

企业盈利加快复苏，股指维持多头思路

宏观经济/股指

内容提要：

- ◆ 上半年全球经济遭受重创，欧美二季度经济增速创历史新低。但从先行指标来看，全球制造业PMI于4月探底回升，7月重返扩张区间，暗示三季度经济将开始反弹，但在经济回到目标轨道之前，全球量化宽松政策将不会停止。
- ◆ 中国7月固定资产投资和消费增速继续回升，工业生产维持高位，三季度经济开局良好，下半年经济有望延续V型复苏。进入9月份，地方专项债发行将会提速，随着抗疫特别国债、财政支出、减税降费等政策的深入落实，下游需求将加快恢复，PPI触底回升，产成品库存持续回落，企业盈利有望继续改善，分子端有利于提升股指的估值水平。
- ◆ 货币政策保持灵活适度，全面宽松转为精准导向，重心由稳增长向调结构倾斜，在稳增长和防风险之间取得平衡，但不会明显收紧，无风险利率维持低位，企业融资成本有望进一步下降。
- ◆ 影响风险偏好的因素总体偏多，监管层强调加快金融供给侧改革，引导长期资金入市，注册制改革稳步推进。不利因素在于，美国大选临近，中美关系面临较大的确定性。
- ◆ 进入9月份，宏观经济将延续V型复苏，随着财政政策的深入落实，下游需求将加快回升，企业盈利有望继续改善。货币政策保持灵活适度，全面宽松转为精准导向，企业融资成本有望进一步下行。股指延续震荡上行或为主基调，建议逢低做多为主。

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

受中美关系扰动，股指短期或仍有反复（周报）

7月经济数据继续改善，股指交投重心上移（周报）

三季度经济开局良好，短期调整不改向上格局（周报）

经济复苏步入正轨，股指中期上行趋势不改（月报）

中美关系紧张引发恐慌下探，注意把握低吸机会（周报）

经济基本面持续改善，短期回调不改向上格局（周报）

第一部分 基本面分析

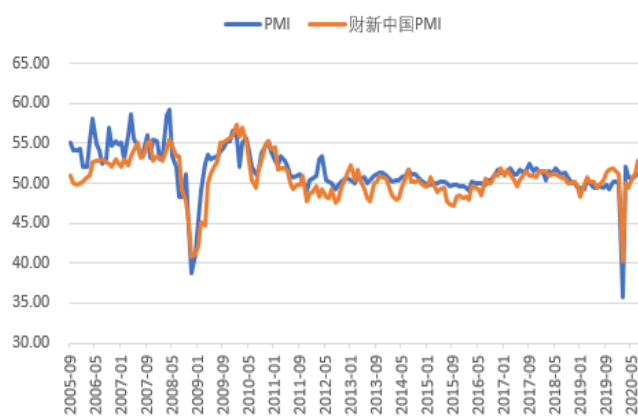
8月份以来，全球新冠肺炎疫情有所缓解，美国单日新增确诊病例明显下降，新兴市场国家中，南非、俄罗斯疫情逐步得到控制，但印度、巴西疫情峰值似乎仍未到来。截止8月24日，全球新冠肺炎累计确诊病例超过2300万例，其中美国累计确诊超过570万例，西班牙累计确诊超过45万例，英国累计确诊超过32万例，意大利累计确诊超过26万例，德国累计确诊超过23万例。新兴市场国家中，俄罗斯累计确诊超过96万例，巴西累计确诊超过360万例，印度累计确诊超过310万例。从当前疫情形势来看，全球新增确诊病例开始下降，第二波疫情拐点或已临近。8月11日，俄罗斯注册全球首款新冠疫苗，命名为“卫星-V”，目前全球已有6款疫苗进入三期临床试验，疫苗研发进展超出市场预期，极大提振了市场对全球经济复苏的信心。

国内疫情防控取得决定性胜利，但外防输入压力依然较大，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，进一步推动经济恢复发展。为应对疫情冲击，帮助受疫情影响的企业渡过难关，今年上半年宏观政策不断加大逆周期调节力度，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。进入下半年，随着经济复苏步入正轨，前期出台的非常规政策将开始退出，实现稳增长和防风险之间的平衡。

