

# 资本市场改革遇上全球货币宽松

## 股指延续稳中有升的结构性行情

—2020 年股指期货半年报

分析员： 何慧  
电 话： 021-60281622  
邮 箱： hehui@zhqh.com.cn  
咨询证号： Z0011420

### 摘 要

从经济形势看，对 2020 年下半年经济走势保持谨慎乐观，虽然上半年的疫情对国内经济造成了一定的负面影响，但得益于疫情防控的成效显著，国内消费和投资已经进入正轨，二季度经济呈现出走稳格局。目前主要是海外的疫情形势仍不明朗，但海外大多加大政策对冲力度，对下半年全球经济的逐步回升带来支持。下半年国内物价下行和外部零利率环境为国内货币政策创造了操作空间，随着各项政策的逐步落地，一季度将是经济回落低点，二季度逐步收窄跌幅，下半年有望进入逐步走稳阶段。

从政策角度看，财政政策将是推动经济增长的重要抓手。今年财政赤字率拟按 3.6% 以上安排，财政赤字规模比去年增加 1 万亿元，同时发行 1 万亿元抗疫特别国债，将在 7 月份发行完毕。随着地方专项债以及特别国债的发行，预计下半年财政支出明显加大，有助于投资端增速回升。此外，管理层将继续推行减税降费政策，预计全年为企业新增减负超过 2.5 万亿元，其中金融系统全年将向各类企业合理让利 1.5 万亿元。

货币政策方面，核心是坚持稳增长和防风险的有效平衡，下半年仍有发力空间。年初至今经历了三个阶段的变化：第一阶段是快速宽松以应对疫情，第二阶段是适度收紧以打击套利，下半年将回归到维持市场流动性充裕的常态模式。不论是海外宽松货币政策环境、国内政府工作目标实现，还是中美利差收窄、物价的回落，都为下半年央行货币政策的实施带来空间。而在“宽信用”背景下，资金更倾向于股票资产配置。

改革方面，中央在疫情之后连续出台的三个改革文件：《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》《海南自由贸易港建设总体方案》。6 月 11 日，“实施国企改革三年行动”由国务院国资委牵头，10 月底前出台相关政策，12 月底前完成，将是下半年的一个关注。向改革要动力，激发经济的中长期增长潜力。

资本市场方面，在新证券法积极推进的背景下，资本市场改革有望持续深化。随着基础制度的完善进一步加快，预计注册制的持续推进仍是下半年的重要方向，在业务方面也将逐步放开，持续改善资本市场的投融资环境，与此同时，也不断加大对上市公司的监管，加大对外开放力度，海外资金和机构投资者力量将不断壮大，市场运行也将更加平稳有效。

流动性方面，在全球货币量化宽松、市场流动性充足的背景下，各路资金都在争相涌入 A 股。上半年，北上资金净买入 A 股 1182 亿元，融资客杠杆融资净买入 1259 亿元，公募基金募资超万亿元，百亿级私募备案新产品数量超过 600 只。2020 年下半年保险在权益类市场仍有望继续增加额度，预计险资在 2020 年入市资金规模有望超过 4000 亿元。另外，社保基金、企业年金、银行理财资金也有望随着政策推动而逐步入市。

对于 2020 年下半年的市场行情，我们保持谨慎乐观。大盘在二季度呈现出逐步走稳态势，技术面已经有所走强，随着下半年各项政策逐步落地、资本市场改革持续推进、市场盈利改善以及信心回升，预计 2020 年下半年市场将延续震荡反弹格局。

策略方面，预计股指市场将呈现稳中有升的结构性行情，IC 较 IF 以及 IH 相对占优。上行引擎主要来自于资金面，居民入市以及外资回流提供增量资金，市场有一定概率演绎为增量市，建议大部分时间延续偏多思路。IF、IH、IC 分别参考 4000、2800、5400 一线的支撑。

结构方面，在外部环境稳定之际，科技股预计继续成为资金主攻方向，核心变量主要在于资本市场改革加速落地以及创业板注册制持续推进，对市场风险偏好的提振，公募新发科技类基金将成为驱动 IC 上行的关键力量。与此同时，需要关注国内经济的改善情况，将决定市场风格能否由前期强势的科技医药板块切换至低估值的传统经济周期板块。在外部环境恶化之际，风险偏好难免下行，届时或将出现 IF、IH 相对抗跌的现象。

**风险提示：**内部因素中的经济基本面和改革力度不及预期，外部环境中的中美摩擦升级、美联储扩表放缓、疫情反复等可能致使风险资产调整，届时需要考虑对冲。

## 目 录

摘 要 .....	1
1 经济政策：经济逐步恢复，改革激发动力 .....	4
1.1 国内经济：经济复苏动力显露端倪 .....	4
1.2 国内政策：资本市场改革将是重头戏 .....	5
1.2.1 财政政策是推动经济发展的重要抓手 .....	5
1.2.2 货币政策重在平衡稳增长与防风险 .....	6
1.2.3 向改革要动力，激发经济增长潜力 .....	8
1.2.4 资本市场迎改革深化，释放制度红利 .....	8
2 资金流动性：中长线资金持续流入 .....	10
2.1 宏观流动性：宽信用环境下，资金倾向股票配置 .....	10
2.2 股市流动性：多路资金争相涌入，机构影响力加大 .....	12
3 市场情绪：外部间歇性扰动，A股相对独立 .....	15
3.1 全球经济：疫情反复，全球货币宽松助推经济艰难恢复 .....	15
3.2 外围环境：间歇性扰动，A股独立性增强 .....	17
4 逻辑与策略：稳中有升的结构性行情 .....	19
4.1 运行逻辑：政策逐步落地，市场盈利改善 .....	19
4.2 操作建议：逢低偏多为主，强弱对冲为辅 .....	20

# 1 经济政策：经济逐步恢复，改革激发动力

## 1.1 国内经济：经济复苏动力显露端倪

从上半年经济走势来看，一季度触底，二季度适度恢复。2020年一季度GDP同比下跌6.8%，大幅低于2019年的6.1%。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。最新公布的6月官方和财新PMI数据均好于前值和预期，国内经济延续修复，供需两侧同步向好，企业利润也趋于改善，为股指的结构性演绎进一步提供动力，尤其是对周期股的上涨产生促进作用。

6月官方PMI为50.9，预期50.4，前值50.6，连续4个月运行在荣枯线上。6月财新PMI为51.2，预期50.5，前值50.7，为今年以来最高，连续两个月处于扩张区间。1-5月工业企业利润同比降幅收窄8.1个百分点至-19.3%，折算成当月同比则上升10.3个百分点至6%，利润修复在5月进一步加强，宏观环境对A股较为友好。

图1：实际GDP和名义GDP

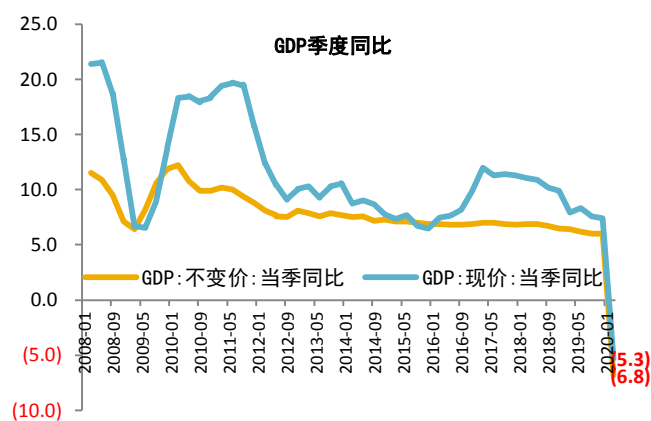
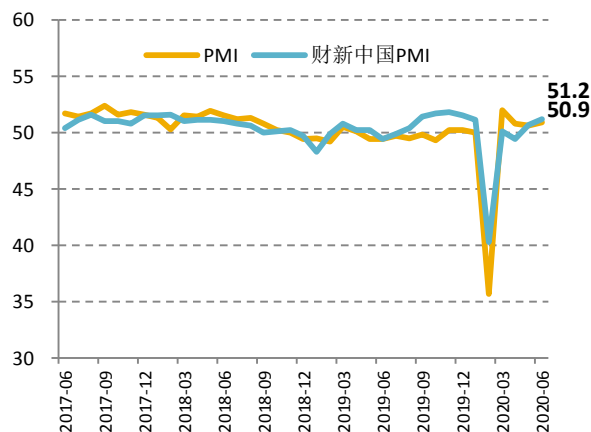


图2：官方PMI和财新PMI



数据来源：wind, 中辉期货研发部

由于疫情的影响在下半年逐步减弱，经济有望进一步企稳，特别是上半年偏松的货币环境为企业加大融资提供了可能，而疫情减弱也为下半年消费逐步企稳提供了可能。下半年投资、消费以及企业融资都有望逐步恢复。潜在的负面影响可能来自海外疫情的反复和贸易保护主义抬头对外贸的冲击加大。结合内外部环境，特别是国内政策逆周期调控力度加大，虽然一季度经济出现较大波动，但下半年仍有望低位逐步走稳。

