



# 风险再定价，震荡格局延续

研究报告·股指月报

摘要

报告作者

王娜

从业资格号：F3055965

投资咨询号：Z0001999

蔡家立

从业资格号：F3061147

电话：(0510) 85101580

E-mail: glqhtzzx@163.com

报告日期：2020年5月29日

独立申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

当前市场对风险的定价并不充分，主要表现在以下几个方面：

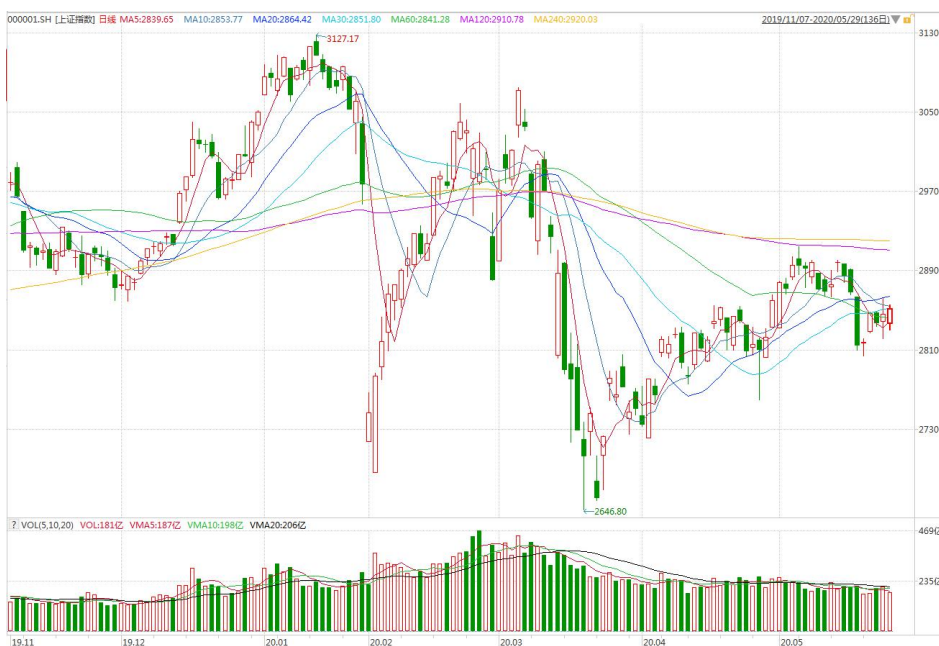
1. 全球疫情虽然已经步入平台期，但是依然存在很大风险；
2. 中美对抗有升级趋势，将在很大程度上制约市场风险偏好；
3. 人民币贬值压力加大，货币政策边际收紧，一定程度制约 A 股。

由此可见，当前市场存在一定风险因素，在前期市场对全球疫情好转、政策持续刺激、经济逐步复苏等利好因素定价较为充分的背景下，下一阶段市场存在一定回调风险；不过由于当前国内政策定调依旧较为积极，市场流动性充裕的格局也没有被打破，回调空间也不会太大。

结合技术分析，从当前低迷的成交量来看，市场还未到选择方向的时刻；盘面上，指数上方半年线与年线粘合，压力位较为明显，而前期4月份的震荡平台或将成为下一阶段指数震荡的新底部。预计指数将在新的区间内维持震荡格局，建议投资者保持短线思维，可在区间内高抛低吸，注意控制仓位，密切关注量价指标的变化。

