



股指期货年报：2020 年 7 月 5 日

## 不惧海外扰动 宽松环境不减 IC 强者恒强

## 股指期货半年报

### 摘要：

疫情的冲击无疑是上半年全球市场的主题。随着国内快速的疫情控制，也为经济恢复提供了有利的时间窗口，市场在宏观基本面双重考验下，股指变现出一定的内在上涨动力。下文也将主要从几个方面阐述，市场内在的上涨动力来自于什么地方？下半年这种动力是否还能维持？边际上是否有新的变化？

### 投资策略：

由于中国出色的疫情控制，国内经济的恢复速度要优于海外，经济韧性强于其他国家，资本市场的反应也领先于其他国家，这也是当前市场上涨的基石。而流动性的持续宽松为市场带来不断的增量资金，股市的性价比高于债市与楼市，在此基础上市场有了波动放大加速上行的动能。同时，资本市场改革的步伐也不容忽视，各方面的改革都使得 A 股向着更成熟的市场迈进，有利于资金向头部公司靠拢。而主要压制市场表现的方面在于，经济下行压力较大，企业经营与利润修复需要时间，前期市场整体估值上修较为充分的情况下，我们预计 2020 年下半年估值继续上行空间不大，板块间的结构性的行情仍是主导，在短期的板块效应下，中证 500 指数行业分布更广的估值更低更受益。趋势上，全年以震荡中枢阶梯式上移为主，沪指中枢在 2900-3500 点运行。策略上，可长期持有 IC 合约多头，并在中枢下沿积极低吸。面对短期的风险事件冲击，可以阶段性建立空单对锁，或在股指期权市场买入看跌合约。资金实力较强的投资者可考虑定投 IC 远月合约，提高资金使用效率同时赚取基差回归收益。

### 风险提示：

宏观经济下行超预期、海外疫情失控、政治经济黑天鹅事件等。

作者姓名：严晗

yanhan@csc.com.cn

电话：023-86769759

投资咨询从业证书号：Z0012925

发布日期：2020 年 7 月 5 日



## 目录

一、“黑天鹅”频发 海外市场仍有风险 .....	3
二、国内经济逐步企稳 流动性维持宽松 .....	5
三、期指表现回顾 .....	9
四、市场的主要特征 .....	10
1. 机构占主导的增量市场 .....	10
2. 盈利弱修复、估值结构分化 .....	13
3. 深化市场改革继续推进 .....	14
五、投资策略 .....	15



## 图表目录

图 1: 主要经济体 GDP .....	3
图 2: PMI 迅速回升 .....	3
图 3: IMF 预测各经济体未来 GDP 增速 .....	5
图 4: 美联储资产负债表 .....	4
图 5: PPI 快速下行累积的库存有待消化.....	6
图 6: PMI 同比快速回升 .....	6
图 7: 发电量增速较缓 .....	6
图 8: 剪刀差小幅收窄宽货币也相对谨慎 .....	6
图 9: 上半年货币政策动向 .....	7
图 10: 资金充裕时成长标的表现更强 .....	8
图 11: 流动性充裕时市场风格 .....	8
图 12: 上半年各类资产表现 .....	9
图 13: 三大期指表现 .....	9
图 14: 季月合约深度贴水 逐步收敛 .....	10
图 15: 新发行基金情况 .....	11
图 16: 外资绝大多数通过陆股通机制流入 A 股.....	11
图 17: 北上资金存量以追上两融余额 .....	11
图 18: 沪股通深股通流入对比 .....	12
图 19: 外资持股比例（红色增长最多，蓝色绝对值最高） .....	12
图 20: 沪深 300 历史 PE .....	13
图 21: 上证 50 历史 PE .....	13
图 22: 中证 500 历史 PE .....	14

2020 上半年，A 股在全球性新冠疫情的影响下宽幅震荡，市场结构分化，以必选消费与科技龙头为代表，兼具“确定性”与“成长性”的标的表现优异。一季度，在罕见的黑天鹅事件后，全球经济前景堪忧，站在春节后的时间节点，疫情的影响难以估量，不确定性笼罩市场。而随着各国央行开启全面宽松的货币政策，各国股市开始反弹，受到疫情影响最小或受益于疫情的行业逆市走强，带领指数走出阴霾，全球各大股指也逐步收复前期跌幅。总体上，A 股延续 2019 年震荡的格局，在一季度急跌急涨后，二季度震荡修复，疫情虽然极大地打乱了节奏，但市场逐步回归自身，指数中枢逐级修复。

具体来看，上半年上证综指上涨 3.37%，沪深 300 指数上涨 7.88% 上证 50 上涨 3.13%，而中证 500 指数上涨 14.88%，创业板指上涨 35.6%，继续演绎去年 6 月以来的结构性牛市行情。从行业来看，医药、消费、TMT 行业大多涨幅超过 20%，而传统周期行业及金融行业大幅下跌。个股板块分化更为明显，上半年有约 53% 的上市公司股价下跌，其中约 11.85% 的公司跌幅超过 20%，而与此同时，约有 23.43% 的公司今年涨幅超过 20%，还有约 23.17% 的公司股价涨幅在 0-20% 之间，结构性分化明显。

## 一、“黑天鹅”频发 海外市场仍有风险

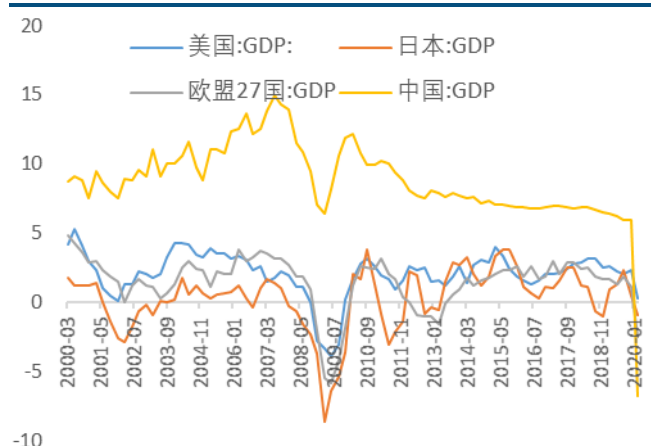
2020 年上半年，受新冠疫情重创全球经济，金融市场一度陷入危机。2 月摩根大通全球制造业指数下滑至 47.1，4 月更进一步下探至 39.6，2 月摩根大通全球非制造业指数下滑至 47.1，4 月更是下探至 23.7。制造业和服务业均面临较大压力，供需两弱。

### 疫情影响下 全球经济放缓

主要的发达国家和地区，一季度 GDP 均出现了较大下行压力，景气集体收缩。一季度美国 GDP 环比折年率下降 5%，日本下降 2.2%，欧元区下降 14.2%，除日本外相比前值均出现了大幅下挫。上半年美国、欧洲和日本的景气持续下行，日本制造业和服务业 PMI 一度下探至 38.4% 和 26.5%，欧洲制造业和非制造业 PMI 也分别最低探至 39.4% 和 30.5%。主要新兴的发展中国家景气下行幅度超过发达国家。俄罗斯、巴西和印度的。景气下行至 40 以下，4 月印度服务业 PMI 甚至低至 5.4，5 月也低至 12.6，负面影响十分明显。

