

是否抄底时？

摘要

2020 年一季度，股指期货市场继续回暖，三大期指持仓量和成交量都持续上升。IC 与 IF 及 IH 的价差经历了先扩大后缩小的过程，这一过程与 2019 年上半年的行情演绎十分类似。我们认为去年和今年类似的价差走势并不是巧合，而是因为这两段行情都是由流动性驱动所致。

在展望 A 股二季度行情时，我们认为一季度的核心变量流动性仍旧会占据主导地位，其次估值以及市场情绪亦是我们要考虑的因素。

我们认为当前 A 股已经具备良好的配置价值，但盘面情绪仍有待冷却，仍未到抄底的最佳时机。

2020 年二季度 A 股将逐渐进入探底阶段，但由于疫情的不确定性，中外风险溢价短期内难以修复，这将对行情的上行产生抑制。因此，二季度行情大概率呈现震荡寻底状态。二季度行情关注的核心在于风险溢价的演变情况，更需警惕风险溢价意外上升带来的额外风险。

根据上述对 2020 年二季度的行情判断，我们推荐两个策略：风险偏高的多 IH 空 IC 策略以及风险较低的卖出现金担保看跌期权策略。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

曹扬慧

投资咨询证号：Z0000505

cyh@nawaa.com

0571-87839256

王梦颖

从业资格证号：F3046356

wangmengying@nawaa.com

0571-81727107

目录

一、 是否抄底时?	3
二、 2020 年一季度走势回顾	3
1. 持续回暖的期指市场	3
2. 先阔后窄的跨品种价差走势	5
三、 2020 年二季度行情展望	8
1. 流动性	9
2. 估值	15
3. 市场情绪	17
四、 策略推荐	20
附件 1. 2019 年初政策组合拳	22
附件 2. 3 月 15 至今美联储政策概览	24
免责声明	26

一、是否抄底时？

我们认为当前 A 股已经具备良好的配置价值，但盘面情绪仍有待冷却，仍未到抄底的最佳时机。

2020 年二季度 A 股将逐渐进入探底阶段。由于疫情的不确定性，中外风险溢价短期内难以修复，这将对行情的上行产生抑制。因此，二季度行情大概率呈现震荡寻底状态。二季度行情关注的核心在于风险溢价的演变情况，更需警惕风险溢价意外上升带来的额外风险。

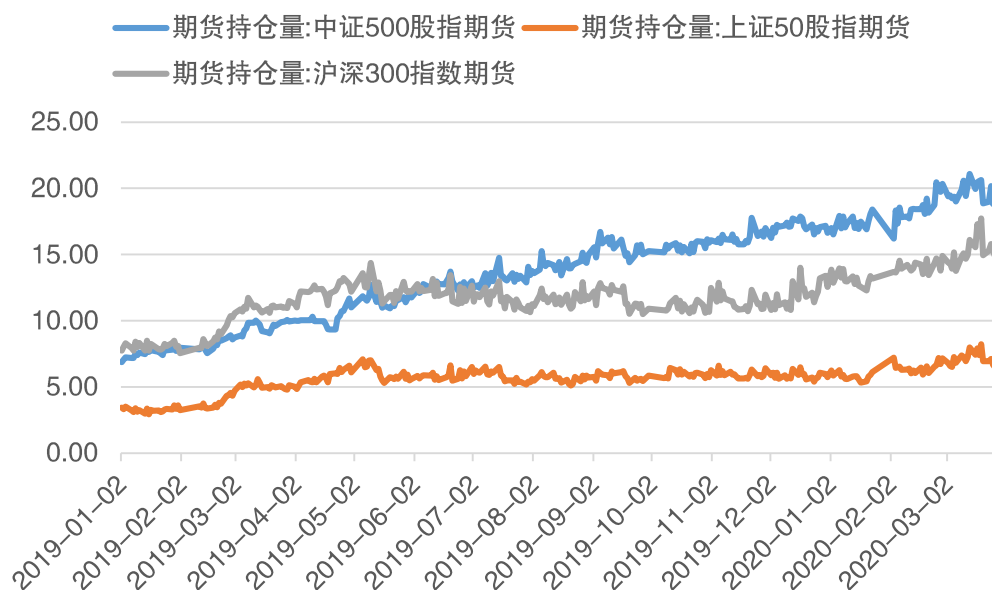
二、2020 年一季度走势回顾

1. 持续回暖的期指市场

2020 年一季度，股指期货市场继续回暖，三大期指持仓量和成交量都持续上升。

沪深 300 指数期货 IF 全持仓量维持在 15 万手左右，较 2019 年底的 13 万手左右上升了 2 万手；中证 500 指数期货 IC 全持仓量在 19 年年中反超沪深 300 后，持续攀升，目前接近 20 万手，较 2019 年底的 16 万手上升了近 4 万手；上证 50 指数期货 IH 全持仓量稳定在 6 万手左右，较 2019 年底的持仓量略有上升。

图 2.1 三大期指持仓量（单位：万手）

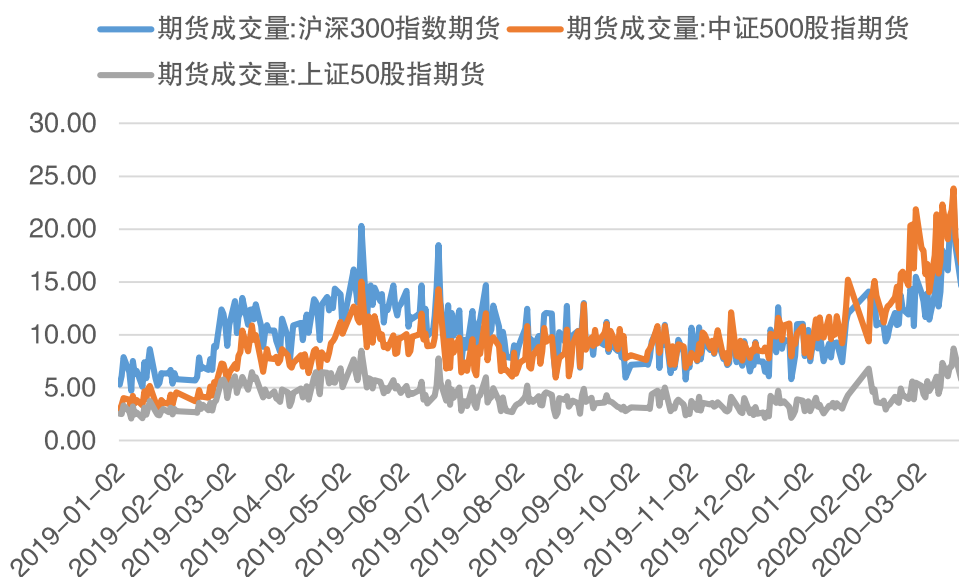


数据来源：Wind 南华研究

三大期指的成交量变化趋势和持仓量类似，在今年一季度保持上升趋势。目前，三大期指中成交量最大的是 IC，近期峰值成交量达到 23.85 万手，其次是 IF，近期峰值成交量 22.93 万手，最后是 IH，成交量不温不火维持在 6-7 万手左右。这个趋势我们也可以从下图清晰的看到，IC 和 IF 在一季度的成交量放量是较为明显的，而 IH 基本和过往水平变化不大。

期指成交量的变化和现货成交量存在一定的相关性，我们对一季度期现货成交量做了相关性分析，发现 IC 的成交量和中证 500 指数成交量的相关性最高，达到 62%，而 IF 和沪深 300 指数成交量相关性最低仅 43%。

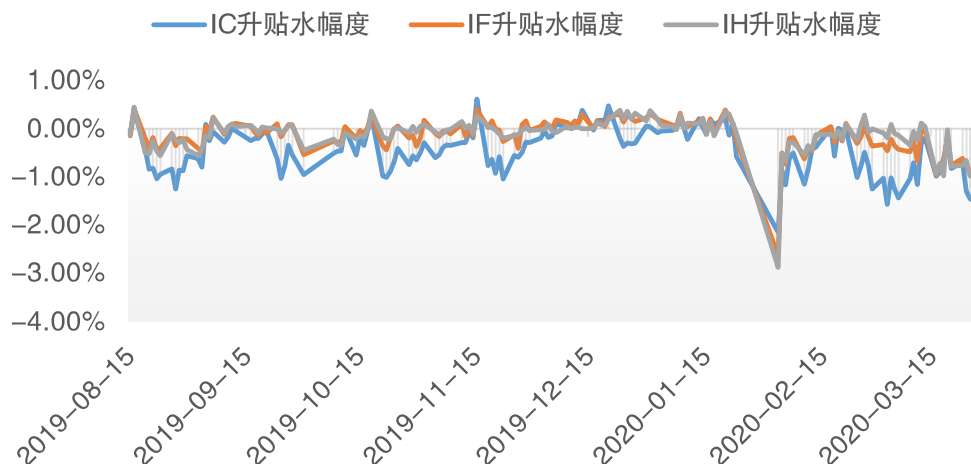
图 2.2 三大期指成交量（单位：万手）



数据来源：Wind 南华研究

股指期货的升贴水状况在 2019 年得到了大幅改善，尤其是 IC 在今年年初时甚至出现了轻微升水的状况。但是春节后开市第一天受现货盘面大幅下跌的影响，期指抛空大幅上升，导致短期内期货出现深度贴水状况，随着行情逐渐回暖，期指升贴水也出现了修复。截止 3 月底，三大期指都有一定程度的贴水，成交量也出现了明显的下滑，我们认为这一方面是现货盘面逐渐冷静下来的影响，另一方面也代表市场对于后市持有谨慎态度。

