

宏观股指季报

国元期货研究咨询部

经济景气回暖 期指止跌反弹

主要结论:

中国经济上行修复的趋势还没有走完，二季度大概率延续稳健上行的趋势，生产端继续保持强势，需求加速回升。二季度生产端表现应该延续强势，需求端应有明显好转，消费数据大概率反弹。

宏观政策逆周期调节的必要性降低，二季度大概率继续保持收敛状态，但以稳为主、不急转弯。

二季度价格指标表现分化的趋势继续。CPI 受食品价格的拖累大概率表现较弱，PPI 在新涨价因素的作用下继续上行。

二季度的期指行情主要来自于基本面的预期差，季报业绩表现，市场风格转换三个方面。机构资金或继续选择进入性价比较高的低估值板块。沪深 300、上证 50 估值较高处于下风，但破位的可能性不高。整体判断二季度是震荡反弹走势。

宏观金融

许雯

电话：010-59544994

邮箱：xuwen@guoyuanqh.com

期货从业资格号 F3023704

投资咨询资格号 Z0012103

相关报告

目 录

一、宏观经济分析	1
(一)、经济扩张放缓	1
(二)、生产端延续强势	3
(三)、需求端整体走弱	4
1、投资增速下降	4
2、消费增速放缓	8
3、进出口延续上行趋势	9
(四)、价格指数走势分化	10
(五)、金融数据超预期回升	12
二、二季度宏观经济展望	17
三、股指期货行情分析	18
(一)、2021Q1 行情回顾	18
(二)、两融余额均在高位	19
(三)、标的指数估值下降	20
(四)、企业利润改善	21
(五)、基差波动加大	22
四、二季度股指期货展望	23

附 图

图 1: 制造业 PMI	1
图 2: 非制造业 PMI	1
图 3: PMI 生产和新订单指数	2
图 4: 各类型企业 PMI	2
图 5: 工业增加值	4
图 6: 工业增加值	4
图 7: 固定资产投资	5
图 8: 基础设施投资	5
图 9: 房地产开发投资	7
图 10: 社会消费品零售总额	7
图 11: 进出口同比	10
图 12: 月度进出口数据	10
图 13: CPI	11
图 14: CPI 新涨价因素与翘尾因素	11
图 15: PPI	12
图 16: PPI 新涨价因素与翘尾因素	12

图 17: 货币供应	13
图 18: 社会融资规模	13
图 19: M2、社会融资剪刀差	15
图 20: 贷款余额同比增速	15
图 21: 外汇储备	16
图 22: 外汇占款	16
图 23: 沪深 300 行情回顾	19
图 24: 市场风格	19
图 25: 融资余额	20
图 26: 融券余额	20
图 27: 沪深 300PE	20
图 28: 上证 50PE	20
图 29: 中证 500PE	21
图 30: 2019-2020 正标的指数估值	21
图 31: 沪深 300 主力合约现货期货价差	22
图 32: 上证 50 主力合约现货期货价差	22
图 33: 中证 500 主力合约现货期货价差	22

一、宏观经济分析

2021年中国经济下行之后迎来复苏，经济增速将延续上升趋势，同比经济数据前高后低，上半年会显著高于下半年，环比数据则不会有特别显著的异常波动。2021年初由于局部疫情、春节放假等突发、季节性因素的影响，经济增长步伐有一定程度的放缓。可以承受正常的景气波动，说明经济已经恢复正常且韧性较强。

新冠疫苗落地，全球主要经济体经济呈现疫后快速恢复格局，由于需求恢复、主要国家财政政策扩张等因素海外通胀预期走强，主要国家国债收益率上行，国际资本市场波动加剧。

（一）、经济扩张放缓

领先指标来看2021年2月受季节因素影响景气下降。首先春节时传统生产的淡季，PMI走弱有一定的季节性因素。另一方面，局部疫情的防疫措施和“就地过年”等政策对内需造成负面影响。PMI指数仍保持在扩张区间，若疫情超预期发展或者地产基建领域收缩，PMI将继续回落。

图 1：制造业 PMI

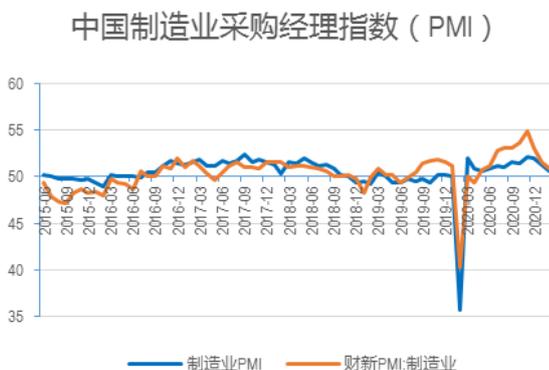
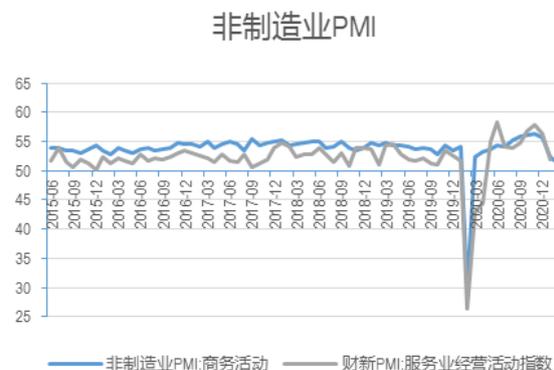


