

一诺千金·德厚载富

Investment report of futures market 2020

2020年度 期货市场 投资报告

2020 年股指期货二季报——格物致知，守正待时

陈畅，从业资格证号：F3019342、投资咨询从业证书号：Z0013351

2020. 04. 10

品种年报——期指（IF&IH&IC）

格物致知，守正待时

陈 畅

2542141169@qq.com

一德期权部

电话：(022) 58298788

网址：www.ydqh.com.cn

地址：天津市和平区解放北路
188 号信达广场 16 层

邮编：300042

内容摘要

尽管 2018 年的走势历历在目，然而 2020 年一季度的行情还是让投资者叹为观止。在流动性宽松的背景下，一季度市场成长风格较为鲜明。但由于疫情给全球金融市场带来的冲击，A 股整体波动较大，上证综指的运行中枢由 2019 年下半年的 2893 点下降至 2020 年一季度的 2887 点。展望未来，二季度的 A 股将何去何从？详见报告分解。

核心观点

- 企业盈利方面，对于部分板块来说，其一季报数据可能尚未反映或者没有完全反映出全球疫情扩散给需求端带来的负面效应，后续依然需要时间来不断消化和修正市场的盈利预期。
- 流动性方面，二季度国内流动性的绝对水平大概率维持宽松，但是从边际变化来看，股票市场很难实现比二月份更加宽裕的微观流动性环境。
- 风险偏好方面，未来 A 股面临的不确定性主要包括国内经济下行压力、全球疫情防控进展、海外信用汇率风险、中美关系潜在风险等四个方面。
- 整体来看，二季度市场的上行动力来源于国内稳增长政策托底，下行风险则主要来自于海外不确定因素，趋势上大概率表现为震荡态势。预计市场风格将从分母端占优逐渐演化为分子端和分母端共同主导，高市盈率风格会部分降温，价值的权重开始提升，整体市场结构趋向均衡。

目录

1. 温故 Q1：风声鹤唳，百转千回.....	3
2. 知新 Q2：多空交织，震荡前行.....	5
2.1 企业盈利：冲击持续，结构分化.....	6
2.2 政策面：积极财政，稳健货币.....	7
2.2.1 财政政策：积极有为稳增长.....	8
2.2.2 货币政策：灵活适度降成本.....	9
2.3 风险偏好：隐忧仍存，务必重视.....	10
2.3.1：大类资产配置角度，A 股市场相对占优.....	10
2.3.2：不确定性依然存在，潜在风险值得关注.....	11
2.3.3：美股盈利面临下行，外资动向务必重视.....	13
3. 思辨结构：风格有变，趋向均衡.....	16
3.1 盈利端：影响未明，仍待修正.....	16
3.2 资金面：边际趋紧，关注扰动.....	17
4. 核心观点及风险提示.....	17
4.1 核心观点：国内稳增长托底，海外不确定扰动.....	17
4.2 风险提示：下行风险不容忽视，小心驶得万年船.....	18
4.3 操作建议：边走边看，把握阶段性机会.....	19
免责声明.....	20

1. 温故 Q1：风声鹤唳，百转千回

尽管 2018 年的走势历历在目，然而 2020 年一季度的行情还是让投资者叹为观止。如果从基本面角度来回顾过去的三个月，我们可以发现在以企业盈利增速、风险偏好和流动性三者所组成的传统分析框架中，虽然分子端的企业盈利有阶段性的作用，但对市场趋势和结构影响至关重要的依然是分母端的流动性和风险偏好。整体来看，在流动性宽松的背景下，一季度市场成长风格较为鲜明。但由于疫情给全球金融市场带来的冲击，A 股整体波动较大，上证综指的运行中枢由 2019 年下半年的 2893 点下降至 2020 年一季度的 2887 点。下面我们将结合上述三个维度，从七个时间段出发，对一季度的行情进行详细梳理。

第一阶段（2020 年 1 月 2 日至 1 月 20 日）：盈利降准双重利好支撑春季攻势。盈利方面，由于 2018 年年报低基数的扰动，上市公司业绩增速在 2019 年年报出现较为明显的反弹。而中小指数在资产减值压力逐渐弱化、并购重组政策大幅放宽等因素的影响下，其 2019 年年报业绩增速反弹相对更大。流动性方面，2020 年 1 月 1 日央行宣布全面降准，自 1 月 6 日起下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。外部风险（美伊冲突）暂时缓和、企业盈利预期向好叠加央行降准释放流动性，给指数（尤其是中小指数）的估值修复提供了有利窗口。期间上证综指创出 3127 点年内高点，IC/IH 比价持续走扩。

第二阶段（2020 年 1 月 21 日至 2 月 3 日）：疫情关注度升级压制市场情绪。1 月 20 日晚间总书记对疫情做出重要指示，同时全国病例数快速上升，国内外关注度骤然升级，很大程度上压制了市场情绪。1 月 21 日至 23 日期间北上资金出现大幅外流，市场出现恐慌性下跌。春节假期期间，市场避险情绪不断升温，导致 2 月 3 日开盘由于微观流动性缺失，上证综指跌幅达到 7.72%，期指多个合约出现跌停。在风险偏好快速回落的背景下，IC/IH 比价出现回调。

第三阶段（2020 年 2 月 4 日至 2 月 21 日）：增量资金入市推动市场快速反弹。在此期间央行先后下调逆回购利率、MLF 利率、LPR 利率，释放大量流动性。但是由于企业总体复工不足、有效需求不足，流动性短期无法进入实体经济，资本市场的活跃让资金有脱实向虚的动力，因此金融系统内部就形成了流动性过剩的预期，微观角度体现为居民资金借道机构投资者（即公募基金和私募基金）的通道跑步入场。在增量资金入市的推动下，市场出现大幅反弹。其中科技板块在产业周期向上、资金面宽松以及再融资新规提振风险偏好等多重利好作用下涨幅居前，使得 IC/IH 比价大幅回升。

第四阶段（2020 年 2 月 24 日至 2 月 28 日）：海外疫情扩散使得负面影响显现。首先海外确诊病例增加，使得担忧情绪再度升温；其次疫情蔓延对海外市场基本面的影响逐渐开始显现，美

国经济数据不及预期，使得避险情绪明显升温。在美股大幅回调的影响下，北上资金当周成交净卖出额达 293 亿元。加上 A 股在 2 月 4 日至 2 月 21 日期间连续轧空上涨，积累了较大涨幅。在海外市场的波动性增加和获利盘兑现止盈的双向影响下，市场出现大幅下跌，IC/IH 比价冲高回落。