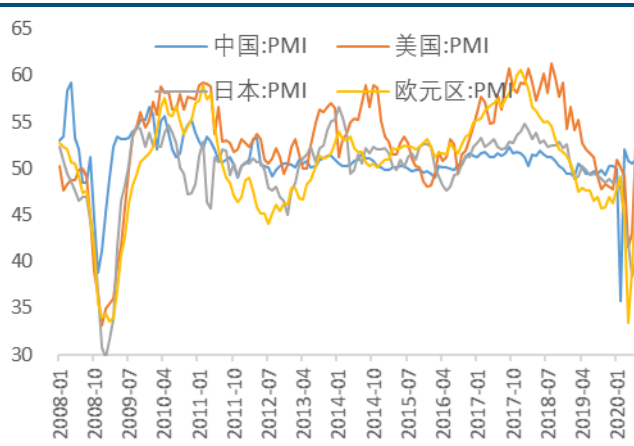
根据世界银行最近预测，2020 年全球经济将萎缩 5.2%，这将是二战以来最为严重的经济衰退。疫情从供给、需求两方面对全球经济产生了负面影响。面对疫情超预期的冲击，全球各大央行货币政策均出现了不同程度的放松，这对下半年经济的走稳起到帮助。

图 1：主要经济体 GDP



数据来源：wind—中信建投期货

图 2：PMI 迅速回升

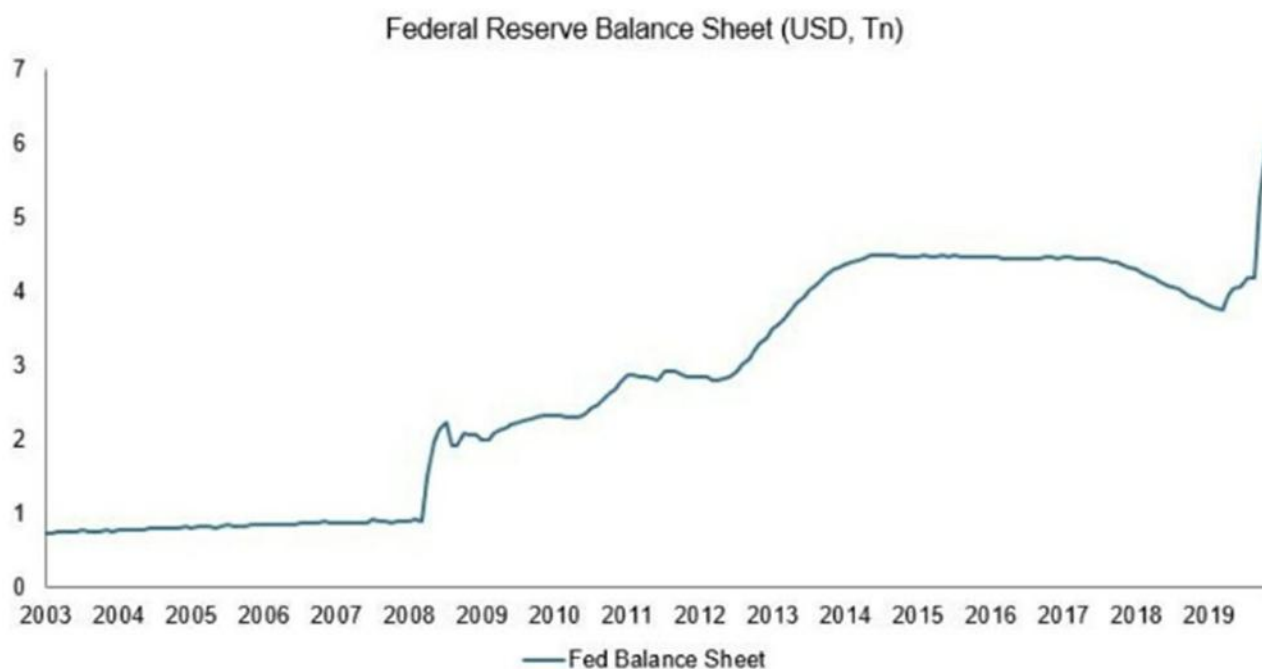


数据来源：wind—中信建投期货

为了应对疫情对经济的冲击，3 月美联储两度紧急降息，累计幅度达到 150 个基点，并宣布 unlimited 购买美债和 MBS，开启无限量 QE，之后更是准备一项近 1 万亿美元的基础设施提案，以刺激经济复苏；而欧洲和日本

央行由于降息空间有限，转而寻求大规模量化宽松，日本央行将年度 ETF 购买计划翻番至 12 万亿日元，将日本房地产投资信托基金购买目标提升至 1800 亿日元，而欧洲央行宣布了 8700 亿元的紧急购债计划。美联储降息操作引发全球超过 40 家央行跟随，从发达国家到发展中国家，均进行了广泛深度的降息。降息力度的加大导致全球利率继续下行，日本和欧洲 10 年期国债利率持续处于负区间，美国 10 年期国债利率下行至 0.7% 左右，10 年实际利率更是跌入负区间。

**图 3：美联储资产负债表**



数据来源：Fed 官网—中信建投期货

在全球宽松力度不断加大的背景下，5 月份全球经济数据略有恢复，美国供应管理协会（ISM）公布的 5 月份制造业 PMI 小幅回升 1.0 个百分点至 43.1%，欧洲 5 月份 PMI 都环比有所回升。不过，海外疫情形势仍处于扩散态势，这对于后续经济的恢复仍构成负面影响。此外，中美贸易摩擦形势仍不明朗，下半年在美国大选背景下，仍面临较大的反复。而经济近期恢复的力度也相对偏弱，复苏仍需时日。

图 4：IMF 预测各经济体未来 GDP 增速

增长率	全球	发达国家	发展中国家	中国	美国	日本
2019	3.01	1.68	3.92	6.14	2.35	0.89
2020	-4.95	-7.99	-2.99	0.96	-8.00	-5.75
2021	5.45	4.76	5.88	8.20	4.46	2.39
2022	3.56	1.55	4.80	5.70	1.56	0.52
2023	3.61	1.55	4.84	5.60	1.58	0.50
2024	3.62	1.56	4.81	5.50	1.62	0.50

