

多空因素相互交织，延续宽幅震荡

宏观经济/股指

内容提要：

- ◆ 2020年政府工作报告未提经济增速目标，强调优先稳就业保民生，稳增长预期下降，中美关系再度紧张，风险偏好下降，股指5月呈现阶段性调整。进入6月份，随着国外疫情形势好转，以及更多国家和地区解除封锁，全球经济将逐渐恢复，但国内经济将面临去库存压力。
- ◆ 4月经济数据继续改善，但需求恢复明显弱于生产，导致产成品库存累积，企业盈利复苏推迟，将从分子端抑制股指的估值水平。
- ◆ 政府工作报告要求货币政策更加灵活适度，综合运用降准降息、再贷款等手段，推动贷款利率下行。未来定向降准仍有空间，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。
- ◆ 影响风险偏好的因素多空交织。国外疫情形势有所好转，部分国家和地区经济重启，疫苗研发取得进展，全球风险情绪高涨。不利因素在于，国内经济面临去库存压力，企业盈利复苏推迟。
- ◆ 综上所述，进入6月份，随着国外疫情形势好转，全球经济将逐渐恢复，但国内经济面临去库存压力，企业盈利复苏推迟，股指整体维持宽幅震荡的可能性较大。预计波动区间：IF 加权 3700-4000，上证指数 2700-3000。

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

政府工作报告符合预期，短期

进入阶段性调整（周报）

全国两会即将召开，维稳预期

或主导市场节奏（周报）

两会召开的时间窗口临近，短

期维持谨慎偏多思路（周报）

关注经济二次冲击，股指5月

或维持宽幅震荡（月报）

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）

第一部分 基本面分析

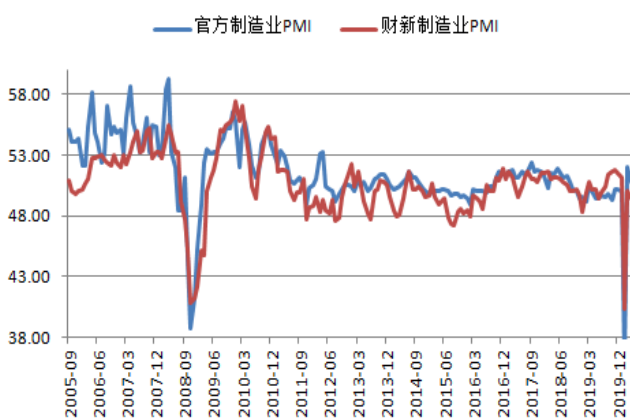
4月份以来，美国、欧洲新增确诊病例进入平台期，俄罗斯、印度、巴西等新兴市场国家进入爆发期。截止5月25日，全球新冠肺炎累计确诊病例超过550万例，其中美国累计确诊超过170万例，西班牙累计确诊超过28万例，英国累计确诊超过26万例，意大利累计确诊超过23万例，法国和德国累计确诊超过18万例。新兴市场国家中，俄罗斯累计确诊超过35万例，巴西累计确诊超过37万例，印度累计确诊超过14万例。从当前疫情形势来看，全球新增确诊病例进入平台期，但现有确诊病例仍在上升期，疫情二次拐点尚未到来。在各国财政和货币政策的共同努力下，全球金融市场动荡逐渐缓和，美元流动性短缺得到缓解，市场信心正在恢复。

国内疫情防控取得决定性胜利，但外防输入压力持续加大，国内疫情反弹的风险始终存在。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、 1-4月经济数据继续改善，企业盈利缓慢修复

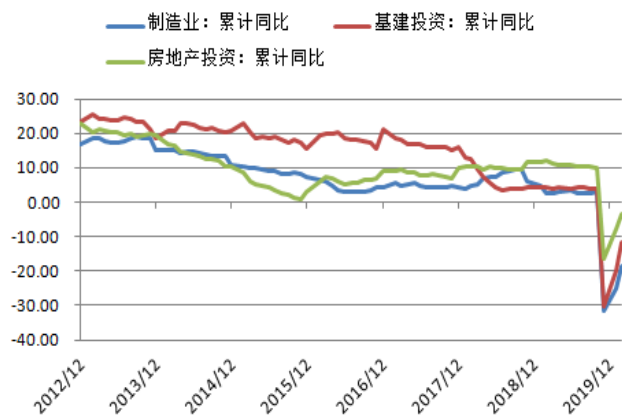
随着疫情防控取得积极进展，企业复工复产加快推进，经济秩序逐渐回归正常。工信部在新闻发布会上介绍，截至5月18日，全国规模以上工业企业平均开工率和复岗率分别回升至99.1%和95.4%，基本达到正常水平。从先行指标来看，中国4月官方制造业PMI为50.8（前值52），连续两个月位于扩张区间，财新制造业PMI降至49.4（前值50.1），重回收缩区间。从生产和需求来看，4月生产指数为53.7，低于上月0.4个百分点，新订单指数降至50.2，较上月回落1.8个百分点，其中新出口订单指数下降12.9个百分点。表明随着企业复工复产的有序推进，生产逐渐回归正常，但需求恢复弱于生产，外需存在进一步恶化的可能，扩大内需是当务之急。

