

宽幅震荡

2020年7月6日 星期一

兴证期货·研发中心

金融研究团队

韩惊

从业资格编号: F3010931

投资咨询编号: Z0012908

电话: 021-20370949

邮箱: hanjing@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

2020年上半年A股市场宽幅震荡,指数方面先后经历国内及国外两波新冠疫情的冲击,之后在流动性宽松及经济缓慢复苏的预期中展开反弹,而创业板在成长股表现强势的带领下,走势明显强于上证综指。

分指数来看,上半年中证500走势明显强于沪深300和上证50。在新冠疫情对我国经济的冲击下,上证50指数的成分股受宏观经济影响较大,而中证500指数中的权重为新兴行业为主,受宏观因素影响相对较小,且对于央行的逆周期调节更加敏感。

● 后市展望

7月初A股大幅上涨,上证综指创下年内新高,全市场成交量连续突破万亿。指数方面,我们认为短期在市场情绪的带动下,指数仍有上冲的动力,但市场基本面暂时还不支持出现趋势性上涨的行情。一方面国内货币政策虽然维持宽松,但与以往大水漫灌的情况不同,今年整体较为谨慎;另一方面经济虽在复苏中,但增长恢复依然缓慢;最后外围疫情和中美摩擦的影响虽然有所淡化,但仍然将制约风险偏好。所以我们虽然认为A股中长期市场存在走强基础,但指数下半年出现趋势性走强的概率依然不高,大概率还是宽幅震荡,更多的关注结构性的机会。

● 风险提示

外部风险升温、政策大幅调整、疫情再次冲击。

标题目录

1. 现货市场.....	3
2. 期货市场.....	错误!未定义书签。
3. 宏观经济.....	8
4. 资金面.....	12
5. 外部不确定性.....	错误!未定义书签。

图目录

图 1: A 股主要指数涨跌幅 (截至 6 月 30 日)	3
图 2: WIND 全 A 估值	4
图 3: 沪深 300 估值	4
图 4: 上证 50 估值	4
图 5: 中证 500 估值	4
图 6: 全部 A 股(非金融石油石化)归母净利润累计同比增速 (%)	5
图 7: 申万一级行业涨跌幅 (截至 6 月 30 日)	5
图 8: 申万一级行业估值 (截至 6 月 30 日)	6
图 9: 股指期货总成交情况 (手)	7
图 10: 股指期货日均持仓情况 (手)	7
图 11: IF 基差	7
图 12: IH 基差	8
图 13: IC 基差	8
图 14: GDP 增速不变价当季同比	9
图 15: 固定资产投资增速 (%)	10
图 16: 社会消费品零售总额:当月同比 (%)	10
图 17: 进出口增速 (按美元计)	10
图 18: PMI 走势图	10
图 19: 社融及新增人民币贷款	11
图 20: M1、M2 增速	11
图 21: 两会主要目标	11
图 22: 北向资金流入持续增长	12
图 23: 银行理财收益率	13
图 24: 余额宝收益率	13
图 25: 基金成立个数	13
图 26: 新基金发行份额	13
图 27: 下半年美国总统大选带来不确定性	14
图 28: 全球主要国家疫情	15
图 29: 美国主要指数估值	15

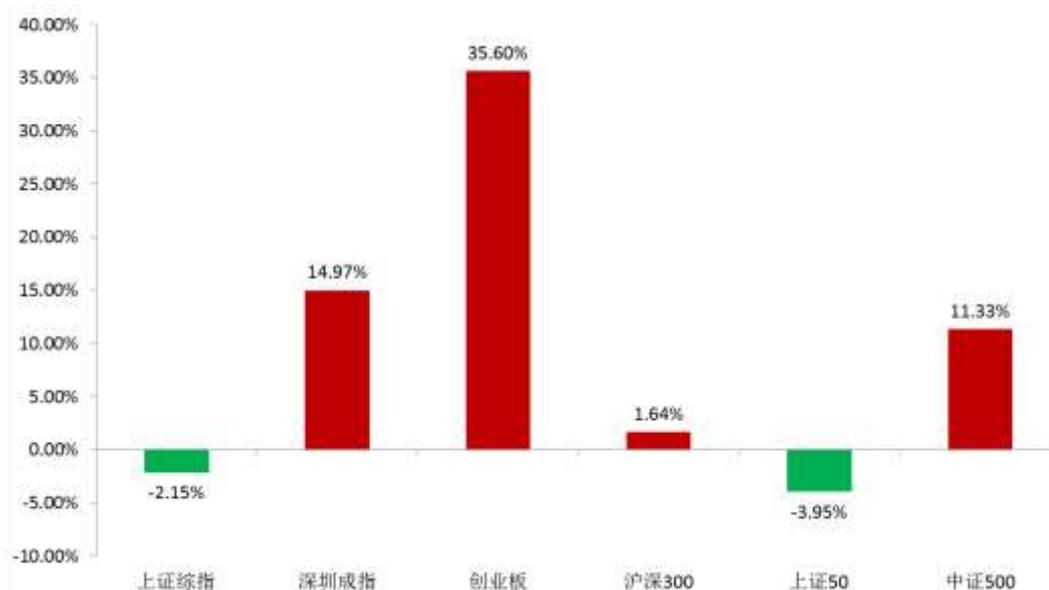
1. 现货市场

1.1 主要指数走势

2020 年上半年 A 股市场宽幅震荡，指数方面先后经历国内及国外两波新冠疫情的冲击，之后在流动性宽松及经济缓慢复苏的预期中展开反弹，而创业板在成长股表现强势的带领下，走势明显强于上证综指。

分指数来看，上半年中证 500 走势明显强于沪深 300 和上证 50。在新冠疫情对我国经济的冲击下，上证 50 指数的成分股受宏观经济影响较大，而中证 500 指数中的权重为新兴行业为主，受宏观因素影响相对较小，且对于央行的逆周期调节更加敏感。

