

2020年中期股指策略展望

改革红利进一步释放，继续把握IC做多风口

信达期货研发中心宏观金融团队

郭远爱（投资咨询编号：Z0013488）

2020年7月1日



报告核心观点

- **股市上半场：A股市场行情呈现极度的分化与抱团特征。**回顾上半年A股市场的走势，市场呈现明显的结构性分化与抱团特征，且这种分化现象在指数层面、行业板块层面、及个股层面均体现的淋漓尽致。
- **上半年市场出现极致分化与抱团现象主要源于“钱多”+“优质标的稀缺”+“追求确定性”。**大资金倾向于追求确定性，尤其是在今年疫情冲击进一步加大市场不确定性的背景下，这一诉求尤为突出。市场“钱多”，叠加优质标的稀缺的情况下，资金集体抱团和市场呈现极致分化是必然事件。
- **进入到下半年，流动性对估值提升的效应在减弱，而业绩改善有望接棒流动性成为下一阶段指数上涨新的驱动。**下一阶段政策的总基调是稳中有进，用“放水养鱼”代替“大水漫灌”，不搞大水漫灌式的强刺激，货币端侧重在结构性政策方面持续发力，由“宽货币”转向“宽信用”。立足于上述背景，我们认为市场流动性在边际上难以进一步出现大幅宽松，叠加实体经济信用的改善有望带动经济延续复苏的势头和企业盈利的改善，无风险利率的中枢再度下行的空间有限，整体上将保持中枢震荡向上的态势。为此，流动性对估值提升的效应会相应放缓，而业绩等基本面因素也将有望接棒流动性，成为下一阶段指数上涨新的驱动因素。具体情形可类比于2009/01月-2009/11月这一时间段。
- **资本市场改革所催生的“改革红利”是影响下半年市场走势重要的线索。**进入到2020年，包括资本市场改革在内的各项改革措施加速落地。从要素市场化配置改革政策的出台，到证监会针对“新三板精选层”、创业板试点注册制、“小额快速”定增新规、上证指数编制方法改革等一系列文件的颁布实施，提升了市场对中长期改革红利释放的预期，也将吸引更多的增量中长期配置资金加速流入A股市场。可以预见的是，中长线资金将成为A股市场重要的压舱石，也将成为后续A股市场慢牛行情的助推器。此外，在债基利率新低的背景下，低利率的资产荒环境下，居民资金有望加速入市，居民资金配置权益资产的意愿有望持续提升。

报告核心观点

- 下半年股市所面临的宏观环境大概率是“弱增长”+“宽信用”+“强改革”+“政策进”四方面因素的多重叠加。复盘过往的历史行情，经济“弱增长”决定货币政策总量宽松可期，“宽信用”的环境有利于带动经济的恢复和企业盈利的改善，而改革的继续推进和政策利好的持续释放，将有利于市场风险偏好的改善。因而，上述因素的组合决定下半年A股市场整体上将处于一个较为友好的环境之下，有利于股市行情的进一步上攻。
- 周期定位+业绩优势+政策加持，维持创业板走势要强于主板其他指数的判断。我们在前期研报中一直强调创业板已进入“并购重组政策松绑周期”、“新一轮产业周期”、“盈利向上周期”等三大周期共振向上阶段，而创业板注册制改革的加速落地将向市场释放“改革红利”及提升市场对创业板的风险偏好，进而从制度红利上强化创业板中长期向好的逻辑。
- 在策略上，继续推荐持续关注中长线兼具“ α 收益”+“ β 收益”IC合约做多的机会。周期因素、业绩相对优势、政策加持三个维度支持未来的市场风口偏向于创业板，这在方向上给予IC合约“ β 收益”的保障。而IC远月合约仍然保持相对高的贴水，并且随着到期日的临近，贴水会全部修复，这是IC合约“ α 收益”重要来源。
- 关注海外风险的演化：海外肺炎疫情&贸易摩擦问题是下半年必须谨防的两只“灰犀牛”。目前美股走势与美国经济基本面之间出现严重的脱节，一边是不断刷新本轮反弹新高的美股，一边是仍未见明显好转的美国疫情叠加依旧承压的美国经济。造成美股走势与美国经济基本面之间严重的脱节，背后根源来于美联储不断向市场投放流动性。由于美股当下价格是基于“V型”复苏的预期，若美国出现第二波疫情冲击及贸易摩擦问题加剧，那么市场势必会重新评估经济前景，美股或将面临抛售压力。届时也将对A股市场形成一定的扰动。

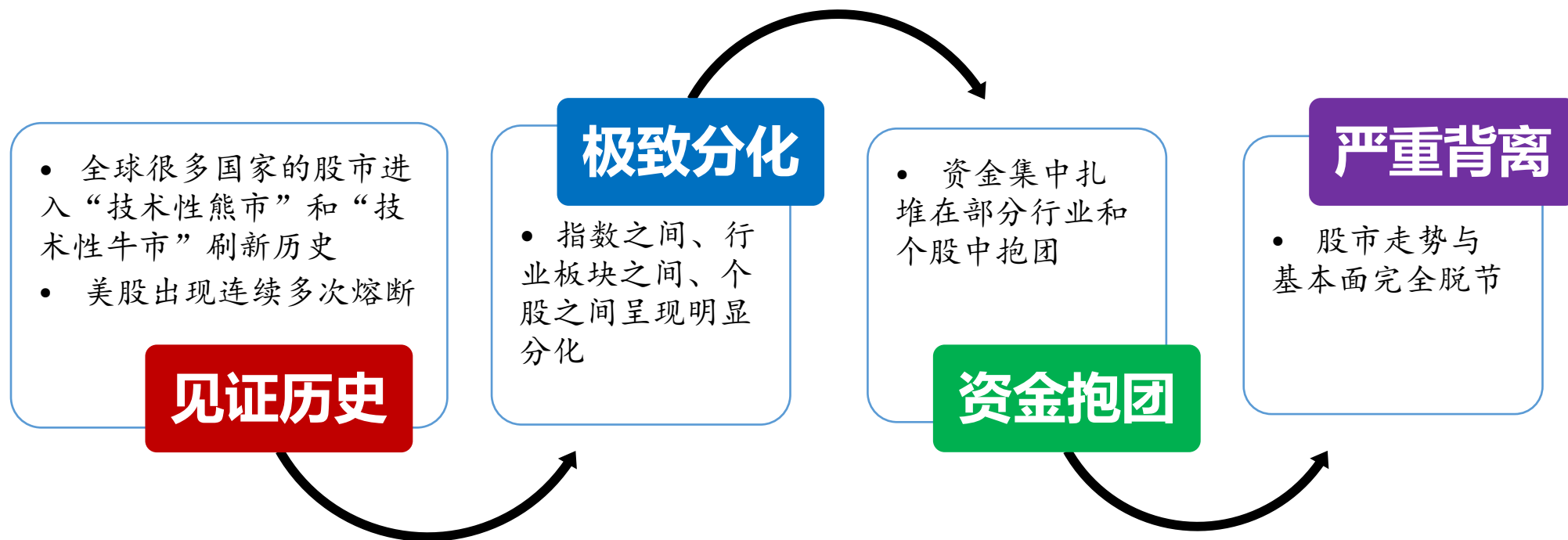
【风险因素】经济复苏不及预期；疫情出现二次暴发风险；央行货币政策转向收紧。



股指上半场梳理：结构性行情背后的分化与抱团

四方面特征概览上半年全球股市运行全貌

- 总结上半年全球股市的运行特征，我们认为用“见证历史”、“极致分化”、“资金抱团”、“严重背离”四个词来形容再合适不过。在本次股指半年度策略展望中，我们也将从对股市上半年走势的复盘开始入手。



资料来源：信达期货研发中心整理

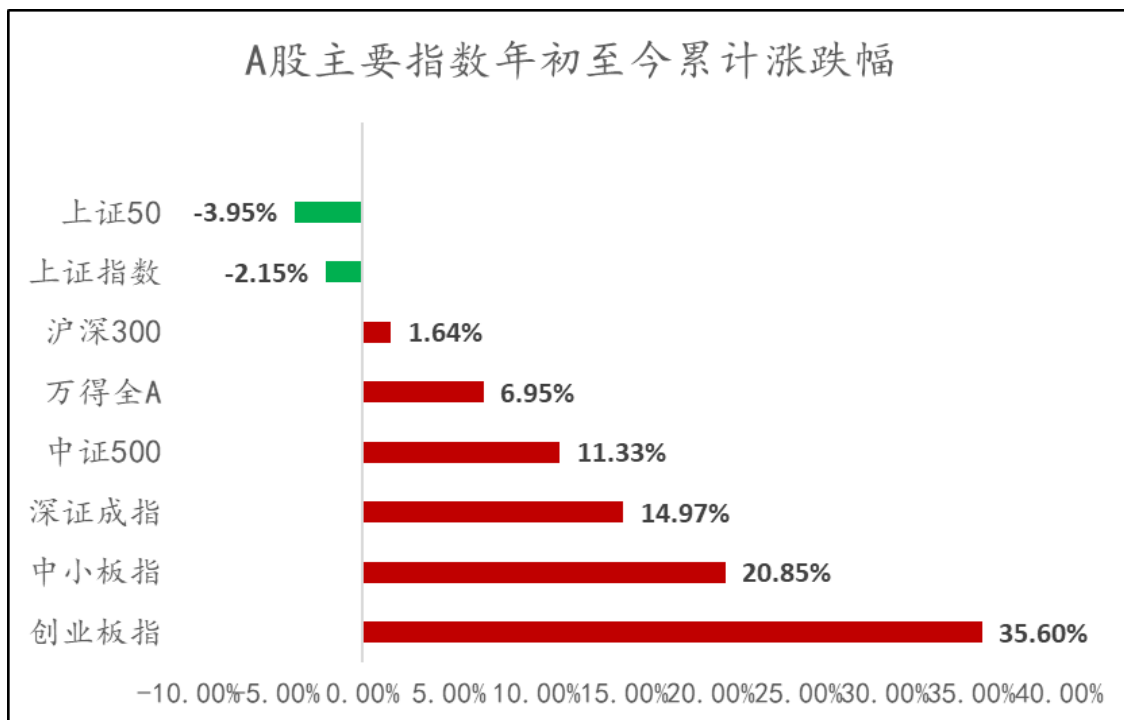
国内创业板指数在上半年领跑全球主要国家股指

- 受新冠肺炎疫情的影响，今年上半年全球股票市场均出现非常大的波动。为此，全球主要国家的股市大部分均出现不小跌幅，全球权益市场进入了比惨模式，但其中也不乏亮点。
- 上半年最大的亮点当属中国的创业板指以35.60%的累计涨幅领跑全球权益市场。除此之外，国内的中小板指和深成指也以20.85%和14.97%的涨幅位列二、三位。世界主要市场中，仅有纳斯达克上涨10.05%，勉强跟能跟上A股上涨的步伐，但与定位相同的中国创业板指涨幅相比也逊色不少。

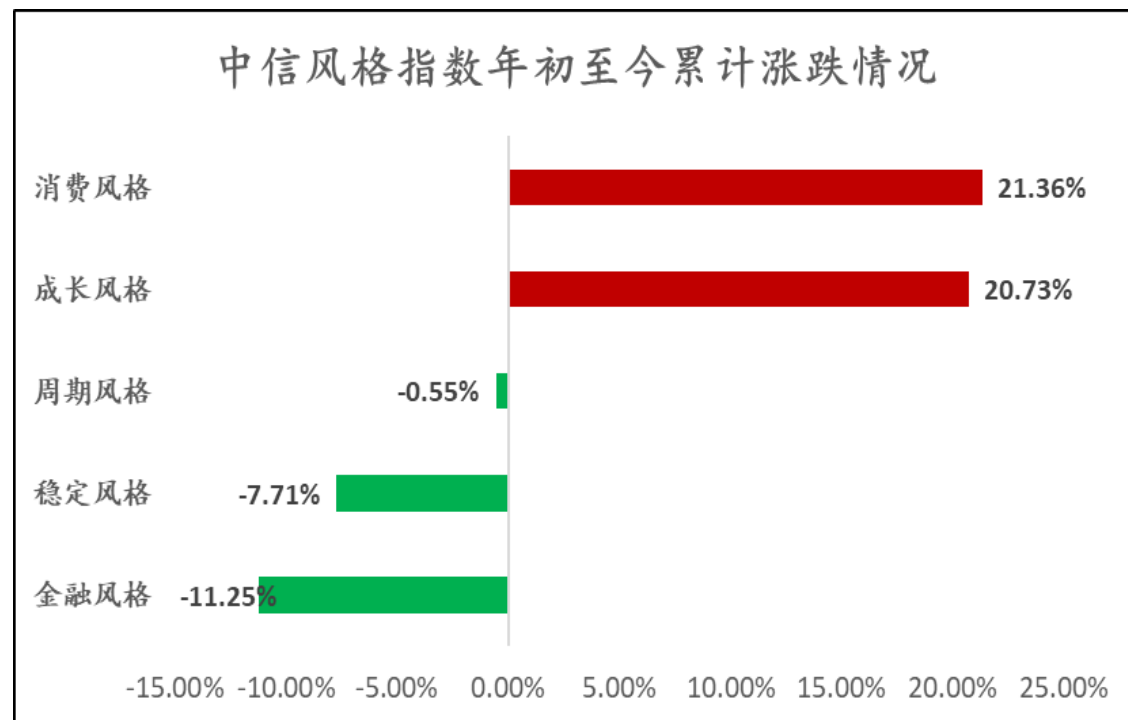
股票指数	年初至今累计涨幅	3月23日至今累计涨幅
创业板指	35.60%	33.45%
中小板指	20.85%	27.20%
深证成指	14.97%	23.74%
中证500	11.33%	17.31%
纳斯达克	10.44%	43.92%
万得全A	6.95%	17.67%
沪深300	1.64%	17.95%
上证指数	-2.15%	5.15%
台湾加权指数	-3.13%	30.72%
上证50	-3.95%	14.94%
韩国综合指数	-4.07%	42.22%
标普500	-5.50%	36.46%
日经225	-5.78%	31.98%
德国DAX	-7.68%	39.94%
俄罗斯	-9.12%	22.84%
多伦多300	-9.81%	37.06%
道琼斯	-10.31%	37.67%
澳洲标普200	-11.76%	29.74%
欧洲证券交易所100	-14.75%	27.26%
意大利富时	-17.27%	24.98%
法国cac40	-17.27%	26.34%
英国富时100	-17.46%	24.67%

A股内部指数之间的分化非常明显，中小创大幅跑赢主板

- 整体来看，今年前6个月，A股市场整体表现较好，但表现较好的背后，指数之间分化的现象也比较严重。中小盘指数表现明显好于大盘指数，中小创的表现明显好于主板。行情数据显示，2020年上半年，上证50指数下跌3.95%，上证指数下跌2.15%，而深证成指、中小板指、创业板指均表现良好，分别上涨14.97%、20.85%和35.60%。
- 风格方面的分化特征也非常明显，消费风格和成长风格表现抢眼，相比之下，金融、稳定及周期三大风格表现趋弱。



资料来源：Wind，信达期货研发中心

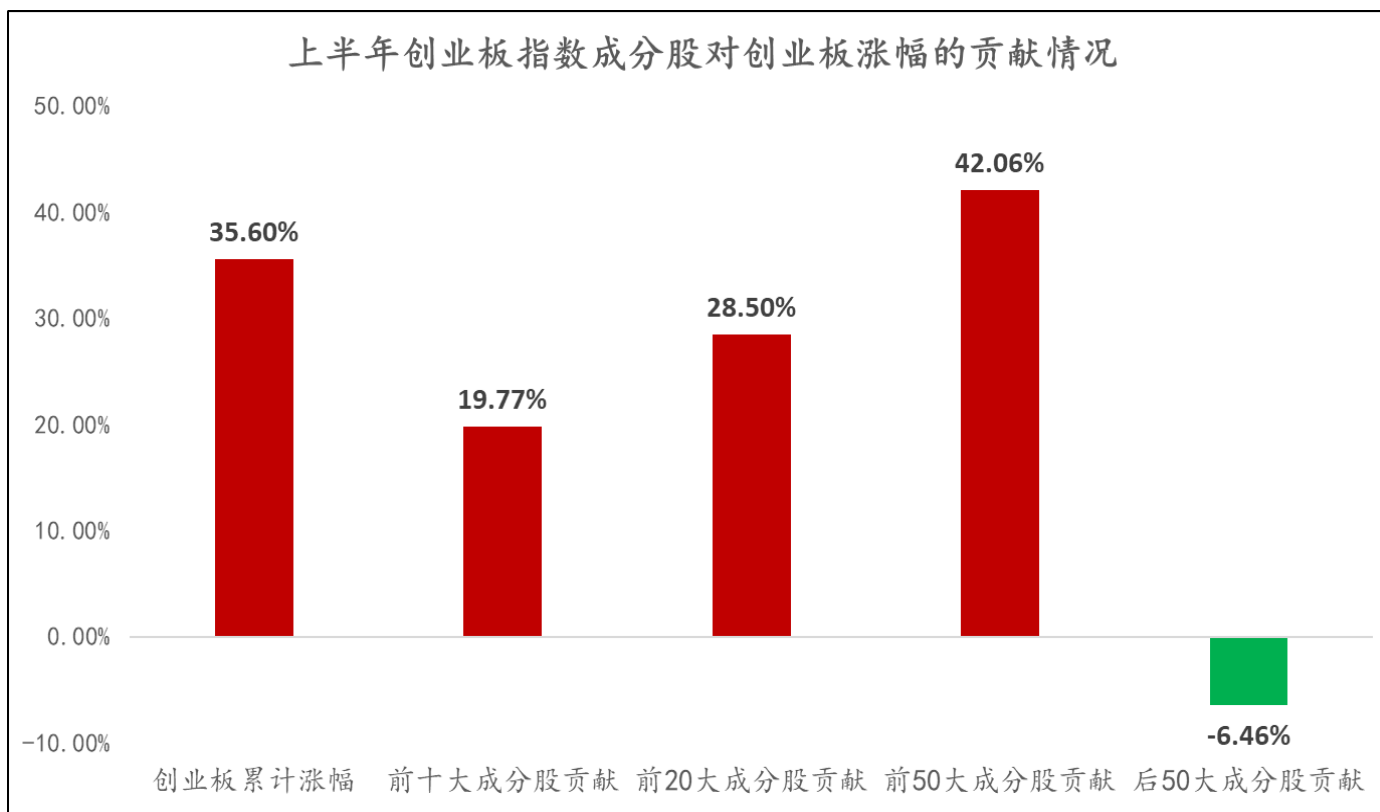


资料来源：Wind，信达期货研发中心



指数的涨幅主要是由指标股所贡献的，非指标股贡献非常有限

- 尽管上半年创业板指数以35.60%的表现领跑全球权益市场，但通过对创业板指数100只成分股的贡献拆分看，从中可发现创业板指数成分股内部的分化也非常严重。
- 从涨幅的角度看，创业板已经进入到牛市行情，但真正推动创业板上涨的主要还是前20大成分股即指标股，而对于后排的成分股贡献有限，甚至还是拖累。