## 一、行情回顾

图 1: 上证指数走势图

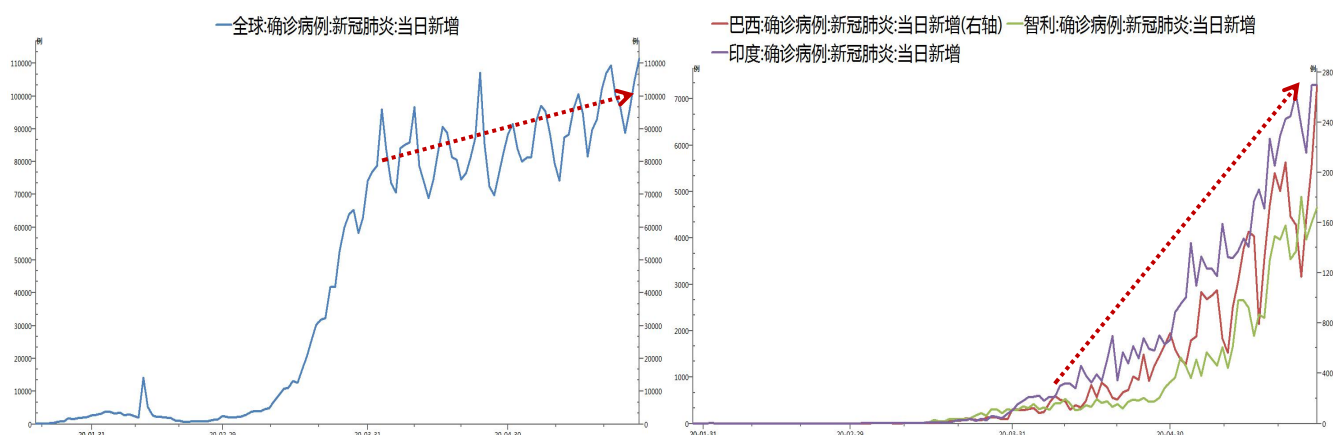


来源: Wind 国联期货

5月初,在海外重启计划以及两会政策预期等因素的提振下,市场震荡上行,随后维持顶部缩量震荡的格局,5月下旬受到中美之间对抗加剧等因素的影响,市场有所下挫,总体来看,成交量依旧处于低位,并未打破震荡趋势。北向资金总体维持净流入态势,5月份净流入逾220亿元。合约方面,由于中美对抗加剧,科技板块受影响较大,IC合约整体回调幅度较大。

## 二、全球疫情平台中枢有所上移,新兴国家疫情呈爆发趋势

图 2: 全球疫情虽有所缓解,但风险犹存



来源: Wind 国联期货

全球疫情虽然已经步入平台期，然而从目前情况来看，依然存在很大风险，近期世卫组织也提醒各国注意疫情可能迎来第二个高峰。

首先是全球每日新增病例的平台中枢有所上移。全球疫情自4月初步入平台期以来，每日新增病例一直保持在一个相对稳定的状态，然而随着全球复工复产进程不断加快，加之部分国家疫情防控不力，近期全球每日新增病例的平台中枢有上移趋势。

其次是疫情在南美以及亚洲部分新兴国家有爆发趋势。虽然当前欧洲等发达国家的疫情有所缓解，但是人口密集且基数较大的部分新兴国家的疫情却呈爆发趋势，比如巴西、智利、印度等国家。这些国家由于医疗资源相对匮乏、防控措施相对缺失等原因，或将称为全球疫情的下一个爆发点，对全球经济秩序以及产业链产生重大冲击。

在市场对全球疫情缓解的定价较为充分的背景下，当前疫情形势存在的风险势必会对市场造成一定冲击，这也是造成近期市场回调的一大因素。

### 三、中美之间风云再起，对抗存在升级趋势

除了当前疫情存在新的风险以外，近期中美之间的关系也日益趋紧，将在很大程度上制约市场风险偏好。自2018年7月中美贸易战拉开序幕以来，中美之间的经贸关系一直是市场关注的焦点，也曾对市场造成不同程度的影响，今年1月份中美之间签署了第一阶段经贸协议，虽然当前第一阶段协议仍在进行中，但是近期贸易战有向科技战升级的趋势，中美经贸关系进一步趋紧：

1. 5月15日，美国针对华为芯片的限制升级，美国商务部采取行动全面限制华为购买采用美国软件和技术生产的半导体；

2. 5月23日，美国商务部宣布将33家中国企业、高校和政府机构加入实体清单，其中包括多家知名科技企业，被列入实体清单的企业在使用美国技术或者软件等方面将受到限制。

面对美国日益升级的制裁，我国除了已经建立不可靠实体清单予以反制以外，国内科技创新的进程也刻不容缓，国家大基金二期与上海集成电路基金二期向国内半导体龙头企业中芯国际的注资就是一个标志，同时两会上政府工作报告中也频频提及科技创新。

长期来看，虽然贸易战向科技战升级将在一段时间内给中国的科技企业带来极大的困难与挑战，但是国产芯片自主化也同时将迎来发展机会，国内半导体行业 and 科技板块将长期受益。

其实剥开现象看本质，这些都是美国为博取政治资本而采取的行动。今年是美国大选年，一般来说在大选年，美国对华态度都比较强硬，今年又遭遇了新冠疫情的冲击，多重因素的推动使得中美之间的对抗有所提前，预计此种对抗局势或将持续到11月美国大选结束，在此背景下，不仅经济秩序、政治环境将受到影响，市场风险偏好也将在很大程度上受到压制。