图 1：A 股主要指数涨跌幅（截至 6 月 30 日）

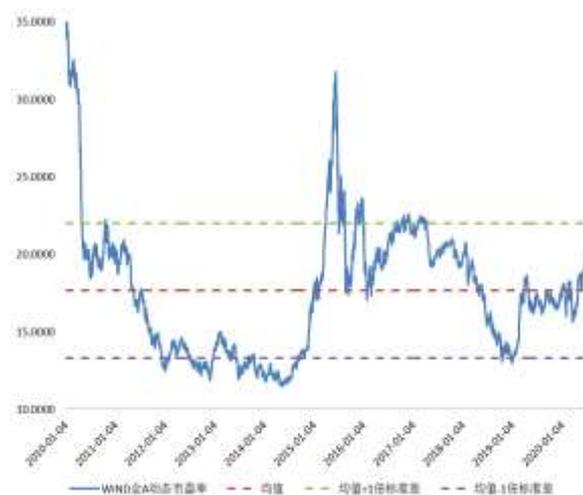


数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.2 市场估值得到修复

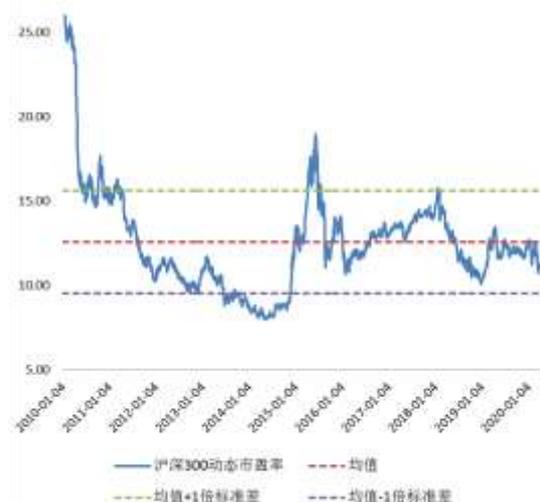
经过二季度的反弹，A 股市场整体估值水平已经不如此前低估。截止 2020 年 6 月 30 日，Wind 全 A 的估值分位数已经来到接近 70% 的水平，分指数来看，沪深 300 也超过均值水平，上证 50 和中证 500 则相对较低。整体来看 A 股估值水平仍然处于适中范围，但是相对疫情后的低位，目前指数在经过前期反弹后，估值已经得到了一定程度的修复。

图 2: WIND 全 A 估值



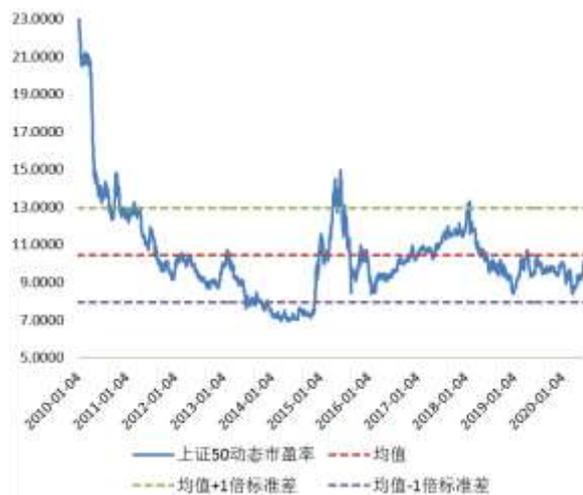
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 3: 沪深 300 估值



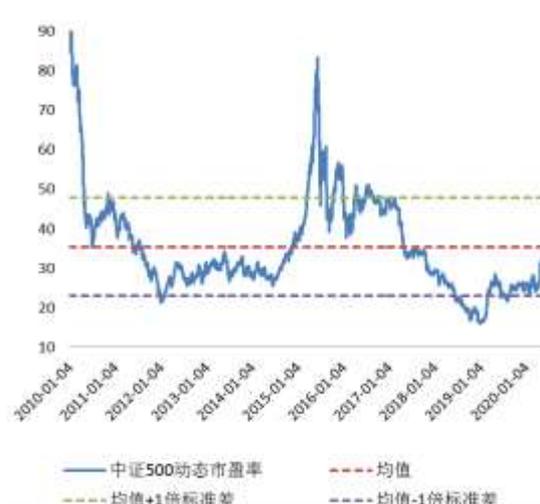
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 4: 上证 50 估值



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 5: 中证 500 估值

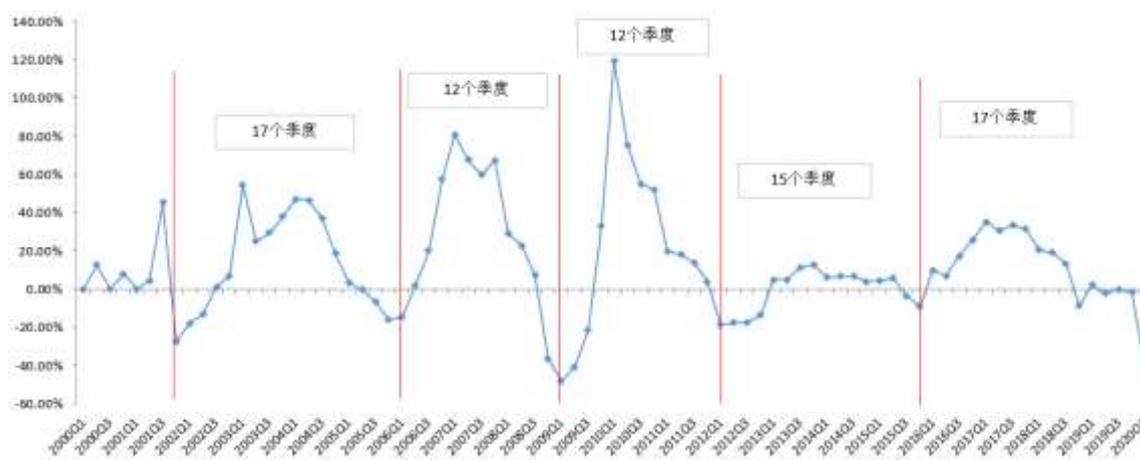


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

1.3 下半年企业盈利或将修复

企业盈利存在 3-4 年的周期性, 在 2018 年三季度, 本轮盈利周期处于下行阶段已经持续 2 年半左右。按照以往规律, 当时 A 股盈利周期已经处于本轮下行阶段的尾声, 可能进入一个新的上行周期, 我们看到 2019 年企业盈利是已经有好转的迹象的, 整个市场走势也是从低点回升, 出现修复。但是由于随之而来的新冠疫情影响, 2020 年一季度企业盈利出现大幅下滑。2020Q1 全 A 归母净利润同比负增长 23.47%, 剔除金融石油石化后进一步回落至 -41.23%。不过由于我国疫情控制良好, 复工复产稳步推进, 我们认为经济最困难的时候已经过去, 预计下半年企业的业绩将出现持续改善。而根据以往经验来看, 估值底是会先于或同步市场底出现的, 所以我们认为今年市场的底部已经出现。下半年随着企业盈利的修复, 市场中长期存在走强的基础。

图 6：全部 A 股(非金融石油石化)归母净利润累计同比增速 (%)

