

危中有机

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669号

报告要点

下半年股指市场预计稳中有升，居民入市、外资回流、红筹回A带来结构性机会。风险方面关注中美摩擦升级、美联储扩表放缓、新兴市场信用风险引发的连锁反应。

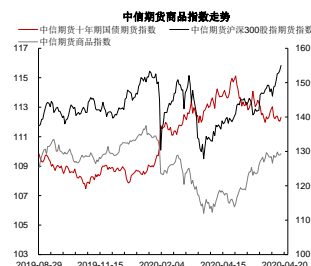
摘要：

科技结构性行情延续，IC 具有比较优势：下半年风险事件繁多，美国大选、中美摩擦均可能诱发行情的不确定性。而我们建议在不确定性中寻找确定性：1) 居民入市趋势确定，伴随公募扩容、企业居民信贷增速差值上行，下半年居民加配权益资产概率增大；2) 外资回流确定，在中美、中欧息差高企，国内疫情可控的背景下，全球热钱增配人民币资产是大概率事件；3) 下半年红筹有望集中回A，回A初期由于其稀缺属性将具有流动性溢价，届时将带动风险偏好回升。下半年股市预计呈现稳中回升的结构性行情，建议大部分时间偏多思路对待，科技基金成立、红筹回A、5G落地令科技股具有比较优势，IC相对占优。

三大灰犀牛事件出现时，可着手对冲：下半年行情不会一帆风顺，我们建议在以下事件落地时，可关注短时的对冲可能：1) 美国大选诱发特朗普重拾中国牌，届时科技领域制裁以及关税加征将成为主要方向；2) 历史上通胀回升可能促成QE结束，若下半年出现通胀企稳回升的信号，届时需要防范美联储扩表放缓诱发二次调整的可能性；3) 据IMF估计，全球央行约有10%债务无力偿还，若债务扩张模式无法继续，需关注新兴市场信用暴雷拖累资本市场偏好的可能。

关注三大策略：下半年随着分红扰动递减以及情绪回暖，预计股指贴水稳步回归，在此基础上，建议关注三大策略：1) 随着科创板中签率下行以及红筹回A，下半年打新收益预计可观，可关注打新对冲产品；2) IC2009空头移仓至IC2012的年化成本升至2017年之后绝对高位，可关注两者差值收敛的交易机会；3) 随着场内IO期权扩容，可关注IO合成指数与IF套利的机会。

风险点：1) 二次疫情爆发；2) 政策力度不及预期



金融衍生品团队

研究员：

张革

021-60812988

从业资格号 F3004355

投资咨询号 Z0010982

姜沁

021-60812986

从业资格号 F3005640

投资咨询号 Z0012407

目 录

一、 存量市转化为增量市.....	3
二、 业绩上行的预期差有限.....	5
三、 外部风险是否发酵直接决定反弹空间.....	7
四、 策略建议	10
免责声明.....	13

图目录

图表 1: 新成立偏股型基金份额 (亿份)	3
图表 2: 证券账户与信用账户新增 (万户)	3
图表 3: 企业居民贷款增速差值与沪深 300 百城住宅增速差值	4
图表 4: 中美利差、中欧利差	4
图表 5: 陆股通占自由流通市值比例	4
图表 6: 科创板上市之初估值变化	5
图表 7: 创业板上市之初估值变化	5
图表 8: 沪深 300 每股收益一致预期	6
图表 9: 中小企业复工率	6
图表 10: 质押式回购占比	6
图表 11: 结构性存款与理财票据利差	6
图表 12: 中国出口美国货物增速	7
图表 13: 美国进口占比	8
图表 14: 部分经济体出口增速	8
图表 15: 标普 500PE/美联储总资产滚动 1 年增速	8
图表 16: 美联储资产负债表	8
图表 17: 量化宽松期间, 美联储扩表比例	9
图表 18: QE 期间 CPI 高点以及反弹幅度	9
图表 19: 一般债务/GDP	9
图表 20: 偿债率	9
图表 21: 科创板中签率	10
图表 22: 公募多空策略规模	10
图表 23: IF2009 空头移仓至 IF2012 年化成本	11
图表 24: IC2009 空头移仓至 IC2012 年化成本	11
图表 25: IO 合成期权与 IF 当月折溢价率	11
图表 26: 肺炎疫情	12

上半年权益市场宽幅震荡，疫情、流动性宽松、复工复产先后成为市场主线。行业方面，各指数表现分化，医药生物、食品饮料、电子涨幅均在 20% 以上，而石油石化、煤炭、银行跌幅居前，市场风格呈现偏向新经济的特征，5G 落地、利率下行提供风格切换的基础。

进入下半年，预计权益市场稳中有升，存量市转为增量市、经济韧性提供上行的契机，但外部环境隐忧仍存，中美关系以及美联储宽松力度低于预期均可能带来阶段性的调整，消费、科技预计继续成为主线。