今年管理层的赤字率目标明显提升，加上地方债以及专项债的发行，有望推动基建投资增速回升，不过财政收入的减缓会制约支出的力度，预计不会实行“大水漫灌”，更多的是从产业发展以及稳经济等方面推动重大项目落地。整体来看，下半年积极的财政政策体仍会加大政策对经济逆周期调节的力度，随着政府债券和财政资金的落地，预计下半年政府部门的杠杆率有望提升，从而带动基建投资回升。

整体来看，对下半年经济走势较为谨慎乐观，虽然上半年的疫情冲击在下半年依然对经济造成了一定的负面影响，但得益于疫情防控的成效显著，大部分消费和投资已经进入正轨，物价下行和外部零利率环境为国内货币政策创造了操作空间，经济有望逐步恢复。未来经济隐忧主要在于外需的不确定性和房地产投资的持续性。

图 3：工业企业利润

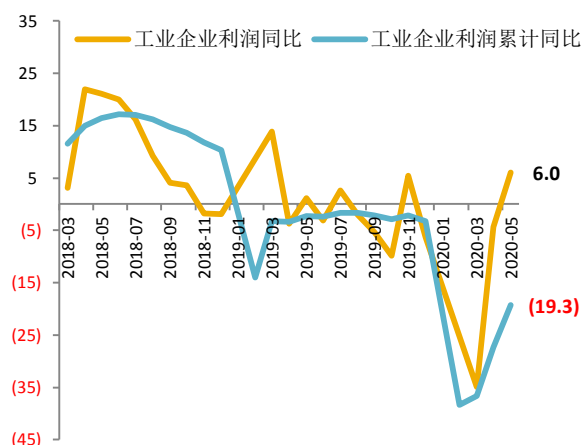
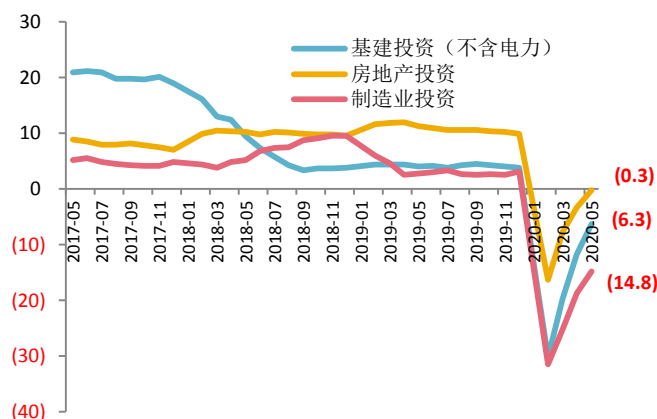


图 4：三大固定投资



数据来源：wind, 中辉期货研发部

从价格通胀来看，物价处于继续回落的态势。随着生猪存栏量的回升，特别是能繁母猪存栏量提升的背景下，猪肉价格在下半年将逐步迎来正常化。目前猪肉价格同比仍高达 81.7%，下降的空间仍然很大。而原油价格虽然经历了明显反弹后到达 40 美元/桶附近，但由于全球需求整体仍然较弱，且新能源汽车的推广也对石油需求产生了冲击，原油价格短期内难以上涨至较高位置，对物价提振有限，下半年 CPI 大概率维持在 2% 及以下。

PPI 同比或阶段性触底，但下半年仍处低位。5 月 PPI 超市场预期下行至-3.7%，市场读为利空出尽，在疫情二次大爆发的中性假设下，PPI 年内或许已经见底，从翘尾因素看，7 月贡献已经为正；随着欧美复产复工，全球需求有所回升，普遍预期油价缓慢上行。下半年 PPI 或将围绕-3%波动，仍处低位，疫情反复等风险或许导致 PPI 再次探底。

图 5：CPI 和 PPI

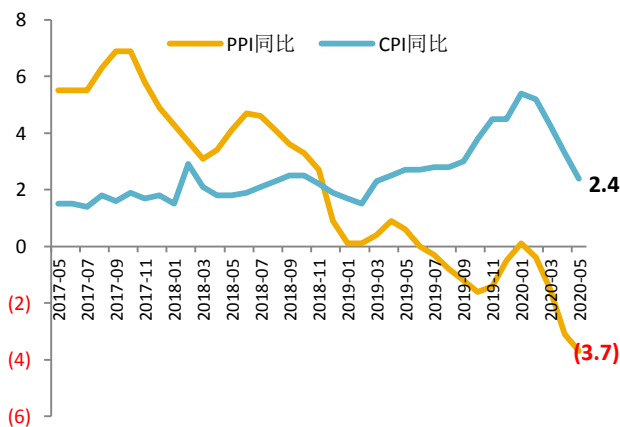
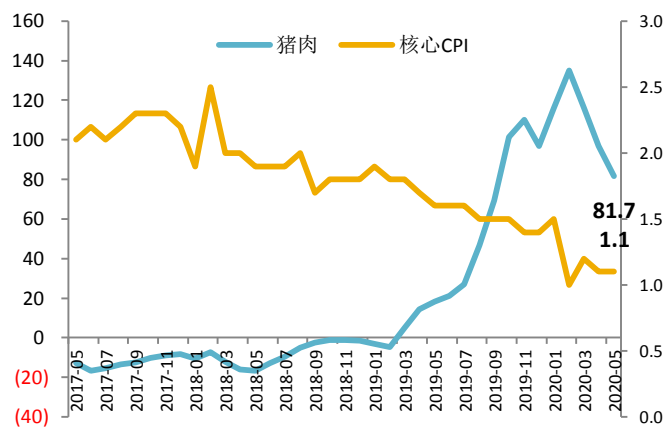


图 6：猪肉价格和核心 CPI



数据来源：wind, 中辉期货研发部

## 1.2 国内政策：资本市场改革将是重头戏

### 1.2.1 财政政策是推动经济发展的重要抓手

按照政府工作报告，今年赤字率拟按 3.6% 以上安排，较 2019 年预期的 2.8% 明显提升，财政赤字规模比去年增加 1 万亿元；同时发行 1 万亿元抗疫特别国债，将在 7 月份发行完毕；加上发行特别国债，预计中央层面筹资超过 5 万亿元，其中新增超过 2 万亿元，财政政策发力空间加大，将成为推动经济发展的重要抓手。

根据财政部发布数据显示，前5个月地方债发行31997亿元，同比增加65.1%。其中，新增专项债发行21502亿元，完成中央提前下达额度(22900亿元)的93.9%。下半年随着地方债、特别国债的发行，将为后续财政支出带来支持。特别是新的证券法实施，注册制的发行为企业融资拓宽了渠道，预计下半年财政投入力度将明显加大，有助于推动投资增速回升以及经济逐步走稳。

除了大幅提升赤字率水平并发行特别国债、加大对重点领域的投资力度之外，还将通过继续降税降费缓解企业经营压力。今年将继续推行减税降费政策，继续执行下调增值税税率和企业养老保险费率等制度，小微企业、个体工商户所得税缴纳一律延缓到明年，预计全年为企业新增减负超过2.5万亿元。

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强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。固定资产投资增速在经历了一季度的低迷之后，近期在逐步走稳，随着管理层加大推进“两新一重”（新型基础设施建设，新型城镇化建设，交通、水利等重大工程建设）项目，将带动整体投资增速逐步走稳。

图7：2020年财政赤字率上升至3.6%（%）

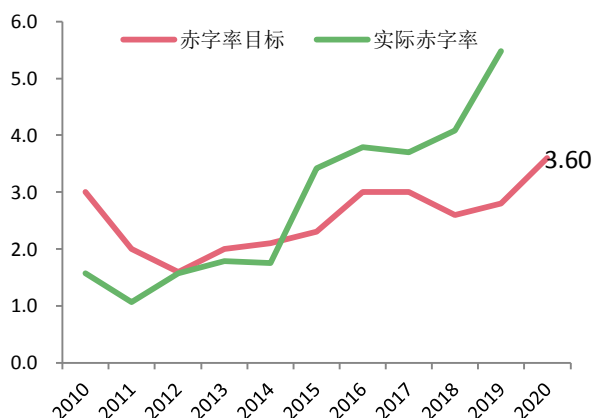
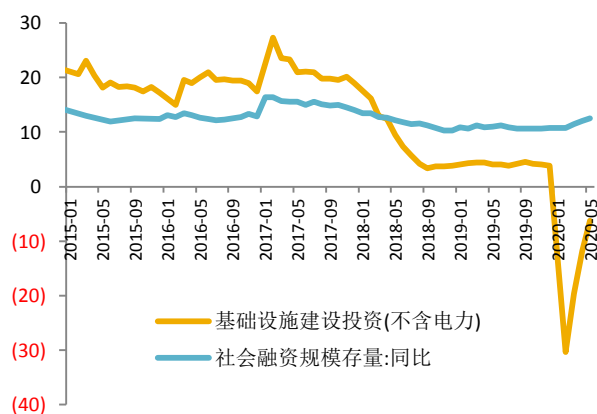