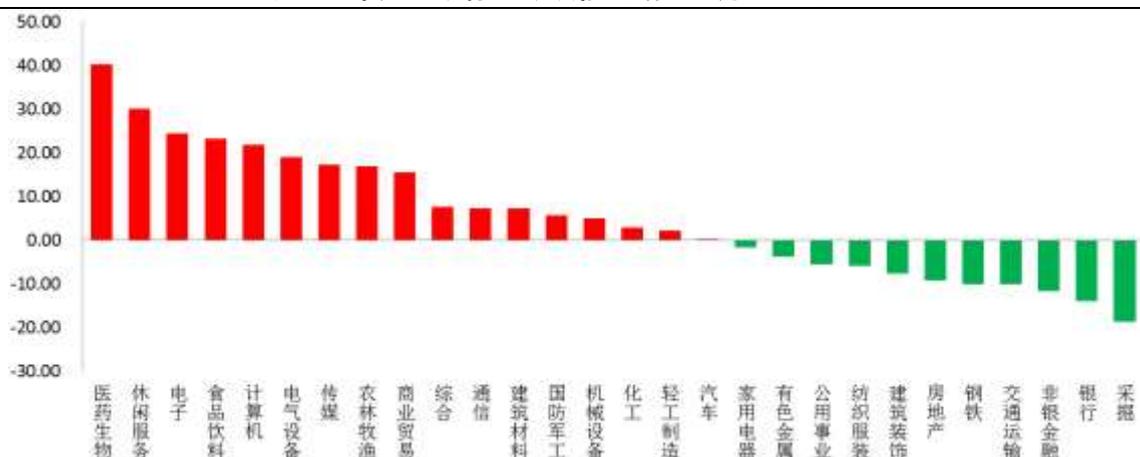


数据来源：Wind，兴证期货研发部

1.4 行业走势分化严重，风格切换存在难度

上半年 A 股各版块走势分化严重。受疫情利好的医药板块、确定性较高的食品饮料板块和对逆周期调节敏感的科技成长板块涨幅较大，其中医药板块上涨达到 40%；而受宏观经济影响较大的价值蓝筹板块则表现不尽人意，其中房地产、非银金融和银行等指数权重板块跌幅均在 10%左右。

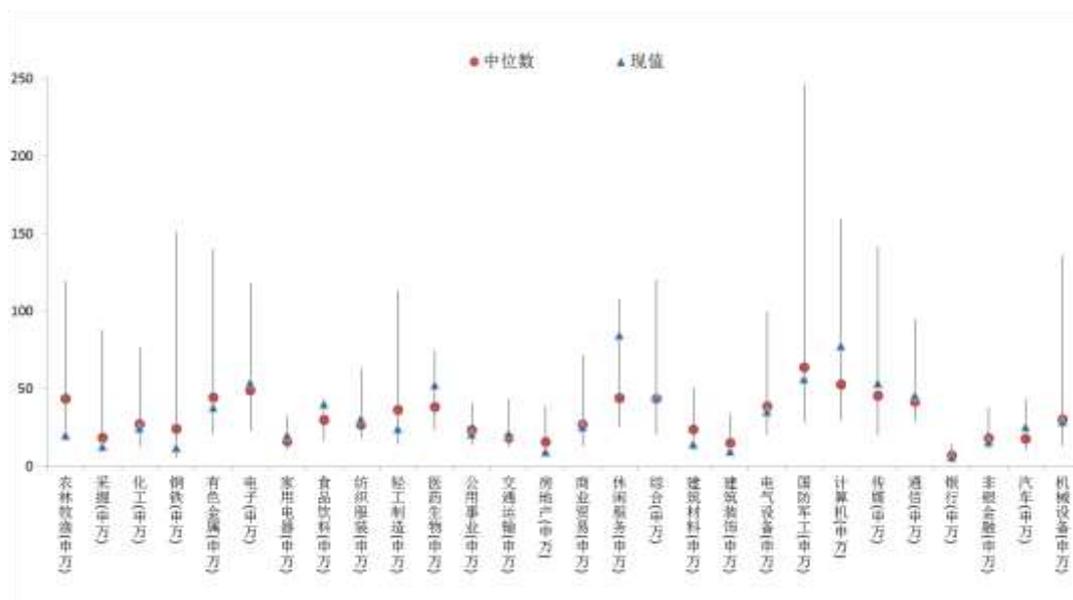
图 7：申万一级行业涨跌幅（截至 6 月 30 日）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

上半年市场各板块估值差异较大，其中医药、食品饮料和一些成长板块估值处于历史高位，而银行、汽车和房地产等板块估值处于极低的状态。我们预计下半年市场抱团的现象将持续，但是相对上半年将有所松动，同时一些估值处于低位的价值板块有望得到估值修复，市场风格将逐步从极端的成长板块抱团转向更加均衡的市场状态

图 8：申万一级行业估值（截至 6 月 30 日）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

7月首周A股大幅反弹，上半年表现较差的券商地产等版块领涨市场。我们认为短期在成长板块涨幅较大的情况下，年内滞涨的价值板块出现短期的补涨行情是属于稍有意外但是又在情理之中的情况。而反弹时点出现在7月初，我们认为一方面是因为央行变相降息的利好，另一方面则是因为半年末是机构调仓的窗口之一。而价值板块多为指数权重，低位补涨对于资金的需求也相对较低，指数在近期价值板块补涨的情况下出现加速上冲的走势。而对于券商来说，近期行业自身的消息也起到了重要的推动作用，包括券商龙头的合并传闻，以及银行获得证券牌照后与银行系券商的合并可能，都对板块的上涨起到了重要推动作用。

所以我们认为价值版块近期的上涨可能更多的是短期的补涨现象，此外近期经济数据的好转也对顺周期的价值板块起到了一定推动作用。但由于目前经济复苏势头依然较弱，宽松的货币政策短期难有转向，成长板块仍然存在结构性机会，市场风格就此切换的概率较低。

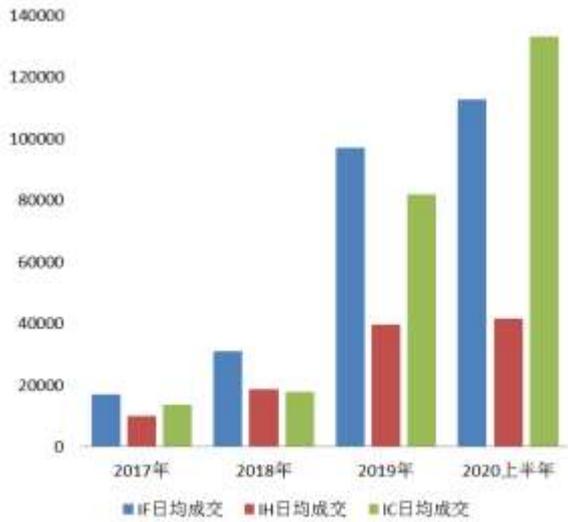
2.期货市场

2.1 股指期货成交持仓放大

2020年上半年股指期货交易表现继续活跃，IC的成交持仓增长最为明显，成为股指期货中最活跃的品种。相比去年的日均成交来看，上半年IF日均成交11.26万手，增长16.25%；IH日均成交4.15万手，增长4.66%；IC日均成交13.3万手，增长62.68%。股指期货持仓方面，上半年IF日均持仓14.35万手，增长27.94%；IH日均持仓6.38万手，增长17.98%；IC日均持仓18.76万手，增长47.56%。