一、3季度经济开局良好，企业盈利持续改善

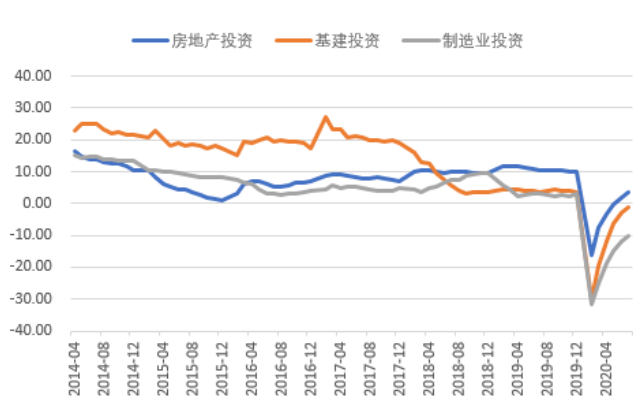
进入三季度，随着减税降费、降准、结构性降息等一系列政策的深入落实，固定资产投资继续恢复，消费增速稳步回升，工业生产维持高位，进出口超预期增长，经济延续V型复苏的态势。从先行指标来看，中国7月财新制造业PMI升至52.8（前值51.2），创2011年2月以来新高。7月官方制造业PMI回升至51.1（前值50.9），连续5个月位于扩张区间。从生产和需求来看，生产指数为54.0%，比上月上升0.1个百分点，高于去年同期1.9个百分点，表明在宏观政策的支持下，随着企业复工复产的持续推进，工业生产已回归正常。新订单指数为51.7%，比上月上升0.3个百分点，连续3个月回升，其中新出口订单指数回升至48.4%（前值42.6%），创2月以来新高，表明制造业市场需求逐步回暖，进入被动去库存的过程。

图1. 财新制造业PMI 创年内新高



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

投资增速继续回升，工业生产维持高位。中国1-7月固定资产投资同比下降1.6%（前值-3.1%），降幅连续5个月收窄。1-7月房地产投资同比增长3.4%（前值1.9%），连续两个月正增长，其中土地购置面积同比下降1%

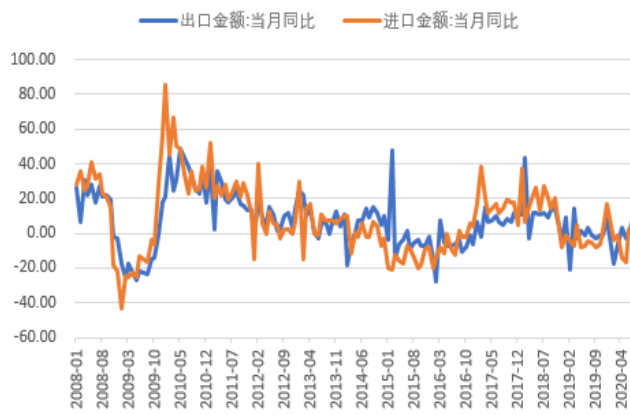
(前值-0.9%)，房屋新开工面积同比下降4.5% (前值-7.6%)。房屋施工面积同比增长3% (前值2.6%)，连续两个月回升，房屋竣工面积同比下降10.9% (前值-10.5%)。商品房销售面积和销售额同比下降5.8%和2.1%，降幅较1-6月份收窄3.4和3.3个百分点。7月房屋施工面积增速回升，而房屋竣工面积增速放缓，表明高温多雨天气影响了部分项目开工，随着“金九银十”消费旺季的到来，前期累积的项目将加快赶工，房地产投资有望继续回升。1-7月基建投资同比下降1% (前值2.7%)，今年上半年地方专项债累计发行2.24万亿，剩余1.5万亿规模的专项债将于三季度集中发行，随着专项债发行的提速，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10.2% (前值-11.7%)，受外需疲软的影响，制造业投资回升力度相对偏弱。1-7月规模以上工业增加值同比下降0.4%，降幅较1-6月收窄0.9个百分点，其中7月规模以上工业增加值同比增长4.8%，与上月持平，连续3个月正增长，接近去年同期水平。进入下半年，随着基建和制造业投资加快恢复，固定资产投资有望继续回升。

