



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

# 投资策略



瑞达期货  
RUIDA FUTURES



金尝发

# 股指期货：国内政策日渐加码 海外因素考验反弹



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](http://www.rdqh.com)

扫码关注微信公众号

了解更多资讯



## 内容提要：

五月份A股迎来全国“两会”时间，市场呈现出先扬后抑的走势。会议前夕市场整体呈现快速拉升后震荡整理的格局。科技类题材股的连番发力，国产替代、芯片、集成电路、新基建等盖面表现抢眼，为A股带来明显支撑，同时推动期指小强大弱格局的演绎。不过两会首日，A股市场便遭遇回调，沪指退守2800点附近，两市超3000只个股下跌，赚钱效应明显下降。市场的回调，究其原因。首先，市场对经济增长的担忧有所升温；其次，此前政治局及国常会已明确经济发力方向，市场已充分消化；最后，则是地区问题上超预期的态度，使得资金更愿意选择落袋为安，离场观望。

纵观六月份，在资金整体情绪较为谨慎以及创业板注册制加速落地的背景下，A股的走势预计仍将较为纠结。技术层面上，上证指数上行仍需面对2900点附近年线，以及3000点附近下行趋势线的压力，在缺乏资金和基本面支撑的情况下，2900-3000点区间或易守难攻。目前支撑A股的重要因素主要来自于国内经济复苏前景保持向好，以及财政、货币、行业政策层层加码的预期，将成为A股六月份保持稳健上行的主要动能；市场的隐忧依然存在，这主要来自于海外经济及地缘政治环境的不确定性，而当前美国股市基本上已经收复由于原油价格暴跌的失地，进一步上行潜在的风险则来自于疫情以及经济数据的考验，叠加获利盘可能释放的压力，不排除出现一定幅度的调整。

## 策略方案：

单边操作策略		套利操作策略	中长期
操作品种合约	IF2006-07	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	3790-3870	入场价区	1280-1130
目标价区	4000	目标价区	1800
止损价区	3750	止损价区	930

风险提示：海外环境异动

## 一、基本面分析

### （一）政府工作报告--政策与经济前景

两会开始前，市场对在特殊环境下的政策导向预期，推动 A 股持续走强。不过两会首日，A 股市场便遭遇回调，沪指退守 2800 点附近，两市超 3000 只个股下跌，赚钱效应明显下降。市场的回调，究其原因。首先，多项经济指标未设具体目标，市场对经济增长的担忧有所升温；其次，此前政治局及国常会已明确经济发力方向，市场已充分消化；最后，则是地区问题上超预期的态度，后续潜在的地缘、贸易风险可能出现上升，使得资金更愿意选择落袋为安，离场观望。

#### 1) 经济前景

2020 年政府工作报告篇幅较短，但今年经济面临的挑战和问题相较于 2019 年更为严峻和加深。描述性的词语发生了较明显的变化，世界经济由“增速放缓”变为“严重衰退”，产业链供应链受阻则成为主要的挑战；国内层面，三驾马车下滑，就业压力显著加大，而对于中小微企业的描述由去年的“困难较多”升级为“困难凸显”，基层财政收支矛盾加剧，去年描述为“一些地方财政收支矛盾较大”。在一季度突如其来的疫情冲击下，使得本就面临着经济下行压力的中国经济，经济增长的不确定性显著上升。

在这样的大背景下，今年工作报告并未设定全年经济的发展目标，但以保促稳、稳中求进的基调将贯穿全年，明确守住六保底线，就能稳住经济基本盘，而三大攻坚战又需要经济增长的支撑，六保、六稳可谓相辅相成，这也将是下一阶段政策的重要抓手。

图表 1 经济问题与挑战

#### 问题与挑战

- **受全球疫情冲击，世界经济严重衰退，产业链供应链循环受阻，国际贸易投资萎缩，大宗商品市场动荡。**
- **国内消费、投资、出口下滑，就业压力显著加大，企业特别是中小微企业困难凸显，金融等领域风险有所积聚，基层财政收支矛盾加剧。**
- **在疫情防控中，公共卫生应急管理等方面暴露出不少薄弱环节。**

资料来源：瑞达期货、政府工作报告

图表 2 2020 年经济目标

指标	2020年	2019年	目标变化	2019年实际	2018年	2017年	2016年
GDP (%)	-	6-6.5	-	6.1	6.5	6.5	6.5-7.0
CPI (%)	3.5	3	↑	2.9	3	3	3
M2&社融 (%)	明显高于去年	与名义GDP增速相匹配	↑	8.7/10.7	适度	12	13
登记失业率 (%)	5.5	4.5	↑	3.62	4.5	4.5	4.5
就业人口	900	1100	↓	1352	1100	1000	1000
进出口总额	促稳提质	稳中提质	-	-	-	-	-
财政赤字 (亿元)	37600	27600	↑	21500	23800	23800	21800
政府专项债券特别国债 (亿元)	37500	21500	↑	43600	13500	8000	4000
	10000	-	↑	-	-	-	-
赤字率 (%)	3.6%以上	2.8	↑	2.8	2.6	3	3
投资 (亿元)	6000	5776	↑	-	5376	5076	5000
铁路 (亿元)	-	8000	-	-	7320	8000	8000
公路 (亿元)	-	18000	-	-	18000	18000	16500
老旧小区改造 (个)	39000	-	↑	-	-	-	-
减税降费 (亿元)	25000	20000	↑	超过23000	3000	5500	5000
GDP能耗 (%)	继续下降	3	↓	2.6	3	3.4	3.4
减少贫困人口 (万人)	全部脱贫	1000	↑	1109	1000	1000	1000

