

初九潜龙勿用 牛市仍需等待

板块 股指

建议股债平衡：



前海期货有限公司

投资咨询业务资格

投资研究中心

期货分析师：张若溪

电话：021-68770091

邮箱：zhangruoxi@qhfc.com.net

从业资格号：F3056946

期货分析师：许向东

电话：021-68770057-8071

邮箱：xuxiangdong@qhfc.com.net

从业资格号：F3063109

期货分析师：黄笑凡

电话：021-68770092

邮箱：huangxiaofan@qhfc.com.net

从业资格号：F3037570

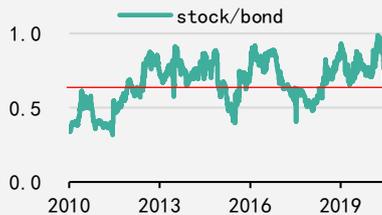
投资咨询号：Z0013258

报告摘要

- 预计疫情后世界经济发展动能不足，将在较长时间受到通缩的牵引。
 - 中美实际利率显著分叉，指向不同的经济前景。中国货币政策已经开始发出收紧的信号。
 - A股估值已经显著突破。但从DDM模型来看，分子受到疫情影响有所减少，无风险利率在上行。股债比回到均衡位置，未来一段时间A股缺乏显著的向上驱动力。
- 主要经济体杠杆率均处在强弩之末
 - 4月以来全球资本市场以再通胀为基调
 - 中国货币政策已经发出偏紧的信号
 - 短期A股整体缺乏向上驱动力

Sector Nonferrous

Stock and bond 50 50:



QIANHAI FUTURES CO., LTD

Investment consulting qualification

Investment research center

Analyst: Ruoxi Zhang

Tel: 021-68770091

E-mail: zhangruoxi@qhfc.net

Qualification certificate No.: F3056946

Analyst: Xiangdong Xu

Tel: 021-68770057-8071

E-mail: xuxiangdong@qhfc.net

Qualification certificate No.: F3063109

Analyst: Xiaofan Huang

Tel: 021-68770092

E-mail: huangxiaofan@qhfc.net

Qualification certificate No.: F3037570

Investment consulting certificate No.:

Z0013258

Momentum needs time to build: **Not a bull market, yet**

✦ Abstract

- It is expected that the world economy will suffer from deflation for a long time due to lack of momentum after the pandemic.
 - Real interest rates in China and the US diverge markedly, implying vast contradicting economic outlooks. China's monetary policy has begun to signal tightening.
 - A - share valuation has seen a significant breakthrough. However, from the perspective of DDM model, the molecules are driven down by Covid-19, and the risk-free interest rate is on the rise. As the stock/bond ratio returns to 10 year average, A share lacks significant upward driving force.
- Leverage ratios in major economies are running out of steam
 - Global capital markets have been reflatting since April
 - China's monetary policy has signaled tightening
 - Short - term A - share overall lack of upward driving force

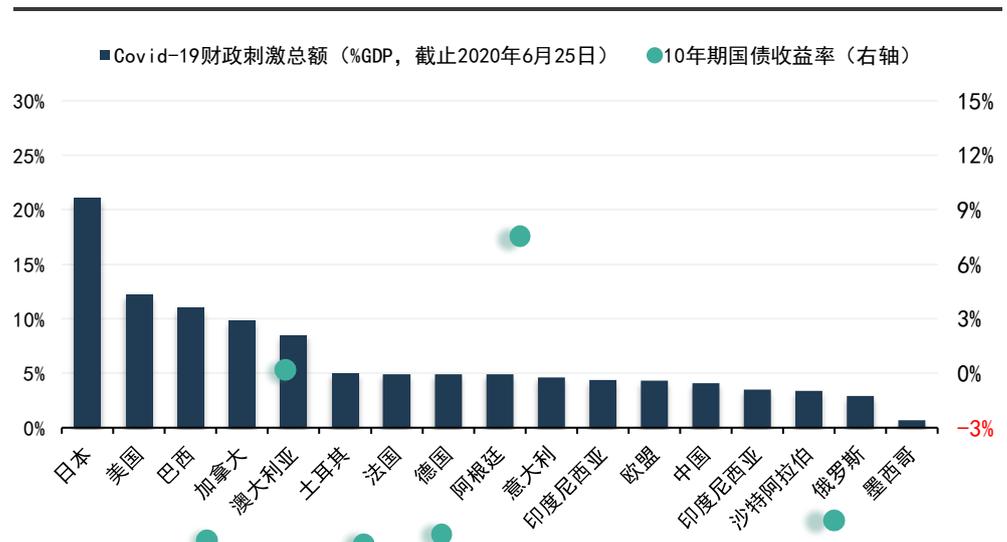
一、宏观经济回顾及展望

（一）疫情后全球宏观

1 全球主要经济体宏观杠杆率都处在高位

Covid-19 给各国实体经济都带来了巨大冲击。为了填补居民和企业部门经济活动由于疫情造成的大幅萎缩，各国政府都采用了在政府部门加杠杆的行为。部分发展中国家已经出现了经济危机。

