国贸期货研发出品

国贸期货
大宗商品研究报告

宏观金融研究中心

2021.3.22-2021.3.28

资讯周报



期市有风险，入市需谨慎

目　　录

【宏　　观】经济稳健复苏，商品走势分化----------3

【股　　指】两市量能疲软，A 股仍处于震荡整固期间----------8

【国　　债】中美利差“安全垫”下，债期受益于风险资产回调走高----------17

经济稳健复苏，商品走势分化

摘要

一、国内经济持续稳健复苏。受疫情影响，去年 2 月经济近乎停滞，从而产生了较低的基数，今年前两月各项经济指标均明显高增。不过，工业生产、固定资产投资等指标环比保持增长，表明当前经济仍处于修复通道当中，同时，今年提倡“就地过年”，使得季节性因素影响较以往更弱。

往后看，不考虑基数的情况下，今年的经济增速有望恢复至潜在经济增速附近。最为关键的因素是疫苗在全球范围内被广泛接种，欧美等疫情较为严重的地区疫情持续好转，经济加快重启，复苏势头良好，这将支撑国内出口保持高增长，进而带动制造业需求保持高增长，加快投资修复的步伐。同时，疫情的持续改善将带动国内消费加快修复，春节期间电影票房的高增长表明了居民的消费需求和消费意愿较为强劲，因此，社会消费将伴随疫情改善和居民收入增长而恢复强劲增长。此外，今年的政府工作报告表明国内将保持较为积极的财政政策，固定资产投资增速有望保持平稳运行。

二、美联储维持政策利率不变。美联储的联邦公开市场委员会（FOMC）公布了 3 月议息会议决议，决议宣布维持当前 0%-0.25%的利率水平与购债规模不变，基本符合市场预期，此次会议还调高了经济预期和通胀预期，调低了失业率预期。尽管点阵图维持 2023 年前不加息的决定，但支持加息的委员明显增多。市场最为关心的美联储收益率过快上行的问题，本次会议并未给出明确的说法，意味着美联储认为当前的利率水平在“合意范围内”，市场对美联储采取 OT 和 YCC 操作的预期再度落空。因此，总的来看，本次议息会议明面上鸽派，实际上稍显鹰派。

三、大宗商品回归基本面定价。近一段时间以来，宏观的影响明显弱化，大宗商品更多回归基本面定价，以黑色为例，唐山地区限产持续升级，黑色系走势明显分化，成材表现好于原材料，化工、有色板块各个品种的走势也明显分化。当前仍处于节后复工复产的阶段，“金三银四”的旺季并未得到显现，使得部分工业品表现较为纠结，甚至出现回调，但我们认为今年的宏观政策并未过快转向，需求只会迟到不会缺席，工业品的表现依旧值得期待。

国贸期货
宏观金融研究中心

郑建鑫
联系方式：0592-5160416
投资咨询号：Z0013223
从业资格号：F3014717

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序

期市有风险，入市需谨慎

一、经济

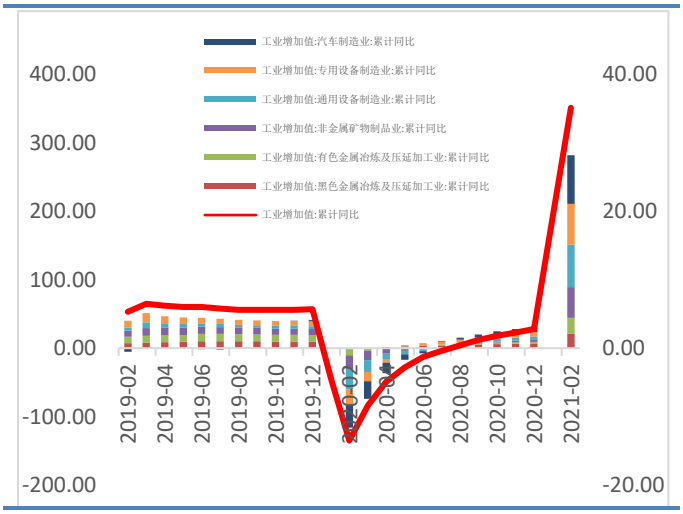
1）宏观和政策跟踪

1、国内经济稳健复苏

今年前两月，国内经济持续稳健复苏，规模以上工业增加值累计同比实际增长 35.1%，社会消费全年累计同比增 33.8%，固定资产投资累计同比增长 35.0%，其中，制造业投资累计同比增长 37.3%，地产投资累计同比增长 38.3%，基础设施投资（不含电力）同比增长 36.6%。

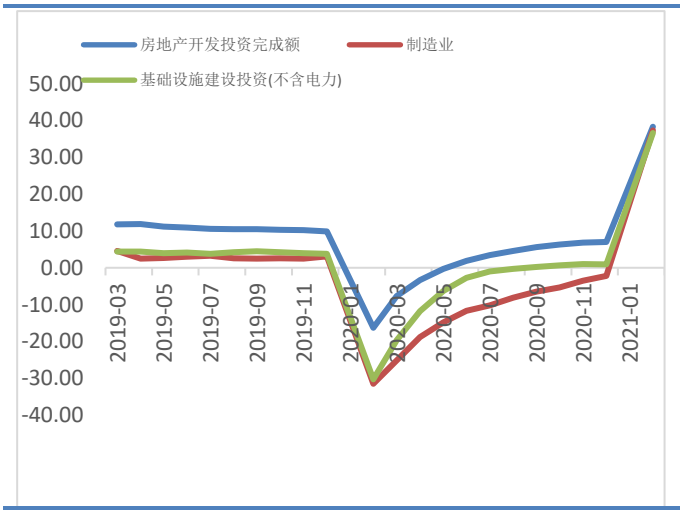
受疫情影响，去年 2 月经济近乎停滞，从而产生了较低的基数，今年前两月各项经济指标均明显高增。不过，工业生产、固定资产投资等指标环比保持增长，表明当前经济仍处于修复通道当中，同时，今年提倡“就地过年”，使得季节性因素影响较以往更弱。

图表 1：工业增加值同比增速



数据来源：Wind

图表 2：三大门类投资增速



数据来源：Wind

2、美联储议息会议

美联储的联邦公开市场委员会（FOMC）公布了 3 月议息会议决议，决议宣布维持当前 0%-0.25%的利率水平与购债规模不变。相比 12 月份，此次会议将 2021 年 GDP 预测提高 2.3 个百分点，失业率预测降低 0.5 个百分点，PCE 通胀与 PCE 核心通胀水平分别提高 0.6 个百分点与 0.4 个百分点。

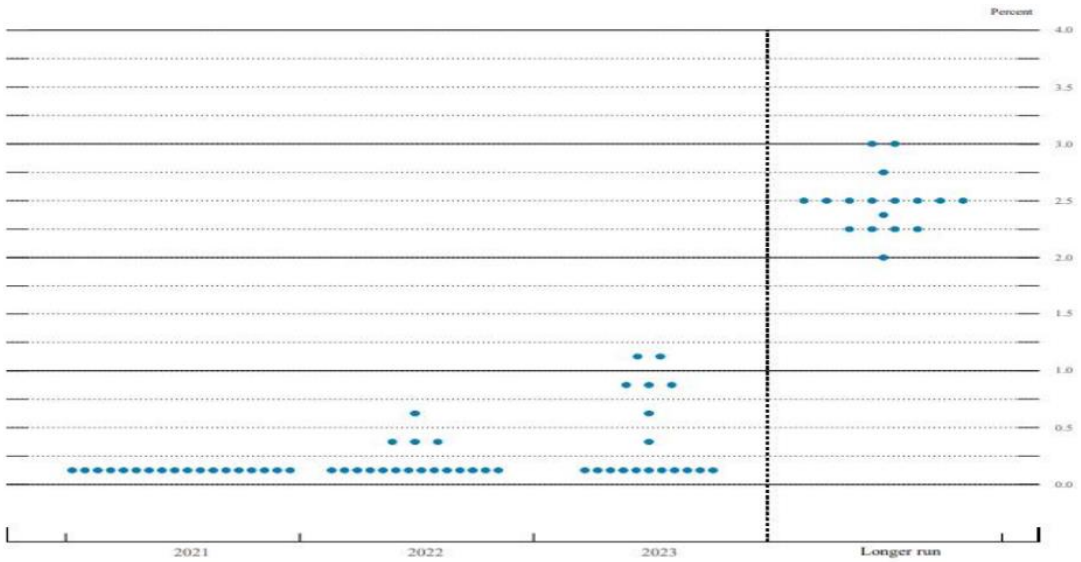
会后点阵图显示：参会委员一致性认为，2021 年政策利率应继续维持在 0-0.25%的水平。但是，相比 12 月份，认为明年需上调政策利率的委员增加 3 名，有一名委员将上调幅度从 0.25%-0.5%上调至 0.5%-0.75%；认为 2023 年需上调政策利率的委员明显增多，加息幅度中枢升至 0.75%-1%。

会后的新闻发布会上，鲍威尔对美国经济复苏进展表示谨慎乐观，并强调联储将保持宽松的政策立场、维持对经济的强有力支撑，待其复苏完成。劳动力市场方面，鲍威尔表示就业状况最近明显好转，但失业率仍处于 6.2%的高位，并突出疫情对不同行业、不同收入群体的差异性影响；通胀方面，鲍威尔表示今年通胀预计将在去年 3-4 月低基数效应、供应瓶颈等因素影响下，继续上行，但这些因

素只会对通胀产生短暂影响，联储的目标是将长期通胀稳定在 2%的水平；债券市场方面，鲍威尔在陈述中较少提及，仅表示将继续保持 1200 亿/月的购债规模。

美联储 3 月议息会议维持核心货币政策工具利率与规模不变，基本符合市场预期，此次会议调高了经济预期和通胀预期，调低了失业率预期。尽管点阵图维持 2023 年前不加息的决定，但支持加息的委员明显增多。市场最为关心的美联储收益率过快上行的问题，本次会议并未给出明确的说法，预示着美联储认为当前的利率水平在“合意范围内”，市场对美联储采取 OT 和 YCC 操作的预期再度落空。因此，总的来看，本次议息会议明面上鸽派，实际上稍显鹰派。

