

兴证期货·研发中心

2021年4月5日星期一

金融研究团队

韩惊

从业资格编号：F3010931

投资咨询编号：Z0012908

021-20370949

hanjing@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

2021年3月共23个交易日，A股市场探底回升，月度小幅收跌。月初投资者对于未来通胀走高带来的货币收紧预期依然对市场产生较大影响，美债收益率走高压制中美两国权益市场走势，A股显著回调。之后A股市场在外围扰动降温的情况下小幅反弹，但月底再次出现二次探底。从二次下探情况来看，市场成交量继续回落并创下年内新低，也显示投资者短期的悲观情绪得到相对充分的释放，随后在月底A股开始反弹。3月行业板块多数上涨，其中食品饮料和休闲服务领涨，非银金融和传媒板块表现较差。

三大期指3月集体收跌，其中IF和IH跌幅较深，具体来看IF2104合约下跌5.81%，IH2104合约下跌6.35%，IC2104合约下跌0.62%。期现价差方面，截止3月31日，IF、IH和IC主力合约分别贴水现货31.16、16.97和16.27。3月期指市场成交和持仓整体回暖。

● 后市展望及策略建议

国内方面，经济整体继续保持平稳复苏，货币政策持稳。3月初两会正式召开，政府工作报告明确今年主要目标。上周公布的政府工作报告提出今年GDP目标增长6%以上，CPI在3%左右，宏观政策保持必要支持力度，不急转弯。整体来看政府工作报告提出的GDP目标相对保守，体现出国家对于经济增长质量的更加关注。

经济数据方面，1-2月份，固定资产投资两年平均增长1.7%，社会消费品零售总额两年平均增长3.2%，整体来看生产好于消费与投资，此外全球经济向好带来的出口强劲继续对国内起到拉动作用。我国工业企业利

润延续去年下半年以来较快增长的良好态势。我们认为 A 股企业盈利目前同样仍处于上行趋势。我国 2 月 CPI 同比降 0.2%，预期降 0.5%，目前国内 CPI 依然处于低位，短期难以对货币政策产生影响。

金融数据方面，我国 2 月社融新增 1.71 万亿元，好于预期，M2 同比 10.1%，前值 9.4%；M1 同比 7.3%，前值 14.7%，就地过年推高 2 月金融数据，不过我们认为随着经济的逐步复苏，未来货币政策趋于正常化的趋势不变，M2 和社融等数据整体将趋于下行。

市场资金方面，3 月两融余额小幅下降，陆股通资金保持净流入。3 月 A 股市场的两次探底，陆股通资金均出现大幅净流入，显示出陆股通资金对于阶段底部的不悲观。我们认为随着行情走势的企稳，外资将延续流入趋势。

海外方面，3 月全球权益市场走势偏强。月初美债收益率的上涨对市场产生一定压制，但随后公布的美国核心 CPI 增速低于预期，并离美联储 2% 的目标仍有较大差距，这使得短期货币政策不存在大幅收紧的基础。我们认为目前美股虽然已经处于高位，但在流动性极度宽松的情况下，难以轻易判断顶部，但投资者需要警惕未来美股在流动性转向等因素的影响下而出现大幅回调的可能性。

整体来看，我国经济维持复苏趋势，货币政策短期平稳，我们认为短期在不出现超预期的重大利空影响的情况下，A 股阶段性底部已现，4 月有望继续反弹。后期主要关注外部市场的风险和中美关系的变化。我们建议投资者以区间操作为主，股指前多谨慎持有，仅供参考。

● 策略建议

建议投资者短期观望为主，如遇调整可轻仓试多。

● 风险提示

全球新型肺炎疫情升级、外部风险升温、国内政策大幅调整。

1. 市场回顾

1.1 股票市场

2021年3月共23个交易日，A股市场探底回升，月度小幅收跌。月初投资者对于未来通胀走高带来的货币收紧预期依然对市场产生较大影响，美债收益率走高压制中美两国权益市场走势，A股显著回调。之后A股市场在外围扰动降温的情况下小幅反弹，但月底再次出现二次探底。从二次下探来看，市场成交量继续回落并创下年内新低，也显示投资者短期的悲观情绪得到相对充分的释放，抛压较弱，随后在月底A股开始反弹。

