中财期货
ZHONGCAI FUTURES



宏观金融商品周报
INVESTMENT OUTLOOK

中财期货研究院

2021 年 2 月 28 日 总第九十五期

目录

宏观：春节效应下经济环比动能回落 2
国债：国债偏弱震荡 12
股指：继续关注抱团分歧 17
贵金属：继续做空性价比低 22

春节效应下经济环比动能回落

宏观周报

2021 年 2 月 28 日

■ 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。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、逆回购节后缩量，稳杠杆防风险诉求下今年货币及财政政策力度大概率低于 20 年；海外经济的共振修复也降低了国内政策加码的必要性。

海外来看，2 月美国经济修复依然好于欧洲，一方面欧元区疫情防控措施较美国更为严格，且疫苗接种进度美国远好于欧元区；另一方面美国推出的约 9000 亿美元的新一轮刺激方案，对于经济复苏有一定支撑作用。美国 1 月零售及通胀回升幅度也与此有关。根据联储官员最近表态，美联储政策有望在较长时间内保持宽松。众议院周末投票通过 1.9 万亿新一轮财政刺激计划，下周将由参议院审议，或使得美国经济面临上行风险。中期来看，疫苗接种推进及政策支持下，顺周期逻辑仍将继续。

■ 宏观驱动

海内外经济修复预期利好股指和商品；国内流动性边际放缓压制资产价格；疫苗接种及海外疫情回落利好风险资产；病毒变异等风险事件利空风险资产

■ 风险提示

经济恢复不及预期；政策收紧超预期；疫苗接种不及预期；通胀回升超预期；新兴市场债务风险

■ 近期关注

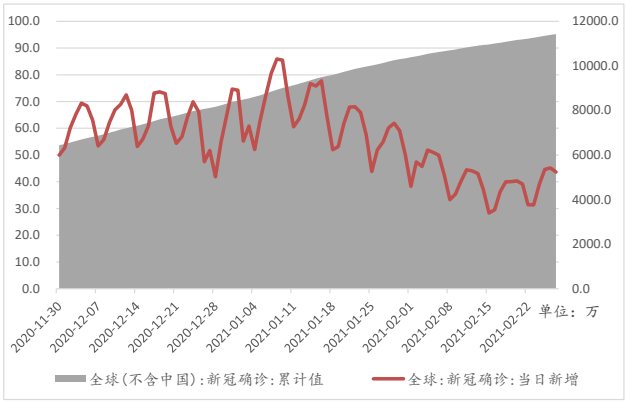
欧美 PMI 终值;美国非农、制造业订单；美国 1.9 万亿财政刺激法案进展；疫苗接种及海外疫情发展；新兴国家债务问题

一、疫情追踪

海外疫情更新：2 月 27 日海外累计确诊 11425.2 万，新增 43.6 万，略有回升；美国日度新增确诊病例维持在 7 万左右的低位、单日新增病例 6.6 万，没有进一步再回落；欧洲略有回升，部分欧洲国家疫情再度出现反复，如意大利与法国。新兴市场中，俄罗斯回落，但巴西、印度有所回升。全球累计接种超过 2.34 亿剂，美国已经接种 7045 万剂；以色列的接种比例已超 53.9%， 印度、土耳其和巴西的接种速度依然排名靠前；欧洲大陆进展依然缓慢，

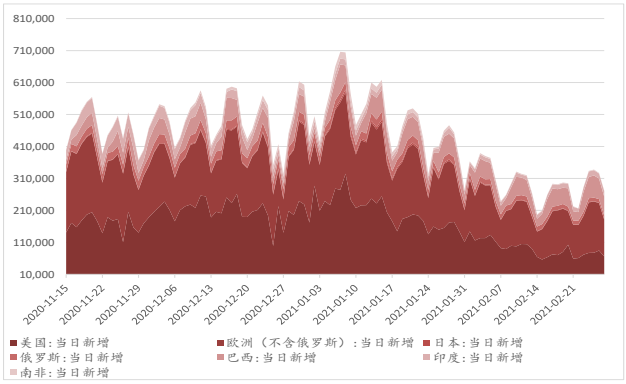
国内疫情更新：2 月 27 日新增确诊病例 6，均为境外输入病例，报告新增无症状感染者 6 例；近期国内疫情较为平稳。

图 1. 海外新增病例略有回升



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 2. 美国平稳、欧洲回升



数据来源：Wind，中财期货研究院

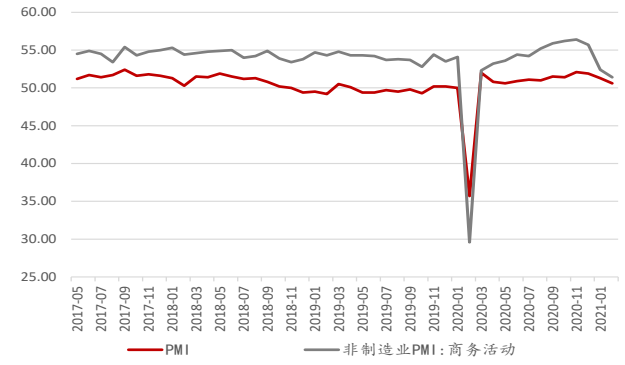
二、PMI 季节性回落但仍高于荣枯线

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，国内生产及需求回落一致。终端价格指数回升：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，企业终端产品价格上行；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。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。

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、娱乐等行业商务活动指数均位于扩张区间且高于上月，行业经营活动相对活跃；电

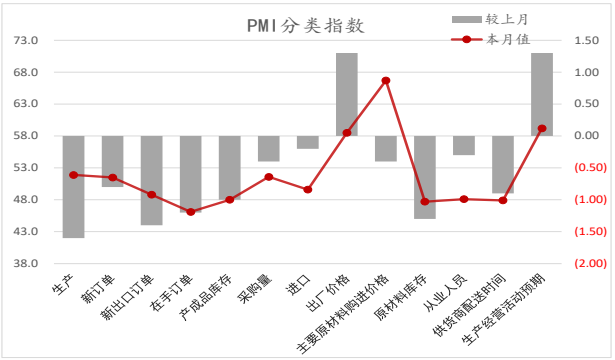
信广播电视卫星传输服务、货币金融服务等行业商务活动指数高于 58.0，业务量保持较快增长。同时，住宿、资本市场服务、租赁及商务服务等行业商务活动指数位于临界点以下。从市场预期看，服务业业务活动预期指数为 63.2%，高于上月 7.9 个百分点，企业对近期服务业市场发展前景较为乐观。

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

1 月房地产市场整体热度较高，各线城市商品住宅销售价格环比涨幅较上月有所扩大，新建住宅同比涨幅一二线城市回升、三线城市回落：一线城市新建和二手住宅销售价格同比分别上涨 4.2%和 9.6%，分别扩大 0.3 和 1.0 个百分点。二线城市新建和二手住宅销售价格同比分别上涨 4.1%和 2.5%，分别扩大 0.1 和 0.3 个百分点。三线城市新建住宅销售价格同比上涨 3.3%，回落 0.2 个百分点；二手住宅销售价格同比上涨 1.5%，扩大 0.1 个百分点。

2020 年国民经济和社会发展统计公报发布，我国国内生产总值比上年增长 2.3%，是全球唯一实现经济正增长的主要经济体。

2021 年中央一号文件即《中共中央国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》发布：把全面推进乡村振兴作为实现中华民族伟大复兴的重大任务，打好种业翻身仗，全面促进农村消费。文件表示，十三五时期，粮食年产量连续保持在 1.3 万亿斤以上。脱贫攻坚任务如未完成。十四五时期，最艰巨最繁重的任务依然在农村；构建新发展格局，需要扩大农村需求，畅通城乡经济循环。将巩固脱贫攻坚成果与乡村振兴有效衔接，保持现有主要帮扶政策稳定，加强农村低收入人口常态化帮扶。加快推进农业现代化，提升粮食和重要农产品供给保障能力，保护生猪基础产能，实施农产品进口多元化战略；打好种业翻身仗，加强制种基地和良种繁育体系建设；坚守 18 亿亩耕地红线，落实最严格的耕地保护制度，2021 年建设 1 亿亩高标准农田；强化农业科技和物质装备支撑；构建现代乡村产业体系，立足县域打造农业全产业链，到 2025 年创建 500 个左右农业现代化示范区；推进农业绿色发展，推广保护性耕作模式；推进现代农业经营体系建设。加快推进村庄规划工作，因地制宜，不搞大拆大建；加强乡村公共基础设施建设，继续把公共基础设施建设重点放到农村，加强农村交通、水电燃气、通信、气象监测等能力建设；实施农村人居环境整治提升五年行动；提升农村基本公共服务水平，强化农村基本公共服务供给县乡村统筹，逐步实现标准统一、制度并轨；全面促进农村消费；加快县域内城乡融合发展，壮大县域经济、承接适宜产业转移，推动农民工就地市民化；强化农业农村优先发展投入保障，一般公共预算优先保障、发挥财政引领作用、加大信贷等农村金融支持；

相关部门近期已下发相关通知，明确了今年中央财政直达资金范围，涵盖了基本养老金转移支付、县级

基本财力保障机制奖补资金等 28 项中央对地方转移支付资金。如果按照 2020 年中央对地方转移支付预算数据测算，前述直达资金规模约 2.7 万亿元。相比去年，今年直达资金规模增加约 1 万亿元，同比增长近六成。

国务院要求加快建立低碳经济体系，提升可再生能源利用比例，大力推动风电、光伏发电发展，因地制宜发展水能、地热能、海洋能、氢能、生物质能、光热发电。加快大容量储能技术研发推广；加强新能源汽车充换电、加氢等配套基础设施建设。预计碳中和长期将对各行业尤其是能源相关行业产生影响，建议持续关注。

