



短期降准可能不大叠加数据利好部分落地，期指或震荡偏弱

长安期货有限公司

2021年1月18日

短期降准可能不大叠加数据利好部分落地，期指或震荡偏弱

观点：

上周，代表龙头白马股的沪深300指数在连涨四周之后迎来高位调整，尤其是今年以来这一波跨年行情，机构以及资金抱团龙头股使得沪深300指数市盈率接近2015年牛市水平并处于10年来的高分位，估值已明显偏高，而估值修复在盈利增长仍需时日的背景下，估值泡沫的消化就要靠股价调整了。同时，在上周公布的我国12月金融数据不及预期显示信用收缩开启之后，央行高层也释放重磅信息，即我国目前的存款准备金率水平不高。这意味着短期央行降准和降息概率较小，在一定程度上也压制了市场风险偏好。

本周来看，高层强调内外循环扩内需使得政策面存在偏暖预期。而随着宏观经济数据发布后我国经济持续加速复苏预期将大部分兑现，加上由于指数估值过高引发的修复预期，资金抱团或有所松动，叠加央行近期降准可能性较小，市场风险偏好或难持续维持高位，资金热度或边际回落。同时，在上述背景下北向资金出现调仓过程，或使其呈现净流入和净流出交替出现的情况。而在央行缩量续作MLF以及金融数据显示出信用或逐步收缩的背景下，DR007不排除继续边际回升的可能。此外，通过基差规律分析，IH及IC主力合约收涨或大跌的概率较大，而IF主力合约收跌或小涨的概率较大。综合来看，本周期指面临震荡回调风险，操作上可以偏空短差或逢高沽空为主，注意止盈止损。

研发&投资咨询

马舍瑞夫

从业资格号：F3053076

投资咨询号：Z0015873

 : 13609165859 : masheruifu@cafut.cn

地址：西安市浐灞大道1号浐灞商务中心二期四层

电话：400-8696-758

网址：www.cafut.cn

一、行情回顾及持仓、成交与基差分析

(一) 行情回顾

上周，代表龙头白马股的沪深 300 指数在连涨四周之后迎来高位调整，尤其是今年以来这一波跨年行情，机构以及资金抱团龙头股使得沪深 300 指数市盈率接近 2015 年牛市水平并处于 10 年来的高分位，估值已明显偏高，而估值修复在盈利增长仍需时日的背景下，估值泡沫的消化就要靠股价调整了。同时，在上周公布的我国 12 月金融数据不及预期显示信用收缩开启之后，央行高层也释放重磅信息，即我国目前的存款准备金率水平不高。这意味着短期央行降准和降息概率较小，在一定程度上也压制了市场风险偏好。截至上周五收盘，沪深 300、中证 500 股指期货主力连续合约以及上证指数周内分别下跌 1.04%、3.05% 以及 0.10%，而上证 50 股指期货主力连续合约同时段内仍上涨 0.70%。

