



作者：宏观金融组 李彦森
执业编号：F3050205（从业） Z0013871（投资咨询）
联系方式：010-85881117 /liyansen@foundesc.com
成文时间：2020年7月13日星期一

更多精彩内容请关注方正中期官方微信

股指期货：复苏与风险逻辑交织，“震荡牛”下半场仍乐观

——2020年下半年股指期货市场展望

方正中期期货研究院 李彦森

目录

摘要：	2
第一部分 股指现货和期货市场回顾	3
一、 股票现货市场总体情况	3
二、 股指期货行情分析	8
第二部分 基本面分析	12
一、 公卫事件影响下，经济出现 V 型走势	12
二、 政策效果显现后，宽松步伐已经放慢	21
三、 中美经济、非经济冲突对市场影响不可忽视	26
四、 上半年外资流入显著，场内杠杆率稳中有升	27
五、 估值水平整体提升，低估值板块完成修复	28
第三部分 行情研判和未来展望	29
一、 针对上证综指的市场总体技术分析	30
二、 上证 50、沪深 300 和中证 500 指数分析与操作建议	32

摘要:

今年以来,市场总体呈现先跌后涨的节奏,上半年走势可分为三个阶段,一季度的宽幅震荡、二季度的震荡上涨,以及6月底开始的加速上涨。疫情等风险逻辑、经济复苏逻辑、资金对低估值板块的追捧分别主导上述阶段的行情。成长股总体表现强于价值股和周期股,但后者在年中前后明显补涨。全球市场股市的调整也受疫情影响,处于后疫情时期的国家股市已经开始反弹。市场行情波动的加大,令三个品种期指总成交量和总持仓量均有上升,整体交投活跃度明显增加。三大合约大部分时间都处于贴水之中,但部分时间出现明显升水,短期套利机会稍纵即逝。IH/IC价差随着风险偏好的上升而下行,博弈二者价差回落的跨品种套利机会仍然存在。

基本面来看,新冠疫情是上半年影响经济和市场的最重要风险。经济数据中,产出端的GDP和工业增加值,需求端的固定资产投资、社会零售消费、进出口增速等全面走弱,都与疫情有关。二季度复苏过程中需求端表现较好的是投资中的房地产投资和消费中的汽车消费,下半年可能将转向基建投资和服务消费的复苏。我们认为,疫情对经济的冲击是短期的,目前经济已进入复苏轨道,并且下半年将加速复苏。而一季度市场的暴力震荡,已经完成对经济走弱的定价。二季度经济开始复苏的同时,指数也出现反弹。货币政策步伐放慢之后,利好影响开始减弱,但货币政策并非紧缩,因此中长期看政策非利空因素。风险主要集中在外部,经济和非经济因素需要关注。市场表现方面,金融市场资金利率先降后升,和货币政策转向一致。场内资金总体流出,但年中开始有所流入。场外资金入场基金,新成立基金份额明显增长。市场整体估值水平上升,二季度后期低估值蓝筹股明显修复符合预期。但未来仍可优先关注成长股。

我们认为,上半年和年中的市场表现以及情绪变动,验证了震荡型牛市的观点。经济基本面支持下,市场有望继续向上,但外部风险可能导致突发的短期利空,因此震荡上涨市场格局有望延续。从技术角度分析,长期趋势上证指数仍位于三角形整理中,并逐步走向上方压力位。虽然中短期大幅上涨后可能有所调整,但不会改变向上的方向,牛市的逻辑基础仍在。操作方面,基于对未来市场将继续宽幅震荡上涨的判断,我们依然维持做多为主的思路。现货层面可以关注成长股,中短期逢低加仓。长线配置仓位坚定持有保持不变,仓位可提升至75%左右。期货方面继续以逢低做多IC远期为主,博取上行收益。IH/IC价差下行趋势加速,可做空IH做多IC进行价差交易。

第一部分 股指现货和期货市场回顾¹

今年以来，市场总体呈现先跌后涨的节奏，上半年走势可分为三个阶段，一季度的宽幅震荡、二季度的震荡上涨，以及6月底开始的加速上涨。疫情等风险逻辑、经济复苏逻辑、资金对低估值板块的追捧分别主导上述阶段的行情。成长股总体表现强于价值股和周期股，但后者在年中前后明显补涨。全球市场股市的调整也受疫情影响，处于后疫情时期的国家股市已经开始反弹。而市场行情波动的加大，令三个品种期指总成交量和总持仓量均有上升，市场整体交投活跃度明显增加。三大合约大部分时间都处于贴水之中，但部分时间出现明显升水，短期套利机会稍纵即逝。IH/IC 价差随着风险偏好的上升而下行，博弈二者价差回落的跨品种套利机会仍然存在。

一、股票现货市场总体情况

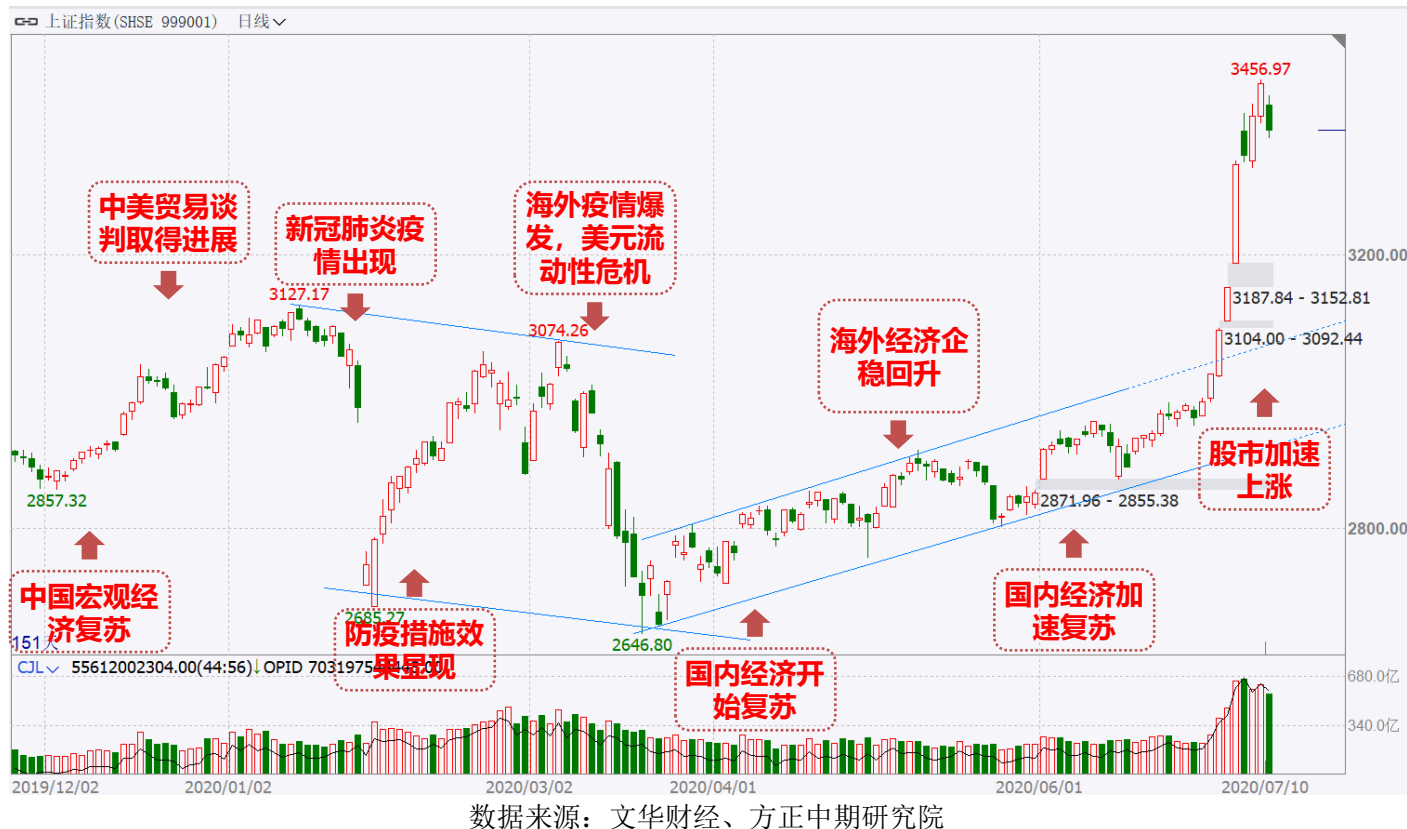
今年以来，市场总体呈现先跌后涨的节奏，上半年走势可分为三个阶段，一季度的宽幅震荡、二季度的震荡上涨，以及6月底开始的加速上涨。疫情等风险逻辑、经济复苏逻辑、资金对低估值板块的追捧分别主导上述阶段的行情。成长股总体表现强于价值股和周期股，但后者在年中前后明显补涨。全球市场股市的调整也受疫情影响，处于后疫情时期的国家股市已经开始反弹。

（一）股票市场总体走势

今年以来，市场总体呈现先跌后涨的节奏，上半年走势可分为三个阶段，一季度的宽幅震荡、二季度的震荡上涨，以及6月底开始的加速上涨。一季度市场逻辑主要在风险层面，由于中美贸易谈判取得显著进展，并且最终签订第一阶段协议，1月开始股指延续去年四季度以来的上行，并且当时国内经济较好的表现也支持这一走势。1月下旬突发新冠肺炎疫情，随后在2月初开始交易时出现明显跳空下跌，但随着国内防疫措施收紧，市场信心改善，并开始出现反弹。但3月开始由于海外疫情加速扩散，并且对经济和金融系统产生明显负面影响，避险情绪的迅速蔓延还导致了美元流动性危机，并传导至商品和汇率。这一变动对内盘股指也明显利空，并带来一轮明显调整。二季度开始全球统一行动，采取更严格的防疫措施。各国央行也纷纷采取更强力的宽松政策托底经济。并且在“先进先出”规律的影响下，随着疫情好转和复工复产的推进，国内经济数据出现明显改善，基本面开始能够支持指数上行。5月开始国际疫情也有所缓尤其是欧洲，随后美国疫情也缓和，主要经济体均进入复工复产阶段。复苏逻辑主导市场，推动了股指的震荡上涨。至6月末，市场的乐观预期推动对低估值股票的追捧，带来一轮加速上涨的行情。

图 1 上证综指走势

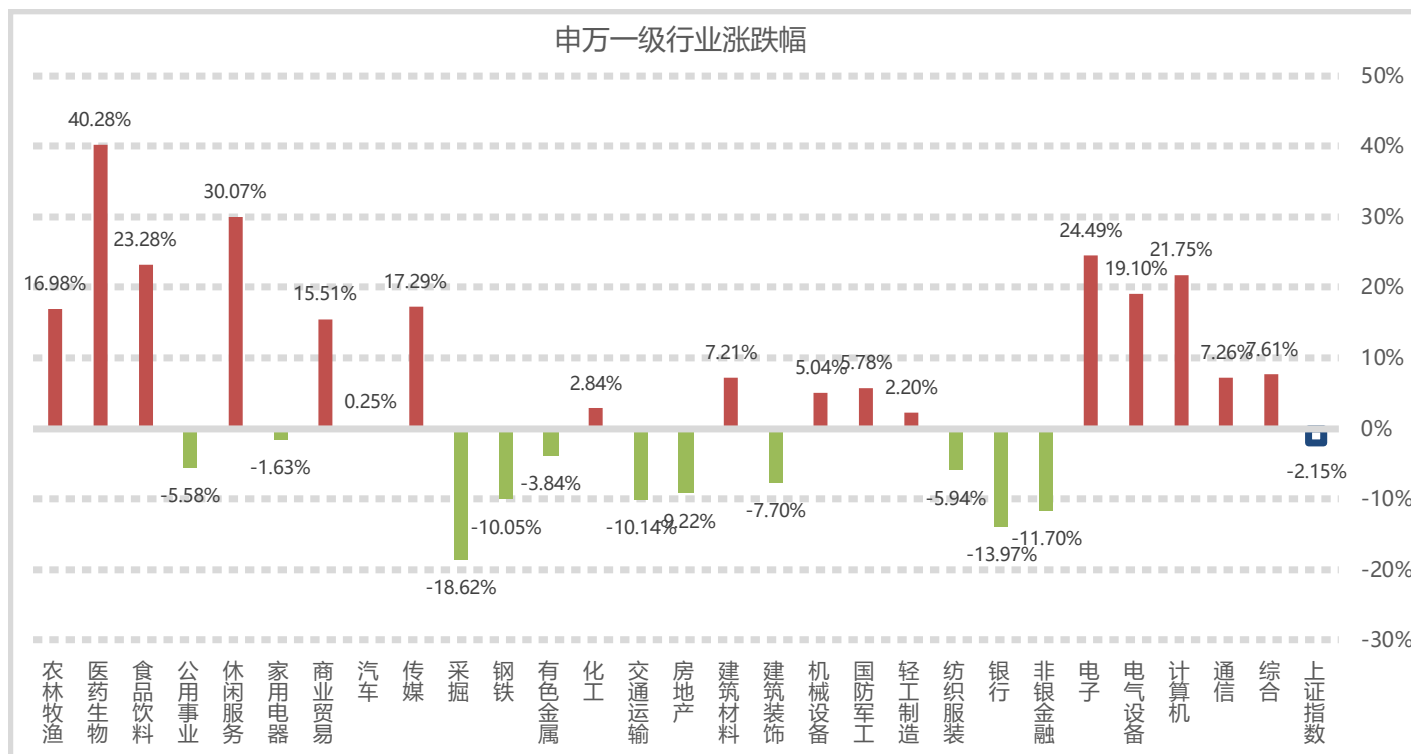
¹ 数据引用截止日期为 2020 年 6 月 30 日，除非特殊说明，下同



（二）主要指数分类回顾

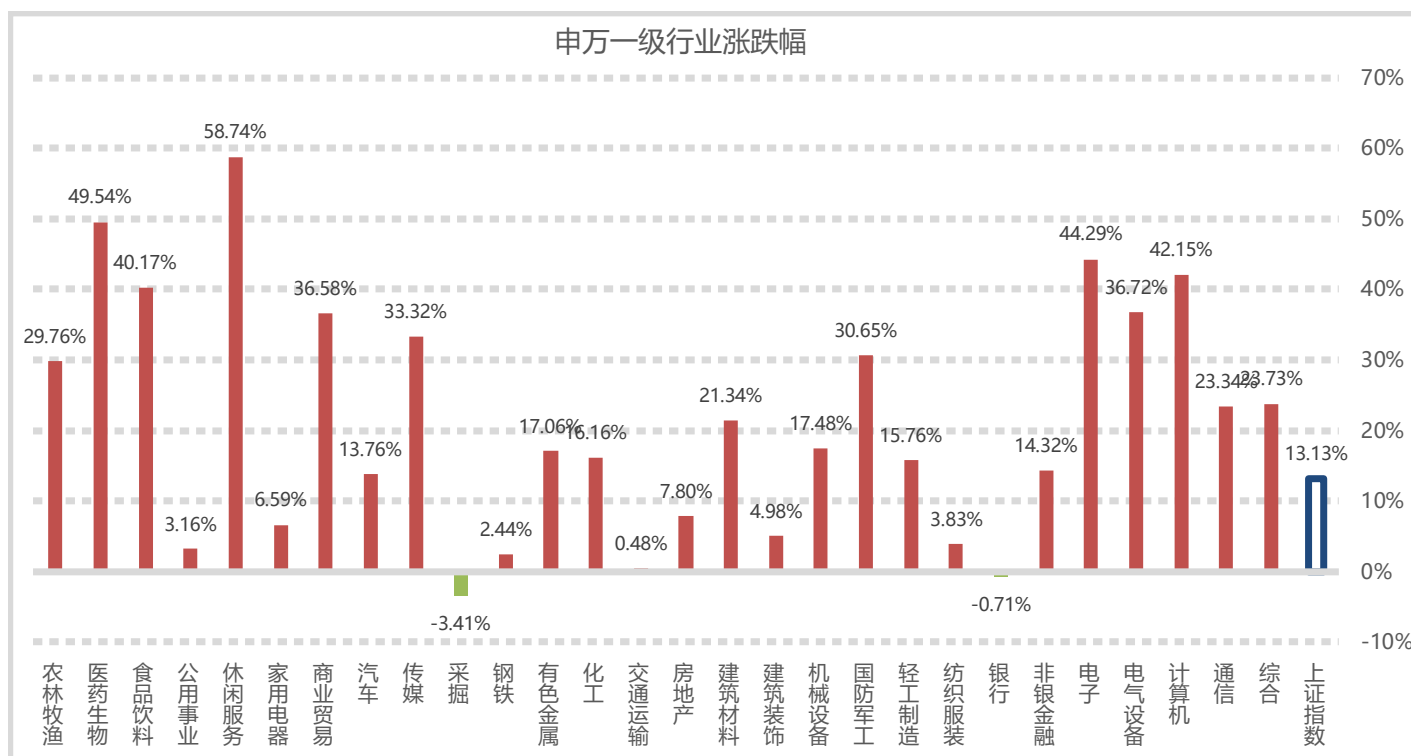
分类来看，上半年 28 个申万一级行业涨跌互现，盘面分化明显。涨幅较大的行业包括医药生物、休闲服务、电子、食品饮料、计算机等，分别上涨 40.28%、30.07%、24.49%、23.28%、21.75%。跌幅较大的行业是采掘、银行、非银金融、交通运输、钢铁等，跌幅分别为 18.62%、13.97%、11.70%、10.14%、10.05%。从结构上看，上半年的消费股无论是可选消费还是必选消费均有较好表现，另外电子制造业等成长股表现较好。传统周期行业相对较差。但在 7 月初的一轮快速上涨之中，金融、地产等板块迅速减小差距。行情逻辑从大消费、经济转型回到经济加速修复放慢。我们认为，未来经济，风险偏好上升之后，成长股仍将会有所表现。

图 2 申万一级行业涨跌幅（截至 6 月 30 日）



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 3 申万一级行业涨跌幅（截至 7 月 9 日）

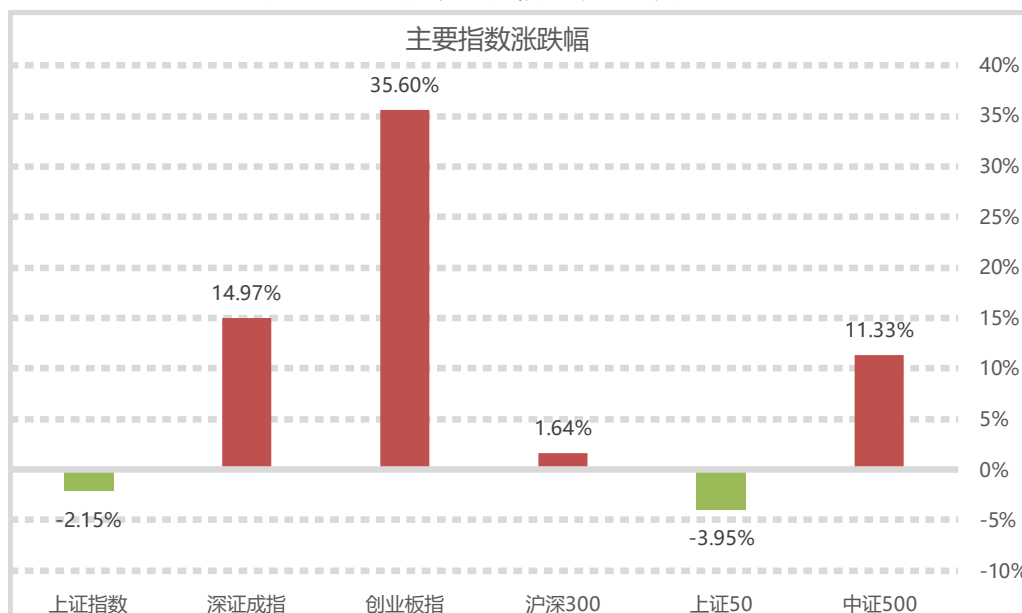


数据来源：Wind、方正中期研究院

也是由于科技股、成长股的强势表现，上半年深证成指和创业板指表现明显强于上证指数，中证 500 指数表现强于沪深 300 指数和上证 50 指数。直到 7 月后大盘蓝筹股追回部分涨幅，沪深 300 和上证 50 与中