图 2：非制造业 PMI



数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

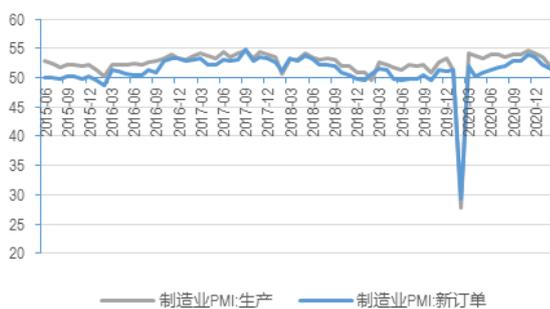
2021年2月PMI数据全面回落，基本符合市场预期。2月官方制造业PMI为50.6%，较1月回落0.7个百分点，连续12个月处于临界点上方，制造业景气度回落。财新制造业PMI为50.9%，较上月下降0.6个百分点，景气改善势头减弱，变化趋势与官方数据相同。制造业扩张速度明显放缓。2月官方非制造业PMI为51.4%，较1月下降1个百分点，非制造业扩展放缓。非制造业维持较高景气，但受局部疫情影响，非制造业的活力下降。

2月大型企业PMI为52.2%比上月上升0.1个百分点、中型企业PMI为49.6下降1.8个百分点、小型企业PMI为48.3%回升1.1个百分点，低于临界点。各类型企业景气整体下降。中大型企业的景气度要相对好于小型企业，小型企业的景气偏弱，对制造业就业造成负面影响。

图 3：PMI 生产和新订单指数

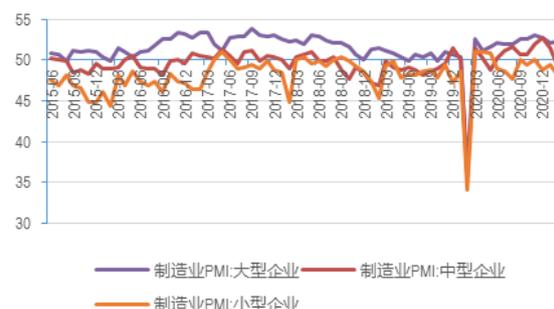
图 4：各类型企业 PMI

生产指数和新订单指数



数据来源：Wind、国元期货

大、中、小型企业PMI



数据来源：Wind、国元期货

从分类指数来看，2月构成制造业PMI的5个分类指数全部较上月下降。5个分类指数中仅生产指数、新订单指数位于临界点之上。其中生产指数为51.9%

下降 1.6 个百分点，生产扩张放缓；新订单指数为 51.5 下降 0.8 个百分点，需求扩张减弱；原材料库存指数 47.7% 下降 1.3 个百分点，库存下降；从业人员指数为 48.1% 下降 0.3 个百分点，制造业就业景气较低；供应商配送时间指数 47.9% 下降 0.9 个百分点，供货时间放慢。

进出口重要指标显示，新出口订单指数 48.8% 下降 1.4 个百分点，进口指数为 49.6 % 下降 0.2 个百分点，进出口均有所回落，有一定季节因素影响，也有内外需求走弱的因素，需求下降将拖累外贸领域景气度。

（二）、生产端延续强势

生产方面，生产端延续去年以来的强势，工业生产维持高增长，工业增加值同比增速超过疫情之前的水平。去年一季度工业生产受到疫情影响严重下滑，基数较低。全球制造业进入上行阶段，外需较强带来出口订单支持。局部疫情下的“就地过年”政策影响下春节后企业复工提前，开工时间长于历史同期。由于去年的低基数给今年的同比数据分析造成了很大的干扰，统计局公布了两年平均增长率，参照环比数据来进行分析判断。

2021 年 1-2 月中国工业增加值同比增长 35.1%，比 2019 年同期增长 16.9%，两年平均增长 8.1%，好于 2020 年末的 7.3%，也是近年来同期较高水平。环比增长 0.69%，1、2 月份的环比数据明显强于往年同期。生产端持续强势，恢复情况已经超过疫情之前的水平。

1-2 月份三大门类中采矿业增加值同比增长 17.5% 增速加快 2.9 个百分点，制造业增长 34.2%，电热燃气水增长 19.8%。制造业持续保持了较高增速，采矿业拖累整体工业生产。41 个行业大类中有 40 个行业增加值保持同比增长，较 20

年末增加 5 个；612 种产品中有 565 种产品同比增长，较去年年末增加 148 种。工业生产数据中结构特征依旧明显，中上游产业链表现较强。汽车制造业增长 70.9% 行业景气度持续修复，建筑业景气度好建材生产较强，下游偏消费类行业生产疲弱态势有一定改善。

图 5：工业增加值

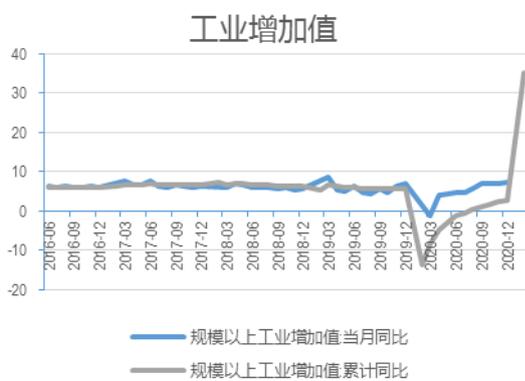
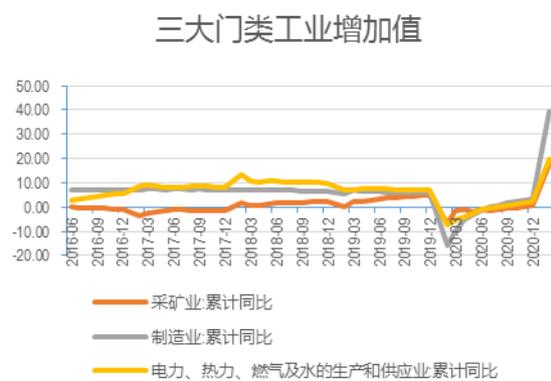


图 6：工业增加值



数据来源：Wind，国元期货

数据来源：Wind，国元期货

国内生产端已经超过疫情之前的水平，需求响应相对滞后，去年三季度以后消费好转需求端走强，由于需求端响应逐步增强可望形成“生产-消费-生产”相互促进的正向循环，市场对于生产端增长能够保持较长的持续性偏向乐观。由于基数效应二季度工业增加值增速应较一季度大幅回落、维持在历年同期高位。

