

两会时间窗口临近，反复探底并酝酿反弹

宏观经济/股指

内容提要：

- ◆ 随着新冠疫苗接种的人群和范围扩大，今年以来，全球新增确诊病例呈现下降趋势。此外，美国众议院预算委员会投票通过 1.9 万亿的经济纾困法案，进一步给全球经济复苏注入信心。全球股市、大宗商品等风险资产价格大涨，10 年期美债收益率持续上行，创去年 2 月以来新高，反映市场对疫情结束后经济强劲复苏的乐观预期，以及通胀上升的预期。
- ◆ 国内方面，去年四季度 GDP 增速已恢复至疫情前水平，虽然制造业和服务业 PMI 有所放缓，但仍维持在扩张区间，经济稳定复苏的基础没有改变，考虑到低基数效应，一季度经济指标将显著偏高。
- ◆ 今年 1 月信贷和社融规模增速放缓，M2 增速回落至 10% 下方，但 M1 增速大幅回升，表明企业经营状况持续改善，盈利能力提升，愿意为生产和经营保留更多现金，股指将继续受到企业业绩改善推动。
- ◆ 货币政策将保持稳定，不急转弯，不搞“大水漫灌”，保持广义货币供应量 M2 和社会融资规模与名义 GDP 增速基本匹配，重点为小微企业提供资金支持，降低实体经济融资成本。
- ◆ 影响风险偏好的因素总体偏多，全国两会将于 3 月上旬召开，期间改革和维稳预期有助于提升风险偏好。
- ◆ 春节过后，股指高位大幅回落，节前快速上涨的风险得到充分释放，短期再度下跌的空间有限。进入 3 月份，全国两会将陆续召开，期间改革和维稳预期将支撑风险偏好，股指反复探底并酝酿反弹的可能性较大。

程 伟

宏观分析师

从业资格证：F3012252

投资咨询证：Z0012892

TEL：0516-83831160

E-MAIL：chengwei

@neweraqh.com.cn

近期报告回顾

春季行情尚未结束，股指 2 月或维持震荡调整（月报）

四季度经济超预期，春季行情有望延续（周报）

12 月社融和出口增速放缓，股指短期或进入调整（周报）

资金面和情绪面推动，加速上涨后存在回调要求（周报）

不平衡的复苏，乐观之中保留几分清醒（年报）

第一部分 基本面分析

国外方面，2021年2月22日，美国众议院预算委员会投票通过拜登政府提出的1.9万亿美元的经济纾困法案，下一步将由众议院全体成员表决，预计能够以简单多数的形式顺利通过。之后法案将提交给参议院表决，虽然民主党与共和党在参议院的席位为50:50，但加上副总统的关键一票，在没有民主党人反对的情况下，也能够获得通过。随着疫苗接种的速度加快，今年以来，全球新冠肺炎新增确诊病例呈现下降趋势。据法新社发布的数据，全球至少107个国家和地区已接种超2亿剂新冠病毒疫苗，达201042149剂。世卫组织推出了COVAX计划，目标是到2021年底提供至少20亿剂疫苗，以覆盖贫穷和中等收入国家中20%的最脆弱人群。G7领导人承诺将会增加资金支持，对于“获取COVID-19工具加速计划COVAX”和“新冠肺炎疫苗实施计划”的捐赠数额达到75亿美元。在疫苗生产方面，辉瑞表示3月底之前将交付1.2亿剂疫苗，每周将供应超过1000万剂，根据Moderna的声明，该公司将于2月和3月分别提供3000万-3500万剂，此后每月提供4000万-5000万剂。美国1.9万亿美元的财政刺激计划和新冠疫苗接种的乐观预期，进一步给全球经济复苏注入信心，并推动股市、商品等风险资产价格上涨，避险资产贵金属和国债则表现不佳。

国内方面，河北、黑龙江、吉林等地发生的小规模聚集性疫情得到控制，全国高中风险区全部清零。截至2021年2月3日，我国已接种3100万剂新冠灭活疫苗，接种对象包括一线医护人员、冷链行业工作人员、海外工作或学习的人员等。但外防输入压力依然较大，疫情反弹的风险始终存在，当前要做好外防输入、内防反弹，进一步巩固疫情防控取得的重大成果。中央经济工作会议要求，2021年宏观政策要保持连续性、稳定性和可持续性，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。