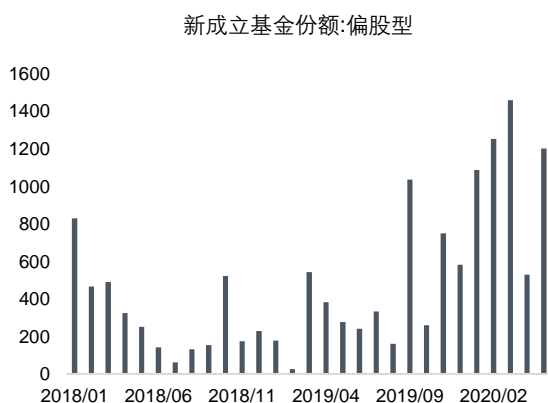
一、存量市转化为增量市

我们认为居民入市、外资回流将为 A 股带来增量资金，同时注册制红利以及红筹回 A 也有望带动偏好，下半年有一定概率由存量市转为增量市。

1. 居民入市趋势确定

首先，居民入市趋势确定。证据一，2020 年上半年，偏股型基金新成立规模达到 7000 亿份，若进行纵向比较，2019 年全年规模也不及 4800 亿份，数据显示大量资金借道公募基金进入权益市场。

图表 1： 新成立偏股型基金份额（亿份）



资料来源：Wind 中信期货研究部

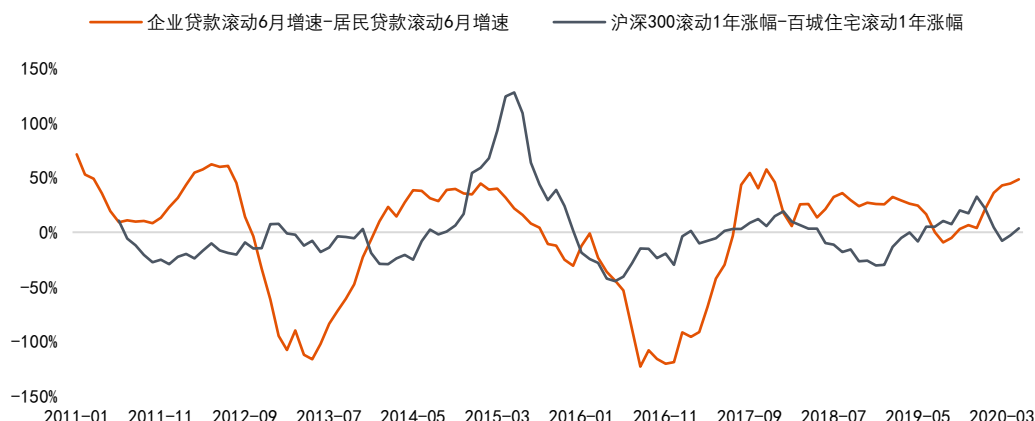
图表 2： 证券账户与信用账户新增（万户）



资料来源：Wind 中信期货研究部

证据二，房住不炒基调下，房市资金有望回流股市。此处统计了企业居民滚动 6 月贷款增速的差值以及沪深 300 百城住宅价格滚动 1 年增速的差值，历史上两者走势趋同，且贷款增速差值具有一定领先性。而进入 2020 年，企业贷款增速显著高于居民贷款增速，数据暗含信贷流入实体而非房市，沪深 300 指数未来一个阶段或跑赢房价，预期回报率差异将倒逼居民资金回流股市。

图表 3： 企业居民贷款增速差值与沪深 300 百城住宅增速差值



资料来源：Wind 中信期货研究部

2. 息差驱动热钱配置人民币资产

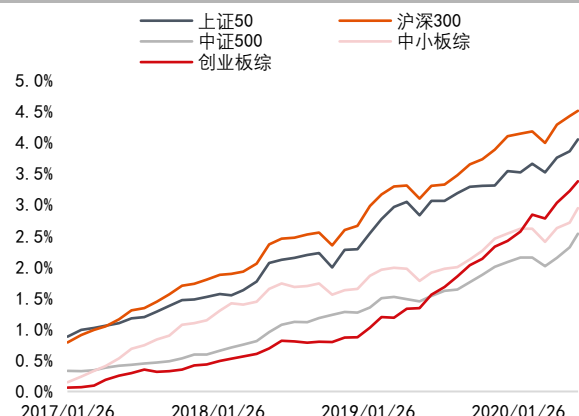
其次，外资在下半年将继续扮演着增量资金的角色。自陆股通启动以来，北上资金占据自由流通市值的比值逐年提升，截至 2020 年 6 月，沪深 300 占比接近 4.5%，创业板占比接近 3.5%。进入下半年，随着中美利差、中欧利差高位徘徊，利差或驱动全球热钱配置人民币资产，其中 A 股以及利率债有望成为被优先配置的对象。

