

M
A
R
K
E
T

R
E
S
E
A
R
C
H

R
E
P
O
R
T

市场研报



 **瑞达期货**
RUIDA FUTURES

 **金尝发**

股指期货：A股市场危机并存 反弹之路步履蹒跚

摘要

上半年回顾 新冠肺炎疫情令全球资本市场跌宕起伏，动荡不安的市场在不断的刷新投资者的认知。上半年的市场大跌为投资者带来了难得一遇的抄底机会，各类资产在二季度逐渐开启稳步甚至是强势的反弹，纳斯达克指数更是刷新历史高点。但疫情后的投资者已无法像年前那样随时放松紧绷的神经，基本面、消息面上稍有风吹草动，都能轻易的引发市场波动。

风险与机遇 宏观环境仍处在风险与机遇并存的状态中。其中**不确定性和风险主要源于海外**，全球疫情反复无常令经济复苏步伐放缓、经济弱复苏与流动性急剧扩张后隐患、美国总统大选带来的地缘政治紧张等潜在风险的出现，都有较大可能令当前反弹已明显脱离基本面的全球股市再遭挫折，那么 A 股的走势难免受到影响。

A 股上涨的动能和机遇主要源自国内。首先，国内疫情总体可控，经济运转基本恢复常态，正式进入复苏模式，经济数据回升仍在持续。其次，两会后政策正式从推动复工复产向经济重振转变，在“六保”、“六稳”的政策框架下，财政、货币政策发力为在复苏和转型过程中的中国经济提供支撑。最后，国内资本市场改革也将继续提速，完善基础制度、扩大对外开放、投资者结构的优化，有助于市场健康发展，吸引资金流入，为企业直接融资创造更有利的环境。

技术面 自 2019 年探底回升以来，上证指数的运行区间始终处于一个大三角形的震荡区间内，目前 3587-3050 的下降趋势线仍然压制在市场上方，但随着底部重心的抬升，上证指数的震荡空间也在逐渐被压缩，波动空间预计将较上半年进一步收窄。国内经济复苏、改革步伐的稳步迈进，未来市场整体向上突破压力的概率较大。

下半年股指期货策略：建议以多 IC 空 IH 套利操作为主，主力合约价差 2750-2620 附近逢低介入多单。风险偏好较高的投资者建议 IC 或 IF 多单中长期持有。

板块投资主线 券商、5G、战略新兴产业或相对应基金，以及创业板 50、中证 500ETF。

风险提示 海外经济、疫情等风险再度释放。

目 录

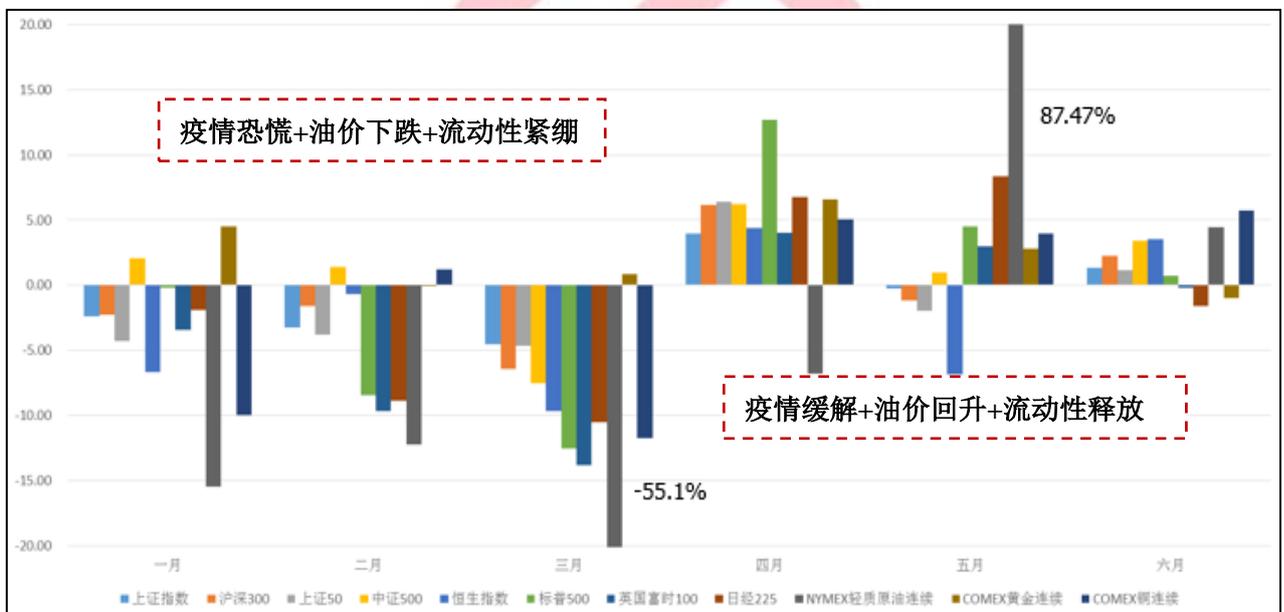
| | |
|-------------------------------|----|
| 摘要 | 2 |
| 上半年回顾：疫情无碍结构性行情演绎 | 4 |
| 一、过山车式的上半年 | 4 |
| 二、结构性行情成形 | 5 |
| 宏观与市场：“危”与“机”共存“机”大于“危” | 7 |
| 一、“危”源于海外不确定性 | 8 |
| （一）疫情 | 8 |
| （二）经济 | 9 |
| （1）经济与股市 | 9 |
| （2）流动性与股市 | 11 |
| （三）美国总统大选 | 14 |
| 二、“机”源于国内经济、市场改革 | 15 |
| （一）宏观经济与政策 | 15 |
| （1）经济形势 | 15 |
| （2）财政政策推动需求复苏 | 18 |
| （3）货币环境稳健宽松 | 21 |
| （二）A股市场 | 24 |
| （1）注册制加速优胜劣汰 | 25 |
| （2）资本市场加速开放 | 26 |
| （3）业绩表现与估值 | 28 |
| 下半年股指期货总体观点 | 34 |
| 免责声明 | 36 |

上半年回顾：疫情无碍结构性行情演绎

一、过山车式的上半年

2020 新年钟声敲响前，新冠肺炎疫情突然出现在人们的视野里，而在短短的一个季度里，它快速从黑天鹅演变成横冲直撞的灰犀牛，令全球资本市场动荡不安。美股数次熔断、负油价、美元荒，都在刷新着投资者的认知。不过市场在受到一个月左右的惊吓后，伴随着主要经济体疫情趋于平稳、各国刺激政策出炉、OPEC 减产协议达成，市场情绪趋于稳定，随后的三个月时间内，标普 500、英国富时 100、日经 225 等国际知名指数均迎来了缓慢爬坡的过程。

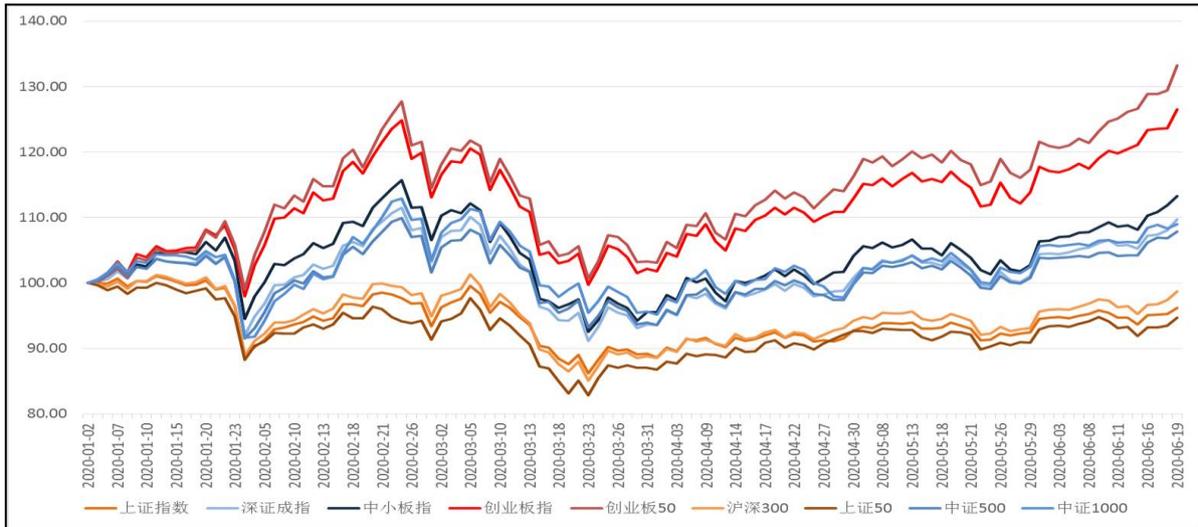
图 1 全球主要资产上半年各月表现



资料来源：瑞达期货、Wind

在如此剧烈的波动下，国际化程度逐渐提高的中国股市难免受到冲击。虽然市场在全球暴跌期间显露出随风而动的特征，但也展现出较强的韧性，成为全球股票市场最为抗跌的标的。三月份国内疫情基本得到控制，企业复工复产提速，财政货币政策双轮驱动，为进入改革深水区的 A 股市场提供了较强的支撑。二季度伴随着海外市场的回升，A 股权重搭台，题材唱戏的格局逐渐形成，市场开启小碎步回升之路。同是上涨，但差异明显，创业板成为表现最强的指数，而上证 50 及沪深 300 两大蓝筹指数则要明显弱于前者。

图 2 A 股主要指数上半年走势



资料来源：瑞达期货、Wind

在经历了过山车式的上半年后，全球资本市场的反弹似乎并没有停歇的意思，但疫情后的投资者已无法像年前那样随时放松紧绷的神经，基本面、消息面上稍有风吹草动，都能轻易的引发市场波动。疫情引发的经济风险，仍仅仅只是数据上的回落，而随着疫情扰动减弱，下半年主要经济体经济增长有望逐渐回升，但刺激背后更深层次的经济问题，仍是未来市场反弹过程中较大的不确定性。纵观 2008 年金融危机，市场的下跌并非一步到位，反弹过后不排除有继续回落的可能。因而未来一年左右时间内，后疫情时间，更应留意潜在的金融风险出现。

图 3 标普 500 指数 2008 年金融危机与 2020 年新冠疫情走势（基期 2008/9/12，2020/2/20）



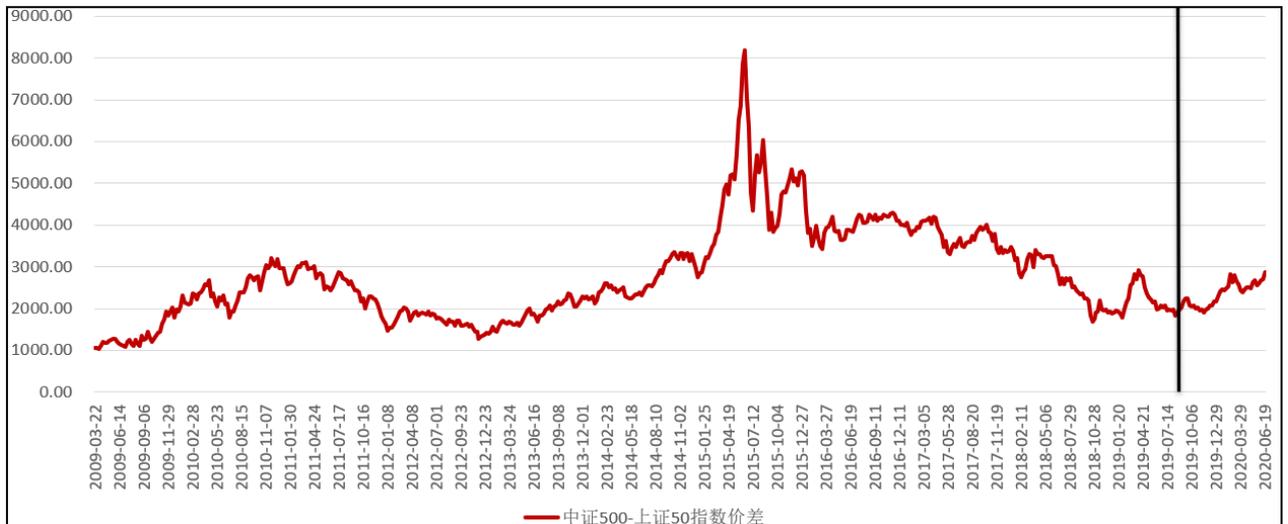
资料来源：瑞达期货、Wind

二、结构性行情成形

在经历了四年多的蛰伏，中小盘股票及指数终于迎来复苏，创业板创下四年来新高，中小板、中证 500

指数亦在疫情以及贸易摩擦的扰动中，率先突出重围，在过去一年内的表现明显强于大盘蓝筹指数，深强沪弱、大强小弱的格局逐渐成形。

图3 中证500与上证50指数价差

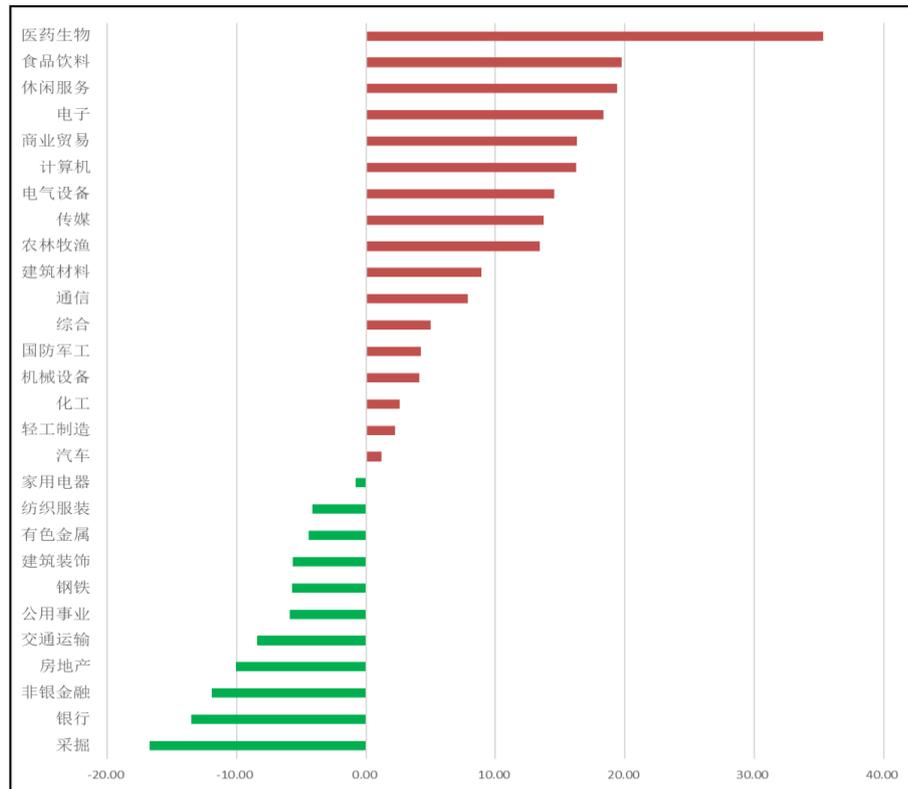


资料来源：瑞达期货、Wind

上半年 A 股板块分化亦十分明显，传统周期、银行板块表现最为疲软，电子、计算机、电气设备等战略新兴相关行业表现稳定，混合型财政政策的推出对消费行业刺激明显。战略新兴相关行业的上涨成为带动中小盘指数上行的重要动能，行业的崛起与贸易战、疫情、政策均有着较强的关系。

首先，疫情带来的经济冲击，使得本就疲软的三驾马车大幅下降，传统行业更受影响，叠加美国近一年多来对华展开的贸易战、科技战、金融战，中国新旧动能转换的提速，新基建和战略新兴产业多次在重要会议被提及，政策倾斜已十分明显。其次，科创板、创业板注册制、新证券法、并购重组松绑、定增新规等监管政策改革，更多偏向战略新兴产业，而在政策的宽松周期中，受益的相关产业以及中小创指数表现更为突出。最后，在 2018 年的财务大洗澡后，中小创整体业绩开始回升，且在受到疫情冲击的一季度业绩降幅亦要主板非金融企业，从而推动指数、行业、个股估值更快修复。

图 4 申万一级行业板块上半年涨跌幅 (%)



资料来源：瑞达期货、Wind

宏观与市场：“危”与“机”共存“机”大于“危”

