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 7 日 总第九十三期

目录

宏观：非农不及预期 财政刺激有望加速 2
国债：多头择机平仓 12
股指：关注流动性变化 16
贵金属：非农不及预期 金价反弹 21

非农不及预期 财政刺激有望加速

宏观周报

2021 年 2 月 7 日

■ 观点逻辑

2020 年四季度经济增长超潜在增速，主要得益于生产的超预期，服务业、消费仍低于往年同期。1 月以来，由于国内局部疫情反弹及春节效应，经济环比增速有所回落，尤其是服务业；经济整体呈供需双弱局面，且需求所受影响大于生产，进出口景气度也有所回落，价格环比涨幅收窄、终端价格指数回调幅度更大。由于去年的低基数效应，一季度多数经济数据同比将大幅走高，但节后环比动能的持续性仍需观察。结构来看，短暂疫情冲击后，出口、制造业等韧性下生产仍有望保持较高增速，消费、服务业仍有修复空间，再通胀过程将温和进行。政策端来看，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，1 月全球主要经济体经济仍维持修复态势，且修复状况来看美国好于欧洲；一方面是因为疫情反弹后欧元区防控措施较美国更为严格，而疫苗接种推进下，1 月初以来美国新增病例回落速度整体高于欧元区；另一方面，也因为美国去年年底推出了约 9000 亿美元的新一轮经济刺激政策，对于经济复苏有一定支撑作用。1 月美国非农就业恢复不及预期，拜登 1.9 万财政刺激获参议院通过有望进入“快车道”。短期来看，美国疫情较快回落、民主党横扫后新的财政刺激仍有望出台等因素下，经济修复美强欧弱格局有望持续。货币政策方面，海外主要央行维持货币政策宽松环境，美联储部分官员增加对于量化宽松退出问题讨论，欧央行部分官员讨论降息的可能性。后续来看，若拜登防疫措施生效、疫苗接种加速，财政刺激政策持续推进，海外市场不确定性将继续下降。

■ 宏观驱动

国内经济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；疫苗研发超预期利好风险资产；病毒变异、疫情反复等外部风险事件利空风险资产

■ 风险提示

经济恢复不及预期；政策边际收紧；疫苗接种不及预期；中美关系恶化；病毒变异及疫情发展超预期；新兴市场债务风险

■ 近期关注

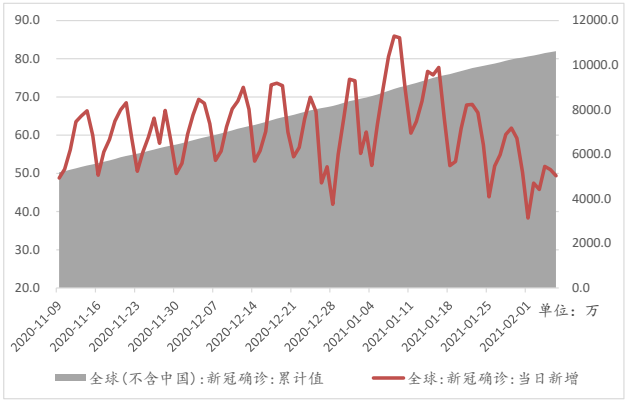
国内金融、通胀数据，美德 CPI；拜登新政策及财政刺激进展；病毒变种、疫苗量产分发及海外疫情发展；新兴国家债务

一、疫情追踪

海外疫情更新：2 月 6 日海外累计确诊 10623.6 万，新增 49.4 万，继续回落；1 月以来美国疫情死亡人数快速上升，疫苗接种进度不及预期，短期内或难以实现群体免疫，服务业及消费或继续承压；但疫苗接种依然推动美国疫情快速回落，单日新增病例继续回落至 11.2 万。欧洲主要国家中英国、德国回落较快，欧洲主要国家延长防疫政策。新兴市场中，印度、俄罗斯、巴西新增病例均稳中有落。全球累计接种达 1.19 亿剂。其中，美国已经接种 3520 万剂、平均每天接种速度为一度提高至 136 万，但过去几天略有回落至 129 万剂。疫苗接种发达国家先于新兴市场，新兴国家限于当前订购量及成本、贮藏运输条件，疫苗接种可能相对落后，因而疫情回落、经济复苏节奏或也是欧美等发达国家相对领先。

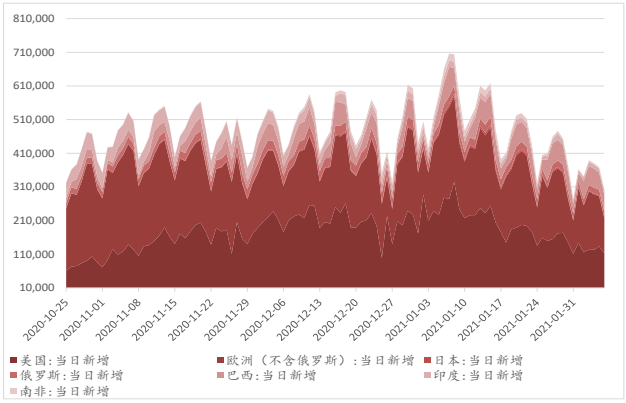
国内疫情更新：2 月 6 日新增确诊病例 11，其中 10 例为境外输入病例；报告新增无症状感染者 13 例。近期国内疫情明显回落。

图 1. 海外新增病例继续回落



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 2. 美欧均有回落



数据来源：Wind，中财期货研究院

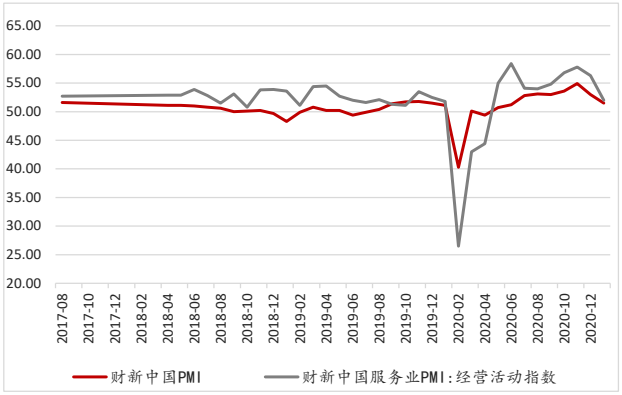
二、财新 PMI 回落

1 月财新制造业 PMI 回落 1.5 个百分点至 51.5；服务业 PMI 下降 4.3 个百分点至 52，疫情反弹下服务业景气度回落幅度更大。1 月制造业总体仍处复苏期，但供给、需求复苏动能减弱，海外需求成为拖累项；此外，就业市场的疲弱和通胀压力的陡增均不容忽视。

由于局部疫情、假期效应等因素影响，制造业 PMI 整体呈供需双弱、价格回落局面：1 月官方制造业 PMI 为 51.3，回落 0.6 个百分点，为连续两个月回落。非制造业 PMI 为 52.4，较上月大幅下降 3.3 个百分点，但仍在荣枯线以上;1 月 PMI 指数回落或与过节效应及国内疫情反弹有关。非制造业看，服务业 PMI 为 51.1，回落 3.7 个百分点，1 月国内疫情反弹下防控升级、住宿餐饮及文娱等服务消费回落是非制造业增速放缓的主要因素；建筑业 PMI 为 60.0，回落 0.7 个百分点，建筑业相关投资继续平稳发力，且 1 月当月房地产回升、基建回落。从分类指数来看，供需均回落且需求类指数下降更明显。1 月 PMI 生产指数为 53.5，较上月回落 0.7 个百分点；新订单指数为 52.3，较上月回落 1.3 个百分点；二者差值较上月有所扩大，表明疫情反弹及过节效应对于需求的影响大于生产、对于服务业影响大于制造业。1 月进出口景气度略有回落：新出口订单指数为 50.2，比上月回落 1.1 个百分点；进口指数为 49.8，比上月回落 0.6 个百分点。原材料库存

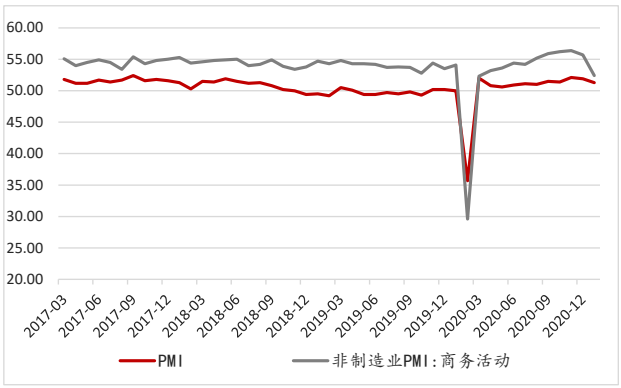
指数和产成品库存指数分别上升 0.4、2.8 个百分点至 49.0、49.0，表明疫情反弹及过节效应下产成品累库压力较大。价格指数有所回落但仍处于较高景气区间：1 月 PMI 出厂价格指数和原材料购进价格指数分别为 57.2 和 67.1，比上月分别回落 1.7、0.9 个百分点，折算 1 月 PPI 环比大约在 1.0%左右、同比转正无虞；出厂价格指数回落幅度明显高于原料端，可能是由于疫情反弹对于需求影响较大。原材料价格及物流成本上升下企业或面临成本压力较快上升的问题、或在一定程度挤压利润空间。未来随着终端需求继续改善、成本向居民端传导，温和再通胀压力将逐步显现。