数据来源：wind—中信建投期货

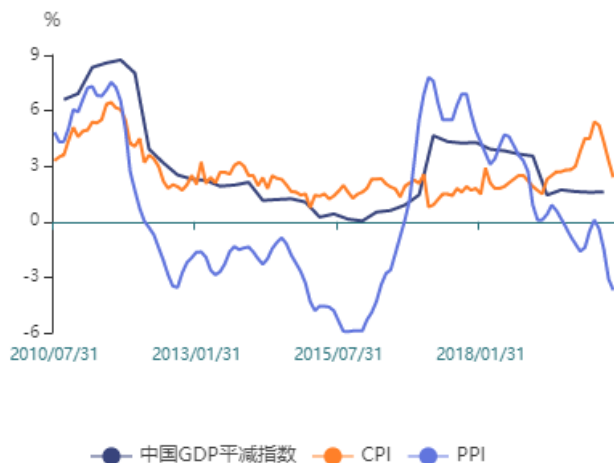
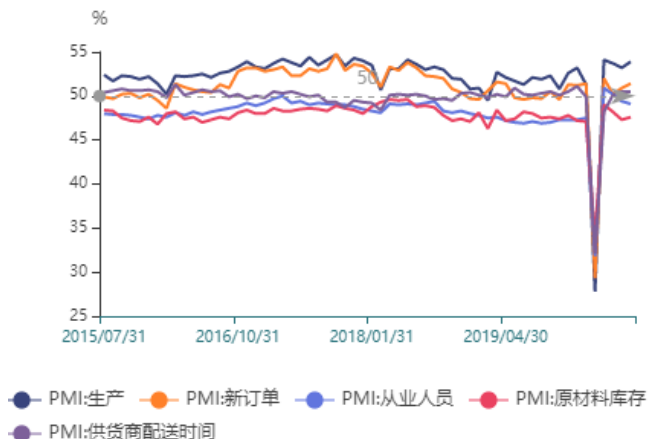
因此，我们认为 2020 年全球经济仍处于相对艰难时期，上半年受到疫情影响而表现较弱，面临负增长态势，而下半年随着疫情改善以及宽松政策的持续推进，经济环境有望逐步恢复，下滑幅度逐步收窄，主要的发达国家经济走稳可能领先于发展中国家。根据主要机构预测，IMF、世界银行、标普和惠誉预期 2020 年全球经济同比下降 2%-6%，IMF 和世界银行预测美国 GDP 同比降幅接近 6%。

总的来说，疫情控制不尽如人意，政治经济格局变幻莫测，政策空间被挤压，等等多方面因素，都导致国外经济比国内更脆弱。同时，2020 年全球市场都面临更多的不确定性，虽然近期投资者的恐慌情绪在减少，但是疫情、金融市场波动和国际关系等问题是一个动态的风险，会不断考验市场。特别是海外市场阶段性反弹后或仍将面临基本面预期下修带来的二次冲击，对于海外的风险，我们仍要留一份警惕。

## 二、国内经济逐步企稳 流动性维持宽松

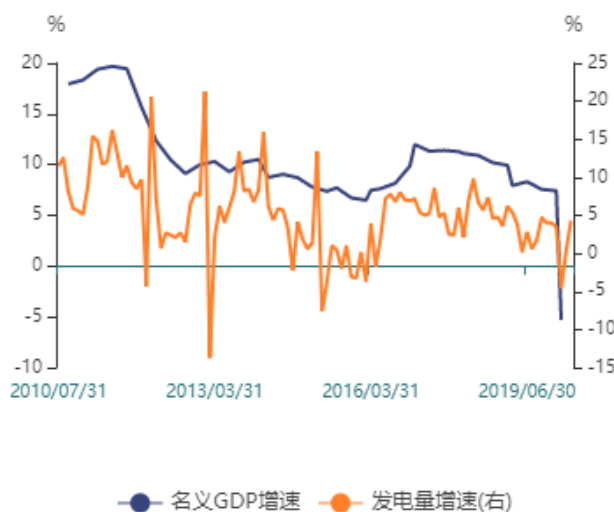
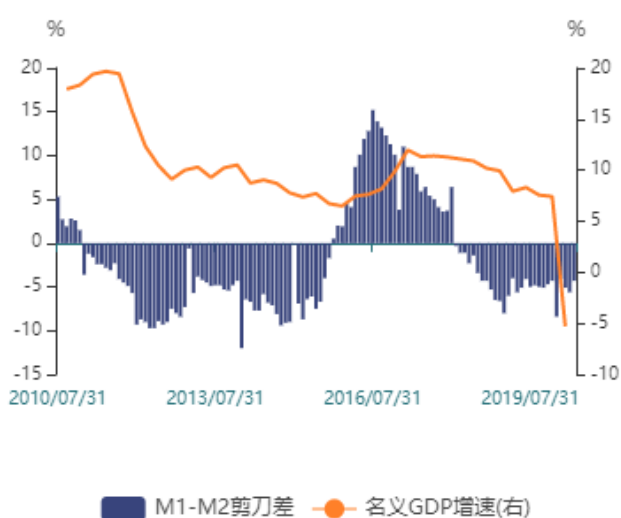
2020 年一季度 GDP 同比下跌 6.8%，大幅低于 2019 年的 6.1%。第二产业下行幅度最大，同比下降 9.6%，第一、第三产业 GDP 分别同比下降 3.2% 和 5.2%。不过，随着国内疫情慢慢趋于稳定，经济在一季度已经触底，二季度出现了明显的恢复迹象。

4、5 月份制造业 PMI 分别达到 50.8 和 50.6，回到扩张态势。从最新公布数据来看，5 月份规模以上工业增加值同比实际增长 4.4%，增速较 4 月份回升 0.5 个百分点。其中 1-5 月份投资同比下降 6.3%，较 1-4 月份收窄 4 个百分点。5 月份消费增速同比下降 2.8%，降幅比上月收窄 4.7 个百分点。经济呈现出逐月改善态势。

**图 5：PPI 快速下行累积的库存有待消化**

**图 6：PMI 同比快速回升**


数据来源：wind—中信建投期货

数据来源：wind—中信建投期货

**图 7：发电量增速较缓**

**图 8：剪刀差小幅收窄宽货币也相对谨慎**


数据来源：wind—中信建投期货

数据来源：wind—中信建投期货

在疫情对经济造成严重冲击的背景下，3 月 4 日中央政治局常委会提出要加快新型基础设施建设进度，进一步明确和指导 2018 年以来的新基建建设。随后各省市相继出台了地方版新基建计划，总额超过 40 万亿元。财政减税力度也不断加大，截止 4 月全国减税降费规模已超过 9000 亿元。从公共财政收支看，1-4 月公共财政收入累计同比下降 14.48%，税收累计同比下降 16.66%，降幅非常明显，但 1-4 月公共财政支出同比仅下降 2.74%，显示出财政逆周期调节的稳定器作用。

货币政策也延续了稳中趋松的趋势，流动性宽松是疫情后全球市场的主题。目前市场的认知是“经济下行压力大，但政策（特别是货币政策）有能力对冲”。当前政策最主要的方向在于帮助企业度过难关输血，经济结构性修复需要宽松的货币政策支撑，包括 MLF 利率在内的政策利率体系还将趋势性下移。但考虑到 CP、汇率 I 等因素，货币政策不会出现“大水漫灌”的情形，政策基调重在纾困而非刺激。



具体来看，5月10日，央行二季度货币政策执行报告中明确指出，“根据疫情防控和经济形势的阶段性变化，把握好政策力度、重点和节奏”。这是货币政策的总体基调，政策的目的是为了更好疏导信用，帮助实体经济复苏。