图表 4： 中美利差、中欧利差



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 5： 陆股通占自由流通市值比例

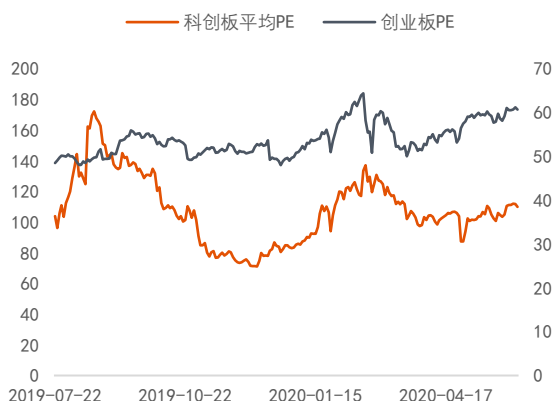


资料来源：Wind 中信期货研究部

3. 红筹回 A 驱动风险偏好回升

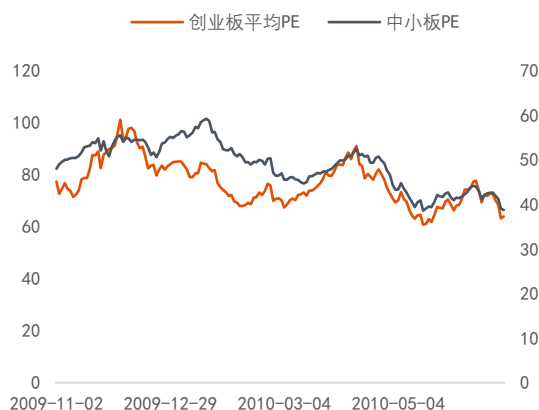
最后，红筹回 A 也有望驱动风险偏好回归。我们认为红筹回 A 一定程度上可以类比于科创板启动，两者共性在于稀缺性，于是回归之初大概率具有流动性溢价。而从科创板、创业板上市之后的经验来看，这一溢价时间往往超过一个月，且溢价期间同样会带动相关行业估值表现。于是若下半年大量红筹回 A，这或许会重构国内估值体系，并驱动资金提前布局新经济。

图表 6： 科创板上市之初估值变化



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 7： 创业板上市之初估值变化



资料来源：Wind 中信期货研究部

4. 小结：存量市切换为增量市的概率在上升

结合以上论述，随着居民入市、外资回流以及红筹回 A 带动估值重构，下半年资金面存在转化为增量市的可能性。而增量资金的多少我们认为取决于企业业绩的修复程度以及外部环境的变化，下面将围绕这两个问题展开论述。

二、业绩上行的预期差有限

从大宗商品价格走向来看，自 4 月之后，投资者开始计价经济 V 型反转的预期，促成预期反转的关键因素有两点，一是出口超预期，二是复工进度良好。但进入下半年，业绩上行的预期差存在收窄的可能，此处重点谈及两个逻辑。

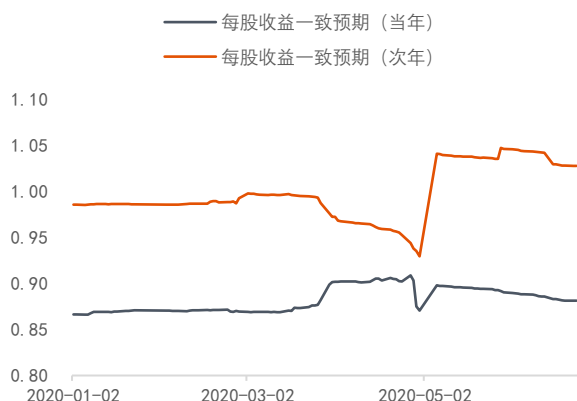
1. 环比逻辑切换至同比逻辑

逻辑一，市场主线可能由复工驱动的环比修复逻辑切换至同比能否继续改善的逻辑。从工信部披露的中小企业复工率来看，截至 5 月末，中小企业复工率可达 91%，数据暗示如无二次疫情，国内经济具备韧性。

但我们认为业绩上行的预期差提升空间有限。上半年可以炒作复工逻辑的基础在于：1) 复工之初，预期不能更差；2) 高频中观数据如耗煤量可以观察复工的进度，由此可以作为经济修复的验证信号；3) 二次停工之前经济环比修复难以证伪；4) 政策层面宽信用宽货币。

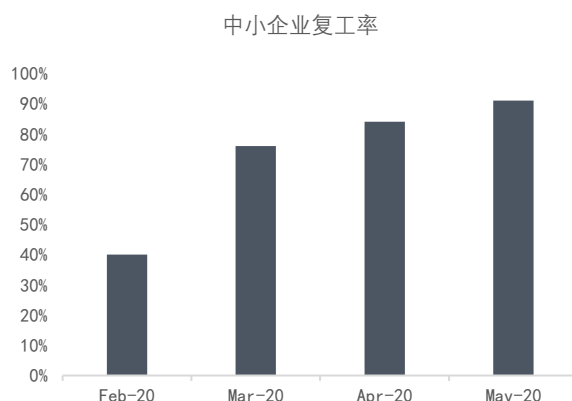
但进入下半年之后，上述逻辑可能面临挑战：1) 投资者普遍调高了业绩预期，一个证据是目前沪深 300 每股收益的一致预期在相对高位；2) 中观数据修复进入瓶颈期，复工炒作结束；3) 随着经济重启，政策力度开始出现边际递减的迹象，下半年监管将更为关注政策的效率而非政策的强度。于是在经济修复充分计价之际，下半年除非出现同比数据大幅改善的迹象，否则 EPS 上行驱动股价回升的动力是在减弱的。