资料来源：Wind，信达期货研发中心

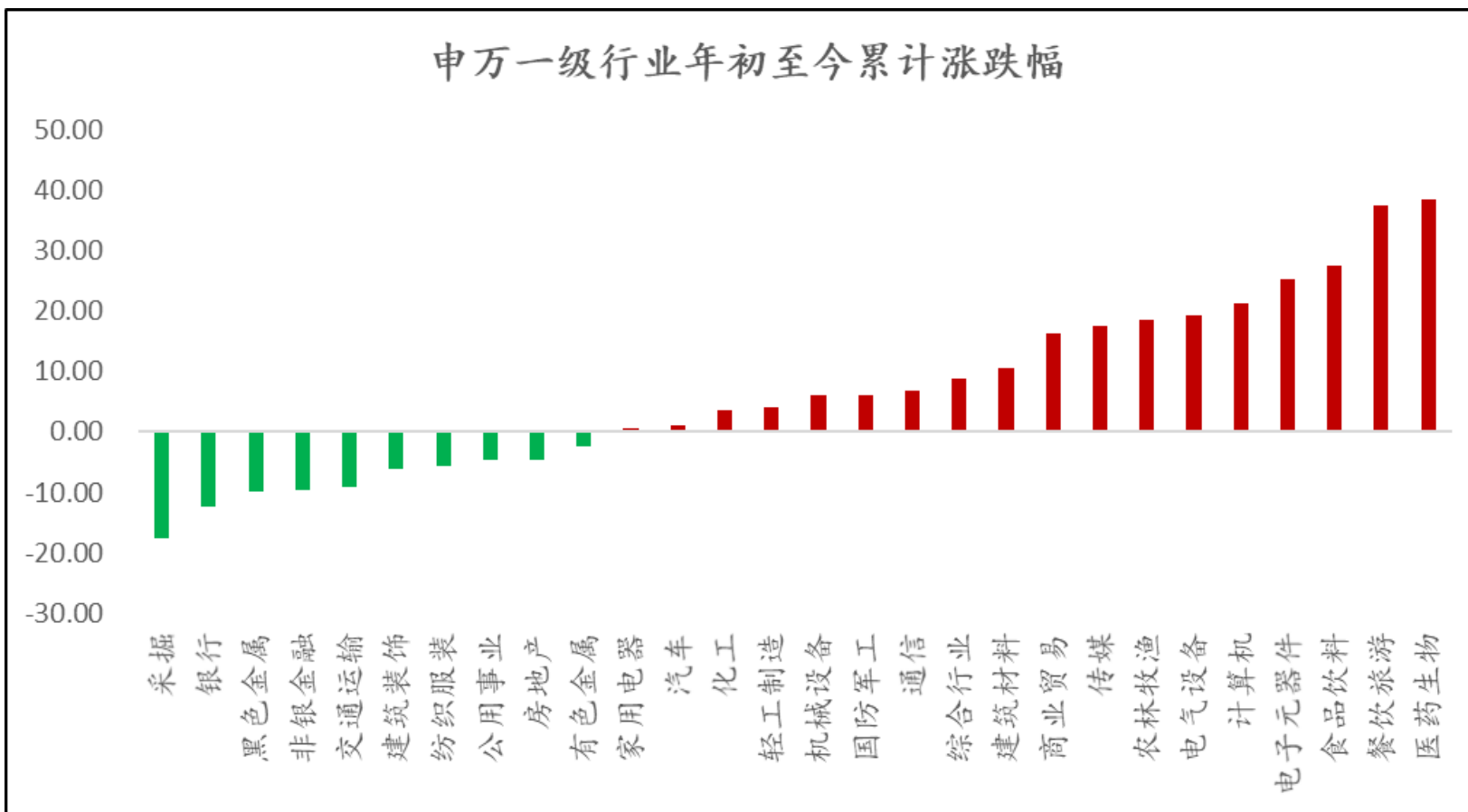
创业板指数前20大成分股成为推动上半年创业板上涨的中军力量

股票名称	权重	上半年累计涨跌情况 (%)	对创业板涨幅的绝对贡献	所属申万一级行业分类
宁德时代	6.58%	58.74	3.87%	电气设备
迈瑞医疗	6.16%	72.59	4.47%	医药生物
温氏股份	5.99%	-18.35	-1.10%	农林牧渔
东方财富	4.78%	53.81	2.57%	传媒
爱尔眼科	3.64%	46.48	1.69%	医药生物
沃森生物	2.91%	65.12	1.90%	医药生物
泰格医药	2.38%	66.23	1.58%	医药生物
智飞生物	2.35%	107.05	2.52%	医药生物
康泰生物	2.26%	85.86	1.94%	医药生物
乐普医疗	2.20%	14.95	0.33%	医药生物
汇川技术	2.08%	23.14	0.48%	电气设备
亿纬锂能	1.85%	84.83	1.57%	电子
信维通信	1.76%	15.33	0.27%	电子
芒果超媒	1.65%	87.68	1.44%	传媒
卫宁健康	1.62%	101.86	1.65%	计算机
深信服	1.60%	81.56	1.31%	计算机
光环新网	1.46%	30.45	0.45%	通信
华测检测	1.37%	33.19	0.46%	综合
宋城演艺	1.31%	1.71	0.02%	休闲服务
健帆生物	1.22%	89.36	1.09%	医药生物

资料来源：Wind，信达期货研发中心

行业表现看, 多数板块在上半年取得正收益

- 分行业板块来看, 上半年多数板块实现上涨, 其中医药生物、餐饮旅游、食品饮料、电子、农林牧渔、计算机、等板块在上半年表现较好。但与此同时, 采掘、银行、地产、交通运输等少数板块则出现逆市下跌。



资料来源: Wind, 信达期货研发中心

上半年表现最好的股票主要集中在医药、消费、信息技术三个大类板块

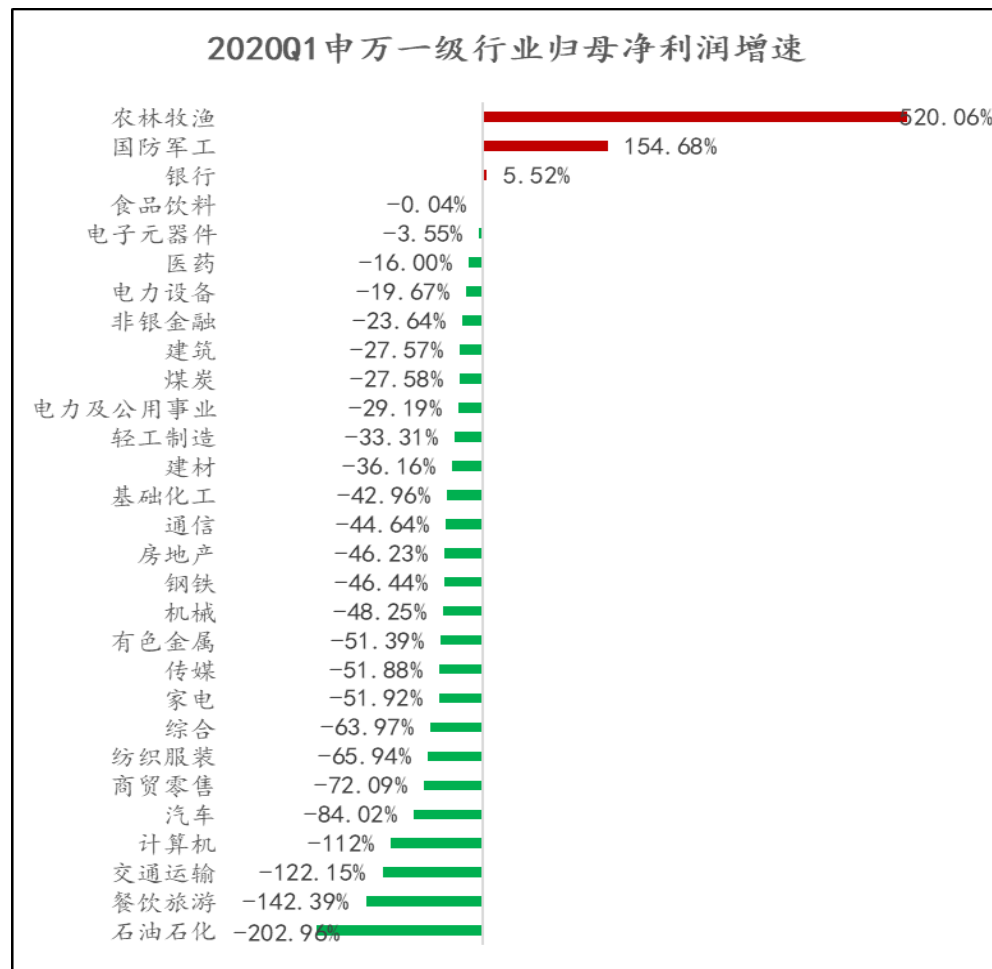
- 从我们对上半年表现最好的前50只股票统计结果看，主要集中分布在生物医药、大消费及信息技术三个大类板块，其中生物医药占了34%，大消费占了20%，信息技术占了16%，三个行业累计占比达到70%。可见在行业上也呈现出明显的抱团。

股票名称	年初至今涨幅	所属行业	股票名称	年初至今涨幅	所属行业	股票名称	年初至今涨幅	所属行业
英科医疗	639.00%	医疗保健	奥飞数据	173.89%	信息技术	以岭药业	147.96%	医疗保健
硕世生物	371.32%	医疗保健	容大感光	173.76%	材料	密尔克卫	147.86%	工业
未名医药	278.18%	医疗保健	大立科技	168.10%	信息技术	昭衍新药	147.23%	医疗保健
王府井	258.17%	可选消费	道恩股份	167.11%	材料	赛升药业	147.23%	医疗保健
省广集团	250.32%	可选消费	锦浪科技	165.20%	工业	爱乐达	146.66%	工业
奥翔药业	243.71%	医疗保健	三鑫医疗	163.96%	医疗保健	中微公司	144.59%	信息技术
振德医疗	242.80%	医疗保健	格力地产	163.84%	房地产	金健米业	144.39%	日常消费
宏达矿业	223.08%	材料	江山欧派	162.18%	可选消费	心脉医疗	144.15%	医疗保健
凯撒文化	215.73%	信息技术	盐津铺子	161.17%	日常消费	小熊电器	143.50%	可选消费
西藏药业	215.39%	医疗保健	上机数控	153.99%	工业	妙可蓝多	142.66%	日常消费
佰仁医疗	202.73%	医疗保健	和胜股份	152.03%	材料	博腾股份	142.04%	医疗保健
紫天科技	202.21%	可选消费	英维克	151.74%	工业	蓝帆医疗	141.62%	医疗保健
坚朗五金	190.09%	工业	南大光电	151.73%	信息技术	奥特佳	141.57%	可选消费
安集科技	183.26%	材料	达安基因	151.64%	医疗保健	玉龙股份	141.49%	材料
晶方科技	181.15%	信息技术	理邦仪器	151.06%	医疗保健	蓝英装备	139.70%	工业
数据港	180.45%	信息技术	诺邦股份	150.23%	可选消费	电魂网络	138.15%	信息技术
鸿路钢构	179.02%	工业	司太立	150.18%	医疗保健			

资料来源：Wind，信达期货研发中心

市场分化与抱团的背后源于“钱多”+“优质标的稀缺”+“追求确定性”

- 造成上半年A股市场出现极致分化与抱团现象的根源主要有三个方面，其一，真正优质的标的相对稀缺；其二，大资金倾向于追求确定性，尤其是在今年疫情冲击下进一步加大市场不确定性的背景下，业绩受益于疫情发生或者受疫情影响小的行业将更加受到资金青睐；其三，市场资金非常充裕，“钱多”的情况下，优质的标的将会被资金一致性追逐。



资料来源：Wind，信达期货研发中心



股指下半场展望：市场向上的大趋势已确立

从股息贴现模型（DDM）看股市下半场驱动之所在

- 根据DDM模型，驱动股价变动主要有三个方面的核心变量：分子端盈利水平、分母端无风险利率和股权风险溢价。基于当下的宏观环境，我们认为可通过DDM模型去挖掘今年股市下半场的核心驱动之所在。

由盈利水平决定

【影响因素】

- 经济周期
- 经济运行好坏
- 企业盈利情况

$$P = EPS \times PE$$

业绩因素

估值因素

$$PE = \frac{1}{R_f + ERP}$$

由流动性决定

【影响因素】

- 货币政策
- 利率水平
- 通胀水平

由风险偏好决定

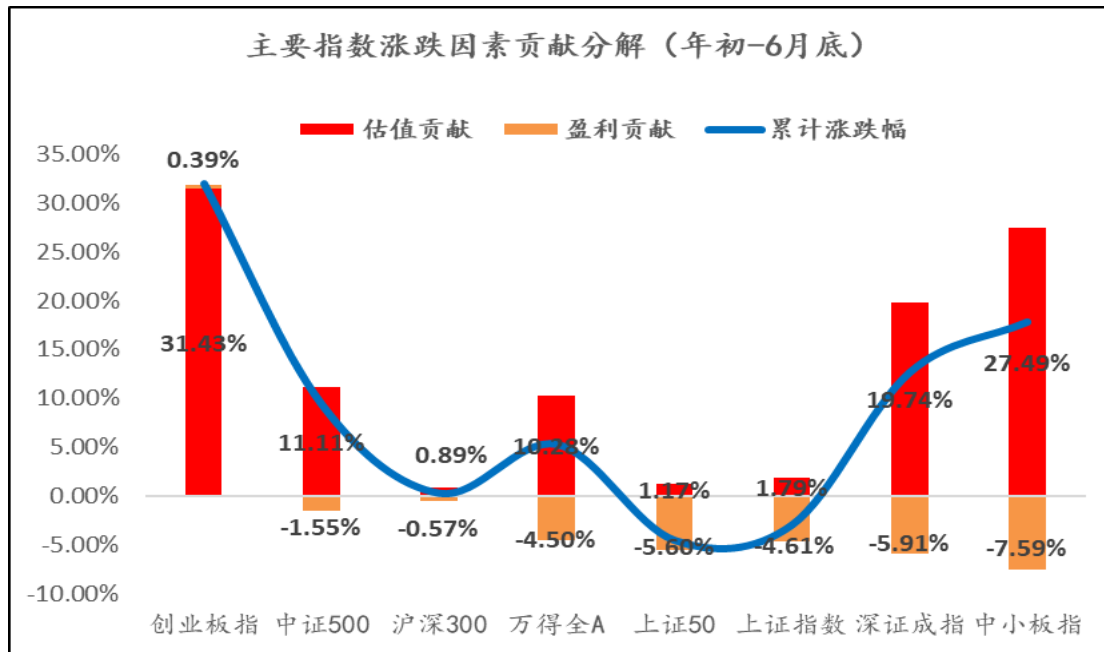
【影响因素】

- 国家政策
- 改革预期
- 事件驱动

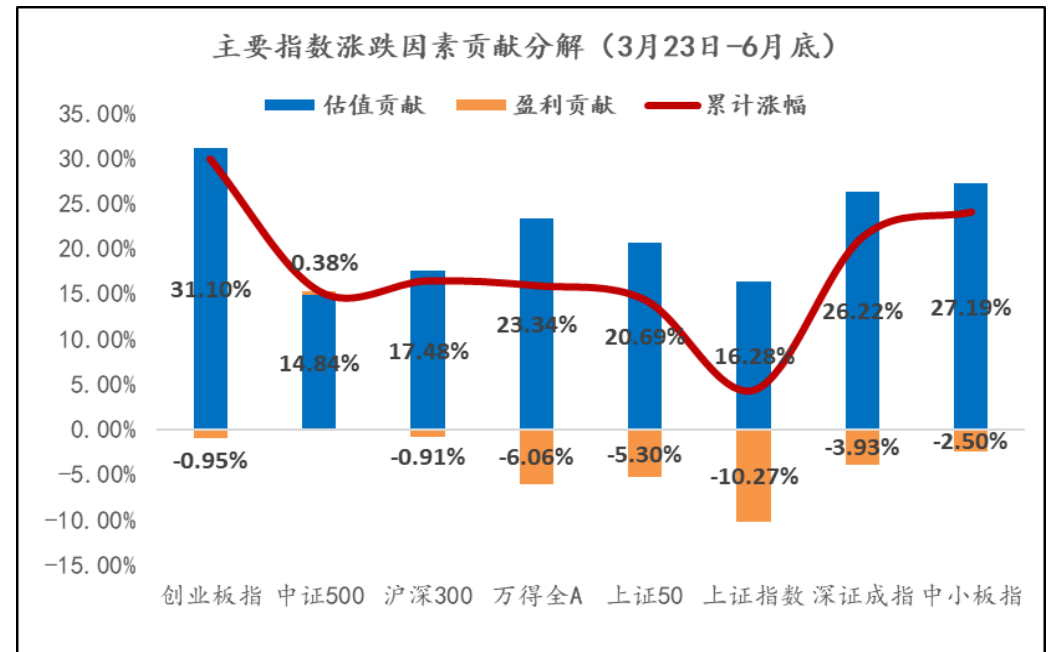
资料来源：信达期货研发中心制作

从上半年指数涨幅的分解看，估值提升的贡献占主导

- 把指数的涨跌拆分成估值因素贡献和盈利因素贡献两个方面，可发现上半年不同阶段指数的上涨主要是由估值的提升所贡献的，盈利因素对指数的上涨反而是一种拖累。以创业板为例，上半年创指累计上涨近32%，其中估值的涨幅达到31.43%，盈利贡献仅有0.39%，而对于除创业板外的其他主要指数，盈利是负向贡献。
- 上半年指数估值的提升主要源于以下二方面因素的驱动：一方面，央行货币政策大幅宽松所带来流动性极度充裕；另一方面，宏观逆周期调节政策的发力对冲。而受疫情影响的拖累，企业经营情况受到很大的负面影响，业绩出现大幅下修。
- 在上下半年之交，我们需要思考的是进入到下半年，流动性因素还能否继续驱动指数的估值进一步上涨？业绩因素对市场的贡献能否出现改善？驱动市场上涨的核心逻辑是否会迎来切换？