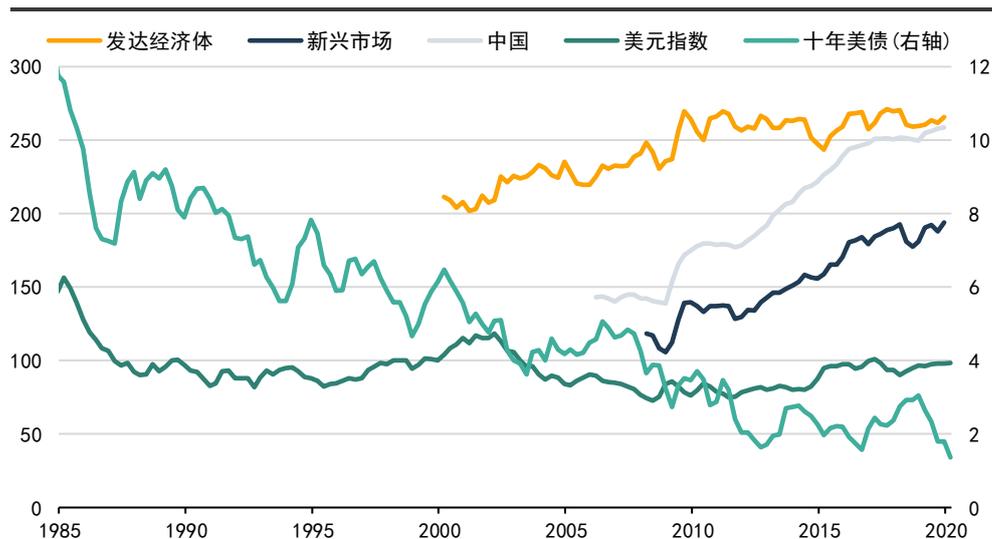
图1 各国政府采用财政政策刺激经济



数据来源：Wind，前海期货

根据 OECD 国家杠杆率数据，在 2019 年底，也就是疫情之前，全球主要经济体的宏观杠杆率已经达到或者接近新高。疫情后，政府杠杆率将显著增长。从下图我们可以看到，从整体上看，发达经济体在 07 年金融危机后并未有效去杠杆，后遗症一致延续至今。中国在金融危机后，地方政府和居民杠杆率显著攀升，实际上已经达到了发达经济体的水平，目前加杠杆的空间已经不大。新兴市场仍有一定空间，但无论是越南还是印度，从目前经济体量上看，都尚无法扮演 07 年金融危机后中国的角色。即使疫情冲击结束，全球经济可能在 1-2 年内保持低水平增长。

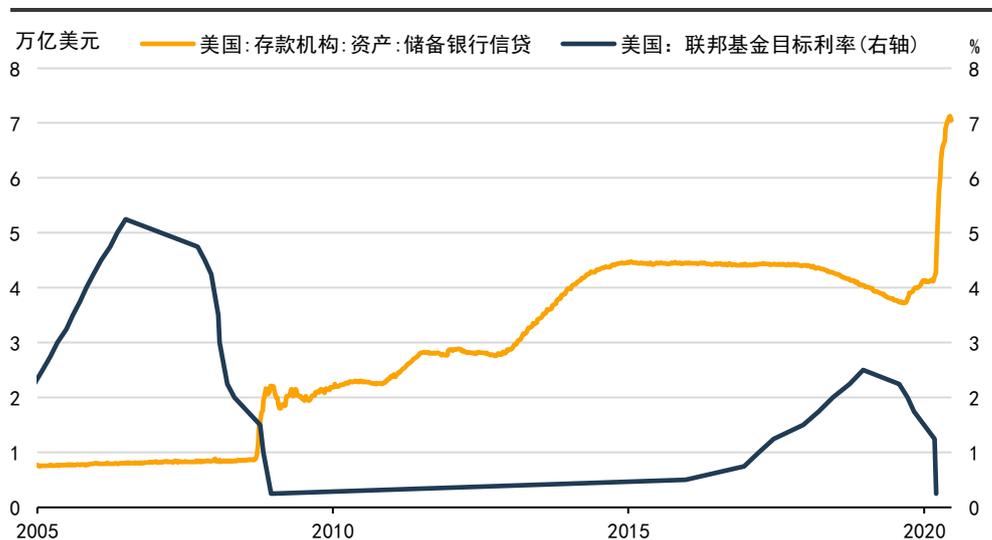
图2 全球主要经济体宏观杠杆率（截至2019年底）



数据来源：Wind，前海期货

美联储为了应对这次危机，进行了金融危机后第4轮QE。3个月内，美联储资产负债表增加了几乎3万亿美元。联邦利率已经降至0，实际利率为负。常规的武器库几乎耗尽，中长期来看，联储很可能不得不探索新的工具。