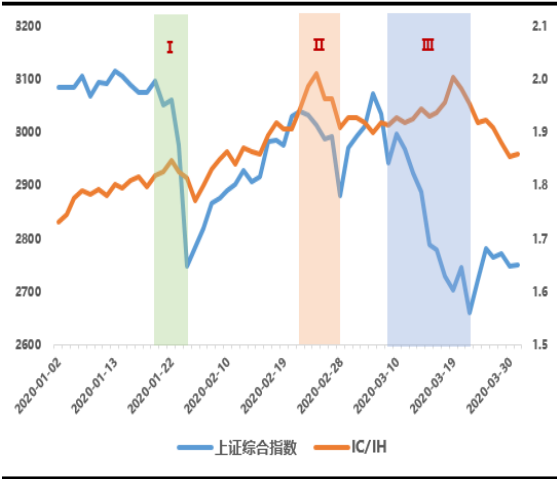
第五阶段（2020 年 3 月 2 日至 3 月 6 日）：A 股呈现显著的独立性行情。3 月 3 日晚间美联储意外提前降息 50BP，并下调超额准备金率 50BP。虽然宽松政策一度提振了美股的风险偏好，但是在海外市场波动率居高不下的背景下，投资者情绪开始偏向谨慎，增量资金入市步伐放缓，两市成交额出现收缩。当时全球金融市场尚未出现流动性风险，加上国内货币政策的空间相对较大，由此导致 A 股在全球主要国家和地区的权益市场中脱颖而出、表现最为强势。

第六阶段（2020 年 3 月 9 日至 3 月 20 日）：全球金融市场流动性危机蔓延。3 月 6 日 OPEC 和俄罗斯减产谈判失败，沙特宣布增产计划，原油价格暴跌。随后国际金融市场出现流动性危机，体现为美元指数持续走强、主要新兴市场汇率大幅贬值，避险资产（主要是美债和黄金）与风险资产（主要指股市和商品）同步下跌。3 月 16 日美联储在议息会议前再度紧急推出一系列货币政策，包括降低基础利率至零，并推出 7000 亿美元量化宽松计划。但此举没能直接有效缓解流动性危机，却加剧了市场的担忧情绪。投资者一方面担心美联储是否还有进一步的措施应对未来可能的压力和风险；另一方面怀疑如此急切的政策响应是否意味着货币当局注意到市场尚未反应的更大风险。就 A 股而言，除了受到海外流动性风险的冲击外，市场同时也出现了经济基本面的担忧情绪。虽然 3 月 13 日央行宣布定向降准，但 3 月 16 日的 MLF 利率以及 3 月 20 日的 LPR 利率均未下调，使得市场对于稳增长的预期产生了分歧。值得注意的是，在此期间 IC/IH 比价一反常态、表现的较为强势，原因在于北上资金的大幅外流使得整个市场，尤其是与外资相关性较高的蓝筹股和大指数承压。统计数据显示，3 月 13 日当周北上资金成交净卖出金额达 417.95 亿，创历史最大单周净卖出纪录；3 月 20 日当周北上资金成交净卖出金额达 337.7 亿，创历史第三大单周净卖出额；尽管 3 月 20 日是富时罗素第三阶段扩容的建仓日，但是北上资金仅成交净流入 16.87 亿元，远低于预期。

第七阶段（2020 年 3 月 23 日至 3 月 31 日）：美联储刺激政策缓解流动性风险。3 月 23 日晚间美联储宣布实施一系列刺激政策，其中包括购买投资级信用债和相关 ETF。与前期政策相比，该措施直接针对美国市场所面临的信用冲击，有助于缓解市场的流动性紧张和信用风险。上述措施出台后，美债和黄金等避险资产率先反弹，随后全球股票市场大幅上涨，美国主要投资级和高收益债券的 ETF 也出现明显反弹。避险资产与风险资产先后反弹，意味着流动性风险出现缓和，此前由于流动性风险导致的市场谨慎情绪开始修复。同时美元指数走弱、VIX 指数下跌，

表明前期恐慌性的交易美元头寸回补需求得到缓解。在此背景下，外围市场对 A 股的影响逐渐减弱，A 股的弱势反弹更多反映出投资者预期的政策力度与已经公布的措施之间存在预期差。

图 1.1：一季度上证指数走势及 IC 与 IH 主力比价



资料来源：wind，一德期货

表 1.1：一季度不同阶段市场运行逻辑梳理

时间	运行逻辑
2020年1月2日至1月20日	盈利降准双重利好
2020年1月21日至2月3日	国内疫情冲击
2020年2月4日至2月21日	微观流动性宽松，增量资金入市
2020年2月24日至2月28日	海外疫情扩散，海外基本面负面影响开始显现
2020年3月2日至3月6日	美联储宽松政策出台，A股展现独立性行情
2020年3月9日至3月20日	原油暴跌，全球市场流动性危机蔓延
2020年3月23日至3月31日	美联储宣布一系列刺激政策，流动性危机缓和

资料来源：wind，一德期货

2. 知新 Q2：多空交织，震荡前行

DDM 模型显示，股票市场的估值主要取决于三个核心变量：分子端的企业盈利、分母端的流动性和市场风险偏好，只不过在不同阶段三个变量对市场的影响权重不同。目前来看，我们认为二季度影响市场趋势和风格的主要因素依然在分母端，但分子端的权重较一季度提升。首先企业盈利方面，由于海外疫情目前仍然没有见到拐点，其对全球经济的影响仍在持续。虽然前期市场的下跌一定程度上体现了疫情冲击背景下经济增长的压力，但是对于部分板块来说，其一季报数据可能尚未反映或者是没有完全反映出全球疫情扩散给需求端带来的负面效应，后续依然需要时间来不断消化和修正市场的盈利预期。其次流动性方面，在银行体系流动性较为充裕的背景下，货币政策将更加侧重于引导利率下行，降低中小企业融资成本。因此二季度国内流动性的绝对水平大概率维持宽松，但是从边际变化来看，股票市场很难实现比二月份更加宽裕的微观流动性环境。最后风险偏好方面，如果美股进入基本面下行导致的熊市（类似 2008 年 10 月至 2009 年 3 月），那么在此期间外资整体流出压力不大、甚至有可能基于战术角度进一步提升 A 股的配置比例，对 A 股造成的负面冲击相对较小。但是一旦美股由于美元指数大跌、杠杆率水平较高等因素在短期内再次出现剧烈调整（类似 2015 年 8 月的 A 股），那么 A 股市场很难独善其身。整体来看，二季度市场的上行动力来源于国内稳增长政策托底，下行风险则主要来自于海外不确定因素，趋势上大概率表现为震荡态势。从节奏上来看，五月指数层面有望伴随着稳增长政策的

发力和货币政策的阶段性放松出现贝塔性的机会，但在时间和空间上不容易超预期，除非政策全面放松。市场结构方面，由于二季度稳增长政策将以财政政策为主，同时配合货币政策的宽松，因此二季度股票市场的流动性大概率较二月份边际收紧，类似二月份的显著性、持续性的结构性机会出现的概率较低。预计市场风格将从分母端（流动性）占优逐渐演化为分子端（业绩）和分母端（流动性）共同主导，高市盈率风格会部分降温，价值的权重开始提升，整体市场结构趋向均衡。

