

又见 3000，维持乐观

摘要

7 月 1 日上证指数重返 3000 点重要指数关口，在这重要的分水岭上，我们维持下半年乐观的判断，“慢则长，快则短”，中周期慢牛格局下，3000 点是新的起点不是终点。

一、疫情：美国疫情再次全面爆发的概率较小，再次集体停工的概率极小。

美国疫情出现严重反复的州仍是少数且存在检测力度短期内快速加大的影响，大多数州的疫情状况较为稳定，美国再次集体停工的概率极小，美股出现连续大幅度下跌的概率也较小。

二、宏观流动性展望：下半年流动性仍将偏宽松，降准降息都有概率。

上半年中国货币政策的宽松对稳定增长发挥了积极的作用。下半年货币政策仍可能有作为，货币政策由“宽货币”转向“宽信用”降准将匹配财政政策的落地，如地方专项债的集中发行和特别国债的发行等，预计年内仍有进一步降准空间，仍有约 15 个 BP 的降息空间。

三、盈利展望：2 季度环比明显改善，下半年同比恢复正常。

受疫情影响 A 股一季度财务数据受到较大冲击，预计二季度将出现环比的明显恢复，但同比可能仍然偏弱，下半年 A 股业绩增长有望逐步恢复至正常状态。

四、市场风格展望：成长仍是主线，继续看好 IC。

创业板注册制改革推进，成长依旧是下半年不可忽视的主线，在经济正常化以及货币仍偏宽松的背景下，风险偏好有望持续修复。

五、总结：海外疫情造成二次重大风险事件的概率较小；财政政策看落地，货币政策仍有空间，整体宏观流动性偏松；国内经济持续恢复，二季度环比改善，下半年同比恢复正常水平，上市公司盈利水平也有望出现明显恢复，A 股基本面逐季向好；注册制改革与风险偏好提升使得科技成为主线，相较三大指数中证 500 有望持续偏强，下半年仍然看多 IC。

国贸期货
宏观金融小组

许青辰

投资咨询号：Z0015042

从业资格号：F3037899

欢迎扫描下方二维码
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

正文：

一、疫情展望：美国疫情再次全面大爆发的概率较小，再次集体停工的概率极小

端午假期期间，美国疫情反弹，美股引发外围市场波动。自4月份以来美洲就成为了疫情的震中，目前美洲单日新增病例占比超55%，其中以美国和巴西最为严重，美巴两国单日新增病例占比就近45%。