（三）、需求端整体走弱

1、投资增速下降

投资方面，固定资产投资增速下降。由于局部疫情、宏观政策常态化、财政支出节奏靠后、新增专项债额度下达较晚等因素投资偏弱。主动投资的意向

逐步走强，正常的投资需求成为投资增长的主要动力。投资的主要构成中地产投资继续向好，基建投资当月增速略有放缓，制造业投资走弱。

1-2 月份中国固定资产投资 4.5 万亿元，同比增长 3.5%，较 19 年同期增长 3.5%，两年平均增速为 1.7%。较 20 年末的 2.9% 有所下滑。其中民间投资 2.6 万亿元，同比增长 36.4%，两年平均增长 1.4%。一般来说每年前两个月的投资额全年占比均比较低，3 月份之后投资进入发力期，对于今年 1-2 月份的投资增速回落暂不必悲观，还需观测后续情况。

分产业看，第一产业投资 0.1 万亿元，同比增长 61.3%；第二产业投资 1.2 万亿元，同比增长 34.1%；第三产业投资 3.2 万亿元，同比增长 34.6%。第二产业投资恢复进展较慢，第三产业的进展比较稳健，可以部分对冲制造业投资需求不足的影响。二季度投资继续修复的概率较大。

制造业投资方面，1-2 月制造业投资同比增长 37.3%，两年平均下降 3.4%，较 20 年末的同比-2.2% 降幅扩大。主要是今年春节较晚，制造业投资通常在年后落实。另一方面年初局部疫情对企业投资信心有一定影响，观望情绪较重。3 月份之后由于需求支撑，制造业投资有望提速。

图 7：固定资产投资

图 8：基础设施投资

固定资产投资



数据来源: Wind, 国元期货

基础设施投资



数据来源: Wind、国元期货

基础设施投资方面，增速放缓。今年地方专项债额度下达较去年晚，财政支出进度较慢。1-2月基础设施投资增速同比增长36.6%，两年平均下降1.6%，较20年末的同比0.9%下降。基础设施投资主要起到宏观政策逆周期调节的作用，在经济恢复正常之后，基建托底投资、托底经济的紧迫性下降。

在结构方面基建投资或依据政策导向调整，代表传统基建的电力、铁路、公路等领域的投资增速下降，但是新基建方向的智能交通基础设施，智慧能源基础设施以及国家大力发展的充电桩、光伏、风电这些产业增速提高。今年基建托底的重要性仍存。从财政约束的角度来看，对于财政政策托底基建的力度不宜预期太高。对于2021年财政政策扩张的力度不宜预期太高，大概率较2020年收缩。

房地产开发投资表现强于其他领域。由于需求支撑较强，在主要投资板块中，房地产投资属于较为强势的部分。1-2月中国房地产开发投资1.4万亿，同比增长38.3%，较2019年同期增长15.7%，两年平均增长7.6%。地产韧性仍强。

施工方面，1-2月房屋施工面积77.1亿平方米，同比增长11%，涨幅较2020

年末提高 7.3 个百分点；新开工面积 1.7 亿平方米，同比增长 64.3；竣工面积 1.35 亿平方米，同比增长 40.4%。新开工、竣工增速提高较多。

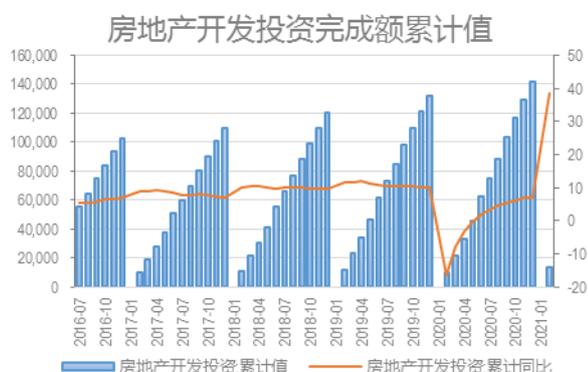
销售方面，1-2 月商品房销售面积 1.74 亿平方米，同比增长 105%，较 2019 年同期增长 23.1%，两年平均增长 11.0%。销售额 1.92 万亿元，同比增长 133%，较 2019 年同期增长 49.6%，两年平均增长 22.3%。量价齐升，地产销售持续好转，销售数据一直比较乐观。

年初以来地产政策一直较紧，地产信贷受到严厉监管。地产政策导向上中央一直坚持房住不炒，又以因城施策为补充，市场主流观点认为 2021 年房地产投资增速不会太高，由于监管严格与高基数的影响，房地产投资增速或逐渐回落。

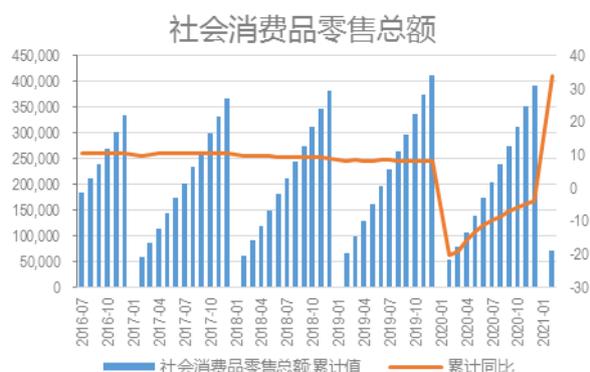
市场主流观点认为 2021 年房地产投资增速持续处于高位有压力，回落的概率较高，全年投资增速不会太高，而制造业投资能够低位回升对冲房地产投资的下滑影响，基建稳定依然起到托底经济的作用。整体来看，2021 年主动性投资需求将继续回升，同时扩张性的财政政策在投资领域起到重要作用，逆周期调节政策会起到托底作用。