图3. 消费增速稳步回升



资料来源: WIND 新纪元期货研究

图4. 出口超预期回升



资料来源: WIND 新纪元期货研究

消费增速稳步回升。中国1-7月社会消费品零售总额同比下降9.9% (前值-11.4%)，其中7月份零售总额同比下降1.1% (前值-1.8%)，降幅连续5个月收窄。其中7月限额以上单位汽车类商品零售额同比增长12.3% (前值-8.2%)，创去年7月以来新高，限额以上单位家用电器和音像器材类零售额同比下降2.2% (前值9.8%)。中国汽车工业协会数据显示，7月份乘用车销售量同比增长8.5%，增速较6月份扩大6.7个百分点，连续3个月正增长。进入下半年，随着汽车、家电下乡等刺激政策的加快落实，前期积压的消费需求将进一步释放，消费增速有望稳步回升。

进口小幅回落，出口超预期回升。按美元计价，中国7月进口同比下降1.4% (前值2.7%)，主要受原油、成品油进口量下降的影响。出口同比增长7.2% (前值0.5%)，主要受机电产品、纺织品和塑料制品等出口持续增长的提振。今年1-7月份，进口同比下降5.7% (前值-6.4%)，出口同比下降4.1% (前值-6.2%)，降幅连续5个月收窄，实现贸易顺差2301.3亿美元，较去年同期增加96亿美元。分国家和地区来看，我国对东盟、欧盟、日本进出口增长，对美国进出口下降，东盟继续保持与我国第一大贸易伙伴的地位，欧盟、美国位列第二、三大贸易伙伴。受国外防疫物资需求持续增加，以及其他产品供给替代的影响，今年上半年，我国出口表现意外强劲，下半年随着全球经济复苏加快，进出口有望继续回升。

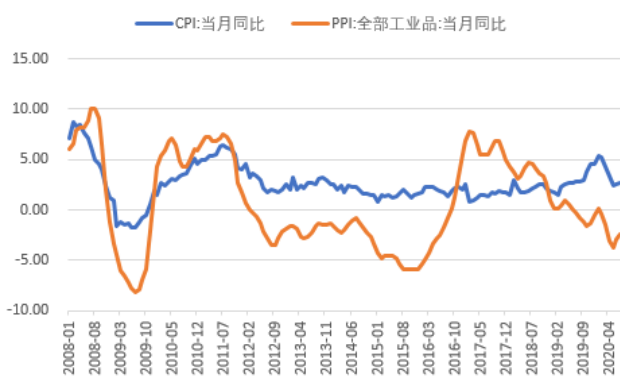
二、货币政策继续保持宽松倾向，重心由稳增长向调结构倾斜

央行二季度货币政策执行报告指出，稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，完善跨周期设计和调节，处理好稳增长、保就业、调结构、防风险、控通胀的关系，实现稳增长和防风险长期均衡。从报告内容来看，基本延续了中央政治局会议定下的基调，与一季度货币政策执行报告相比，二季度报告则提出了更加精细化的要求，拉开了货币政策正常化的序幕。

报告维持全球经济陷入衰退的观点不变，认为国内经济形势好于预期，长期稳中向好、高质量发展的基本面没有改变，但国内经济还面临许多挑战，物价总体下行，不存在长期通胀或通缩的基础。疫情期间出台的非常规政策工具已经完成使命，随着经济复苏步入正轨，下半年将陆续退出。货币政策的总体思路，由全面宽松转为精准导向，工作重心由稳增长向调结构倾斜，在稳增长、调结构和防风险之间取得平衡。央行强调坚持房住不炒的政策定位，不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，实施好房地产金融审慎管理制度。

