

## 关注经济二次冲击，股指5月或维持宽幅震荡

宏观经济/股指

## 内容提要：

- ◆ 受新型冠状病毒肺炎疫情的冲击，一季度经济深度负增长，企业业绩大幅下滑，库存周期启动的时间后移，企业盈利复苏推迟。进入5月份，随着疫情防控成效进一步巩固，经济秩序将加快恢复，企业盈利有望逐渐改善。
- ◆ 3月经济数据全面改善，但更多反映企业复工复产较2月份明显改善，并不意味着经济趋势性好转。国外疫情拐点尚未到来，多数国家仍处于封锁、隔离状态，外需存在进一步萎缩的可能，扩大内需是当务之急，宏观政策仍需加大逆周期调节。
- ◆ 积极的财政政策将更加积极有为，通过提高财政赤字率、发行抗疫特别国债和增加地方专项债，为进一步减税降费留足空间，充分发挥基建投资托底的作用。
- ◆ 货币政策将继续保持宽松，定向降准仍有空间，逆回购、中期借贷便利和贷款市场报价利率有望进一步下调，有利于降低企业融资成本，提升股指的估值水平。
- ◆ 影响风险偏好的积极因素增多。中央政治局会议进一步强化稳增长预期，国外疫情防控的效果开始显现，全球金融市场动荡缓解。
- ◆ 进入5月份，随着国内疫情防控成效进一步巩固，经济秩序将加快恢复，企业盈利有望逐渐改善，股指中期反弹思路不改。预计波动区间：IF 加权 3600-4000，上证指数 2600-3000。

## 程伟

宏观分析师

从业资格证：F3012252

投资咨询证：Z0012892

TEL：0516-83831160

E-MAIL：chengwei

@neweraqh.com.cn

## 近期报告回顾

外需疲软的预期影响市场信心，短期维持震荡调整格局（周报）

一季度GDP数据利空兑现，短期延续反弹格局（周报）

国外疫情拐点尚未到来，股指短期或仍有反复（周报）

3月经济数据边际改善，短期维持超跌反弹思路（周报）

企业盈利增速再次探底，4月股指有望企稳回升（月报）

## 第一部分 基本面分析

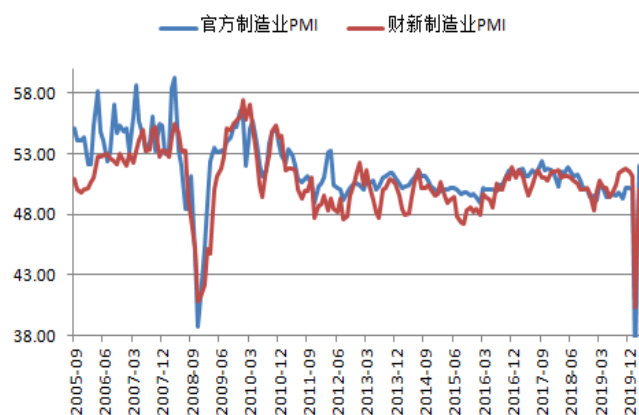
随着国外疫情加速扩散，3月中旬以来，各国开始陆续采取封锁、隔离等防控措施。截止4月26日，全球新冠肺炎累计确诊病例超过290万例，其中美国累计确诊超过98万例，西班牙累计确诊超过22万例，意大利累计确诊超过19万例，法国累计确诊超过16万例，德国累计确诊超过15万例，英国累计确诊超过15万例。从当前疫情形势来看，全球新增确诊病例进入平台期，但现有确诊病例仍在上升期，疫情拐点尚未到来。在各国财政和货币政策的共同努力下，全球金融市场动荡逐渐缓和，美元流动性短缺得到缓解，市场信心正在恢复。

国内方面，疫情防控大局已定，当前要做好外防输入、内防反弹，进一步推进企业复工复产。为应对疫情给经济带来的影响，宏观政策不断加大逆周期调节力度，今年以来，财政部、央行等多部委已出台多项措施，包括减税降费、阶段性减免社保缴费、定向降准、结构性降息等，旨在降低企业融资和经营成本，帮助受疫情影响的企业渡过难关，稳定和扩大就业，保持经济运行在合理区间。