图3 近3个月，美联储资产负债表飙升

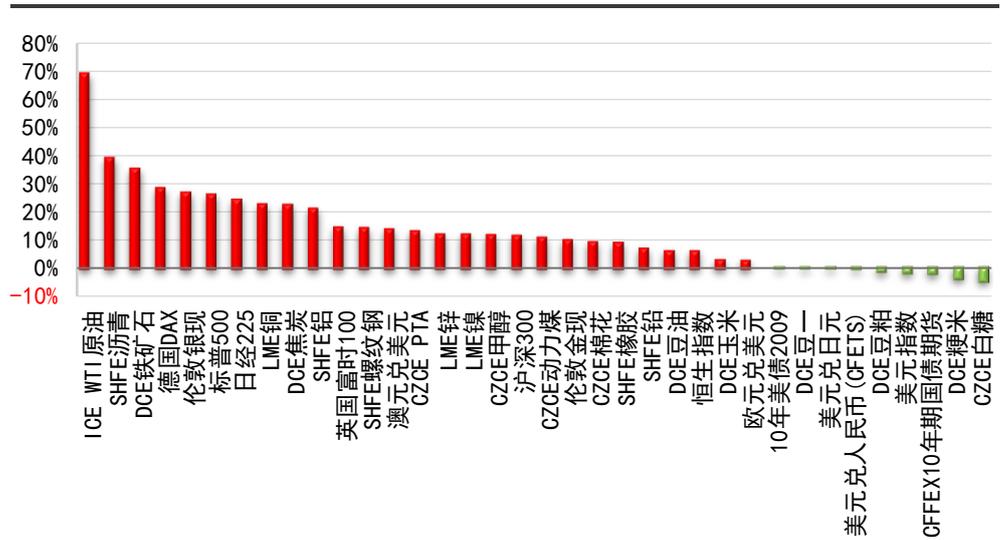


数据来源：Wind，前海期货

从上一轮QE的情况来看，这些负债是无法通过谨慎的财政政策减少的，而且QE并不能解决经济内部和经济体之间的失衡问题，每轮QE之间的时间在缩短，幅度在增长。预计未来几年，货币的超发可能长期存在，现金将成为收益最低的资产。

2 4月以来全球资本市场概览

图4 2020年4月以来资本市场、大宗商品表现一览



数据来源: Wind, 前海期货

4月以来,“再通胀”是全球资本市场的主题。由于疫情导致的骤停式通缩压力边际减弱,经济逐步恢复正轨,通胀逻辑开始演绎。原油是所有商品中表现最好的,涨幅近70%。WTI 7月合约大幅反弹至40美元一线。铁矿石由于供给问题涨幅也比较可观,达到了35%。伦敦金现货价格攀升至2012年的新高,长期看多逻辑仍然比较完备。疫情初期,由于供应链被破坏,部分农产品价格小幅上涨,但4月以来,随着生产秩序的恢复,粳米、豆一等价格均出现了回落。

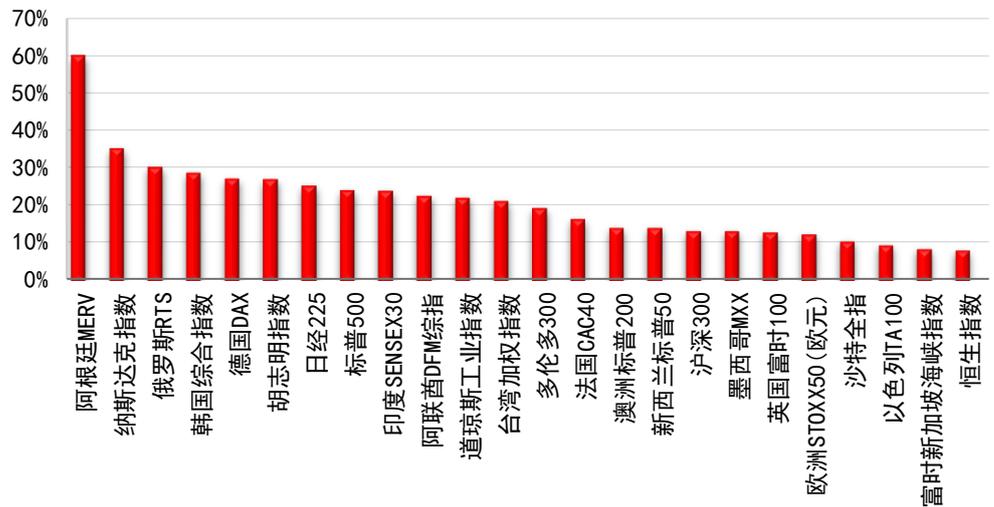
图5 4月以来原油大幅跑赢黄金



数据来源: Wind, 前海期货

权益市场方面,德国 DAX 超越标普 500 成为表现最好的主要金融市场全指,升幅近 30%。纳斯达克指数仍然领涨美股,甚至创出历史性高。沪深 300 涨幅为 12%,在主要市场中表现较差。

