

经济复苏步入正轨，股指中期上行趋势不改

宏观经济/股指

内容提要：

- ◆ 国外新增确诊病例连续创新高，疫情二次爆发导致部分国家和地区延长隔离措施，给全球经济复苏带来不确定性，在经济回到目标轨道之前，全球量化宽松政策将不会停止。
- ◆ 在疫情防控取得决定性胜利，宏观政策不断加大逆周期调节背景下，我国二季度 GDP 增速转正，经济呈现 V 型复苏的走势。进入 8 月份，随着减税降费、降准、结构性降息等一系列政策的深入落实，下游需求将加快恢复，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，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，政策面强化金融对市场主体的支持，金融供给侧改革有序推进，创业板试点注册制正式实施。不利因素在于，美国大选临近，中美关系面临较大的不确定性。
- ◆ 进入 8 月份，国内经济将继续恢复，下游需求将加快回升，企业盈利有望继续改善。货币政策保持宽松，无风险利率维持低位。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

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）

短期存在回调要求，耐心等待

低吸机会（周报）

企业盈利逐渐改善，股指震荡

上行或为主基调（半年报）

政策面释放降准预期，短期延

续多头思路（周报）

第一部分 基本面分析

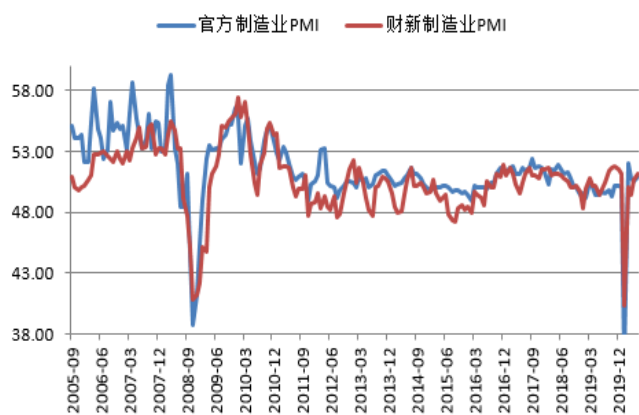
虽然欧洲多数国家疫情正在得到有效控制，但印度、巴西、南非等新兴市场国家疫情峰值尚未到来，美国单日新增确诊病例连续创新高，疫情二次爆发导致部分地区推迟经济重新开放的时间。截止7月26日，全球新冠肺炎累计确诊病例超过1600万例，其中美国累计确诊超过430万例，西班牙累计确诊超过31万例，英国累计确诊超过30万例，意大利累计确诊超过24万例，德国累计确诊超过20万例。新兴市场国家中，俄罗斯累计确诊超过81万例，巴西累计确诊超过240万例，印度累计确诊超过140万例。从当前疫情形势来看，全球新增确诊病例接连创新高，每天以超过20万例的速度增长，疫情二次爆发已成不争的事实。第二波疫情导致部分国家和地区延长隔离措施，全球经济复苏再次面临不确定性。

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。

2 季度经济增速转正，企业盈利逐步改善

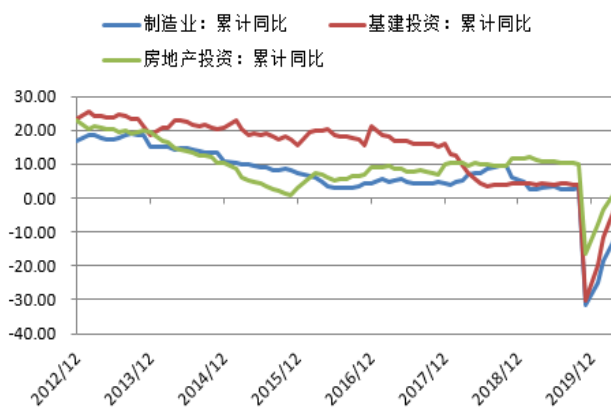
初步核算，我国第二季度GDP同比增长3.2%，经济在一季度深度负增长后首次转正，上半年GDP增速同比下降1.6%。表明在疫情防控取得积极成效，宏观政策持续加大逆周期调节背景下，我国经济迅速从疫情中恢复，年内将呈现V型复苏的走势。从先行指标来看，中国6月官方制造业PMI上升至50.9（前值50.6），创4月以来新高，连续4个月维持在扩张区间。6月财新制造业PMI录得51.2，较上月回升0.5个百分点，创年内新高。分项数据显示，生产指数为53.9（前值53.2），新订单和新出口订单指数为51.4和42.6，分别较上月加快0.5和7.3个百分点，连续两个月回升，创4月以来新高。从生产和需求的角度来看，随着企业复工复产的加快推进，工业生产持续改善，已回归正常水平。但需求恢复相对滞后，导致产成品库存累积，随着复工的结束，上游企业将进入主动去库存阶段，而下游将转向被动去库存。