图1：各大洲单日新增病例占全球的比例

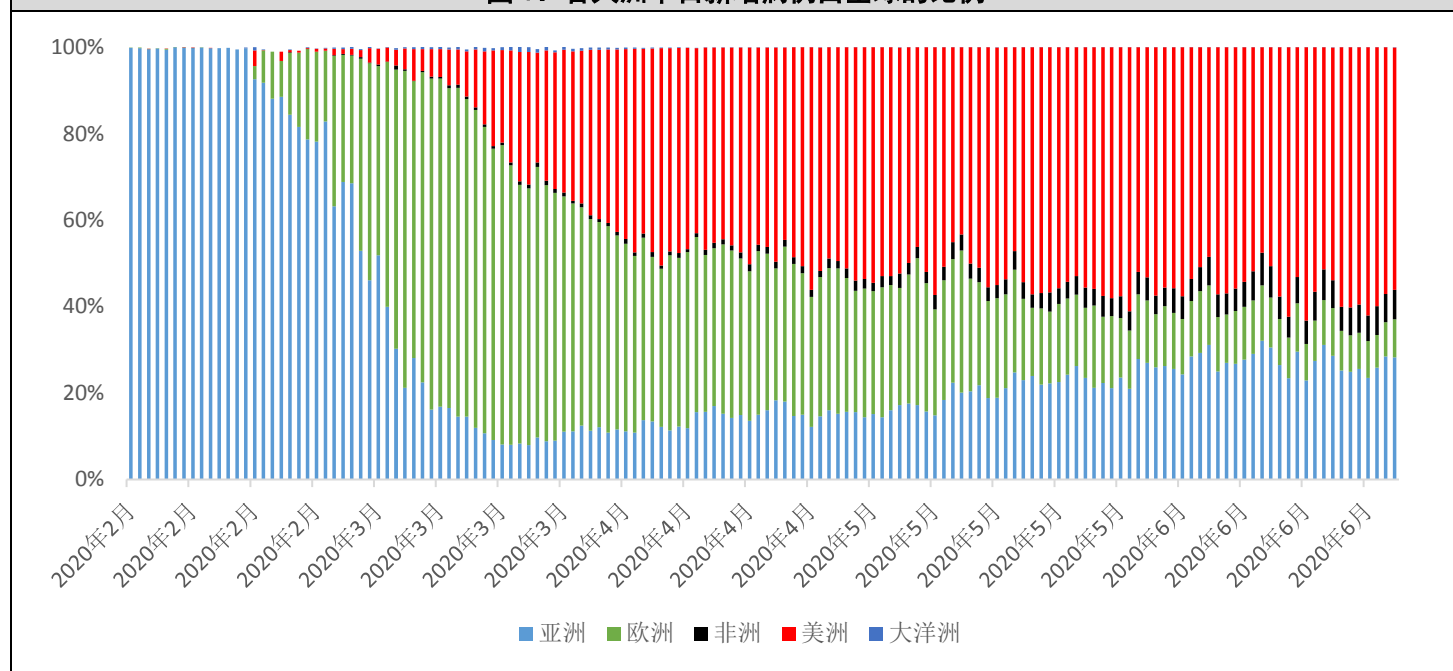
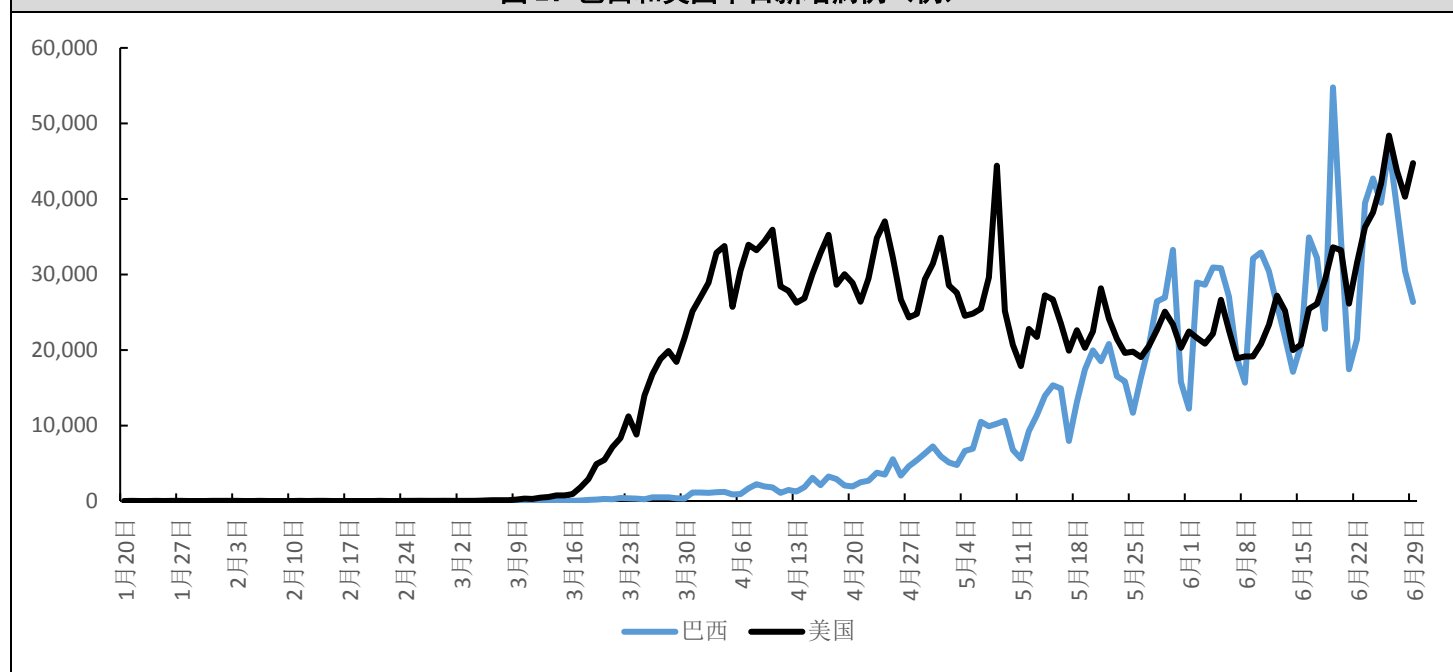