图 3. 1 月财新 PMI 回落



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 4. 官方 PMI 回落



数据来源：Wind，中财期货研究院

央行从 1 月 18 日开始公开市场“地量”操作，1 月下旬流动性趋紧、短期利率上行；近期央行紧货币的触发因素包括：央行马骏提到的“资产价格泡沫问题”、前期风险事件缓解以及稳杠杆等。2 月初以来央行逆回购重新恢复净投放，2 月 1 日-5 日央行 OMO 累计净投放 960 亿元，短期利率重新下行。

人民银行辟谣常备借贷便利（SLF）利率上调、需提前 2 天申请的消息。

1 月 31 日，中办、国办印发《建设高标准市场体系行动方案》，这是继去年推出《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》后，党中央、国务院持续推进市场化改革的又一重要部署，将对推动高质量发展、构建新发展格局起到重要的支撑作用。《行动方案》的目标是通过 5 年左右的努力，基本建成统一开放、竞争有序、制度完备、治理完善的高标准市场体系，主要包括五大任务：夯实市场体系基础制度、推进要素资源高效配置、改善提升市场环境和质量、实施高水平市场开放、完善现代化市场监管机制。

2 月 3 日，国务院总理李克强 2 月 3 日主持召开国务院常务会议，听取区域全面经济伙伴关系协定生效实施国内相关工作汇报，要求以深化改革开放促进产业升级；部署完善企业特别是中小微企业退出相关政策，提升市场主体活跃度。

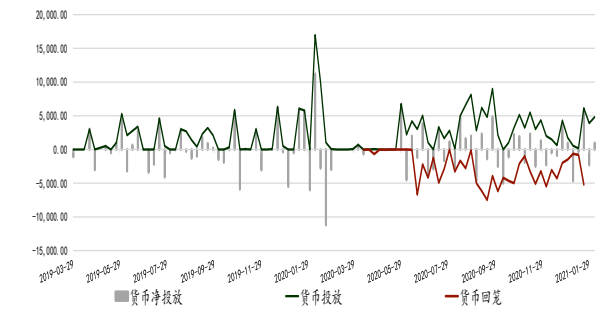
美国总统拜登 4 日发表就任以来首次外交政策演讲。拜登将中国称为“重要竞争对手”，声言将应对中国给美国带来的“挑战”，同时提出将在符合美国利益的情况下，与中方开展合作。

三、金融市场

3.1 流动性

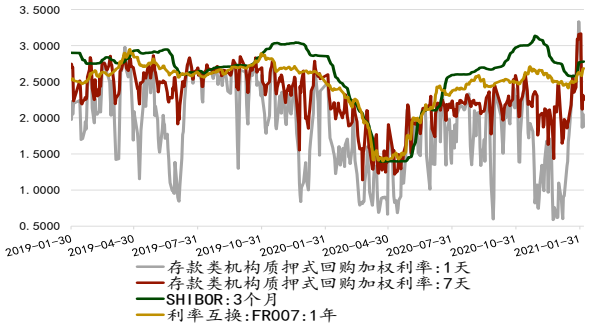
DR007 周均值下降了 48.93bp 至 2.42%；一年期 IRS 下降了 49.93bp 至 2.13%；三个月 SHIBOR 上升了 1.40bp 至 2.78%。

图 5.公开市场操作



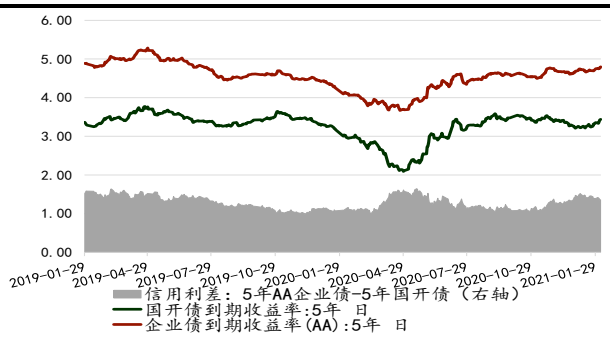
数据来源：Wind,中财期货研究院

图 6.利率



数据来源：Wind,中财期货研究院

图 7.信用利差

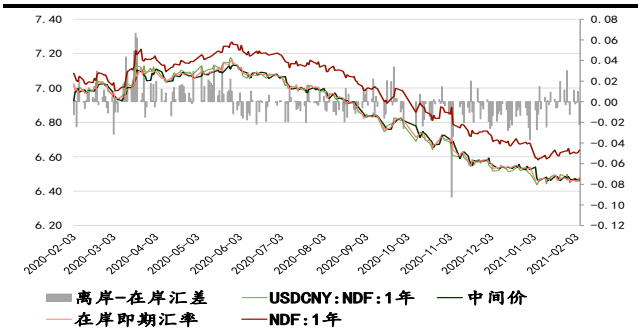


数据来源：Wind,中财期货研究院

3.2 汇率

截至 2 月 5 日，离岸人民币兑美元即期汇率收于 6.46，上周 6.47；在岸人民币兑美元即期汇率收于 6.46，上周 6.46；离岸一年期 NDF 收于 6.64，上周 6.63；截至 01 月 29 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

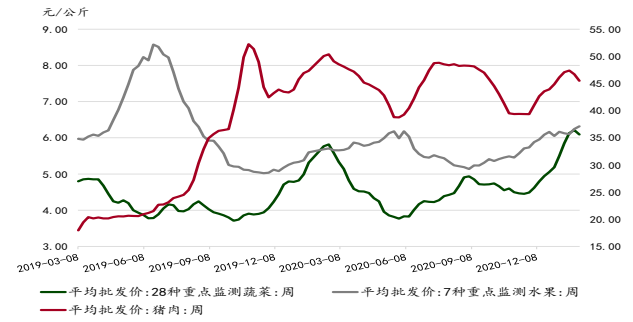


数据来源：Wind,中财期货研究院

四、食品价格

截止 2 月 5 日，猪肉价格下降，环比-2.57%,前值-1.42%；28 种重点监测蔬菜价格下降，环比-1.90%,前值 1.27%；7 种重点监测水果价格上涨，环比 1.19%,前值 2.33%。

图 10.猪肉、蔬菜及水果价格



数据来源：Wind,中财期货研究院

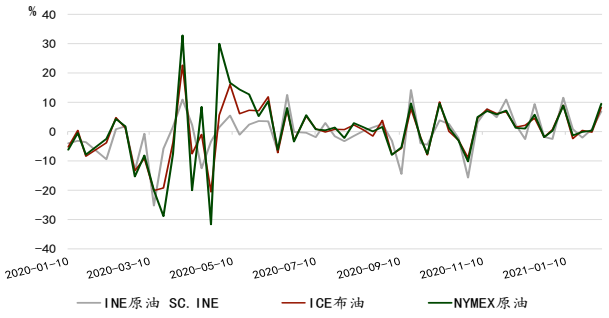
五、工业生产：重点行业跟踪

5.1 上游

原油：截止 2 月 5 日，布伦特原油上涨，幅度 8.20%，至 59.62；SC 原油上涨，幅度 6.90%，至 358.10；WTI 原油上涨，幅度 9.46%，至 57.07。

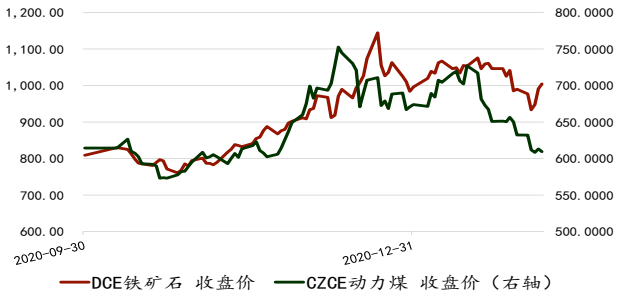
铁矿石与动力煤：截止 2 月 5 日，铁矿石价格上涨，幅度 1.46%，至 1,004.50；动力煤价格下降，幅度-3.61%，至 609.40。

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



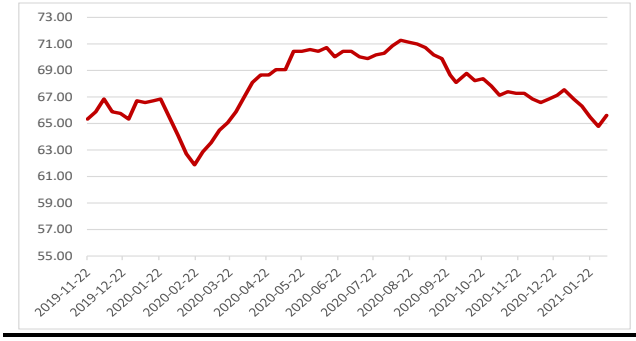
数据来源：Wind，中财期货研究院

5.2 中游

高炉开工率：截止 2 月 5 日当周，高炉开工率为 65.61%，较前值上涨，环比 0.83%，较上月末下降，月同比-1.93%。

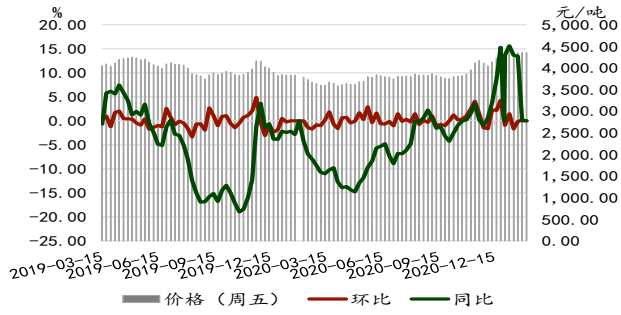
建材价格：螺纹钢库存较上周上涨，环比 24.85%；水泥价格指数较上周下降，环比-0.60%；玻璃价格指数较上周下降，环比-0.56%。