而当前经济基本面的状态处于从“疫情底”缓慢恢复的阶段，全球复产复工继续推进，4-5月高频经济数据释放的复工复产积极信号，工业明显修复，消费渐次改善。这样的状态下，政策纾困的压力也会小很多，所以二季度包括下半年货币宽松的力度确实很难达到一季度的水平，流动性是从“超宽松”转向“宽松”，这也是合理的选择。6月1日，央行提出通过普惠小微企业贷款延期支持工具、普惠小微企业信用贷款支持计划等加大对小微企业的信贷支持力度。创新型货币政策工具的核心在于“结构性”、“直达性”和“杠杆性”，结构性即只针对普惠小微企业。简言之，央行旨在使用创新工具将流动性绕过金融机构直达实体经济，防止资金空转，政策有意控制流动性的整体投放。

虽然货币政策边际宽松程度较前期下降，但这并不意味着货币政策转紧，宽货币转向宽信用，也不意味着市场会出现资金匮乏的情况，总体上目前流动性依然充裕。其次，宽信用的政策同样利好上市公司，疏通信用的传导机制，有利于货币向企业盈利转化，基本面的修复是推升指数的根本动力，所以股市的反应要优于债市。

同时，央行也在专栏《新冠肺炎疫情对全球和我国经济的影响及应对分析》中重点指出未来有四大主要风险需要警惕：1) 全球疫情持续时间及负面影响可能超预期；2) 全球过于宽松的非常规政策所造成的副作用；3) 国内经济仍面临较多挑战，尤其是中小企业受疫情影响较大；4) 我国国际收支和跨境资金流动也存在不确定性，及稳人民币汇率。这几点也可以看作是未来影响经济恢复的重点方面。所以，我们认为宽松的环境会延续，但也不会过度宽松，当前国内外疫情和经济形势尚不明朗，仍需要预留一部分政策空间。

**图9：上半年货币政策动向**

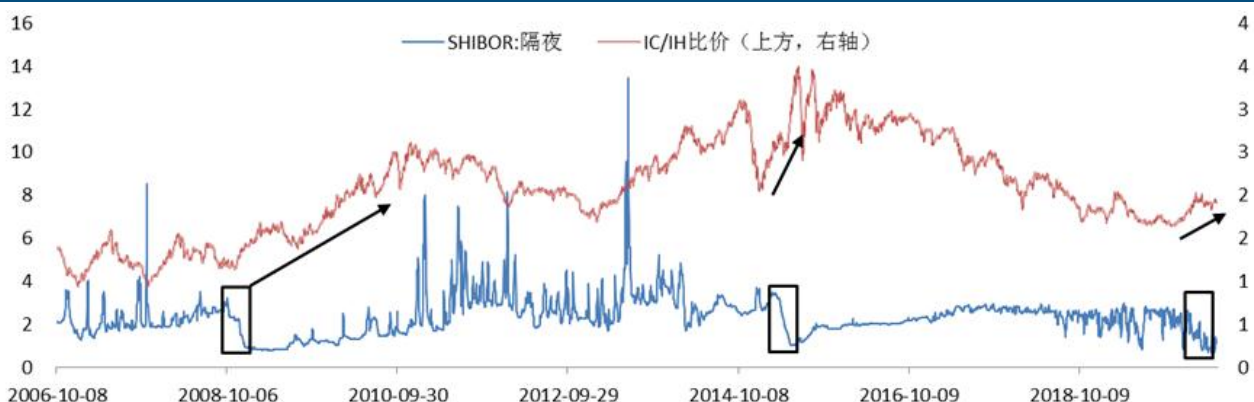
时间	货币政策变动内容
2020年1月6日	央行全面降准0.5个百分点释放8000亿元长期资金
2020年2月3日	降低7天期逆回购利率10个BP至2.40%
2020年2月17日	降低一年期MLF操作利率10个BP至3.15%
2020年2月20日	降低1年期LPR利率10个BP至4.15%；降低5年期LPR利率5个BP至4.75%
2020年3月16日	央行实施普惠金融定向降准，释放约5500亿元长期资金
2020年3月30日	降低7天期逆回购利率20个BP至2.20%
2020年4月7日	将金融机构在央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%
2020年4月15日	降低一年期MLF操作利率20个BP至2.95%
2020年4月15日和 2020年5月15日	分两次实施定向降准，每次下调0.5个百分点，共释放长期资金约4000亿元
2020年4月20日	降低1年期LPR利率20个BP至3.85%；降低5年期LPR利率10个BP至4.65%
2020年6月1日	创设两个直达实体经济的货币政策工具，一个是普惠小微企业贷款延期支持工具，另一个是普惠小微企业信用贷款支持计划

数据来源：中国政府网—中信建投期货

对于市场而言，A股在流动性宽松的时期，成长类标的的表现是普遍强于大盘蓝筹的。我们统计了2008年以来，我国经历了三次降息周期，分别是2008年9月降息、2012年6月降息、2014年11月降息，此后一年内中信5大风格指数的涨幅，在此期间，成长因子均领涨五大风格，显示增量资金对成长股与波动性的偏爱。同时在流动性宽松和经济下行的“衰退式宽松组合”情形下，经济结构性改革下的产业政策，也是市场主题投资的重要关注对象。



图 10：资金充裕时成长标的表现更强



数据来源：wind—中信建投期货

图 11：流动性充裕时市场风格

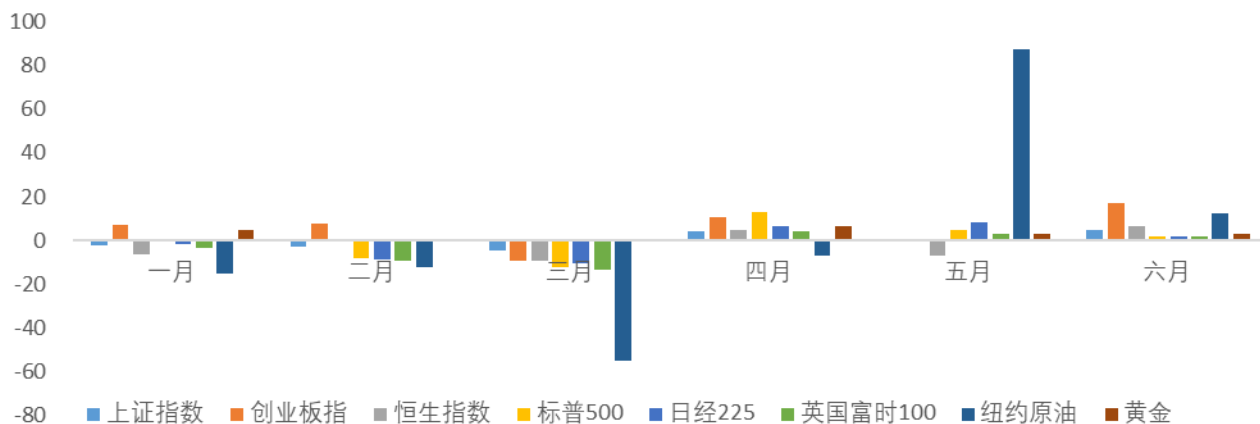
	CS 金融	CS 周期	CS 消费	CS 成长	CS 稳定
2008/8—2009/8	93.99%	85.45%	73.72%	98.48%	40.14%
2012/6—2013/6	11.09%	-6.89%	1.03%	14.41%	2.31%
2014/11—2015/11	158.56%	156.61%	157.74%	179.75%	164.74%

