

中期调整基本到位

——股指期货二季度报告

2021年4月26日

品种	投资建议
IF	多单持有

投资摘要：

- **估值高位**
A股估值处于周期向上阶段的高位，出现估值尖顶可能不大。房地产不再是好的投资机会，各地分化严重。从超长期角度看，居民金融资产占比会持续提升。
- **货币政策不急转弯**
货币政策不急转弯，回归正常，下降斜率是关注点。
- **宏观**
经济增长仍有恢复空间，A股中期可能受企业盈利增长推动。一季度受疫情短期冲击，随疫苗普及，发达经济体经济复苏，我国服务业将逐步恢复正常，消费离正常值仍有空间，在此之前，即使经济增长见顶，增速下降也是非常缓慢的。房地产投资将放缓。
- **技术面**
长期趋势向上，中期调整可能结束。
- **总结**
中短期上涨可能大。

红塔期货

投资咨询业务资格

云证监许可[2012]291号

李大荣

0871-88012345

lidarong@hongtaqh.com

期货从业证号：

F0231478

投资咨询证号：

Z0001610

相关研究报告



目 录

一. 估值高位.....	3
二. 货币政策不急转弯.....	5
三. 宏观经济.....	7
3.1. 经济增长, 仍有恢复空间.....	7
3.2. 消费恢复空间大.....	8
3.3. 房地产投资将放缓.....	10
四. 技术面.....	11
五. 行情展望.....	11

研究报告全部内容不代表协会观点
仅供交流使用, 不构成任何投资建议。

一. 估值高位

至4月21日，沪深300市盈率是18.9倍，市净率1.68倍，市净率5年百分位数90%，10年百分位数74%，处于周期波动中的向上阶段，明显高于中值。因打破刚兑，利率长期趋势走低，估值区间有上移可能，在这个位置出现估值尖顶可能不大。