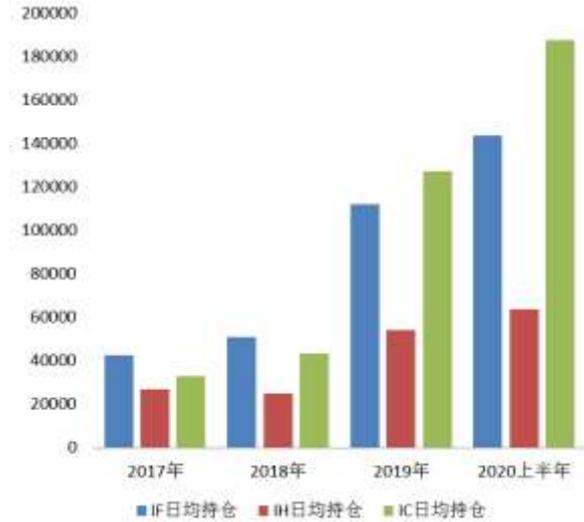
随着我国金融市场的逐步开放和投资者专业程度的进一步提高，目前股指期货交易日趋活跃。我们认为随着未来股指期货交易常态化的继续推进，未来成交和持仓将继续稳步上升。

图 9：股指期货总成交情况（手）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 10：股指期货日均持仓情况（手）

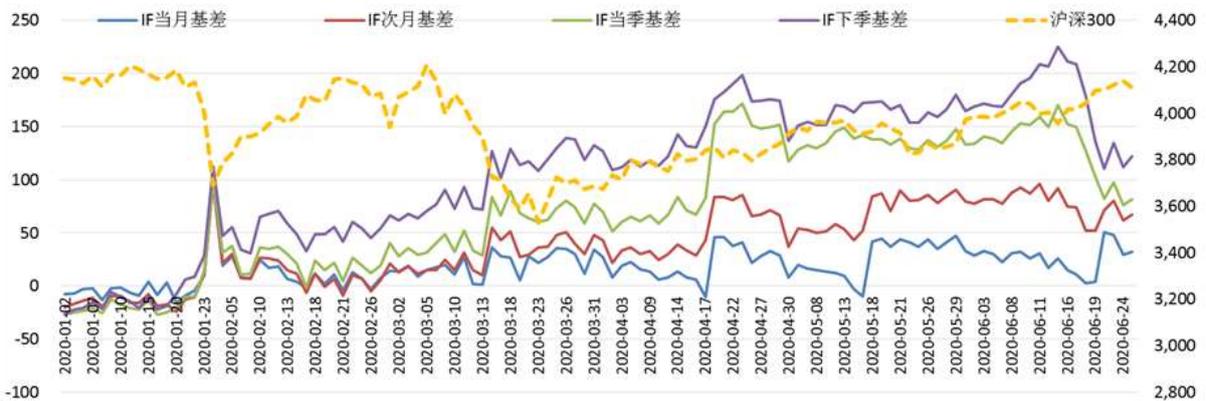


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 基差上半年拉大，预计下半年收窄

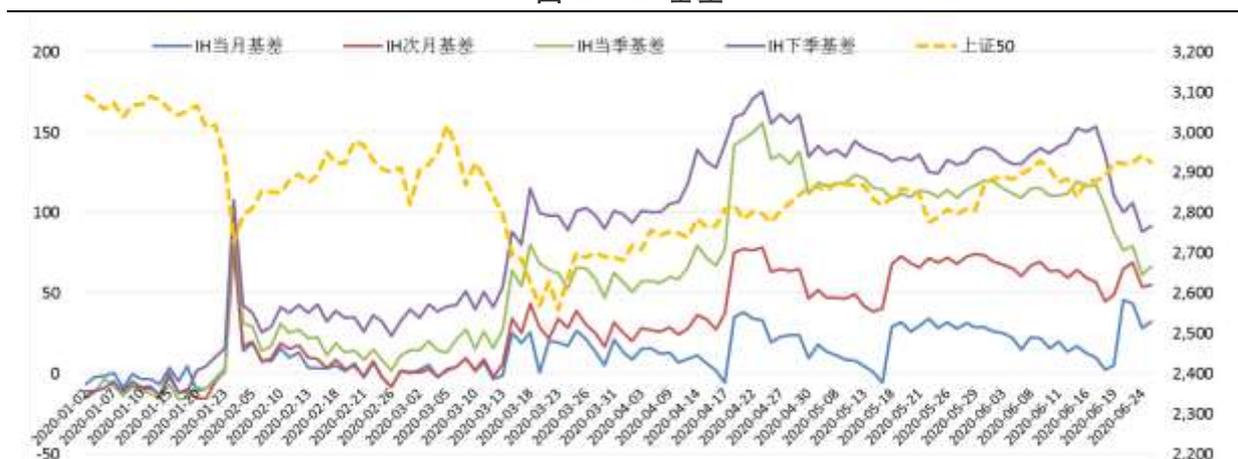
受疫情影响，今年市场不确定性显著增加，投资者对于对冲的需求也在增加。我们可以看到上半年股指期货各品种的远月合约持仓出现了快速增加，特别是 IC 的远月合约持仓量显著增加。对冲需求的增加使得上半年股指期货的基差显著拉大，IC 合约年化基差长期保持在 10% 以上。而近期随着行情走势的回暖，股指期货贴水出现收敛，我们认为随着市场基本面的好转和投资情绪的乐观，下半年股指期货基差相对上半年来说将有所收窄。

图 11：IF 基差



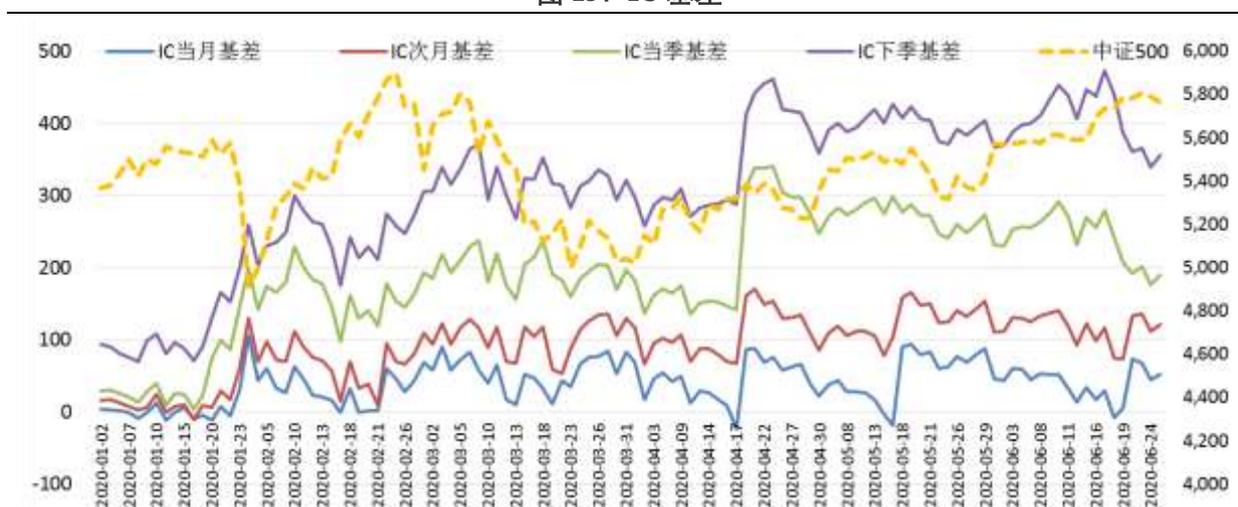
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 12: IH 基差