图 13. 高炉开工率



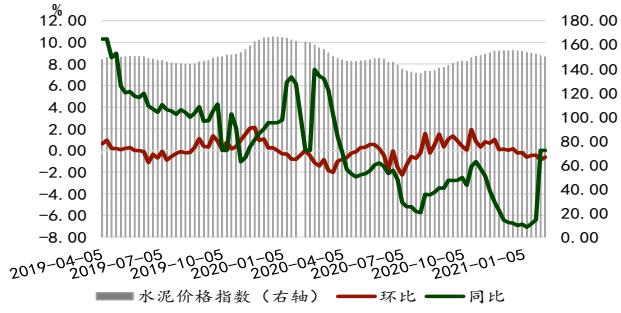
数据来源：Wind，中财期货研究院

图 14. 螺纹钢价格



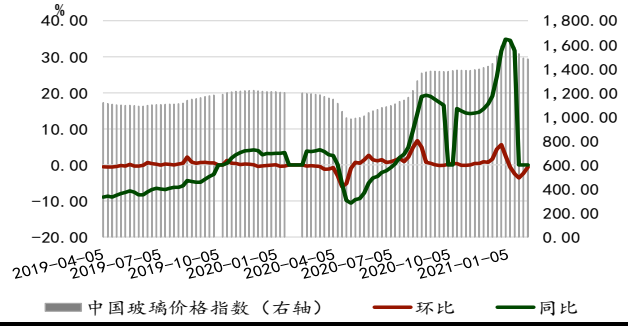
数据来源：Wind，中财期货研究院

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

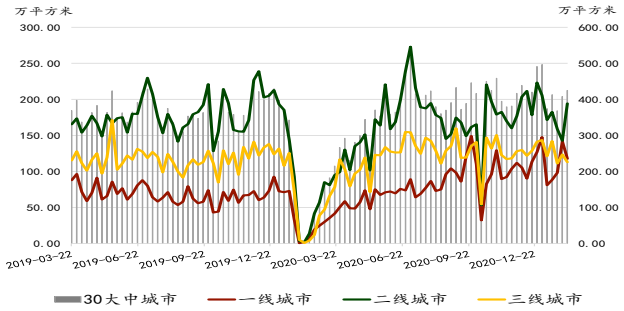


数据来源：Wind，中财期货研究院

5.3 下游

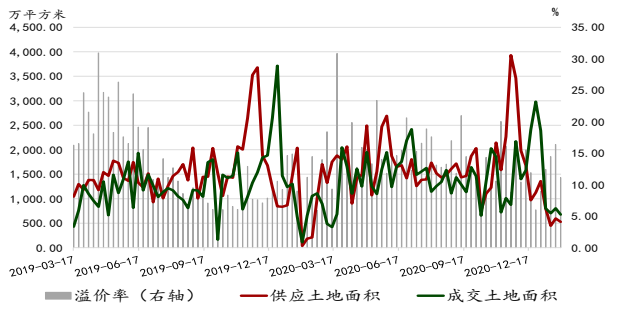
截止 2 月 5 日当周，30 大中城市房地产销售面积为 425 万平方米，较上周上涨，环比 4.13%。其中，一线城市成交面积下降，环比-17.09%，二线城市成交面积上涨，环比 36.18%，三线城市成交面积下降，环比-8.50%。前一周土地供应面积下降，环比-11.58%，成交面积下降，环比-15.83%，成交土地溢价率下降，幅度-5.24%。

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

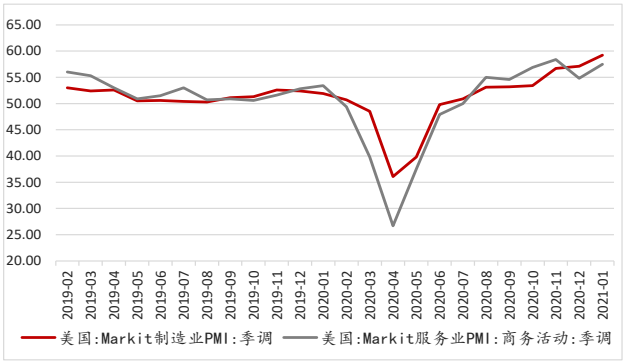


数据来源：Wind，中财期货研究院

六、海外宏观

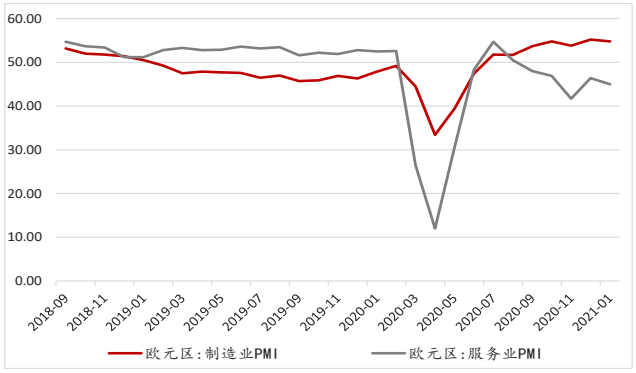
经济：美国复苏偏强，欧洲小幅回落。摩根大通全球制造业 PMI 回落 0.3 个百分点至 53.5，其中美国 Markit 制造业 PMI 有所回升，欧元区、英国下降。美国 1 月 Markit 制造业 PMI 59.2，较上月回升 2.1 个百分点；服务业 PMI 为 57.5，回升 2.7 个百分点；表明由于疫苗接种推进下疫情有所缓解及近期约 9000 亿美元刺激计划的支撑作用，美国经济继续回升，且工业和制造业相对维持强势。欧元区 1 月制造业 PMI 录得 54.8，较上月回落 0.4 个百分点，略好于预期；1 月服务业 PMI 降低至 45.0，较上月回落 1.4 个百分点；PMI 综合指数则达到 47.5。欧洲主要国家来看，德国制造业 PMI 高位回落 1.2 个百分点至 57.1，法国、意大利分别回升 0.5、2.3 个百分点至 51.6、55.1；服务业 PMI 德国、法国分别回落 0.2、2.6 个百分点至 46.8、46.5。英国制造业和服务业 PMI 则分别回落 3.4、10.6 个百分点至 54.1 和 38.8。欧洲 1 月更严格的疫情限制进一步压抑了服务业活动，而欧元区制造业增速降至该行业七个月的复苏以来的最低水平、其中德国制造业数据回落但依然强劲，但势头略有减弱。我们认为，美强欧弱一方面是因为疫情反弹后欧元区防控措施较美国更为严格，而疫苗接种推进下，年后美国新增病例回落速度整体高于欧元区；另一方面，也因为美国去年年底推出了约 9000 亿美元的新一轮经济刺激政策，对于经济复苏有一定支撑作用。2 月中旬以前欧洲主要国家或难以放松防疫措施，短期欧洲经济修复或继续较缓。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；美国近期疫情回落速度整体高于欧元区，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 1 月 PMI 回升



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 20. 欧元区 1 月 PMI 回落

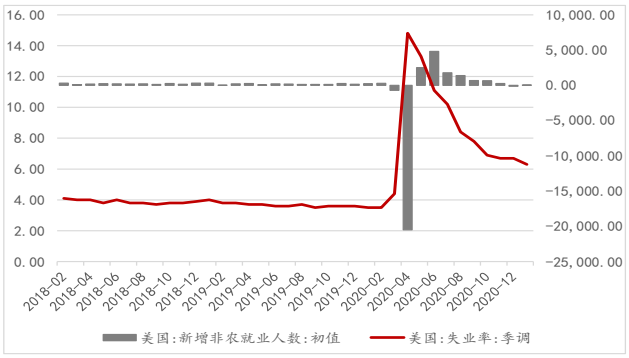


数据来源：Wind，中财期货研究院

美国 1 月非农就业人口新增 4.9 万人，大幅低于市场预期；去年年末非农数值遭下调：11 月非农就业总人数向下修正 7.2 万人，12 月的数值向下修正 8.7 万人，两月总计下调 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，延续强劲上升势头；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 月新增 ADP 就业录得 17.4 万，较上月-7.8 万明显改善；至 1 月 30 日当周首次申领失业金救济人数录得 77.9 万，较上周继续减少 3.3 万人，为连续三周回落；至 1 月 23 日持续申领失业金人数继续回落至 459.2 万，表明疫苗接种推进、新增病例快速下滑等因素推动劳动市场重回改善通道。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；劳动参与率降至 61.4%，前值 61.5%；劳动参与率的下滑表明当前的劳动市场表现依然不够强劲。