资料来源：Wind，信达期货研发中心



资料来源：Wind，信达期货研发中心

关注国内货币政策边际变化：流动性最为宽松的阶段或已过去

- 近期资本市场的一些现象需引起重点关注：其一，无风险利率中枢持续抬高。目前10年期国债收益率重新回到2.85%附近，相比于4月8日阶段低点已上行近35bp，现已完全回吐春节后利率下行空间；其二，5月份以来，国债期货价格一直处于下跌趋势中。10年期国债价格最低已跌破100，基本上全部回吐春节后的涨幅。
- 4月、5月连续2个月央行公开市场逆回购操作停摆，6月央行“缩量平价”续作MLF；10年期国债收益率持续上行，利率债价格承压回落；国内经济延续复苏的态势，制造业PMI已连续4个月位于50以上运行。结合上述现象，我们认为央行货币政策由上半年的大幅宽松进入到观察期，流动性最宽裕的阶段或已过去，货币市场利率中枢很难再重新回到3、4月份的低位水平。



资料来源：Wind，信达期货研发中心

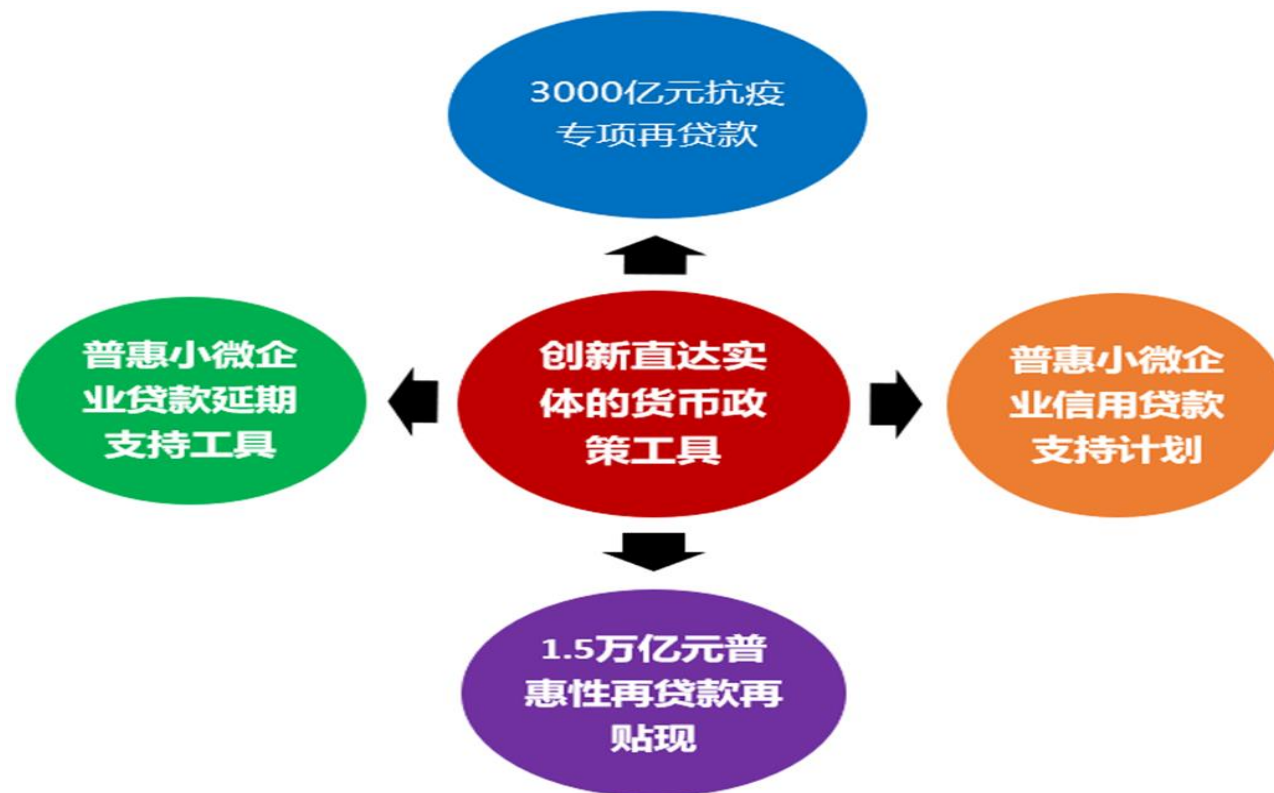


资料来源：Wind，信达期货研发中心



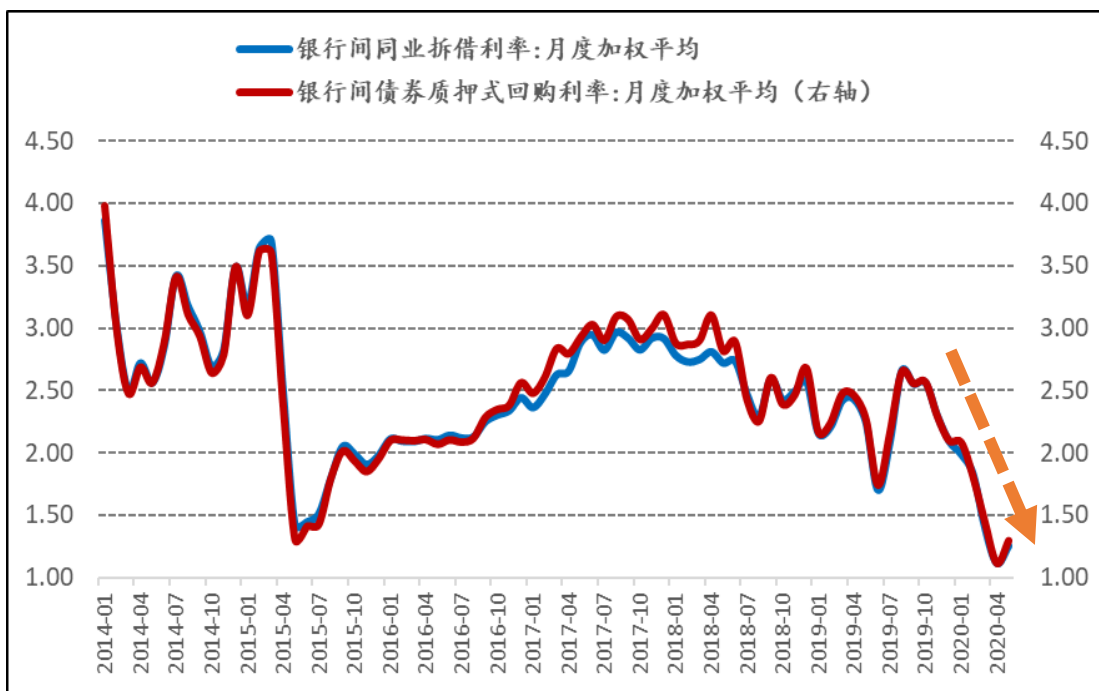
下一阶段货币政策将以降低融资成本，为企业纾困为主要目标

- 政府工作报告提出“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，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行”。
- 下一阶段央行货币政策两大核心诉求：（1）引导M2和社融增速明显高于去年；（2）推动利率持续下行，引导信贷向中小微企业倾斜，使企业便利获得贷款。这也预示着下半年整个信用环境改善的大趋势是非常明确的。
- 站在半年之交的时点上，我们认为央行货币政策的目标将由上半年的“宽货币”切换至下半年的“以降低融资成本，为企业纾困”为主。

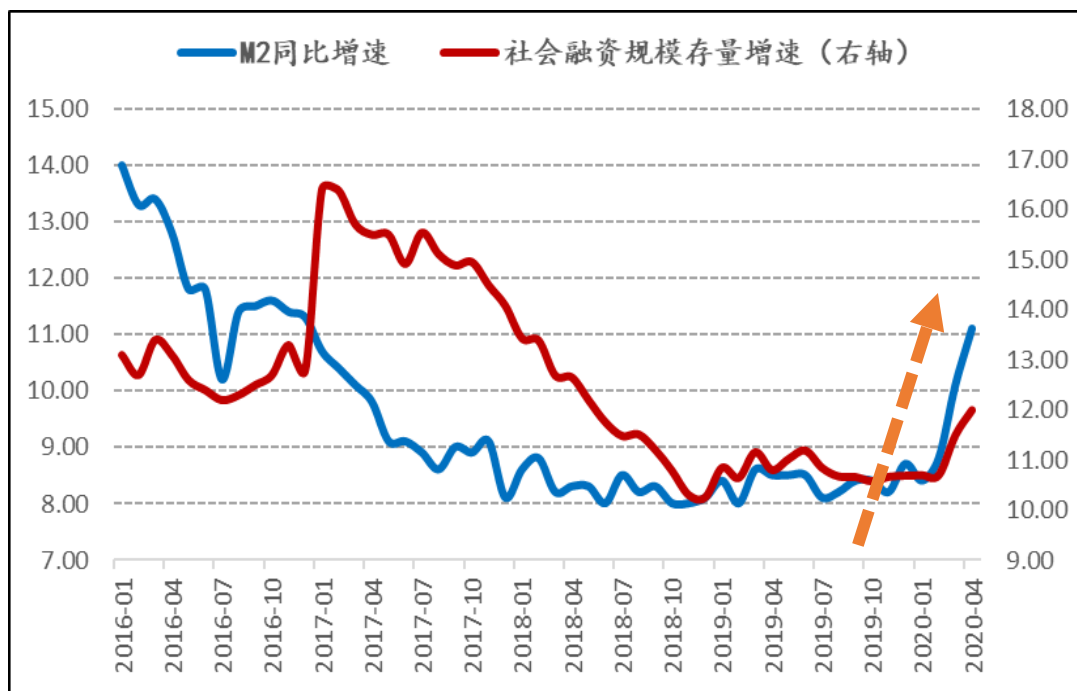


货币政策由“宽货币”向“宽信用”切换，信用环境改善的趋势明确

- 用同业拆借利率和银质押回购利率的变动方向来划分货币周期（“宽货币”或“紧货币”）；用社融存量增速和M2增速的变动方向来划分信用周期（“宽信用”或“紧信用”）。
- 社融存量增速和M2增速持续回升的背后反映了央行“宽信用”的政策导向。
- 后续货币政策发力的方向：在总量保持宽松格局的前提下，偏向于结构性的微调，即从“宽货币”向“宽信用”的过程转变，不会有大水漫灌和进一步的大幅宽松。



资料来源: Wind, 信达期货研发中心



资料来源: Wind, 信达期货研发中心

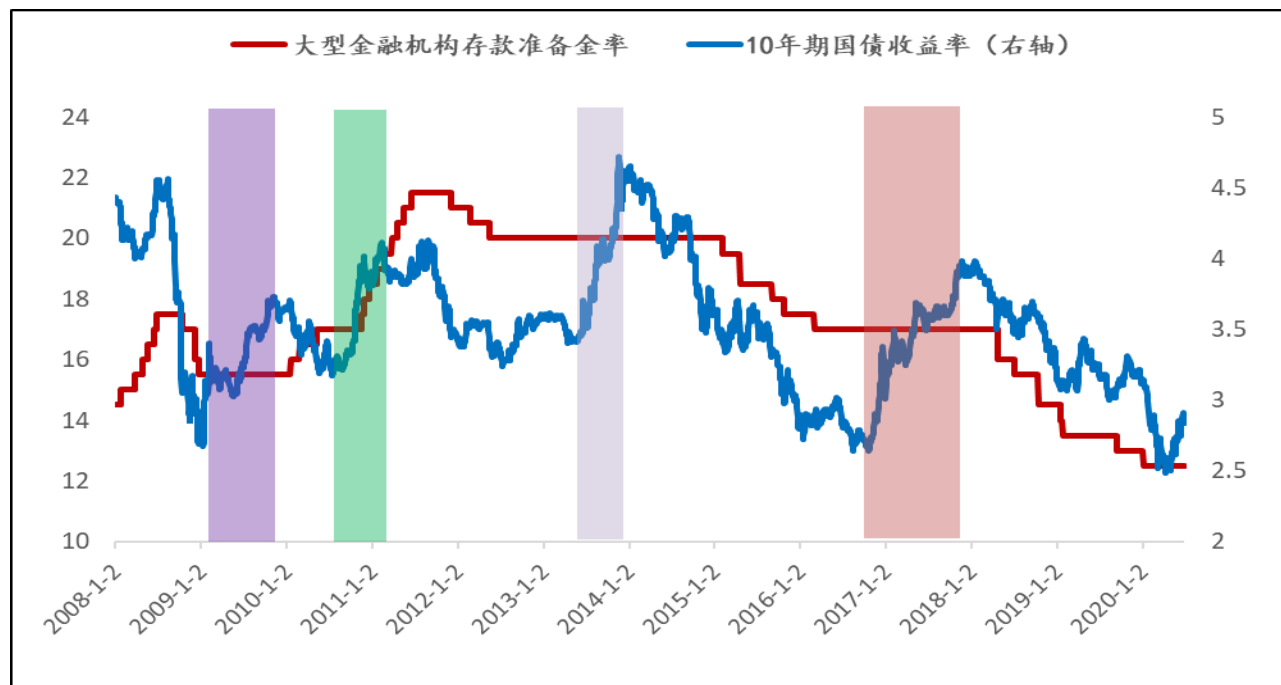
当前我们所处的情形可类比于2009/1-2009/11这一阶段

➤ 现阶段国债收益率的上行与2009年1月-11月期间的情形比较类似

● 2008年以来，10年期国债收益率经历了4次比较明显的上行，即2009/01-2009/11、2010/08/-2011/08、2013/05-2014/02、2016/10-2017/11这四个阶段。但上述2010/08 - 2011/08、2013/05 - 2014/02、2016/10-2017/11三个阶段国债收益率的上行主要是由国家政策调控所导致的，与当下的市场环境不同。

● 2009/01-2009/11：为对冲美国次贷危机的影响，从08年10月份开始，央行连续3次下调法定存款准备金率，宽松货币政策对经济的作用慢慢显现。进入到09年央行开始控制货币政策的节奏，货币政策进入到观察期，但货币政策仍未到收紧的时间节点。在此期间，国债收益率的上行主要由市场资金的供需所影响，并非由于货币政策收紧导致。