图1. 官方制造业PMI 维持在扩张区间



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图2. 固定资产投资加快恢复

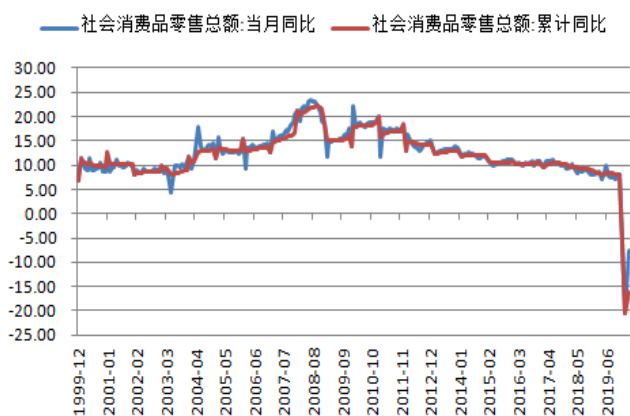


资料来源：WIND 新纪元期货研究

投资和工业生产加快恢复。中国1-4月固定资产投资同比下降10.3%（前值-16.1%），降幅连续两个月收窄。1-4月房地产投资同比下降3.3%（前值-7.7%），其中土地购置面积同比下降12%，房屋新开工面积同比下降18.4%，降幅分别较1-3月份收窄10.6和8.8个百分点。房屋施工面积同比增长2.5%，连续4个月回落，房屋竣工面积

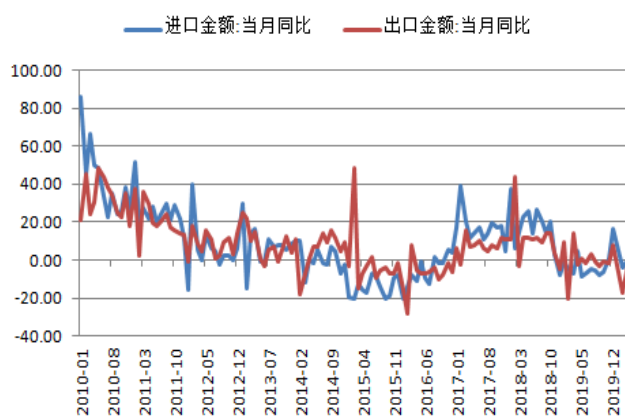
同比下降14.5%（前值-15.8%）。商品房销售面积和销售额同比下降19.3%和18.6%，降幅较1-3月份收窄7和6.1个百分点，表明随着房地产项目的陆续复工，房地产投资和销售逐渐回暖。1-4月基建投资同比下降11.8%，降幅较1-3月份收窄7.9个百分点，财政部再提前下达1万亿地方专项债额度，力争5月底前发行完毕，随着地方专项债发行规模进一步扩大，以及新一轮基础设施项目的落地，基建投资有望进一步回升。制造业投资同比下降18.8%（前值-25.2%），受出口疲软的拖累，制造业投资回升力度相对偏弱。1-4月规模以上工业增加值同比下降4.9%，降幅较1-3月收窄3.5个百分点，其中4月工业增加值同比增长3.9%，重新回归正增长。进6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。

图3. 消费增速稳步回升



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图4. 进出口走势分化



资料来源：WIND 新纪元期货研究

消费增速稳步回升。中国1-4月社会消费品零售总额同比下降16.2%（前值-19%），其中4月份零售总额同比下降7.5%，降幅较3月收窄8.3个百分点。其中1-4月汽车类销售同比下降22.6%，家电类销售同比下降24.5%，分别较1-3月份收窄7.7和5.4个百分点。中汽协公布的数据显示，1-4月乘用车销量同比下降35.3%，其中4月乘用车销量同比下降2%，分别较前值收窄10和45.8个百分点。进入6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。

