数的估值水平最高曾突破2015年4月的历史高位，沪深300也接近当时最高水平。但中证500指数与当时高点仍有较大距离。从2月下半月开始至3月的调整过程中，前期涨幅较大的上证50和沪深300指数估值也出现更大调整，表明随着经济基本面变动，周期股逻辑开始有所松动。申万一级行业来看，虽然医药食品等基金抱团股2月开始出现明显下跌，但其估值水平仍然处于历史高位。休闲服务和交通运输行业估值伴随服务消费回升而明显走高。家电、汽车等大宗消费，以及银行等周期行业也处于高位。房地产在2月末反弹明显，但估值仍处于较低水平。事实上地产、基建、原材料等行业仍处于历史低位。但值得注意的是，有色、化工等周期行业3月开始估值水平从高位回落。我们认为，随着经济基本面拐点的临近，周期股估值修复空间已经下降，对IH和IF期指合约的带动力将减弱。消费股虽经过一轮调整但估值仍偏高。市场整体估值进一步上升阻力增加。

图 66 主要市场指数滚动市盈率，绿线位于右轴



数据来源：Wind、方正中期研究院



数据来源：Wind、方正中期研究院

第三部分 行情研判和未来展望

我们认为，宏观基本面正在接近转向，市场受到的利好影响将会下降。虽然短期市场正在形成底部，但是中期行情已有转向宽幅震荡的迹象。上方 3731 点和下方 3200 点将是震荡的高位和低位。暂时认为长线行情震荡上行趋势不变。基于未来中期市场走势可能转向宽幅震荡的判断，我们认为单边策略可回归高抛低吸为主，博取中短期灵活交易的收益。现货层面重新关注跌幅较大的消费股以及科技股，尤其后者可作为长期持有对象。周期股可随反弹逐步减仓。总仓位建议调整至 40%至 60%左右。期货操作中，依然重点尝

试远端尤其是隔季合约，博取基差收益。卖出套保仍建议采用近月主力合约。IH/IC 价差有转向迹象，可采用逢高做空上述价差即空 IH 多 IC 的操作，把握价差交易的机会。

一、针对上证综指的市场总体技术分析

我们以上证综指来代表市场总体涨跌的水平。目前该指数位于 2008 年之后开始出现的大三角形整理之中。压力线由 2007 年 10 月的 6124 点和 2015 年 6 月的 5178.19 点连成；支撑线由 2015 年 6 月的 998 点和 2013 年 6 月的 1849 点连成。在 2019 年初前后，沪指触及该支撑线的 2440 点位置附近之后即出现明显反弹，2020 年 3 月指数接近该位置也再度确认支撑，符合技术分析的逻辑。目前大三角形整理所指示的长线压力下降至 4400 点附近，但指数迅速上行至该位置的可能性极低，震荡上行的走势更符合预期。同样逻辑下，极端情况指数回踩的支撑线上移 2700 点附近。暂时认为长期行情维持上行趋势。

中短期来看，日 K 线和周 K 线均呈现触底反弹走势，前者有形成 W 底态势。日线级别的技术指标上看，DIF 上穿 DEA 后 MACD 红柱逐步增长，上行趋势正在形成；KDJ 持续上升，J 值已经超过 100，短线有超买迹象；K 线在回踩 BOLL 线下轨之后回升至中轨附近震荡，但开口宽度基本不变，且 BOLL 通道运行趋势向下；DMI 指标中趋势指标 ADX 下穿 ADXR 之后没有回升，PDI 与 MDI 拧绞，趋势并不明朗。我们认为，市场在经历从春节过后的 2 月下旬开始的一轮调整之后，短线底部已经探明，3350 点附近有较强支撑，并且 K 线有形成 W 底的迹象。反弹关注 3578 点附近。3731 点和 3200 点附近仍为中期的重要压力和支撑位。结合基本面情况看，中期走势正在转为宽幅震荡。

图 68 上证指数位于 2008 年之后的大三角形整理中



数据来源：文华财经、方正中期研究院

二、上证 50、沪深 300 和中证 500 指数技术与操作建议

股指期货作为现货市场的映射，其主要指数的长期趋势可以参考现货指数，如上证综指的长期走势。中短期表现来看，沪深 300 指数在涨至上行压力线后回落，跌破 5343 点后继续下跌同样深度，于 4883 点附近探明支撑，该点位可继续关注。上方 5300 点附近或存在一定压力。上证 50 指数表现类似，预计支撑和压力位分别位于 3439 点和 3704 点。中证 500 指数更接近于中短期的宽幅震荡，支撑位于 6033 点附近。