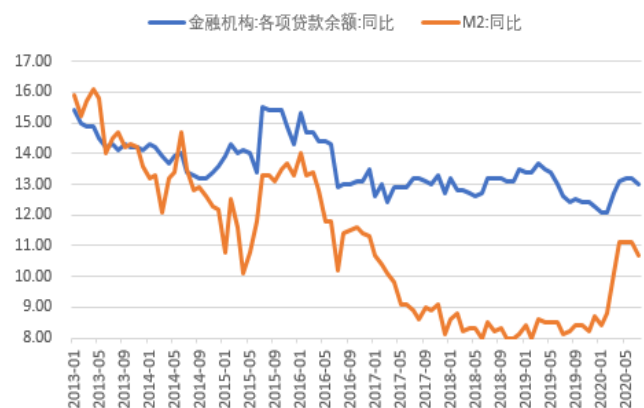
物价方面，中国7月CPI同比上涨2.7%（前值2.5%），连续两个月回升，受洪涝灾害影响，蔬菜和猪肉等食品价格涨幅扩大，是推动CPI上涨的主要原因。7月PPI同比下降2.4%（前值-3%），降幅连续两个月收窄，主要受有色及黑色金属冶炼、食品加工等行业涨幅扩大的影响。未来几个月，随着汛情的消退，蔬菜、肉类等食品供应将加快恢复，CPI或将再次回落，通胀压力整体可控。随着减税降费、降准、结构性降息等一系列政策的深入落实，下游消费需求正在加快恢复，大宗商品价格反弹，PPI降幅收窄，下半年有望转正，通缩压力逐渐消退。

图 5. 工业品价格指数 (PPI) 止跌回升



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 6. 信贷和货币增速维持高位



资料来源：WIND 新纪元期货研究

信贷政策方面，今年上半年金融机构对实体经济的信贷投放明显加大，信贷结构不断优化，信贷支持的针对性和有效性在增强。今年1-6月份，我国累计新增人民币贷款12万亿，社融规模20.8万亿，已完成全年目标的60%和67%。中国7月新增人民币贷款9927亿元，同比少增631亿元，社会融资规模增量为16940亿元，较去年同期多增4068亿元。广义货币供应量M2同比增长10.7%（前值11.1%），增速为年内首次下降。从总量和结构来看，7月末社会融资规模存量为273.33万亿元，同比增长12.9%，其中对实体经济发放的人民币贷款余额为164.92万亿元，同比增长13.3%；7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60.3%，同比高0.2个百分点，其中委托贷款、信托贷款占比下降，企业和政府债券融资占比提高。今年上半年，银行信贷支持实体经济的力度不断加大，宽货币正在向宽信用领域传导，企业融资环境显著改善。央行二季度货币政策执行报告要求，保持货币供应量和社融规模合理增长，取代了之前的“明显高于去年”，意味着下半年信贷和货币增速

或将放缓。

综上所述，下半年货币政策将继续保持宽松倾向，随着经济复苏步入正轨，非常规政策工具退出，但不会明显收紧，定向降准、结构性利率仍有下调空间，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。

新冠疫苗研发取得突破性进展，8月11日，俄罗斯注册全球首款新冠疫苗，后续将进入批量生产阶段。目前全球已有6款疫苗进入三期临床试验，随着越来越多的疫苗问世，疫情最终将得到有效控制，全球经济复苏的步伐有望加快，这将在很大程度上提升风险偏好。国内方面，监管层强调加快金融供给侧改革，引导长期资金入市，创业板试点注册制正式实施。综合而言，9月份影响风险偏好的因素总体偏多。

（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. 国务院常务会议要求深入落实经济纾困政策。国务院常务会议强调，部署深入做好新增财政资金直接惠企利民工作，巩固经济恢复性增长基础，要求进一步落实金融支持实体经济的政策措施，助力市场主体纾困发展。下一步，要继续落实好为市场主体减负等金融支持政策，保持流动性合理充裕但不搞大水漫灌，有效发挥结构性直达货币政策工具精准滴灌作用，确保新增融资重点流向实体经济特别是小微企业。提高金融支持政策便利度，支持中小银行运用大数据进行有效银企对接，疏通传导机制，扩大市场主体受益面。深化市场报价利率改革，引导贷款利率继续下行，落实落细运用再贷款再贴现资金发放优惠利率贷款、支持发放信用贷款等措施，确保小微企业全年融资量增、面扩、价降。