图 2.3 三大期指升贴水幅度

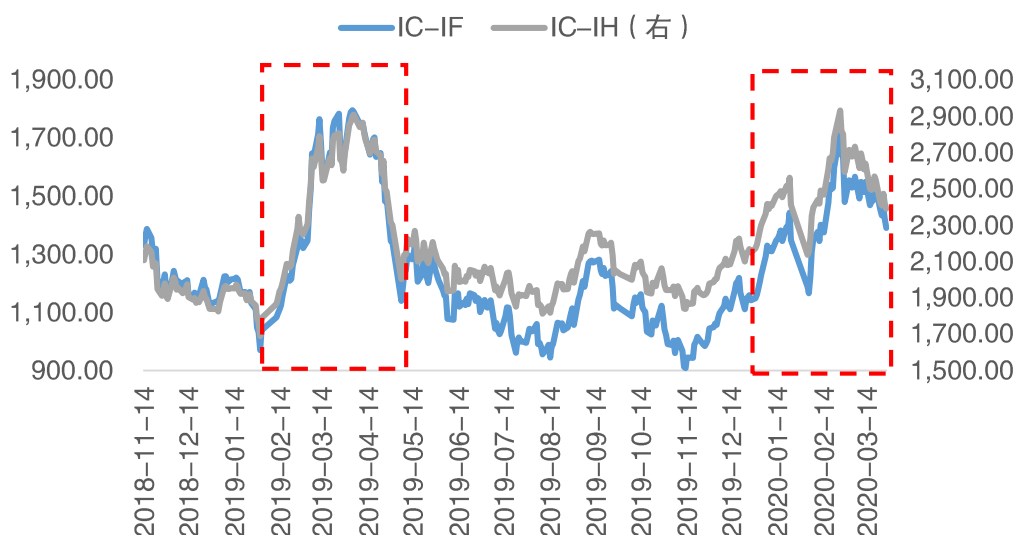


数据来源：Wind 南华研究

2. 先阔后窄的跨品种价差走势

2020 年一季度，IC 与 IF 及 IH 的价差经历了先扩大后缩小的过程，这一过程与 2019 年上半年的行情演绎十分类似。我们认为去年和今年类似的价差走势并不是巧合，而是因为这两段行情都是由流动性驱动所致。

图 2.4 三大期指价差趋势



数据来源：Wind 南华研究

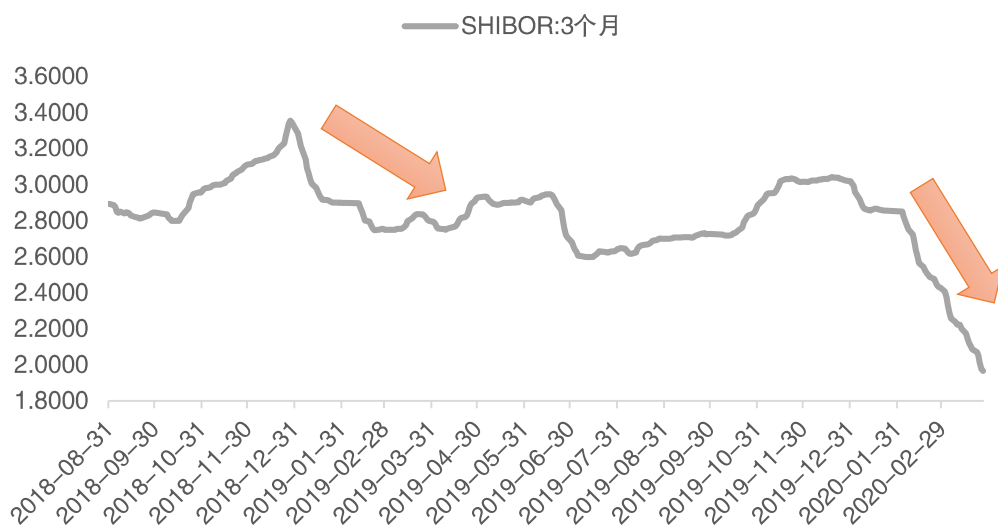
我们先回头看 2019 年初的行情：当时市场对宽松的预期从 18 年底开始抬头，到 19 年 1 月央行连续两次全面降准后，宽松预期正式落地。19 年春节前，中国出台了货币+财政+资本市场监管放松的三方组合拳（详见附件 1），为行情上涨营造了良好的宏观氛围。

表 2.1 2018-2020 年至今降准情况

起效时间	性质	降准幅度	释放长期资金
2018/4/25	定向	1.0%	4000 亿
2018/7/5	定向	0.5%	7000 亿
2018/10/15	定向	1.0%	7500 亿
2019/1/15 和 2019/1/25	全面	各 0.5%	8000 亿
2019/9/6	全面	0.5%	9000 亿
2020/1/6	全面	0.5%	8000 亿
2020/3/16	定向	0.5-1.0%	5500 亿

数据来源：中国人民银行 南华研究

图 2.5 Shibor 走势（3 月期，单位：%）



数据来源：Wind 南华研究

随着政策不断出台，国内经济数据出现了明显的改善，例如 3 月官方制造业 PMI 重回枯荣线上方，3 月社融继 1 月后继续大超预期等。4 月 15 号时央行在货币政策一季度例会上重提“把好货币供给总闸门，不搞‘大水漫灌’”。至此，货币政策边际收紧确认，而由流动性主导的行情也随之结束。我们以 3 月期 Shibor 为例，从图 2.5 中也可以看到 Shibor 在 18 年底至 19 年初有过一次明显的下滑，随后走平，意味着流动性的边际改善不再。

我们再看 A 股今年的行情：在 2020 年一季度 A 股走势基本由疫情主导。年初时上证指数逐渐从 19 年的盘整行情中走出来，但是随着国内疫情状况的不断升级，上涨趋势被打断，拐头向下。春节后的行情更是出人意料，上证综指在 2 月 3 日大幅低开后，连续阳线上涨，仅 11 个交易日就收复了失地。仅从行情上来说，这意味着疫情对经济带来的负面影响已经被市场消化，但这从逻辑上来说不太合理。

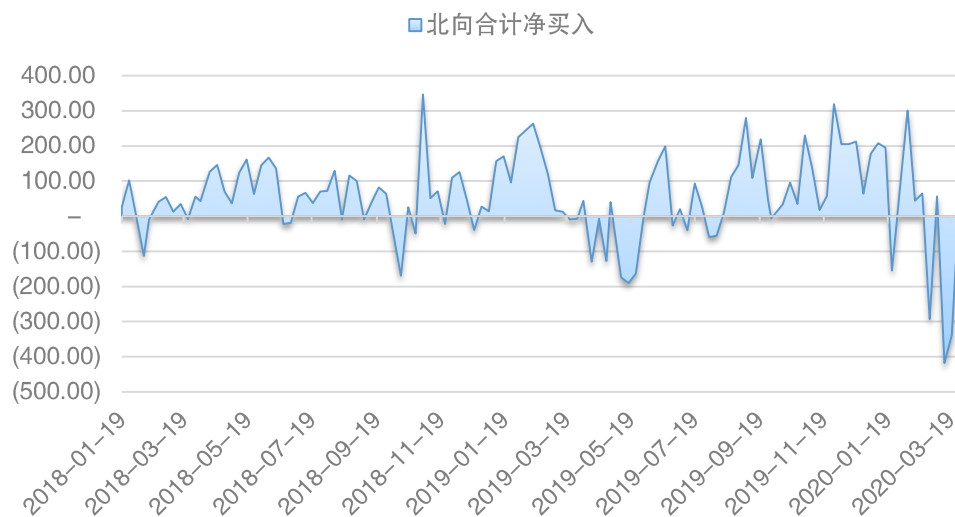
根据股票定价模型，股票价格由未来盈利/未来现金流(呈正比)和贴现率(呈反比)决定。疫情对股票未来的盈利会产生明显的负面影响，因此此番股价的上涨定然是由贴现率的变化所导致。股价计算所用的贴现率由无风险利率和风险溢价构成，货币政策的宽松不仅可以带来无风险利率的下降，也能改善风险溢价。