图 1：沪深 300 股指期货日 K 线走势图



资料来源：文华财经，长安期货

图 2：上证 50 股指期货日 K 线走势图



资料来源：文华财经，长安期货

图 3：中证 500 股指期货日 K 线走势图



资料来源：文华财经，长安期货

图 4：上证指数日 K 线走势图

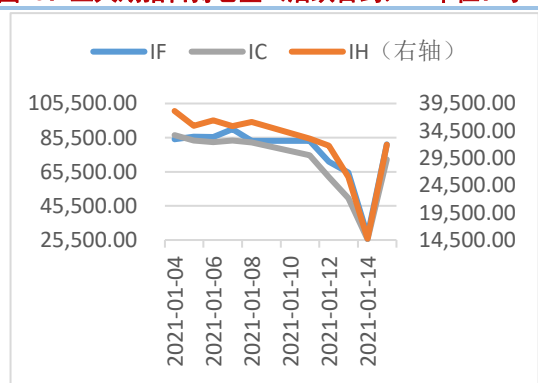


资料来源：文华财经，长安期货

(二) 持仓量与成交量

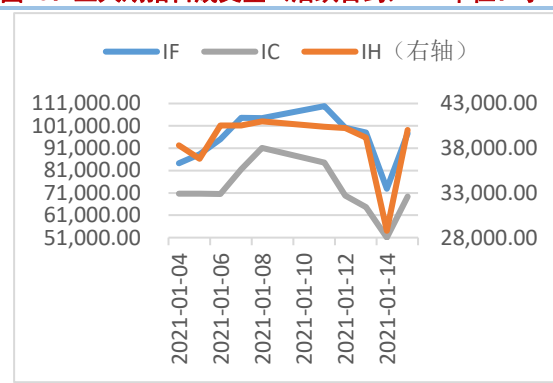
上周三大期指持仓量和成交量由于主力合约移仓换月而呈现前低后高的走势。整体来看,除去换月因素的影响,三大期指中沪深 300 以及上证 50 股指期货的持仓及成交量仍维持相对高位,而中证 500 股指期货成交量在主力合约换月完成后仍维持相对低位,说明目前 A 股市场大小分化格局是大势所趋,投资者和资金更关注优质和高质量的龙头上市公司。本周来看,2020 年 12 月及全年宏观经济数据发布后,支撑期指新年来上涨的重要因素之一,即我国经济持续加速复苏预期将大部分兑现,叠加由于指数估值过高引发修复预期,资金抱团或有所松动,三大期指成交及持仓量或因指数调整预期,在投机和套保资金的作用下维持相对高位。

图 5: 三大期指日持仓量(活跃合约) 单位:手



资料来源: WIND, 长安期货

图 6: 三大期指日成交量(活跃合约) 单位:手



资料来源: WIND, 长安期货

(三) 基差分析

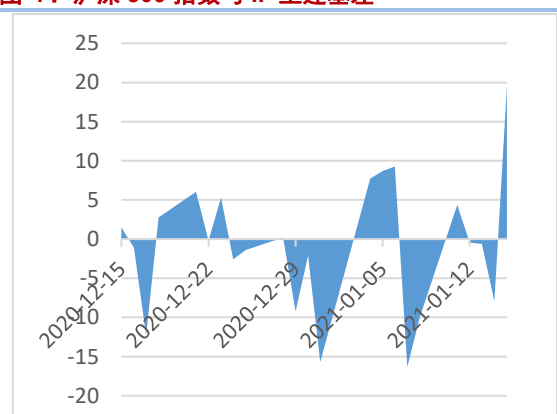
从近 1 个月沪深 300 指数与 IF 主力连续合约基差走势图来看,基差均值为-0.64,且主要分布在 (-2, 0) 区间,因此近一周平均-1.16 的基差在本周走强的可能性较大,即本周沪深 300 股指期货主力合约收跌或小幅的概率较大。

从近 1 个月上证 50 指数与 IH 主力连续合约基差走势图来看,基差均值为-2.76,且主要分布在 (-7, -6) (-2, -1) 以及 (2, 3) 区间,因此近一周平均-2.53 的基差在本周走

弱的可能性较大，即本周上证 50 股指期货主力合约收涨或小跌的概率较大。

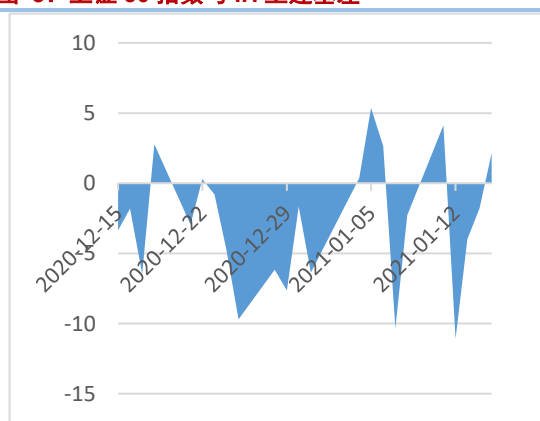
从中证 500 指数与 IC 主力连续合约近 1 个月来的基差走势图来看，基差均值为 18.51，且主要分布在 (-7, -4) 以及 (6.8, 13.8) 区间，因此近一周平均 14.83 的基差在本周走弱的可能性更大，即本周中证 500 股指期货主力合约收涨或小跌的概率较大。总的来看，通过基差规律分析，IH 及 IC 主力合约收涨或小跌的概率较大，而 IF 主力合约收跌或小涨的概率较大。