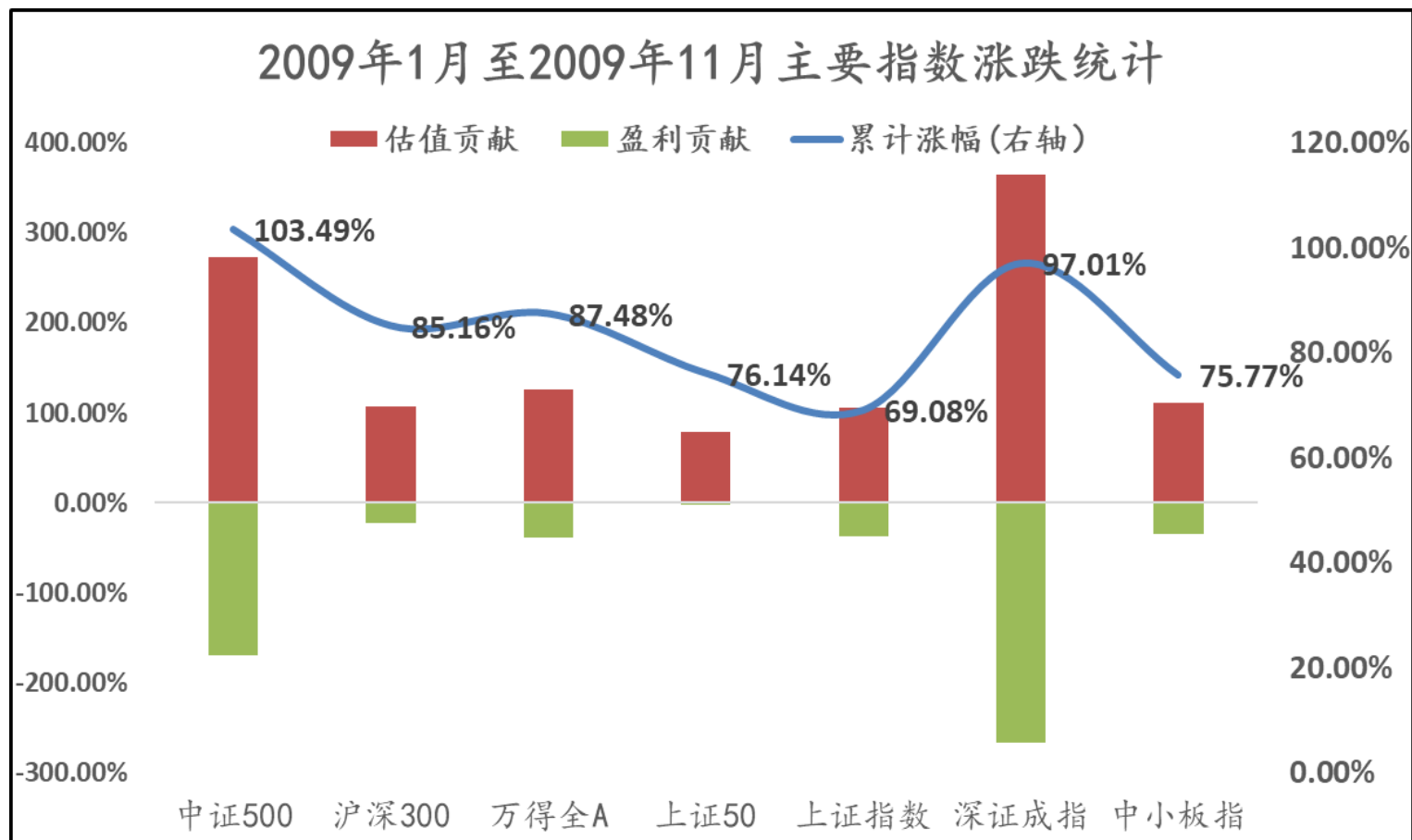
● 当前情形：1-4月份，央行通过降准、下调公开市场操作利率、下调再贷款再贴现利率等方式向市场释放流动性，国债收益率持续下行。进入到5月份之后，央行开始控制货币政策节奏，货币政策进入到观察期，国债收益率呈现缓慢上行。



资料来源：Wind，信达期货研发中心

09/1-09/11期间：无风险利率上行并未成为阻碍市场上涨的因素

- 在2009年1月至2009年11月期间，受央行逐步控制货币政策节奏，及市场对经济转好预期加强等因素的影响，10年期国债收益率呈现缓慢上行，但无风险收益率的上行并未成为阻碍市场上涨的因素。在此期间，市场呈现普涨格局，大小盘指数均实现较大幅度的上涨。



资料来源：Wind，信达期货研发中心

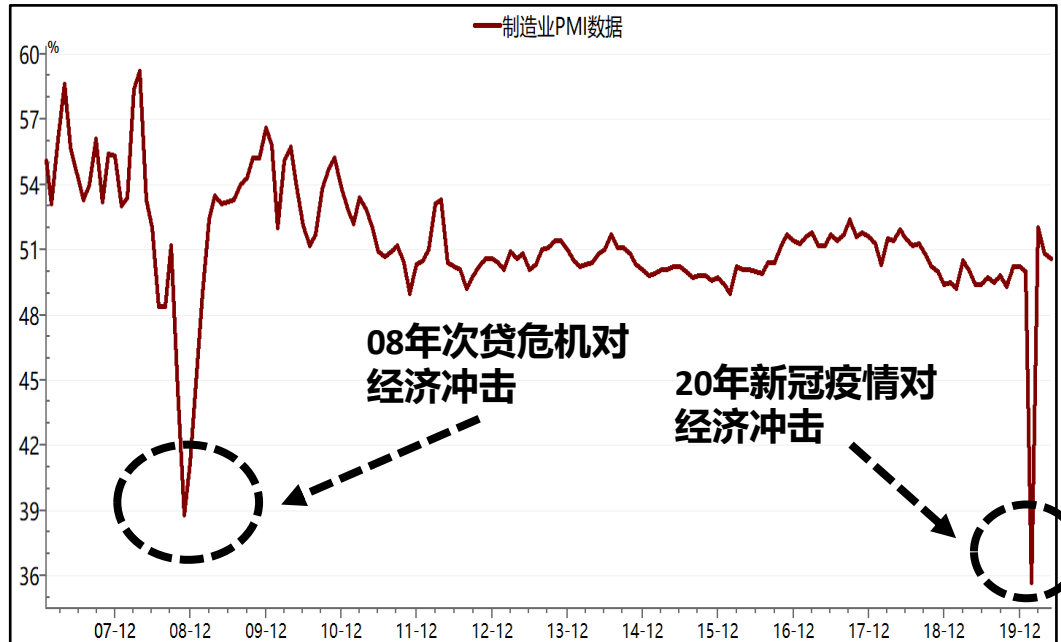
国内经济正逐步从疫情的负面冲击中缓慢恢复

➤ 疫情对中国经济的负面冲击主要集中在一季度

● 从疫情的冲击影响看，疫情对中国经济的负面影响主要集中在一季度，一季度GDP增速为-6.80%，创下有季度GDP统计数据以来的历史最低值。本次新冠疫情对宏观经济冲击之大，从数据上便一目了然。今年2月份制造业PMI录得35.7，比2008年全球金融危机冲击时的低点38.8还要低，疫情导致经济按下暂停键，各类经济活动均陷入停滞。

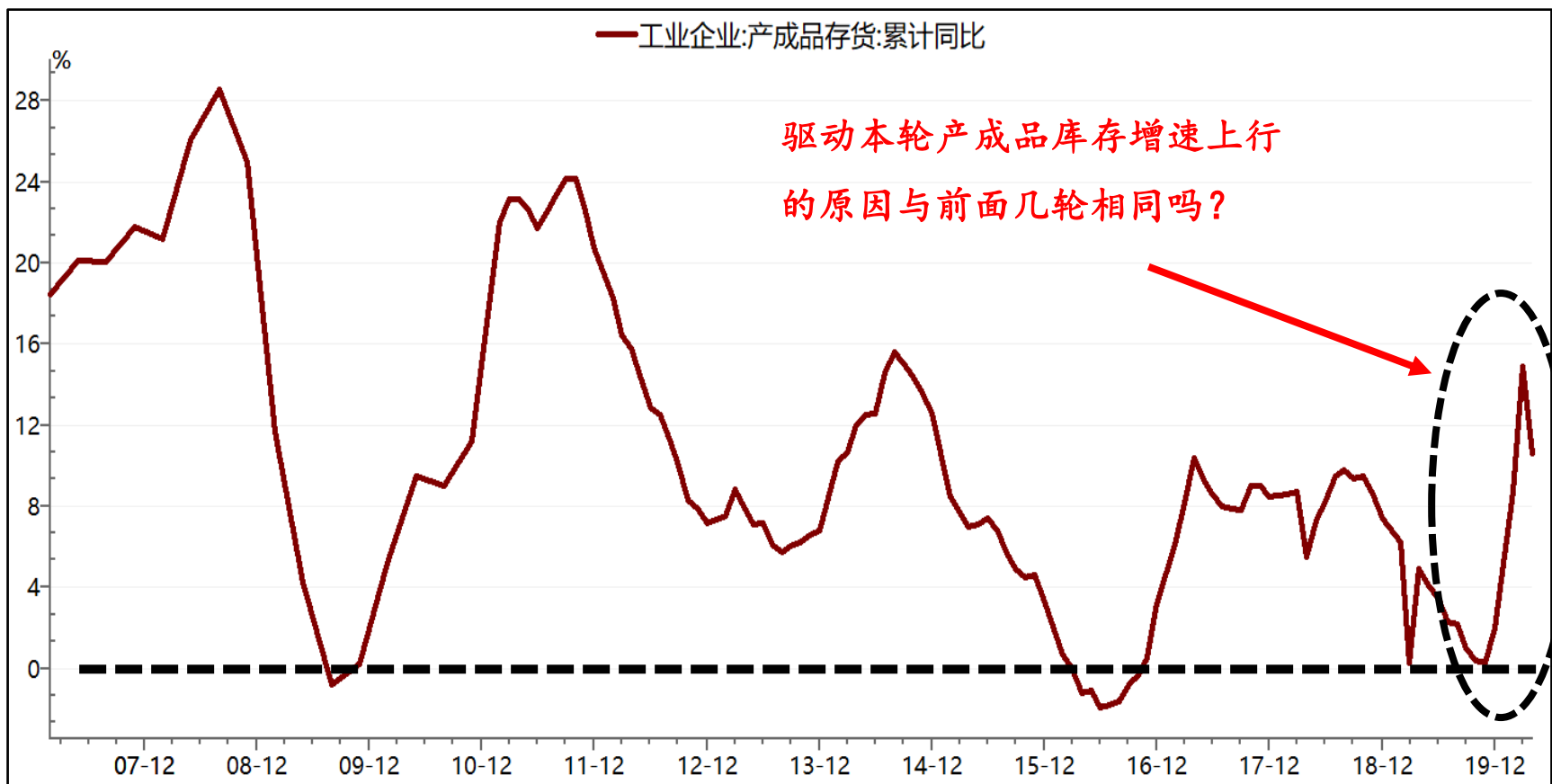
➤ 疫情对国内经济冲击最艰难的阶段已过去，经济正走在修复回补的路上

● 随着国内的疫情得到控制，国内从3月份开始便逐步推进复工复产，4月份后，企业复工复产加速。制造业PMI数据在经过2月份短暂“挖坑”后，随后逐步进入修复阶段，6月份PMI读数50.90，连续4个月保持在荣枯线以上运行。工业企业运行方面，5月份工业增加值当月同比增速已攀升至4.40%，接近恢复到疫情前水平。疫情对经济冲击的低点大概率在一季度已经探明，目前经济正处于修复回补的路上。进入到下半年，宏观经济会呈现出显著改善的势头。



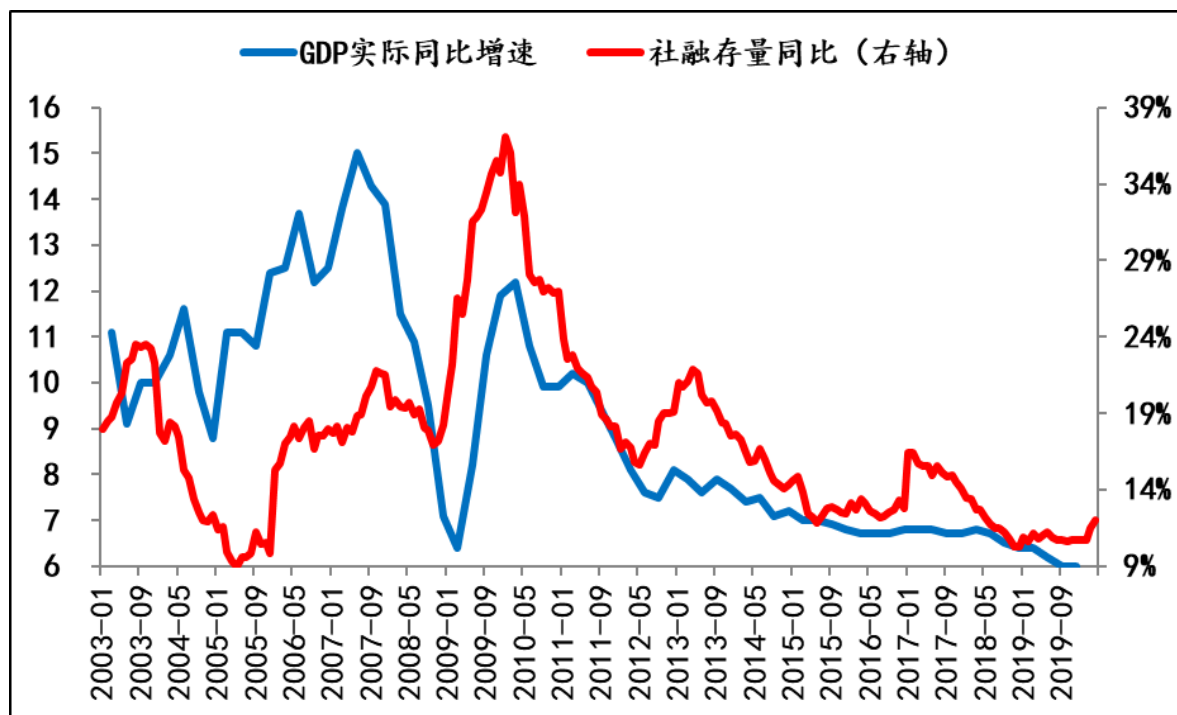
新冠疫情的暴发打破了国内经济原有的补库存周期

- 去年底，我们预判2020年经济有望迎来新一轮主动补库存的周期，但今年年初疫情的暴发打破了经济原有的补库存周期。
- 尽管最近几个月工业产成品库存增速大幅上行，但是由于疫情导致需求不足而带来的库存被动积压，不是经济主动补库存所带来的。
- 本轮的产成品库存增速的上行与09年8月-11年10月及16年7月-17年11月的原因是不一样的。



政策引导信用改善的背景下，信用宽松将领先于经济复苏

- 下半年，整个信用环境改善的趋势非常明确。在信用宽松的环境下，信用宽松将领先经济复苏。根据前面几轮信用宽松周期与经济走势之间关系，社融增速大概领先GDP增速4-9个月率先触底。从2020年初开始，社融增速呈现回暖，尤其是进入到3月份之后，社融增速回升的势头加快，背后反映出央行“宽信用”的政策效果开始显现。
- 在政策大力引导“宽信用”的背景下，后续经济仍将延续复苏的势头，而经济缓慢恢复的背后也将带来企业盈利状况的逐步改善。



社融存量增速与实际GDP增速之间的关系

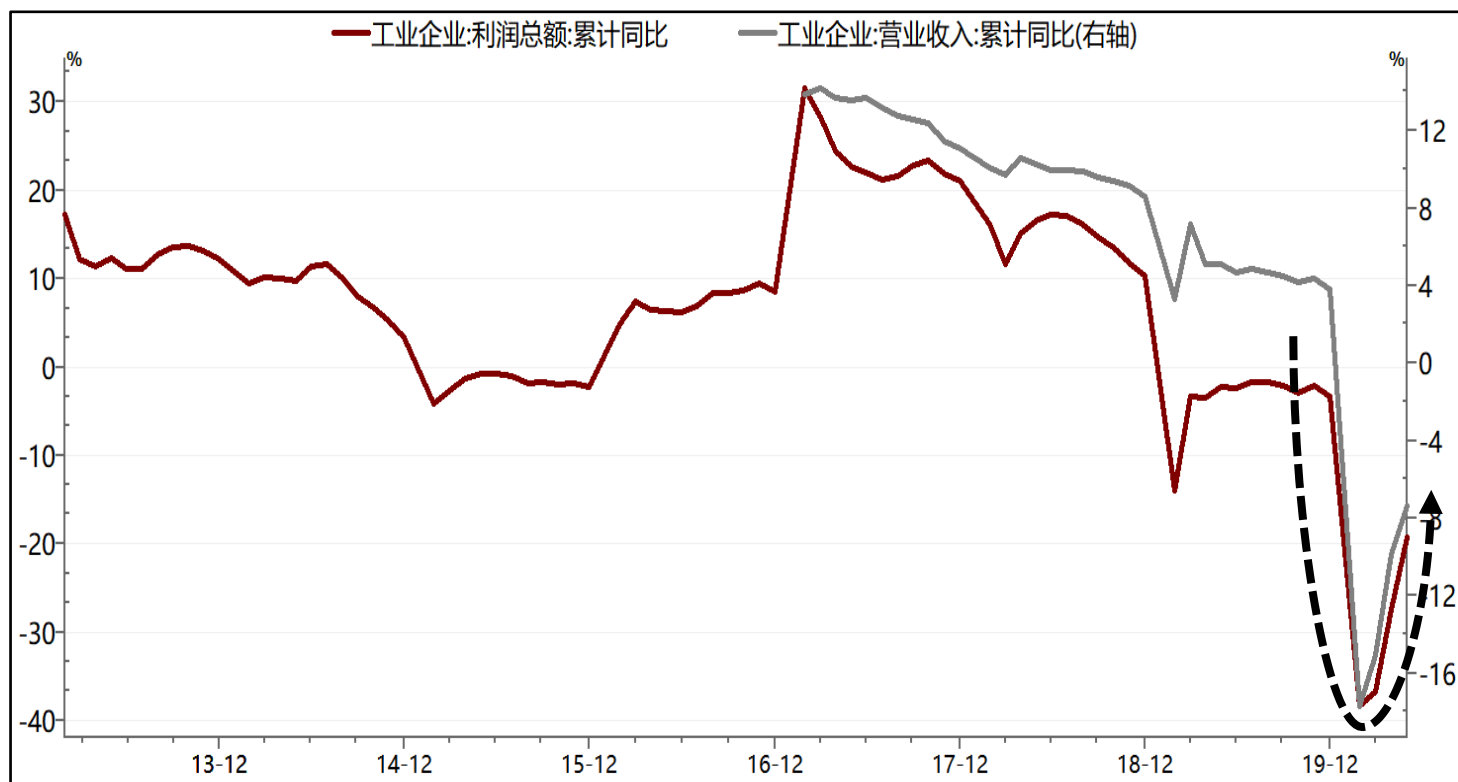
年份	社融存量增速	实际GDP增速	滞后时间
2005年	2005年5月触底	2005年9月触底	4个月
2009年	2008年10月触底	2009年6月触底	8个月
2012年	2012年5月触底	2012年9月触底	4个月
2015年	2015年6月触底	2015年12月触底	6个月