图 9：房地产开发投资

图 10：社会消费品零售总额



数据来源：Wind，国元期货



数据来源：Wind、国元期货

2、消费增速放缓

消费方面，1-2月社会消费品零售总额增速放缓。主要是受到了突发局部疫情以及就地过年政策的影响。1-2月份社会消费品零售总额6.97万亿，同比增长33.8%，较19年同期增长6.4%，两年平均增速为3.2%。3月份之后局部疫情消除，消费逐步回升。由于就业、收入等方面的压力，消费时需求端回升最缓慢的部分，距离疫情之前的水平尚有不小的缺口。后疫情时期全国居民的消费行为发生了显著的结构变化，餐饮消费处于较低水平，网络零售保持较高增速。

居民收入增长受经济下行影响的概率较大，从而对消费的恢复过程造成负面影响。2020年全国居民人均可支配收入32189元，同比名义增长4.7%，实际增长仅2.1%。2月份全国城镇调查失业率为5.5%较20年末的5.2%有一定程度的反弹。可以说与疫情前相比居民就业、收入方面的增长还面临不小的压力。就业与收入压力可能会对消费持续回升造成不利影响。

2014年以来社会消费品零售总额的增速一直处于缓慢下行的趋势中，长期的缓慢趋势没有明显改善。2021年二季度由于去年的基数很低，消费大概率反

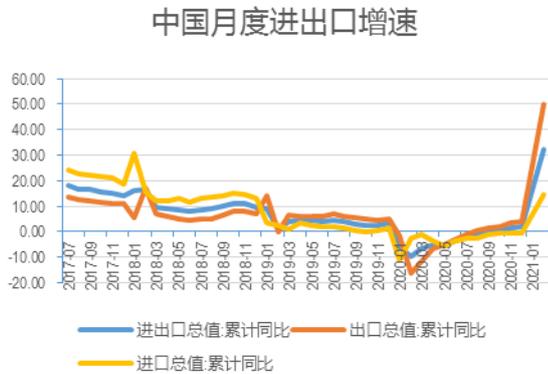
弹，社零增速继续回升。

3、进出口延续上行趋势

中国今年前两个月进出口实现创纪录增长。2021年1-2月份中国进出口总值5.44万亿，同比增长32.2%；出口3.06万亿，同比增长50.1%；进口2.38万亿，同比增长14.5%；贸易顺差6758.6亿元。单月来看，2月份中国进出口总值2.42万亿，同比增长57%；出口1.33万亿，同比增长139.5%；进口1.09万亿，同比增长10.3%；贸易顺差2472.8亿元。

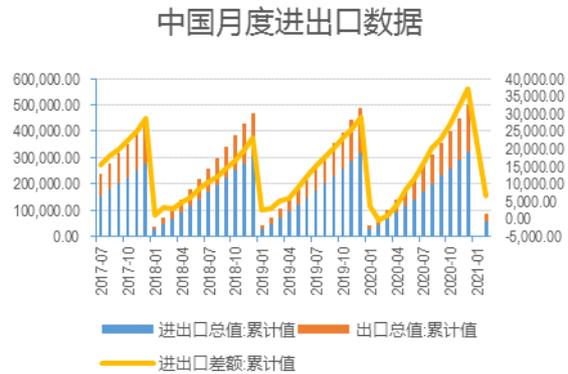
不论从绝对数量还是增速来说今年初外贸表现超预期。主要原因有以下三个方面。去年年初新冠疫情对贸易领域的冲击较大，导致外贸短期失速，去年同期基数极低。外需方面，疫苗落地之后英美等国接种进度较快，全球制造业进入上行趋势带动外部主要经济体增速加速，外需走强提振出口。分国家看，1-2月出口美国同比高达87.3%，其他主要出口国分别为英国84.4%、欧盟62.6%、日本47.7%、东盟53%。对中国需求回升的强度也对应了这些国家经济快速修复需求回升的程度，基本和其经济数据走势相印证。美国、欧洲仍是拉动中国出口高增的主要动力。内需方面，工业上游产品量多数上升生产端需求较强。1-2月进口铁矿砂1.82亿吨，增加2.8%；原油8956.8万吨，增加4.1%；天然气2079.6万吨，增加17.4%；初级形状的塑料561.1万吨，增加8%；钢材239.5万吨，增加17.4%；未锻轧铜及铜材88.4万吨，增加4.7%；进口机电产品1.04万亿元，增长25.4%。虽然2021年开年在局部疫情的影响下国内经济景气度有一定程度的下降，但生产端一直较强，需求端的负面影响也好于预期，经济韧性较强内需表现不弱。

图 11: 进出口同比



数据来源: Wind, 国元期货

图 12: 月度进出口数据



数据来源: Wind、国元期货

(四)、价格指数走势分化

2 月份价格指数回升, 消费品价格处于相对低位。CPI 同比下降 0.2%, 回升 0.1 个百分点, 环比上涨 0.6%; PPI 同比上涨 1.7%, 回升 1.4 个百分点, 环比上涨 0.8%。消费品价格表现较弱, 工业价格继续上扬, CPI-PPI 剪刀差继续下降。

CPI 方面, 2021 年 2 月 CPI 同比-0.2%, 同比降幅收窄 0.1 个百分点, 环比上涨 0.6%, 环比涨幅回落 0.4 个百分点, 核心 CPI 同比持平环比上涨 0.2 个百分点。CPI 走势较弱, 主要受到食品价格的拖累, 基期效应和春节错位扰动也是部分原因。2 月份食品价格同比下降 0.2%, 非食品价格同比下降 0.2%。食品中, 受去年同期基数较高影响, 猪肉价格同比下降 14.9%, 降幅比上月扩大 11.0 个百分点; 环比上由于生猪出栏持续恢复, 猪肉价格由上月环比上涨 5.6% 转为下降 3.1%。原油价格稳步上行, 带动汽油、柴油和液化石油气价格上涨。年初以来, 受局部疫情、就地过年政策、春节错月、基数等因素的影响 1、2 月份 CPI 表现较弱, 环比数据也明显弱于往年同期。