上半年的资本市场在风险中孕育机会，市场亦走出了深V反转的走势，但进入下半年，我们预计A股市场将处于“危”与“机”共存的环境中，市场整体的风险偏好也将时不时受到不确定性因素的干扰，但波动性较上半年将明显降低。这样的不确定性风险主要来源于海外，全球疫情反复无常、经济弱复苏与流动性急剧扩张后的隐患、美国总统大选带来的地缘政治紧张等潜在风险的出现，都有可能令当前涨幅已明显脱离基本面的全球股市，再遭挫折。

下半年市场的机会与支撑则更多来自于国内，首先，国内疫情总体可控，经济运转基本恢复常态，正式进入复苏模式。其次，两会后政策正式从推动复工复产向经济重振转变，在“六保”、“六稳”的政策框架下，刺激经济政策稳步推进，且相对克制，这也为后续经济前景的不确定性，预留充足的对冲空间，支撑经济稳步复苏。最后，在中美金融、科技战未见尽头的情况下，国内资本市场改革也将继续提速，完善基础制度、扩大对外开放、从严监管等层面的推进，有助于市场健康发展，吸引资金流入，为企业直接融资创造更有利的环境。总体而言，下半年尽管全球经济、疫情不确定性带来的风险将伴随左右，但国内政策发力、经济稳定、新经济抬头仍是A股的主要机会来源。

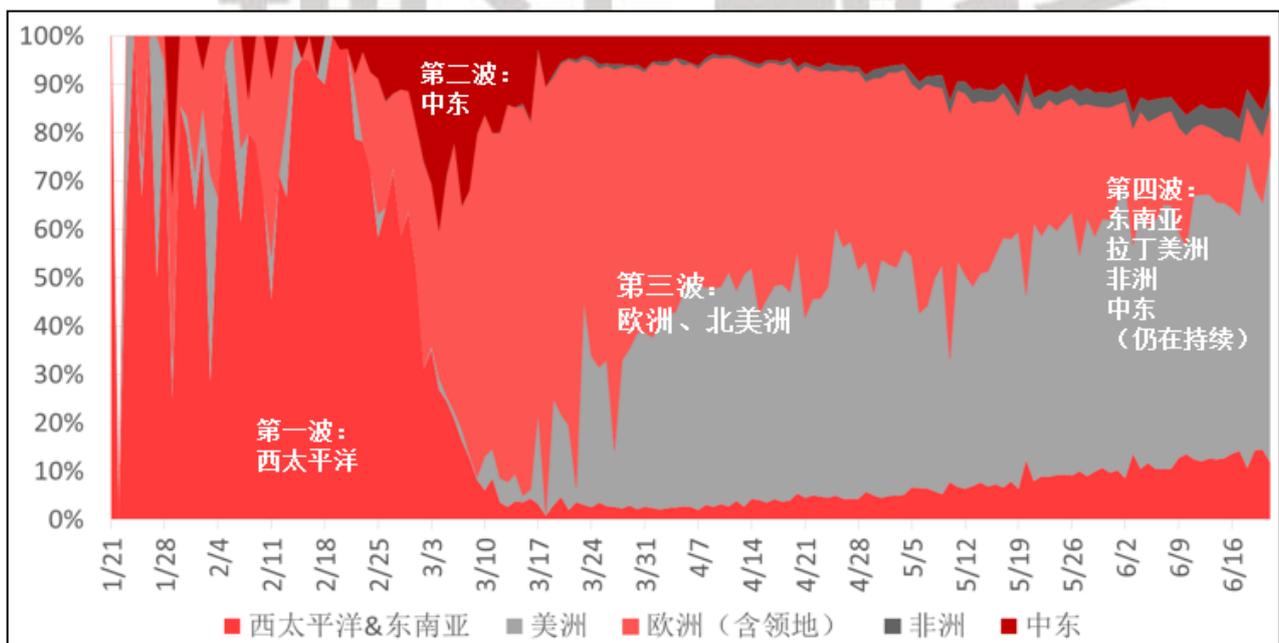
一、“危”源于海外不确定性

(一) 疫情

新冠肺炎疫情在一季度对全球市场以及经济产生了较为深刻的影响，截至六月中旬，全球确诊病例已达 870 万例，死亡率达到 5.3%，成为进入 21 世纪以来最严重的传染病。回顾疫情在全球蔓延的变化趋势，大致可以分为四个阶段，即西太平洋→中东→欧洲、北美洲→东南亚、拉丁美洲、中东、非洲。市场下挫，资金恐慌性出逃最为严重的阶段发生在欧洲、北美洲（美国）传播阶段，全球经济重要的引擎因疫情的大规模传播而采取限制措施，引发市场对经济、债务前景的担忧。

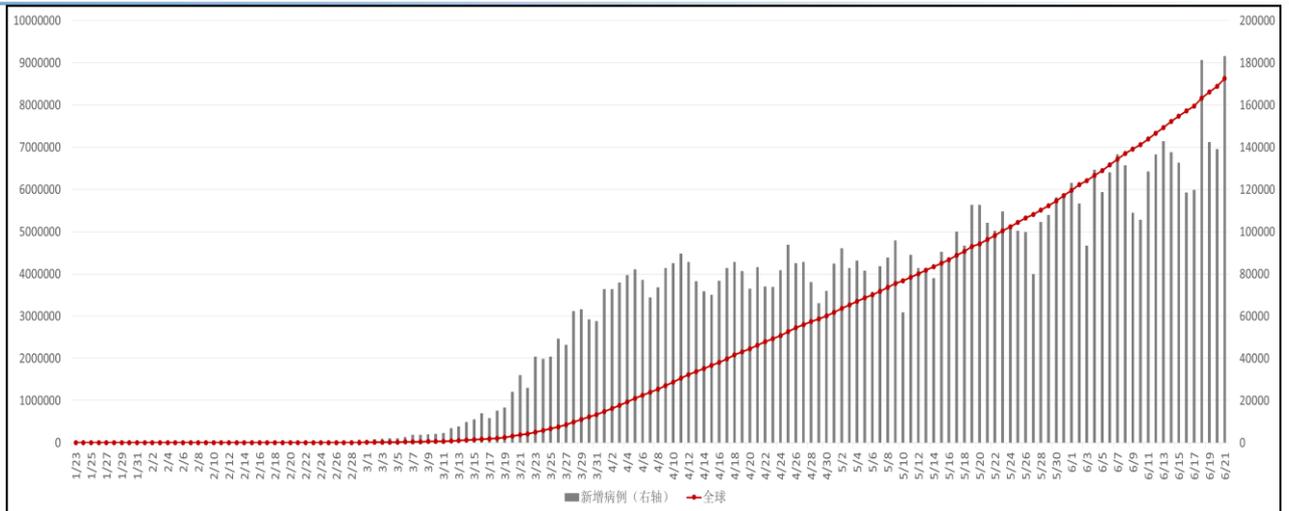
西太平洋（中日韩）、欧洲地区疫情的蔓延已基本得到有效控制，并逐步放开管制。从放开到六月中旬的这段时间，整体上并未出现明显的反弹。当前中东非、拉美、印度（南亚）疫情的传播均尚未获得明显的控制，且美国每日发病人数仍处于高位，各国已逐步松绑旅行限制以及管控措施。在如此狡猾的病毒面前，世卫组织、华盛顿大学等研究机构已警告第二波疫情可能在秋季卷土重来，而疫苗的推出到量产仍无确切的时间表。一旦疫情重返欧洲大陆，并在美国持续传播，对市场情绪难免产生扰动，约束经济复苏进度。正所谓两害相权取其轻，在遭遇了经济大幅下滑以及第一波疫情所积累的经验，各国大概率不会出台严格的管控措施应对疫情，因而疫情对经济和市场冲击的烈度，将低于三月份时。

图 5 全球新增确诊病例分布



资料来源：瑞达期货、WHO

图 6 全球确诊病例及新增确诊病例



资料来源：瑞达期货、Wind

(二) 经济

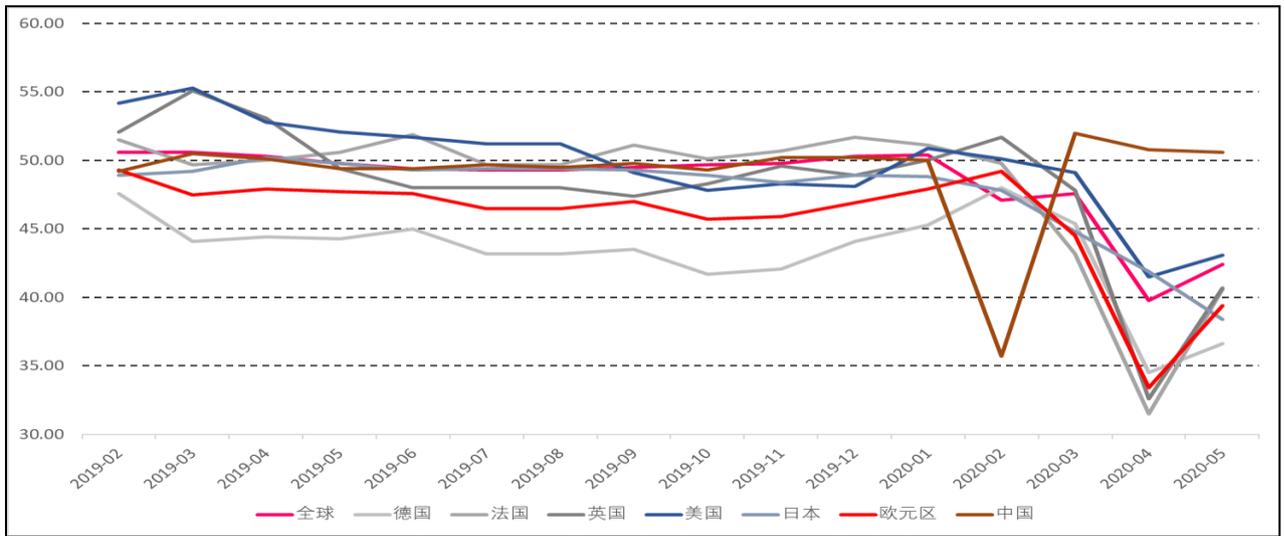
随着各国经济分阶段重启，无底线流动性投放，经济复苏预期，成为全球股市大幅修复的重要因素。全球大部分主要指数由熊转牛，标普 500 指数亦反弹近 50%，作为新经济代表的纳指则创下历史新高。正所谓股市是经济的晴雨表，这样的反弹似乎给予投资者的感受是，“新冠肺炎疫情仅仅是对情绪上的影响，而并没有对经济带来实质性的冲击，经济能够在流动性的支撑下快速复苏”。当前疫情的冲击尚未结束，全球经济、贸易亦未完全开放，疫情衍生的经济问题，流动性收缩等因素，较难令全球经济出现 V 型反弹，而在去全球化的背景下，企业盈利水平将大概率难以快速修复至疫情之前的水平，这样大幅度的上涨，似乎正在逐渐透支未来数月的涨幅。

(1) 经济与股市

三月海外部分国家相继采取防疫封锁措施，四月份美国率先推动解封及复工计划，五月份欧洲各国逐步推动复工，意味着经济重启并进入复苏阶段。经济走出疫情带来的低谷，也为股市带来了新的上涨动能。不过从全球乃至各大经济体五月份制造业 PMI 以及 OECD 领先指标来看，经济重启的力度要明显弱于三月时的中国，失业率的攀升也使得社会深层次问题被激发，全球市场的上涨动能亦有所放缓（图 1）。这样的数据表现对于前期投入大量货币、财政资源的央行和财政部而言，若经济无法如预期的那样迎来较为有力的复苏，将使得本就高企的宏观杠杆率继续上行，加重政府、企业负担以及推升主权债务违约风险，猛烈的刺激政策产生的副作用，带来的冲击将可能不亚于 2008 年金融危机。复工虽是一个循序渐进的过程，但 2020 年经济整体陷入深度衰退基本上已是市场共识。在这样的共识之下，反弹明显缺乏基本面支撑，若经

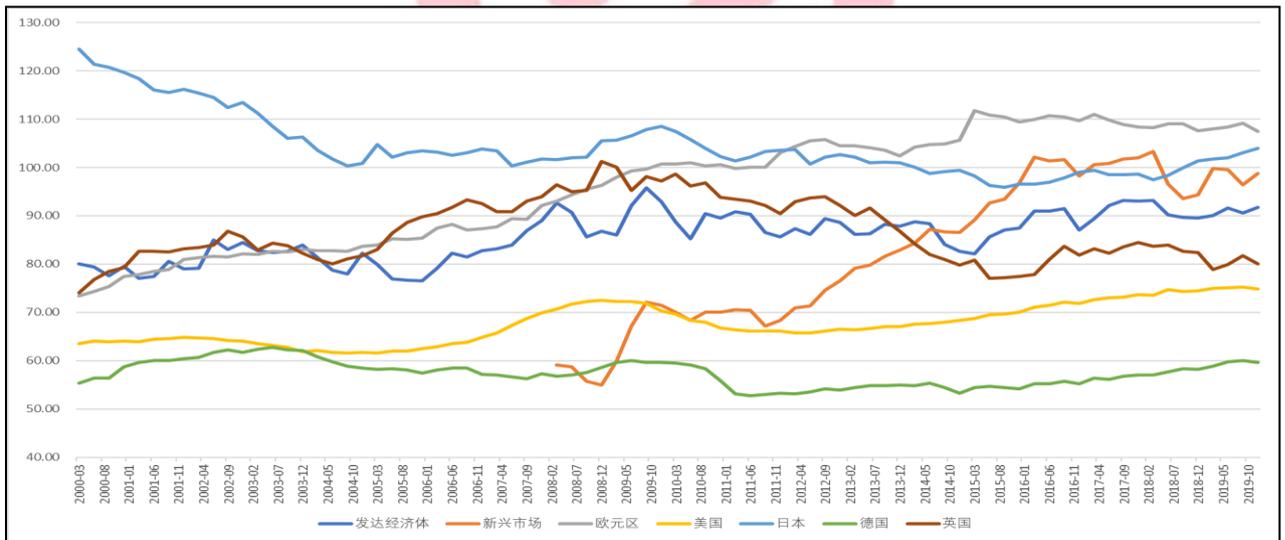
济数据不及预期，那么将对市场的预期带来较为明显的影响，从而抑制估值上行。

图 7 主要经济体制造业 PMI



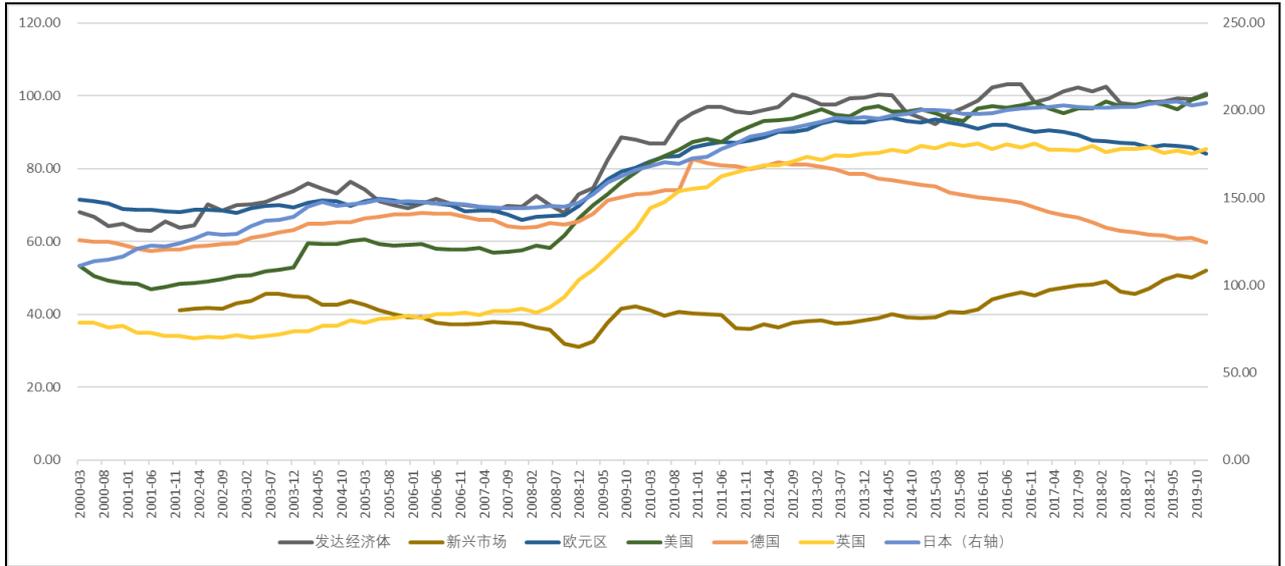
资料来源：瑞达期货、Wind

图 8 非金融企业杠杆率



资料来源：瑞达期货、Wind

图 9 政府部门杠杆率



资料来源：瑞达期货、Wind

表 1 IMF 经济预测（2020 年 4 月 15 日，%）

| 地区与国家 | 2019 | 2020E | 2021E |
|-------|------|-------|-------|
| 全球 | 2.9 | -3.0 | 5.8 |
| 发达经济体 | 1.7 | -6.1 | 4.5 |
| 美国 | 2.3 | -5.9 | 4.7 |
| 欧元区 | 1.2 | -7.5 | 4.7 |
| 日本 | 0.7 | -5.2 | 3.0 |
| 新兴经济体 | 3.7 | -1.0 | 6.6 |
| 中国 | 6.1 | 1.2 | 9.2 |
| 印度 | 4.2 | 1.9 | 7.4 |