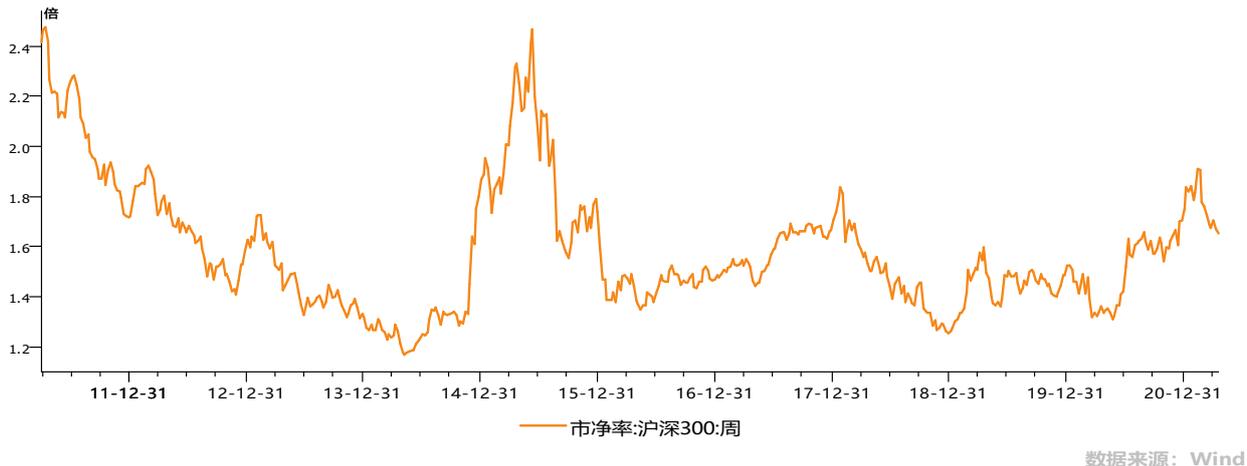


图1: 沪深300市净率

长期看，多个因素有利于A股估值上升：

1、国内大类资产比较，股票占优。债券、信托、银行理财都出现过亏损案例，如2020年6月多款银行理财亏损、永煤债券违约，刚兑被打破、且收益率持续下降。

房地产整体不再是好的投资机会，风险收益比不如A股，流动性很差，在少数城市部分区域有结构性机会，但限售严格。房地产也是政策市，当前政策严守：房住不炒，且调控措施不断。银保监会主席郭树清3月2日在国新办新闻发布会上表示，房地产领域的核心问题还是泡沫比较大，金融化泡沫化倾向比较强，是金融体系最大灰犀牛，很多人买房不是为了居住，而是为了投资投机，这是很危险的。这是有关方面对房地产市场发出的空前警告。房地产“五道红线”已经横空出世，房企融资三道红线出台以后，已有多个大型房企遭遇了资金链冲击；而房贷融资两道红线出台后，各地的房贷利率已经应声而涨。五道红线，本质上就是为了将房地产市场和金融系统隔离。

从供需角度，据央行发布的《2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》显示，我国城镇居民住房拥有率高达96%，家庭户均住宅1.2套，人均居住面积超过40平米。中国城镇化率超60%，城镇住宅存量超3.5亿套。住房总量方面已有富余，各地供求关系分化，一线城市户均住宅最低。最近二十年房价大涨，需求来自于改善需求、投资需求和城镇化率提高，改善需求、投资需求的结果是人均

居住面积大幅提高,2000年城市居民人均居住面积为10.3平方米,2019年人均居住面积超过40平米,提高非常快。目前人均居住面积小于美国,高于欧洲国家。住房供应源源不断处在高位,统计局数据,2019年商品房销售面积171558万平方米,2020年商品房销售面积176086万平方米,可供4402万人的居住。城镇化率提高比较稳定,假设城镇化率每年提高1.2%,对应人口1680万,多余的供应需改善、投资需求解决,以目前房价、限购限贷政策,必将抑制投资需求、改善需求。

经过二十年房价持续上涨,房价上涨已是一种信仰。现在很多人买房,不是认为房价还能继续大涨,主要是为了全球大放水背景下对抗通胀。对于房价,主流观点是有变化的,从“房价永远涨”,到“一线/强一线永远涨”,再到“一线/强一线核心资产永远涨”,一方面各地供求关系分化,另一方面说明资金已经托不起整体楼市、甚至一线城市整体,对于基本面最好的一线城市,疫情后的上涨分化明显,深圳涨的最猛,宝安涨了30%,福田、南山、坪山涨了20%,但是盐田、大鹏新区等,都没怎么涨;上海第二猛,青浦涨了20%,浦东涨了15%,但是奉贤才涨了2%,金山竟然还跌了5%。楼市大分化开启,无脑买入甚至有很大下跌风险,比如环京房价。而且一线住房限购,不是想买就能买的。其实对抗通胀更好的办法是低位定投指数基金,有一定的认识门槛,另外历史上定投指数基金效果不佳,一方面近十年指数涨幅不大,另一方面没有强调“低位”定投。

更长期的负面因素:人口、经济增速降档、居民的杠杆率高达72.5%(比2011年末高44个百分点)。2016年1月1日,全面二孩政策正式实施,当年出生人口反弹至1786万,2018年出生人口降至1523万,全面二孩政策不及预期,生育堆积效应正在消退。据泽平宏观的中国生育报告2020,育龄妇女规模已见顶下滑,2030年20-35岁主力育龄妇女规模将比2018年减少29%,其中25-30岁生育高峰期妇女将减少41%;2018年出生率降至10.94%,创1949年以来新低,总和生育率降至1.52,即一个育龄妇女平均生育1.52个孩子;出生人口即将大幅下滑,预计2030年将降至1100多万,较2018年减少26%。2016-2019年,出生人数分别为1786、1723、1523、1465万,从分孩次出生数看,2016-2019年一孩出生数分别为879、981、713、629和593万,一孩出生数下滑非常快速,一孩占比分别为54.9%、41.4%、41.3%、40.5%,没有一孩哪有二孩三孩,在生育堆积效应消失后,一孩出生数占比将恢复到高于二孩占比的常态。据公安部户政管理研究中心发布《2020年全国姓名报告》,截止到2020年12月31日,2020年出生并已经到公安机关进行户籍登记的新生儿共1003.5万,其中男孩529.0万,占52.7%,女孩474.5万,占47.3%;2019年出生并已经到公安机关进行户籍登记的新生儿共1179万,占当年实际出生人数的80.5%;从登记人口看,新生儿锐减约176.5万。中国结婚率2013年见顶回落,离婚率持续攀升,此外,丁克家庭、不孕不育人群增多削弱生育基础,总和生育率可能进一步下降。另外,结婚率降低、无孩家庭增加,还将削弱购房刚需。