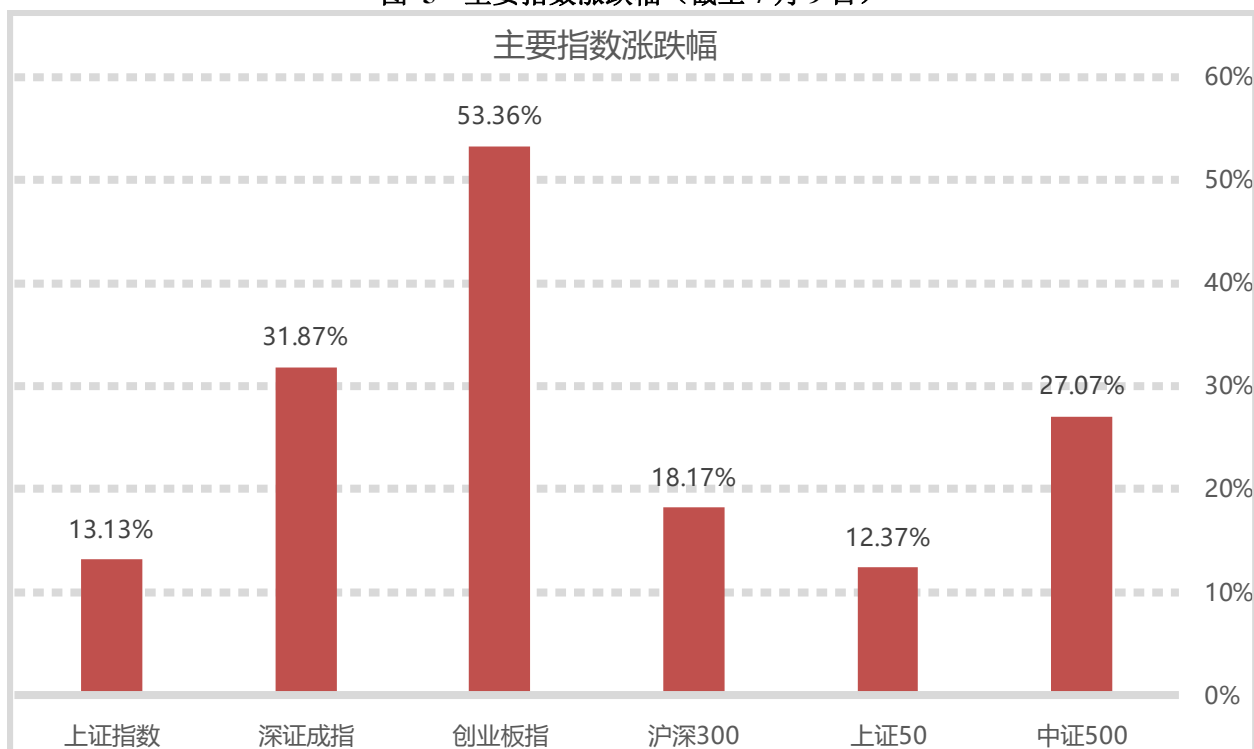
证 500 的差距有所缩小。沪深 300 指数、上证 50 指数、中证 500 指数上半年分别上涨 1.64%、下跌 3.95%、上涨 11.33%。

图 4 主要指数涨跌幅（截至 6 月 30 日）



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 5 主要指数涨跌幅（截至 7 月 9 日）

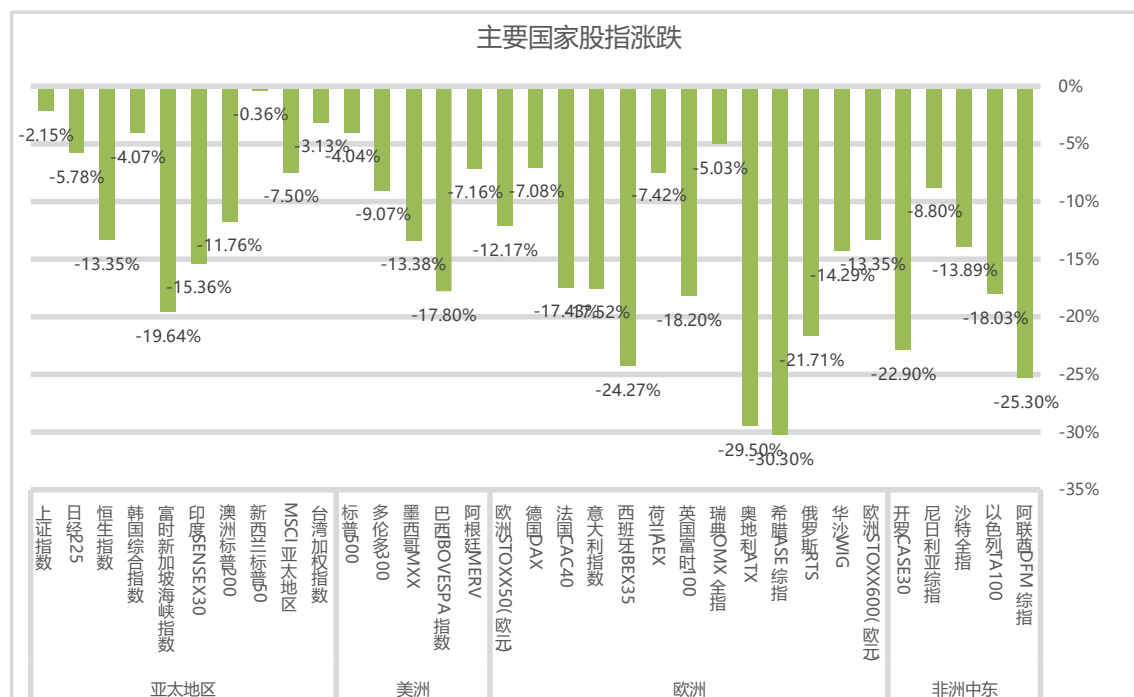


数据来源：Wind、方正中期研究院

（三）外围市场和相关资产走势

在新冠疫情这个重大风险的刺激之下，全球的股票市场全面走弱。上半年总体上看，表现较差的是拉美和欧洲国家：墨西哥、巴西股市分别下跌 13.38%和 17.8%，法国、意大利股市下跌 17.43%和 17.52%。印度股市降幅也较大，下跌 15.36%。此外，中东和东欧国家市场普遍大幅走弱。希腊和奥地利股市跌幅高达 30.3%和 29.5%。俄罗斯股指也下跌了 21.71%。中国、美国、德国市场分别下跌 2.15%、4.04%、7.08%，表现相对较好。可以明显的看出，截至年中经济受到疫情影响严重的国家市场表现较差。

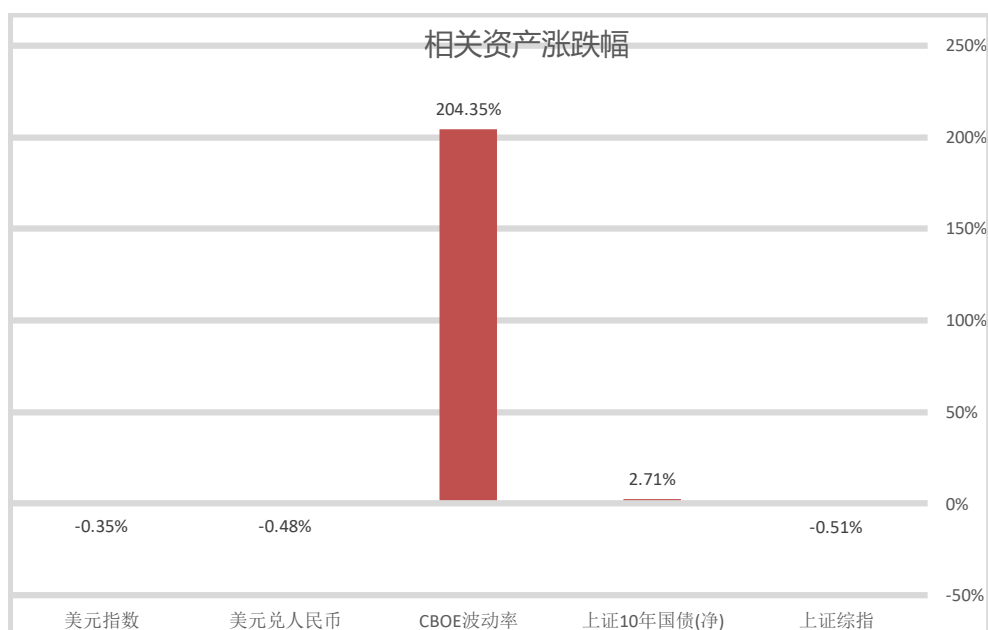
图 6 主要国家股指涨跌幅



数据来源：Wind、方正中期研究院

其他资产价格方面，美国股市的调整对应了 VIX 指数的明显上涨，表现出美国股市整体风险偏好有所下行。这和国内外债市的反映的问题类似。

图 7 其他主要大类资产涨跌幅



数据来源：Wind、方正中期研究院

二、股指期货行情分析

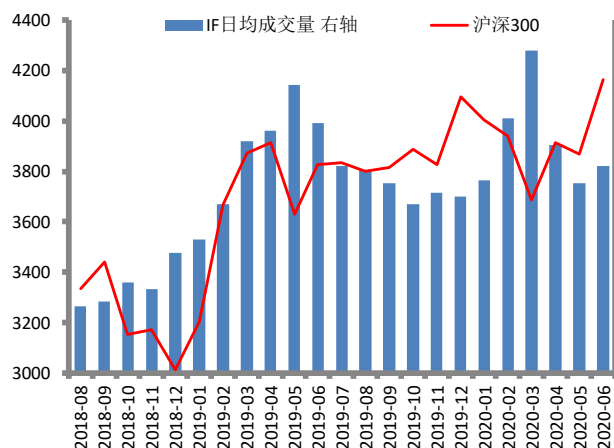
今年上半年行情波动加大，三个品种的期指总成交量和总持仓量均有一定上升，市场整体交投活跃度明显增加。三大合约大部分时间都处于贴水之中，但部分时间出现明显升水，短期套利机会稍纵即逝。IH/IC价差随着风险偏好的上升而下行，博弈二者价差回落的跨品种套利机会仍然存在。

（一）股指期货交投分析

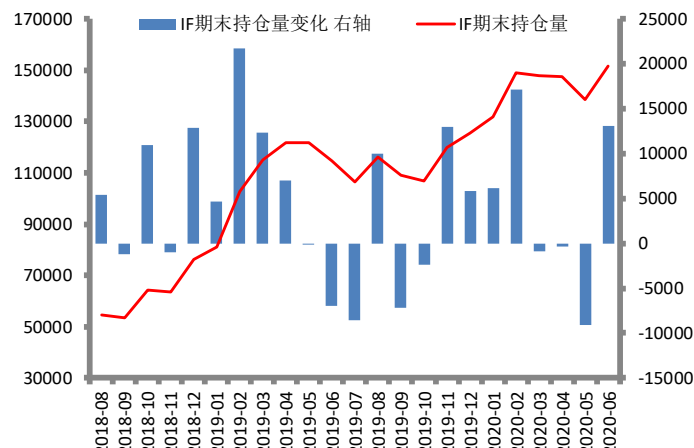
截至6月30日，IF、IH、IC期货合约当月日均成交量分别为93797手、35226手、107691手；期末持仓量分别为151525手、59675手、195594手，较去年年末分别增加25942手、2259手、29330手。相较于去年年底前后，目前的股指期货交易活跃度明显提升。但和历史高位相比，仍有一定差距：目前IF合约日均总成交量仅为2015年高位的十分之一，总持仓量约为2015年最高水平的三分之二左右。IF、IH、IC的成交持仓比分别为61.90%、59.03%、55.06%。横向比较来看，今年IC成交活跃度明显超过IF和IH，这与去年四季度开始的中小盘交易趋于活跃有关。

图 8 沪深 300 指数和 IF 合约成交量

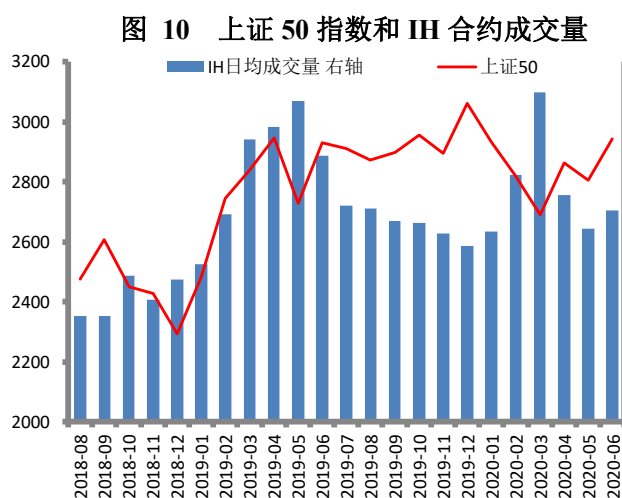
图 9 IF 合约持仓量及其变动



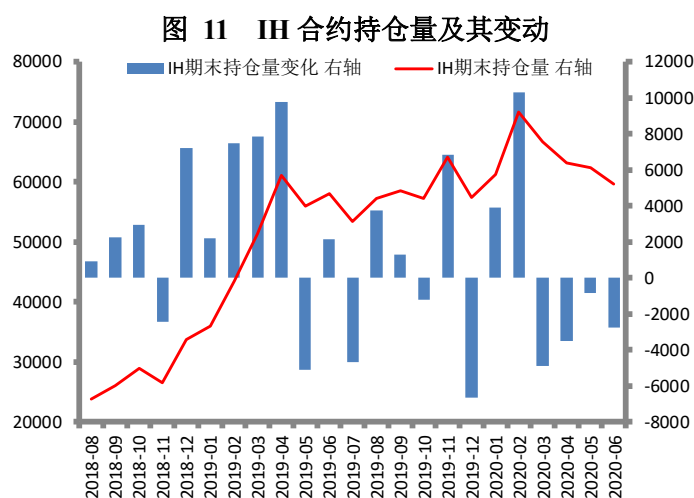
数据来源：Wind、方正中期研究院



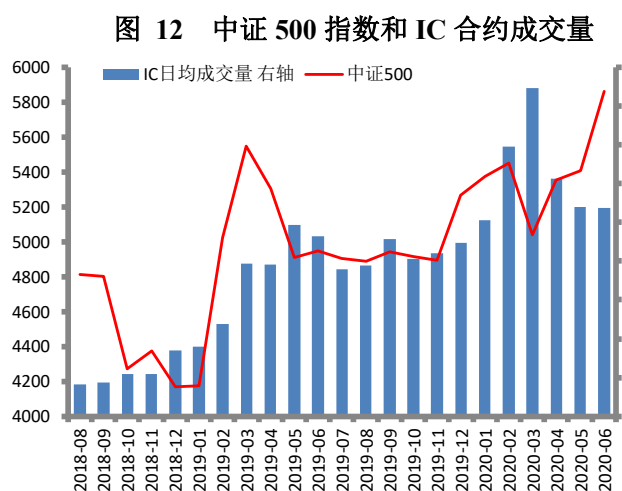
数据来源：Wind、方正中期研究院



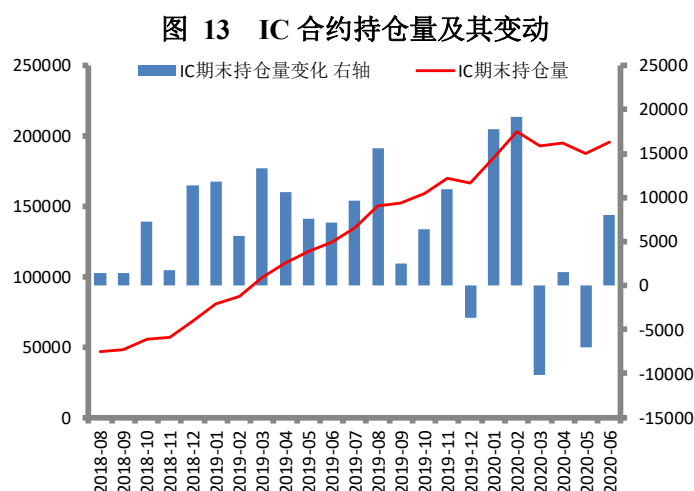
数据来源：Wind、方正中期研究院



数据来源：Wind、方正中期研究院



数据来源：Wind、方正中期研究院



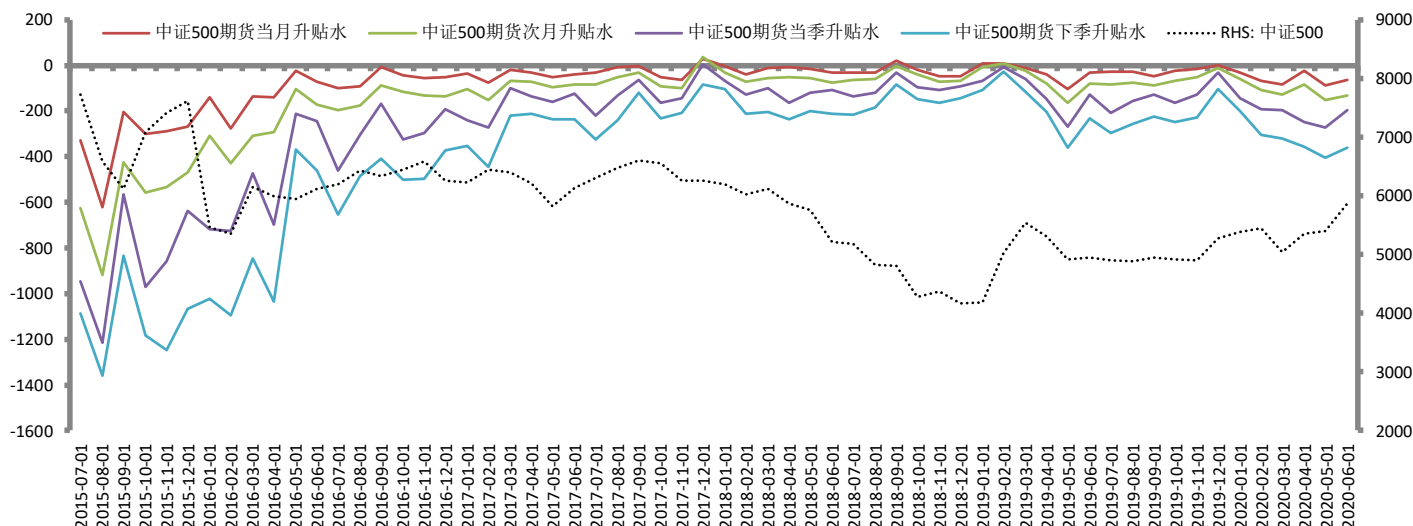
数据来源：Wind、方正中期研究院

（二）股指期货基差分析

基差是期货最为重要的特征之一。对于股指期货而言，升贴水除了反应无风险收益率、市场整体盈利能力之外，部分层面上也反应了市场对于后市的预期，即所谓的价值基差。理论上，由于资金成本的存在，到期日越远的合约价格越高，到期日越近的合约价格相对较低。2015 年之后股指期货处在长时间的大额贴水状态运行，尤其是 IC 合约，IH 合约则在 2017 年和 2019 年曾短暂转为升水。这既有市场的悲观预期的原因，又有限制股指期货交易流动性匮乏的溢价，以及缺乏现货做空机制的因素。

