



I
N
V
E
S
T
M
E
N
T
S
T
R
A
T
E
G
Y

投资策略



股指期货：上有压力下有支撑反弹道路布满荆棘



金融投资专业理财
JINRONGTOUZI ZHUANYELICAI

部门：宏观金融小组

咨询微信号：rdqhyjy

网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号

了解更多资讯



内容提要：

四月份全球金融市场波动率较三月份明显下降，但负油价带来的冲击亦让四月份变得不那么寻常。各国股市随着经济刺激措施的落地以及疫情开始逐渐得到控制，而开启反弹走势，这也为A股的反弹创造了较为积极的外部环境。不过四月份国内股市表现的总体上较为纠结，上证指数基本上徘徊于2800-2850点的区间内来回震荡。两市交投清淡，杠杆资金保持回落，国内资金参与意愿较弱。资金的介入意愿不强，主要来自于对经济前景不确定性的担忧，以及一季度企业财报的顾虑。

纵观五月份，随着一季报的收官，短期内压在市场上方的石头终于落地，市场仍有可能需要面对估值修正带来的考验。基本面的支撑与压力依然存在，而这也使得A股五月份的走势依然纠结。海外层面，美股市场的反弹过程已经长达六周，二季度疫情对全球经济的影响依然存在，经济数据的表现资金阶段性的获利了结，将可能对全球资本市场的走势产生影响。国内层面，经济活动逐渐恢复正常，逆周期政策支撑经济的力度亦在明显加强，但在面对外需疲软，内需扩张力度存在不确定性的背景下，市场对经济复苏的力度，仍有待数据进一步的证伪。预计五月份A股在多空因素相互纠缠的情况下，沪指不排除有上探2900点后回落的可能。

策略方案：

单边操作策略	FUTURES	套利操作策略	S
操作品种合约	IH2004-05	操作品种合约	IF-IC 主力合约
操作方向	买入	操作方向	多
入场价区	2650-2700	入场价区	1280-1130
目标价区	2850-2950	目标价区	1800
止损价区	2550-2600	止损价区	930

风险提示：全球宏观环境恶化

一、基本面分析

四月份以来，随着海外市场的逐渐好转，国内政策刺激加码，国内经济运行逐渐回归正轨，A 股整体上呈现反弹上行的走势。不过从较为纠结的走势以及低迷的成交量来看，资金的介入意愿相对有限。当前经济数据的表现，政治局会议对经济前景的预判，一季度业绩压力以及海外环境的不确定性等因素叠加，令 A 股的上攻过程显露出欲攻又止的特征。

1) 经济前景

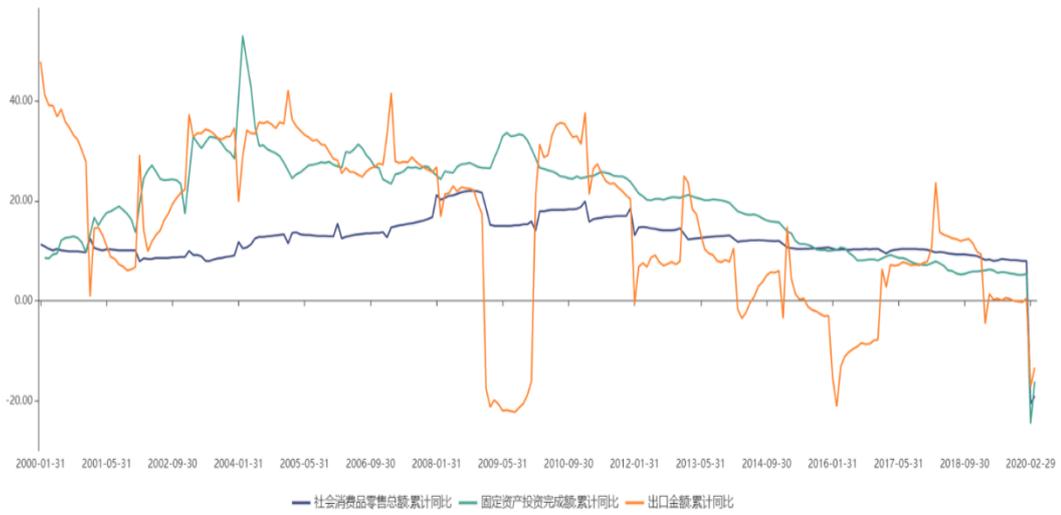
一季度 GDP 增速为 6.8%，创下近 50 年来的最差表现，突如其来的新冠疫情，让二月份国内经济几近停摆。随着三月份复工复产提速，投资、消费、外贸、工业等数据都出现了一定幅度的修复，流动性投放明显加码。三月社融、M2 增速出现上扬，分别达到 10.1% 和 11.5%，而隔夜 SHIBOR 最低降至 0.7%，创金融危机以来的新低，宽信用如期而至。结构上，中长期贷款较去年同期以及二月份均有明显增加，企业、政府债券发行显著增加，随着企业经营活动的回暖，融资需求明显增加。