当下,房地产不再是好的投资机会,限售不严的二线及长三角珠三角三四线房价涨幅大概率与通

胀相当。从超长期角度看，居民金融资产占比会持续提升。

2、估值的向上周期。

3、国际比较，国内股市、债市更有投资价值，外资持续流入。十年期美债收益率 1.57%，中美利差 1.60%，处于高位，美股高位。东方财富 Choice 数据显示，截至 4 月 21 日，今年以来北上资金净流入 1340 亿元。

4、当前监管政策明显扶持股市，引导长期资金入市。

二. 货币政策不急转弯

2021 年 2 月 8 日晚，央行发布 2020 年第四季度货币政策执行报告。与三季度相比，央行对经济形势的判断更加乐观，增加“内生增长动能增强，宏观形势总体向好”的表述。

货币政策表述有微妙变化。政策强调“稳字当头，不急转弯”，说得非常清楚，货币政策今年要转向了，只是不转急弯而已，这个转弯的度，是市场关注点。另外，淡化逆周期调节，即从稳增长、保就业进一步向稳杠杆、防风险转变；货币政策定调从“更加灵活适度、精准导向”变为“灵活精准、合理适度”；新增“处理好恢复经济与防范风险的关系”要求；对结构性政策，也从“增强”转为“发挥”，加码意味变淡。

加强国际货币政策协调。报告提示：“长期来看，随着疫情得到控制、经济复苏态势明确，主要经济体央行宽松货币政策将可能退出，届时资本流动方向也可能出现变化，这对我国这样的超大型经济体而言是正常的，但也要防范相关风险。”发达经济体退出宽松是一个风险点。

报告指出，判断短期利率走势首先要看政策利率是否发生变化，主要是央行公开市场 7 天期逆回购操作利率是否变化，而不应过度关注公开市场操作数量。其次，在观察市场利率时重点看市场主要利率指标（DR007）的加权平均利率水平，以及 DR007 在一段时期的平均值，而不是个别机构的成交利率或受短期因素扰动的时点值。对于中期政策利率（1 年期 MLF 利率）对应的市场利率，央行在报告中使用的是 1 年期 AAA 同业存单到期收益率和 10 年国债到期收益率。

3 月 24 日，中国人民银行货币政策委员会召开 2021 年第一季度例会，会议指出：稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把握好政策时度效，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。延续四季度货币政策执行报告口径。

2021 年 3 月末，M2 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；M1 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。社会融资规模同比增长 12.3%，较上月放

缓 1 个百分点，高点出现在 2020 年 11 月。3 月社融新增 3.34 万亿，受去年高基数影响同比少增 1.84 万亿，主要是企业债、表外融资、政府债券同比少增，符合预期。

人民币贷款余额同比增长 12.6%，增速比上月末低 0.3 个百分点。企业贷款呈现缩短放长的格局，3 月短贷新增 3748 亿元、票据缩量 1525 亿元，分别同比少增/多减 5000 和 3600 亿元；中长期贷款新增 1.33 万亿元，同比多增超 3600 亿，占当月新增贷款总量中占约五成。反映出信贷结构的持续优化，实体经济持续的复苏势头和强劲的融资需求。一季度整体来看，贷款新增总量创新高之下，居民中长贷、企业中长贷双双创历史新高，两者增量占全部贷款增量的 84%，较 2020 年同期提升 23 个百分点。