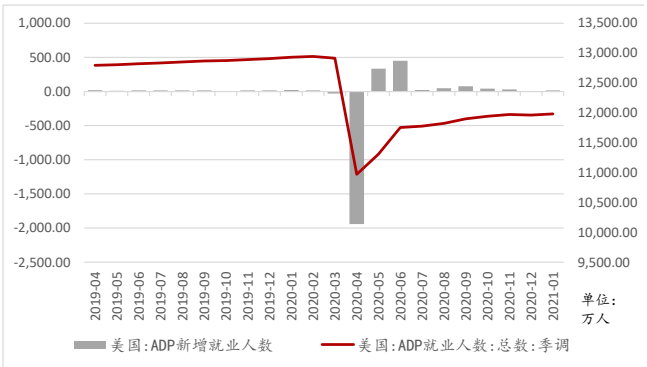
就业数据公布后，拜登敦促推进 1.9 万亿美元刺激计划。拜登和新任财长耶伦均发言，以就业数据为契机，重申大规模财政刺激的重要性。在发言中，拜登强调在低利率环境下采取大规模财政刺激能够驱动更高经济增长，耶伦称：“需要 1.9 万亿美元刺激计划，以缓解新冠大流行带来的痛苦”。当地时间 2 月 5 日，美国参议院在经过辩论与投票后通过了预算决议，意味着民主党未来能够以简单多数票推动拜登政府的 1.9 万亿美元的纾困计划。此前市场预期拜登和民主党为了争取部分共和党议员的支持，最终妥协的方案规模可能会较 1.9 万亿美元小一些。因此，如果“强行”通过 1.9 万亿美元的财政刺激，将超市场预期的。

图 21. 美国 1 月非农就业人口新增 4.9 万人



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 22. 美国 1 月新增 ADP 就业录得 17.4 万



数据来源：Wind，中财期货研究院

美参议院通过预算措施，拜登疫情纾困计划进入获批快速通道。据 CNBC，美国参议院经过 15 小时的鏖战，以 51-50 票的表决结果，通过一项预算法案，将美国总统拜登的 1.9 万亿新冠疫情纾困计划提交众议院以获得最终批准。

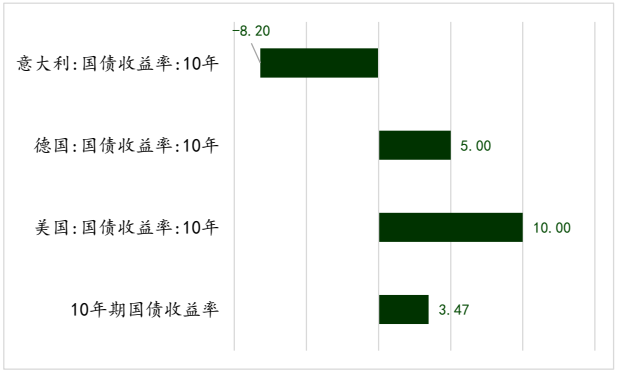
英国央行负利率悬而未决。4 日，英国央行称，如有需要，银行可以开始为负利率做准备。但同时表示，为负利率做准备，并不意味着该货币政策马上会出台，在经济取得重大进展之前，英国央行不打算收紧政策。

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。

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”。

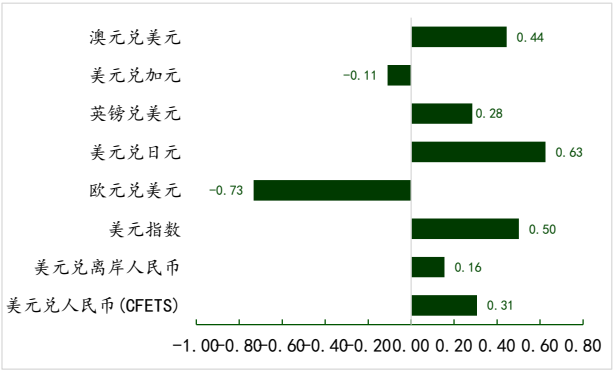
七、全球大类资产表现

图 23. 全球国债



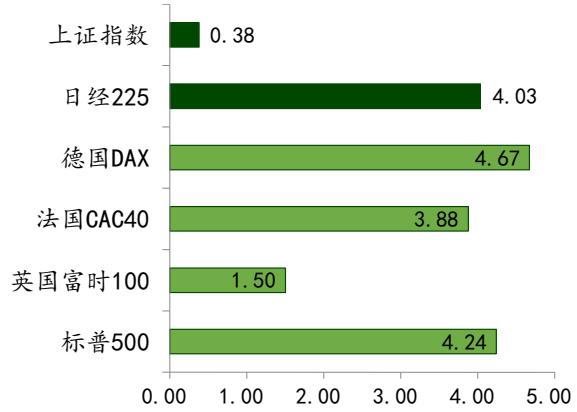
数据来源：Wind，中财期货研究院

图 24. 汇率



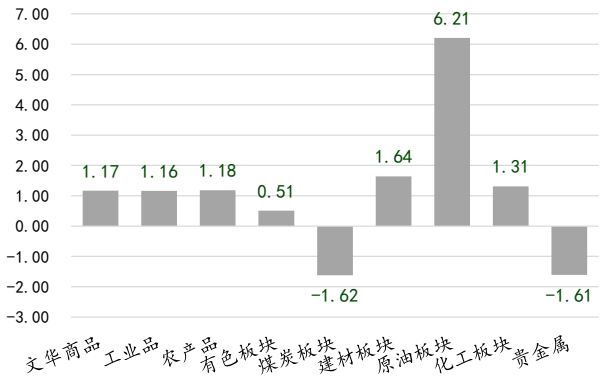
数据来源：Wind，中财期货研究院

图 25. 股指涨跌幅



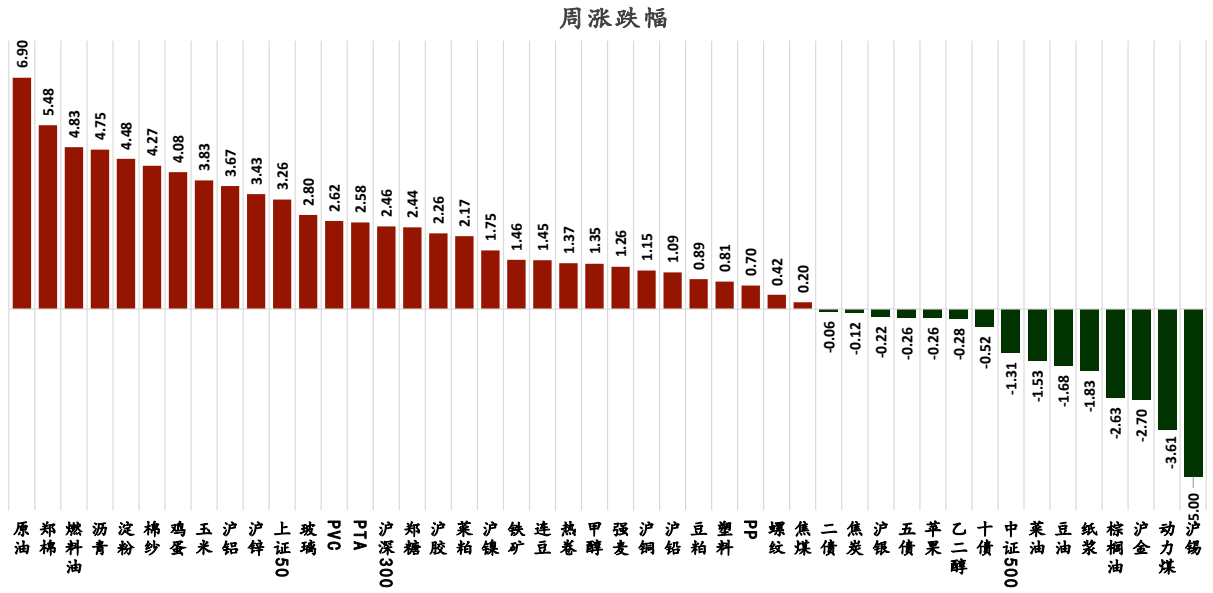
数据来源：Wind，中财期货研究院

图 26. 文华商品



数据来源：Wind，中财期货研究院

图 27.各品种周涨跌幅



数据来源：Wind,中财期货研究院

八、本周关注事件

	日期	国家	数据/事件	时间	前值	预期
第二周	2021/2/7	中国	1 月外汇储备(亿美元)	待定	32165	--
	2021/2/9		1 月 M1:同比(%)	待定	8.6	--
			1 月 M2:同比(%)	待定	10.1	10.2
			1 月社会融资规模:当月值(亿元)	待定	17200	--
			1 月新增人民币贷款(亿元)	待定	12600	35643
			1 月 CPI:同比(%)	9:30	0.2	-0.1
			1 月 PPI:同比(%)	9:30	-0.4	0.2
	2021/2/10	德国	1 月 CPI:同比(%)	15:00	-0.3	-0.3
		英国	第四季度 GDP(初值):同比:季调(%)	15:00	-8.6	--
	2021/2/11	美国	1 月 CPI:同比(%)	21:30	1.4	--
			2 月 6 日当周初次申请失业金人数	21:30	847000	--

多头择机平仓

国债投资策略周报

2021 年 2 月 7 日

■ 观点逻辑

为了防范金融风险，当前央行正边际收紧，经济复苏的势头仍然持续，因此虽然期债下方支撑较强，但难以形成上涨趋势。资金面是短期影响因素，节前资金面正由紧转松，或驱动期债反弹，提供多头离场机会。