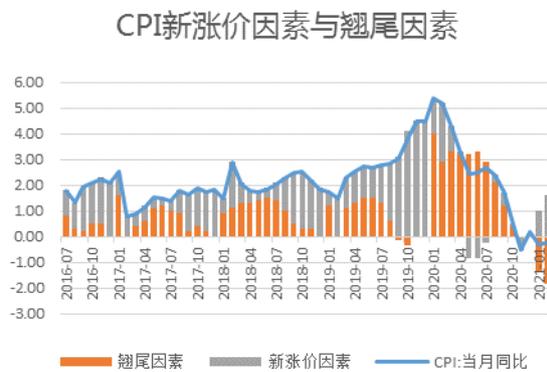
在 2 月份 0.2% 的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 -1.8 个百分点，新涨价影响约为 1.6 个百分点。新涨价动能的持续性应该尚可，由于 12 月以来农产品价格、能源价格有一定上行，叠加服务业需求好转，医疗、教育、房租等非食品价格易涨难跌，而基数效应和春节错位的影响是短期的将逐步消退，因此二季度 CPI 继续从低位小幅温和回升概率大。

图 13: CPI



数据来源: Wind, 国元期货

图 14: CPI 新涨价因素与翘尾因素



数据来源: Wind, 国元期货

PPI 方面，工业品价格继续回升，印证生产端较强的市场判断。2021 年 2 月 PPI 同比上涨 1.7%，涨幅扩大 1.4 个百分点，PPI 环比上涨 0.8%，回落 0.2 个百分点，得益于今年的原地过年政策，生产较强，工业品需求不弱。上游生产资料价格继续保持上扬态势，同比上涨 2.3%，下游生活资料仍乏力，同比 -0.2%，价格走势分化。上游生产资料价格继续较快上扬，原油、有色、黑色、煤炭产业链商品价格普遍大涨，随着上游工业品价格传导，中下游工业品价格也逐渐转暖。

据测算，在 2 月份 1.7% 的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 -0.1

个百分点，新涨价影响约为 1.8 个百分点。全球通胀预期、经济边际改善促使大宗商品需求预期升温及全球流动性宽松等因素，共同推动大宗商品价格上涨，带动 PPI 持续上行。

国内产出增长相对较快，工业品需求较好。国际方面，疫苗落地后全球需求复苏预期以及美国财政扩张预期支撑国际油价、有色、铁矿石价格大幅上升。经济修复渐进式推进的过程没有结束，PPI 仍处于低位回升的过程中，二季度大概率继续攀升。

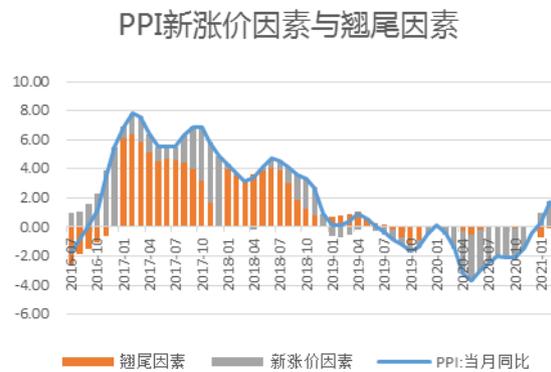
2021 年 CPI、PPI 走势分化。CPI 在 2021 年位于低位，先走低再回升，整体温和通胀；PPI 在 2021 年继续攀升，先回升再回落，整体好于 2020 年。

图 15: PPI



数据来源: Wind、国元期货

图 16: PPI 新涨价因素与翘尾因素



数据来源: Wind、国元期货

(五)、金融数据超预期回升

2 月金融数据表现好于预期。2021 年 2 月 M2 余额 223.6 万亿元，同比增长 10.1%；社会融资规模存量 291.36 万亿元，同比增长 13.3%；人民币贷款余额 177.68 万亿元，同比增长 12.9%。1 月份金融数据增速回落之后 2 月金融数据增速超预期

期回升，信贷需求较强反映了经济活性增强。整体来看，货币供应、社融、信贷增长依然处于高位，但此轮金融数据的高点已过，依据央行货币政策执行报告对于后续货币政策执行思路的表述，金融数据继续高增长的空间有限，大概率在现有水平上缓慢地小幅回落。

货币供应方面，货币供应增速波动较大。2月末M2余额223.6万亿元，同比增长10.1%，增速较上月提高0.7个百分点，较上年提高1.3个百分点；M1余额59.35万亿，同比增长7.4%，较上月下降7.3个百分点，较上年上升2.6个百分点；M0余额9.19万亿，同比增长4.2%，较上月上升8.1个百分点，较上年下降6.7个百分点，净投放现金2299亿元。M0大幅波动主要源于春节错位，现金投放较去年同期下降。M1增速大幅下行，一方面是因为今年春节在2月中旬，企业留存的大量活期存款以年终奖的形式转移到居民部门。M2增速上升主要得益于信贷投放较强以及财政投放发力财政存款下降。

过于宽松的流动性容易引发通胀担忧，央行将依据经济状况逐步回收去年因疫情投放的货币，2021年宏观政策以稳杠杆为主，在稳杠杆阶段2021年总量政策大概率保持适度收敛。虽然当前货币政策以稳为主，不会急转弯，总量收敛的基调不改变。