图表 1 中国 GDP 创下金融危机以来新低

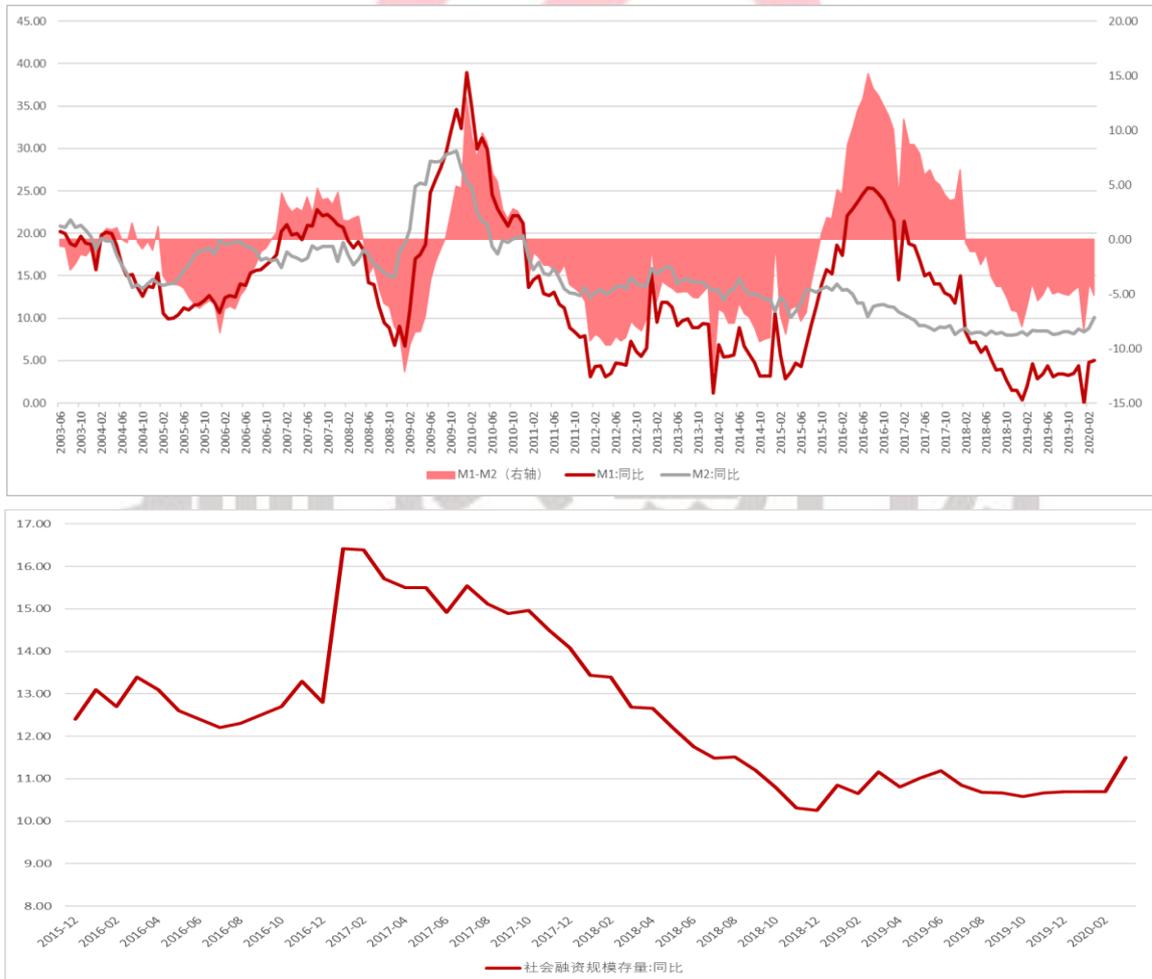


图表 2 出口、消费、投资三驾马车纷纷下滑

RUIDA FUTURES



图表 3-4 货币供应明显增加，宽信用加码



数据保持着改善的态势，但近几次政治局会议对国内外经济前景的担忧有所加深，这也在一定程度上对投资者的预期产生了影响。措辞上，国内层面，由3月18日的“我国经济下行压力持续加大”，上升到“我国经济发展面临的困难加大”，再到4月17日的“当前经济发展面临的挑战前所未有，必须充分估计困难、

风险和不确定性”。随着一季度各项经济指标创下金融危机以来的新低，主要数据均呈现出萎缩的态势，且当前疫情依然存在反复，经济领先指标表现仍要弱于往年同期水平，经济仍处在一个相对偏弱的复苏过程中。国内二季度经济数据预计虽将出现改善，但仍面临着较大的考验。

图表 5 六大发电集团：日均耗煤量



数据来源: Wind

国内刺激政策已明显加码，但海外疫情发展的不确定性，人员流动管控措施以及西方国家关于全球产业链“去中国化”的声音，对于当前仍以“出口导向型”为主的外贸政策而言，二季度所要面临的外部冲击可能将更为明显。政治局会议对于海外宏观环境的表述也从“世界经济贸易增长受到严重冲击”，到“世界经济下行风险加剧，面对严峻复杂的国际疫情和世界经济形势，做好较长时间应对外部环境变化的思想准备和工作准备”，再到“支持企业出口转内销”。