图表 3：美联储议息会议点阵图



数据来源：根据公开资料整理

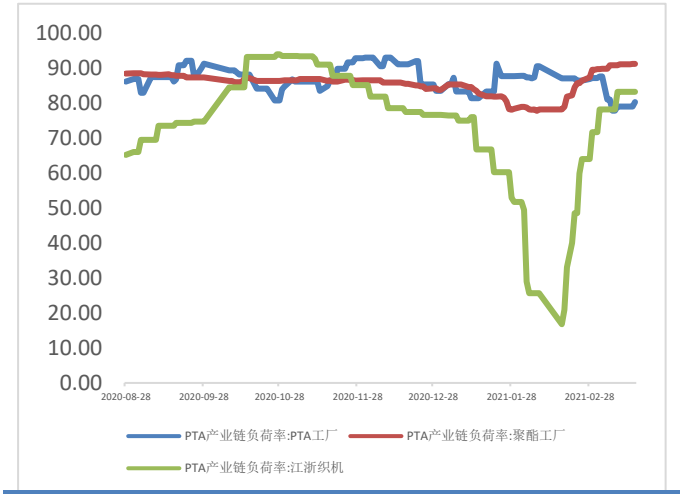
2）工业生产逐步回暖

化工：需求恢复速度偏慢，生产持续恢复。需求方面，节后需求恢复速度慢于预期，叠加市场情绪转弱，本周 PTA 产业链产品价格继续下跌，PTA、聚酯切片、涤纶 POY 价格同步下跌。生产端则持续稳步回升，本周 PTA 产业链负荷率均稳中有升，其中，PTA 开工率小幅回升至 80.25%，聚酯工厂负荷率小幅回升至 91.19%，江浙织机负荷率则持稳于 83.17%。

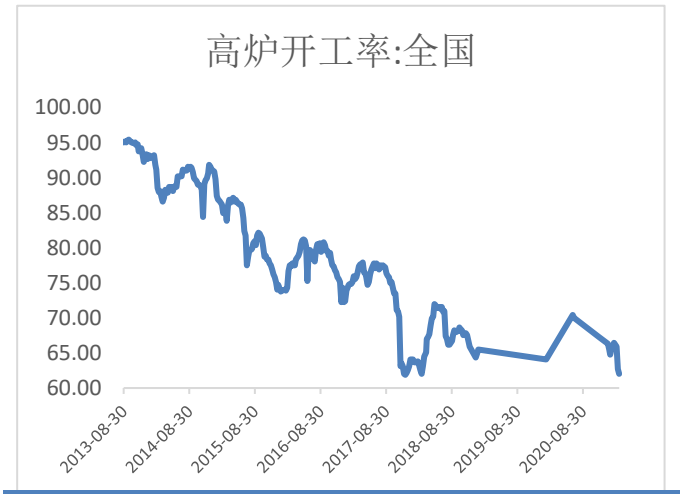
钢铁：限产持续升级，需求稳健恢复。受唐山地区环保限产影响，本周 Mysteel 样本内钢厂高炉开工率进一步下降至 62.02%。唐山地区环保限产持续升级，并有向其他地区扩散的势头，钢材生产或继续保持低位。春节后下游需求稳步修复，本周钢材厂库、社库大幅去化，今年财政政策依旧积极，基建有望保持高增，钢材需求或保持稳健。钢材涨价而原料下跌，钢厂利润继续得到修复。

图表 4：PTA 产业链负荷

图表 5：钢厂高炉开工率



数据来源：Wind



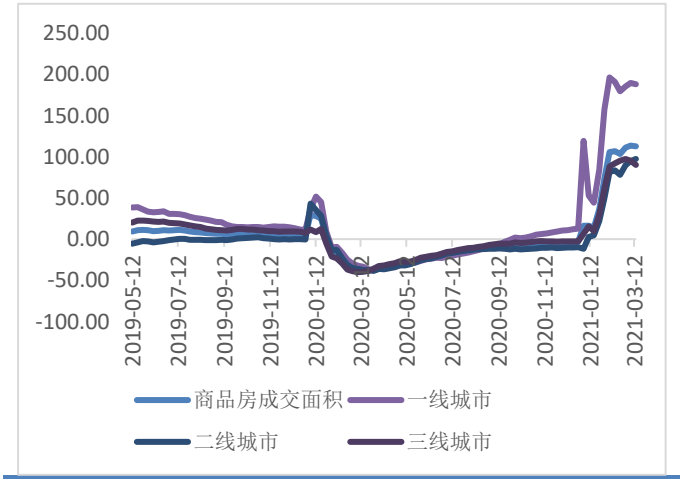
数据来源：Wind

3）地产热度下降，汽车销售反弹

地产热度下降，地产销售环比走弱。3 月（截止到 3 月 18 日），30 大中城市商品房日均销售面积同比持续下降，基数效应弱化；周环比-2.49%，楼市热度略有下降。30 个大中城市日均销售面积同比为 78.2%，周环比-2.49%。一线城市同比 128.63%，周环比-7.7%；二线城市同比 106.84%，周环比-11.61%；三线城市同比 19.19%，周环比 12.60%。3 月（截止到 3 月 14 日）土地成交面积同比和土地成交总价同比跌幅收窄。从 100 个大中城市土地成交情况看，土地成交面积同比为 6.78%，土地成交总价同比-16.41%；成交土地占地面积和总价分别上涨-47.65%和-52.61%。

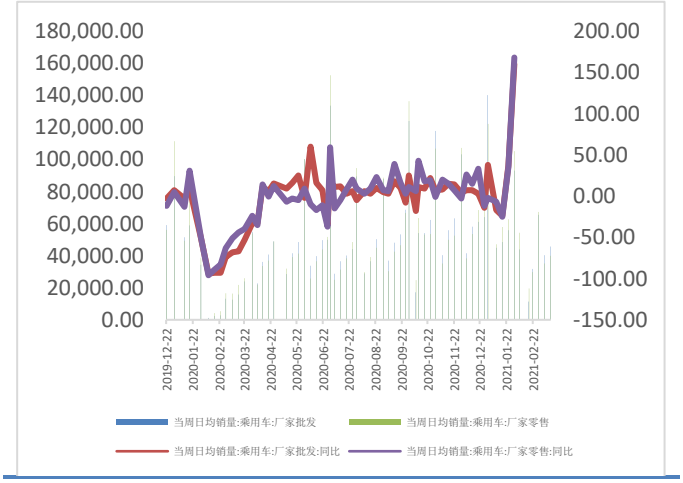
乘用车销售再度反弹，生产持续修复。3 月（截止到 3 月 14 日），汽车零售和批发日均销量同比回升，汽车节后销售回落后反弹。具体来看，3 月乘联会汽车零售日均销量同比为 27.23%，批发日均销量同比为 60.63%。上周乘联会汽车零售和批发日均销量分别增加 13.53%和 13.29%。受益于汽车销售持续走好，汽车开工节后加快恢复，截至 3 月 18 日，半钢胎开工率大幅回升至 73.01%。

图表 6：30 大中城市地产销售情况：累计值：当周同比



数据来源：Wind

图表 7：当周日均销量:乘用车



数据来源：Wind

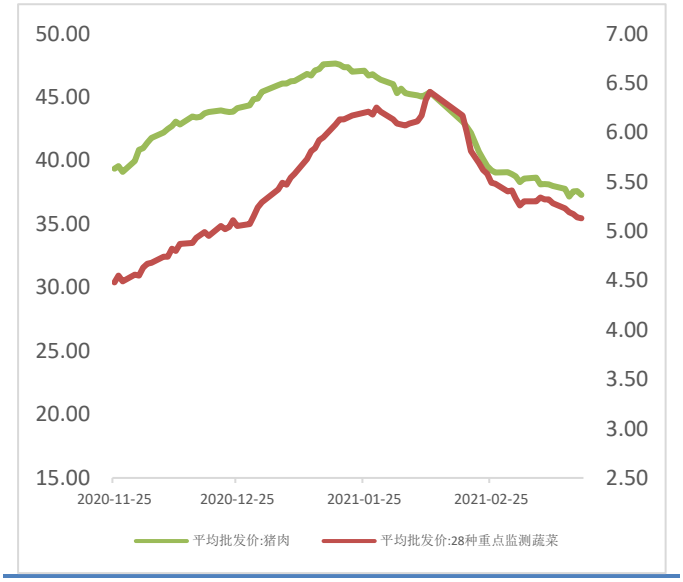
二、物价：食品价格持续回落

1）食品价格持续回落。在天气回暖供应增加以及消费回落的影响下，春节后食品价格持续回落，本周蔬菜均价环比上一周下跌 2.64%，猪肉均价环比上一周下跌 1.89%。

2）物价持续下降，CPI 短期压力较小。在供给充足和需求走弱的背景下，本周食品价格继续下跌。往后看，尽管非洲猪瘟时有复发，但反而加速了生猪的出栏，短期猪肉供应依旧充足，而在常态化防控和高利润的推动下，生猪存栏保持较快的增长，因此，猪价难以对通胀构成持久的压力。相反，由于 OPEC+不着急恢复产量、页岩油产能受限，原油供给压力不断减轻，同时随着疫情后需求的不断恢复，原油有望震荡走高并带动非食品价格回升。因此，综合来看，CPI 短期压力较小，进一步考虑基数因素，一季度将会是全年的低点，二季度将重新上行并可能是全年的高点，三季度重新下行，四季度小幅走高。

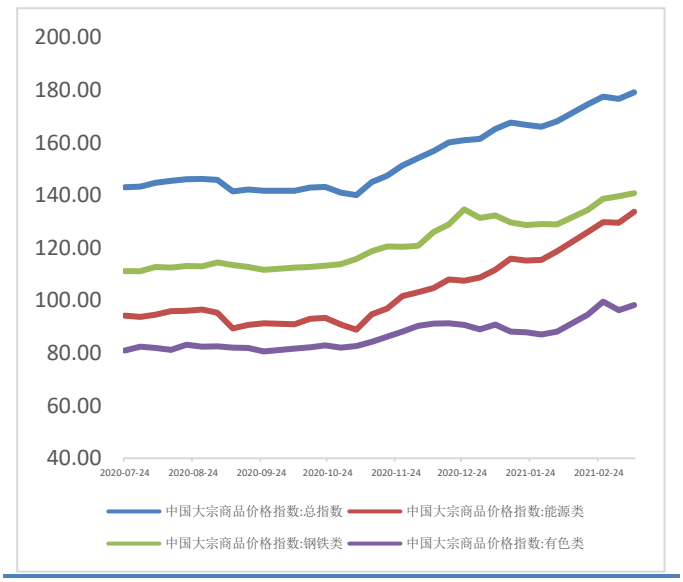
3）全球经济加快复苏，PPI 料将延续回升。受宏观因素扰动，本周大宗商品价格走势出现分化，主要工业品价格涨势放缓。往后看，随着疫苗接种范围的扩大以及新增确诊病例的减少，全球经济加快复苏，同时，主要经济体维持宽松的货币环境，财政刺激不断加码，需求预期向好，铜铝等金属价格持续大涨，而 OPEC+有效履行减产协议，原油供给端压力大减，原油价格强势回升。因此，在全球经济共振复苏以及通胀预期不断升温的刺激下，工业品价格有望继续走高，PPI 仍处于向上的修复通道中。进一步考虑基数的因素，PPI 的高点可能出现在 5-6 月份。