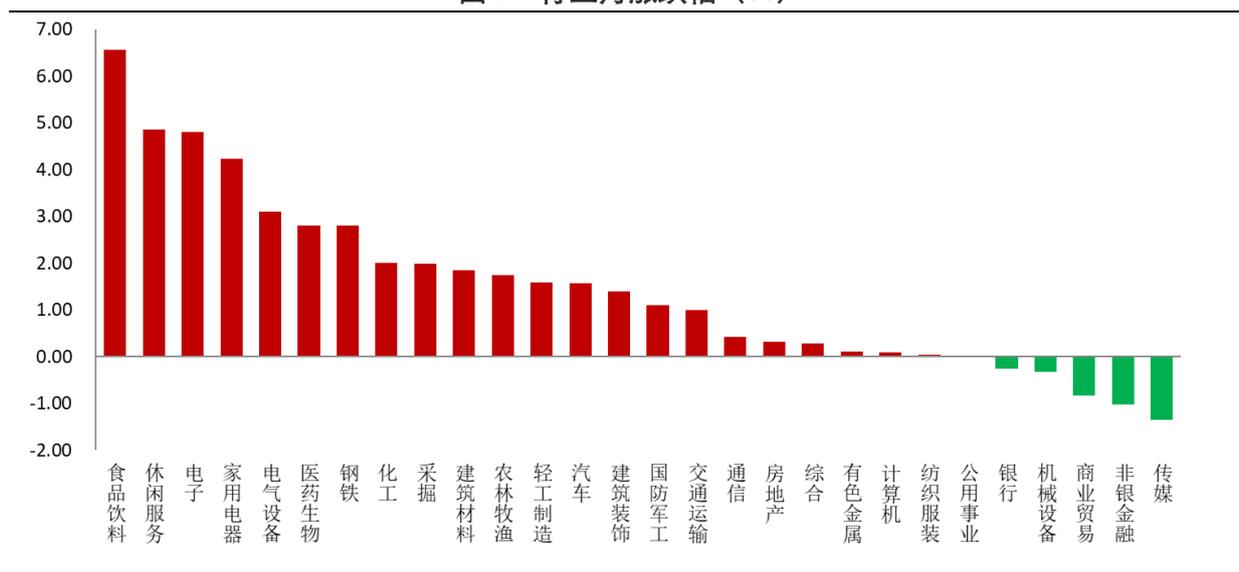
3月行业板块多数上涨，其中食品饮料和休闲服务领涨，非银金融和传媒板块表现较差。

表 1: A 股主要指数走势

	上证综指	深圳成指	创业板指	上证50	沪深300	中证500
2021/2/26收盘	3509.08	14507.45	2914.11	3756.86	5336.76	6364.35
2021/3/31收盘	3441.91	13778.67	2758.5	3539.37	5048.36	6254.07
月涨跌幅	-1.91%	-5.02%	-5.34%	-5.79%	-5.40%	-1.73%

数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 1: 行业月涨跌幅 (%)



数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 三大期指走势

三大期指3月集体收跌，其中IF和IH跌幅较深，具体来看IF2104合约下跌5.81%，IH2104合约下跌6.35%，IC2104合约下跌0.62%。期现价差方面，截止3月31日，IF、IH和IC主力合约分别贴水现货31.16、16.97和16.27。

3月期指市场成交和持仓整体回暖。IF、IH、IC 3月日均成交154790手、57572手、105741

手, 较 2 月均值分别变动 11.39%、8.06%、-2.11%; IF、IH、IC 3 月日均持仓量分别为 217748 手、78129 手、240378 手, 较 2 月分别变动 6.42%、8.87%、5.68%。

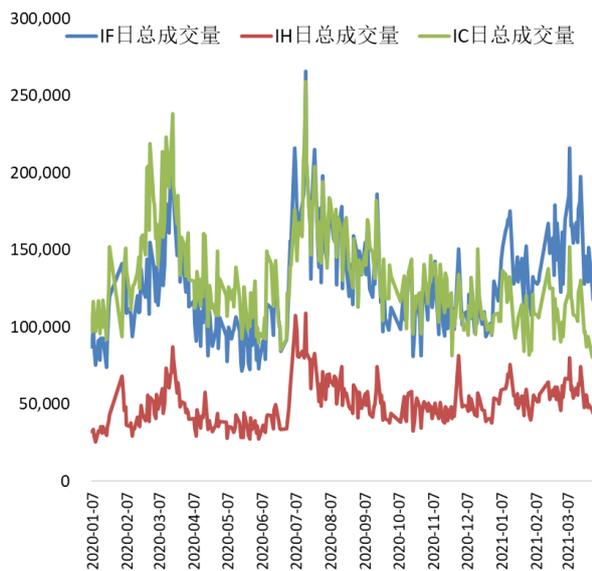
截至 3 月 31 日, IH/IF 主力合约比值为 0.7021, IH/IC 主力合约比值为 0.5647, IF/IC 主力合约比值为 0.8043。