图 6 全球重要指数表现 (2020/4/1-2020/6/24)



数据来源: Wind, 前海期货

需要注意的是,5月下旬以来,中国的实际利率已经转正。根据美联储6月议息会议的会议纪要,美国国债收益率大概率将在2年内保持在0利率附近,而核心通胀率到2022年仍无法达到2%,也就是说美国的实际利率为负将保持至2022年。

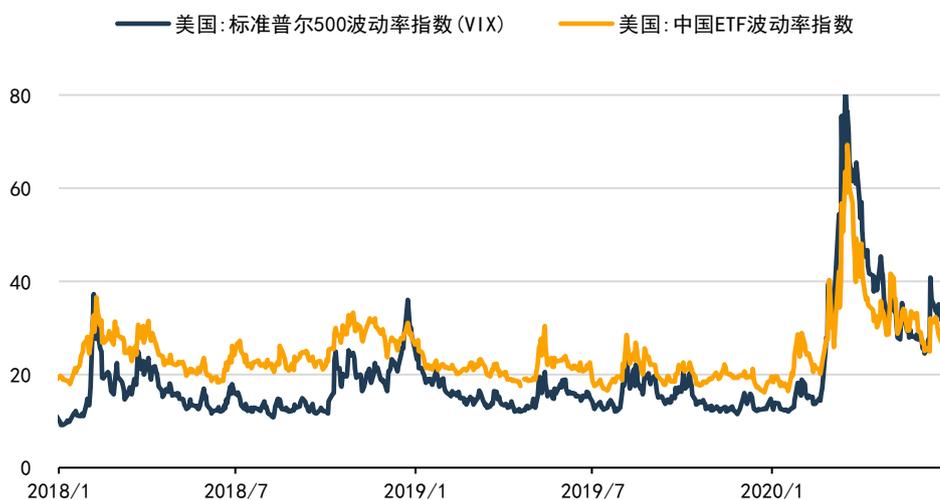
图 7 中国实际利率已经转正



数据来源: Wind, 前海期货

目前中美的实际利率给出了完全不同的信号，对于中期的经济前景给出了完全不一样的描绘。这对于大类资产的配置有非常现实的意义，我们在后面策略的部分会展开讨论。

图8 美股隐含波动率有所降低



数据来源：Wind，前海期货

在波动率方面，美股隐含波动率有所降低，但仍然显著高于 2019 年的震荡中枢。

（二）中国货币政策信号

1 短期宽信用延续，长期考虑适时退出

国常会和央行领导层接连释放货币政策信号，6月17号国常会提出，进一步通过引导贷款利率和债券利率下行等一系列政策，推动金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元；综合运用降准、再贷款等工具，保持市场流动性合理充裕，缓解企业资金压力。同时强调防止资金跑偏和“空转”，防范金融风险。

6月18日央行领导层在陆家嘴论坛上指出，疫情应对期间的金融支持政策具有阶段性，要关注政策的后遗症，总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出。这样的表述，给出了前期刺激政策要考虑退出的信号。

这两大信号在阐述视角上，存在短期和长期的差异。重心主要有两个，一

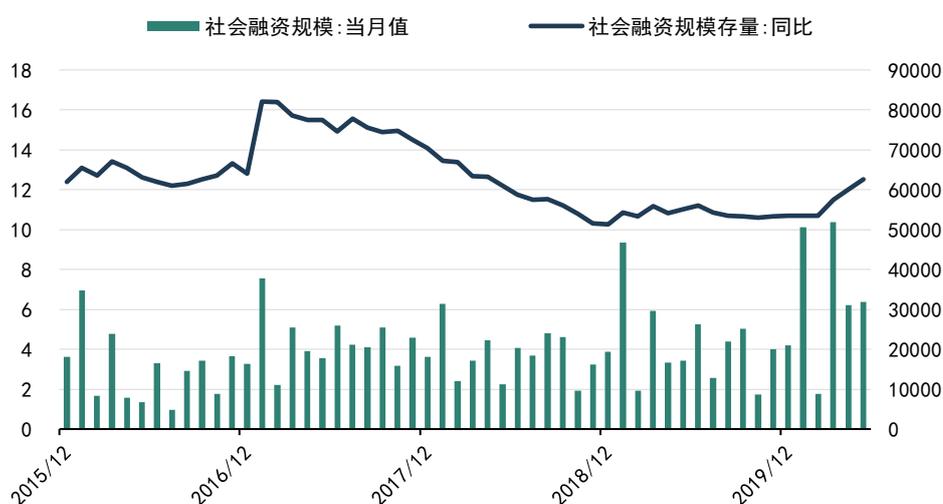
是宽信用以实现金融系统让利以及全年社融增量目标；二是对货币宽松保持克制防范资金空转。