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

投资增速加快回升，工业生产回归正常水平。中国1-6月固定资产投资同比下降3.1%（前值-6.3%），降幅

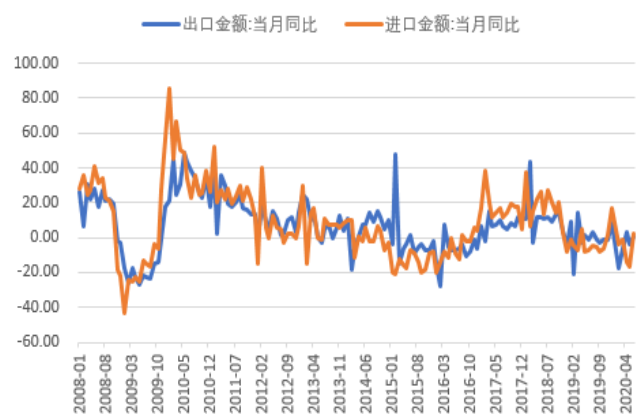
连续4个月收窄。1-6月房地产投资同比增长1.9%（前值-0.3%），今年以来首次转正，其中土地购置面积同比下降0.9%，房屋新开工面积同比下降7.6%，降幅分别较1-5月份收窄7.2和5.2个百分点。房屋施工面积同比增长2.6%（前值2.3%），为年内首次回升，房屋竣工面积同比下降10.5%（前值-11.3%），降幅连续4个月收窄。商品房销售面积和销售额同比下降8.4%和5.4%，降幅较1-5月份收窄3.9和5.2个百分点，表明随着房地产项目的加快赶工，房地产投资持续回升，商品房销售逐渐回暖。1-6月基建投资同比下降2.7%，降幅较1-5月份收窄3.6个百分点，今年上半年地方专项债累计发行2.24万亿，剩余1.5万亿规模的专项债将于下半年发行，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11.7%（前值-14.8%），受出口疲软的拖累，制造业投资回升力度相对偏弱。1-6月规模以上工业增加值同比下降1.3%，降幅较1-5月收窄1.5个百分点，其中6月规模以上工业增加值同比增长4.8%（前值4.4%），连续3个月正增长，接近去年7月份水平。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. 进出口增速转正



资料来源：WIND 新纪元期货研究

消费增速稳步回升。中国1-6月社会消费品零售总额同比下降11.4%（前值-13.5%），其中6月份零售总额同比下降1.8%（前值-2.8%），降幅连续4个月收窄。其中6月限额以上单位汽车类商品零售额同比下降8.2%（前值3.5%），限额以上单位家用电器和音像器材类零售额同比增长9.8%（前值-4.3%），创去年4月以来新高。中国汽车工业协会数据显示，6月份乘用车销售量同比增长1.9%，增速较5月份下降5.1个百分点。进入下半年，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。

进出口增速双双转正。按美元计价，中国6月进口同比增长2.7%（前值-16.7%），出口同比增长0.5%（前值-3.3%），进出口增速双双转正，主要受大宗商品价格反弹，口罩、药材、医疗器械等抗疫物资出口大幅增长，以及国外供给替代的影响。今年1-6月份，进口同比下降7.1%，出口同比下降6.2%，降幅连续4个月收窄，上半年实现贸易顺差1678亿美元，较去年同期下降88.66亿美元。分国家和地区来看，上半年我国对东盟进出口同比增长5.6%，成为我国第一大贸易伙伴，对欧盟、美国进出口同比下降1.8%和6.6%。国外疫情尚未得到有效控制，我国外贸发展面临不确定性，下半年出口仍将面临下行压力，稳外贸政策将继续实施。