2.1 企业盈利：冲击持续，结构分化

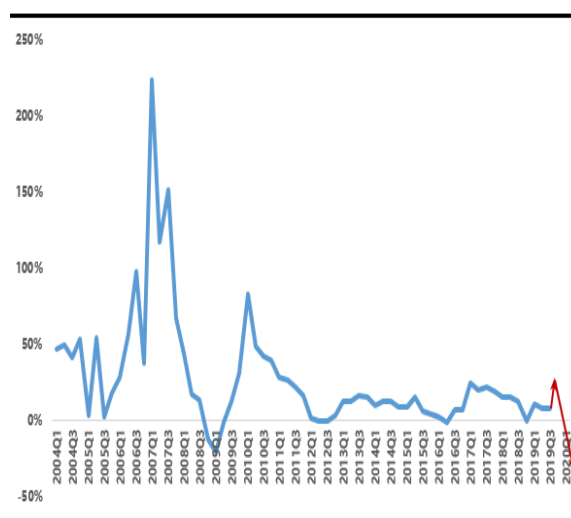
历年的四月对于 A 股来说都是重要的时间窗口，因为根据规定所有板块的上市公司都必须在 4 月 30 日之前完成年报和一季报的业绩披露。在 2020 年股指期货年报中我们提到：由于 2018 年年报低基数的扰动，预计上市公司企业盈利增速会在 2019 年年报出现较为明显的反弹，但上述幅度的反弹只是暂时性的。统计数据显示，截止 4 月 6 日沪深两市的 3810 家上市公司中已经有 2331 家公布了年报业绩，这些公司 2019 年归属母公司股东净利润较 2018 年同比增长 13.30%，至此去年年报业绩增速反弹的判断基本从数据端得到证实。就市场而言，年报业绩的影响早在 2020 年一季度就被逐步 price in，未来影响市场趋势和风格的主要是四月底截止的一季报情况以及一季报披露后各类板块盈利预测的调整幅度。即四月底之前需关注一季报披露状况，五月至六月业绩空窗期则要重视各板块盈利预测的调整幅度。

具体而言，二月份随着国内疫情的拐点出现，市场预期疫情对盈利和经济的影响主要集中在一季度，是一个一次性冲击。但是随着二月底以来疫情在全球范围出现扩散，市场开始意识到其对于需求端的影响、尤其是对外向型企业盈利的冲击至少要持续到二季度。由于海外疫情目前仍然没有见到拐点，其对全球经济的影响仍在持续。虽然前期市场的下跌一定程度上体现了疫情冲击背景下经济增长的压力，但是对于部分板块来说，其一季报数据可能尚未反映或者是没有完全反映出全球疫情扩散给需求端带来的负面效应，后续依然需要时间来不断消化和修正市场的盈利预期。截止 4 月 6 日沪深两市已经有 261 家公司披露了一季报业绩预告，其中有 148 家维持正增长。从行业分布来看，一季度维持正增长的公司主要集中在化工、电子、医药、计算机等行业之中。从特征来看，上述公司可分为两类：一是产业链上游的公司，需求减弱传导到上游存在时滞，比如消费电子。二是受益于疫情的公司，比如游戏、计算机、医药的部分公司。

整体来看，目前海外疫情仍然没有见到拐点，其对全球经济的影响仍在持续，因此部分上市公司的一季报数据可能尚未反映或者是没有完全反映出全球疫情扩散给需求端带来的负面效应。虽然前期很多行业的股价伴随着疫情的扩散相应作出了调整，但可持续的全面反弹仍然需要等

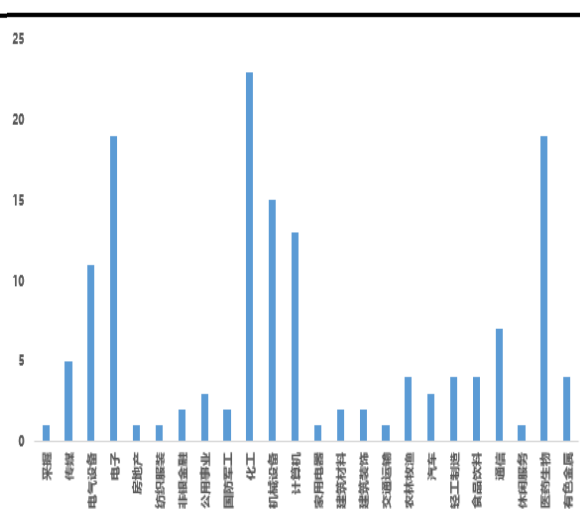
待市场逐步将疫情对盈利预期的影响 price in 之后。由于疫情的负面影响，市场对大部分公司一季报业绩下滑早已有所预期，然而在四月底之前依然需要关注一季报披露情况以及对个股造成的影响。从时间轴来看，四月中旬是较为关键的窗口期，随着 4 月 10 日创业板一季报业绩预告强制披露结束、4 月 15 日深证主板和中小板业绩预告有条件强制披露（亏损、扭亏、 $\pm 50\%$ ）结束，部分上市公司业绩压力有望提前释放。就五月至六月业绩空窗期来说，需要跟踪全球疫情防控进展以及各类板块盈利预测的调整幅度。

图2.1：全部A股归母净利润累计同比（%）



资料来源：wind，一德期货

图2.2：一季报业绩预告正增长的公司行业分布



资料来源：wind，一德期货

2.2 政策面：积极财政，稳健货币

3 月 27 日中共中央政治局召开会议，会议提出“要抓紧研究提出积极应对的一揽子宏观政策措施，积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度，适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模，引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕”。由于目前疫情对全球经济的影响依然存在，国内的政策更倾向于根据疫情控制状况和各国刺激措施来循序渐进地推出。根据政治局会议释放的信号，我们认为二季度稳增长政策将以财政政策为主，同时配合货币政策的宽松。也就是说，未来随着国内疫情防控取得明显成果和有效复工的不断推进，宽松的货币政策会伴随着积极财政政策的出台逐步实施，以求达到更好的政策效果。其中财政手段主要包括提高财政赤字率、发行特别国债、增加地方政府专项债等措施。货币政策方面，在银行体系流动性较为充裕的背景下，将更加侧重于引导利率下行，降低中小企业融资成本。因此二季度国内流动性的绝对水平大概率维持宽松，但是从边际变化来看，股票市场很难实现比二月份更加宽裕的微观流动性环境。在此背景下，预计二季度指数层面有望伴随着货币

政策的阶段性放松出现贝塔性的机会，但在时间和空间上不容易超预期，除非政策全面放松。市场结构方面，由于二季度的微观流动性大概率较二月份边际收紧，因此类似二月份的显著性、持续性的结构性机会出现的概率较低。预计市场风格将从分母端（流动性）占优逐渐演化为分子端（业绩）和分母端（流动性）共同主导，高市盈率风格会部分降温，价值的权重开始提升，整体市场结构趋向均衡。

2.2.1 财政政策：积极有为稳增长

根据 3 月 27 日政治局会议释放的信号，财政领域将要实施的措施包括适当提高财政赤字率、发行特别国债和增加地方政府专项债券规模，预计三者合计筹集财政资金规模为 7 万亿至 8 万亿。下面我们将对这几项措施一一进行说明。

1、发行特别国债。对于特别国债而言，其针对特定用途发行，不列入财政赤字，收支纳入中央政府性基金预算，本质上是中央政府加杠杆。此前我国曾发行过两次特别国债，其中 1998 年 8 月为补充四大国有独资商业银行资本金发行了 2700 亿元的长期特别国债，2007 年为成立国家外汇投资公司发行了 1.55 万亿元的特别国债，并在 2017 年对 2007 年到期的部分进行续作。从发行背景来看，本次特别国债更加类似于 1998 年：首先从经济角度来看，经济增长压力均较大，同时伴随着经济增速回落，资产质量担忧浮现。其次从政策角度来看，货币政策均偏向宽松，市场对于改革的预期也都在不断升温。目前市场预期本次特别国债的规模可能在 5000 亿至 1 万亿左右。

