中财期货
ZHONGCAI FUTURES



宏观金融商品月报
INVESTMENT OUTLOOK

中财期货研究院

2021 年 3 月 5 日 总第十八期

目录

重设增长目标，赤字率下调 2
关注大宗商品价格变化 16
短期仍在调整 21
关注“扭转操作”预期 27

主编：陶玮玮

编辑：中财期货研究院

美术编辑：王扬扬　王陆心

电话：021-61701586

邮箱：tzzx@zcfutures.com

重设增长目标，赤字率下调

宏观月报

2021 年 3 月 5 日

宏观金融

■ 观点逻辑

由于春节效应，2 月国内经济环比增速有所回落；春节期间部分消费需求旺盛，使得需求回落幅度小于生产端。进出口景气度也有所回落，但终端价格上升超过上月；开年实体融资需求仍然不弱，PPI 维持上行趋势。节日效应过后，海外经济修复仍有望带动国内再通胀过程温和进行；节后环比动能的持续性仍需观察。政策端来看，近期利率保持不变、MLF 等额续做；两会重设增长目标为 6%，财政赤字率及专项债规模均有所下调，货币端定调未变、对于防风险强调有所加强，符合我们之前的预期。

2 月海外主要经济体经济继续修复，发达国家经济数据整体好于预期，且经济修复美国强于欧元区。具体来看，受益于疫苗接种推进下疫情较快回落、经济开放及去年底约 9000 亿美元刺激计划的支撑作用，美国经济高景气修复、消费明显反弹，但就业市场修复仍不及预期；欧元区受累于疫苗接种进度落后，服务业表现仍弱。通胀方面，亦是美强欧弱。资产方面，2 月原油等大宗商品价格上涨，美债收益率、美元指数走强，全球主要股指录得上涨、周期股跑赢科技股。政策方面，拜登政府在 1 月非农数据公布后致力于推进新一轮 1.9 万亿经济刺激计划，目前已经进入参议院辩论；如获通过，将提升美国中期增长和通胀前景。鲍威尔最近的讲话对于前景略乐观，但对于美国中期通胀上行压力并不担忧，认为实现充分就业仍需要时间；鲍威尔表示关注到了美债市场波动，但并未承诺控制收益率的措施，引发市场忧虑。

■ 宏观驱动

国内经济持续恢复或利好股指和商品；流动性边际放缓对资产价格形成一定压制；疫苗接种、疫情回落利好大宗商品等风险资产；通胀预期及利率上行利空高估值资产

■ 风险提示

经济恢复不及预期；国内政策边际收紧；通胀及利率过快上行；中美关系恶化；疫苗接种不及预期；新兴市场债务风险

■ 本月关注

国内两会及十四五规划；国内外 3 月议息会议；国内外经济数据；美国新一轮财政刺激法案；中美关系；疫苗量产分发；海外疫情发展

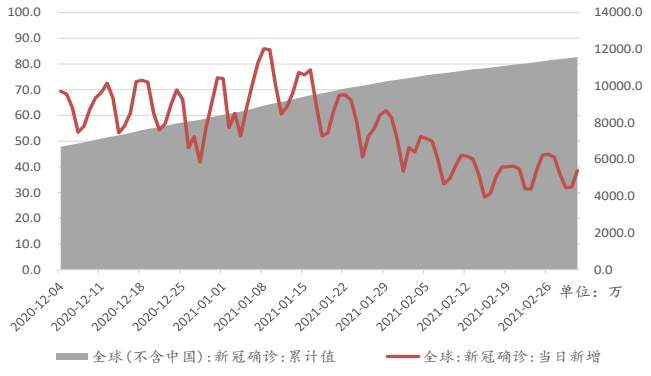


一、 疫情追踪

海外疫情更新：3 月 4 日海外累计确诊 11619.5 万，新增 45.4 万，大致平稳。2 月上半月美欧疫情仍较快回落，但下半月以来美国新增病例维持在 7 万左右的低位，大致平稳；欧洲疫情则略有反弹。美国近期受严寒天气及疫苗交付运输受阻等因素影响疫苗接种略有放缓；欧洲除英国外整体疫苗接种速度较为缓慢，甚至落后于少部分新兴国家如印度、巴西，导致近期除英国外欧洲疫情略有反弹。美国 3 月 4 日单日新增已回落至 6.6 万；欧洲主要国家中英国回落至 6639，但德国、法国新增分别仍在 1.1 万及 2.5 万以上。截至 2 月底，全球累计接种超过 2.3 亿剂，美国接种超 7000 万剂；发达国家中，以色列、美国、英国接种速度较快，印度、土耳其、巴西等排名靠前，欧洲大陆依然进展缓慢。美国新一轮财政刺激也对于疫苗分发接种有推进作用。

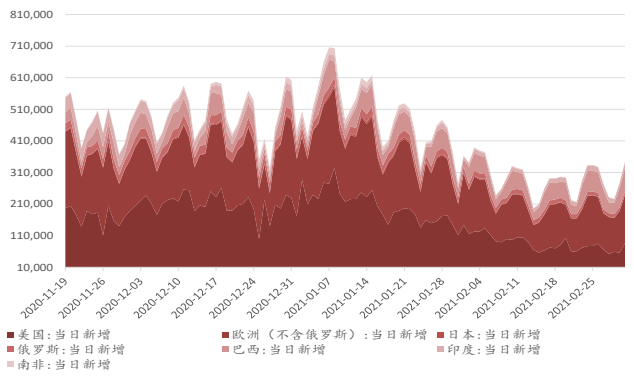
国内疫情更新：3 月 4 日新增确诊病例 9，均为境外输入病例；报告新增无症状感染者 12 例，均为境外输入病例。国内前期疫情散发 1 月下半月以来逐渐回落，2 月整月国内疫情相对平稳。

图 1. 近期海外新增病例相对平稳



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 2. 美国相对平稳，欧洲略有反弹



数据来源：Wind，中财期货研究院

二、 经济：季节性回落

表 1. 上月经济数据回顾

指标名称	频率	现值	前值	变化方向
外汇储备	月	32107	32165	下降
M1:同比	月	14.7	8.6	上升
M2:同比	月	9.4	10.1	下降
社会融资规模:当月值	月	51742	17192	上升
新增人民币贷款:当月值	月	35800	12600	上升
CPI:当月同比	月	-0.3	0.2	下降
PPI:全部工业品:当月同比	月	0.3	-0.4	上升
制造业 PMI	月	50.6	51.3	下降

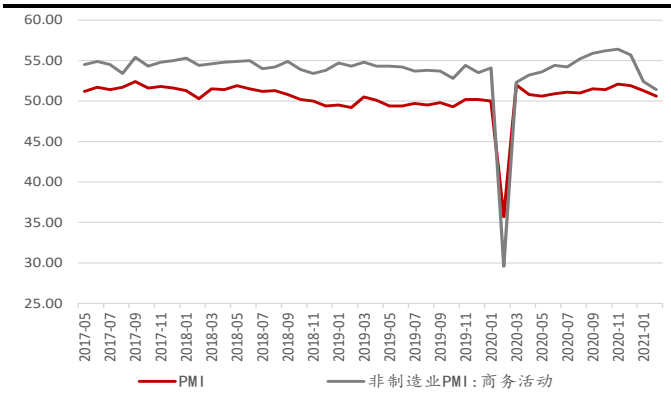
数据来源：Wind，中财期货研究院

2.1 景气度季节性回落

2 月制造业、非制造业 PMI 分别录得 50.6、51.4，比上月分别回落 0.7、1.0 个百分点，环比降幅与往年春节较为接近，反映 2 月 PMI 回落主要受到春节假期的季节性影响；景气度均较上月继续回落但均位于荣枯线以上，表明我国经济继续修复。从企业规模看，大企业 PMI 回升 0.1 个百分点至 52.2，中、小型企业 PMI 分别回落 1.8、1.1 个百分点至 49.6、48.3，中小企业景气度回落明显，主要也是受到春节假期的影响。就业方面，1 月服务业、建筑业从业人员指数分别回升 0.5、1.4 个百分点，制造业则回落 0.3 个百分点。产需两端均季节性回落：2 月 PMI 生产指数为 51.9，比上月回落 1.6 个百分点；新订单指数为 51.5，比上月回落 0.8 个百分点，表明制造业供需扩张均有所放缓；二者差值缩窄至 0.4。进出口持均回落：新出口订单指数为 48.8，比上月回落 1.4 个百分点；进口指数为 49.6，比上月回落 0.2 个百分点，跌幅小于季节性，表明内需延续修复。价格方面，受全球疫情回落、经济复苏及通胀预期上升影响，2 月原油、有色、化工等大宗商品价格多明显上涨，PMI 出厂价格指数和原材料购进价格指数分别为 58.5 和 66.7，比上月分别上升 1.3、回落 0.4 个百分点，明显强于季节性，且终端工业品价格环比继续上行，也印证终端需求较强。根据模型推论，PPI 环比持平或略高于上月，环比大约 1.0%-1.1%，由于去年 2 月低基数效应，今年 2 月 PPI 同比或大幅上行至 2%以上。库存方面，2 月 PMI 原材料、产成品库存指数分别回落 1.3、1.0 个百分点至 47.7、48.0，一方面是春节终端需求相对旺盛，另一方面可能因前期原料端价格上升传导顺畅。制造业生产经营活动预期上升 1.3 个百分点至 59.2，表明企业对节后生产经营活动仍较为乐观。

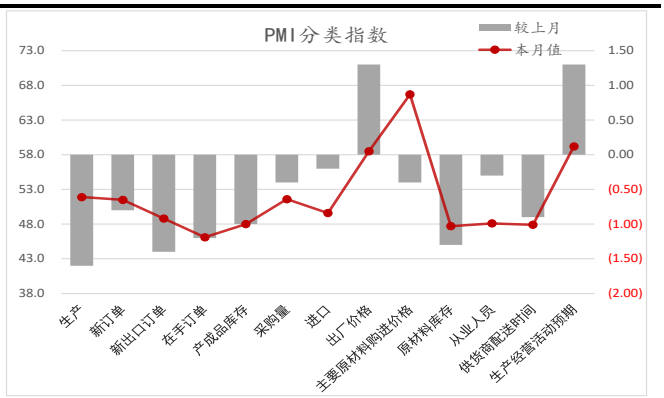
非制造业商务活动指数为 51.4，比上月回落 1.0 个百分点，建筑业 PMI 为 54.7，较上月回落 5.3 个百分点，受春节效应影响较大。服务业 PMI 为 50.8，比上月回落 0.3 个百分点，从行业情况看，与居民消费密切相关的零售、餐饮、娱乐等均位于扩张区间且高于上月，行业经营活动相对活跃；住宿、资本市场服务、租赁及商务服务位于临界点以下。表明就地过年对近距离消费有带动，对远距离消费有拖累。从市场预期看，建筑业、服务业业务活动预期指数为分别为 68.2、63.2，分别高于上月 14.6、7.9 个百分点，企业对节后建筑业、服务业市场发展前景仍较为乐观。服务业修复预期明显，反映疫情约束进一步减退，经济修复确定性进一步增强。总体来看，2 月 PMI 回落主要受春节季节性影响，但应密切关注出口-生产链条与服务业-内需链条之间可能的景气度切换。

图 3. 2 月官方制造业 PMI 为 50.6



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 4. 分项指数多回落



数据来源：Wind，中财期货研究院

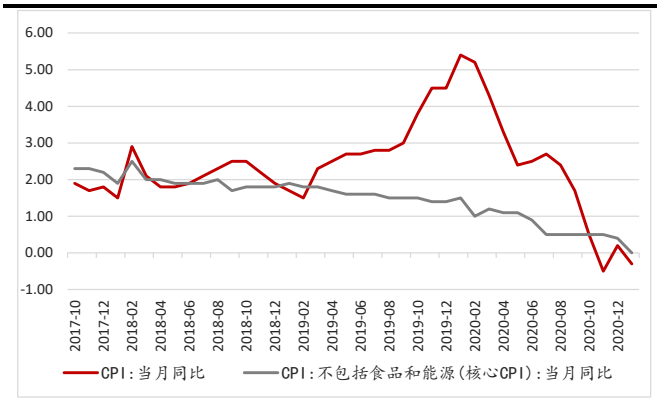
2.2 通胀：CPI 回落，PPI 回升

1 月国内 CPI 同比-0.3%，较 2020 年 12 月回落 0.5 个百分点，略不及预期，环比为 1.0%；核心 CPI 同比-0.3%，较上月回落 0.7 个百分点，环比仍录得 0.1%。1 月 CPI 同比回落主要因去年高基数因素，环比涨幅其实不差，为 12 个月内最高值；核心 CPI 环比涨幅也录得正值，但相较往年同期偏弱，表明核心消费需求依然受到

国内疫情防控的较大扰动。1 月食品价格同比 1.6%（+0.4%），主要食品均继续上涨，猪肉、鲜菜及鲜果价格较上月分别上涨 5.6%、19%和 2.3%，鲜菜价格大涨主要因天气因素，猪肉则主要受到节前消费、饲料成本上升等因素影响；但春节错月基数因素下猪肉价格同比录得-3.9%、跌幅扩大，鲜果同比 1.3%、涨幅缩小。非食品价格环比 0.3%，同比-0.8%，同比大降也多因基数因素，为 CPI 同比为负的主要拖累；环比来看，仅衣着价格回落 0.4%，其他分项均有所上涨；但去年 1 月恰逢春节、且疫情影响尚未显现，服务价格上涨较多，高基数因素下交通通信、教育文娱、医疗保健以及其他用品服务同比均有较大幅度回落，表明局部疫情反弹下多数服务消费需求弱于季节性。

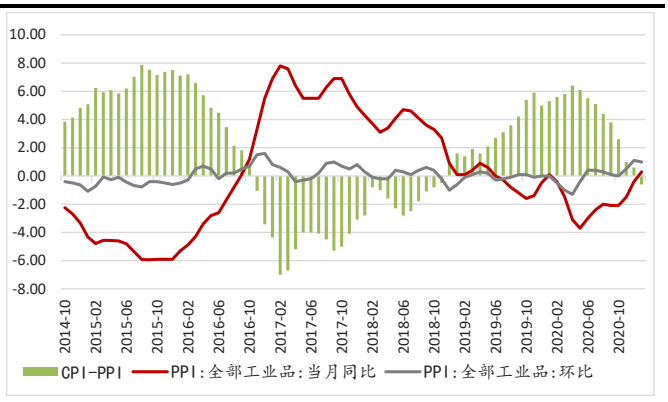
1 月 PPI 同比升 0.3%，环比大幅上升 1.0%，大致符合预期；原油、铁矿石等国际大宗商品价格延续上涨势头，国内需求持续改善、生产稳定、低温天气下取暖需求增加，带动国内石油、金属及煤炭等相关行业价格上涨。分项看，PPI 生产资料同比 0.5%、较上月回升 1.0 个百分点，生活资料同比-0.2%、较上月回升 0.2 个百分点。生产资料中，上游采掘、原材料工业、加工工业价格同比分别反弹 1.4、0.8 和 1.0 个百分点；生活资料中，食品、一般日用品价格有所反弹，但耐用消费品价格仍偏弱，同比、环比分别录得-1.8%（+0.0%）、-0.1%。此外，本次发布的 CPI 及 PPI 数据为 2020 年基期轮换后首次数据发布；据国家统计局，新基期的权数总体变动不大。其中，食品烟酒、衣着、教育文化娱乐、其他用品及服务权数约比上轮分别下降了 1.2、1.7、0.5 和 0.4 个百分点，居住、交通通信、医疗保健权数约比上轮分别上升了 2.1、0.9 和 0.9 个百分点，生活用品及服务权数变动不大。本次基期轮换对总指数的影响相对较小，对 CPI 和 PPI 各月同比指数的影响平均约为 0.03 和 0.05 个百分点。