一、 货币政策继续保持宽松倾向，非常规政策工具退出

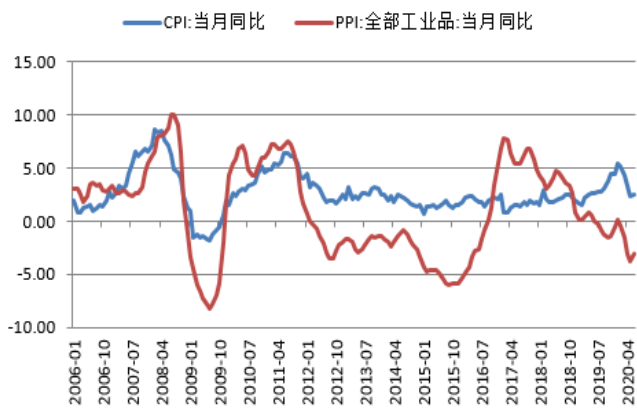
央行二季度货币政策例会指出，稳健的货币政策要更加灵活适度，把支持实体经济恢复与可持续发展放到更加突出的位置。坚持总量政策适度，促进金融与实体经济良性循环，全力支持做好“六稳”“六保”工作。综合

运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、民营企业的支持力度。展望下半年，货币政策将继续保持宽松倾向，随着经济朝着预期的目标发展，非常规政策工具退出，但短期内不会明显收紧。

在数量型的货币政策工具方面，今年以来，央行已实施三次降准，释放长期资金 1.75 万亿元，其中大型金融机构的存款准备金率降至 12.5%，中小型金融机构存款准备金率降至 9.5%，创 2007 年 10 月以来新低，未来仍有一定的下调空间。此外，央行先后分三次发放再贷款、再贴现额度，合计 1.8 万亿元，有效支持了抗疫物资保障、企业复工复产和小微企业恢复发展。价格型的货币政策工具方面，央行两次下调逆回购（OMO）、中期借贷便利（MLF）利率，累计 30 个基点，贷款市场报价利率（LPR）跟随下调。此外，央行 2008 年以来首次下调超额存款准备金利率，并下调再贴现利率 25 个基点，引导金融机构贷款利率下行，降低实体经济融资成本。

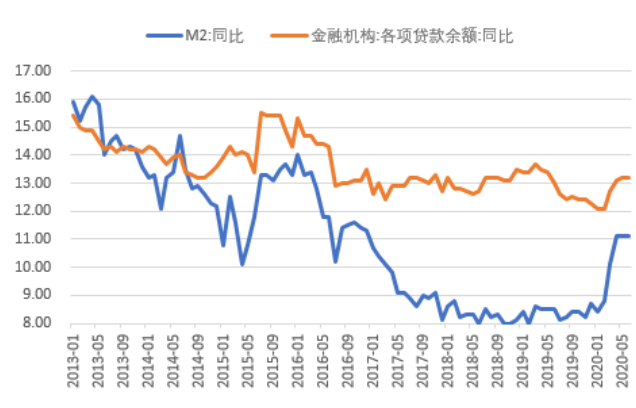
物价方面，中国 6 月 CPI 同比上涨 2.5%（前值 2.4%），今年以来首次回升，受生猪出栏放缓以及多雨天气影响，猪肉和蔬菜价格上涨，是 CPI 涨幅扩大的主要原因。PPI 同比下降 3%，降幅较上月收窄 0.7 个百分点，主要受国际原油价格大幅上涨，石油天然气开采、黑色金属冶炼等行业由降转升的影响。进入三季度，随着蔬菜、水果供应旺季的到来，CPI 涨幅有望继续回落，通胀压力整体可控。随着减税降费、降准、结构性降息等稳增长政策的深入落实，下游需求加快恢复，大宗商品价格回升，工业通缩压力消减，下半年 PPI 同比有望转正。

图 5. 中国 6 月 CPI、PPI 同比



资料来源：WIND 新纪元期货研究

图 6. 中国 6 月 M2 与信贷增速



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。中国 6 月新增人民币贷款 1.81 万亿，社会融资规模增量为 3.43 万亿，分别较去年同期多增 1474 和 8099 亿元，广义货币供应量 M2 同比增长 11.1%，增速连续 3 个月持平。从总量和结构来看，上半年社会融资规模增量累计为 20.83 万亿元，比上年同期多 6.22 万亿元，其中对实体经济发放的人民币贷款增加 12.33 万亿元，同比多增 2.31 万亿元；6 月末社会融资规模的存量为 271.8 万亿元，同比增长 12.8%，增速比上年同期高 1.6 个百分点。6 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 0.3 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。今年以来，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。