金融数据表明正在转弯，但此前市场对转弯程度的预期过于悲观。

十年期国债收益率 3.1686%，因货币收紧和经济复苏，未来国债收益率上升可能大。3 个月理财产品预期收益率 3.69%，位于低位。

图 2 社会融资规模同比

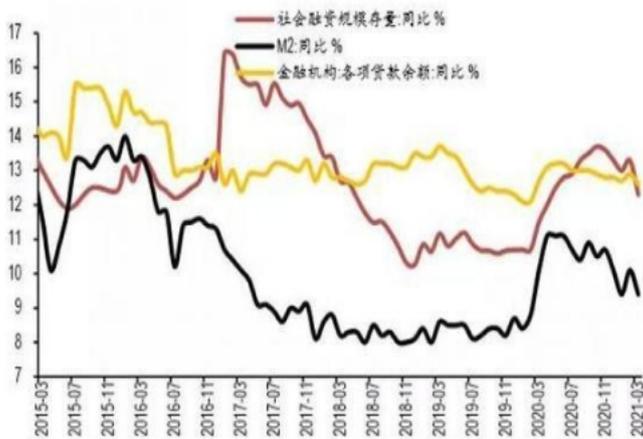
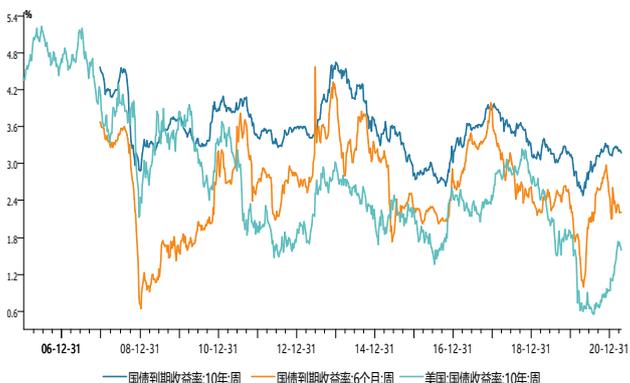


图 4 中美十年期国债



数据来源：Wind

图 3 M1、M1-M2 同比

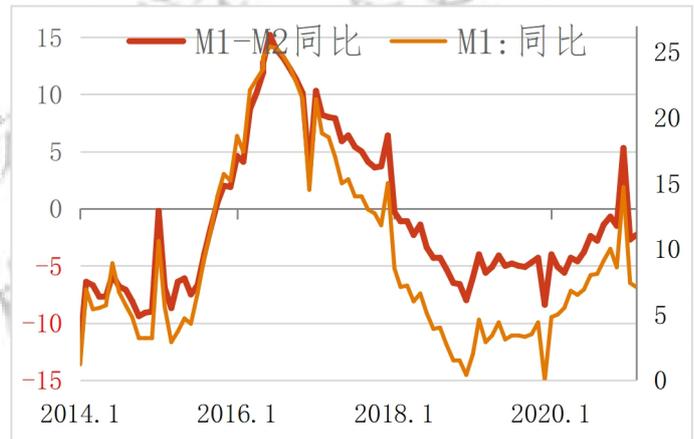
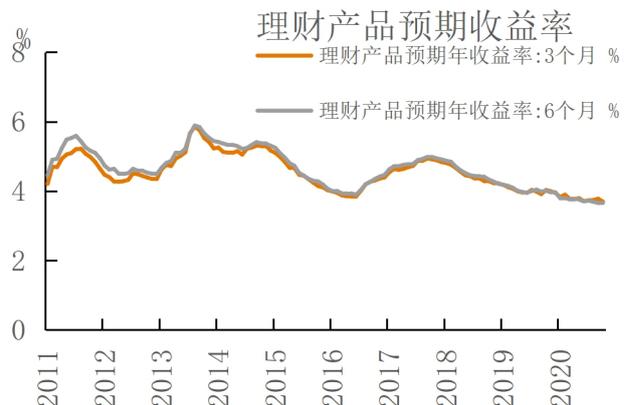


图 5 理财产品预期收益率



资料来源：WIND 资讯

红塔期货有限责任公司

三. 宏观经济

3.1. 经济增长仍有恢复空间

各家机构普遍预计中国经济增长在 8%附近，前高后低，基本是市场共识。经过前期调整，A 股中期可能受企业盈利增长推动。

IMF 预计，2021 年全球经济将增长 6%，较 1 月份预测值上调 0.5 个百分点。这是 IMF 今年第二次上调 2021 年全球经济增速预期。中国经济将在 2021 年增长 8.4%，相比 1 月时的预测上调了 0.3 个百分点；并将 2022 年的经济增速预期维持在 5.6%不变。2021 年美国经济增长上调 1.3 个百分点至 6.4%。