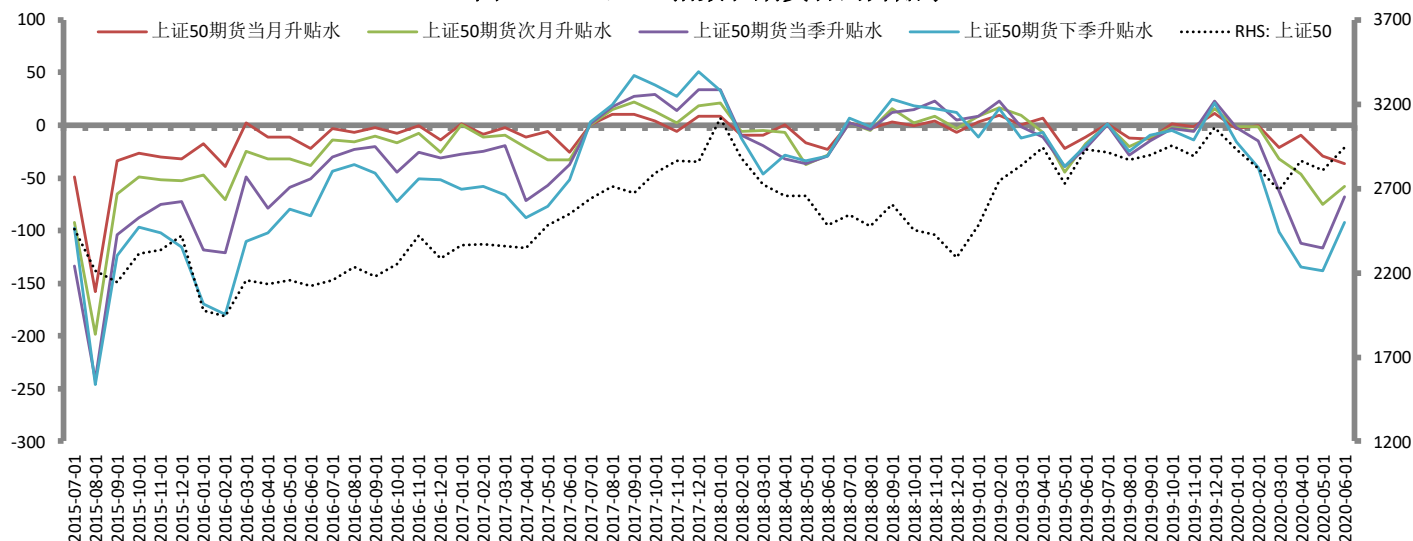
今年以来，股指期货大部分时间依然处于大额贴水之中。IF 和 IH 贴水率一度超过 4%，IC 贴水率最深甚至达到 7% 以下。并且在二季度贴水幅度进一步走深，这一现象的主要原因有三个。一是经济受疫情影响之后，央行持续出台各种宽松的政策，刺激无风险利率水平出现明显回落，不利于期货贴水的修复。二是由于现货指数的计算原因，分红季指数将会出现自然的回落，影响期指上行。三是市场情绪悲观的情况下，价值价差抬高，限制了贴水回升的幅度。随着货币宽松步伐放慢、分红季结束，以及市场情绪的修复，三者不利因素都已经减轻甚至消失，因此期货贴水将继续修复，基差仍有可能回落。

图 14 沪深 300 指数和期货合约升贴水



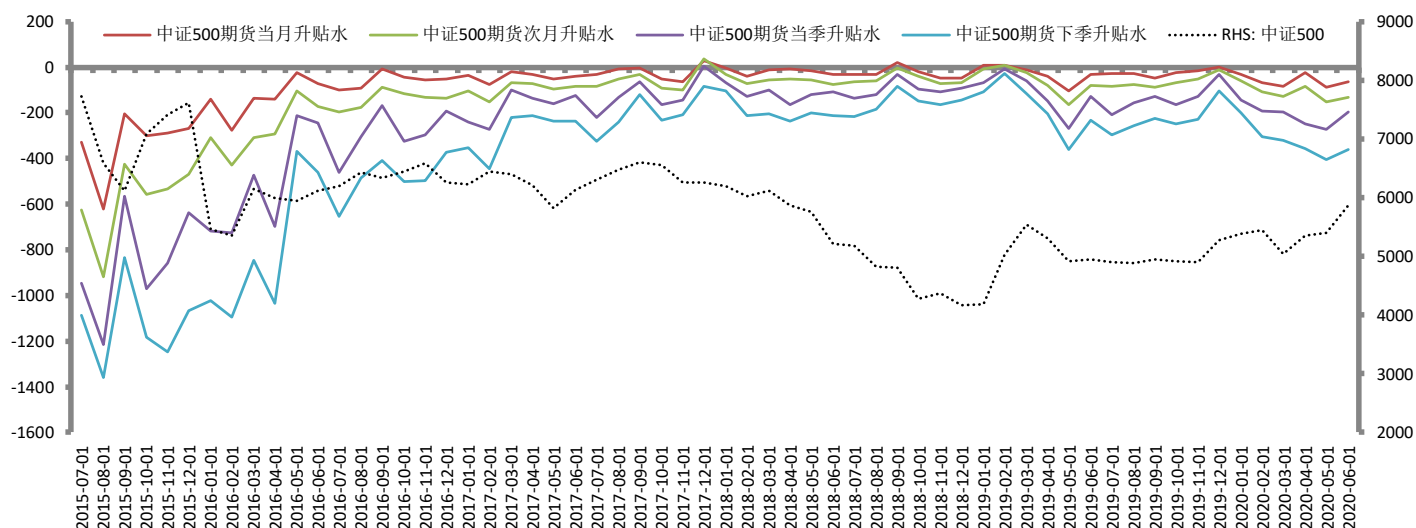
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 15 上证 50 指数和期货合约升贴水



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 16 中证 500 指数和期货合约升贴水

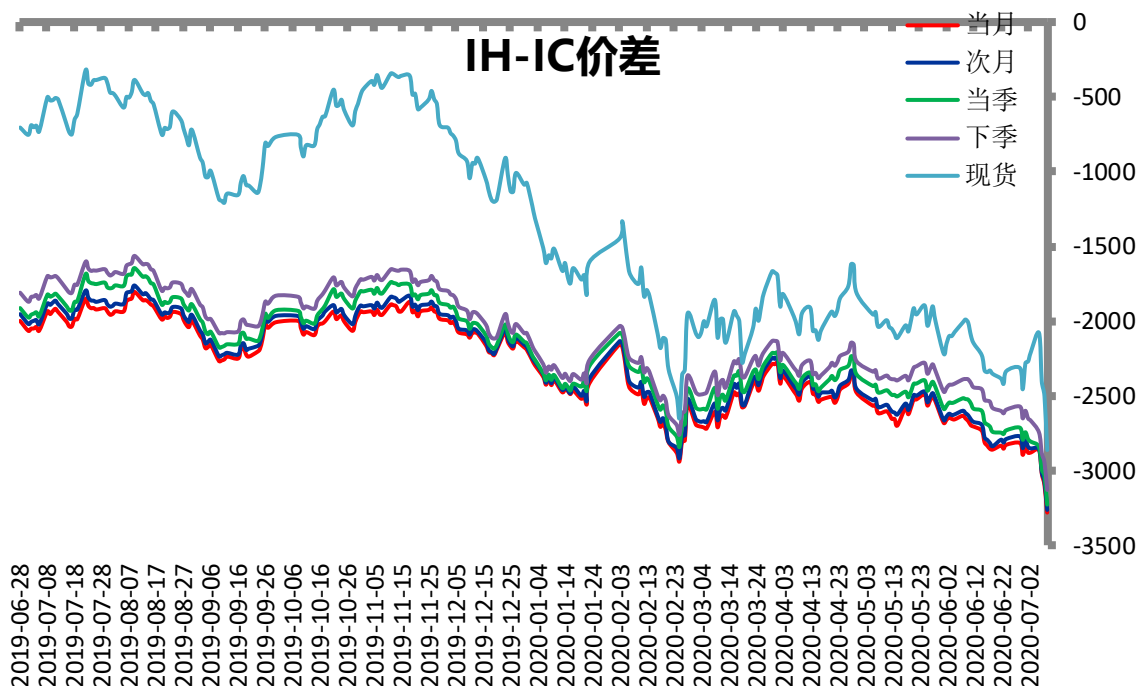


数据来源：Wind、方正中期研究院

（三） 股指期货套利分析

由于股指现货缺乏做空机制，大额的贴水套利机会往往难以实现。而股指期货的升水幅度又极为有限，没有超出无套利区间，所以期现套利在国内股指期货市场暂时无法实现。仅在部分时间段，如在 7 月 6 日期货出现大额升水，可以通过买入现货做空期货的方式实现套利。但第二个交易日现货端的 ETF 与实际指数变动方向并不一致，套利存在价差不回归的风险，仅可以短期尝试。跨期套利方面，随着市场情绪转向积极乐观，目前远期贴水已经呈现修复趋势，可选择做多远期做空近期合约的方式博取贴水修复过程中的收益。跨品种套利方面，随着市场风险偏好的持续上升，IH/IC 价差明显回落。从趋势上看，该价差已经突破了 2 月份的低点，回到 2018 年上半年的水平，并且有进一步下降的态势。可继续采取做多 IC 和做空 IH 的方式博取跨品种套利收益。

图 17 IH-IC 价差变动



数据来源：Wind、方正中期研究院

第二部分 基本面分析

基本面来看，新冠疫情是上半年影响经济和市场的最重要风险。经济数据中，产出端的 GDP 和工业增加值，需求端的固定资产投资、社会零售消费、进出口增速等全面走弱，都与疫情有关。二季度复苏过程中需求端表现较好的是投资中的房地产投资和消费中的汽车消费，下半年可能将转向基建投资和服务消费的复苏。我们认为，疫情对经济的冲击是短期的，目前经济已进入复苏轨道，并且下半年将加速复苏。而一季度市场的暴力震荡，已经完成对经济走弱的定价。二季度经济开始复苏的同时，指数也出现反弹。货币政策步伐放慢之后，利好影响开始减弱，但货币政策并非紧缩，因此中长期看政策非利空因素。风险主要集中在外部，经济和非经济因素需要关注。市场表现方面，金融市场资金利率先降后升，和货币政策转向一致。场内资金总体流出，但年中开始有所流入。场外资金入场基金，新成立基金份额明显增长。市场整体估值水平上升，二季度后期低估值蓝筹股明显修复符合预期。但未来仍可优先关注成长股。

一、 公卫事件影响下，经济出现 V 型走势

新冠疫情是上半年最重要的外生风险，从产出端的 GDP 和工业增加值，到需求端的固定资产投资、社会零售消费、进出口增速等指标全面走弱，都与此有关。一季度 GDP 甚至出现 6.8% 的负增长。我们认为，疫情对经济的冲击是短期影响因素，随着后疫情时期到来，停工停产等防疫政策逐步解除，经济已经进入复苏轨道，并且这一趋势将贯穿下半年。二季度复苏过程中需求端表现较好的是投资中的房地产投资和消费中的汽车消费，下半年可能将转向基建投资和服务消费的复苏。但是外需的风险仍需要警惕，并且已经失去的消费是无法回补的。我们认为即使在乐观的情况下，全年来看 GDP 增速也难以超过 4%。但在一季度市场暴力震荡的调整过程中，市场已经完成对经济走弱的定价。二季度经济开始经济复苏的同时，指数也出现

反弹。

图 18 不同当季 GDP 假设情况下全年 GDP 增速

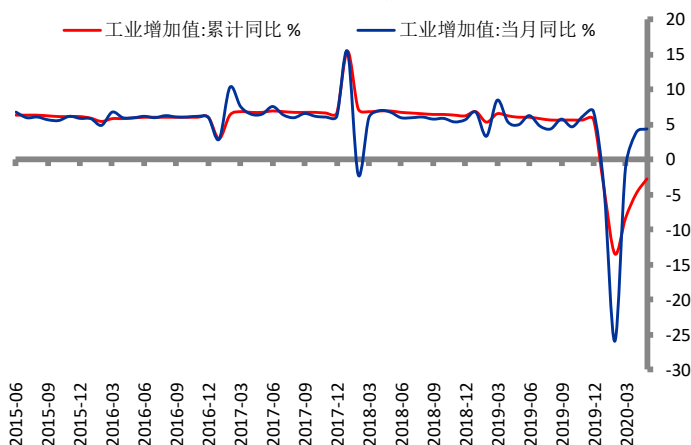
		一季度	二季度	三季度	四季度
情景1	当季GDP增速	-6.80%	-2.00%	0.00%	4.00%
	累计GDP增速	-6.80%	-4.28%	-2.76%	-0.88%
情景2	当季GDP增速	-6.80%	0.00%	3.00%	6.00%
	累计GDP增速	-6.80%	-3.22%	-1.02%	0.93%
情景3	当季GDP增速	-6.80%	2.00%	4.00%	6.00%
	累计GDP增速	-6.80%	-2.17%	0.01%	1.68%
情景4	当季GDP增速	-6.80%	4.00%	6.00%	8.00%
	累计GDP增速	-6.80%	-1.12%	1.40%	3.24%

数据来源：Wind、方正中期研究院

（一）疫情影响短期情况，产出已经重新回稳

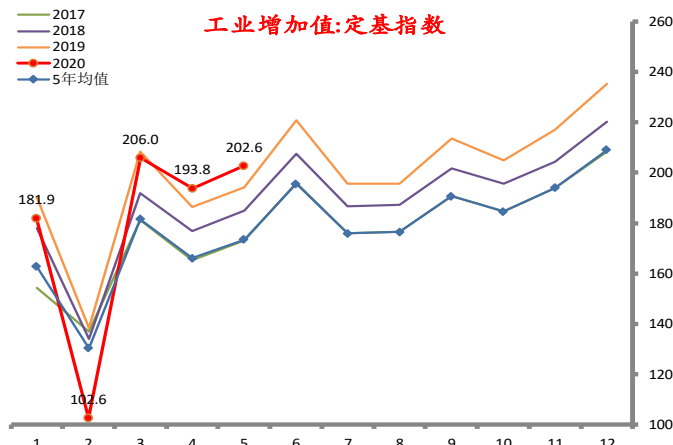
上半年部分时间段国内疫情严重，政府防疫措施包含非必须行业的停工停产，因此工业产出受到严重打击，尤其是劳动密集型行业。工业增加值当月同比增速在2月一度同比下降多大25.86%。但随后伴随复工复产的推进，产出端迅速恢复，至5月工业增加值当月同比增速升至4.4%，已经接近疫情之前的水平。结合需求和库存指标看，今年上半年迅速经历了主动加库存、被动加库存、主动去库存三个阶段，年中前后已经初步转向被动去库存。我们认为，下半年经济大概率转向主动加库存，产出端表现将会进一步恢复。从行业上看，黑色金属等原材料行业受影响更小，制造业多受到较明显影响，但随后恢复较快，如专用设备制造和电子制造等行业。从行业上看，重资产行业的持续改善对于部分周期股有明显利多，而在年中前后加速上涨过程中集中体现。

图 19 工业增加值降幅一度超过 25%



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 20 主要是 2 月受到疫情拖累严重



数据来源：Wind、方正中期研究院

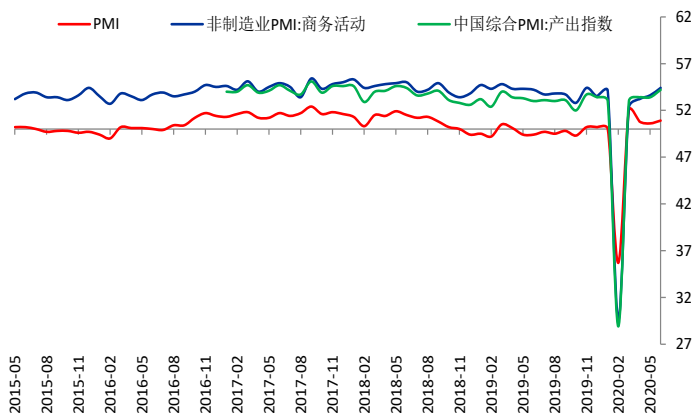
图 21 工业增加值分项数据

官方累计 同比	下游行业					中游行业										上游行业							
						加工组装					原材料												
日期	食品制 造业	农副食 品加工 业	纺织业	医药制 造业	汽车制 造业	通用设 备制造 业	专用设 备制造 业	电气机 械及器 材制造 业	计算机、 通信和其 他电子设 备制造业	铁路、船舶 、航空航 空和其他 运输设备 制造业	电力、热力的 生产和供 应业	黑色金 属冶炼 及压延 加工业	有色金 属冶炼 及压延 加工业	非金属 矿物制 品业	橡胶和 塑料制 品业	化学原 料及化 学制品 制造业	煤炭开 采和洗 选业	石油和 天然气 开采业	黑色金 属矿采 选业	有色金 属矿采 选业	非金属 矿采选 业	开采辅 助活动	其他采 矿业
2020/05	-1.0	-5.5	-6.7	0.9	-7.9	-4.9	1.0	-2.8	3.7	-4.8	-2.3	2.8	0.5	-4.1	-6.2	-2.1	0.5	-4.0	-3.1	-1.7	-5.7	-8.6	-7.6
2020/04	-3.3	-7.0	-10.6	0.0	-15.0	-9.0	-4.2	-5.8	1.8	-7.3	-3.9	1.7	-0.6	-7.6	-9.4	-3.9	0.6	0.1	-5.2	-3.1	-9.3	-6.8	-7.8
2020/03	-7.9	-11.1	-16.8	-2.3	-26.0	-17.2	-13.5	-12.9	-2.8	-13.7	-5.4	0.5	-3.8	-13.7	-16.2	-6.8	-0.6	1.3	-7.6	-6.1	-16.9	-4.7	-8.9
2020/02	-18.2	-16.0	-27.2	-12.3	-31.8	-28.2	-24.4	-24.7	-13.8	-28.2	-7.3	-2.0	-8.5	-21.1	-25.2	-12.3	-8.2	2.1	-16.2	-13.1	-25.5	-3.1	-18.3
2019/12	5.3	1.9	1.3	6.6	1.8	4.3	6.9	10.7	9.3	7.4	6.5	9.9	9.2	8.9	4.8	4.7	5.5	3.7	7.1	3.0	0.2	21.7	3.8
2019/11	5.4	2.1	1.4	6.8	0.7	4.1	7.0	10.4	8.9	9.0	6.4	9.9	9.6	8.9	4.9	4.4	5.1	3.6	7.8	3.3	-0.6	25.2	2.7
2019/10	5.4	2.4	1.2	7.0	-0.2	3.9	6.9	10.1	8.8	9.8	6.4	9.7	9.9	9.0	4.8	4.0	4.8	2.6	7.2	3.2	-0.8	27.5	-8.1
2019/09	5.6	3.0	1.5	6.9	-0.8	3.9	7.1	10.0	8.9	10.5	6.3	10.1	9.9	9.6	4.9	4.1	4.7	2.9	7.0	3.3	-0.5	28.8	-8.6
2019/08	5.7	3.6	1.6	6.9	-1.0	3.9	7.1	9.8	8.5	11.1	6.4	10.2	10.2	9.9	4.7	4.3	3.7	2.7	6.9	3.0	-0.3	30.5	-8.5
2019/07	5.8	4.1	1.8	6.7	-1.8	4.5	7.7	9.7	9.1	11.4	6.6	10.2	10.5	10.2	4.8	4.6	3.6	2.7	7.0	2.9	0.1	31.9	-5.8
2019/06	5.5	4.7	1.9	6.6	-1.4	5.1	8.3	10.0	9.6	10.6	6.6	10.3	10.4	10.4	4.7	4.8	2.8	2.3	7.3	3.3	0.4	33.4	-3.9
2019/05	5.2	5.1	1.9	6.7	-1.0	5.7	9.0	9.7	9.4	9.5	6.8	9.5	9.7	10.7	4.7	4.6	0.9	2.1	7.4	3.6	0.7	37.0	-0.8
2019/04	5.5	5.4	2.2	7.2	-0.3	6.7	10.1	10.0	9.0	9.7	7.1	8.9	9.7	11.0	4.7	5.0	0.4	2.0	6.9	3.9	0.8	38.0	1.7
2019/03	5.4	6.1	3.7	6.4	0.2	8.4	12.6	11.0	7.8	10.9	6.5	7.9	10.1	11.5	6.4	5.5	0.4	1.6	5.7	5.6	0.6	33.9	6.4
2019/02	6.0	6.3	0.2	5.9	-5.3	4.4	10.0	8.0	6.0	7.9	6.1	7.5	9.3	8.8	2.2	4.3	-2.0	-0.4	5.4	8.0	2.2	28.0	9.4