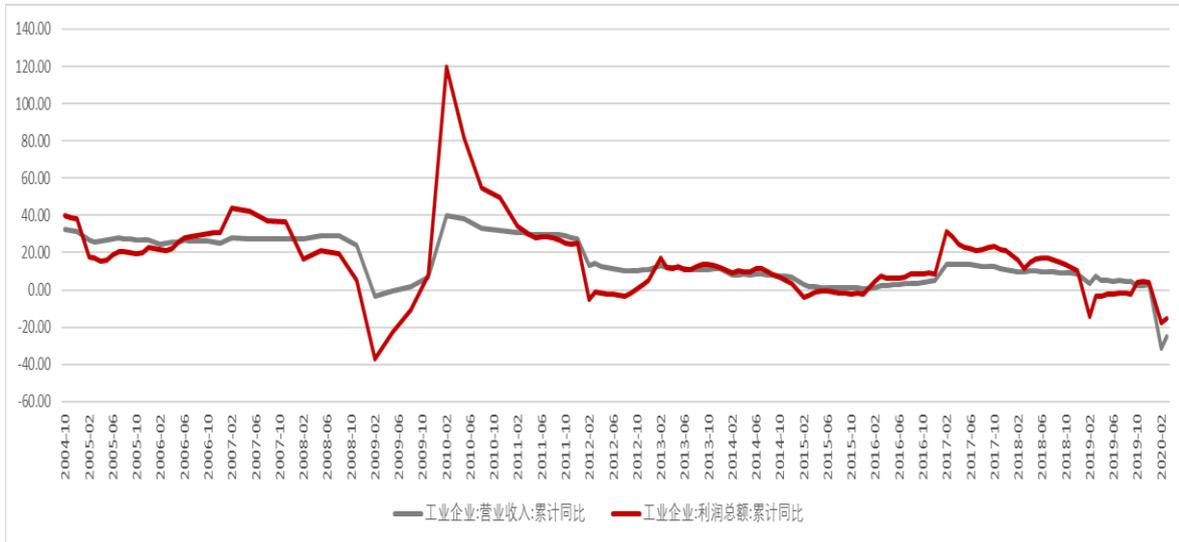
2) 业绩压力

在当前的经济背景下，一季度企业业绩压力山大，二季度业绩仍存在着较大的不确定性，而这也是制约 A 股反弹力度的关键因素。增速层面，A 股非金融上市公司中国有和民营企业数量占比分别 28.6% 和 61.5%，去年三季度净利润占 A 股非金融企业净利润的 60.14% 和 29%，国企业绩的表现对 A 股业绩将会带来较大的影响。从当前已公布的数据显示，国有企业一季度营收同比下降 11.7%，利润总额同比下降 59.7%，创下 08 年金融危机以来新低；1-3 月份规模以上工业企业利润总额同比下降 36.7%，41 个大类行业中，39 个行业减少；而以民营企业为主的创业板，一季报预告净利润同比下降 24.7%，扭转了 19 年以来企稳回升的态势，若剔除温氏及乐视两家极值公司，业绩增速下降 33.9%。不管是经济表现，还是工业品价格走向，都显示出当前企业盈利形势不容乐观，A 股业绩仍面临较大压力。

估值方面，尽管一季度财报无强制审计的要求，但在经济萎缩明显的背景下，企业业绩将面临较大的影响，进而推动上市公司估值的修正。当前上证指数水平较疫情爆发前回调幅度仅有 7% 左右，而过去的一

个季度市场的整体估值水平虽有回落，但仍维持在一个相对平稳的状态中，也是市场中普遍认为的合理水平。不过业绩大幅下滑以及经济前景尚存不确定性，与当前 A 股的估值水平似乎处在错配的状态。尽管市场对上市公司一季报已有预期，且政策层面的支撑尤为明显，但难免将对当前的市场价格带来一定的冲击。

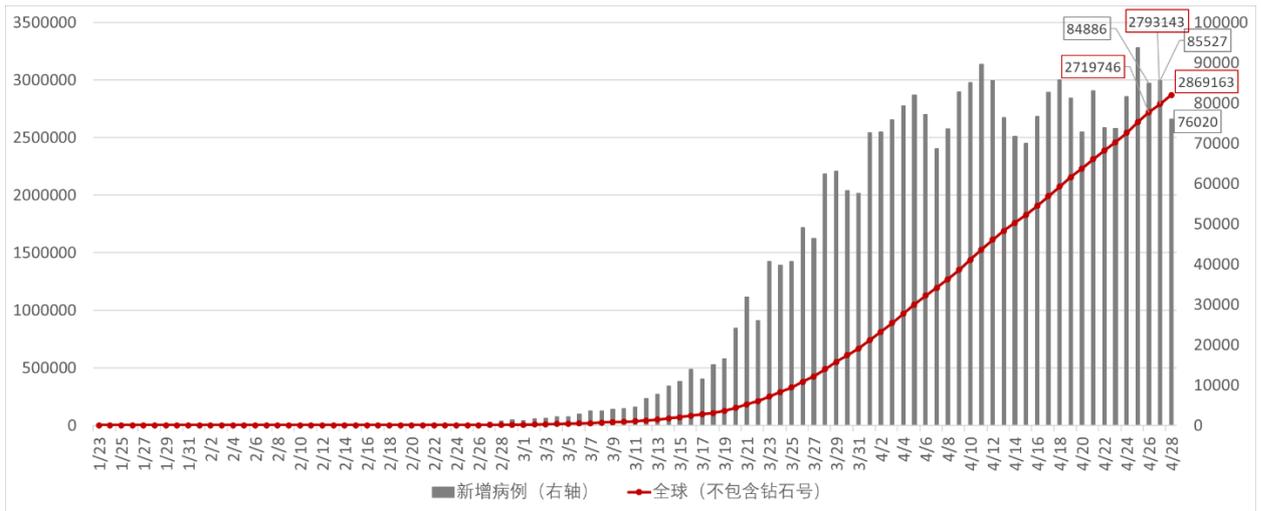
图表 6 规模以上工业企业营收及净利润同比



3) 海外环境

尽管全球疫情开始逐渐得到控制，中国以外每日新增病例总量进入平台期，但疫情让本就脆弱的全球经济雪上加霜，各国采取的防疫措施限制了商业以及人员流动，导致企业投资及消费需求明显受到抑制，而全球大范围的停工停产给全球供应链带来的压力，最终也将对国际贸易带来影响，全球经济停滞、衰退已难以避免。IMF、WB、WTO 等国际组织纷纷认为 2020 年全球经济将面临收缩，堪比上世纪 30 年代“经济大萧条”时期。