受海内外需求疲弱影响，目前经济修复已显著放缓，且部分地区疫情出现反复，下半年“稳增长”“保就业”的压力仍然巨大。与此同时，考虑到特别国债发行、地方专项债的大规模发行要求金融机构增加对这些资产的配置，这都将带来较大的流动性缺口。因此，未来货币政策的大方向依然是宽松，还远远未到转向的时候。前期边际收紧货币，抬升资金利率水平，更多是对市场化利率、非市场化利率倒挂的一种纠偏，是在经济边际回暖的背景下宽松节奏的调整，而不是方向大转弯。但在经济逐步改善的情形下，货币政策将从快速放松转向缓慢放松的阶段。未来总量性的“宽货币”政策可能会逐步退出，结构性的“宽信用”政策则有望延续更长时间。

2 总量层面：流动性边际收紧

在疫情常态化下，经济内生性恢复、货币政策回归常态还是个很缓慢的过程。宽货币最宽松的时候已经过去，持续降准的空间不大。预计下半年总量保持宽松基调，边际宽松空间有限。预计 6、7 月份还会有降准落地，主要是对冲大量政府债券发行造成的流动性压力，后续流动性投放主要转向 OMO、MLF。

图9 社融增量（亿元，右轴）；社融存量同比增速（%，左轴）



数据来源：Wind，前海期货

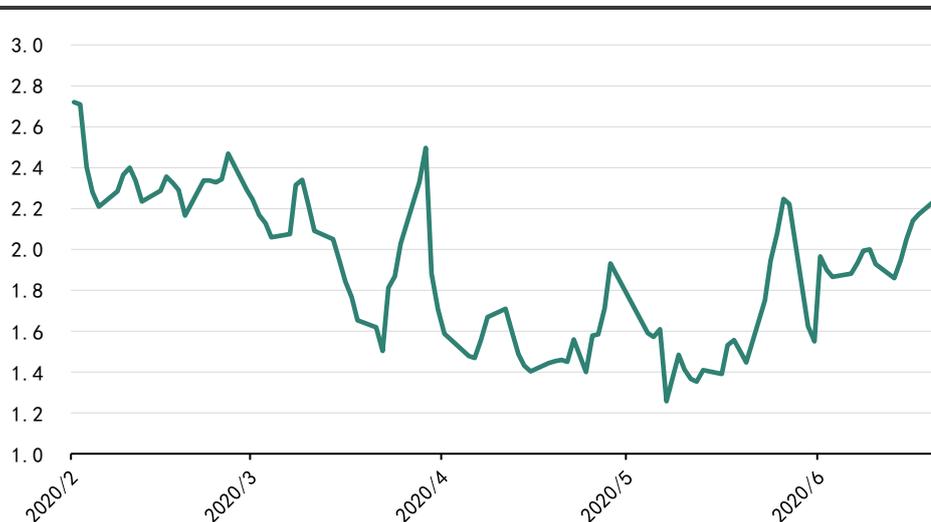
宽货币加速向宽信用转变，社融、信贷延续 V 型上行。按照今年政府债券

融资安排和国常会“加大货币金融政策支持实体经济力度”的要求，以及央行行长指出的“下半年，货币政策还将保持流动性合理充裕，预计带动全年人民币贷款新增近 20 万亿元，社会融资规模增量将超过 30 万亿元。”预计下半年社融增速仍有进一步上行空间，但 5 月新增信贷社融的强劲势头可能不会在全年持续。去年社融存量增速在 13.6%，目前这一增速在 12.5%，还有一定的上行空间。

3 价格层面：利率上行空间有限

4 月底以来，央行开始加强对于资金空转套利行为的监管，包括央行边际收紧短端流动性和银保监会整顿结构性存款等，导致资金利率快速上行。DR007 由 4 月末的 1.2% 以下持续抬升至六月中旬的 2% 以上，同期 10 年期国债到期收益率由 2.5% 大幅上行至 2.9% 以上。而国常会明确指出要综合运用降准、再贷款等工具，保持市场流动性合理充裕，预计央行将择机进行降准操作，这意味着近期利率快速上行空间有限。

