华安期货 HUAAN FUTURES

2021 年 5 月报

企业利润持续修复存隐忧，股指观点偏空

-----2021 年 5 月股指期货市场展望

2020 年 4 月 29 日

要点提示:

1、3 月 PMI 指标继续修复，企业信心较强

2、印度疫情爆发

3、央行货币政策保持稳健

市场展望与投资策略:

在国内货币政策保持稳健和美联储 4 月 FOMC 会议决议结果来看，虽然两者都对通胀有一定预期，但短期并不会采取实际的收紧操作，因此流动性保持稳定仍是大概率事件。从当前已发布的经济数据来看，投资、消费、进出口依然景气，规模以上工业企业利润亮眼，但上游原材料价格的持续上涨开始让市场对二季度制造业企业利润能否继续增长持担忧的观点，对分母端的担忧表现在股指连续走出两个月的窄幅震荡行情且波动率也在持续下降。

综上来看，短期股指估值核心点正处于经济复苏带动下，对中下游制造业企业利润能否持续增长的判断上。展望五月行情，若大宗商品价格可以结束连续的上涨，将部分行业利润分给中下游制造业企业，股指估值将得到进一步修复，若大宗商品价格进一步上涨，支持股指估值上涨的逻辑将很难成立。结合海外疫情和国内经济综合判断，短期大宗商品结束上涨趋势恐偏难，因此对股指 5 月行情相对悲观。

投资策略:

1、建议采取跨品种套利策略，做空 IF/IH、做多 IC。并在 IO（沪深 300）期权上选择卖出看涨期权，收取权利金。

华安期货

投资咨询部

金融期货研究组

鲍　峰　分析师

从业/投资咨询证号

F3037342/ Z0014770

曹晓军　高级分析师

从业/投资咨询证号

F3008012/Z0010934

电话: 0551-62839161

Email: tzzx@haqh.com

网址: www.haqh.com

华安期货温馨提示:

“期”待诚信

“货”真价实

一、4 月行情回顾

4月股指行情相对分化，上证50和沪深300指数仍处于震荡区间，中证500指数表现相对较强，月内走出了上涨行情，但波动率仍继续下滑。截止4.29日，上证综指、沪深300、中证500、上证50两个月涨跌幅分别为0.64%、1.79%、3.51%、-0.97%。

基差方面：截止4.29日，IC2105、IF2105、IH2105分别贴水、-22.92、-12.42、-5.89，基差升贴水幅度仍维持贴水趋势。

波动率方面：截止4.29日，上证50指数、中证500指数、沪深300指数20日历史波动率分别为15.69%、15.75%、10.39%、环比上月近一步下滑，处于历史区间底部。

图 1：主要指数走势图

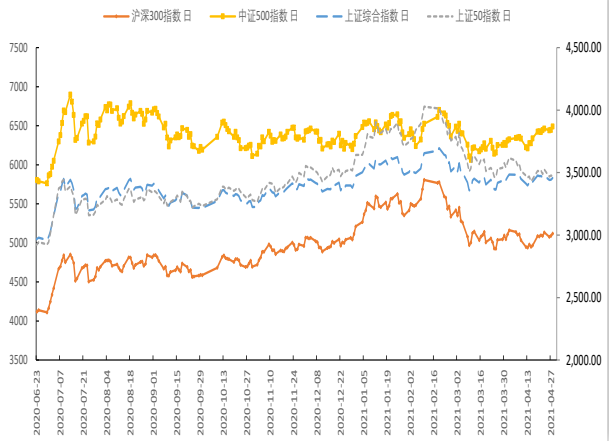
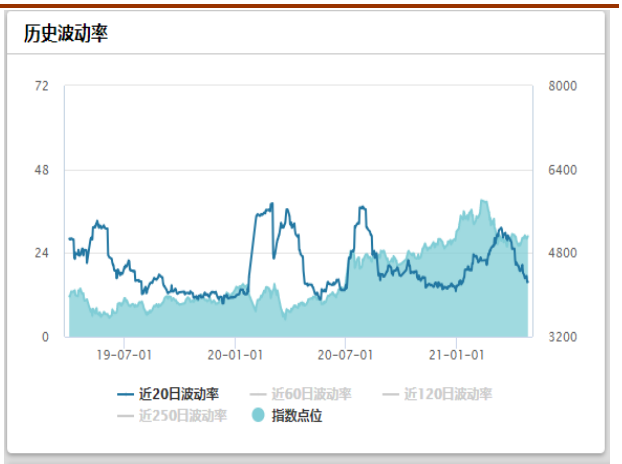