图表 7 全球病例变化



图表 8 国际机构 2020 年的经济预测

发布日期	机构	预测
3月18日	摩根士丹利	经济和市场的混乱将在 2020 年上半年触发全球经济的（同比）收缩，第一季度萎缩 0.3%，今年全球经济增长将放缓至 0.9%
3月23日	国际金融协会	新型冠状病毒疫情在全球蔓延将导致经济活动停滞，2020 年全球实际经济增长率为-1.5%。其中发达经济体将萎缩 3.3%，新兴经济体将仅增长 1.1%
4月2日	标普	预计 2020 年全球经济增速接近零
4月8日	世贸组织	今年全球商品贸易总额将大幅下降 13%-32%，下滑幅度可能超过金融危机，汽车和电子产品贸易将首当其冲；预计今年全球 GDP 将萎缩 2.5%-8.8%，明年全球商品贸易总额将回升 21%-24%
4月9日	世界银行	由于新冠肺炎疫情，发展中国家、欧洲新兴市场和中亚的 GDP 将收缩 2.8% 至 4.4%；预计随着大宗商品价格的回升和贸易的加强，2021 年亚洲地区的经济增速将从 5.6% 升至 6.1%
4月14日	国际货币基金组织	预计 2020 年全球经济将萎缩 3.0%，与 1 月的预测相比下调幅度高达 6.3 个百分点。受新冠疫情影响，全球经济活动将遭受上世纪 30 年代“经济大萧条”时期以来最严重的经济衰退。
4月15日	高盛	预计 2020 年全球 GDP 增速下降 2.5%，2021 年增长 6.6%

以全球经济最大的风向标美国为例，美联储、财政部释放的流动性、税收、失业补贴等措施为市场带来了明显的提振，美股亦引领了全球资本市场四月份的反弹。若回顾 12 年前的金融危机，美股第一阶段的跌幅虽不及 2020 年，但长度基本一致，VIX 走势趋同。随后恐慌指数开始回落，抛压趋缓，市场亦开启来

了一轮阶段性的反弹，持续周期在一个月左右。尽管此后 VIX 指数未再刷新前高并逐渐回落，但在恐慌性抛售后的市场回归基本面，标普 500 指数回落过程持续四个月。从美股在急速暴跌后引发的技术性反弹来看，不论是反弹幅度（标普 500：跌 54%，涨 32%）、周期（跌五周，涨四周）、形态，都已基本到位，反弹可能面临结束。过去两个月的时间，A 股的走势基本上缺乏独立性，受海外市场的影响较为明显，一旦主要股票市场、商品出现明显回调，A 股出现二次探底的可能性较大。

在政府刺激过后，市场亦将回归到基本面上。美国经济已基本确定将在五月份重启，但一季度美国 GDP 增速下降 4.8%，创下 09 年金融危机以来最差表现，个人消费支出、固定投资、出口、库存投资均出现减少，而美国的社会隔离措施在三月中旬才逐步开始实施，因此更多的经济负面影响，更多将反映在美国二季度经济数据上。

图表 9 美国 GDP 环比增速



对于全球以及 A 股市场，二季度不仅要面对来自经济冲击的考验，贸易摩擦加剧、高债务、低增长、逆全球化等历史问题，也将令全球经济面临着较大的不确定性，此次严重的疫情似乎更像是“催化剂”，让逆全球化、中美摩擦、低利率、美国大选等问题变得更加扑朔迷离，使得本就脆弱的经济，进一步备受考验。