中共中央、国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》。文件提出完善面向全球的运输网络，到 2035 年，基本建成便捷顺畅、经济高效、绿色集约、智能先进、安全可靠的现代化高质量国家综合立体交通网，实现国际国内互联互通、全国主要城市立体畅达、县级节点有效覆盖，有力支撑“全国 123 出行交通圈”和“全球 123 快货物流圈”。

农业农村部:实施新一轮农机购置补贴政策，加大粮食生产薄弱环节、丘陵山区和绿色智能农机等机具补贴力度，推进农机报废更新。推进农机作业社会化服务、农机维修与配件供应、农机技能培训等产业发展，做强做大农业机械化产业群和产业链。

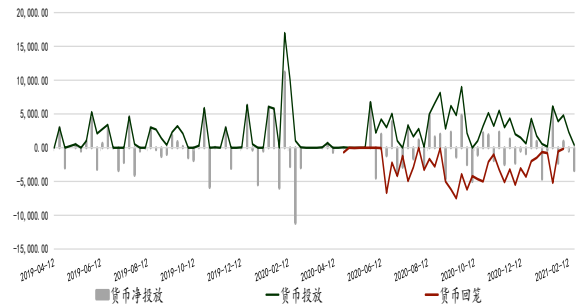
农业农村部：确保生猪产能恢复到常年水平.意见指出，启动重点种源关键核心技术攻关和农业生物育种重大科技项目，实施新一轮畜禽水产遗传改良计划，自主培育突破性优良品种。扶持国家畜禽核心育种场（站）发展。

三、金融市场

3.1 流动性

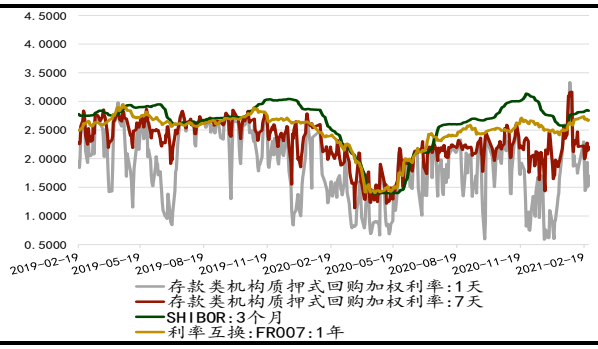
DR007 周均值下降了 26.61bp 至 2.08%；一年期 IRS 下降了 56.60bp 至 2.13%；三个月 SHIBOR 上升了 2.00bp 至 2.83%。

图 5.公开市场操作



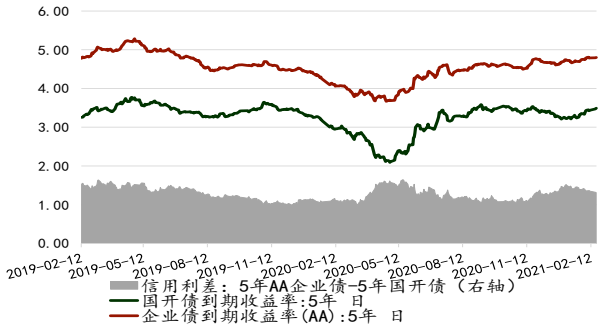
数据来源：Wind,中财期货研究院

图 6.利率



数据来源：Wind,中财期货研究院

图 7.信用利差

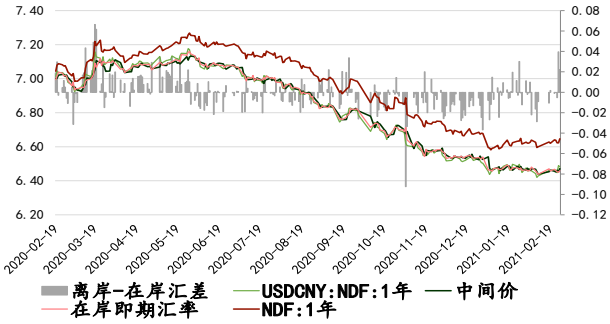


数据来源：Wind,中财期货研究院

3.2 汇率

截至 2 月 26 日，离岸人民币兑美元即期汇率收于 6.48，上周 6.49；在岸人民币兑美元即期汇率收于 6.48，上周 6.45；离岸一年期 NDF 收于 6.65，上周 6.62；截至 2 月 10 日，人民币汇率指数收于 97。

图 8.人民币兑美元汇率



数据来源：Wind,中财期货研究院

图 9.人民币汇率指数

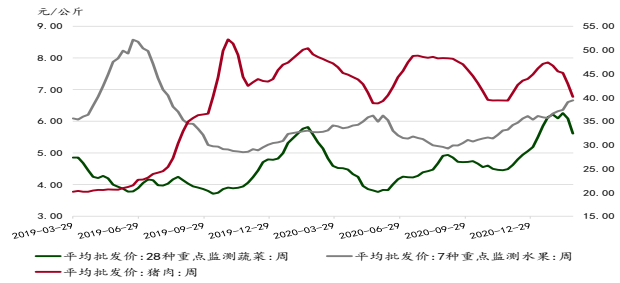


数据来源：Wind,中财期货研究院

四、食品价格

截止 2 月 26 日，猪肉价格下降，环比-6.37%,前值-5.11%；28 种重点监测蔬菜价格下降，环比-7.78%,前值-2.72%；7 种重点监测水果价格上涨，环比 0.83%,前值 3.85%。

图 10.猪肉、蔬菜及水果价格



数据来源：Wind,中财期货研究院

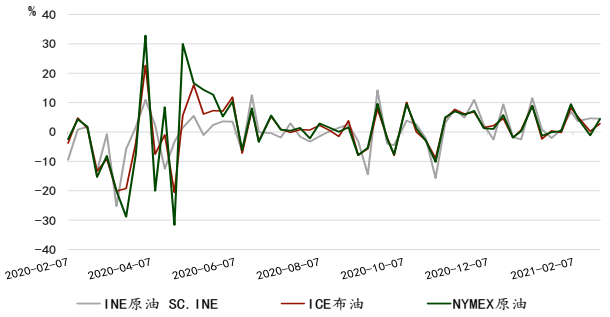
五、工业生产：重点行业跟踪

5.1 上游

原油：截止 2 月 26 日，布伦特原油上涨，幅度 2.85%，至 64.63；SC 原油上涨，幅度 4.51%，至 405.90；WTI 原油上涨，幅度 4.44%，至 61.66。

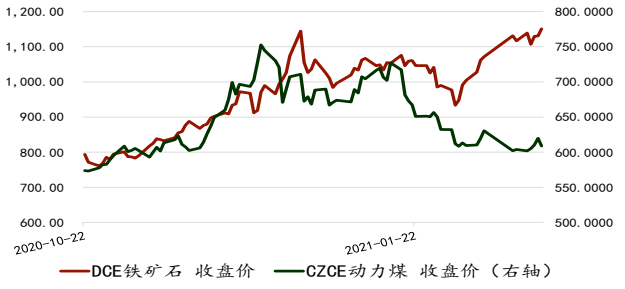
铁矿石与动力煤：截止 2 月 26 日，铁矿石价格上涨，幅度 3.04%，至 1,151.00；动力煤价格上涨，幅度 0.83%，至 608.80。

图 11. 国际原油价格



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 12. 铁矿石与动力煤活跃合约价格



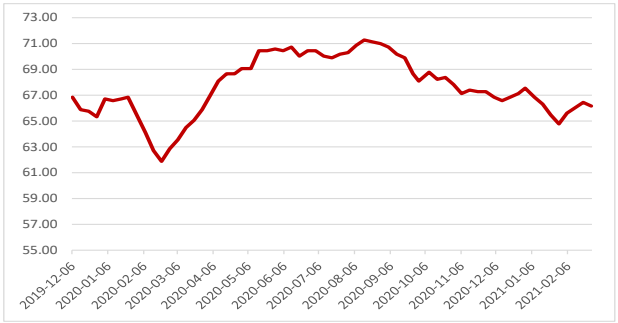
数据来源：Wind，中财期货研究院

5.2 中游

高炉开工率：截止 2 月 26 日当周，高炉开工率为 66.16%，较前值下降，环比-0.28%，较上月末下降，月同比-1.38%。

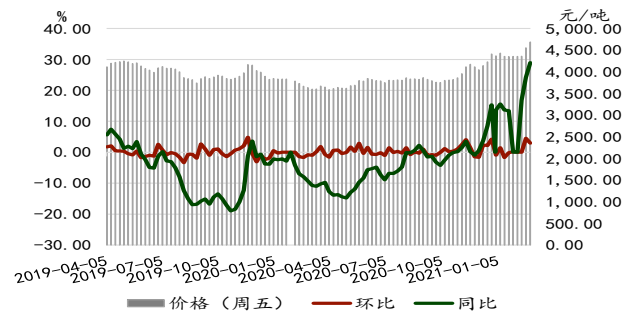
建材价格：螺纹钢价格较上周上涨，环比 2.94%，库存较上周上涨，环比 21.12%；水泥价格指数较上周下降，环比-2.55%，较去年同期下降，同比-7.35%；玻璃价格指数较上周上涨，环比 0.26%，较去年同期上涨，同比 25.34%。