图 17: 货币供应

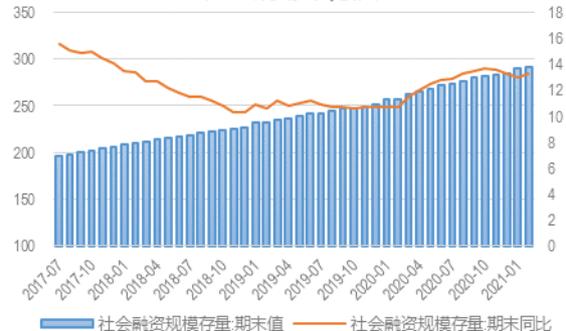
图 18: 社会融资规模

货币供应M1、M2同比增速



数据来源: Wind、国元期货

社会融资规模



数据来源: Wind、国元期货

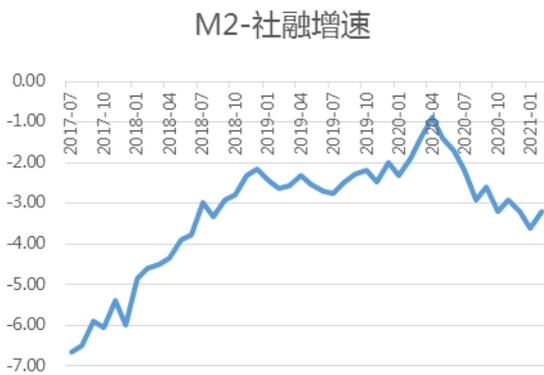
社会融资方面, 2月社融增速小幅回升, 增速一改连续小幅下滑趋势。2月份社融超预期多增主要源于信贷投放超预期。社融增速虽大概率见顶但依然处于高位, 由于去年3月份之后央行为对冲疫情导致的经济下行风险进行了逆周期调节, 新增社融基数较高, 后期社融增速继续回落的概率较大。

存量看2月社会融资规模存量为291.36万亿, 同比增长13.3%, 比上月上升0.3个百分点, 较去年同期提高2.6个百分点。分项来看同比上升的有: 实体经济人民币贷款176.76万亿元同比增长13.5%, 较上月上升0.4个百分点; 政府债券46.29万亿同比增长20%, 较上月下降0.3个百分点; 企业债券27.93万亿同比增长15.1%, 较上月下降1.8个百分点; 非金融企业境内股票8.42万亿同比增长12.8%, 较上月上升0.3个百分点; 未贴现的银行承兑汇票余额为4.06万亿同比增长32%, 较上月上升16.9个百分点。同比下降的有: 委托贷款11.04万亿同比降3.2%, 降幅较上月收窄0.3个百分点; 信托贷款6.19万亿同比降16.8%, 降幅扩大0.6个百分点。信贷需求强劲, 债券融资下降, 社融增速整体提升, 略超市场预期。

从增量看，2月社会融资规模增量为1.71万亿元，同比多增8392亿元。一方面是去年2月受疫情影响社融基数较低，另一方面反映了实体经济的融资需求较强，带动信贷投放较高。其中同比多增较高的有：人民币贷款增加1.34万亿同比多增6211亿、未贴现票据640亿同比多增4601亿。同比少增较高的有：企业债券1306亿同比少增2588、政府债券净融资1017亿同比少增807亿。信贷、表外票据大幅增长，对冲债券融资下滑。今年专项债未提前下达额度拖累社融。

2021年在货币政策转向之后社融增速下降的概率较大。虽社融高点已过，年初社会融资规模增速尚且处于较高位置，相对于名义GDP增速来说社融增速还有下降空间。

图 19: M2、社会融资剪刀差



数据来源：Wind、国元期货

图 20: 贷款余额同比增速



数据来源：Wind、国元期货

存贷款方面，2月份新增人民币贷款增速上升。存量看2月末人民币贷款余额177.68万亿元，同比增长12.9%，增速较上月提高0.2个百分点。增量看2月当月新增人民币贷款1.36万亿同比多增4529亿，信贷增长依然维持强势。其中居民户新增人民币贷款1421亿同比多增5554亿，居民贷款中长期增加较多；企

业贷款增加 1.2 万亿，同比多增 700 亿，企业贷款继续呈现中长期贷款新增比例较高趋势。中长期贷款增长较快，短贷和票据融资延续压降，信贷结构有所改善。

存款增长平稳，2 月份人民币存款余额 217.29 万亿，同比增长 10.4%，增速与上月持平。2 月当月存款增加 1.15 万亿，同比多增 1294 亿。住户存款增加 3.26 万亿，企业存款减少 2.42 万亿，春节期间企业存款流向居民。财政性存款减少 8479 亿元，财政投放力度增强。

外汇储备规模平稳增长。中国 2021 年 2 月外汇储备为 3.205 万亿美元，较 1 月末下降 57 亿美元，中国外汇储备规模已经连续 10 个月位于 3.1 万亿美元之上，连续 3 个月保持在 3.2 万亿美元之上，外汇储备规模达到 2017 年以来的峰值水平。估值因素是导致 2 月外汇储备规模小幅回落的主要原因，2 月美元指数上涨，主要国家债券资产价格下跌。中国中长期基本面依然稳健，外汇储备具有长期稳定的基础。

中国 1 月末央行外汇占款 211400.06 亿元人民币，环比增加 92 亿元。

图 21：外汇储备

图 22：外汇占款



数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

对于 2021 年货币政策基调应较 2020 年收紧，金融数据大概率回落，全面低于 2020 年。因 2021 年货币政策会根据经济增长和价格形势变化相机调整，且由于经济回归正常，名义 GDP 增速上行，现在的货币政策以稳为主又比较注重经济增速与货币供应、社融增速相匹配，故金融数据回落的幅度也不会太大。

二、二季度宏观经济展望

2021 年中国经济增速大幅上升，主要原因在于经济增长内生动能将延续增强趋势，另外由于 2020 年基数影响，表观数据可能会好于体感数据。同比经济数据前高后低，上半年会显著高于下半年，环比数据则不会有特别显著的波动。目前中国经济上行修复的趋势还没有走完，二季度大概率延续稳健上行的趋势，生产端继续保持强势，需求加速回升。

二季度生产端表现应该延续强势。从内需来看，随着经济逐步恢复，内需响应逐步跟上，上游工业品生产持续增长，汽车、电子产品等的生产还能维持较高水平。从外需来看，全球制造业进入上行阶段，外部需求规模难减，中国依然为全球净供应国。

二季度需求端应有明显好转。因局部疫情的影响造成的消费抑制在二季度会完全消退，并带来补偿性消费，消费水平随即上升，消费数据大概率反弹。投资领域随着进入旺季，财政支出加快，专项债额度下达等作用，基建、制造业投资应有明显好转。外贸领域，由于内外部经济景气度走好，外需较强，净出口不弱。