数据来源：Wind、方正中期研究院

从PMI观察可以看到，因新冠肺炎疫情影响，2月总指数明显下挫，3月则出现明显回升。但基于PMI等同于“环比增速”的性质，一季度的“翘尾效应”已经形成。但随后PMI持续高于50荣枯线，表明产出端不断修复。我们此前剔除年初阶段为主动加库存，但疫情也改变了这一周期，2月开始有明显的去库存迹象。上游净需求和下游净需求等指标也下挫。截至6月，新的被动去库存迹象开始显现，预计下半年将进入主动加库存阶段，内生动力将推动经济进一步修复。而长周期来看，需求周期也是位于阶段性底部。无论供给还是需求端的情况均对市场上行有一定支持。

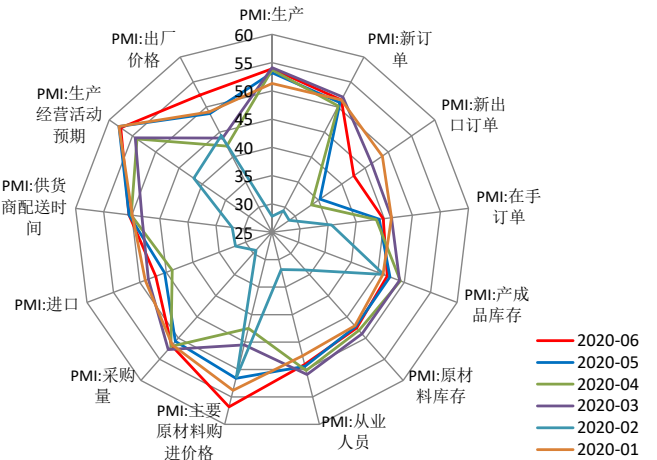
图 22 2月 PMI 明显低于正常区间



数据来源：Wind、方正中期研究院

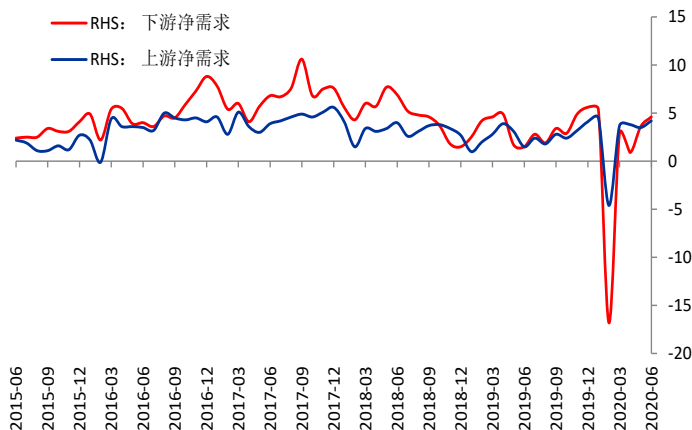
图 24 上半年需求回落为主

图 23 3月开始 PMI 分项多数扩张

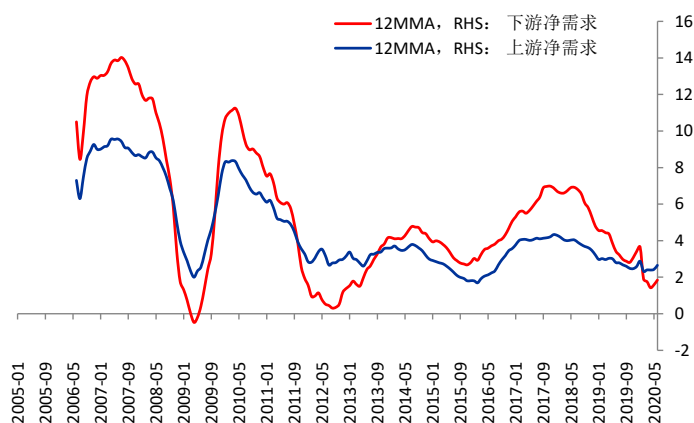


数据来源：Wind、方正中期研究院

图 25 中长期需求仍在底部



数据来源：Wind、方正中期研究院

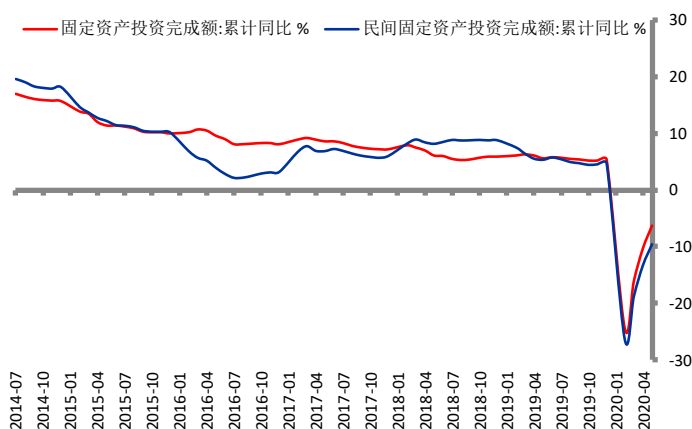


数据来源：Wind、方正中期研究院

（二） 下半年消费转向服务，投资转向基建

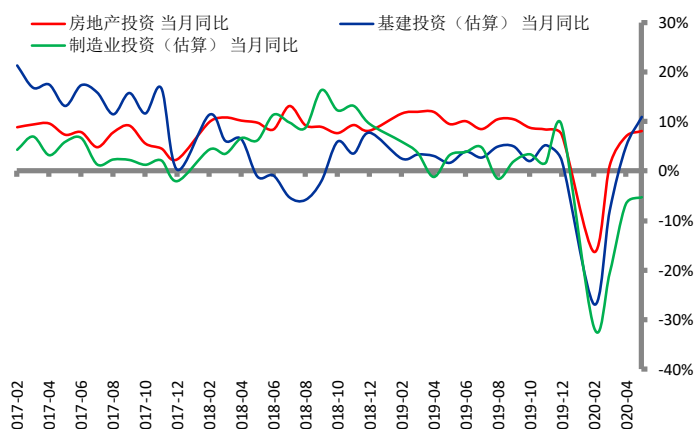
投资需求依然是总需求中最重要的一项。从分项上看，疫情期间受打击最严重的是制造业投资。并且由于其后周期的性质，预计未来仍将以缓慢复苏为主，但是复苏的方向更为确定，这也是内生经济动力的最主要体现。而在二季度需求从底部回升的过程中，房地产的表现是明显超预期的，也是此前投资需求最主要的推动力。基建投资也有一定回升，并且其增速至5月已经超过房地产投资，成为三大分项中的最佳表现。我们认为，下半年可能接替房地产投资成为投资需求中的亮点。基建相关行业以及其背后的中周期类股票都将受益，对市场整体也有带动作用。

图 26 城镇投资、民间投资均出现断崖下滑



数据来源：Wind、方正中期研究院

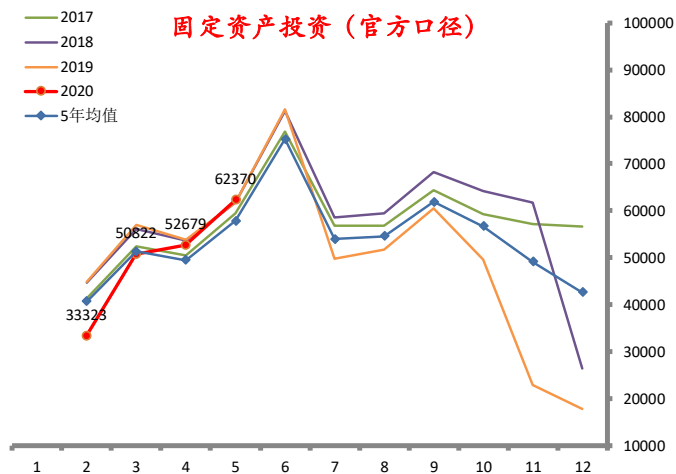
图 27 房地产投资复苏最快，基建投资更持续



数据来源：Wind、方正中期研究院

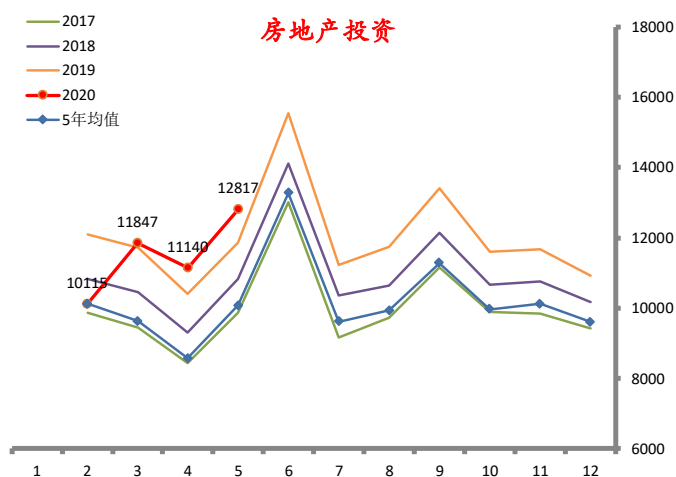
图 28 固定资产投资二季度明显恢复

图 29 基建投资二季度表现加好



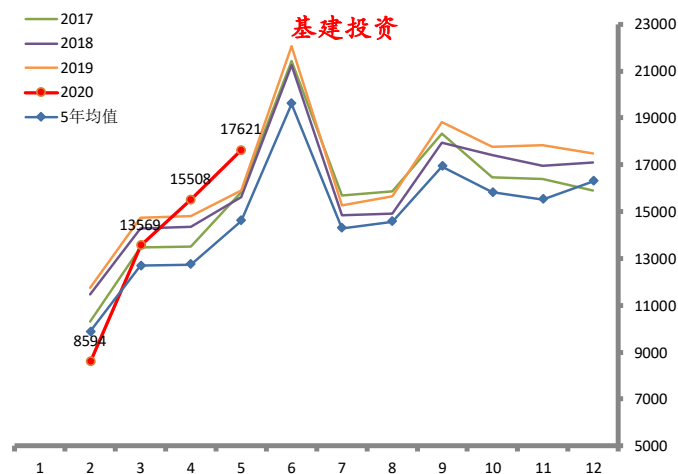
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 30 房地产投资首先企稳



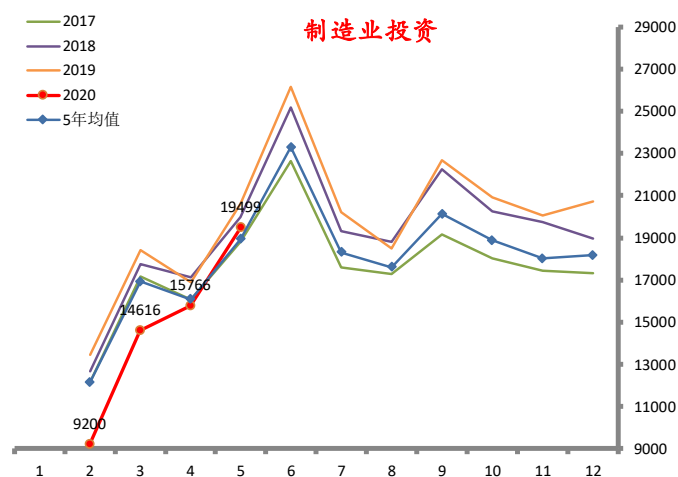
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 32 社消总额明显受挫



数据来源: Wind、方正中期研究院

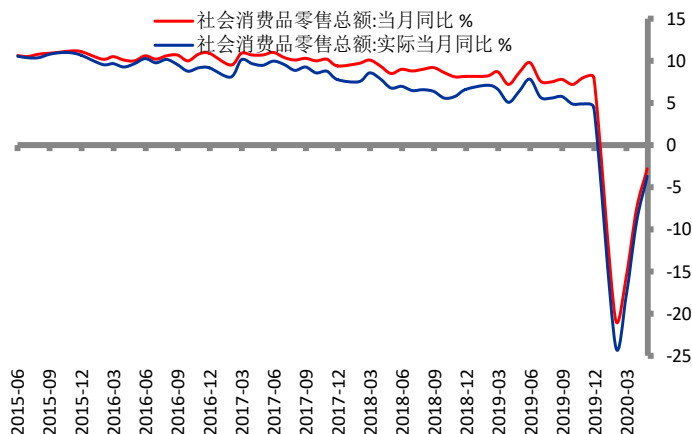
图 31 制造业投资恢复较慢



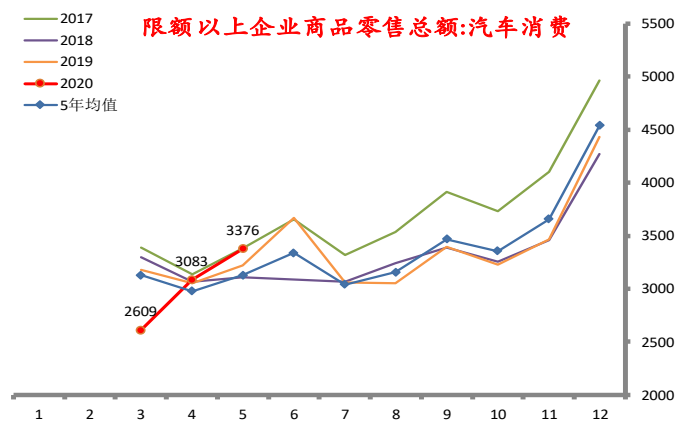
数据来源: Wind、方正中期研究院

图 33 汽车消费恢复至正常水平

上半年消费同样受到疫情的严重打击。防疫措施对消费的抑制主要体现在两个方面。一是商场设施的关闭,以及房地产销售受抑制,导致汽车、家电、建材等大宗耐用品消费明显下挫。但是食品、医药、日用百货等必需品回落有限。二是服务消费受到的打击明显,餐饮、旅游、交通、娱乐等行业作为人员密集的消费行业受到影响首当其冲。此外,消费业态从线下转向线上的情况进一步加速。从最新数据看,汽车等耐用品消费,汽车、家电等消费5月已经恢复甚至超过疫情之前的最高值。我们认为,下半年汽车消费大概率重新转向平稳,而服务消费将进一步修复。尤其是交通和餐饮,随着复工复产的推进将成为短期的重要边际增长推动。此外旅游、娱乐、餐饮等还需要关注政府是否放宽防疫措施。大概率将会逐步解除景区人数限制、电影院线限制等。因此,服务消费将是下半年消费复苏的重点方向。预计这一变动将有助于可选消费类股票上行,对中证 500 指数等利多影响更大。