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: IC 基差



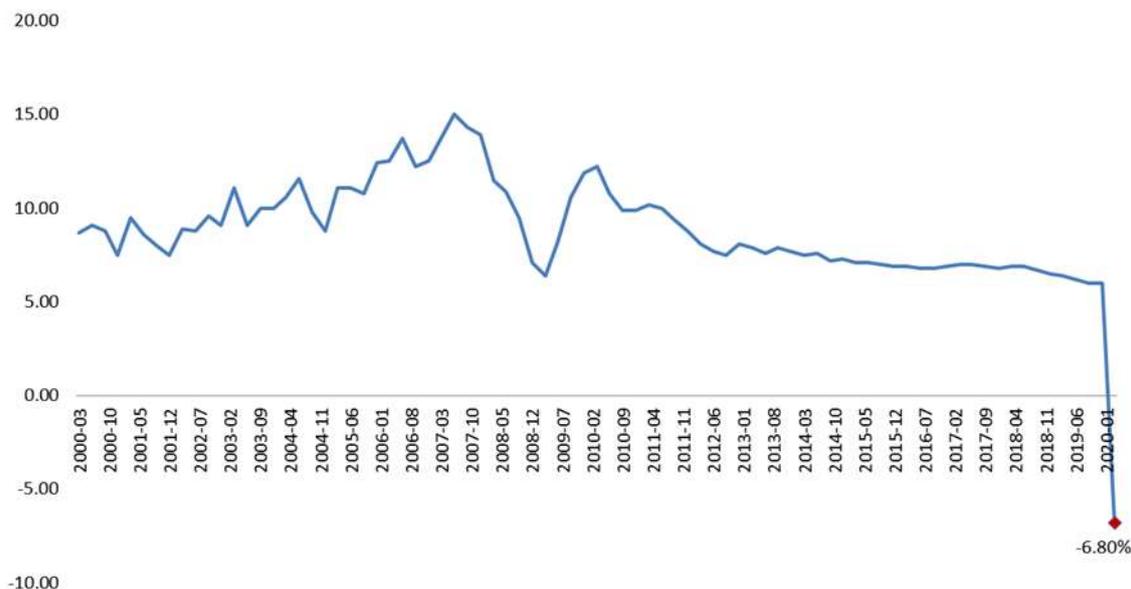
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.宏观经济

3.1 GDP 阶段性大幅回落

年初受疫情的影响,我国经济供需两端都受到严重冲击,其中一季度 GDP 增速一度下滑至-6.8%。但之后由于我国疫情控制良好和复工复产的稳步推进,经济出现复苏迹象,逐渐走出了最困难的时刻。我们认为下半年 GDP 增速将有显著回升。

图 14: GDP 增速不变价当季同比



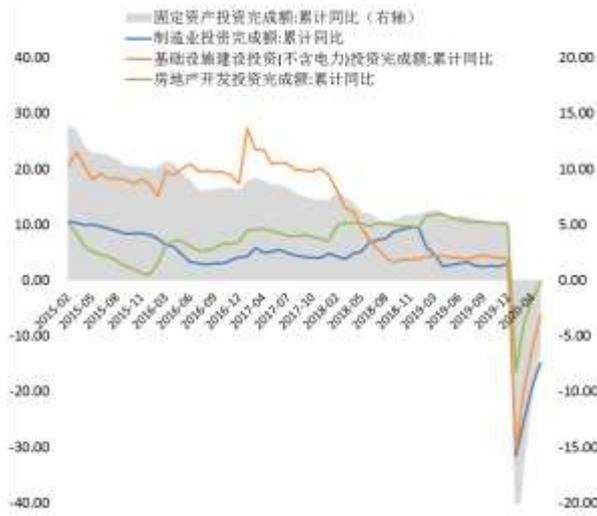
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.2 经济数据持续好转

我国 5 月经济数据继续转好, 其中 5 月工业增加值单月同比 4.4%, 前值 3.9%; 1-5 月固定资产投资累计同比-6.3%, 前值-10.3%; 5 月社会消费品零售总额单月同比-2.8%, 前值-7.5%, 均较 4 月数据出现改善。6 月份, 我国制造业采购经理指数 (PMI) 为 50.9%, 比上月上升 0.3 个百分点。我国制造业 PMI 连续 4 个月保持在扩张区间。进出口方面, 随着欧美疫情的平稳和复工复产的推进, 我们认为外需未来也将逐步好转, 但由于海外国家疫情控制显著弱于我国, 疫情存在反复的风险, 所以整体经济复苏弱于我国。

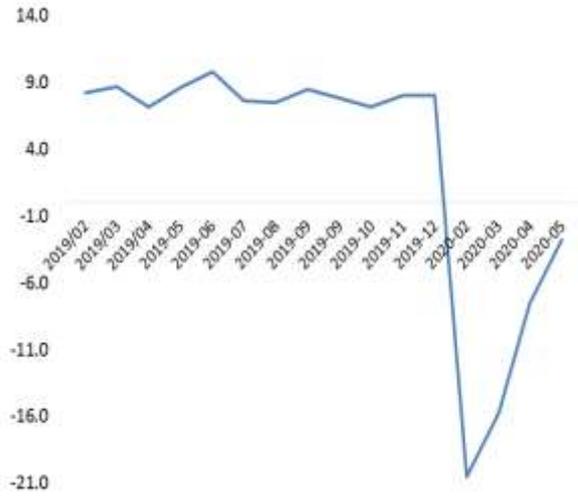
虽然消费方面受疫情影响, 目前改善力度相对较弱, 但整体来看, 我国经济复苏的趋势还是非常明显。所以作为顺周期的价值板块最近的上涨也是反应了市场对于经济复苏的预期。

图 15: 固定资产投资增速 (%)



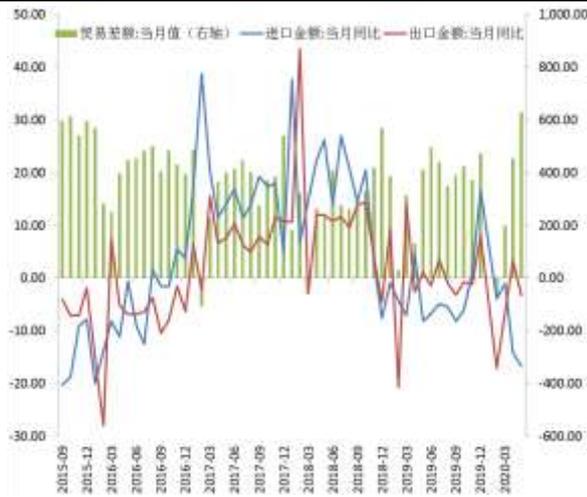
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 16: 社会消费品零售总额:当月同比 (%)