2、适当提高财政赤字率。统计数据显示 2019 年我国 GDP 规模为 99.09 万亿，这意味着财政赤字率每提高 0.1%，财政支出就可以相应增加 1000 亿。目前市场预期 2020 年的财政赤字率可能会提升到 3.5%，那么其对应规模大约为 3.5 万亿。

3、增加地方政府专项债券规模。目前市场预期今年全年的专项债目标规模有望达到 3 万亿至 3.5 万亿，并且在年末还有提前下达 2021 年的权限。

表2.1 政治局会议财政政策梳理

财政措施	政治局会议表述	预计规模
赤字率	适当提高财政赤字率	3.5万亿
特别国债	发行特别国债	5000亿至1万亿
地方政府专项债	增加地方政府专项债券规模；加快地方政府专项债发行和使用	3万亿至3.5万亿
合计	预计三者合计筹集财政资金规模为7万亿至8万亿	

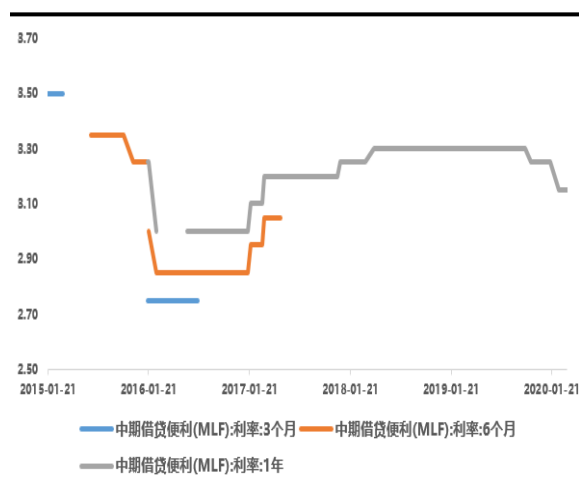
资料来源：一德期货

2.2.2 货币政策：灵活适度降成本

回顾 2019 年和 2020 年一季度，我们发现分母端流动性的扩张与收缩很大程度上决定了市场的节奏。这意味着，每次伴随着货币政策的阶段性放松，指数层面都会出现贝塔性的机会。就今年一季度而言，无论是提早到去年十二月的春季躁动，还是二月国内疫情冲击后的绝地反击，其背后都离不开流动性边际宽松的推动。然而导致这两次流动性宽松的宏观因素却有所差别，一月倾向于货币供给发力，二月则是融资需求不足推动。三月中旬 MLF 和 LPR 没有如期下调，一定程度上引发市场对于稳增长预期的担忧。从政治局会议释放的信号来看，当前货币政策领域的关键词依然是“引导贷款市场利率下行”，那么可能采取的形式就是下调 MLF 利率和 LPR 报价，建议投资者关注 4 月 17 日、4 月 24 日的 MLF 续作以及 4 月 20 日 LPR 报价是否如期下调。

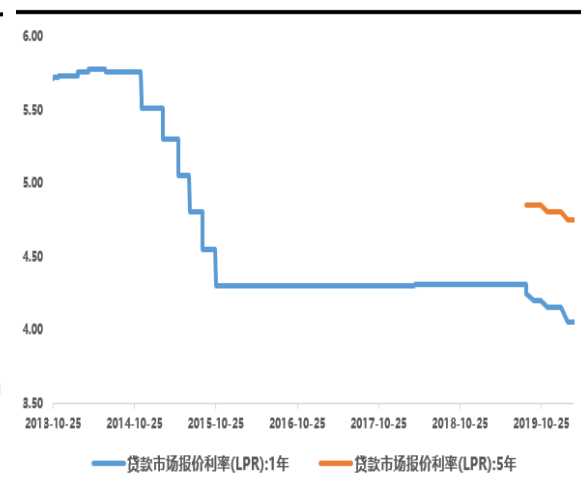
需要注意的是，虽然二季度国内流动性的绝对水平大概率维持宽松，但是从边际变化来看，股票市场很难实现比二月份更加宽裕的微观流动性环境。这是因为进入二季度，随着两会的临近、复工的加快和财政政策的逐步落地，很多债券和贷款要开始密集发行，同时很多基建和地产项目也面临开工，实体融资需求会较二三月份显著回升。所以虽然整体的宏观流动性环境维持宽松，但股票市场微观流动性大概率不会比二月份更加宽裕。在此背景下，预计二季度指数层面有望伴随着货币政策的阶段性放松出现贝塔性的机会，但在时间和空间上不容易超预期，除非政策全面放松。市场结构方面，由于二季度的微观流动性大概率较二月份边际收紧，因此类似二月份的显著性、持续性的结构性机会出现的概率较低。预计市场风格将从分母端（流动性）占优逐渐演化为分子端（业绩）和分母端（流动性）共同主导，高市盈率风格会部分降温，价值的权重开始提升，整体市场结构趋向均衡。

图2.3：MLF利率



资料来源：wind，一德期货

图2.4：LPR利率



资料来源：wind，一德期货

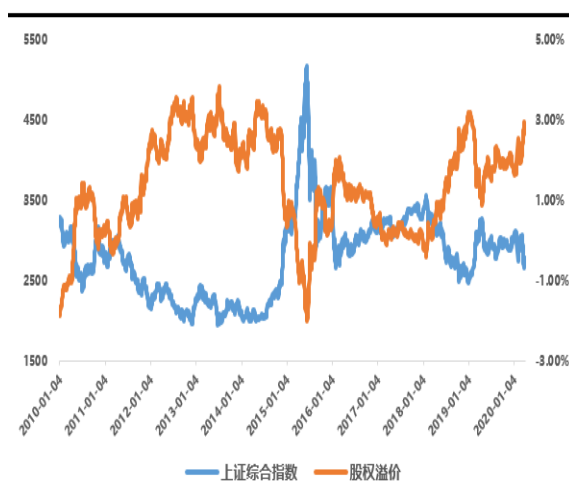
2.3 风险偏好：隐忧仍存，务必重视

站在大类资产配置的角度来看，当前较高的股权溢价和股债收益比意味着 A 股的估值相对占优、指数层面的风险相对较小，但这并不表明市场完全不存在下行风险。未来 A 股面临的不确定性主要包括国内经济下行压力、全球疫情防控进展、海外信用汇率风险、中美关系潜在风险等四个方面。从内外盘联动的角度来看，如果美股进入基本面下行导致的熊市（类似 2008 年 10 月至 2009 年 3 月），那么我们预计在此期间外资整体流出压力不大、甚至有可能基于战术角度进一步提升 A 股的配置比例，对 A 股造成的负面冲击相对较小。但是一旦美股由于美元指数大跌、杠杆率水平较高等因素在短期内再次出现剧烈调整（类似 2015 年 8 月的 A 股），那么 A 股市场很难独善其身。