图 13. 高炉开工率



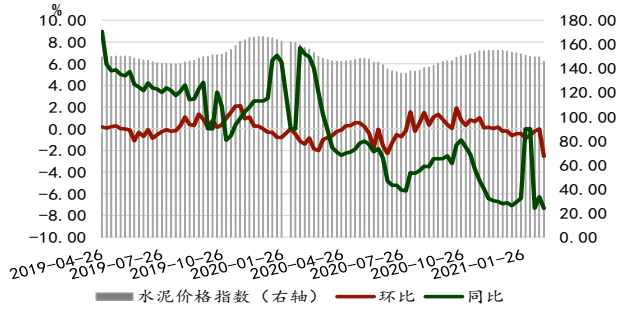
数据来源：Wind，中财期货研究院

图 14. 电厂耗煤



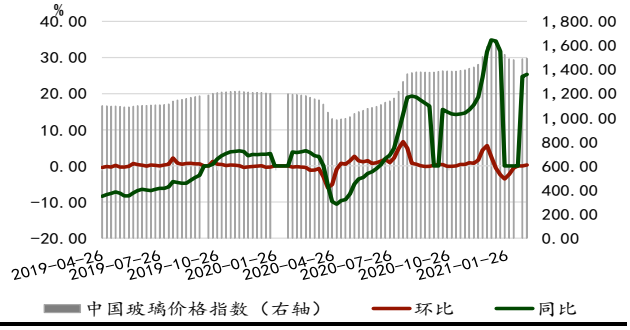
数据来源：Wind，中财期货研究院

图 15. 水泥价格指数



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 16. 玻璃价格指数

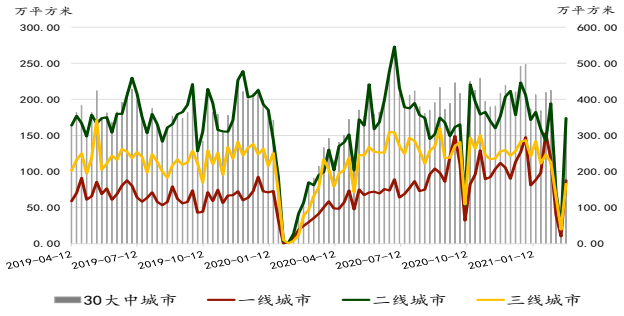


数据来源：Wind，中财期货研究院

5.3 下游

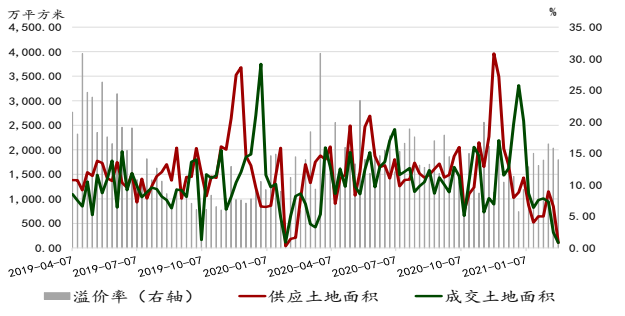
截止 2 月 26 日当周，30 大中城市房地产销售面积为 345 万平方米，较上周上涨，环比 545.20%。其中，一线城市成交面积上涨，环比 750.94%，二线城市成交面积上涨，环比 643.92%，三线城市成交面积上涨，环比 320.52%。前一周土地供应面积下降，环比-87.16%，成交面积下降，环比-66.61%，成交土地溢价率下降，幅度-1.84%。

图 17. 30 大中城市房地产销售面积



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 18. 100 大中城市土地供需情况



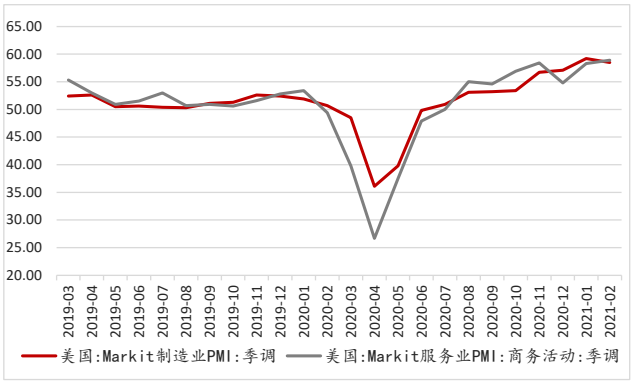
数据来源：Wind，中财期货研究院

六、海外宏观

美国复苏偏强，欧元区服务业继续萎缩。美国 2 月 Markit 制造业 PMI 录得 58.5，处于较高景气区间；服务业 PMI 为 58.9，回升 0.6 个百分点；综合 PMI 升至 58.8，创 2015 年 3 月以来最高。表明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。综合物价分项指数创 2009 年有数据记录以来的历史最高，进一步引发市场对通胀加剧的担忧；但就业增长依旧偏弱，很多服务业对增加员工人数持谨慎态度。欧元区 2 月制造业 PMI 录得 57.7，较上月回升 2.9 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 依然较上月回落 0.7 个百分点降低至 44.7；PMI 综合指数则录得 48.1。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 3.5 个百分点至 60.6，法国回升 3.4 个百分点至 55.0；服务业 PMI 德国、法国分别回落 0.8、3.7 个百分点至 45.9、43.6。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 0.8、10.2 个百分点

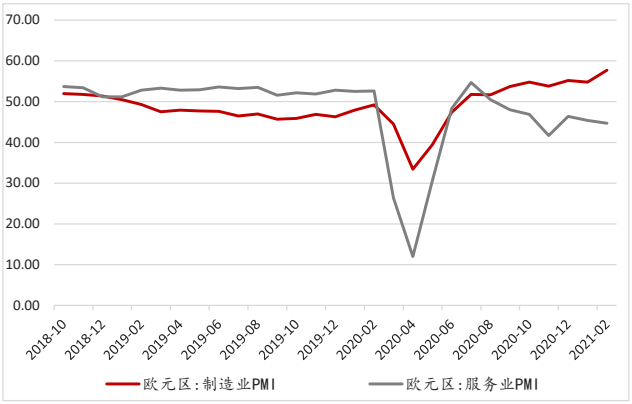
至 54.9 和 49.7，尤其服务业，明显好于欧洲其他主要国家。由于疫苗接种进度明显落后于美国及防疫封锁措施仍未解除，欧元区 2 月仍然压抑服务业活动，而制造业的回升表明欧元区经济活动下降并未像人们担心的那么严重；长期来看，疫苗的接种有望逐步缓解疫情限制，释放被压抑的需求、尤其是服务业。我们认为，疫苗接种以及美国财政刺激计划持续推进等因素影响下，全球经济或将逐步修复；美国近期疫苗接种进度、疫情回落速度均好于欧元区，加上民主党横扫后新一轮财政刺激方案仍有望出台、库存低位，短期看经济复苏美强欧弱格局有望持续。

图 19. 美国 2 月综合 PMI 创新高



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 20. 欧元区 2 月 PMI 行业分化



数据来源：Wind，中财期货研究院

美国至 2 月 20 日当周初申失业金人数录得 73 万人，较上周回落 11.1 万人，降幅超预期；至 2 月 13 日当周续请失业金人数录得 441.9 万人，为连续第六周回落。

当地时间 2 月 27 日凌晨，美国众议院投票通过了 1.9 万亿美元新一轮经济救助计划。这项由美国总统拜登提出的总额达 1.9 万亿美元的新一轮经济救助计划，旨在为受新冠疫情影响的美国家庭和企业提供财政支持。其中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。该法案曾计划将最低工资提升至每小时 15 美元，但参议院议员麦克唐纳 25 日裁定，提高最低工资的计划不符合预算协调方案规定，不应将其包括在 1.9 万亿美元的经济救助计划之中。该计划将交由参议院审议。

近期美债收益率大幅上升，多位美联储官员表示，美国国债收益率大幅飙升反映了市场对经济走出新冠疫情冲击的乐观情绪，但现在讨论缩减购债为时尚早。鲍威尔表示，通胀和就业仍远低于美联储目标，要实现充分就业还有很长的路要走；重申将保持利率接近零，直到充分就业和通胀上升到 2%，并有望在一段时间超过 2%；同时鲍威尔不认为财政支出的支持会导致高通胀，如出现不必要的通货膨胀会有必要的应对手段。结合最近联储官员的表态来看，联储不担忧中期的通胀压力，而且平均目标通胀制的采用将允许美国通胀短期超过 2%；加之美国劳动力市场可能需要较长时间恢复，美联储有望在较长时间保持宽松。但如果出现意外的通胀风险，美联储可能采取行动。

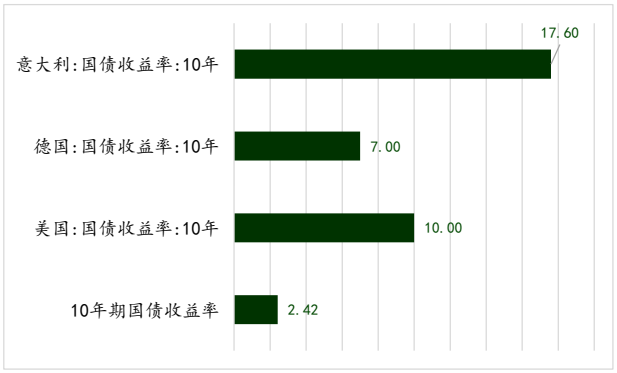
拜登据称邀请国会议员到白宫讨论芯片短缺问题，参议院准备立法增强对华竞争力，制造业和半导体将是主要目标；另据悉美国贸易代表提名人称对华关税将会保留。