在 2020 年元旦时，央行进行了一次降准，幅度 0.5%，释放长期资金 8000 多亿。加上疫情在春节期间的发酵，让市场对货币宽松有了一定的预期。春节开市后，央行于 2 月 3 日和 4 日超预期投放流动性 1.7 万亿，在 2 月 17 日的 MLF 操作中将中标利率下调了 10bp 至 3.15%，同时 2 月 20 日的 LPR 报价利率也下调了 10bp。这些举动都印证了流动性宽松的预期，而行情也随之上涨。如图 2.5 所示，3 月期 Shibor 在春节后出现明显的下移，显示出市场中流动性的宽裕。

事情的转折点发生在 2 月下旬，此时疫情的焦点逐渐从国内转向国外，而欧美股市在疫情的影响下开始大跌。虽然海外股市一片愁云惨雾，但是在国内 2 月 PMI 数据极差和 3 月 4 日美联储临时宣布降息 50 个基点至 1.00%-1.25%的情况下，市场对流动性继续宽松的预期一路高涨。A 股就在海外股市暴跌和国内流动性预期升级的情况下出现了暴涨暴跌的局面，甚至在石油价格战事件爆发后亦能维持在原有的点位附近。由此可见国内的行情演绎仍旧以国内流动性状况为主导。

3 月 11 日，总书记赴湖北省武汉市考察疫情防控工作，并指出湖北和武汉疫情防控形势发生积极向好变化，取得阶段性重要成果。这一肯定加上国内复工的不断推进，打击了流动性继续升级的预期。3 月 13 日盘后，央行宣布将于 3 月 16 日实施普惠金融定向降准，将释放长期资金 5500 亿元，但此次降准力度远不及元旦那次。加上 3 月 16 日时中国央行 MLF 操作维持利率不变，并未跟随美联储降息（美联储前一日将利率降至零）。至此，市场一直预期的“双降”全部落空，加上海外市场大跌后美元流动性紧缺，外资开始出逃，A 股的“避风港”属性不再，和海外市场一样进入持续下跌状态。截止 3 月底，中证 500 指数点位仍高于 2 月 3 日低点，而上证 50 和沪深 300 指数都已经跌破 2 月 3 日的低点。

图 2.6 北上资金合计净流入（周度，单位：亿元）



数据来源：Wind 南华研究

我们简要回顾了 2019 年和 2020 年初两段行情背后流动性的演绎状况，可以看出这两段行情走势的确都由流动性边际变化所主导。那么在流动性充裕的状况下为什么以 IC 为代表的小盘股会表现更强势呢？我们同样用股票定价公式来解释。上文中我们提到股票的贴现率由无风险利率和风险溢价组成，而一般情况下由于小盘股的风险较大盘股更高，因此市场会给予小盘股更高的风险溢价。在流动性总量宽松的情况下，风险溢价也会出现整体下降，那么基数更高的小盘股风险溢价边际变化会比大盘股来得明显，因此表现出来的结果就是在流动性宽松的情况下，小盘股总是能跑赢大盘股。这也是 2019 年和今年 IC 与 IF 及 IH 价差先阔后窄的原因所在。

三、 2020 年二季度行情展望

在展望 A 股二季度行情时，我们认为一季度的核心变量流动性仍会占据主导地位，其次估值以及市场情绪亦是我们要考虑的因素。

我们认为当前 A 股已经具备良好的配置价值，但是盘面情绪仍有待冷却。进入 2020 年二季度，A 股将逐渐进入探底阶段，但由于疫情的不确定性，中外风险溢价短期内难以修复，这将对行情的上行产生抑制。同时，我们仍需警惕风险溢价意外上升带来的额外风险。

1. 流动性

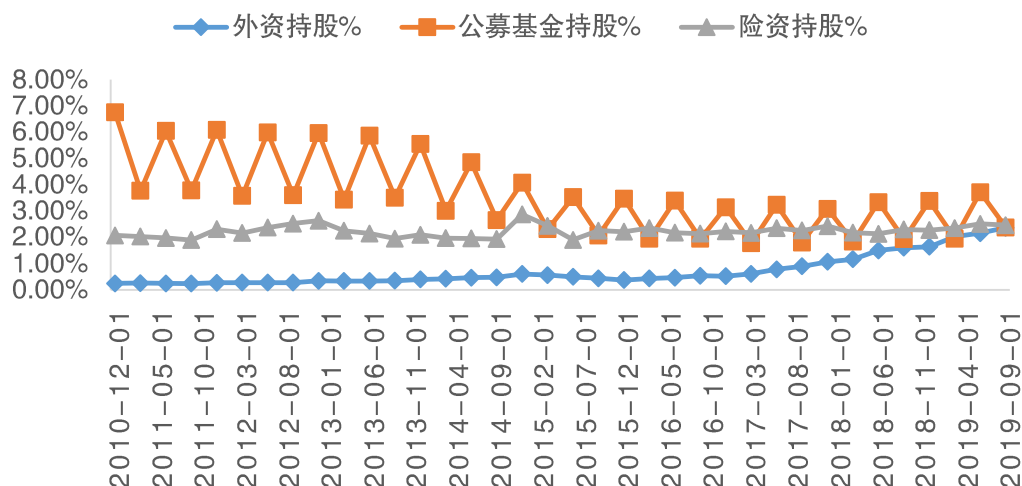
我们将分别从贴现率的两个组成部分无风险利率和风险溢价分析流动性状况。

首先，对于无风险利率的跟踪，我们关注：1.央行的政策表态，2.当前的经济状况。目前来看疫情给经济带来的冲击在短期内难以修复，而在全球疫情暂时未看到明显拐点的情况下，我们相信低利率的大环境将会继续维持。3月27日，央行一季度例会上提到：稳健的货币政策要更加注重灵活适度，保持流动性合理充裕，保持物价水平总体稳定。要下大力气疏通货币政策传导，继续释放改革促进降低贷款实际利率的潜力。同时，在3月30号，央行下调了7天逆回购利率20bp。两者都印证了流动性宽松的格局会持续。

风险溢价是二季度流动性状况考量的重点，且需要将国内和海外市场都纳入考虑范围。

为什么要将国外市场流动性纳入考虑，是因为到目前为止外资已经成为A股市场不输于公募、险资的一大力量。A股市场目前的机构持股占比维持在50%左右，类产业资本持股相对稳定，而外资持股比例从2016年开始加速攀升，截止2019年末达到了2.40%，基本和公募及险资持平。外资流入的渠道由陆股通和QFII/RQFII组成，其中陆股通占到了90%以上，而陆股通的资金流动十分便利，尤其在当前全球市场动荡的情况下，考察国外市场流动性对A股的分析十分重要。

图 3.1 A 股部分机构持股情况

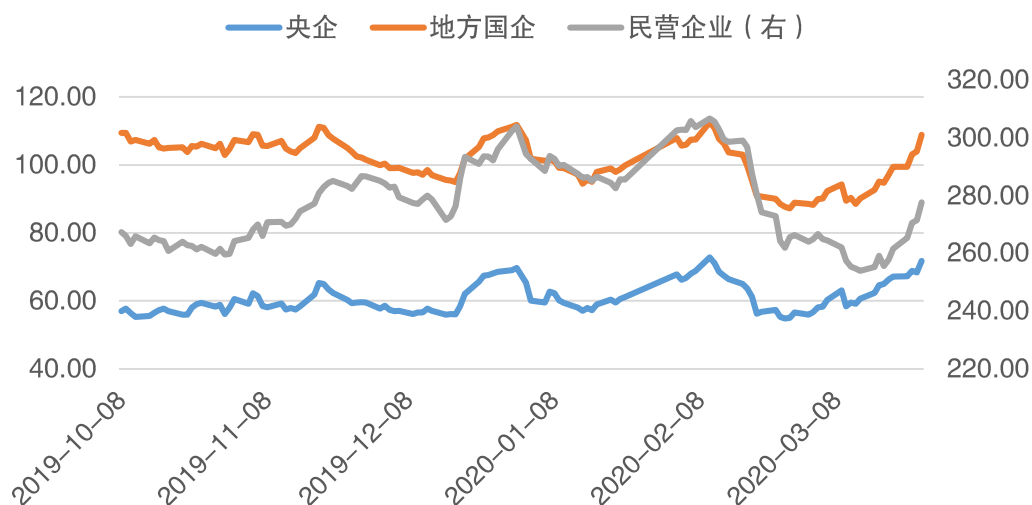


数据来源：Wind 南华研究

先看国内，随着流动性整体在不断宽松，我们观察到民营企业和央企之间的信用利差亦有缩窄。这似乎意味着风险溢价出现了缩窄，但是细究之后我们发现结果并非如此。下图展示的是按企业类型分的产业债信用利差趋势，可以看到从2月下旬开始无论是央