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。

二、 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。

7月份以来，国外单日新增确诊病例连续创新高，疫情二次爆发导致部分国家和地区延长隔离措施，给全球经济复苏带来不确定性。但新冠疫苗研发取得突破性进展，目前已有多款疫苗进入三期试验，预计最早年底前可以投入使用，这在很大程度上提升了风险偏好。国内方面，金融供给侧改革有序推进，政策面要求加大金融对市场主体的支持，创业板试点注册制正式落地。综合而言，8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. 两次企业家座谈会强化对市场主体的金融支持。7月13日，李克强总理主持召开经济形势专家和企业家座谈会，强调要做好疫情常态化防控，紧紧围绕‘六稳’‘六保’，全面落实助企纾困和激发市场活力规模性政策，更大力度推进改革开放，稳住经济基本盘，保住基本民生，有效防范风险，努力完成全年经济社会发展目标任务。7月21日，习近平主席主持召开企业家座谈会并发表重要讲话，指出要落实好纾困惠企政策，实施好更加积极有为的财政政策、更加稳健灵活的货币政策，增强宏观政策的针对性和时效性。要继续减税降费、减租降息，确保各项纾困措施直达基层、直接惠及市场主体，强化对市场主体的金融支持，发展普惠金融，有效缓解企业特别是中小微企业融资难融资贵问题。高层两次召开企业家座谈会，强化对市场主体的金融支持，有助于稳定企业家信心，提升市场风险偏好。

2. 中央政治局会议要求确保宏观政策落地见效。7月30日，习近平主席主持召开中央政治局会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。会议指出，要确保宏观政策落地见效，财政政策要更加积极有为、注重实效。要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策要更加灵活适度、精准导向。要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。宏观经济政策要加强协调配合，促进财政、货币政策同就业、产业、区域等政策形成集成效应。

3. 欧盟复苏基金正式成立，美国新一轮经济刺激法案呼之欲出。7月21日，欧盟各国领导人终于就总额高达7500亿欧元的“复苏基金”达成协议，意味欧盟将开始执行历史上最大规模的经济救助计划。根据各方达成的协议，将有3900亿欧元作为直接拨款，另外3600亿欧元以贷款形式用于各成员国恢复经济。同时，各方还就欧盟2021年至2027年总额高达1.074万亿欧元的预算达成了一致。美国2万亿美元的经济救助资金将于7月底耗尽，特朗普政府正在制定新一轮经济刺激计划。美国财长努钦、白宫幕僚长米道斯表示，新一轮刺激经济法案正取得进展，希望金额维持在1万亿美元水平，将于两周内通过。欧盟复苏基金和美国新一轮财政刺激法案的出台，将有助于全球经济恢复，提振市场信心。

影响风险偏好的不利因素包括：

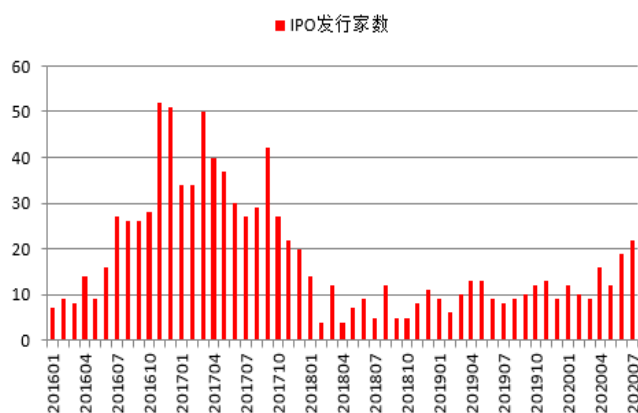
1. 国外疫情二次爆发给全球经济复苏带来不确定性。7月份以来，美国单日新增确诊病例连续创新高，由6

月份的平均每日3-4万例上升至6-7万例。新兴市场国家中，印度单日新增确诊病例处于加速阶段，由7月初的每日2万例增加至月底的每日5万例，巴西单日新增确诊病例维持在2-5万例，俄罗斯新增确诊病例处于下降阶段。截止2020年7月24日，全球单日新增确诊病例超过28万例，疫情二次峰值尚未到来，加剧市场对全球经济再次停摆的担忧。