#### 四、两会政策保持力度，但利好预期提前消化

表 1：政府工作报告部分内容及对比

项目		2019 年	2020 年
经济社会发展目标	GDP	6%-6.5%	没有提出全年经济增速具体目标
	就业	城镇新增就业 1100 万人，城镇调查失业率 5.5%，城镇登记失业率 4.5%	城镇新增就业 900 万人，城镇调查失业率 6%，城镇登记失业率 5.5%
财政政策	定调	积极的财政政策要加力提效	积极的财政政策要更加积极有为
	财政赤字	赤字率 2.8%，财政赤字 2.76 万亿	赤字率 3.6%，财政赤字 3.76 万亿（增加的 1 万亿转给地方）
	特别国债	/	发行 1 万亿抗疫特别国债
	地方政府专项债	2.15 万亿	3.75 万亿
	减税降费	2 万亿	2.5 万亿
货币政策	定调	稳健的货币政策要松紧适度	稳健的货币政策要更加灵活适度
	M2 和社融	与名义 GDP 增速相匹配	增速明显高于去年

来源：《政府工作报告》 国联期货

两会落下帷幕，会上政策依旧保持力度，积极的财政政策要更加积极有为，灵活的货币政策要更加灵活适度。但同时我们也需要注意到以下三点：

一是政府工作报告中指出，全球疫情和经贸形势的不确定性很大，我国发展面临一些难以预料的影响因素，面临的风险挑战前所未有，这反映出当前我国经济虽然处于逐步复苏的状态之中，但是仍然面临较大的下行风险，这将给市场带来较大压力；

二是由于今年的特殊情况，未提出全年经济增速的具体目标，代之更加注重“六稳”、“六保”工作，底线思维更加明确，政策防御性更强；

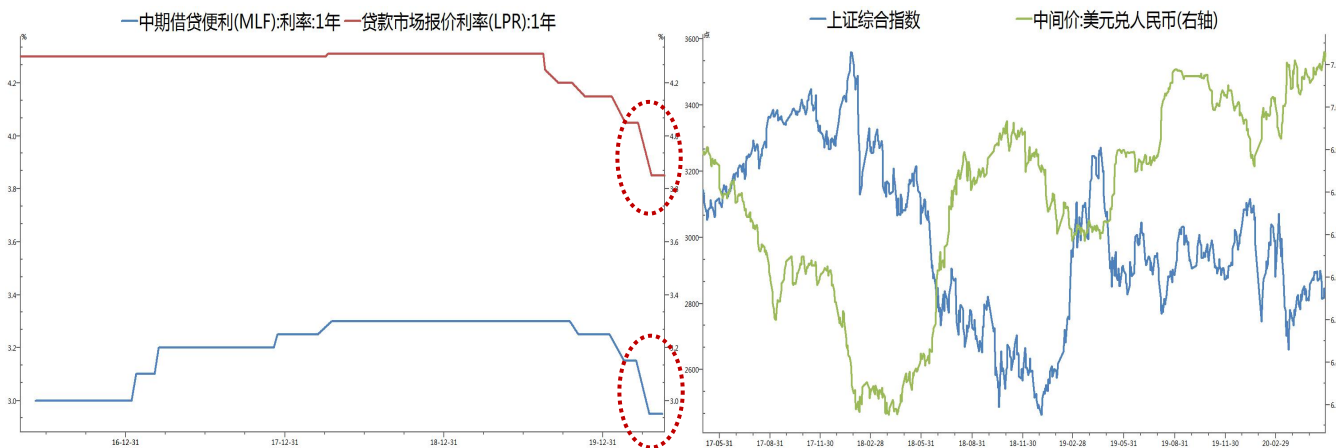
三是政策表述并没有超预期的部分，不管是财政政策还是货币政策都在市场预期的范围之内，

而这些预期在此前市场中已经基本被消化。

种种因素导致市场在两会期间并没有什么大的反应，甚至还因为外围风险等因素的影响出现了较大回调。可以确定的是今年政策环境将持续保持宽松，但是经济所面临的下行风险不容忽视，经济复苏将不是一个一蹴而就的过程。