二、股指资金供需对比

1、资金消耗

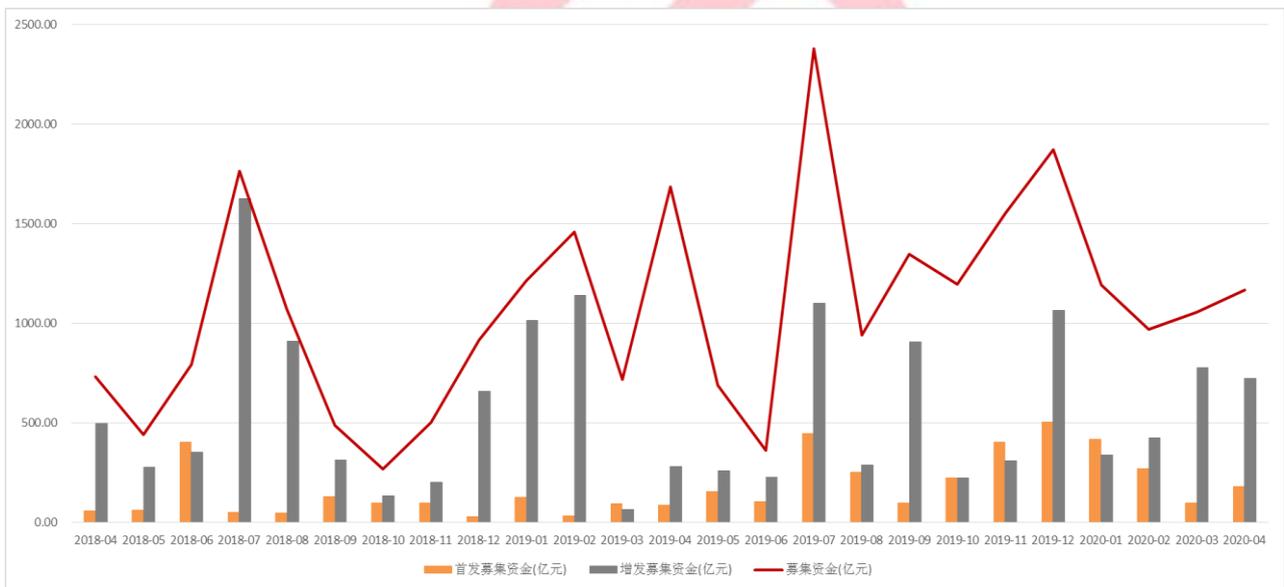
据 wind 资讯统计，截至 4 月 28 日，四月份股权融资规模合计为 1167.21 亿元，较三月份 1055.15 亿元回升，脱离二月份受疫情影响时的低点，回归到正常水平。IPO 及定增家数均较三月份有明显增加，募集金额分别达到 181.67 亿元和 725.03 亿元，定增家数创年内新高，这也与疫情过后企业补充流动性的需求

有所增加。

四月份末酝酿已久的创业板注册制改革正式拉开大幕，创业板注册制在新股发行以及退市规则上发生了一定的变化。上市条件上，更为灵活，并明确未盈利上市公司标准。退市指标方面，新增“连续 20 个交易日市值低于 5 亿元”以及与科创板一致的成交量、股东人数指标；同时取消单一连续亏损退市指标，引入“扣非净利润为负且营业收入低于一个亿”的组合类财务退市指标。

创业板注册制推行，首先将疏通新股发行堰塞湖问题，上市时间缩短以及准入标准降低，或将令壳资源的价值进一步下降；其次，严格的退市制度，将加速市场优胜劣汰，更为合理的分配资源，而具有技术含量、行业竞争优势、经营前景良好的龙头企业将更能获得资本市场青睐，减少劣币驱逐良币的现象出现，更好的利用资本市场资源服务实体经济。