1—2 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 11140.1 亿元，同比增长 1.79 倍，比 2019 年 1—2 月份增长 72.1%，两年平均增长 31.2%。营业收入利润率为 6.60%，同比提高 3.15 个百分点；资产负债率为 56.2%，同比下降 0.1 个百分点。产成品存货周转天数为 19.7 天，同比减少 6.4 天；应收账款平均回收期为 57.9 天，同比减少 14.5 天。企业经营情况持续向好。牛市进入新阶段，估值震荡与企业利润增长角力，当前市场更关注机构抱团股的高估值压力。

今年 1 季度实际 GDP 增速 18.3%，从两年复合增速看，今年 1 季度的复合增速是 5.0%，去年 3 季度是 5.4%，4 季度是 6.1%。实际上经济整体表现要弱于去年 4 季度，这一平均增速稍低于疫情之前的季度同比增速，说明经济仍有继续恢复空间。第二产业复合增速 6.0%创 2018 年 2 季度以来新高，相比之下服务业增速大幅回落，第三产业复合增速 4.7%仅仅稍高于 20 年 2 季度，符合疫情冲击的特征。

一季度，全国固定资产投资完成额同比增长 25.6%，比 2019 年一季度增长 6%，两年平均增长 2.9%。分领域看，制造业投资一季度同比增长 29.8%，两年平均下降 2%，前两个月两年平均为下降 3.4%，仍未达到 2019 年同期水平，表明制造业仍有恢复空间。基础设施建设投资同比增长 29.7%，两年平均增长 2.3%，前两个月两年为平均下降 1.6%。结合一季度企业中长期信贷增长较快，表明基建、制造业等需求较为旺盛，未来如专项债券迎来发行的窗口期，会继续支撑基建继续改善。房地产投资同比增长 25.6%，两年平均增长 7.6%，与前两个月两年平均增速持平。

3 月制造业采购经理人指数 (PMI) 升至 51.9%，较前值反弹 1.3 个百分点，远超预期。4 月 1 日公布的 2021 年 3 月财新中国制造业 PMI (采购经理指数) 录得 50.6，低于 2 月 0.3 个百分点，虽然连续第十一个月位于扩张区间，但降至 2020 年 5 月以来最低值，显示新冠疫情后制造业扩张速度进一步边际放缓。规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额 3752.2 亿元，同比增长 1.82 倍；股份制企业实现利润总额 7762.5 亿元，增长 1.69 倍；外商及港澳台商投资企业实现利润总额 3145.2 亿元，增长 2.19 倍；私营企业实现利润总额 3316.9 亿元，增长 1.37 倍。中小企业、特别是小微企业复苏最

弱。

以美元计,中国3月出口金额同比增长30.6%,增速较1-2月缩小30个百分点,进口同比增长38.1%,增速比1-2月扩大15.9个百分点。当月实现贸易顺差138亿美元,较2月收窄240.8亿美元。出口高位增长,动力边际稍降。进口增速大涨主要是因为铜、铁矿石等大宗商品价格涨幅进一步扩大,海外供给持续修复。

图6 工业企业利润总额



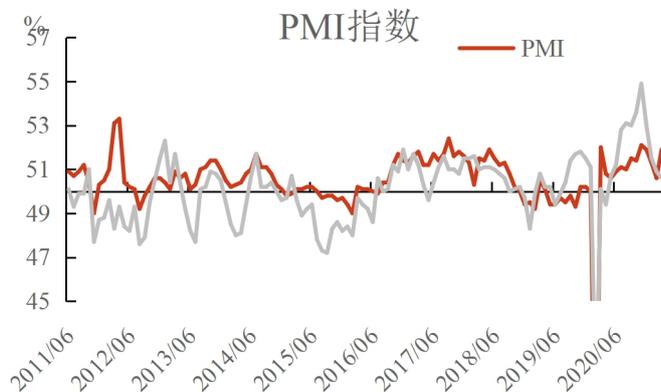
图7 固定资产投资额



图8 GDP 同比



图9 PMI 指数



资料来源: WIND 资讯

红塔期货有限责任公司

3.2. 消费恢复空间大

一季度,社会消费品零售总额105221亿元,同比增长33.9%,环比增长1.86%;两年平均增长4.2%。其中,3月份社会消费品零售总额35484亿元,同比增长34.2%,比1-2月份加快0.4个百分点,两年