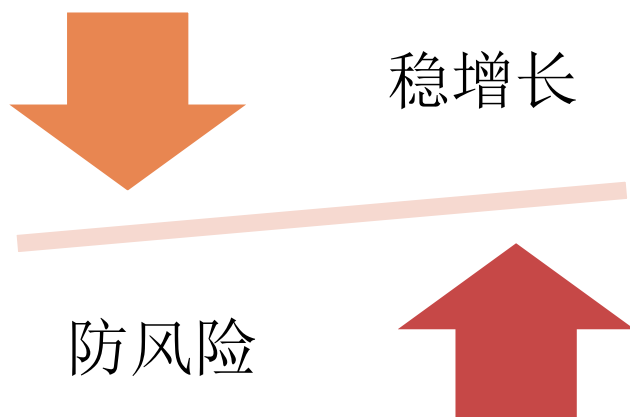
图8：基建投资将持续修复（%）



数据来源：wind, 中辉期货研发部

### 1.2.2 货币政策重在平衡稳增长与防风险

图9：货币政策重在平衡稳增长与防风险



数据来源：wind, 中辉期货研发部



今年以来，货币政策的灵活适度原则进一步凸显，其核心是坚持稳增长和防风险的有效平衡。一季度货币政策的重心落在对重大突发事件的紧急应对上，这一时期的货币政策操作突出为总量工具与结构性工具的并重。5月以来，随着前期降准降息的密集落地见效，以及经济活动的逐步复苏，利率持续走低和流动性充裕带来的金融套利空转苗头隐现，货币政策进行了适当的灵活调整，并配合金融严监管措施，防范金融风险。后疫情时代，结构性货币政策工具将被更多使用，提高政策“直达性”，总量政策则要为未来留有余地，下半年货币政策仍有发力空间。

首先，政府工作报告明确指出，稳健的货币政策要更加灵活适度；综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年；创新直达实体经济的货币政策工具，推动利率持续下行。政府报告中已经明确提出运用降准降息等工具。特别是从央行目标来看，要推动资金成本持续下行，需要在资金总量以及利率层面进行引导。

其次，全球宽松的货币政策背景，也为后续央行提供较多发力空间。3月美联储通过两次紧急降息将利率调为0，并实行无上限量化宽松政策，使得全球利率进一步下探。6月10日美联储公布会议声明显示，19位委员有17位预计将维持利率在当前水平直至2022年年底，这意味着全球利率环境将长期保持宽松状态，这为央行进一步降息降准提供了操作空间。

值得注意的是，2019年11月以来中美利差持续扩大，截止6月30日中国10年期国债收益率为2.84%，而美国10年期国债利率仅为0.66%，两者相差218个基点，是2011年以来最大，随着国内国际化进程加快，以及国内推动利率水平下行，未来利差有望适度收窄。

图 10：美联储降息至零

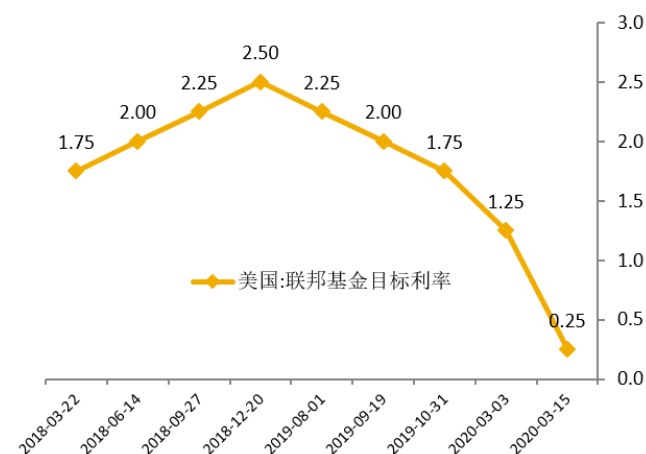
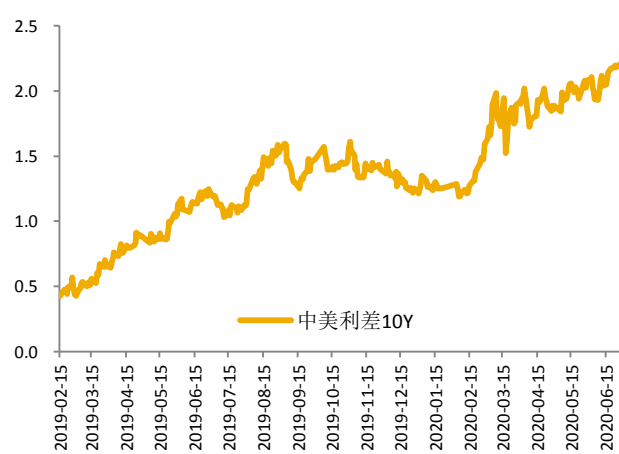


图 11：中美国债收益率利差



数据来源：wind, 中辉期货研发部

此外，物价逐步回落，也为后续货币政策释放空间。根据统计局数据，之前一度攀升至5.4%的CPI逐步回落到5月的2.4%，物价对货币政策的制约明显减弱。今年以来猪肉价格同比冲高回落，从2月的135.2%的涨幅高点回落到5月的81.7%，特别是随着供给能力不断提升，下半年猪肉仍将以回落为主。此外由于原油价格也有所回落，预计下半年CPI大幅上行的可能性比较低。

整体来看，不论是海外宽松货币政策环境、国内政府工作目标实现，还是中美利差收窄，还是物价的回落，都为下半年央行货币政策的实施带来空间。目前管理层对于货币政策的定调依然是稳健的货币政策，但也提出了灵活适度的方向，加上国内经济受到疫情影响、外贸的不确定性，央行无论是从防范化解重大风险的角度，还是提高金融支持实体的角度，都有动力继续启动降息或者定向降准。其中降息方面将以LPR为调控方向，预计下半年还会有下调空间，而定向降准随着政府工作分工的逐步落地，也将有1-2次定向降准过程。

### 1.2.3 向改革要动力，激发经济增长潜力

中央在疫情之后连续出台的三个改革文件：《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》、《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》、《海南自由贸易港建设总体方案》。这意味着在疫情对国内经济造成负面冲击、在海外局势面临较大不确定性的情况下，除了要坚定不移地扩大对外开放，还要推进更大力度的对内改革，依靠“经济内循环”的活力应对疫情冲击，并激发经济的中长期增长潜力。

中央推进要素市场化改革，激发经济增长的长期动力。4月9日，《中共中央国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》发布，内容共32条，涉及土地、劳动力、资本、技术和数据五大生产要素；旨在促进要素自主有序流动，提高要素配置效率，进一步激发全社会创造力和市场活力，推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革。

完善社会主义市场经济体制的七大亮点。中国社会主义市场经济体制的确立经历了长时间的讨论和探索，建设和完善社会主义市场经济体制，是中国进一步深化改革的重要内容之一。5月18日，中共中央、国务院发布《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》，是对十九大和十九届四中全会的战略部署，提出了中国特色社会主义进入新时代、经济由高速增长转向高质量发展之后，社会主义市场经济体制的重点改革方向。

海南高水平自贸港，打造开放新高地。2020年6月1日，中共中央、国务院印发了《海南自由贸易港建设总体方案》，提出了海南自贸港建设的三阶段目标，在政策制度体系构建、经贸改革、金融创新等方面，都有突破性进展。下半年将可能进一步赋予自贸试验区更大改革开放自主权，在中西部地区增设自贸试验区、综合保税区，增加服务业扩大开放综合试点等，进一步推动国内经济开放步伐，缓解经济 and 外贸压力，将通过多措并举稳住外贸基本盘。

此外，下半年国企改革三年行动方案出台，这将是资本市场的另一场大戏。2020年6月11日，“实施国企改革三年行动”由国务院国资委牵头，10月底前出台相关政策，12月底前完成。

### 1.2.4 资本市场迎改革深化，释放制度红利

2020年上半年资本市场的一个重大变化是新证券法的正式实施，2019年12月28日在十三届全国人大常委会第十五次会议闭幕会上表决通过，并于2020年3月1日起施行。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，资本市场改革也迎来持续深化，带动资本市场迎来新的发展机遇。

新证券法作为资本市场最重要的基础性法律，从内容来看，按照顶层制度设计的要求，对证券发行、交易、退出、信息披露、投资者保护、监管执法等各项资本市场基础性制度作出了全面优化和重构，体现了市场化、法治化、国际化的发展方向。

表 1：市场改革的各项制度

时间	内容
2月	修订完善再融资制度
3月	对新三板转板上市机制公开征求意见 对《上市公司收购管理办法》、《上市公司重大资产重组管理办法》、《证券交易所管理办法》、《证券投资基金管理公司管理办法》等13项规章文件部分条款作出修订完善
4月	《创业板改革并试点注册制总体实施方案》获得中央全面深化改革委员会第十三次会议审议通过，证监会和深交所随即发布《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》等一系列规则，搭建起创业板改革并试点注册制的整体制度框架
5月	就《创业板首次公开发行证券发行与承销特别规定》（征求意见稿）公开征求意见
6月	证监会发布创业板改革并试点注册制相关制度规则 发布《中国证监会关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》



可以看到，在新证券法的带动下，各项制度都加快修订和完善，而且随着制度的完善，多层次资本市场建设也逐步搭建和完善起来。科创板的推出解决了科创型企业融资上市问题，新三板市场也迎来改革举措，精选层和转板机制将得以推行。此外，6月12日证监会发布创业板改革并试点注册制相关制度规则，国内资本市场注册制迈出一大步。