图表 8：主要食品价格走势



数据来源：Wind

图表 9：大宗商品价格指数



数据来源：Wind

股指期货·周度报告 2021 年 3 月 21 日 星期日

两市量能疲软，A 股仍处于震荡整固期间

国贸期货
宏观金融研究中心

郑建鑫
联系方式：0592-5160416
投资咨询号：Z0013223
从业资格号：F3014717

摘要

本周股指震荡调整，两市成交量继续缩减。国外方面，美联储 3 月会议重申维持利率和购债规模不变，直至实现充分就业和 2%的通胀目标，货币政策声明释放鸽派信号。但是，美联储没有对收益率上升有任何不适的表态，市场所期待的扭曲操作也没有被提及，并宣布银行补充杠杆率（SLR）豁免措施于 3 月 31 日到期后将不再延长期限，引发美债收益率短线上涨，10 年期美债收益率一度飙升至 1.75%以上。国内方面，中国 1-2 月投资、消费和工业增速显著偏高，但剔除基数影响，整体保持平稳，经济稳定复苏的基础不变。本周股指震荡调整，截止周五，沪深 300 跌 2.71%，上证 50 跌 3.32%，中证 500 跌 0.25%。

从当前 A 股的基本面来看，经济基本面和政策背景依旧偏好。一方面，2 月经济数据剔除基数效应后，显示国内经济平稳复苏的基础不变，尤其进出口依然有超预期的贡献。2 月新增贷款和社融规模超预期，也反映出实体融资依然旺盛，国内经济增长保有后劲。另一方面，两会延续政策上保持连续性、稳定性的基调，货币政策的拐点比市场预期来得更缓慢。不过，当前市场对美债收益率的走势格外关注，担忧美债收益率的持续上涨、中美利差的缩小会对 A 股走势产生压制。对此我们认为，美债收益率的上涨短期内或将继续对 A 股形成扰动，但影响较为有限。一方面，美联储在 3 月政策会议上的表述偏鸽派，重申了未来几年把目标利率维持在近零水平的承诺，政策维持宽松的基调尚未改变；另一方面，当前中美利差尚且处于 150bp 左右的较高水平，中国的无风险收益率依然对外资有较高的吸引力，北向资金连续 8 日净流入亦是对此的验证。

虽然国内经济基本面对 A 股保有支撑的基础不变，经济稳健复苏，政策收紧的步伐比预期中的来得缓慢。但是，由于国内部分“抱团股”估值仍偏高，面临价格的均值回归的过程，依旧存在拖累 A 股整体下行的风险。市场对“杀估值”行情存有余悸，也压制了部分风险偏好。近期两市成交量维持在低位，表明 A 股整体依旧上涨乏力。因此短期来看，我们认为股指仍要经历震荡整固的过程。但中长期来看，我们依旧对 A 股的走势采取乐观的看法。

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序

国贸投研

期市有风险，入市需谨慎

一、市场概述

1. 行情回顾。国外方面，美联储 3 月会议重申维持利率和购债规模不变，直至实现充分就业和 2%的通胀目标，货币政策声明释放鸽派信号。但是，美联储没有对收益率上升有任何不适的表态，市场所期待的扭曲操作也没有被提及，并宣布银行补充杠杆率（SLR）豁免措施于 3 月 31 日到期后将不再延长期限，引发美债收益率短线上涨，10 年期美债收益率一度飙升至 1.75%以上。国内方面，中国 1-2 月投资、消费和工业增速显著偏高，但剔除基数影响，整体保持平稳，经济稳定复苏的基础不变。本周股指震荡调整，截止周五，沪深 300 跌 2.71%，上证 50 跌 3.32%，中证 500 跌 0.25%。

申万一级行业指数涨跌互现。表现前五的行业分别为轻工制造（2.94%）、国防军工（2.89%）、纺织服装（2.67%）、商业贸易（2.16%）、公用事业（0.91%）。而非银金融（-4.08%）、电子（-3.29%）、电气设备（-3.21%）、有色金属（-2.48%）、银行（-2.32%）领跌。

图 1：沪深 300 日 K 线



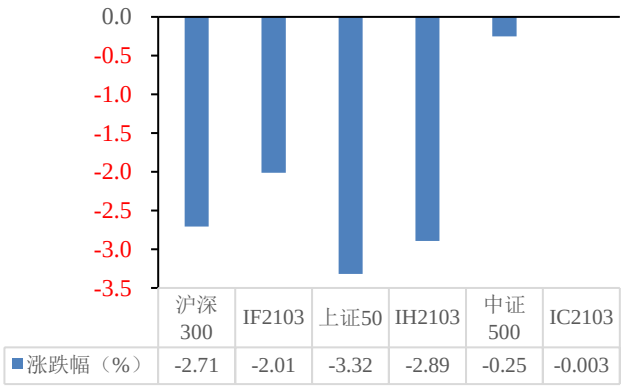
图 2：上证 50 日 K 线



图 3：中证 500 日 K 线

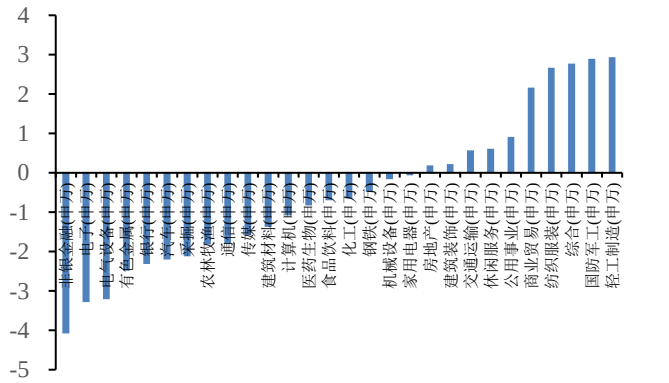


图 4：指数与期货的周涨跌幅（%）



	沪深300	IF2103	上证50	IH2103	中证500	IC2103
涨跌幅（%）	-2.71	-2.01	-3.32	-2.89	-0.25	-0.003

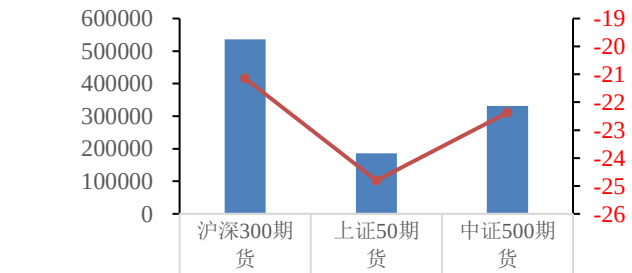
图 5：行业周涨跌幅（%）



数据来源：国贸期货研究院&Wind

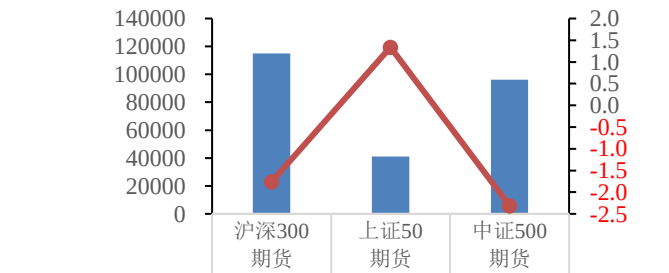
2. 周成交量与周持仓量。本周股指期货成交量大幅缩减，IF 合约总成交量为 536056 手，较上周减少 21.15%；IH 合约总成交量为 186438 手，较上周减少 24.80%；IC 合约总成交量为 331100 手，较上周减少 22.38%。**持仓量方面，**IF 合约总持仓量为 115031 手，较上周减少 1.76%；IH 合约总持仓量为 41173 手，较上周增加 1.34%；IC 合约总持仓量为 96094 手，较上周减少 2.31%。

图 6：股指期货成交量与成交量变动



	沪深300期货	上证50期货	中证500期货
成交量	536056	186438	331100
变动（%）	-21.15	-24.80	-22.38

图 7：股指期货持仓量与持仓量变动



	沪深300期货	上证50期货	中证500期货
持仓量	115031	41173	96094
变动（%）	-1.76	1.34	-2.31

数据来源：国贸期货研究院&Wind

3. 价差走势

1）基差方面，本周三大期指主力合约切换。周初 IH、IF 基差继续走扩，临近周五到期有所收敛，而 IC 基差持续缩减。**本周二、周三 IF 贴水幅度大幅提高，分别贴水现货指数 26、27 个点，年化贴水率达 94%，存在较好的反套机会，即多 300ETF 空 IF2103，直至周五平仓止盈。**