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。

加拿大央行行长麦克勒姆：加拿大经济的复苏还有很长的路要走；在相当长的一段时间内，仍需要货币刺激。

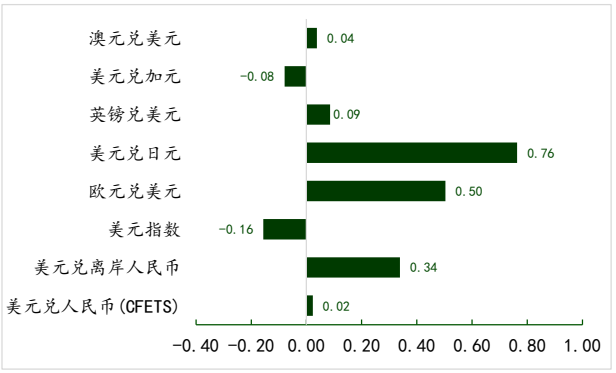
七、全球大类资产表现

图 27. 全球国债



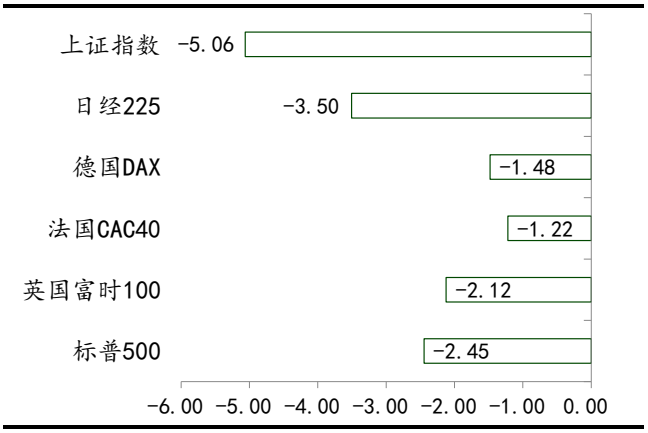
数据来源：Wind，中财期货研究院

图 28. 汇率



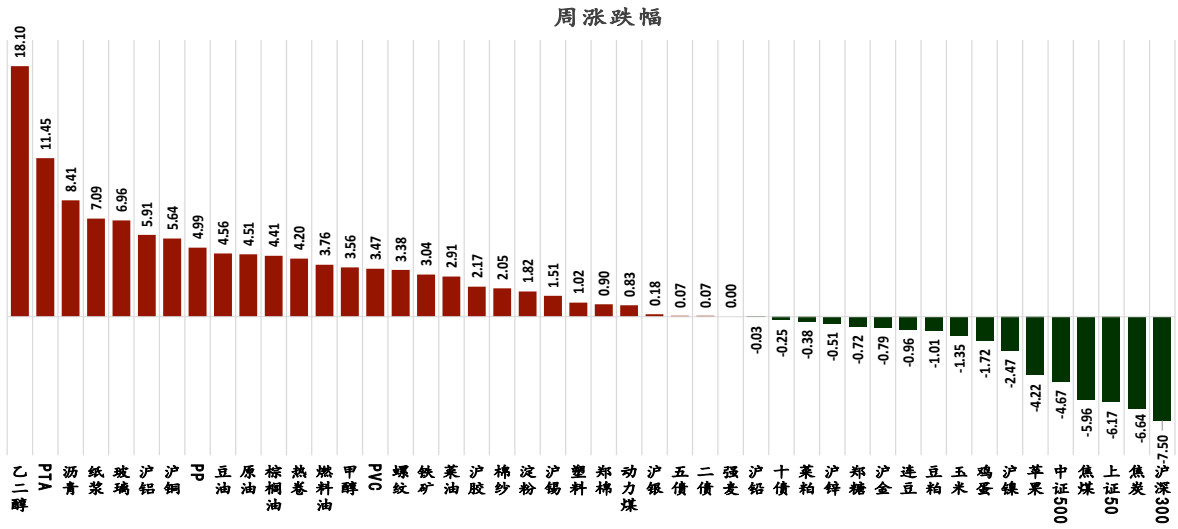
数据来源：Wind，中财期货研究院

图 29. 股指涨跌幅



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 31.各品种周涨跌幅



数据来源：Wind,中财期货研究院

八、下周关注事件

	日期	国家	数据/事件	时间	前值	预期
第一周	2021/3/1	法国	2 月制造业 PMI	16:50	51.6	--
		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
		英国	2 月制造业 PMI	17:30	54.1	--
		美国	2 月制造业 PMI	23:00	58.7	--
	2021/3/2	德国	1 月失业率:季调(%)	15:00	4.7	--
		欧盟	1 月欧盟:PPI:同比(%)	18:00	-1.0	--
	2021/3/3	美国	2 月 ADP 就业人数:环比:季调(%)	21:15	0.2	--
			2 月非制造业 PMI	23:00	58.7	--
			2 月 26 日 EIA 库存周报:商业原油增量	23:30	1285	--
		欧盟	1 月欧元区:失业率:季调(%)	18:00	8.3	8.3
	2021/3/4	美国	1 月耐用品:新增订单:季调:环比	21:30	0.5	--
			2 月 27 日当周初次申请失业金人数	21:30	861000	--
			1 月全部制造业:新增订单(百万美元)	23:00	500495	--
	2021/3/5		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	--

国债偏弱震荡

国债投资策略周报

2021 年 2 月 28 日

宏观金融组

■ 观点逻辑

美债收益率上行触发 A 股抱团股大跌，风险偏好回落一定程度利好债市，但全球基本面共振修复以及伴随的通胀预期也对国内债市构成压制，因此本周十年期国债期货偏弱震荡。当前估值处于合理区间，驱动仍向下但有所减弱，需关注市场风险偏好及通胀预期变化。

■ 主要关注点

PMI、商品价格走势、市场风险偏好变化

■ 操作建议

观望。

■ 风险提示

价格下行风险主要是通胀预期抬升，或股市继续快速上涨。期价持续上行风险主要是经济复苏不及预期，宽松预期提升或避险资金流入。



一、投资策略

推荐策略：无。

观点：市场押注再通胀，十年期国债承压，然风险偏好变弱，A 股调整支撑期债。当前估值处于合理范围，驱动向下，有减弱。因利空反应也比较集中和充分，且信贷政策边际收紧后期融资增速可能放缓，会支撑期债价格，故建议观望。

二、重点关注

2.1 美国财政刺激法案可能于近期通过，市场预期比较充分，关注近期市场风险偏好变化。

2.2 2 月 PMI 数据及商品价格走势。

三、资金面

本周央行共开展 700 亿逆回购操作，逆回购到期 900 亿，公开市场净回笼 200 亿。本周流动性小幅收敛主要受月末效应影响。从价格信号来看，目前央行货币政策态度偏中性，合意的利率中枢大致为 2.2%的政策利率附近。本周银行间存款类机构 7 天质押式回购利率（DR007）周均值上行 2bp 至 2.20%，一年期 IRS 下行 1bp 至 2.67%，3 个月 Shibor 持平于 2.83%。

图 1：央行公开市场单周货币净投放（亿元）

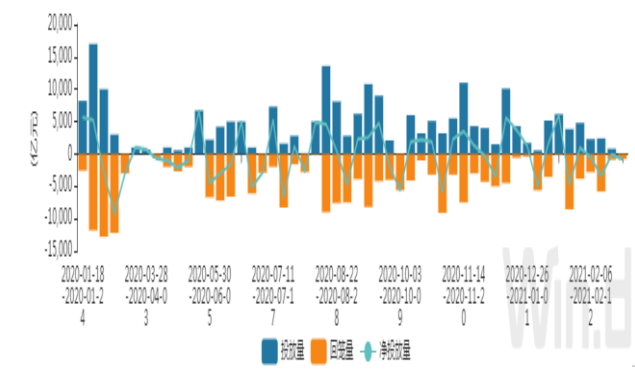


图 2：银行间货币市场利率

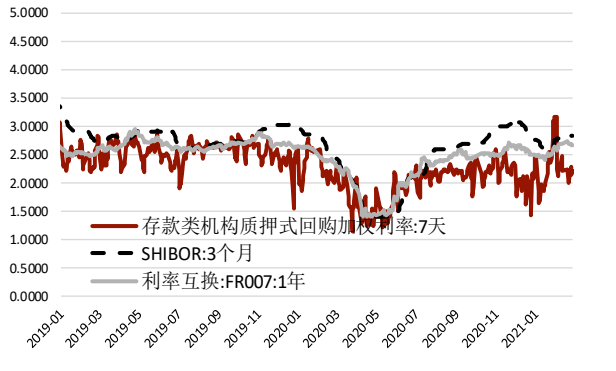
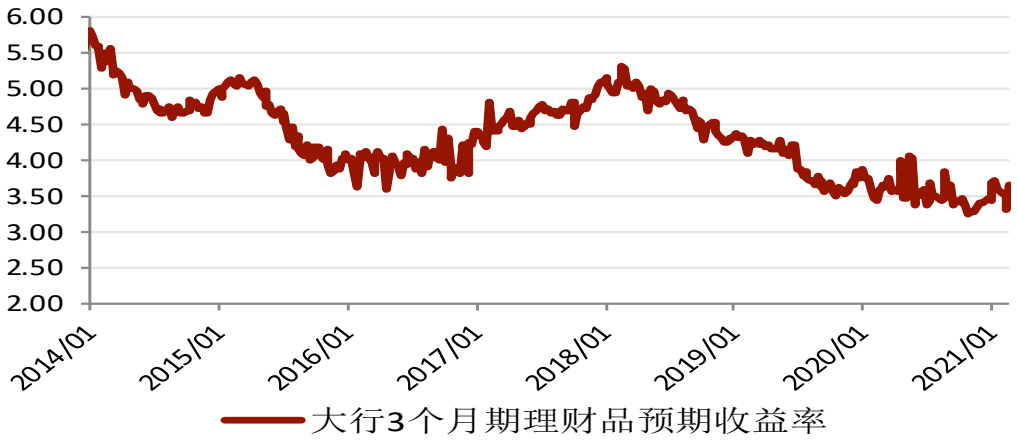


图 3：大型银行三个月理财收益率（%）



资料来源：Wind、中财期货

四、现券市场

本周政金债一级招标情绪边际有所提升，受利率债净到期规模较大以及宽松资金面的影响，配置需求较为旺盛，分期限看，短端需求好于长端。周三的国债招标需求正常，全场倍数不低，中标利率与二级市场偏离不大。二级市场上，截止 2 月 26 日，银行间 2、5、10 年期国债收益率较前一周分别上行-3.5、1、2bp，10 年期国债收益率 3.28%。国债 10 年期-2 年期利 52p，前值 47bp，10 年期-5 年期利差 20bp，前值 19bp；信用利差 124bp，前值 129bp；美国 10 年期国债收益率上行 10bp 至 1.44%，中美 10 年期国债利差 184bp，前值 192bp。