宏观政策方面,2021年宽松货币政策将有序退出,财政扩张力度大概率较2020年收缩。政府赤字率下降,总体杠杆率增速下降。货币供应方面,二季度大概率继续保持收敛状态。政府支出方面,财政投放不弱,但对财政政策扩张的力度也不宜预期太高。

二季度价格指标表现分化的趋势继续。CPI受食品价格的拖累大概率表现较弱,PPI在新涨价因素的作用下继续上行。

疫苗落地之后,全球经济开始复苏,二季度主要经济体依然处于经济上行修复阶段,生产恢复、需求回升。欧美国家财政政策扩张、货币政策宽松,相对而言中国的宏观政策更加稳健务实。中国在疫情控制上具有领先优势,中、美两国是世界经济的主要增长引擎。

三、股指期货行情分析

(一)、2021Q1行情回顾

2021年一季度股市波动剧烈、行情结构分化,全季度呈倒V走势。行情以春节为界,春节之前行情整体延续了去年11月份上涨行情,期间经历了局部疫情、就地过年、流动性波动等冲击与影响一路震荡,但由于经济数据稳健、市场预期乐观风偏不断提高,基金等机构抱团的重仓股大涨,带动各主要指数不断上行。上涨过程中机构重仓股领涨,沪深300、上证50表现很强,中证500表现相对落后。春节后首日市场高开,情绪达到顶点,大盘创下逾5年新高3731点,沪深300指数创下历史新高。之后市场一路急跌,跌回到前期震荡区间,下跌的过程中机构抱团股崩盘。上证指数自高点回调10.8%,创业板自高点回调25%。

季末市场缩量调整，白马蓝筹继续消化估值。

一季度股指期货标的指数波动较大，000300.SH 自去年年末上行 13.8% 之后大幅回落了 17.1%、000016.SH 上涨 12.9% 之后回撤了 15.3%、000905.SH 上涨 7% 之后回撤了 11.4%。主要是由于一些机构抱团股的估值抬高引发的指数调整，从盘面上看机构调仓非常坚决，资金流向较为明确。

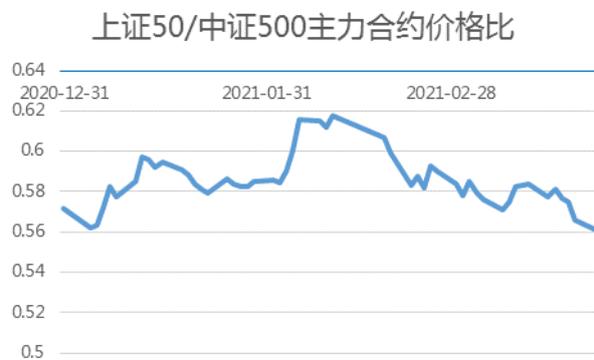
二季度股指行情应以震荡反弹为主，主要考虑的因素在于国内经济复苏还在不断深化并没有结束，海外经济恢复在二季度也将进一步提速。但由于宏观政策收敛，市场对于流动性以及估值的担忧较多，且目前指数位置不低，因此多方优势不足以形成单边上行行情。

图 23：沪深 300 行情回顾



数据来源：Wind，国元期货

图 24：市场风格



数据来源：Wind，国元期货

（二）、两融余额均在高位

2021 年一季度融资余额稳在高位，均在 1.5 万亿上方，并没有因为行情的大幅回调而出现较大幅度的下跌。同时融券亦在高位波动，位于 1400 亿上方，处于融券历史高位，部分股票估值确实太高留出做空机会。

图 25: 融资余额



数据来源: Wind、国元期货

图 26: 融券余额



数据来源: Wind、国元期货

(三)、标的指数估值下降

一季度三大股指期货标的指数估值均有下降, 估值下降主要是由于春节后指数跌幅较大造成的。由于行情波动过快, 成分股公司盈利变化的影响相对较小, 每股收益的变化跟不上行情的变化幅度。

沪深 300、上证 50 指数 PE 估值处于历史高位, 中证 500 指数 PE 估值处于历史低位。二季度股票市场“头部化”行情的趋势难以延续。

图 27: 沪深 300PE

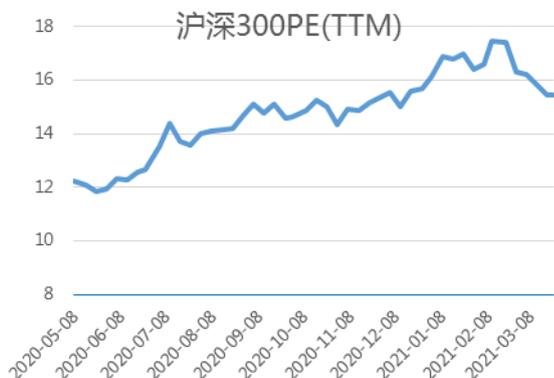
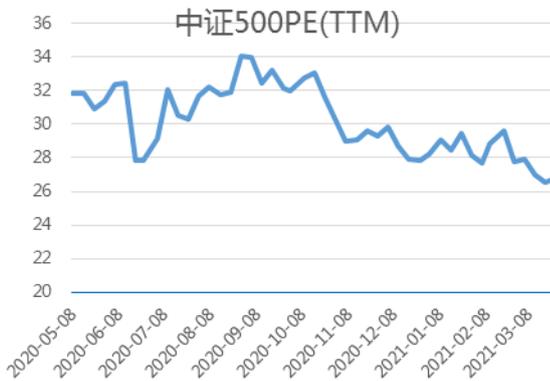


图 28: 上证 50PE



数据来源：Wind、国元期货

图 29：中证 500PE



数据来源：Wind、国元期货

数据来源：Wind、国元期货

图 30：2019-2020 正标的指数估值



数据来源：Wind、国元期货

(四)、企业利润改善

新冠疫情对企业经营状况造成了重大的影响，三季度之后国内企业各方面经营指标加速修复，显示出国内企业的韧性较强。今年年初企业经营状况继续向好，工业利润高增长。

2021 年 1-2 月全国规模以上工业企业实现利润总额 1.1 万亿元，同比增长 1.79 倍，比 2019 年同期增长 72.1，两年平均增长 31.2%。在 41 个工业大类行业中，38 个行业利润总额同比增加，较去年年末增加 12 个，2 个行业减少，上、中游行业利润增速受价格上涨推动，石油、煤炭、化工、有色等行业利润增速改善幅度较大。2021 年 1-2 月规模以上工业企业实现营业收入 16.87 万亿元，同比增长 45.5%，增速加快，营业收入数据进一步好转。各项指标均相互印证显示企业经营压力缓解。