图 5. CPI 同比回落至-0.3%



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 6. 1 月 PPI 同比回升至 0.3%



数据来源：Wind，中财期货研究院

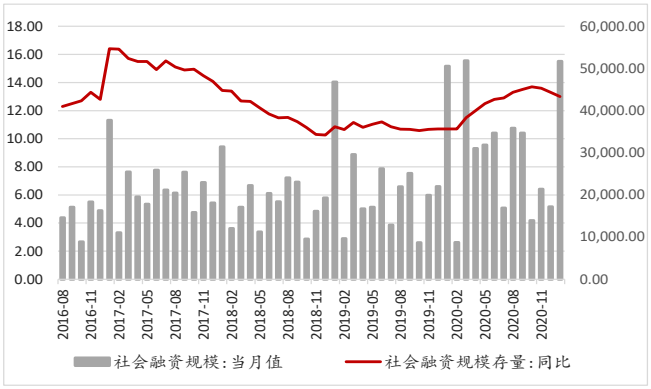
2.3 金融：年初超预期

1 月社会融资规模增量为 5.17 万亿，同比多增 1165 亿，明显高于市场预期；存量增速下降 0.3 个百分点至 13.0%，广义流动性拐点进一步确认。1 月对社融增量贡献较大的分项主要是信贷和非标中表外票据，表明实体融资需求不弱；政府债券则由前期的拉动项转为拖累。部分金融数据受到了春节错位及去年疫情拖累下低基数的影响，如居民短贷、M1 等。年初银行贷款额度相对充足、实体融资需求旺盛，对实体经济发放的人民币贷款新增 3.82 万亿，同比多增 3276 亿； 非标整体则由上月的拖累转为正向拉动，未贴现银行承兑汇票为主要贡献，而信托贷款仍然有所拖累：非标合计新增 4151 亿、同比多增 2342 亿：其中未贴现银行承兑汇票当月新增 4902 亿、同比多增 3499 亿，信托贷款当月减少 842 亿、同比多减 1274 亿且降幅有所趋缓，委托贷款当月新增 91 亿、同比增多增 117 亿。表外与表内票据的此消彼长或表明了表内额度的相对紧张。政府债券仅新增 2437 亿、同比少增 5176 亿，为主要拖累，受到去年专项债发行前置下高基数影响。信用债违约风波影响减弱，企业

债券市场融资功能逐渐恢复：1 月企业债券净融资 3751 亿、同比仅少增 216 亿；股票融资 991 亿、同比多增 382 亿。贷款方面，企业端来看，1 月新增中长期贷款为 20400 亿，同比多增 3800 亿、较上月扩大，表明实体经济融资需求不弱，尤其是制造业，出口强劲及较好的盈利预期加大了企业资本开支的动力；短期贷款新增 5755 亿、同比少增 1944 亿，票据融资新增-1405 亿、同比-5001 亿，主要反应了信贷额度控制的影响。居民端看，1 月新增贷款为 12700 亿，其中短期贷款、中长期贷款分别新增 3278 和 9448 亿，同比分别多增 4427 和 1957 亿，居民长贷多增一方面受到购房需求较强的影响，也符合一月信贷开门红的惯例；短贷大幅多增可能受到了春节错位及去年疫情影响下低基数的影响，不考虑此因素影响下居民短贷或与往年规模相近。考虑到去年的基数影响，同比角度 2 月居民贷款可能仍会呈现向好局面，而企业短贷也将持续走弱。

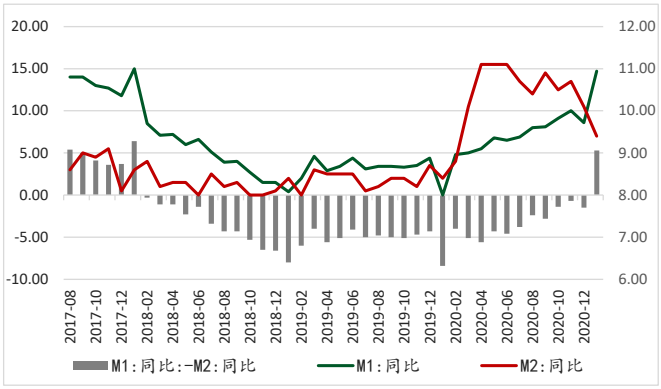
1 月 M2 同比增长 9.4%，增速回落 0.7 个百分点，降幅超过社融，主要受到财政存款大幅高增影响；M1 同比为 14.7%、大幅回升 6.1 个百分点，剔除低基数因素同比涨幅仍明显抬升，主要因春节错位、房地产销售较强及企业利润好转下资金活化程度提高。1 月人民币存款新增 35700 亿，同比多增 6900 亿，企业存款、财政存款为拉动，居民及非银存款为拖累；企业与居民端存款的此消彼长主要受到了春节错位因素的影响，20 年春节是 1 月下旬，年底发奖金等因素企业流动性转化为居民流动性，而 21 年春节在 2 月；而企业与居民存款的反向变动或也是 M1 与 M2 增速反向变化大的重要因素。1 月企业存款新增 9484 亿、同比多增 25584 亿，居民存款则新增 14800 亿、同比少增 27600 亿；财政存款新增 11700 亿、同比多增 7698 亿，1 月政府债减量发行下财政存款依然录得多增，或表明假期及季节性因素下，政府净支出相对较弱及缴税规模较大的影响。整体来看，社融增速仍在回落中，但表内信贷投放依然较强，使得社融回落速度低于预期。我们理解，控宏观杠杆下全年信贷额度或略低于去年水平，M2 及社融增速也将较去年有所回落，但从绝对值上仍处于较高水平；结构上来看，今年社融由于资管新规过渡期结束、政府债发行或同比减少及信用债融资仍未完全恢复等因素，有望形成表内较强表外较弱的局面。

图 7. 1 月社融存量增速回落至 13.0%



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 8. M1、M2 增速分化



数据来源：Wind，中财期货研究院

三、政策端：MLF 等额续做

3.1 货币端：价稳量平

节后首日等额续作 MLF，春节后现金逐步回笼。2 月 18 日，为维护银行体系流动性合理充裕，央行开展了 2000 亿元 MLF 操作（含对 2000 亿元 MLF 到期的续做），中标利率 2.95%，实现 MLF 等额续做，释放中性信号。2 月 20 日 LPR 报价为：1 年期 3.85%，5 年期以上为 4.65%，符合预期；为 2020 年 5 月起，LPR 连续 10 个月保

持不变。2 月 18 日、19 日连续两天开展 200 亿元 7 天逆回购操作；18 日有 2800 亿元逆回购到期，当日实现流动性净回笼 2600 亿元，短期内资金将维持紧平衡。但价重于量、货币政策未全面转向，仍然在“不急转弯”的基调下，保持稳健中性。

3.2 重设增长目标，政策保持持续性

重设经济增长目标。考虑到疫情影响下不确定性较大，2020 年未设立 GDP 增长目标；2020 年下半年以来，国内经济持续修复，其中四季度当季同比增长已达 6.5%。本次报告重提经济增长目标，并将 2021 年经济设定为 6%以上，并指出“与今后目标平稳衔接”，这或许意味着 6%左右的增长目标是政府认可的可持续的增长速度。由于去年的基数效应，今年整体经济数据或呈现“前高后低”；同时去年全年的低基数效应也意味着今年实现增长目标压力不大，在正常情况下并不需要强力的财政货币刺激即可“达标”。报告设定城镇调查失业率目标 5.5%左右，较去年（6.0%）下调 0.5 个百分点；城镇新增就业目标 1100 万人以上，较去年（900 万）上调 200 万。居民消费价格（CPI）涨幅目标 3%左右，较去年（3.5%）下调 0.5 个百分点，结合当前通胀走势，是更为合理的目标。

财政政策：提质增效、可持续性。今年报告对于财政政策的定调仍为积极的财政政策，但同时强调提质增效、可持续性，赤字率及专项债规模均有所下调。今年赤字率拟按 3.2%左右安排、比去年（3.6%）有所下调，但仍高于疫情前（2.8%）；整体财政政策仍偏积极，也是为了政策突然转向导致地方财政收支困难或债务风险。由于财政收入恢复性增长，今年财政支出的规模比去年增加，重点仍然是加大对保就业民生保市场主体的支持力度。将 2.8 万亿元中央财政资金纳入直达机制、规模明显大于去年；同时继续执行结构性减税政策，支持市场主体恢复和增强活力。在政府债融资方面，报告提出拟安排发行地方专项债 3.65 万亿元，较 2020 年减少 1000 万元；并不再发行抗疫特别国债。由于经济内生动能逐渐恢复，预计今年投向基建投资较去年较高增速时期略偏平稳，政策可能会更关注生态环保、社会事业等。

货币政策：延续“不急转弯”，或向科技、小微领域倾斜。与央行等部门之前的表述相比，货币政策基本的定调未变：灵活精准、合理适度，货币供应和社融增速与名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。但需要注意的是：一是此次报告重点强调“把服务实体经济放到更加突出的位置”，主要是解决小微企业融资问题和引导信贷投放向科技创新、绿色发展倾斜；二是防风险优先级上升，报告强调“处理好恢复经济与防范风险的关系”，根据央行此前相关报告，此类风险主要在房地产融资、影子银行、地方债务等领域。结合相关部门之前出台的房企融资“三道红线”、房地产贷款集中度管理等政策，房地产贷款增速预计将继续下滑，也意味着中期来看房地产投资增速中枢也将下行。

扩大内需。报告提出要多渠道增加居民收入，健全城乡流通体系，扩大县乡消费，稳定增加汽车、家电等大宗消费，取消对二手车交易不合理限制，增加停车场、充电桩、换电站等设施，加快建设动力电池回收利用体系；发展健康、文化、旅游、体育等服务消费。此外，报告关于扩大内需的表述还包括：新基建投资、新型城镇化建设投资等。

四、流动性及汇率跟踪

4.1 流动性跟踪

1 月仍然采用 MLF 和逆回购对流动性进行投放；其中 MLF 等量续做，逆回购净收回 3040 亿元，利率有所回

落。

图 9. 信用利差

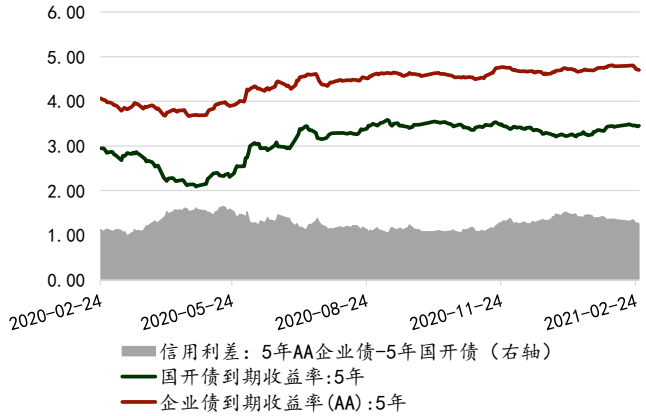


图 10. 利率

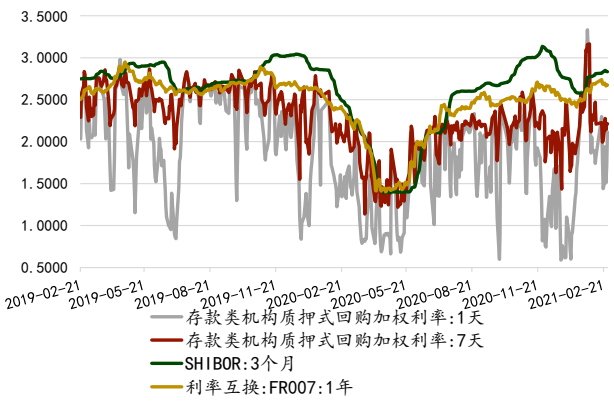
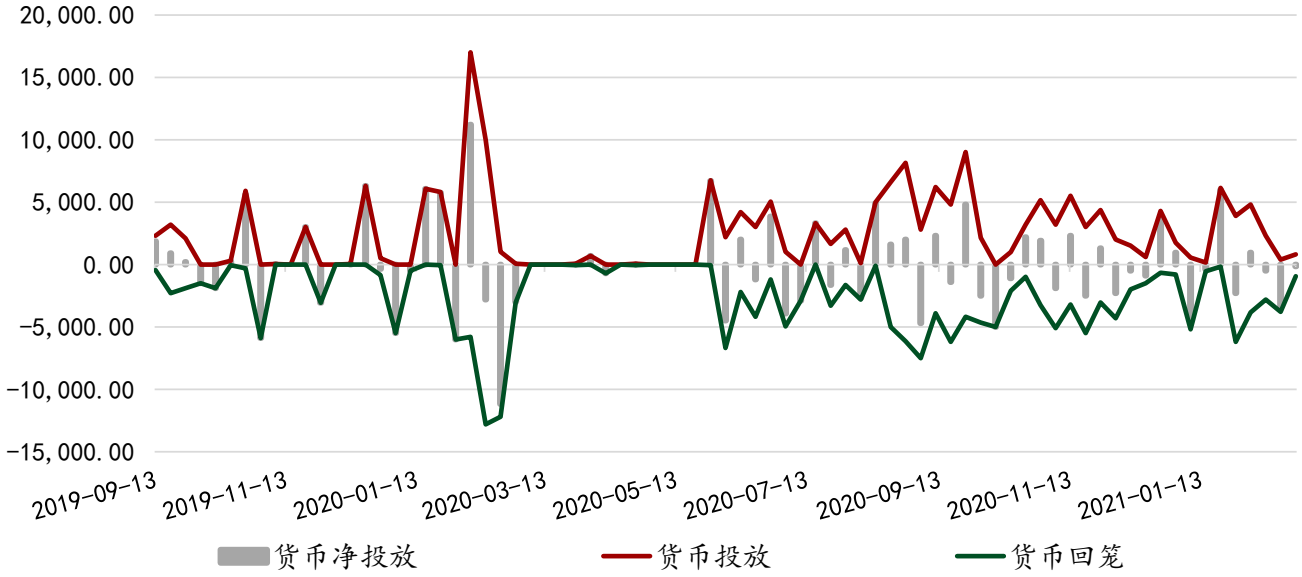