资料来源：瑞达期货、政府工作报告

## 2) 财政与货币政策要点

虽然目标出现了下滑，但政策将明显加码。特别是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。若按照 3.6%的赤字率推倒推，名义 GDP 增速 5.4%左右，实际增速或在 3%，那么二至四季度平均增速需回归到 6%左右的正常水平。

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，收费公路、轨交、环保等老基建仍是当前发力的重点。

图表 3 财政政策描述

2019 年	2020 年
<ul style="list-style-type: none"> <li>积极的财政政策要加力提效。</li> <li>2019 年赤字率拟按 2.8% 安排，比 2018 年预算高 0.2 个百分点；财政赤字 2.76 万亿元，其中中央财政赤字 1.83</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>积极的财政政策要更加积极有为。</li> <li>今年赤字率拟按 3.6% 以上安排，财政赤字规模比去年增加 1 万亿元，同时发行 1 万亿元抗疫特别国债，上述</li> </ul>

<p>万亿元，地方财政赤字 9300 亿元；发行专项债 2.15 万亿元</p> <p>➤ 中央财政要开源节流，增加特定国有金融机构和央企上缴利润，一般性支出压减 5%以上、“三公”经费再压减 3%左右。</p>	<p>2 万亿元全部转给地方，发行专项债 3.76 万亿元</p> <p>➤ 各级政府必须真正过紧日子，中央本级支出安排负增长，其中非急需非刚性支出压减 50%以上。</p>
--	---

资料来源：瑞达期货、政府工作报告

货币政策方面，整体将维持宽松，宽信用将愈发明显。政府报告未再提及“把好货币供给总闸门，不搞大水漫灌”；同时明确综合运用降准降息、再贷款等手段，引导 M2 和社会融资规模增速明显高于去年。央行预计将进一步从加大货币投放力度，运用创新及现有政策工具推动融资成本明显下降，提高银行抗风险能力，加大资金向中小微企业倾斜力度等方面，做好六稳、六保工作。整体融资环境优化，宽信用加码，降准降息，货币方面对实体经济、A 股市场的影响较为积极。对于 A 股及实体经济而言，当 M2-M1 增速差收敛时，投资意愿增强，经济有望加速扩张，股市亦有望迎来上行走势。

图表 4 货币政策描述

2019 年	2020 年
<p>➤ <b>稳健的货币政策要松紧适度。</b></p> <p>➤ 广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义<b>增速相匹配</b>，以更好满足经济运行保持在合理区间的需要。</p> <p>➤ 既要把好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”，又要灵活运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，有效缓解实体经济特别是民营和小微企业融资难融资贵问题，防范化解金融风险。</p> <p>➤ <b>深化利率市场化改革，降低实际利率水平。</b></p>	<p>➤ <b>稳健的货币政策要更加灵活适度。</b></p> <p>➤ 综合运用<b>降准降息、再贷款</b>等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模<b>增速明显高于去年</b>。</p> <p>➤ 保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。</p> <p>➤ 创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，<b>推动利率持续下行</b>。</p>

资料来源：瑞达期货、政府工作报告

### 3) A 股焦点

2020 年政府工作报告篇幅较短，但以扩大内需为主的投资导向较为明确，预计也将成为下半年 A 股行情的主要展开方向，而新经济、新基建方面的政策倾斜亦将持续，而在经济前景仍不太明朗的情况下，周期类板块或将延续较为低迷的表现。

第一，“两新一重”建设为着力点，指明新老基建仍是未来的投资主线。新基建包含 5G 运用、充电

桩、新能源汽车、工业互联网、智能制造、电商网购等；在坚持房住不炒的要求下，新型城镇化建设被写入政府工作报告，老旧小区改造、加装电梯、车位建设等城市建设投资值的关注。“一重”则在于老基建补短板项目，而这也是短期内稳定经济的关键所在，重点则在于交通、水利工程。

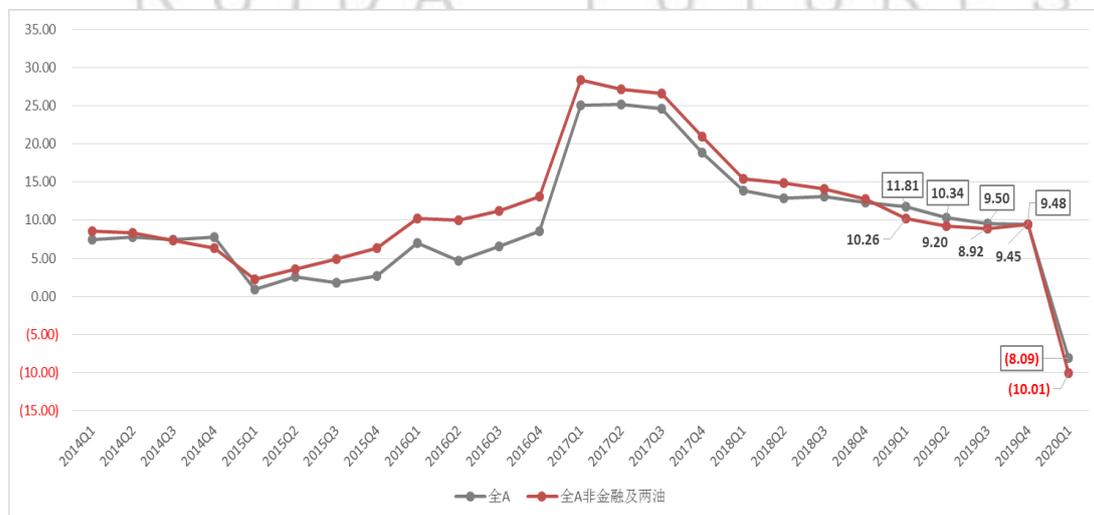
第二，消费回升，则是经济增长的另一个重要引擎。2020 年报告关于此部分的描述对比 2019 年更为简短，重点在于激发消费潜力，推动餐饮、文化等服务业复苏，拓展农村消费等层面。不过发改委副主任宁吉喆在 24 日的发布会上对促进消费举措进行了较为明确的解答，包含消费优化升级（租赁房、汽车）、消费提质扩容（文化、养老、旅游等）、培育新兴消费（数字、网络、信息消费）、扩大绿色健康节能环保消费、加强消费基础设施和服务体系网络布局建设（与新基建相结合）。