图 8：IF 各合约升贴水率（%）

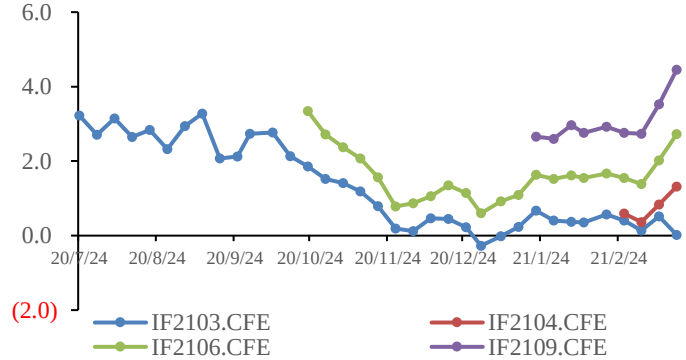


图 9：IF2103 升贴水（指数点）

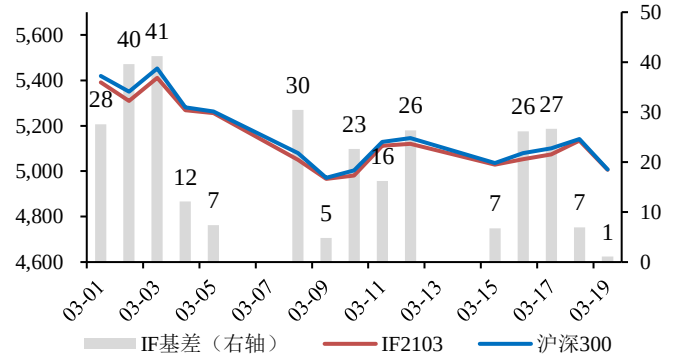


图 10：IH 各合约升贴水率（%）

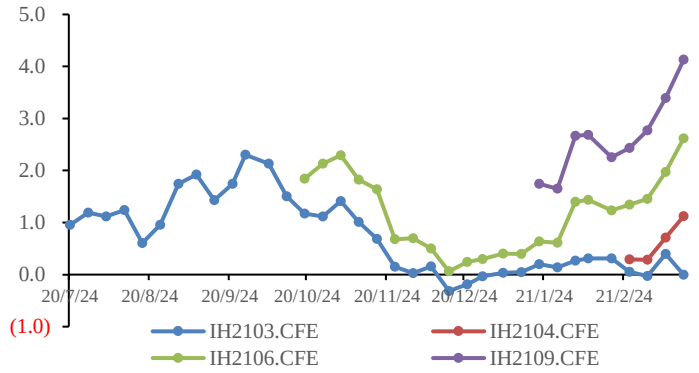


图 11：IH2103 升贴水（指数点）

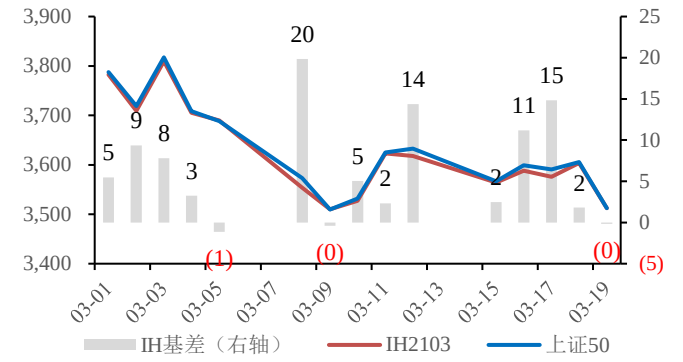


图 12：IC 各合约升贴水率（%）

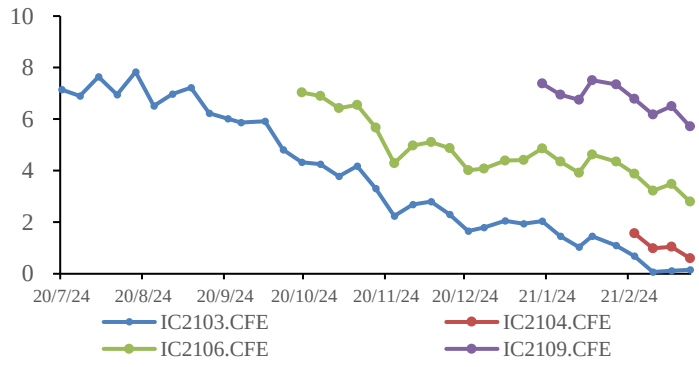
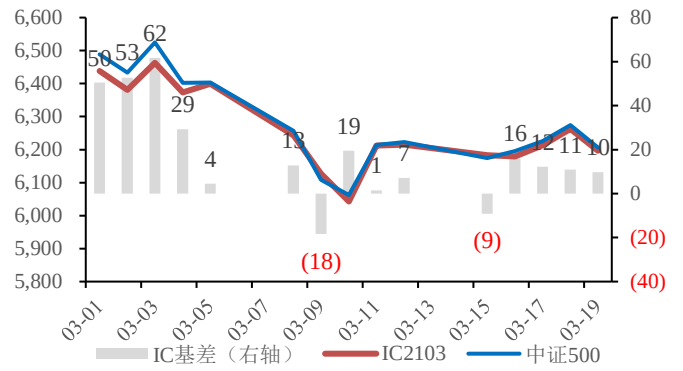


图 13：IC2103 升贴水（指数点）



数据来源：国贸期货研究院&Wind

2）跨期价差方面。本周 IF2103、IH2103、IC2103 面临到期，IF、IH 近远月合约价差大幅走扩，而 IC 近远月合约大幅缩小。

图 14：IF 各合约周度价差（指数点）

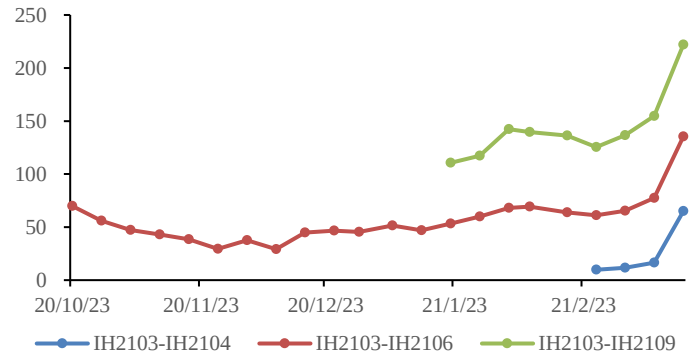


图 15：IF2103-IF2104（指数点）

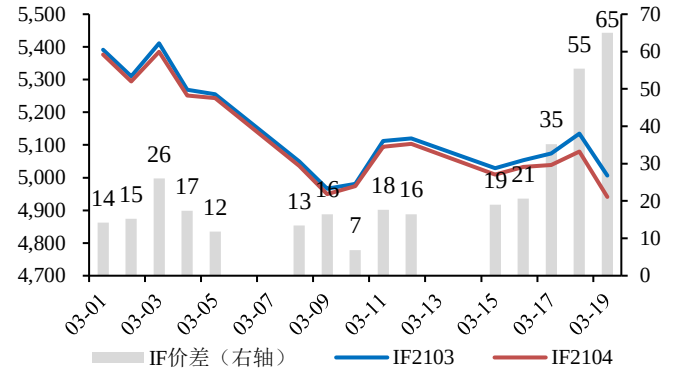


图 16：IH 各合约周度价差（指数点）

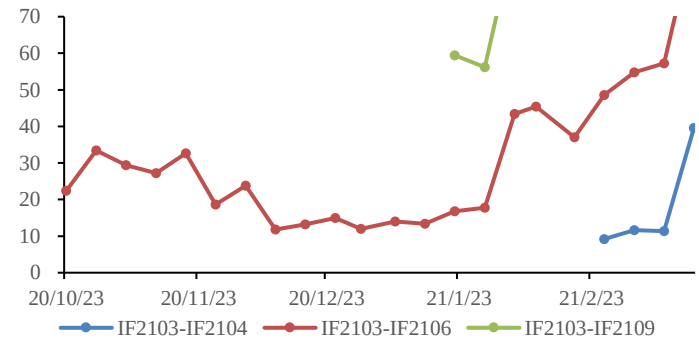


图 17：IH2103-IH2104（指数点）

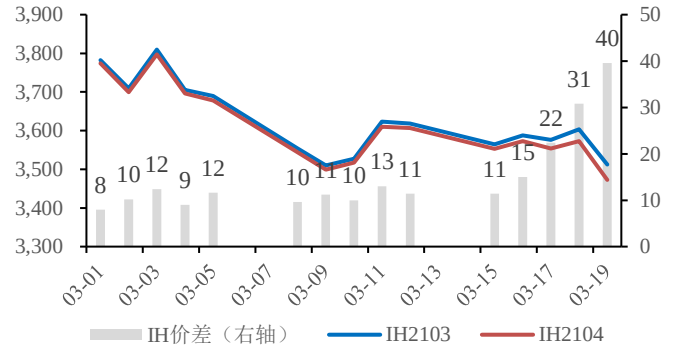


图 18：IC 各合约周度价差（指数点）

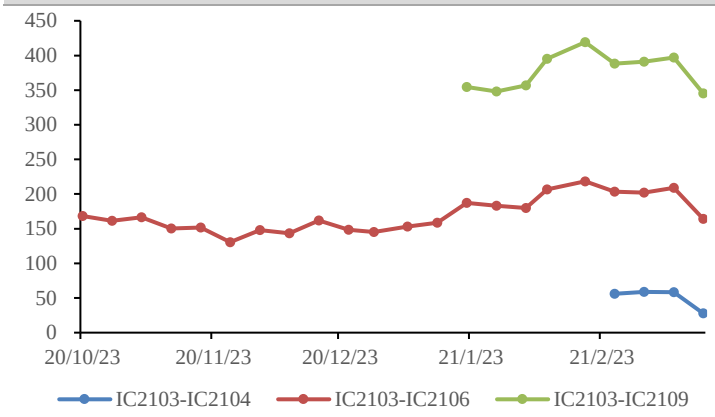
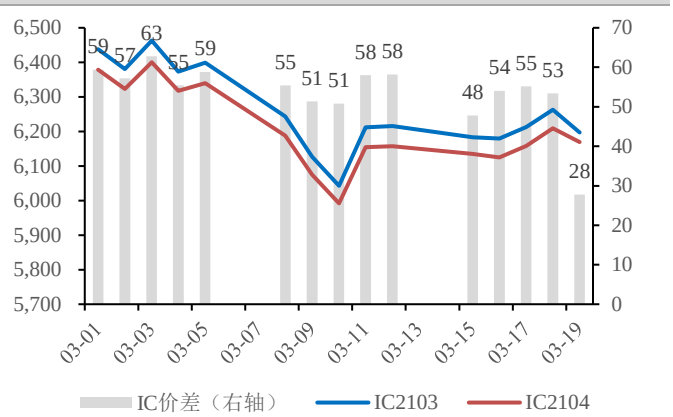


图 19：IC2103-IC2104（指数点）



数据来源：国贸期货研究院&Wind

3）跨品种价差方面。本周机构抱团股继续调整，IC 表现整体好于 IF 和 IH。截至周五收盘，IC2013/IF2013 和 IC2013/IH2013 分别较上周扩大 1.97%、2.71%。

二、资金面与流动性

（1）央行等量续作 MLF。3 月 15 日，央行开展 1000 亿中期借贷便利（MLF）操作，中标利率持平于 2.95%。此外，本周央行共开展 500 亿逆回购操作，当周实现零回笼、零投放。货币市场利率小幅上行，7 天回购利率上升 10BP 报 2.20%，7 天 shibor 上行 6BP 报 2.1990%。

3 月以来，央行连续 14 个交易日进行 100 亿元的地量逆回购操作，每月一次的 MLF 投放也是完全等量对冲，可见央行当前公开市场操作之平稳，通过“小额高频”的逆回购操作引导市场预期，维持银行间资金面的稳定。今年政府工作报告维持政策“不急转弯”的主基调，再次强调政策的连续性、稳定性和可持续性。我们认为，当前国内经济恢复基础尚不牢固，货币政策尚不具备全面收紧的条件，央行公开市场“精准操作”风格料将延续，资金面将维持紧平衡状态。

（4）美联储举行 3 月议息会议。本周美联储最新议息会议结果，维持接近 0 利率，2023 年之前都不会加息，继续实施资产购买计划，大幅上调对美国经济增长预期，在充分就业和价格稳定目标“取得实质性的进一步进展”前，政策将继续保持宽松。鲍威尔称，美联储需要看到实际通胀上行才会收紧政策。市场预期 2023 年之前不会进入实质性加息周期。