数据来源：wind—中信建投期货

展望下半年，宽信用是三季度主旋律，充裕的货币将依然贯穿下半年，剩余流动性先降后升，维持偏松状态。从股债性价比的角度来说，股票强于债券。三季度，宽信用政策导向下，银行信贷、股债直融等多渠道融资方式或将共同驱动信用慢扩张。同时，要有效降低实体融资成本，仍需保持宽裕的总量流动性环境。因此，剩余流动性在下半年仍将持续维持在偏松状态，支撑估值进一步提升。

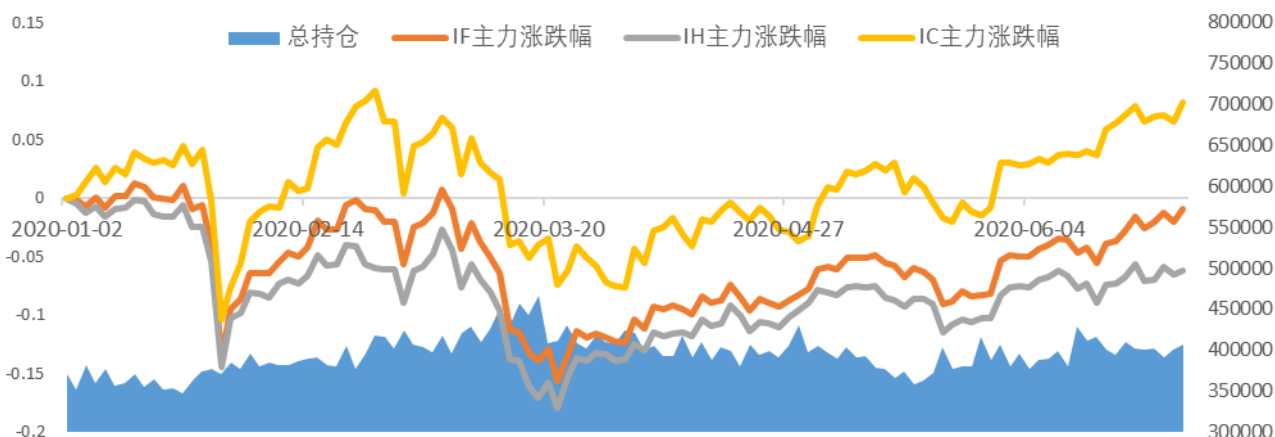
### 三、期指表现回顾

图 12：上半年各类资产表现



数据来源：wind—中信建投期货

图 13：三大期指表现



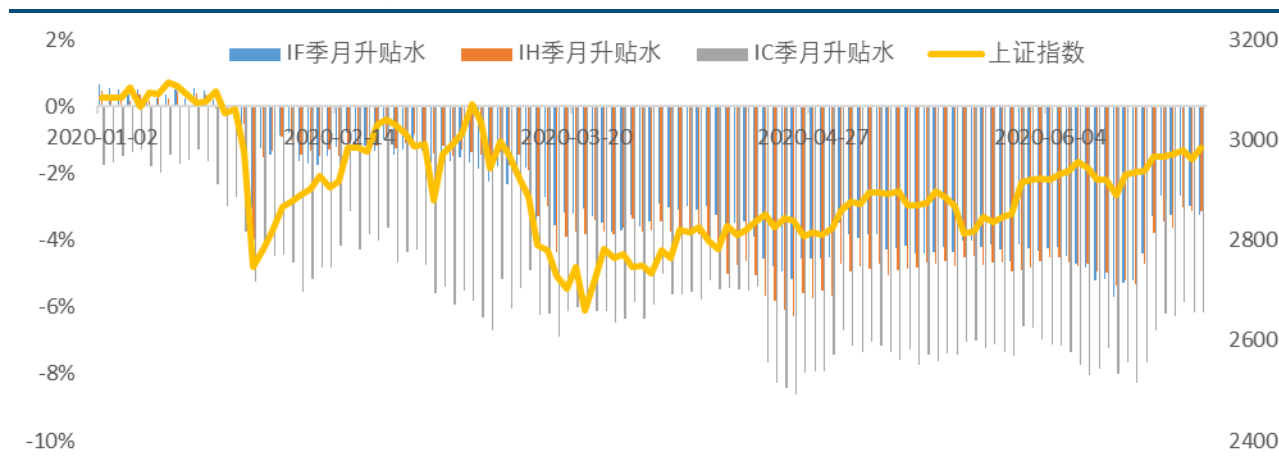
数据来源：wind—中信建投期货

股指期货方面，三大合约震荡分化。疫情影响下，传统周期行业及金融行业大幅下跌，上证 50 指数受此拖累表现弱势。而与疫情期间相关的板块，如医疗器械、在线办公、游戏等板块的走强，带动了中证 500 指数持续走强，创业板指数表现最为强势。由此导致最主要的特征是 IC/IH 比价迅速的上升。

升贴水方面，年初市场持续上攻，三大期货合约走强，期货与现货价差收窄，IC 合约一度出现升水。随着春节后新冠疫情的爆发，节后首日，股指期货三大合约出现上市以来首次跌停，期货与现货价差快速走扩，并出现短暂深度贴水的局面。后续随着国内疫情防控形势的好转以及宽松政策的迅速实施，相关指数快速反弹，中小创走强并创下新高，期指升贴水随之走强接近升水。短期恐慌修复后，叠加 3 月份海外疫情爆发影响，经济悲观情绪蔓延，美股带动全球股指下行，权益市场与大宗商品巨幅震荡，市场情绪受到极大打压，股指再度回落，IF、IH 几乎抹去年后跌幅，升贴水再度回落至深度贴水的区间，贴水幅度处于历史极值。总体上看，上半年股指期货的升贴水很好得反映了大起大落的市场情绪。展望下半年，在分红密集期过后 IF、IH 远月深度贴

水的局面有望改善，预期远月贴水在 5% 以内。IC 由于长期贴水，远月升贴水振幅更大，也是判断市场情绪的优秀指标，在多头强势的行情中，远月贴水会快速收敛。

图 14：季月合约深度贴水 逐步收敛



数据来源：wind—中信建投期货

## 四、市场的主要特征

### 1. 机构占主导的增量市场

目前市场已经进入机构化时代。截至 2020 年一季度，机构投资者（含法人机构、保险、社保、公募、沪股通、QFII 等）的占 A 股流通市值的比例达到 55.87%，占全部 A 股市值比例也达到 43.82%。

机构持股比例处于相对较高水平。具体来看，一季度机构合计持仓市值约为 27.143 万亿，其中一般法人机构，持仓市值约为 21.83 万亿；其次为公募基金，持股市值 1.526 万亿，北上资金持股规模 1.26 万亿，保险公司持股规模为 1.2344 万亿；社保基金持股 3528 亿，私募基金持股 1711 亿元，QFII 持股 1546 亿元。