## 五、人民币贬值压力加大，货币政策阶段性边际收紧

图 3：货币政策边际收紧，人民币贬值给 A 股带来压力



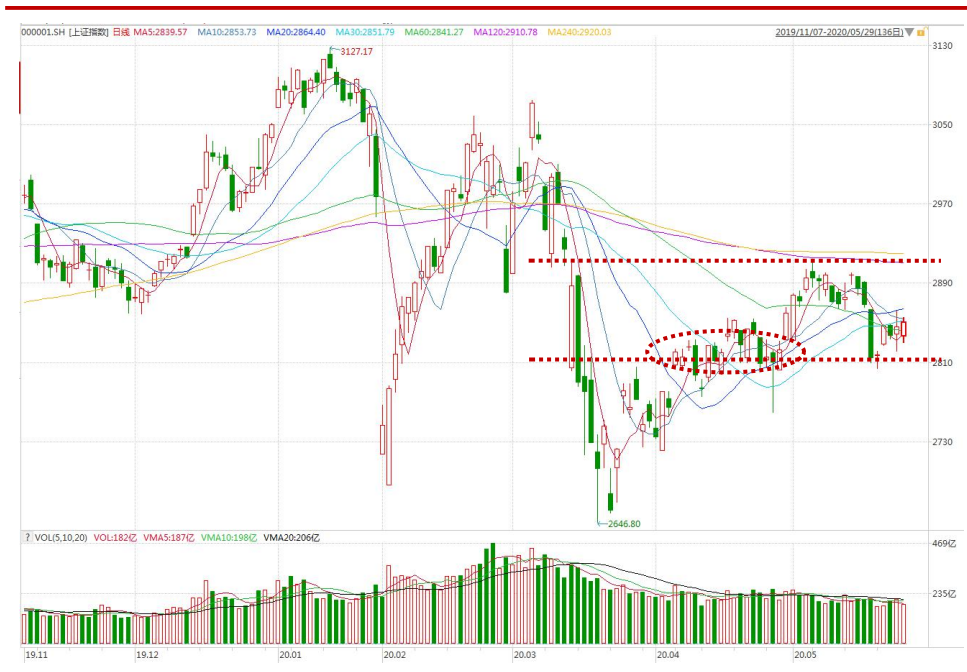
来源：Wind 国联期货

虽然政策环境宽松的基调保持不变，但是从近期央行的操作可以看出，货币政策边际有所收紧。5月15日央行缩量平价续作MLF，5月20日LPR报价如期未进行下调，这或许是出于人民币汇率贬值压力的考虑，此前市场期待的存款基准利率下调或许不会这么早到来。近期人民币汇率在中美关系趋紧以及避险情绪支撑美元指数高位震荡等多重因素的影响下持续贬值，而近年来人民币汇率与上证指数呈现出较为明显的负相关走势，从这个角度来看人民币贬值也将在一定程度给A股带来压力。



## 六、技术分析

图 4：上证指数走势图



来源：Wind 国联期货

5 月份，受多方因素影响，A 股整体仍呈现出缩量震荡的格局。从当前低迷的成交量来看，市场还未到选择方向的时刻。盘面上，指数上方半年线与年线粘合，压力位较为明显，而前期 4 月份的震荡平台或将成为下一阶段指数震荡的新底部。鉴于当前市场对风险定价并不充分，指数下一阶段或有调整，但整体空间不大，预计指数将在新的区间内维持震荡格局，密切关注量价指标的变化。

## 七、结论

当前市场对风险的定价并不充分，主要表现在以下几个方面：

1. 全球疫情虽然已经步入平台期，但是依然存在很大风险。首先是随着全球复工复产进程不断加快，加之部分国家疫情防控不力，近期全球每日新增病例的平台中枢有上移趋势；其次是疫情在南美以及亚洲部分新兴国家呈爆发趋势，这些国家由于医疗资源相对匮乏、防控措施相对缺失等原因，或将称为全球疫情的下一个爆发点。

2. 中美之间对抗有升级趋势，将在很大程度上制约市场风险偏好。剥开现象看本质，这些都是美国为博取政治资本而采取的行动，预计此种对抗局势或将持续到 11 月美国大选结束，在此背景下，不仅经济秩序、政治环境将受到影响，市场风险偏好也将在很大程度上受到压制。

3. 人民币贬值压力加大，货币政策边际收紧，一定程度上制约 A 股。虽然政策环境宽松的基

调保持不变，但是从近期央行的操作可以看出，货币政策边际有所收紧，这或许是出于人民币贬值压力的考虑；近期人民币汇率在多重因素的影响下持续贬值，而近年来人民币汇率与上证指数呈现出较为明显的负相关走势，从这个角度来看人民币贬值也将在一定程度给 A 股带来压力。

由此可见，当前市场存在一定风险因素，在前期市场对全球疫情好转、政策持续刺激、经济逐步复苏等利好因素定价较为充分的背景下，下一阶段市场存在一定回调风险；不过由于当前国内政策定调依旧较为积极，市场流动性充裕的格局也没有被打破，回调空间也不会太大。

结合技术分析，从当前低迷的成交量来看，市场还未到选择方向的时刻；盘面上，指数上方半年线与年线粘合，压力位较为明显，而前期 4 月份的震荡平台或将成为下一阶段指数震荡的新底部。预计指数将在新的区间内维持震荡格局，建议投资者保持短线思维，可在区间内高抛低吸，注意控制仓位，密切关注量价指标的变化。

## 国联期货

地 址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼（214121）

电 话：(0510)85101580

E-mail: glqhtzzx@163.com

## 免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

**期市有风险 投资需谨慎**