图 7：沪深 300 指数与 IF 主连基差



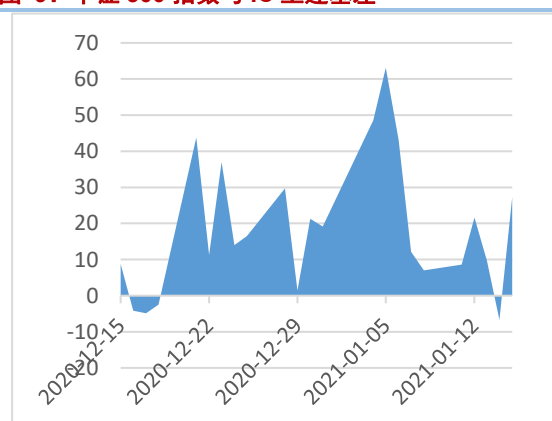
资料来源：WIND，长安期货

图 8：上证 50 指数与 IH 主连基差



资料来源：WIND，长安期货

图 9：中证 500 指数与 IC 主连基差



资料来源：WIND，长安期货

二、影响因素分析

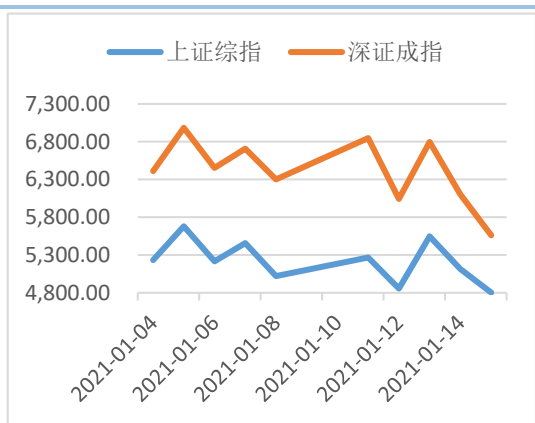
(一) 资金面

从资金热度来看，上周两市成交金额虽也连续 5 日过万亿，但可以看到存在边际回落的趋势；而从两市融资余额指标来看，沪市融资余额抬升势头减缓，深市融资余额更是已经拐头向下，显示资金热度有所降温。本周来看，2020 年 12 月及全年宏观经济数据发布后，支撑期指新年来上涨的重要因素之一，即我国经济持续加速复苏预期将大部分兑现，叠加由于指数估值过高引发的修复预期，资金抱团或有所松动，叠加央行明确近期降准可能性不大，市场风险偏好或难持续维持高位，资金热度或边际回落。

从外资来看，虽不及此前周五创下的历史次高的净流入额，但整体上周北向资金仍维持净流入态势。同时，北向资金已先于国内资金调整持仓，其买入标的已逐步从涨幅过大的龙头个股向二、三类标的资产转移，“聪明资金”已率先开始回避继续追高的风险。本周来看，虽然国内疫情防控相较国外仍具比较优势，但我国经济数据发布后短期经济复苏预期有兑现的情况，同时北向资金调仓也或使其呈现净流入和净流出交替出现的情况。

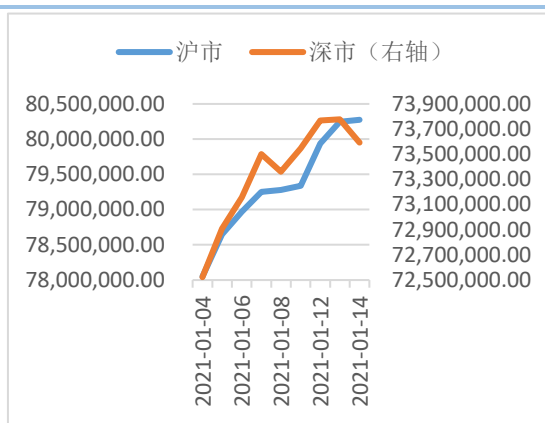
而 DR007 上周虽震荡抬升，但大部分时间仍在 2% 的程度之下。上周，央行维持了公开市场的小额操作，整体实现净回笼，而央行之所以没有中断公开市场操作，更多是起到落实大政方针和维稳市场预期的作用，即体现央行货币政策不急转弯。本周来看，央行公开市场将有 160 亿元逆回购到期，跨年后市场流动性维持合理充裕，央行仍或延续以净回笼为主的公开市场操作。同时，央行上周五开展 5000 亿元对 1 月份到期中期借贷便利（MLF）的续作可以看作是缩量续作，而央行上周发布的去年 12 月金融数据也显示出信用逐步收缩的预期。因而，DR007 不排除继续边际回升的可能。