图 4：国债收益率走势

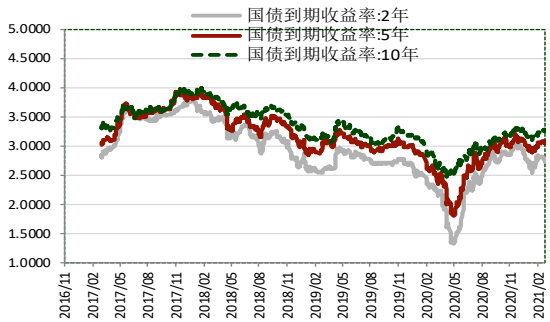


图 5：国债 10-2 利差

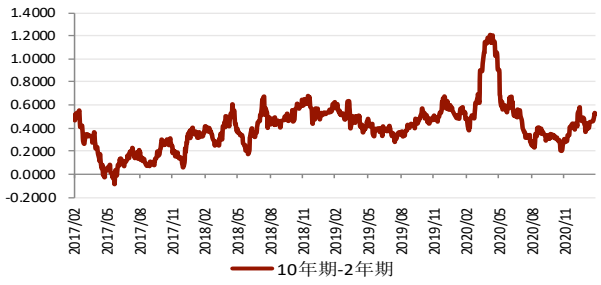


图 6：国债 10-5 利差



图 7：信用利差（AA 级）

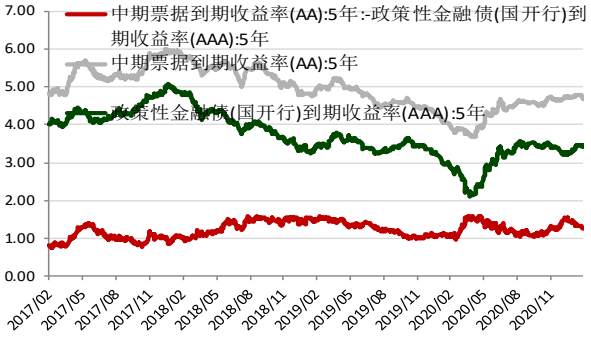


图 8：中美 2 年期国债利差

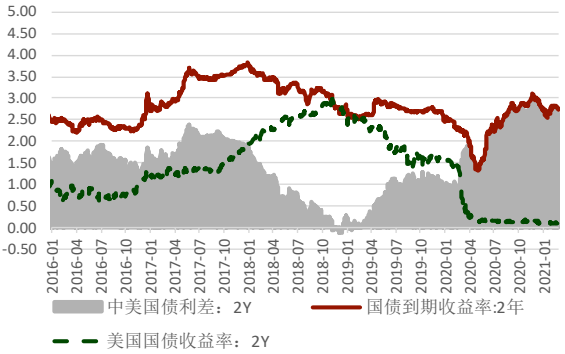
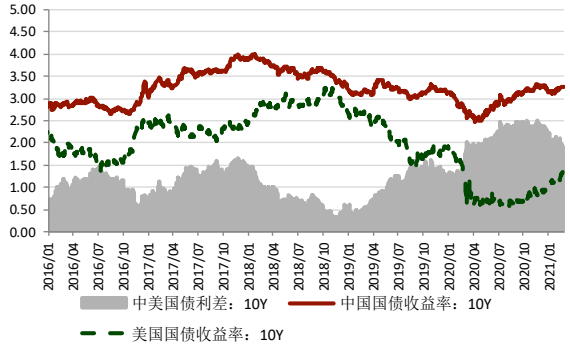


图 9：中美 10 年期国债利差



资料来源：Wind、中财期货

五、期货市场数据

表 1：期货周数据

2021/2/26	收盘价	前收盘价	涨跌幅%	成交量	成交量变化	持仓量	持仓量变化
TS主力	100.02	100.29	-0.2543	23780	13867	11695	-2556
TF主力	99.16	99.42	-0.2314	110892	79695	52645	28463
T主力	96.435	96.68	-0.2379	235969	148124	113664	14588

资料来源：Wind、中财期货

图 10：T 主力合约净基差

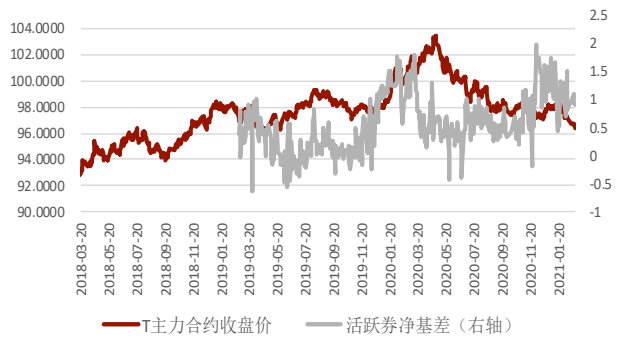


图 11：五债跨期价差



图 12：十债跨期价差

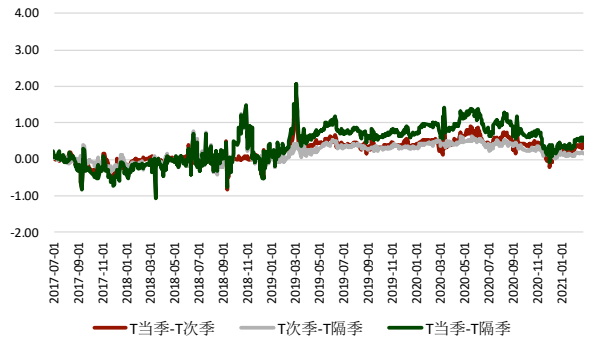
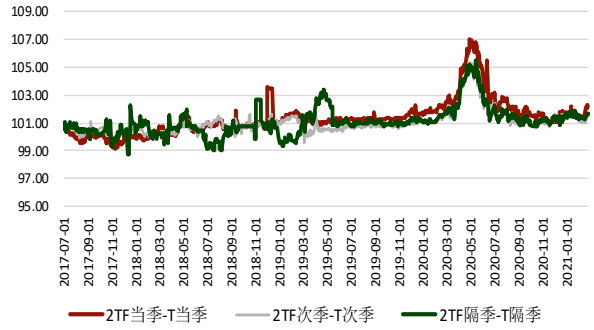


图 13：五债与十债价差



资料来源：Wind、中财期货

继续关注抱团分歧

宏观金融组

■ 观点逻辑

本周股指调整的主要原因可能仍然是估值偏高，以及对流动性收紧的担忧。尤其是许多抱团股的估值过高，价格的涨幅远远超过了盈利增长，存在一定的泡沫化倾向，在市场流动性边际偏紧的预期下，有较大调整压力。短期来看，股指可能仍会以震荡为主，流动性预期可能会成为市场短期的胜负手。经济仍在继续恢复，但并没有不及预期或者超预期，目前政策正在试探性回归，市场对流动性转向的担忧对股价产生了明显的抑制作用。后续如果流动性快速收紧，股价可能会继续回调；如果流动性回收有所缓和，那么股指可能会有所反弹。

股指间来看，主要矛盾在于抱团龙头行情是否会继续瓦解，在经历此前的快速上涨后，龙头股的估值已经过高，调整的风险很大。如果抱团继续分歧，那么龙头股存在“杀估值”的快速下跌风险，资金可能会转向业绩好的中盘股，从而利好 IC。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，可以关注多 IC 空 IH 的套利机会。

■ 主要矛盾点

利多：经济增长情况良好；政策红利预期

利空：估值偏高；宏观流动性收紧的预期；疫情风险

■ 操作建议

多单轻仓持有；多 IC 空 IH

■ 风险提示

盈利增长不及预期；流动性快速收紧；美股高位回调风险

股指投资策略周报

2021 年 2 月 28 日



一、策略关注

本周股指继续调整，均下跌，尤其是前期强势的抱团股出现大幅回调，IC 继续跑赢 IH。短期来看，股指可能仍会以震荡为主，流动性预期可能会成为市场短期的胜负手。经济仍在继续恢复，但并没有不及预期或者超预期，目前政策正在试探性回归，市场对流动性转向的担忧对股价产生了明显的抑制作用。后续如果流动性快速收紧，股价可能会继续回调；如果流动性回收有所缓和，那么股指可能会有所反弹。股指间来看，主要矛盾在于抱团龙头行情是否会继续瓦解，在经历此前的快速上涨后，龙头股的估值已经过高，调整的风险很大。如果抱团继续分歧，那么龙头股存在“杀估值”的快速下跌风险，资金可能会转向业绩好的中盘股，从而利好 IC。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，可以关注多 IC 空 IH 的套利机会。

图 1：沪深 300 指数



图 2：IC 当月/IH 当月



资料来源：wind，中财研究院

二、重点关注事件

2.1 转板上市制度正式发布！沪深交易所分别发布新三板挂牌公司向科创板、创业板转板上市办法，转板条件与科创板、创业板首发上市条件保持总体一致。根据办法，转板公司申请转板上市，应当在全国股转系统精选层连续挂牌一年以上；股本总额不低于 3000 万元，股东人数不少于 1000 人。转板公司控股股东、实控人及董监高所持股份上市后限售期为 12 个月；沪深交易所审核时限由首次公开发行的 3 个月缩短为 2 个月，实现转板上市便捷高效，有效提高转板上市效率。

2.2 当地时间 2 月 27 日凌晨，美国众议院投票通过了 1.9 万亿美元新一轮经济救助计划。这项由美国总统拜登提出的总额达 1.9 万亿美元的新一轮经济救助计划，旨在为受新冠疫情影响的美国家庭和企业提供财政支持。其中包括直接向符合条件的美国人支付 1400 美元（9000 人民币）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。