一、经济保持稳定复苏，企业盈利增速加快

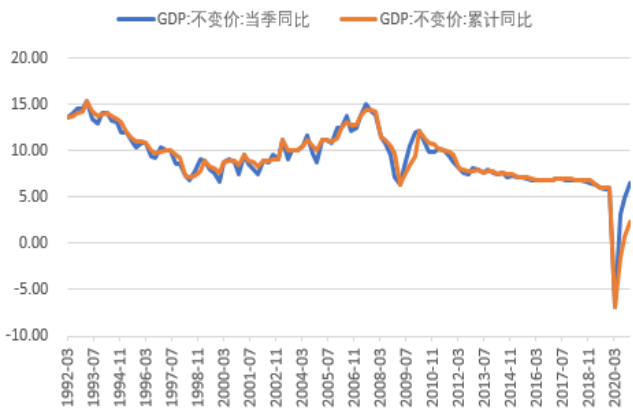
2021年是“十四五”规划的开局之年，也是中国共产党成立100周年，我国将开启社会主义现代化建设的新征程，做好经济工作至关重要。去年四季度，我国GDP同比增长6.5%，经济增速已恢复至疫情前水平，考虑到低基数效应，今年一季度经济指标将显著偏高，之后将呈现逐季回落的态势，经济增速有望回归潜在产出水平。

从先行指标来看，2021年1月官方制造业PMI录得51.3（前值51.9），连续两个月回落，但已连续11个月位于枯荣线上方。1月财新制造业PMI降至51.5（前值53），创去年6月以来新低。分企业类型来看，大、中型企业PMI分别为52.1和51.4，虽低于上月0.6和1.3个百分点，但均位于景气区间。小型企业PMI为49.4%，虽比上月回升0.6个百分点，但继续位于临界点以下，景气度仍偏弱。从分类指数看，生产指数降至53.5（前值54.2），连续两个月回落，但仍高于上年同期2.2个百分点；新订单和新出口订单指数分别为52.3和50.2，分别较上月回落1.3和1.1个百分点，高于上年同期0.9和1.5个百分点。数据表明，受河北、吉林、黑龙江等地疫情影响，生产、采购、和运输等活动受到一定限制，前期圣诞季海外需求集中释放，叠加全球疫情持续蔓延等因素，部分企业外贸订单有所减少。

2020年12月规模以上工业企业利润同比增长20.1%（前值15.5%），为2018年5月以来第二高位，全年规模以上工业企业利润同比增长4.1%（前值2.4%），增速连续10个月回升，创2019年以来新高。2020年1-12月

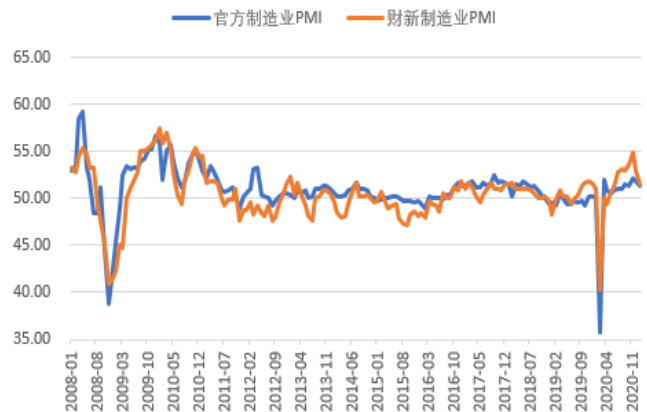
产成品存货同比增长 7.5%（前值 7.3%），连续两个月回升，表明企业由被动去库存进入主动补库存阶段。长期来看，企业盈利和库存周期呈现明显的正相关性，当企业盈利处于上行周期，对应被动去库存和主动补库存；当企业盈利处于下行周期，对应被动补库存和主动去库存。2020 年初，受新冠疫情冲击，经济深度探底后开始复苏，并伴随着新一轮库存周期的开启，企业盈利增速进入上行周期，根据库存周期推断，预计将持续至今年二季度，股指将继续受到企业盈利改善推动。