平均增长 6.3%。2020 年前几年社会消费品零售总额同比缓缓下行，2019 年月度均值 8%。2019 年期间我国最终消费支出贡献率在 60% 以上。随疫苗普及，发达经济体经济复苏，我国服务业将逐步恢复正常，最终消费品零售总额同比将恢复到正常值 8% 附近。在此之前，即使经济增长见顶，增速下降也是非常缓慢的。

2021 年一季度，我国人均可支配收入增速为 0.8%，但人均消费支出增速仅为 -8.2%，收支增速从 2019 年的基本匹配骤然拉大至 9.0 个百分点，收入增速明显高于支出增速的情况贯穿了 2020 年全年，2021 年一季度人均可支配收入和消费支出的两年复合年化增速差仍然达到 3.1 个百分点。

服务业修复缓慢且拖累就业市场恢复。目前，城镇调查失业率为 5.4%，虽然较疫情期间的 6.2% 显著下降，但仍高于疫情前 5% 的平均水平，若再考虑劳动参与率降低和非城镇实际就业情况，全国实际失业情况会更严峻。就业压力未能缓解，主因是服务业修复缓慢。

另外，服务业修复缓慢集中体现在小微企业、个体工商户的经营困境。小微企业整体运行指数自去年 2 月份骤降至 32 之后，目前仅回升至 44，依然低于疫情前 46 的平均水平；其中服务业小微企业运行指数更是仅回升至 41，大幅低于疫情前 47 的平均水平。尤其是与疫情前不同，受疫情冲击，服务业小微企业运行指数就持续低于小微企业整体运行指数，部分诸如小旅店、小酒馆、小商贸等小微实体和个体工商户因疫情很可能已经退出。

五一出行市场进入爆发期，从携程、去哪儿网、同程等平台的机票预订情况来看，目前五一多地部分航班经济舱已售罄。携程平台预计，今年五一旅游人次有望突破 2019 年五一水平达到 2 亿人次新高。