## （二）企业盈利能力

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。

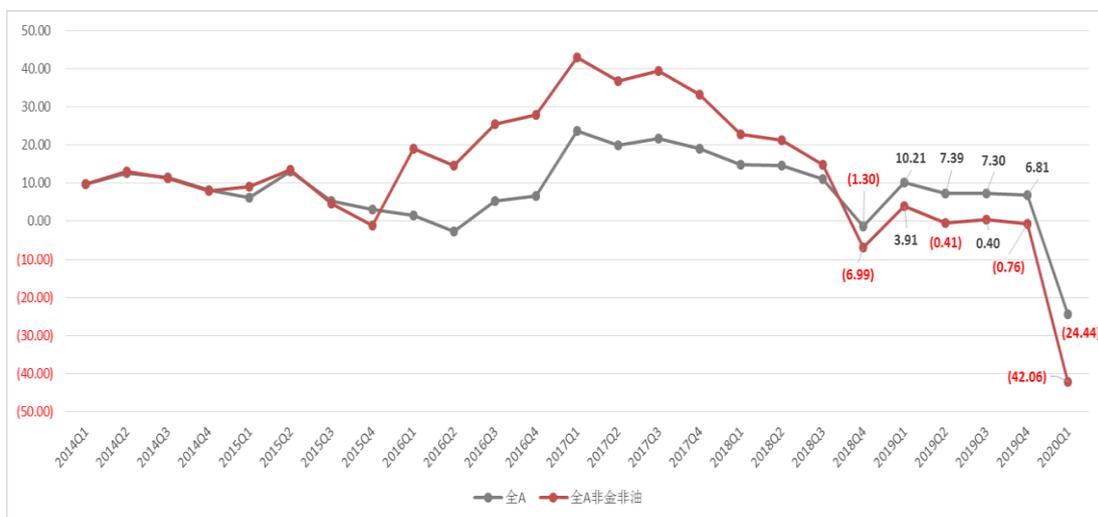
2019 年 A 股上市公司实现营收 49.29 万亿元，归属母公司净利润为 3.6 万亿元，同比增速分别为 9.48% 和 6.81%，整体增速保持平稳下行态势。2020Q1A 股业绩大幅下探，营收及归母净利润分别减少 8.09% 和 24.44%。剔除金融及两桶油，剩余 3458 家上市公司 2019 年营收为 35.57 万亿元，归母净利润为 1.52 万亿元，较 2018 年增长 9.45% 和减少 0.76%，净利润降幅有所收窄，但营收增速放缓。

□ 图表 5 全 A 及全 A 非金融两油营收增速 (%)



资料来源：瑞达期货、Wind

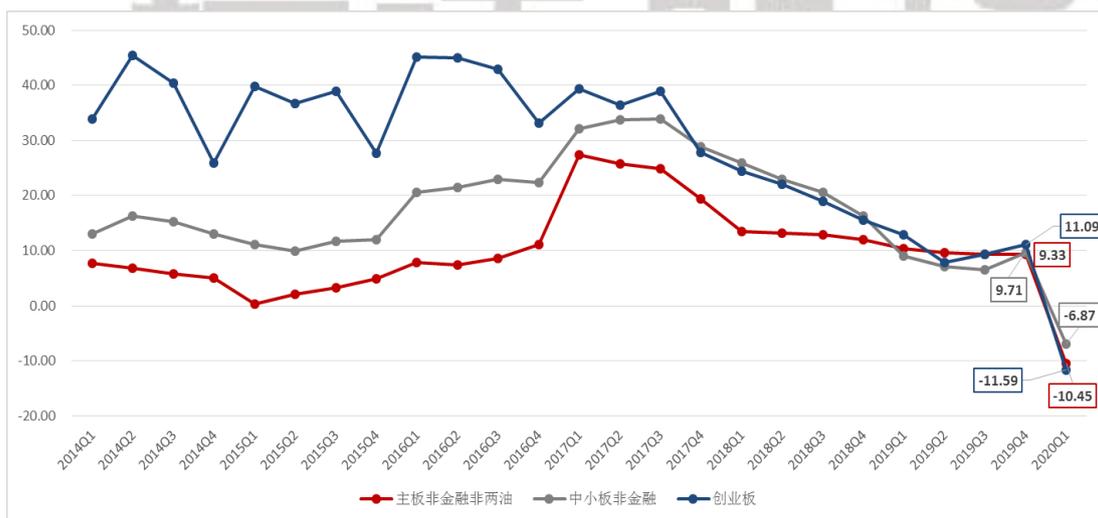
图表 6 全 A 及全 A 非金融两油归母净利润增速 (%)