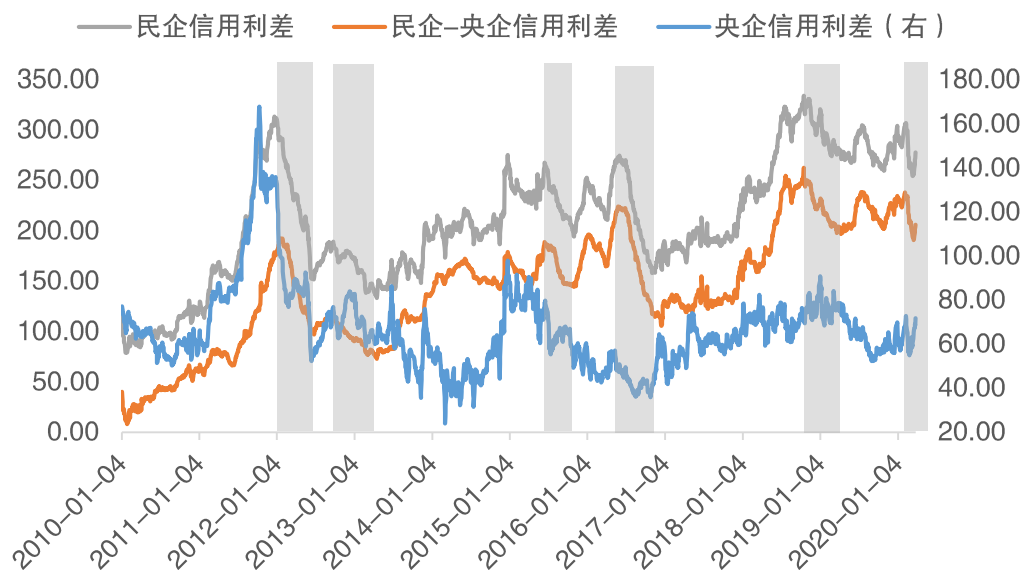
企、地方国企还是民企，信用利差都出现明显的抬升。其中，央企的抬升幅度达到了26.7%，较地方国企（22.5%）和民企（4.2%）更为显著，这也是民企和央企信用利差出现缩窄的原因所在。但是我们从历史上看，由两者利差不同程度抬升导致的信用利差缩窄是比较罕见（见图 3.3 灰色区域）。

图 3.2 企业信用利差趋势（按企业类型分，单位：bp）



数据来源：Wind 南华研究

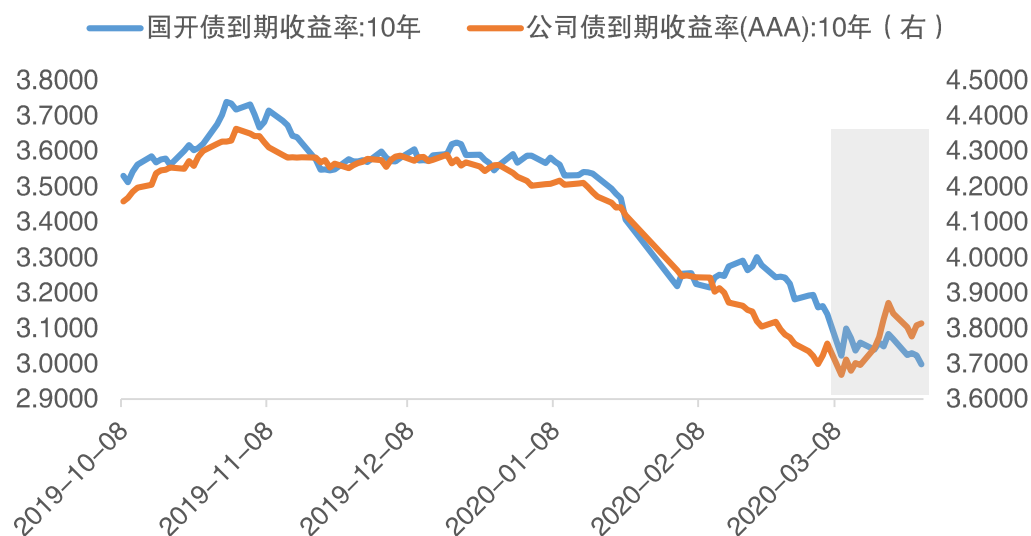
图 3.3 民营企业与央企信用利差趋势（单位：bp）



数据来源：Wind 南华研究

如果结合国开债和公司债的利差来看，我们可以看到近期国开债到期收益率一路下行，而公司债却拐头向上。因此，我们倾向于认为最近的产业债的利差态势是因为利率债的收益率下降速度快过信用债所导致，而当前民营企业利差上升更缓慢的原因可能和政策对民营企业更倾斜有关系。总之，这一现象反映出市场在追逐风险更低的资产，隐含的问题是春节后由宽货币带来的宽信用效果在逐渐消退，风险溢价在逐步抬升。

图 3.4 公司债和国开债到期收益率（单位：%）



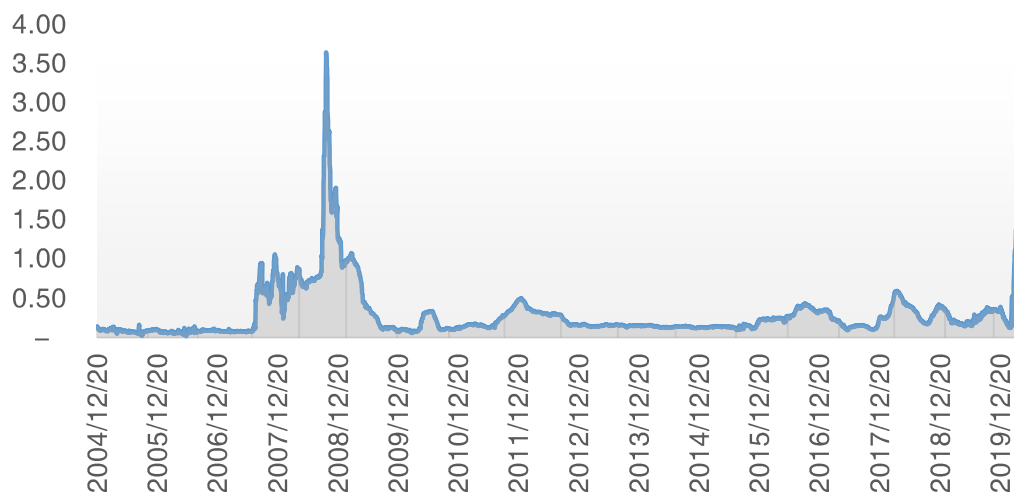
数据来源：Wind 南华研究

再者，我们对于海外市场流动性的关注点在美元的流动性状况上。在海外股市连续暴跌后，由此带来的流动性冲击让全球范围内对美元的需求大增，这一点可以从美元指数走势中看出来。美元指数在 3 月 9 日至 3 月 19 日的十天时间内，就从 94 飙升至 102，上涨幅度接近 6.9%。美联储从 3 月 15 日开始推出了一系列政策措施（详见附件 2）以改善美元流动性状况。美联储自行动以来，政策力度升级迅速，截止 3 月 23 日，美联储已经推出了“无限 QE”，兜底了大部分的投资级信贷资产。

3 月 26 日，G20 特别峰会的联合声明中承诺将竭尽所能，用现有一切政策工具，以最大程度降低此次大流行病对全球经济和社会造成的损害。同时与会人员强调目前正在向全球经济注入超过 5 万亿美元资金，作为有针对性的财政政策、经济措施和担保计划的一部分，以抵消大流行病对社会、经济和金融的影响。此消息的出台有助于市场担忧情绪的缓解。截止 3 月底，美元流动性紧缺的状况有所改善，美元重回 98。