图表 8： 沪深 300 每股收益一致预期



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 9： 中小企业复工率



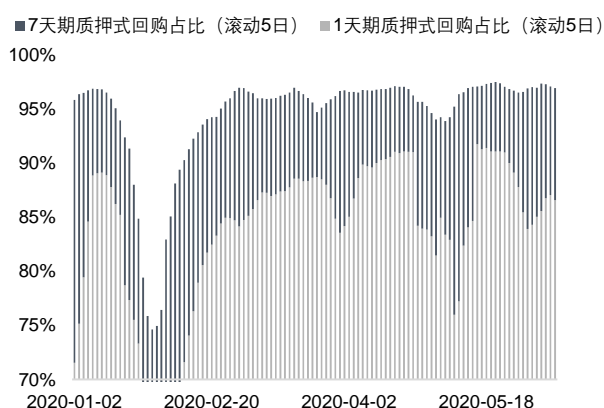
资料来源：工信部 中信期货研究部

2. 防止空转背景下，宽货币空间有限

其次，货币政策维度，目前央行工作重心转向了防止空转。目前至少有两个信号暗示资金仍在金融体系内打转：1）4 月质押式回购占比一度升至 90%附近，数据显示大量金融机构借入便宜的资金，之后质押进行加杠杆的操作；2）当前理财与票据利差升至 2015 年之后高位，企业有借入低成本资金购买结构化存款的动力。于是便宜资金可能并未大量惠及实体，而是为金融机构以及产业资本所用。

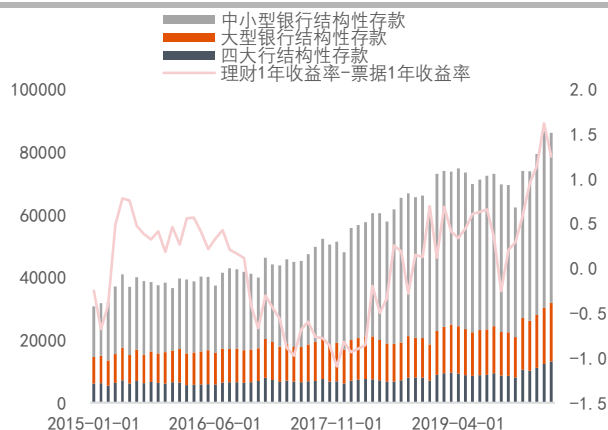
于是在防范空转背景之下，政策重心不再是宽货币，而是进入宽信用模式。在此模式下，降息降准频率降低，政策将更多的聚焦于精准滴灌。流动性环境虽不至于收紧，但宽松幅度将远不及 2 月以及 3 月，无风险利率不再大幅下行也会降低对于业绩修复的期待值。

图表 10： 质押式回购占比



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 11： 结构性存款与理财票据利差



资料来源：Wind 中信期货研究部

三、外部风险是否发酵直接决定反弹空间

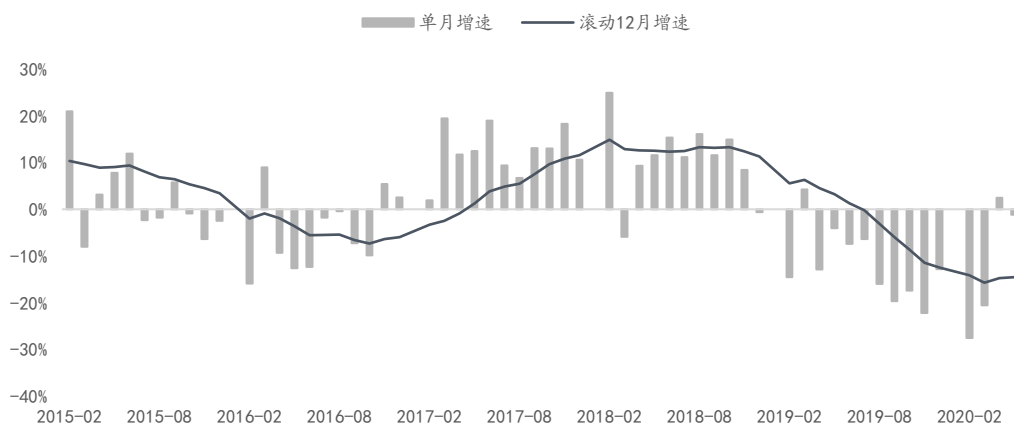
在基本面难以提供预期差的背景下，外部风险是否发酵直接决定了反弹的空间。而中美摩擦升级、美联储扩表放缓、新兴市场连环暴雷有潜力成为引起A度调整的导火索。