图 10 银行间质押式回购加权利率：7 天（DR007）（%）



数据来源：Wind，前海期货

此外，国常会提出金融系统全年向各类企业让利 1.5 万亿元，这实际蕴含着较为明显的降低利息的信号，金融系统向企业让利主要包括三方面：

一是降低利率。国常会明确提出，未来将进一步通过引导贷款利率和债券利率下行，发放优惠利率贷款等方式，化解企业融资贵难题。未来央行将会通

过降低商业银行负债端成本的方式引导 LPR 下行，从而引导资产端贷款利率下行。

二是通过直达货币政策工具推动让利。央行将提供 400 亿元作为普惠小微企业贷款延期支持工具，可缓解小微企业还本付息压力。央行还将提供 4000 亿元再贷款资金用于普惠小微企业信用贷款支持计划，从而拉动中小银行发放中小微贷款增速。

三是银行降低收费。银行通过让渡自身盈利，降低各类收费项目来降低企业贷款利率，例如评估费、担保费等非息费用。

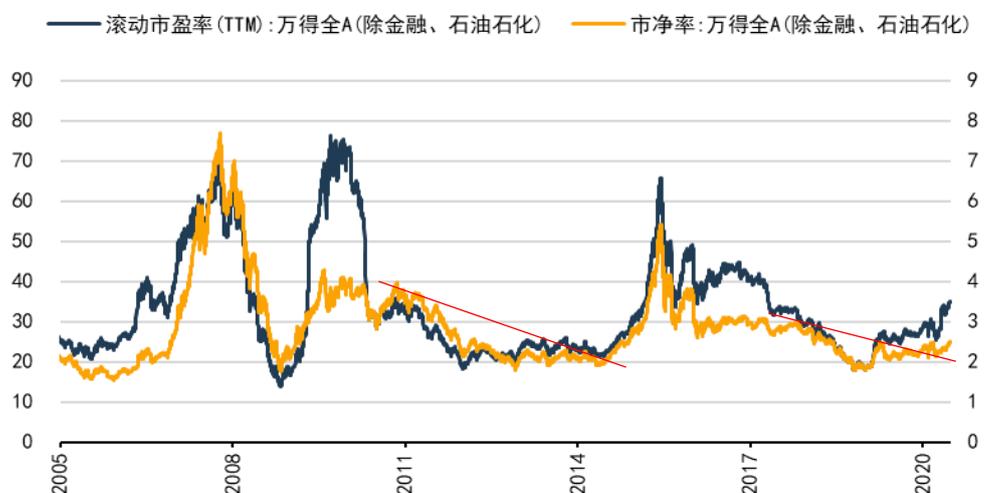
综上，贷款利率下行是较为确定和占比最大的一块，预计后续银行让利主要依靠企业贷款利率下行，并配合央行降准降息等总量工具。

二、A 股基本面情况

1 A 股或许已经进入牛市初期

在周报中我们指出，上证指数估值较低，回调空间较小，A 股长牛逻辑较为完备，且已经有初步牛市信号，中线投资者可以开始建仓。从万得全 A 市净率和市盈率可以明显看到，估值提升明显。