图 10：两市成交金额 单位：亿元



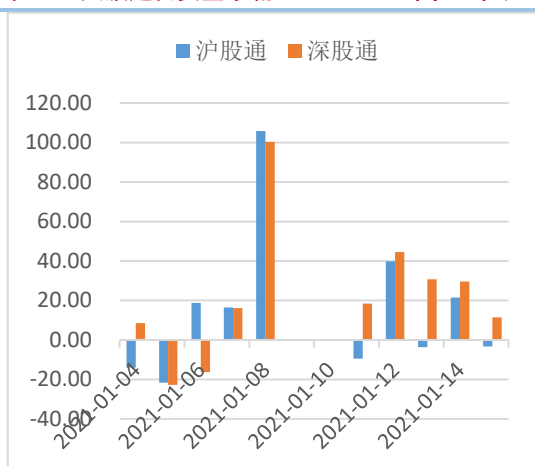
资料来源：WIND，长安期货

图 11：两市融资余额 单位：万元



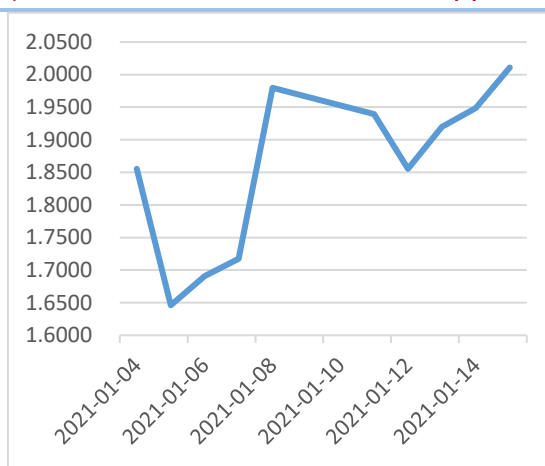
资料来源：WIND，长安期货

图 12：陆股通日资金净流入 单位：亿元



资料来源：WIND，长安期货

图 13：DR007 单位：%



资料来源：WIND，长安期货

(二) 政策面

国家领导人指出，构建新发展格局的关键在于经济循环的畅通无阻。要建立起扩大内需的有效制度，释放内需潜力，加快培育完整内需体系，加强需求侧管理，扩大居民消费，提升消费层次，使建设超大规模的国内市场成为一个可持续的历史过程。构建新发展格局，实行高水平对外开放，必须具备强大的国内经济循环体系和稳固的基本盘。此外，商务部表示，中方从 2020 年 12 月起就已启动 RCEP 协定国内核准程序，目前进展顺利。相关实施准备工作正在稳步推进。中方协定核准和实施准备工作将在 6 个月内完成。数据显示，2020 年我国对其他 14 个 RCEP 成员国进出口总值 10.2 万亿元，增长 3.5%，占同期我国进出口总值 31.7%。发改委要求，坚持扩大内需这个战略基点，促进形成强大国内市场，推进“十四

五”重大工程项目建设，加大新型基础设施投资力度；扎实推进以人为核心的新型城镇化，推动大中城市提升功能品质，解决好大城市住房突出问题，加快县城补短板强弱项。防范化解金融风险，运用改革思路和市场化法治化手段处置企业债务违约问题，稳慎推进金融创新。