图 2：沪深 300 指数 20 日波动率



资料来源：华安期货投资咨询部;Wind

二、宏观经济分析

2. 4 月 PMI 指标环比下降

2021 年 4 月官方 PMI 为 51.1，环比下降 0.8 个百分点。其中生产、新订单、新出口订单、进口、出厂价格指数环比分别下降 1.7、1.6、0.8、0.5、2.5 个百分点，虽然仍位于景气区间内，但趋势上涨开始减缓。

从企业规模看，大、中、小型企业 PMI 为 52.6%、50.6%和 49.4%，分别比上月下降 0.1、0.1、0.7 个百分点。

从分项指标来看，生产和新订单都出现回落，主要原因是上游原材料价格的持续上涨，挤占了下游制造业利润，随着对利润前景能否持续的担忧，其生产和订单需求都出现环比回落，但是否能判断拐点出现，还需要后续观察。

图3：官方PMI/财新PMI

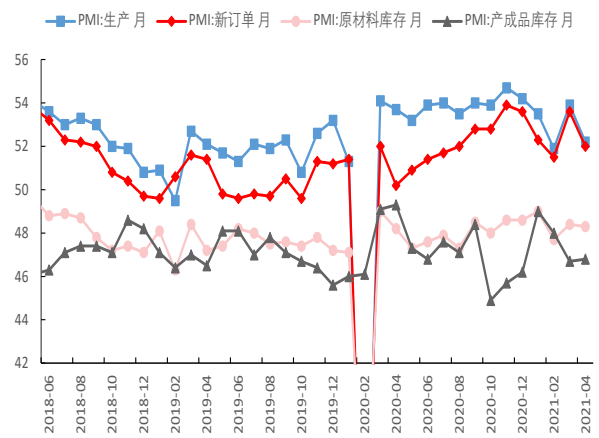
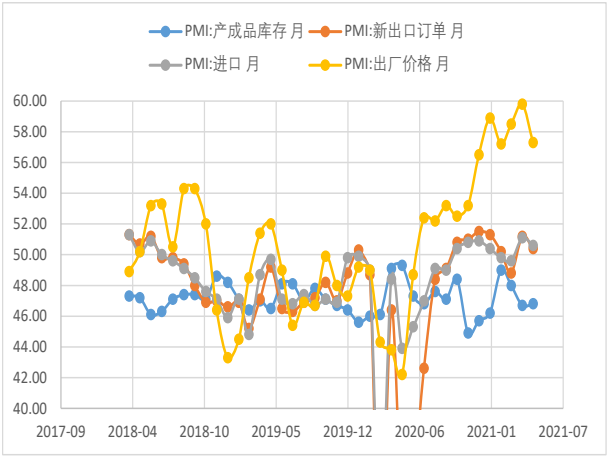


图4：PMI分项走势图（1）



资料来源：华安期货投资咨询部;Wind

图5：PMI分项走势图（2）

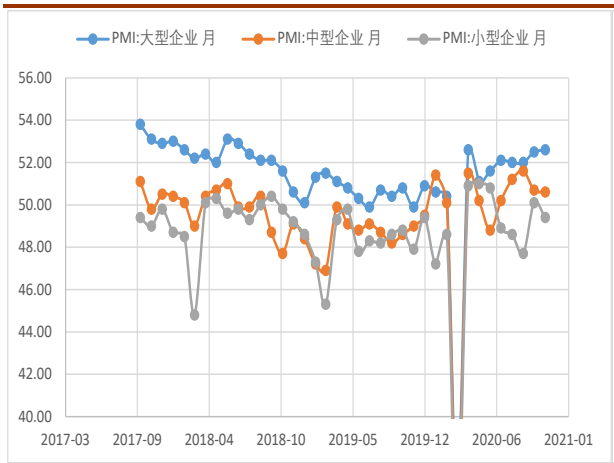
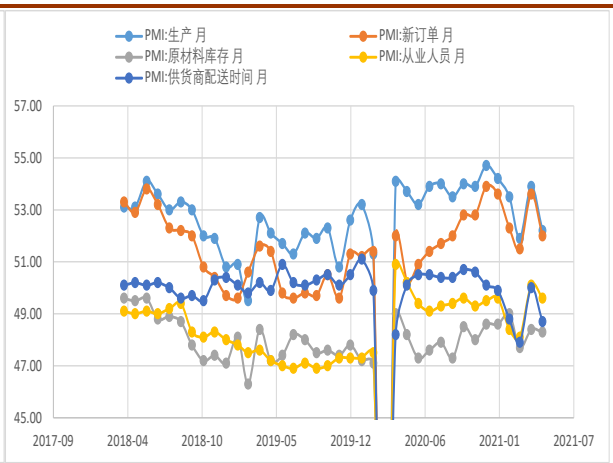