图2：巴西和美国单日新增病例（例）



数据来源：Wind

自5月份起欧美等发达国家经济体陆续开始复产复工，就目前看欧洲整体状况较为稳定，复产复工并没有带来疫情的二次反复，但美国则出现了第二次疫情的快速传播，但这并不意味着美国就一定会出现第二次疫情的集中性大爆发。

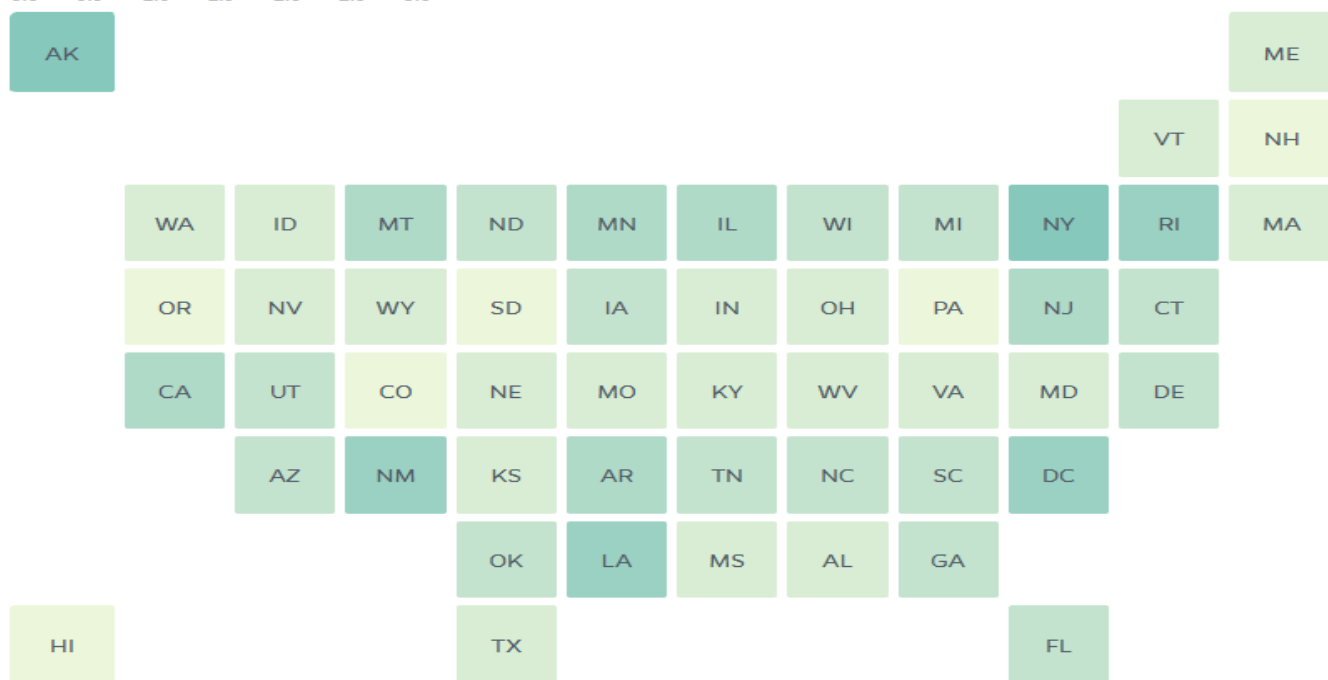
图 3：美国各州每 10 万人单日新增病例（3 日移动平均）

Daily New Cases per 100k people. Data shown from 1/22/20 to 6/29/20.