图 11. 公开市场操作

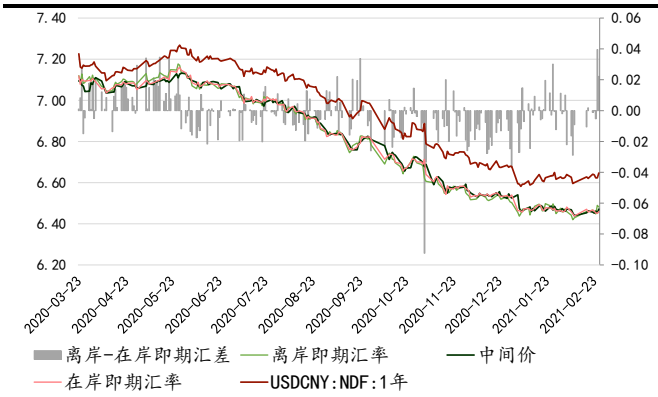


数据来源： Wind、中财期货研究院

4.2 人民币汇率：震荡为主

2 月人民币兑美元汇率整体呈震荡态势；其中春节前以升值为主，下半月以震荡贬值为主，2 月全月人民币兑美元双边汇率整体变化不大，逐步企稳。具体来看，2 月 26 日，人民币兑美元中间价汇率为 6.4713，相比 1 月底的 6. 6.4709，变动 4 个 BP，贬值幅度为 0.01%；人民币兑美元即期汇率为 6.4590，相比 1 月底的 6.4612，变动 22 个 BP，升值幅度为 0.03%。2 月美元指数略有走强，由 1 月底的 90.54 上行到 2 月底的 91.03，升值幅度为 0.44%，按月看延续了上月的走强态势；但 2 月 24 日以走弱为主，2 月最后几个交易日较快走强。2 月整月人民币指数走弱、美元指数先弱后强，美债收益率大幅上行、中美利差继续收窄，人民币兑美元双边汇率逐渐企稳，其中人民币兑美元即期汇率略有贬值。年初以来海外疫苗接种、疫情回落，叠加政策宽松预期增强，发达国家经济有望持续修复、海内外增长差有望收窄，或使得人民币逐渐由强转弱。

图 12. 人民币兑美元汇率



数据来源： Wind、中财期货研究院

图 13. 人民币汇率指数



数据来源： Wind、中财期货研究院

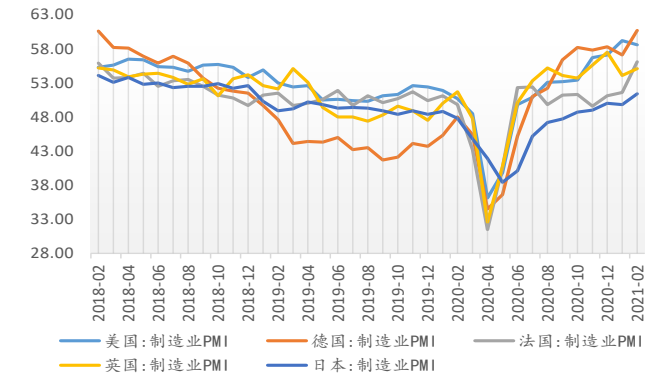
五、海外宏观

5.1 经济

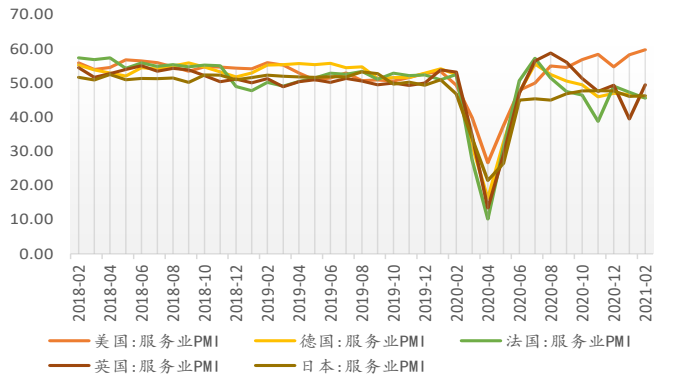
美国复苏偏强，欧元区服务业仍较弱。2 月主要经济体继续修复，发达国家经济数据整体好于预期。美国 2 月 Markit 制造业 PMI 录得 58.6，处于较高景气区间；服务业 PMI 为 59.8，回升 1.5 个百分点，表明美国 2 月制造业及服务业恢复均较为强劲。由于疫苗接种推进下疫情缓解、经济开放及近期约 9000 亿美元刺激计划的支撑作用，美国经济继续回升。欧元区 2 月制造业 PMI 录得 57.9，较上月回升 3.1 个百分点，明显好于预期，因德国出口需求激增推动德国 2 月制造业活动升至 36 个月高点；但防疫封锁措施使得服务业进一步萎缩，2 月服务业 PMI 仅回升 0.3 个百分点至 45.7；PMI 综合指数则录得 48.8，较上月有所回升但仍低于荣枯线。欧元区去年四季度 GDP 同比负增 5%，略超市场预期。欧洲主要国家来看，德国制造业 PMI 高升 3.6 个百分点至 60.7，法国回升 4.5 个百分点至 56.1；服务业 PMI 德国、法国分别回落 1.0、1.7 个百分点至 45.7、45.6。由于英国疫苗接种进度明显领先于欧洲大陆国家，其制造业和服务业 PMI 则分别回升 1.0、10.0 个百分点至 55.1 和 49.5，尤其服务业，明显好于欧洲其他主要国家。由于疫苗接种进度明显落后于美国及防疫封锁措施仍未解除，欧元区 2 月服务业恢复依然较弱，而制造业的回升表明欧元区经济活动下降并未像人们担心的那么严重；长期来看，疫苗的接种有望逐步缓解疫情限制，释放被压抑的需求、尤其是服务业。我们认为，疫苗接种以及美国财政刺激计划持续推进等因素影响下，全球经济或将逐步修复；美国近期疫苗接种进度、疫情回落速度均好于欧元区，加上民主党横扫后新一轮财政刺激方案仍有望出台、库存低位，短期看经济复苏美强欧弱格局有望持续。

图 14. 美欧等主要国家制造业 PMI 均回升

图 15. 服务业美国强劲恢复、英国回弹，德法仍弱



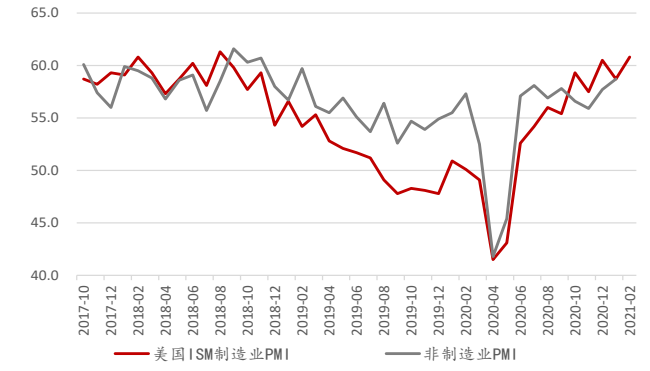
数据来源：Wind，中财期货研究院



数据来源：Wind，中财期货研究院

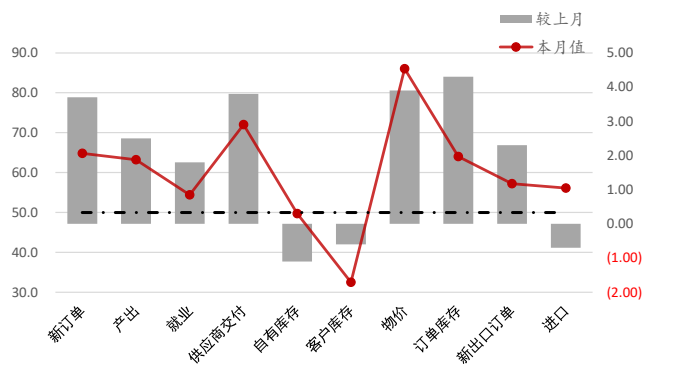
从 ISM 制造业 PMI 明细数据来看，美国 2 月多数行业均实现扩张，且除库存外其他分项指数均高于荣枯线、多数分类指数均录得回升，表明美国经济在全面、快速恢复中。新订单指数回升 3.7 个百分点至 64.8、产出指数回升 2.5 个百分点至 63.2，新订单-产出回升至 1.6，表明美国制造业生产和需求均在加速扩张中，且需求扩张速度高于生产；新出口订单回升 2.3 个百分点至 57.2、进口订单则回落 0.7 个百分点至 56.1，表明随着美国复工复产，对于国外的净进口需求有所缩窄；客户、自有库存分别回落 0.6、1.1 个百分点至 32.5、49.7，由于终端需求旺盛及供应商交货仍较慢，客户库存低位；物价指数回升 3.9 个百分点达 86.0，创 2008 年 5 月以来最高水平，表明刺激政策下需求的旺盛、原油价格的大幅反弹带动物价大幅回升；就业进一步改善，就业指数较 1 月回升 1.8 个百分点至 54.4。总体来看，2 月美国经济在快速重启中、制造业加速扩张。众议院上周通过了拜登新一轮 1.9 万亿美元的刺激计划，参议院最早将在本周末进行投票，2 月初民主党推动通过的预算调节程序有望使得该计划在参议院以简单多数通过；由于拜登对于其中支票补助提案有所妥协，最终通过的规模有可能略小于 1.9 万亿。如本轮刺激最终得以通过，将使得美国中期增长和通胀上行风险都显著提升，关注其对于资产价格和美联储政策的影响。

图 16. 美国 2 月 ISM 制造业 PMI 创新高



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 17. 除库存外多数分类指数回升

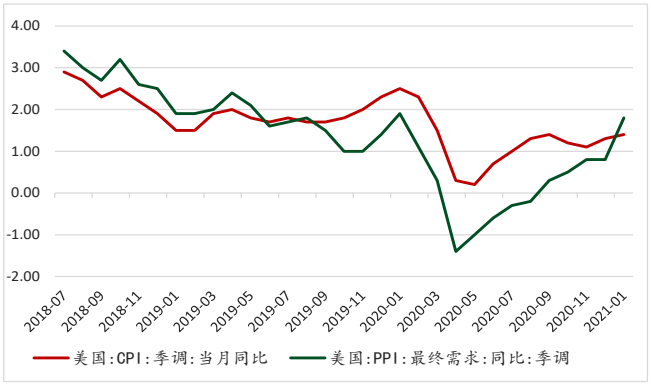


数据来源：Wind，中财期货研究院

通胀：美国 PPI 反弹超预期，欧元区较弱。美国 1 月 CPI 同比增长 1.4%，略高于上月的 1.3%；环比增长 0.3%，持平于预期，连续第 8 个月维持增长；核心 CPI 同比增长 1.4%，低于上月的 1.6%，环比 0.0%，因消费场景仍受限制、服务消费相对低迷制约核心通胀上行斜率。1 月，除能源价格上涨带动 CPI 上涨外，疫情好转及财政刺激下服装、交通运输等价格也继续低位反弹。美国 1 月 PPI 同比增 1.8%，较上月高 1.0 个百分点，环比也录得 1.3%，为 2009 年 12 月有纪录以来最大升幅；能源价格大幅反弹，核心 PPI 也大超预期：其中能源价格环比 5.1%，核心 PPI 环比也为 0.8%，季调后同比则达 2.3%，远超市场预期。欧元区 2 月 HICP 同比录得 0.9%，与

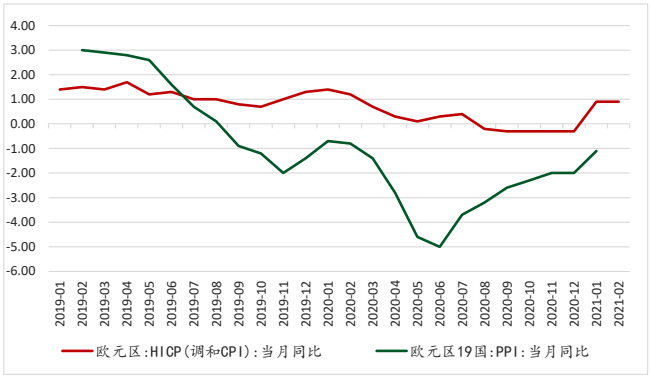
1 月持平，环比 0.2%；上月受德国增值税变化影响同比大幅反弹 1.2 个百分点后保持稳定；核心 CPI 同比回落 0.3 个百分点至 1.1%，环比仅 0.1%，或因服务业复苏较弱；欧元区 1 月 PPI 从 CPI 环比动能来看同期欧元区仍弱于美国，与经济复苏美强欧弱一致。欧美 PPI 走势则相对较一致，但 1 月欧元区 PPI 同比只有 0.0%，也明显弱于美国。美国年初以来疫苗接种推进下疫情明显回落，外加去年底通过的 9000 亿财政刺激计划，增长及通胀前景得到提升，二季度低基数效应下美国 CPI 同比或达到 3.0%以上；如拜登新一轮 1.9 万亿刺激计划得以通过，随着经济逐步正常化，将使得美国通胀前景进一步提升；中期看，若欧元区疫苗接种、经济刺激及复苏均不及美国，通胀也将弱于美国表现。

图 18. 美国通胀回升、PPI 同比反弹 1.0 个百分点



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 19. 欧元区 2 月 HICP 同比持平上月



数据来源：Wind，中财期货研究院

财政刺激提升收入，支撑消费反弹。1 月美国个人可支配收入同比增 13%，环比大幅增加 11.4%，主因是美国去年年底通过的 9000 亿刺激计划落地，对个人发放现金支票和失业救济金；政府福利发放增加使得 1 月美国居民转移支付收入环比增 52%，环比大幅增长 80.4%。1 月美国居民个人消费支出环比增长 2.4%，同比收窄至-0.4%，可支配收入大幅增长带动个人消费增加，尤其是耐用品消费（同比 18.7%），1 月商品消费（包含耐用品和非耐用品）同比已超 10%，大超疫情前；但服务消费实际同比仍只有-7%，与疫情前有较大差距。美国 1 月零售额环比结束连续三个月的负增长，录得 5.29%，同比也大幅跳升至 7.43%，远超市场预期；主要是得益于近期约 9000 亿元的财政刺激，以及疫苗接种下新增病例快速回落对于消费的抑制作用削弱。从主要销售领域来看，1 月细分领域环比均录得上涨：其中百货商店+23.5%、前值-3.7%；电子+14.7%、前值-6.5%；家具+12%、前值-0.7%；电商+11%、前值-7.3%；吃喝+6.9%、前值-4.6%；加油站+4%、前值+6.5%；食品饮料+2.4%、前值-1.4%。

图 20. 1 月美国居民收入环比大增 11.4%

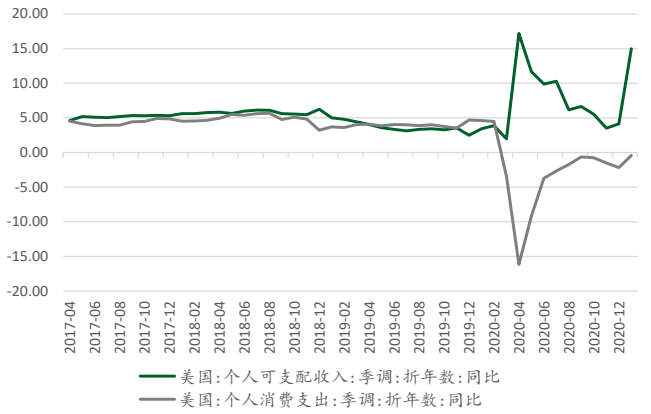
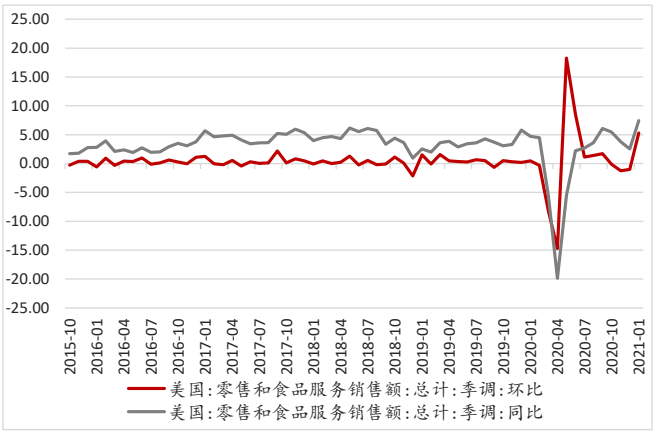