预计注册制的持续推进仍是下半年的重要方向，在业务方面则逐步放开，持续改善资本市场投融资环境，与此同时，也不断加大对上市公司的监管，加大对外开放力度，资本市场改革红利将有望持续释放。

根据国家金融业对外开放的统一部署，自2020年4月1日起取消证券公司外资股比限制。在此背景下，外资控股证券公司也在积极布局。而证监会将继续坚定落实我国对外开放的总体部署，积极推进资本市场对外开放进程。A股国际化进程的加快将进一步推动海外资金在国内市场的布局，并为市场发展带来更多资金支持。目前已有7家证券公司跻身“外资控股券商”之列，还有18家尚在排队，预计未来会有更多外资控股券商，海外资金将加快在国内资本市场的布局，带来更多资金参与，对外开放力度进一步加大。

## 2 资金流动性：中长线资金持续流入

### 2.1 宏观流动性：宽信用环境下，资金倾向股票配置

货币政策年初至今经历了三个阶段的变化：第一阶段是快速宽松以应对疫情，第二阶段是适度收紧以打击套利，下半年将回归到维持市场流动性充裕的常态模式。

**第一阶段：应对危机。**央行在疫情爆发之后果断采取了一系列数量和支持政策，包括降准降息、公开市场操作及 MLF 提供流动性支持、专项再贷款再贴现额度支持等。短端利率快速下行。

**第二阶段：打击套利。**宽松货币政策造成短端利率持续偏低，催生了金融市场加杠杆套利的行为。5 月以来央行操作开始逐渐从“宽货币”转向“宽信用”，并创新直达实体的工具。短端利率迅速反弹。

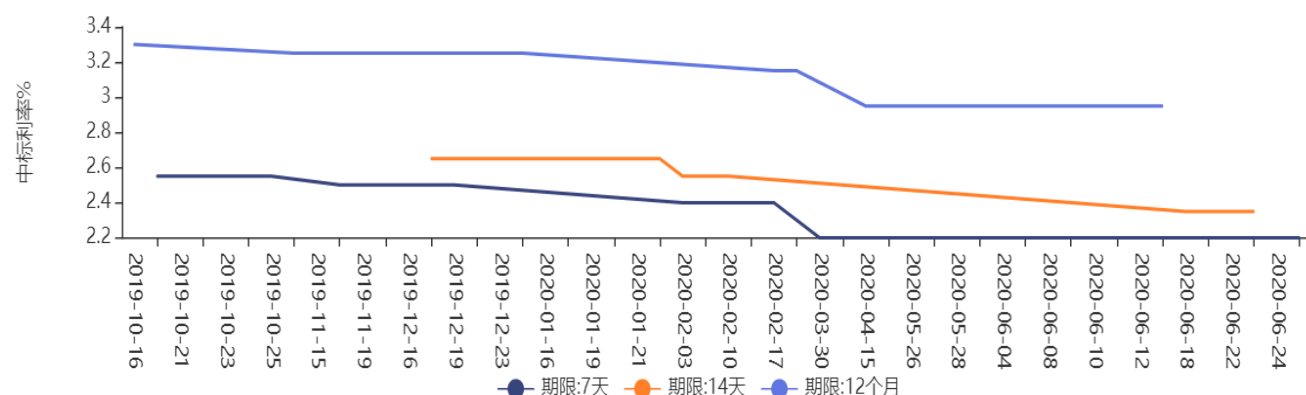
**第三阶段：回归常态。**随着经济逐渐从疫情中恢复，下半年货币政策也将从应对危机的宽松模式切换到维持市场流动性充裕的常态模式。

春节假期期间，央行先后出台了开设“绿色通道”快速办理大额资金汇付、“预告”金融市场开市后将及时投放充足流动性、与其他部委联合出台金融支持疫情防控一揽子举措、设立 3000 亿元抗疫专项再贷款等措施。

节后开市，仅前两天央行就向市场投放 1.7 万亿元巨额逆回购，并罕有地先行下调逆回购利率，进而推动 2 月中期借贷便利（MLF）利率、贷款市场报价利率（LPR）先后“降息”；同时，在前期 3000 亿元抗疫专项再贷款的基础上，设立 5000 亿元再贷款再贴现政策，支持地方法人银行用于助力企业复工复产。

进入 3 月，央行先后出台普惠金融定向降准，释放长期资金 5500 亿元；3 月 30 日超预期大幅“降息”，将 7 天期逆回购利率下调 20 个基点，从而带动 4 月 MLF、LPR 利率跟随下调。4 月央行又实施新一轮针对地方法人银行的定向降准，释放长期资金 4000 亿元，并时隔 12 年下调超额存款准备金利率，引导银行减少超额存款准备金存放，将这些资金更多用于支持实体经济；并宣布再出台 1 万亿元再贷款再贴现政策，支持企业复工复产。

图 12：央行公开市场发行利率走势



数据来源：wind, 中辉期货研发部

5 月之前，央行货币政策的思路属于疫情期间的应急模式，此时的货币政策操作要注重短期内采取精准果断的干预措施，以防止市场流动性不足和超预期波动等风险；同时，对小微、民营企业、尤其是受疫情影响较为严重的企业，实行定向降息、定向降准、定向再贷款，构建“三定支持”。年初以来三次降准，总计向金融机构释放长期资金约 1.75 万亿元；引导逆回购、

MLF 和 LPR 利率多次下行，降低企业融资成本。采取结构性措施，增加专项优惠再贷款和普惠性再贷款再贴现额度合计 1.8 万亿元，确保金融机构支持企业融资。

应急模式下果断宽松的逆周期调节，带来了显著的信用扩张效果，成为 5 月之前宏观经济数据中的“一抹亮色”。4 月末，M2 同比增长 11.1%，分别比上月末和上年同期高 1 个和 2.6 个百分点，增速上升较多，货币派生能力较强，货币乘数处于 6.72 的高水平；社会融资规模余额同比增长 12%，为 2018 年 6 月以来最高水平；人民币贷款同比增长 13.1%，是 2019 年 6 月以来的最高水平。

图 13：社融规模和货币供应 M2

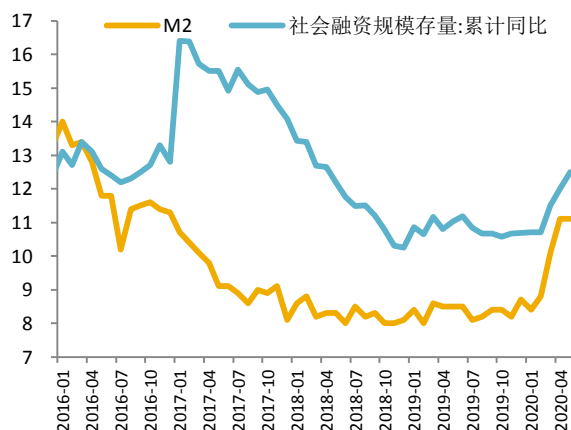
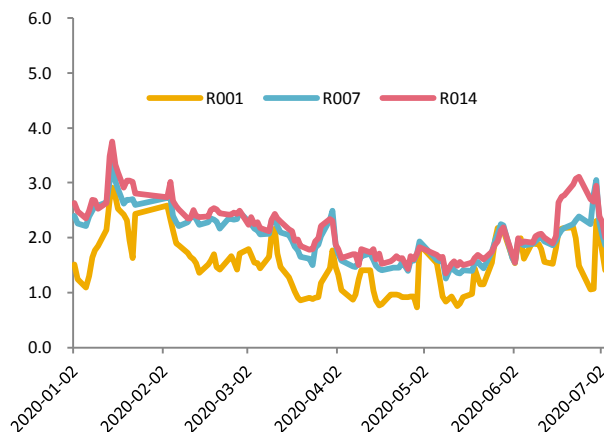


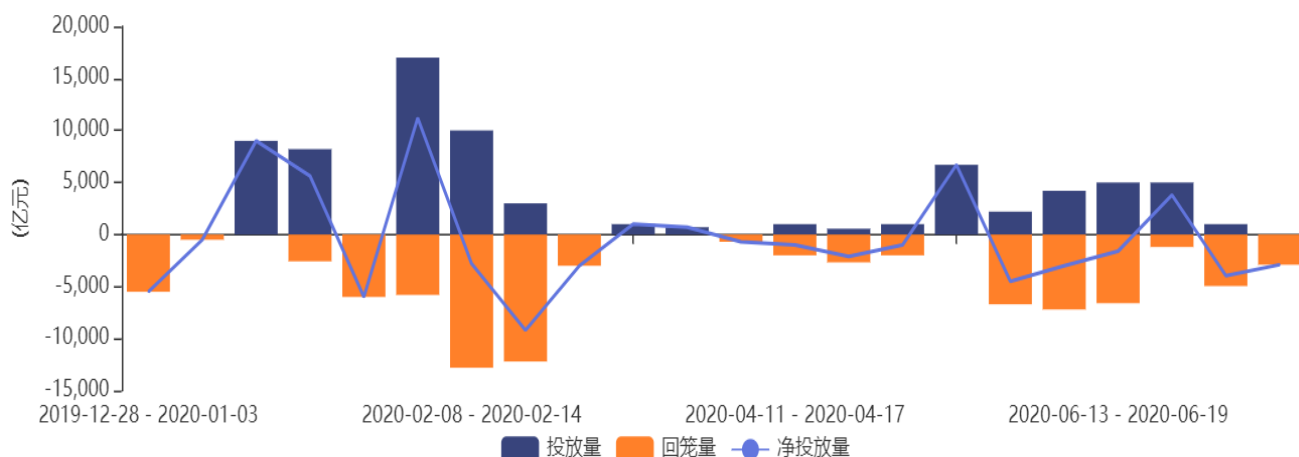
图 14：银行间质押式回购利率



数据来源：wind, 中辉期货研发部

5 月以后，货币政策进入市场所说的“观察静默期”，这一苗头始现于公开市场操作。早在 4 月，央行便开始暂停逆回购操作长达 50 多天，直到 5 月下旬才重新开启，重启后的逆回购操作也不及一季度频繁，6 月更是在公开市场操作净回笼资金 5600 亿元。超长期的逆回购暂停、6 月降准降息预期的落空，以及监管释放的打击资金空转套利、压降结构性存款规模等信号，背后的逻辑是要将冒头的资金空转套利现象及时遏制，这点从 R001 在 3 月至 5 月长期处于 1 以下可以得到验证。