表 2: 股指期货 2021 年 3 月 31 日

2021/3/31	合约收盘价	指数收盘价	收盘价升贴水	升贴水率	最后交易日	交易天数	年化升水率
IF2104.CFE	5,017.2000	5,048.3607	31.16	0.62%	2021-04-16	11	13.58%
IF2105.CFE	4,988.0000	5,048.3607	60.36	1.20%	2021-05-21	33	8.77%
IF2106.CFE	4,951.0000	5,048.3607	97.36	1.93%	2021-06-18	52	8.98%
IF2109.CFE	4,862.0000	5,048.3607	186.36	3.69%	2021-09-17	117	7.64%
IH2104.CFE	3,522.4000	3,539.3696	16.97	0.48%	2021-04-16	11	10.55%
IH2105.CFE	3,499.0000	3,539.3696	40.37	1.14%	2021-05-21	33	8.36%
IH2106.CFE	3,463.6000	3,539.3696	75.77	2.14%	2021-06-18	52	9.96%
IH2109.CFE	3,412.0000	3,539.3696	127.37	3.60%	2021-09-17	117	7.44%
IC2104.CFE	6,237.8000	6,254.0695	16.27	0.26%	2021-04-16	11	5.72%
IC2105.CFE	6,176.2000	6,254.0695	77.87	1.25%	2021-05-21	33	9.13%
IC2106.CFE	6,105.6000	6,254.0695	148.47	2.37%	2021-06-18	52	11.05%
IC2109.CFE	5,929.0000	6,254.0695	325.07	5.20%	2021-09-17	117	10.75%

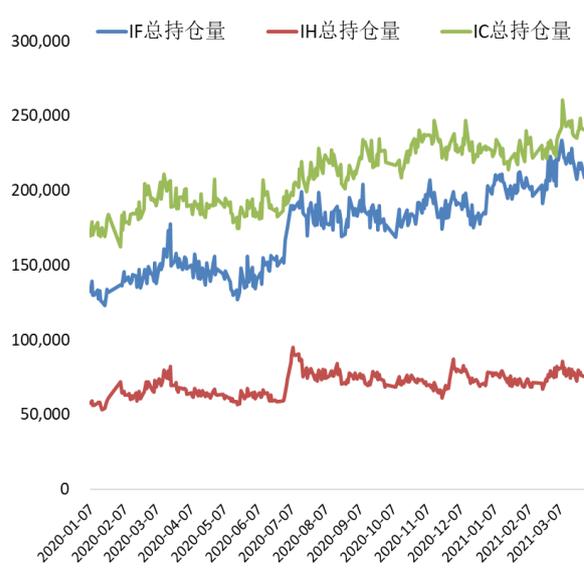
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 2: 股指期货成交量



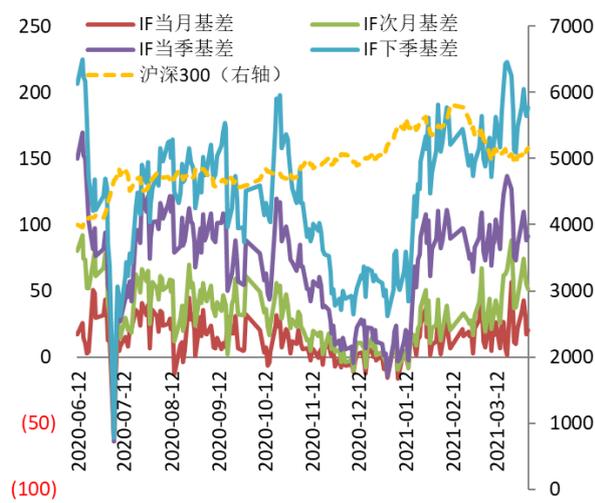
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 3: 股指期货持仓量



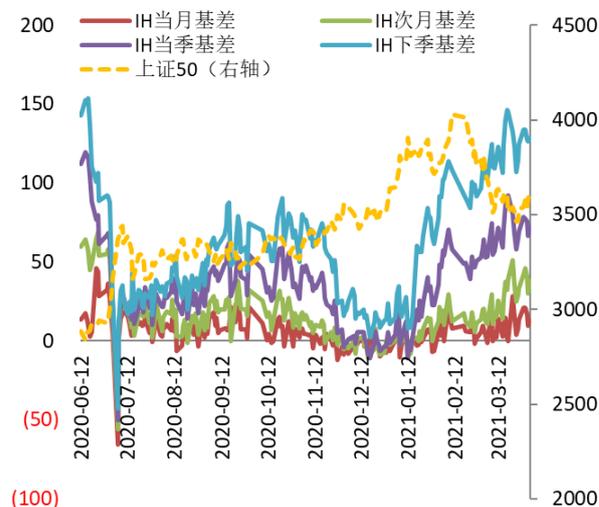
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 4: IF 各合约期现基差走势 (现货-期货)



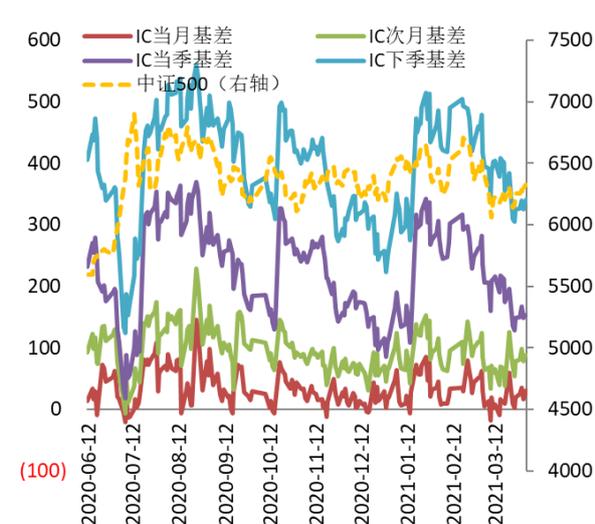
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 5: IH 各合约期现基差走势 (现货-期货)