图 21. 美国 1 月零售环比录得 5.29%

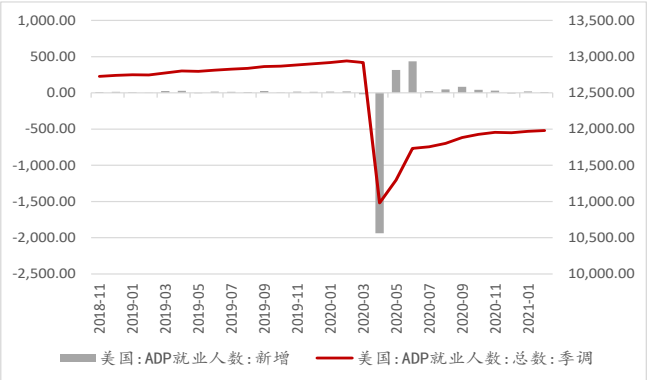


数据来源：Wind，中财期货研究院

数据来源：Wind，中财期货研究院

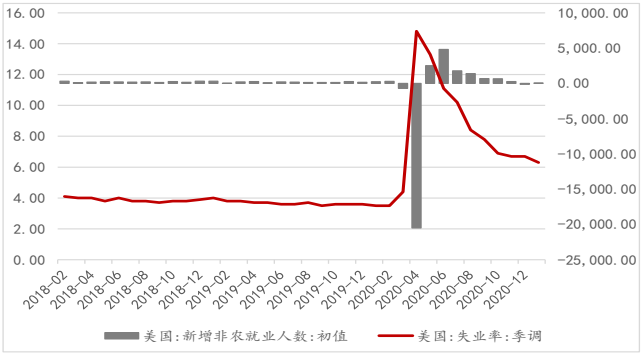
就业继续改善，但不及预期。美国 2 月 ADP 就业人数为 11.7 万人，不及预期的 17.7 万人，较上月亦有所回落；美国至 2 月 27 日当周首申失业金人数终止两周连降，转增 9 千人至 74.5 万；表明劳动力市场复苏相对依然较缓慢。从非农来看，美国 1 月非农就业人口新增 4.9 万人，大幅低于市场预期；且去年 11 月和 12 月合计向下修正 15.9 万人。分行业来看，剔除政府就业仅新增 0.6 万人；1 月就业人数增加最为显著的为专业和商业服务，形成最大拖累的是休闲和酒店业。1 月专业和商业服务环比新增 9.7 万人；政府部门本月新增 4.3 万人；受疫情影响最大的休闲和酒店业就业人数环比减少 6.1 万人。美国 1 月失业率降至 6.3%，前值 6.7%，创下去年 3 月以来新低，继续回落；劳动参与率降至 61.4%，不及前值 61.5%；劳动参与率的下滑也表明当前的劳动市场表现依然不够强劲。

图 22. 美国 2 月新增 ADP 就业不及预期



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 23. 美国 1 月非农就业人口仅新增 4.9 万人



数据来源：Wind，中财期货研究院

5.2 政策

2 月，美欧日等央行总资产规模仍有所扩张，基准利率均维持低位，主要央行仍维持宽松基调。

美联储 1 月 FOMC 纪要：美国经济离实现 FOMC 最大就业的“广泛和包容性目标”还很遥远，，经济可能需要一段时间才能取得实质性进展，缩减资产购买的条件在一段时间内难以达到，会在调整资产购买之前很久与公众清晰沟通；尽管基数等因素作用下短期美国可能出现更高的通胀率，但中期并不担忧通胀上行压力。此外，波士顿联储主席 Rosengren 也认为劳动力市场风险比通胀风险要大的多。

鲍威尔在 3 月讲话中表示，美联储坚定致力于实现其目标；前景在边际上变得更加积极，增加疫苗接种和财政支持意味着就业机会的增加。有理由预计新增就业岗位数量将增加，我们需要这样的反弹，因为美国仍然存在 1000 万待业人口；4%的失业率是一个不错的目标；实现充分就业需要一段时间，美国极不可能在 2021 年就实现充分就业。预计随着经济复苏，将因基数效应而上扬；但低通胀问题根深蒂固，恐怕难以很快就消失；美联储不会允许高通胀这种糟糕的情况发生。金融条件趋紧会让人感到担忧，近期债券市场波动“引起我的注意”，但鲍威尔没有承诺控制收益率曲线的具体措施。

美国 1 月非农数据（不及预期）公布后，拜登敦促推进 1.9 万亿美元刺激计划；2 月 5 日，参议院投票通过了预算调节程序，意味着民主党能够以简单多数票推动新一轮 1.9 万亿美元刺激计划；2 月 27 日，众议院投票通过次轮经济刺激计划。当地时间 3 月 4 日，参议院艰难通过程序性投票，开始讨论此纾困法案；参议院多数

党领袖舒默表示:“无论需要多长时间，参议院都将在本周继续开会，以完成这项法案。”新一轮救助计划包括直接向符合条件的美国人支付 1400 美元的补助金，为符合条件的失业者提供每周 400 美元的失业救济金。此外，该计划还将为新冠疫苗接种提供 200 亿美元的资金，为新冠病毒检测提供 500 亿美元的资金，为地方政府提供 3500 亿美元的资助金;但不包括 15 美元最低工资。此外拜登对于支票领取的条件也作出了一定妥协让步。未来一段时间两党在参议院围绕着 1.9 万亿纾困法案的攻防将会持续。

英国央行负利率悬而未决。2 月 4 日，英国央行称，如有需要，银行可以开始为负利率做准备。但同时表示，为负利率做准备，并不意味着该货币政策马上会出台，在经济取得重大进展之前，英国央行不打算收紧政策。

2 月 2 日，澳洲联储公布利率决议，将基准利率及 3 年期国债收益率目标均维持在 0.1%不变，符合市场预期。澳洲联储还宣布，将在当前 QE 计划到期时进一步购买 1000 亿澳元的债券，从 4 月中旬开始以每周 50 亿澳元的速度购买债券。

2 月 26 日，二十国集团（G20）财政部长和央行行长会议以视频方式举行，会议强调应保持扩张性政策，以帮助各经济体摆脱新冠疫情带来的负面影响；各国同意进一步采取措施应对低增长率、不平等性增加、气候和环境风险以及基础设施资金缺口等问题。

美国参议院反垄断附属委员会新任负责人、明尼苏达州民主党参议员艾米·克洛布查尔(Amy Klobuchar)周四提出对美国反垄断法进行大举修改的建议。根据草案，美国将禁止在其行业中占主导地位的公司进行收购，除非它们能够证明其交易不会“产生大幅削弱竞争的明显风险”。

美国参议院认定对特朗普的弹劾不违反宪法。

拜登据称邀请国会议员到白宫讨论芯片短缺问题，参议院准备立法增强对华竞争力，制造业和半导体将是主要目标；另据悉美国贸易代表提名人称对华关税将会保留。

六、全球大类资产表现

2 月，随着全球疫苗接种推进和疫情回落，海外经济增长和通胀预期回升以及原油、铜等大宗商品价格上涨，包含美债在内的全球主要长期国债收益率均有所上升，其中 10 年期美债收益率上涨达 33bp；美元指数走强，欧元、日元等货币兑美元均有所贬值，而英镑、澳元兑美元仍有所升值；全球主要股指均录得上涨，且周期股跑赢科技股。

图 24. 国内大类资产涨跌幅（%）

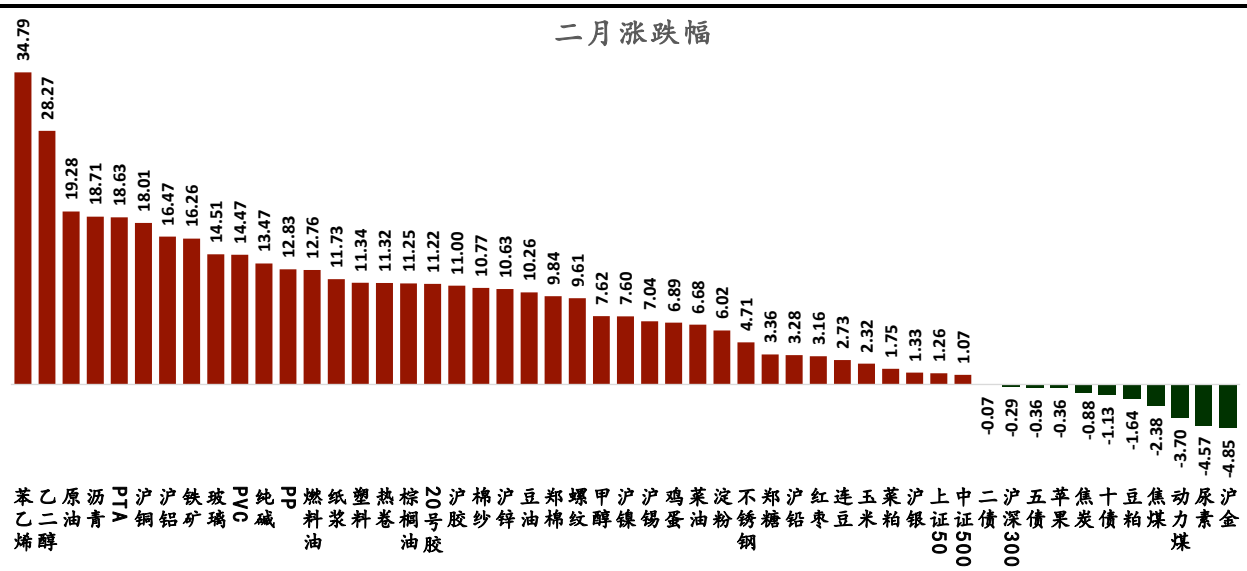


图 25. 文华指数涨跌幅（%）

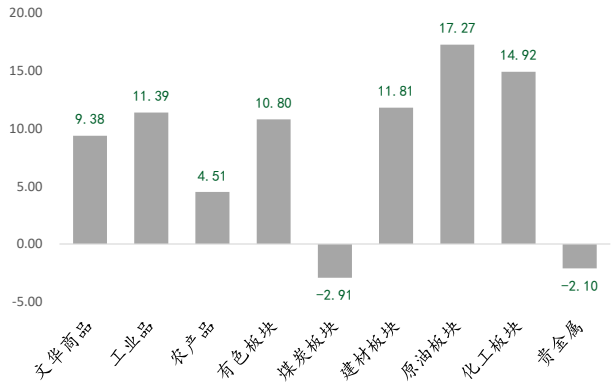


图 26. 全球主要货币兑美元（%）

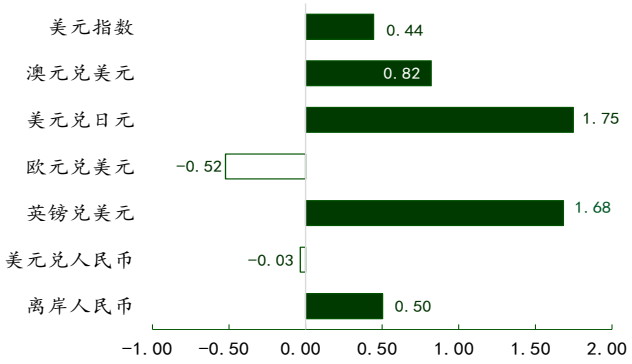


图 27. 全球股指涨跌幅（%）

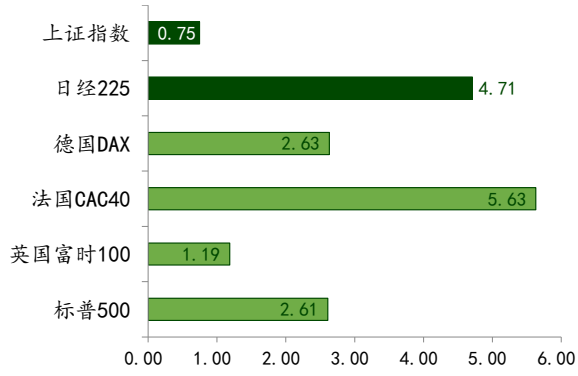
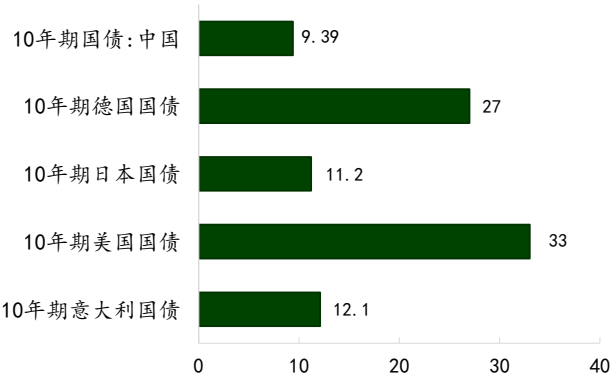


图 28. 全球债市涨跌点数（bp）



数据来源： Wind、中财期货研究院

七、三月经济数据日历

	日期	国家	数据/事件	时间	前值	预期
第一周	2021/3/1	德国	2月制造业PMI	16:55	57.1	57.0
		欧盟	2月欧元区:制造业PMI	17:00	54.8	54.7
		美国	2月制造业PMI	23:00	58.7	--
	2021/3/3	欧盟	1月欧盟:PPI:同比	18:00	-1.0	--
		美国	2月ADP就业人数:环比:季调	21:15	0.2	--
	2021/3/4	欧盟	1月欧元区:失业率:季调	18:00	8.3	8.3
	2021/3/5	美国	1月全部制造业:新增订单(百万美元)	23:00	500495	--
			2月失业率:季调	21:30	6.3	--
			2月新增非农就业人数:季调(千人)	21:30	49.0	--
第二周	2021/3/9	日本	第四季度GDP(修正):同比	7:50	-5.8	--
		欧盟	第四季度欧元区:GDP(终值):环比:季调	18:00	12.4	0.1
	2021/3/10	中国	2月M1:同比	待定	14.7	--
			2月M2:同比	待定	9.4	9.8
			2月社会融资规模:当月值(亿元)	待定	51700	--
			2月新增人民币贷款(亿元)	待定	35800	9667
			2月CPI:同比	9:30	-0.3	-0.1
			2月PPI:同比	9:30	0.3	0.6
		美国	2月CPI:同比	21:30	1.4	--
	2021/3/12	德国	2月CPI:同比	15:00	1.0	0.7
		美国	2月PPI:最终需求:同比:季调	21:30	1.8	--
第三周	2021/3/15	中国	2月工业增加值:当月同比	10:00	7.3	32.6
			2月固定资产投资:累计同比	10:00	2.9	35.5
			2月社会消费品零售总额:当月同比	10:00	4.6	30.8
	2021/3/16	欧盟	3月欧元区:ZEW经济景气指数	17:00	69.6	--
		美国	2月零售总额:季调:环比	21:30	5.1	--
	2021/3/17	欧盟	2月欧元区:CPI:同比	18:00	0.9	0.5
		美国	2月新屋开工:私人住宅(千套)	21:30	110	--
第四周	2021/3/23	美国	2月新房销售(千套)	23:00	70.0	--
	2021/3/24	德国	3月制造业PMI(初值)	16:30	60.6	--
		欧盟	3月欧元区:制造业PMI(初值)	17:00	57.7	--
	2021/3/25	美国	第四季度GDP(终值):环比折年率	21:30	33.4	--
	2021/3/26		2月核心PCE物价指数:同比	21:30	1.5	--
			2月人均可支配收入:折年数:季调(美元)	21:30	58036	--
第五周	2021/3/31	中国	3月官方制造业PMI	9:00	50.6	--
		德国	2月失业率:季调	15:00	4.7	--
		美国	3月ADP就业人数:环比:季调	21:15	0.2	--