内外循环扩内需背景下，我国经济今年在消费和需求端的复苏或因滞后效应成为今年我国经济的一大亮点，而高层的一再强调也强化了市场对下一步相关领域支持政策逐步出台的预期。

此外，央行副行长陈雨露表示，2021年稳健货币政策会更加合理适度、灵活精准，央行会坚持稳字当头，不急转弯，灵活把握货币政策力度、节奏和重点，以适度货币增长支持经济持续恢复和高质量发展。M2和社会融资规模增速可以根据经济形势和宏观经济治理需要，略高或者略低于名义经济增速，以此体现中长期内货币政策逆周期调节。而央行货币政策司司长孙国峰表示，2020年12月末，企业贷款加权平均利率4.61%，较上年末下降0.61个百分点，处于历史最低水平，也大于去年1年期LPR降幅。与此同时，贷款利率下行推动存款利率下降，而不论是横向比较还是纵向比较，目前我国存款准备金率水平不高。

央行货币政策将充分体现灵活精准和合理适度，略高和略低的描述也显示出我国货币政策空间较为充裕。同时，目前我国存款准备金率水平不高的表述或意味着短期央行降准和降息概率较小，或在一定程度上压制市场风险偏好。

本周来看，政策面在两会召开前仍或维持偏暖预期，整体上将会对股指期货价格形成一定支撑。

(三) 宏观经济数据

国家统计局发布我国去年12月通胀数据显示，我国2020年12月CPI同比涨0.2%，预期涨0.1%，前值降0.5%；环比涨0.7%，前值降0.6%。我国2020年全年CPI同比涨2.5%，预

期涨2.5%，前值涨2.9%。我国2020年12月PPI同比降0.4%，预期降0.7%，前值降1.5%。我国2020年全年PPI同比降1.8%，预期降1.9%，前值降0.3%。12月份，居民消费需求持续增长，同时受特殊天气以及成本上升影响，CPI由降转涨。食品价格由上月下降2.4%转为上涨2.8%，影响CPI上涨约0.62个百分点。食品中，受持续低温天气影响，鲜菜、鲜果的生产和储运成本增加，价格分别上涨8.5%和3.5%；随着元旦春节到来，消费需求季节性增加，同时饲料成本有所上升，猪肉价格由上月下降6.5%转为上涨6.5%，羊肉价格由上月持平转为上涨2.6%，鸡蛋价格由上月下降1.6%转为上涨2.9%。此外，国内需求稳定恢复，加之部分国际大宗商品价格持续攀升，带动工业品价格继续上行。随着国内市场需求持续回暖，加之铁矿石和有色金属等国际大宗商品价格上涨较多，金属相关行业价格继续上涨。

总结而言，12月CPI和PPI增速双双回升，主要归功于供给收缩和成本推升。展望未来：一方面，短期内，猪肉受疫情影响进口下降，鲜菜、鲜果受极端天气影响供给趋紧，因而短期CPI有一定上行压力。另一方面，疫苗有望提振外需复苏，而美国蓝潮有望催生新一轮财政刺激和美联储扩表。海外经济修复和货币超发有望带动全球大宗商品价格持续上涨，并带动我国PPI上涨，输入性通胀压力值得警惕。

央行公布我国12月金融数据显示，2020年12月末广义货币(M2)余额218.68万亿元，同比增长10.1%，增速比上月末低0.6个百分点，比上年同期高1.4个百分点。2020年社会融资规模增量累计为34.86万亿元，比上年多9.19万亿元；2020年末社会融资规模存量为284.83万亿元，同比增长13.3%。2020年12月人民币贷款增加1.26万亿元，预期增1.21万亿元，前值增1.43万亿元。2020年全年人民币贷款增加19.63万亿元，同比多增2.82万亿元；分部门看，住户贷款增加7.87万亿元，其中，短期贷款增加1.92万亿元，中长期贷款增加5.95万亿元。12月主要由居民房贷构成的居民中长期贷款出现多个月以来的首次同比少增，表明前期出台的房地产金融监管措施正在产生效果，而企业中长期贷款保持同比较大幅度多增势