1. 中美摩擦升级

上半年中美摩擦虽未缓和，但除去华为事件以外，事态也无进一步升级迹象。究其原因，由于全球疫情发酵，美国被迫增加了对于中国出口的依存度。我们来看两组数据，第一组数据，近年来在美国进口份额占比提升的经济体如韩国、印度因为疫情影响，上半年出口增速大幅滑坡；第二组数据，由于中国在全球范围内率先复工复产，美国被迫增加了对于中国的进口需求，数据上我们观察到了4月、5月中国对于美国的出口增速出现了明显的改善。于是在替代国复产出现一定问题的情形下，现阶段美国并不具备加征中国关税的基础条件。

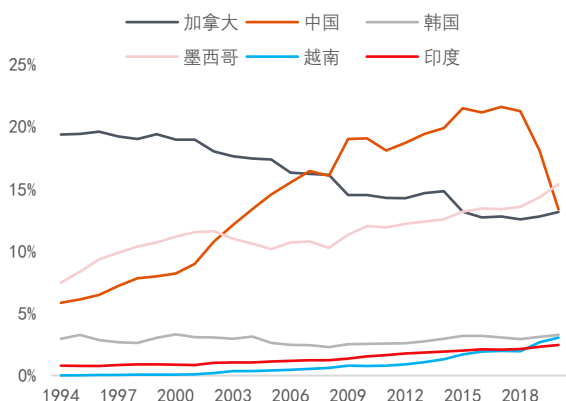
但进入下半年，中美摩擦存在升级的可能性。一是随着美国大选的临近，在民粹主义升温的背景下，特朗普有望重拾中国牌，于是口头上的威胁不会少；二是如果印度、韩国等国恢复对外贸易，此时美国或在关税问题上重启操作。而关税加征、科技领域将是制裁的两大方向，届时可能影响科技股以及外向型行业的表现。

图表 12：中国出口美国货物增速



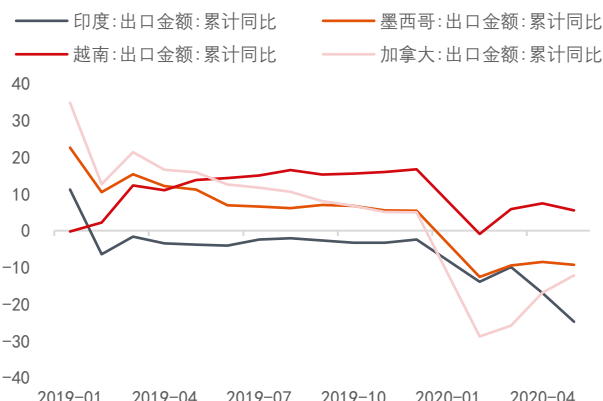
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 13：美国进口占比



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 14：部分经济体出口增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

2. 以通胀为锚，观察美联储扩表速度

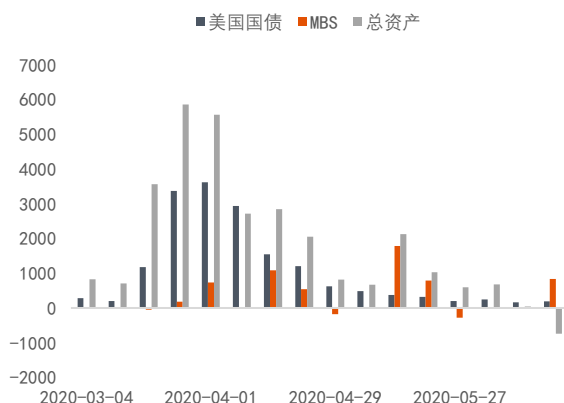
此外，下半年另外需要紧盯的变量来自于美联储扩表的速度，以此作为美股是否会二次调整的观察项。3月下旬以来，标普 500 指数开启反攻，目前指数已经修复至疫情之前的水平。除了散户入场以外，本轮估值修复的核心驱动力来自于流动性，下图我们计算了标普 500 动态 PE 与美联储总资产滚动 1 年增速的比值，以此反映剔除货币超发因素之后的真实 PE 情况。数据显示，若剔除货币因素，当前实际估值仅略高于 2008 年估值的波谷。于是未来如果出现：1) 美股业绩大幅下行；2) 美联储停止扩表，标普 500 即使有调整，调整空间也会相对有限。

图表 15：标普 500PE/美联储总资产滚动 1 年增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 16：美联储资产负债表