注：以上数据前值，预期值及公布时间未来均有调整可能

关注大宗商品价格变化

■ 观点逻辑

当前主要影响因素是通胀上升预期，对期债驱动向下。但是，我们认为 3 月份的不确定性比较大，原因在于商品价格上涨太快，与现实基本面的偏离加大，存在调整风险。市场风险偏好也有所下降，支撑着期债表现。所以我们建议谨慎操作。

■ 操作建议

观望。

■ 风险提示

期价上行风险主要是通胀预期回落或者股市持续调整；下行风险主要是流动性紧张或者通胀上升预期继续提高。



一、行情回顾

2 月迄今，国债收益率小幅上行，截止 3 月 5 日，10 年期国债收益率报收 3.24%，较 2 月初上升 2bp。

图 1：国债收益率走势

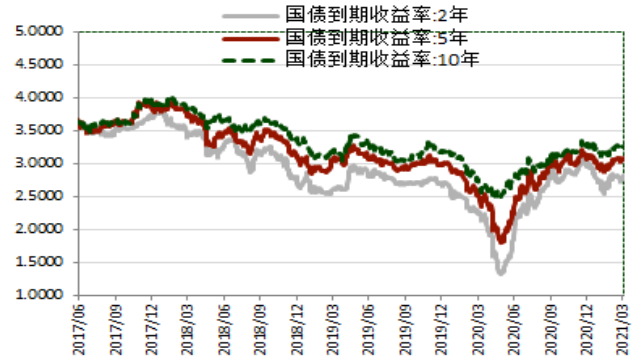


图 2：国债收益率曲线变化

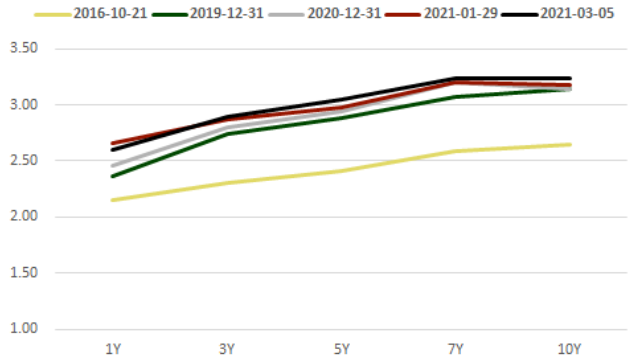
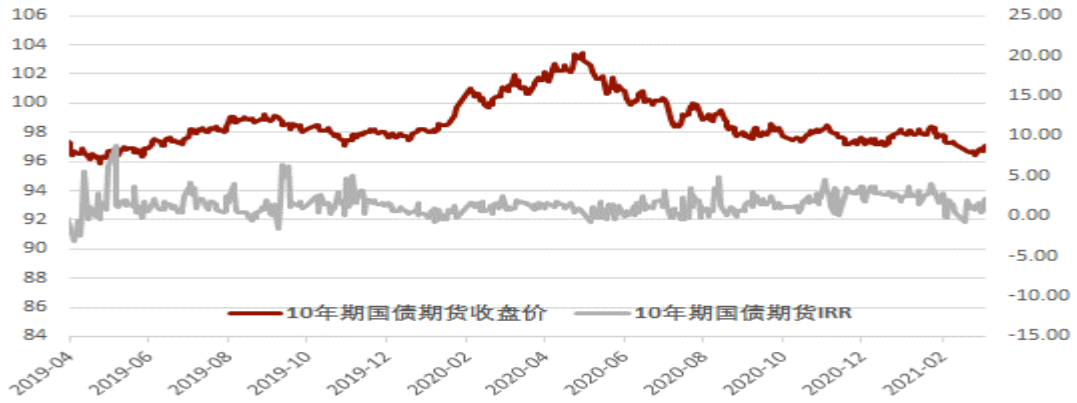


图 3：国债期货与 IRR



资料来源：Wind、中财期货

二、经济基本驱动向下

2 月官方制造业 PMI 为 50.6，比上月上回落 0.7 个百分点；非制造业 PMI 为 51.4，比上月回落 1.0 个百分点；综合 PMI 产出指数为 51.6，回落 1.2 个百分点。2 月 PMI 回落主要受到季节性影响。

疫情受到控制之后，春节后需求端恢复较快，商品房成交处于高位，叠加商品期货价格大涨，市场通胀预期抬升，对期债驱动向下。另一方面，政府对房地产的调控呈现加强趋势，地产销售增速或将放缓，社会融资增速大概率已经于去年 4 季度出现拐点。信贷增速放缓，对于期债可能起到了一定的支撑作用。而且，由于市场本来对需求复苏的预期比较充分，所以期债价格下跌幅度不大。

总体来看，当前的经济增长符合预期，通胀抬升略超预期，对期债驱动向下，但力度并不大。中期来看，受经济恢复预期和通胀上升预期的影响，期债仍然承压。但如果基本面，尤其是商品价格在 3 月的表现不及预期，则期债价格存在反弹空间。3 月份将是重要的时间点。

图 4：制造业与服务业 PMI

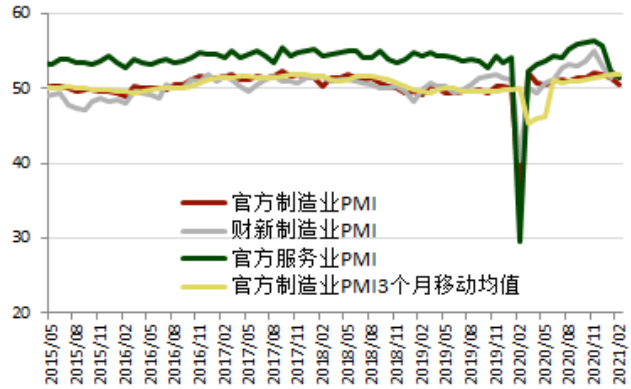


图 5：制造业 PMI 新订单-产成品库存差

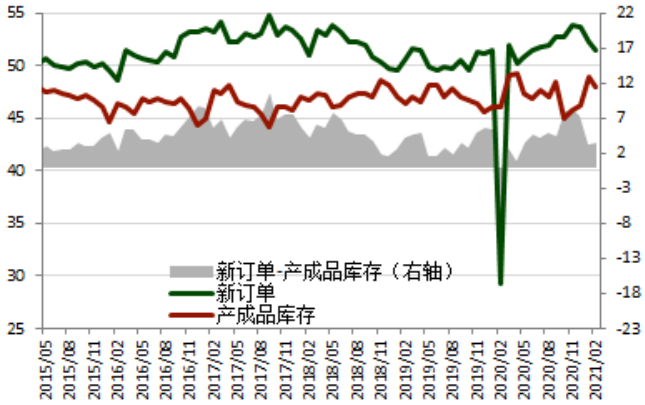


图 6：社融存量同比及 M1 同比

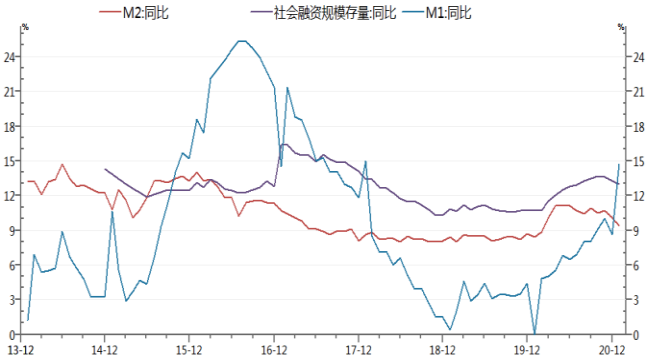


图 7： 进出口同比及贸易顺差

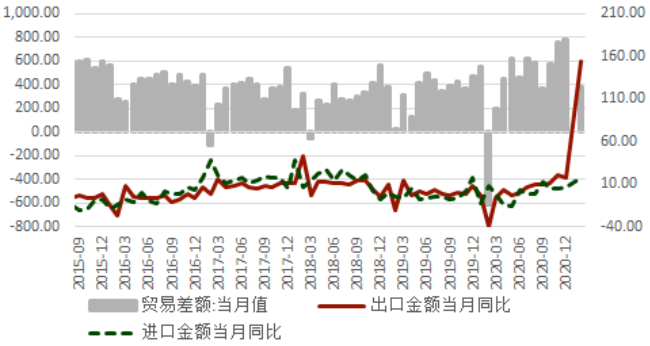


图 8：房地产销售、投资与资金来源累计同比

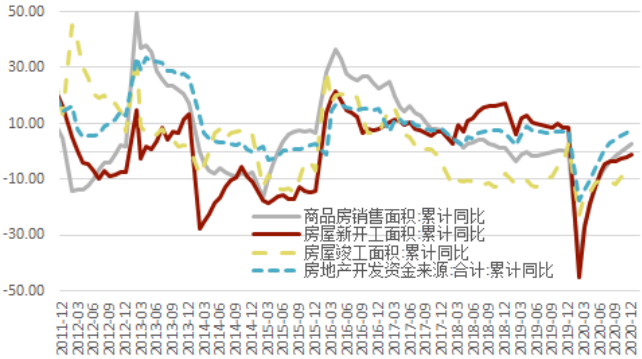


图 9：30 大中城市商品房成交面积(万平方米)

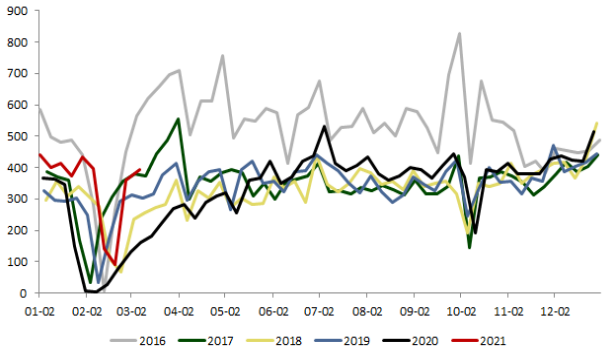


图 10：22 省市猪肉均价及同比

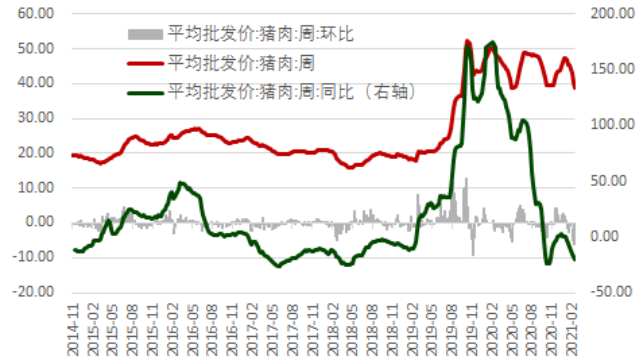
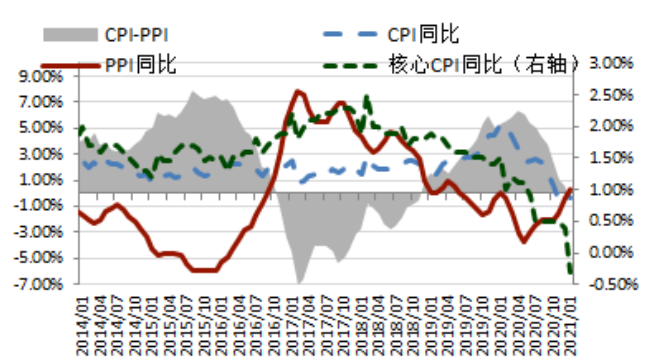


图 11：CPI 与 PPI 同比



资料来源：Wind、中财期货

三、资金面改善

2 月资金面改善，货币市场利率向央行公开市场逆回购利率收敛。央行货币政策操作谨慎。因美债利率飙升，中美利差显著收窄。美债利率快速上升的主要原因是美国疫情出现拐点，市场押注其经济和通胀快速上升。如果中美利差持续收窄，可能会制约国内货币政策。但当前来看，美债利率不一定会持续上升，美联储有可能会实施“扭转操作”，稳定长端利率。所以，这将是三月份关注重点之一。我们认为美债长端利率回落的概率更大，也不会令国内货币政策收紧。预计资金面将保持平稳宽松的状态。