资料来源：Wind，信达期货研发中心

资料来源：Wind，信达期货研发中心

经济稳步复苏的背景下，工业企业盈利明显好转

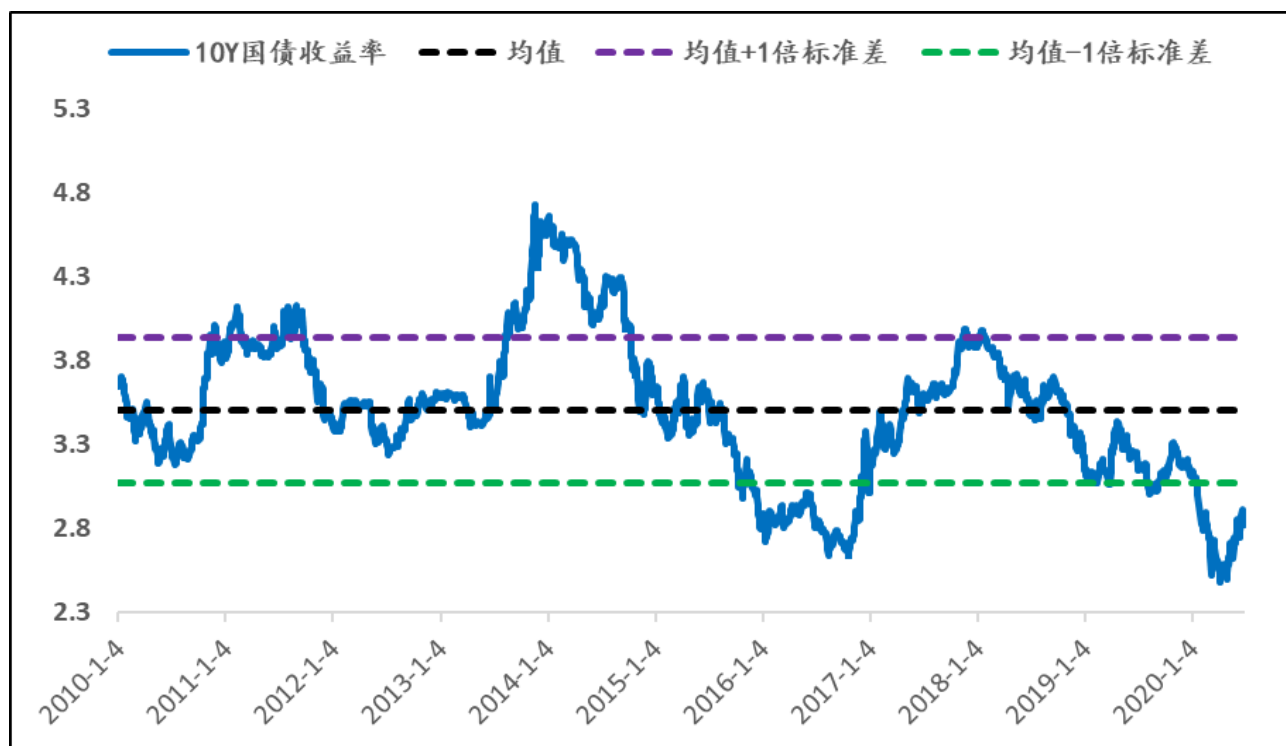
- 根据最新披露的工业企业效益数据，1-5月规模以上工业企业利润累计同比增速下降19.30%，较1-4月跌幅收窄8.1个百分点，营业收入累计同比增速下降7.40%，较1-4月改善2.5个百分点。近几个月数据显示，规模以上工业企业利润增速呈现持续好转的势头。
- 单月来看，5月规模以上工业企业利润同比增长6%，年内首次实现正增长，企业利润的变化主要是由于企业经营状况的改善，需求的边际修复带动企业营收的增加，进而带动工业企业盈利状况的好转。



资料来源：Wind，信达期货研发中心

后续无风险利率下行的空间有限，流动性对估值提升的效应减弱

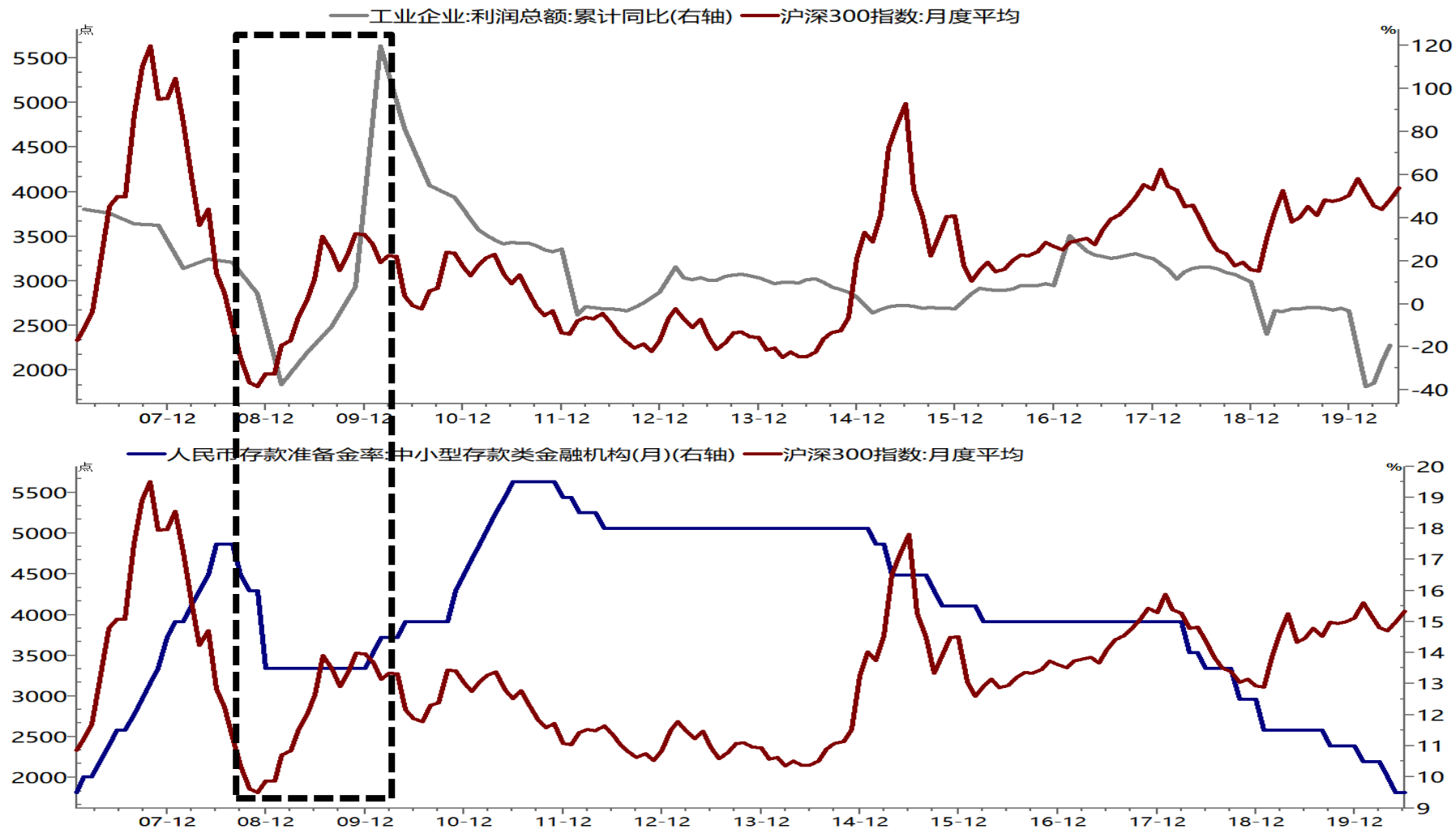
- 下一阶段政策的总基调是稳中有进，用“放水养鱼”代替“大水漫灌”，不搞大水漫灌式的强刺激，货币端侧重在结构性政策方面持续发力，目标转向降低融资成本，为企业纾困及引导实体经济信用环境的改善。在上述背景下，我们认为下半年经济将延续恢复的势头，而无风险利率的中枢再度下行的空间有限，整体上将保持中枢震荡向上的态势。
- 指数估值的提升在流动性宽松的环境下最为明显，尤其是在5月份之前央行大规模向市场投放流动性的背景下，估值有了一轮明显的提升。随着下一阶段无风险利率中枢上行，市场流动性在边际上难以进一步出现更大力度宽松的背景下，我们认为流动性对估值提升的效应也会相应放缓。



资料来源：Wind，信达期货研发中心

业绩改善有望接棒流动性成为下一阶段指数上涨新的驱动

- 疫情的暴发对经济及企业经营业绩均形成了较为明显的拖累，这也是导致上半年业绩对指数涨幅贡献偏弱甚至是负向拖累重要的原因。进入到下半年，随着信用环境的改善带动经济进一步恢复，企业盈利也将进入加速回补修复通道，而业绩等基本因素也将有望接棒流动性，成为下一阶段指数上涨新的驱动因素。具体情形可类比于2009/01月-2009/11月这一时间段。



资本市场改革所催生的“改革红利”是影响下半年市场走势重要的线索

- 进入到2020年，包括资本市场改革在内的各项改革措施加速落地。从要素市场化配置改革政策的出台，到证监会针对“新三板精选层”、创业板试点注册制、“小额快速”定增新规、上证指数编制方法改革等一系列文件的颁布实施，这是监管思路逐渐迈向市场化的重要信号，提升了市场对中长期改革红利释放的预期。
- 我们认为资本市场重大制度性改革推进所催生出的“改革红利”将是未来一个阶段市场重要的线索，资本市场改革的获得感增强将带动市场风险偏好的提升，提振市场投资者情绪。

图为：资本市场改革明显提速

20年4月27日

中央深改委第13次会议审议通过《创业板改革并试点注册制总体实施方案》

20年6月15日

深交所将开始受理创业板在审企业首次公开发行股票、再融资、并购重组申请

20年7月1日

新三板精选层7月1日正式开启“打新”

20年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。深交所发布创业板改革并试点注册制相关业务规则及配套安排

20年6月19日

深交所发布《关于做好创业板上市公司适用再融资建议程序相关工作的通知》，对“小额快速”定增作出过度安排，临时股东大会也可授权。

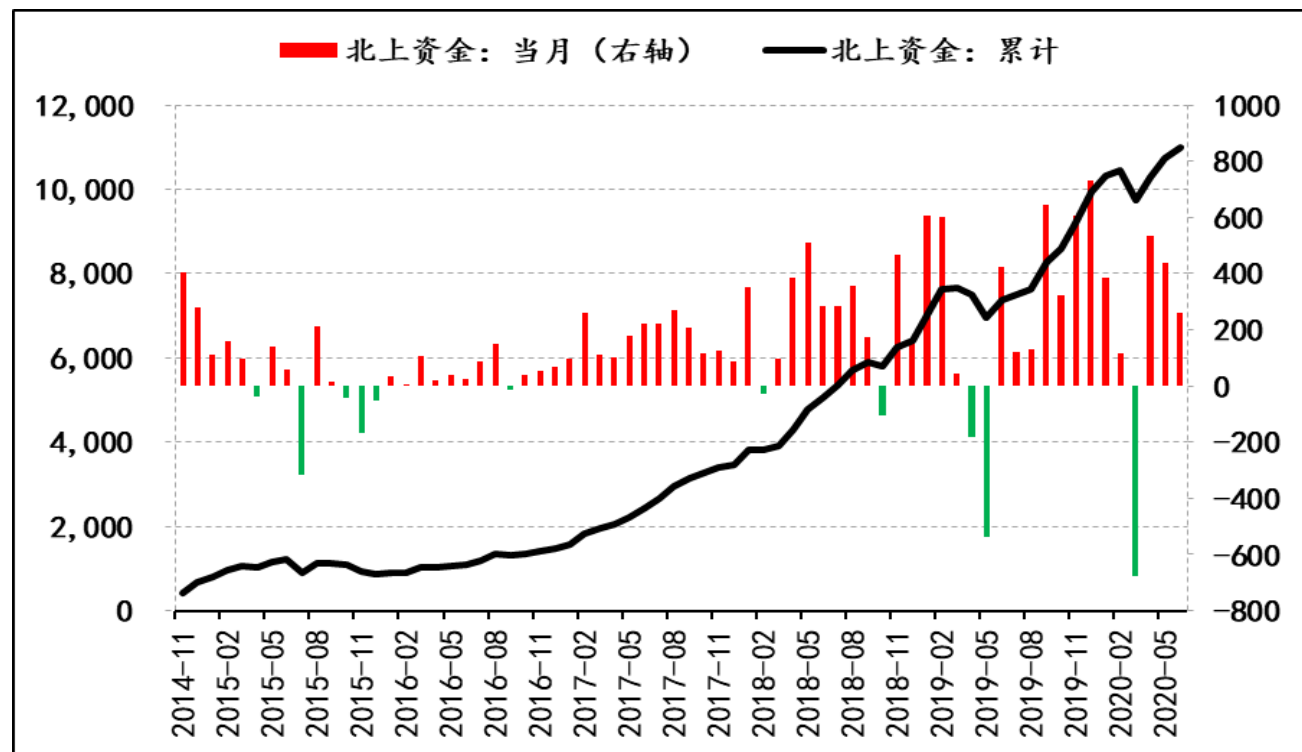
20年7月22日

上交所与中证指数有限公司决定自7月2日起修订上证指数编制方案。同时，科创板“50指数”也将于7月23日正式发布实时行情

资料来源：新闻资料整理，信达期货研发中心

资本市场改革的推进有利于吸引更多增量中长期配置资金流入

- 近年来，随着国内资本市场对外开放步伐的加快，叠加国内资本市场改革的深化，以QFII、RQFII为代表的外资正加速流入A股市场。此外，监管部门也一直在鼓励和引导包括保险资金、理财资金、养老金、社保基金等在内的中长期资金入市。A股市场的投资生态正在加速改变。
- 随着今年国内资本市场多项重大制度性改革的落地，将有利于吸引更多的增量中长期配置资金加速流入A股市场。可以预见的是，中长线资金将成为A股市场重要的压舱石，也将成为后续A股市场慢牛行情的助推器。



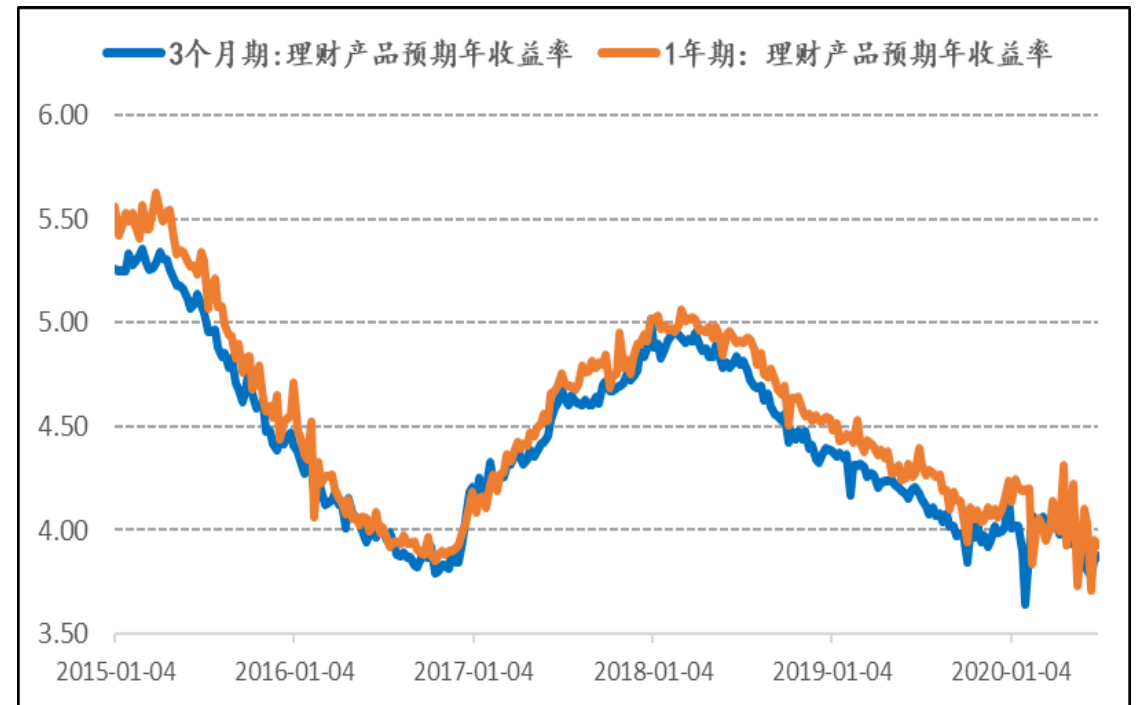
资料来源：Wind，信达期货研发中心

在货基利率新低背景下，居民资产配置权益资产的意愿有望持续提升

- 货币基金收益率继4月初跌破2%后再度呈现加速下行，截至到6月底，货币型基金平均7日年化收益率下跌至1.40%附近，创下上市以来的新低。
- 一方面，在货基利率新低的背景下，低利率的资产荒环境下，居民资金有望加速入市；另一方面，未来股市投资回报的改善也将提振居民的情绪，居民资产配置权益资产的意愿有望持续提升。