图 15：央行公开市场操作（单位：亿元）



数据来源：wind, 中辉期货研发部

6 月 17 日，近日国务院常务会议要求，通过引导贷款利率和债券利率下行等政策，推动金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元。与此同时，降准降息再度提到日程，利于权重股。

6月30日，央行决定于7月1日起下调再贷款、再贴现利率0.25个百分点，同时下调金融稳定再贷款利率0.5个百分点。这是央行十年来首次下调再贴现利率，也是年内第二次下调再贷款利率。此次“降息”是金融系统让利的一种方式，间接定向降低实体融资成本，帮助货币政策“直达”实体经济。在“宽信用”背景下，资金更倾向于股票资产配置。

经济基本面仍处于疫情后的恢复期，下半年的复苏存在波折，货币政策远未到可以收紧的时候。我们认为下半年货币政策回归常态，延续稳健偏宽松的态势，预计下半年仍将有1-2次降准，以配合政府债券发行带来的流动性收紧。

## 2.2 股市流动性：多路资金争相涌入，机构影响力加大

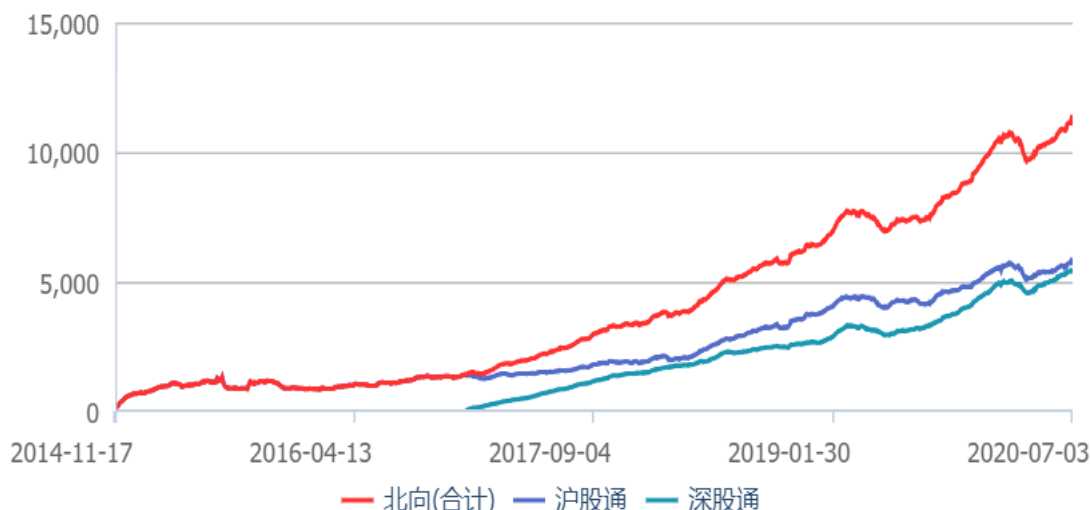
在全球货币量化宽松、市场流动性充足的背景下，各路资金都在争相涌入A股。上半年，北上资金净买入A股1182亿元，融资客杠杆融资净买入1259亿元，公募基金募资超万亿元，百亿级私募备案新产品数量超过600只。2020年下半年，融资、大小非净减持对资本市场形成一定压力，但A股上市公司回购也不断加大力度，北向资金持续净流入，基金发行提速带来增量配置资金，加上两融杠杆资金等，将有助于下半年资金面持续改善。

### (1) 北向资金

2020年上半年，北上资金累计净流入1181.51亿元。从资金的流入节奏来看，年初大规模流入，带动融资资金放量。后受新冠疫情影响，北上资金风险偏好降低，流入规模持续缩小。3月由于全球油价暴跌和流动性冲击接踵而至，恐慌情绪放大，北上资金大幅流出。3月下旬美国推出以“无限QE”为代表的一系列救市举措，各国也纷纷跟进采取宽松措施，流动性危机逐渐平息，市场风险偏好开始改善，北上资金3月末开始加速回流，4—5月净流入超过800亿元。6月随着富时罗素指数对A股的扩容生效，带动北上资金再度放量。截至6月30日，陆股通持股规模约为1.7万亿。

展望下半年，6月富时罗素指数A股的扩容生效后，标志着A股纳入富时罗素指数的第一阶段完成。富时罗素指数扩容实施后，年内A股在国际指数的扩容基本完成，下半年难有进一步扩容，对应由此带来的被动增量外资流入将减少，不过这并不妨碍海外主动配置型资金对于A股的关注。另外，随着证券、期货、基金等金融行业放开力度加大，将会带来更多的增量资金进入国内市场，参与财富管理等业务，为市场带来更多资金。

图 16：北向资金累计资金流向（亿元）



数据来源：wind, 中辉期货研发部



## (2) 两融余额

2020 年上半年,两市融资融券余额为 11637.68 亿元,其中融资余额规模为 11313.74 亿元,融券余额规模为 323.94 亿元。两融规模持续增加至 3 月份高点后开始逐步回落,并于 4 月份极度降低至 1043.53 亿元后呈现企稳态势,基本与疫情影响下的沪深 300 指数走势一致。2020 年上半年沪深两市融资买入额占 A 股成交额比重总体呈现下降态势,而近期比例已上升至 11.56%,恢复年内相对较高水平,风险偏好仍显著提升,资金大幅涌入股票市场。

融资余额近段时间节节攀升,今年以来合计增加 1367 亿元。地方国资今年以来也频频出手入主上市公司,据不完全统计,上半年 46 家 A 股公司易主国资,仅 6 月就有 16 家公司宣布获国资接盘。

从行业情况来看,年内两融余额期间净买入额大多呈现流入状态,流入最多的五个行业分别是制造业、农林牧渔、信息技术、软件服务、商贸零售。下半年金融、科技、消费、制造业等相关行业有望继续呈现净流入状态。

图 17: 两市融资融券余额 (亿元)



数据来源: wind, 中辉期货研发部

## (3) 保险资金、社保、银行理财资金

保险资金方面,从银保监会公布的数据来看,截止 2020 年 4 月,资金运用余额 19.6 万亿元,较 2019 年末增长 5.82%;其中股票和证券投资基金 2.67 万亿元,较 2019 年末增加 9.39%,占比提升至 13.6%。保险资金近两年投入证券市场的比重逐步提升,管理层提高保险公司权益类资产的投资比例至 30%,此外也鼓励保险等中长期资金入市。

7 月 1 日,银保监会于近日发布了《保险资金参与国债期货交易规定》,并同步修订了《保险资金参与金融衍生产品交易办法》和《保险资金参与股指期货交易规定》。其中针对保险资金参与股指期货方面,调整了对冲期限、卖出买入限额管理等。2020 年下半年保险在权益类市场仍有望继续增加额度,预计险资在 2020 年入市资金规模有望超过 4000 亿元。另外,社保基金、企业年金、银行理财资金也有望随着政策推动而逐步入市。

## (4) 公募、私募资金入市

上半年股票型基金发行量大幅增加。截至 6 月 30 日,今年以来已成立 677 只新基金,合计募集规模 1.06 万亿元,其中权益基金发行总规模达到 7177.45 亿元,占全部新基金规模的 67%。历史上只有 2015 年和 2019 年新基金发行规模超过万亿元,今年不到半年就跨过万亿大关,按照这一趋势,2020 年有望刷新新基金发行规模的历史纪录。

在股市回暖的背景下,资金正积极借道入市。中国基金业协会最新数据显示,今年上半年



百亿级私募备案新产品数量超过 600 只，这在私募基金发行史上也较为罕见。从去年 A 股市场企稳开始，居民（含私募基金管理员工跟投）在私募基金中的出资额就迅速增加了 2437.28 亿元，与 2018 年末减少超过 2000 亿元的态势截然相反。

随着 2019 年市场行情的回暖，基金发行呈现回暖态势，今年虽然行情走势反复，但基金业绩普遍相对平稳，也吸引资金关注，特别是今年债券型基金发行规模有所下滑，而偏股型、混合型基金发行规模增加，将为市场带来更多新增资金。从目前来看，预计 2020 年下半年公募发行有望保持目前良好势头，进一步带来新增资金。