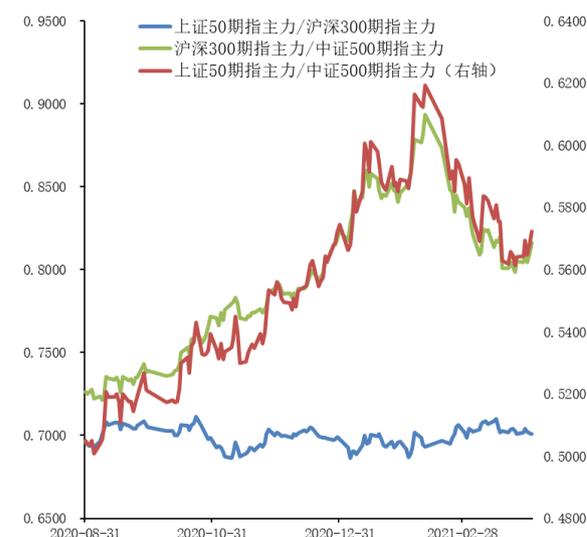
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 6: IC 各合约期现基差走势 (现货-期货)



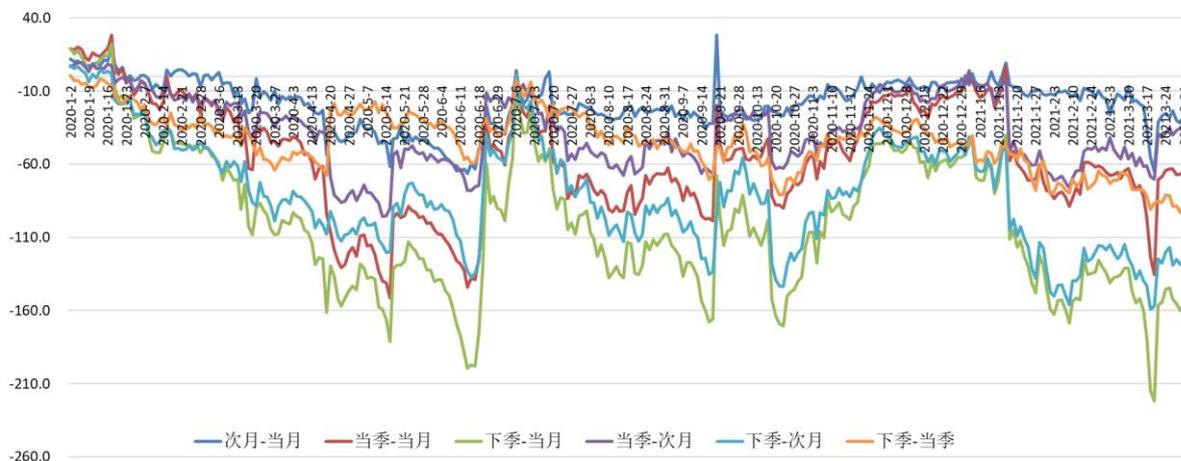
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 7: 跨品种合约比值走势



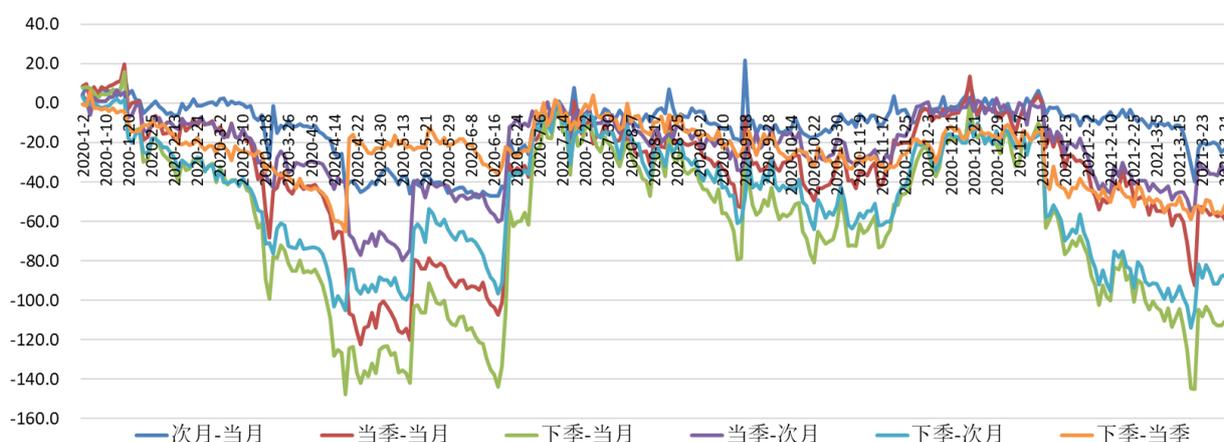
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 8：IF 各合约跨期价差走势