图 1. 经济增速恢复至疫情前水平



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 2. 制造业 PMI 小幅放缓



资料来源：WIND 新纪元期货研究

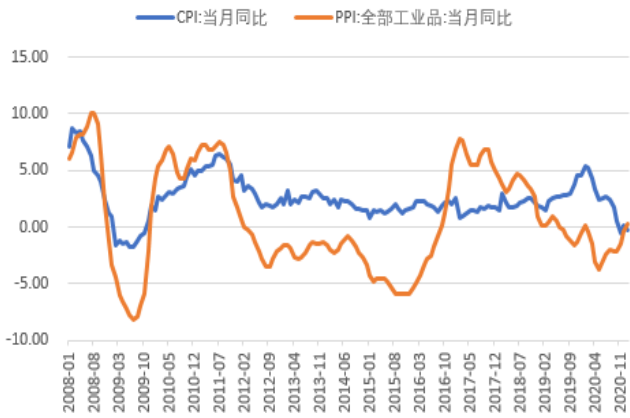
二、货币政策保持稳定，无风险利率上行或下行的空间有限

央行发布的《2020 年四季度货币政策执行报告》指出，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，坚持稳字当头，不急转弯，把握好政策时度效，处理好恢复经济和防范风险的关系，保持好正常货币政策空间的可持续性。这一表述与中央经济工作会议精神一脉相承，意味着 2021 年货币政策将保持稳定，在支持经济恢复增长的同时，注重稳杠杆和防风险。

中国人民银行行长易纲在接受采访时表示，2021 年货币政策要“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性。在总量方面，综合运用各种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持广义货币（M2）和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。在结构方面，发挥好货币政策工具精准滴灌作用，加大对科技创新、小微企业、绿色发展等重点任务的金融支持。同时，深化利率汇率市场化改革，巩固贷款实际利率下降成果，增强人民币汇率弹性。从易纲行长的讲话来看，货币政策全面宽松的时候已经过去，2021 年将以精准调控为主，充分发挥结构性货币政策工具的作用，不搞“大水漫灌”，重点为小微企业提供资金支持，降低实体经济融资成本。

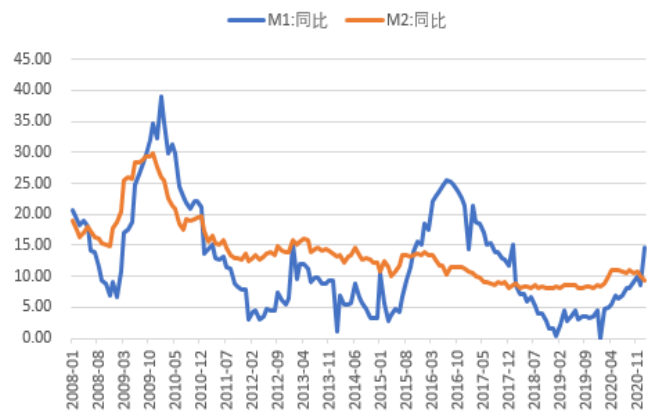
物价方面，2021 年 1 月 CPI 同比下降 0.3%（前值 0.2%），主要受春节错位以及去年高基数效应的影响。PPI 同比增长 0.3%（前值-0.4%），为去年 2 月以来首次转正，并创 2019 年 6 月以来新高，原油、铁矿石等国际大宗商品价格上涨，是拉动 PPI 由负转正的主要原因。进入 2021 年，随着生猪生产加快恢复，猪肉价格有望回归正常水平，CPI 重心或将下移，通胀压力将进一步下降。随着新冠疫苗大规模投入使用，全球经济复苏有望加快，叠加低基数效应的影响，PPI 上半年或将大幅回升，全年或呈现前高后低的走势。

图 3. PPI 加快回升



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 4. M1 增速显著扩大



资料来源: WIND 新纪元期货研究

央行金融统计报告显示, 2021年1月新增人民币贷款3.58万亿, 同比多增2252亿元, 社会融资规模增量为5.17万亿, 较上年同期多增1207亿元。广义货币供应量M2同比增长9.8% (前值10.1%), 连续两个月回落, 创去年3月以来新低, M1同比增长14.7% (前值8.6%), 创2017年8月以来新高。数据表明, 随着我国经济增速恢复至疫情前水平, 2021年信贷和社融增速放缓是大概率事件, 信用扩张暂时告一段落, 进入稳杠杆和防风险阶段。考虑到低基数效应, 今年我国实际GDP增速将超过8%, 名义GDP增速有望达到10%, 预计广义货币供应量M2增速将维持在9%-10%之间。

综上所述, 2021年货币政策将保持稳定, 不急转弯, 不搞“大水漫灌”, 保持广义货币供应量M2和社会融资规模增速与名义GDP增速基本匹配, 无风险利率上行或下行的空间有限, 对股指估值的影响偏中性。

三、风险偏好分析

在股指的估值模型中, 风险偏好提升、风险溢价下降将从分母端直接提升估值水平, 反之将降低估值水平。当前阶段, 风险偏好的变化是股指波动的主要驱动力之一, 政策和风险事件等影响风险偏好的因素是我们分析的重点。