2.3.1：大类资产配置角度，A 股市场相对占优

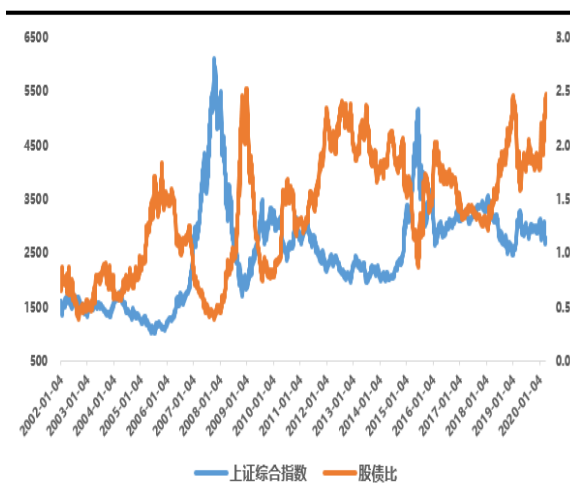
从大类资产配置的角度来看，当前 A 股估值相对占优。历史数据显示，股权溢价和 A 股走势呈现负相关关系。即 A 股顶部附近（例如 2010 年初、2015 年终、2018 年初），股权溢价往往会大幅降低，甚至变为负值。反之，在市场处于底部区域时（例如 2013 年中、2018 年底），股权溢价会不断扩大。之所以出现这样的现象，是由于股权溢价的变化与 A 股估值和产业债收益率密切相关。股权溢价变小，意味着估值变高导致股市隐含回报率降低（类似 2015 年），或者是产业债收益率大幅提升使得股市吸引力下降（类似 2018 年）；而当股权溢价变大时，要么是由于股市估值较为便宜，要么是源于市场流动性非常宽松。当前十年期国债收益率下行到 2.5%-2.6% 左右的历史低位，在流动性宽松的背景下，股权溢价开始走扩，达到 2.7% 左右的相对高位。这表明，由于无风险利率回落，导致股票相对于债券的吸引力增加，这一点从股债收益比的数据上也可以得到印证。在此背景下，未来类固收资金会逐步增加对股票市场的配置，从而对市场起到一定程度托底的作用，因此我们认为当前指数层面的风险相对较小。但需要注意的是，如果全球经济或者国内市场出现危机模式，上述比值可能会进一步扩大，届时股票市场将会面临下行风险。

图2. 5: 上证综指与股权溢价



资料来源: wind, 一德期货

图2. 6: 上证综指与股债收益比



资料来源: wind, 一德期货

2.3.2: 不确定性依然存在，潜在风险值得关注

站在当前时点来看，我们认为未来一段时间 A 股市场面临的不确定性主要包括国内经济下行压力、全球疫情防控进展、海外信用汇率风险、中美关系潜在风险等四个方面。接下来，我们将对此一一进行阐述。

1、国内经济下行压力。前文中我们提到，由于海外疫情目前仍然没有见到拐点，其对全球经济的影响仍在持续。虽然前期市场的下跌一定程度上体现了疫情冲击背景下经济增长的压力，但是对于部分板块来说，其一季报数据可能尚未反映或者没有完全反映出全球疫情扩散给需求端带来的负面效应，后续依然需要时间来不断消化和修正市场的盈利预期。此外，在经济增长压力较大的情况下，市场对于稳增长政策的预期较高。一旦政策力度不及预期，可能会使市场出现了对经济基本面的担忧情绪（类似 3 月 16 日当天 MLF 利率未下调给市场带来的扰动）。

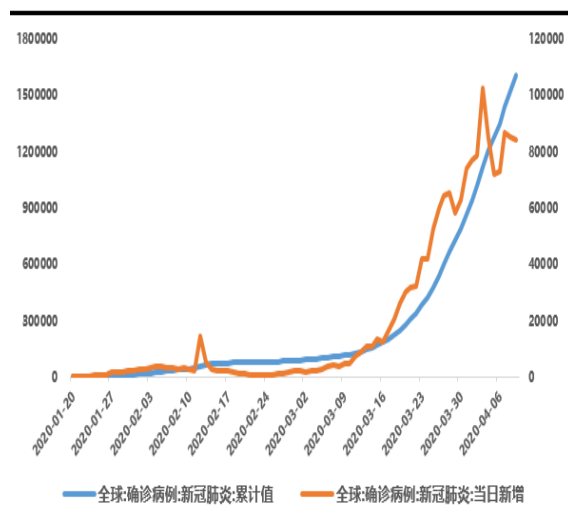
2、全球疫情防控进展。随着美股流动性风险得到缓和，市场的关注点将逐渐从因流动性原因导致的无差别抛售转向因疫情原因导致的基本面下行。目前全球疫情依然没有见到拐点，因此需密切关注国内外的防控状况。如果后续海外疫情防控不当或是国内出现第二次冲击，那么在市场避险情绪和经济悲观预期的双重压力下，行情可能再次出现大幅回调。

3、海外信用汇率风险。该风险又可分为以下三个方面：第一，美国信用债风险（尤其是高收益企业债），对应中资内房股美元债。3 月 23 日和 4 月 9 日美联储两次采取针对性措施缓解金融市场信用冲击和实体经济流动性风险，并取得较好的效果。但是在疫情得到有效控制之前，部分企业依然要面临较高的融资成本和紧张的现金流状况。因此目前美国信用市场发生局部危

机（尤其是高收益企业债）的可能性依然存在，后续仍需继续观察各类流动性及信用指标，警惕高收益企业债风险对 A 股部分行业的映射（尤其是地产）。第二，部分疫情严重地区及新兴主权国家债务风险和汇率风险，其中重点关注美元和欧债。三月中旬在流动性危机影响下，市场对美元的需求量激增，导致美元指数持续上涨。一旦后期美元指数出现大幅下跌，这不仅会给人民币汇率带来预期外的升值压力，还容易引发美股市场的剧烈波动（类似 2015 年 8 月 A 股）。主权债务方面，由于体量巨大，意大利等南欧主权债需要重点关注。第三，部分系统重要性资管和金融机构。重点关注杠杆、赎回和对手方风险。

4、中美关系潜在风险。通过对过去两年贸易谈判情况的跟踪和梳理，我们发现：当贸易谈判进展严重受挫时，对未来的情况就要乐观一些（如 2018 年 G20 峰会、2019 年 8 月和 10 月）；当贸易谈判进展顺利时，反而要保持冷静、多一分警惕（如 2019 年 4 月、2019 年 G20 峰会）。2020 年 1 月 15 日，中美双方签署第一阶段经贸协议。当前贸易谈判情况的缓和，无疑会对国内经济层面产生正面影响。但就长期来看，我们提请投资者时刻关注贸易谈判和地缘政治未来的演化，警惕预期反转可能引发的风险。