资料来源：瑞达期货、Wind

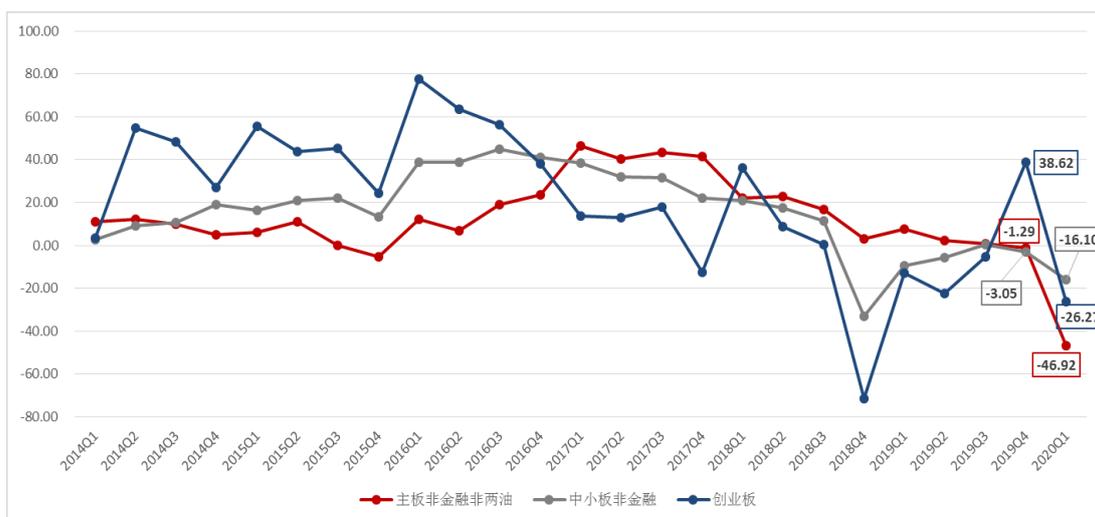
2019 年中小创与主板（非金融两油）业绩出现了一定的分化，政策的支撑与业绩的差异，也反映在 A 股市场中“蓝筹搭台，成长唱戏”的结构性行情中。在营收及归属母公司净利润层面，中小创 2019 年增速表现要优于主板非金融两油企业。在疫情冲击下，2020Q1 三大板块业绩均出现了不同程度的下滑，主板、中小板及创业板营收分别减少 10.45%、6.87%和 11.59%。归母净利润，一季度中小板降幅略小，为 16.1%，主板业绩则骤降 46.92%，创业板降幅则为 26.27%。

图表 7 主板及中小创营收增速 (%)



资料来源：瑞达期货、Wind

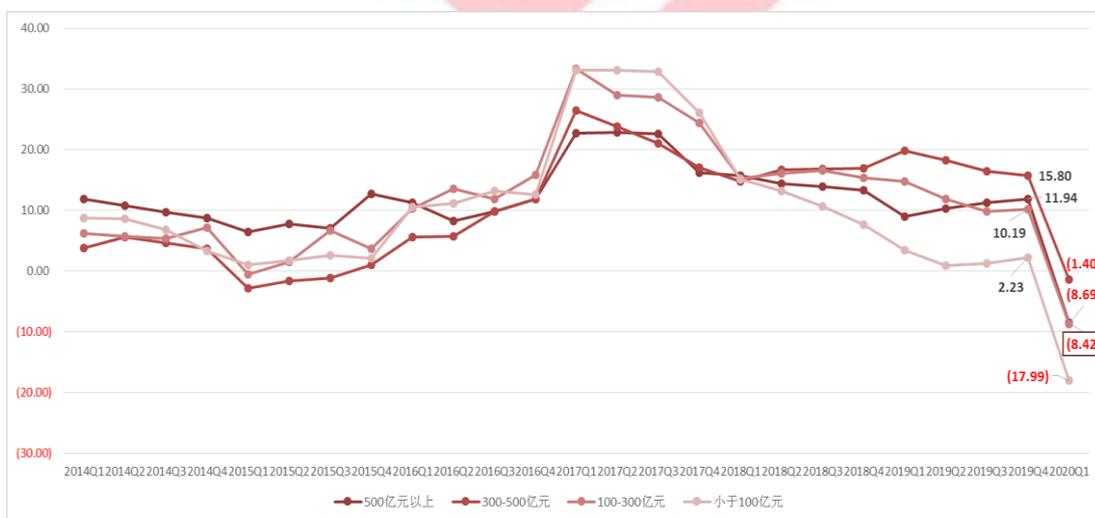
图表 8 主板及中小创归母净利润增速 (%)