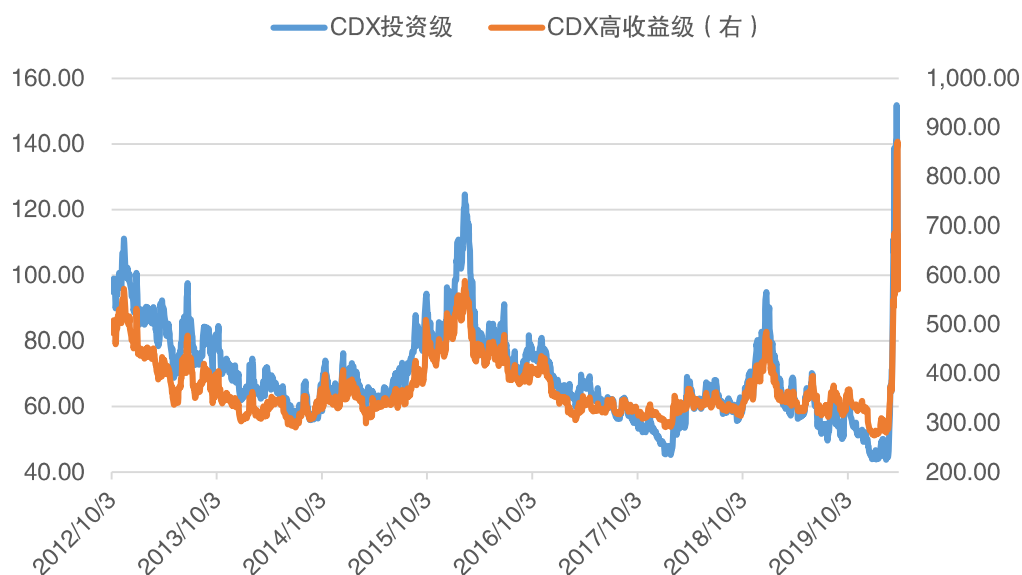
但是我们观察到美元 3 月 Libor 与 OIS 利差保持上升态势，同时北美信用违约互换指数 CDX 的投资级和非投资级指数也在不断攀升。显然，截至目前为止美联储以及各国央行的刺激政策并没有改善市场的风险溢价状况。

图 3.5 美元 Libor-OIS 利差（3 月期，单位：%）



数据来源：Bloomberg 南华研究

图 3.6 北美 CDX 指数（单位：bp）



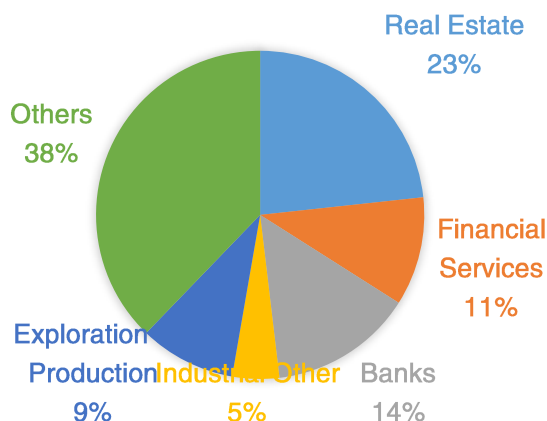
数据来源：Bloomberg 南华研究

如果海外风险溢价居高不下，可能会对国内市场的流动性产生负面影响。除了 A 股北向资金恐受海外风险溢价的影响大幅流出外，我们还需重视中资美元债的问题。

当前未偿付的中资美元债规模达到了 9056.93 亿美元，是我国外汇储备的 29.14%。在 2008 年时，我国外汇储备为 1.9 万亿，而中资美元债未偿付规模仅 66.28 亿美元，

是外汇储备的 0.35%。显然，当前中资美元债的规模已经不容小觑，所带来的风险也较金融危机时大幅上升。从行业分布看中资美元债中金融地产占据主导地位，金融占比最高，合计有 25%（金融服务业 11%，银行业 14%），其次是房地产业，占比达到 23%。这两个行业占我国 GDP 的比重接近 15%，因此如果在债券偿付上产生问题可能会带来系统性风险。

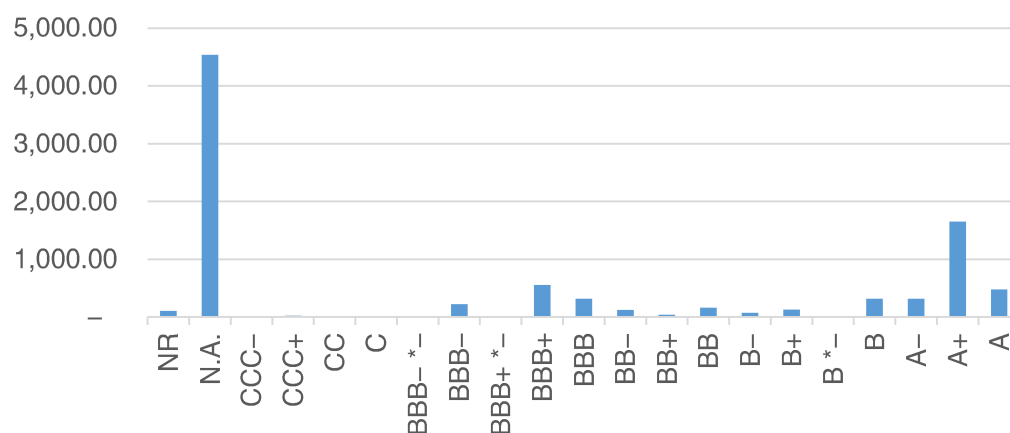
图 3.7 中资美元债行业分布结构图



数据来源：Bloomberg 南华研究

数据显示，2020 年-2023 年是中资美元债的到期高峰期，其中 2020 年到期 1041.54 亿美元，而二季度和四季度是到期高峰期，到期金额分别为 385.54 和 392.14 亿美元。同时，在所有未偿付中资美元债中，评级在 A-及以上的只占 27%，而无评级的债券金额是最高的，占到 50%。

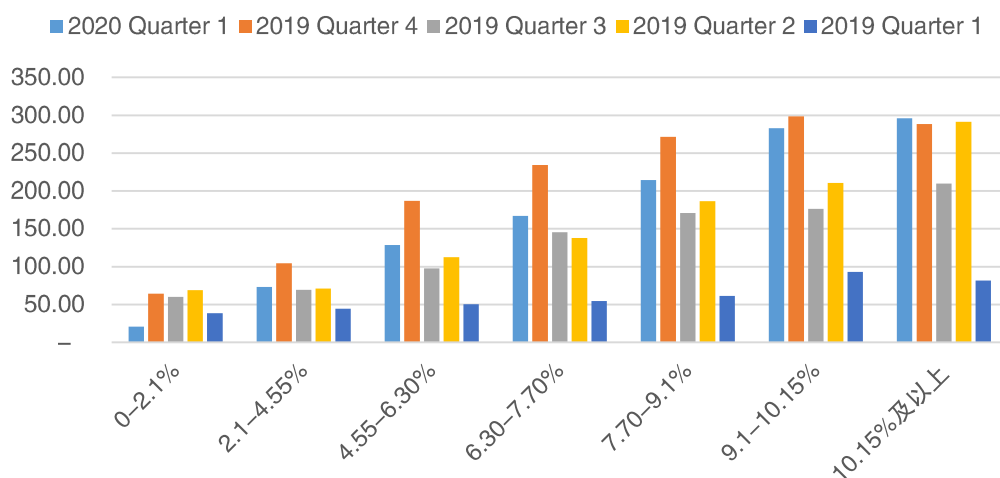
图 3.8 中资美元债额度分布（按评级分，单位：亿美元）



数据来源：Bloomberg 南华研究

从下图可以看到截止 2020 年一季度，中资美元债发行的规模越来越大（需要借新还旧），而且发行利率集中在 7.0-9.1%及以上区间。因此，如果后续海外市场风险溢价难以出现恢复的话，中资美元债的风险会迅速上升，从而对国内流动性产生负面影响。

图 3.9 2019 年至 2020 年 Q1 中资美元债发行利率情况（单位：亿美元）



数据来源：Bloomberg 南华研究

截至目前为止，美联储推出的各项政策都偏金融导向，这和中国偏经济导向的政策形成鲜明的对比。虽然此次危机诸多指标的表现和 08 年金融危机时十分相似，但是这两次危机在传导路径上存在根本的区别。此次是疫情导致经济停滞反向冲击金融系统，而 08 年是金融体系内部不稳定冲击实体经济。所以，美联储采取和 08 年类似的政策，向金融市场注入流动性只能缓解美元流动性短缺一时的问题，但是引发此轮美元短缺的根本原因是实体经济停滞导致的风险溢价上升。如果实体经济难以复苏，那么金融体系内有再充裕的流动性仍无法解决实体缺钱的情况，一味的注入流动性反而可能会带来更为糟糕的结果，可以类比中国金融市场 14-15 年的经历。

通过上述分析，我们可以发现当前流动性问题的焦点并不在于货币政策够不够宽松，而在于宽松能否向实体经济渗透，或者说能否平抑风险溢价，即所谓的“宽信用”。

表 3.1 股票与疫情数据相关性分析 1

国内疫情上升期			
标的资产	新增确诊	新增疑似	新增确诊+新增疑似
沪深 300 指数	-0.29	-0.90	-0.59
创业板指数	0.33	-0.19	0.18
万得全 A	-0.23	-0.87	-0.54