### 一、第一季度 GDP 首现负增长，企业盈利复苏推迟

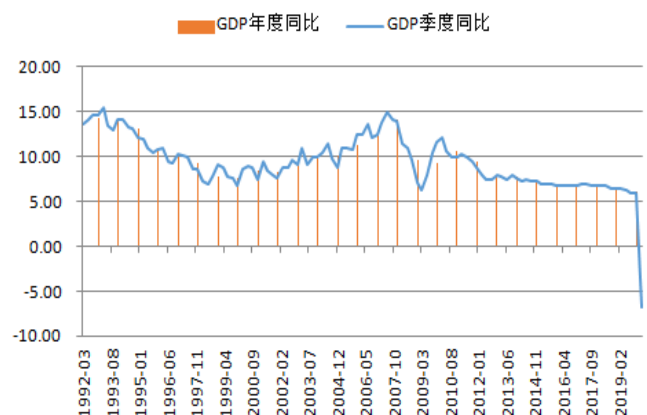
受新冠肺炎疫情的冲击，经济秩序遭到严重破坏，我国第一季度GDP同比下降6.8%，1992年以来首次出现负增长。从先行指标来看，虽然3月制造业PMI重回扩张区间，但更多反映企业复工复产较2月明显改善，并不能说明经济趋势性好转。通常情况下，当PMI连续三个月以上同向变化时，才能反映经济运行的趋势性变化，仅仅单月数据升至荣枯线上，并不能判断我国经济已完全恢复正常水平，实现趋势性好转，还需持续观察变化。我们认为，3月份PMI大幅回升，更多受复工前累积的订单加快赶工，以及低基数效应的影响，并不能代表新的需求扩张。国外疫情仍在上升期，多个国家宣布进入紧急状态，采取封锁、隔离等防控措施，外贸短期内难以好转，出口下行压力加大，海外需求存在进一步萎缩的可能，4月份PMI或再次回落。

图1. 中国3月制造业PMI



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图2. 中国GDP当季同比



资料来源：WIND 新纪元期货研究

投资和工业增速跌幅收窄。中国1-3月固定资产投资同比下降16.1%（前值-24.5%），其中房地产投资同比下降7.7%（前值-16.3%），土地购置面积同比下降22.6%，房屋新开工面积同比下降27.2%，降幅分别较1-2月份收窄6.7和17.7个百分点。房屋竣工面积同比增长2.6%（前值2.9%），商品房销售面积和销售额同比下降26.3%和24.7%，降幅较1-2月份收窄13.6和11.2个百分点。表明随着房地产项目的陆续开工，房地产投资和销售明

显回暖。1-3月基建投资同比下降19.7%，降幅较1-2月份收窄10.3个百分点，随着地方专项债发行规模进一步扩大，以及新一轮基础设施项目的落地，基建投资有望进一步回升。制造业投资同比下降25.2%（前值-31.5%），回升力度总体偏弱，主要受出口疲软的拖累。1-3月规模以上工业增加值同比下降8.4%，其中3月工业增加值同比下降1.1%，降幅较1-2月收窄12.4个百分点。进入5月份，随着疫情形势的进一步好转，企业复工复产将加快推进，固定资产投资和工业增加值同比将进一步回升。

消费增速降幅放缓。中国1-3月社会消费品零售总额同比下降19%（前值-20.5%），其中3月份零售总额同比下降15.8%，较1-2月收窄4.7个百分点。其中汽车类销售同比下降18.1%，家电类销售同比下降29.7%，分别较1-2月份收窄18.9和0.3个百分点。进入5月份，随着国内疫情防控成效进一步巩固，前期积压的消费需求将陆续释放，消费增速有望稳步回升，逐渐回归8%左右的潜在水平。