图 12：银行间货币市场利率

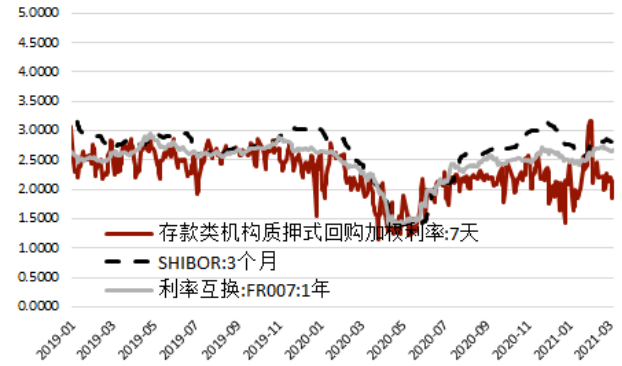


图 13：人民币兑美元

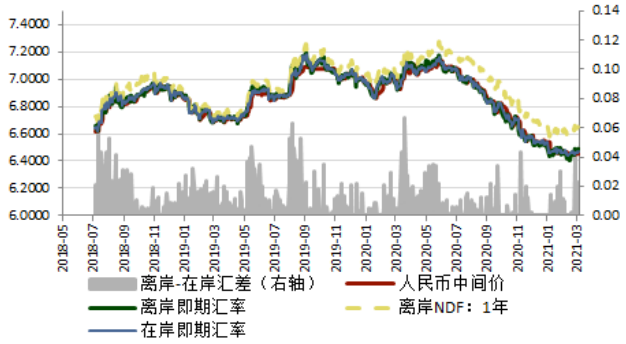


图 14：大行理财品年化收益率



图 15：10 年期国债与 1 年期 IRS 利差

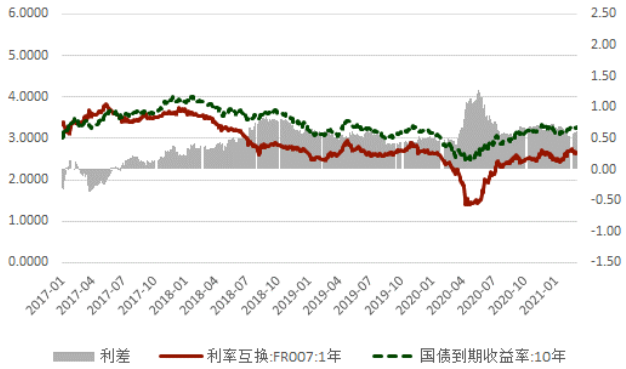


图 16：中美 2 年期国债利差

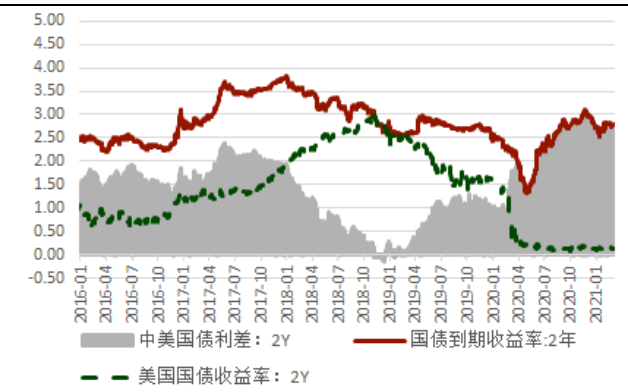
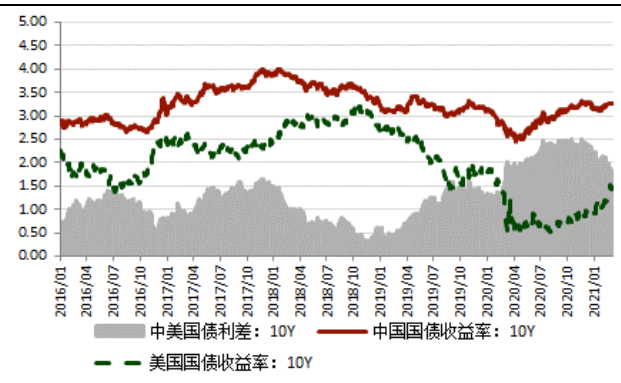


图 17：中美 10 年期国债利差



资料来源：Wind、中财期货

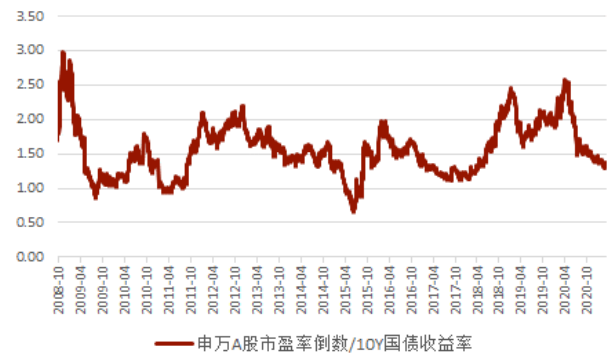
四、股债关系

上证 50 与十债负相关性有所减弱。从估值来看，目前股债相对价值偏向于债，但偏离度不高。由于美债利率飙升令全球市场风险偏好下降，股市调整，部分资金避险流入利率债，令期债下跌动能减弱。

图 18：T 与上证 50 走势



图 19：A 股市盈率倒数/10 年期国债收益率



资料来源：Wind、中财期货

五、行情展望

综合来看，主要影响因素可能是通胀上升预期，对期债驱动向下。但是，我们认为 3 月份的不确定性比较大，原因在于商品价格上涨太快，与现实基本面的偏离加大，存在较大的调整风险。市场风险偏好也有所下降，支撑着期债表现。所以我们建议谨慎操作。

短期仍在调整

宏观金融

■ 观点逻辑

股指短期内可能仍会以震荡和调整为主，上证指数可能会在3500附近震荡，沪深300指数【4800,5600】。一方面股指上涨的动能不足，经济增长并未超预期，反而是高估值和对流动性收紧的担忧抑制了股价，但另一方面，股指下跌的空间也有限，WIND资讯数据显示，截至3月2日， 2021年以来成立的新基金规模已经超过8000亿，属于历史最高时期。当股指的估值压力得到释放后，仍会有资金提供支撑并推动股价上涨。建议短期内保持观望，多单逢高减仓持有，等待调整结束后的中长期买入时机。

股指间来看，抱团龙头行情的分歧有利于多IC空IH，但是如果资金转向钢铁、保险、银行等低估值防御的板块，那么上证50中这些板块更高的分布比例，又会给IH提供一定的支撑，因此股指间强弱也具有不确定性。但是从历史点位来看，目前IC/IH的比值已经达到了19年12月的水平，向上空间较大，仍然可以关注多IC空IH的套利机会。

■ 主要矛盾点

利多：经济继续增长；入市资金充足

利空：估值偏高；流动性收紧；外部风险扰动

■ 操作建议

多IC空IH

■ 风险提示

盈利增长不及预期；美股回调风险；流动性大幅收紧

股指月报

2021年3月5日



一、行情回顾

股指在 2 月先涨后跌，月末与月初点位变化不大，但是结构性行情明显，上半月机构持续抱团龙头，下半月抱团产生分歧，龙头股快速回调。沪深 300 指数跌 0.28%，上证 50 指数涨 1.17%，中证 500 指数涨 0.29%。板块涨跌分化，申万一级行业中，房地产涨幅超 10%，钢铁、农林牧渔涨幅超 8%领涨；电气设备、汽车、食品饮料领跌。

2/1-2/28期间沪深300板块贡献以及子指数、个股涨跌幅

行业/股数	权重	成交%	贡献点	行业	权重	成交%	贡献点	行业	权重	成交%	贡献点	子指数	涨跌幅%
银行/21	16.74	6.97	-2.75	食品农业/8	4.76	5.39	-0.89	商贸物流/13	2.24	2.21	0.43	300地产	13.80
地产/11	4.00	2.01	-2.48	新能源/7	1.59	9.62	0.99	传媒/7	1.29	1.92	0.02	300保险	8.85
券商/28	8.21	4.24	1.15	钢铁水泥/7	1.75	0.42	-0.42	通信/7	2.00	1.35	-0.05	300材料	6.52
保险/5	9.68	3.49	-5.07	机械/5	1.56	2.65	-0.63	电气/5	1.07	1.61	0.08	300银行	2.41
医药/28	6.05	8.14	-1.20	电力/10	2.22	0.74	0.09	自贸区/4	0.57	0.62	-0.16	300制药	0.77
煤炭/6	0.97	0.50	-0.31	石油/6	1.31	0.74	-0.88	综合/6	1.58	2.03	-0.57	300国防	0.37
有色/15	2.05	6.22	-2.21	汽车/11	2.40	3.14	0.63	航天/6	0.70	1.65	0.01	300电力	-0.27
建工/16	3.67	2.18	-0.78	环保/3	0.19	0.10	-0.08	铁路/3	1.01	1.45	-1.31	300电信	-1.46
家电/10	5.47	3.97	0.11	信息/32	6.98	12.97	1.78	航空/5	0.96	0.53	-0.27	300饮料	-3.51
酿酒/5	7.34	8.64	1.05	化工/10	1.65	4.46	-1.48	沪深300	100	4207亿/天	-15.20	300硬件	-4.74
												300券商	-5.02

拖累	成份股	权重	涨跌幅%	拖累点	贡献	成份股	权重	涨跌幅%	贡献点	子指数	涨跌幅%
1	上海机场	0.6537	-21.67	-0.84	1	中国平安	7.803	7.71	3.57	300媒体	-6.48
2	海康威视	0.8752	-11.81	-0.61	2	中国太保	0.9211	27.39	1.50	300电气	-6.48
3	海天味业	0.6897	-12.40	-0.51	3	万科	1.0914	19.11	1.24	300软件	-7.09
										300汽车	-14.10

来源：中财期货研究院 Wind

沪深 300 指数小幅下跌，从权重贡献点来看，2 月份各行业贡献和拖累的幅度非常有限。而从子指数涨跌幅来看，1 月表现最差的保险、地产领涨，300 地产指数大涨 13.8%，300 保险指数涨近 9%；300 汽车指数领跌，跌幅超 14%。个股方面，上海机场、海康威视、海天味业成最大拖累；中国平安、中国太保、万科成最大贡献。

2/1-2/28期间中证500板块贡献以及子指数、个股涨跌幅

行业/股数	权重	成交%	贡献点	行业	权重	成交%	贡献点	行业	权重	成交%	贡献点	子指数	涨跌幅%
硬件/35	8.968	12.54	-0.45	建工/18	4.175	1.75	0.08	煤炭/7	2.072	0.62	0.41	500原料	7.79
软件/25	4.084	5.40	0.40	综合/14	2.506	1.79	-0.35	环保/13	2.172	0.37	1.27	500能源	6.09
房地产/35	5.853	1.97	1.83	建材/7	1.720	1.62	0.17	生物/7	1.193	1.63	-0.17	500金地	1.63
医药/41	8.242	7.02	1.27	军工/9	2.044	2.54	0.56	酿酒/4	0.419	0.43	-0.10	中证500	0.29
机械/23	5.243	6.20	0.96	食品农业/21	3.236	5.32	-0.25	电力/13	2.696	5.45	-0.27	500电信	-0.11
化工/28	5.949	8.80	3.38	家电/10	2.288	1.09	0.13	造纸印刷/7	1.170	2.57	0.20	500可选	-0.46
有色/21	4.965	10.62	3.47	服装/6	0.850	0.97	-0.11	金融/12	3.117	2.80	0.54	500公用	-0.51
电气/19	2.967	2.55	0.24	消费/11	1.318	1.06	0.82	新能源/11	1.868	4.83	0.04	500信息	-1.51
物流/13	2.502	0.70	0.03	港口/7	1.658	0.21	0.13	公用/6	1.475	0.35	0.21	500医药	-2.16
传媒/24	3.684	1.55	0.15	汽车汽配/16	3.258	3.82	0.98	钢铁/11	2.341	0.82	0.84	500工业	-2.87
电商零售/18	4.196	2.44	1.85	通信/8	1.765	0.74	-0.06	中证500	100	日均1776.1亿	18.22	500消费	-3.41

贡献	成份股	权重	涨跌幅%	贡献点	拖累	成份股	权重	涨跌幅%	拖累点
1	盛和资源	0.48	36.56	0.96	1	中炬高新	0.318	-22.87	-0.400
2	郑煤机	0.306	51.17	0.86	2	水井坊	0.323	-22.16	-0.393
3	中泰化学	0.49	30.14	0.81	3	恒立液压	0.311	-18.92	-0.323

来源：中财期货研究院 Wind

中证 500 指数小幅上涨，板块来看，化工、有色成最大贡献，但各行业贡献和拖累的幅度非常有限。从子指数涨跌幅来看，500 原料、500 能源领涨；500 工业、500 消费领跌。从个股来看，盛和资源成最大贡献，中炬高新成最大拖累。

图 1：IF 基差走势

图 2: IH 基差走势

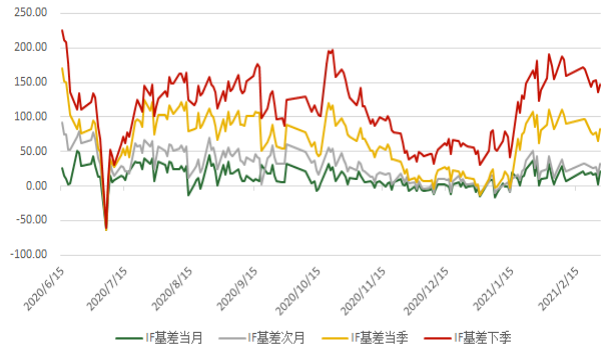


图 3：IC 基差走势

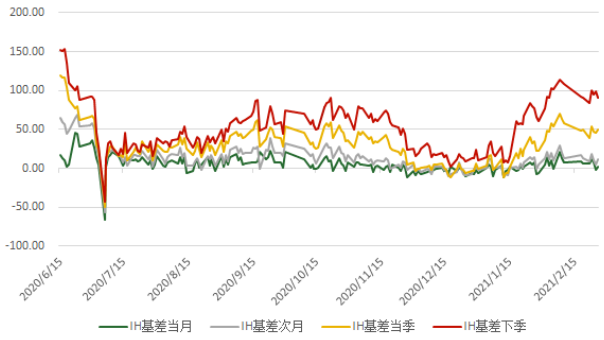
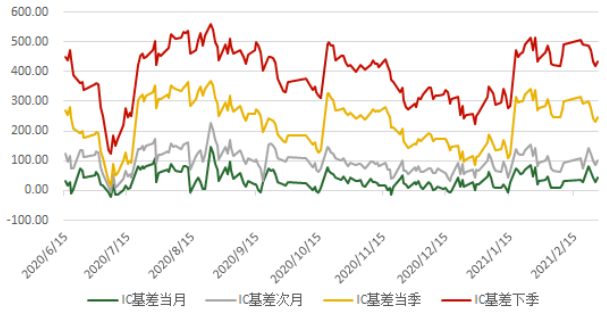