数据来源：Wind 南华研究

表 3.2 股票与疫情数据相关性分析 2

海外疫情上升期			
	沪深 300 指数	创业板指数	万得全 A
全球新增确诊病例数	-0.92	-0.88	-0.87

数据来源: Wind 南华研究

表 3.3 股票与疫情数据相关性分析 3

美国股指和疫情数据的相关性分析				
	美国新增确诊	美国累计确诊	全球(不含中国)新增确诊	全球(不含中国)累计确诊
道琼斯工业指数	-0.70	-0.76	-0.89	-0.90
标普 500 指数	-0.69	-0.75	-0.88	-0.89
纳斯达克综合指数	-0.67	-0.74	-0.87	-0.88

数据来源: Wind 南华研究

而“宽信用”首要解决的问题就是疫情的控制。我们将中美股市主要指数的走势与疫情数据进行了相关性分析,结果发现 A 股主要指数在国内疫情上升期时与确诊疑似病例数量高度相关,而等疫情焦点转向海外后,则与全球疫情数据高度相关。美国主要股指也呈现出同样的相关性结果。虽然简单的相关性分析不能证明疫情和股市之间的因果关系,但是也从侧面证明了市场真正的担忧是在于疫情的控制和经济的恢复。

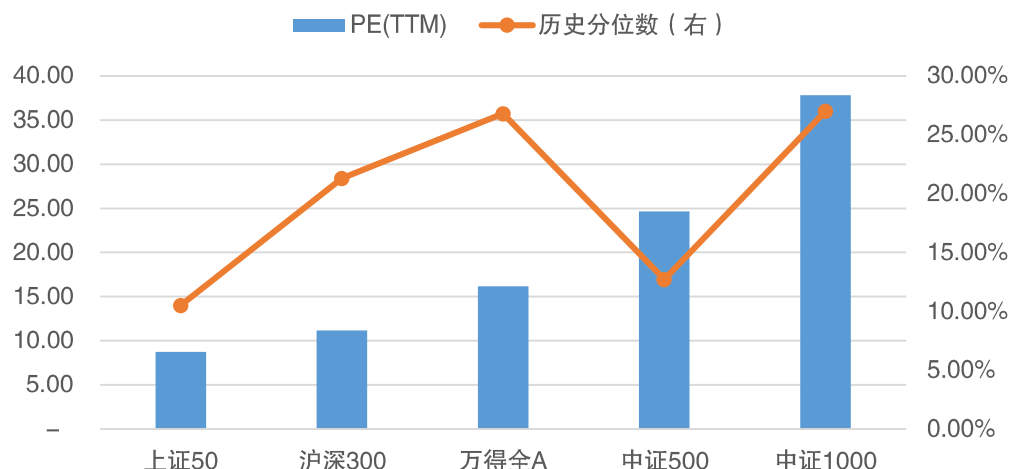
当前全球市场无风险利率水平已经十分低,而风险溢价水平仍在高位。进入二季度后,我们需要将流动性的观测重点从数量/价格转向信用链条的传导状况上,密切跟踪风险溢价水平的波动。

2. 估值

当前 A 股的估值位于历史相对底部区域,但是 A 股内部板块的分化较大,我们不能一概而论。从下图可以看到:当前全 A 股的估值为 16.18 倍,以上证 50 为代表的蓝筹股估值更低,仅 8.73 倍;而中小盘股的估值则有 24.65-37.81 倍。

由于小盘股的估值历来都是高于大盘股的,因此我们也从历史分位数来考察每个板块的估值高低。从历史分位数图可以看到,上证 50 指数处于历史分位数 10.50%的位置,是所有指数中最低的,而沪深 300 指数则位于 21.30%的位置,比中证 500 指数更高一些。在所有指数中,中证 1000 指数当前的分位数值最高,有 27%,并不属于历史相对低位。此外,万得全 A 的分位数值为 26.80%,较所谓的“便宜”区间恐也存在些许距离。

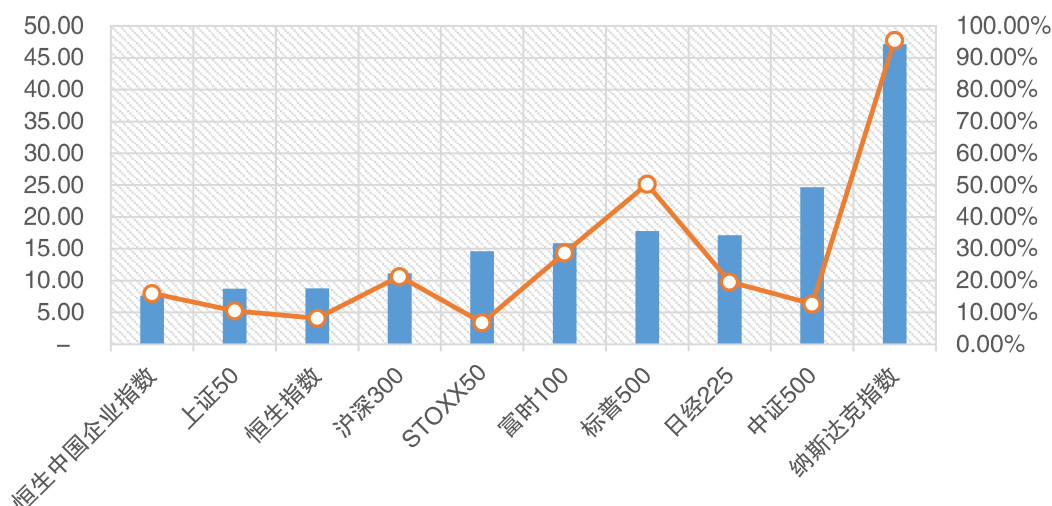
图 3.10 A 股主要股指 PE (TTM) 及其历史分位数



数据来源：Wind 南华研究

同时，我们也将 A 股的估值与其他市场的重要指数进行对比。我们仍旧从估值绝对值和分位数两个方面来看。从估值绝对值看，当前恒生中国企业指数的估值是最低的，仅 7.63 倍，比上证 50 指数还要再便宜 10% 左右。从估值历史分位数看欧洲 STOXX50 指数最低，上证 50 和恒生指数次之。

图 3.11 全球主要股指 PE (TTM) 及其历史分位数



数据来源：Wind 南华研究

此外，我们也将各指数的盈利收益率与十年期国债收益率进行对比，以此看看各指数相较于债券的投资性价比。我们可以看到在国债收益率仍为正的国家中，当前股债性价比最高的是富时 100 指数，标普 500 指数次之，恒生中国企业指数优于上证 50 指数。日本及欧洲，由于国债收益率为负，或接近零利率，股债性价比上升到了不可思议的地步，这是非正常化货币政策下该指标失效的表现之一。

表 3.4 全球主要股指盈利收益率/十年期国债收益率

	盈利收益率/国债比
上证 50	4.39
沪深 300	3.43
恒生指数	4.36
恒生中国企业指数	5.02
日经 225	306.78
标普 500	6.77
富时 100	13.67
STOXX50	-28.66

数据来源：Wind 南华研究

总的来说，从 A 股的历史走势看，当前估值的确处于相对低位，尤其是以上证 50 位代表的大盘股估值优势突显；而以中证 1000 位代表的小盘股，估值不算便宜（中证 500 指数和小盘股的联动性更强）。从和其他市场的股票指数对比看，A 股当前具备良好的投资性价比，但却并不是最突出的。

3. 市场情绪

接着，我们将从经济预期和盘面情绪两个维度来考察当下的市场情绪。

在疫情爆发后，主要机构开始下调对中国 GDP 的增速预测，随着疫情向海外扩展，全球 GDP 增速亦随之下调。下面展示的是部分机构对于中国 2020 年 GDP 增速的最新预测情况。老预测值的中位数是 5.4%，新预测值中位数为 2.8%，较老的预测值下滑了 48% 左右，接近一半。

表 3.5 机构对中国 2020 年 GDP 预测值变化情况

机构名称	新预测值	老预测值	最新预测日期
中金	2.6%	6.1%	2020/3/23
高盛	3.0%	5.9%	2020/3/17

JP 摩根	1.1%	5.2%	2020/3/20
摩根士丹利	4.0%	5.9%	2020/3/23
花旗	3.7%	5.3%	2020/3/17
瑞银	1.5%	4.8%	2020/3/23
巴克莱	1.3%	3.2%	2020/3/20
渣打	4.0%	5.5%	2020/3/20

数据来源：Bloomberg 南华研究

这一点我们也可以从铜金比上发现端倪，当前铜金比的比值为 2.96，已经远低于 08 年金融危机时的 3.21，比曾经的历史最低点 1987 年的 2.98 还低。疫情对于经济的冲击已经从一件国内可控性事件向一次全球范围内的危机型事件去演变，而疫情的无法预测和难以控制性让市场对于未来经济增长的预期变得十分悲观。

