

## 政策扶持下经济快速恢复是大概率事件 短期震荡格局不改中期乐观判断

### 摘要

#### 一、两会期间，A股市场的表现可谓波浪不惊，存量博弈特征显著。

量能萎缩是近两个月A股市场的明显特征，量能萎缩的背后是市场浓郁的观望气氛，指数的表现也进入了震荡的格局中，由于对政策面的期待整体趋势上还是略微偏多的。虽然偶尔的事件驱动会让指数的短期历史波动率出现短暂的上升，但是中长期历史波动率仍处在回落的过程中。从两融数据来看，市场的风险偏好也在回落。从筹码分布的角度来看，指数运行至筹码的密集区。从量价因子来看，我们认为市场短期仍将维持震荡的格局。

#### 二、基本面的改善是大概率事件，中长期仍应保持乐观判断

就宏观基本面上看，因疫情而造成的需求不足是最关键因素，大趋势上看二季度内需逐步恢复，三、四季度外需逐步恢复是我们的基准判断，所以宏观层面经济将逐季转暖。国内经济活动在3月“重启”后，到如今各项主要经济数据出现明显回升势头。从两会政策力度的角度来看，基本符合市场预期，政策的发力大概率可以对冲经济下行压力，总体上仍应保持中性偏乐观的态度。

#### 三、估值因子处于均衡偏低的状态，低利率凸显股指配置价值

目前，三大指数的估值水平均处在历史较低水平。再从利率上看，不管是短期国债到期收益率还是中长期国债到期收益率都处在历史极低水平。而且从两会关于货币政策的表态中，总量层面仍将维持宽松，货币政策的拐点还未到来，低利率状态有望持续。

综合结论，我们认为虽然量价因子显示短期市场仍将维持震荡格局，但在中长期的趋势判断上，基本面因子的转暖是大概率事件，而偏低的估值水平和极低的利率水平使得股指的多头配置仍是较好的选择，中期继续维持乐观的判断，建议继续持有远月多头头寸。

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、两会期间，A 股市场的表现可谓波浪不惊，存量博弈特征显著。

量能萎缩是近两个月 A 股市场的一个比较明显的特征，以上证综指为例，1 月份日均成交额为 2788 亿元、2 月份为 3778 亿元、3 月份为 3411 亿元、而 4 月份仅为 2412 亿元、5 月份稍有提升至 2524 亿元，但较 2 月和 3 月还是明显萎缩。再看换手率以上证指数为例，换手率与指数走势的正相关性极高，表明 A 股对流动率的以来较大，但是目前上证指数的日换手率仅为 1.2%，处在历史较低的水平。量能萎缩的背后是市场浓郁的观望气氛，指数的表现也进入了震荡的格局中，由于对政策面的期待整体趋势上还是略微偏多的。虽然偶尔的事件驱动会让指数的短期（5 日和 10 日）历史波动率出现短暂的上升，但是中长期（30 日、60 日和 240 日）历史波动率仍处在回落的过程中。