四、资金面分析

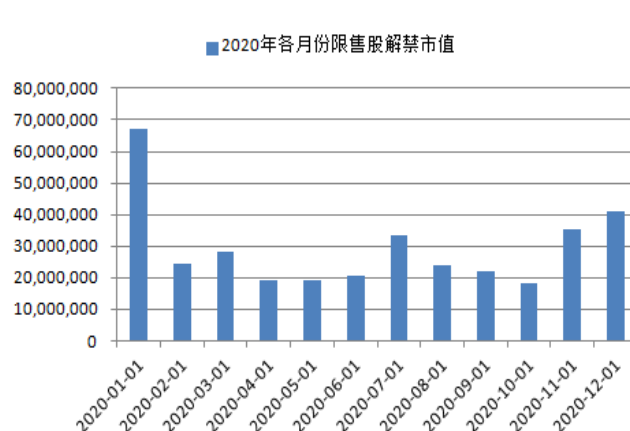
股票作为一种特殊的商品，其价格也取决于供求关系的变化。从股票市场供给和需求的角度分析，股票的供给主要体现在新股发行、限售股解禁规模的变化等方面，而需求则直接体现在场外资金的流入和场内资金的流出。十九大以来，新股发行审核日益趋严，IPO通过率明显下降，新股发行数量由之前的每周7-10家降至每周3-5家。截止2020年7月24日，证监会7月份以来共核发22家IPO批文，筹资总额尚未披露，新股发行数量较上月小幅增加。2020年8月份限售股解禁市值23970423.16万元，规模明显低于7月份的33251227.21万元。综合来看，新股发行数量较前期有所增加，但8月限售股解禁规模显著下降，将在一定程度上减轻资金面压力。

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。据Wind数据显示，截至上半年末，年内共有682只基金先后成立，累计发行规模高达10676.82亿元，仅次于2015年牛市期间的10695.07亿元，对比2019年上半年的4786.14亿元，同比增长123.08%。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通北向通道持续流入A股市场，截止2020年7月27日，今年以来沪股通资金累计净流入441亿元，深股通资金累计净流入841.23亿元。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加权突破2018年1月高点4430一线压力，均线簇多头排列、向上发散，短期震荡调整后有望再创新高。IH加权在2015年高点3573附近承压回落，连续大涨后存在回调的要求，但中期反弹趋势没有改变，充分调整后有望重拾升势。IC加权突破60日均线后加速上涨，在6800关口上方遇阻回落，短期或进入调整阶段。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 加权在 4900 关口附近承压回落，回补了 4396-4443 部分跳空缺口，预计短期再度下跌的空间有限，充分调整后有望重拾升势。IH 加权在 2015 年高点 3573 附近遇阻回落，回补了 3149-3195 跳空缺口，但均线簇多头排列、向上发散，周线级别的上升趋势没有改变。IC 加权连续三周调整，前期累积的获利盘压力得到有效释放，中期反弹趋势有望延续。上证指数连续大涨后进入调整阶段，3150-3187 缺口存在较强支撑，预计在此处企稳的可能性较大。

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

国外方面，7 月份以来，全球新增新冠肺炎确诊病例连续创新高，疫情二次爆发导致部分国家和地区延长隔离措施，给全球经济复苏带来不确定性。在此期间，欧盟复苏基金正式获批，美国新一轮财政刺激法案呼之欲出，在经济回到目标轨道之前，全球央行量化宽松将不会停止。

国内方面，在疫情防控取得决定性胜利，宏观政策不断加大逆周期调节背景下，我国二季度 GDP 增速转正，经济呈现 V 型复苏的走势。受基本面、政策面和资金面等多重利好的驱动，7 月初股指连续大涨，突破重要技术压力，形成新一轮上升趋势。进入 8 月份，随着减税降费、降准、结构性降息等一系列政策的深入落实，下游需求将加快恢复，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，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，政策面强化金融对市场主体的支持，金融供给侧改革有序推进，创业板试点注册制正式实施。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 8 月份，国内经济将继续恢复，下游需求将加快回升，企业盈利有望继续改善。货币政策保持宽松，无风险利率维持低位。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#