图 3.12 铜金比历史走势

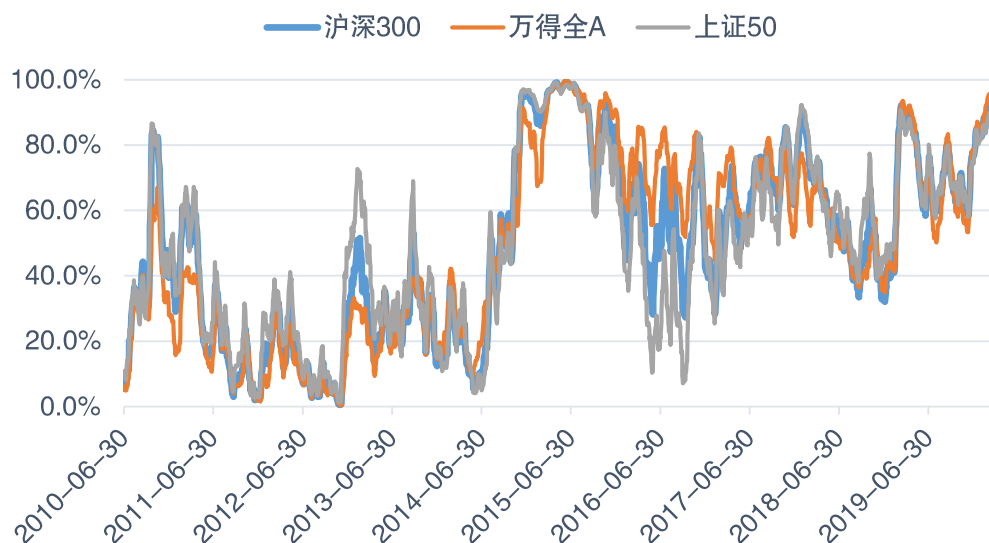


数据来源：Wind 南华研究

虽然市场对未来的经济预期十分悲观，但是一季度早些时候 A 股盘面交易的热度却不算低，一直到 3 月中旬开始盘面才出现较为明显的降温。

3 月 10 号以来，两市合计成交额从万亿规模开始下降，截止 3 月 27 号，两市成交额合计仅 6300 亿元。其中沪深 300 和上证 50 指数的成交额位于历史分位数的 81.8% 和 82.0%，较 3 月中旬的 90% 左右的水平有所下降，但仍位于历史相对高位。

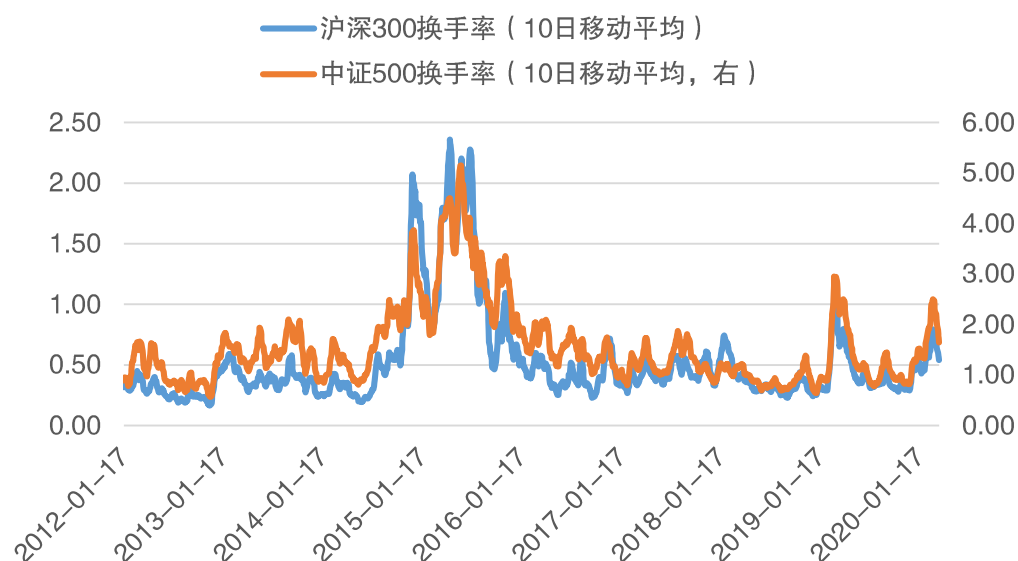
图 3.13 A 股主要指数成交额历史分位数（10 日移动平均）



数据来源：Wind 南华研究

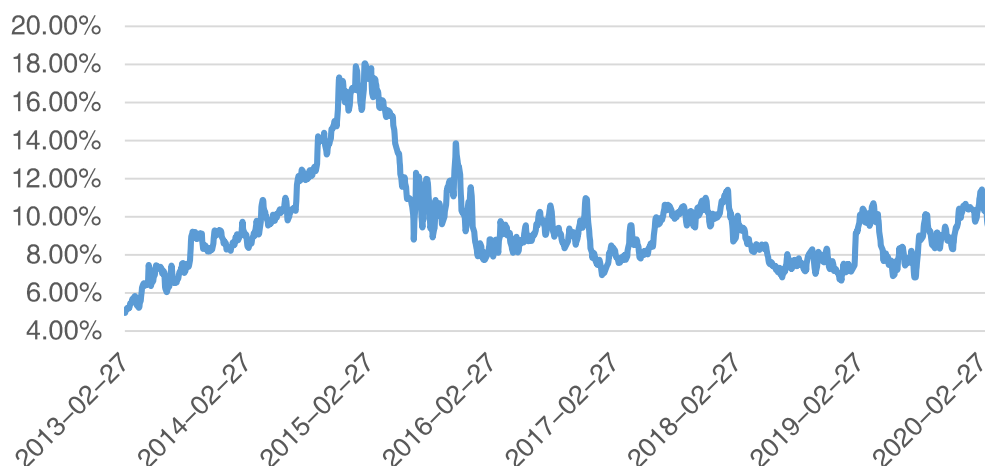
A 股换手率和融资买入额指标也显示出市场开始逐渐降温，但同样都位于历史相对高位区间，显示出资金交易的意向偏积极，这经济预期的悲观程度形成鲜明的对比。

图 3.14 沪深 300 指数及中证 500 指数换手率



数据来源：Wind 南华研究

图 3.15 融资买入额占 A 股成交额比例（5 日移动平均）



数据来源：Wind 南华研究

因此，我们认为当前盘面情绪仍是过于积极，并不符合底部特征，需耐心等待市场情绪降温。

四、策略推荐

根据上述对 2020 年二季度的行情判断，我们推荐两个策略：

1. 多 IH 空 IC 策略；

该策略风险偏大，适用在风险溢价难以修复的时期。

推荐该策略的原因是因为当前小盘股的估值相对于大盘股来说仍旧偏高，而虽然无风险利率在继续下行，但是风险溢价有拐头向上的趋势，这对于小盘股的负面影响会大于大盘股，因此接下来大盘股大概率会跑赢小盘股，我们推荐多 IH 空 IC 策略来赚取两者的强弱价差。该策略恐出现较大的波幅，在仓位和资金管理上要求颇高。同时，IC 目前的贴水幅度较 IH 深，这对于该策略是个不利点。

风险点：疫情控制超预期，风险溢价大幅回落。

2. 卖出现金担保看跌期权；

该策略风险偏小，在行情探底阶段适用，亦攻亦守。

推荐该策略的原因在于 A 股即将进入探底阶段，但是底部并未探明，因此采取卖出看跌期权一来可以降低一些建仓成本，二来如果价格跌至行权价以下时，也可以接现货进行建仓。