图 1：上证综指成交量以及收盘价

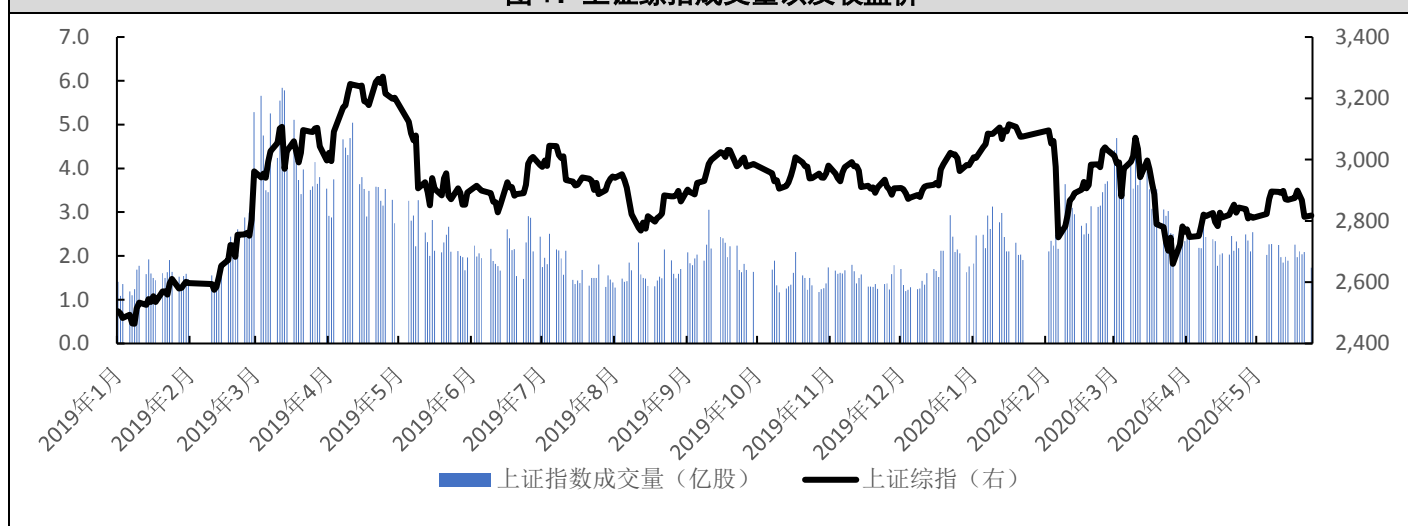
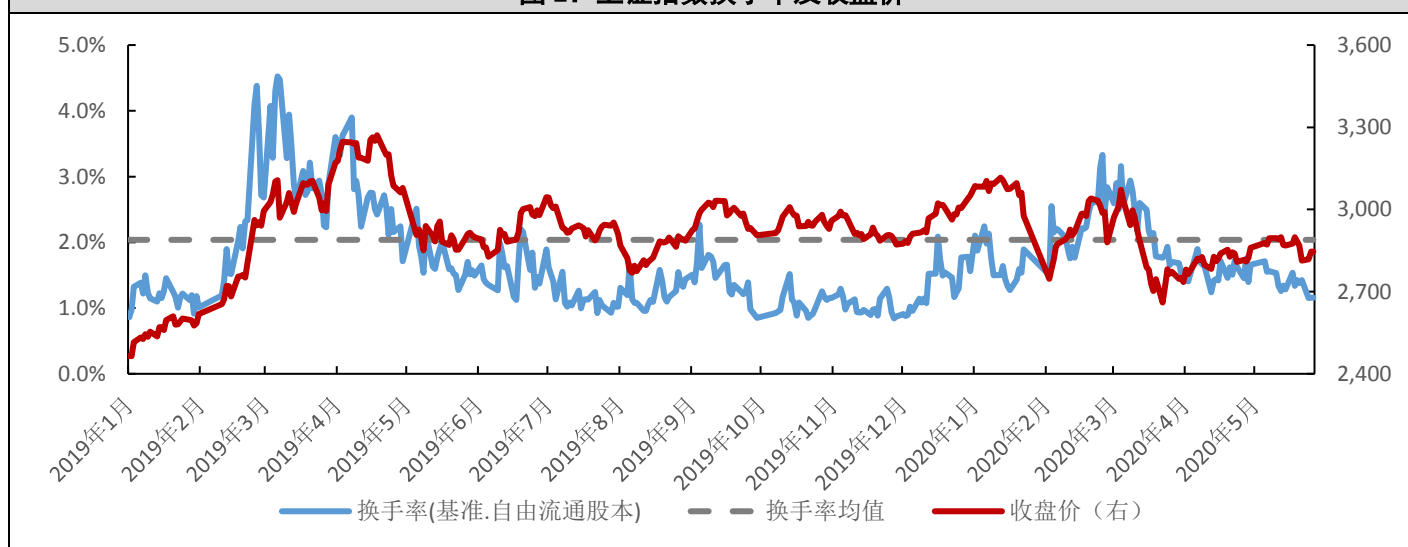