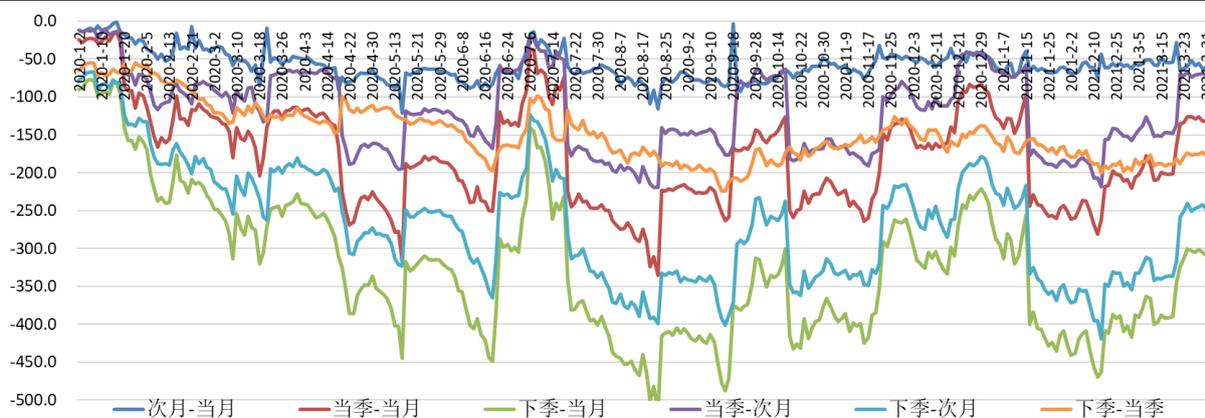
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 9：IH 各合约跨期价差走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 10：IC 各合约跨期价差走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.3 指数估值分析

截至 3 月 31 日，沪深 300 动态市盈率为 15.11，上证 50 为 13.26，中证 500 为 26.63，分别处于 2010 年以来 85%、89%和 22%左右的分位数水平。