图 4：美国各州每 1000 人单日新增检查人数

0.0 0.5 1.0 1.5 2.0 2.5 3.0



数据来源：JHU CSSE & The COVID Tracking Project

观察美国各州的疫情情况，以之前疫情最为严重的纽约州为例，在 5 月因加大检查力度而出现了确诊病例的飙升随后单日新增病例数就回落至正常水平，且复产复工目前并没有引起纽约州的传播大反复。目前反复较为严重的多为美国南部的州，而从检测力度上看美国南部的检测力度也有明显加大，同时美国南部也是“BLM”游行较为集中的地区，所以本次美国疫情数据上的反复是多方面原因的结果，有复产复工以及“BLM”游行增加了“人人”接触的影响，也有对南部地区增加检测力度的影响。

市场担忧疫情会在美国再次爆发，从而影响复产复工进程的推进甚至出现再次经济活动暂停的情况，但就目前来看，疫情出现严重反复的州仍是少数且存在检测力度短期内快速加大的影响，大多数州的疫情状况较为稳定，所以疫情的反复可能会造成个别州暂停复产复工的进度，但就美国整体而言出现再次集体停工的概率极小，故美股出现连续大幅度下跌的概率也较小。

二、宏观流动性展望：下半年流动性仍将偏宽松，降准降息都有概率

中国疫情防控大幅领先外围市场，尽管北京近期有所反复，但整体来看依旧稳定。复工复产持续推进，经济活动回到正常水平。

为了对冲疫情对经济造成的负面影响，20 年上半年市场流动性比预期的宽松。全球及中国的市场利率一度回到近年新低，近期才有所回升。展望下半年，货币政策最宽松的时期可能在过去，但政策导向将仍然偏宽松，只不过宽松的力度不如上半年。

表 1：国债到期收益率

债券绝对收益率		利差变动BP			年初至今	10Y	曲线
期限	当前值 (%)	20D	60D	240D	变动 (BP)	分位数	1Y
国债							now
1Y	2.135	54.9	43.2	-42.8	21.5	13.1%	
3Y	2.352	43.6	34.2	-51.8	8.7	8.4%	
5Y	2.581	32.3	29.1	-40.8	7.5	6.9%	
7Y	2.850	20.9	28.4	-32.9	11.9	9.0%	
10Y	2.841	9.7	24.1	-31.0	10.1	8.0%	
20Y	3.440	9.6	38.1	-5.6	25.1	15.4%	
30Y	3.565	5.5	35.0	-21.3	19.0	19.1%	

数据来源：Wind

目前经济复苏的预期在支持市场风险偏好的修复，同时在“房住不炒”以及“低利率”的政策和货币环境下，居民资产配置行为也面临拐点，对股市的流动性较为有利。

上半年中国货币政策的宽松对稳定增长发挥了积极的作用，社融、货币供应及信贷等总量指标增速相比去年年底明显反弹，市场利率尤其是短端利率一度下行至市场极低位。下半年货币政策仍可能有作为，货币政策由“宽货币”转向“宽信用”降准将匹配财政政策的落地，如地方专项债的集中发行和特别国债的发行等，预计年内仍有进一步降准空间，同时年内仍有约 15 个基点左右的 MLF 降息空间，预计 2020Q3 长端利率区间为 2.7%-3.0%。

另外，2020 年年底也是资管新规过渡期的最后期限，估计监管层可能会适当根据情况有所宽限，但是否对市场流动性造成一定的影响也需要观察。

三、盈利展望：2 季度环比明显改善，下半年同比恢复正常

受疫情影响 A 股一季度财务数据受到较大冲击。从 3 月份开始，情况在逐步改善，预计二季度将出现环比的明显恢复，但同比可能仍然偏弱，下半年 A 股业绩增长有望逐步恢复至正常状态，预计 20 年 A 股业绩增速为-5.1%至-6.3%。

根据中金公司宏观组的预测，20 年全年 GDP 增长 2.8%，2/3/4 季度 GDP 增速分别为 3.8%/5.6%/6.0%，下半年经济增长有望恢复至正常区间。在此预测下，上市公司下半年的营收增长也有望逐步恢复至正常增长区间。考虑价格上 PPI 在下半年有望恢复，CPI 可能在食品价格带动下回落，上市公司营收在下半年有望继续恢复，但 20 年全年依然偏低，21 年可能恢复至正常区间。