头。从2020年全年社融结构看，主要特征是债券和信贷融资大幅增长，成为逆周期调节主要发力点；委托贷款、信托贷款等表外融资延续下降势头，严监管并未因新冠肺炎疫情来袭而出现方向性调整。

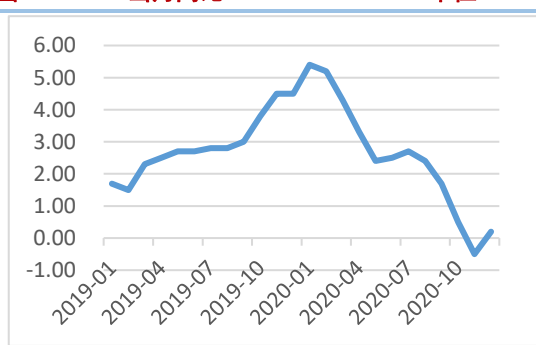
从12月金融数据环比回落的情况来看，疫情期间实体杠杆率较大幅度提升，未来我国货币政策逐步向常态化回归是大势所趋，社会融资规模存量及M2增速等指标向名义GDP增速靠拢的趋势正在形成，信用逐步收缩的态势也较为明晰，而在信用收缩过程中，资金风险偏好或有所回落，行业、公司之间分化或非常明显。

此外，我国外贸进出口连续7个月实现正增长，2020年进出口总额、出口总额双双创新高，国际市场份额亦创历史最好纪录，成为全球唯一实现货物贸易正增长的主要经济体。据海关统计，2020年我国货物贸易进出口总值32.16万亿元人民币，同比增长1.9%。其中，出口17.93万亿元，增长4%；进口14.23万亿元，下降0.7%；贸易顺差3.7万亿元，增加27.4%。

中国2020年12月（以人民币计）出口同比增10.9%，进口降0.2%，贸易顺差5168.1亿元；全年出口增长4%，进口下降0.7%，贸易顺差3.7万亿元。（以美元计）12月出口同比增18.1%，进口增6.5%，均超预期，贸易顺差781.7亿美元。海关总署表示，2021年世界经济有望复苏，带动贸易增长，国内经济恢复平稳增长，给外贸发展提供有力支撑，我国外贸进出口规模有望保持增长。

图 14: CPI 当月同比

单位: %



资料来源: WIND, 长安期货

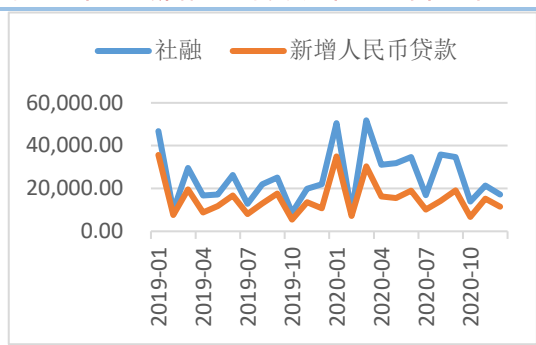
图 15: PPI 当月同比

单位: %



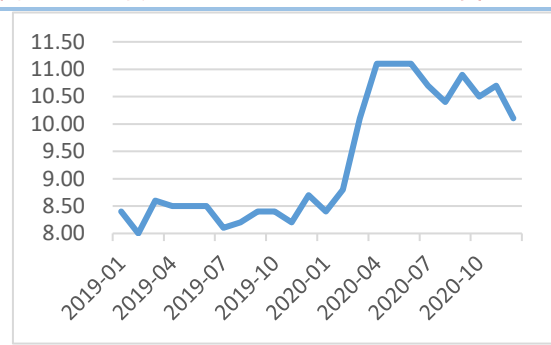
资料来源: WIND, 长安期货

图 16: 社融&新增人民币贷款当月值 单位: 亿元



资料来源: WIND, 长安期货

图 17: M2 同比 单位: %



资料来源: WIND, 长安期货

(四) 风险因素

国内疫情继续反弹, 疫苗的出现并未使得海外变异病毒和疫情得到有效控制, 全球新冠肺炎确诊病例接近 2000 万例, 死亡人数超 200 万例; 美国新冠肺炎单日死亡人数创疫情以来新高, 死亡人数超 40 万例。疫情仍将成为市场风险偏好可能降低的重要诱因。此外, 本周美国将迎来权力交接程序, 首都华盛顿戒备森严, 需关注会否由于特朗普出现意外状况, 引发全球金融市场大幅波动。而本周将会公布我国去年 12 月和全年宏观经济数据, 需关注数据不及预期以及落地后利好兑现的风险。