图6：PMI分项走势图（3）



资料来源：华安期货投资咨询部;Wind

图7：投资数据

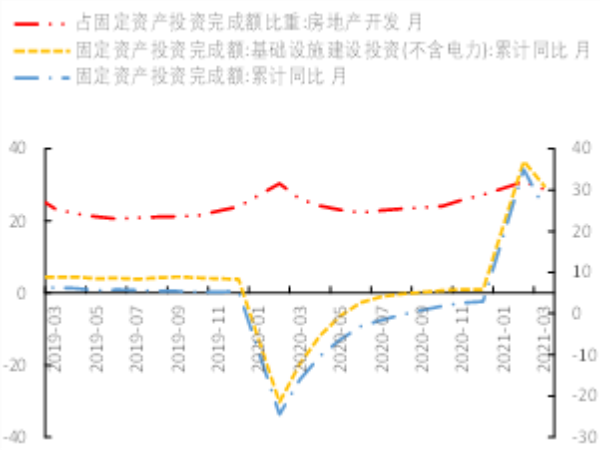
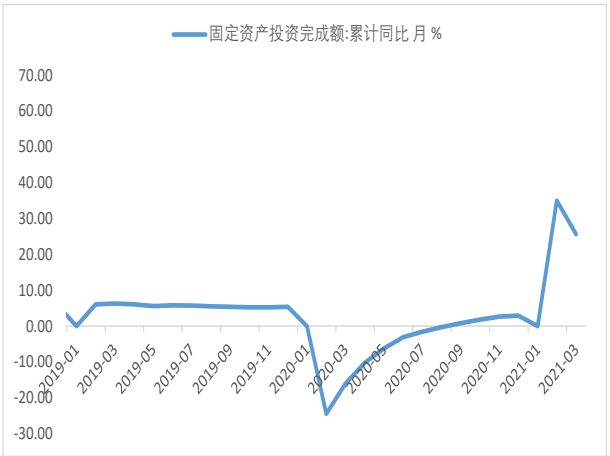


图8：消费数据



资料来源：华安期货投资咨询部;Wind

1—3月份，全国固定资产投资（不含农户）95994亿元，同比增长25.6%；比2019年1—3月份增长6.0%，两年平均增长2.9%；经季节调整后与去年10—12月份环比增长2.06%。其中，民间固定资产投资55022亿元，同比增长26.0%。从环

比看，3 月份固定资产投资（不含农户）增长 1.51%。

基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 29.7%。其中，水利管理业投资增长 42.5%；公共设施管理业投资增长 23.5%；道路运输业投资增长 25.7%；铁路运输业投资增长 66.6%。

工业投资同比增长 27.8%。其中，采矿业投资增长 20.8%；制造业投资增长 29.8%；电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资增长 20.0%。

3 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 14.1 %（以下增加值增速均为扣除价格因素的实际增长率）。从环比看，3 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.60%。一季度，规模以上工业增加值同比增长 24.5%；比 2019 年同期增长 14.0%，两年平均增长 6.8%。

3 月份，社会消费品零售总额 35484 亿元，同比增长 34.2%；比 2019 年 3 月份增长 12.9%，两年平均增速为 6.3%。其中，除汽车以外的消费品零售额 31554 亿元，增长 32.5%。扣除价格因素，2021 年 3 月份社会消费品零售总额实际增长 33%，两年平均增长 4.4%。从环比看，3 月份社会消费品零售总额增长 1.75%。

2.2 印度新冠肺炎大爆发，成为关注热点。

从 4 月初，印度新冠肺炎每日新增确诊人数快速增长，从月初 7 万增加到月末的 37.9 万人次，印度疫情的快速爆发吸引全球目光，关注点主要集中在作为全球产业链的重要一环，对原油、化工、制药、纺织、白糖等行业的影响。第二个方面，因为印度爆发的新冠疫情其病毒有一定的变异性，是否会传染扩散到周边的阿拉伯国家，进而造成大范围的后续影响。