数据来源：Wind、方正中期研究院



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 34 必需品受影响小，汽车、地产相关消费明显恢复

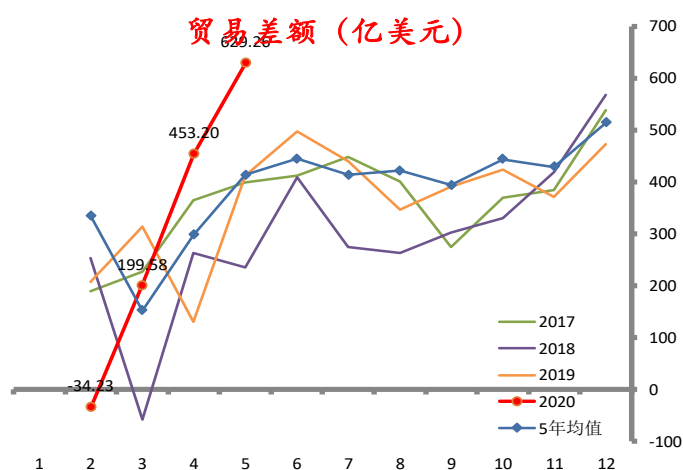
官方当月同比	粮油、食品、烟酒	粮油、食品	饮料	烟酒	服装鞋帽、针纺织品	服装	化妆品	金银珠宝	日用品	体育、娱乐用品	书报杂志	家用电器和音像器材	中西药品	文化办公用品	家具	通讯器材	石油及制品	建筑及装潢材料	汽车	其他	餐饮消费	商品零售
2020-05		11.40	16.70	10.40	-0.60	-1.50	12.90	-3.90	17.30	15.40	10.80	4.30	7.30	1.90	3.00	11.40	-14.00	1.90	3.50		-18.90	-0.80
2020-04		18.20	12.90	7.10	-18.50	-20.70	3.50	-12.10	8.30	11.60	-11.50	-8.50	8.60	6.50	-5.40	12.20	-14.10	-5.80	0.00		-31.10	-4.60
2020-03		19.20	6.30	-9.40	-34.80	-36.90	-11.60	-30.10	0.30	-7.10	3.60	-29.70	8.00	6.10	-22.70	6.50	-18.80	-13.90	-18.10		-46.80	-12.00
2020-02		9.70	3.10	-15.70	-30.90	-33.20	-14.10	-41.10	-6.60	-4.00	-32.70	-30.00	0.20	-8.90	-33.50	-8.80	-26.20	-30.50	-37.00		-43.10	-17.60
2019-12	10.70	9.70	13.90	12.50	1.90	0.70	11.90	3.70	13.90	22.60	16.10	2.70	8.20	-11.50	1.80	8.80	4.00	0.60	1.80	0.90	9.10	7.90
2019-11	9.20	8.90	13.00	8.30	4.60	5.00	16.80	-1.10	17.50	20.10	7.40	9.70	4.90	4.60	6.50	12.10	0.50	-0.30	-1.80	-0.40	9.70	7.80
2019-10	8.20	9.00	9.50	4.40	-0.80	-0.30	6.20	-4.50	12.00	11.50	5.20	0.70	5.10	-3.40	1.80	22.90	-4.50	2.60	-3.30	-0.70	9.00	7.00
2019-09	9.00	10.40	8.90	4.20	3.60	3.30	13.40	-6.60	12.00	15.70	6.60	5.40	6.60	-0.20	6.30	8.40	-0.40	4.20	-2.20	3.70	9.40	7.60
2019-08	12.30	12.50	10.40	12.60	5.20	5.60	12.80	-7.00	13.00	12.10	9.00	4.20	7.70	19.80	5.70	3.50	-1.20	5.90	-8.10	2.00	9.70	7.20
2019-07	10.10	9.90	9.70	10.90	2.90	1.90	9.40	-1.60	13.00	8.80	2.90	3.00	11.60	14.50	6.30	1.00	-1.10	0.40	-2.60	0.70	9.40	7.40
2019-06	9.50	9.80	9.10	8.20	5.20	4.70	22.50	7.80	12.30	7.20	-0.80	7.70	10.40	6.50	8.30	5.90	3.50	1.10	17.20	1.30	9.50	9.90
2019-05	10.70	11.40	12.70	6.60	4.10	5.00	16.70	4.70	11.40	5.90	11.10	5.80	11.20	3.10	6.10	6.70	3.10	-1.10	2.10	-3.60	9.40	8.50
2019-04	8.20	9.30	9.70	3.30	-1.10	-1.10	6.70	0.40	12.60	-3.60	24.60	3.20	11.50	3.60	4.20	2.10	0.10	-0.30	-2.10	-7.90	8.50	7.00
2019-03	11.40	11.80	12.10	9.50	6.60	6.30	14.40	-1.20	16.60	-0.90	9.60	15.20	11.80	-4.00	12.80	13.80	7.10	10.80	-4.40	2.10	9.50	8.60

数据来源：Wind、方正中期研究院

上半年整体情况来看，外贸方面受到的扰动较大。尤其是二季度的进口金额，由于国内开始主动去库存、海外疫情持续发酵影响物流、大宗商品价格持续下挫等因素，进口金额明显低于季节性。出口金额则相对更为平稳，主要是国内疫情发生时间早，应对措施及时有效，并且医疗物资出口的大幅增长，也从一定程度上弥补了其他方面的损失。贸易差额显著增加，有一定的所谓“衰退性逆差”的迹象。我们认为，随着国内疫情的好转，影响贸易的产出端问题将逐步消除，海外需求仍是最重要影响因素。由于新兴国家和部分发达国家的疫情仍在加速蔓延，因此外需的风险仍需要持续警惕。国际大宗商品价格从二季度后期开始出现明显回升，未来可能一定程度上帮助进口金额增加。而从全球产业链角度看，制造业当前面临的困局将会继续存在，海外需求打击之外，上游供给受疫情影响也不可忽视。另外，四季度美国将进行 2020 年大选，特朗普政府打“中国牌”拉选票的行为，可能加剧中美贸易冲突可能有重新激化的风险。这也是股指下半年面临的最主要风险。

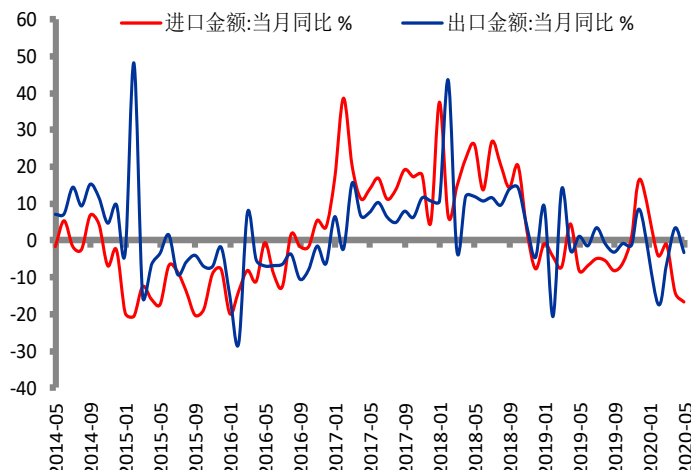
图 35 贸易差额的持续上升

图 36 出口增速复苏但进口增速回落



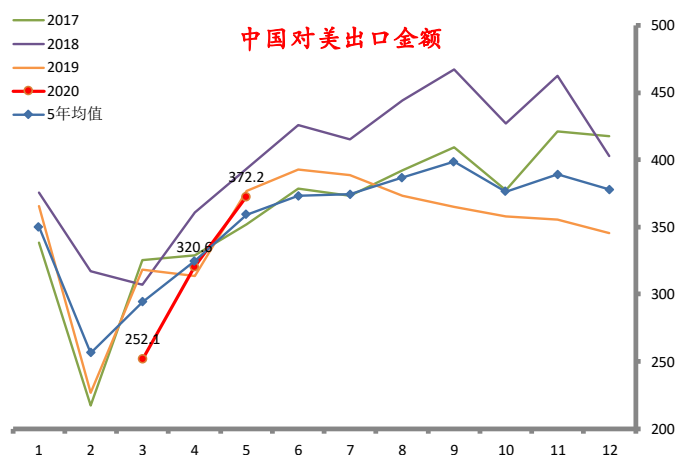
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 37 复工后对美出口迅速恢复

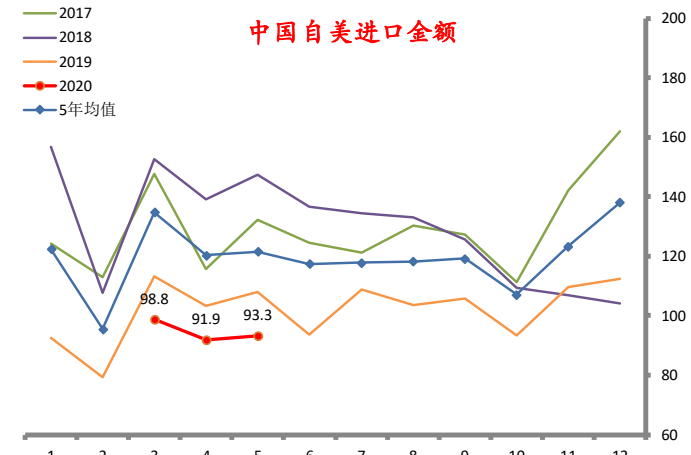


数据来源：Wind、方正中期研究院

图 38 自美进口持续偏弱



数据来源：Wind、方正中期研究院

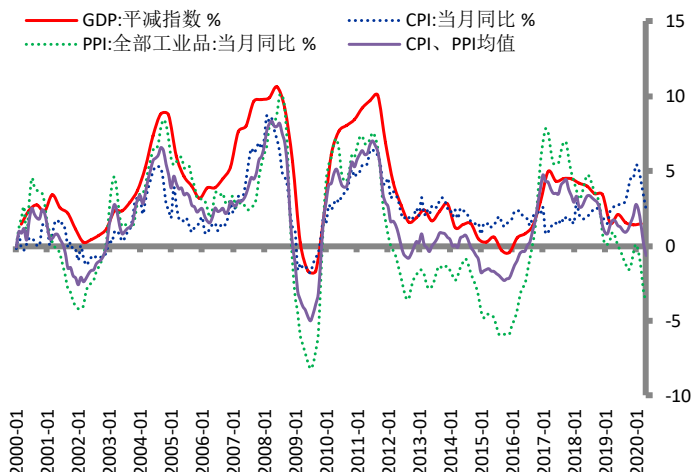


数据来源：Wind、方正中期研究院

（三）通缩风险缓和，CPI、PPI 剪刀差将回落

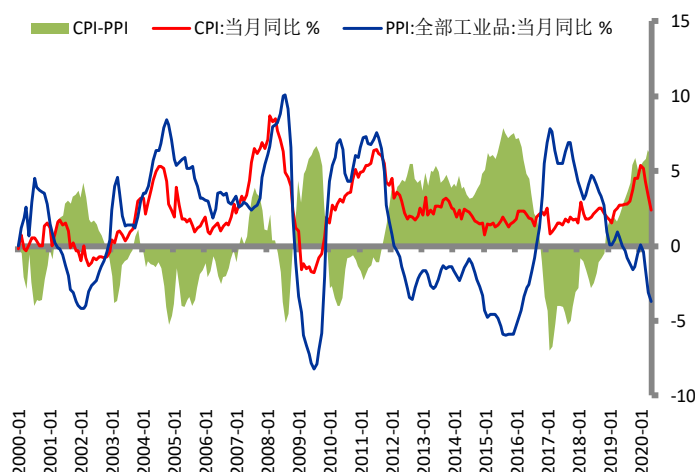
今年以来，CPI 在猪肉价格和能源价格带动下增速持续回落，PPI 则受到国际油价和金属价格的下跌而走弱。CPI 和 PPI 走势分化扩大，主要是 PPI 跌幅更为明显所致。二者的同步下跌，也明显拖累的 GDP 平减指数，通缩风险一度为金融市场所警惕。我们认为，下半年在猪周期、国际油价、房租等多重因素的作用下，CPI 可能将继续承压回落到四季度，中途甚至可能跌至 0 附近。但 PPI 将出现一定的回升，二者剪刀差将会缩窄，对企业部门的不利影响也减小。通缩风险主要集中在上半年尤其是二季度，下半年情况将会缓和。风险仍然主要在于油价而不在肉价。当前体系下 CPI 对央行的影响力已经下降，央行在《货币政策报告》等文件中多次表达。而 PPI 对货币政策的影响从宽松转向中性，为应对经济短期通缩而宽货币的必要性下降，侧面支持二季度后期开始的货币政策转向。从更长期的角度看，此前高度宽松货币政策的货币政策效果可能在明年显现，或对价格产生一定的向上拉动作用。年内来看仍没有明显通胀风险，未来 PPI 的反弹有利于企业部门收入、利润和资产负债表修复。对上游采掘和中游原材料行业利好更明显。

图 39 CPI、PPI 与 GDP 平减指数均下降



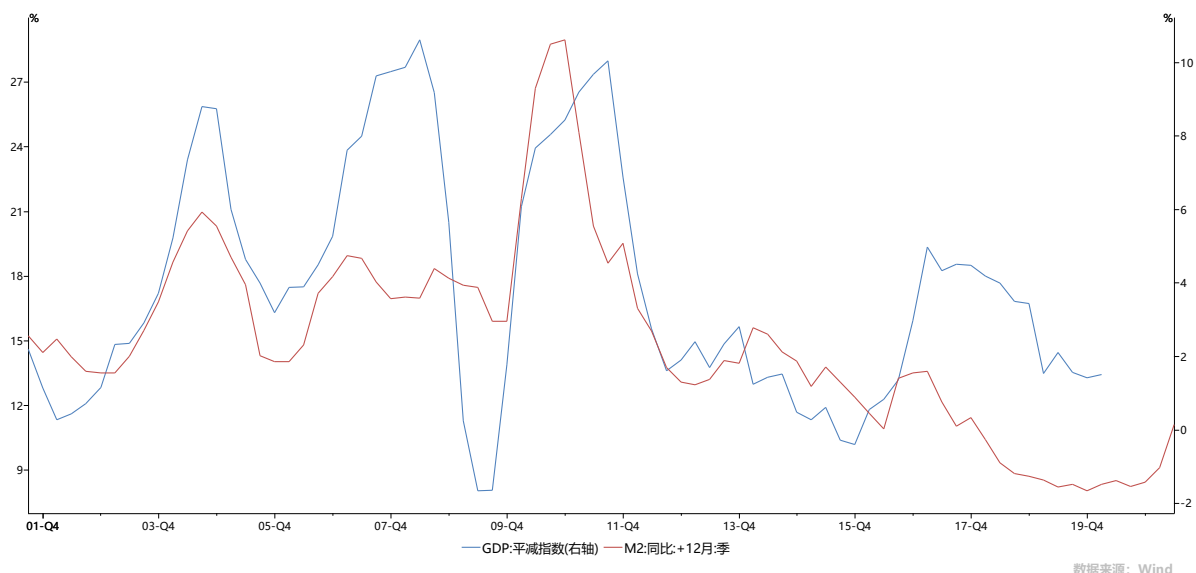
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 40 CPI、PPI 剪刀差扩大



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 41 货币政策对通胀的拉动可能将在 2021 年体现



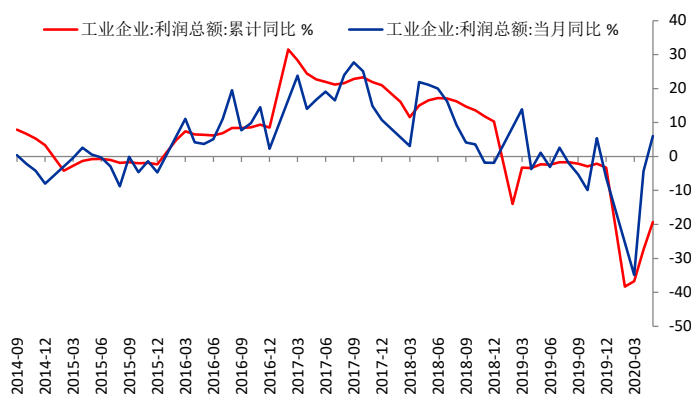
数据来源：Wind、方正中期研究院

（四） 利润受产出拖累后，下半年将继续修复

工业企业利润增速总体呈现先下降后反弹的 V 型走势，这和工业产出的变动态势基本一致，但具体行业变动差异巨大。上游行业中黑色金属受到房地产和基建影响表现相对较好。但是中游原材料类行业中的黑色和有色金属冶炼加工表现不佳。这表明黑色产业链利润向上游集中，叠加疫情影响中游并没有太多受益。原油价格的暴跌也令石油开采和能化行业利润大幅下滑。中游制造业行业中，电子制造业和专用设备制造业修复相对更快，交运设备在基建带动下也明显修复。下游消费行业中刚性消费如农副食品加工、医药等表现较好，汽车走弱明显。此外根据库存和价格水平判断，可以明显发现去年四季度的主动加库存从 2 月开

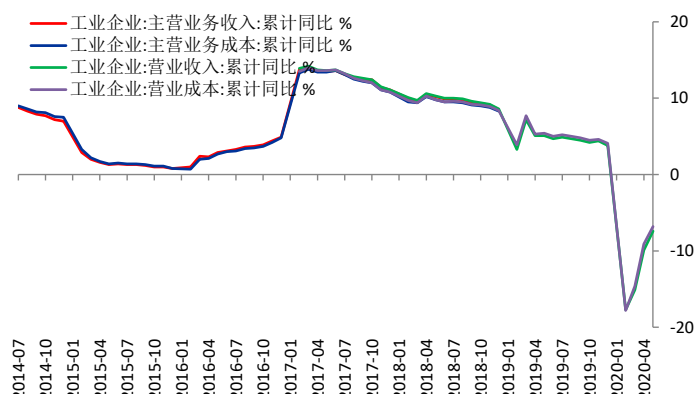
始进入被动加库存阶段，4月开始进入主动去库存阶段。我们认为存，疫情影响下库存迅速完成一整个周期变动，之后重回内生力量推动为主。年中前后已经转向被动去库存，下半年开始主动加库。企业利润下半年将会继续回升，尤其是同比增速可能在三季度升幅明显。这对股指的估值修复将有明显提振。

图 42 企业利润快速回落后回升



数据来源：Wind、方正中期研究院

图 43 主营业务收入下跌后部分修复



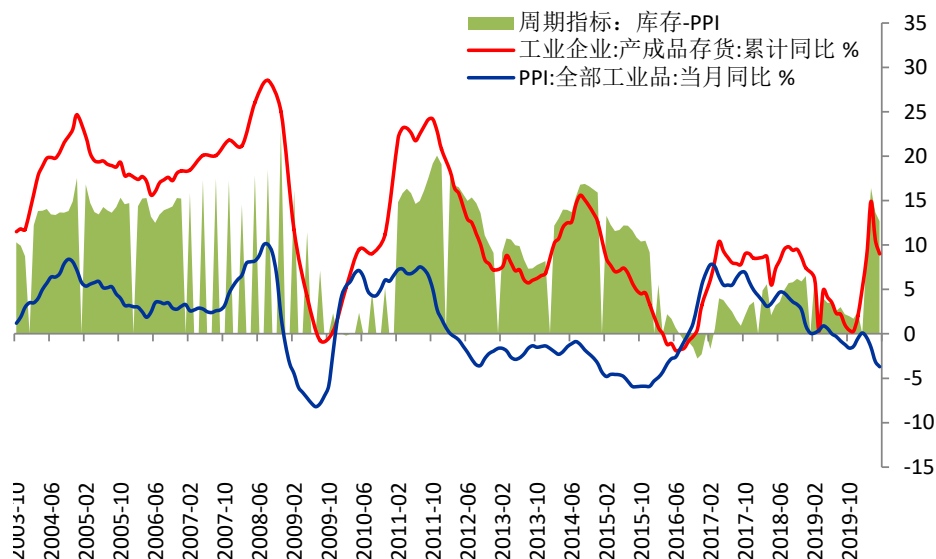
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 44 主要行业利润同比增速