图 4: IC 当月/IH 当月





资料来源：wind、中财期货

二、市场数据

图 5：股权融资规模（亿元）

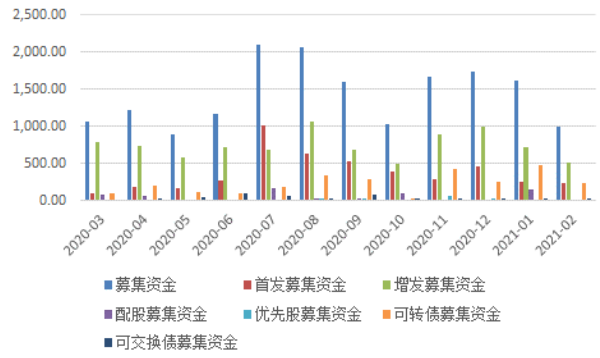


图 6：解禁市值（万元）

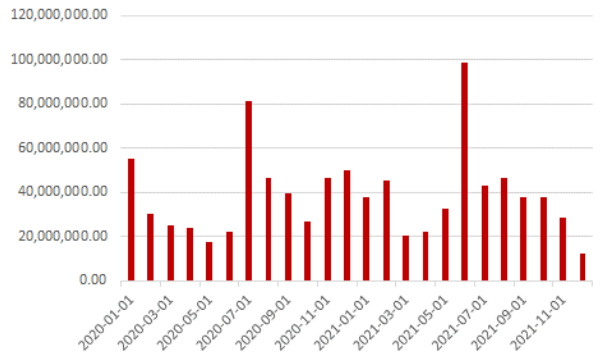


图 7：两市成交额（亿元）

图 8：两融规模（亿元）

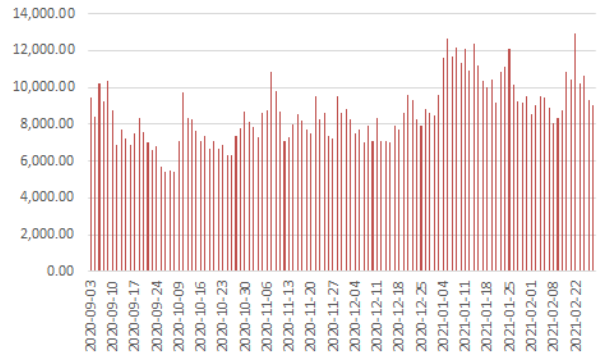


图 9：北向资金成交统计（亿元）

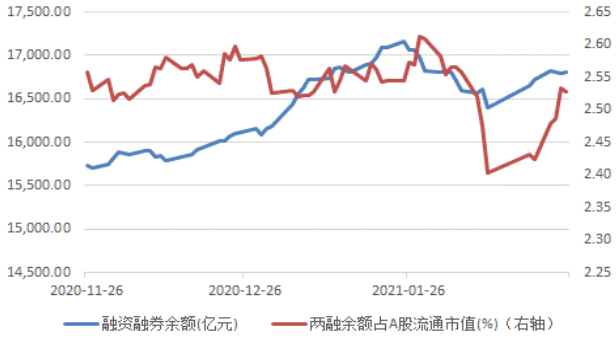


图 10： 市值因子表现

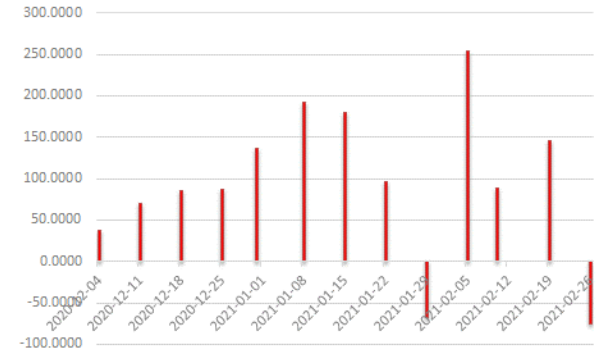


图 11：估值因子表现

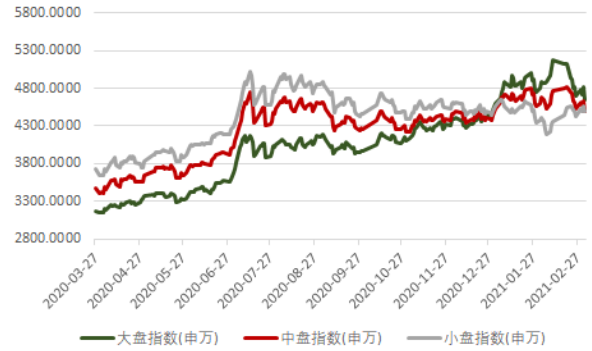


图 12：盈利因子表现



图 13：市盈率 TTM

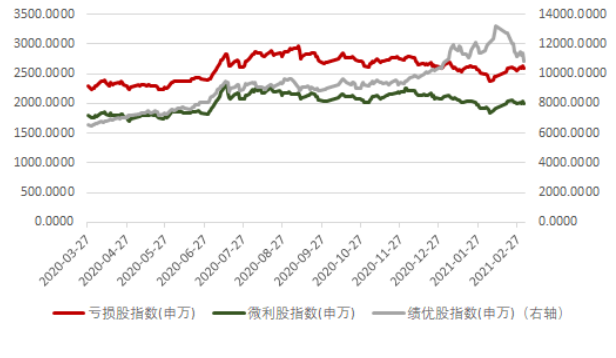
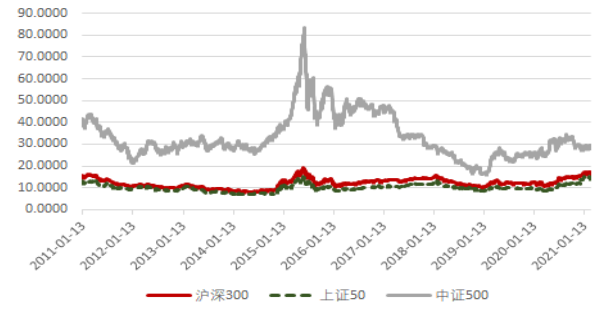
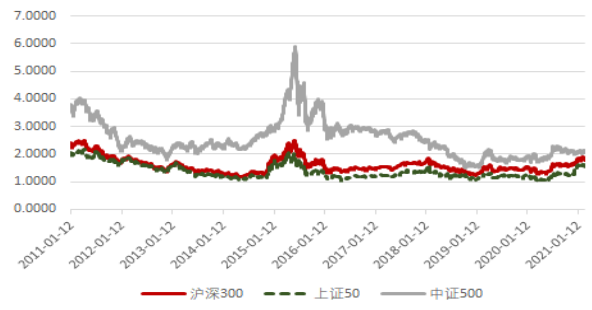


图 14：市净率 PB





资料来源：Wind，中财期货

2 月股权融资规模较 1 月大幅下降，募集金额合计 993 亿元，其中首发募集资金 229 亿元，增发募集资金 516 亿元，可转债募集资金 240 亿元，可交换债 7 亿元，均比上月出现了不同程度的下降。

从成交量上来看，2 月较 1 月的成交额大幅下降，单月的两市总成交额从 218022 亿元下降至 144057 亿元，甚至低于 2020 年 12 月的水平，这其中有 2 月天数短、春节假期的因素，但是也反应出市场的交易热情有所下降。1 月成交额的主要区间为【9000 亿，12000 亿元】，2 月成交额的主要区间为【8000 亿，11000 亿】。

北向资金依旧看好 A 股，继续保持高速流入，1 月份北向资金净流入 399 亿元，2 月份北向资金净流入 412 亿元；融资盘规模变化不大，比较平稳，仍然维持在较高水平。

估值方面，沪深 300 市盈率 TTM 为 16.3，上证 50 市盈率 TTM 为 14.2，中证 500 市盈率 TTM 为 27.8。目前股指的市盈率处于偏高的位置，沪深 300 指数的市盈率位于近 5 年 97%分位点，近 10 年 97%分位点。上证 50 指数位于近 5 年 97%分位点，近 10 年 98%分位点。中证 500 的市盈率位于近 5 年 43%分位点，近 10 年 30%分位点。

市场风格方面，IH 与 IC 的强弱表现发生转变，上半月 IH 占优，下半月 IC 占优，IC 当月/IH 当月比值下降至 1.61 后开始反弹，截至目前已经反弹至 1.73 附近。从市值因子来看，年后中小盘指数要优于大盘指数，低市盈率指数明显占优，一定程度上反映出资金从高估值的龙头转向低估值股票。

三、重点关注事件

3.1 3 月 5 日上午十三届全国人大四次会议在京开幕国务院总理李克强作政府工作报告。时隔一年，经济增速目标重现政府工作报告，今年提出的经济增速目标是国内生产总值增长 6%以上。调控政策“不急转弯”内涵丰富，预算赤字率、新增地方政府专项债券规模等均有不同程度下降，今年不再发行抗疫特别国债，处处彰显经济运行与宏观政策有序回归常态的信号，社会关注的一些应急政策的到期退出和接续问题也得到明确，“不急转弯”给出定心丸！资本市场方面，政府工作报告明确提出，稳步推进注册制改革，完善常态化退市机制，加强债券市场建设，更好发挥多层次资本市场作用，拓展市场主体融资渠道。针对楼市方面，报告指出坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给，规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难。

3.2 美联储主席鲍威尔就经济情况发表讲话。重申打算继续维持美联储的宽松货币政策，直到劳动力市场进一步大幅改善。鲍威尔表示，经济复苏可能对价格造成一些上行压力，并重申美联储在改变政策前将"保持耐心"，并其认为通胀回升只是暂时的。他承认最近利率的快速上升引起了他的注意，但他说，美联储需要看到利率范围更广的上升，才会考虑采取任何行动。整体来看，鲍威尔讲话仍然偏鸽派，但并未得到市场买账。在讲话中鲍威尔未能向投资者保证央行将继续抑制债券收益率和通货膨胀预期，引发了市场的忧虑。

四、宏观面分析

图 15：1 月 PMI 为 51.3

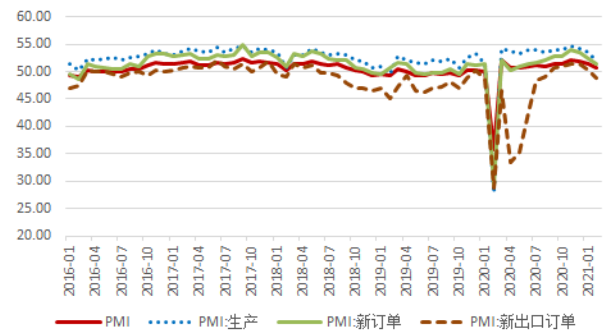
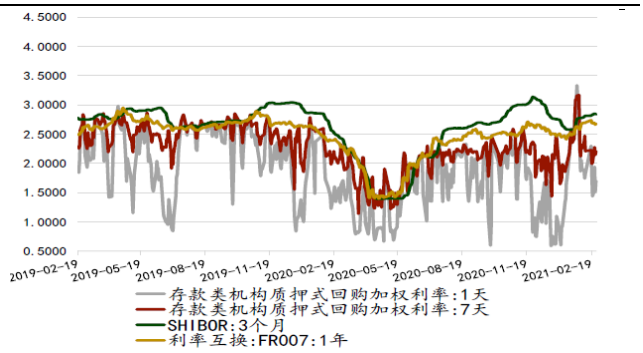


图 16：利率



资料来源：wind，中财研究院

2 月官方制造业 PMI 为 50.6，比上月上回落 0.7 个百分点；非制造业 PMI 为 51.4，比上月回落 1.0 个百分点；综合 PMI 产出指数为 51.6，回落 1.2 个百分点。假日因素对本月企业生产经营影响较大，制造业及非制造业景气水平较上月回落，但均仍位于荣枯线以上，表明我国经济继续修复。从企业规模看，大企业景气度依然略有上升，大企业 PMI 回升 0.1 个百分点至 52.2，中、小型企业 PMI 分别回落 1.8、1.1 个百分点至 49.6、48.3，表明了过节的季节性影响。产需两端均季节性回落：2 月 PMI 生产指数为 51.9，比上月回落 1.6 个百分点；新订单指数为 51.5，比上月回落 0.8 个百分点，表明制造业供需扩张均有所放缓；二者差值缩窄至 0.4。进出口均回落：新出口订单指数为 48.8，比上月回落 1.4 个百分点；进口指数为 49.6，比上月回落 0.2 个百分点，国内生产及需求回落一致。生产经营活动预期上升 1.3 个百分点，表明企业对节后生产经营活动仍较为乐观。整体来看，2 月份经济继续在恢复，但增速有所下降。

宏观政策方面，政府工作报告给货币政策定调：稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。把服务实体经济放到更加突出的位置，处理好恢复经济与防范风险的关系。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，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定。同时，再提宏观政策保持必要支持力度，不急转弯，根据形势变化适时调整完善，进一步巩固经济基本盘。不急转弯的定调降低了市场短期对于流动性的忧虑，但是市场对于流动性收紧的担忧会持续存在，今年宏观流动性稳中渐紧基本已经成为市场的共识。

五、后市分析

股指短期内可能仍会以震荡和调整为主，上证指数可能会在 3500 附近震荡，沪深 300 指数【4800,5600】。一方面股指上涨的动能不足，经济增长并未超预期，反而是高估值和对流动性收紧的担忧抑制了股价，但另一方面，股指下跌的空间也有限，WIND 资讯数据显示，截至 3 月 2 日， 2021 年以来成立的新基金规模已经超过 8000 亿，与万亿距离已经不太遥远，属于历史最高时期。当股指的估值压力得到释放后，仍会有资金提供支撑并推动股价上涨。建议短期内保持观望，多单逢高减仓持有，等待调整结束后的中长期买入时机。

股指间来看，抱团龙头行情的分歧有利于多 IC 空 IH，但是如果资金转向钢铁、保险、银行等低估值防御的板块，那么上证 50 中这些板块更高的分布比例，又会给 IH 提供一定的支撑，因此股指间强弱也具有不确定性。但是从历史点位来看，目前 IC/IH 的比值已经达到了 19 年 12 月的水平，向上空间较大，仍然可以关注多 IC 空 IH 的套利机会。

关注“扭转操作”预期

■ 观点逻辑

预计美国财政刺激法案落地，市场开始炒作美联储“扭转操作”，3 月黄金先抑后扬，上旬可能是拐点。参考区间 345-380。建议低价轻仓做多，跌破 340 止损。

■ 主要关注点

美联储扭转操作预期、财政刺激法案、美元、利率

■ 操作建议

轻仓多黄金。

■ 风险提示

金价持续下行风险主要是利率继续上升。

贵金属月报

2021 年 3 月 5 日



一、行情回顾

2 月迄今，名义利率走高快于通胀预期上升速度，实际利率大幅回升，同时美元强势，驱动金价持续下跌。

图 1：COMEX 黄金指数日 K 线走势



资料来源：文华财经、中财期货

表 1：黄金与美元等的相关系数

	COMEX金		
	最近三个月	最近半年	最近一年
美元指数	-0.62	0.47	-0.68
美国十年期TIPS	-0.80	-0.37	-0.90
美国十年期国债收益率	-0.86	-0.80	-0.11
标普500VIX	-0.14	0.31	-0.72
WTI原油	-0.78	-0.77	0.44
通胀预期	-0.57	-0.65	0.62

资料来源：Wind，中财期货

图 2：金价与 10 年期国债实际收益率

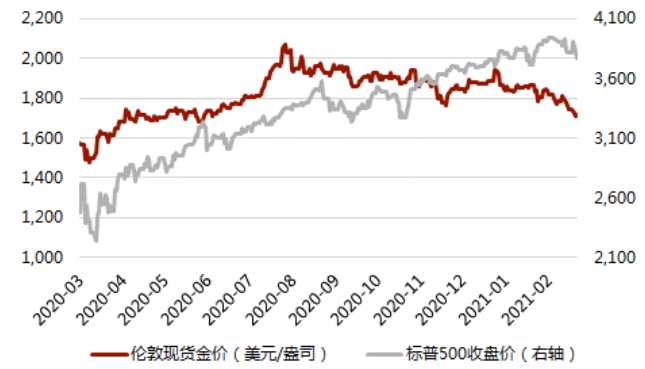


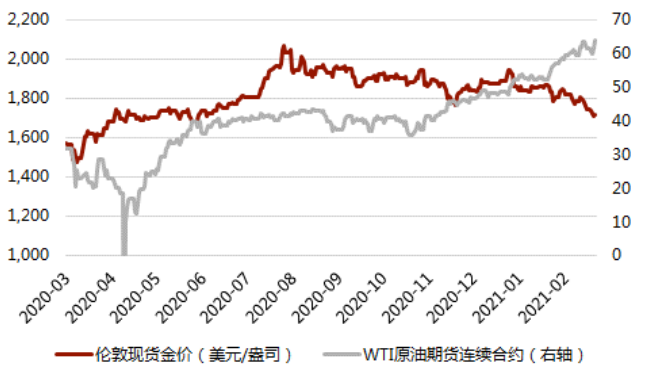
图 3：金价与美元指数



图 4：金价与标普 500 指数

图 5：金价与 WTI 原油价格





资料来源：Wind、中财期货

二、关注美联储“扭转操作”