进出口仍将面临下行压力。按美元计价，中国3月进口同比下降0.9%（前值-4%），出口同比下降6.6%（前值-17.2%），降幅较2月份大幅收窄，3月份实现贸易顺差199亿美元。进入3月份，国内疫情进一步得到有效控制，前期因复工推迟积压的订单陆续交付，是进出口较2月明显改善的主要原因。但国外疫情拐点尚未到来，多数国家仍处于封锁和隔离期，未来几个月，外贸形势依然严峻，出口下行压力加大，外需存在进一步萎缩的可能，稳外贸政策将继续实施。

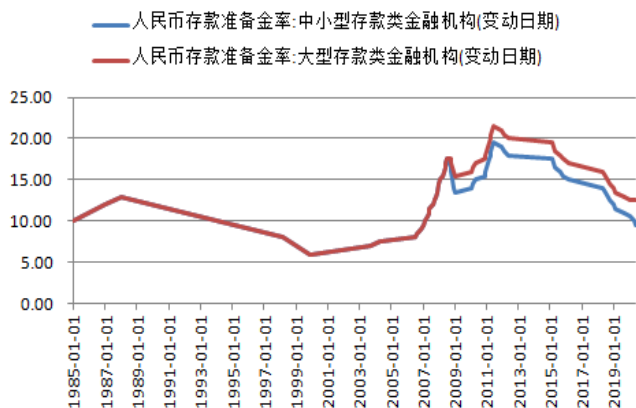
## 二、 货币政策继续保持宽松倾向，降息降准仍有空间

2020年4月17日，中央政治局召开会议，分析当前经济形势，部署下一步经济工作。会议指出，今年一季度极不寻常，突如其来的新冠肺炎疫情对我国经济社会发展带来前所未有的冲击，要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。根据中央政治局会议精神，二季度货币政策将继续保持宽松倾向，定向降准仍有空间，中期借贷便利、逆回购、贷款市场报价利率有望进一步下调。

2020年4月3日，中国人民银行发布公告，为支持实体经济发展，促进加大对中小微企业的支持力度，降低社会融资实际成本，决定对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点，于4月15日和5月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点，共释放长期资金约4000亿元。此外，决定自4月7日起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%。今年以来，央行已实施三次降准，共释放长期资金约17500亿元，旨在为金融机构提供长期稳定的廉价资金，引导贷款市场利率下行，降低实体经济融资成本。此外，央行时隔12年首次下调超额存款准备金利率，有利于推动金融机构将更多超额准备金转化为实体经济贷款，提升向企业放贷的意愿，提高资金的使用效率。

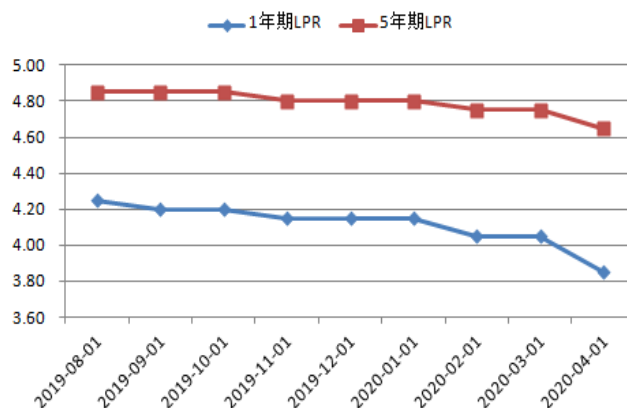
今年以来，央行两次下调中期借贷便利（MLF）和逆回购利率，合计30个基点，一年期MLF利率降至2.95%，创2016年以来新低。贷款市场报价利率（LPR）跟随下调，5年期和1年期LPR分别降至4.65%和3.85%。疫情发生早期，央行设立3000亿元专项再贷款，此外增加5000亿元再贷款、再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点。在此基础上，国务院常务会议确定，再增加中小银行再贷款再贴现额度1万亿元。