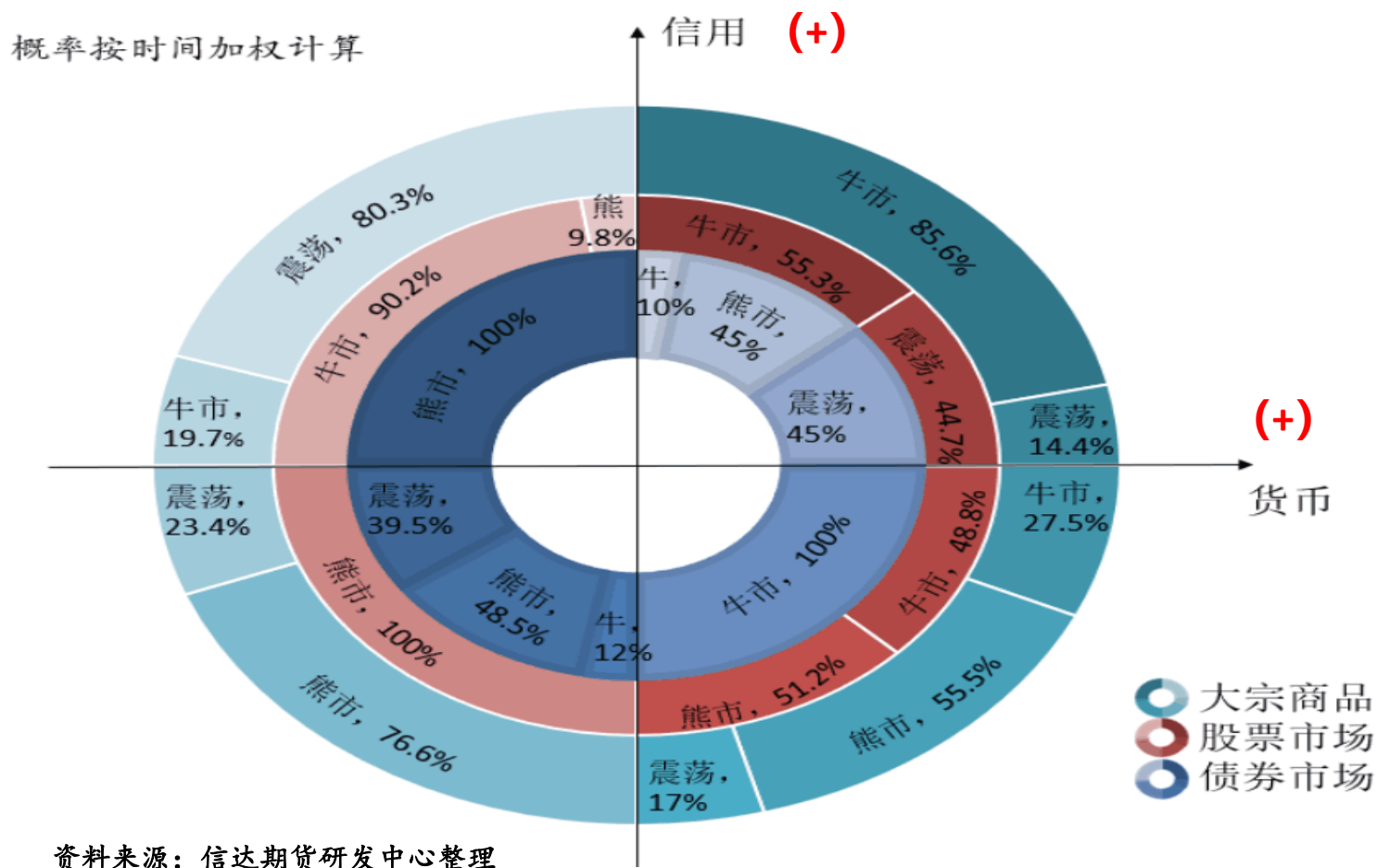
资料来源: Wind, 信达期货研发中心



资料来源: Wind, 信达期货研发中心

“弱增长+宽信用+强改革+政策进”对股市而言是非常有利的环境组合

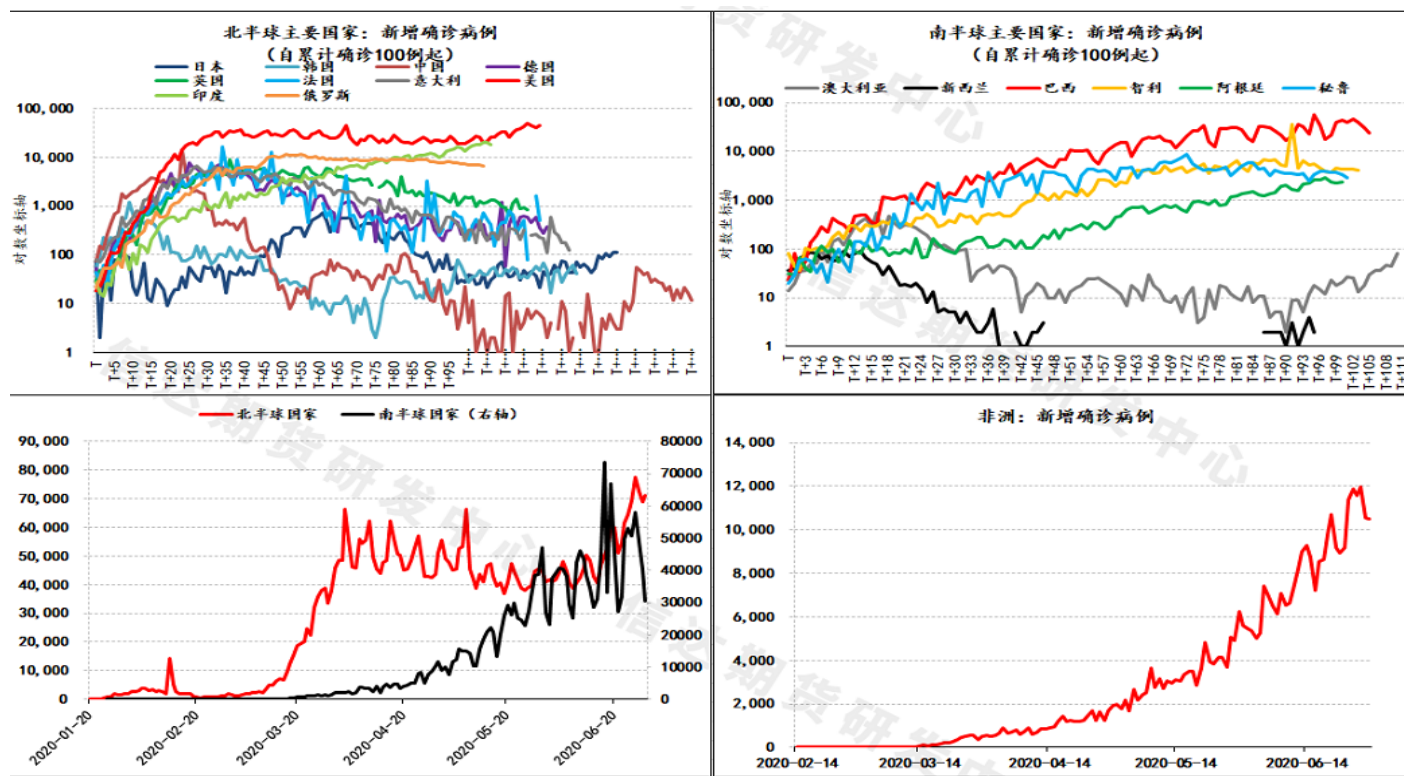
- 展望下半年，股市所面临的宏观环境会是“弱增长”+“宽信用”+“强改革”+“政策进”四方面因素的多重叠加。
- 复盘过往的历史行情，经济“弱增长”决定货币政策总量宽松可期，“宽信用”的环境有利于带动经济的恢复和企业盈利的改善，而改革的继续推进和政策利好的持续释放，将有利于市场风险偏好的改善。因而，上述因素的组合决定下半年股市将处于一个较为友好的环境之下，有利于股市行情的进一步上攻。



资料来源：信达期货研发中心整理

关注海外风险演化：海外肺炎疫情&贸易摩擦问题是下半年必须谨防的两只“灰犀牛”

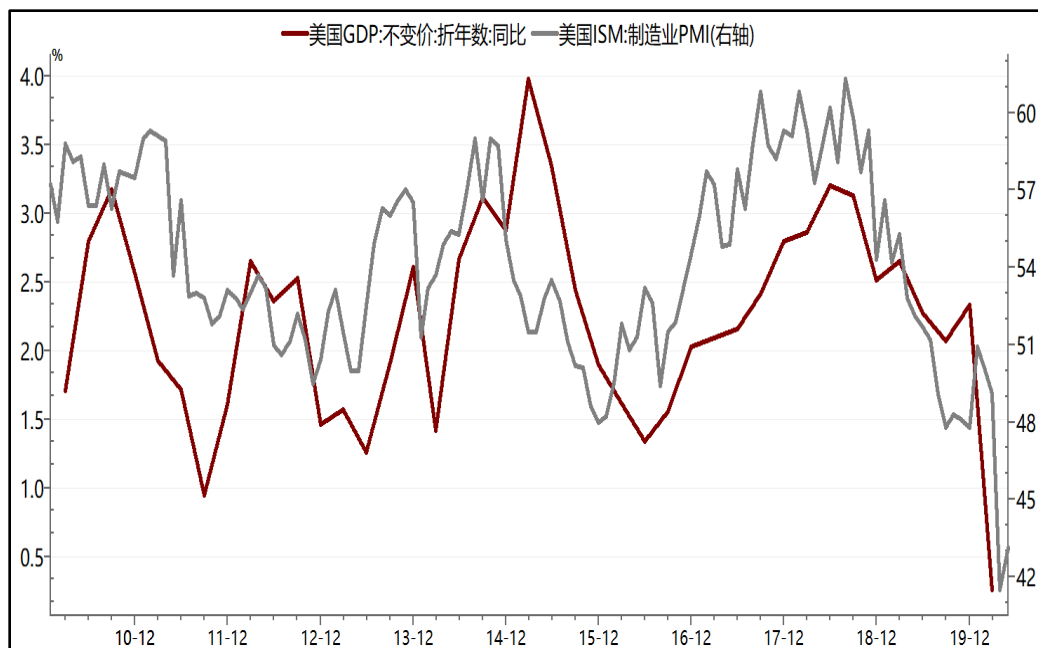
- 一方面，海外疫情日增新冠确诊人数仍在爬升，不确定性很高。进入秋冬季节，新冠肺炎疫情二次暴发的可能性仍然较高。经济开放过早，及民众未能遵守防疫规则是导致美国部分地区新增确诊病例激增的重要原因，这些均有可能引发新冠疫情二次爆发的可能性大增。
- 另一方面，中美贸易摩擦问题仍然是悬在全球资本市场头上的“达摩克利斯之剑”。尽管在经历2018年、2019年反复演化发酵之后，市场已逐渐对这一事件脱敏，但如果下半年全球贸易摩擦问题再起，仍旧会对市场带来一定的负面冲击。
- 下半年海外新冠肺炎疫情的变化及贸易摩擦问题是我们重点提示需要密切提防的两只“灰犀牛”。



资料来源：Wind，信达期货研发中心整理

美股表现与美国经济基本面之间出现严重的脱节，美联储功不可没

- 一边是不断刷新本轮反弹新高的美股，一边是仍未见明显好转的美国疫情叠加依旧承压的美国经济。疫情带来的不确定性尚未结束，美国经济已遭受重挫，但美股却在一片质疑声中反弹，纳指已率先收复年内所有跌幅并录得正收益。当下美股的走势与美国经济基本面及疫情之间存在严重的背离。
- 数据显示，目前标普500预测市盈率为接近25倍，已接近2000年互联网泡沫时期的预测市盈率的高值。标普500指数的历史市盈率接近22倍，接近1990年以来75%分位数水平。
- 造成美股走势与美国经济基本面之间严重的脱节，背后根源来于美联储不断向市场投放流动性。为应对疫情的冲击，美联储祭出极为宽松的非常规货币政策：将联邦基金目标利率降至0附近，启动第四轮无限量QE。在过去短短三个月时间，联储资产规模从4.3万亿美元跃升到7万亿美元以上，增幅达到60%。



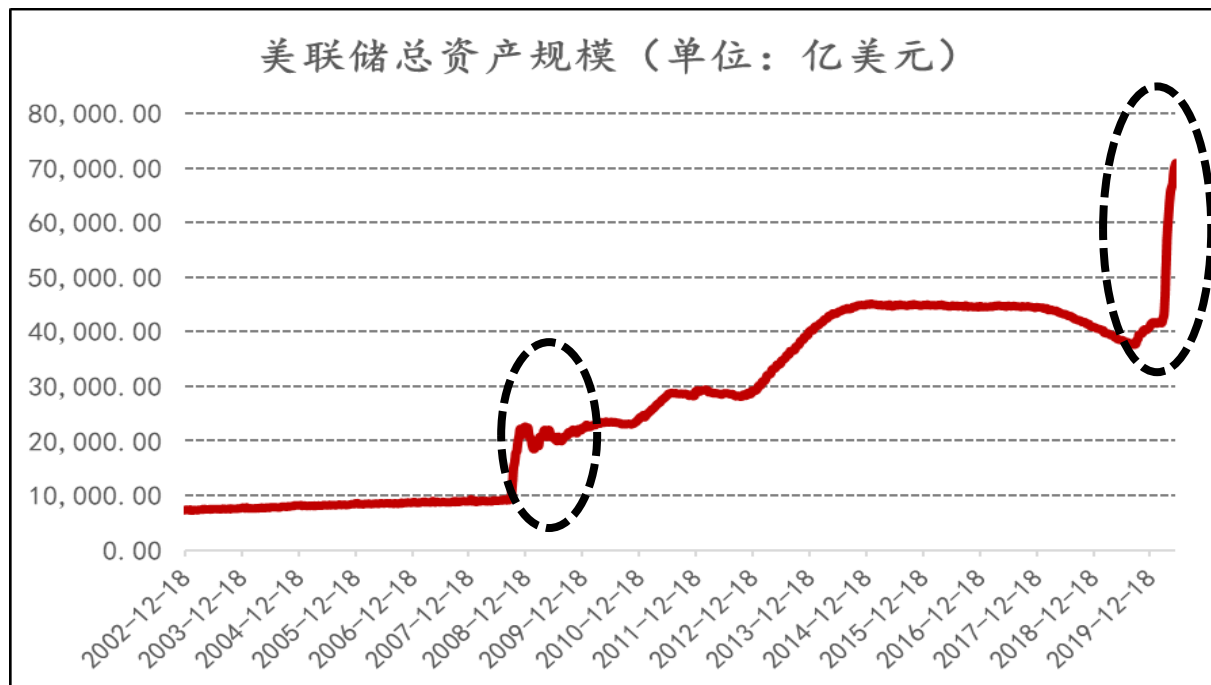
流动性驱动美股价格进一步向上修复的效应在边际走弱

➤ 宽松政策对美股的驱动边际效用在弱化

● 美股走势与美国经济基本面之间的背离何时会结束是目前市场关注的焦点问题。目前来看，美联储向市场投放的天量流动性，叠加美国政府所采取的财政刺激政策将依然会对美股形成一定的支撑。但必须指出的是，流动性驱动美股价格进一步向上修复的效应在边际走弱。

➤ 后续引起美股调整最大的变量是联储宽松政策的退出

● 对于美股而言，最大的风险在于美联储何时不再进一步宽松？我们认为后续引起美股重新出现较大调整风险的变量将是美联储不再进一步宽松，即美联储前期宽松的政策开始退出。