受疫情冲击及上游价格低迷拖累，上中下游利润率都有所萎缩。随着经济的恢复，上游原材料价格有所回升，产能利用率下半年将逐步恢复至正常区间，上市公司的利润率也有望恢复至接近去年同期水平。

减税降费已经对业绩产生一定的影响。两会期间确定的今年减税降费规模为 2.5 万亿元，考虑到今年减税降费的重点在中小微企业，估算今年减税降费对 A 股上市公司的影响在 1000-2000 亿元左右，约占净利润的 3%-6%。

今年受疫情影响，中美贸易在前 5 个月同比增速略降，出口和进口分别减少 14.0%和 21.9%，若下半年海外疫情缓解，中美贸易有望回升。海外疫情对二季度中国进出口带来一定影响，但由于外围市场复工复产速度较快，对贸易及上市公司盈利的影响弱于一季度。

表 2：中国重要经济数据

重要经济数据		实际值										
数据项	单位	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2019-12	2019-11	2019-10	2019-09	2019-08	2019-07	2019-06
CPI同比	%	2.4	3.3	4.3	5.2	4.5	4.5	3.8	3.0	2.8	2.8	2.7
PPI同比	%	-3.7	-3.1	-1.5	-0.4	-0.5	-1.4	-1.6	-1.2	0.0	-0.3	/
工业增加值同比	%	4.4	3.9	-1.1	-25.9	6.9	6.2	4.7	5.8	4.4	4.8	6.3
固定资产投资累计同比	%	-6.3	-10.3	-16.1	-24.5	5.4	5.2	5.2	5.4	5.5	5.7	5.8
社会消费品零售总额同比	%	-2.8	-7.5	-15.8	-20.5	8.0	8.0	7.2	7.8	7.5	7.6	9.8
出口同比	%	-3.3	3.4	-6.6	-17.1	8.1	-1.3	-0.8	-3.2	-1.0	3.4	-1.5
进口同比	%	-16.7	-14.2	-1.0	-3.9	16.7	1.0	-6.1	-8.2	-5.5	-4.9	-6.8
贸易顺差	亿美元	53	247	-36	/	-17	-11	28	29	32	60	21
M2同比	%	11.1	11.1	10.1	8.8	8.7	8.2	8.4	8.4	8.2	8.1	8.5
新增人民币贷款	亿元	14800	17000	28500	9057	11400	13900	6613	16900	12100	10600	16600
新增社融	亿元	31907	31042	51830	8737	21030	19937	8680	25142	21956	12872	26243
社融存量同比	%	12.5	12.0	11.5	10.7	10.7	10.7	10.6	10.7	10.7	10.8	11.2
外汇储备	亿美元	31016.9	30914.6	30606.3	31067.2	31079.2	30955.9	31051.6	30924.3	31071.8	31037.0	31192.3
外汇储备变动	亿美元	102.3	308.3	-460.8	-87.8	123.3	-95.7	127.3	-147.4	34.8	-155.4	182.3
PMI	%	50.6	50.8	52.0	35.7	50.2	50.2	49.3	49.8	49.5	49.7	49.4

数据来源：Wind

四、市场风格展望：成长仍是主线，继续看好 IC

上半年，指数分化较为明显涨跌互显，其中中小创的表现明显好于大市值，中证 500 指数的表现也明显好于沪深 300 和上证 50 指数。

行业方面，防御性板块医药生物和食品饮料，成长性板块电子和计算机，以及受免税店主题影响的休闲服务表现较好；周期性板块采掘、交通运输和钢铁，金融性板块银行和非银金融表现较差。