作为突发事件，对股市的风险偏好影响还属于萌芽期，但是否会形成后续的蝴蝶效应还需要持续的跟踪。

图9：全球疫苗接种（七日移动平均值）

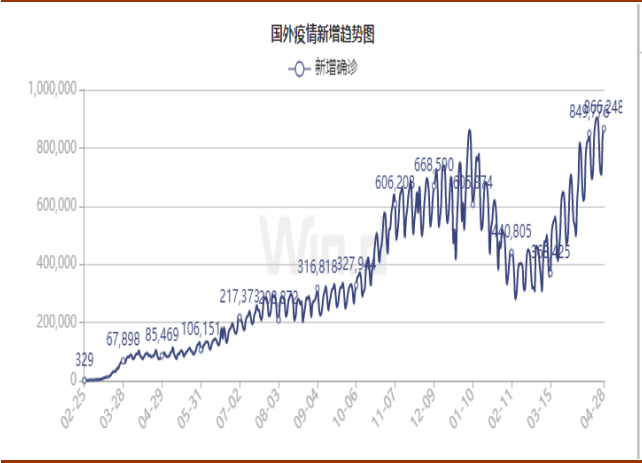


图10：印度新冠疫情单日新增人数



资料来源：华安期货投资咨询部;Wind

2.3 上游原材料价格持续走高，对下游制造业利润形成压力

1—3月份，全国规模以上工业企业实现利润总额18253.8亿元，同比增长1.37倍（按可比口径计算，详见附注二），比2019年1—3月份增长50.2%，两年平均增长22.6%。

主要行业利润情况如下：汽车制造业利润总额同比增长8.43倍，有色金属冶炼和压延加工业增长4.71倍，黑色金属冶炼和压延加工业增长3.88倍，化学原料和化学制品制造业增长3.43倍，电气机械和器材制造业增长1.67倍，专用设备制造业增长1.46倍，计算机、通信和其他电子设备制造业增长1.41倍，通用设备制造业增长1.19倍，煤炭开采和洗选业增长94.3%，非金属矿物制品业增长69.1%，电力、热力生产和供应业增长50.7%，纺织业增长40.4%，农副食品加工业增长28.9%，石油和天然气开采业增长18.4%。

截止4.29日，动力煤、锡、原油、玻璃、铝、螺纹、PTA、铜、年内涨跌幅分别为20.64%、26.90%、28.10%、29.43%、23.54%、28.01%、24.10%、24.73%……

时间进入5月，随着上游原材料价格的持续上涨，中下游制造业利润能否持续得到保证成为关注热点，因为当前国内市场价格链条的传导不通畅，中下游制造业产品销售价格很难跟随上游原材料价格上涨速度，从BCI企业库存指数来看，部分企业开始调低库存量，来应对较高的原材料价格影响。因此若需求增速一旦开始萎缩且原料价格继续保持高位，制造业企业利润是首先受到冲击部分，但后续是否会出现这一假设，还需要进一步观察。

图11： 全国规模以上企业工业利润

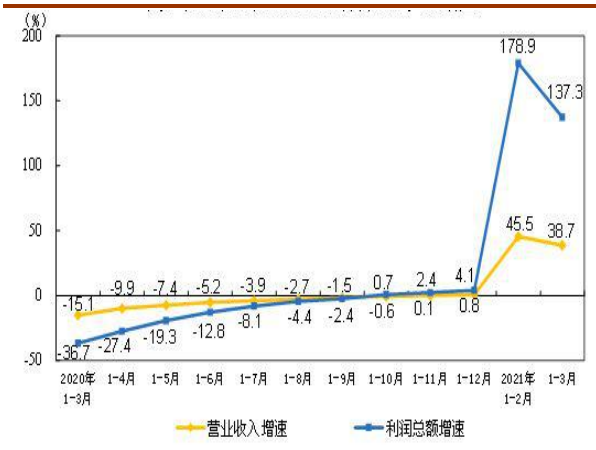
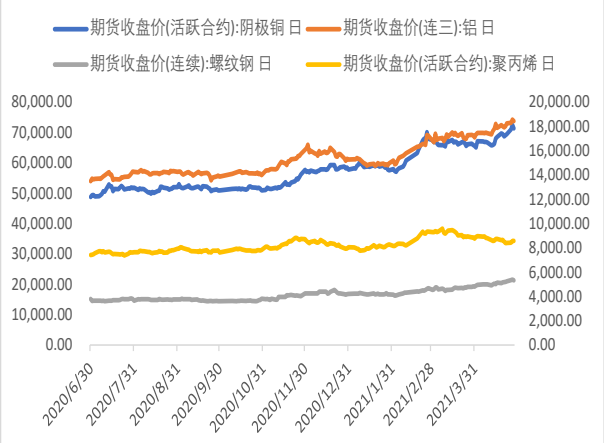