#### （5）居民储蓄

央行一季度金融统计数据显示，中国一季度人民币存款增加 8.07 万亿元，平均每天新增人民币存款 886.8 亿元，其中住户存款，即居民的个人存款增加 6.47 万亿元。截至一季度末，我国的居民总存款已接近 89 万亿元，按照 14 亿的人口计算，人均存款约为 6.36 万元。

我国居民资产中房地产占比约为 70%，固收类占比约为 20%，股票和基金配置比例仅为 3%。而 6 月，余额宝 7 日年化收益率一度低至 1.33%，甚至低于银行定期存款利率。这导致投资者纷纷转向银行，定期存款或高收益理财产品受追捧。

7 月 2 日，央行公布的《2020 年第二季度城镇储户问卷调查报告》显示，二季度居民偏爱的前三位投资方式依次为：“银行、证券、保险公司理财产品”、“基金信托产品”和“股票”。选择这三种投资方式的居民占比分别为 48.4%、21.5% 和 16.1%。居民储蓄“搬家”用于投资，将对 A 股市场形成利好。

总而言之，国内市场方面，公募基金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，机构对于市场的影响力也将进一步加大。

### 3 市场情绪：外部间歇性扰动，A股相对独立

#### 3.1 全球经济：疫情反复，全球货币宽松助推经济艰难恢复

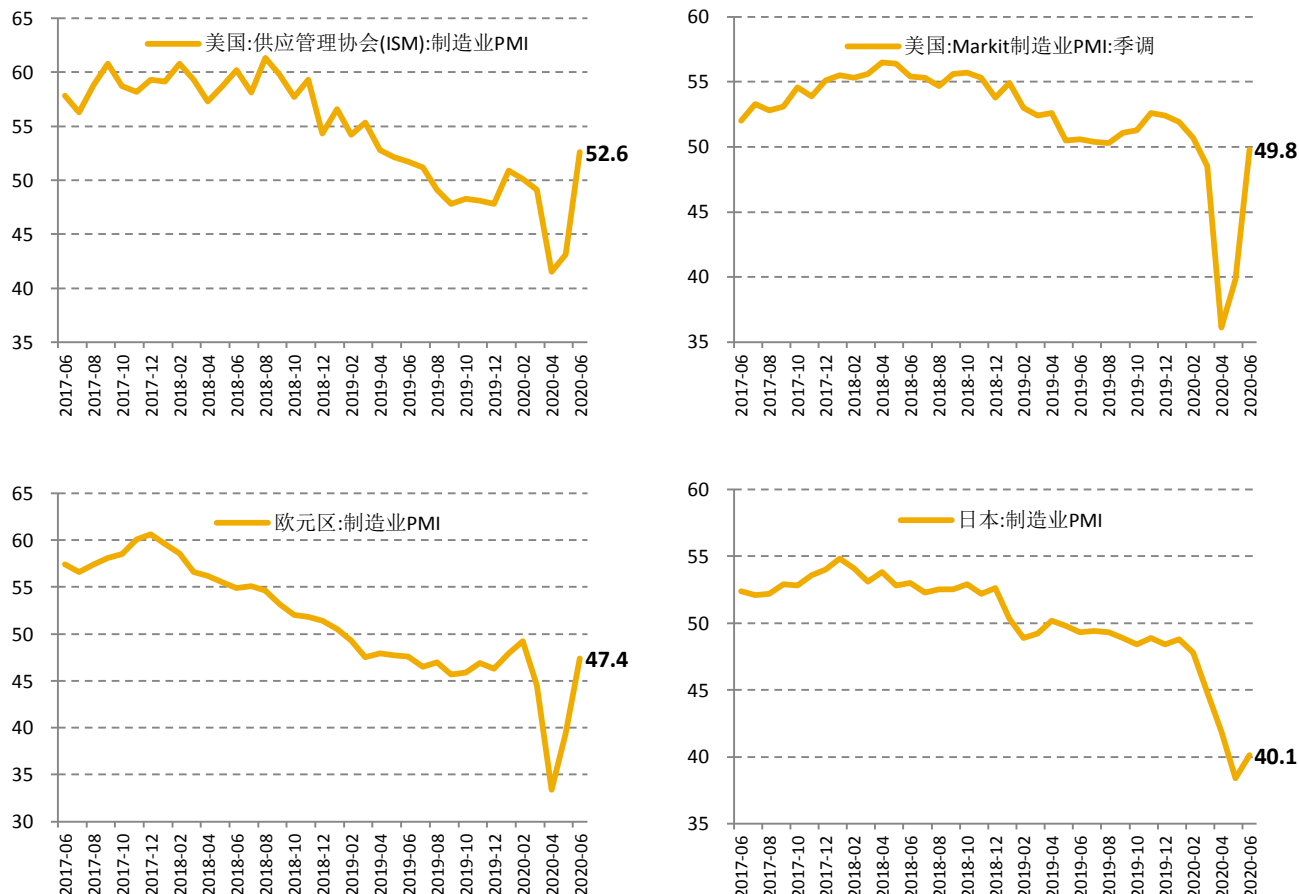
2020 年上半年，一场突如其来的疫情席卷全球，世界各国经济均趋于疲软。疫情对全球经济造成严重冲击，产业链、供应链循环受阻，国际贸易投资萎缩，失业人数大幅增长。二季度主要发达经济体的经济将遭受比较大的冲击，经济收缩幅度很可能超过 2008 年全球金融危机甚至上世纪的大萧条。

全球制造业面临危机，制造业 PMI 和服务业 PMI 指数较大幅度下滑并位于荣枯线之下，国际组织接连下调增长预期，全球经济增速大幅放缓。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。

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 18：全球主要经济体 PMI

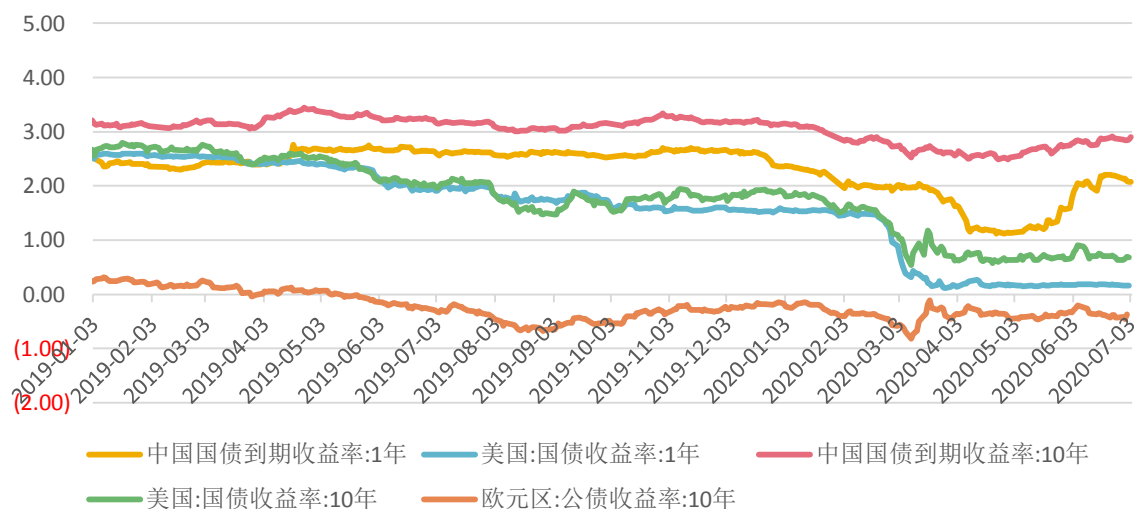


数据来源：wind, 中辉期货研发部

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，并宣布不限量买入美债和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。据不完全统计，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。

全球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。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。

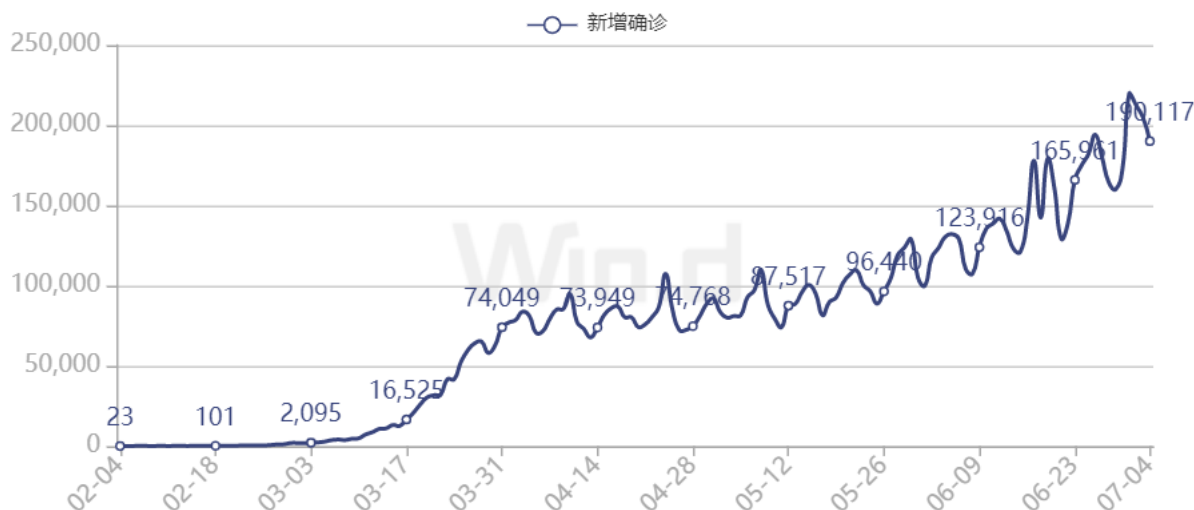
图 19：主要国家 10 年期国债收益率 (%)