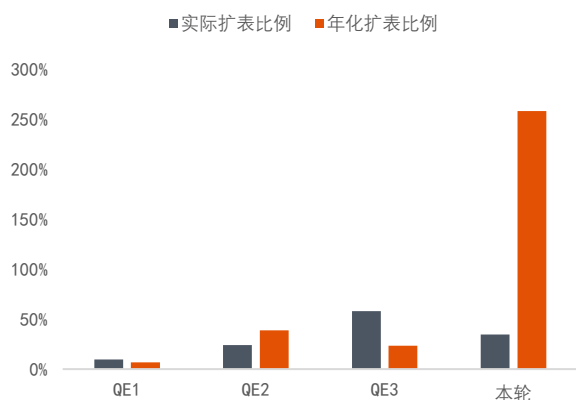
资料来源：Wind 中信期货研究部

于是观察标普 500 的一个关键变量是美联储扩表的速度，若扩表放缓，则需要提防二次调整的可能性。而现阶段，我们认为市场可能高估了扩表的空间。大摩预期美联储扩表规模可能从年初的 4 万亿提升至 2021 年末的 10 万亿，这一预期包含了 54% 的年化增速，若纵向比较前三轮 QE，前三轮 QE 的年化速度分别为 6.8%、38.8%、23.5%，于是市场可能高估了扩表的空间。

同时，我们观察到了通胀可能是美联储结束 QE 的关键指标。历史上，一旦美国

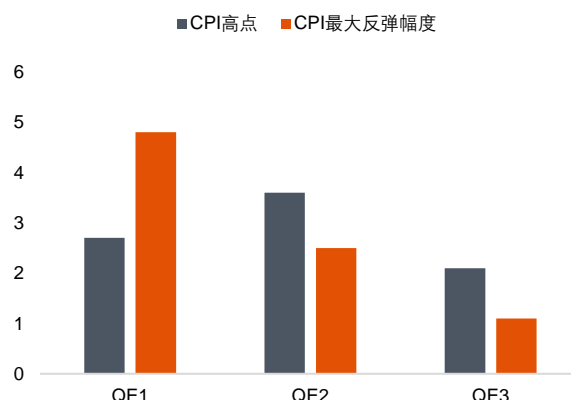
CPI 触及 2%，此时美联储宽松步伐将大幅放缓。于是下半年只要出现经济重启并显著拉升通胀的信号，此时需要防范量化宽松逻辑证伪的可能，届时美股的二次调整将冲击全球风险资产表现。

图表 17：量化宽松期间，美联储扩表比例



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 18：QE 期间 CPI 高点以及反弹幅度

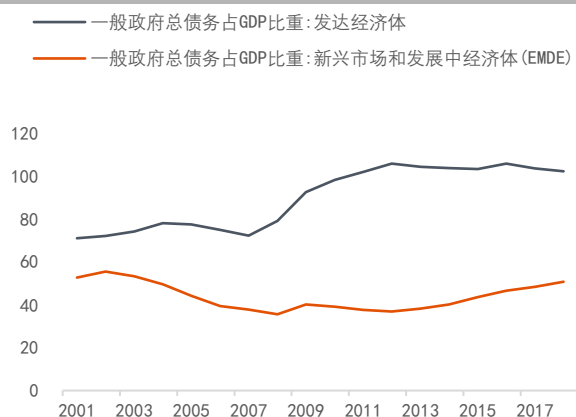


资料来源：Wind 中信期货研究部

3. 新兴市场存连环爆雷的可能

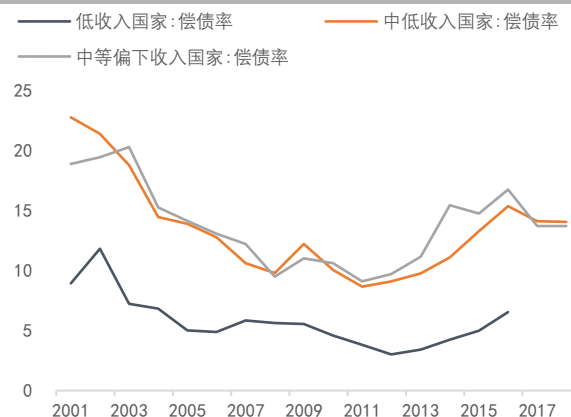
而最后一层需要提防的风险来自于新兴市场连环爆雷的可能。据 IMF 预测，截至 5 月全球债务总额达到 255 万亿美元。在全球央行的资产负债表上，大概有 26 万亿是无力偿还的。而为了降低信用违约风险，部分经济体唯一能够采取的措施是债务继续扩张，通过债滚债的方式延缓危机爆发的时间。而一旦这样的滚雪球游戏无法继续，市场可能出现新一轮的债务危机，这可能诱发股市的非理性调整。

图表 19：一般债务/GDP



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 20：偿债率



资料来源：Wind 中信期货研究部

四、策略建议

1. 趋势建议

趋势方面，预计股指市场将呈现稳中有升的结构性行情，IC 较 IF 以及 IH 占优。上行引擎主要来自于资金面，居民入市以及外资回流提供增量资金，市场有一定概率演绎为增量市，我们建议大部分时间延续偏多思路。而潜在不利因素在于外部环境，中美摩擦升级、美联储扩表放缓、新兴市场债务危机可能致使风险资产调整，届时需要考虑对冲。