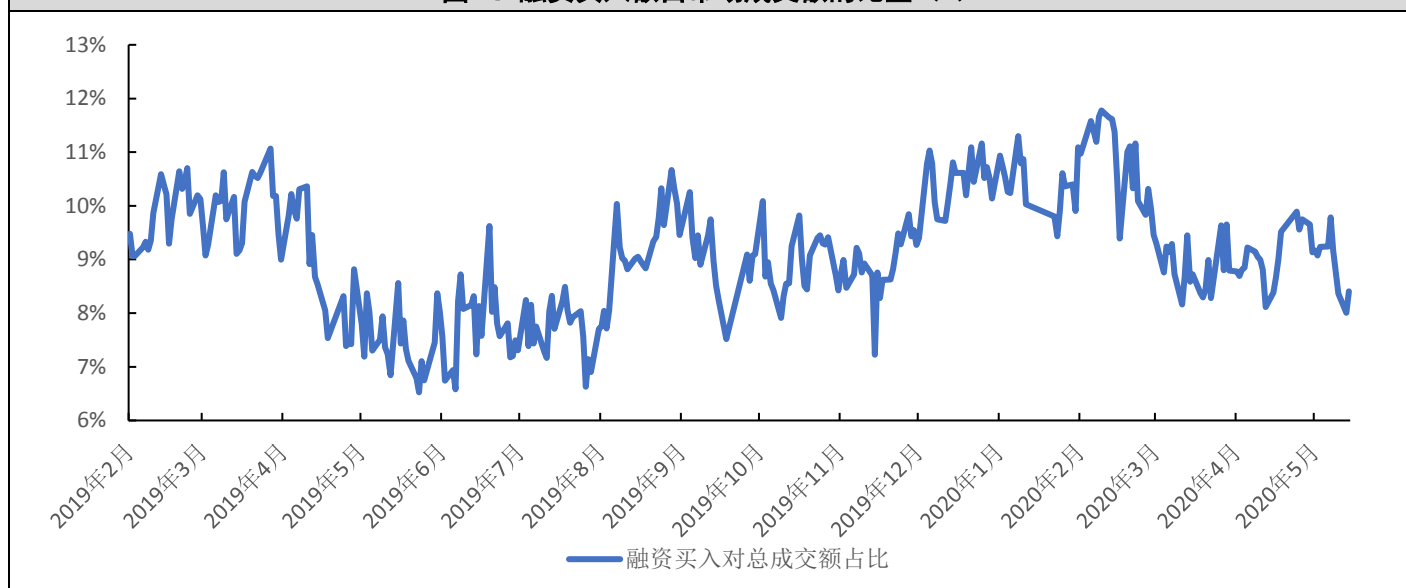
图 2：上证指数换手率及收盘价



数据来源：Wind

从两融数据来看，市场的风险偏好也在回落，目前融资买入额占市场成交总额为 8%左右，处在历史上偏低的水平，表明资金加杠杆的意愿并不强。

图 3：融资买入额占市场成交额的比重（%）



数据来源：Wind

从筹码分布的角度来看，以沪深 300 指数为例，3800 点到 3950 点是筹码的密集区，此区间属于下有支持上有阻力的状态，想要突破这个密集区需要场外因素的发力，比如突然性事件造成的利多或利空的冲击，就目前较低的量能水平来看，不管是向上还是向下突破的难度都是较大的。

在判断指数的短期走势时，量价因子的有效性是要远高于基本面因子和估值因子的，在我们跟踪的量价因子中，大部分的因子都发出了震荡的信号，这也符合近期量能萎缩、市场风险偏好较低以及指数正处于筹码密集区的市场环境。所以，短期来看我们认为市场仍将维持震荡的格局，直到场外的因素打破了市场的平衡。

## 二、基本面的改善是大概率事件，中长期仍应保持乐观判断

与判断短期走势的情况相反，基本面因子和估值因子在判断中长期走势时有效性往往好于量价因子。

就宏观基本面上看，因疫情而造成的需求不足是最关键因素，大趋势上看二季度内需逐步恢复，三、四季度外需逐步恢复是我们的基准判断，所以我们认为宏观层面经济将逐季转暖。

两会期间透露的政策信号，淡化了 GDP 目标，更加强调风险防范和应对，突出底线思维，以保就业保民生为先，以“六保”推动“六稳”，弱化投资等强刺激手段，整体延续“面临挑战前所未有”的基调，对于下半年的经济前景

依旧审慎。从政策力度的角度来看，基本符合市场预期，从效果看政策的发力大概率可以对冲经济下行压力，总体上仍应保持中性偏乐观的态度。

表 1：20 年政府工作报告较 19 年与市场预期的比较

政府工作报告		2019 年	2020 年	市场预期	状态
经济社会发展目标	GDP	6-6.5%	无	3%-4%	
	CPI	3%	3.5%	3.3%-3.7%	符合预期
	新增就业	1100 万+	900 万+		
	调查失业率	5.5%	6%	6%	符合预期
	贫困人口减少	1000 万+	全部脱贫	全部脱贫	符合预期
	居民收入	经济增长基本同步	经济增长基本同步	经济增长基本同步	符合预期
	进出口	稳中提质	促稳提质		
货币政策	定调	稳健的、松紧适度	稳健的、更加灵活	稳健的、更加灵活	符合预期
	M2/社融	与名义 GDP 增速匹配	增速明显高于去年	增速明显高于去年	符合预期
	流动性	合理充沛	无	充沛	
财政政策	定调	积极的、加力提效	积极的、更加有为	积极的、更加有为	符合预期
	赤字率	2.8%	3.6%	3.5%-4.0%	符合预期
	财政赤字	2.76 万亿	3.76 万亿		
	地方政府专项债	2.15 万亿	3.75 万亿	3.5-4.0 万亿	符合预期
	特别国债	无	1 万亿	1 万亿	符合预期
	减税降费	2 万亿	2.5 万亿	2 万亿+	符合预期