■ 主要关注点

资金面、央行操作

■ 操作建议

T2103 多单反弹离场。

■ 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：T2103 多头等反弹离场。为了防范金融风险，当前央行正边际收紧，经济复苏的势头仍然持续，因此虽然期债下方支撑较强，但也难以形成上涨趋势。资金面是短期影响因素，节前资金面正由紧转松，或驱动期债反弹，提供多头离场机会。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。

机会类型	操作建议	评级
单边	97-97.5 做多 T2103，止损参考 96.75，目标 98.5-99。	

二、重点关注

2.1 2 月 3 号盘中传出央行对隔夜利率进行窗口指导，导致市场情绪不佳。

2.2 关注央行投放与资金面变化。

三、资金面

在上周资金面超预期大幅收紧后，本周资金面边际转松。周一至周五央行分别开展 1000 亿、800 亿、1000 亿、1000 亿和 1000 亿逆回购操作，全周累计净投放 960 亿。本周资金面转松一方面有月初的季节性因素，另一方面也与央行加大净投放有关。本周银行间存款类机构 7 天质押式回购利率（DR007）周均值下行 49bp 至 2.42%，一年期 IRS 上行 5bp 至 2.68%，3 个月 Shibor 上行 1bp 至 2.78%。

图 1：央行公开市场单周货币净投放（亿元）

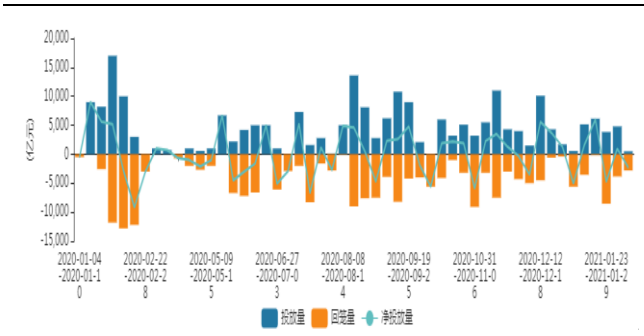


图 2：银行间货币市场利率

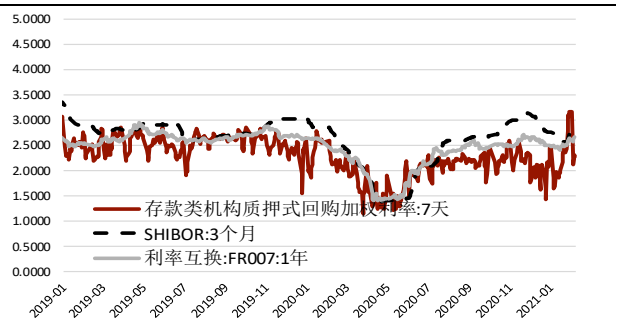
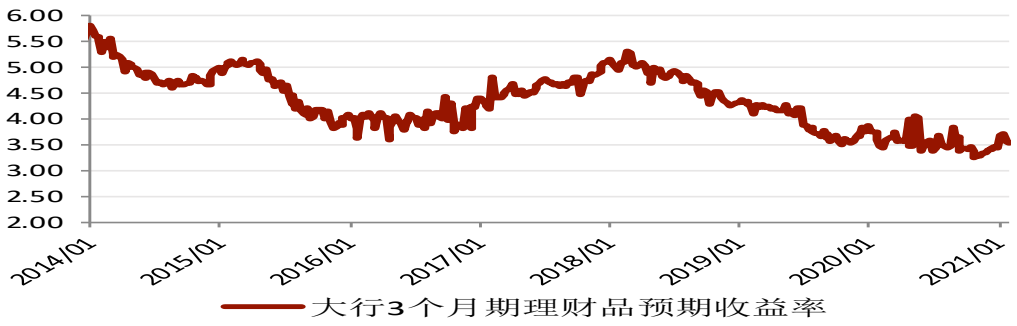


图 3：大型银行三个月理财收益率（%）



资料来源：Wind、中财期货

四、现券市场

二级市场上，截止 2 月 5 日，银行间 2、5、10 年期国债收益率较前一周分别上行 0、8、4bp，10 年期国债收益率 3.22%。国债 10 年期-2 年期利 40p，前值 36bp，10 年期-5 年期利差 17bp，前值 21bp；信用利差 135bp，前值 142bp；美国 10 年期国债收益率上行 8bp 至 1.19%，中美 10 年期国债利差 203bp，前值 206bp。

图 4：国债收益率走势

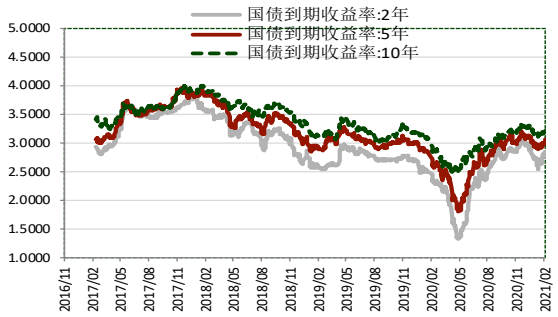


图 5：国债 10-2 利差



图 6：国债 10-5 利差



图 7：信用利差（AA 级）

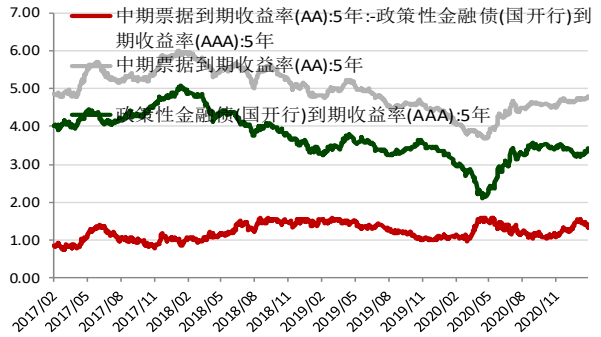


图 8：中美 2 年期国债利差

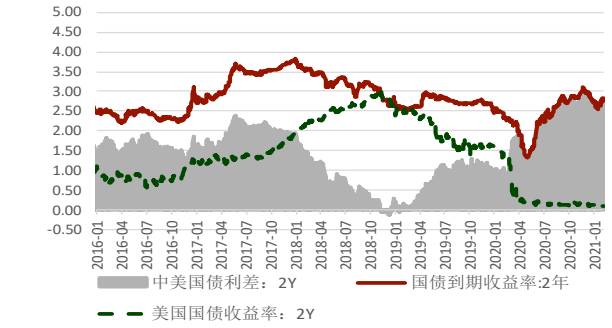
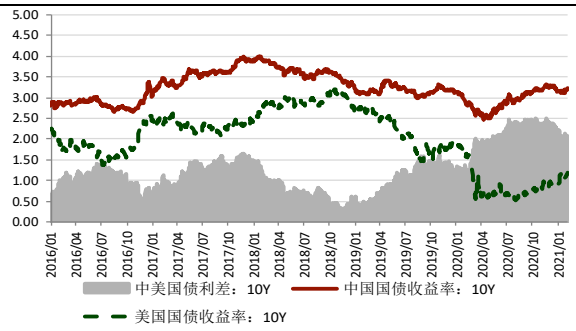


图 9：中美 10 年期国债利差



资料来源：Wind、中财期货

五、期货市场数据

表 1：期货周数据

2021/2/5	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	100.19	100.255	-0.0499	34962	-14601	18132	-3202
TF主力	99.325	99.585	-0.2210	130930	-24941	37863	-12204
T主力	97.235	97.745	-0.4505	278432	-63533	84507	-23261

资料来源：Wind、中财期货

图 10：T 主力合约净基差

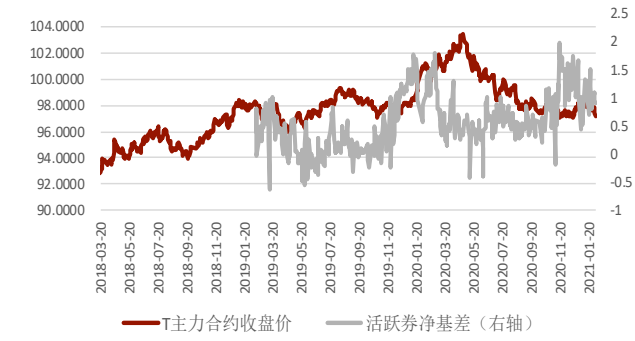


图 11：五债跨期价差



图 12：十债跨期价差

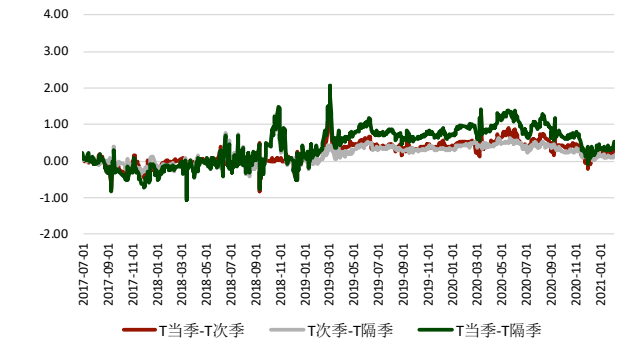
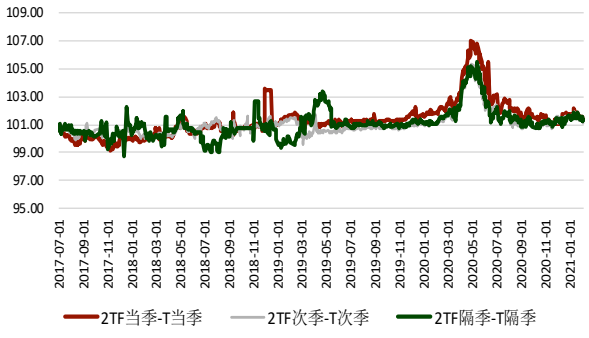