基金方面，今年也迎来发行高峰期。上半年新发基金达到 538 只，超过去年一半的水平。其中股票型基金发行规模达到 1439 亿份，明显高于去年同期水平，混合型基金达到 4686 亿份。而债券型基金今年上半年仅为 2164 亿份，而去年全年为 9429 亿份。也就是说，今年新发基金大多以混合型和股票型为主，债券型相比于去年水平大幅回落。市场的资产配置逐步偏向权益类市场。震荡市叠加结构性行情，基金相较于股票对于散户吸引更大。假设下半年基金发行节奏不变，全年偏股型基金增量有望超过 1 万亿元。

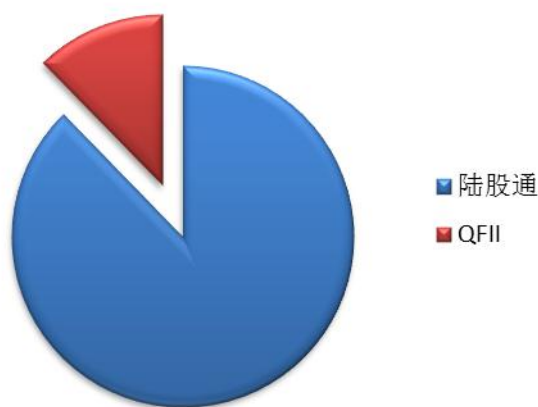
图 15：新发行基金情况

新成立基金			股票型基金			混合型基金			债券型基金		
	总数	发行份 额	只数	发行份 额	占比	只数	发行份 额	占比	只数	发行份 额	占比
2019 年	1, 056	14, 92 8. 45	205	2, 422 . 39	16. 23	305	2, 898 . 38	19. 42	518	9, 426 . 32	63. 14
2020 年	613	9, 721 . 89	121	1, 538 . 58	15. 83	258	5, 193 . 74	53. 42	212	2, 840 . 56	29. 22

数据来源：wind—中信建投期货

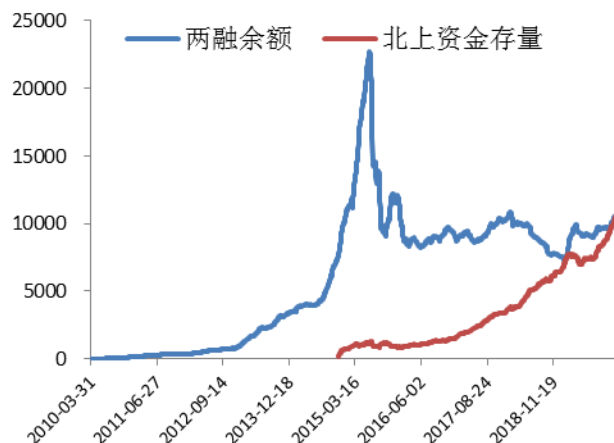
外资方面，目前外资进入 A 股市场主要有三个途径：QFII、RQFII 和沪深港通（陆股通，或俗称的北上资金）。其中 QFII 和 RQFII 制度分别从 2003 年 7 月和 2011 年 12 月开始实施，到 2019 年 9 月，已取消了投资额度限制、单家境外机构投资者额度备案和审批、RQFII 的试点国家和地区限制。沪深港股市的互联互通机制则是最受市场欢迎的外资流入渠道，沪港通与深港通分别于 2014 年 12 月、2016 年 12 月开通，自 2018 年 5 月后，陆股通每日额度从 260 亿元人民币扩大 4 倍至 1040 亿元人民币。可以看到，在资本市场加速对外开放的背景下，A 股可容纳的外资体量一定会呈现上升趋势。

图 16：外资绝大多数通过陆股通机制流入 A 股



数据来源：wind—中信建投期货

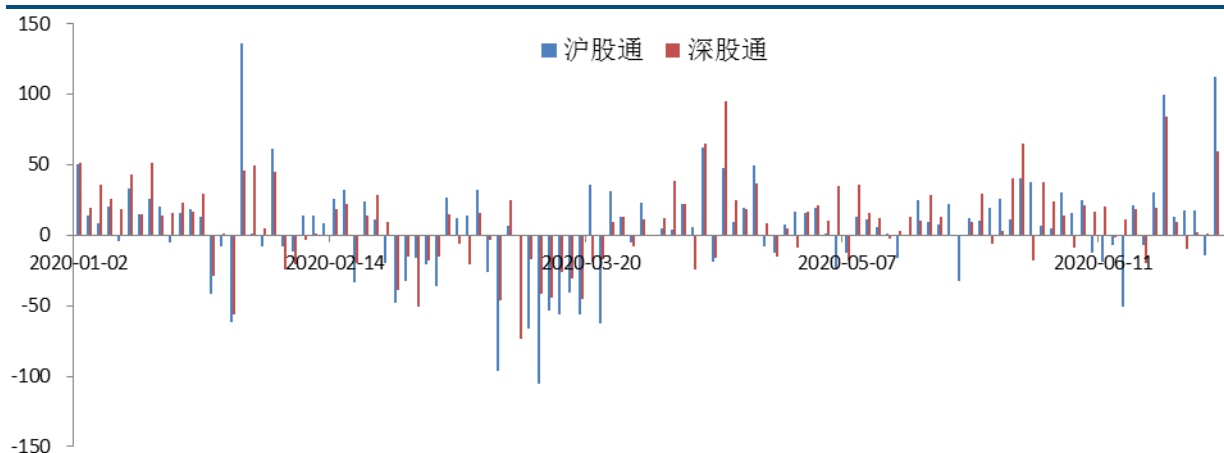
图 17：北上资金存量以追上两融余额



数据来源：wind—中信建投期货

在上述三个外资流入 A 股的主要途径中，北上资金虽然起步较晚，但由于其额度充足限制少的特点，使其成为外资进入 A 股市场的首选途径，陆股通持股市值占外资总持股市值比例仍在上升。截至 2019 年 12 月 31 日，北上资金通过陆股通机制持 A 股市值达到 14220.17 亿元，占外资总持股市值的 67.65%，超过四分之三。北上资金通过陆股通渠道持 A 股市值从 2016 年底的不到 2000 亿元人民币提升至 2020 年春节前的近 1.5 万亿元人民币，北上资金持 A 股市值目前在 A 股总流通占比已超过 3%。

图 18: 沪股通深股通流入对比



数据来源: wind—中信建投期货

图 19: 外资持股比例 (红色增长最多, 蓝色绝对值最高)

	能源	材料	工业	可选消费	日常消费	医疗保健	金融	信息技术	电信服务	公用事业	房地产
六月	0.50	1.75	1.84	4.06	5.30	3.47	1.37	2.10	1.65	1.86	2.06
五月	0.46	1.62	1.73	3.95	5.27	3.43	1.35	1.85	1.61	1.76	2.02
四月	0.45	1.59	1.65	3.70	5.32	3.45	1.37	1.72	1.69	1.74	2.09
三月	0.43	1.49	1.52	3.51	4.93	3.27	1.32	1.65	1.70	1.77	1.96
二月	0.52	1.58	1.69	3.90	5.28	3.20	1.41	1.75	1.59	1.79	2.08
一月	0.53	1.60	1.68	4.07	5.19	3.13	1.44	1.73	1.80	1.73	2.03