图 5：各指数年内涨跌幅（%）

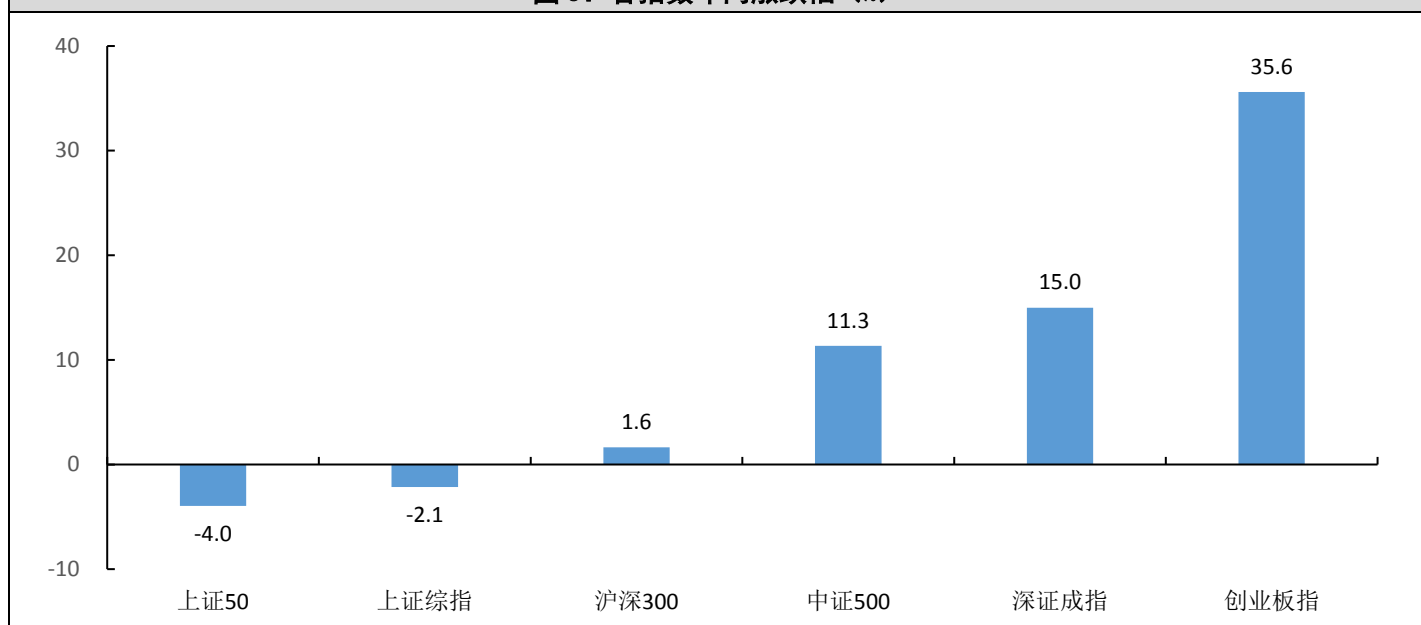
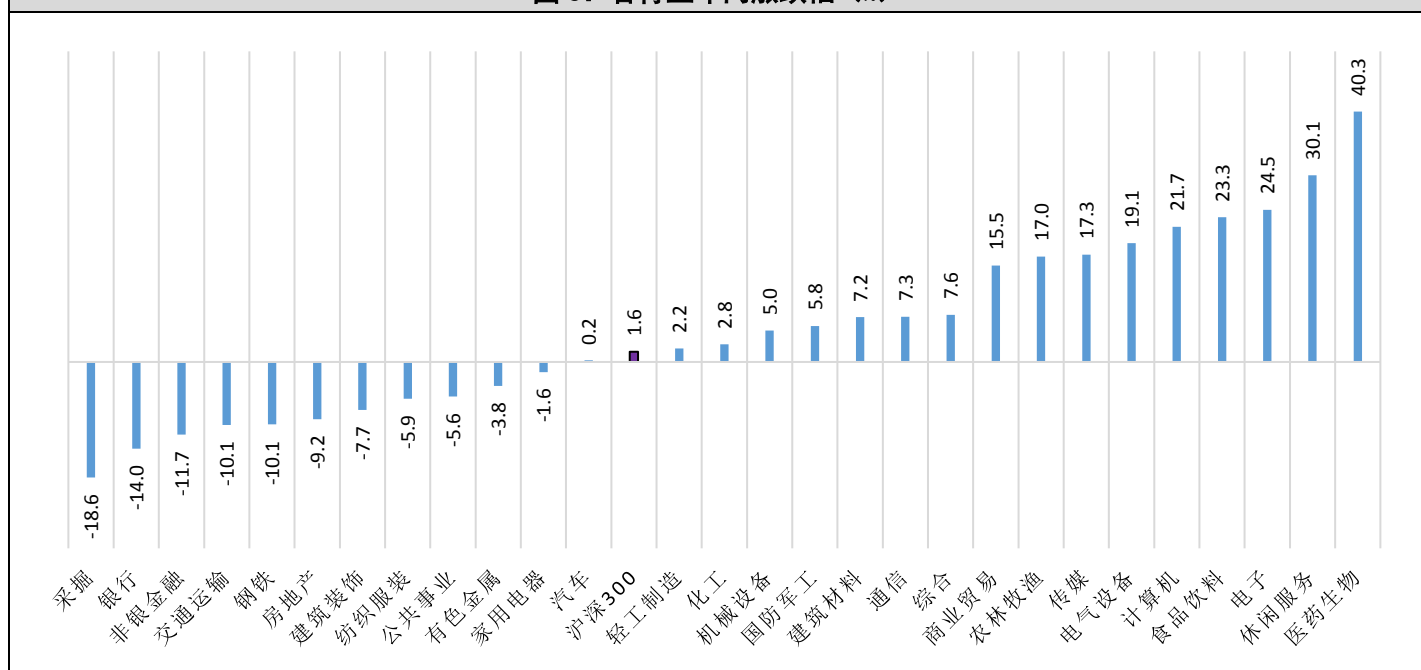