数据来源：国贸期货整理

国内经济活动在 3 月“重启”后，到如今各项主要经济数据出现明显回升势头。4 月份相较 2 月份，几乎所有的重要经济数据都出现了较大幅度的好转，相较 3 月份，除 PPI 和 PMI 数据外其余数据均出现明显好转，其中值得特别注意的经济数据有：

1、CPI 受猪肉价格下降的影响同比增速已降至 3.3%，未来在猪价以及去年高基数的双重影响下，CPI 仍将维持回落的态势，而通胀数据的下降则为货币政策的宽松提供了空间。而 PPI 的回落则主要是受石油价格下降影响。

2、工业增加值同比增速由负转正，其中位于产业链中游的材料加工业和设备制造业复苏势头较为强劲，下游的汽车制造业明显复苏、食品和电子设备制造业维持高景气状态。

3、出口同比增速同比转正，4 月出口维持较快增长是受多方面因素影响，包括低基数效应、疫情激发了对防疫物资和远程办公等产品的需求，以及出口订单下滑与实际商品贸易增长放缓之间存在时滞的关系，虽然海外主要经

济体已经开始逐步复工复产，但是外需不足仍是中期将要面临的大环境，对于出口数据不能过分乐观。

**4、信贷数据持续超预期**，4月M2同比增速达11.1%，增速大幅走扩；社融存量同比增速达12%，创18年5月份以来新高，货币和财政政策的持续发力。《政府工作报告》中财政政策表态为积极的财政政策要更加积极有为。具体来看，财政赤字率升至3.6%以上，赤字规模比去年增加1万亿元，拟安排地方政府专项债券3.75万亿元，提高专项债券可用作项目资本金的比例，同时发行1万亿元抗疫特别国债，均处在市场预期区间内。减税降费：预计全年为企业新增减负超过2.5万亿元，仍较19年多出5000亿，符合市场预期，在20年税收吃紧的大环境下实属不易。

**货币政策表态为稳健的货币政策要更加灵活适度**。具体来看，总量层面更为宽松，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年，M2或保持10以上增速。支持实体力度加大，将推出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，信贷加码刺激实体经济活力。推动利率持续下行，价格型工具或加码，引导MLF和LPR利率进一步下行。

**5、建筑业PMI回暖至疫情前的水平**，虽然制造业PMI较3月小幅回落，但建筑业PMI仍较3月出现了明显回升。逆周期调节政策继续加码，中短期内基建托底经济形势不改，但受房地产景气度下滑和融资环境未完全改善的影响，在促进有效投资、产业升级和不搞“大水漫灌”的指导背景下，基建投资增速虽然有所回升但依旧维持负增长。

表 2：近三个月重要经济数据一览

重要经济数据		实际值		
数据项	单位	2020-04	2020-03	2020-02
CPI 同比	%	3.3	4.3	5.2
PPI 同比	%	-3.1	-1.5	-0.4
工业增加值同比	%	3.9	-1.1	-25.9
固定资产投资累计同比	%	-10.3	-16.1	-24.5
社会消费品零售总额同比	%	-7.5	-15.8	-20.5
出口同比	%	3.5	-6.6	-17.1
进口同比	%	-14.2	-0.9	-3.9
贸易顺差	亿美元	248	-37	/
M2 同比	%	11.1	10.1	8.8
新增人民币贷款	亿元	17000	28500	9057
新增社融	亿元	30941	51622	8578
社融存量同比	%	12.0	11.5	10.7