数据来源: wind—中信建投期货

截至 2019 年末, 北上资金在 A 股持股的行业集中度仍处较高水平, 持仓占比超过 5% 的前 6 大行业 (食品饮料、家用电器、医药生物、银行、非银金融和电子) 合计占总仓位的 62.63%, 高于 2018 年末的 62.10%。北上资金 2019 年除了继续巩固传统热门行业之外, 也有部分之前的冷门行业得到外资垂青。与 2018 年末相比, 北上资金 2019 年在仓位分配上主要增持了家用电器、生物制药、计算机等行业, 减持了交通运输、汽车等行业。总体来看, 近一年来的变化是北上资金投资行业覆盖面更广, 但不论是什么行业, 仍偏好行业绝对龙头。换句话说, 寻找价值洼地并坚定持续买入是近年来北上资金操作的主要特征, 较少的受到市场短期波动的影响。

而国内市场方面, 公募基金也呈现出较快发展势头, 后续基金规模将有望持续增长, 而管理层引导中长期资金入市, 险资、社保、企业年金等资金将持续入市, 预计 2020 年下半年外资和内资将继续保持稳步增长势头, 而机构对于市场的影响力也将进一步加大。



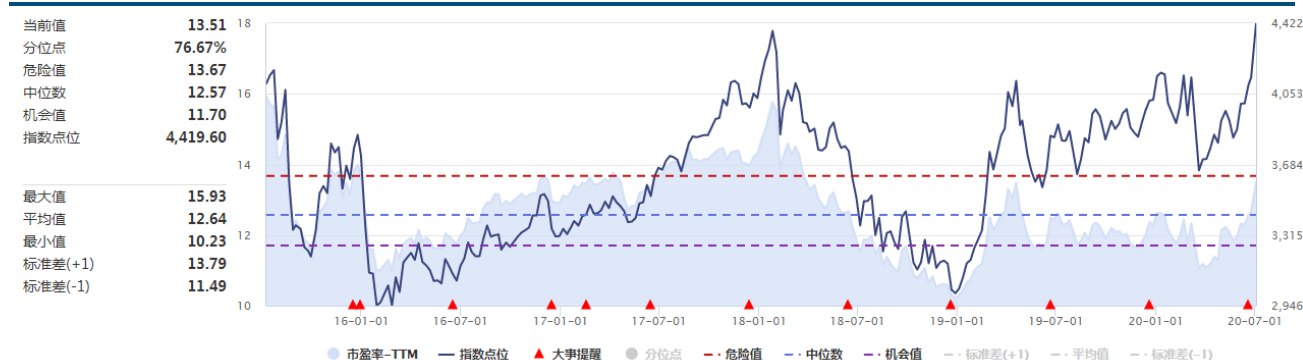
## 2. 盈利弱修复、估值结构分化

2020 年 1 季度，单季度全部 A 股的整体业绩增速为-28.03%，下跌明显，疫情对于经济和企业的压力明显。其中创业板业绩增速下降突出，中小板和 50 板块稍强。分行业农林牧渔、国防军工等同比增速仍出现上升，大部分行业增速都为负值，尤其休闲服务、交通运输、计算机等跌幅较大。

整体上看，疫情对于一季度业绩的冲击明显，虽然未来业绩会有所回升，但是我们应清醒得认识到，疫情的冲击不是一个季度，二三季度都会有影响，所以在中报披露期，业绩对于市场得心理影响依然存在值得警惕。同时未来疫情的反复对于经济的影响依然是我们需要持续跟踪观察的。虽然国内疫情对于经济的冲击已经过去，但是仍然影响经济环境，因此我们对于增速的恢复不宜过于乐观。

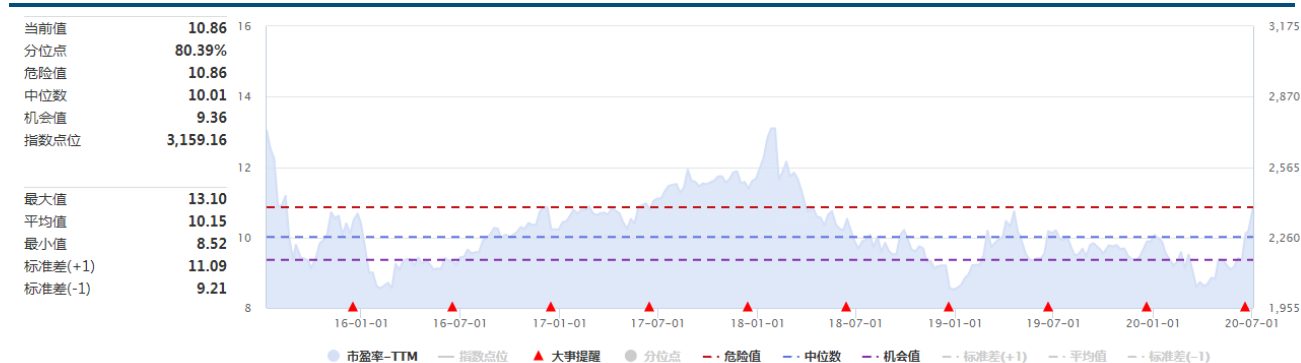
截止 7 月 2 日，全体 A 股整体市盈率(TTM) 20.56 倍，虽然整体估值水平依然不高，但是较年初 16 倍多的估值已有明显提升。同时在业绩增速并不乐观的背景下，仅仅通过流动性提升估值水平，并非长久之计，因此难免短期估值压力显现。三大指数中 IF、IH 相对高估，IC 依然处于近五年较低估的水平。

图 20：沪深 300 历史 PE



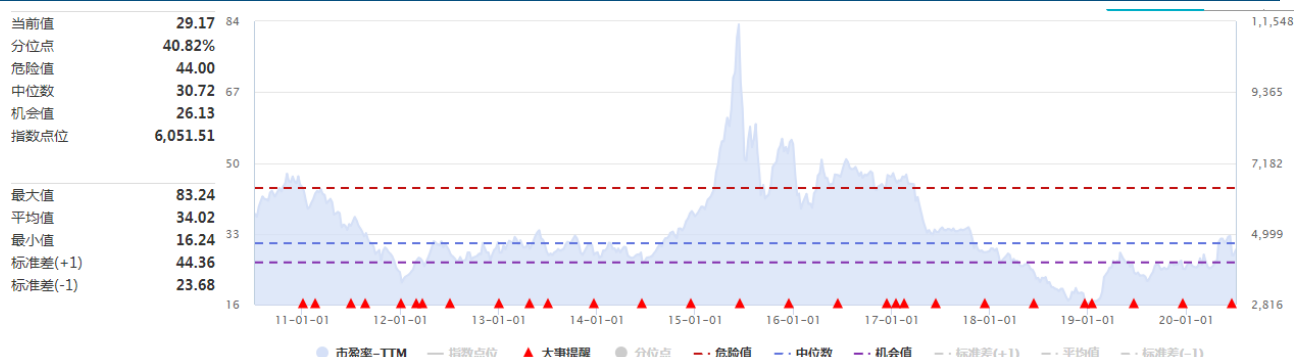
数据来源：wind—中信建投期货

图 21：上证 50 历史 PE



数据来源：wind—中信建投期货



**图 22：中证 500 历史 PE**


数据来源：wind—中信建投期货

整体上，经过前期上涨，估值水平提升明显，业绩增速短期下行，估值难以又进一步提升的空间。市场需通过自身调节来缓解估值的压力。好的因素是目前整体估值水平不是很高，市场需要释放的风险也有限。因此市场整体的风险不大，未来市场下行空间也有限，一旦预期改善时，市场上行的动力较强。