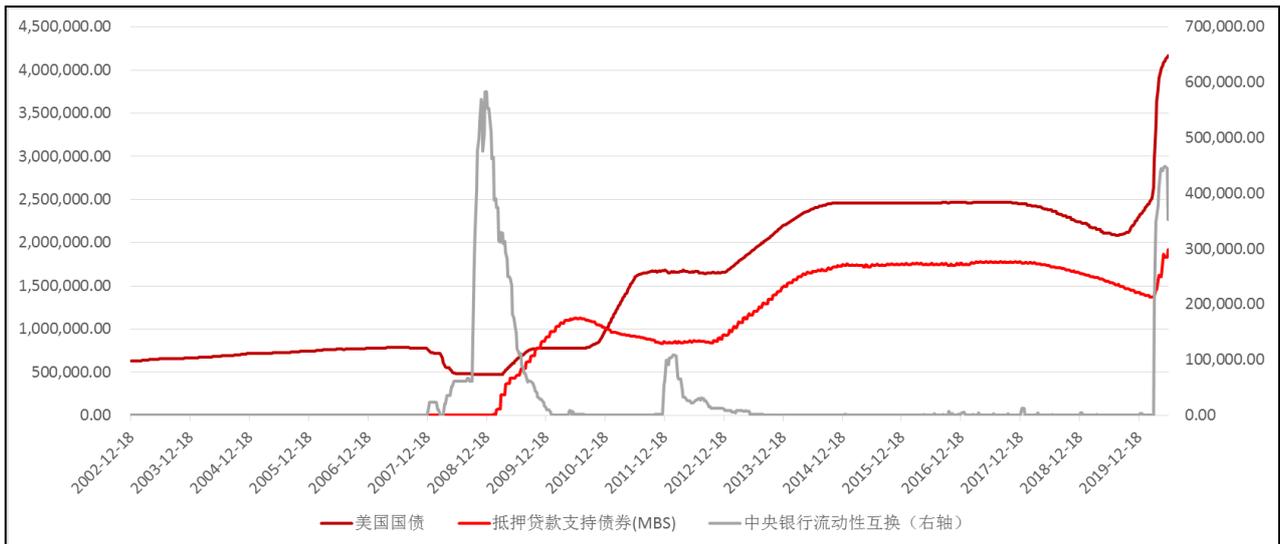
资料来源：瑞达期货、Wind

(2) 流动性与股市

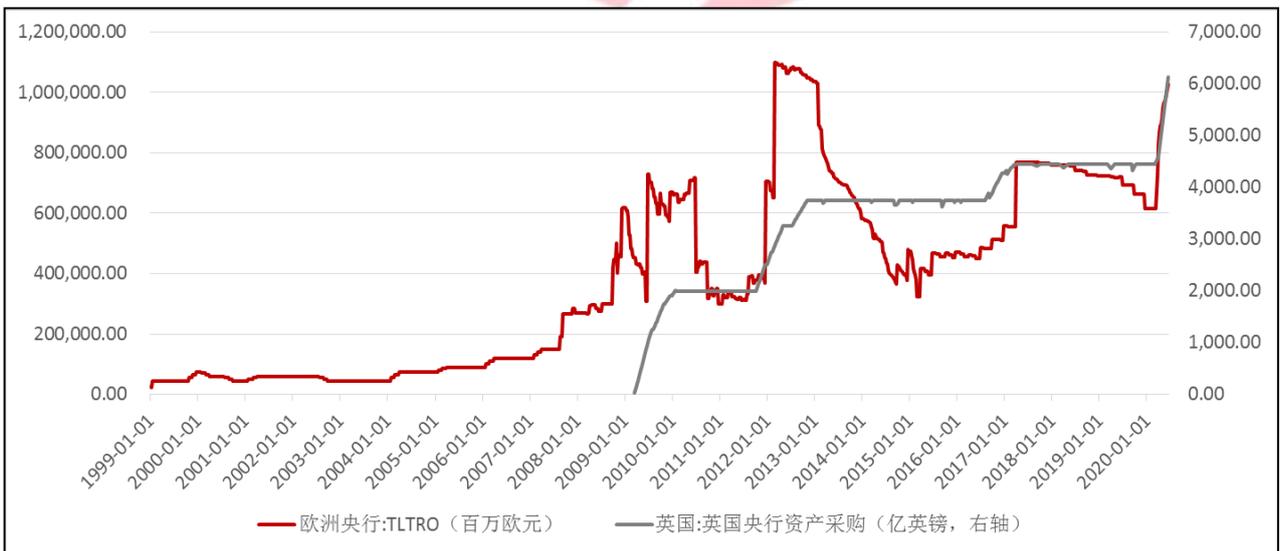
股债商汇崩盘后，各国央行采取前所未有的刺激行动在短期内较为成功的遏制住经济和市场继续崩塌的势头。紧急降息、央行扩表、无限量流动性支持等一系列政策组合拳扭转了全球金融市场的走势，流动性的投放也成为市场持续上涨的重要动能来源。

下半年在推动经济复苏的需求下，虽然央行已无更大的降息空间，央行投放资金的步伐或将放缓但不会停止，包括美联储 2.6 万亿美元信贷政策、欧洲央行放宽 TLTRO-III 条件至 2021 年六月等措施将继续推出，全球流动性仍将维持较为宽松的状态，美债收益率亦会在下半年维持在较低水平运行。流动性宽松的预期，亦在支撑着市场情绪持续向好。

图 10-11 主流央行大规模投放流动性

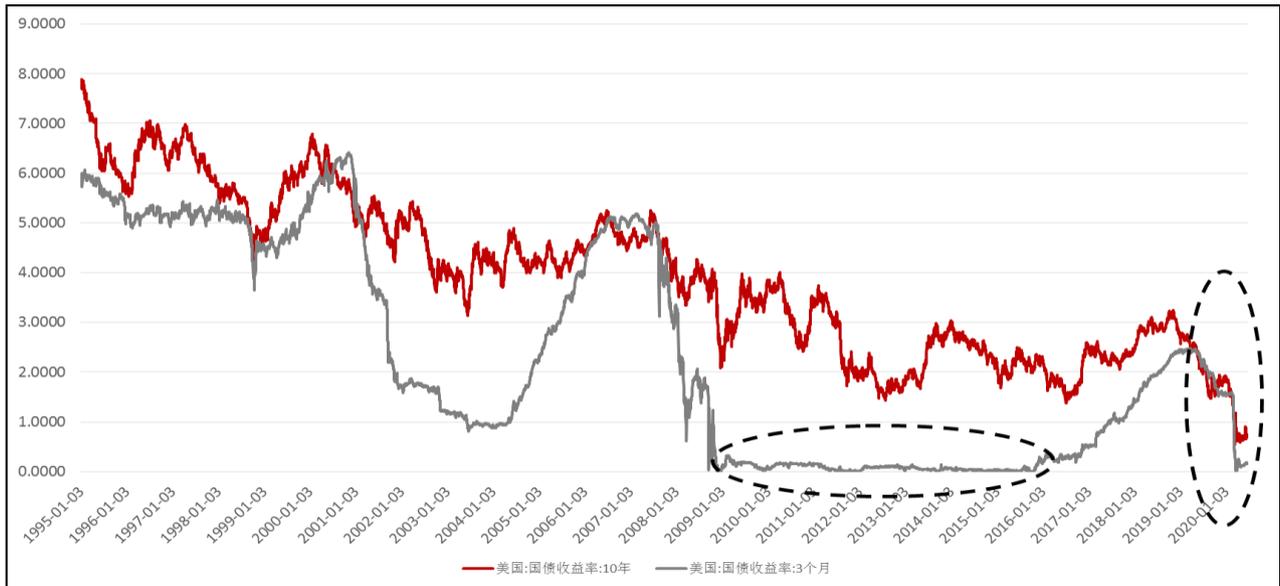


资料来源：瑞达期货、Wind



资料来源：瑞达期货、Wind

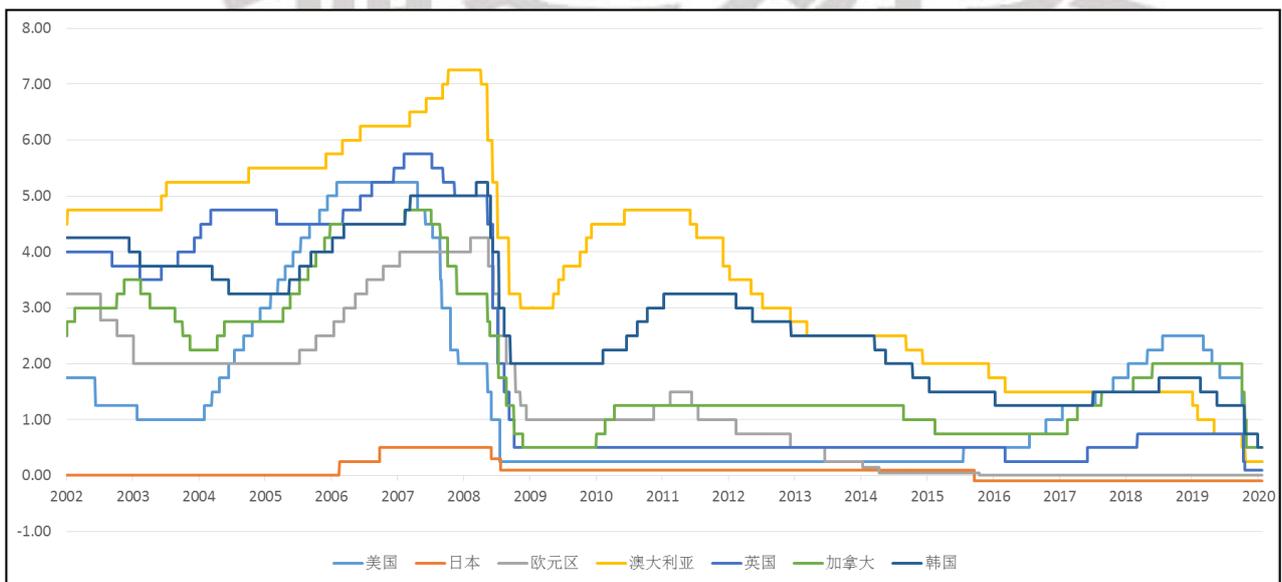
图 12 债券收益率预计将长期维持较低水平



资料来源：瑞达期货、Wind

考虑到 2008 年金融危机以来的高杠杆、低通胀、弱复苏后遗症尚未获得充分消化。疫情爆发后央行投放大量流动性，以解实体经济燃眉之急，但大规模的投放更多体现出需求不振，政策传导不畅的窘境。上半年各国央行采取“大水漫灌”的政策环境与 2008 年已有明显不同，空前的负利率压力，使得央行已无更多的降息空间来应对下半年可能出现的疫情二次冲击。此外，现阶段市场的涨幅和风险偏好更多是由于无限量流动性而催生的，虽然下半年流动性仍会较为充裕，但持续性的流动性投放一旦出现放缓，或经济复苏不及预期，资产价格可能难以维系在当前水平。未来随着央行开始逐渐退出宽松政策，那么 08 年金融危机产生的后遗症可能会对经济产生新一轮的冲击，同时短端与长端国债收益率不排除再度出现倒挂。

图 13 各国央行已无充足的降息空间应对第二波疫情

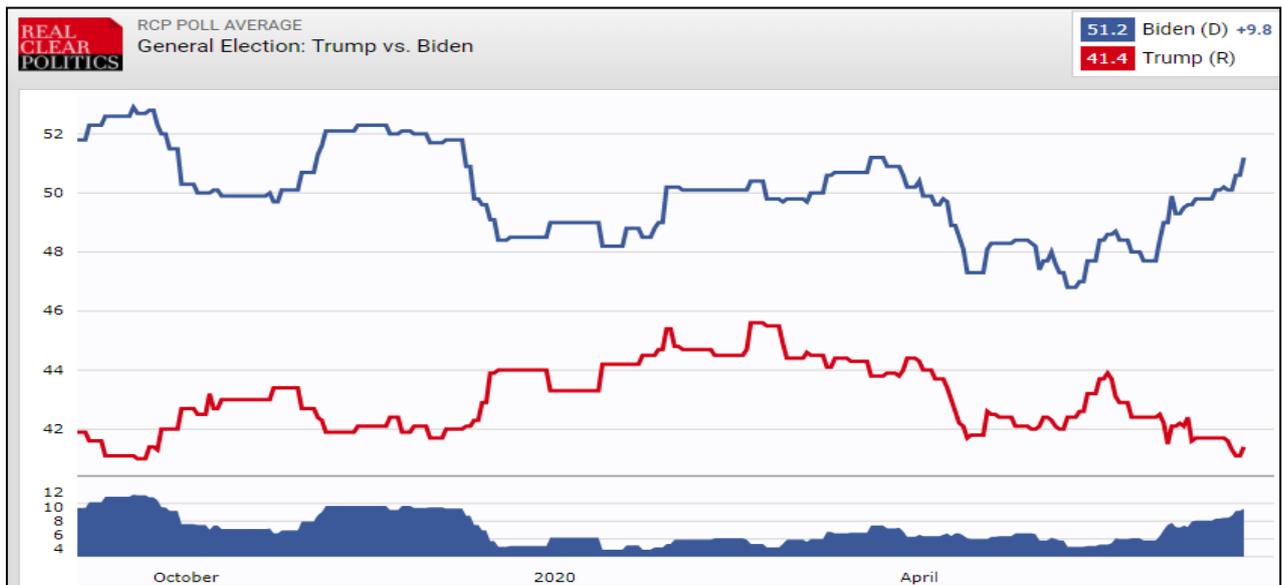


资料来源：瑞达期货、Wind

（三）美国总统大选

尽管历史上美国总统连任概率极高,过去五十年间仅有 1980 年卡特和 1992 年老布什连任失败,但 2020 年突如其来的疫情在美国大范围传播以及弗洛伊德事件引发全美大规模抗议活动,使得原本逐渐清晰的选情变得更加扑朔迷离,天平似乎正在向民主党一方倾斜。新冠疫情的爆发一度被视为特朗普连任的重要筹码,但抗议活动的出现,令特朗普支持率由 43.9%降至 41.4%,而拜登支持率则升至 51.2% (2020/6/21)

图 14 美国总统大选民调



资料来源:瑞达期货、Realclear Politics

历届美国总统大选,中美关系始终是无法逾越的话题,疫情之下的中美贸易、金融、科技战也在成为全球经济复苏较大的不确定性因素,而以特朗普较为感性的性格特征,在总统竞选中势必会继续向中国发难,甚至采取更为强硬逆全球化举措,都有可能引起金融市场的波动。虽然拜登近期表示将对华采取更强硬地措施,并施加制裁,但这也是历届总统大选常见的套路。对于中美关系而言,由于 2025 年正在靠近,不管谁当选总统,遏制中国崛起的方针仍会延续,摩擦对抗在所难免,但一位阅历丰富的政治家上台,更有利于未来两国关系的改善以及推动美国重新回到世界舞台的中央,为中国带来更为平稳和更多机遇的四年,加速科技周期的演绎。

对于美国市场而言,特朗普更为激进且更有效率的经济刺激措施,将会受到市场和高收入群体的欢迎,减税降费、宽松政策有助于经济快速复苏。反观拜登,在抗议活动中的表态,展现出的是更为平等执政理念,后疫情时代,高收入和企业或将进入加税周期,惠及中等收入群体,影响居民的整体消费能力,但特朗普政策红利带来的牛市延长期,将可能就此终结。

美国总统大选的不确定性风险主要集中于特朗普对华和逆全球化政策的态度,随着大选的临近,态度

可能将变得更为强硬，对市场产生扰动。下一届总统人选将成为年末市场重要的影响因素，对于美股，特朗普连任，那么四年来的红利将获得延续，而拜登当选则可能暂时终结美股的升势，陷入调整，但全球市场的波动性将继续下降。