图 3. 存款准备金率



资料来源: WIND 新纪元期货研究

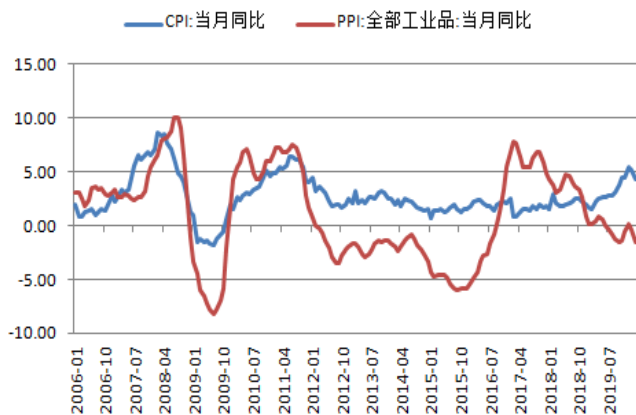
图 4. 1 年期和 5 年期 LPR



资料来源: WIND 新纪元期货研究

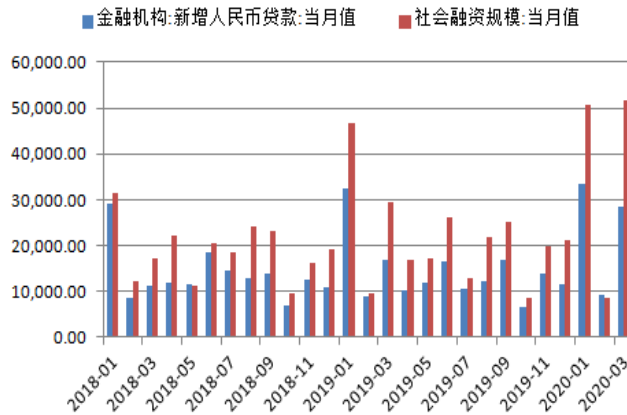
物价方面, 中国 3 月 CPI 同比上涨 4.3%, 较上月回落 0.9 个百分点, 主要受春节因素消退, 以及猪肉、鸡蛋、蔬菜等食品价格涨幅回落的影响。PPI 同比下降 1.5%, 降幅较上月扩大 1.1 个百分点, 连续两个月下滑, 主要受石油天然气开采、黑色金属冶炼、煤炭加工等行业降幅扩大的拖累。今年随着生猪生产的逐渐恢复, 猪肉价格将继续回落, CPI 高点已过, 未来将进入下行阶段, 通胀形势整体可控, 货币政策的宽松倾向不会改变。国外疫情拐点尚未到来, 各国采取封锁、隔离等防控措施, 全球贸易存在进一步恶化的可能, 大宗商品价格疲软, 工业通缩压力加大, 扩大内需是当务之急。

图 5. 中国 3 月 CPI、PPI 同比



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图 6. 中国 3 月信贷和社融规模



资料来源: WIND 新纪元期货研究

信贷政策方面, 今年一季度, 金融机构对实体经济的信贷投放明显加大, 信贷结构优化, 信贷支持的针对性和有效性在增强。今年 3 月份新增人民币贷款 28500 亿元(前值 9057 亿元), 社会融资规模增量为 51500 亿元(前值 8554 亿元), 广义货币供应量 M2 同比增长 10.1% (前值 8.8%), M1 同比增长 5% (前值 4.8%)。从总量和结构来看, 截止一季度末, 人民币贷款增加 7.1 万亿元, 同比多增 1.29 万亿元, 为季度最高水平。3 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 60.6%, 同比高 0.7 个百分点; 委托贷款余额占比 4.3%, 同比低 0.9 个百分点; 信托贷款余额占比 2.8%, 同比低 0.5 个百分点; 未贴现的银行承兑汇票余额占比 1.3%, 同

比低 0.4 个百分点；企业债券余额占比 9.6%，同比高 0.5 个百分点；政府债券余额占比 15%，同比高 0.6 个百分点；非金融企业境内股票余额占比 2.9%，同比低 0.1 个百分点。数据显示，委托贷款和信托贷款占比下降，企业债券和政府债券融资占比上升，表明表外融资向表内回归。