美国1.9万亿美元的财政刺激计划在国会取得积极进展以及新冠疫苗接种的乐观预期, 进一步给全球经济复苏注入信心, 推动股市、商品等风险资产价格走高, 风险偏好持续回升。全国两会将于3月上旬召开, 期间改革和维稳预期将主导风险偏好。综上, 3月份影响风险偏好的因素总体偏多。

(一) 风险偏好影响因素分析

影响风险偏好的有利因素包括:

1. 全国两会将于3月上旬召开, 关注“十四五”时期改革目标。第十三届全国人大四次会议将于2021年3月5日召开, 全国政协十三届四次会议将于3月4日召开, 预计两会将在3月中旬闭幕。在此期间, 国务院将根据《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》, 详细编制“十四五”规划, 提交全国两会审议, 并在会议闭幕后授权新华社全文发布。“十四五”时期改革目标将成为市场关注的热点, 包括形成“内外双循环”的新发展格局、扩大内需战略、科技强国战略等相关议题。两会召开期间, 改革和维稳预期有助于提升风险偏好。

2. 美联储半年度货币政策报告释放鸽派信号。美联储主席鲍威尔在众议院就半年度货币政策报告发表证词，重申保持利率接近零，直至充分就业与通胀升至 2%，即便是看到前景改善，也将维持债券购买计划不变。认为通胀仍低于 2% 的长期目标，受重创行业通胀仍特别疲软，复苏远远没有实现，不均衡且仍具有高度不确定性。预期经济将有所改善，可能在上半年恢复至疫情前水平。我们认为，今年美联储货币政策将保持稳定，即使看到经济复苏加快，也会维持当前购债规模不变，希望通过压低国债利率，降低政府发债成本，打消了市场对美联储过早退出宽松政策的预期。

3. 美国 1.9 万亿美元的财政刺激法案在国会取得积极进展。美国众议院预算委员会以 19: 16 投票通过拜登政府提出的 1.9 万亿美元的经济纾困法案，已经提交给众议院规则委员会，这也是递交全院投票前的最后一步，预计法案将在 2 月底表决通过。法案在众议院投票通过后将提交给参议院表决，虽然民主党与共和党在参议院的席位各半，但在没有民主党人反对的情况下，加上副总统的关键一票，依然能够以简单多数的形式通过。美国新一轮经济刺激计划，将进一步提振市场对全球经济复苏的信心，有利于提升风险偏好。

四、资金面分析

股票作为一种特殊的商品，其价格也取决于供求关系的变化。从股票市场供给和需求的角度分析，股票的供给主要体现在新股发行、限售股解禁规模的变化等方面，而需求则直接体现在场外资金的流入和场内资金的流出。从设立科创板并试点注册制，到创业板试点注册制，再到面向全市场推广注册制，我国资本市场基础制度改革正在稳步推进。证监会表示将按照发展股权融资、提高上市公司质量、服务实体经济的要求，在维护市场稳定运行基础上，科学合理保持新股常态化发行。2020 年四季度以来，新股发行节奏有所放缓，每周维持在 2-4 家。因春节假期新股发行暂停，截止 2021 年 2 月 19 日，证监会当月共核发 4 家 IPO 批文，筹资总额尚未披露。Wind 数据显示，2021 年 3 月限售股解禁市值 20649216.16 万元，规模较上月大幅下降，为年内最低水平。综合来看，新股发行维持常态化，3 月限售股解禁规模显著下降，将在一定程度上减轻资金面压力。