二、“机”源于国内经济、市场改革

（一）宏观经济与政策

2020年注定是不平凡的一年，全面建成小康社会、“十三五”规划的收官以及“两个一百年”奋斗目标都处于这个历史交汇点上。此外，2020年本是2019年稳增长政策密集推出后见效的一年，上半年经济增速企稳回升已逐渐成为市场的共识，也成为推动A股在中美贸易这一不确定因素干扰下，上升的动能来源。但2020年伊始，突如其来的新冠肺炎疫情打乱了经济稳步回升的节奏，全国性的人员流动管控措施令中国经济在一个多月的时间内近乎停止。虽然一季度经济数据骤降，以及国外疫情持续性扩散，使得2020年中国经济前景格外黯淡，复苏亦困难重重，但有效的疫情防控措施让经济受到的冲击降到最低、复工复产有序推进为经济复苏孕育动力和注入信心、两会前后适当性且具有针对性的刺激措施为重振经济加注燃料。经济复苏面临着多重考验，但基于“六保”与“六稳”推出的财政、货币政策，为在复苏和转型过程中的中国经济提供支撑，提振市场预期和信心。

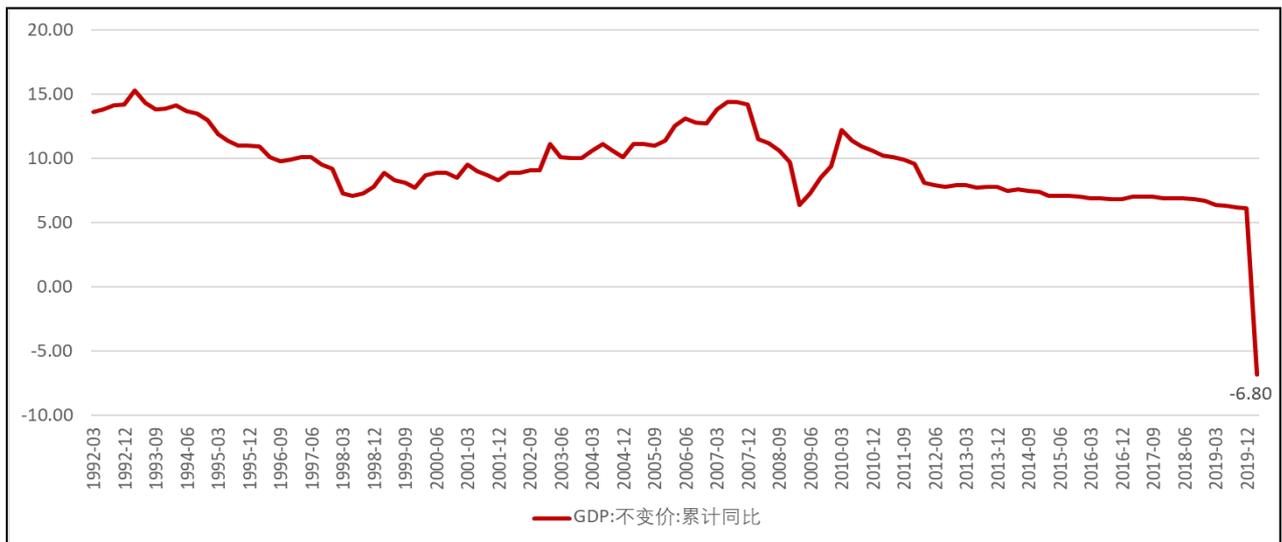
（1）经济形势

新冠肺炎疫情给中国经济带来了前所未有的经济冲击，GDP增速同比下降6.8%，各项经济指标断崖式下降，城镇调查失业率大幅上升。不过中国政府在特殊时期采取特殊举措，在一个多月的时间内控制住疫情扩散并复工复产，中国经济在二月份大幅下滑后迎来反弹，主要经济指标持续改善，但随着下半年政策趋于稳定和克制，经济指标反弹力度预计将有所减弱。

生产供给持续修复，五月份规模以上工业增加值同比增长4.4%，PMI生产指数为53.2%，继续处于荣枯线上方，城镇调查失业率亦下降至5.9%，但仍处在较高水平。就业是民生之本，是国家发展的基石，亦是推动消费复苏的重要保障，因此就业也成为2020年经济工作的重中之重，被至于六稳、六保之首。需求端的疲软表现一直是抑制经济回升的主要因素，因此在经济受到疫情冲击后，推动内需复苏，成为提振经济的关键所在。疫情后财政、货币政策连番发力，五月份社会消费品零售总额降幅收窄至2.8%，固定资产投资降幅亦继续收窄，但外贸增速持续放缓，也使得制造业投资依然面临较大压力，前五个月同比下降14.8%，但高端制造业投资增速的率先回升，也说明国内经济的新引擎正在快速成长。

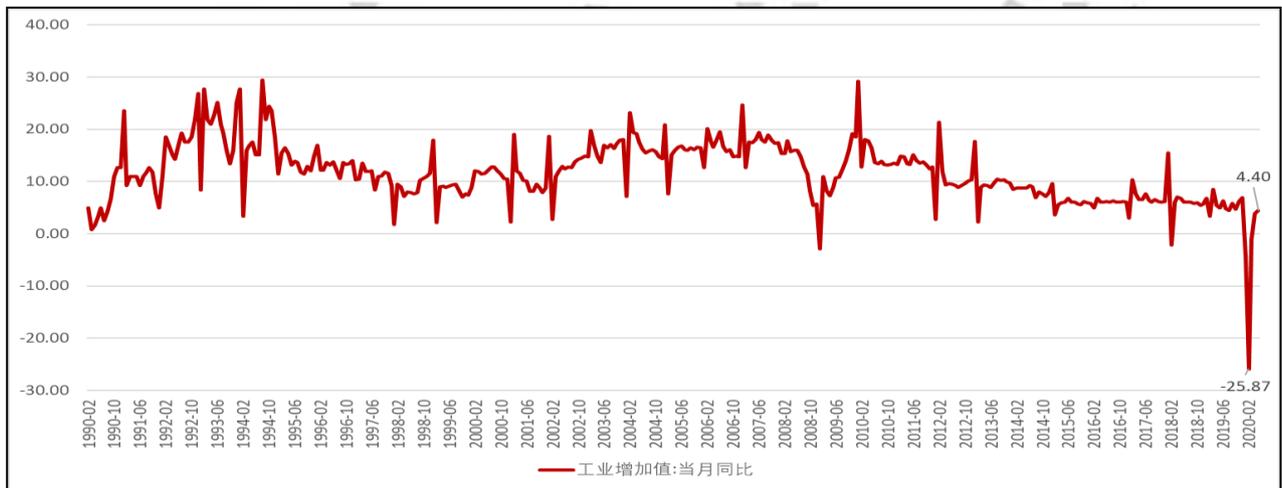
经济运行延续着复苏态势，但在全球经济严重衰退，产业链供应链循环受阻的背景下，经济复苏仍然存在较多的不确定性，因而今年两会政府工作报告没有明确具体的增长目标。虽然没有具体数字，但以保促稳、稳中求进的政策总基调，精准施策，将有助于降低经济刺激后遗症对未来经济发展的影响，亦为应对冲全球经济不确定性风险预留政策空间。

图 15 中国 GDP 增速



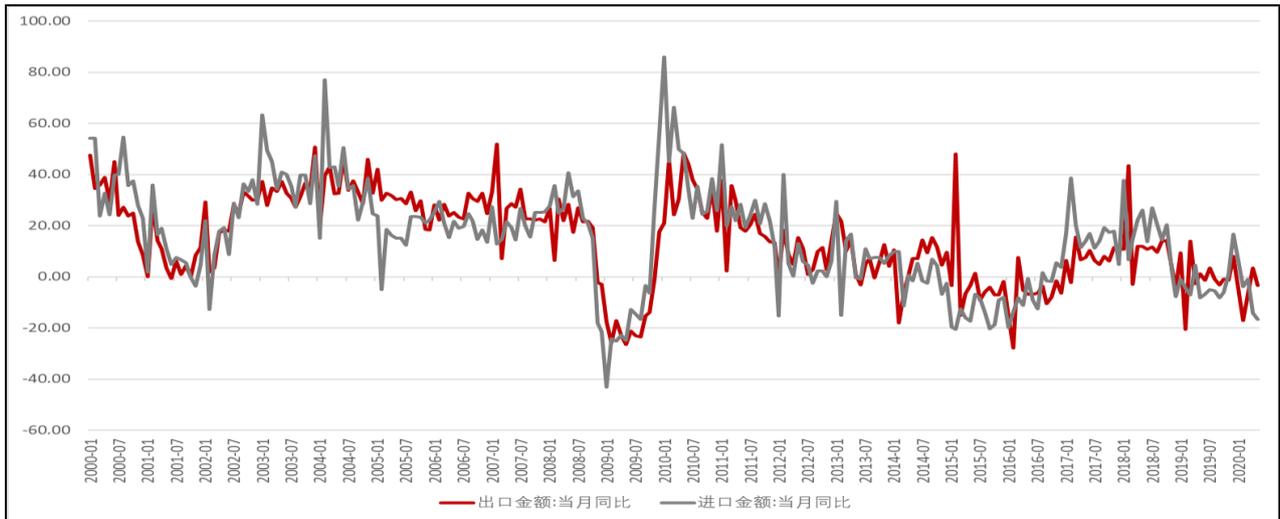
资料来源：瑞达期货、Wind

图 16 工业生产快速回升



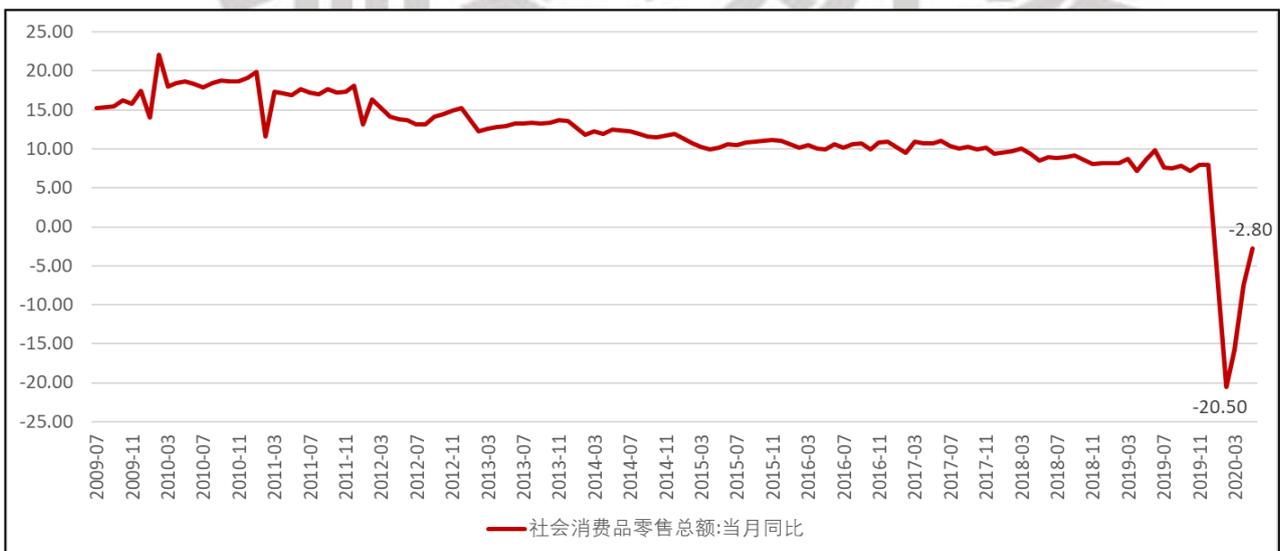
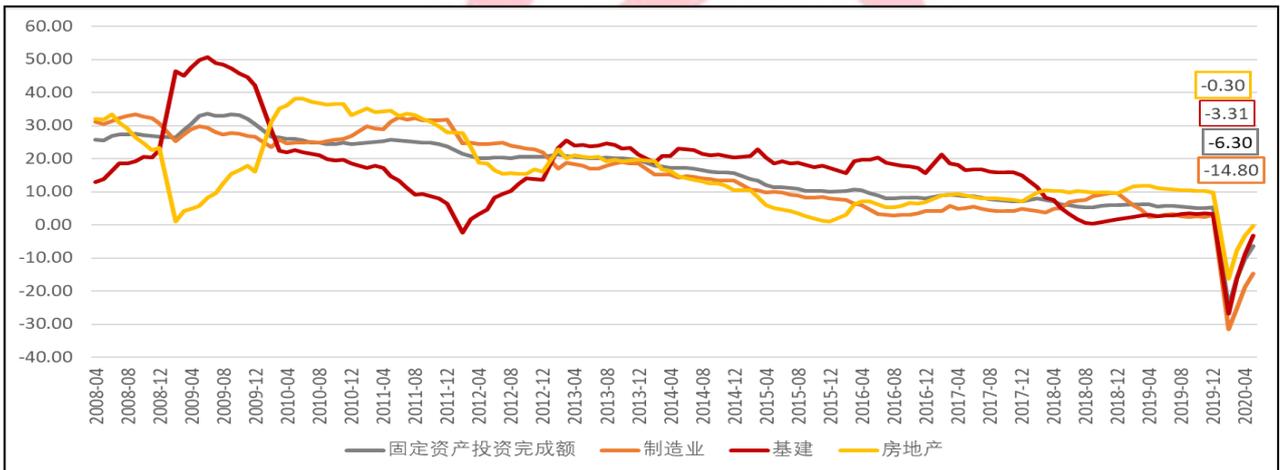
资料来源：瑞达期货、Wind