数据来源：wind, 中辉期货研发部

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。目前处于以巴西、印度等新兴经济体为震中的第三阶段。疫情震中转移的三个阶段是中国——欧美——巴西、印度等新兴经济体；对经济影响机制对应的三个阶段是生产国——消费国——资源国。

图 20：国外疫情新增趋势图



数据来源：wind, 中辉期货研发部

全球经济上半年受到疫情影响表现较弱，面临负增长态势，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，下滑幅度将逐步收窄，主要的发达国家经济走稳可能领先于发展中国家。目前各国疫情所处阶段各异，且陆续放松防控，下半年疫情恐难以彻底消除，大概率还将出现波动反弹，经济料将以波折缓慢复苏为主旋律。因此，我们认为 2020 年全球经济仍处于相对艰难时期。

### 3.2 外围环境：间歇性扰动，A 股独立性增强

疫情冲击之下，以美股为代表的股市表现一定程度上超乎市场预期，上半年美股三大股指先跌后升，标普 500 已修复最大跌幅的 76%，道琼斯工业修复最大跌幅的 69%，纳斯达克则创下历史新高，年初以来涨幅达 9%。

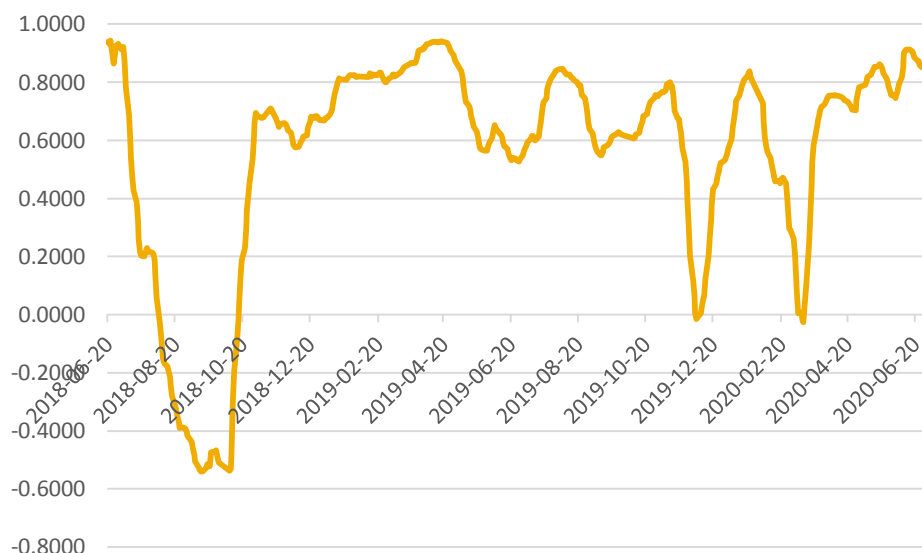
全球央行的宽松政策带来了无风险利率下行以及资产泡沫化的加剧，全球股市走出“深 V”行情，美股的估值已高于疫情前水平，中期下行风险增大。考虑全球经济与金融市场的脆弱程度有所加深，未来全球市场的波动率恐持续高企。

当前美国疫情尚未完全得到控制、经济隐忧仍存、内外政治与国际局势尚不明朗，若美股未来再次出现大幅回调，将在一定程度上冲击 A 股。因此不确定性加大的环境下，美股未来能否还可保持强势，成为市场最为关注的话题之一。如果美股因经济增速不达预期、失业率激增、上市公司盈利恶化、杠杆高企等风险出现较大回撤，或将传导至 A 股，即 A 股大概率会“跟熊”，主要原因在于：

其一，中国作为当前世界第二大经济体以及全球产业链的重要角色之一，其经济发展与全球经济政治形势息息相关。美股出现剧烈下跌，历史上看，背后多反映的是经济问题，美国作为当前全球经济体量最大的国家，经济、金融、产业上的问题将通过多渠道传导给全球其他经济体，而当前全球第二大经济体中国的经济与金融市场受到波及与冲击是在所难免。

其二，随着 A 股市场的逐步开放，其表现与全球资本市场也将更为密切。当下，我国资本市场稳步对外开放，外资对中国资产的配置也在逐渐加码，不论是 QFII/RQFII 限额的取消，还是 MSCI、富时罗素等国际主要指数提升 A 股纳入占比，都是这一趋势下的具象体现。当前，美股总市值占比全球资本市场总市值 44%，其出现剧烈波动将引发全球市场避险情绪升温，这对各经济体资本市场将形成不同程度的冲击。

图 21：标普 500 与沪深 300 的 60 日滚动相关系数



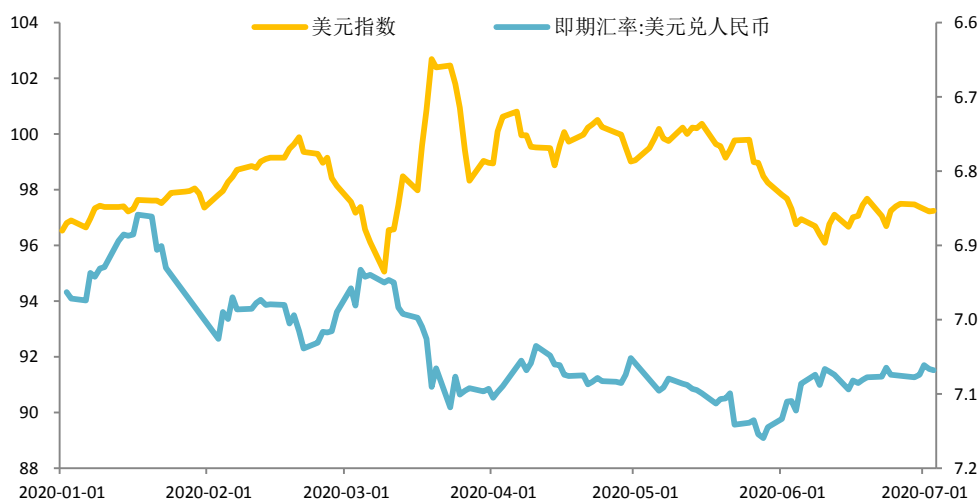
数据来源：wind, 中辉期货研发部

谨慎乐观的是,虽然 A 股与美股脱钩可能性不大,但随着中国资本市场广度与深度的完善、上市公司盈利周期与美股逐步错开, A 股的韧性料更强,即跌幅将小于美股。一方面,我国资本市场改革持续推进,创业板注册制、新三板改革将拓宽市场广度、丰富市场层次,并购重组、再融资政策的放松将加大对科技、创新型企业的直接融资支持力度;另一方面,疫情冲击之下虽然 A 股与美股盈利均有所下行,但 A 股盈利增速跌幅好于美股。随着我国疫情得到控制,企业复工复产进程持续,未来 A 股与美股盈利周期有望错开, A 股上市公司在盈利能力方面具备相对优势。此外,从标普 500 与沪深 300 指数的 60 日滚动相关系数可以看出,今年以来 A 股相对美股的独立性在增强。总而言之, A 股的内部影响有望强于外围冲击。

此外,中美对峙表现出长期性和持续性,影响波及经济、贸易、科技、知识产权、地缘政治等领域,对 A 股而言将是个长期扰动项。2020 年初至今,美国在多个层面实施了一系列限制和遏制中国的措施,包括针对华为的多次制裁,美国官方开始试探中方核心利益。近期集中表现在对华为 5G 打压,和限制中国留学生赴美留学接触美前沿科技、科研领域,再到插手香港,台湾等地缘政治层面。

中美博弈局势近年来显著升级,从经贸层面蔓延到科技、教育、文化等领域,中美两大经济体“脱钩”的风险在加剧。下半年在美国大选背景下,中美关系依然是市场不确定性的重要来源,对于人民币汇率可能有一定的扰动,进而导致北上资金的流入阶段性受阻;但同时考虑到中国在疫情控制和经济复苏方面具有优势,人民币汇率或不存在大幅贬值的基础,所以对外资的负面影响以阶段性为主。