资料来源：瑞达期货、Wind

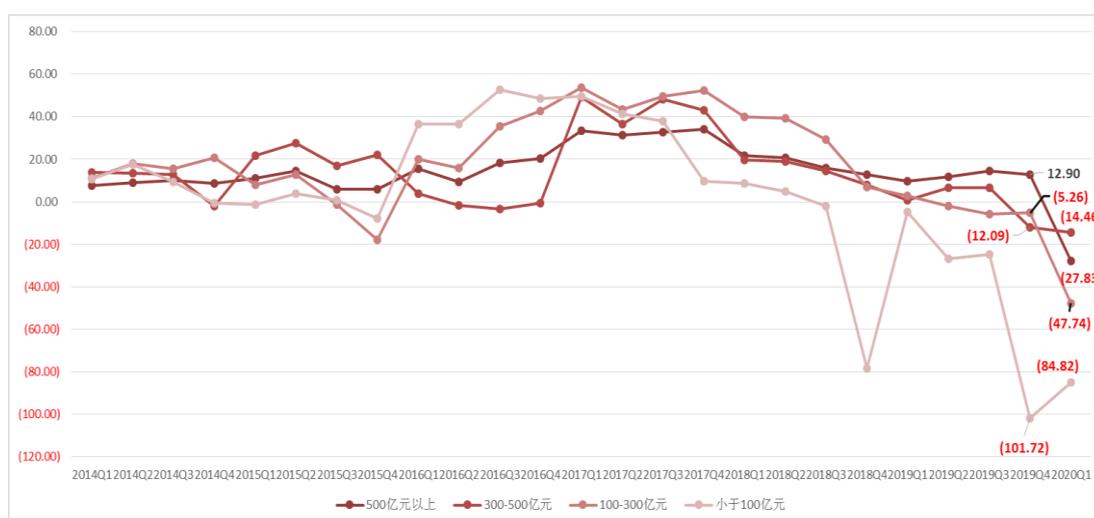
各市值区间上市公司整体营收增速变化基本保持一致，但上市公司占比达到 74.8%的 100 亿元以下上市公司的生存环境令人堪忧，连续六个季度出现负增长，营收增长连续六个季度低于 10%。其余市值区间整体业绩增速 2019 年净利润增速虽有所下滑，但总体保持稳健。在疫情影响较大的一季度，市值上市公司抗风险能力更强。

图9 各市值区间营收增速 (%)



资料来源：瑞达期货、Wind

图10 各市值区间归母净利润增速 (%)

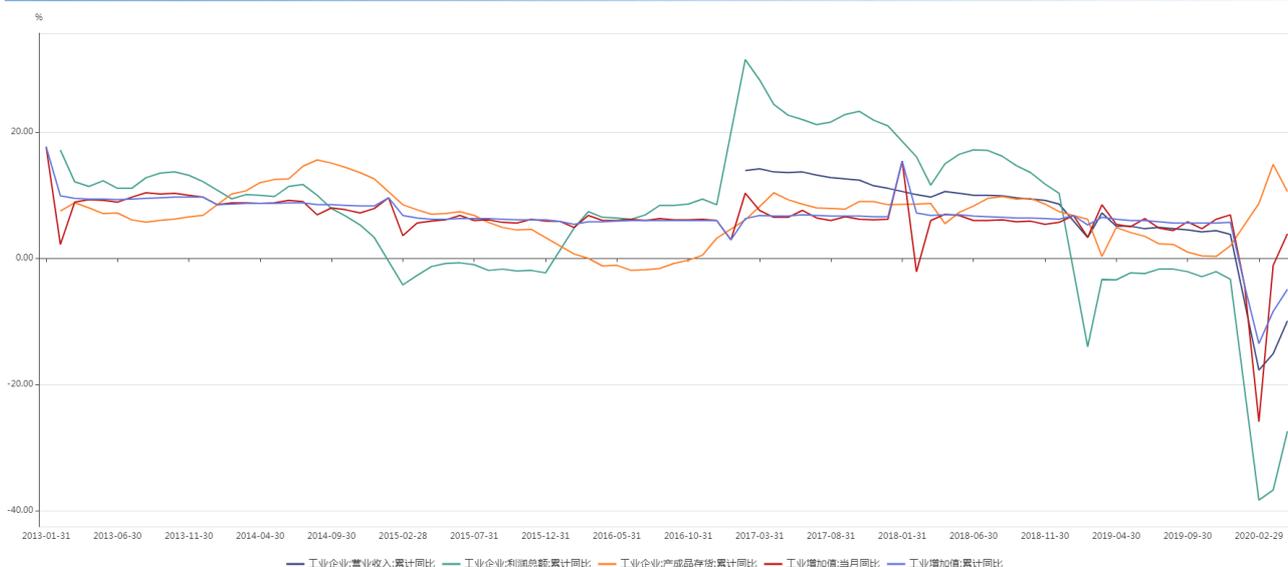


资料来源：瑞达期货、Wind

行业层面，除金融以外的各大类行业 2019 年整体营收增速均较 2018 年有所放缓。其中周期行业 2019 年四个季度增速持续走低，TMT 行业营收增速在下行后进入平台阶段，消费行业则在四季度结束营收增速连续放缓的态势。2020Q1 在疫情影响下，周期、消费、TMT 均大幅减少。归属母公司净利润方面，消费、金融、TMT 在 2019 年均录得正增长，特别是 TMT 行业在摆脱商誉困扰后，增速大幅反弹 20.9%，受到经济下行影响较为显著的仍是周期性行业，2019 年四个季度业绩降幅持续扩大，且是 2020Q1 受疫情影响最大的行业，降幅达到 68.66%。

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。1-4 月工业企业利润累计同比减少 27.4%，较前值收窄 9.3%；营业收入累计同比降幅亦逐渐收窄，1-4 月为-15.1%，降幅收敛 5.2%；企业产成品库存增速则出现回落，由前值 14.9%下降至 10.6%。此外，规模以上工业企业增加值 1-4 月累计同比下降 4.9%，较 1-3 月收窄 3.5 个百分点。通过上述数据可以发现，随着疫情得到控制，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。