此外，美联储没有对收益率上升有任何不适的表态，市场所期待的扭曲操作也没有被提及，并宣布银行补充杠杆率（SLR）豁免措施于 3 月 31 日到期后将不再延长期限，引发美债收益率短线上涨，10 年期美债收益率一度飙升至 1.75%以上。**不过我们认为，美债收益率的短期上涨虽对 A 股流动性有所扰动，但影响较为有限。**一方面，美联储在 3 月政策会议上的表述偏鸽派，重申了未来几年把目标利率维持在近零水平的承诺，政策维持宽松的基调尚未改变；另一方面，当前中美利差尚且处于 150bp 左右的较高水平，中国的无风险收益率依然对外资有较高的吸引力。本周沪深港通北上资金大幅净流入，截止周五，沪股通资金当周累计净流入 30.74 亿元，深股通资金累计净流入 96.66 亿元。北向资金的连续流入亦是对 A 股无风险收益吸引力的印证。

图表 20 2020 年以来美联储会议核心要点对比

时间	表态	购债计划	利率
2020 年 1 月	全球经济增长正在企稳，贸易政策的不确定性在减少。将密切关注新冠疫情的进展情况。	2019 年 10 月开始，美联储每月购买 600 亿美元国债，并至少持续至 4 月。上半年将放缓购债速度，以减少美联储资产规模增加。	维持利率在 1.5%-1.75%不变
2020 年 3 月（紧急会议）	病毒带来了新的风险，并在美国有流行的迹象，而疫情持续的实践当前还不能确定。一次降息依然不足以解决疫情导致的供应链问题。	-	降息 50 个几点至 1.25%
2020 年 3 月	资产购买没有每周或每月限制，让市场尽快恢复正常运行，保证流动性。	未来几个月内将国债持有量增加至少 5000 亿美元，MBS 至少增加 2000 亿美元。	降息 100 个基点至 0-0.25%
2020 年 4 月	疫情冲击短期经济活动，对中期经济前景或构成较大风险。维持低利率正常不变，直至经济恢复正轨。	删除了特定资产购买（5000 亿美元国债和 2000 亿美元 MBS）的表述，将按照支撑市场平稳运行的需要来实现购债。	维持 0-0.25%
2020 年 6 月	使用各种各样工具来支持美国经济，从而促进其充分就业和物价稳定的目标	在接下来的数月，将至少以当前速度购债；公开市场操作部门将继续开展大规模的隔夜和定期回购协议操作。	维持 0-0.25%
2020 年 7 月	将使用所有工具支撑经济，直到美联储确信经济已经度过了最近的危机，并走上实现最大就业额价格稳定目标的轨道。	延长央行回购和掉期额度至明年 3 月 31 日，维持当前购债速度增加资产购买	维持 0-0.25%
2020 年 9 月	经济复苏的进程明显快于普遍预期，但每周仍有数千人死于疫情，失业率高企，未来仍高度不确定性。	维持至少按目前的步伐，即每月将购买 800 亿美元美国国债，400 亿美元 MBS。	维持 0-0.25%
2020 年 11 月	当前需求疲软，以及早些时候油价下跌抑制了消费者价格通胀，重申将使用所有工具支撑美国经济。	未来几个月将“至少以目前速度”增持资产（每月最低 1200 亿美元）	维持 0-0.25%
2020 年 12 月	未来几个月经济面临的挑战将增加，预计短期内疲软的通胀模式将继续下去。	当前债券购买速度（每月最低 1200 亿美元）是合适的	维持 0-0.25%
2021 年 1 月	当前的经济情况与长期目标相距甚远，在实现目标之前，需要保持宽松政策，不会为了抵制通胀而开始加息，而是会等待实际的价格压力出现后再收紧政策。	维持每月最低 1200 亿美元的资产购买量	维持 0-0.25%
2021 年 3 月	大幅上调对美国经济增长预期，在充分就业和价格稳定目标“取得实质性的进一步进展”前，政策将继续保持宽松，需要看到实际通胀上行才会收紧政策。	维持每月最低 1200 亿美元的资产购买量	维持 0-0.25%

资料来源：国贸期货研究院&Wind

图 21：质押式回购利率（%）

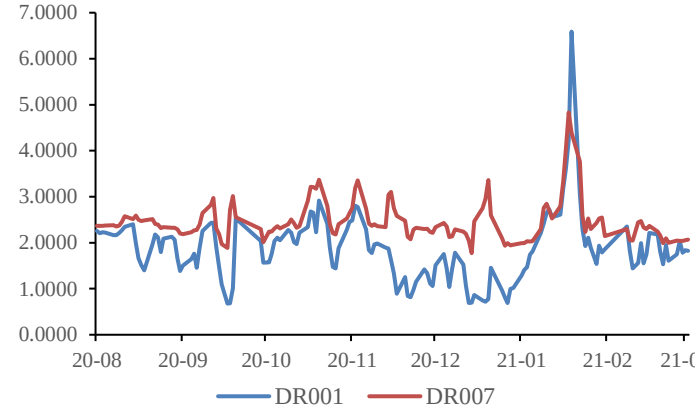


图 22：中美利差有所缩小

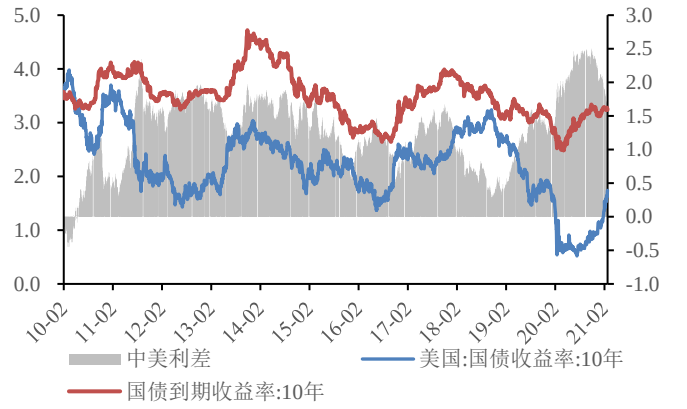


图 23：社融规模同比与 M2 同比走势

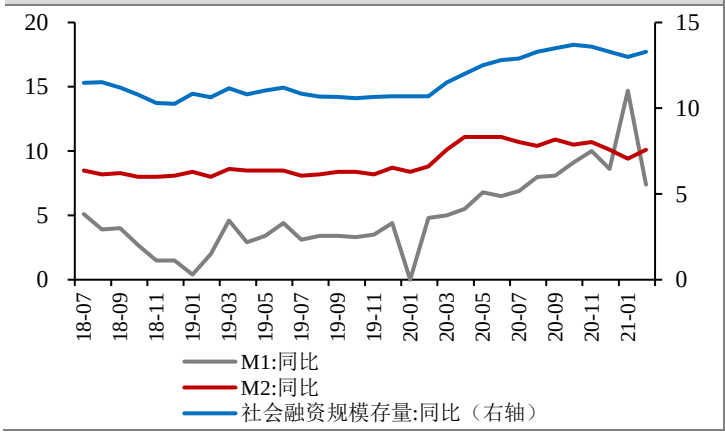
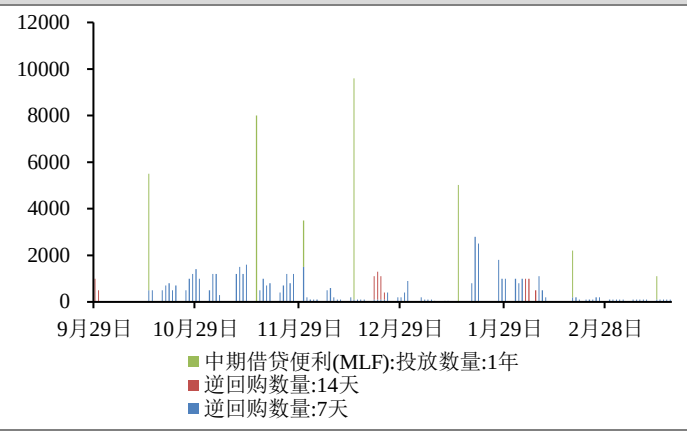


图 24：央行的公开市场操作（亿元）



数据来源：国贸期货研究院&Wind

三、基本面分析

1．基本面分析

（1）2 月主要机构及指标走势平稳，国内经济增长保有后劲。中国 1-2 月固定资产投资同比增长 35%，而去年同期为下降 24.5%，比 2019 年 1-2 月份增长 3.5%，两年平均增长 1.7%。其中，房地产投资同比增长 38.3%，基建投资同比增长 36.6%，制造业投资同比增长 37.3%，而去年同期分别下降 16.3%、30.3%和 31.5%。1-2 月规模以上工业增加值同比增长 35.1%，上年同期同比下降 13.5%，比 2019 年 1-2 月份增长 16.9%，两年平均增长 8.1%，为近年来较高水平。1-2 月社会消费品零售总额同比增长 33.8%，去年同期下降 20.5%，比 2019 年 1-2 月份增长 6.4%，两年平均增长 3.2%。

受低基数效应的影响，今年 1-2 月份固定资产投资、工业增加值和社会消费品零售增速显著偏高，但与 2019 年同期相比，投资和消费增长还是相对缓慢。整体来看，扣除基数影响，主要经济指标走势平稳，宏观经济运行在合理区间，GDP 增速全年或将呈现前高后低的走势。

（2）海外疫情再现反复，海外供需缺口犹存。全球日新增病例数近期震荡走高，其中印度、巴西、意大利、德国等均呈现反弹态势。因新冠新增确诊人数持续回升，法国政府宣布将从周六开始实行新的封锁措施；欧洲药监局发布评估结果称阿斯利康疫苗安全有效，德法意将于周五开始恢复接种。

经济数据方面，随着疫情防控态势向好及财政刺激法案顺利推进，美国 3 月消费者预期指数进一步回升至 77.5，欧元区 3 月 ZEW 经济景气指数也回升至 74.0，在需求前景改善的情况下，海外供给恢复的程度仍显不足，美国 2 月份工业产能利用率较 1 月份回落 1.7 个百分点至 73.76%，海外供需缺口的存在将继续对中国出口形成支撑。