2.3 中国 2 月官方制造业采购经理指数（PMI）为 50.6%，低于上月 0.7 个百分点，连续 12 个月位于临界点以上，制造业景气水平较上月有所回落。生产指数为 51.9%，比上月回落 1.6 个百分点，高于临界点，表明制造业生产扩张步伐有所放慢。新订单指数为 51.5%，比上月回落 0.8 个百分点，高于临界点，表明制造业市场需求增速放缓。

三、市场数据监控

3.1 抱团股大回调，股指继续调整

本周股指继续调整，均下跌，尤其是前期强势的抱团股出现大幅回调，IC 继续跑赢 IH。沪深 300 指数跌 7.65%，上证 50 指数跌 6.42%，中证 500 指数跌 5.06%。板块普跌，申万一级行业中，食品饮料、休闲服务、电气设备领跌，跌幅均超 10%；房地产逆市上涨 4%。两市成交额自周一起持续缩量，在本周的最后两个交易日缩量至万亿元级别以下；北向资金净流出 75 亿元。

图 3：当周 IF 合约行情

	开盘	收盘	涨跌	涨跌%	周日均成交量	上周均量
中证500	6,731.51	6,364.35	-339.1	-5.06	1995.99亿	1982.33亿
上证50	4,020.01	3,756.86	-257.6	-6.42	1224.29亿	1322.58亿
沪深300	5,785.51	5,336.76	-442.08	-7.65	4517.66亿	持仓量
IF2103	5,759.0	5,315.0	-433.8	-7.55	129,575	152,256
IF2104	5,755.4	5,305.2	-443.6	-7.72	2,713	4,893
IF2106	5,692.2	5,254.0	-430.0	-7.57	19,278	50,961
IF2109	5,618.8	5,189.6	-422.4	-7.53	4,740	14,488
合计					156,306	222,598

图 4：沪深 300 板块权重、成交额占比

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
银行/21	18.4	6.81	-69.59	食品农业/8	3.08	4.16	-32.73	商贸物流/13	2.21	1.96	-7.04
地产/11	4.23	2.34	30.33	新能源/7	1.79	8.60	-36.81	传媒/7	1.16	1.27	-5.90
券商/28	7.58	4.24	-26.70	钢铁水泥/7	1.94	1.99	11.61	通信/7	2.07	1.14	-6.27
保险/5	8.20	3.73	10.45	机械/5	1.38	2.35	-5.51	电气/5	1.29	1.47	-10.97
医药/28	6.17	7.66	-38.60	电力/10	3.04	0.70	-3.53	自贸区/4	0.57	0.60	0.13
煤炭/6	1.05	0.81	-4.57	石油/6	1.65	0.93	2.49	综合/6	1.51	2.00	-16.56
有色/15	2.57	9.16	-4.15	汽车/11	2.74	2.64	-26.77	航天/6	0.84	1.81	-3.05
建工/16	4.45	2.27	-4.53	环保/3	0.36	0.13	0.44	铁路/3	1.57	0.62	-0.43
家电/10	5.12	4.22	-33.30	信息/32	7.05	11.47	-53.01	航空/5	1.01	0.60	0.28
酿酒/5	5.30	8.73	-94.50	化工/10	1.66	4.59	-13.27	沪深300	100	4518亿/天	-442.08

图 5：当周 IC&IH 合约行情

	开盘	收盘	涨跌	涨跌%	周日均成交量	持仓量
IC2103	6,660.0	6,320.4	-292.2	-4.42	86,333.6	137,938
IC2104	6,601.8	6,264.4	-348.2	-5.27	1,822.0	3,915
IC2106	6,444.0	6,117.2	-279.4	-4.37	15,887.4	62,271
IC2109	6,243.4	5,932.0	-271.4	-4.38	6,204.6	29,295
合计					110,247.6	233,419
IH2103	4,009.0	3,755.0	-248.6	-6.21	46,881	53,324
IH2104	4,008.2	3,745.8	-257.8	-6.44	634	993
IH2106	3,971.4	3,706.4	-263.0	-6.63	8,588	20,998
IH2109	3,926.8	3,665.4	-259.4	-6.61	1,844	4,050
合计					57,947	79,365

图 6：中证 500 板块权重、成交额占比

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
硬件/35	7.14	7.49	-32.75	建工/18	2.94	0.61	1.72	煤炭/7	1.04	0.53	-3.07
软件/25	6.23	4.77	-28.73	综合/14	2.95	1.57	-13.28	环保/13	2.27	0.65	11.39
房地产/35	6.53	2.17	4.40	建材/7	1.7	0.94	-2.04	生物/7	1.84	1.50	-21.00
医药/41	8.96	4.56	-30.95	军工/9	1.65	3.81	2.61	酿酒/4	0.74	0.92	-12.63
机械/23	4.06	3.55	-27.40	食品农业/21	5.66	5.84	-40.98	电力/13	2.73	4.09	-0.86
化工/28	5.69	8.96	-32.16	家电/10	1.63	0.50	-3.89	造纸印刷/7	1.8	2.78	-13.14
有色/21	4.43	12.12	-20.21	服装/6	0.74	0.49	-5.09	金融/12	2.65	1.85	-8.07
电气/19	3.4	2.84	-13.68	消费/11	1.78	1.29	-8.13	新能源/11	2.78	5.04	-16.18
物流/13	2.28	0.84	-0.93	港口/7	1.34	0.14	-1.53	公用/6	1.36	0.22	-1.48
传媒/24	4.14	2.03	-18.07	汽车汽配/16	2.47	3.05	-7.88	钢铁/11	2.43	1.31	5.41
电商零售/18	2.91	2.02	0.66	通信/8	1.73	1.30	-1.21	中证500	100	日均1996亿	-339.13

图 7：北向资金净流入

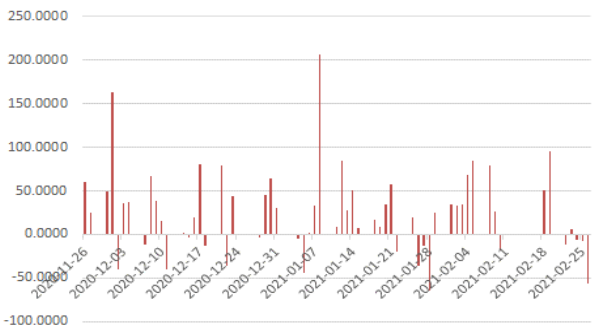
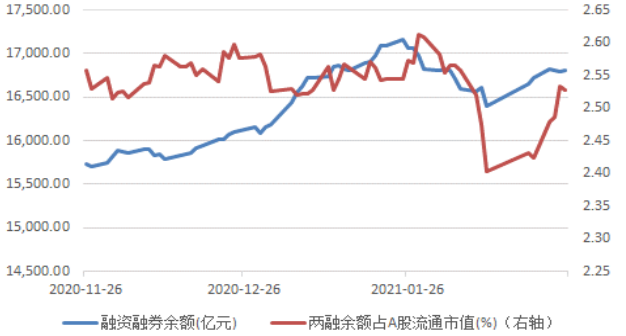


图 8：两融规模



资料来源：wind，中财研究院

3.2 价差

图 9：IF 基差走势

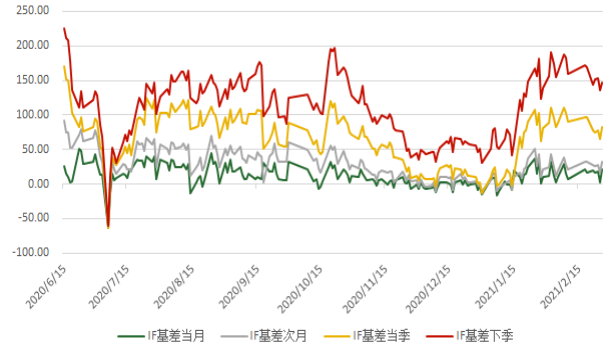


图 10：IH 基差走势

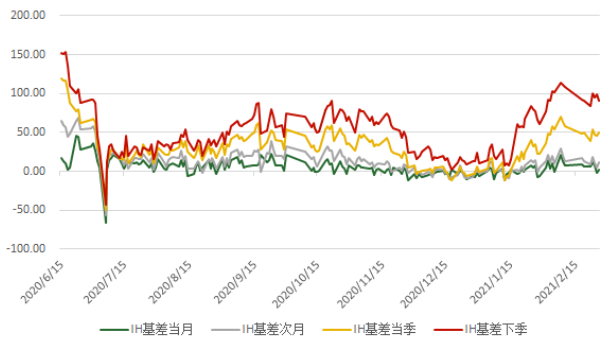


图 11：IC 基差走势

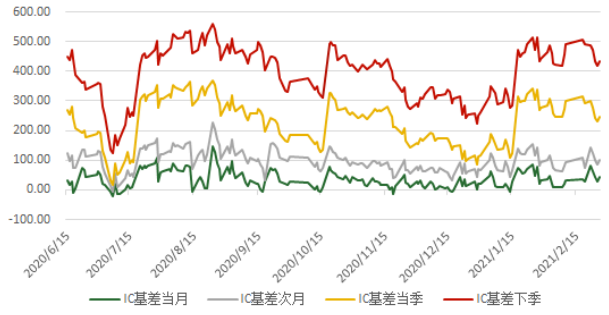
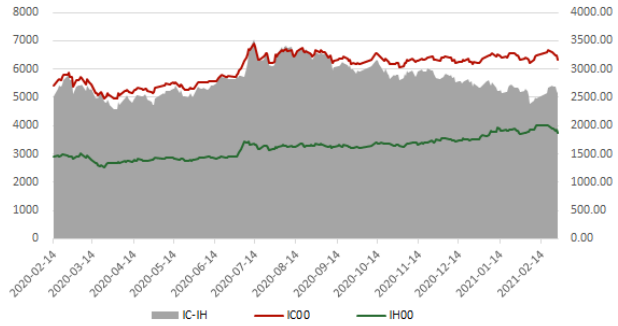