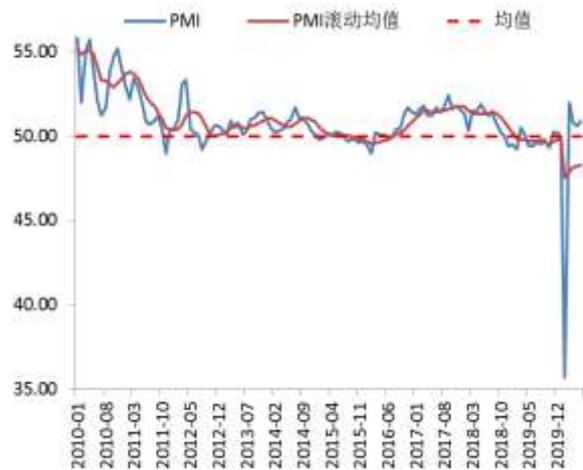
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 17: 进出口增速 (按美元计)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 18: PMI 走势图

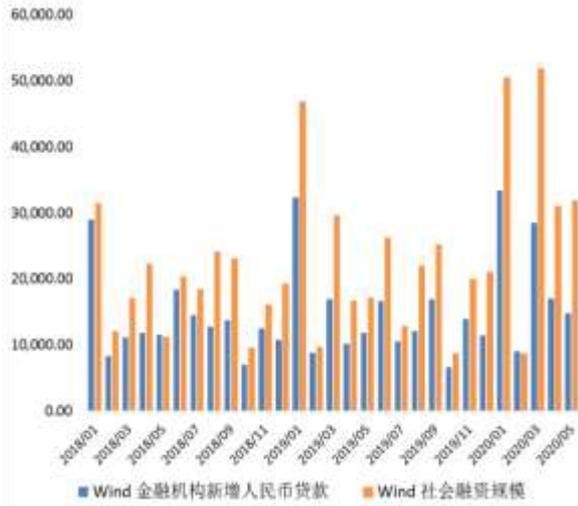


数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.3 货币政策维持宽松

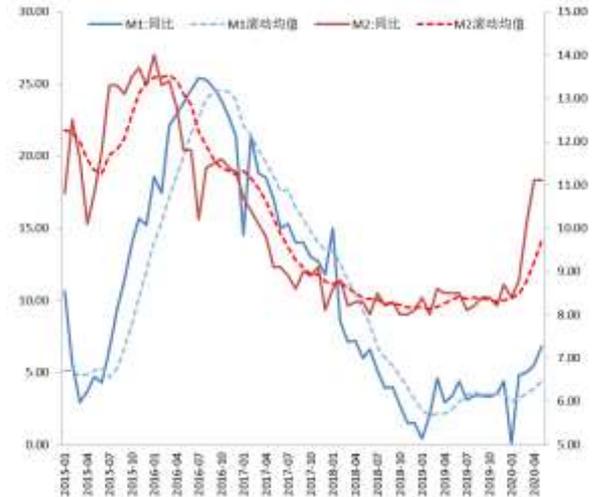
从 5 月金融数据看, 目前货币政策依然维持宽松。我国 5 月社融新增 3.19 万亿, 高于去年同期的 1.71 万亿; M2 增速维持在 11.1%, M1 增速升至 6.8%。而从近期国常会的表态和央行下调再贷款、再贴现利率的动作来看, 也显示出短期货币政策不存在收紧的趋势。

图 19: 社融及新增人民币贷款



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 20: M1、M2 增速



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

3.4 两会未设定具体目标

以往两会的召开时间一般是在每年的3月份，但是今年两会受疫情的影响推迟到了5月下旬召开。对于此次两会，市场在召开之前的预期颇高，主要是今年两会是疫情特殊时期的两会，市场对于两会可能推出的刺激政策有着比较多的期待。不过最终从两会公布的一些政策来看，虽然说大体仍符合市场预期，但是落在了整体市场预期的下沿。

本次两会少有的没有设立具体的经济增速目标，这主要是因为新冠疫情的冲击影响太大并且带来了太多不确定性。虽然本次两会未设立具体经济增速目标，但是从“六保”“六稳”仍可以看出国家在经济增长，民生和就业等方面的底线思维。并且政府在赤字率，专项债和特别国债方面是设定了目标的，所以我国经济的潜在增速还是有保证的。

此外政府工作报告中对于货币政策相关方面表示要综合运用降准降息、再贷款等手段,引导广义货币供应量(M2)和社会融资规模增速明显高于去年。最近国常会上也是再次提到,要推动金融系统全年向各类企业合理让利1.5万亿元,综合运用降准、再贷款等工具,保持市场流动性合理充裕。也显示出虽然近期央行货币政策较为谨慎,利率有小幅上扬,但是年内大的宽松趋势是不变的。

图 21: 两会主要目标

	2018	2019	2020
GDP	6.50%	6%-6.5%	无具体目标
CPI	3%	3%	3.50%
M2与社融	适度	与名义GDP增速相匹配	明显高于去年
城镇新增就业	1100万人	1100万人	900万人
城镇调查失业率	5.50%	5.50%	6%
城镇登记失业率	4.50%	4.50%	5.50%
赤字率	2.60%	2.80%	3.60%
财政赤字	2.38万亿	2.76万亿	3.76万亿+1万亿特别国债