2. 监管层强调加快金融供给侧改革、引导长期资金入市。银保监会主席郭树清在《求是》发表文章指出，要加快金融供给侧改革，推动金融结构同经济社会发展相适应，促进融资便利化，降低实体经济成本，提高资源配置效率。健全金融机构法人治理，矫正大股东操纵和内部人控制两种不良倾向。不断完善资本市场基础制度，引导理财、信托、保险等为资本市场增加长期稳定资金。加快养老保险第二和第三支柱建设，推动养老基金在资本市场上的占比达到世界平均水平。今年以来，公募基金、保险、社保基金和养老金等机构投资者积极入市，持股占比明显提升，有利于稳定市场信心，提升风险偏好。

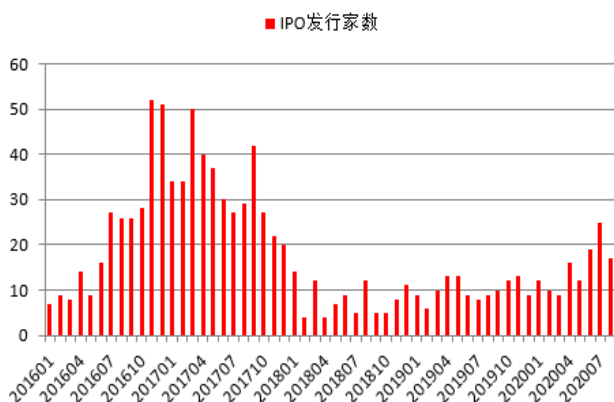
影响风险偏好的不利因素包括：

1. 美国大选临近，中美关系的不确定加大。美国总统特朗普发表不利于中美关系的言论，原定于8月15日举行的中美经贸磋商牵头人会议推迟，受此影响，风险偏好显著下降。之后美国相关媒体证实，中美高级别经贸磋商牵头人将于近日举行视频会议，评估第一阶段协议的落实情况。距离美国大选还有不到3个月时间，美国现任总统特朗普民调支持率落后于民主党候选人拜登，为扭转当前的不利形势，特朗普不断对中国施压，以争取更多选民支持。因此，在11月3日美国大选之前，中美关系将面临更多不确定性，这将对风险偏好形成抑制。

四、资金面分析

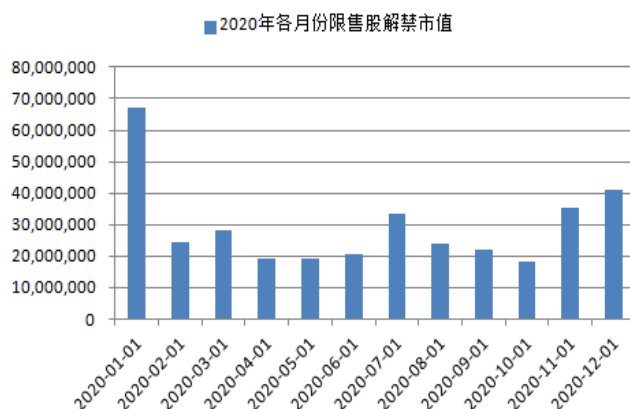
股票作为一种特殊的商品，其价格也取决于供求关系的变化。从股票市场供给和需求的角度分析，股票的供给主要体现在新股发行、限售股解禁规模的变化等方面，而需求则直接体现在场外资金的流入和场内资金的流出。截止2020年6月，科创板开市已满一年，且市场运行平稳，在取得经验后开始向创业板推广。经过4个多月的努力，创业板改革并试点注册制各项工作准备就绪，18家首批首发企业已于8月24日上市交易。今年6月份以来，新股发行较之前明显提速，截止2020年8月21日，证监会8月份以来共核发17家IPO批文，筹资总额尚未披露。2020年9月份限售股解禁市值22059514.77万元，略低于8月份的23970423.16万元。综合来看，新股发行数量较前期有所增加，但9月限售股解禁规模小幅下降，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（月）