进口降幅扩大，出口同比转正。按美元计价，中国4月进口同比下降14.2%（前值-0.9%），出口同比增长3.5%（前值-6.6%），实现贸易顺差453.4亿美元（前值199）。今年前4个月进口同比下降5.9%，出口同比下降9%，贸易顺差为582.3亿美元，同比减少32.6%。从国家和地区来看，我国对东盟、“一带一路”沿线国家进出口逆势增长，对欧盟、美国、日本等贸易伙伴进出口下降。考虑到国外从3月中旬开始陆续采取疫情防控措施，目前多数国家仍处于封锁、隔离状态，经济陷入停摆，我国出口仍将面临下行压力，稳外贸政策将继续实施。

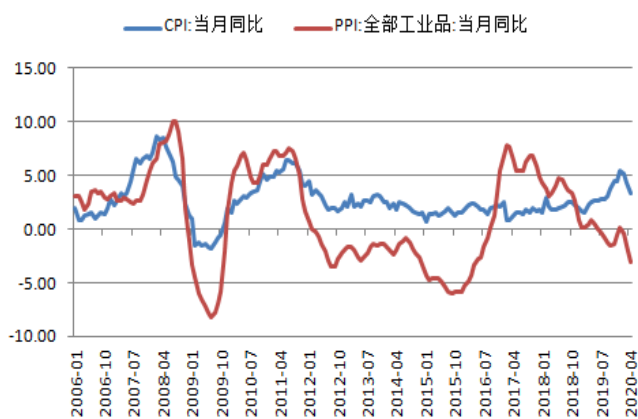
二、 货币政策继续保持宽松倾向，降息降准仍有空间

2020年5月22日，李克强总理在十三届人大三次会议上作政府工作报告指出，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融规模增速明显高于去年，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。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。根据政府工作报告的要求，我们认为，下半年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。

央行2020年一季度货币政策执行报告要求，稳健的货币政策要更加灵活适度，根据疫情防控和经济形势的阶段性变化，把握好政策力度、重点和节奏。加强货币政策逆周期调节，把支持实体经济恢复发展放到更加突出的位置，运用总量和结构性政策，引导贷款市场利率下行。今年以来，央行已实施三次降准，共释放长期资金约1.75万亿。疫情发生早期，央行设立3000亿专项再贷款，用于支持疫情防控重点领域和企业，后来追加5000亿再贷款再贴现额度，支持企业复工复产。此外再增加1万亿再贷款再贴现额度，支持经济恢复发展。除了使用数量型的货币政策工具，为实体经济发展提供充足的资金，央行还使用价格型工具，降低企业融资成本。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%。

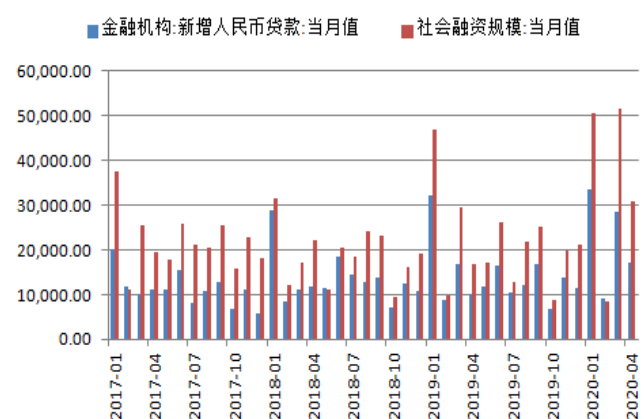
物价方面，中国4月CPI同比上涨3.3%（前值4.3%），连续3个月回落，为去年10月以来新低，猪肉、鸡蛋、蔬菜等食品价格下降，是CPI涨幅回落的主要原因。4月PPI同比下降3.1%，降幅比上月扩大1.6个百分点，创2016年5月以来新低，主要受原油价格大幅下跌，石油天然气开采、煤炭加工、化工原料等行业降幅扩大的影响。进入三季度，随着生猪生产加快恢复，以及蔬菜、水果供应旺季的到来，CPI涨幅有望继续回落，通胀压力整体可控。受新冠肺炎疫情的影响，全球经济大幅下滑，国外需求萎缩，大宗商品价格下跌，工业通缩压力加大，扩大内需是当务之急。