图 12:IC-IH 价差



资料来源：wind，中财研究院

3.3 估值处于合理偏高位置

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。

图 13：市盈率 TTM

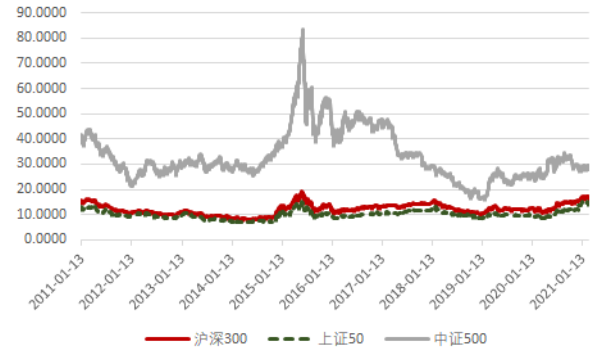
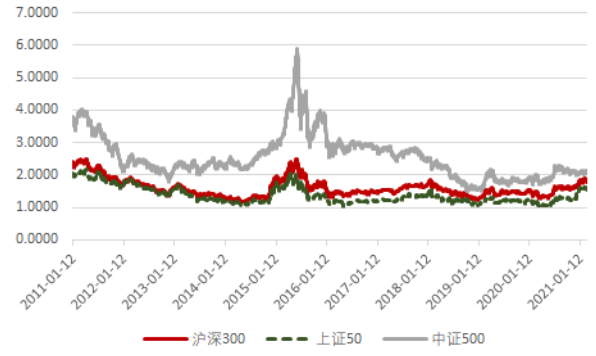


图 14：市净率 PB



资料来源：wind，中财研究院

四、后市展望

本周股指继续调整，均下跌，尤其是前期强势的抱团股出现大幅回调，IC 继续跑赢 IH。沪深 300 指数跌 7.65%，上证 50 指数跌 6.42%，中证 500 指数跌 5.06%。板块普跌，申万一级行业中，食品饮料、休闲服务、电气设备领跌，跌幅均超 10%；房地产逆市上涨 4%。两市成交额自周一起持续缩量，在本周的最后两个交易日缩量至万亿元级别以下；北向资金净流出 75 亿元。

本周股指调整的主要原因可能仍然是估值偏高，以及对流动性收紧的担忧。尤其是许多抱团股的估值过高，价格的涨幅远远超过了盈利增长，存在一定的泡沫化倾向，在市场流动性边际偏紧的预期下，有较大调整压力。短期来看，股指可能仍会以震荡为主，流动性预期可能会成为市场短期的胜负手。经济仍在继续恢复，但并没有不及预期或者超预期，目前政策正在试探性回归，市场对流动性转向的担忧对股价产生了明显的抑制作用。后续如果流动性快速收紧，股价可能会继续回调；如果流动性回收有所缓和，那么股指可能会有所反弹。

股指间来看，主要矛盾在于抱团龙头行情是否会继续瓦解，在经历此前的快速上涨后，龙头股的估值已经过高，调整的风险很大。如果抱团继续分歧，那么龙头股存在“杀估值”的快速下跌风险，资金可能会转向业绩好的中盘股，从而利好 IC。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，可以关注多 IC 空 IH 的套利机会。

继续做空性价比低

■ 观点逻辑

市场押注经济快速复苏和通胀上升，使得名义利率大幅反弹，美元指数走强，驱动金价下跌。但当美国十年期国债收益率快速升至1.6%区域后，市场波动急剧加大，不确定性加大。关键是，经济复苏及通胀上升速度能否达到预期。而且近期美国刺激法案可能落地，市场的反应难以预料。总体观点是目前做空性价比较低，建议观望。

■ 主要关注

美国财政刺激法案、PMI与非农数据、鲍威尔讲话、美元指数

■ 操作建议

观望。

■ 风险提示

金价上涨风险主要是美联储宽松超预期。



一、投资策略

推荐策略：无。

观点：近期实际利率大幅反弹，金价承压下跌。原因是市场押注经济快速复苏和通胀上升，使得名义利率大幅反弹。但是，当美国十年期国债收益率快速升至1.6%区域后，市场波动急剧加大，不确定性加大。关键是，经济复苏及通胀上升速度能否达到预期。而且近期美国刺激法案可能落地，市场的反应难以预料。总体观点是目前做空性价比较低，建议观望。

图1：沪金



资料来源：Wind，中财期货

二、重点关注

2.1 美联储主席鲍威尔周二向参议院银行委员会表示，有迹象显示经济已从新冠疫情中逐渐复苏，但美联储很可能会继续维持宽松政策一段时间。鲍威尔周三重申，美国利率将保持在低位，美联储将继续购买债券以支持美国经济。

2.2 美国1月耐用品订单月率大幅增长3.4%，录得六个月来最大增幅，去年12月的数据向上修正后增长了1.2%；美国第四季度实际GDP年化季率修正值增长4.1%。强劲数据往往利好美元，利空黄金。

2.3 美国下周一将公布ISM制造业采购经理人指数(PMI)，下周三将公布ADP非农就业数据和ISM非制造业就业数据，下周五将公布当周最重要的非农就业数据。市场普遍预期2月份就业报告将增加16.5万个工作岗位，失业率将保持在6.3%。尤为重要的是，鲍威尔定于下周四在《华尔街日报》就业峰会上就美国经济发表讲话。

三、行情回顾

本周（2/22-2/26）贵金属价格下跌。其中，COMEX 金下跌 2.81%，收于 1733 美元/盎司，最高 1815.2 美元/盎司，最低 1714.9 美元/盎司；COMEX 银下跌 2.45%，收于 26.7 元/盎司，最高 28.425 美元/盎司，最低 26.16 美元/盎司。

表 1：贵金属周度行情变化

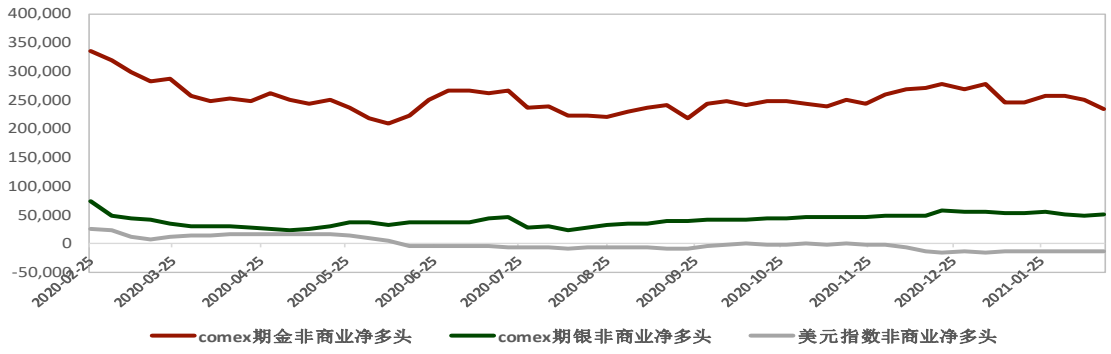
2021/2/26	收盘价	前收盘价	涨跌幅%	最高	最低	持仓量	持仓量变化
伦敦金现	1734.47	1783.808	-2.7659	1816.04	1716.8		
SGE黄金T+D	367.54	370.04	-0.6756	379.08	366.9	160778	160778
COMEX黄金	1733	1783.1	-2.8097	1815.2	1714.9	358410	-23763
SHFE黄金	369.5	372.46	-0.7947	381.88	368.5	137827	13695
伦敦银现	26.655	27.2675	-2.2463	28.322	26.1		
SGE白银T+D	5472	5469	0.0549	5812	5466	8420780	141826
COMEX白银	26.7	27.37	-2.4479	28.425	26.16	133868	65984
SHFE白银	5552	5542	0.1804	5908	5534	460106	16139
人民币兑美元中间价	6.4713	6.4624	0.1377	6.4713	6.4516		
美元指数	90.963	90.199	0.6600	90.5813	89.6783		
标普500	3811.15	3906.71	-2.4460	3928.65	3789.54		
CRB综合现货	490.95	481.12	2.0431				
美国:国债收益率:10年	1.44	1.34	7.4627				

资料来源：Wind，中财期货

四、数据跟踪

CFTC 数据显示，截至 2 月 16 日，黄金非商业净多头持仓 234969 手，较前一周减少 16438 手（-6.54%）；白银非商业净多头持仓 49824 手，较前一周增加 281 手（+0.57%）；美元指数非商业净多头持仓-14287 手，较上周减少 412 手（-2.97%）。

图 2：CFTC 美元指数和黄金白银期货非商业净多头



资料来源：Wind、中财期货

截至 2021/2/26，SPDR 黄金 ETF 持仓量较上周减少 34.1 吨（-3.02%）至 1093.53 吨；SLV 白银 ETF 持仓量较上周减少 86.7 吨（-0.45%）至 19156.6 吨。