资料来源：WIND 新纪元期货研究

增量资金入市方面，今年以来公募基金、保险资金、社保基金和养老金等机构投资者积极入场，持股比例不断提高。数据显示，截至7月31日，今年以来共计成立811只新公募基金，平均每天有3-4支基金成立。同时，新基金发行总额达到1.57万亿元，已经超越2019年全年新基金发行总额1.43万亿元。就险资而言，银保监会制定了《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》，设置差异化的权益类资产投资监管比例，根据保险公司偿付能力充足率、资产负债管理能力及风险状况等指标，明确八档权益类资产监管比例，最高可到占上季末总资产的45%。截至5月末，保险资产总规模19万亿元，资金运用余额17万亿元，权益类资产3.85万亿元，占比22.64%。目前，保险资金投资股票的规模占据A股市值的3.1%，是继公募基金后的第二大机构投资者。如果保险资金投资权益类资产比例的上限由30%提高至45%，意味着未来将有2.55万亿-3.8万亿的潜在增量资金入市。除了国内机构投资者以外，海外资金借道沪深港北向通道持续流入A股市场，截止2020年8月26日，今年以来沪股通资金累计净流入400.92亿元，深股通资金累计净流入890.11亿元。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，股指进入第五浪回调，并于3月调整结束，开启新一轮反弹。

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 加权连续 3 个月上涨，均线簇多头排列、向上发散，形成月线级别的上升趋势，充分震荡调整后有望再创新高。IH 加权 7 月中旬以来进入震荡调整，整体维持在 3100-3400 区间波动，待压力充分消化后有望重拾升势。IC 加权 8 月份维持窄幅震荡，成交量和持仓量下降，但中期上涨趋势没有改变。上证指数突破 2018 年 1 月高点 3587 与 2019 年 4 月高点 3288 连线压力，形成新一轮上升趋势，若能有效突破 3587 一线压力，则反弹空间进一步打开。

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 加权连续 7 周维持震荡整理，重心逐渐上移，技术上呈现三角收敛的走势，预计向上突破的可能性较大。IH 加权维持 5 周线上方运行，整体呈现强势整理的态势，均线簇多头排列、向上发散，周线级别

的上升趋势没有改变。IC 加权维持在 6000-6800 区间震荡，前期累积的获利盘压力得到有效释放，充分震荡调整后有望向上突破。上证指数在 3152-3187 缺口附近受到支撑，连续 4 周反弹，逼近前期高点 3458 压力，若能有效突破，则进一步打开上升空间。

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

国外方面，受新冠疫情的冲击，上半年全球经济大幅下滑，美国、欧元区第二季度 GDP 增速创有记录以来最大降幅。但从先行指标来看，摩根大通全球制造业 PMI 在 4 月深度探底后开始反弹，并于 7 月重返扩张区间，意味着全球经济将在三季度反弹。美联储 7 月会议纪要显示，暂时没有实施国债收益率曲线控制（YCC）的必要，市场对美联储进一步宽松的预期落空。

国内方面，7 月固定资产投资和消费增速继续回升，工业生产维持高位，三季度经济开局良好，下半年经济有望延续 V 型复苏。受货币宽松预期下降以及中美紧张关系等因素影响，7 月中旬以来，股指进入震荡调整阶段，前期累积的获利压力得到有效释放。进入 9 月份，地方专项债发行将会提速，随着抗疫特别国债、财政支出、减税降费等政策的深入落实，下游需求将加快恢复，PPI 触底回升，产成品库存持续回落，企业盈利有望继续改善，分子端有利于提升股指的估值水平。货币政策保持灵活适度，全面宽松转为精准导向，重心由稳增长向调结构倾斜，在稳增长和防风险之间取得平衡，但不会明显收紧，无风险利率维持低位，企业融资成本有望进一步下降。影响风险偏好的因素总体偏多，监管层强调加快金融供给侧改革，引导长期资金入市，注册制改革稳步推进。不利因素在于，美国大选临近，中美关系面临较大的确定性。

进入 9 月份，宏观经济将延续 V 型复苏，随着财政政策的深入落实，下游需求将加快回升，企业盈利有望继续改善。货币政策保持灵活适度，全面宽松转为精准导向，企业融资成本有望进一步下行。股指延续震荡上行或为主基调，建议逢低做多为主。

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达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#