图 17 外贸增速保持下行



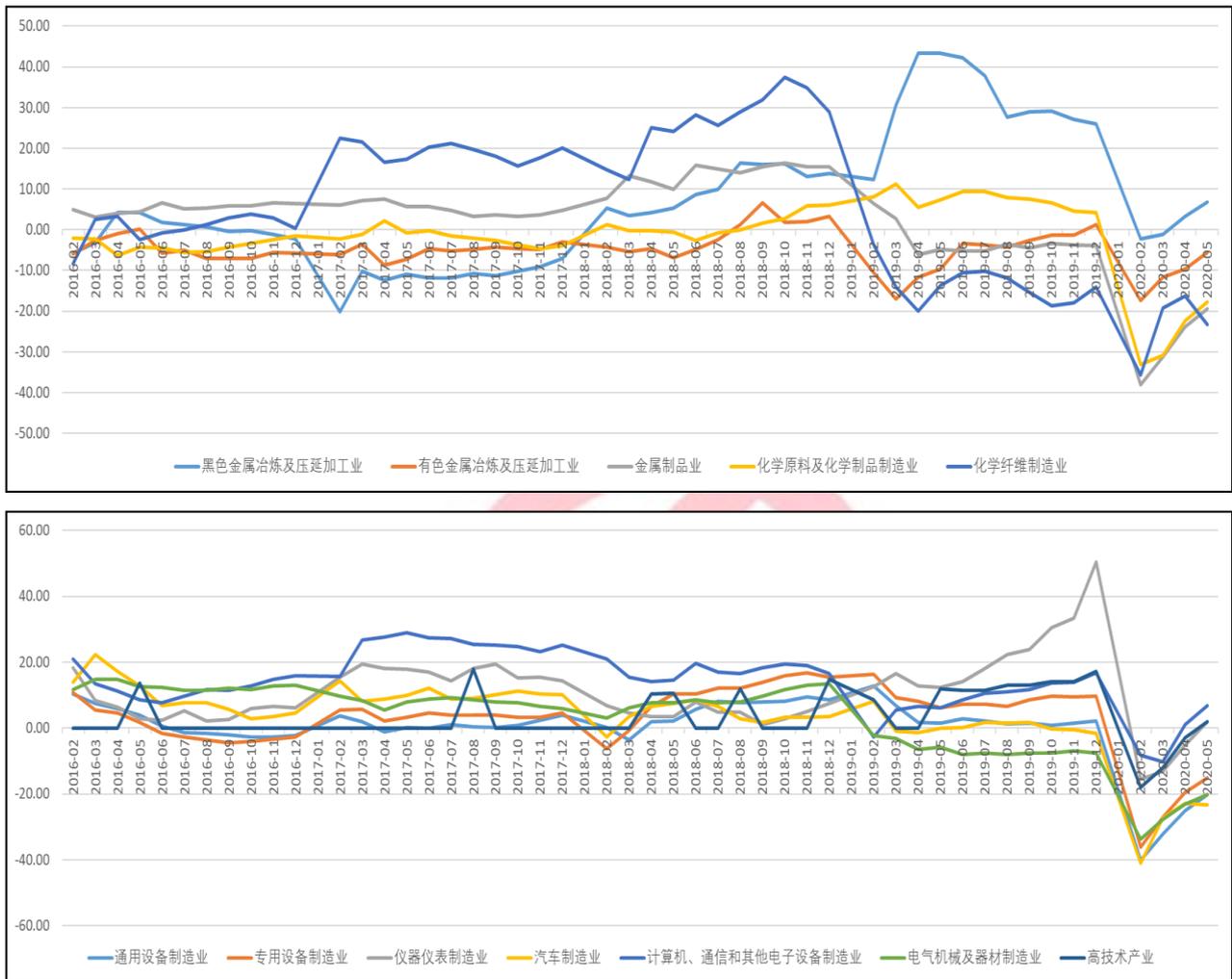
资料来源：瑞达期货、Wind

图 18-19 投资、消费增速逐渐回升



资料来源：瑞达期货、Wind

图 20-21 疫情加速制造业投资结构升级



资料来源：瑞达期货、Wind

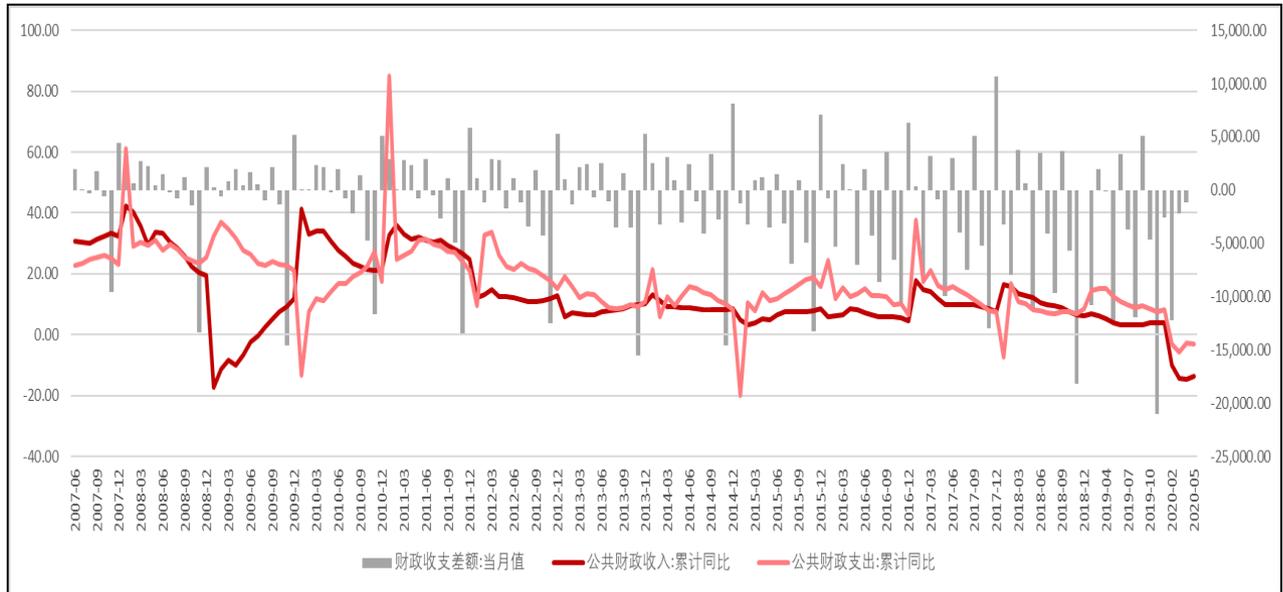
(2) 财政政策推动需求复苏

在疫情的冲击下，减税降费政策的持续推出，财政压力明显增大，前五个月公共财政收入累计同比下降 13.6%，财政收支差额高于往年同期水平。在面对疫情冲击以及经济转型升级过程中，财政扩张仍是对冲经济下行，推动内需复苏，释放内需潜力，拉动制造业回升的关键所在。积极财政政策力度空前，财政赤字率首次突破 3%，上调至 3.6% 以上；新增一万亿元财政赤字和一万亿元抗疫特别国债；新增地方政府专项债 1.6 万亿元；延长免征部分费用和税费至年底；全年为企业新增减负超 2.5 万亿元。

不过此次宽财政对于经济拉动的力度和方向将与 2008 年四万亿投资有所差异，财政的刺激将兼顾短期需求复苏与长期经济高质量发展。在人口红利逐渐消退以及外需放缓的背景下，财政更加侧重于扩大总需求，无论是投资还是消费端发力，都有助于稳企业、保民生、促发展，3.6% 的赤字率以及新增一万亿元赤

字规模，相较于其他国家显得更为克制，预留空间应对潜在的风险和挑战，以及避免诸如产能过剩、杠杆率大幅上升带来的经济风险。

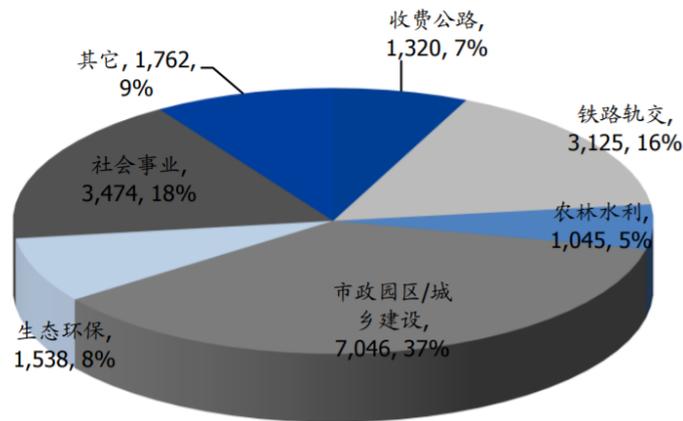
图 22 财政收支情况



资料来源：瑞达期货、Wind

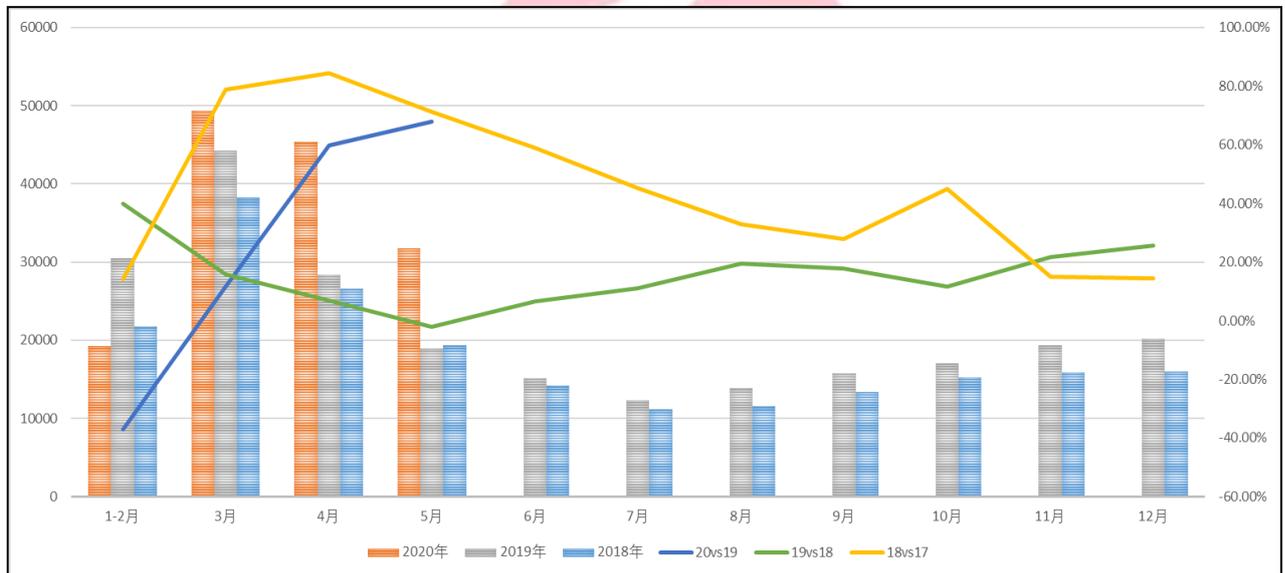
在经历了结构性去杠杆、减税降费、房地产调控以及疫情的影响后，地方财政收支平衡压力明显加大。在特殊时期采取的特殊举措，意味着中长期中央加杠杆空间将打开。采取中央直接转移地方的措施，用于支持减税降费、减租降息、扩大消费和投资等，开正门堵偏门关后门的做法，将有利于提高资金效率，防范地方隐性债务风险的发生，更好的服务实体经济，为企业营造更为有利的发展环境，从而为推进“保居民就业、保基本民生、保市场主体”提供最基本的保障。2020 年以来，专项债发行速度明显提高，特别是投向基建领域的规模较为可观。在新基建动能逐步挖掘的情况下，新型城镇化建设以及收费公路、轨交、环保等老基建仍是当前发力的重点，过去几个月挖掘机销量大幅上升，而未来几个月地方政府专项债以及 7000 亿元特别国债（进入政府性基金预算）发力将推动基建投资增速持续回升。

图 23 前五个月地方政府专项债投向（亿元）



资料来源：瑞达期货、国盛证券

图 24 挖掘机销量及增速



资料来源：瑞达期货、Wind

财政发力的另一个关键则在于推动消费上，当消费潜力获得释放后，将会推动制造业进入补库存周期，推升产量、创新升级、扩充产能，从而带动就业率回升，制造业和投资周期才能重新走上正轨，推动经济持续增长。虽然地摊经济的热度在短时间内明显升温，但地摊经济的出现更多的作用在于保就业和保民生，对于经济的拉动作用相对有限。由于国内消费结构以及经济结构在过去十几年间已经发生了显著的变化，诸如服装鞋帽、杂志等小额商品在社消中的份额均有所下降，通讯器材、汽车消费占比上升幅度较大。地摊经济对于消费整体增速的改善预计将较为有限。真正刺激消费的复苏，更需要家电、汽车下乡，直播代购，互联网零售业等多层次的推动，类似汽车购置税、汽车保费补贴、消费券发放等促销费的财政政策也将继续发力。

表 2 限额以上批发和零售销售额占比

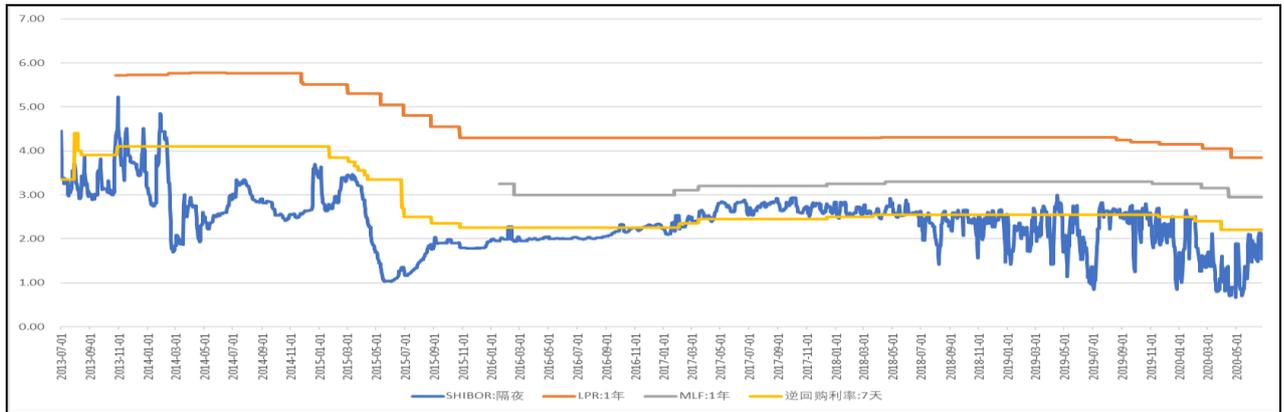
| | 2007-03 | 2020-04 | 变化 |
|-------------|---------|---------|--------|
| 石油及制品类 | 17.39% | 13.41% | -3.98% |
| 服装鞋帽、针、纺织品类 | 10.81% | 7.73% | -3.08% |
| 服装类 | 7.55% | 5.39% | -2.16% |
| 家用电器和音像器材类 | 7.41% | 5.87% | -1.54% |
| 中西药品类 | 5.68% | 4.19% | -1.49% |
| 书报杂志类 | 2.25% | 0.86% | -1.39% |
| 烟酒类 | 3.16% | 2.53% | -0.64% |
| 金银珠宝类 | 1.64% | 1.50% | -0.14% |
| 体育、娱乐用品类 | 0.61% | 0.54% | -0.07% |
| 饮料类 | 1.40% | 1.61% | 0.21% |
| 化妆品类 | 1.90% | 2.16% | 0.26% |
| 建筑及装潢材料类 | 0.86% | 1.25% | 0.39% |
| 家具类 | 0.72% | 1.12% | 0.40% |
| 日用品类 | 4.01% | 4.56% | 0.55% |
| 文化办公用品类 | 1.95% | 2.53% | 0.58% |
| 粮油、食品类 | 10.53% | 11.17% | 0.64% |
| 通讯器材类 | 2.35% | 3.74% | 1.39% |
| 汽车类 | 19.78% | 29.83% | 10.05% |

资料来源：瑞达期货、Wind

(3) 货币环境稳健宽松

2020 年上半年，宽松的货币政策对经济恢复的支撑持续加码，投放再贷款、再贴现额度达到 3.6 万亿元，降准释放资金 1.85 万亿元，并大幅下调 MLF、OMO、LPR 利率。宽松的货币政策基调，明显推动实体经济融资扩张，贷款、社融存量、M2 增速均大幅反弹，持续推动利率下行。但数量型的货币政策工具投放，政策利率下行（LPR）明显推动市场利率（SHIBOR）以及存贷款利率（实体）下行，改革后利率传导效率有所提升

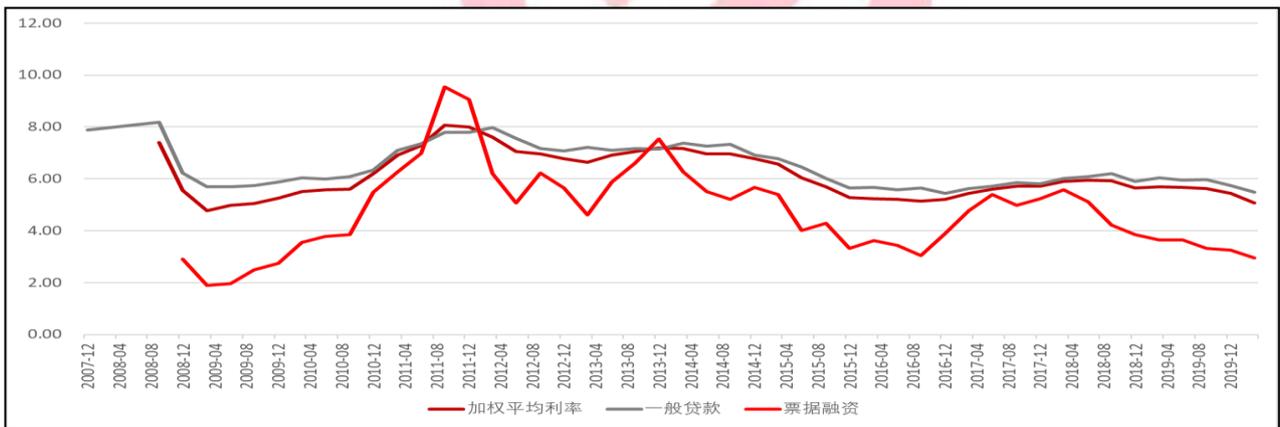
图 25 市场利率低于政策利率下限



资料来源：瑞达期货、Wind

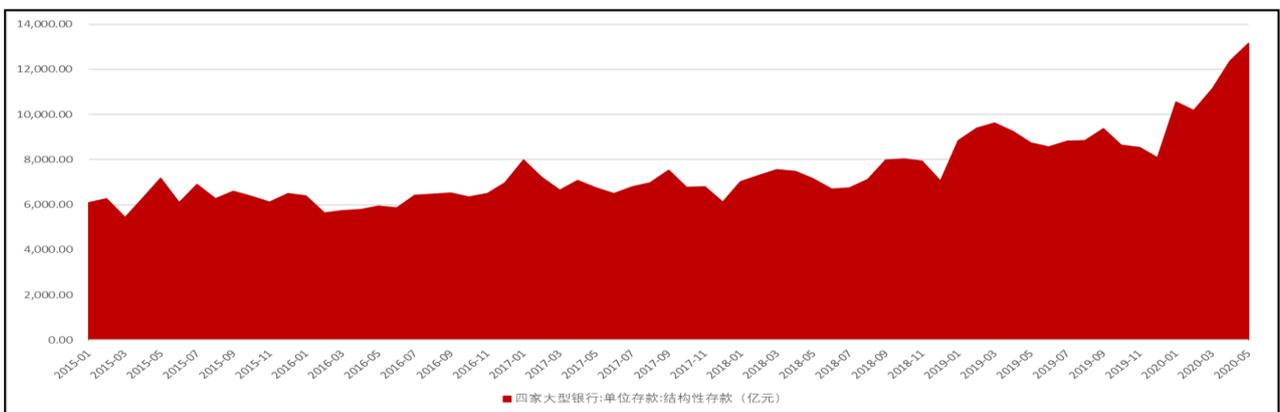
宽松的货币政策下，贷款利率、票据融资利率下行，衍生出的资金空转套利、脱实向虚与降成本、补短板背道而驰的问题引发监管层的关注。五月份政策层面对数量显著增加的结构存款，监管明显收紧，管理层亦放缓了资金投放、降准以及降息的脚步，抑制资金套利行为。