图 6：各行业年内涨跌幅（%）



数据来源：Wind

市场风格方面，成长股的表现要远好于价值股，但值得注意的是在成长股中大市值的成长股表现要好于小市值，显示出市场对科技龙头的追捧。市场对科技股的追捧主要有以下两个因素：1、注册制改革：从科创板注册制的经验来看，不管是 IPO 的发行速度还是上市后对市场流动性的影响都较为有限，创业板注册制的

专业·诚信·进取·共赢

实施虽然会加速 IPO 的发行但并不是就代表者短期会出现极大规模的扩容，科创板的开市反而确立了市场风格转向成长股的主线，创业板改革是资本市场长期改革的延续。结构上进一步确认科技成长是中长期主线。

2、市场风险偏好提升，年初在中美贸易谈判达成阶段性成果的背景下，市场风险偏好曾出现明显的提升，但疫情在中外的陆续爆发打断了风险偏好提升的节奏，但为了对冲疫情影响全球市场释放了巨量流动性，近期随着经济恢复预期的升温以及未来流动性泛滥可能，市场风险偏好再起。

下半年，预计创业板注册制将进入实质阶段，改革带来的红利延续，成长依旧是下半年不可忽视的主线，而在具体标的选择时，市场较之前也有明显不同，与以前题材炒作一荣俱荣，小市值弹性更大的风格不同，现在成长股投资中市场更注重企业基本面的挖掘，造就了科技龙头强者恒强的局面。在经济正常化以及货币仍偏宽松的背景下，风险偏好有望持续修复。故三大指数的角度上来看，下半年多头仍应该将重心放在中证 500 指数（即 IC）上。