综上所述，受新冠肺炎疫情影响，上半年经济下行压力加大，货币政策将继续保持宽松倾向，定向降准仍有空间，逆回购、中期借贷便利、贷款市场报价利率有望进一步下调，有利于降低企业融资成本，提升股指的估值水平。

### 三、 风险偏好分析

在股指的估值模型中，风险偏好提升、风险溢价下降将从分母端直接提升估值水平，反之将降低估值水平。当前阶段，风险偏好的变化是股指波动的主要驱动力之一，政策和风险事件等影响风险偏好的因素是我们分析的重点。

各国从 3 月中旬开始陆续采取疫情防控措施，并出台大规模的经济刺激政策，在各方的共同努力下，金融市场动荡逐渐缓和，风险偏好开始修复。国内方面，疫情防控大局已定，在减税降费、降准、结构性降息等一系列政策的支持下，企业复工复产加快推进，经济秩序逐渐恢复，市场悲观预期开始修复。进入 5 月份，随着国外疫情防控效果的显现，风险偏好或将进一步回升。

#### （一）风险偏好影响因素分析

影响风险偏好的有利因素包括：

1. 国外新增确诊病例放缓，疫情防控效果开始显现。3 月中旬开始，各国陆续采取封锁、隔离等疫情防控措施，国外新增确诊病例在 4 月中旬达到 95638 例的峰值后，进入平台期。截止 4 月 26 日，国外新增确诊病例为 69904 例，其中美国新增 25942 例，英国新增 4463 例，德国新增 816 例，法国新增 664 例，意大利新增 2324 例，以上国家新增确诊病例与峰值相比，均呈现不同程度的下降。但现有确诊病例仍在上升期，截止 4 月 26 日，国外现有确诊病例 1907721 例，新增治愈病例 40138 例，考虑到新增治愈病例与新增确诊病例仍有较大的差距，我们认为距离疫情拐点尚有一段时间。进入 5 月份，随着国外疫情防控效果的显现，风险偏好将继续修复。

2. 中央政治局会议进一步强化稳增长预期。4 月 17 日，中央政治局会议指出，当前经济发展面临的挑战前所未有，必须充分估计困难、风险和不确定性，切实增强紧迫感，抓实经济社会发展各项工作。在疫情防控常态化前提下，坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持以改革开放为动力推动高质量发展，坚决打好三大攻坚战，加大“六稳”工作力度，保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转，坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，确保完成决战决胜脱贫攻坚目标任务，全面建成小康社会。根据中央政治局会议精神，二季度经济下行压力依然较大，宏观政策将加大对冲力度，在疫情防控常态化的前提下，努力实现经济稳定发展。

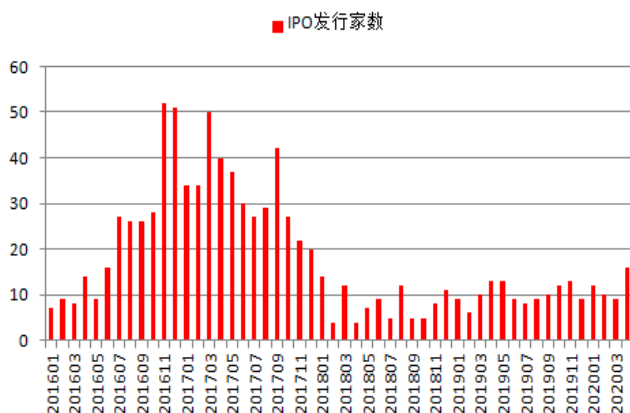
3. 全球出台大规模经济刺激计划，金融市场动荡缓解。为应对新冠肺炎疫情给全球经济带来的冲击，各国纷纷出台大规模的经济刺激政策，包括开启新一轮降息周期、重启量化宽松以及财政支出计划。美联储在宣布 7000 亿美元的量化宽松计划之后，推出无上限净资产购买计划，美联储资产负债表短期内加速扩张，总资产规模从