图表 10 一级市场对资金消耗情况

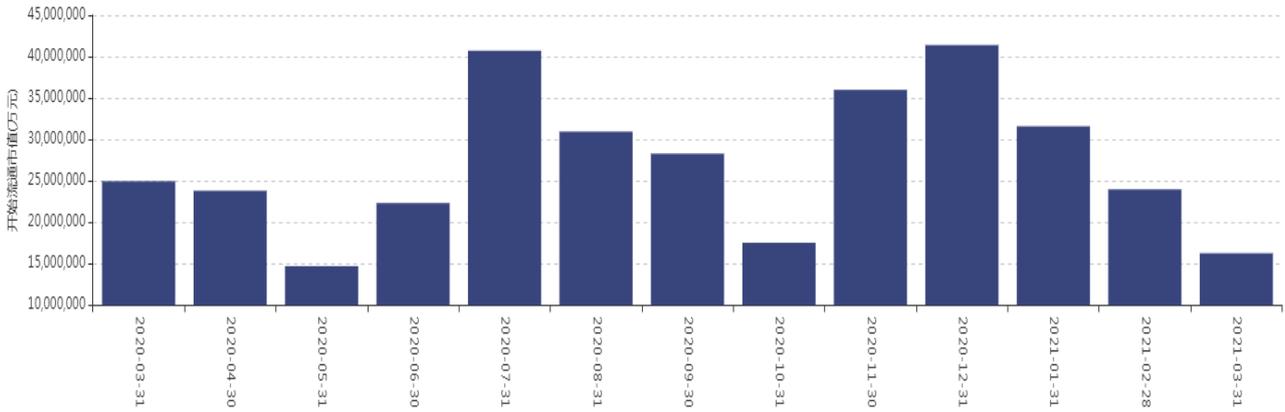


资料来源：瑞达期货、Wind

2、大股东二级市场及回购交易情况

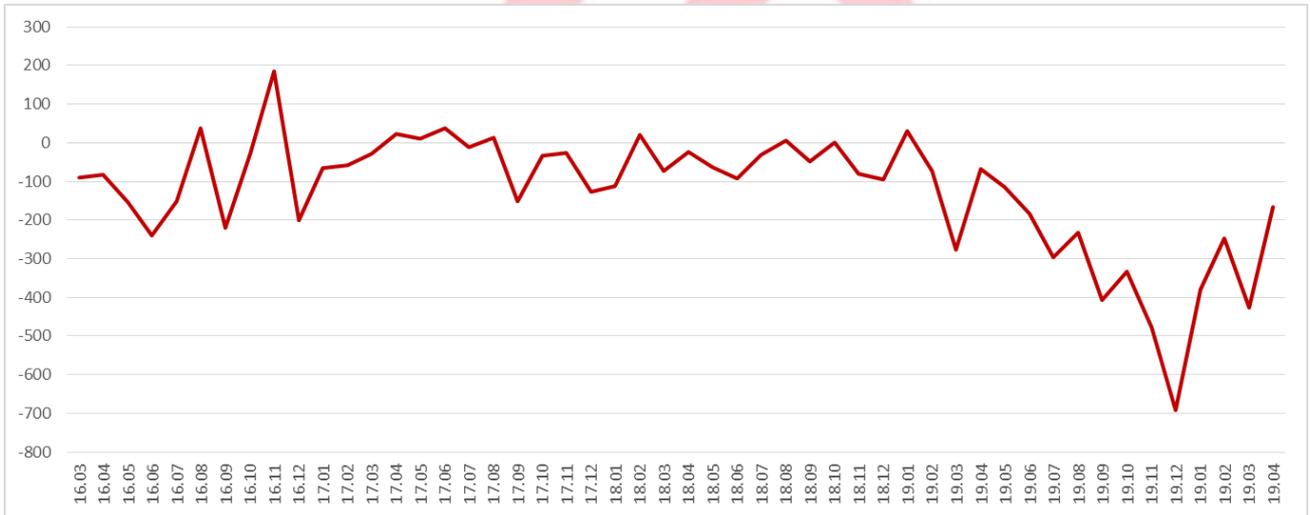
四月份限售解禁压力较三月份略有下降，限售解禁市值降至2380.89亿元，五月份则将来到全年最低水平的1470.72亿元。四月份股东净减持166.15亿元，相较于三月份426.58亿元明显下降，减持和增持市值创下近几个月低点。从重要股东二级市场交易公告来看，四月份总计有94家和291家上市公司分别披露股东增持和减持计划，均较上月明显下降。随着国内生产逐渐恢复正常，股东套现意愿有所降温，但流动性因素也抑制着股东的增持意愿。此外，有135家上市公司实施回购计划，回购金额为189.01亿元，较三月有所下降。

图表 11 限售解禁市值



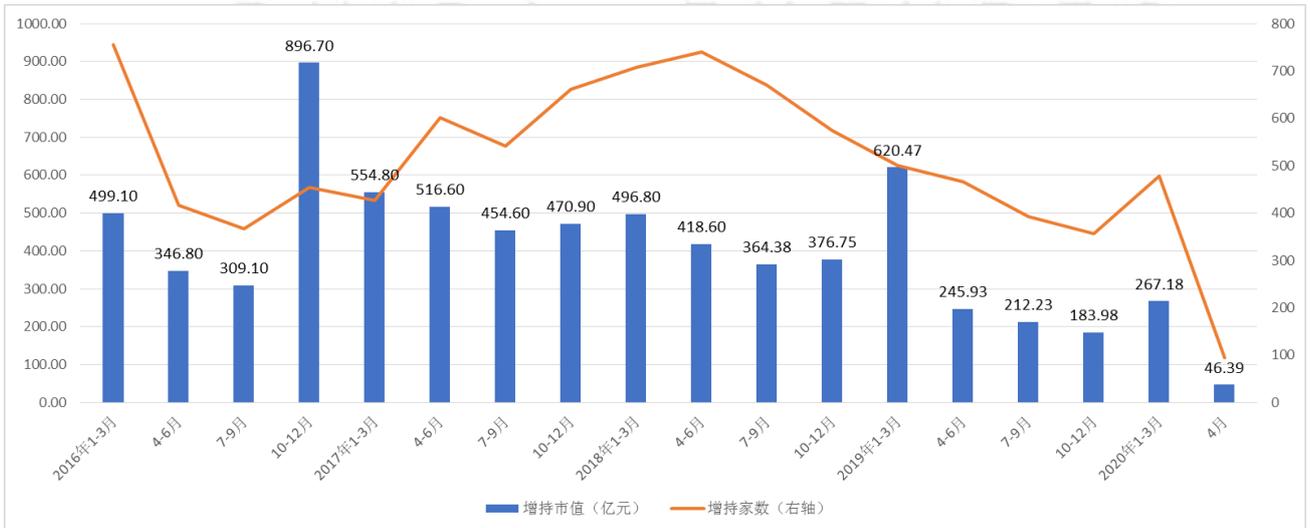
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 12 大股东净增（减）持变化