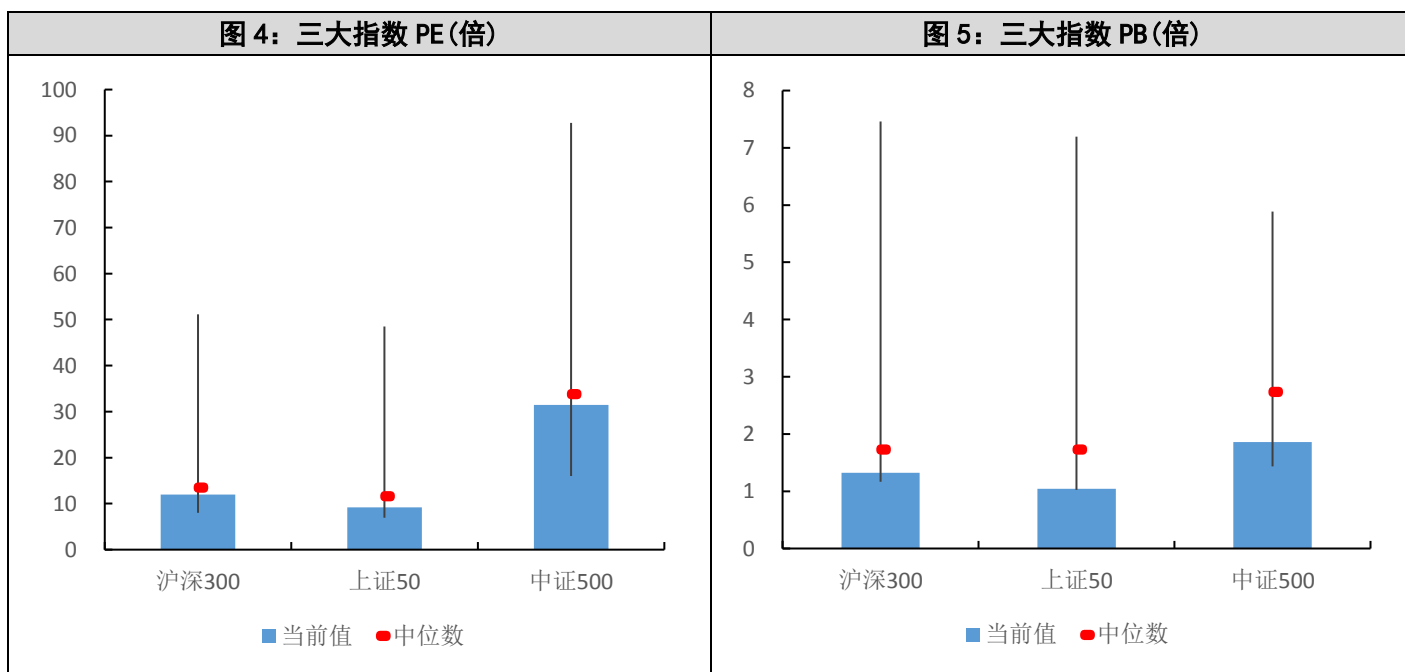
外汇储备	亿美元	30914.6	30606.3	31067.2
外汇储备变动	亿美元	308.3	-460.8	-87.8
PMI	%	50.8	52.0	35.7
商务活动 PMI	%	53.2	52.3	29.6
建筑业 PMI	%	59.7	55.1	26.6
服务业 PMI	%	52.1	51.8	30.1

数据来源：Wind

### 三、估值因子处于均衡偏低的状态，低利率凸显股指配置价值

截止 5 月 26 日，沪深 300 指数 PE 为 12.0 倍，处在历史 32%的分位；上证 50 指数 PE 为 9.2 倍，处在历史 15%的分位；中证 500 指数 PE 为 31 倍，处在历史 44%分位。市净率数据更为低估，沪深 300 指数 PB 为 1.33 倍（历史 7%分位）；上证 50 指数 PB 为 1.04 倍（历史极低水平）；中证 500 指数 PB 为 1.86 倍（历史 11%分位）。三大指数的估值水平均处在历史较低水平。

再从利率上看，目前不管是短期（1、2、3 年）国债到期收益率还是中长期（5、10 年）国债到期收益率都处在历史极低的水平，而且从两会关于货币政策的表态中，总量层面仍将维持宽松，货币政策的拐点还未到来，低利率状态有望持续，而低利率向来就是利好权益类市场。股债相对吸引力（EYBY）模型继续显示应该超配股指。



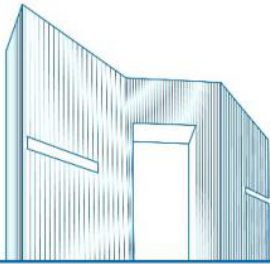
数据来源：Wind

综合结论，我们认为虽然量价因子显示短期市场仍将维持震荡格局，但在中长期的趋势判断上，基本面因子的转暖是大概率事件，而偏低的估值水平和

极低的利率水平使得股指的多头配置仍是较好的选择，中期继续维持乐观的判断，建议继续持有远月多头头寸。

## 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