图 10 社会消费品零售总额

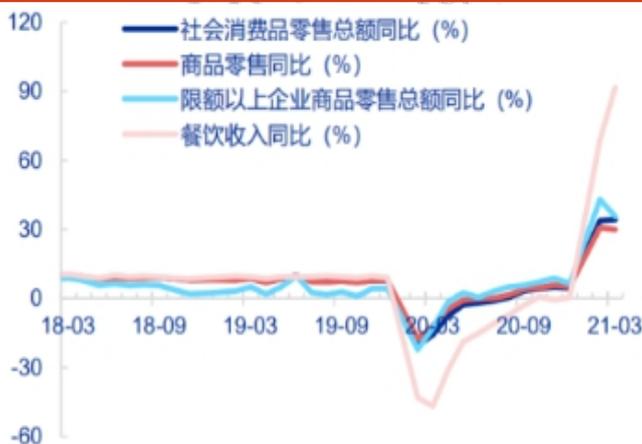


图 12 PMI-就业

图 11 城镇调查失业率

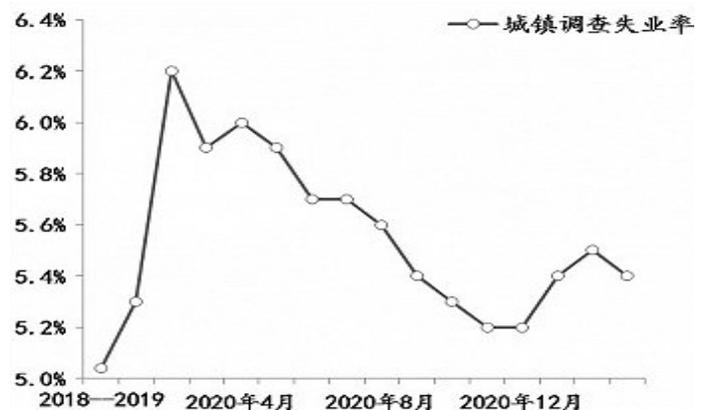
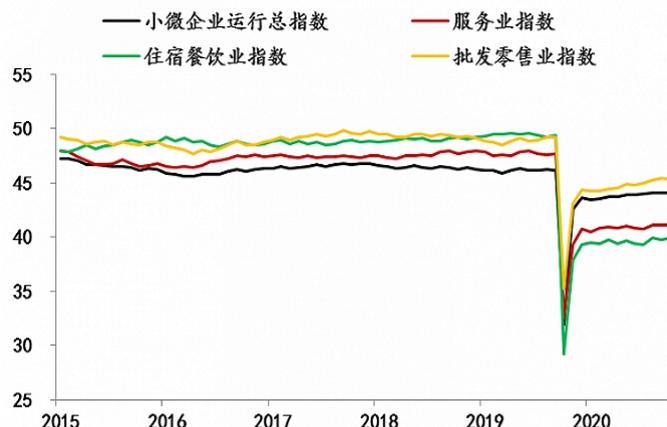
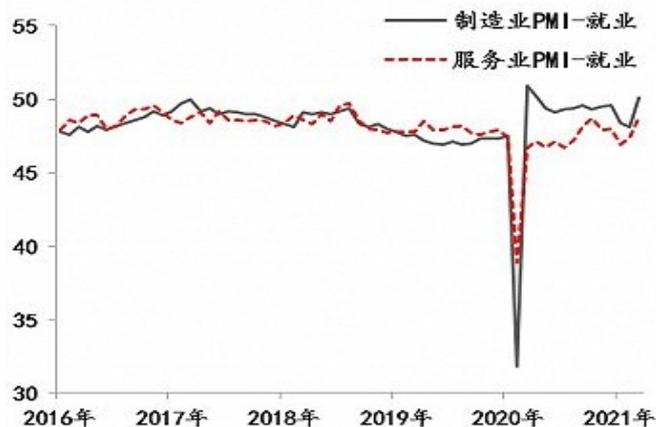


图 13 小微企业运行情况



资料来源: WIND 资讯

红塔期货有限责任公司

3.3. 房地产投资将放缓

在房地产调控政策作用下, 房地产投资放缓是大概率事件, 预计下一阶段将延续回落。

1-3 月份, 全国房地产开发投资 27576 亿元, 同比增长 25.6%; 比 2019 年 1—3 月份增长 15.9%, 两年平均增长 7.6%。全国房地产开发投资占固定资产投资 28.7%, 占 GDP11.1%。

国家统计局周五发布的 70 大中城市房价数据显示, 3 月份, 全国楼市热度依然较高。从新房看, 70 城中, 有 62 个城市房价环比上涨; 从二手房看, 有 58 个城市房价环比上涨, 较上月增加 3 个。从更能真实反映楼市情况的二手房数据来看, 3 月份, 4 个一线城市二手房价格环比上涨 1.0%, 其中, 北京、广州均上涨 1.4%, 在 70 城中并列第一。31 个二线城市二手房价格环比上涨 0.4%, 涨幅与上月相同。35 个三线城市二手房价格环比上涨 0.3%, 涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。除了季节性因素, 一季度中国楼市的“小阳春”在很大程度上和经营性贷款流入房地产市场有关, 特别是一线城市楼市。中国人民银行数据显示, 截至 3 月末, 个人经营贷款同比增长 24.6%, 比上年同期高 11.5 个百分点。随着相关政策收紧, 加上多地加码房地产调控, 楼市或在二季度转冷。

1-3 月份, 房地产开发企业房屋施工面积 798394 万平方米, 同比增长 11.2%, 1-2 月同比增长 11.0%, 比 2019 年 1-3 月份增长 14.1%。3 月房屋施工面积小幅增长, 该部分占房地产开发投资大头。1-3 月份, 商品房销售面积 36007 万平方米, 同比增长 63.8%, 1-2 月同比增长 105%, 比 2019 年 1-3 月份增长 20.7%, 两年平均增长 9.9%。全国商品房销售保持较旺态势, 与近期居民中长期贷款增长情况相一致。后续关注销售面积下降速率, 何时传导到施工面积。