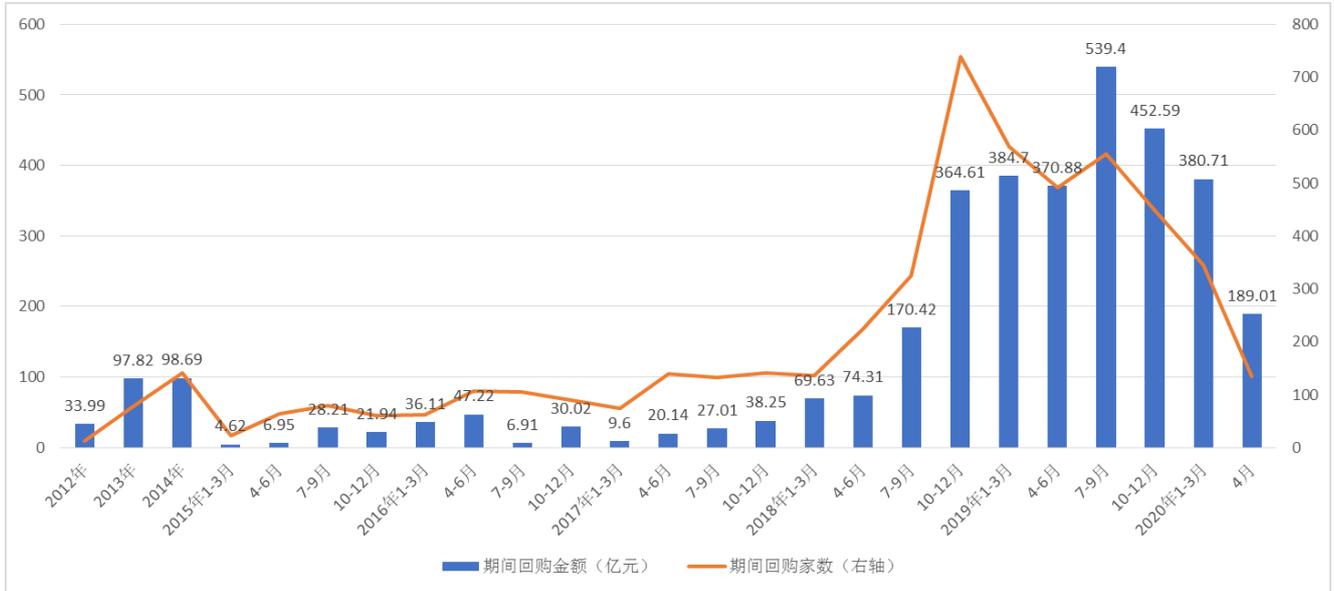
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 13 大股东增持情况



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 14 股票回购情况



资料来源：瑞达期货、Wind

2、资金供给面

(1) 基金持仓变动

截至 4 月 28 日，基金分类股票投资比例为 67.3%，与上个月末略有上升，维持在 2016 年以来的较高水平。在市场过去一个阶段波动性较大的星狂下，基金持仓比例保持稳定，为市场提供了较为有力的支撑。

图表 15 基金分类股票投资比例



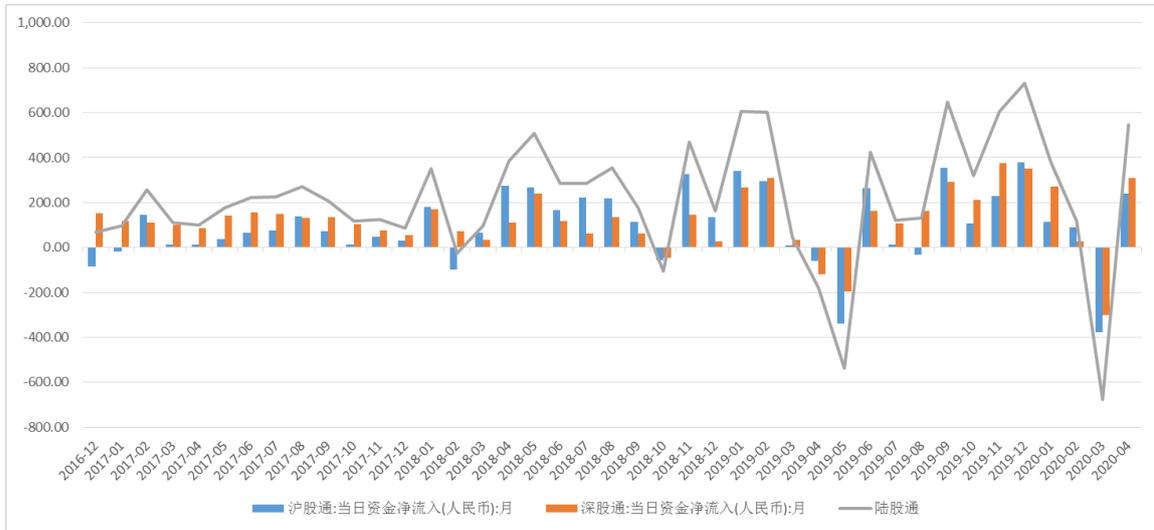
资料来源：瑞达期货、Wind

(2) 外资避险情绪升温

截至 4 月 28 日，在经历了三月份的巨量抛售后，四月份陆股通资金重回净流入，合计达到 547.82 亿元，沪股通及深股通分别流入 239.93 亿元和 307.89 亿元，相较于一二月份时有明显增加。在短期扰动过