4.3万亿美元增加到6.4万亿美元，远远超过2008年金融危机时期的规模。美国在通过2万亿美元的财政支出法案后，开始寻求新一轮经济刺激计划，欧洲主要发达国家均出台较大规模的财政刺激方案。在全球货币和财政政策共同努力下，金融市场逐渐恢复平稳，美元流动性风险暂时解除，全球股市进入修复性反弹，部分国家股指涨幅超过20%，技术上进入牛市波动，有利于提升风险偏好。

## 四、资金面分析

股票作为一种特殊的商品，其价格也取决于供求关系的变化。从股票市场供给和需求的角度分析，股票的供给主要体现在新股发行、限售股解禁规模的变化等方面，而需求则直接体现在场外资金的流入和场内资金的流出。十九大以来，新股发行审核日益趋严，IPO通过率明显下降，新股发行数量由之前的每周7-10家降至每周3-5家。截止2020年4月24日，证监会4月份以来共核发17家IPO批文，筹资总额尚未披露，新股发行数量较上月有所增加。2020年5月份限售股解禁市值19389572.25万元，规模较2月份大致相当，整体为年内低位。综合来看，新股发行数量较上月有所增加，但5月限售股解禁规模维持年内低位，将在一定程度上减轻资金面压力。

图7. 新股发行家数（月）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图8. 2020年限售股解禁规模



资料来源：WIND 新纪元期货研究

增量资金入市方面，人社部公布的最新数据显示，截至今年3月底，22个省份签署基本养老保险基金委托投资合同，累计到账资金9253亿元。未来社保基金、养老金、企业年金、保险资金等机构投资者入市规模还将进一步扩大，给市场带来长期稳定的增量资金。证监会决定4月1日起取消证券公司外资持股比例限制，随着我国金融市场对外开放的步伐加快，外资正在源源不断地流入。2019年11月26日，A股纳入MSCI第三次扩容以来，外资流入规模明显加大，沪深港通北上资金持续净流入。截止2020年4月24日，4月份以来沪股通资金累计净流入202.51亿元，深股通资金累计净流入247.82亿元。继A股纳入MSCI新兴市场指数以来，富时罗素、标普道琼斯指数先后将A股纳入其国际化指数，未来将吸引更多海外资金增加对A股的配置。

## 第二部分 波动分析

### 一、趋势分析

从时间和空间的角度来看，2015年6月股指进入熊市周期，期间经历了两轮大跌和两轮反弹。我们以沪深

300 指数为例，2015 年 6 月至 2016 年 1 月为第一浪下跌，累计跌幅为 48%；2016 年 1 月至 2018 年 1 月为第二浪反弹，累计涨幅为 56%；2018 年 1 月至 2019 年 1 月为第三浪下跌，累计跌幅为 33%；2019 年 1 月开始，沪深 300 指数进入第四浪反弹，于 2020 年 1 月到达阶段性高点，累计涨幅为 43%。由此来看，自股指进入熊市周期以来，每一轮下跌和反弹的幅度都在缩小。今年年初，受新型冠状病毒肺炎疫情的影响，股指进入第五浪调整。

图 9. IF 加权月 K 线图



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 10. 上证指数月 K 线图



资料来源：WIND 新纪元期货研究

从月线来看，IF 加权跌破 60 月均线后迅速收复，整体维持在 3600-4200 区间震荡，预计短期向上或向下突破的可能性较小。IH 加权在 2015 年 8 月低点与 2019 年 1 月低点连线的支撑下企稳反弹，站上 40 月均线，但上方面临 20 月均线的压制，短期关注能否有效突破。IC 加权回踩 20 月均线止跌反弹，整体维持在 4800-5400 区间震荡。上证指数曾一度跌破 2 月低点 2685，之后迅速收复，但上方面临 40 及 60 月均线的压制，若能有效突破，则反弹空间进一步打开，否则不排除再次探底的可能。

图 11. IF 加权周 K 线图



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 12. 上证指数周 K 线图



资料来源：WIND 新纪元期货研究

周线方面，IF 加权在 3400 关口附近止跌反弹，接连收复 250 及 120 周线，但上方面临 60、40 及 20 周线的压制，短期仍以超跌反弹思路对待。IH 加权短期受到 120 周线的压制，短期若不能有效突破，需防范再次回落风险。IC 加权反抽 20 周线承压回落，但下方受到 2018 年 10 月以来形成的上升趋势的支撑，整体运行在三角整