风格方面，在外部环境稳定之际，科技股预计继续成为资金主攻方向，公募新发科技类基金、红筹回 A 将成为驱动科技股上行的关键力量。而在外部环境恶化之际，风险偏好难免下行，此时有望再度看到资金抱团消费的现象。

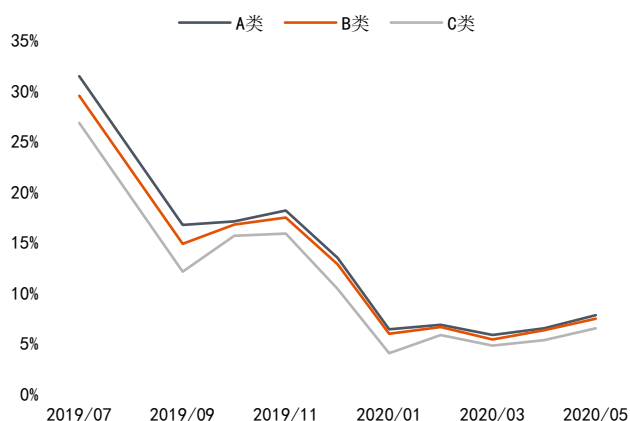
2. 股指相关策略

策略维度，重点关注三个挂钩股指期货的交易策略。

A. 打新对冲

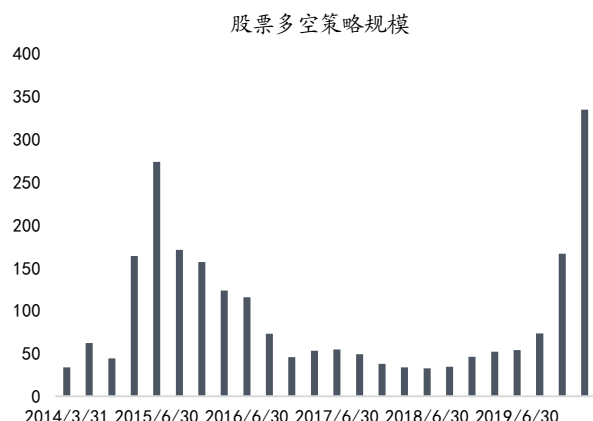
策略一，可关注布局打新对冲产品的可能性，下半年新股或存在流动性溢价：1) 消息面，2020 年 5 月美国参议院通过《外国公司担责法案》，该法案主要针对在美上市的中国公司，此举促使大量中概股回 A 回港。而从历史经验来看，中概股回 A 往往具有流动性溢价，且会刺激相关行业以及新股表现；2) 统计科创板新股中签率月度均值，数据显示，自 2019 年 7 月之后中签率稳步下行，符合打新条件的投资者增多之后，目前打新市场处于资金充裕个股稀缺的转态。在此背景下，新股易出现流动性溢价。于是下半年与打新相关的对冲策略值得关注。

图表 21：科创板中签率



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 22：公募多空策略规模



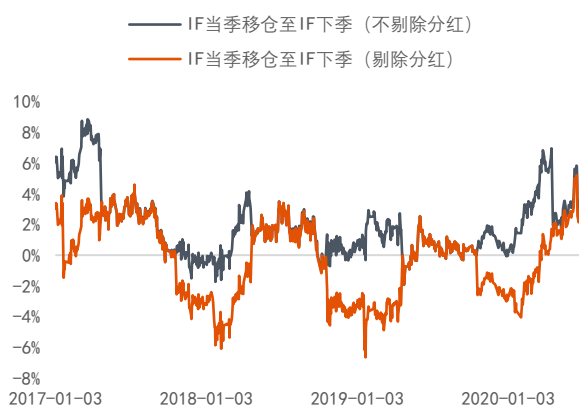
资料来源：Wind 中信期货研究部

B. 2009 与 2012 价差收敛

策略二，可关注季月合约跨期套利的可能性。统计 IF2009 空头移仓至 IF2012 年

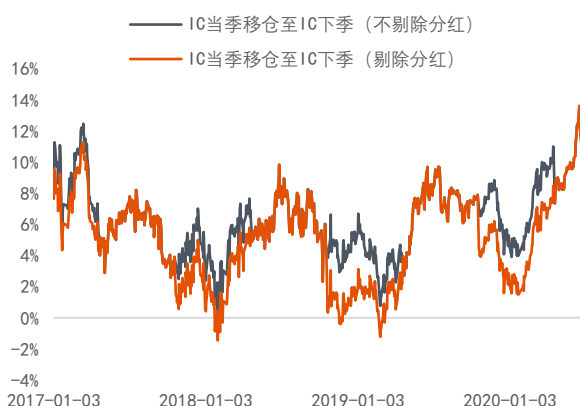
年化成本以及 IC2009 移仓至 IC2012 的年化成本，数据显示，无论是考虑分红因素还是剔除分红因素，当前移仓成本处于 2017 年之后的相对高位，一旦因分红因素消除、行情回暖而导致贴水回归，此时季月合约价差存在收敛的空间，下半年可关注两者价差收窄的可能。