图 11 全市场估值有所突破



数据来源：Wind，前海期货

虽然市净率和市盈率已经有所突破，但是从经典的股票市值与 GDP 比值来看，目前股票估值仍然处在较低水平。

图 12 全市场估值有所突破



数据来源: Wind, 前海期货

2 外资积极增持

疫情后，中美国债利差已经接近历史最高水平。同时，欧美国债利差也从底部显著回升。这仍然是外资积极配置中国资产的核心驱动力。

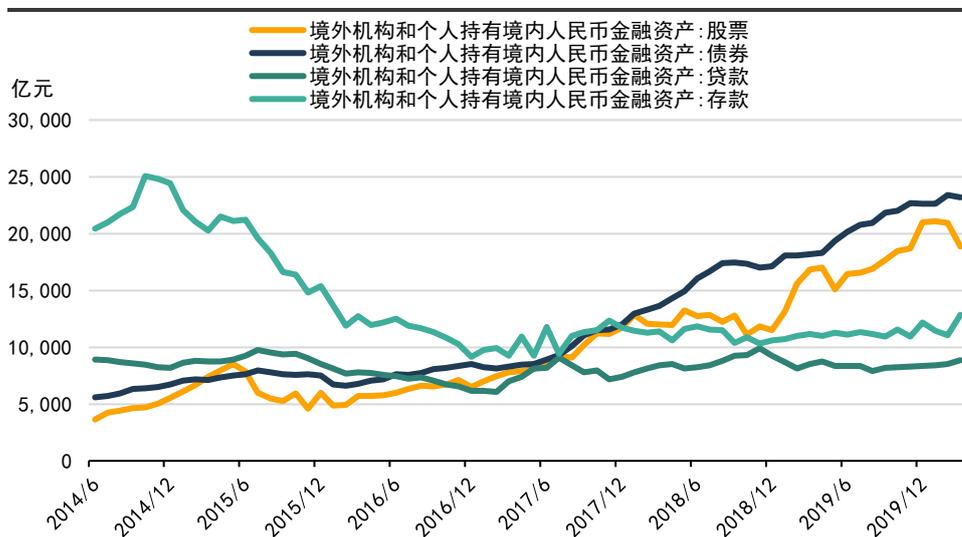
图 13 中美利差已经接近历史高点（10 年期债券差值）



数据来源: Wind, 前海期货

从一季度公布境外机构境内资产表可以看到，在利差驱动下，外资在坚定增持债券。由于国内疫情的影响，权益配置有所减少。

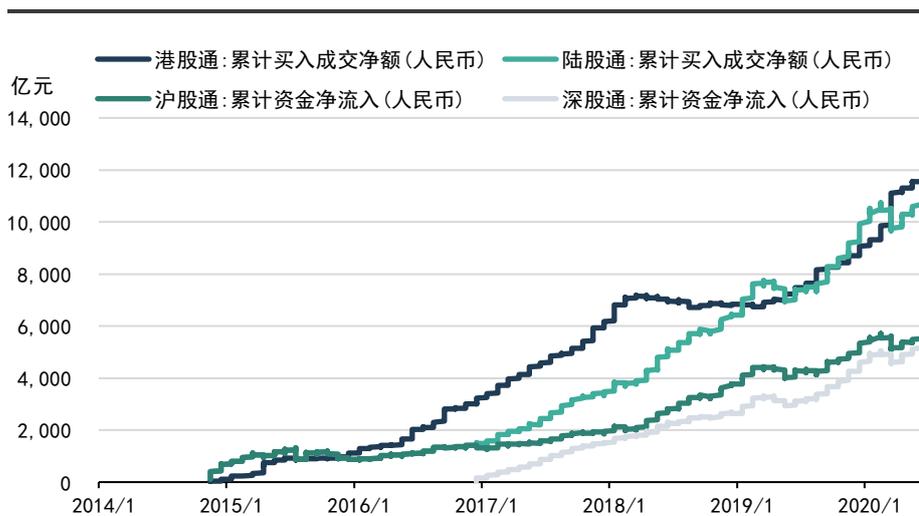
图 14 一季度外资继续增持债市



数据来源：Wind，前海期货

但是从更高频的陆股通数据可以看到，在大幅回撤后，外资持有陆股通股票市值已经创下新高。同时，南下资金积极配置港股，目前持有金额已经超过陆股通持有金额。

图 15 高频数据显示陆股通、港股通持续增持



数据来源：Wind，前海期货

3 股债比有所回落

由于债市的持续调整，截至 2020 年 6 月 24 日，股债比已经从 4 月下旬的历史极高值显著回落，目前处在中性略偏股位置，建议对股债进行平衡或者略偏股配置。

图 16 股债比有所回落(红线为 0.67, 10 年平均值)



数据来源: Wind, 前海期货

目前主流的经济假设认为今年的 GDP 可能全年为 2% 左右，而明年的经济会有比较明显的增长，这对于沪深 300 的盈利有显著的影响。同时，由于实际利率已经转正，未来无风险利率难以保持较低水平。从 DDM 模型来看，A 股盈利降低，分母增大，短期来看，A 股缺乏进一步向上突破的驱动力。当然，科创板的开通和中美科技战的大背景可能导致市场偏好显著改变，从而导致风险偏好显著降低，这是投资者需要考虑的风险之一。

三、A 股指数调整简要测算

1 上证综指调整方案

上海证券交易所与中证指数有限公司决定自 2020 年 7 月 22 日起修订上证综合指数的编制方案，此次修订内容如下：

- 1) 指数样本被实施风险警示的，从被实施风险警示措施次月的第二个星期

五的下一交易日起将其从指数样本中剔除。被撤销风险警示措施的证券，从被撤销风险警示措施次月的第二个星期五的下一交易日起将其计入指数。

2) 日均总市值排名在沪市前 10 位的新上市证券，于上市满三个月后计入指数，其他新上市证券于上市满一年后计入指数。

3) 上海证券交易所上市的红筹企业发行的存托凭证、科创板上市证券将依据修订后的编制方案计入上证综合指数。

此次调整，最大的改变在于新股计入时间。原指数编成方案目前在新股上市后第 11 个交易日计入指数。由于我国特有的新股配售制度，新股在发售初期很容易透支未来数年的业绩，导致在计入股指时已经高于内在价值，未来数年熊途漫漫，对股指有明显的拖累。

st 股票目前占比不高，此改动带来的实际影响估计比较小。

上证综指最受诟病的采用总市值加权方式并未改变。自 1997 年标准普尔提出自由流通股本概念，得到全球主要指数机构的广泛认同和响应，并逐步成为指数加权的主流方式。包括标普 500 指数、香港恒生指数、日本东证 TOPIX 指数等主流指数陆续将加权方式调整为自由流通股本加权。我国 A 股部分大市值上市公司自由流通占比很小，有的甚至不足 10%，从而导致上证综指与以自由流通股本加权的其他上证系列指数偏离较大。而深圳成指、中证 500 指数采用流通股本或调整股本市值加权。即将发布的科创 50 指数也将采用流通股本加权的方式计算。