官方累计 同比	下游行业					中游行业												上游行业							
						加工组装					原材料														
日期	食品制 造业	农副食 品加工 业	纺织业	医药 制造业	汽车制 造	通用设 备制造 业	专用设 备制造 业	电气机 械及器 材制造 业	计算机、 通信和其 他电子设 备制造 业	铁路、船舶 、航空航 天和其他 运输设 备制造 业	电力、热力 的生产 和供应 业	黑色金 属冶炼 及压延 加工 业	有色金 属冶炼 及压延 加工 业	非金属 矿物制 品业	橡胶和 塑料制 品业	化学原 料及化 学制品 制造业	煤炭开 采和洗 选业	石油和 天然气 开采业	黑色金 属矿产 业	有色金 属矿产 业	非金属 矿产采 选业	开采专 业及辅 助性活 动	其他采 矿业		
2020/05	-2.5	19.0	-10.3	-0.5	-33.5	-6.5	16.6	-11.6	34.7	-6.5	-19.5	-57.2	-43.7	-12.0	3.6	-38.6	-31.2	-75.8	20.9	-15.3	2.0	-156.8			
2020/04	-13.0	20.0	-19.8	-7.4	-52.1	-17.6	-3.1	-22.9	15.0	-11.7	-27.0	-60.4	-40.3	-19.7	-11.9	-48.0	-27.0	-56.4	40.3	-31.8	-2.9		-50.0		
2020/03	-27.4	11.2	-38.8	-15.7	-80.2	-39.9	-34.7	-47.0	-12.0	-33.2	-30.7	-55.7	-30.2	-34.0	-30.9	-56.5	-29.9	-20.1	-47.8	-33.9	-17.2		-100.0		
2020/02	-33.5	2.2	-59.3	-10.9	-79.6	-62.3	-55.1	-68.2	-87.0	-75.3	-19.4	-34.4	28.3	-37.0	-52.9	-66.4	-45.6	23.7	-86.2	-33.4	-31.3		-100.0		
2019/12	9.1	3.9	-10.9	5.9	-15.9	3.7	12.9	10.8	3.1	11.9	19.0	-37.6	1.2	7.5	12.0	-25.6	-2.4	1.8	396.5	-28.8	6.1		60.0		
2019/11	11.1	8.3	-7.0	10.0	-13.9	4.4	13.6	13.3	4.1	8.7	20.6	-42.3	8.7	10.7	13.7	-23.3	-1.7	-0.4	170.7	-23.0	14.0	80.4	75.0		
2019/10	8.7	5.1	-6.4	10.6	-14.7	2.8	12.0	15.0	6.0	13.1	16.2	-44.2	5.4	10.9	13.9	-25.3	-2.1	3.4	189.5	-23.0	19.8	154.9	75.0		
2019/09	11.5	3.5	-4.3	10.0	-16.6	3.0	12.9	13.5	3.6	22.7	13.7	-41.8	8.1	11.8	12.9	-13.0	-3.2	7.9	178.0	-23.6	18.5	129.5	75.0		
2019/08	12.5	2.5	-3.4	9.5	-19.0	4.3	13.3	15.8	-2.7	27.6	12.4	-31.3	9.7	11.1	11.7	-13.1	-4.3	7.3	180.8	-23.7	16.4	69.0	50.0		
2019/07	14.6	0.9	0.1	9.3	-23.2	5.1	14.3	15.6	-6.3	26.5	12.2	-25.1	6.0	10.8	10.4	-11.6	-3.8	12.9	232.1	-25.3	20.7	27.8	16.7		
2019/06	13.5	-2.0	-0.1	9.4	-24.9	5.5	16.6	13.0	-7.9	33.2	11.5	-21.8	3.1	11.9	9.8	-13.8	-7.1	17.8	327.3	-24.5	25.6	73.8	-28.6		
2019/05	17.3	-3.7	3.2	10.9	-27.2	7.4	17.7	15.9	-13.0	42.9	13.7	-22.4	2.6	12.9	11.5	-13.6	-9.4	24.0	229.0	-26.3	16.0	221.1	-33.3		
2019/04	17.7	-4.9	3.7	9.7	-25.9	7.3	17.9	14.5	-15.3	67.6	12.3	-28.1	-6.6	12.6	8.0	-16.0	-16.5	19.7	185.2	-19.5	15.9	476.2	-20.0		
2019/03	18.9	-4.7	3.6	7.6	-25.0	18.4	32.8	21.2	-7.0	63.6	11.4	-44.5	-12.6	13.6	11.1	-17.8	-18.0	10.3	164.6	-14.9	18.4		-25.0		
2019/02	11.2	-5.5	-11.3	4.2	-42.0	0.8	14.0	10.9	-21.6	83.7	4.2	-59.0	-34.5	3.1	-6.7	-27.2	-23.2	-5.7	130.4	-26.0	11.6				

数据来源：Wind、方正中期研究院

图 45 上半年库存周期快速经历了主动加、被动加、主动去三个阶段

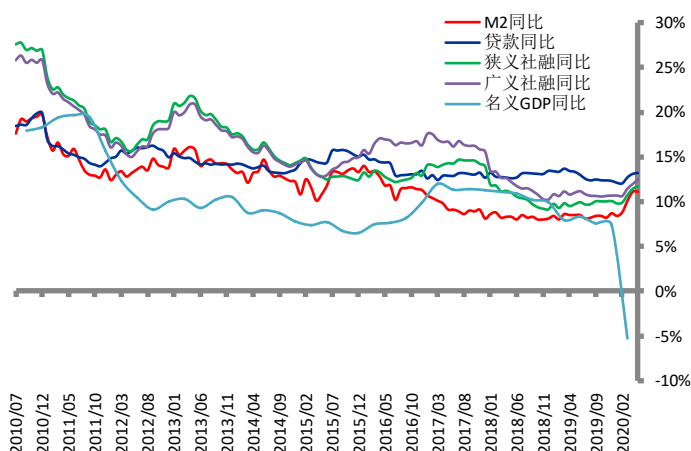


数据来源：Wind、方正中期研究院

二、政策效果显现后，宽松步伐已经放慢

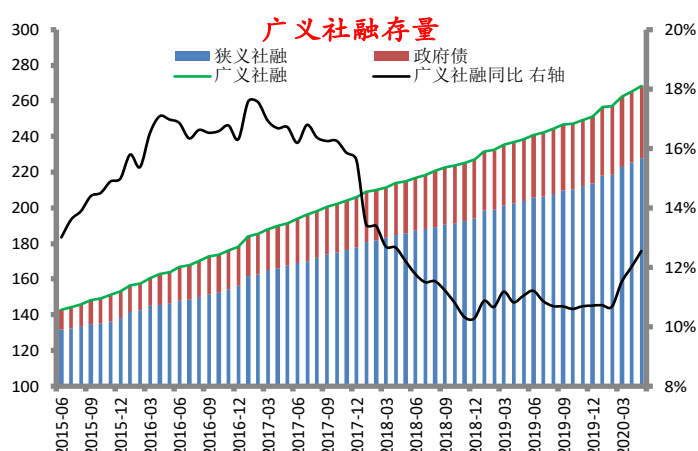
政策方面，年初以来央行综合采用了降准、降低 MLF 利率和 LPR、降低逆回购利率等方式支持实体经济战胜疫情。M2、贷款、社融等显著加速，表明实体经济确实获得了低成本的流动性，企业在疫情时期得到“输血”，宽松的货币政策已经对经济企稳复苏起到明显支持作用。各部门尤其是企业部门的杠杆率出现飙升。财政政策也明显转向宽松，尤其是二季度两会以来，新发行大量债券筹集资金，下半年将为抗疫和基建增添助力。我们认为，随着疫情影响逐步减小，货币政策已转向稳健。从支持企业部门转向支持政府部门，为今年新增的大量赤字提供融资保证。而在目前全球货币政策宽松力度减弱，以及新冠疫情对经济影响逐步减小，经济步入企稳复苏正轨的情况下，下半年进一步降息的可能性已经下降，至多可能再降息一次。货币政策对市场的利多影响下半年将会明显削弱。

图 46 M2、贷款和社融增速明显加快



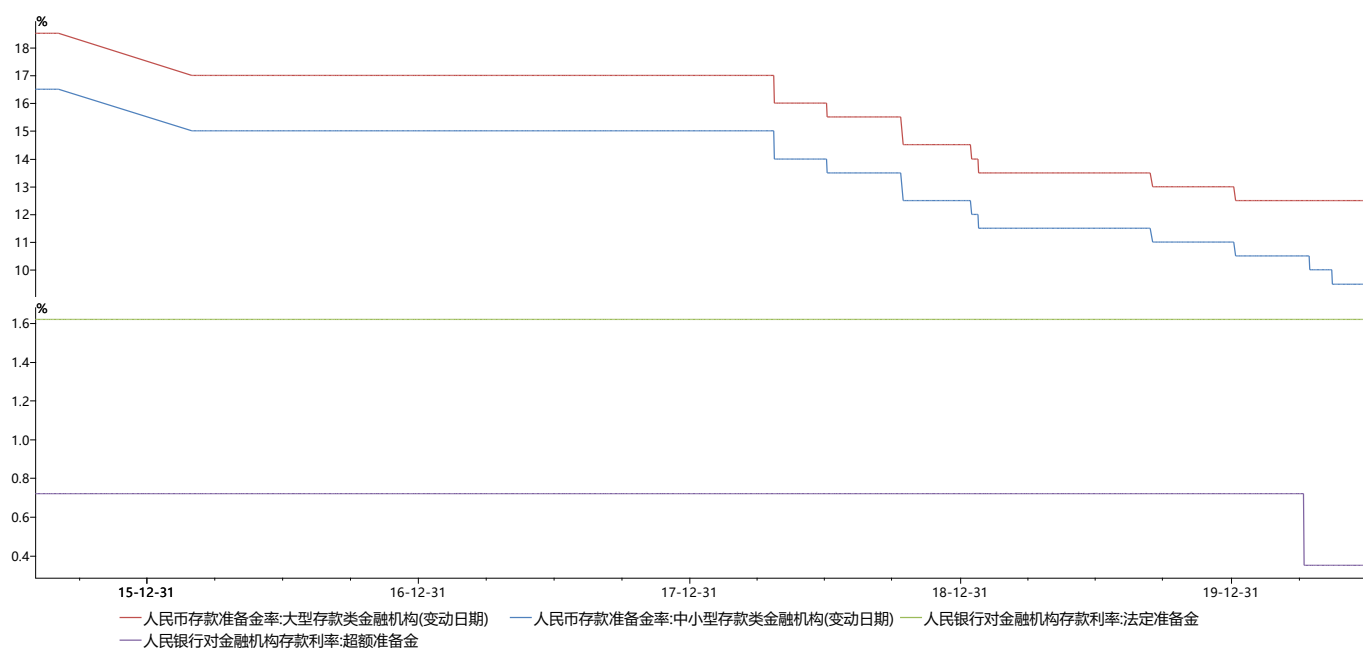
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 47 广义社融增速显著上升



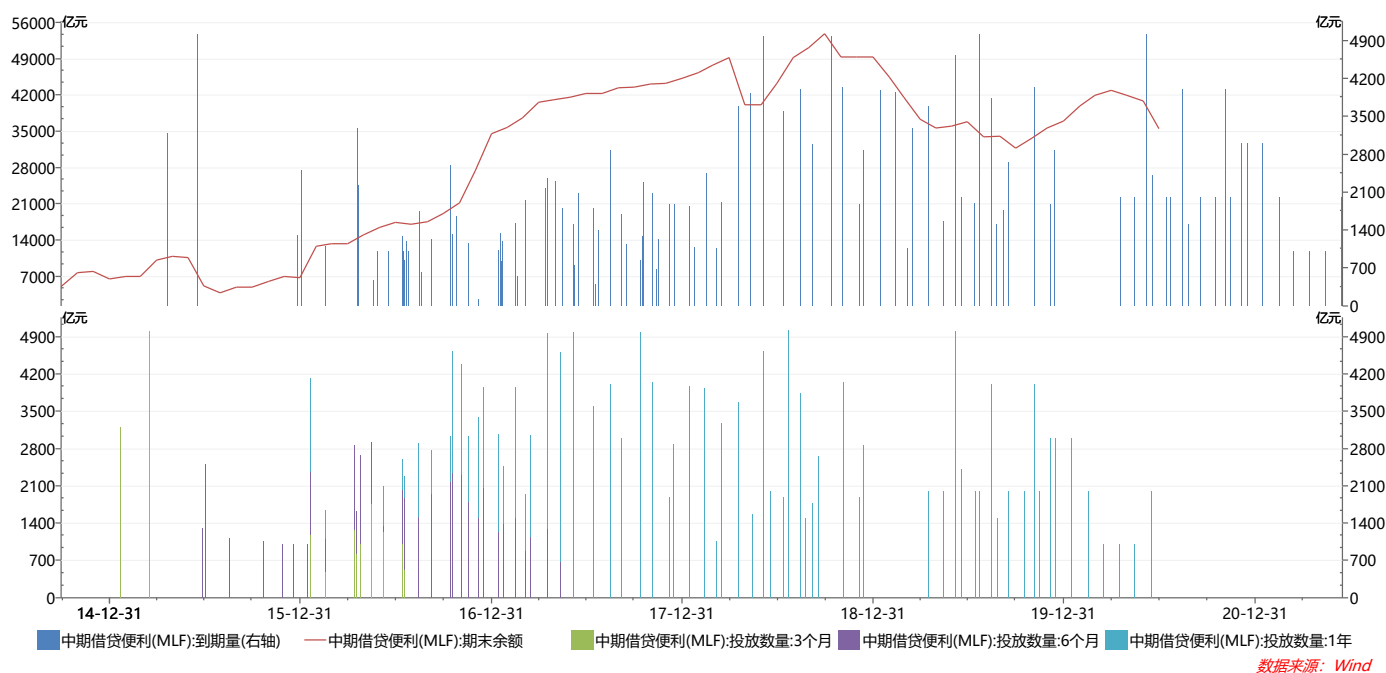
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 48 央行两次降准，一次降 IOER



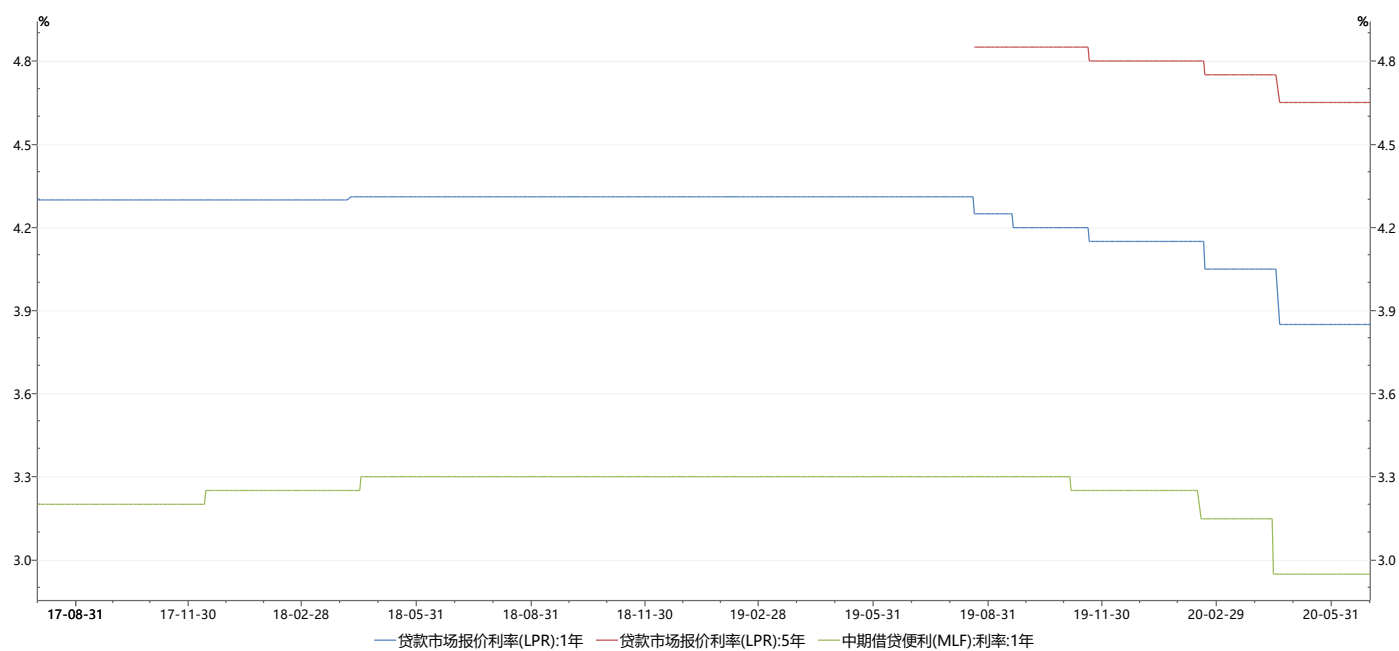
数据来源：Wind

数据来源：Wind、方正中期研究院
图 49 年内 MLF 到期后多减量续做



数据来源：Wind

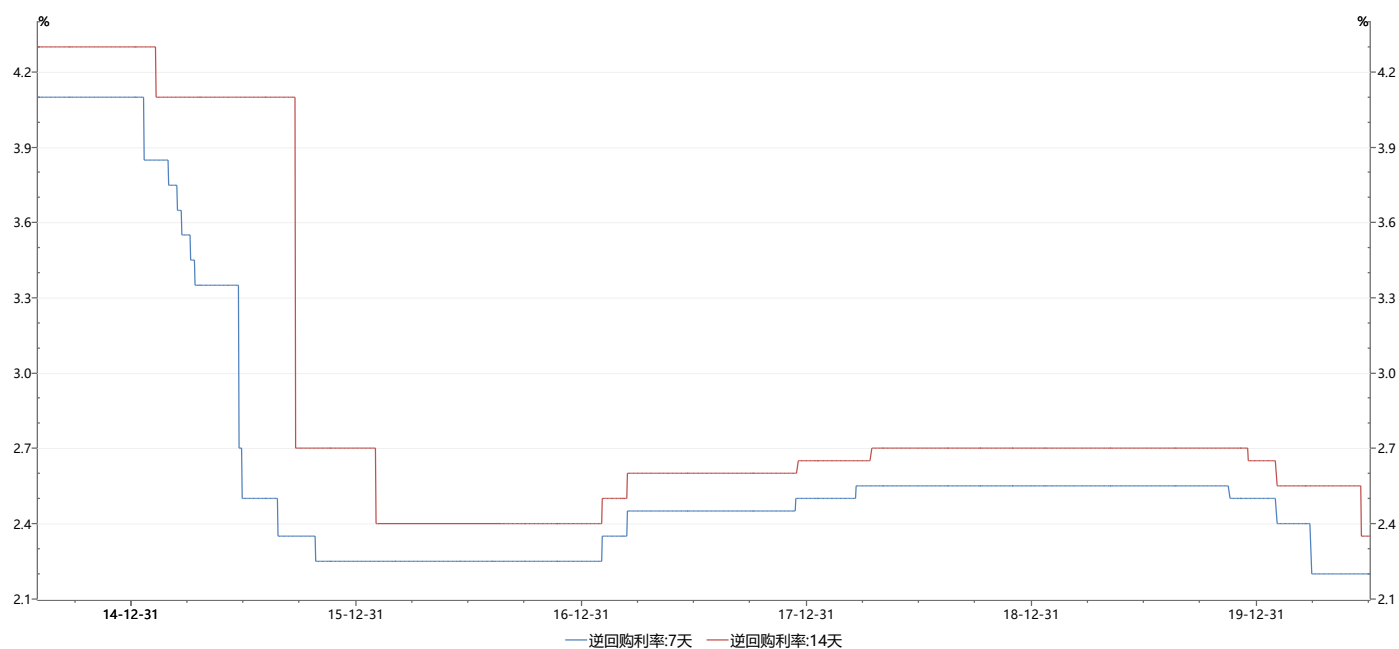
数据来源：Wind、方正中期研究院
图 50 MLF 和 LPR 利率上半年两次调降