图表 11 工业企业运行主要指标



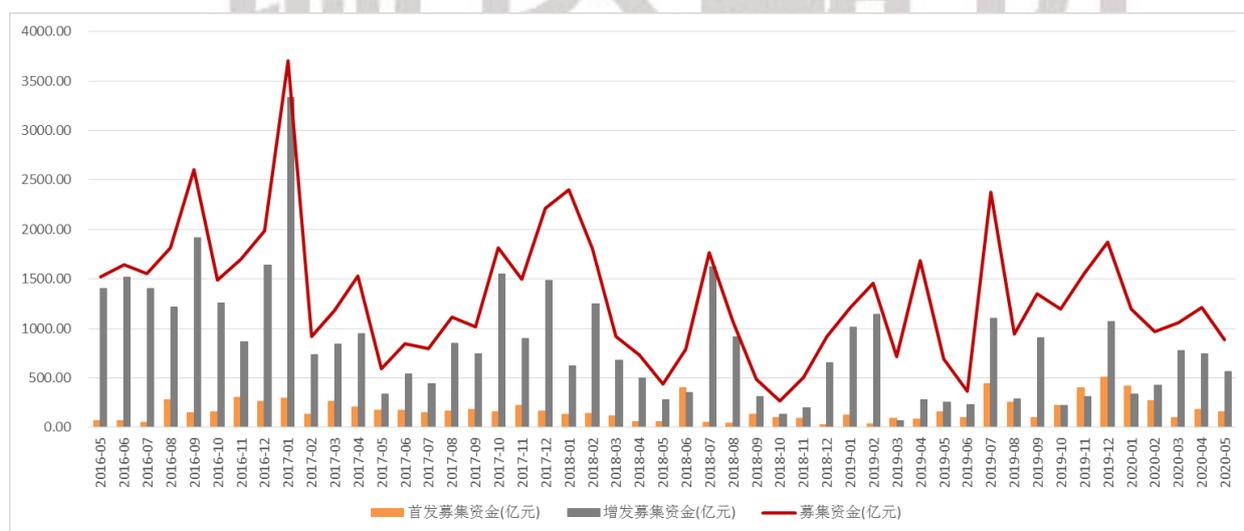
资料来源：瑞达期货、Wind

## 二、股指资金供需对比

### 1、资金消耗

据 wind 资讯统计，截至 5 月 28 日，五月份股权融资规模合计为 884.06 亿元，较四月份 1215.1 亿元有所下降，创半年多来低点。其中 IPO 募集资金为 160.1 亿元，下降 20.75 亿元，随着创业板注册制改革正式拉开大幕，创业板首发申请亦暂停受理。在疫情逐渐得到控制后，上市公司定增需求有所回落，增发募集资金 566.58 亿元，上月为 740.46 亿元。尽管融资规模回落，但在 A 股市场发行、再融资等方面改革提速，支持企业直接融资的背景下，下半年新股及定增市场仍将保持活跃。