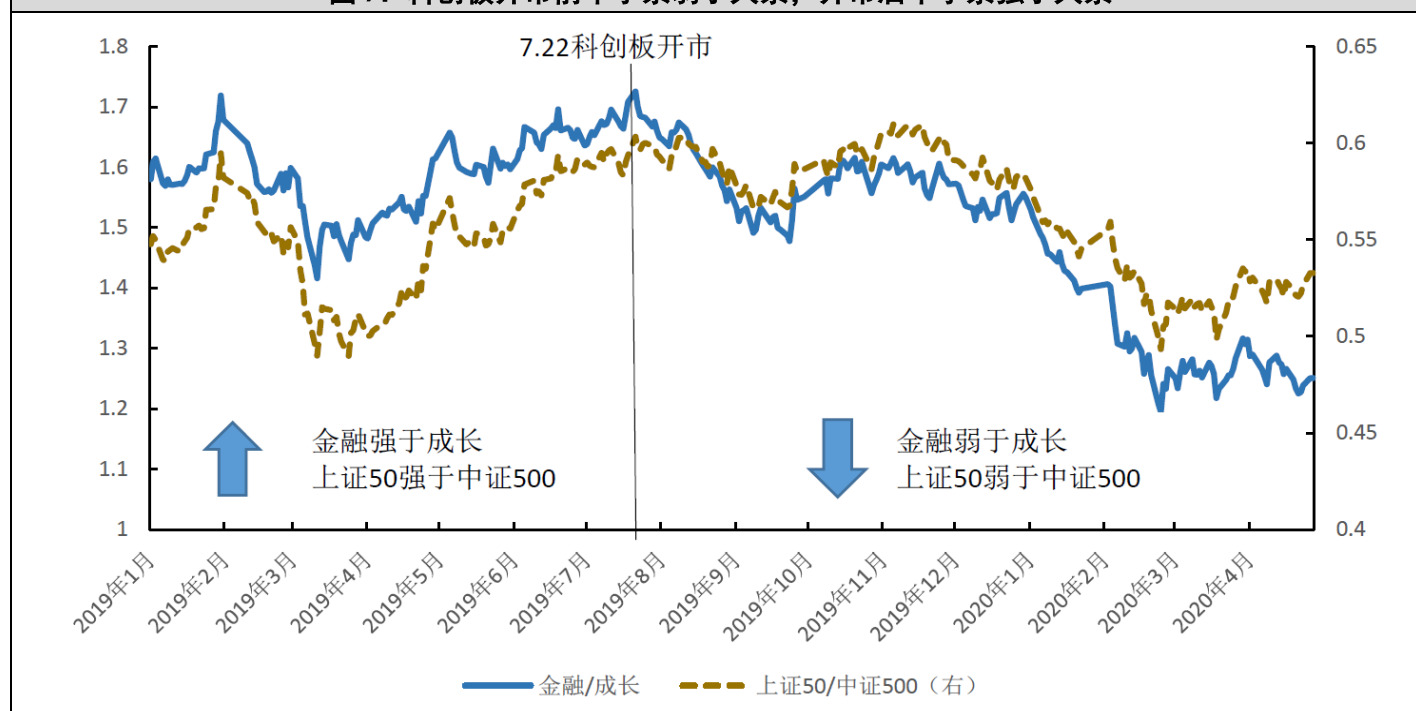
图 7：各类风格指数今年涨跌幅（%）

2020Y			
风格/市值	大	中	小
成长	16.4%	18.0%	10.5%
均衡	1.6%	11.1%	12.2%
价值	-12.6%	-8.2%	2.0%

图 8：各类风格指数 PE 历史分位（%）

PE 分位			
风格/市值	大	中	小
成长	99.8%	47.8%	53.5%
均衡	66.4%	59.3%	64.4%
价值	4.1%	30.6%	35.4%

图 9：科创板开市前中小票弱于大票，开市后中小票强于大票



数据来源：Wind

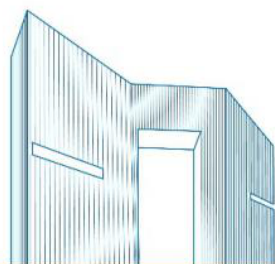
五、总结：

7月1日上证指数重返3000点重要指数关口，3000点一直是一个市场重要的心理关口，仅上半年多空双方在此位置的争斗就多达三轮，下半年第一个交易日市场又见3000点，在这重要的分水岭上我们维持下半年乐观的判断。“慢则长，快则短”，中周期慢牛格局下，3000点只是新的起点不是终点。

海外疫情造成二次重大风险事件的概率较小；财政政策看落地，货币政策仍有空间，整体宏观流动性偏送；国内经济持续恢复，二季度环比改善，下半年同比恢复正常水平，上市公司盈利水平也有望出现明显恢复，A股基本面逐季向好；注册制改革与风险偏好提升使得科技成为主线，相较三大指数中证500有望持续偏强，下半年仍然看多IC。

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否



符合其特定状况，据此投资，责任自负。本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险 入市需谨慎

国贸投研小程序

专注期货，悦享资讯

7X24小时期货资讯，紧跟行情专业解读



长按二维码进入小程序