图 5. 新股发行家数（月）

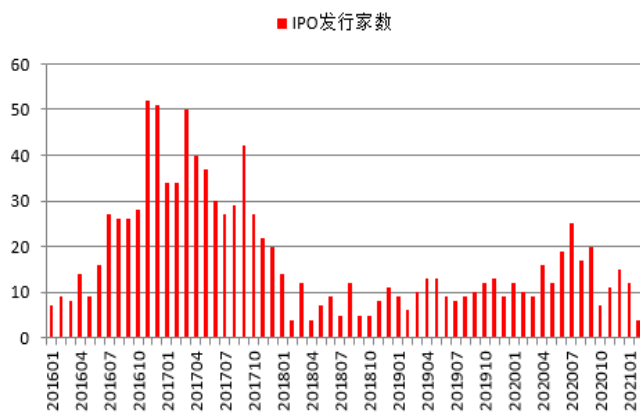
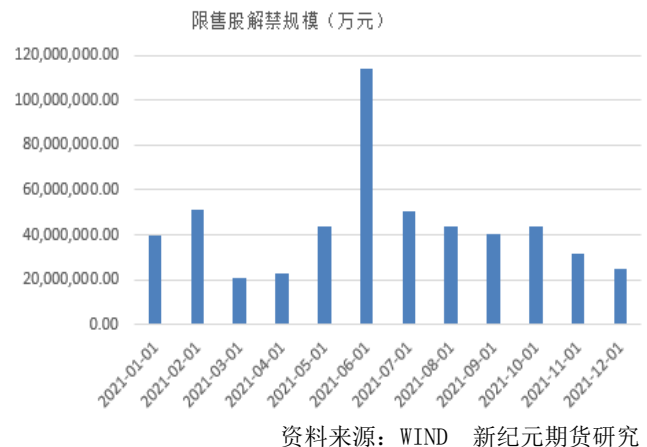


图 6. 2021 年限售股解禁规模（月）



增量资金入市方面，2020 年以来公募基金、保险资金、社保基金和养老金等机构投资者积极入场，持股比例不断提高。Wind 数据显示，截至 2021 年 2 月 3 日，今年以来新成立的基金有 143 只，合计募集规模达到 5332.97 亿元。其中，仅 1 月份就有 122 只基金成立，发行规模为 4901.40 亿元，是仅次于 2020 年 7 月的历史第二高单月发行规模。银保监会数据显示，截至 2020 年末，保险公司总资产 23.3 万亿元，同比增长 13.3%，保险资金运

用余额 21.7 万亿元，同比增长 17%，保险资金投资股票与基金占比不到 15%，仍有很大的提升空间。人社部数据显示，2020 年基金投资运营工作稳步推进，所有省份均启动实施基本养老保险基金委托投资工作，合同规模 1.24 万亿元，到账金额 1.05 万亿元。除了国内机构投资者以外，海外资金借道沪深港北向通道持续流入 A 股市场，截止 2021 年 2 月 24 日，今年以来沪股通资金累计净流入 256.86 亿元，深股通资金累计净流入 618.60 亿元。继 A 股纳入 MSCI 新兴市场指数以来，富时罗素、标普道琼斯指数先后将 A 股纳入其国际化指数，未来将吸引更多海外资金增加对 A 股的配置。

第二部分 波动分析

一、趋势分析

从趋势上来看，上证指数自 2015 年 6 月进入熊市周期，于 2019 年 1 月见底 2440 点，之后开启超跌反弹。受新冠疫情冲击，2020 年 3 月上证指数探底 2646 点，之后再次企稳反弹。2020 年 7 月之前，上证指数始终受到 2018 年高点 3587 与 2019 年高点 3288 连线的压制，整体运行在三角整理区间。2020 年 7 月份，上证指数突破上述三角整理区间，形成新一轮上升趋势，技术上进入牛市波动。2021 年初，上证指数突破 2018 年 1 月高点 3587，牛市格局进一步延伸。春节过后，股指期货高位快速回落，IF、IH 主力合约累计下跌近 10%，获利资金出逃的压力充分释放，我们认为股指下跌是对节前快速上涨的修正，仍定性为上升途中的调整。全国两会将于 3 月中旬召开，1-2 月份宏观数据也将陆续公布，两会期间以维稳为主，预计股指反复探底并酝酿反弹的可能性较大。

图 7. IF 加权月 K 线图



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 8. 上证指数月 K 线图



资料来源：WIND 新纪元期货研究

从月线来看，IF 加权冲高回落，收长上影阳线，表明加速上涨后获利资金兑现的压力加大，但均线簇多头排列、向上发散，月线级别的上升趋势没有改变。IH 加权在 4100 关口附近遇阻回落，连续上涨后存在调整的要求，待获利压力充分释放，有望重拾升势。IC 加权面临去年 7 月高点 6821 一线压力，下方受到 10 月均线支撑，连续 7 个月维持在 5980-6680 区间震荡。上证指数突破 2018 年 1 月高点 3587 和 2015 年 12 月高点 3684 一线压力，但上方面临 2007 年高点 6124 与 2015 年高点 5178 连线压力，位置在 4400 点左右。

周线方面，IF 加权在 5900 关口附近承压回落，连续两周下跌，但均线簇多头排列、向上发散，周线级别的上升趋势没有改变，充分调整后有望重拾升势。IH 加权连续两周下跌，我们认为是对节前加速上涨后的修正，当前仍定性为上升途中的调整。IC 加权调整的幅度相对较小，依然运行在去年 7 月以来形成的震荡箱体中，但