图 13：五债与十债价差



资料来源：Wind、中财期货

关注流动性变化

宏观金融组

■ 观点逻辑

短期来看，流动性可能会成为市场的胜负手。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，那么在股指本轮调整结束释放估值压力后，春躁行情仍有可能继续。短期内股指可以震荡看待，建议多单轻仓持有，沪深 300 指数震荡区间[5200，5800]。股指间来看，主要矛盾在于抱团龙头行情是否会瓦解，短期内资金仍在抱团龙头，IF 和 IH 持续强于 IC，但是很多龙头股估值过高，意味着风险也较大。如果抱团产生分歧，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。

■ 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

■ 风险提示

盈利增长不及预期；冬季疫情二次爆发；美股高位回调风险

股指投资策略周报

2021 年 2 月 7 日



一、策略关注

本周股指涨跌分化，结构性行情明显，抱团龙头行情继续，IC/IH 降至 1.62，再创阶段新低，已经达到了 19 年 11 月的水平。短期来看，流动性可能会成为市场的胜负手。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，那么在股指本轮调整结束释放估值压力后，春躁行情仍有可能继续。短期内股指可以震荡看待，建议多单轻仓持有，沪深 300 指数震荡区间[5200，5800]。股指间来看，主要矛盾在于抱团龙头行情是否会瓦解，短期内资金仍在抱团龙头，IF 和 IH 持续强于 IC，但是很多龙头股估值过高，意味着风险也较大。如果抱团产生分歧，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。

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 据港交所披露易最新信息显示，全国社保基金理事会于 2 月 2 日在场内减持 5986.7 万股中国银行 H 股，套现超过 1.59 亿港元。减持完成后，社保基金以“实益拥有人”身份持有的中国银行 H 股股份数量降至 58.08 亿股，持有中国银行 H 股比例也降至 6.94%。而中报显示，截至 2020 年 6 月末，社保基金持有的中国银行 H 股数量达 66.85 亿股

2.2 2 月 4 日，立讯精密公告，控股股东立讯有限及其一致行动人、立讯精密实际控制人之一、副董事长王来胜于 2021 年 2 月 3 日通过大宗交易系统减持公司股份共计 1.4 亿股，占公司总股本 2%。公告表示，减持资金将主要用于其他产业投资及部分偿还立讯有限银行借款的资金需求。Wind 资讯显示，这 2%（2 笔）的大宗交易的成交价为 51.11 元，套现金额为 73.37 亿元。而再次之前，最近一年多来，控股股东、实控人之一、高管及配偶等重要股东已经套现 120 亿元，2020 年以来重要股东减持高达 194 亿元。

2.3 刚刚过去的一周，除了贵州茅台、招商银行等少数万亿市值龙头仍在屡创新高外，大量千亿市值级别的行业龙头公司股价出现高位波动，部分品种短期遭遇较大幅度回撤，显示“抱团”筹码有所松动。Wind 数据显示，129 只千亿市值级别的公司中，有 58 只本周股价遭遇下跌。

三、市场数据监控

3.1 股指结构性行情明显

本周股指涨跌分化，结构性行情明显，抱团龙头行情继续，沪深 300 指数涨 2.46%，上证 50 指数涨 3.43%，中证 500 指数跌 1.67%。申万一级行业中，休闲服务大涨 13%，银行、食品饮料涨 6%领涨；国防军工、有色金属领跌。两市成交额继续缩量，5 个交易日均位于万亿元级别以下，2.1 日和 2.5 日均未达到 9000 亿元。北向资金“逆市抄底”，5 个交易日均为净流入，本周共净流入 253 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	6,338.64	6,239.87	-106.3	-1.67	1662.42亿	1874.24亿	
上证50	3,712.78	3,840.77	127.5	3.43	1016.78亿	1055.74亿	
沪深300	5,356.85	5,483.41	131.45	2.46	3849.23亿	持仓量	周增仓
IF2102	5,355.0	5,473.8	150.6	2.83	80,810	69,519	-13755
IF2103	5,330.0	5,463.2	152.2	2.87	30,048	94,614	+2423
IF2106	5,278.0	5,395.0	142.8	2.72	6,629	32,695	+1363
IF2109	5,212.0	5,321.0	126.0	2.43	1,782	7,115	+1457
合计					119,268	203,943	-8512

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	7.42	128.06	食品农业/8	3.08	5.76	10.24	商贸物流/13	2.21	2.64	-14.38
地产/11	4.23	1.34	7.77	新能源/7	1.79	10.80	-4.82	传媒/7	1.16	1.43	-0.39
券商/28	7.58	4.43	-45.49	钢铁水泥/7	1.94	1.08	-1.76	通信/7	2.07	1.41	-13.79
保险/5	8.20	3.34	17.51	机械/5	1.38	2.58	0.92	电气/5	1.29	1.77	-2.50
医药/28	6.17	7.59	28.25	电力/10	3.04	0.93	-13.81	自贸区/4	0.57	0.63	-4.19
煤炭/6	1.05	0.41	-5.83	石油/6	1.65	0.41	3.21	综合/6	1.51	2.05	21.61
有色/15	2.57	4.73	-10.40	汽车/11	2.74	3.95	1.28	航天/6	0.84	1.57	-5.22
建工/16	4.45	1.40	-8.91	环保/3	0.36	0.08	-2.20	铁路/3	1.57	0.32	-5.73
家电/10	5.12	4.02	21.27	信息/32	7.05	14.88	-39.93	航空/5	1.01	0.53	-1.68
酿酒/5	5.30	8.05	60.38	化工/10	1.66	3.97	11.98	沪深300	100	3849亿/天	131.45

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	周增仓
IC2102	6,322.0	6,231.2	-50.2	-0.80	60,370.6	62,476	-15606
IC2103	6,249.8	6,175.0	-41.0	-0.66	23,819.4	93,410	+7381
IC2106	6,079.4	5,995.0	-45.0	-0.75	7,884.2	53,795	-1231
IC2109	5,905.0	5,818.4	-55.6	-0.95	4,577.4	21,322	+6792
合计					96,651.6	231,003	-2664
IH2102	3,723.2	3,840.8	137.8	3.72	30,842	28,024	-4676
IH2103	3,716.6	3,830.4	134.8	3.65	11,432	28,158	+2663
IH2106	3,694.8	3,787.0	114.2	3.11	3,494	15,003	+1185
IH2109	3,652.2	3,738.4	109.2	3.01	749	2,434	+549
合计					46,517	73,619	-279

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	9.56	-13.28	建工/18	2.94	0.59	-5.25	煤炭/7	1.04	0.32	-1.99
软件/25	6.23	5.81	-13.34	综合/14	2.95	1.59	-6.40	环保/13	2.27	0.55	-1.54
房地产/35	6.53	1.46	-4.76	建材/7	1.7	0.60	-1.48	生物/7	1.84	1.77	-1.75
医药/41	8.96	4.52	-3.26	军工/9	1.65	3.12	-4.08	酿酒/4	0.74	1.13	-0.46
机械/23	4.06	3.70	-6.23	食品农业/21	5.66	5.67	-0.17	电力/13	2.73	5.16	-7.67
化工/28	5.69	9.54	1.52	家电/10	1.63	0.66	-1.83	造纸印刷/7	1.8	2.12	4.45
有色/21	4.43	7.61	-7.20	服装/6	0.74	0.74	-1.56	金融/12	2.65	2.09	-3.86
电气/19	3.4	3.90	-5.77	消费/11	1.78	1.58	-1.34	新能源/11	2.78	6.61	0.17
物流/13	2.28	1.01	-4.72	港口/7	1.34	0.12	-0.92	公用/6	1.36	0.22	-1.55
传媒/24	4.14	2.16	-6.61	汽车汽配/16	2.47	3.74	1.30	钢铁/11	2.43	0.60	-0.78
电商零售/18	2.91	2.29	-1.35	通信/8	1.73	1.30	-4.55	中证500	100	日均1662.4亿	-106.27

图 7：北向资金净流入

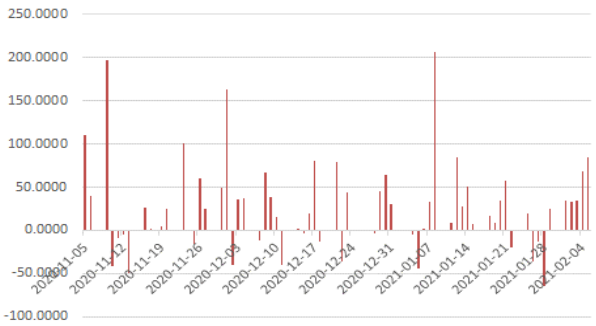
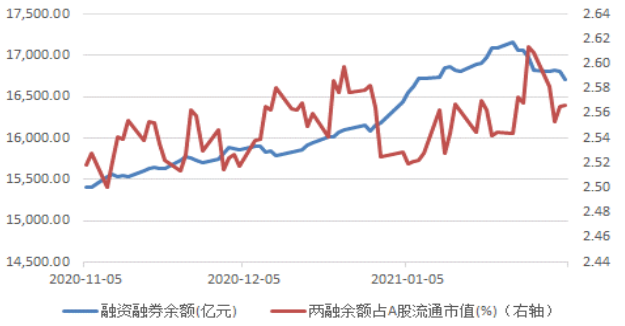