数据来源: Wind

数据来源: Wind、方正中期研究院

图 51 上半年央行两度调降 7 天和 14 天逆回购利率



数据来源: Wind

数据来源: Wind、方正中期研究院

图 52 截至一季度实体经济融资利率加速下行趋势明显



数据来源: Wind

数据来源: Wind、方正中期研究院

今年以来影响经济的最主要因素就是新冠疫情带来的打击,托底实体经济也就更为必要。从根本上说,此次经济受到的冲击并未内生因素导致,因此在具体策略中,并没有加码去年两会上的全面减税等手段,而是采用增加政府支出的方式,更加精准定向的扶持需要帮助的企业和地方政府。在经济持续维持稳定复苏的形势下,完成今年就业目标问题不大,国内经济的底线能够守住。财政政策明显宽松的信号从两会开始,广义赤字水平上升达 3.6 万亿元。天量的资金到位之后,除了用于支持基层、保民生的资金之外,将主要投向基建投资方面,包括特别国债中的主要部分也将面向基建投资。新基建成为总基建投资的重要方面,旧基建则仍是拉动投资的主力。从资金流动节奏上看,5 月是地方债大量发行的时间段,7 月则是特别国债的主要发行时间。筹集资金将从年中开始投放,尤其是三季度对基建的拉动将进一步显现。我们预计,下半年基建投资增速有望进一步恢复,乐观情况下全年基建投资总体增速或恢复至 10%附近。

图 53 《政府工作报告》设立的主要目标都调降,且不再设置 GDP 增速目标

		2017年		2018年		2019年		2020年
		预期目标	实际值	预期目标	实际值	预期目标	实际值	预期目标
主要预期目标	国内生产总值	6.5%	6.9%	6.5%	6.6%	6.0%-6.5%	6.1%	六稳、六保
	CPI涨幅	3%左右	1.6%	3%左右	2.1%	3%左右	2.9%	3.5%左右
	城镇新增就业	1100万人以上	1351万人	1100万人以上	1361万人	1100万人以上	1352万人	900万以上
	农村贫困人口	-	-	-	-	减少1000万以上	减少1109万	全部脱贫
	城镇调查失业率	-	-	5.5%以内	4.8%-5.1%	5.5%左右	5.3%以下	6%左右
	城镇登记失业率	4.5%以内	3.90%	4.5%以内	3.80%	4.5%以内	3.62%	5.50%
	单位国内生产总值能耗	下降3.4%以上	下降3.7%	下降3%以上	下降3.1%	下降3%以上	下降2.6%	单位国内生产总值能耗继续下降
	宏观杠杆率	-	-	基本稳定	-	基本稳定	-	-
	财政赤字率	3%	3%以内	2.60%	2.60%	2.80%	2.80%	3.60%
	财政赤字	2.38万亿元	2.38万亿元	2.38万亿元	2.38万亿元	2.76万亿元	2.76万亿元	3.76万亿元
政 财 策 政	对地方一般性转移支付规模	9.50%	10.10%	10.90%	10.90%	10.90%	10.90%	-
	广义货币M2同比	12%左右	8.20%	合理增长	8.10%	与名义GDP增速相匹配	8.70%	增速要明显高于去年
	社融余额同比	-	12%	-	9.78%	-	10.69%	-
	地方专项债券	8000亿元	8000亿元	1.35万亿元	1.35万亿元	2.15万亿元	2.15万亿元	3.75万亿
	减税	3500亿元左右	超过3800亿元	8000多亿元	合计1.3万亿元	合计2万亿元	合计2.36万亿元	新增减税降费约5000亿元
	降费	约2000亿元	预计6434亿元	3000多亿元				
地 产	棚户区住房改造	完成600万套	609万套	完成580万套	626万套	-	-	新开工改造城镇老旧小区3.9万个
	进城落户	1300万人以上	1330万人	1300万人	1390万人	-	-	-
基 建	铁路建设投资	8000亿元	8010.4亿元	7320亿元	8028亿元	8000亿元	8029亿元	增加资本金1000亿
	公路水运投资	1.8万亿元	22707亿元	1.8万亿元	22973.7亿元	1.8万亿元	23451亿元	-
	水利在建投资	-	-	1万亿	10141亿元	-	-	-
	新建改建农村公路	20万公里	28.5万公里	20万公里	31.8万公里	20万公里	29万公里	-
	中央预算内投资	安排5076亿元	5076亿元	安排5376亿元	5376亿元	安排5776亿元	5776亿元	6000亿元

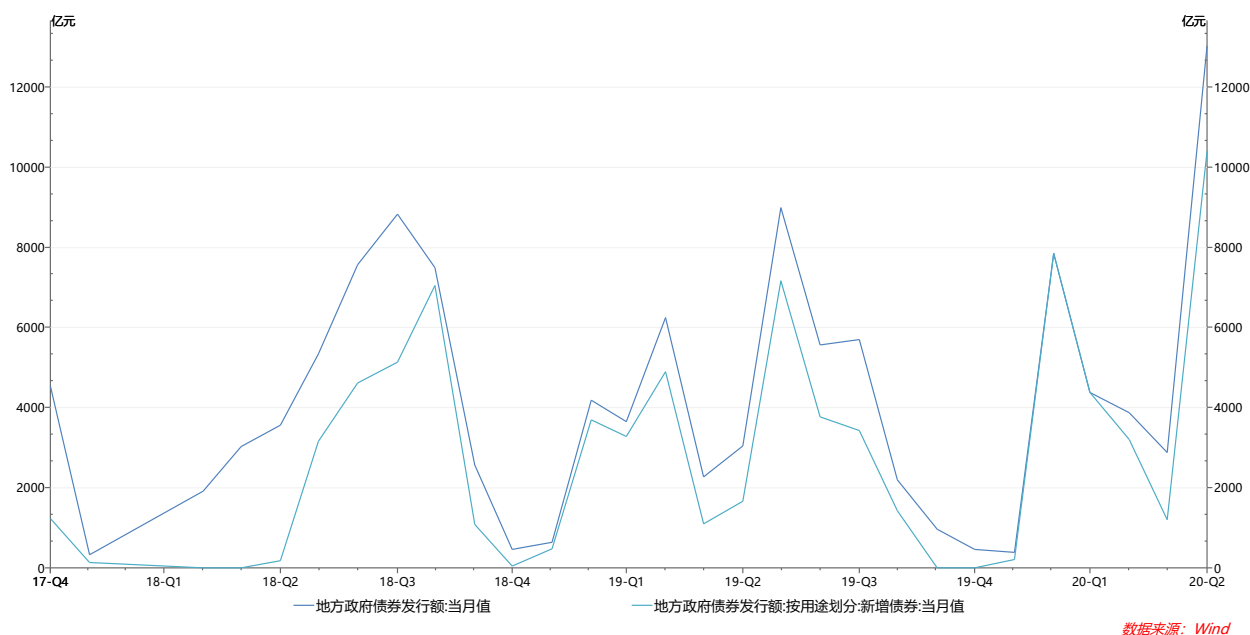
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 54 《政府工作报告》对就业的关注度明显提升

关键词		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
增长	稳增长	6	8	4	4	3	8	1
	内需	5	2	3	5	0	1	3
	投资	25	28	24	20	27	20	12
	消费	17	22	18	19	18	17	15
	外贸	1	3	5	4	2	4	3
就业	就业	9	23	25	31	22	30	39
	失业	3	4	2	2	4	6	9
三大攻坚战	防风险	0	0	1	3	2	4	0
	污染、生态	22	22	23	30	29	30	10
	脱贫、扶贫	7	4	14	15	21	19	22
改革开放	改革	77	86	79	85	102	109	28
	开放	18	21	20	15	25	25	10
发展质量	高质量	2	1	1	2	6	8	3
	新动能	0	1	5	5	5	3	2
	创新	27	38	64	41	59	46	9

数据来源：Wind、方正中期研究院

图 55 地方专项债在 5 月发行量极大



数据来源: Wind

数据来源: Wind、方正中期研究院

三、中美经济、非经济冲突对市场影响不可忽视

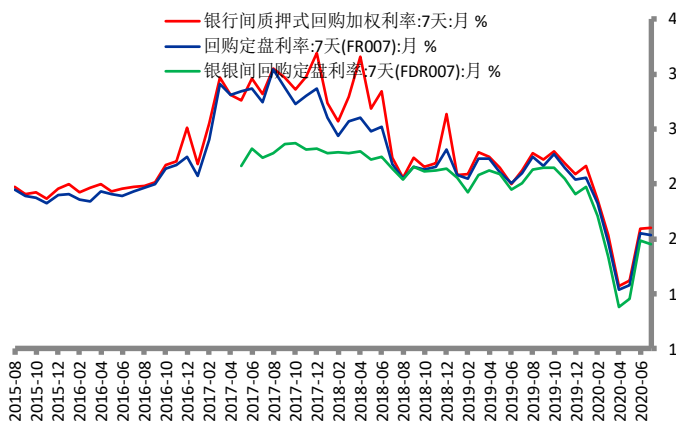
近两年影响中国宏观经济的主要风险因素之一是中美之间的贸易冲突，而该影响因素在今年年初告一段落：1月15日中美正式签署第一阶段经贸协议，风险偏好的上升带动股指从去年12月开始，持续走升至协议签署后。虽然美国总统特朗普表示很快将开启第二阶段贸易谈判，一旦完成则关税将取消。但随后的情况显示，中美对第二阶段谈判并不够积极，双方接触非常有限。直到2月国内爆发新冠疫情，3月全球疫情加速扩散之后，中美之间的经济和非经济风险开始上升。在没有确定病毒来源的情况下，美国反复“甩锅”给中国，破坏中美关系。特朗普甚至表示加征的关税可能一直保留到11月的总统大选。而由于疫情导致的国内需求下降，以及交通物流受到影响，也是为了反制美国的错误行为，中国在执行中美贸易协议的过程中也并不积极，甚至一度爆出中国暂停购买美国农产品的消息。从目前的情况看，除非在下半年增加购买量，第一阶段协议可能难以执行到位。此外，美国继续对中国采取技术封锁等手段，限制华为等企业参与美国以及全球的新基建建设，欧洲国家在是否跟随美国方面摇摆不定，但从7月初已经开始实质限制华为参与。除中美之外的非经济风险也不容忽视，中美关系紧张令周边国家冒险主义政治策略抬头，中国和印度在两国边境爆发冲突，随后双方和解并脱离接触，但边境的不稳定因素仍是潜在风险。

我们认为，虽然有上述种种插曲，但是上半年影响股指的核心风险，还是在于新冠疫情放面。2、3月份股市的巨幅波动均与国内和国际疫情的扩散有关。外部风险传导有三个途径。一是直接通过投资信心和风险偏好影响市场，如2月股市开盘后的跳空低开。二是通过金融条件收紧对市场带来压力，3月指数和人民币汇率的同步调整或由此方面影响，这是由于全球美元流动性缺乏带来的。三是通过实体经济产生中长期影响。目前来看，一、二两种因素正在消除，但仍有短期影响。因素三则已经转向乐观。短期影响因素可能将加大指数的波动，这也是我们认为“震荡牛”中的“震荡”成份依然存在的逻辑基础。此方面的主要风险需要关注新冠疫情的影响、中美第一阶段协议后续、包括科技封锁等在内的中美非经济冲突。特别是在四季度美国总统大选时期，候选人可能频繁打出“中国牌”而扰乱市场节奏。

四、上半年外资流入显著，场内杠杆率稳中有升

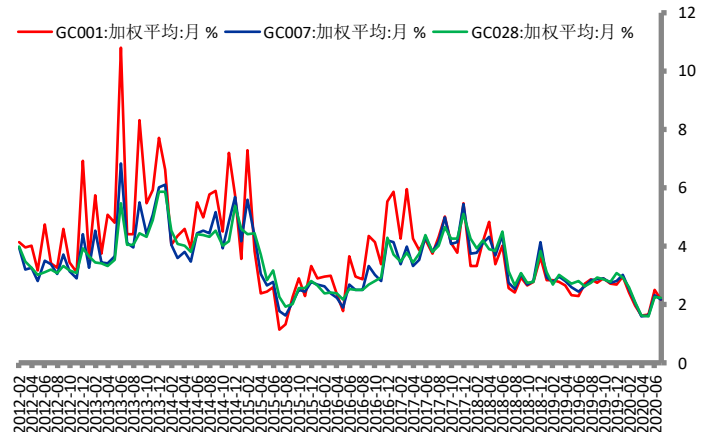
宏观资金面上看，上半年金融市场总体流动性充裕，其中一季度金融市场流动性过剩，资金利率大幅下降，二季度资金面稳定后，短期利率开始上升，并在半年末出现明显的上升。截至6月，银行间7天质押式回购加权利率均值下降至2.09%；交易所7天质押式回购（GC007）加权平均利率也走低至2.18%。场内资金流动上看，Wind数据显示沪深300指数、上证50指数和中证500指数均呈现流出，主要是3月流出幅度较大。陆股通北上资金则明显流入，期间除3月流出之外各月均为流入。从场外新入市资金看，上半年偏股型基金合计成立7132.74亿份，并且成立数量呈现上升趋势，6月成立份额超过1600亿份。场内杠杆方面看，一季度尤其是1、2月融资买入额上升较为明显，之后趋于平静。年中前后市场涨幅加快，两融成交再度上升。至6月两融交易占市场成交比例为9.69%，7月初则已经达到12.03%，刷新近5年最高位置。同时，监管层放松了对场内转融通的限制，间接刺激场内加杠杆。随着行情走好，预计未来仍将继续上行。

图 56 银行间资金市场情况



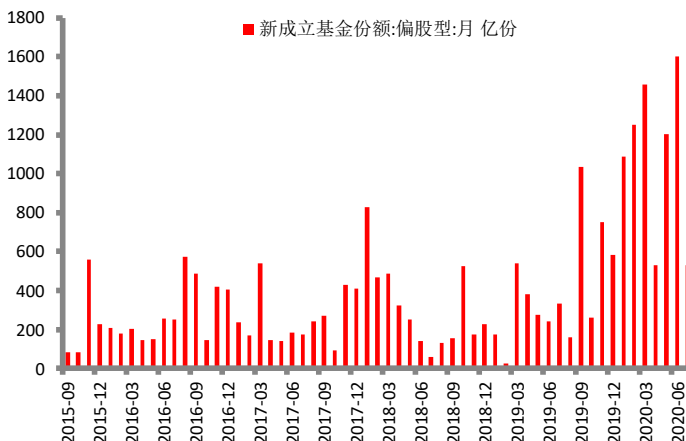
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 57 交易所资金市场情况



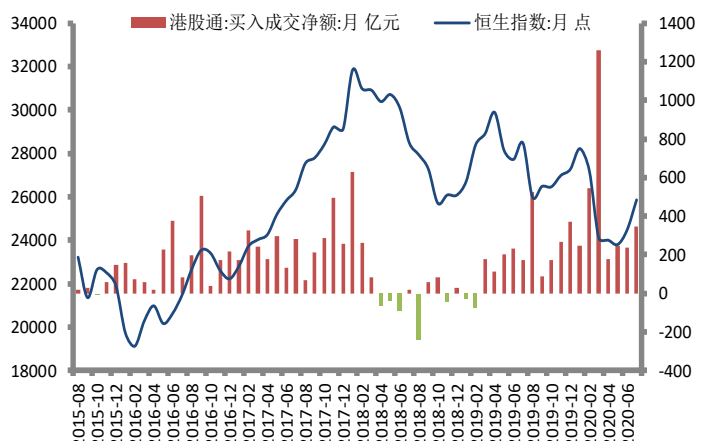
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 58 公募基金成立情况



数据来源：Wind、方正中期研究院

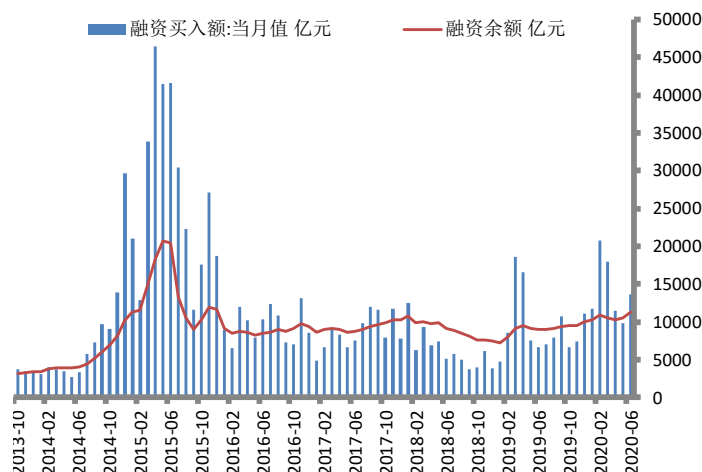
图 59 陆股通资金流入



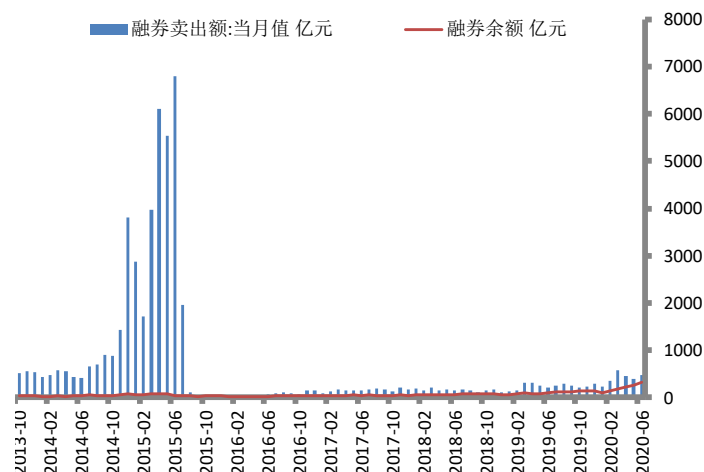
数据来源：Wind、方正中期研究院

图 60 融资买入

图 61 融券卖出

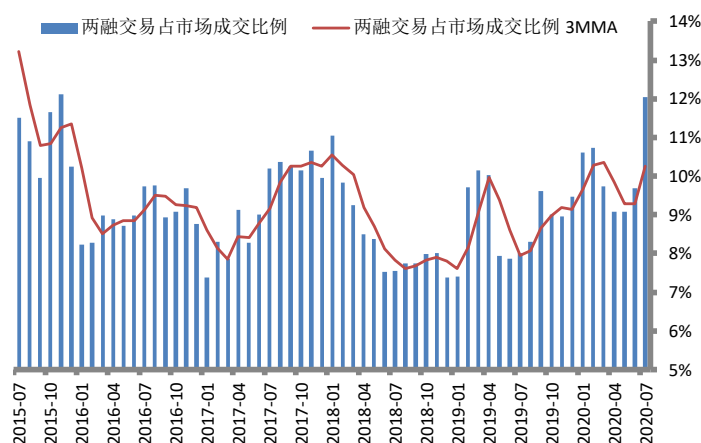


数据来源: Wind、方正中期研究院



数据来源: Wind、方正中期研究院

图 62 两融与市场成交之比



数据来源: Wind、方正中期研究院

五、估值水平整体提升，低估值板块完成修复

从估值水平上看，市场整体持续向上修复。截至 6 月，上证综指市盈率回升至 13.4538 倍。中小创依然是估值上升最明显的板块。截至 6 月底的数据显示，上证 50、沪深 300、中证 500 指数的滚动市盈率分别为 10.1079 倍、12.6871 倍、28.2659 倍。但随后 7 月初前后上涨过程中，市场风格发生明显转变，低估值的蓝筹和周期股修复更为明显。我们在季报中提出的，大盘蓝筹股或将出现估值再修复的观点已经实现。我们认为，未来随着牛市的再次确认，以及低估值股票完成修复，市场上行趋势中不同的板块将更为均衡。但在全面上涨中，中证 500 以及成长股仍可能获得更大的涨幅和更高的估值。