图 2.7：全球疫情状况统计



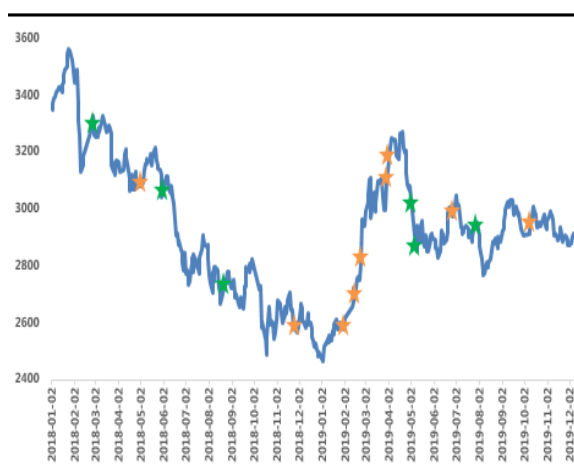
资料来源：wind，一德期货

图 2.8：标普 500 指数与美元指数



资料来源：wind，一德期货

图 2.9：历次中美经贸谈判与上证综指走势



资料来源：wind，一德期货

图 2.10：历次中美经贸谈判结果

谈判次数	谈判时间	谈判结果
第一轮	2018年2月27日至3月3日	3月23日美方决定对500亿美元中国商品征税
第二轮	2018年5月3日至5月4日	双方将采取有效措施实质性减少对华贸易逆差
第三轮	2018年6月2日至6月3日	双方并未发表联合声明，未达成实质性成果
第四轮	2018年8月22日至8月23日	未达成成果，原定于九月举行的第五轮磋商被取消
2018G20	2018年12月1日	双方决定停止升级关税等贸易限制措施
第五轮	2019年1月30日至1月31日	取得重要阶段性进展
第六轮	2019年2月14日至2月15日	在第五轮磋商基础上就共同关注问题进一步深入讨论
第七轮	2019年2月21日至2月22日	美方推迟原定3月1日起对中国产品进一步加税的计划
第八轮	2019年3月28日至3月29日	双方讨论了协议有关文本，取得新进展
第九轮	2019年4月3日至4月5日	双方取得新的进展，并同意就遗留问题进一步磋商
第十轮	2019年4月30日至5月1日	美方称5月10号将2000亿美元商品的关税上调至25%
第十一轮	2019年5月9日至5月10日	美方宣布加征关税，中方采取反制措施
2019G20	2019年6月29日	中美双方同意在平等和相互尊重的基础上重启磋商
第十二轮	2019年7月30日至7月31日	特朗普声称要对剩余3000亿美元中国商品加征10%关税
第十三轮	2019年10月10日至10月11日	取得实质性进展，同意共同朝最终达成协议的方向努力

资料来源：wind，一德期货

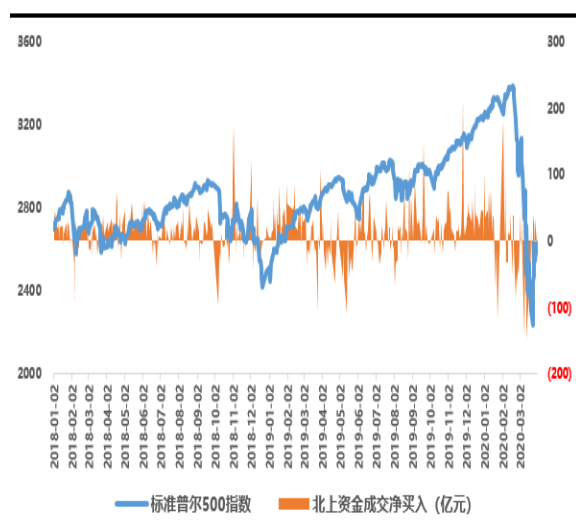
2.3.3：美股盈利面临下行，外资动向务必重视

在股指期货年报中我们曾提出，2020 年外资流入存在比较大的不确定性。一方面是由于除富时罗素之外其他机构没有进一步提高 A 股纳入比例的计划，使得被动型资金流入规模大概率会放缓；另一方面是由于主动型资金的流入意愿虽主要取决于市场自身的趋势和赚钱效应，但也会受到外围环境的阶段性扰动，美股的走势和潜在的黑天鹅事件可能会对外资流入造成间歇性的负面冲击。从今年一季度的情况来看，受疫情和美股流动性风险影响，北上资金曾在一月下旬、二月下旬和三月中旬出现大幅外流，一季度合计成交净卖出金额为 178.98 亿元。

由于目前疫情对于全球经济和金融市场的影响依然存在，因此我们对于 2020 年剩余三个季度的外资流入依然保持较为谨慎的态度。下面我们将从避险模式和一般模式两种情景出发，分析后三个季度主动型外资的行为模式。

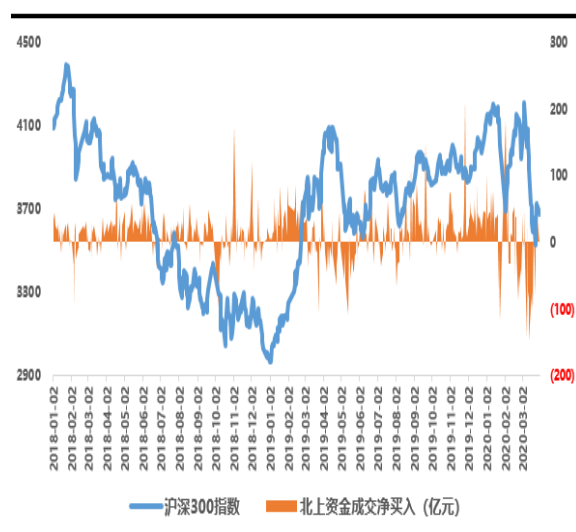
1、避险模式。在前期的报告中我们多次提到，历史数据显示外资持股占流通 A 股市值比例与美股走势高度吻合。这是因为外资在做全球市场配置时，更加关注权益资产的总体持仓，而对各个市场的择时关注相对较少。一旦美股发生剧烈调整，外资在收缩风险资产配置的同时也会收缩 A 股的配置。一季度的行情再次证明，一旦美股暴跌或者是进入全球避险的大环境，外资会从战略角度降低权益配置比重，从而 A 股也会被卖出。站在当前时点来看，我们不排除未来美股再次发生剧烈调整的可能性，后续我们会对此进行详细论述。

图 2.11: 标普 500 指数与北上资金



资料来源: wind, 一德期货

图 2.12: 沪深 300 指数与北上资金



资料来源: wind, 一德期货

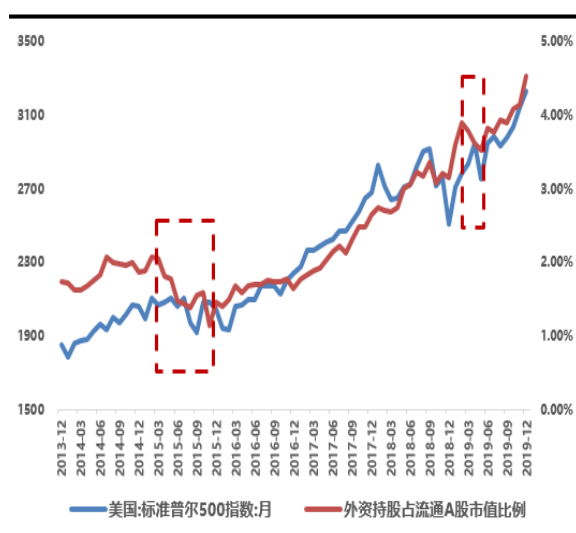
2、一般模式。在不发生系统性风险的情况下，外资的流入意愿主要取决于各个市场自身的趋势和赚钱效应。央行统计数据显示，截止去年年末境外机构和个人持有 A 股市值比例为 3.73%，远低于其他国家或地区的外资持股比例，比如韩国的 34.7% 和台湾地区的 38.3%。从各国经济周期、政策空间与股票估值角度来看，A 股性价比较高。如果美股进入基本面下行导致的熊市，那么外资有可能基于战术角度进一步提升 A 股的配置比例。