1-3 月份, 房地产开发企业土地购置面积 2301 万平方米, 同比增长 16.9%, 1-2 月同比增长 33.0%, 比 2019 年 1-3 月份降低 9.5%; 土地成交价款 809 亿元, 下降 17.3%。调控政策在土地购置面积上得到

充分体现，地价降低了。

四. 技术面

沪深 300 指数各级趋势情况：

长期趋势向上：2019 年 1 月后进入牛市。7 月加速上行，放量创多年新高。160 日均线上行。A 股市盈率从底部开启均值回归，2020 年 3 月见企业利润低点，可以验证长期趋势转牛判断。

中期趋势：4880 一线强支撑，前期多个高点、低点汇集于此，围绕 144 均线震荡，上方压力位 5181，出现底部抬高迹象，中期调整结束可能大。

短期趋势：30 分钟图 30、60 均线向上，呈多头排列，短线向上。后市如维持在 4990 上方，维持短线看多观点不变。

图 14 沪深 300 指数日线图



图 15 IF 指数 30 分钟图



资料来源：博易软件

红塔期货有限责任公司

五. 行情展望

A 股估值处于周期向上阶段的高位。出现估值尖顶可能不大。房地产不再是好的投资机会，限售不严的二线及长三角珠三角三四线房价涨幅大概率与通胀相当。从超长期角度看，居民金融资产占比会持续提升。货币政策不急转弯，回归正常，下降斜率是关注点。经济增长仍有恢复空间，A 股中期主要受企业盈利增长推动。一季度受疫情短期冲击，随疫苗普及，发达经济体经济复苏，我国服务业将逐步恢复正常，消费离正常值仍有空间，在此之前，即使经济增长见顶，增速下降也是非常缓慢的。

房地产投资将放缓。技术面：长期趋势向上，中期调整可能结束。

综合基本面和技术面，沪深 300 中短期上涨可能性大。

风险提示：欧美退出宽松政策、美股大幅调整。

研究报告全部内容不代表协会观点
仅供交流使用，不构成任何投资建议。

免责声明

本报告版权归“红塔期货有限责任公司”所有，未经书面授权，任何个人、机构不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告所引用的资料皆被我公司及其研究人员认为可信，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会根据市场情况进行调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，因此我公司不承担根据本报告进行操作带来的任何损失，请注意谨慎投资。

昆明营业部

电话：0871-63614770, 0871-63614046

传真：0871-63614046

邮编：650021

地址：云南省昆明市青年路387号华一广场17楼

曲靖营业部

电话：0874-3297788, 0874-3290886

传真：0874-3290939

邮编：655000

地址：云南省曲靖市翠峰路龙源花园53、54号商铺

玉溪营业部

电话：0877-6792883

传真：0877-6577469

邮编：653100

地址：云南省玉溪市东风南路2号红塔银行大楼1楼B区

贵阳营业部

电话：0851-85966422

传真：0851-85945733

邮编：550012

地址：贵州省贵阳市南明区花果园亚太中心3501

常州营业部

电话：0519-86885850

传真：

邮编：213016

地址：江苏省常州市钟楼区怀德中路50-1806

上海分公司

电话：021-60737258, 021-60737270

传真：

邮编：200233

地址：上海市虹口区黄浦路99号2105室

大理营业部

电话：0872-2223100

传真：0872-2223884

邮编：671000

地址：云南省大理白族自治州大理市下关镇经济开发区登龙街八号榆都商务楼四层ZX409号

福州营业部

电话：0591-83259287

传真：0591-83616830

邮编：350009

地址：福建省福州市台江区宁化街道祥坂街26号（原上浦路南侧）富力中心A座14层02商务办公

张家港营业部

电话：0512-58229789, 0512-58221789

传真：

邮编：215600

地址：江苏省张家港市杨舍镇人民东路801号（国泰新天地广场）Z206

蒙自营业部

电话：0873-3948668

邮编：661100

地址：云南省红河州蒙自市朝阳路红竺园C区759号