三、行情展望

上周, 代表龙头白马股的沪深300指数在连涨四周之后迎来高位调整, 尤其是今年以来这一波跨年行情, 机构以及资金抱团龙头股使得沪深300指数市盈率接近2015年牛市水平并处于10年来的高分位, 估值已明显偏高, 而估值修复在盈利增长仍需时日的背景下, 估值泡沫的消化就要靠股价调整了。同时, 在上周公布的我国12月金融数据不及预期显示信用收缩开启之后, 央行高层也释放重磅信息, 即我国目前的存款准备金率水平不高。这意味着短期央行降准和降息概率较小, 在一定程度上也压制了市场风险偏好。

本周来看, 高层强调内外循环扩内需使得政策面存在偏暖预期。而随着宏观经济数据发

布后我国经济持续加速复苏预期将大部分兑现，加上由于指数估值过高引发的修复预期，资金抱团或有所松动，叠加央行近期降准可能性较小，市场风险偏好或难持续维持高位，资金热度或边际回落。同时，在上述背景下北向资金出现调仓过程，或使其呈现净流入和净流出交替出现的情况。而在央行缩量续作MLF以及金融数据显示出信用或逐步收缩的背景下，DR007不排除继续边际回升的可能。此外，通过基差规律分析，IH及IC主力合约收涨或小跌的概率较大，而IF主力合约收跌或小涨的概率较大。综合来看，本周期指面临震荡回调风险，操作上可以偏空短差或逢高沽空为主，注意止盈止损。

免责声明

本报告基于已公开的信息编制，但对信息的准确性及完整性不作任何保证。本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成个人投资建议。投资者应当充分考虑自身投资经历及习惯、风险承受能力等实际情况，并完整理解和使用本报告内容，不能依靠本报告以取代独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

长安期货有限公司版权所有并保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“长安期货投资咨询部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

长安期货各分支机构及事业部

江苏分公司

地 址：常州市新北区高新科技园 3 号楼 B 座 307
电 话：0519-85185598
传 真：0519-85185598

山东分公司

地 址：山东省烟台市经济技术开发区珠江路 10 号
电 话：0535-6957657
传 真：0535-6957657

福建分公司

地 址：福建省厦门市思明区嘉禾路 23 号
新景中心 B 栋 1007-1008 室
电 话：0592-2231963
传 真：0592-2231963

安徽分公司

地 址：合肥市蜀山区潜山路 188 号蔚蓝商务港 F
座 1103 室
电 话：0551-62623638

郑州营业部

地 址：郑州市郑东新区商务外环 30 号期货
大厦 1302 室
电 话：0371-86676963
传 真：0371-86676962

淄博营业部

地 址：山东省淄博市高新区金晶大道 267 号颐和
大厦 B 座 501 室
电 话：0533-6217987 0533-6270009

上海营业部

地 址：上海市杨浦区大连路宝地广场 A 座
1605
电 话：021-60146928
传 真：021-60146926

宝鸡营业部

地 址：宝鸡市渭滨区经二路 155 号国恒金贸大酒
店 21 层
电 话：0917-3536626
传 真：0917-3535371

西安和平路营业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七
层
电 话：029-87206088 029-87206178
传 真：029-87206165

西安经济技术开发区营业部

地 址：西安经济技术开发区凤城八路 180 号长和
国际 E 座 1501 室
电 话：029-87323533 029-87323539
传 真：029-87323539

能源化工事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七
层
电 话：029-87206172
传 真：029-87206165

金融事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87206171
传 真：029-87206163

农产品事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七
层
电 话：029-87206176
传 真：029-87206176

金属事业部

地 址：西安市和平路 99 号金鑫国际大厦七层
电 话：029-87380130
传 真：029-87206165