综合评价，中短期上证指数编成方案调整不会对目前指数造成较大扰动，长期来看，由于优化了指数构成，将提高指数的长期收益。但由于加权方式没有变化，难以改变大量已有的权重，长期收益的提高将非常漫长和缓慢。

2 科创板指设计方案

根据上交所科创板答记者问，“科创 50”指数的编制有如下特点：

1) 样本空间。科创板允许红筹企业发行的存托凭证及不同投票权架构公司上市，属于境内资本市场的重大制度创新。从国际代表性指数的样本范围看，除普通股外，部分成份指数还纳入所在市场唯一上市的存托凭证，如纳斯达克 100 指数。近年来，指数机构对不同投票权架构的公司股票总体倾向纳入，如 2019 年 3 月后 MSCI 全球可投资市场指数系列可纳入不同投票权架构公司股票，

2020年5月恒生指数将不同投票权架构公司股票纳入选股范围。参考国际成熟经验，并结合科创板自身特点，“科创50”指数除普通股外，将红筹企业发行的科创板上市存托凭证、不同投票权架构公司股票纳入样本空间，以增强指数代表性。

2) 新股计入时间。国际代表性成份指数通常根据所在国家和地区市场特点，在经历一定的市场定价博弈之后才赋予新股计入样本空间的资格，如标普500指数要求新股上市满12个月具备计入资格。为及时在指数中体现大市值公司的代表性作用，一般设置差异化的计入时间安排，如恒生指数根据市值规模将计入时间分为3个月、6个月、12个月、18个月、24个月不等。为提高“科创50”指数对市场的准确表征，同时兼顾客观发展情况，采用两阶段做法：现阶段，科创板新上市证券满6个月后计入样本空间，待上市满12个月的证券达到100只至150只后调整为上市满12个月后计入；同时，针对上市以来日均总市值排名在科创板市场前3位和前5位的证券设置差异化的计入时间。

3) 选样方法。市值规模和流动性是国际代表性成份指数最基本与核心的标准，借鉴境内外代表性成份指数经验，结合科创板市场发展客观情况，剔除过去一年日均成交金额位于样本空间排名后10%的证券后，选取日均总市值排名靠前的50只证券作为“科创50”指数样本，能够在保证样本流动性的同时，实现较好的代表性。

4) 加权方式。借鉴主流成份指数编制方法，采用自由流通股本加权。同时，国际代表性成份指数通常设置个股权重限制，如恒生指数、STOXX EURO 50均规定个股权重不超过10%，纳斯达克100指数规定所有权重超过4.5%的个股权重之和不超过48%。“科创50”指数对单一样本设置10%的权重上限，前五大样本权重之和不超过40%。

5) 样本调整。依据样本稳定性和动态跟踪的原则，建立季度定期调整机制，及时反映市场变化，季度定期调整生效时间为每年3月、6月、9月和12月的第二个周五的下一个交易日，并设置一定缓冲区与调整比例限制，保证指数的稳定性，降低样本频繁变动带来的跟踪指数成本。另外，针对退市、退市风险警示等情况设立临时调整机制。

具体科创板50的首发成分股组成名单已经由上交所公布，具体可以查阅上交所网站。

四、重要时点和风险

A 股风险溢价显著降低、11 月之前特朗普进一步施压导致中美关系进一步恶化、美国 11 月大选拜登胜出、美国针对科技巨头反垄断法出现重大进展。

免责声明

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。前海期货有限公司力求准确可靠，但对于信息的准确性、完整性不作任何保证。不管在何种情况下，此报告所载的全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议，且前海期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户，因根据本报告及所载材料操作而造成的损失不承担任何责任，敬请投资者注意可能存在的交易风险。

本报告版权归前海期货有限公司所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，或投入商业使用。

如遵循原文本义的引用、刊发，需注明出处为前海期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并保留我公司一切权利。

关于我们

总部地址：深圳市前海深港合作区梦海大道 5033 号卓越前海壹号 A 栋 26 楼 08 单元

邮政编码：518052

全国统一客服电话：400-686-9368

网址：<http://www.qhfco.net>