图表 12 一级市场对资金消耗情况



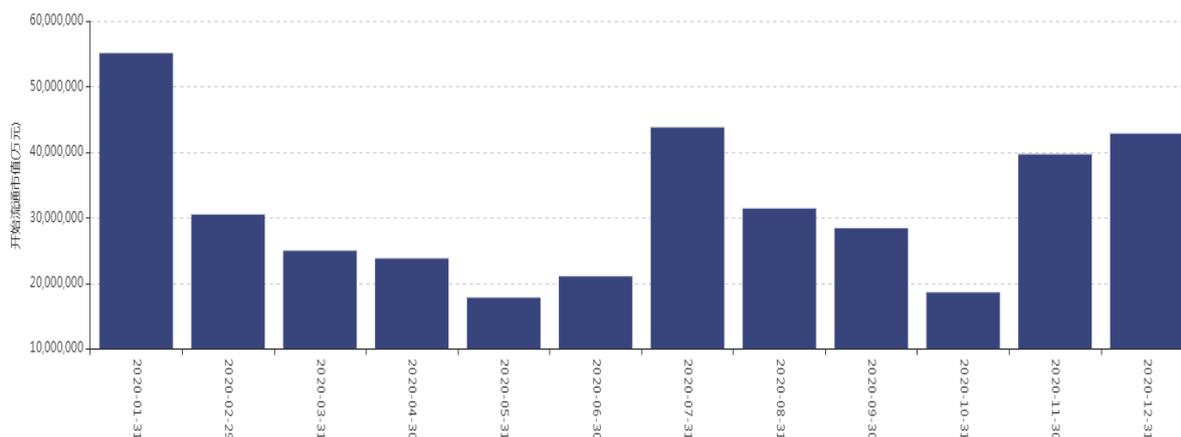
资料来源：瑞达期货、Wind

### 2、大股东二级市场及回购交易情况

五月份限售解禁市值为全年最低水平，六月份则将回升至 2106.6 亿元。五月份股东净减持 507.47 亿

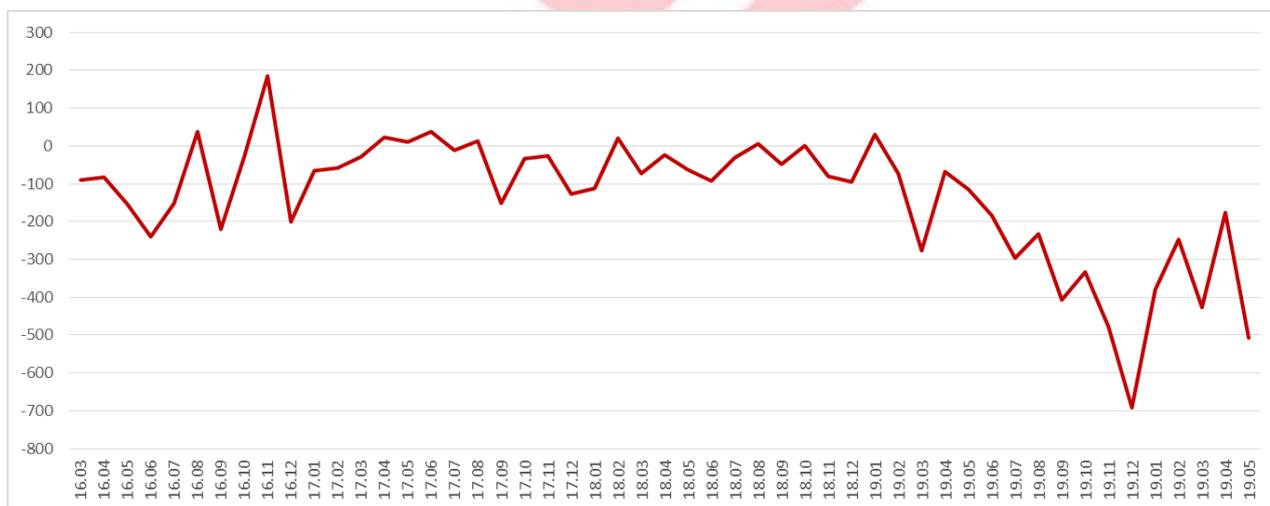
元，相较于四月份176.83亿元明显上升。从重要股东二级市场交易公告来看，减持市值创下年内新高，达到585.07亿元，减持家数为550家，仅有107家公司披露增持公告，四月份减持家数仅为320家，减持规模为229.5亿元。随着市场逐步回升，而经济前景的不确定性，令股东套现意愿有所上升。此外，有135家上市公司实施回购计划，回购金额为120.7亿元，较四月有所下降。

图表 13 限售解禁市值



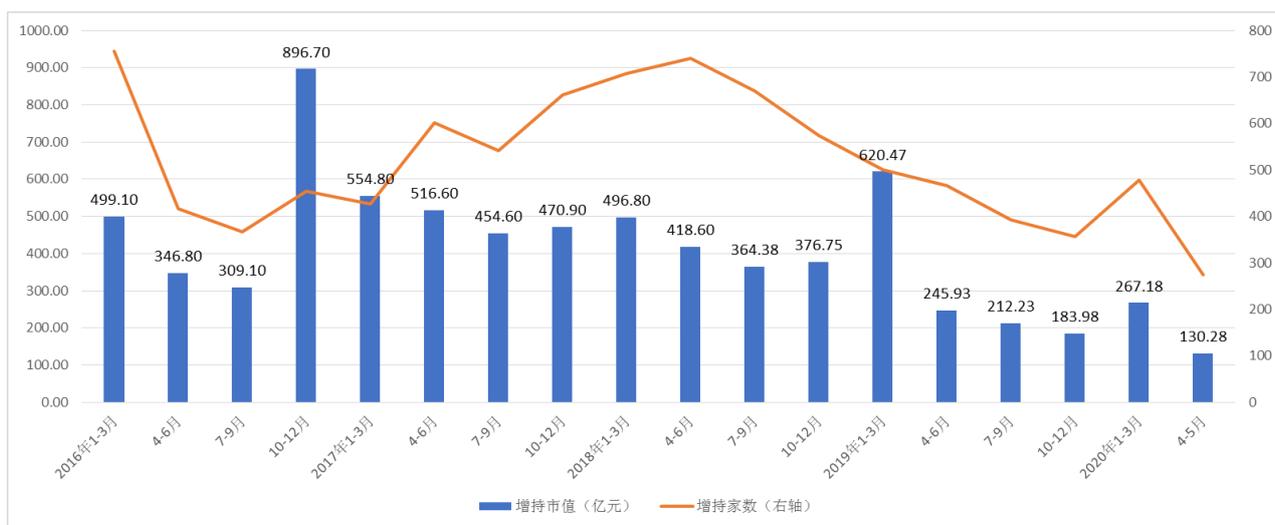
资料来源：瑞达期货、Wind

图表 14 大股东净增（减）持变化



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 15 大股东增持情况



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 16 股票回购情况



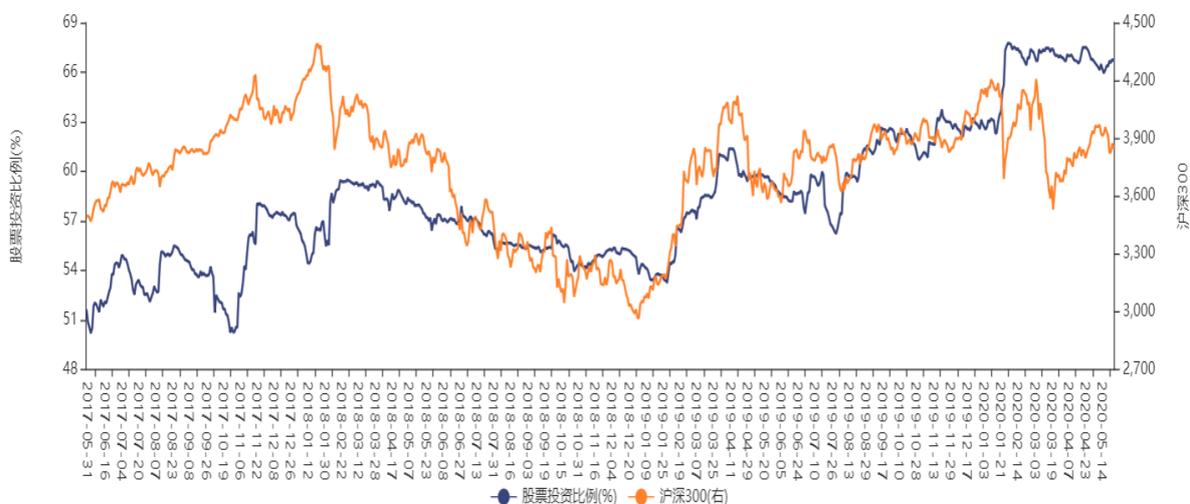
资料来源：瑞达期货、Wind

## 2、资金供给面

### (1) 基金持仓变动

截至5月27日，基金分类股票投资比例为66.71%，与上个月末基本持平，维持在2016年以来的较高水平。在经历了年初的大幅增仓后，持股比例保持平稳，但在指数反弹过程中，比例略有回落，基金在稳定市场的同时亦显露出相对谨慎的一面。