图 11：沪深 300 动态市盈率

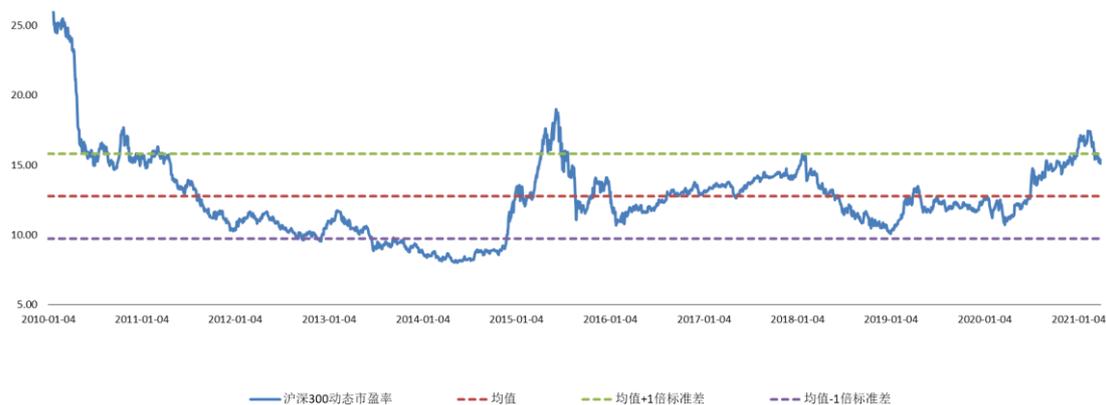


图 12：上证 50 动态市盈率

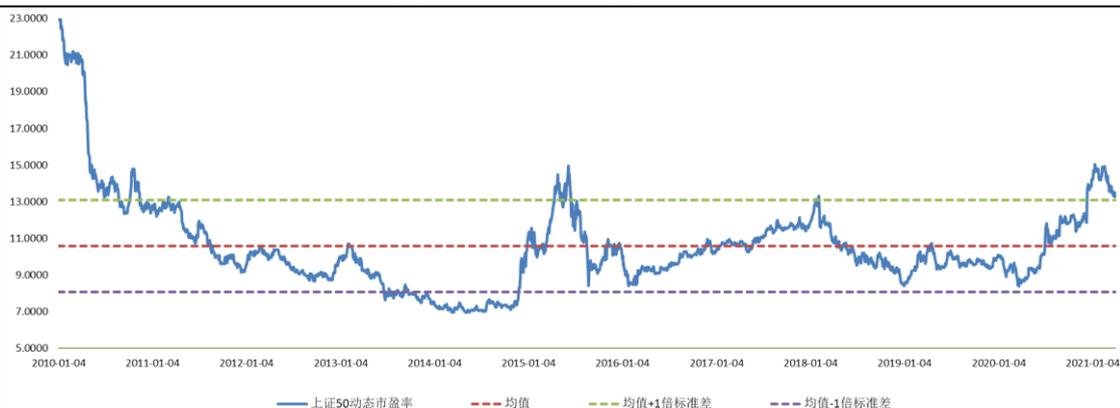


图 13：中证 500 动态市盈率



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 市场基本面分析

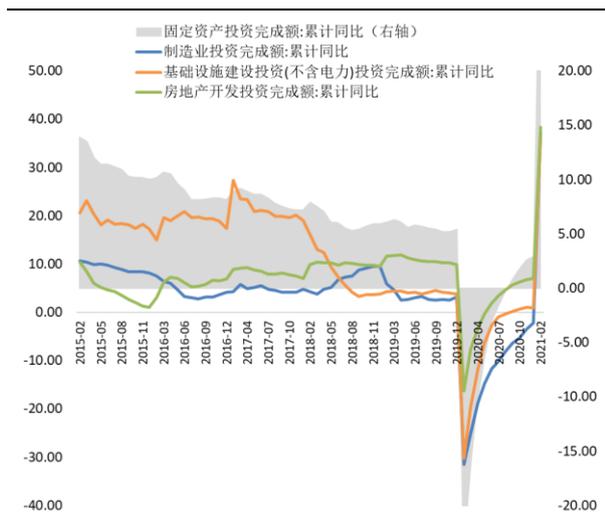
国内方面，经济整体继续保持平稳复苏，货币政策持稳。3月初两会正式召开，政府工作报告明确今年主要目标。上周公布的政府工作报告提出今年 GDP 目标增长 6% 以上，CPI 在 3% 左右，宏观政策保持必要支持力度，不急转弯。整体来看政府工作报告提出的 GDP 目标相对保守，体现出国家对于经济增长质量的更加关注。

经济数据方面，1-2 月份，固定资产投资两年平均增长 1.7%，社会消费品零售总额两年平均增长 3.2%，整体来看生产好于消费与投资，此外全球经济向好带来的出口强劲继续对国内起到拉动作用。我国工业企业利润同比增长 1.79 倍，比 2019 年 1-2 月份增长 72.1%，两年平均增长 31.2%，延续去年下半年以来较快增长的良好态势。我们认为 A 股企业盈利目前同样仍处于上行趋势。我国 2 月 CPI 同比降 0.2%，预期降 0.5%，目前国内 CPI 依然处于低位，短期难以对货币政策产生影响。

金融数据方面，我国 2 月社融新增 1.71 万亿元，好于预期，M2 同比 10.1%，前值 9.4%；M1 同比 7.3%，前值 14.7%，就地过年推高 2 月金融数据，不过我们认为随着经济的逐步复苏，未来货币政策趋于正常化的趋势不变，M2 和社融等数据整体将趋于下行。

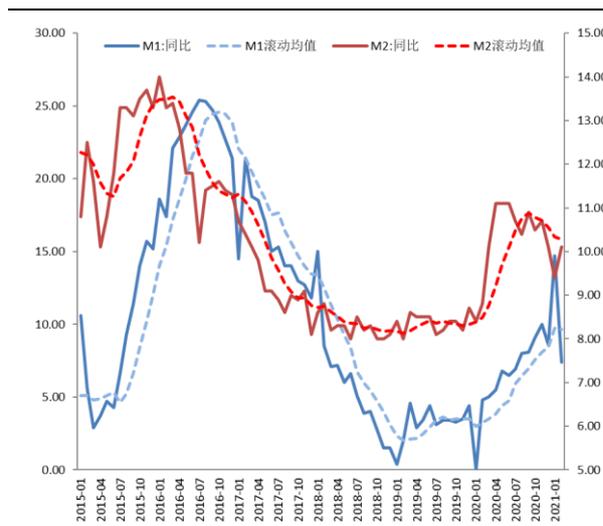
市场资金方面，3 月两融余额小幅下降，陆股通资金保持净流入。3 月 A 股市场的两次探底，陆股通资金均出现大幅净流入，显示出陆股通资金对于阶段底部的不悲观。我们认为随着行情走势的企稳，外资将延续流入趋势。

图 14: 固定资产投资累计同比



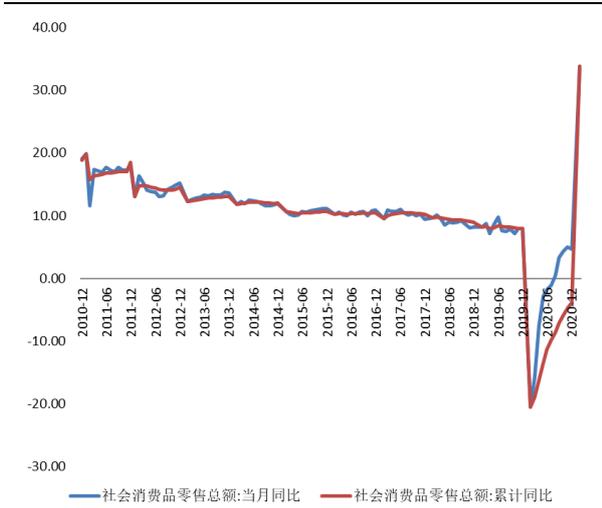
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 15: M1、M2 同比