图 3： SPDR 黄金 ETF 持仓（吨）

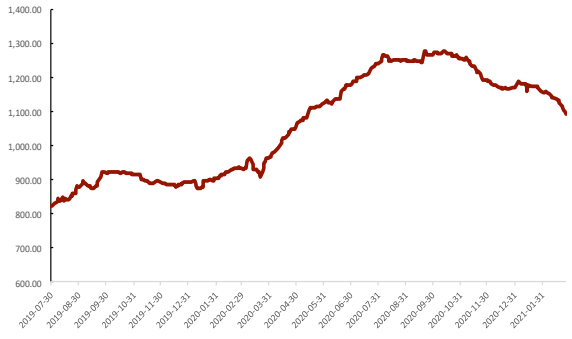
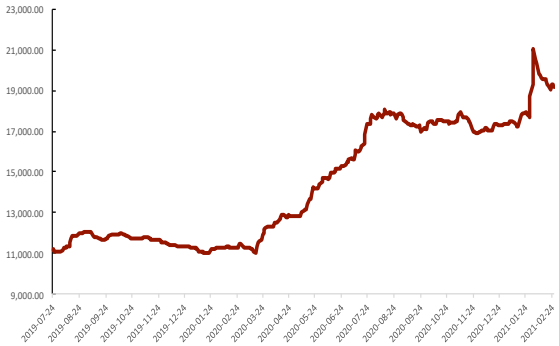


图 4： SLV 白银 ETF 持仓（吨）



资料来源：Wind、中财期货

图 5：SGE 成交数据

	日期	日成交量（kg）	日持仓量（kg）	日交割量（kg）	持仓量变化（kg）	投机度	交割比	涨跌幅%	资金流向
金交所	AU(T+D) 2021/2/26	51626.0	160778.0	12582.0	1246	32.11%	24.37%	-1.41	空头增仓
	2021/2/25	39614.0	159532.0	6894.0	2056	24.83%	17.40%	-1.16	空头增仓
	2021/2/24	30962.0	157476.0	8340.0	-428	19.66%	26.94%	-0.07	多头减仓
	2021/2/23	37478.0	157904.0	11766.0	-2546	23.73%	31.39%	0.80	空头减仓
	2021/2/22	46176.0	160450.0	11564.0	4610	28.78%	25.04%	1.19	多头增仓
	2021/2/19	41256.0	155840.0	10378.0		26.47%	25.16%	-0.41	
	AG(T+D) 2021/2/26	13920964	8420780	354630	-646626	165.32%	2.55%	-4.13	多头减仓
	2021/2/25	11460440	9067406	35040	57792	126.39%	0.31%	0.90	多头增仓
	2021/2/24	9286402	9009614	69900	-316768	103.07%	0.75%	-1.72	多头减仓
	2021/2/23	9618776	9326382	1110	89162	103.14%	0.01%	1.98	多头增仓
	2021/2/22	10619790	9237220	34080	674614	114.97%	0.32%	3.20	多头增仓
	2021/2/19	7264272	8562606	166620		84.84%	2.29%	-0.82	

资料来源：Wind、SGE、中财期货

图 6：上期所沪金沪银成交数据

	日期	日成交量（手）	日持仓量（手）	库存（kg）	持仓量变化（手）	投机度	主力合约涨跌幅%	资金流向	日均前10净多	前10净多变化
上期所	AU.SHF 2021/2/26	309839	187513	3861	4454	165.24%	-1.75	空头增仓	13828	-1405
	2021/2/25	252877	183059	3861	58	138.14%	-0.90	空头增仓	15233	-3827
	2021/2/24	185419	183001	3861	-8814	101.32%	-0.11	多头减仓	19060	2081
	2021/2/23	193253	191815	3861	4192	100.75%	1.44	多头增仓	16979	3254
	2021/2/22	228971	187623	3876	-1617	122.04%	0.85	空头减仓	13725	1595
	2021/2/19	226318	189240	3876		119.59%	-0.32		12130	
	AG.SHF 2021/2/26	1817999	598416	2838470	-42350	303.80%	-1.75	多头减仓	26087	-2058
	2021/2/25	1509298	640766	2831121	20449	235.55%	-0.90	空头增仓	28145	-1010
	2021/2/24	1346827	620317	2824700	-18261	217.12%	-0.11	多头减仓	29155	-41
	2021/2/23	1459398	638578	2823410	19704	228.54%	1.44	多头增仓	29196	24619
	2021/2/22	1504388	618874	2831785	32609	243.08%	0.85	多头增仓	4577	-2005
	2021/2/19	1182010	586265	2840506		201.62%	-0.32		6582	

资料来源：Wind、中财期货

2/22-2/26，上期所沪金净多增加 1698 手（+14%）至 13828 手，沪银净多增加 19505（+296.34%）至 26087 手。

图 7：沪金净多

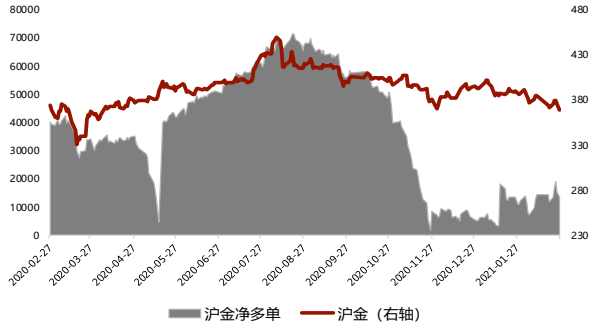
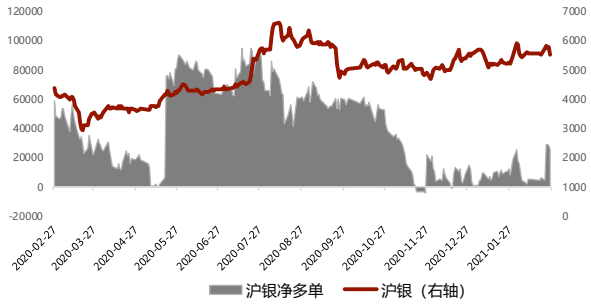


图 8：沪银净多



资料来源：Wind、中财期货

标普 500 VIX 走阔。

伦敦金银比价 65.07，前值 65.42。

图 9：标普 500VIX 与金价



图 10：金银比价



资料来源：Wind、中财期货

美元指数上涨 0.66%，收于 90.63（前值 90.20）。美国十年期国债收益率上行 10bp 至 1.44%，10 年期国债 TIPS 收于-0.71%（前值-0.80%），通胀预期（美国十年期国债-美国十年期国债 TIPS）收于 2.15%（前值 2.14%），美德十年期国债利差 182bp（前值 169bp）。

图 11：美元指数与伦敦金



图 12：美德利差与美元指数



图 13：10 年期国债实际利率与伦敦金

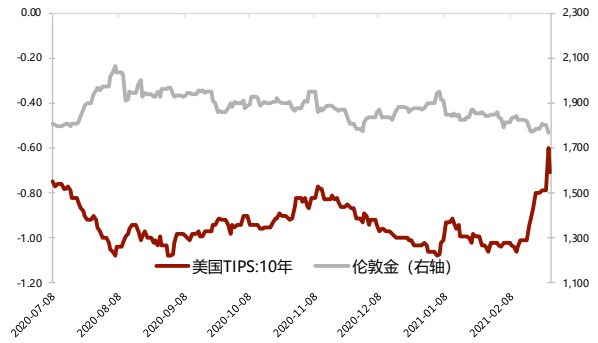
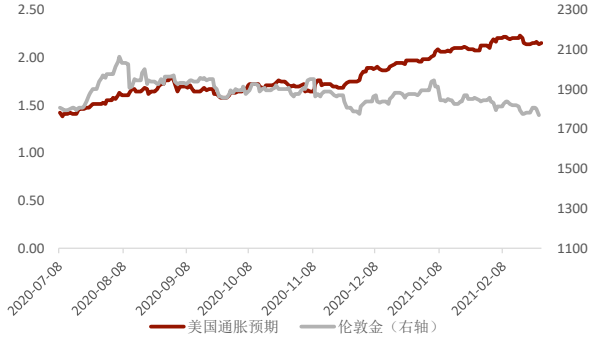


图 14：通胀预期与伦敦金



资料来源：Wind、中财期货

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 室
电话：025-58836800

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：0371-60979630

成都分公司
成都市高新区天府大道中段 500 号东方希望天祥广场 A 座 2703 室
电话：028-62132736

上海陆家嘴环路营业部
中国(上海)自由贸易试验区陆家嘴环路 958 号 23 楼 2301 室
电话：021-38606688

上海襄阳南路营业部
上海市徐汇区襄阳南路 365 号 B 栋 205 室
电话：021-61701609

北京海淀营业部
北京市海淀区莲花苑 5 号楼 11 层 1117、1119-1121 室
电话：010-63942832

深圳营业部
深圳市福田区彩田南路中深花园 A 座 1209
电话：0755-82881599

天津营业部
天津市和平区马场道 114 号中财金融广角二楼
电话：022-58228153

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：023-88698700

沈阳营业部
沈阳市和平区三好街 100-4 号华强广场 A 座 905 室
电话：024-31872007

武汉营业部
武汉市硚口区沿河大道 236-237 号 A 栋 10 层
电话：027-85666911

西安营业部
西安市碑林区和平路 22 号中财金融大厦 304、307
电话：029-87938499

杭州营业部
杭州市体育场路 458 号 2 楼 206、208 室
电话：0571-56080563

济南营业部
山东省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：0531-83196200

无锡营业部
江苏省无锡市运河东路 555-1808
电话：0510-81665833

郑州营业部
河南省郑州市金水区未来路 69 号未来公寓 707、716、816 室
电话：0371-65611075

太原营业部
山西综改示范区太原学府园区长治路 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 508-510 室
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、1307 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 室
电话：0315-2210860

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
电话：0633-2297817

赤峰营业部
内蒙古赤峰市红山区万达广场 A 地块 1B 号楼 012010
电话：0476-5951789

厦门营业部
福建省厦门市思明区梧村街道后埭溪路 28 号（皇达大厦）7 楼 F 单元
电话：0592-5630235

常州营业部
常州市钟楼区怀德中路 48-601-6002、6003、6004
电话：0519-86805786

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：0513-81183555

宁波营业部
浙江省宁波市慈溪市古塘街道承兴大厦 7-2-1
电话：0574-63032202

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。