图 2.13: 央行口径外资配置 A 股规模



资料来源: wind, 一德期货

图 2.14: 外资持有 A 股占比 vs 标普 500 指数



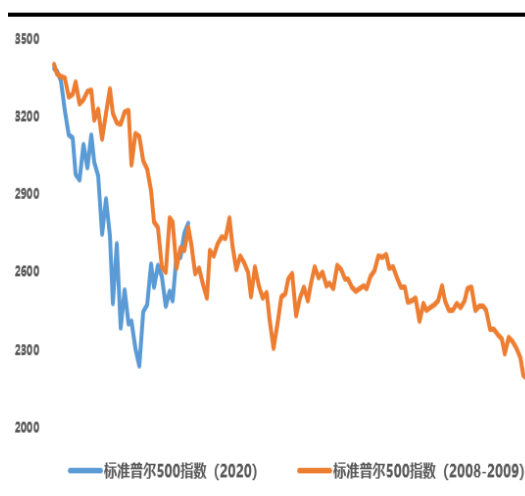
资料来源: wind, 一德期货

由上文分析可知，主动型外资未来的流入状况很大程度上取决于美股后续的走势。那么美股市场的情况究竟如何呢？我们认为 2008 年的历史走势可以提供一些参考。2008 年的经验显示：流动性冲击阶段市场下跌较快，以估值收缩为主导。对应 2008 年 9 月至 10 月期间，标普 500 指

数跌幅高达 30%，估值收缩 25%。伴随流动性的拐点出现，美股估值率先见底，而市场见底则有待盈利下修充分。对应 2008 年 10 月至 2009 年 3 月期间，标普 500 累计跌幅为 25%，其中盈利下降 28%、估值抬升 5%。就当前来说，随着 3 月 23 日和 4 月 9 日美联储两次采取针对性措施有效缓解金融市场信用冲击和实体经济流动性风险，金融市场短期内再度出现因流动性紧张导致风险资产和无风险资产无差别抛售的可能性降低，这意味着美股将从流动性冲击主导的第一阶段进入到基本面下行主导的第二阶段。在这一阶段，市场主要承受来自经济和企业盈利下行的压力，直到这一预期被充分消化，类似美股 2008 年 10 月至 2009 年 3 月的状况。在此背景下，预计外资整体流出压力不大、甚至有可能基于战术角度进一步提升 A 股的配置比例，对 A 股造成的负面冲击相对较小。

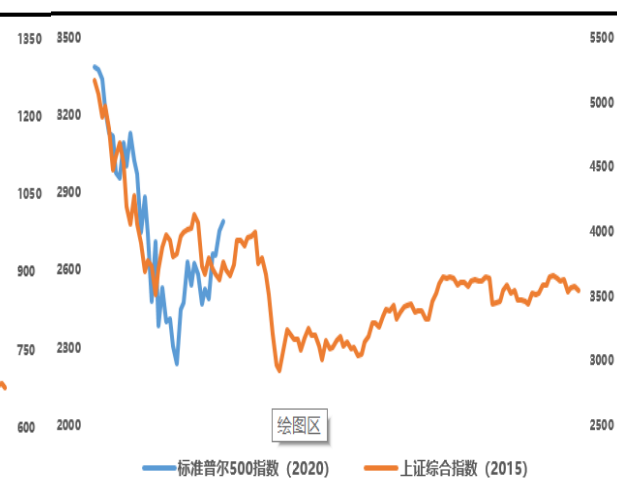
但是如果后续美股由于美元指数大跌、杠杆率水平较高等因素在短期内再次出现剧烈调整（类似 2015 年 8 月的 A 股），那么 A 股市场很难独善其身。实际上，我们通过回顾本轮美股的走势，发现它不仅与 2008 年的行情有相似之处，而且还和 2015 年的 A 股有异曲同工之感。2015 年 6 月至 7 月 A 股下跌的直接原因在于杠杆率过高，在去杠杆过程中出现流动性危机；根本原因在于在经济下行压力较大的背景下，业绩与估值严重不匹配，部分个股估值高度泡沫化。而美股本轮回调同样出现流动性危机，并且也存在杠杆率过高和估值偏高的状况。虽然 A 股在 2015 年 7 月中旬至 8 月中旬期间曾经短暂企稳，但 8 月下旬再度出现暴跌，一方面是由于当时市场中的杠杆没有被清理干净，另一方面是由于人民币汇率快速贬值引发市场对于人民币资产安全性的担忧。窥一斑而知全豹，如果未来各个主体的杠杆率和负债率没有明显回落或是美元指数出现大跌，那么美股很可能出现类似 2015 年 8 月 A 股的极端行情。虽然今年 3 月 9 日至 23 日流动性危机爆发期间，由于避险需求的影响美元指数连创新高，但是如果后续美元的需求下降或是市场对美元资产的安全性产生担忧，那么美元指数可能会随之出现大幅回落。这不仅会给人民币汇率带来预期外的升值压力，还容易引发美股市场的剧烈波动，届时需要警惕内外盘负向联动的风险。

图 2.15: 2008 年美股与 2020 年美股对比



资料来源: wind, 一德期货

图 2.16: 2015 年 A 股与 2020 年美股对比



资料来源: wind, 一德期货

3. 思辨结构：风格有变，趋向均衡

从 DDM 模型的角度来看，由于二季度稳增长政策将以财政政策为主，同时配合货币政策的宽松，因此二季度股票市场的流动性大概率较二月份边际收紧，类似二月份的显著性、持续性的结构性机会出现的概率较低。预计市场风格将从分母端（流动性）占优逐渐演化为分子端（业绩）和分母端（流动性）共同主导，高市盈率风格会部分降温，价值的权重开始提升，整体市场结构趋向均衡。首先从盈利端来看，由于目前国内疫情的防控已经取得有效进展，各行业复工复产也在有序推进，加上国内稳增长政策的逐步落地，预计二季度市场的配置主线将聚焦在内需板块，尤其是围绕逆周期政策发力的新老基建和消费板块。其次从资金面来看，宏观流动性偏向中性，但微观流动性方面，外资流入预期降低、IPO 融资居高不下、增发规模重拾升势或将对各指数造成阶段性扰动。

3.1 盈利端：影响未明，仍待修正

前文中我们提到，由于海外疫情目前仍然没有见到拐点，其对全球经济的影响仍在持续。虽然前期市场的下跌一定程度上体现了疫情冲击背景下经济增长的压力，但是对于部分板块来说，其一季报数据可能尚未反映或者没有完全反映出全球疫情扩散给需求端带来的负面效应，后续依然需要时间来不断消化和修正市场的盈利预期。具体来说，以外需为主的公司很大程度上受到海外疫情防控的影响，如果全球疫情拐点出现，那么外需板块可能会迎来阶段性超跌反弹的机会。由于目前国内疫情的防控已经取得有效进展，各行业复工复产也在有序推进，加上国内稳增长

长政策的逐步落地，预计二季度市场的配置主线将聚焦在内需板块，尤其是围绕逆周期政策发力的新老基建和消费板块。

3.2 资金面：边际趋紧，关注扰动

从宏观流动性角度来看，前文中我们提到，虽然二季度国内流动性的绝对水平大概率维持宽松，但是从边际变化来看，股票市场很难实现比二月份更加宽裕的流动性环境。在此背景下，市场（尤其是中小指数）估值修复的动力受限。从微观流动性角度来看，在外资流入预期降低、IPO 融资居高不下、增发规模重拾升势等因素影响下，沪深 300、上证 50 和中证 500 的阶段性走势或将受到一定程度的扰动。下面我们主要就微观流动性对期指三品种的影响进行分析。