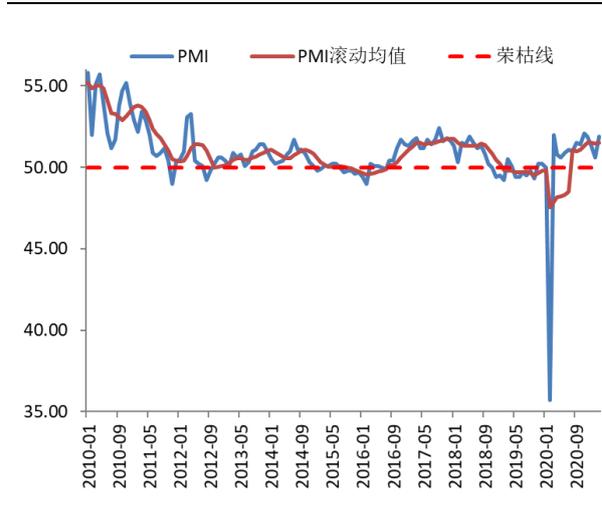
资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 16: 社会消费品零售总额



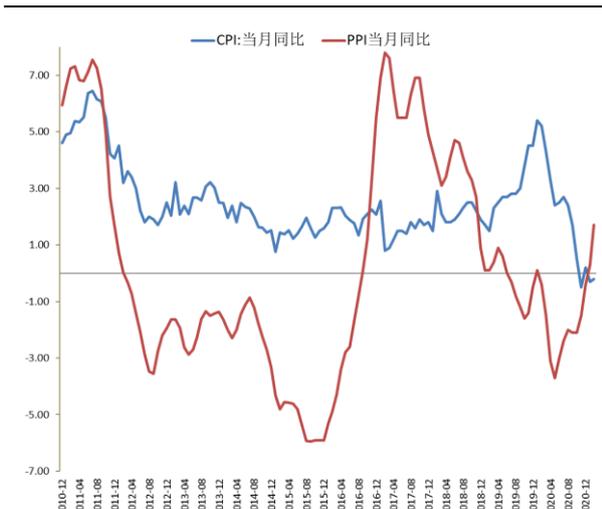
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 17: PMI



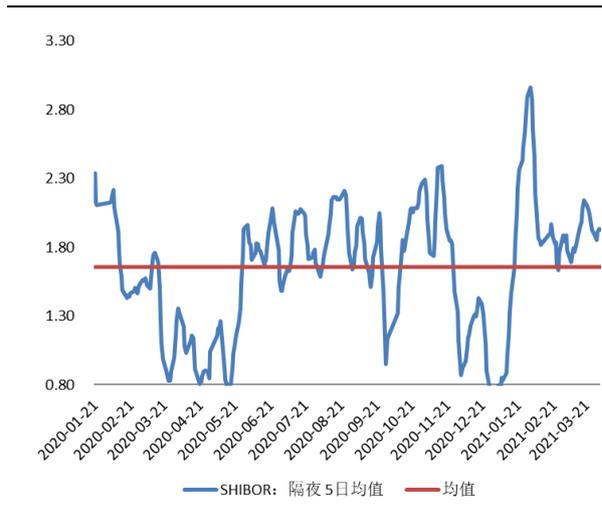
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: CPI 和 PPI 当月同比



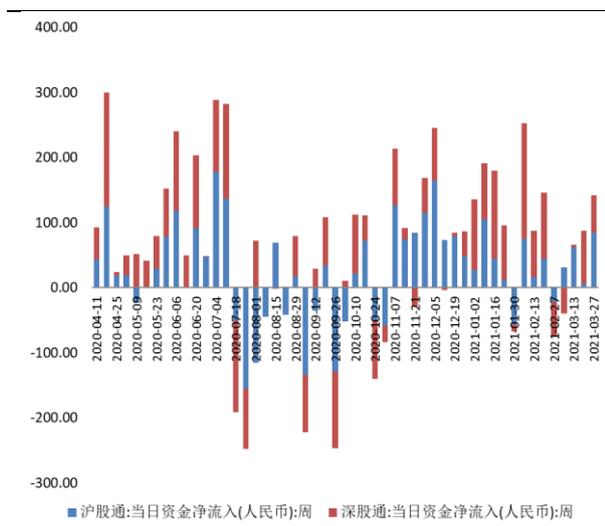
资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 19: 短期 SHIBOR 走势