图5. 中国4月CPI、PPI同比



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图6. 中国4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，今年前4个月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。中国4月新增人民币贷款1.7万亿元，同比多增6818亿元，社会融资规模增量为3.09万亿元，较去年同期增加1.42万亿元。广义货币供应量M2同比增长11.1%，分别高于上月和去年同期1和2.6个百分点。从总量和结构来看，4月末社会融资规模存量为265.22万亿元，同比增长12%，其中对实体经济发放的人民币贷款余额为160.45万亿元，同比增长13.1%；4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60.5%，同比提高0.6个百分点，其中委托贷款、信托贷款、银行承兑汇票占比下降，企业债券和政府债券融资占比提高。今年以来，央行已实施三次降准，释放长期资金1.75万亿，此外增加再贷款、再贴现额度1.8万亿，引导金融机构加大实体经济的支持力度。银行信贷和货币增速连续回升，宽货币正在向宽信用领域传导，表外融资进一步向表内回归。

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。

随着国外新增确诊病例进入平台期，5月份以来，部分国家和地区陆续开始解除封锁。基于经济重启的预期，全球股市、国际原油等大宗商品价格继续反弹，风险偏好进一步修复。国内方面，疫情防控取得决定性胜利，企业复工复产加快推进，经济秩序逐渐恢复正常。全国两会在5月下旬召开，政府工作报告出台的宏观政策符合市场预期。进入6月份，随着国外疫情防控取得积极进展，风险偏好有望继续回升。

（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. 国外疫情防控取得初步进展，部分国家开始解除封锁。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。其中美国每日新增确诊病例由3万降至2万例，欧洲国家每日新增由数千例降至数百例不等，俄罗斯、巴西、印度等新兴市场国家每日新增处于峰值。但现有确诊病例仍在上升期，截止5月25日，国外现有确诊病例2870546例，新增治愈病例62756例，考虑到新增治愈病例与新增确诊病例仍有一定的差距，我们认为距离疫情二次拐点尚有一段时间。进入6月份，随着国外疫情防控取得积极进展，风险偏好将继续修复。

2. 今年政府工作报告强调优先保民生，提高财政赤字率和发行特别国债。2020年政府工作报告指出，全球疫情和经贸形势面临较大的不确定性，我国发展面临一些难以预料的因素，今年不再提经济增速目标。受疫情冲击，我国一季度经济增速下滑6.8%，各项经济指标与往年不具有可比性，单纯追求经济增长目标没有意义，当前主要任务是保民生，保民生的前提是保就业，保就业必须保市场主体。政府工作报告指出，积极的财政政策要更加积极有为，今年财政赤字率按3.6%以上安排，较去年提高0.8个百分点，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。资金直达市县基层、直接惠企利民，主要用于保就业、保基本民生、保市场主体，包括支持减税降费、减租降息、扩大消费和投资等，全年为企业新增减负超过2.5万亿。我们认为，全球经济衰退已成定局，单纯追求经济增速不切实际，稳增长让位于保民生。

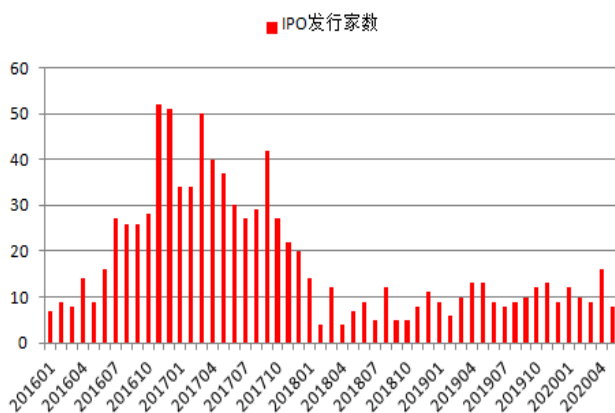
3. 欧美出台新一轮财政刺激政策。继美国2万亿美元的财政刺激政策方案实施后，众议院投票通过一项3万亿美元的经济纾困法案，内容包括向州和地方政府拨款约1万亿美元、继续向居民派发现金、给一线工人提供风险补贴、延长附加失业救济金至明年1月、拨款750亿美元用于病毒检测等。德国和法国提议发起总价值5000亿欧元的复苏基金方案，以帮助欧盟成员国重振经济，倡议允许欧盟委员会在金融市场上借入现金，并以拨款而非贷款的方式援助受疫情影响严重的欧盟国家。在全球货币和财政政策的共同努力下，金融市场逐渐恢复平稳，美元流动性风险暂时解除，全球股市进入修复性反弹，部分国家股指涨幅超过20%，技术上进入牛市波动，