图 8：两融规模



资料来源：wind，中财研究院

3.2 价差

图 9：IF 基差走势

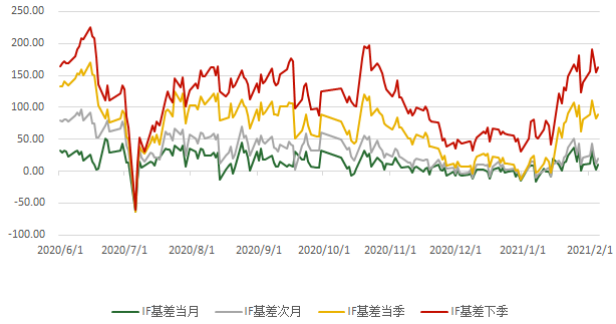


图 10：IH 基差走势

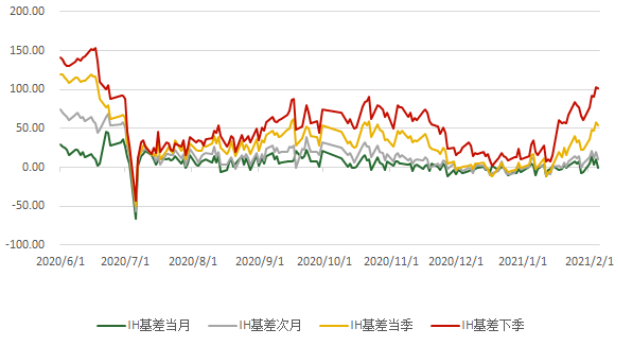


图 11：IC 基差走势

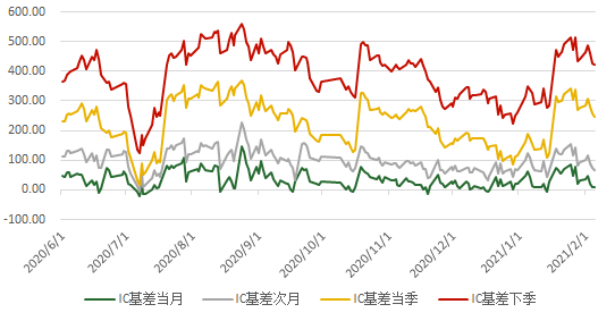
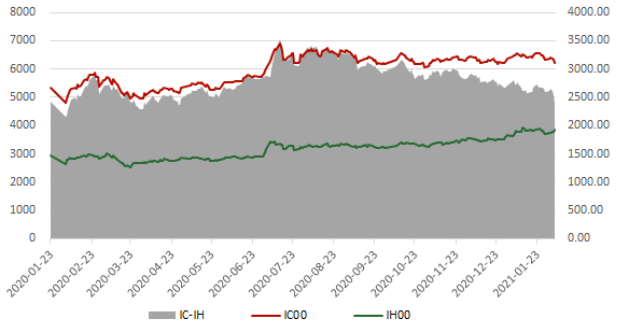


图 12:IC-IH 价差



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 16.5，上证 50 市盈率 TTM 为 14.3，中证 500 市盈率 TTM 为 27.7。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 99%分位点，近 10 年 98%分位点。上证 50 指数位于近 5 年 99%分位点，近 10 年 99%分位点。中证 500 的市盈率位于近 5 年 45%分位点，近 10 年 33%分位点。

图 13：市盈率 TTM

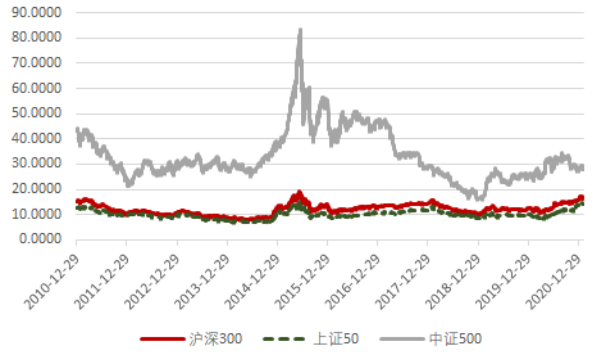


图 14：市净率 PB



资料来源：wind，中财研究院

四、后市展望

本周股指涨跌分化，结构性行情明显，抱团龙头行情继续，沪深 300 指数涨 2.46%，上证 50 指数涨 3.43%，中证 500 指数跌 1.67%。申万一级行业中，休闲服务大涨 13%，银行、食品饮料涨 6%领涨；国防军工、有色金属领跌。两市成交额继续缩量，5 个交易日均位于万亿元级别以下，2.1 日和 2.5 日均未达到 9000 亿元。北向资金“逆市抄底”，5 个交易日均为净流入，本周共净流入 253 亿元。

短期来看，流动性可能会成为市场的胜负手。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，那么在股指本轮调整结束释放估值压力后，春躁行情仍有可能继续。短期内股指可以震荡看待，建议多单轻仓持有，沪深 300 指数震荡区间[5200，5800]。股指间来看，主要矛盾在于抱团龙头行情是否会瓦解，短期内资金仍在抱团龙头，IF 和 IH 持续强于 IC，但是很多龙头股估值过高，意味着风险也较大。如果抱团产生分歧，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。

非农不及预期 金价反弹

■ 观点逻辑

白银的逼空只是一个插曲，逼空测试了白银上方的阻力。近期美元反弹，实际利率稳定，金价受到强美元打击。周五非农就业数据逊于市场预期，提振刺激预期和美元回落，引发金价反弹。但财政刺激政策可能引发利率回升，制约金价，最终金价能否持续反弹仍取决于美联储是否加大宽松力度。

■ 主要关注

美元、美联储政策

■ 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：白银的逼空只是一个插曲，逼空测试了白银上方的阻力。近期美元反弹，实际利率稳定，金价受到强美元打击。周五非农就业数据逊于市场预期，提振刺激预期和美元回落，引发金价反弹。但财政刺激政策可能引发利率回升，制约金价，最终金价能否持续反弹仍取决于美联储。

图 1：沪金



资料来源：Wind，中财期货

二、重点关注

2.1 芝加哥商品交易所集团周一宣布将 Comex 5000 期银的维持保证金上调了 17.9%，白银期货交易的保证金从每份合约 1.4 万美元上调至 1.65 万美元，自 2 月 2 日起生效。Reddit 论坛上的帖子随即呼吁交易员避开这种金属。此外，芝商所还将 COMEX 100 黄金期货初始保证金从 11000 美元/手提高到 12100 美元/手。

2.2 据外媒报道，美国总统拜登及其在国会的民主党盟友周五推进了 1.9 万亿美元的新冠救助计划，议员们批准了一份预算决议，将允许他们在未来几周在没有共和党支持的情况下强行通过拜登的刺激计划。众议院以 219 票对 209 票通过了预算决议，而参议院在周五早些时候投票通过了该预算计划。据此前报道，众议院议长佩洛西预计，最终的新冠救助法案可能会在 3 月 15 日之前在国会通过，届时大流行期间增加的特殊失业福利将到期。此前拜登和民主党高层在白宫会晤时表示，希望尽快实施大规模的援助计划，以抗击新冠大流行。

2.3 美国劳工统计局周五表示，上个月新增就业岗位 4.9 万个，逊于预期，不过失业率降至 6.3%。去年 11 月的就业数据被修正为新增 26.4 万个工作岗位，低于此前估计的 33.6 万个工作岗位。与此同时，报告称，去年 12 月就业人数减少 22.7 万人，逊于最初估计的减少 14 万人。

三、行情回顾

本周（2/1-2/5）贵金属价格下跌。其中，COMEX 金下跌 1.87%，收于 1815.2 美元/盎司，最高 1876 美元/盎司，最低 1784.6 美元/盎司；COMEX 银下跌 0.09%，收于 27.035 元/盎司，最高 30.35 美元/盎司，最低 25.935 美元/盎司。

表 1：贵金属周度行情变化

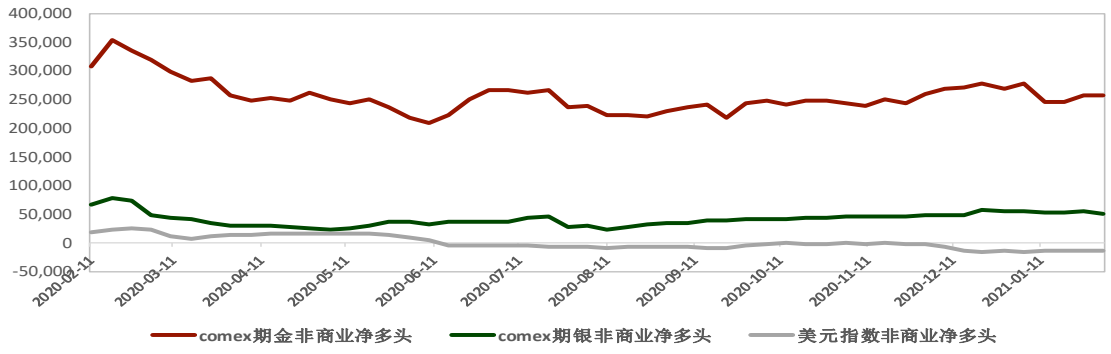
2021/2/5	收盘价	前收盘价	涨跌幅%	最高	最低	持仓量	持仓量变化
伦敦金现	1813.879	1847.2	-1.8039	1871.81	1784.7		
SGE黄金T+D	375.49	384.25	-2.2798	390.2	372.6	166342	166342
COMEX黄金	1815.2	1849.8	-1.8705	1876	1784.6	402086	-2739
SHFE黄金	377.86	388.34	-2.6987	394.18	375.04	123703	5589
伦敦银现	26.8965	26.975	-0.2910	30.0941	25.877		
SGE白银T+D	5394	5383	0.2043	6024	5303	9341626	686786
COMEX白银	27.035	27.06	-0.0924	30.35	25.935	116919	-17063
SHFE白银	5467	5479	-0.2190	6085	5385	454447	17375
人民币兑美元中间价	6.471	6.4709	0.0015	6.4736	6.4605		
美元指数	90.9921	90.5382	0.5013	91.6039	90.5		
标普500	3886.83	3714.24	4.6467	3894.56	3725.62		
CRB综合现货	463.53	458.41	1.1169				
美国:国债收益率:10年	1.19	1.11	7.2072				