图 26 金融机构人民币贷款加权平均利率



资料来源：瑞达期货、Wind

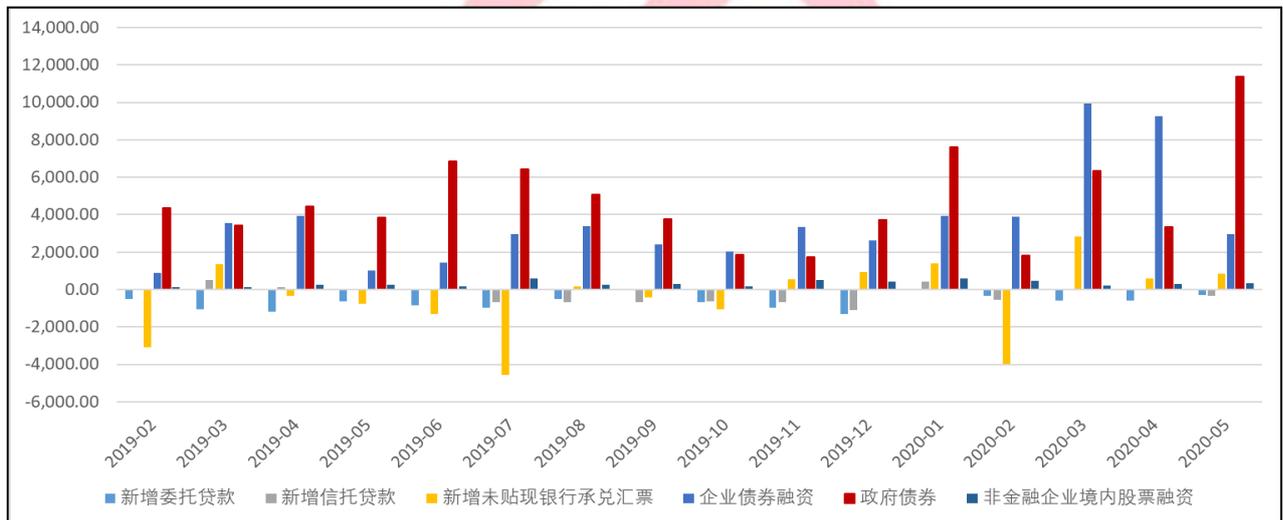
图 27 四大行企业结构性存款大幅增长



资料来源：瑞达期货、Wind

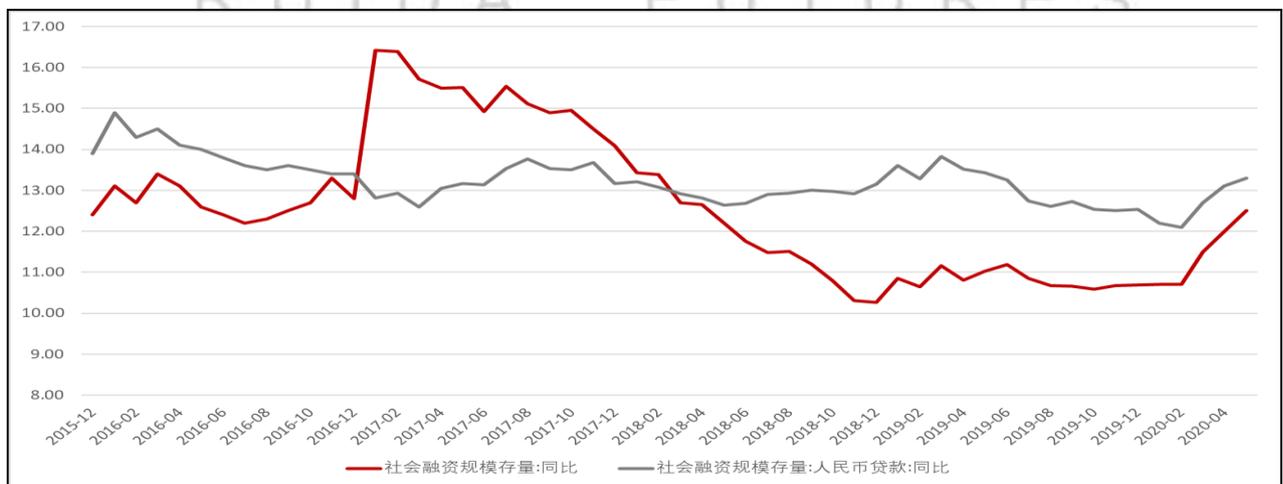
根据两会政府工作报告关于货币政策的描述，“综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年...推动利率持续下行。”上半年大量的资金投放，社融及贷款分别达到 17.37 万亿元和 10.42 万亿元，为“宽信用”提供了有力的流动性保障，分别达到易刚行长预估目标的 58% 和 52%，预计全年社融增速将维持在 12% 这一较高的水平运行，但持续放水的空间已相对有限。上半年社融增量主要集中于企业债与政府债券，而后者发行量已达全年额度的 56.3%（地方债）和 57.3%（专项债）。这也意味着在经历了七月份特别国债发行高峰后，政府债券发行对于流动性的影响将逐渐减弱。因此，下半年社融结构将更多向企业倾斜，放水养鱼，稳定企业经营。宽信用将在直达实体经济的货币政策工具的推动下，将更为灵活且更为高效，货币供给保持量稳价降或量稳价稳，降低信贷投放带来的潜在副作用，而在补库存周期中，信贷扩张将降低 CPI 和 PPI 通缩风险。

图 28 社会融资增量分布



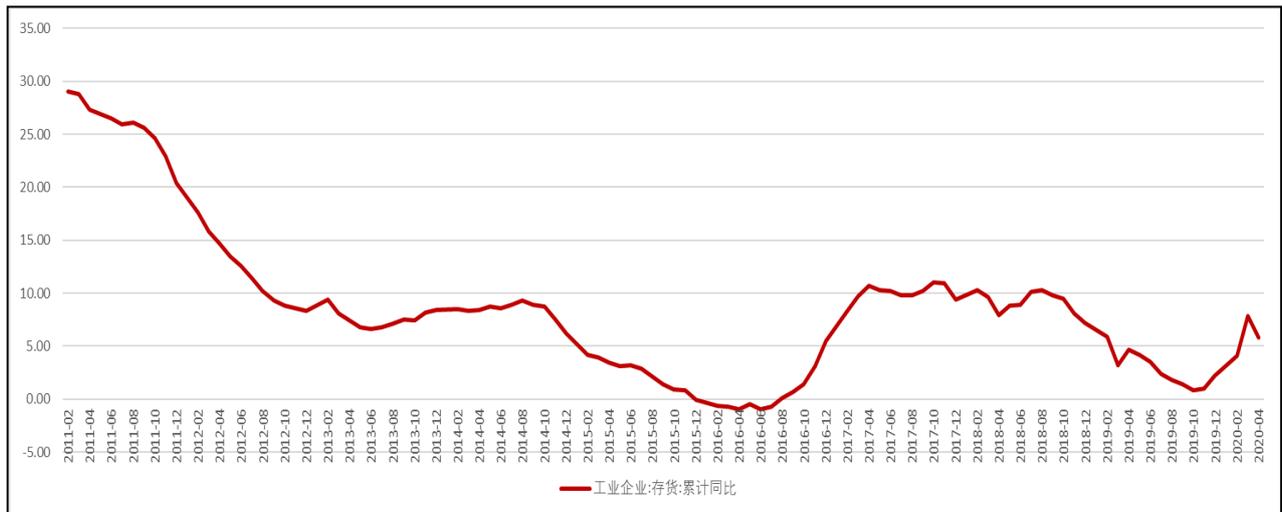
资料来源：瑞达期货、Wind

图 29 社融与贷款存量增速



资料来源：瑞达期货、Wind

图 30 工业企业存货变化



资料来源：瑞达期货、Wind

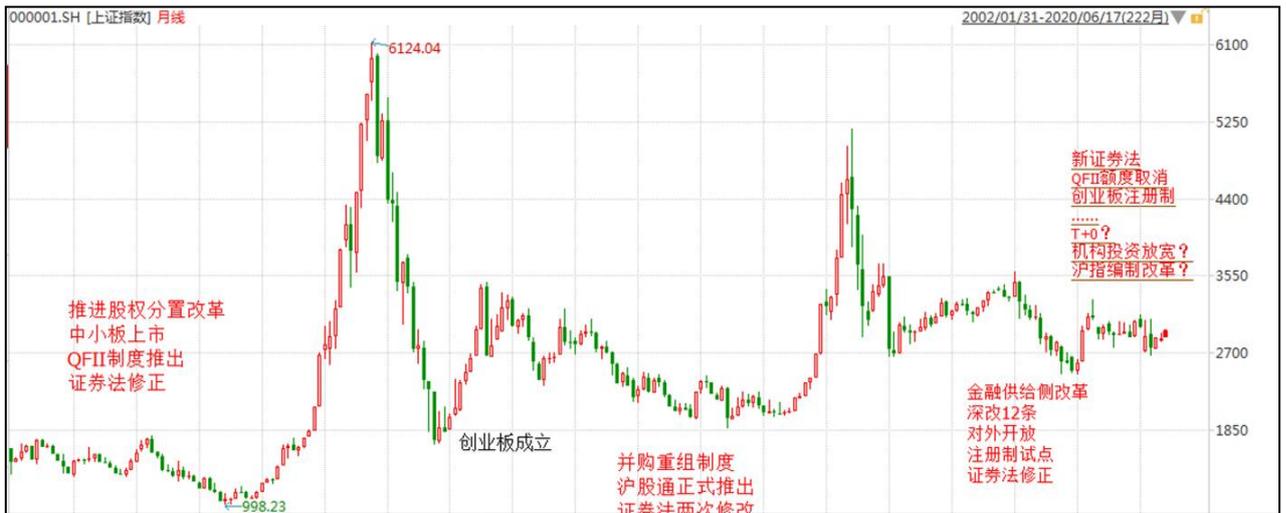
（二）A 股市场

从 2019 年中央集体学习金融供给侧结构性改革，到科创板上市，再到“深改 12 条”出炉，标志着新一轮改革全面提速，国内资本市场改革开放力度明显加大，市场亦引来了监管的宽松周期。2020 年上半年突如其来的新冠肺炎疫情并没有令中国资本市场改革的脚步出现放缓反而明显提速，新证券法推出、QFII 额度取消、创业板注册制以及上证指数编制改革纷纷上线。易会满主席在 515 全国投资者保护宣传日的讲话，也为下半年资本市场改革明确了方向。

当前国内经济正处在经济复苏以及转型升级的关键阶段，为企业拓展多元化的融资渠道，服务实体经济，成为现阶段资本市场的重要任务。改革的推进将提高企业融资效率，有助于企业降低债务端压力，稳定企业杠杆率，并且随着资本市场制度逐渐完善以及开放力度的持续加大，将为实体企业注入“新鲜血液”，也将进一步推动国内资本市场健康发展。

回望历史，如下图所示，细数历次资本市场重磅改革，总能为 A 股市场带来积极的影响，亦是市场开启新一轮上涨行情的关键节点（除 2001 年发行制度改革）。因此在资本市场改革明显提速的当下，改革的成果或将直接在 A 股市场上得以体现，这也将为投资者带来更多的机遇。

图 31 A 股改革进程



资料来源：瑞达期货 Wind

(1) 注册制加速优胜劣汰

A股市场新股发行制度改革，为民营企业直接融资提供了更便捷的途径，2020年上半年IPO增长迅速，数量已达到过去几年的平均水平。上市融资渠道的拓宽，为股权投资退出创造了更便利的条件，同时也减少了一二级市场的套利空间，为中早期、中小微企业提供更多的资金空间。

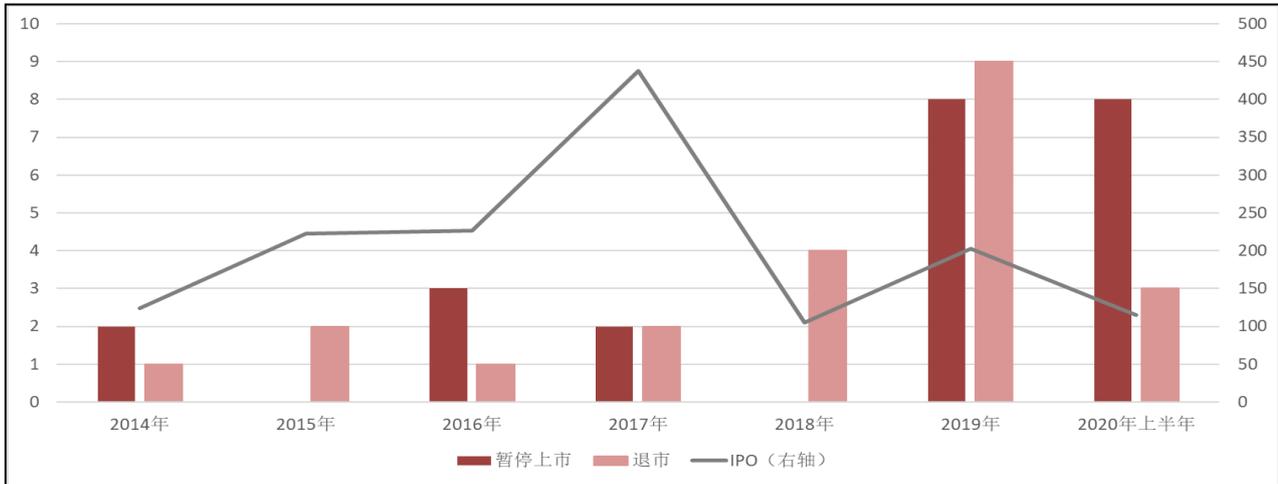
随着新《证券法》落地，创业板改革迎来提速，4月27日，中央全面深化改革委员会第十三次会议审议通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》，意味着酝酿已久的创业板注册制改革大幕拉开。短短的三个月时间，资本市场便以更开放的姿态向新兴产业及科技类公司张开怀抱。注册制改革的步伐仍将稳步推进，且当前的融资重心仍偏向中小企业，因此预计注册制在下半年将较难推广到整个市场。但未来注册制的推广有望明显提升资本市场的融资效率和规模，为企业融资提供支持，叠加涨跌幅限制放宽至20%，以及可能实施的T+0制度，将会引导整体市场进一步回归理性，市场也将出现明显的分化。

A股市场规模逐步扩大，将为市场带来更多质地更优的公司。随着价值投资理念的逐渐普及，劣币驱逐良币的现象逐渐减弱，优胜劣汰的格局将更为显著，推动上市公司以及投资回归本源，优质企业的资金聚集效应将更为明显。上市公司的增加，退市力度也在逐渐加大，从统计数据来看，在IPO近两年数量保持稳步上升的情况下，市场出清的速度明显加快，暂停上市及退市家数明显增加，上半年合计为11家，去年全年为17家，有助于A股市场价值的逐渐上升。

上市资格的不再稀缺，伴随着将是炒壳的风气逐渐减弱以及打新收益下滑，几乎无风险的收益终将成为历史。此外，打新无风险收益每况愈下，或将减少部分投资者对于大盘股及打新底仓的配置需求，小强