图 63 主要市场指数滚动市盈率，绿线位于右轴

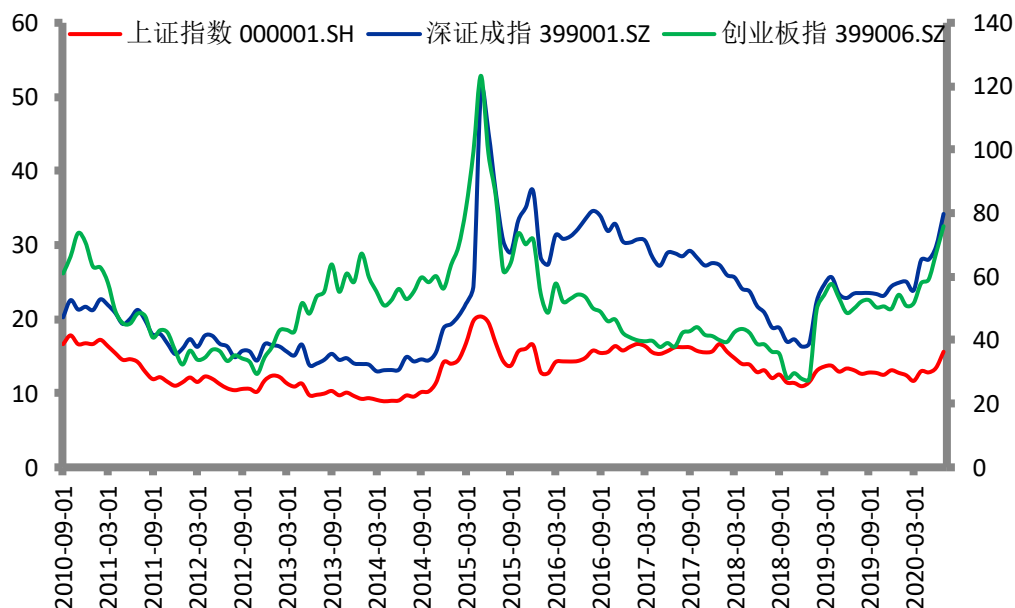
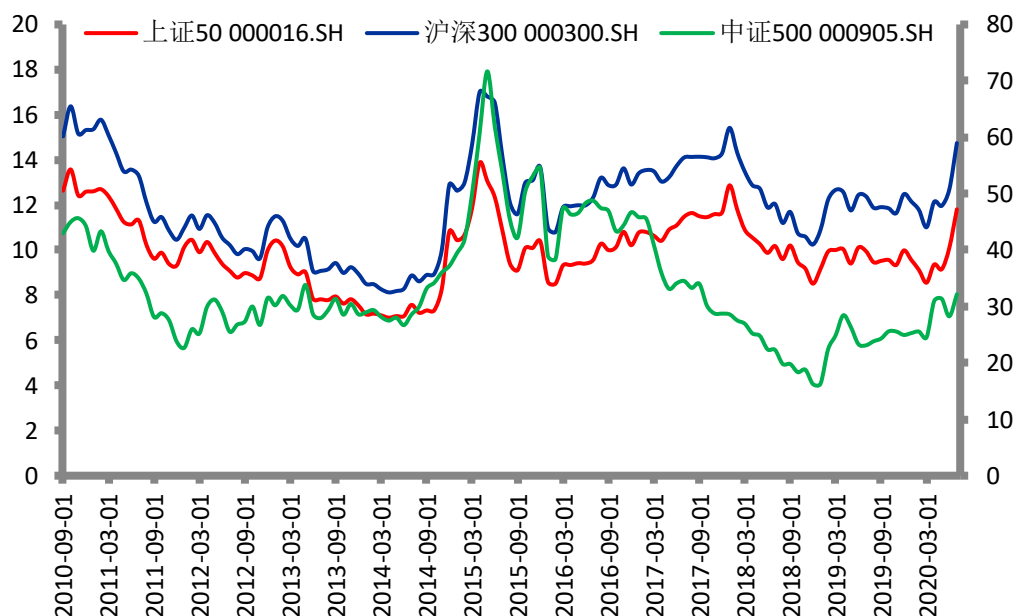


图 64 三大股指期货合约标的现货指数滚动市盈率，绿线位于右轴



第三部分 行情研判和未来展望

我们认为，上半年和年中的市场表现以及情绪变动，验证了震荡型牛市的观点。经济基本面支持下，市场有望继续向上，但外部风险可能导致突发的短期利空，因此震荡上涨市场格局有望延续。从技术角度分析，长期趋势上证指数仍位于三角形整理中，并逐步走向上方压力位。虽然中短期大幅上涨后可能有所调整，但不会改变向上的方向，牛市的逻辑基础仍在。操作方面，基于对未来市场将继续宽幅震荡上涨的判断，

我们依然维持做多为主的思路。现货层面可以关注成长股，中短期逢低加仓。长线配置仓位坚定持有保持不变，仓位可提升至 75%左右。期货方面继续以逢低做多 IC 远期为主，博取上行收益。IH/IC 价差下行趋势加速，可做空 IH 做多 IC 进行价差交易。

一、针对上证综指的市场总体技术分析

我们以上证综指来代表市场总体涨跌的水平。目前该指数位于 2008 年之后开始出现的大三角形整理之中。压力线由 2007 年 10 月的 6124 点和 2015 年 6 月的 5178.19 点连成；支撑线由 2015 年 6 月的 998 点和 2013 年 6 月的 1849 点连成。在 2019 年初前后，沪指触及该支撑线的 2440 点位置附近之后即出现明显反弹，今年 3 月指数接近该位置也则再度确认支撑，符合技术分析的逻辑。

目前大三角形整理所指示的长线压力下降至 4500 点附近，但指数迅速上行至该位置的可能性极低，震荡上行的走势更符合预期。同样逻辑下，极端情况指数回踩的支撑线上移至 2600 点上方。技术指标方面，截至 7 月初来看，MACD 红柱保持稳定，上行趋势暂不明显；KDJ 指标则中位附近出现金叉，属于偏多形态；BOLL 线开口缩小后 K 线突破上轨，有向上扩大的可能性，显示指数选择向上；DMI 指标中多头占优势，但上行趋势力度暂不强。总体上看，偏多的趋势依然延续，跌穿支撑的可能性小，多头力量仍有待强化，方向或处于向上的转折期，震荡上涨趋势大概率将会延续。

从中短期角度来看，7 月初市场大幅上涨突破了多个压力位，上方 3500 点至 3587 点一线是中期压力，除此之外暂时没有更多的压力位。支撑位可关注 3180 点附近的缺口。中期震荡上涨局面打破，转为加速上行，指数完成向上突破，走势符合预期。虽然不排除出现短期调整，或重新回到震荡整理阶段，但上行方向已经确认。

图 65 上证指数位于 2008 年之后的大三角形整理中



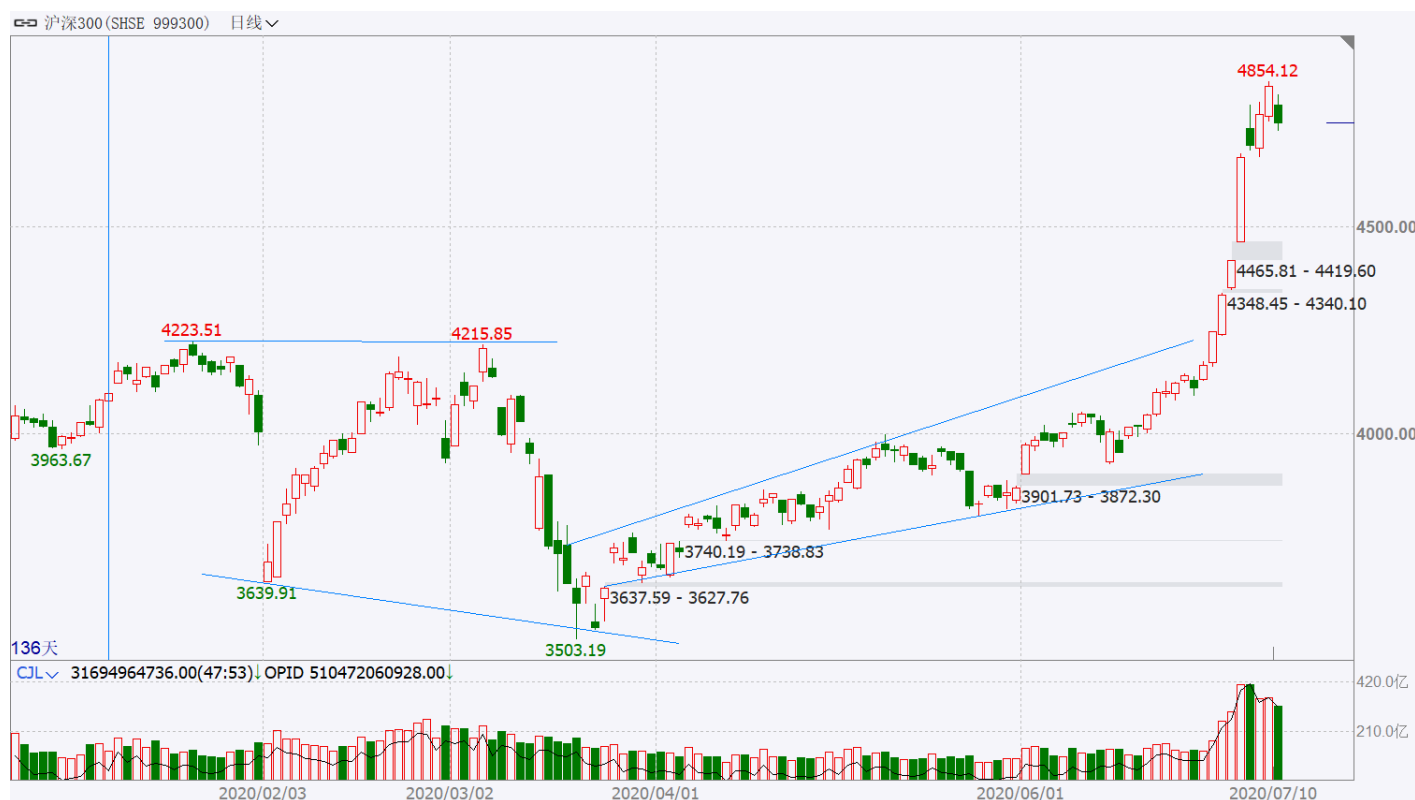
图 66 上证指数经历宽幅震荡-震荡上涨-加速上涨的三个阶段



二、上证 50、沪深 300 和中证 500 指数分析与操作建议

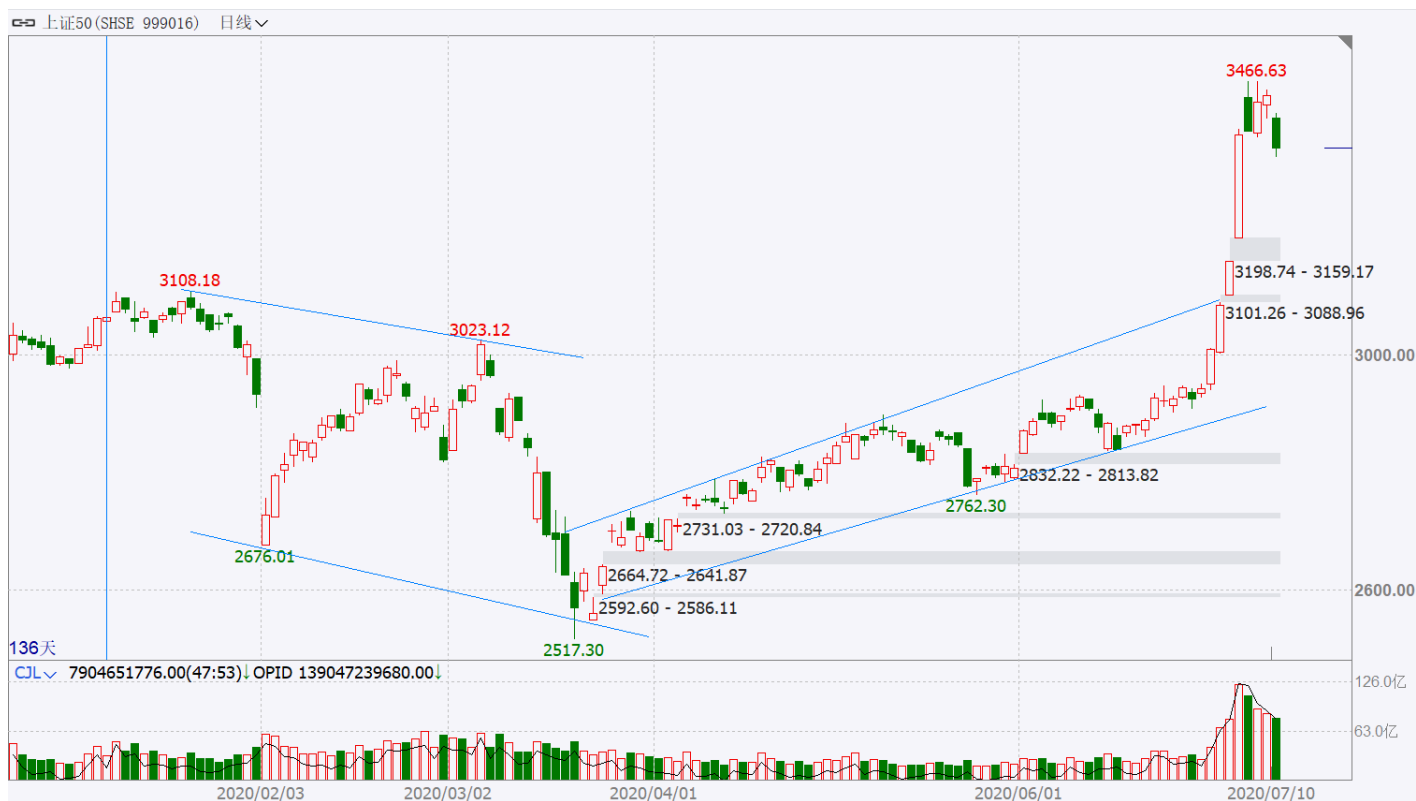
股指期货作为现货市场的映射，其主要指数的长期趋势可以参考现货指数，如上证综指的长期走势。中短期表现来看，上证 50 指数和沪深 300 指数与上证综指表现更为接近年内总体可视作宽幅震荡，震荡上涨和加速上涨三个阶段。中证 500 指数表现相对更高，在 3 月的二次探底过程中没有跌穿前低。目前来看，三者均没有明显的中短期压力位，7 月初连续上涨之后，多头力量正在减缓，可能重新转向震荡走势。操作方面，基于对未来市场将继续宽幅震荡上涨的判断，我们依然维持做多为主的思路。现货层面可以关注成长股，中短期逢低加仓。长线配置仓位坚定持有保持不变，仓位可提升至 75% 左右。期货方面继续以逢低做多 IC 远期为主，博取上行收益。IH/IC 价差下行趋势加速，可做空 IH 做多 IC 进行价差交易。

图 67 沪深 300 指数走势



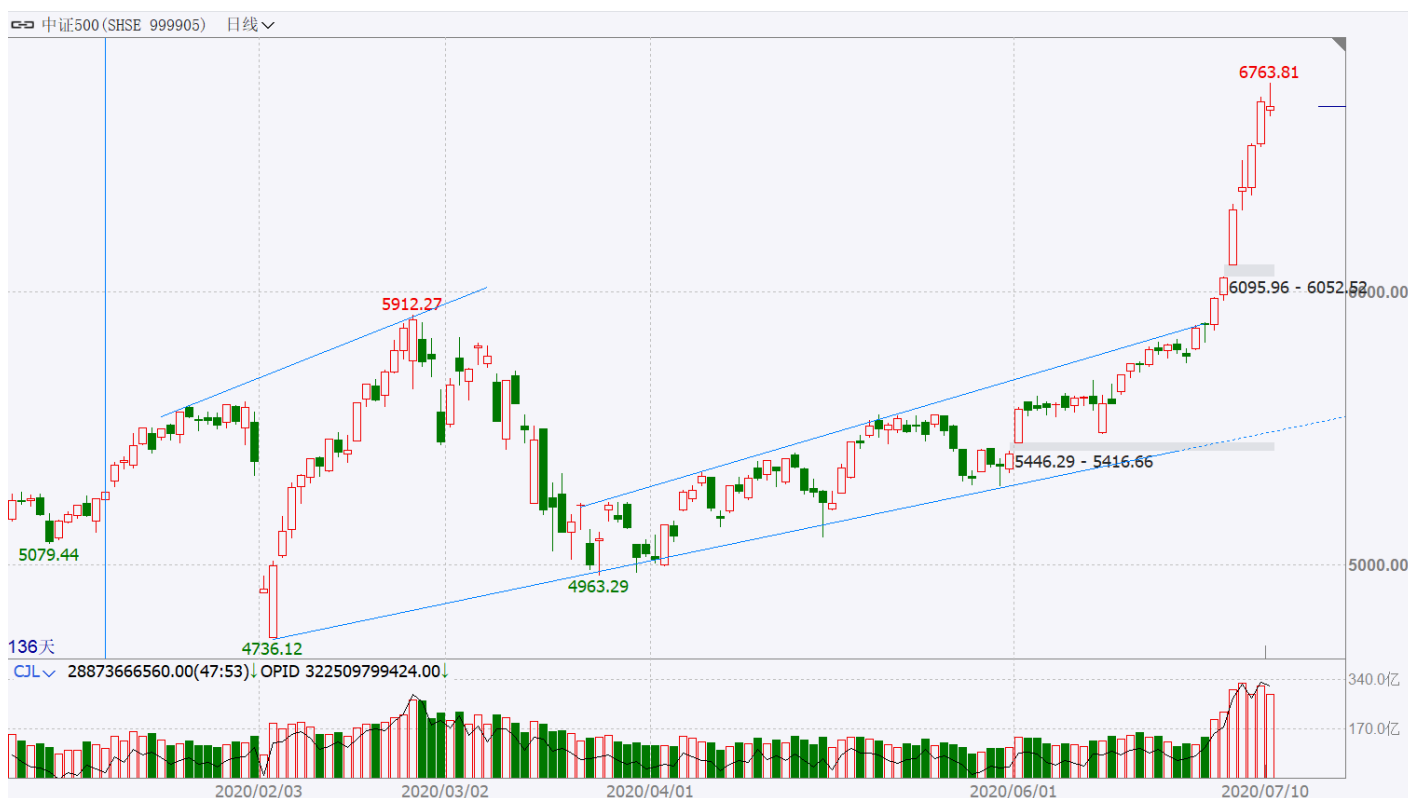
数据来源：文华财经、方正中期研究院

图 68 上证 50 指数走势



数据来源：文华财经、方正中期研究院

图 69 中证 500 指数走势



数据来源：文华财经、方正中期研究院

行方正以致远

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。方正中期研究院力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证，不管在何种情况下，本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目的、财务状况或需要，不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。本报告未经方正中期研究院许可，不得转给其他人员，且任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权归方正中期所有。

联系方式:

方正中期期货研究院

地址：北京市西城区阜外大街甲 34 号方正证券大厦 2 楼东侧

北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层

电话：010-68578010、68578867、85881117

传真：010-68578687

邮编：100037