理中。上证指数跌破2月低点后迅速收复，上有压力、下有支撑，短期维持震荡筑底的可能性较大。

## 二、目标测度分析

以上证指数为例，我们使用帝纳波利波浪尺对股指回调和反弹的目标位进行测量。上证指数自2019年1月低点2440展开反弹，到达阶段性高点3288后开始进入调整，最低到达2646点，完成涨幅的38.2%目标回撤。我们将2440至3288之间的上涨视为第一浪上升，3288至2646之间的下跌视为二浪回调，未来若开启三浪上升，则目标位在3493点。

## 第三部分 结论及建议

受新型冠状病毒肺炎疫情的冲击，一季度经济深度负增长，企业业绩大幅下滑，库存周期启动的时间后移，企业盈利复苏推迟。进入5月份，随着疫情防控成效进一步巩固，经济秩序将加快恢复，企业盈利有望显著改善，股指中期反弹思路不改。基本面逻辑在于：第一，3月经济数据全面改善，但更多反映企业复工复产较2月份明显改善，并不意味着经济趋势性好转。第二，国外疫情拐点尚未到来，多数国家仍处于封锁、隔离状态，外需存在进一步萎缩的可能，扩大内需是当务之急，宏观政策仍需加大逆周期调节。货币政策将继续保持宽松，定向降准仍有空间，逆回购、中期借贷便利和贷款市场报价利率有望进一步下调，有利于降低企业融资成本，提升股指的估值水平。第三，影响风险偏好的积极因素增多。中央政治局会议进一步强化稳增长预期，国外疫情防控的效果开始显现，全球金融市场动荡缓解。

综上所述，进入5月份，随着国内疫情防控成效进一步巩固，经济秩序将加快恢复，企业盈利有望逐渐改善，股指中期反弹思路不改。预计波动区间：IF加权3600-4000，上证指数2600-3000。



**特别声明**

本研究报告由新纪元期货研究所撰写，报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所并获得许可，并需注明出处为新纪元期货研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

**公司机构****公司总部**

全国客服热线：400-111-1855  
邮编：221005  
地址：江苏省徐州市淮海东路153号  
新纪元期货大厦

**管理总部**

邮编：200120  
地址：上海市浦东新区陆家嘴环路166号未来资产大厦8B

**成都分公司**

电话：028-68850968-801  
邮编：610041  
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

**深圳分公司**

电话：0755-33373952  
邮编：518034  
地址：深圳市福田区商报东路英龙商务大厦1206、1221、1222

**上海分公司**

电话：021-61017395  
邮编：200120  
地址：上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A楼2103室

**南京分公司**

电话：025-84706666  
邮编：210019  
地址：南京市建邺区庐山路168号1504室（电梯编号16楼1604室）

**徐州营业部**

电话：0516-83831113  
邮编：221005  
地址：徐州市淮海东路153号

**南京营业部**

电话：025-84787996  
邮编：210018  
地址：南京市玄武区珠江路63-1号南京交通大厦9楼

**南通营业部**

电话：0513-55880516  
邮编：226001  
地址：南通市环城西路16号6层603-2、604室

**苏州营业部**

电话：0512-69560991  
邮编：215028  
地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

**北京东四十条营业部**

电话：010-84261939  
邮编：100007  
地址：北京市东城区东四十条68号平安发展大厦407室

**杭州营业部**

电话：0571-85817187  
邮编：310004  
地址：杭州市绍兴路168号1406-1408室

**广州营业部**

电话：020-87750826  
邮编：510050  
地址：广州市越秀区东风东路703号大院29号8层803

**成都高新营业部**

电话：028-68850216  
邮编：610041  
地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2804号

**重庆营业部**

电话：023-6790698  
邮编：400010  
地址：重庆市渝中区新华路388号9-1#