图表 17 基金分类股票投资比例

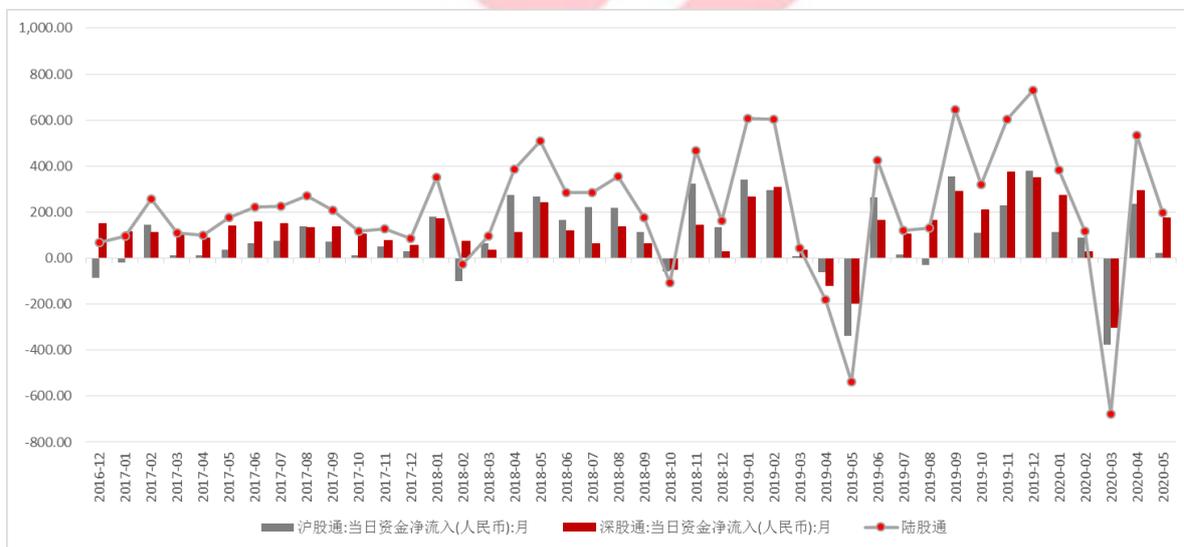


资料来源：瑞达期货、Wind

## (2) 外资避险情绪升温

截至5月28日，五月份陆股通资金延续四月份净流入的态势，合计为198.42亿元，较四月份532.58亿元明显回落。沪深股通出现较为明显的分化，深股通资金净流入174.21亿元，沪股通则为24.2亿元，这也进一步显露出当前外资风格仍主要偏向科技题材。

图表 18 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5月28日，两融余额为10805.37亿元，较四月末增加430.53亿元，尽管外资资金流入有所放缓，但杠杆资金在经历了四月份的低迷后，有所回暖。不过融资买入额占A股成交额比例则刷新年内低点，最低降至7.77%，资金风险偏好和交投意愿尚未回暖。

图表 19 融资融券余额



资料来源：瑞达期货、Wind

图表 20 融资融券成交额占 A 股比重



资料来源：瑞达期货、Wind

### 三、六月份股指走势展望

五月份A股迎来全国“两会”时间，市场呈现出先扬后抑的走势。会议前夕市场整体呈现快速拉升后震荡整理的格局。这主要来自于资金对两会期间有关战略新兴产业政策扶持加大的预期推动，科技类题材股的连番发力，国产替代、芯片、集成电路、新基建等盖面表现抢眼，为A股带来明显支撑，同时推动期指小强大弱格局的演绎。不过两会首日，A股市场便遭遇回调，沪指退守2800点附近，两市超3000只个股下跌，赚钱效应明显下降。市场的回调，究其原因。首先，多项经济指标未设具体目标，市场对经济增长的担忧有所升温；其次，此前政治局及国常会已明确经济发力方向，市场已充分消化；最后，则是地区问题上超预期

的态度，后续潜在的地缘、贸易风险可能出现上升，使得资金更愿意选择落袋为安，离场观望。

纵观六月份，在资金整体情绪较为谨慎以及创业板注册制加速落地的背景下，A股的走势预计仍将较为纠结。技术层面上，上证指数上行仍需面对2900点附近年线，以及3000点附近下行趋势线的压力，在缺乏资金和基本面支撑的情况下，2900-3000点区间或易守难攻。目前支撑A股的重要因素主要来自于国内经济复苏前景保持向好，以及财政、货币、行业政策层层加码的预期，将成为A股六月份保持稳健上行的主要动能；不过市场的隐忧依然存在，这主要来自于海外经济及地缘政治环境的不确定性，而当前美国股市基本上已经收复由于原油价格暴跌的失地，进一步上行潜在的风险则来自于疫情以及经济数据的考验，叠加获利盘可能释放的压力，不排除出现一定幅度的调整。

## 四、策略

### 六月策略：

1) IF2006-07

参考入场点位：3790-3870

方向：多

止损设置：3750

止盈设置：4000

### 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。