国内市场相对于海外市场较为稳定的基础在于，前期涨幅较小，而纵向看，估值水平不是很高，因此对于短期业绩的波动，具有较好的防御能力。当然上行的动力在于未来经济和业绩的改善。

上市公司业绩增速的恢复需要时间，而市场的估值水平在流动性的推动下提升明显，业绩暂时难以缓解估值压力。同时在情绪修复完成之后，也有回归理性的过程，因此市场有自身调节的需求。而这个调节的过程势必引起市场的震荡，加大短期风险。同时疫情的发展反复过程，对于情绪的影响较大，也会影响估值的判断，尤其要提防悲观情绪的再度来袭，从而发生矫枉过正的现象。不过从另一方面讲也是给予良好的投资机会，因此在估值修复过程也有利于发现良机。

### 3. 深化市场改革继续推进

2020 年随着新证券法的正式实施，资本市场也迎来大力发展阶段，无论是制度建设还是科创板、注册制的推动都明显加快，改革持续深化，带动资本市场迎来新的发展机遇。

从 2019 年 1 月科创板快步推出，到 2020 年 3 月 1 日新证券法正式实施，再到昨日创业板注册制试点改革开启，都意味着 A 股全面注册制的脚步在稳步向前。注册制是 A 股市场化改革的重要一环，也是 A 股走向成熟，提升资本市场功能的重要政策基础。

注册制的推行对于 A 股生态而言，使得优胜劣汰的竞争机制更加明显，同时也可以起到优化资源配置，资本市场进一步为实体经济服务，促进创新创业，增强我国经济内生增长动能的作用。最为根本的，注册制改革能够吸引本土优质创新型企业，孕育属于 A 股的新经济龙头，进而优化我国资本市场结构，这是增量改革最重要的意义。

2020 年资本市场改革将继续重点围绕完善资本市场建设、优化市场参与主体进行，具体政策将聚焦发行和退市制度改革、衍生品市场发展、做大做强行业龙头券商、推动中长期资金入市等方面。对于资本市场来说，在国民经济中的地位更加显要。宏观经济有下行压力，资本市场将会起到排头兵的作用，改革红利会在经济复苏初期加速释放。



## 五、投资策略

由于中国出色的疫情控制，国内经济的恢复速度要优于海外，经济韧性强于其他国家，资本市场的反应也领先于其他国家，这也是当前市场上涨的基石。而流动性的持续宽松为市场带来不断的增量资金，股市的性价比高于债市与楼市，在此基础上市场有了波动放大加速上行的动能。同时，资本市场改革的步伐也不容忽视，各方面的改革都使得 A 股向着更成熟的市场迈进，有利于资金向头部公司靠拢。而主要压制市场表现的方面在于，经济下行压力较大，企业经营与利润修复需要时间，前期市场整体估值上修较为充分的情况下，我们预计 2020 年下半年估值继续上行空间不大，板块间的结构性的行情仍是主导，在短期的板块效应下，中证 500 指数行业分布更广的估值更低更受益。趋势上，全年以震荡中枢阶梯式上移为主，沪指中枢在 2900-3500 点运行。策略上，可长期持有 IC 合约多头，并在中枢下沿积极低吸。面对短期的风险事件冲击，可以阶段性建立空单对冲，或在股指期货市场买入看跌合约。资金实力较强的投资者可考虑定投 IC 远月合约，提高资金使用效率同时赚取基差回归收益。



## 联系我们

### 中信建投期货总部

地址：重庆市渝中区中山三路107号上站大楼平街11-B，名义层11-A，8-B4, C

电话：023-86769605

### 上海世纪大道营业部

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路490号，世纪大道1589号8楼10-11单元

电话：021-68765927

### 长沙营业部

地址：长沙市芙蓉区五一大道800号中隆国际大厦903

电话：0731-82681681

### 南昌营业部

地址：南昌市红谷滩新区红谷中大道998号绿地中央广场A1#办公楼-3404室

电话：0791-82082702

### 廊坊营业部

地址：廊坊市广阳区金光道66号圣泰财富中心1号楼4层西侧4010、4012、4013、4015、4017

电话：0316-2326908

### 漳州营业部

地址：漳州市龙文区九龙大道以东漳州碧湖万达广场A2地块9幢1203号

电话：0596-6161588

### 西安营业部

地址：西安市高新区高新路56号电信广场裙楼6层北侧6G

电话：029-89384301

### 北京朝阳门北大街营业部

地址：北京市东城区朝阳门北大街6号首创大厦207室

电话：010-85282866

### 北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街6号9层912

电话：010-82129971

### 武汉营业部

地址：武汉市武昌区中北路108号兴业银行大厦3楼

电话：027-59909521

### 杭州营业部

地址：杭州市上城区庆春路137号华都大厦811、812室

电话：0571-28056983

### 太原营业部

地址：太原市小店区长治路103号阳光国际商务中心A座902室

电话：0351-8366898

[请参阅最后一页的重要声明](#)

### 济南营业部

地址：济南市历下区泺源大街150号中信广场A座十层1016、1018、1020室

电话：0531-85180636

### 大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2901、2904、2905、2906室

电话：0411-84806316

### 郑州营业部

地址：郑州市未来大道69号未来大厦2205、2211、1910房

电话：0371-65612397

### 广州东风中路营业部

地址：广州市越秀区东风中路410号时代地产中心20层自编2004-05房

电话：020-28325286

### 重庆龙山一路营业部

地址：重庆市渝北区龙山街道龙山一路5号扬子江商务小区4幢24-1

电话：023-88502020

### 成都营业部

地址：成都市武侯区科华北路62号（力宝大厦）1栋2单元18层2、3号

电话：028-62818701

### 深圳营业部

地址：深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦11I

电话：0755-33378759

### 上海徐汇营业部

地址：上海市徐汇区斜土路2899甲号1幢1601室

电话：021-64040178

### 南京营业部

地址：南京市黄埔路2号黄埔大厦11层D1、D2座

电话：025-86951881

### 宁波营业部

地址：浙江省宁波市江东区朝晖路17号

电话：0574-89071681

### 合肥营业部

地址：合肥市包河区马鞍山路130号万达广场C区6幢1903、1904、1905室

电话：0551-2889767

### 广州黄埔大道营业部

地址：广州市天河区黄埔大道西100号富力盈泰大厦B座1406

电话：020-22922102

### 上海浦东营业部

地址：上海自由贸易试验区世纪大道1777号3楼F1室

电话：021-68597013



## 重要声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，中信建投期货力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。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标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：[www.cfc108.com](http://www.cfc108.com)