大弱的格局仍将持续。此外，注册制试点的推广以及股票供应的加大，将推动市场自股权分置改革后的又一次估值重构，回到一个合理水平，同时也将推动优劣个股的进一步分化。

图 32 暂停上市、退市、IPO 家数

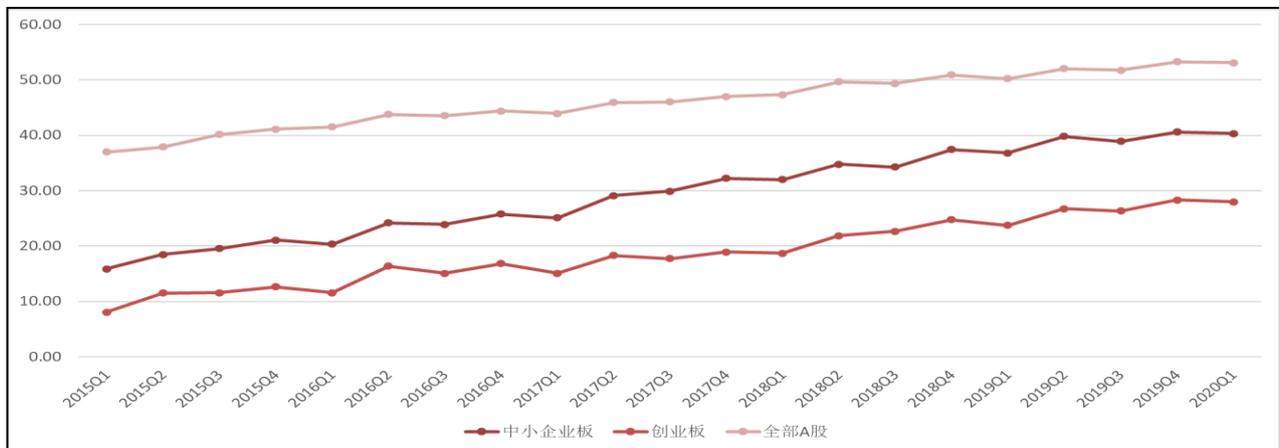


资料来源：瑞达期货、Wind

(2) 资本市场加速开放

不管是注册制，还是上证指数编制改革，最终的目标在于增量资金的持续流入，为企业创造良好的融资环境。监管部门多次发声鼓励中长期资金入市，重视程度可见一斑。长期资金在提高股票价值和资产配置效率的同时，也将减轻股市扩容对流动性的冲击，缓解市场的担忧情绪。当前 A 股市场逐渐进入机构化时代，近两年对于市场投资风格的影响亦在逐渐显现。具体数据来看，自 2015 年牛市以来全部 A 股机构持股比例由 37% 上升到 2020 年一季度 53.13%，上升幅度达到 16%，其中机构资金对于中小创的配置显著提高，持股比例达到 40.35% 和 27.97%，也说明资金并未因疫情而降低对 A 股资产的配置。

图 33 机构持股比例 (%)



资料来源：瑞达期货、Wind

构投资者中，最为活跃的当属境外资金。自 2014 年至今，随着沪深股通互联互通机制的推进，A 股在 MSCI、FTSE 中的纳入因子分别达到 20% 和 25%。尽管上半年受到疫情影响，但境外资金仍在加速流入中国股市，疫情率先得到控制、经济率先重启、转型中的中国经济、迈开开放脚步的中国市场，让境外资金配置意愿明显上升，摩根士丹利更是建议客户增配中国股票。境外资金，特别是陆股通资金，已逐渐成为市场中重要的资金来源。

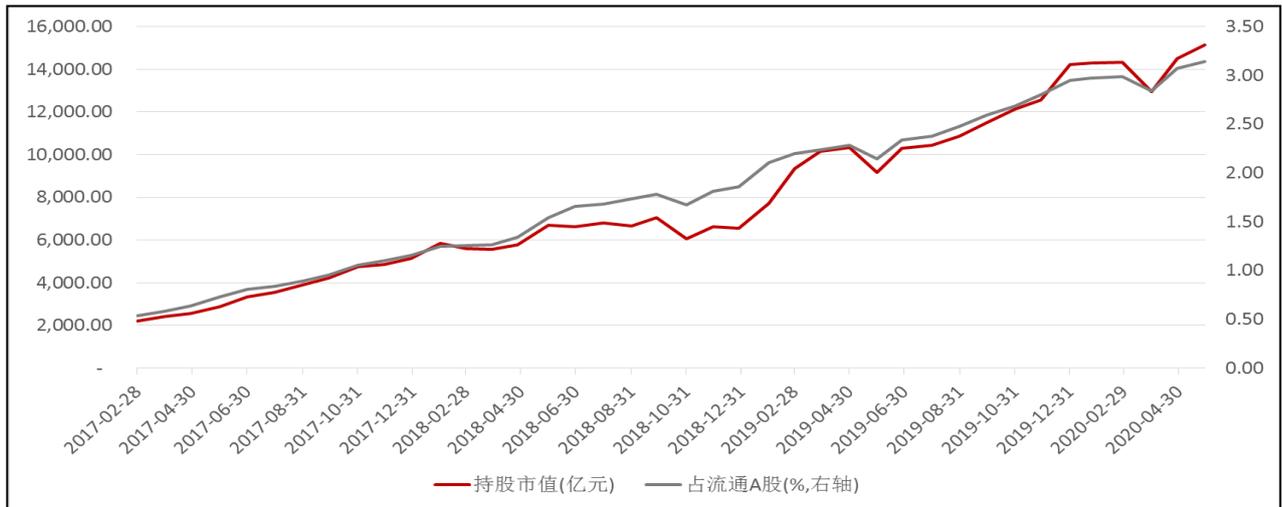
截至 2020 年五月末，沪深股通（陆股通）累计净流入资金达到 9178.89 亿元，持股市值为 15137.97 亿元，占流通 A 股由 2016 年末 0.48% 上升至 3.14%，话语权逐渐上升，影响力逐步攀升。从过去一年多陆股通资金流向来看，北上资金明显加大了对中小板和创业板的配置，而这一现象在 2020 年更为突出。2019 年十二月末陆股通资金持有的主板市值约 11451.39 亿元，占比为 80.12%；2020 年五月末持股市值小幅上升至 11478.58 亿元，但占比降至 75.59%。反观中小板及创业板，2019 年末持股市值分别为 1877.09 亿元和 963.8 亿元，占比为 13.13% 和 6.74%；五月末陆股通在两大板块的持仓市值分别达到 2174.93 亿元和 1531.4 亿元，占比大幅上升至 14.32% 和 10.09%，创业板配置比例显著上升。2020 年上半年市场整体大强小弱的格局亦与陆股通资金偏好基本一致，而在下半年该路资金大概率维持净流入的前提下，中小创仍将是资金配置的首选。

图 33 陆股通净流入（出）（亿元）



资料来源：瑞达期货、Wind

图 34 陆股通持股市值及占流通 A 股比例



资料来源：瑞达期货、Wind

(3) 业绩表现与估值

剔除 2018 年后上市的企业，A 股共计有 3555 家上市公司披露财报，可比口径下，2019 年年报营业收入和归属母公司净利润增速总体保持平稳，出现弱复苏的迹象，但整体上并未改变 2017 年一季度以来的下滑态势。在 2019 年国内外经济环境并未发生明显改善的背景下，上市公司整体经营依然面临着一定压力。一季度经济环境恶化，上市公司业绩大幅下探，亏损企业占比超三成以上，超过历年同期。但从过去几年亏损企业占比来看，自 2017 年数据达到低点后，2018 年和 2019 年各季度亏损企业占比均保持着上升势头，企业运营的难度有所上升。

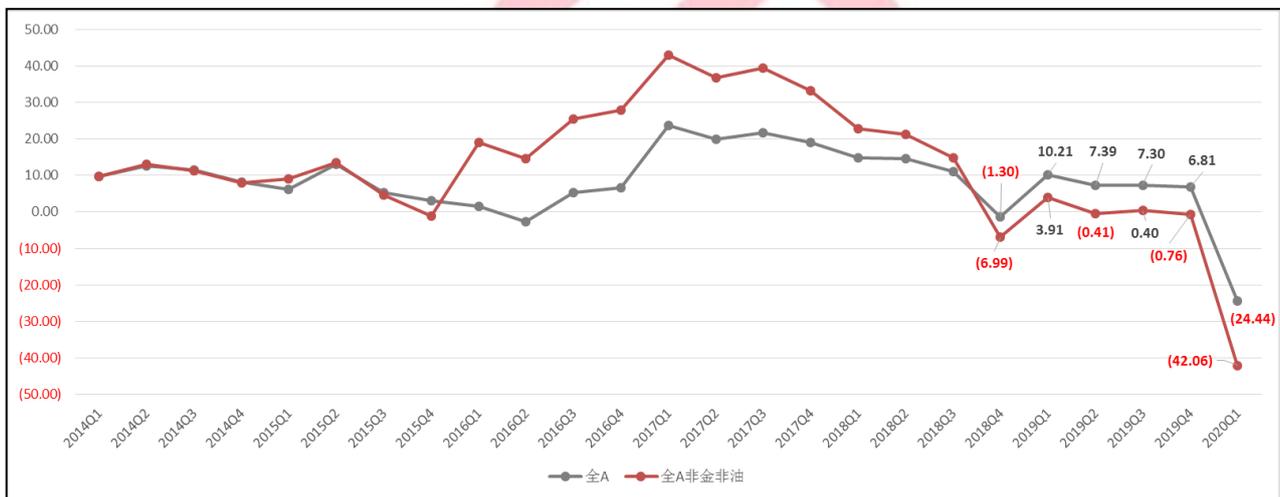
2019 年 A 股上市公司实现营收 49.29 万亿元，归属母公司净利润为 3.6 万亿元，同比增速分别为 9.48% 和 6.81%，整体增速保持平稳下行态势。2020Q1A 股业绩大幅下探，营收及归母净利润分别减少 8.09% 和 24.44%。剔除金融及两桶油，剩余 3458 家上市公司 2019 年营收为 35.57 万亿元，归母净利润为 1.52 万亿元，较 2018 年增长 9.45% 和减少 0.76%，净利润降幅有所收窄，但营收增速放缓。

图 35 全 A 及全 A 非金融两油营收增速 (%)



资料来源：瑞达期货、Wind

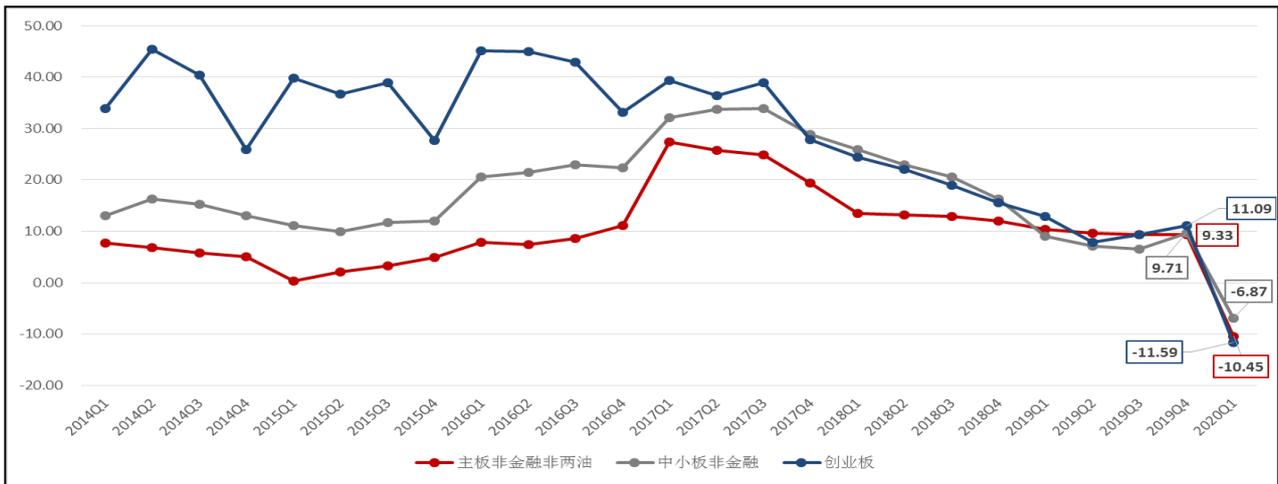
图 36 全 A 及全 A 非金融两油归母净利润增速 (%)



资料来源：瑞达期货、Wind

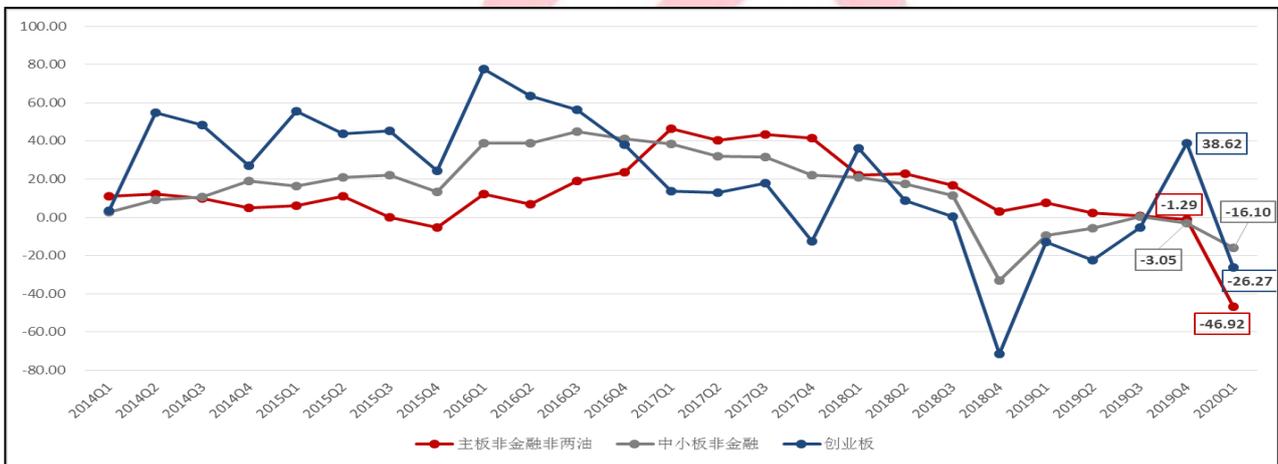
2019 年中小创与主板（非金融两油）业绩出现了一定的分化，政策的支撑与业绩的差异，也反映在 A 股市场中“蓝筹搭台，成长唱戏”的结构行情中。在营收及归属母公司净利润层面，中小创 2019 年增速表现要优于主板非金融两油企业。在疫情冲击下，2020Q1 三大板块业绩均出现了不同程度的下滑，主板、中小板及创业板营收分别减少 10.45%、6.87% 和 11.59%。归母净利润，一季度中小板降幅略小，为 16.1%，主板业绩则骤降 46.92%，创业板降幅则为 26.27%。

图 37 主板及中小创营收增速 (%)



资料来源：瑞达期货、Wind

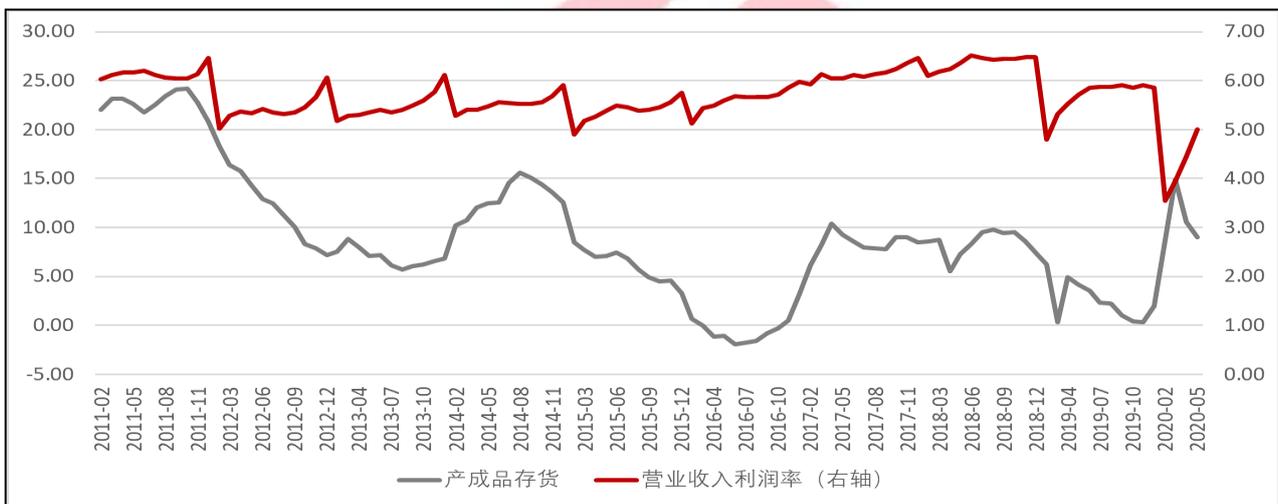
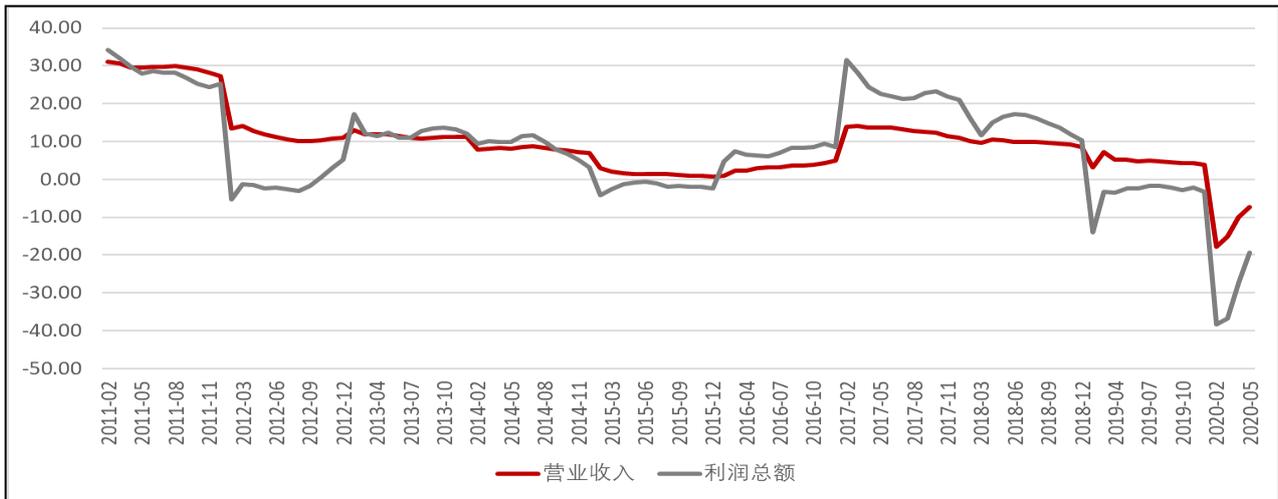
图 38 主板及中小创归母净利润增速 (%)