重心逐渐上移，预计后市向上突破的可能性较大。今年年初，上证指数突破 3600 关口后进入调整，但下方受到 10 周线的支撑，预计在此处企稳的可能性较大。

图 9. IF 加权周 K 线图



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 10. 上证指数周 K 线图



资料来源：WIND 新纪元期货研究

二、目标测度分析

以上证指数为例，我们使用帝纳波利波浪尺对股指回调和反弹的目标位进行测量。上证指数自 2019 年 1 月低点 2440 展开反弹，到达阶段性高点 3288 后进入调整，最低跌至 2646 点，之后开启新一轮上涨，到达 3458 阶段性高点后再次进入回调。我们将 2440 至 3288 之间的上涨视为第一浪上升，3288 至 2646 之间的下跌视为二浪回调，2646 至 3458 之间的上涨视为三浪上涨，若 3174 点为四浪调整的低点，则五浪上升的目标在 4000 点左右。

第三部分 结论及建议

国外方面，随着新冠疫苗接种的人群和范围扩大，今年以来，全球新增确诊病例呈现下降趋势。此外，美国众议院预算委员会投票通过 1.9 万亿的经济纾困法案，进一步给全球经济复苏注入信心。全球股市、大宗商品等风险资产价格大涨，10 年期美债收益率持续上行，创去年 2 月以来新高，反映市场对疫情结束后经济强劲复苏的乐观预期，以及通胀上升的预期。

国内方面，去年四季度 GDP 增速已恢复至疫情前水平，虽然制造业和服务业 PMI 有所放缓，但仍维持在扩张区间，经济稳定复苏的基础没有改变。今年 1 月信贷和社融规模增速放缓，M2 增速回落至 10% 下方，但 M1 增速大幅回升，表明企业经营状况持续改善，盈利能力提升，愿意为生产和经营保留更多现金，股指将继续受到企业业绩改善推动。货币政策将保持稳定，不急转弯，不搞“大水漫灌”，保持广义货币供应量 M2 和社会融资规模与名义 GDP 增速基本匹配，重点为小微企业提供资金支持，降低实体经济融资成本。影响风险偏好的因素总体偏多，全国两会将于 3 月上旬召开，期间改革和维稳预期有助于提升风险偏好。

春节过后，股指高位大幅回落，节前快速上涨的风险得到充分释放，短期再度下跌的空间有限。进入 3 月份，全国两会将陆续召开，期间改革和维稳预期将支撑风险偏好，股指反复探底并酝酿反弹的可能性较大。

特别声明

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们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。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司机构

公司总部

全国客服热线：400-111-1855
邮编：221005
地址：江苏省徐州市淮海东路153号
新纪元期货大厦

管理总部

邮编：200120
地址：上海市浦东新区陆家嘴环
路166号未来资产大厦8B

成都分公司

电话：028-68850968
邮编：610004
地址：成都市高新区天府二街138
号1栋28层2803号

深圳分公司

电话：0755-33373952
邮编：518001
地址：深圳市罗湖区桂园街道人民
桥社区和平路3001号鸿隆世纪广场A
座1601C

南京分公司

电话：025-84706666
邮编：210019
地址：南京市建邺区庐山路168
号1504室（电梯编号16楼1604
室）

上海分公司

电话：021-61017395
邮编：200120
地址：上海市浦东新区陆家嘴环路
166号未来资产大厦8层F单元

南京营业部

电话：025-84787996
邮编：210018
地址：南京市玄武区中山路268号1
幢1307室和1308室

北京东四十条营业部

电话：010-84261653
邮编：100007
地址：北京市东城区东四十条68
号平安发展大厦407室

广州营业部

电话：020-87750826
邮编：510080
地址：广州市越秀区东风东路703
号大院29号8层803

苏州营业部

电话：0512-69560991
邮编：215028
地址：苏州市工业园区时代广场23
幢1518-1室

杭州营业部

电话：0571-85817187
邮编：310004
地址：杭州市绍兴路168号 1406-
1408室

重庆营业部

电话：023-6790698
邮编：400010
地址：重庆市渝中区新华路 388 号
9-1#

南通营业部

电话：0513-55880516
邮编：226001
地址：南通市环城西路16号6层603-
2、604室

徐州营业部

电话：0516-83831113
邮编：221005
地址：徐州市淮海东路153号