图表 23：IF2009 空头移仓至 IF2012 年化成本



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 24：IC2009 空头移仓至 IC2012 年化成本

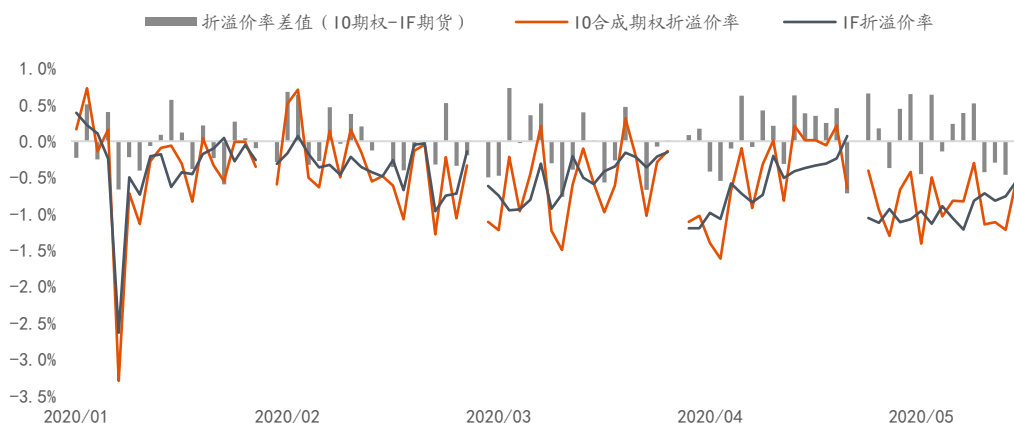


资料来源：Wind 中信期货研究部

C. 期权期货套利

策略三，可关注期权期货套利的可能性。期权期货市场中存在一类套利，投资者可通过 I0 期权合成指数并于 IF 期货进行套利操作。下图，我们回溯了 I0 合成期权与 IF 当月相对于沪深 300 的折溢价率以及两者折溢价率的差值。数据显示：1) 一旦临近交割日，I0 合成期权与 IF 当月的折溢价率差值往往会收敛至零值附近；2) 2020 年 2 月之后，折溢价率差值中位数为-0.02%，差值具有一定均值回归属性。于是在波动率不大的环境下，投资者可考虑进行期权期货套利。

图表 25：I0 合成期权与 IF 当月折溢价率



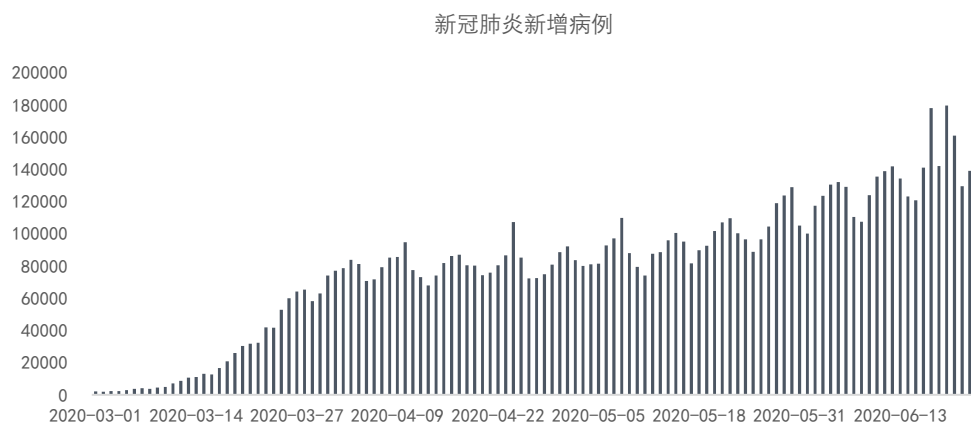
资料来源：Wind 中信期货研究部

3. 风险点

A. 二次疫情爆发

除了外部因素以外，目前可见的风险点主要有两个。一是二次疫情爆发的可能性，若冬季导致新冠交叉感染，全球复工停滞势必促成衰退预期，此时国内市场虽有比较优势，但也难以幸免，需要防范极端情绪冲击盘面的可能。

图表 26：肺炎疫情



资料来源：Wind 中信期货研究部

B. 政策力度不及预期

第二层风险需要提防政策力度不及预期的可能。若经济复苏并促使通胀水平回升，此时政策可能为了应对全球突发情况而收缩政策刺激的力度，而在缺少政策扶持之下，国内经济的内生增长动力预计有限，此时需要提防 EPS 下行而带来的负面预期。

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2020 版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>