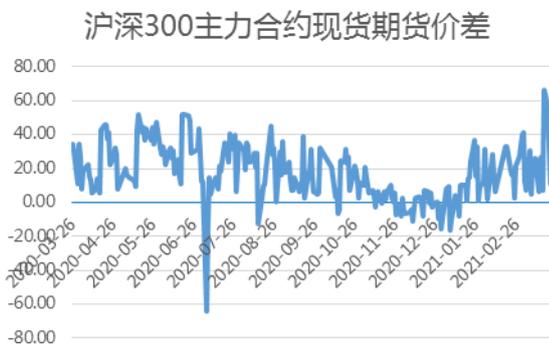
1-2 月工业企业利润超高增速的主要原因有去年同期的基数非常低、就地过年

促进企业生产、工业品价格上涨、海外需求走强。考虑到制造业复苏进程还在不断深化，叠加低基数，二季度工业企业利润增速应继续走好。

（五）、基差波动加大

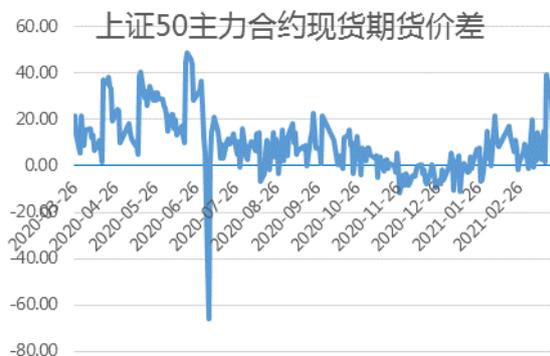
一季度前期机构抱团的高位股集体崩盘，资金流入顺周期、低估值、低价格、小盘股，主力资金换仓比较坚决。沪深 300、上证 50 股指期货主力基差整体呈现上行趋势，中证 500 期货主力合约基差基本稳定，在 3 月甚至出现 IF 合约基差超过 IC 基差的情况，历史上比较罕见。也说明期货端对于大指数的预期更加悲观一些。目前市场情绪波动较快，二季度市场止跌之后，基差回归平稳。

图 31：沪深 300 主力合约现货期货价差



数据来源：Wind、国元期货

图 32：上证 50 主力合约现货期货价差



数据来源：Wind、国元期货

图 33：中证 500 主力合约现货期货价差



数据来源：Wind、国元期货

四、二季度股指期货展望

2021 年的市场底部应较 2020 年有所抬升，主要是 2020 年内疫情冲击下的极端行情难以再现，但全年的行情中不确定因素较多，对于大盘谨慎看多，对于 2021 年股指行情的判断以偏多震荡为主。特别地，对于二季度来说，经过春节之后的调整之后，有望止跌企稳，震荡反弹。

从基本面来看，国内经济 2020 年以来的上行趋势还没有走完，2021 年具备进一步上行的空间。2021 年二季度中国经济增速将大幅上升，主要原因在于经济增长内生动能将延续增强趋势，叠加全球经济增长反弹强劲，外需延续强势，因此股市在二季度有来自基本面的支撑，适合展开偏多震荡行情。

从公司业绩角度来看，企业盈利还在修复的过程中。对于上市龙头企业来说，在近几年行业集中度的提高与利润分配格局的向上集中的背景下，随着企业利润的整体回暖，比较容易形成强者恒强的氛围。

从政策面来看，宽松货币政策将有序退出、财政扩张力度下降，宏观政策整

体收敛，股市不具备全面牛市的基础，大概率还是结构性行情。

二季度的行情主要来自于基本面的预期差，季报业绩表现，市场风格转换三个方面。机构资金或继续选择进入性价比较高的低估值板块。沪深300、上证50估值较高处于下风。

综上所述，整体判断二季度是震荡反弹。沪深300、上证50指数大概率运行在前期震荡区间上方，破位的可能性不高，沪深300将在4800-5400区间运行，上证50指数将在3400-3800区间运行，中证500指数将在6000-7200区间运行。建议关注中证500合约。

风险提示:

- 1、国内疫情出现反复。
- 2、经济增长滑出合理区间，企业盈利下滑。
- 3、突发新涨价因素，PPI大幅走高。
- 4、外部需求大幅下降。

重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国元期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

联系我们 全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 B 座 21 层
电话：010-84555000

合肥分公司

地址：合肥市蜀山区金寨路 91 号立基大厦 A 座六楼（中国科技大学金寨路大门斜对面）
电话：0551-62895501

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 2204 室之 01 室（即磐基商务楼 2501 室）
电话：0592-5312522

大连分公司

地址：大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A 座期货大厦 2407、2406B。
电话：0411-84807840

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西塔 6 层 06 室
电话：029-88604088

上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区民生路 1199 弄 1 号楼 3 层 C 区
电话：021-68400292

合肥营业部

地址：合肥市庐阳区国轩凯旋大厦四层（合肥师范学院旁）
电话：0551-68115906、0551-68115888

郑州营业部

地址：郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室
电话：0371-53386892/53386809

青岛营业部

地址：青岛市崂山区香港东路 195 号 9 号楼 9 层 901 室
电话 0532-66728681

深圳营业部

地址：深圳市福田区园岭街道百花二路 48 号二层（深圳实验小学对面）
电话：0755-82891269

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢 2201-3 室
电话：0571-87686300

通辽营业部

地址：内蒙古通辽市科尔沁区建国路 37 号世基大厦 12 层
电话：0475-6380818