资料来源：Wind，中财期货

四、数据跟踪

CFTC 数据显示，截至 2 月 2 日，黄金非商业净多头持仓 257126 手，较前一周减少 420 手（-0.16%）；白银非商业净多头持仓 51409 手，较前一周减少 3051 手（-5.6%）；美元指数非商业净多头持仓-14830 手，较上周减少 111 手（-0.75%）。

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 2021/2/5，SPDR 黄金 ETF 持仓量较上周减少 3.6 吨（-0.31%）至 1156.51 吨；SLV 白银 ETF 持仓量较上周增加 1641.9 吨（+8.77%）至 20364.27 吨。

图 3： SPDR 黄金 ETF 持仓（吨）

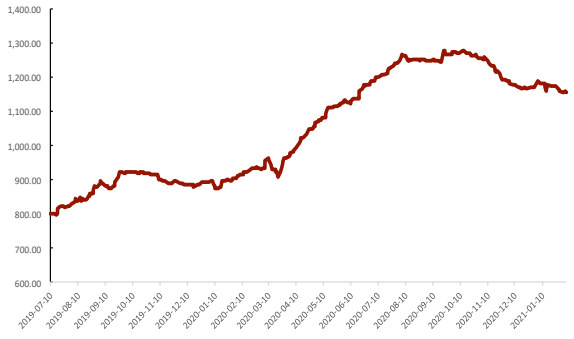
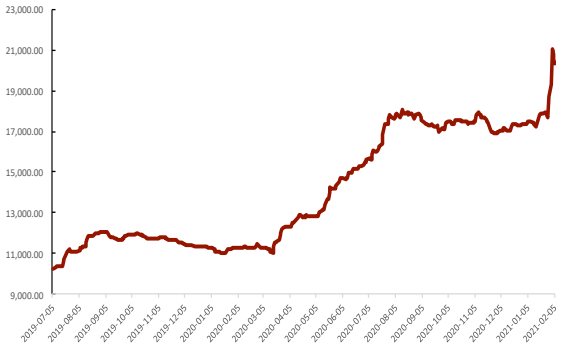


图 4： SLV 白银 ETF 持仓（吨）



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)	2021/2/5	42966.0	166342.0	12808.0	-198	25.83%	29.81%	-1.05	多头减仓
		2021/2/4	34108.0	166540.0	5786.0	5778	20.48%	16.96%	-0.77	空头增仓
		2021/2/3	41230.0	160762.0	5580.0	-62	25.65%	13.53%	-0.69	多头减仓
		2021/2/2	50476.0	160824.0	7748.0	-2342	31.39%	15.35%	-0.86	多头减仓
		2021/2/1	66846.0	163166.0	7478.0	9314	40.97%	11.19%	1.09	多头增仓
		2021/1/29	37328.0	153852.0	5502.0		24.26%	14.74%	0.27	
	AG(T+D)	2021/2/5	10432962	9341626	55590	-56988	111.68%	0.53%	-0.53	多头减仓
		2021/2/4	10755918	9398614	269730	-53406	114.44%	2.51%	-1.63	多头减仓
		2021/2/3	17642544	9452020	248730	-160024	186.65%	1.41%	-2.85	多头减仓
		2021/2/2	21727474	9612044	214080	-494500	226.04%	0.99%	-3.67	多头减仓
		2021/2/1	23027136	10106544	120	78132	227.84%	0.00%	9.44	多头增仓
		2021/1/29	22984524	10028412	265050		229.19%	1.15%	4.54	

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	2021/2/5	221268	199597	4029	863	110.86%	-1.33	空头增仓	7376	-562
		2021/2/4	202228	198734	4029	7402	101.76%	-0.74	空头增仓	7938	-4197
		2021/2/3	220772	191332	4029	1354	115.39%	-1.85	空头增仓	12135	-1888
		2021/2/2	226842	189978	4029	-5365	119.40%	-0.14	多头减仓	14023	192
		2021/2/1	325984	195343	4029	-2299	166.88%	1.15	空头减仓	13831	1671
		2021/1/29	235492	197642	4029		119.15%	0.26		12160	
	AG.SHF	2021/2/5	1751522	647002	2829098	-2470	270.71%	-1.33	多头减仓	4744	-4991
		2021/2/4	1658995	649472	2827822	-3155	255.44%	-0.74	多头减仓	9735	-6629
		2021/2/3	2798612	652627	2815494	-46230	428.82%	-1.85	多头减仓	16364	-1898
		2021/2/2	3070360	698857	2817662	-39919	439.34%	-0.14	多头减仓	18262	-7430
		2021/2/1	2740365	738776	2818791	69014	370.93%	1.15	多头增仓	25692	6503
		2021/1/29	2764508	669762	2827770		412.76%	0.26		19189	

资料来源：Wind、中财期货

2/1-2/5，上期所沪金净多减少 4784 手（-39.34%）至 7376 手，沪银净多减少 14445（-75.28%）至 4744 手。

图 7：沪金净多

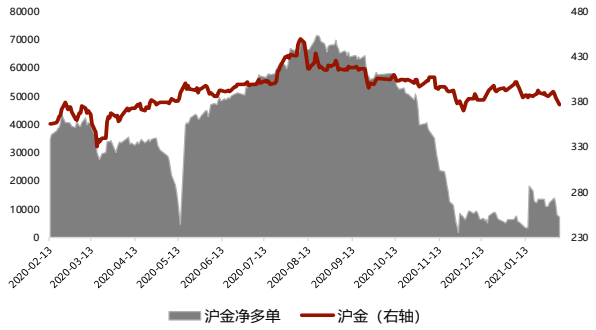
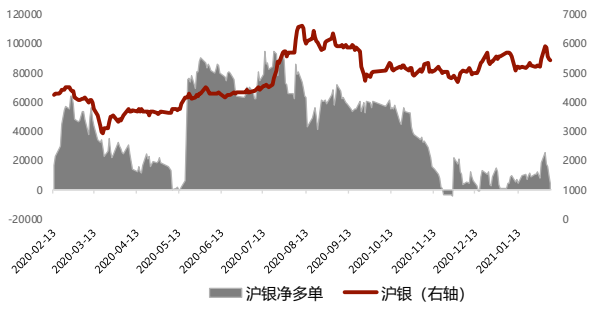


图 8：沪银净多



资料来源：Wind、中财期货

标普 500 VIX 大幅回落。

伦敦金银比价 67.44，前值 68.48。

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 0.50%，收于 90.99（前值 90.54）。美国十年期国债收益率上行 8bp 至 1.19%，10 年期国债 TIPS 收于-1.02%（前值-1.02%），通胀预期（美国十年期国债-美国十年期国债 TIPS）收于 2.21%（前值 2.13%），美德十年期国债利差 167bp（前值 165bp）。

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

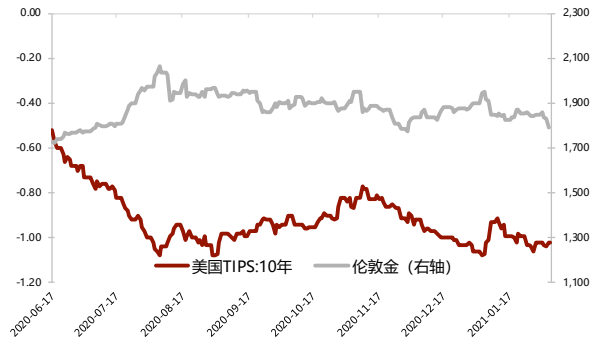
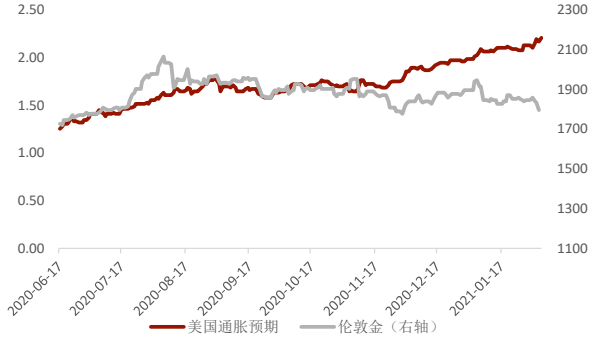


图 14：通胀预期与伦敦金



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。