有利于提升风险偏好。

四、资金面分析

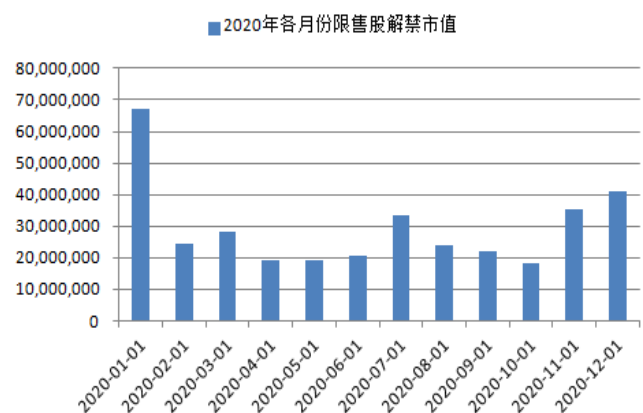
股票作为一种特殊的商品，其价格也取决于供求关系的变化。从股票市场供给和需求的角度分析，股票的供给主要体现在新股发行、限售股解禁规模的变化等方面，而需求则直接体现在场外资金的流入和场内资金的流出。十九大以来，新股发行审核日益趋严，IPO 通过率明显下降，新股发行数量由之前的每周 7-10 家降至每周 3-5 家。截止 2020 年 5 月 22 日，证监会 5 月份以来共核发 8 家 IPO 批文，筹资总额尚未披露，新股发行数量较上月有所减少。2020 年 6 月份限售股解禁市值 20648217.23 万元，规模较 5 月小幅增加，整体为年内相对低位。综合来看，新股发行数量保持稳定，6 月限售股解禁规模小幅扩大，将在一定程度上增加资金面压力。

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（月）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

证监会主席易会满在“5.15 全国投资者保护宣传日”活动上发表讲话称，进一步发展壮大公募基金管理人队伍，继续推进商业银行发起设立基金管理公司；尽快推动实现个人养老金投资公募基金政策落地，以及推进完善机构投资者税收、业绩评价、会计等配套政策安排，强化价值投资、长期投资理念。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。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 5 月 25 日，5 月份以来沪股通资金累计净流入 17.71 亿元，深股通资金累计净流入 152.41 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 加权在 4000 关口附近承压回落，短期或向下寻找 20 及 40 月均线支撑，预计在此处企稳的可能性较大。IH 加权在 10 月均线附近遇阻回落，跌破 20 月均线，短期或考验 40 月均线支撑，若跌破则关注 4 月低点 2627 一线支撑。IC 加权反抽 40 月均线承压回落，整体维持在 4800-5400 区间震荡，不排除向下试探 20 月均线的可能。上证指数受到 10、20 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 20 周线附近承压回落，跌破 40 及 60 周线，短期或向下寻找 3700 关口支撑，若被跌破则不排除再次探底的可能。IH 加权反抽 20 周线遇阻回落，短期或考验 2700 关口支撑，若不能形成有效抵抗，则将试探前期低点 2458 一线支撑。IC 加权连续三周下跌，逼近 40 周线支撑，若被跌破则将考验 2018 年 10 月以来形成的上升趋势的支撑，预计在此处企稳的可能性较大。上证指数受到 20 及 40 周线的压制，短期或试探 4 月低点 2717 一线支撑，整体维持宽幅震荡的可能性较大。

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

2020年政府工作报告未提经济增速目标，强调优先稳就业保民生，稳增长预期下降，中美关系再度紧张，风险偏好下降，股指5月呈现阶段性调整。进入6月份，随着国外疫情形势好转，以及更多国家和地区解除封锁，全球经济将逐渐恢复，但国内经济将面临去库存压力，股指整体维持宽幅震荡的可能性较大。基本面逻辑在于：第一，4月经济数据继续改善，但需求恢复明显弱于生产，导致产成品库存累积，企业盈利复苏推迟，将从分子端抑制股指的估值水平。第二，政府工作报告要求货币政策更加灵活适度，综合运用降准降息、再贷款等手段，推动贷款利率下行。未来定向降准仍有空间，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，影响风险偏好的因素多空交织。国外疫情形势有所好转，部分国家和地区经济重启，疫苗研发取得进展，全球风险情绪回升。不利因素在于，国内经济面临去库存压力，企业盈利复苏推迟。

综上所述，进入6月份，随着国外疫情形势好转，全球经济将逐渐恢复，但国内经济面临去库存压力，企业盈利复苏推迟，股指整体维持宽幅震荡的可能性较大。预计波动区间：IF加权3700-4000，上证指数2700-3000。

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#