**图 22: 人民币兑美元汇率以及美元指数的走势**



数据来源: wind, 中辉期货研发部



## 4 逻辑与策略：稳中有升的结构性行情

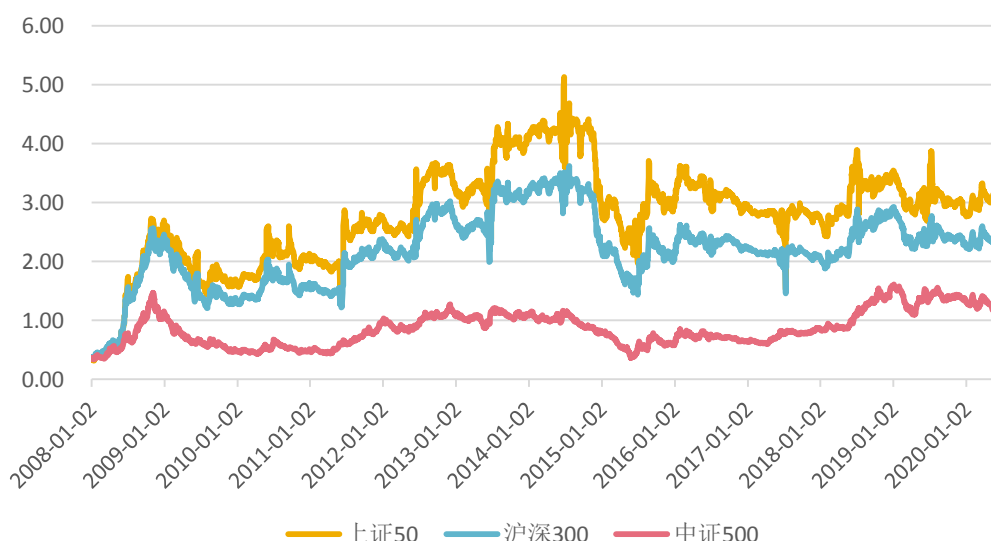
### 4.1 运行逻辑：政策逐步落地，市场盈利改善

2020 年上半年的 A 股市场，总体呈现震荡反复走势。年初市场延续回暖势头，震荡反弹并上探至 3100 点上方，但春节前出现大幅回落，指数重回到 3000 点下方。新冠疫情导致市场在节后出现大幅下跌，指数一度回到 2700 点附近，随后顽强反弹并重返 3000 点，但 3 月中旬在全球疫情爆发影响下大盘连续、大幅回调，指数再度回到 2700 点附近，二季度市场展开震荡攀升格局，指数慢慢回升到 3000 点附近位置，重回到年线上方。总体来看，受疫情冲击，2020 年上半年市场震荡反复，中小创走出相对独立行情，表现明显强于沪深市场，板块走势也较为分化，上半年 IF、IH、IC 的涨跌幅分别为 0.27%、-5.82%、9.18%。

对于 2020 年下半年的市场行情，我们仍保持偏谨慎乐观。下半年随着疫情因素逐步缓和，市场重心回到经济和企业发展。在全球宽松政策推动下，国内逆周期调控仍将继续，积极财政政策将是推动经济走稳重要抓手，再加上下半年货币政策释放降准降息举措，为市场带来流动性和资金支持，在宽松政策带动下，我国经济下半年逐步恢复走稳，更有望今年实现正增长。资本市场改革的持续深化带来投融资环境的改善，市场效率将有效提升，机构投资者力量不断壮大，有望持续吸引海外资金的关注。

大盘在二季度呈现出逐步走稳态势，技术面已经有所走强，随着下半年各项政策的逐步落地、资本市场改革的持续推进、市场盈利的改善以及信心的回升，预计 2020 年下半年市场将延续震荡反弹格局。A 股未来表现亮点可期，一方面，上市公司盈利韧性凸显，为指数表现奠定基本面支撑；另一方面，经过上半年疫情等风险事件的影响，当前 A 股估值整体相对均衡，尚未出现过热表现，这为下半年提供了更多的配置机会。

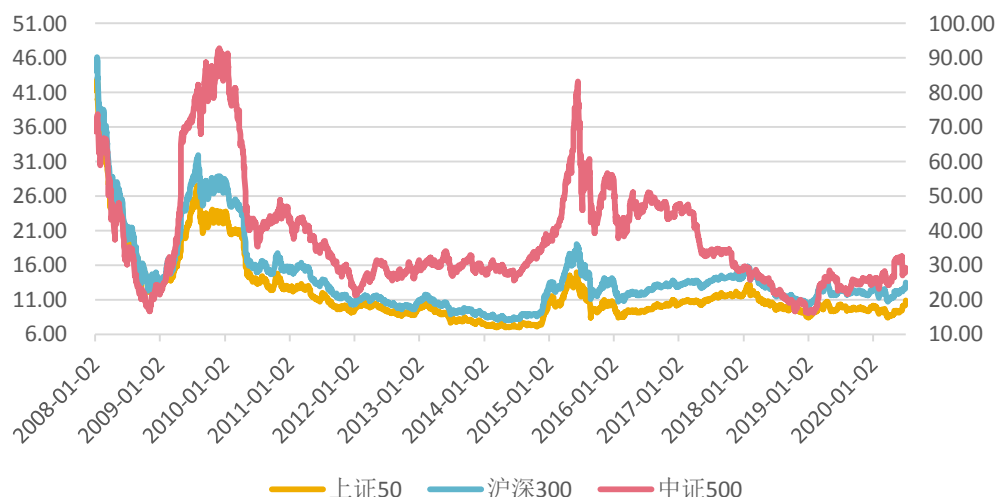
图 23：三大指数股息率



数据来源：wind, 中辉期货研发部

估值方面，A 股仍然相对便宜。与自身历史相比，当前 A 股整体估值处于约 50 分位数水平，而下半年逆周期调节政策继续发力、资本市场改革加速推进、宽信用环境、外资持续流入等积极因素有望进一步提振估值水平；与全球主要指数相比，相较于除中国香港之外的经济体股市，当前 A 股估值水平仍具相对优势。

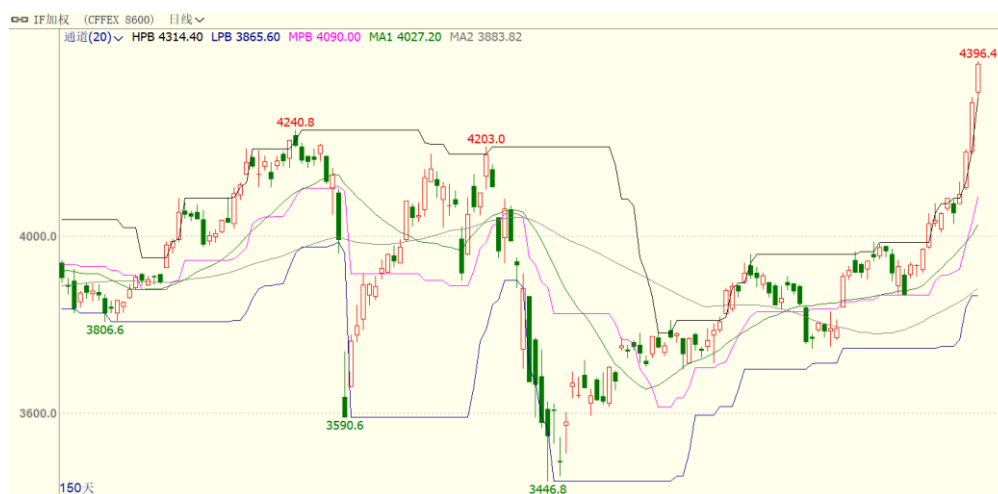
图 24：三大指数市盈率（中证 500 右轴）



数据来源：wind, 中辉期货研发部

## 4.2 操作建议：逢低偏多为主，强弱对冲为辅

图 25：沪深 300 股指期货加权指数价格走势



数据来源：文华财经, 中辉期货研发部

### 股指策略：

趋势方面，预计股指市场将呈现稳中有升的结构性行情，IC 较 IF 以及 IH 相对占优。上行引擎主要来自于资金面，居民入市以及外资回流提供增量资金，市场有一定概率演绎为增量市，建议大部分时间延续偏多思路。IF、IH、IC 分别参考 4000、2800、5400 一线的支撑。

结构方面，在外部环境稳定之际，科技股预计继续成为资金主攻方向，核心变量主要在于资本市场改革加速落地以及创业板注册制持续推进，对市场风险偏好的提振，公募新发科技类基金将成为驱动 IC 上行的关键力量。与此同时，需要关注国内经济的改善情况，将决定市场风格能否由前期强势的科技医药板块切换至低估值传统经济周期板块。在外部环境恶化之际，风险偏好难免下行，届时或将出现 IF、IH 相对抗跌的现象。

**风险提示：**内部因素中的经济基本面和改革力度不及预期，外部环境中的中美摩擦升级、美联储扩表放缓、疫情反复等可能致使风险资产调整，届时需要考虑对冲。

## 免责声明

本报告由中辉期货研发中心编制

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。

本报告的信息均来源于公开资料，中辉期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所含的信息和建议不会发生任何变更。阁下首先应明确不能依赖本报告而取代个人的独立判断，其次期货投资风险应完全由实际操作者承担。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中辉期货不对因使用本报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中辉期货的立场。中辉期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告以往的表现不应作为日后表现的反映及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中辉期货于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改。本报告所指的期货品种的价格、价值及投资收入可能会波动。

中辉期货未参与报告所提及的投资品种的交易及投资，不存在与客户之间的利害冲突。

本报告的版权属中辉期货，除非另有说明，报告中使用材料的版权亦属中辉期货。未经中辉期货事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为中辉期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于本报告中使用的商标、服务标记及标识均为中辉期货有限公司的商标、服务标记及标识。

期货有风险，投资需谨慎！

中辉期货有限公司

<http://www.zhqh.com.cn>

中辉期货客户服务电话 400-006-6688