后，外资对 A 股的配置依然较为积极。

图表 16 陆股通资金净流入情况（亿元）（月）

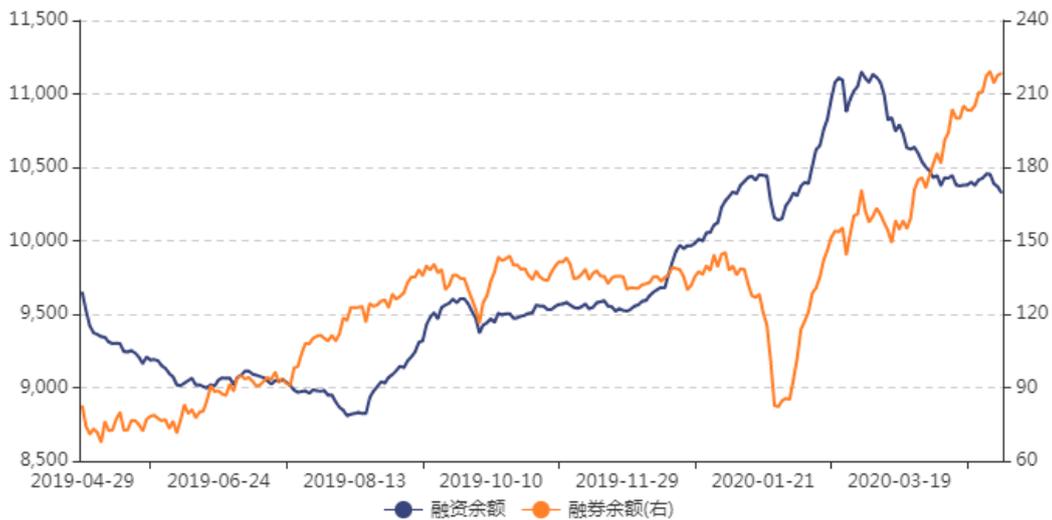


资料来源：瑞达期货、Wind

(3) 两融余额明显回落

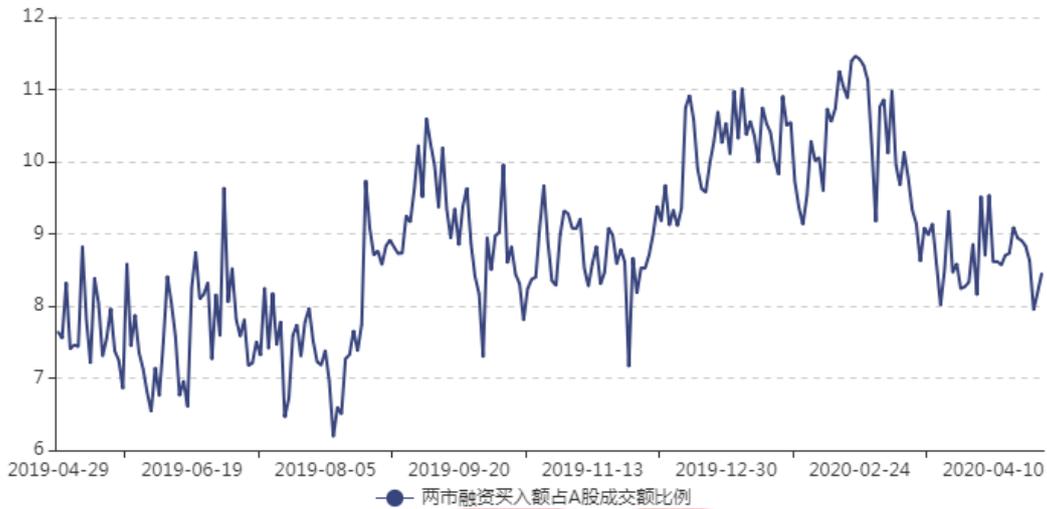
截至 4 月 28 日，在外资四月份加速流入的同时，两融资金则加速回落，由四月初的 10611.39 亿元降至 10503.62 亿元。尽管市场结束回调走势，但杠杆资金情绪明显降温，交投意愿持续回落，融资买入额占 A 股成交额比例下降至 8.85%，刷新近几个月以来的低点。

图表 17 融资融券余额



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 18 融资融券成交额占 A 股比重



资料来源：瑞达期货、Wind

三、五月份股指走势展望

四月份全球金融市场波动率较三月份明显下降，但负油价带来的冲击亦让四月份变得不那么寻常。各国股市随着经济刺激措施的落地以及疫情开始逐渐得到控制，而开启反弹走势，这也为A股的反弹创造了较为积极的外部环境。不过四月份国内股市表现的总体上较为纠结，上证指数基本上徘徊于2800-2850点的区间内来回震荡。两市交投清淡，杠杆资金保持回落，国内资金参与意愿较弱。资金的介入意愿不强，主要来自于对经济前景不确定性的担忧，以及一季度企业财报的顾虑。三四月份政治局会议对经济前景的担忧有所上升，即便是在一系列刺激经济的措施落地的背景下，三四月份经济领先指标显示国内经济保持回暖态势，尚未回到一个较为正常的状态，而二季度潜在的外部经济冲击以及需求释放的不确定性，仍在抑制市场情绪的回暖。

纵观五月份，随着一季报的收官，短期内压在市场上方的一块石头终于落地，市场仍有可能需要面对估值修正带来的考验。基本面的支撑与压力依然存在，而这也使得A股五月份的走势依然纠结。海外层面，当前美股市场的反弹过程已经长达六周，即便是部分国家将逐渐放开管控，但二季度疫情对全球经济的影响依然存在，整体的反弹幅度也将受到一定的抑制，经济数据的表现资金阶段性的获利了结，将可能对全球资本市场的走势产生影响。国内层面，在疫情基本得到控制后，经济活动逐渐恢复正常，逆周期政策支持经济的力度亦在明显加强，但在面对外需疲软，内需扩张力度存在不确定性的背景下，市场对经济复苏的力度，仍有待数据进一步的证伪。预计五月份A股在多空因素相互纠缠的情况下，沪指不排除有上探2900点后回落的可能。

四、策略

四月策略：

1) IF2006

参考入场点位：3800-3900

方向：空

止损设置：3960

止盈设置：3650

中期策略：

2) IF-IC 主力合约

方向：多

参考入场价差 1280-1130 区间建仓

止盈设置：1800

止损设置：930

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。

RUIDA FUTURES