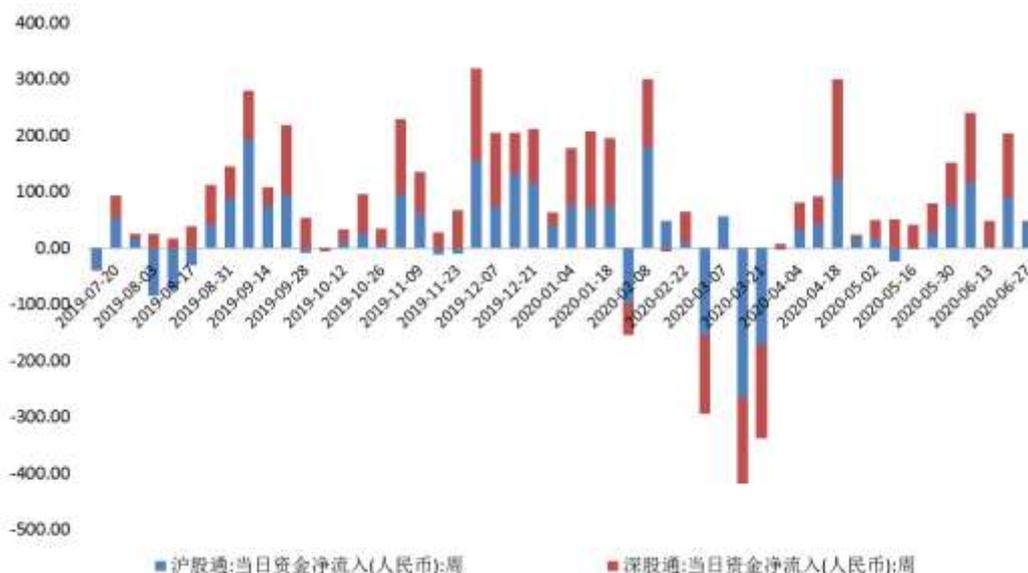
数据来源: Wind, 兴证期货研发部

4.资金面

4.1 外资持续流入

北上资金目前成为市场重要的增量资金之一，并且其持仓和成交在 A 股中的比例也越来越高。截至 6 月 29 日，北上资金上半年流入达 1182 亿，超过去年同期的 964 亿，并且这还是建立在一季度新冠疫情导致资金大幅流出的基础上。我们认为在全球宽松的背景下，A 股的配置价值长期存在，外资长期持续流入 A 股的趋势不变。并且外资的持续流入不仅对市场行情起到重要支撑作用，对于整体市场的结构也有着长期影响。

图 22：北向资金流入持续增长



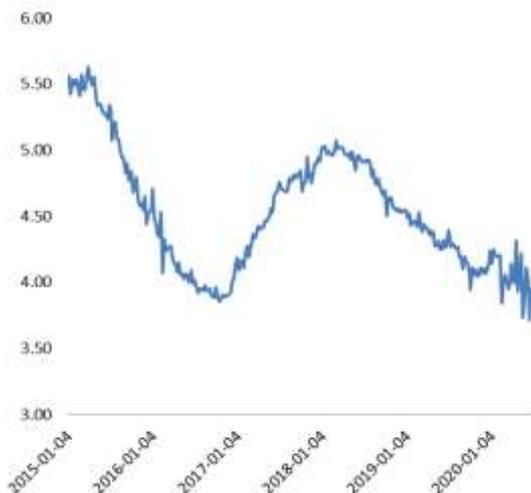
数据来源：Wind，兴证期货研发部

4.2 权益资产配置价值相对较高

2018 年以来，人民银行 12 次下调存款准备金率，其中 2020 年初至 5 月就已经 3 次降准，共释放资金 1.75 万亿元。整体市场流动性的宽松使得银行理财收益率和余额宝等货币基金收益率持续下行，权益资产的相对配置吸引力得到提升，居民的储蓄搬家趋势增强。

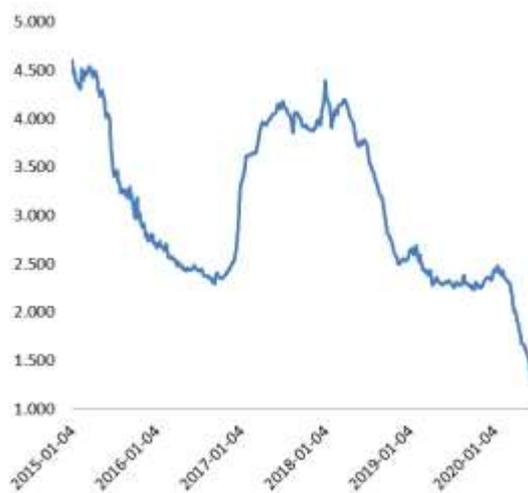
上半年公募基金募集大幅增长。1-5 月份，公募基金新成立 472 个，募集金额超 7000 亿。在募集的资金中，股票型基金和混合基金占比超过 70%，而 2019 年同期占比仅 36%。相应的债券型基金募集份额由去年同期的 63% 下降至今年的 26%。公募基金的大幅增长同样显示出目前居民的储蓄搬家趋势，我们认为未来机构资金长期持续进场的趋势不变。

图 23： 银行理财收益率



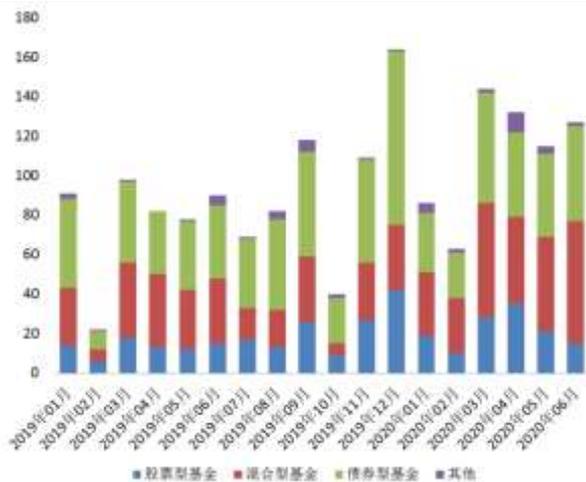
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 24： 余额宝收益率



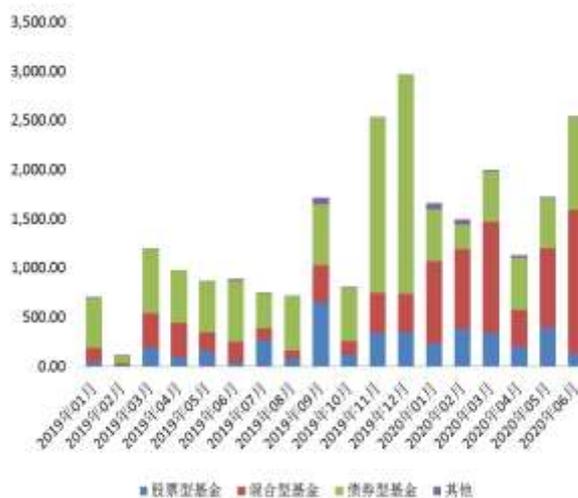
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 25： 基金成立个数



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 26： 新基金发行份额



数据来源：Wind，兴证期货研发部

5.外部不确定性

我们认为海外市场的疫情和中美之间的摩擦带来的不确定性依然对市场风险偏好产生压制，制约了指数上方的空间。

5.1 中美贸易摩擦

中美摩擦从 2018 年升温至今已经历经 3 年时间，市场已经接受了两个超级大国对抗长期存在的事实。虽然目前中美之间更多的是雷声大雨点小的摩擦，并且对于市场的影响边际变弱，但外部确定性的存在仍然对于市场风险偏好产生压制，并且对市场走势带来扰动。

目前美国两党都将对华强硬作为拉票筹码，未来随着美国大选进程的深入，中美之间的摩擦或趋于频繁，指数上行空间受到制约。

图 27：下半年美国总统大选带来不确定性

日期	事件
6月-7月	香港国安法推进立法程序，美国取消香港“特殊待遇”地位细则
7月-8月	民主党、共和党选出两党唯一竞选人并制定竞选纲领，华为临时许可证到期
9月-10月	香港第七届立法会换届选举，华为120日过渡期到期，美国总统竞选活动开始并举行3场总统辩论
11月	美国全民投票选举