资料来源: Wind, 兴证期货研发部

图 20：沪港通深股通资金流向（周）



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 21：融资余额



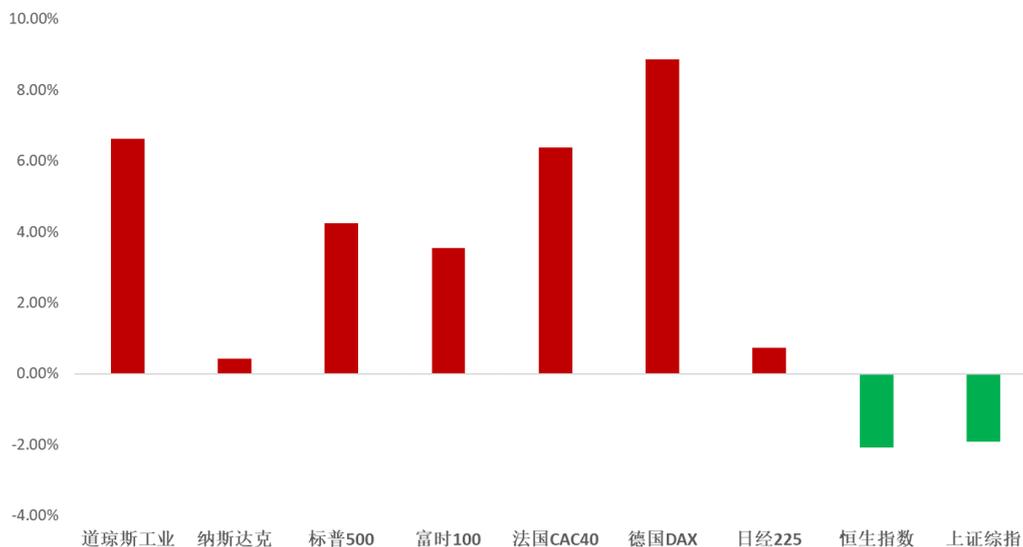
资料来源：Wind，兴证期货研发部

3. 海外市场走势偏强

3月全球权益市场走势偏强。美股集体上涨，其中道指涨6.63%，标普500指数涨4.26%，纳指涨0.41%。欧股同样集体上涨，德国DAX指数涨8.86%，法国CAC40指数涨6.38%，英国富时100指数涨3.55%。

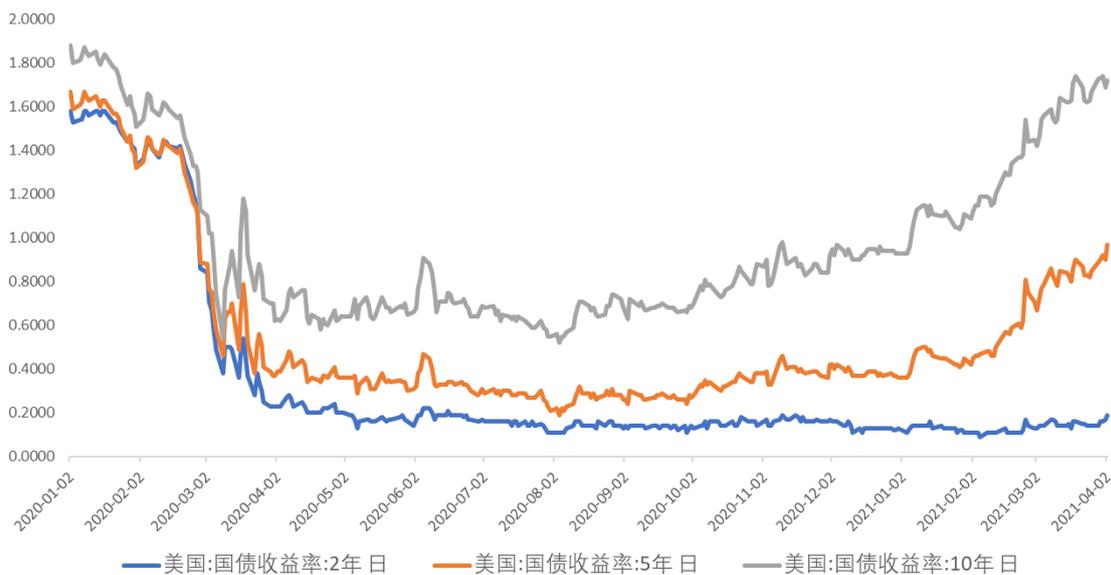
月初美债收益率的上涨对市场产生一定压制，但随后公布的美国核心CPI增速低于预期，并离美联储2%的目标仍有较大差距，这使得短期货币政策不存在大幅收紧的基础。此外市场前期对国债收益率的上涨存在过度交易的情况，所以即使月中美联储主席鲍威尔表示随着经济好转将逐步缩小购债规模，美债收益率也再次反弹，但整体对股市影响有限。我们认为目前美股虽然已经处于高位，但在流动性极度宽松的情况下，难以轻易判断顶部，但投资者需要警惕未来美股在流动性转向等因素的影响下而出现大幅回调的可能性。

图 22: 全球市场 3 月走势 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 23: 美国国债收益率 (%)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4. 总结与展望

整体来看，我国经济维持复苏趋势，货币政策短期平稳，我们认为短期在不出现超预期的重大利空影响的情况下，A股有望继续反弹。后期主要关注外部市场的风险和中美关系的变化。我们建议投资者以区间操作为主，股指前多谨慎持有，仅供参考。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我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。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，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，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。