图12： 大宗商品期货收盘价



资料来源：华安期货投资咨询部;Wind，国家统计局

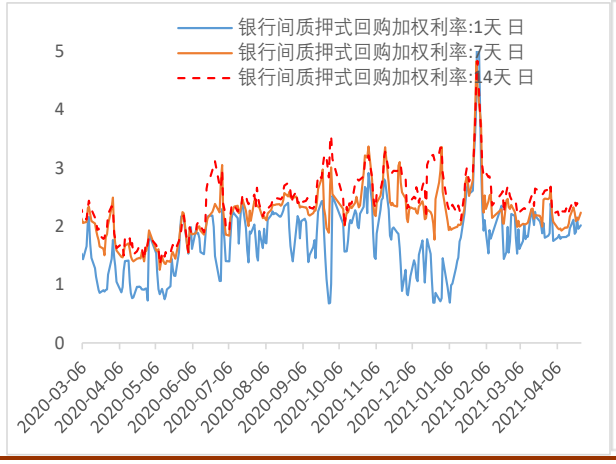
2.4 2021年一季度货币报告发布，货币政策以稳为主。

21年一季度货币政策执行报告对当前经济形式的判断为：“国内经济发展动力不断增强，积极因素明显增多”。关于货币政策方面的表述变为：“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把握好政策时度效”，关于货币政策保持稳定性的语言没

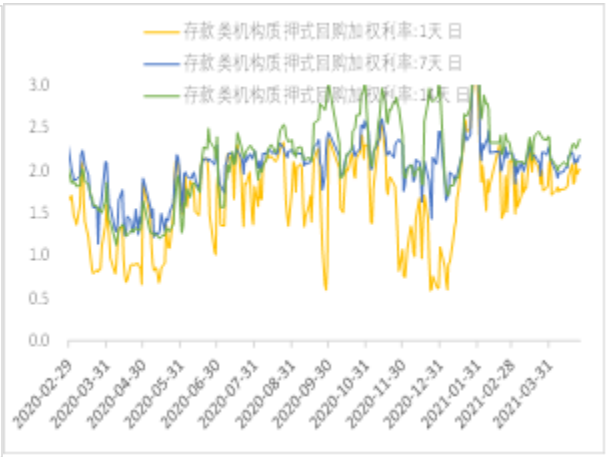
有重复提及。在例会中表述为，坚持稳中求进工作总基调，稳字当头，立足新发展阶段，贯彻新发展理念，构建新发展格局，以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线，坚持扩大内需战略，巩固拓展疫情防控和经济社会发展成果，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，灵活精准实施货币政策，处理好恢复经济与防范风险的关系，努力保持经济运行在合理区间，以高质量发展为“十四五”开好局”。从上述表态中可以看出，肯定当前经济发展趋势，货币政策仍以合理适度为主。

3月新增人民币贷款2.73万亿元，环比多增1.37万亿元，较去年同期少增1200亿元，3月新增贷款投放仍处于历史高位水平，结构持续向中长期倾斜。从结构来看，3月居民贷款新增1.15万亿元，同比多增1614亿元，其中，新增居民短期贷款5242亿元，同比多增98亿元，新增居民中长期贷款6239亿元，同比多增1501亿元。