● 策略构成：

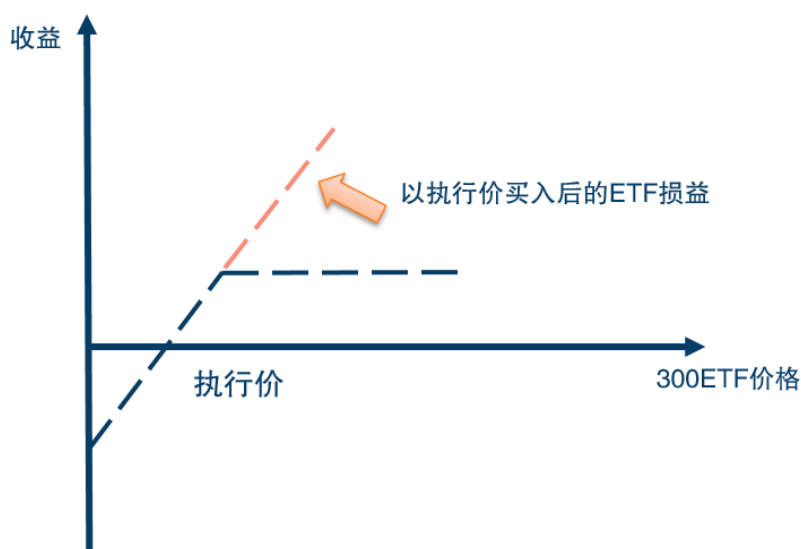
1、卖出沪深 300ETF 或上证 50ETF 看跌期权；

2、准备足够的现金以期权执行价买入现货。

→ 鉴于当前点位，我们推荐卖出深虚值的看跌期权，具体执行价可以参考个人心目中较好的现货端建仓点位。

● 策略收益曲线示意图

图 4.1 卖出现金担保看跌期权收益曲线示意图



数据来源：南华研究

风险点：建仓后黑天鹅事件再发，波动率居高不下。

附件 1. 2019 年初政策组合拳

时间	政策/事件
1 月 2 日	央行发布消息称，自 2019 年起，将普惠金融定向降准小型和微型企业贷款考核标准由“单户授信小于 500 万元”，调整为“单户授信小于 1000 万元”。
1 月 4 日	央行宣布全面降低存款准备金率。
1 月 9 日	国务院会议决定，对小微企业推出一批新的普惠性减税措施。
1 月 10 日	工信部苗圩：今后还有更大的面向制造业的减税措施出台。
1 月 12 日	方星海出席第二十三届中国资本市场论坛并发表演讲：建议取消新股首日涨停板限制，将努力引进国际中长资金进入中国股市，预计今年外资流入 A 股会进一步增加望达 6000 亿规模，方星海表示，资本市场有韧性最重要一点就是定价合理。定价合理怎么实现？非常重要一点就是无论是期货还是现货市场，做多、做空双方都要给予充分手段、足够依据，价格不是监管部门说的，一定要有各种手段工具，让市场充分博弈，这样定下来的价格才合理。看大势，中国股市低估了，中国经济中长期是看好的，不应该在这样一个估值水平。方星海表示，推动科创板和试点注册制尽快的落地。
1 月 14 日	外管局将合格境外机构投资者（QFII）总额度由 1500 亿美元增加至 3000 亿美元。
1 月 15 日	财政部部长助理许宏才：按照中央经济工作会议部署，2019 年将适度增加地方政府一般债务规模，较大幅度增加专项债规模。
1 月 16 日	财政部国库司副主任郭方明表示，2019 年要拓展政府债券功能，准备研究将国债与央行货币政策操作衔接起来，同时扩大国债在货币政策操作中的运用，推动实施国债作为公开市场操作主要工具的货币政策机制。
1 月 18 日	沪深交易所发布《关于股票质押式回购交易相关事项的通知》，一是优化违约合约展期安排，二是对用于纾解质押风险的新增股票质押回购作出特别安排。
1 月 22 日	方星海在达沃斯论坛上讲话释放的信号：1、科创板出台越快越好。2、正在研究关于取消新股首日涨跌幅限制的相关政策。3、股指期货进一步放开政策将尽快推出。4、希望不同领域企业进入中国，增加资本流入。
1 月 23 日	央行开展了 2019 年一季度定向中期借贷便利（TMLF）操作。
1 月 24 日	中央深改委会议审议通过了《在上海证券交易所设立科创板并试点注册制总体实施方案》
1 月 25 日	央行决定创设央行票据互换工具（Central Bank Bills Swap, CBS），公开市场业务一级交易商可以使用持有的合格银行发行的永续债从中国人民银行换入央行票据。
	银保监会决定放开限制，允许保险机构投资商业银行发行的无固定期限资本债券。

1月26日	中共中央决定任命易会满同志为中国证监会党委书记。
1月28日	发改委等十部门印发《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019年)》。方案指出，要多措并举促进汽车消费，完善托幼等配套政策鼓励居民按政策生育，促进家电产品更新换代，持续深化收入分配改革等。
1月30日	证监会发布科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）、科创板上市公司持续监管办法（试行）。
1月31日	证监会指导交易所完善融资融券交易机制，研究修订《证券公司风险控制指标计算标准规定》，就《合格境外机构投资者及人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法（征求意见稿）》及其配套规则公开征求意见
2月1日	证监会就《证券公司交易信息系统外部接入管理暂行规定》向社会公开征求意见，根据《规定》，证券公司是提供交易信息系统外部接入服务的责任主体，应当在严格控制风险的前提下审慎开展相关业务活动。

附件 2. 3 月 15 日至今美联储政策概览

美联储政策不断升级		
日期	措施	有效期
2020/3/15	降低联邦基金目标利率至 0-0.25%，将购买至少 5,000 亿美元的美国国债和至少 2,000 亿美元的抵押贷款支持证券（MBS）。	N.A.
	美加英日欧瑞央行加强流动性互换安排：降低美元流动性互换协议定价 25bp，新的利率将为美元 OIS 利率 +25bp。除现有的 1 周期操作外，除目前提供的 1 周期限的操作外，还将开始在每个国家（除美）每周提供 84 天期限的美元流动性。	直到美元流动性有所改善
	鼓励储蓄机构使用贴现窗口（Discount Window），自 2020 年 3 月 16 日起，将贴现窗口中的一级信贷利率下调 150bp，至 0.25%，调整后相对于联邦基金利率目标区间顶部收窄 50 个基点（不再有惩罚性溢价）。此外，存款机构从贴现窗口借款期限最长可达 90 天，借款人可以每天提前还款并可续借。	N.A.
	美联储鼓励储蓄机构在有抵押和无抵押的基础上，利用美联储提供的日内流动性（Intraday Credit）工具保持支付系统的正常运行，以支持向家庭和企业提供流动性。	N.A.
	美联储将存款准备金率降至零，从 3 月 26 日起生效，此举惠及数千家储蓄机构。	N.A.
	美国银行自 2008 年金融危机之后已积累大量资本金和流动性缓冲，超过了监管的最低限度。美联储支持那些选择使用这些资本和流动性缓冲来放贷的银行，并以安全可靠的方式采取其它支持性行动。	N.A.
2020/3/17	设立 SPV 提供商业票据融资便利(CPFF)，价格为当时的 3 月 OIS 利率+200bp。	2021/3/17
	重启一级交易商信贷便利工具（PDCF），一级交易商向美联储提供合格的抵押物获得最长 90 天的贷款，贷款利率为贴现窗口利率。	至少六个月
2020/3/18	货币市场共同基金流动性工具（MMLF），该工具可以让波士顿联储给合格金融机构提供贷款，担保品为该金融机构从货币市场共同基金购买的高等级资产。	2020/9/30
2020/3/19	美加英日欧瑞央行再次加强流动性互换安排：从 3 月 23 日开始将 7 天期操作频率从一周一次提高到每天一次，84 天期的美元流动性继续有效。	至少到 2020 年 4 月底

2020/3/20	美联储与额外的 9 家央行建立了临时美元流动性互换安排。其中与澳大利亚、巴西、韩国、墨西哥、新加坡和瑞典各自达成不超过 600 亿美元的新互换安排,与丹麦、挪威和新西兰各自达成 300 亿美元的安排。	至少六个月
	美联储将 MMLF 的合格抵押品范围扩展至短期市政债	N.A.
2020/3/23	<p>美联储宣布一系列支持经济的新措施:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 在之前的政策上,美联储会持续购买国债和机构 MBS 直至市场恢复,公开市场操作会提供大量的隔夜及短期的回购操作以满足流动性需求,并会合理评估其购买证券的步伐。 2. 通过建立新计划来支持对雇主、消费者和企业的信贷流动,这些新计划加在一起将提供高达 3000 亿美元的新融资。 3. 设立两项信贷便利,以支持向大型雇主发放信贷:一级市场公司信贷便利(PMCCF),以帮助发放新债券及贷款;二级市场公司信贷便利(SMCCF),为未偿还公司债券提供流动资金。 4. 建立第三个便利,定期资产支持证券贷款便利(TALF),以支持流向消费者和企业的信贷流动。TALF 将允许发行由学生贷款、汽车贷款、信用卡贷款、小企业管理局(SBA)担保的贷款以及某些其他资产支持的资产支持证券(ABS)。 5. 通过扩大货币市场共同基金流动性便利(MMLF)以包括更广泛的证券,包括市政可变利率即期票据(VRDNs)和银行存单,便利信贷流向市政当局。 6. 通过扩大商业票据融资便利(CPFF),将高质量、免税的商业票据纳入合格证券,促进信贷流向市政当局。此外,便利的价格也降低了。 7. 美联储预计将很快宣布建立一个“大众企业借贷计划”(Main Street Business Lending Program),为符合条件的中小企业提供贷款,以补充小企业管理局(SBA)的努力。 	N.A.

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点