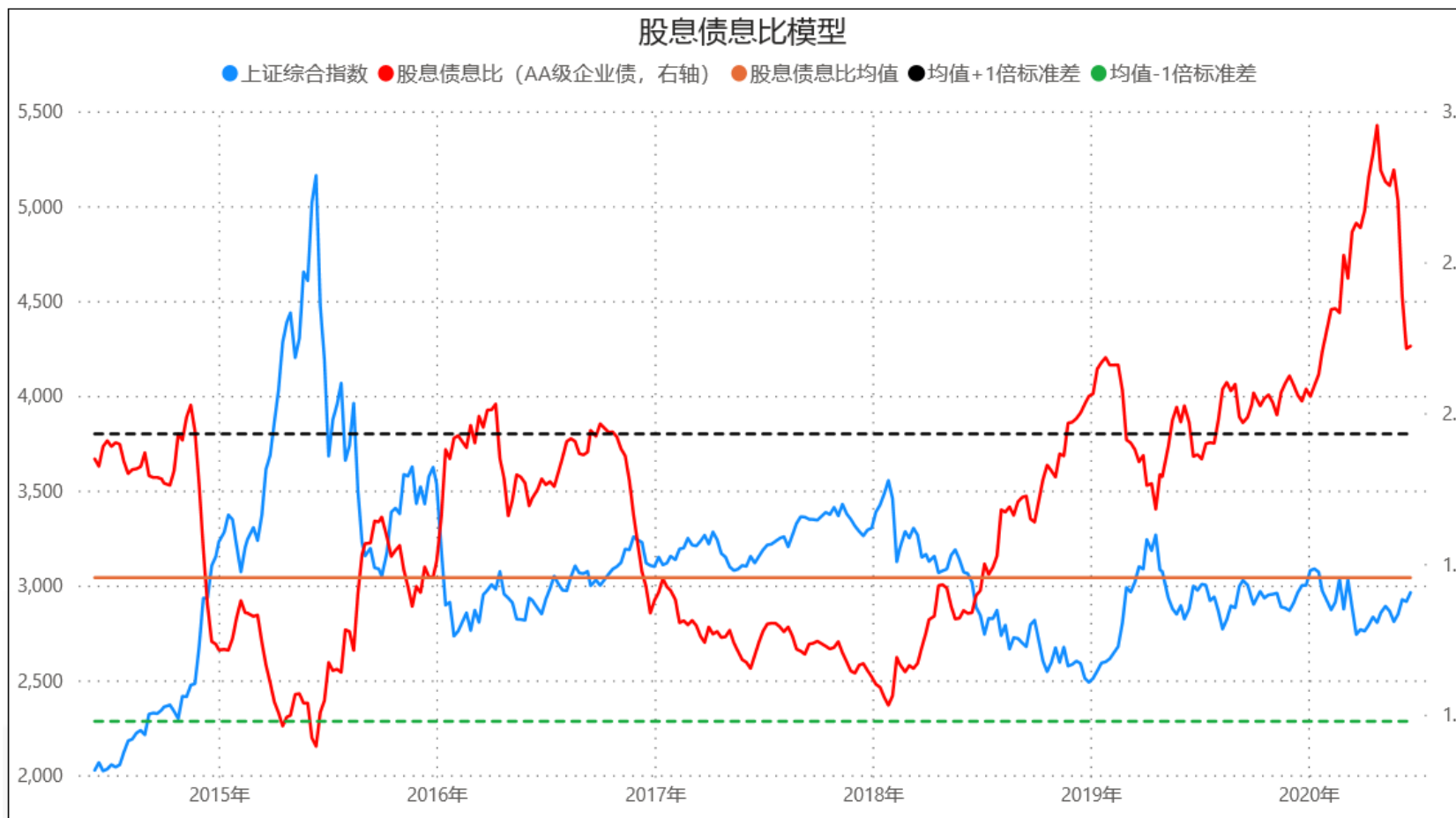
资料来源：Wind，信达期货研发中心



风格预判：维持风格上创业板强于主板的观点预判

“股息债息比模型”显示A股正处于中周期的底部区域，配置的价值高

- 从对“股息债息比”模型的数值跟踪情况看，当前的股息债息比值仍处于历史的极值区域，意味着相比于债券市场而言，股票市场的估值仍然偏低，股市仍具备较强的配置价值。



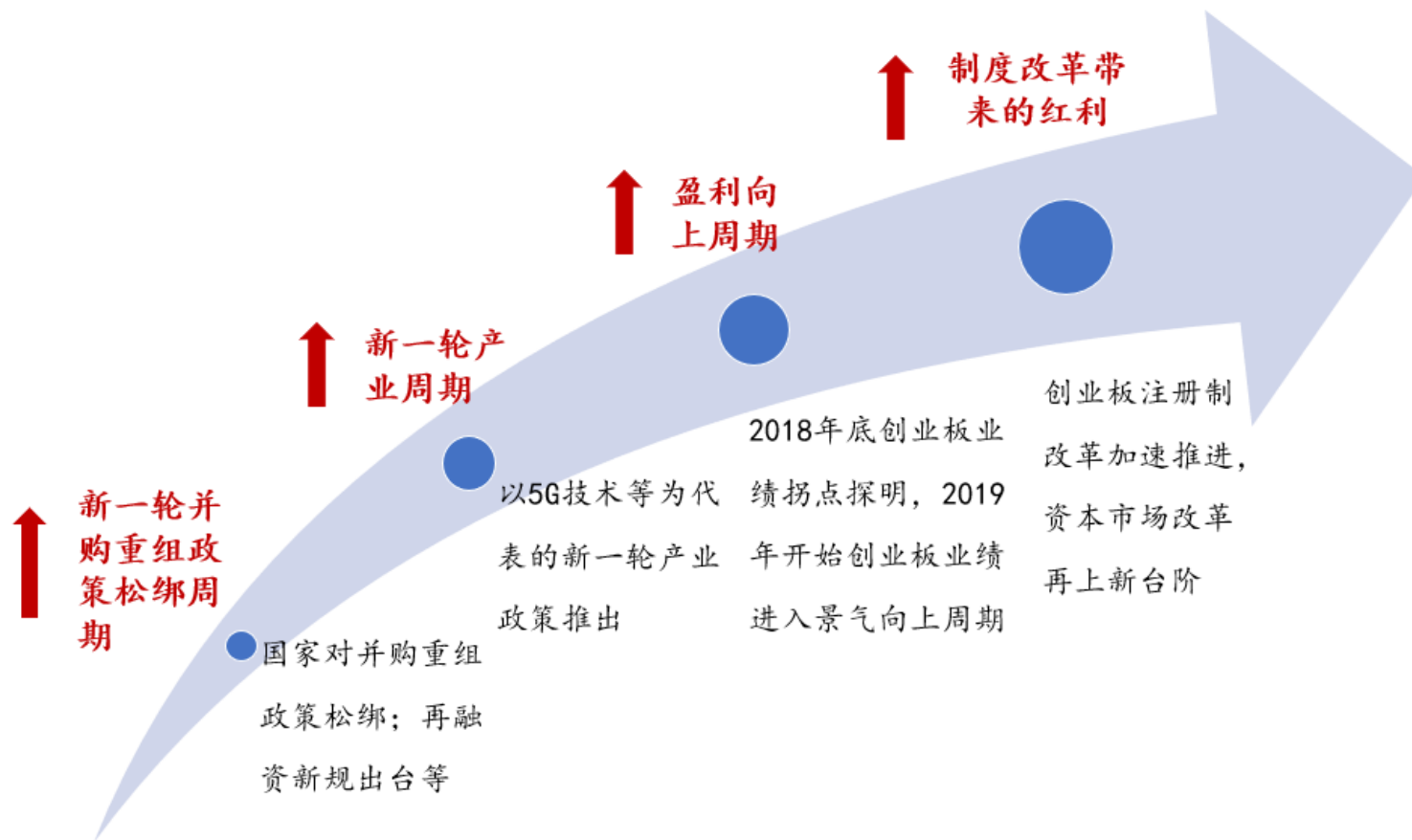
资料来源：Wind，信达期货研发中心

周期定位+业绩优势+政策加持，维持创业板走势要强于主板其他指数的判断

- 支撑我们中长线持续看好创业板的最根本逻辑有以下四点：（1）大周期视角；（2）业绩相对优势；（3）针对创业板所推出的伟大制度创新；（4）内外资对创业板配置的一致青睐。
- **大周期方面：**我们一直在强调，创业板已进入：1) 并购重组政策松绑放松周期；2) 新一轮产业周期驱动；3) 盈利向上等三大周期共振向上的阶段。
 - **相对业绩优势方面：**预测2020年上证指数净利润增速为-4.12%；沪深300净利润增速-2.53%；创业板指净利润增速为74.21%；中证500指数净利润增速为7.06%。相对业绩趋势决定的中长期风格趋势仍然有利于创业板。
 - **制度创新红利方面：**创业板注册制改革的加速落地将向市场释放“改革红利”及提升市场对创业板的风险偏好，进而从制度红利上强化创业板中长期向好的逻辑。
 - **内外资配置的态度：**2019年以来，市场对创业板的关注度持续提升，内部的公募基金增配创业板。外资从2019年初开始，通过深股通渠道明显增加了流入深市的规模，扭转了以前流入沪市大于深市的现象。

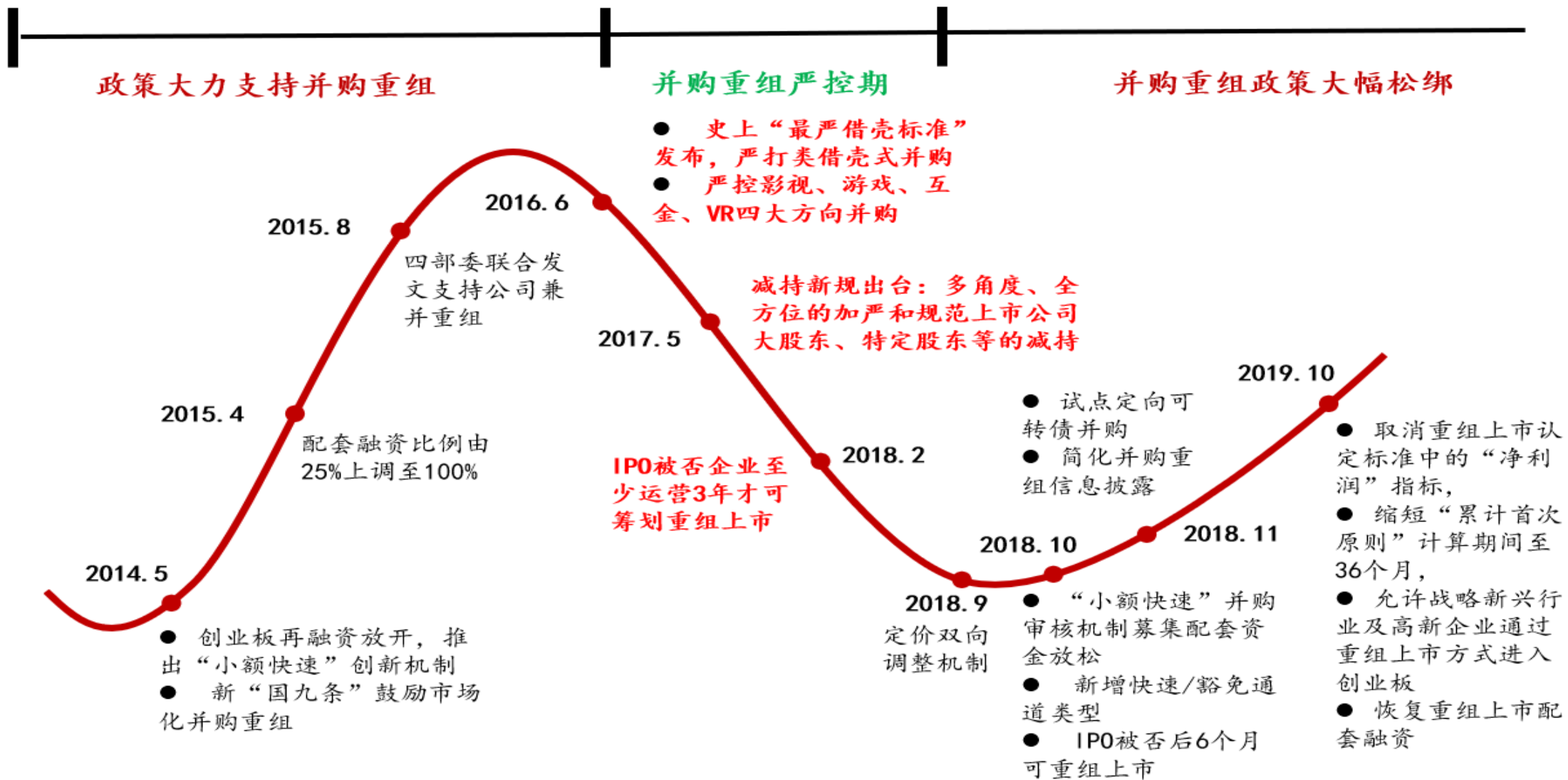
创业板注册制等资本市场制度性改革的推进将强化创业板中长期向好逻辑

- 资本市场系列改革政策的出台将加快中国经济创新动力的形成，引导资源流向代表未来中国经济转型方向的领域。
- 我们在前期研报中一直强调创业板已进入“并购重组政策松绑周期”、“新一轮产业周期”、“盈利向上周期”等三大周期共振向上阶段，而创业板注册制改革的加速落地将进一步强化上述逻辑，进而从制度红利上强化创业板中长期向好的逻辑。



资料来源：新闻资料整理，信达期货研发中心

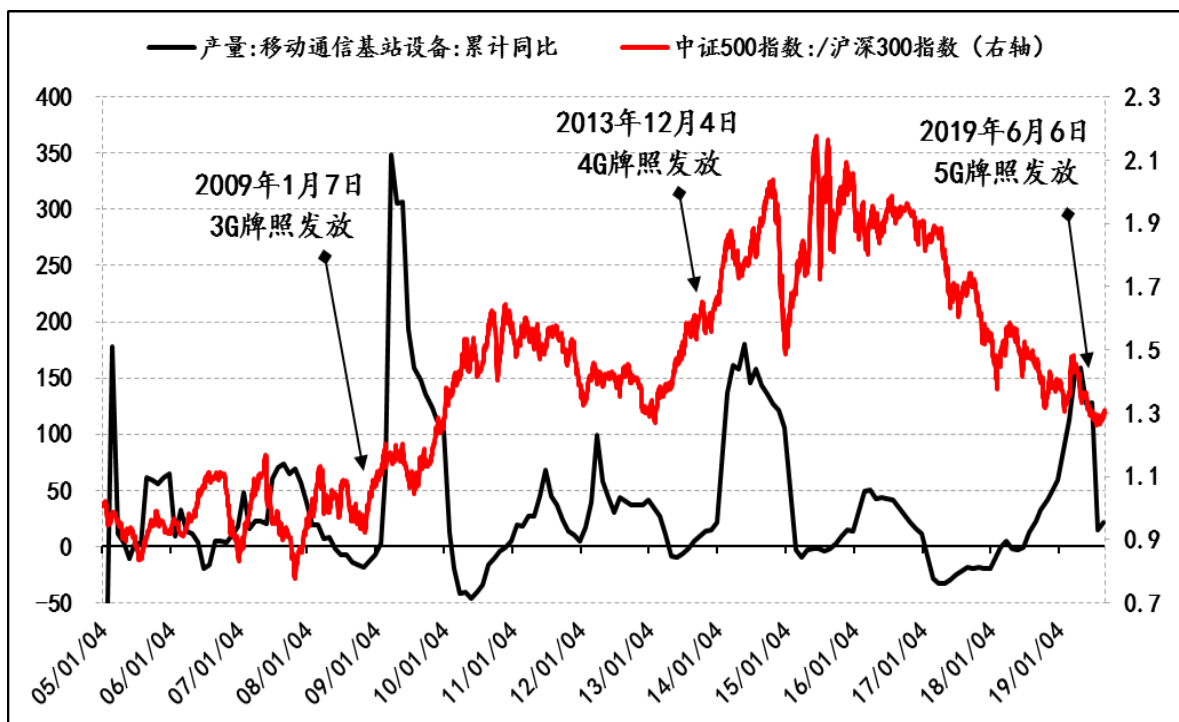
新一轮并购重组政策周期：2018年三季度开始并购重组政策再次进入松绑周期



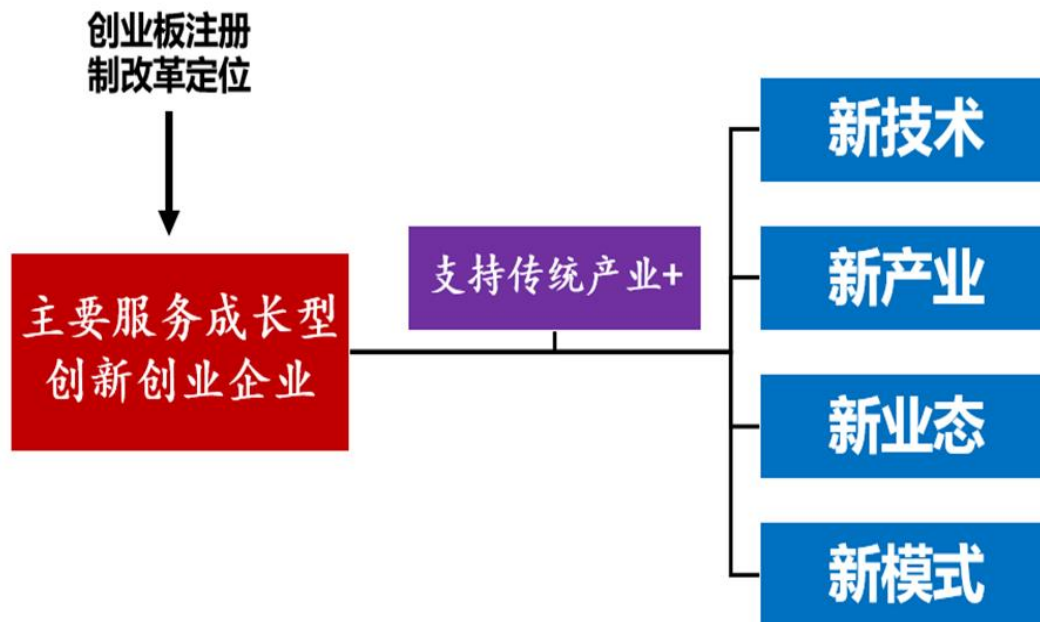
资料来源：新闻资料整理，信达期货研发中心

历史上创业板占优行情的演绎与产业周期紧密关联

- 国家明确提出“加大制造业技术改造和设备更新，加快5G商用步伐，加强人工智能、工业互联网、物联网”等新型基础设施建设。新一轮产业周期的兴起将促进板块内生业绩回升。比如，在3G和4G牌照发放之后，中小盘风格指数相对大盘风格指数均获得超额对收益。
- 本轮创业板注册制改革的定位为：深入贯彻创新驱动发展战略，适应发展更多依靠创新、创造、创意的大趋势，主要服务成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合。资本市场制度的创新将为新一轮产业周期的兴起保驾护航。