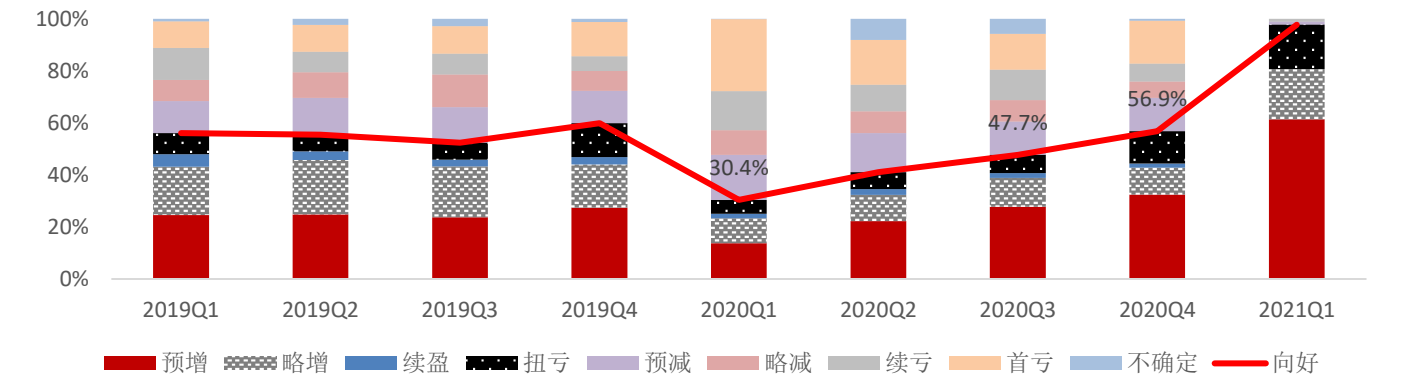
货币政策表述方面，尽管在本周议息会议中，美联储上调了未来两年的经济前瞻及通胀预期，但是对于宽松货币环境的呵护并未改变，不仅购债行为如期延续，而且强调当前通胀抬升不会加速美联储潜在的货币正常化进程；欧央行继续暗示不会放任利率持续大幅上升。但新兴市场央行普遍偏鹰，巴西中央银行将基准利率上调 75 个基点，土耳其央行将关键利率上调 200 个基点至 19%，俄罗斯央行将基准利率上调至 4.50%挪威央行暗示今年下半年可能加息。

2．盈利情况分析

截至 3 月 19 日，有 75 家公司公布了一季业绩预告。业绩预告类型显示，预增公司 59 家、预盈 14 家；业绩预降公司有 1 家。业绩预喜公司中，以预计净利润增幅中值统计，共有 49 家公司净利润增幅超 100%；净利润增幅在 50%~100%之间的有 9 家。

分行业看，一季度业绩增幅预计翻倍股主要集中在化工、电子、机械设备等行业。

图 25：全部 A 股财报预告情况



数据来源：国贸期货研究院&Wind

3．估值分析

截至 3 月 12 日，沪深 300、上证 50、中证 500PE-TTM 分别为 15.44 倍、13.47 倍、26.56 倍，处于近 10 年以来的 93.35%、96.28%、24.27%的分位数水平。

图 26：三大指数 PE（倍）

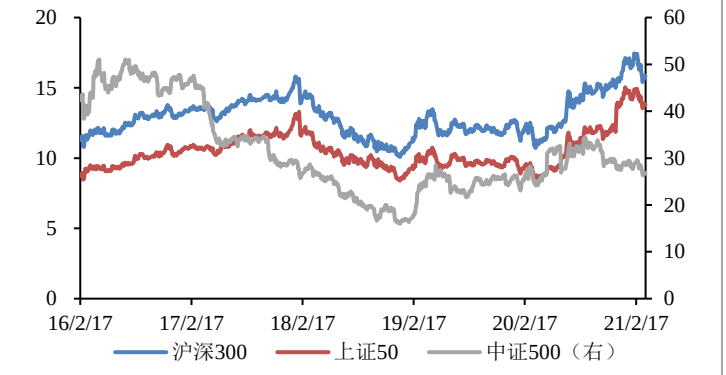


图 27：沪深 300PE（倍）

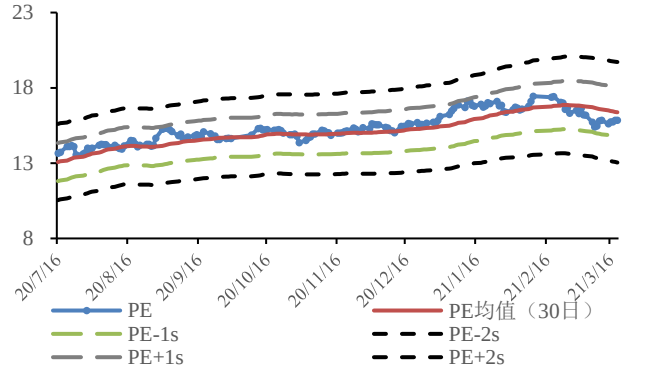


图 28：上证 50PE（倍）

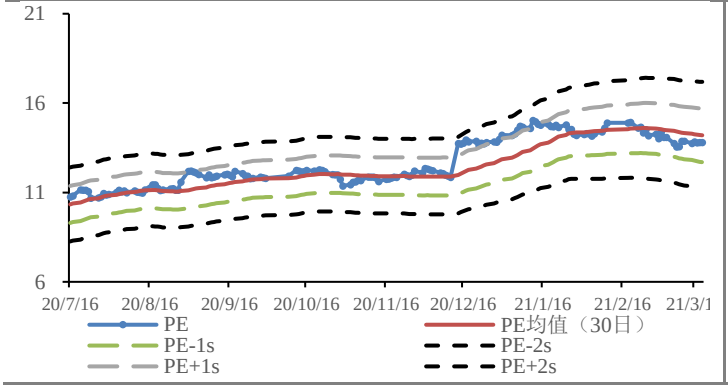
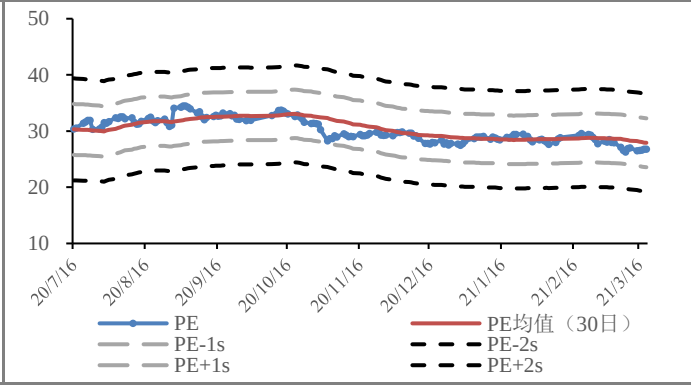


图 29：中证 500PE（倍）



数据来源：国贸期货研究院&Wind

四、两市量能疲软，股指仍处于震荡整固期间

本周股指震荡调整，两市成交量继续缩减。国外方面，美联储 3 月会议重申维持利率和购债规模不变，直至实现充分就业和 2%的通胀目标，货币政策声明释放鸽派信号。但是，美联储没有对收益率上升有任何不适的表态，市场所期待的扭曲操作也没有被提及，并宣布银行补充杠杆率（SLR）豁免措施于 3 月 31 日到期后将不再延长期限，引发美债收益率短线上涨，10 年期美债收益率一度飙升至 1.75%以上。国内方面，中国 1-2 月投资、消费和工业增速显著偏高，但剔除基数影响，整体保持平稳，经济稳定复苏的基础不变。本周股指震荡调整，截止周五，沪深 300 跌 2.71%，上证 50 跌 3.32%，中证 500 跌 0.25%。

从当前 A 股的基本面来看，经济基本面和政策背景依旧偏好，一方面，2 月经济数据剔除基数效应后，显示国内经济平稳复苏的基础不变，尤其进出口依然有超预期的贡献。2 月新增贷款和社融规模超预期，也反映出实体融资依然旺盛，国内经济增长保有后劲。另一方面，两会延续政策上保持连续性、稳定性的基调，货币政策的拐点比市场预期来得更缓慢。不过，当前市场对美债收益率的走势格外关注，担忧美债收益率的持续上涨、中美利差的缩小会对 A 股走势产生压制。对此我们认为，美债收益率的上涨短期内或将继续对 A 股形成扰动，但影响较为有限。一方面，美联储在 3 月政策会议上的表述偏鸽派，重申了未来几年把目标利率维持在近零水平的承诺，政策维持宽松的基调尚未改变；另一方面，当前中美利差尚且处于 150bp 左右的较高水平，中国的无风险收益率依然对外资有较高的吸引力，北向资金连续 8 日净流入亦是对此的验证。

虽然国内经济基本面对 A 股保有支撑的基础不变，但是，由于国内部分“抱团股”估值仍偏高，面临价格的均值回归的过程，依旧存在拖累 A 股整体下行的风险。市场对“杀估值”行情存有余悸，也压制了部分风险偏好。近期两市成交量维持在低位，表明 A 股整体依旧上涨乏力。因此短期来看，我们认为股指仍要经历震荡整固的过程。但中长期来看，我们依旧对 A 股的走势采取乐观的看法。

中美利差“安全垫”下，债期受益于风险资产回调走高

国贸期货
宏观金融研究中心

樊梦真
联系方式：021-51969270
投资咨询号：Z0014706
从业资格号：F3035483

摘要

本周债期单边缓慢上行，十年期主力合约周涨幅 0.18%，仍在区间 96.8~97.2 内波动。资金面方面，央行延续地量续作，多日维持零净投放的格局，资金价格稳中偏松，三月的资金缺口不大或是央行保持按兵不动的主因，对市场影响有限。推动周五债期走高的关键有二，一是美联储会议之后并未改变美债收益率的走势，反而由于提高了隔夜逆回购工具（ONRRP）的上限引发了市场对于 SLR 监管指标不会豁免的猜测。周四晚间美债十年期收益率最高触及 1.754%，叠加民主党讨论征加交易税，当日美股大幅收跌，纳指超跌 3%。原油受风险偏好和自身基本面供给扰动，美、布两油一度超跌 9%。隔夜外盘股、商重挫带动国内债期高开高走，国内股票和商品也大幅收跌。二是周五盘中中美高层在阿拉斯加的安克雷奇举行拜登上台以来的首次高层对话，双方开局强硬，引市场担忧。具体谈判内容还需静待官方消息。

美债势头迅猛，或进一步走高。2019 年下半年以来，中美利差从较为合意的 80BP 左右一路攀升 250BP，20 年 11 月中下旬后开始回落，目前，中美利差维持在 150BP 左右。在美联储 21 年维持宽松不变的大背景下，央行不会进行过快的实质性转向，仅需要考虑利差变动来的影响，150BP 左右处于历史分位数高位，因此美债的收益率优势并不突出，资金流出中国债市的概率不大，短期无须过度担忧美债的影响。相反的，若由于美债收益率和美元指数的上行，风险资产继续走低，反而支持债期企稳回暖。3 月资金面延续宽松，叠加信用债大量到期，利率债的配置价值有望凸显。在供给压力尚未体现的当下，可积极把握 3 月的时间窗口，适度参与反弹。