图11：银行间质押式回购加权利率



12：存款类机构质押式回购加权利率



资料来源：华安期货投资咨询部;Wind

图13：SHIBOR

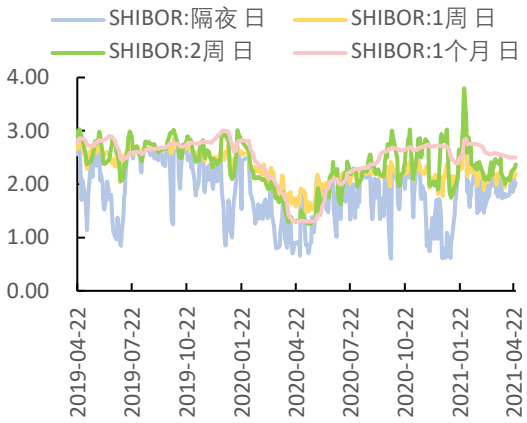
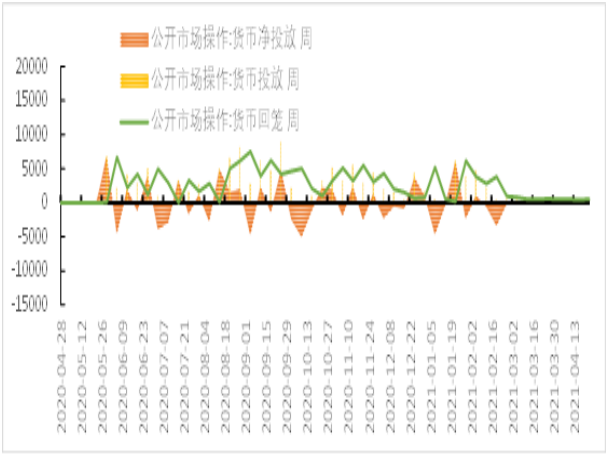


图14：央行公开市场操作



资料来源：华安期货投资咨询部;Wind

图15：新增社会融资规模（月）

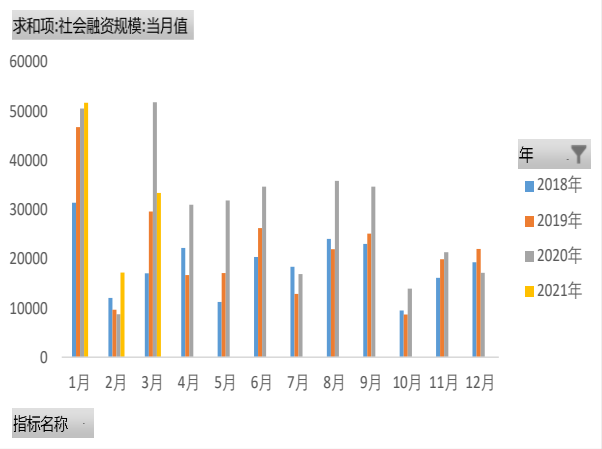
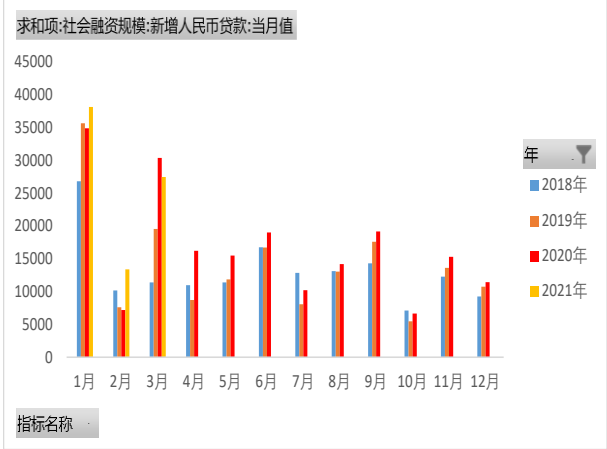


图16：新增人民币贷款规模



资料来源：华安期货投资咨询部;Wind

三、市场展望

在国内货币政策保持稳健和美联储 4 月 FOMC 会议决议结果来看，虽然两者都对通胀有一定预期，但短期并不会采取实际的收紧操作，因此流动性保持稳定仍是大概率事件。从当前已发布的经济数据来看，投资、消费、进出口依然景气，规模以上工业企业利润亮眼，但上游原材料价格的持续上涨开始让市场对二季度制造业企业利润能否继续增长持担忧的观点，对分母端的担忧表现在股指连续走出两个月的窄幅震荡行情且波动率也在持续下降。

综上来看，短期股指估值正处于经济复苏带动下，对中下游制造业企业利润能否持续增长的判断上。展望五月行情，若大宗商品价格可以结束连续的上涨，将部分行业利润分给中下游制造业企业，股指估值将得到进一步修复，若大宗商品价格进一步上涨，支持股指估值上涨的逻辑将很难成立。