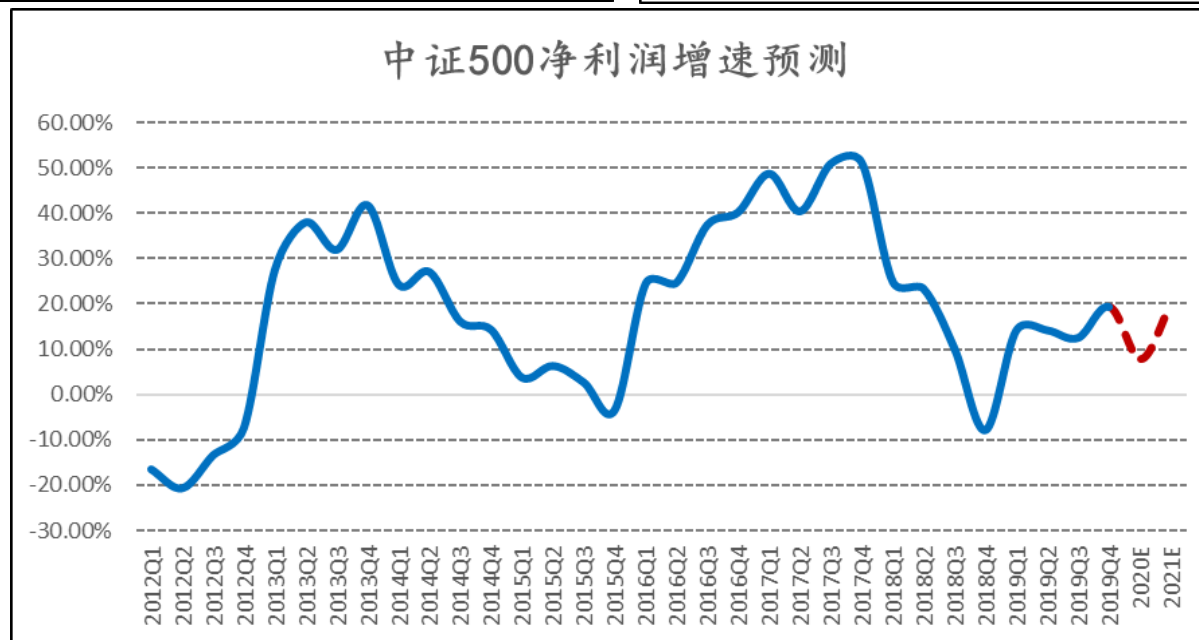
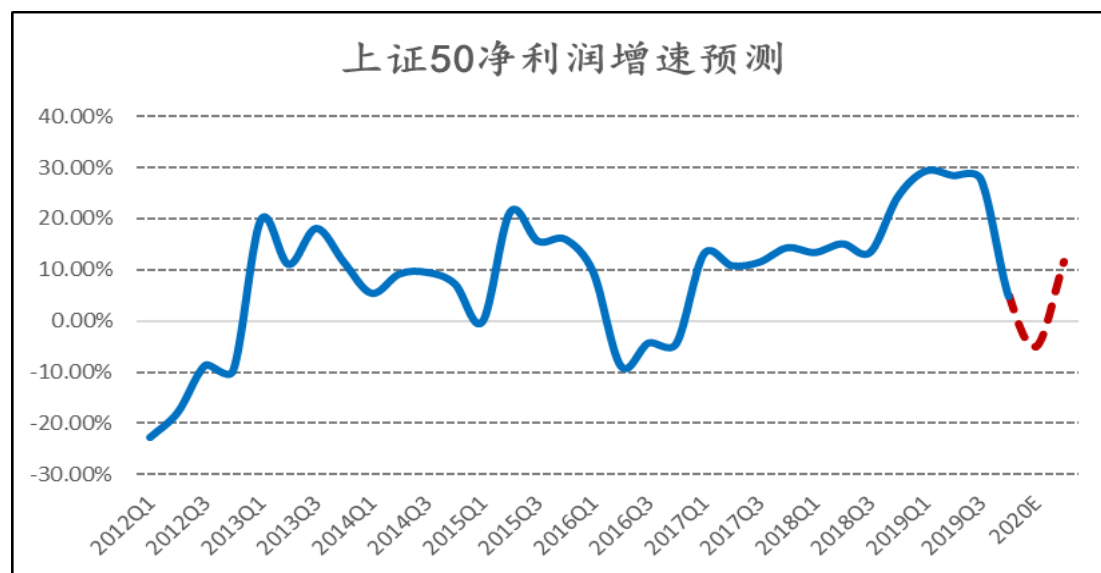
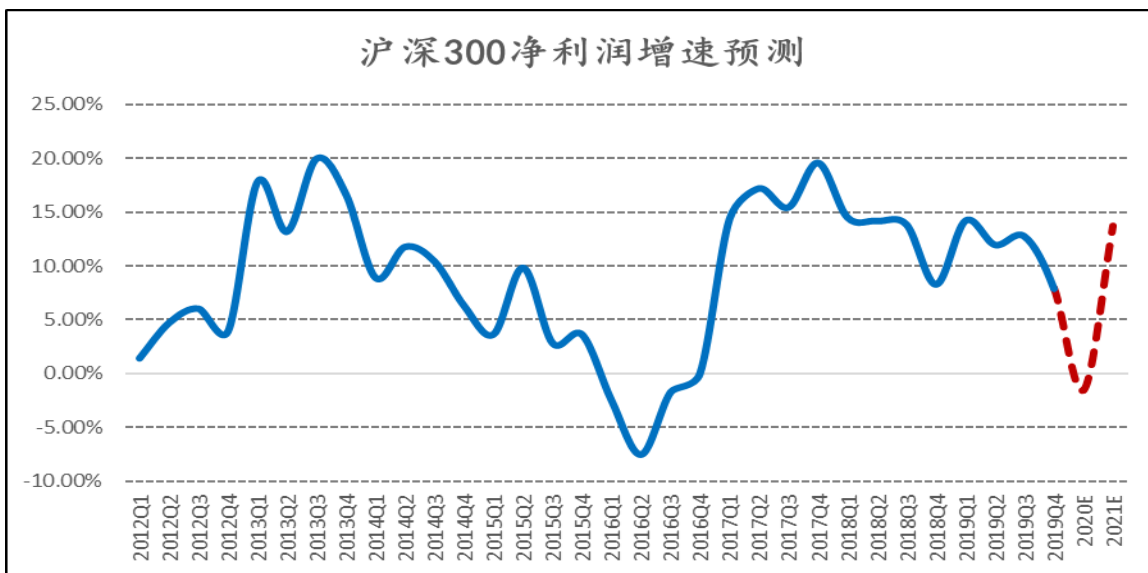


资料来源: Wind, 信达期货研发中心



资料来源: 信达期货研发中心整理

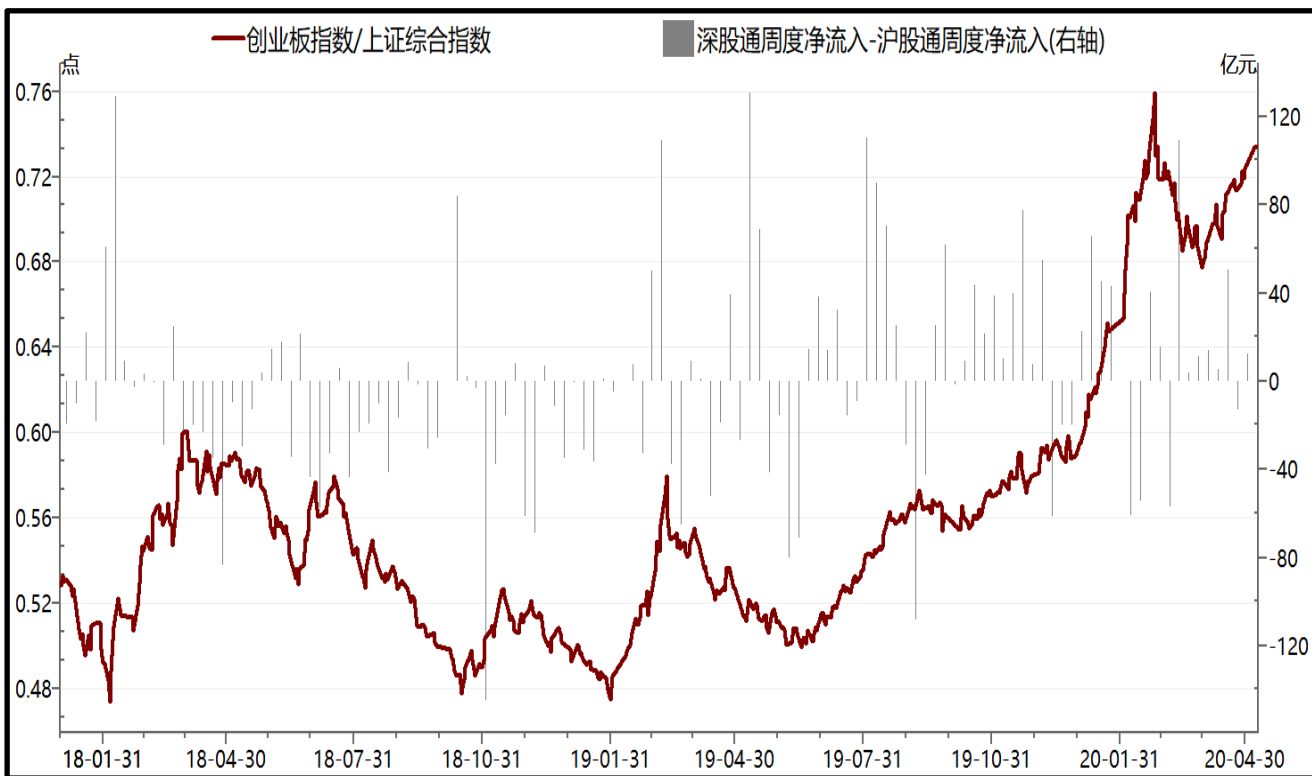
从今年的业绩一致预期看，中证500指数要好于沪深300和上证50指数



资料来源: Wind, 信达期货研发中心

微观视角验证：北上资金的流向反映外资对创业板的关注度明显提升

- 从北上资金的流向看，2019年是一个非常重要的分水岭。2019年后，外资通过深股通的流入深市的量明显增加。对应到市场走势上，创业板从2019年开始明显要强于主板。
- 外资的流向变化也将支撑我们从大周期上主张中小创的行情相对主板占优。

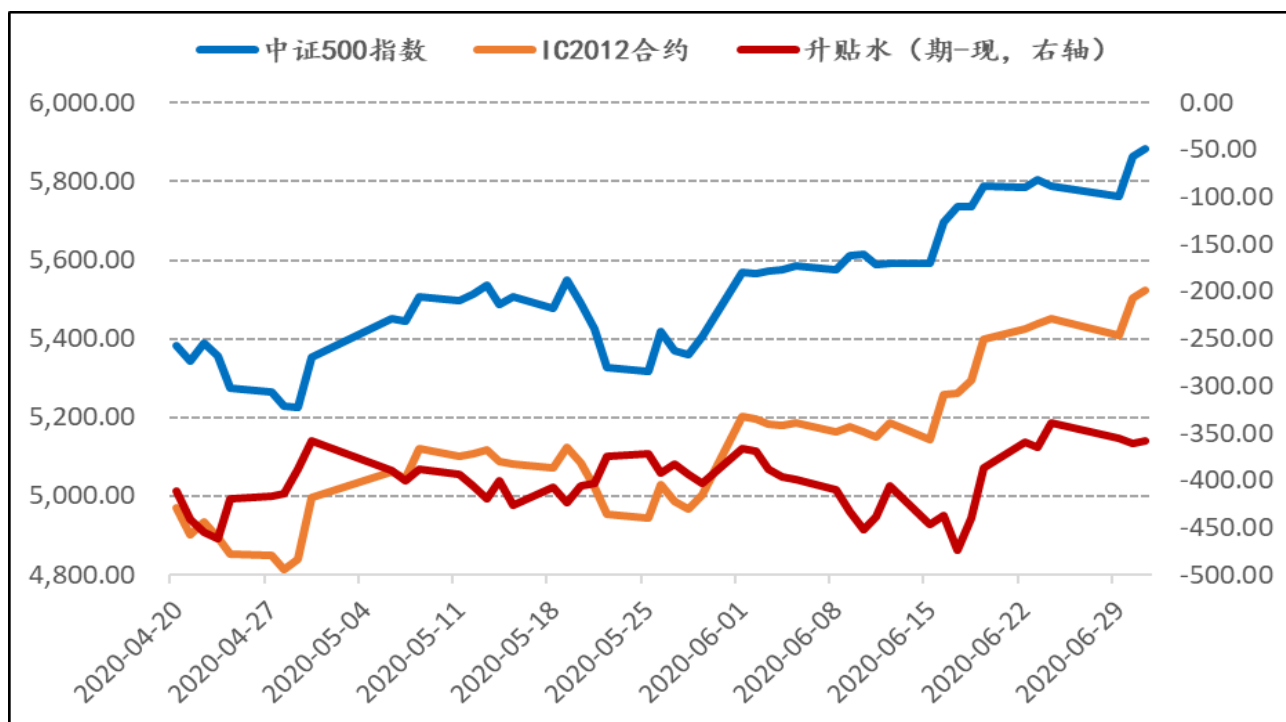


日期	沪股通每月净流入	深股通每月净流入
2018-01	180.93	170.15
2018-02	-98.64	72.35
2018-03	63.67	33.45
2018-04	274.59	111.91
2018-05	267.96	240.55
2018-06	166.27	118.65
2018-07	221.23	63.53
2018-08	219.15	135.37
2018-09	113.12	62.67
2018-10	-57.85	-47.44
2018-11	325.36	143.76
2018-12	135.15	26.28
2019-01	340.21	266.67
2019-02	294.66	309.26
2019-03	9.43	34.13
2019-04	-60.53	-119.44
2019-05	-339.24	-197.50
2019-06	262.82	163.21
2019-07	14.29	105.96
2019-08	-30.93	162.99
2019-09	356.24	290.38
2019-10	108.80	211.70
2019-11	230.50	373.88
2019-12	380.08	349.86
2020-01	112.48	271.43
2020-02	87.98	27.86
2020-03	-377.36	-301.37
2020-04	236.96	295.61
2020-05	83.24	217.88
2020-06	244.24	282.56



在策略上，继续推荐持续关注中长线兼具“ α 收益”+“ β 收益”IC合约

- 周期因素、业绩相对优势、政策加持三个维度支持未来的市场风口偏向于创业板，这在方向上给予IC合约“ β 收益”的保障。
- IC远月合约仍然保持相对高的贴水，并且随着到期日的临近，贴水会全部修复，这是IC合约“ α 收益”重要来源。
- 市场下跌情形：IC合约的相对高贴水可提供天然的安全垫，IC合约相较于中证500指数更为抗跌。
- 市场上涨情形：IC合约的相对高贴水可转化为我们的收益，IC合约相较于中证500指数涨幅更大（上涨收益+年化贴水）
- 总之，中长线布局IC合约多单是一个“退可守，进可攻”的策略。



资料来源：Wind，信达期货研发中心

团队介绍及投资评级标准说明

团队介绍

团队人员配备齐整，全部具备硕士及以上学历，研究覆盖国内外宏观，股指、国债等金融期货，黑色、能化、有色、农产品等大宗商品板块及商品期权。目前整个研发人员构造梯队鲜明，投研经验丰富。团队曾多次斩获大商所“十大投研团队”、期货日报“十大金牌研究所”等荣誉称号，多名研究员获得郑商所、大商所及期货日报“高级分析师”、“最佳宏观策略分析师”、“最佳工业品分析师”及“最佳金融期货分析师”等殊荣。

经过多年的沉淀与探索，信达研发已形成“立足大周期和产业链两大背景，基于驱动因素和安全边际两个维度，利用股票、债券、期货、期权四类金融工具，多维度实现研究落地与变现”的投研体系，致力于为客户提供专业化、个性化、精细化的研究服务。

投资评级标准

走势评级	短期（1个月内）	中期（3个月内）	长期（6个月内）
强烈看涨	上涨15%以上	上涨15%以上	上涨15%以上
看涨	上涨5%-10%	上涨5%-10%	上涨5%-10%
震荡	价格变动±5%	价格变动±5%	价格变动±5%
看跌	下跌5%-10%	下跌5%-10%	下跌5%-10%
强烈看跌	下跌15%以上	下跌15%以上	下跌15%以上

【报告联系人】

研究，我们只提供最专业的！

宏观
金融
组

郭远爱
投资咨询资格编号：Z0013488
电话：18758264396（微信—>>）
邮箱：guoyuanai@cindasc



欢迎公私募机构、产业及其他机构等咨询交流

重要声明

报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，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、财政状况或需要。

客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

期市有风险，入市需谨慎！

信达期货分支机构分布

CINDA FUTURES



公司分支机构分布

7家分公司 11家营业部

金华分公司、台州分公司、深圳分公司

苏州分公司、四川分公司、福建分公司、宁波分公司

北京营业部、上海营业部、广州营业部、哈尔滨营业部、大连营业部

沈阳营业部、石家庄营业部、乐清营业部

临安营业部、富阳营业部、萧山营业部