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序

国贸投研

期市有风险，入市需谨慎

行情回顾



代码	名称	收盘价	周涨跌幅	周成交量	周成交量变化	周持仓量	周持仓量变化
T2106.CFE	T2106	97.065	0.18%	283287	-54522	119041	-251
T2109.CFE	T2109	96.785	0.16%	5209	-1423	5207	552
TF2106.CFE	TF2106	99.365	0.13%	101649	-14335	55824	-2365
TF2109.CFE	TF2109	99.060	0.12%	1431	-94	775	225
TS2106.CFE	TS2106	100.100	0.11%	37235	-11519	18926	659
TS2109.CFE	TS2109	99.845	0.08%	1070	-282	1366	282

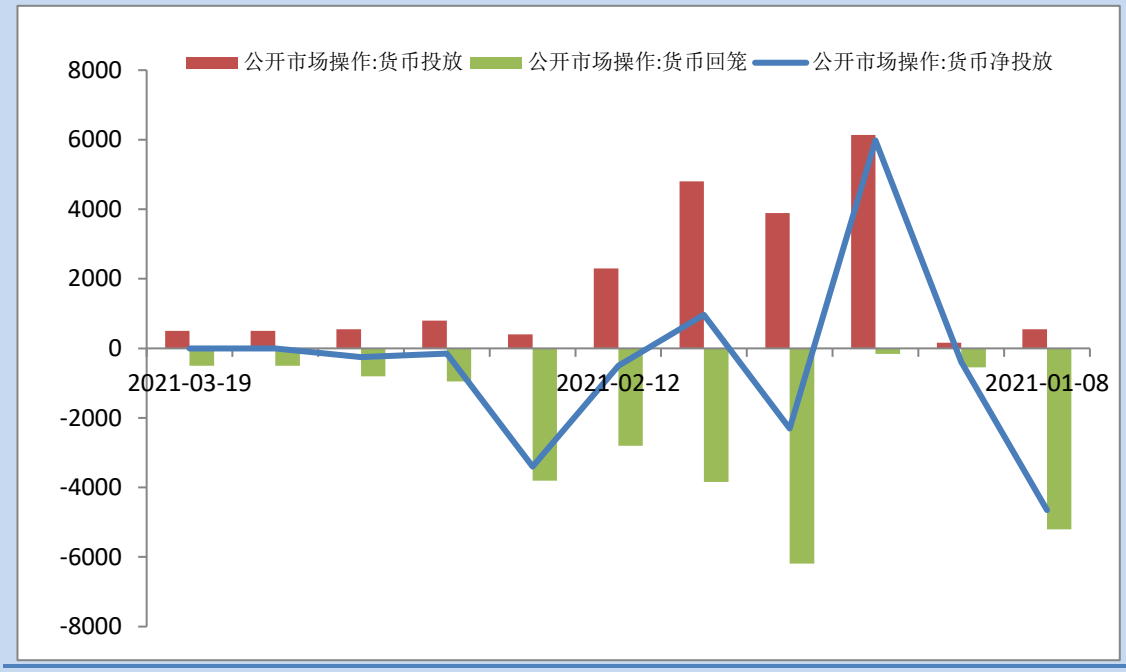
总结	行情解析：本周债期单边缓慢上行，十年期主力合约周涨幅 0.18%，仍在区间 96.8~97.2 内波动。资金面方面，央行延续地量续作，多日维持零净投放的格局，资金价格稳中偏松，三月的资金缺口不大或是央行保持按兵不动的主因，对市场影响有限。推动周五债期走高的关键有二，一是美联储会议之后并未改变美债收益率的走势，反而由于提高了隔夜逆回购工具（ONRRP）的上限引发了市场对于 SLR 监管指标不会豁免的猜测。周四晚间美债十年期收益率最高触及 1.754%，叠加民主党讨论征加交易税，当日美股大幅收跌，纳指超跌 3%。原油受风险偏好和自身基本面供给扰动，美、布两油一度超跌 9%。隔夜外盘股、商重挫带动国内债期高开高走，国内股票和商品也大幅收跌。二是周五盘中中美高层在阿拉斯加的安克雷奇举行拜登上台以来的首次高层对话，双方开局强硬，引市场担忧。具体谈判内容还需静待官方消息。

资金面

央行逆回购零回笼零投放

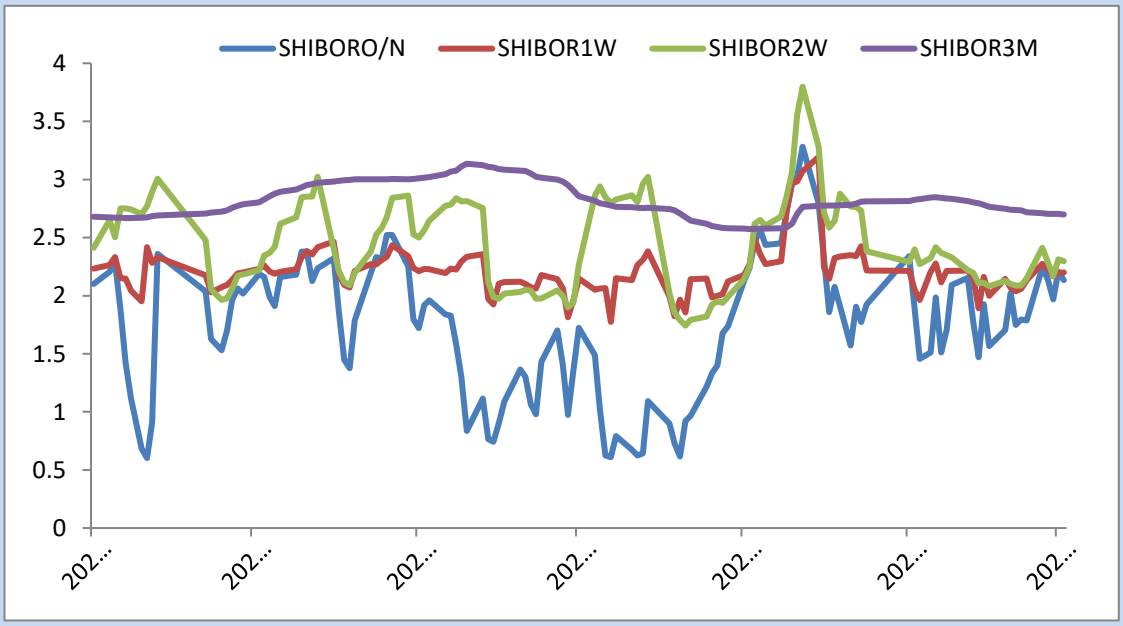
本周央行公开市场有 500 亿元逆回购和 1000 亿元 MLF 到期，本周央行累计进行了 500 亿元逆回购和 1000 亿元 MLF 操作，因此本周无资金投放也无回笼。

图表 1：公开市场操作



数据来源：Wind

图表 2：Shibor 利率



数据来源：Wind

Shibor 多数上行

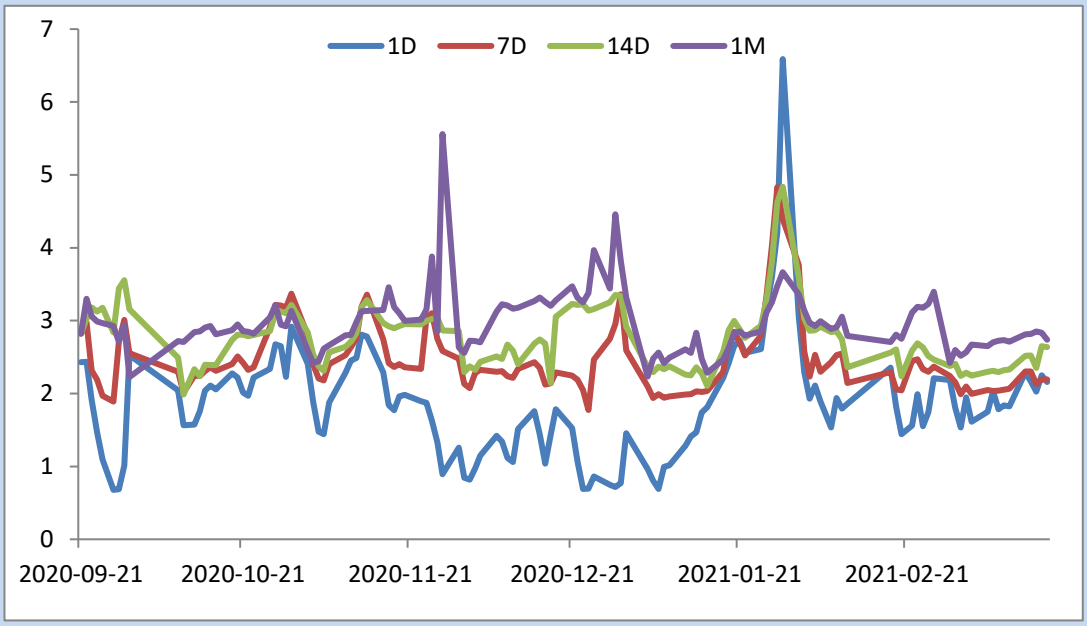
shibor 隔夜为 2.135%，较上周涨 34.8 个基点；shibor1 周为 2.199%，较上周涨 6.5 个基点；shibor2 周为 2.297%，较上周涨 14.6 个基点；shibor3 月为 2.698%，较上周跌 2.1 个基点。

图表 3：银行间质押式回购加权利率

银行间质押式回购小幅抬升

R001 加权平均利率为 2.1584%，较上周涨 33.37 个基点；R007 加权平均利率为 2.1914%，较上周涨 12.64 个基点；R0014 加权平均利率为 2.636%，较上周涨 30.8