基于未来中期市场走势可能转向宽幅震荡的判断，我们认为单边策略可回归高抛低吸为主，博取中短期灵活交易的收益。现货层面重新关注跌幅较大的消费股以及科技股，尤其后者可作为长期持有对象。周期股可随反弹逐步减仓。总仓位建议调整至 40%至 60%左右。期货操作中，依然重点尝试远端尤其是隔季合约，博取基差收益。卖出套保仍建议采用近月主力合约。IH/IC 价差有转向迹象，可采用逢高做空上述价差即空 IH 多 IC 的操作，把握价差交易的机会。

图 69 沪深 300 指数走势



数据来源：文华财经、方正中期研究院

图 70 上证 50 指数走势



数据来源：文华财经、方正中期研究院

图 71 中证 500 指数走势



数据来源：文华财经、方正中期研究院

联系我们：

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层； 上海市浦东新区福山路 450 号新天国际大厦 7C	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层； 上海市浦东新区福山路 450 号新天国际大厦 11 层	010-85881117
投资咨询部	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881295
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路 48 号楼 4 层 408 室	010-68578987
河北分公司	唐山市路北区金融中心 A 座 2109、2110 室	0315-5396886
上海分公司	中国（上海）自由贸易试验区浦东南路 360 号 2307 室	021-50588107/ 021-50588179
湖南第一分公司	长沙市雨花区芙蓉中路三段 569 号陆都小区湖南商会大厦 26 层 2618、 2619、2620、2621、2622、2623 室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区观沙岭街道滨江路 53 号楷林商务中心 C 座 2304、 2305、2306 房	0731-84118337
北京朝阳营业部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼 19 层 2201 室	010-85881205
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路 9 号 1 号楼 12 层 8-9 号	010-62681567
北京石景山营业部	北京市石景山区金府路 32 号院 3 号楼 5 层 510、511 室	010-66058401
天津营业部	天津市和平区大沽北路 2 号 2608、2609	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津经济技术开发区第一大街 79 号泰达 MSD-C3 座 1506 单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街 7 号正翔国际 S1-B81107	0472-5210710
保定营业部	保定市朝阳北大街 2238 号汇博上谷大观 B 座 1902、1903 室	0312-3012016
邯郸营业部	邯郸市丛台区中华大街 89 号大友友谊时代广场 B 座 1105 室	0310-3053688
青岛营业部	青岛市市南区香港中路 61 号阳光大厦 21 楼 EH 单元	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路 329 号和融公寓 2 幢 1 单元 5 层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市雁塔区太白南路 118 号 4 幢 1 单元 1F101 室	029-81870836
上海南洋泾路营业部	中国（上海）自由贸易试验区南洋泾路 555 号 909 室、906 室	021-58381123
上海世纪大道营业部	中国（上海）自由贸易试验区浦电路 490 号，世纪大道 1589 号 11 层 07 单元	021-58861093
上海南泉北路营业部	中国（上海）自由贸易试验区南泉北路 429 号 1703 室	021-58991278
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路 132 号 17-6、17-7、17-8 室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦 5 幢 1010 室	0571-86690056
常州营业部	江苏省常州市钟楼区延陵西路 99 号嘉业国贸大厦 3201、3202 室	0519-86811201

南京营业部	南京市栖霞区紫东路 1 号 E2 栋 444 室	025-58061185
南京洪武路营业部	南京市秦淮区洪武路 359 号 1803、1804 室	025-58065958
苏州营业部	苏州工业园区通园路 699 号苏州港华大厦 1606 室	0512-65162576
苏州东吴北路营业部	苏州市姑苏区东吴北路 299 号 (吴中大厦 9 层 902B、903 室)	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路 520 号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区红谷中大道 1619 号国际金融中心 A 座 307 室	0791-83881026
武汉营业部	武汉市硚口区沿河大道与武胜路交汇处武汉硚口区长江食品厂 C 地块旧城改造商业、办公楼栋/单元 18 层 7 号	027-87267756
岳阳营业部	岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际 11 栋 102 号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路 999 号中央商业广场 32/1124、1125 (1 栋 1110、1111)	0731-28102713
郴州营业部	郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城 1 栋 10 楼	0735-2859888
长沙黄兴中路营业部	长沙市芙蓉区黄兴中路 168 号	0731-85868397
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路 666 号时代广场 (19 层 1902 号)	0736-7318188
深圳营业部	深圳市福田区梅林街道梅都社区中康路 128 号卓越梅林中心广场 (北区) 2 号楼 806	0755-82521068
广州营业部	广州市天河区林和西路 3-15 号 35 层 07,35 层 08,35 层 09	020-38783861
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区福山路 450 号新天国际大厦 24 楼	021-20778922

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，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，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。