海外新冠确诊人数大幅下降，疫情拐点大概率已经出现，同时，拜登上任美国总统并且民主党成为参众两院多数党，提升了市场对美国加大财政政策刺激的一致预期，因此，近期利率快速回升，十年期美债利率升至1.6%区域。

经济数据则显示美国经济正处于温和恢复状态，而且财政刺激预期较强，疫情拐点显现，因此美联储会议并没有传递出新的信号。当前市场最关心的是，在利率如此快速上升，市场波动加大的背景下，美联储是否会有所行动。部分投资者开始预期，美联储可能在3月16日至17日举行的联邦公开市场委员会会议上决定采取“扭转操作”，“扭转操作”包括美联储出售较短期美国政府债券，并买入同等金额较长期美国政府债券。这一措施旨在向上调整美债短端利率，同时压低长端利率。由于长端利率上升速度太快，我们认为预期成真的可能性比较大，建议3月重点关注。如果美联储采取“扭转操作”，长端利率将回落，并提升美国经济复苏预期，从中期来看可能会促使金银比走低。由于“扭转操作”的预期，我们认为金价可能回升。

另外需要关注的是，美国财政刺激法案是否会有预期差，以及法案颁布之后对通胀预期和利率的影响。市场对1.9万亿法案的预期充分，所以我们认为如果实际结果符合预期，可能将形成买预期，卖事实的局面，届时有可能是大宗下跌，利率回落，金价回升。

总而言之，我们认为待刺激法案落地，市场可能转向炒作“扭转操作”，预计金价回升。同时，美国经济预期继续改善的条件下，美元可能表现偏强，可能会制约金价表现。

图6：全球新冠肺炎确诊:当日新增

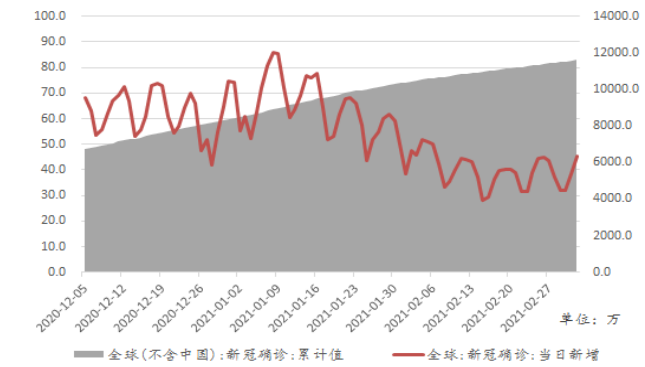


图7：分国家当日新增确诊人数

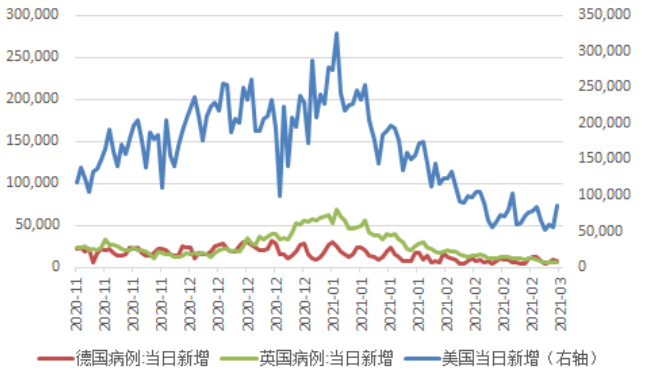


图8：美欧实际利差与美元指数

图9：美国通胀预期与实际利率

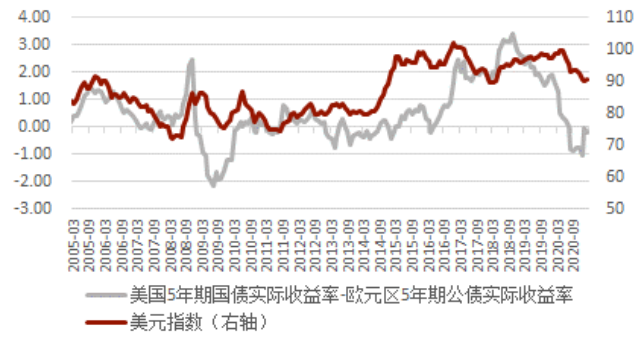


图 10：美国制造业 PMI 与耐用品新订单同比增速

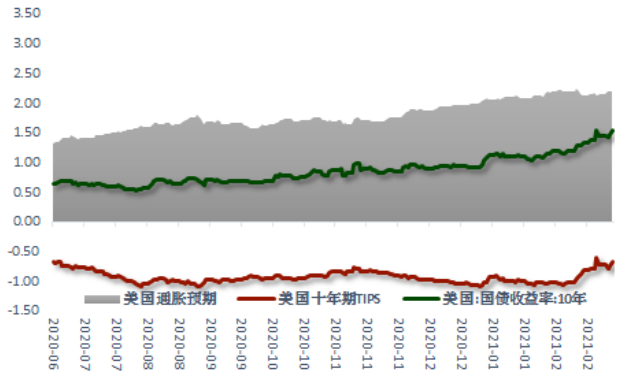
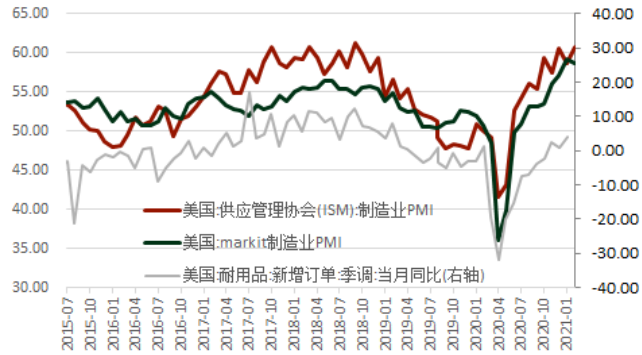
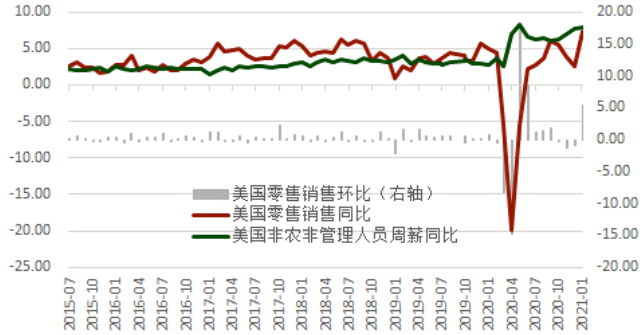


图 11：美国零售销售与非农周薪同比





资料来源：Wind、中财期货

三、避险属性分析

美债利率快速上升后，风险资产波动率放大。因为实际利率上升利空金价，所以黄金未能发挥出避险属性的优势，金银比也保持相对稳定。我们认为未来黄金若要发挥出避险属性功能，其前提条件是利率回落，驱动方面则要关注经济恢复是否能达到预期，或者美联储是否会更加鸽派。

图 12：恐慌指数

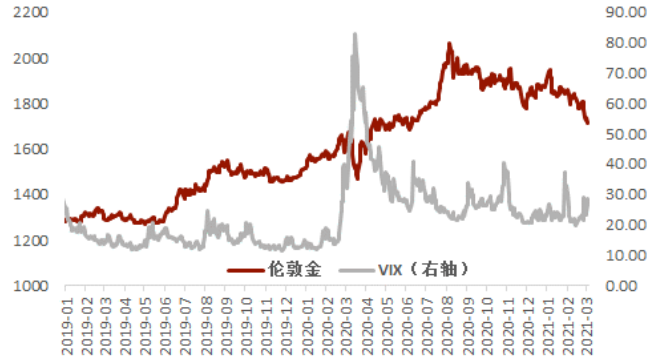


图 13：伦敦金/伦敦银

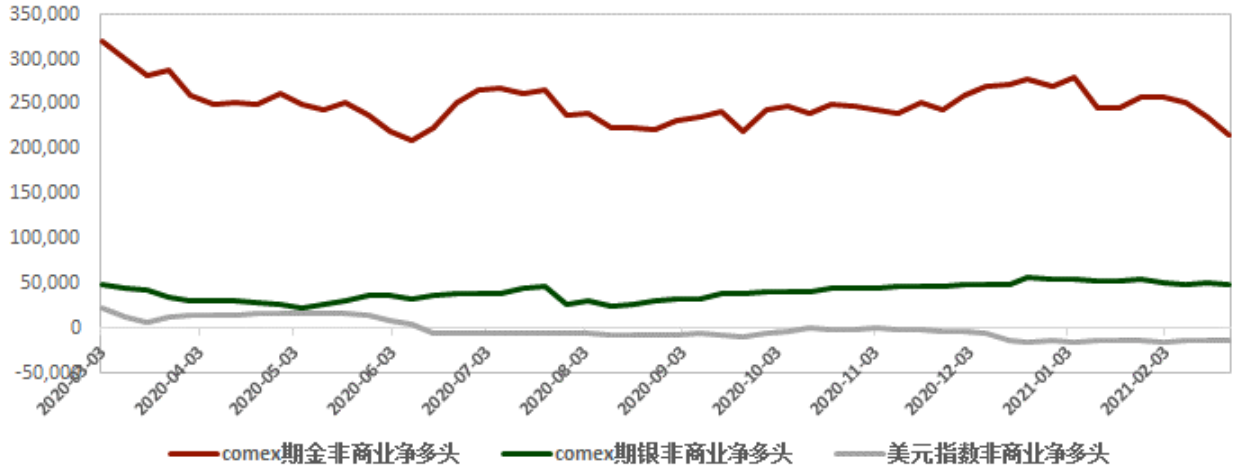


资料来源：Wind、中财期货

四、持仓数据

CFTC 报告显示，截至 2021/2/23，Comex 黄金非商业净多头寸 215733 手，Comex 白银非商业净多头寸 47643 手，美元指数非商业净多头寸-13851 手。

图 14：CFTC 美元指数和黄金白银期货非商业净多持仓



资料来源：Wind、中财期货

截至 2021/3/4，SPDR 黄金 ETF 持仓量 1078.3 吨，SLV 白银 ETF 持仓量 18678.16 吨。

图 15： SPDR 黄金 ETF 持仓（吨）

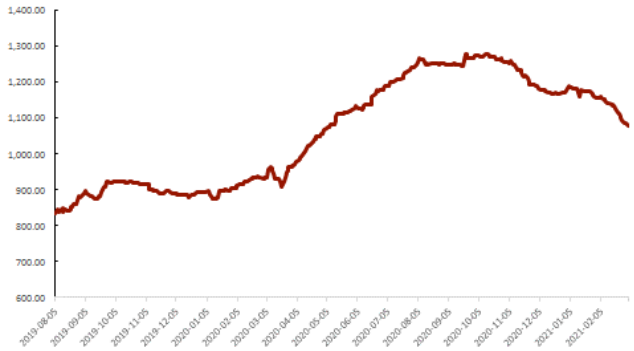
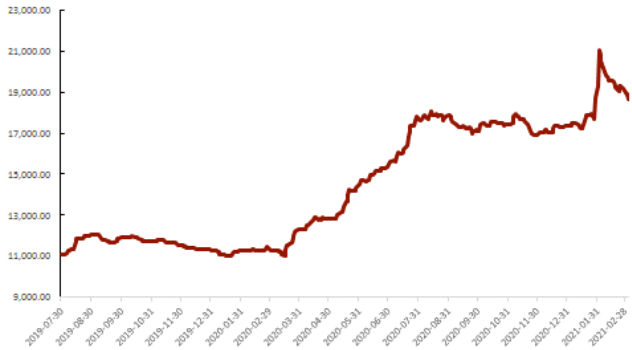


图 16： SLV 白银 ETF 持仓（吨）



资料来源：Wind、中财期货

五、行情展望

预计财政刺激法案落地，市场开始炒作美联储“扭转操作”，因此 3 月黄金是先抑后扬的表现，上旬可能是拐点。参考区间 345-380。建议低价轻仓做多，跌破 340 止损。金价持续下行风险主要是利率继续上升。

中财期货有限公司

地址：上海市浦东新区陆家嘴华能联合大厦 23 楼

总机：021-68866688　传真：021-68866666　全国客服：400 888 0958　网站：http://www.zcqh.com

浙江分公司
杭州市体育场路 458 号中财金融广角二楼
电话：0571-56080568

江苏分公司
南京市建邺区江东中路 311 号中泰国际大厦 5 栋 703-704
电话：025-58802700

中原分公司
郑州市郑东新区东风南路东、金水东路北 2 号楼 1 单元 12 层 1205 室
电话：0371-55981205

上海陆家嘴环路营业部
上海市浦东新区陆家嘴环路 958 号 2301 室
电话：　021-38600929

上海襄阳南路营业部
上海市徐汇区襄阳南路 365 号 B 栋
电话：021-61701609

北京海淀营业部
北京市海淀区莲花苑 5 号楼华宝大厦 1119 室
电话：010-63942832

深圳营业部
广东省深圳市福田区中深花园大厦 A 座 1209
电话：0755-82881599

天津营业部
天津市和平区马场道 114 号中财金融广角
电话：022-58228155

重庆营业部
重庆市江北区庆云路 6 号（国金中心 T5）510 单元
电话：023-62753894

沈阳营业部
沈阳市和平区三好街 100-4 号华强广场 A 座 20 层 05 单元
电话：024-31872006

武汉营业部
湖北武汉市硚口区沿河大道 236-237 号 A 栋 10 层
电话：027-85661611

西安营业部
西安市碑林区和平路 22 号中财金融大厦 3 楼 304 室
电话：029-87938496

杭州营业部
杭州市体育场路 458 号中财金融广角二楼 206,208 室
电话：0571-56080560

济南营业部
济南市历下区文化东路 63 号恒大帝景 9 号楼 11 楼 1119A 室
电话：0531-83196220

无锡营业部
江苏省无锡市梁溪区运河东路 555 号时代国际 A 座 1808
电话：0510-81665977

日照营业部
山东省日照市东港区济南路 257 号兴业财富广场 B 座 10 楼 1001
电话：0633-2297817

太原营业部
山西省太原市长治路 306 号火炬创业大厦 B 座 8005 室
电话：0351-7091380

长沙营业部
湖南长沙市天心区芙蓉中路三段 426 号中财大厦 5 楼
电话：0731-85559932

南昌营业部
江西省南昌市青云谱区解放西路 49 号明珠广场 H 栋 602 室
电话：0791-88457727

合肥营业部
合肥市庐阳区淮河路 288 号香港广场 1306 室
电话：0551-62651811

唐山营业部
唐山市路南区万达广场购物中心区 2 单元 B 座 1804
电话：0315-2222072

郑州营业部
郑州市金水区未来路 69 号未来公寓 816 室、716 室、707 室
电话：0371-65613146

赤峰营业部
内蒙古赤峰市红山区万达广场甲 B20 楼 2010 室
电话：0476-5951139

南通营业部
江苏南通市崇山区中南世纪城 34 栋 2202、2203 室
电话：0513-85666899

常州营业部
常州市钟楼区怀德中路 48 号申龙商务广场东座 602
电话：0519-86805789

厦门营业部
福建省厦门市湖里区象屿路 97 号厦门国际航运中心 D 栋 10 层 015 单元
电话：0592-5637891

特别声明：

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。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。