资料来源：瑞达期货、Wind

一季度企业业绩遭遇重创，但随着经济的复苏，企业盈利能力也在逐渐修复。1-5 月工业企业利润累计同比减少 19.3%，降幅较前值收窄 8.1%，五月份净利润同比增长 6%，年内首次实现正增长；营业收入累计同比降幅亦逐渐收窄，1-5 月为 7.4%。消费与投资对企业经营明显拉动，企业利润空间逐渐扩大，产成品库存增速回落，经营状况边际好转。疫情得到控制，需求和生产端同步复苏，推动工业企业盈利能力逐渐走出低谷，出现较大幅度改善，二季度 A 股整体业绩有望迎来一定幅度的反弹。

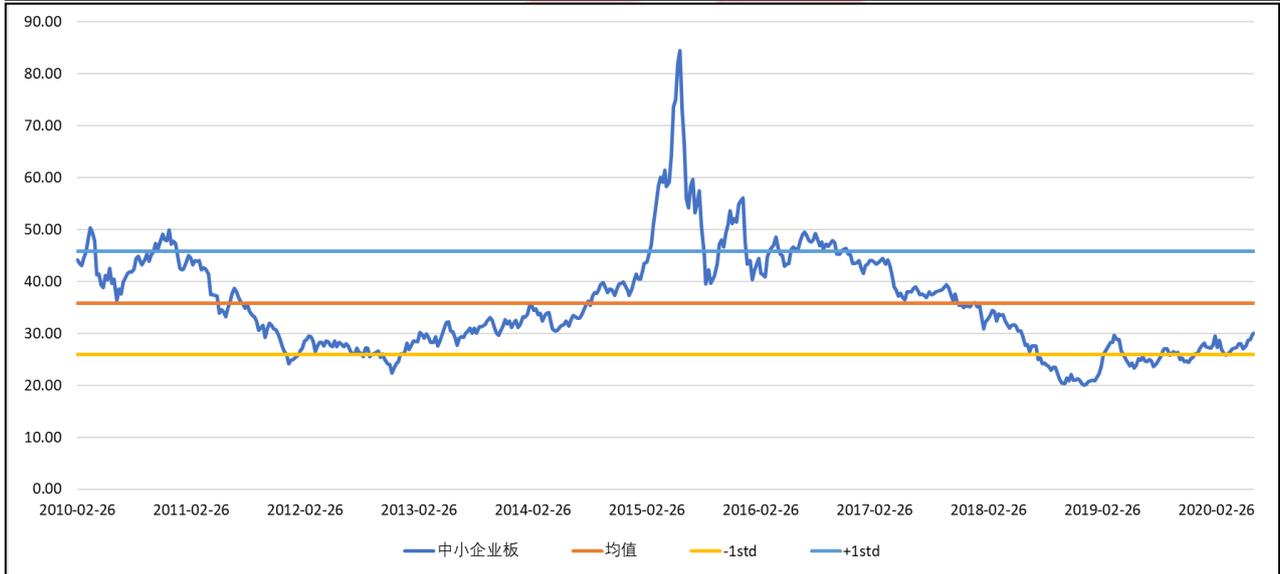
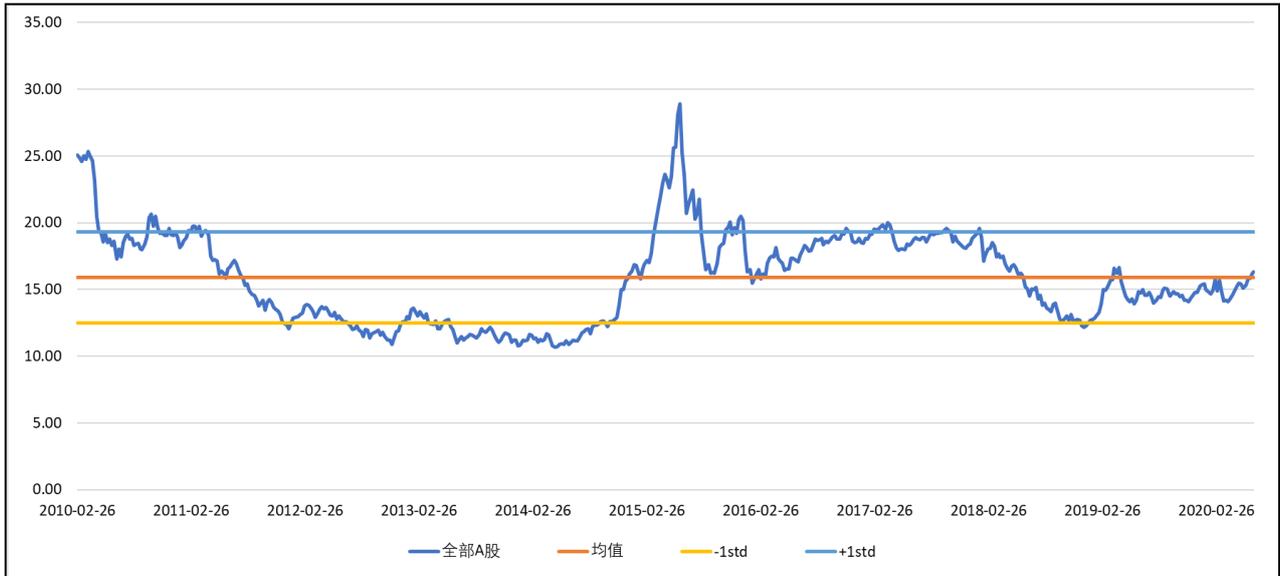
图 39-40 工业企业部分经营数据



资料来源：瑞达期货、Wind

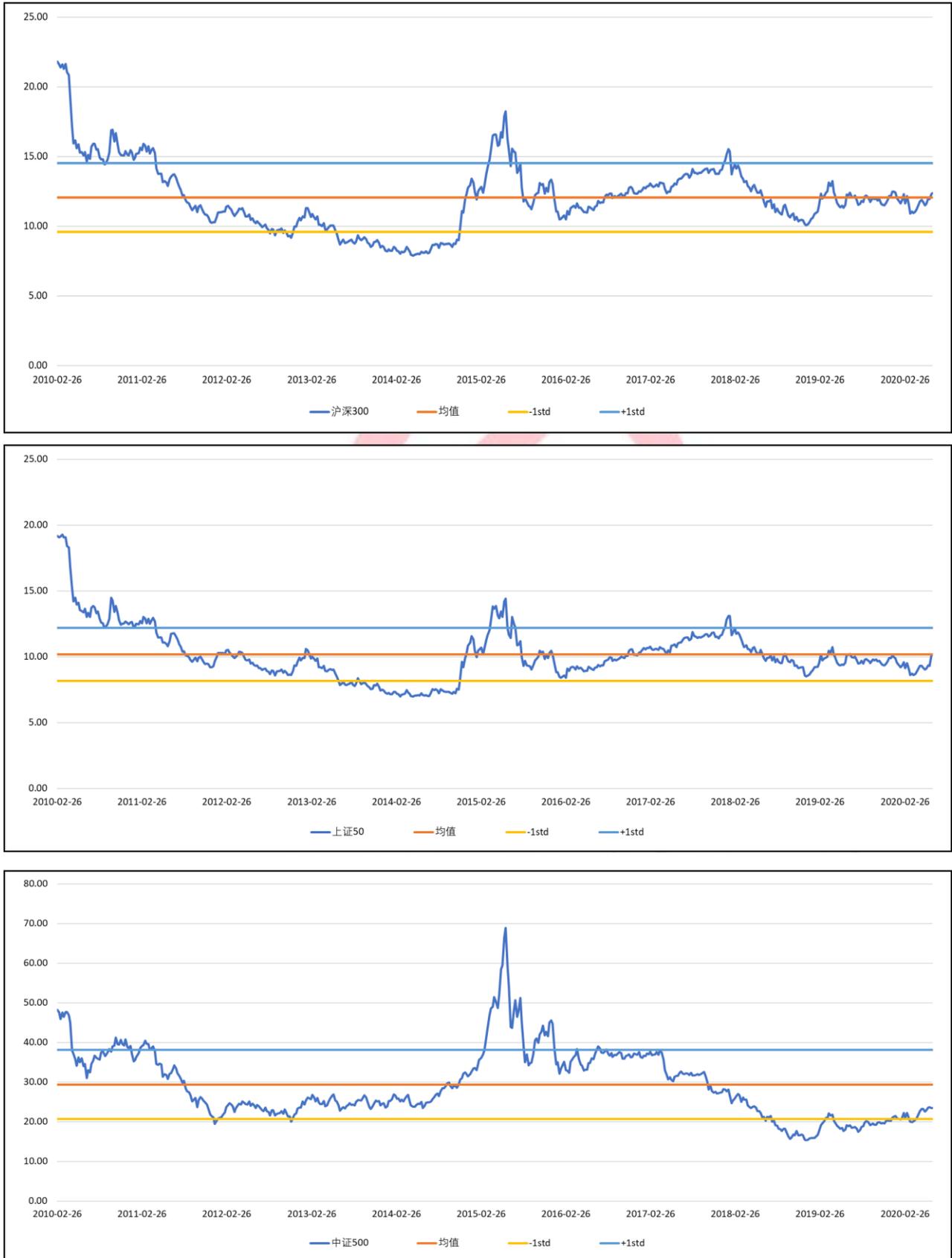
由于当前不管是全部 A 股、中小创，还是三大期指现货指数在经历了估值的底部抬升后，仅有中小板及中证 500 指数仍存在被低估的现象，其余指数市盈率均已修复至均值附近，处于一个较为合理的水平中，因此 A 股中报业绩预告将成为三季度市场行情的重要参考依据，亦是估值反弹后的业绩以及经济数据兑现期。但国内经济复苏的力度、工业企业经营数据的表现，以及宽松的流动性环境，有利于 A 股估值维持在相对合理的水平。

图 41-43 全部 A 股、中小板、创业板 PE (TTM)



资料来源：瑞达期货、Wind

图 44-47 沪深 300、上证 50、中证 500 指数 PE (TTM)



资料来源：瑞达期货、Wind

下半年股指期货总体观点

上半年新冠肺炎疫情令全球资本市场跌宕起伏，动荡不安的市场在不断的刷新投资者的认知。国际化程度逐渐提高的中国股市难免受到冲击，但放眼全球，A股市场仍是最为稳健的市场之一，下探的幅度明显小于其他主流股票市场。当然，上半年的市场大跌为投资者带来了难得一遇的抄底机会，各类资产在二季度逐渐开启稳步甚至是强势的反弹，纳斯达克指数更是刷新历史高点。但疫情后的投资者已无法像年前那样随时放松紧绷的神经，基本面、消息面上稍有风吹草动，都能轻易的引发市场波动。

下半年 A 股的反弹之路仍将布满荆棘，宏观环境仍处在风险与机遇并存的状态中。其中不确定性和风险主要源于海外，全球疫情反复无常令经济复苏步伐放缓、经济弱复苏与流动性急剧扩张后隐患、美国总统大选带来的地缘政治紧张等潜在风险的出现，都有较大可能令当前反弹已明显脱离基本面的全球股市再遭挫折，那么 A 股的走势难免受到影响。

对于中国而言，2020 年注定是不平凡的一年，亦是 2019 年稳增长政策密集推出后见效的一年，同时，全面建成小康社会、“十三五”规划的收官以及“两个一百年”奋斗目标都处于这个历史交汇点上。尽管受到疫情冲击，经济稳步回升的节奏被打乱，一季度经济数据骤降，使得中国经济前景格外黯淡，复苏亦困难重重。但 A 股上涨的动能仍主要源自国内，首先，国内疫情总体可控，经济运转基本恢复常态，正式进入复苏模式，经济数据回升仍在持续。其次，两会后政策正式从推动复工复产向经济重振转变，在“六保”、“六稳”的政策框架下，相对克制的财政、货币政策，为在复苏和转型过程中的中国经济提供支撑，亦为潜在的全球经济不确定性风险预留足够的政策空间。最后，在中美金融、科技战未见尽头的情况下，国内资本市场改革也将继续提速，完善基础制度、扩大对外开放、投资者结构的优化，有助于市场健康发展，吸引资金流入，为企业直接融资创造更有利的环境。总体而言，下半年尽管全球经济、疫情不确定性带来的风险将伴随左右，但国内政策发力、经济平稳复苏、新经济抬头仍是 A 股的主要机会来源。

虽然受到疫情的扰动，但 A 股主要指数上半年延续着修复的态势，当前仅有中小板及中证 500 指数仍存在被低估的迹象，其余指数市盈率均已修复至均值附近，处于一个相对合理的水平。市场继续上行主要面对的是风险偏好以及业绩兑现的考验，但国内经济复苏的力度、工业企业经营数据的表现，以及宽松的流动性环境，基本面趋势向上有利于 A 股估值维持在相对合理的水平。

技术层面上，自 2019 年探底回升以来，上证指数的运行区间始终处于一个大三角形的震荡区间内，目前 3587-3050 的下降趋势线仍然压制在市场上方，但随着底部重心的抬升，上证指数的震荡空间也在逐渐被压缩，波动空间预计将较上半年进一步收窄。国内经济复苏、改革步伐的稳步迈进，未来市场整体向上突破压力的概率仍要高于跌破 998-1849-2440 下方上升趋势线，突破走势的出现，也将是 A 股牛市真正开

启的时候。相比之下，深市三大指数的走势预计将更为强势，已创业板为例，自 2018 年年报业绩出清，月线级别的上升走势逐步成型，且进入 2020 年后板块表现更为强势，均线已形成多头排列形态，而在注册制改革以及政策重心偏移的大背景下，即使市场出现扰动，也较难撼动创业板走强的格局，而以中小市值为主的中证 500 指数有望继续受益其中。

图 48-49 上证指数及创业板指数走势（月线）



策略上，在整体偏多操作的大背景下，下半年扰动因素依然存在，这也使得 A 股整体的波动性将趋于回落，市场短线单边操作的难度预计将有所加大。虽然中证 500 与上证 50 指数价差在上半年已出现明显的扩大，但在宏观风险与机遇并存的环境下，政策引导的新周期、新经济仍将是年内甚至是后续牛市资金主要的追逐对象，A 股小强大弱、深强沪弱的周期较难被打破。建议下半年仍以多 IC 空 IH 套利操作为主，主力合约价差 2750-2620 附近逢低介入多单

股票层面可选择券商、战略新兴产业（通信、医药生物、新能源、新材料、高端装备制造）等进行布局，亦可介入创业板 50、中证 500ETF 以及上述相关产业基金。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，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，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。



瑞达期货

RUIDA FUTURES