个基点；R1M 加权平均利率为 2.7374%，较上周涨 2.85 个基点。



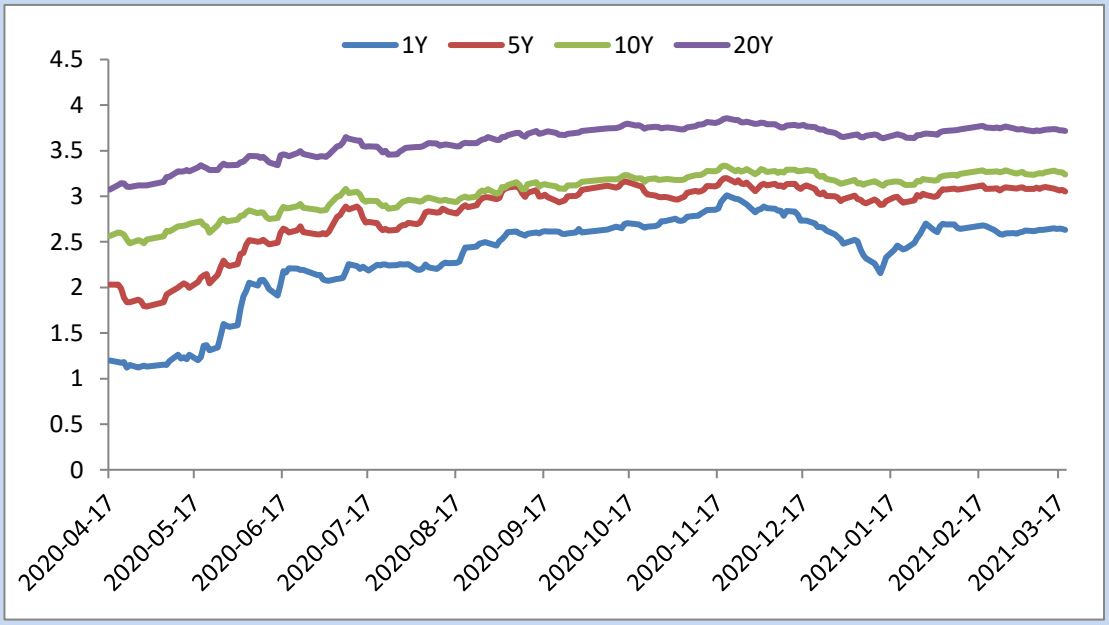
数据来源：Wind

现券分析

现券收益率小幅回落

一年期国债收益率为 2.6326%，较上周跌 0.17BP；五年期国债收益率为 3.0516%，较上周跌 4.91BP；十年期国债收益率为 3.2399%，较上周跌 2.22BP；二十年国债收益率为 3.7155%，较上周跌 1.57 BP。

图表 4：现券收益率

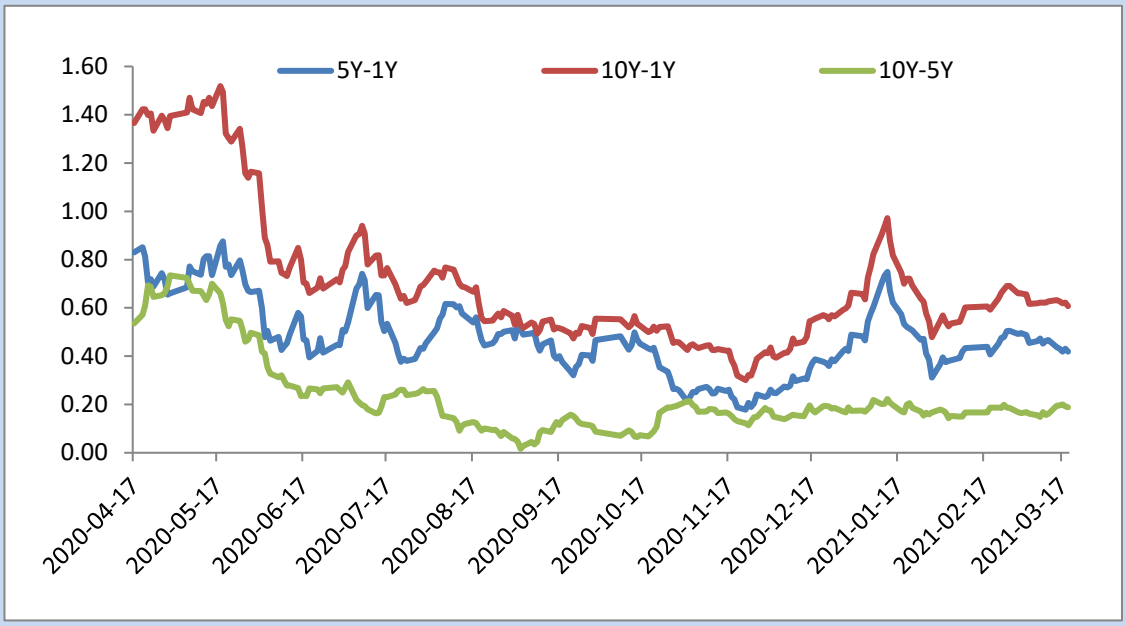


数据来源：Wind

图表 5：国债期限利差

期限利差小幅回落

中证 5Y-1Y 国债利差为 0.4303%，较上周跌 3.43BP；中证 10Y-1Y 国债利差为 0.6223%，较上周涨 0.11BP；中证 10Y-5Y 国债利差为 0.192%，较上周涨 3.54BP。

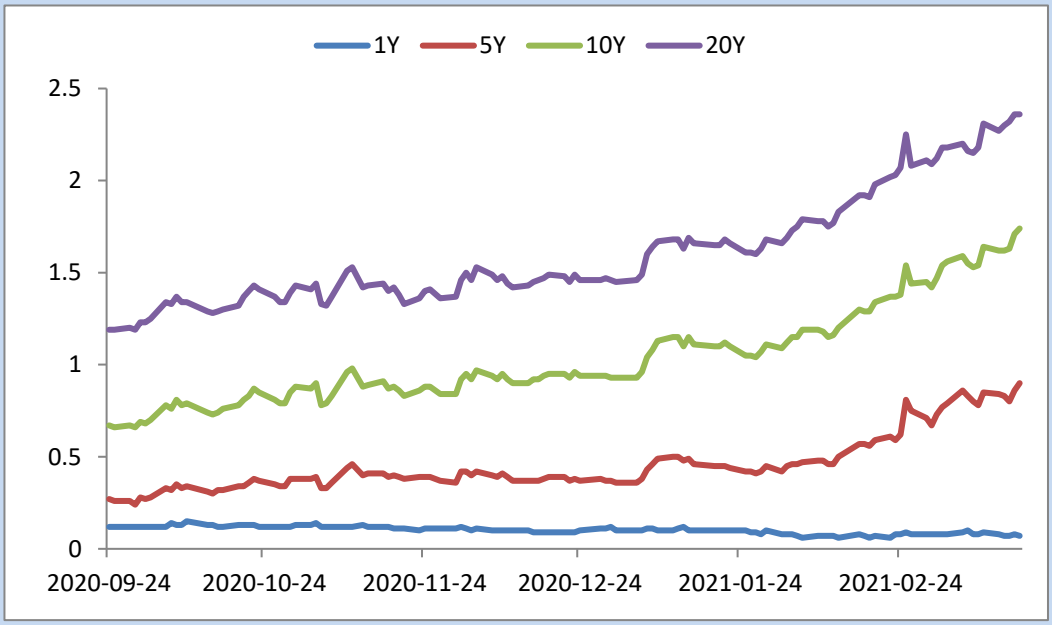


数据来源：Wind

图表 6：美债收益率

美债收益率长端加速上行

一年期美债收益率为 0.07%，较上周跌 1BP；五年美债收益率为 0.9%，较上周涨 1BP；十年期美债收益率为 1.74%，较上周涨 10BP；二十年美债收益率为 2.36%，较上周涨 5 BP。

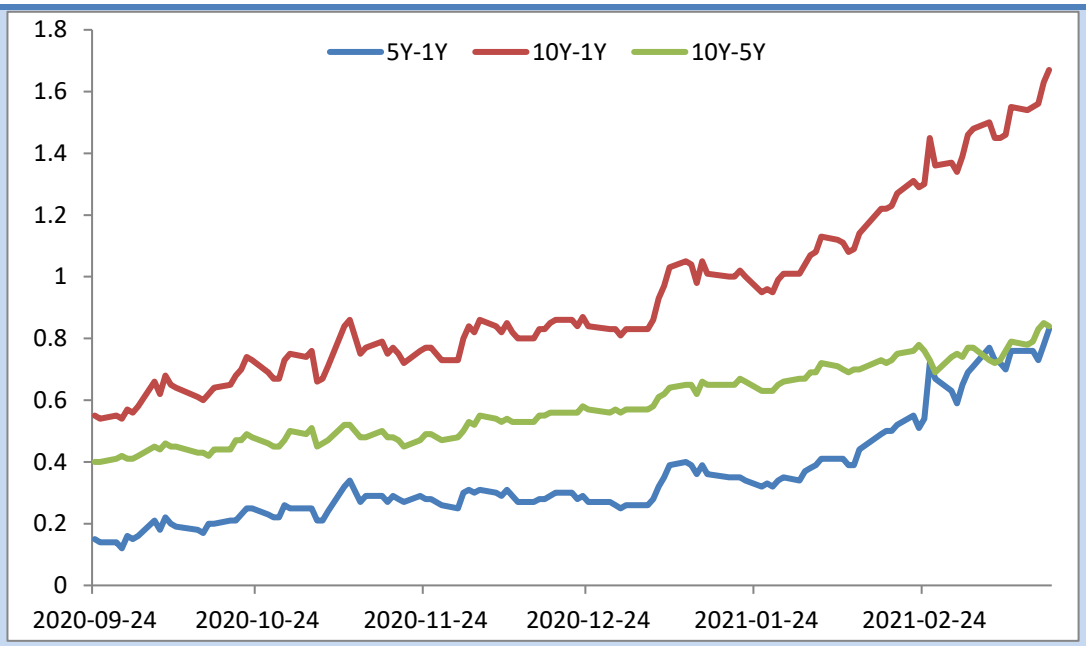


数据来源：Wind

图表 7：美债期限利差

美债利差大幅走扩

美债 5Y-1Y 利差为 0.83%，较上周涨 7BP；美债 10Y-1Y 利差为 1.67%，较上周涨 12BP；美债 10Y-5Y 利差为 0.84%，较上周涨 5BP。



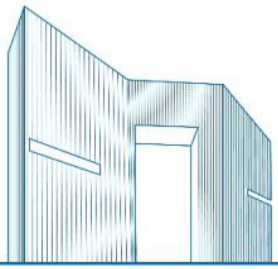
数据来源：Wind

下周展望

美债势头迅猛，或进一步走高。2019 年下半年以来，中美利差从较为合意的 80BP 左右一路攀升 250BP，20 年 11 月中下旬后开始回落，目前，中美利差维持在 150BP 左右。在美联储 21 年维持宽松不变的大背景下，央行不会进行过快的实质性转向，仅需要考虑利差变动来的影响，150BP 左右处于历史分位数高位，因此美债的收益率优势并不突出，资金流出中国债市的概率不大，短期无须过度担忧美债的影响。相反的，若由于美债收益率和美元指数的上行，风险资产继续走低，反而支持债期企稳回暖。3 月资金面延续宽松，叠加信用债大量到期，利率债的配置价值有望凸显。在供给压力尚未体现的当下，可积极把握 3 月的时间窗口，适度参与反弹。

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。



期市有风险　入市需谨慎

国贸投研小程序

专注期货，悦享资讯

7X24小时期货资讯，紧跟行情专业解读

国贸投研

长按二维码进入小程序