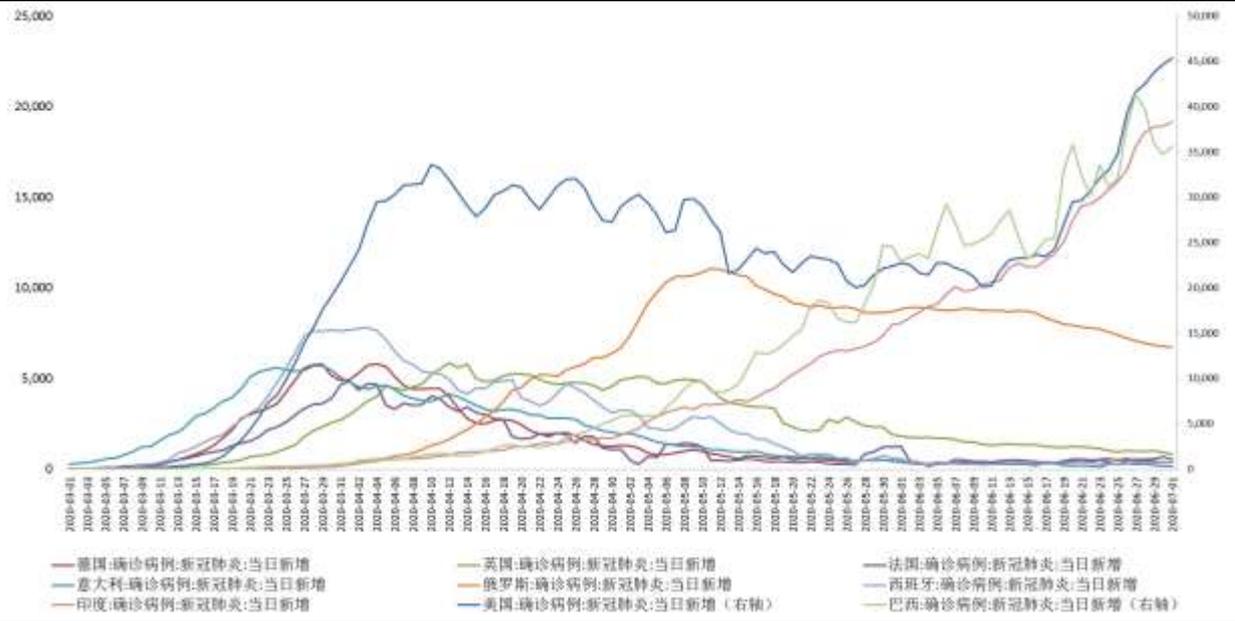
数据来源：Wind，兴证期货研发部

5.2 海外疫情形势严峻

目前海外疫情的形势依然严峻，需要警惕二次冲击的风险。欧美新冠疫情在 4 月初出现拐点，但与欧洲疫情逐渐平稳相比，美国方面目前出现二次冲击风险。一方面是因为美国复工复产太早，另一方面则是因为美国国内的大规模游行导致传播风险加大，目前美国新增确诊人数再次拐头向上。而新兴国家中印度和巴西的新增确诊人数仍在上升，由于新兴国家医疗基础设施相对落后，所以疫情控制难度较高，预计影响周期将相对更长。

海外疫情将从两方面对 A 股产生影响，一方面由于海外经济受疫情拖累，导致需求下滑，影响我国出口，另一方面疫情对海外股市也将造成负面影响，进而影响 A 股走势。

图 28：全球主要国家疫情

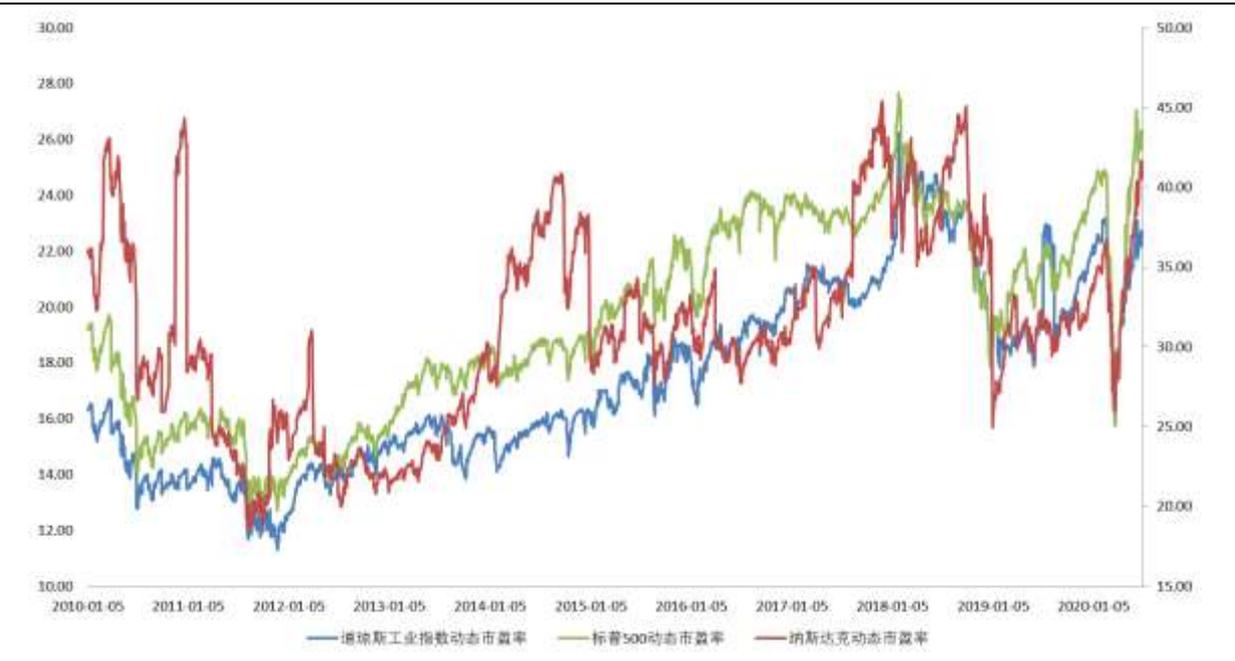


数据来源：Wind，兴证期货研发部

5.3 美指估值处于高位

流动性宽松是海外市场本轮大幅反弹的重要因素。美联储在这一轮的货币宽松中释放了超过两万亿美元的流动性，而美股反弹至今已经收复了年内大部分的下跌幅，其中纳斯达克指数更是创下了历史新高，美股估值再次回到历史高位。目前美股并没有充分反映美国遇到的经济问题和疫情的二次冲击风险，而今年以来 A 股与美股联动性显著加强，所以如果未来美股出现回调，同样将会给 A 股带来压力。

图 29：美国主要指数估值



数据来源：Wind，兴证期货研发部

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

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。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，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。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损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。