首先就上证 50 和沪深 300 而言，外资在其成分股中持股比例较高。由于海外不确定性依然存在，因此我们对二季度的外资流入状况维持相对谨慎的态度。一旦未来外资出现大幅外流，从流动性角度不利于上述股票估值的抬升。

其次就中证 500 而言，2 月 13 日再融资新规正式落地，在监管环境不断放松的背景下，预计后三个季度再融资规模会较 2019 年出现大幅回暖，加上目前 IPO 融资规模仍将保持 2019 年以来的高位水平，建议投资者关注上述因素给微观流动性和市场风险偏好带来的阶段性影响。

4. 核心观点及风险提示

4.1 核心观点：国内稳增长托底，海外不确定扰动

目前来看，我们认为二季度影响市场趋势和风格的主要因素依然在分母端，但分子端的权重较一季度提升。首先企业盈利方面，由于海外疫情目前仍然没有见到拐点，其对全球经济的影响仍在持续。虽然前期市场的下跌一定程度上体现了疫情冲击背景下经济增长的压力，但是对于部分板块来说，其一季报数据可能尚未反映或者没有完全反映出全球疫情扩散给需求端带来的负面效应，后续依然需要时间来不断消化和修正市场的盈利预期。其次流动性方面，在银行体系流动性较为充裕的背景下，货币政策将更加侧重于引导利率下行，降低中小企业融资成本。因此二季度国内流动性的绝对水平大概率维持宽松，但是从边际变化来看，股票市场很难实现比二月份更加宽裕的微观流动性环境。最后风险偏好方面，如果美股进入基本面下行导致的熊市（类似 2008 年 10 月至 2009 年 3 月），那么在此期间外资整体流出压力不大、甚至有可能基于战术角度进一步提升 A 股的配置比例，对 A 股造成的负面冲击相对较小。但是一旦美股由于美元指数大跌、杠杆率水平较高等因素在短期内再次出现剧烈调整（类似 2015 年 8 月的 A 股），那么 A 股

市场很难独善其身。整体来看，二季度市场的上行动力来源于国内稳增长政策托底，下行风险则主要来自于海外不确定因素，趋势上大概率表现为震荡态势。从节奏上来看，五月指数层面有望伴随着稳增长政策的发力和货币政策的阶段性放松出现贝塔性的机会，但在时间和空间上不容易超预期，除非政策全面放松。

从期指三品种市场风格来看，由于二季度稳增长政策将以财政政策为主，同时配合货币政策的宽松，因此二季度股票市场的流动性大概率较二月份边际收紧，类似二月份的显著性、持续性的结构性机会出现的概率较低。预计市场风格将从分母端（流动性）占优逐渐演化为分子端（业绩）和分母端（流动性）共同主导，高市盈率风格会部分降温，价值的权重开始提升，整体市场结构趋向均衡。首先从盈利端来看，由于目前国内疫情的防控已经取得有效进展，各行业复工复产也在有序推进，加上国内稳增长政策的逐步落地，预计二季度市场的配置主线将聚焦在内需板块，尤其是围绕逆周期政策发力的新老基建和消费板块。其次从资金面来看，宏观流动性偏向中性，但微观流动性方面，外资流入预期降低、IPO 融资居高不下、增发规模重拾升势或将对各指数造成阶段性扰动。

4.2 风险提示：下行风险不容忽视，小心驶得万年船

站在大类资产配置的角度来看，当前较高的股权溢价和股债收益比意味着 A 股的估值相对占优、指数层面的风险相对较小，但这并不表明市场完全不存在下行风险。未来 A 股面临的不确定性主要包括国内经济下行压力、全球疫情防控进展、海外信用汇率风险、中美关系潜在风险等四个方面。

1、国内经济下行压力。主要体现为企业盈利预期下调需要时间消化，以及警惕国内稳增长政策力度不及预期可能引发的担忧。

2、全球疫情防控进展。如果后续海外疫情防控不当或是国内出现第二次冲击，那么在市场避险情绪和经济悲观预期的双重压力下，行情可能再次出现大幅回调。

3、海外信用汇率风险。主要体现为美国信用债风险（尤其是高收益企业债）、部分疫情严重地区及新兴主权国家债务风险和汇率风险（尤其是美元和欧债）和部分系统重要性资管和金融机构可能存在的风险。其中美股市场和北上资金的风险分析详见章节 2.3.3。

4、中美关系潜在风险。就长期而言，提请投资者时刻关注贸易谈判和地缘政治未来的演化，警惕预期反转可能引发的风险。

从内外盘联动的角度来看，如果美股进入基本面下行导致的熊市（类似 2008 年 10 月至 2009 年 3 月），那么我们预计在此期间外资整体流出压力不大、甚至有可能基于战术角度进一步提升

A 股的配置比例，对 A 股造成的负面冲击相对较小。但是一旦美股由于美元指数大跌、杠杆率水平较高等因素在短期内再次出现剧烈调整（类似 2015 年 8 月的 A 股），那么 A 股市场很难独善其身。

4.3 操作建议：边走边看，把握阶段性机会

趋势性策略：整体来看，二季度市场的上行动力来源于国内稳增长政策托底，下行风险则主要来自于海外不确定因素，趋势上大概率表现为震荡态势。从节奏上来看，五月指数层面有望伴随着稳增长政策的发力和货币政策的阶段性放松出现贝塔性的机会，但在时间和空间上不容易超预期，除非政策全面放松。

结构性策略：由于二季度稳增长政策将以财政政策为主，同时配合货币政策的宽松，因此二季度股票市场的流动性大概率较二月份边际收紧，类似二月份的显著性、持续性的结构性机会出现的概率较低。预计市场风格将从分母端（流动性）占优逐渐演化为分子端（业绩）和分母端（流动性）共同主导，高市盈率风格会部分降温，价值的权重开始提升，整体市场结构趋向均衡。因此跨品种套利方面，建议投资者边走边看，把握阶段性机会。

免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人作为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

北京北三环东路营业部 100013

北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703

Tel: 010-8831 2088

上海营业部 200063

上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室

Tel: 021-6257 3180

天津营业部 300021

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）

Tel: 022-2813 9206

天津滨海新区营业部 300457

天津经济技术开发区第一大街79号泰达MSD-C区C1座2205单元

Tel: 022-6622 5869

天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301

Tel: 022-5822 0902

天津解放北路营业部 300042

天津市和平区小白楼街大沽北路与徐州道交口万通中心8层（802-804）

Tel: 022-2330 3538

郑州营业部 450008

河南省郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室

Tel: 0371-6561 2079

大连营业部 116023

辽宁省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2702号房间

Tel: 0411-8480 6701

淄博营业部 255000

山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间

Tel: 0533-358 6709

宁波营业部 315040

浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号

Tel: 0574-8795 1915

唐山营业部 063000

河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室

Tel: 0315-578 5511

烟台营业部 264006

山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室

Tel: 0535-216 3353/216 9678

杭州营业部 310000

浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦801室

Tel: 0571-8799 6673