

上证指数年内新高点评

2020年7月3日 星期五

兴证期货·研发中心

金融期货研究团队

韩惊

从业资格编号: F3010931

投资咨询资格号: Z0012908

021-20370949

hanjing@xzfutures.com

内容提要

● 我们的观点

我们认为长期 A 股存在走牛基础,但下半年指数仍将维持宽幅震荡,难有趋势性上涨,更多的需要关注结构性的机会。近期价值板块的上涨更多的是阶段性补涨的短期现象,市场风格就此切换的概率不高。

● 我们的逻辑

上半年各版块走势分化严重,价值板块严重滞涨,估值处于极低位置。在宏观经济逐步复苏的情况下,顺周期的价值板块出现短期的补涨行情属于稍有意外但是又在情理之中的情况。

目前宏观经济缓慢复苏,但力度较弱,加上外围不确定性依然较高,指数就此趋势性上涨的可能性较低。此外宽松的货币政策短期难有转向,成长板块仍然存在结构性机会。

● 风险提示

外围市场剧烈波动、新冠疫情二次冲击、国内政策大幅变化。

报告目录

1. 价值板块补涨.....	3
2. 风格切换存在难度.....	4
3. 外部不确定性犹存.....	6

图目录

图 1: 2020 年上半年各版块涨跌幅.....	3
图 2: 2020 年上半年各版块估值水平.....	4
图 3: 我国 GDP 增速.....	4
图 4: 固定资产投资增速 (%).....	5
图 5: PMI 同比.....	5
图 6: 社融及新增人民币贷款 (%).....	5
图 7: M1M2 增速.....	5
图 8: 美股估值水平.....	7

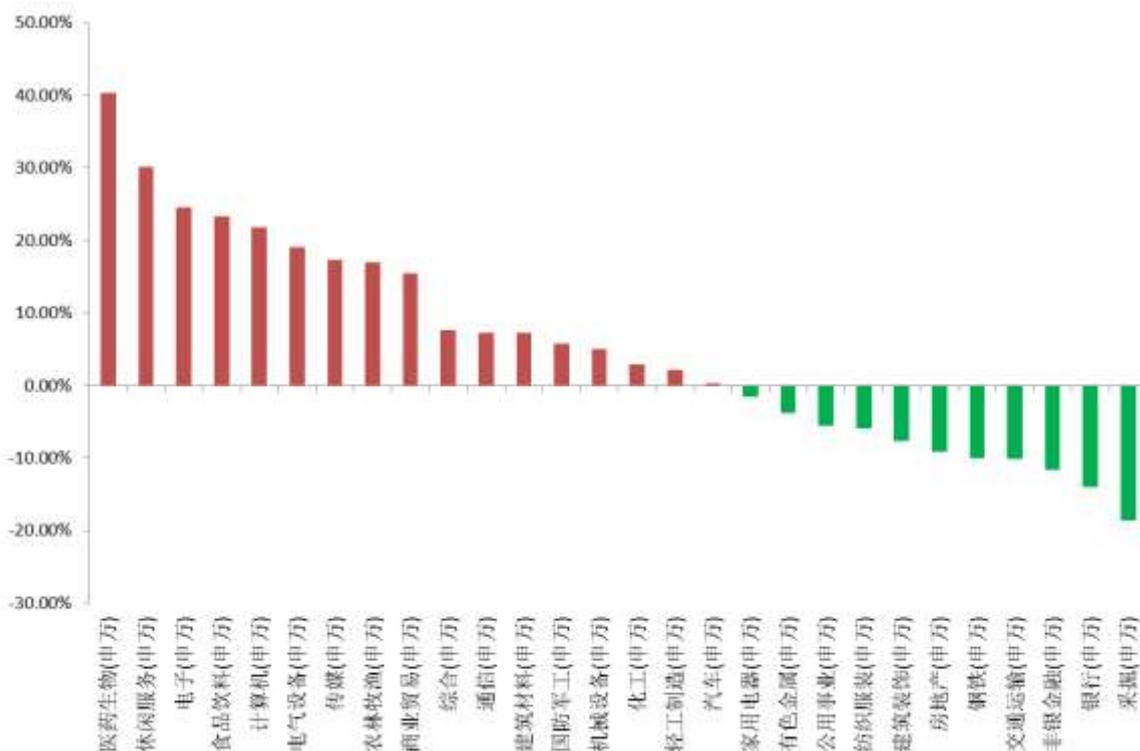
本周 A 股大幅上涨，今日上证综指创下年内新高，全市场成交量连续两日突破万亿，上证 50 走势相对较强，市场开始出现全面牛市的声并且对于风格切换存在较强预期。我们认为长期 A 股存在持续走强的基础，但下半年指数仍将维持宽幅震荡，难有趋势性上涨，更多的需要关注结构性的机会。此外近期价值板块的上涨更多的是阶段性的补涨和机构调仓导致的短期现象，市场风格就此切换的概率不高。

1. 价值板块补涨

上半年 A 股各版块走势分化严重。受疫情利好的医药板块、确定性较高的食品饮料板块和对逆周期调节敏感的科技成长板块涨幅较大，其中医药板块上涨达到 40%；而受宏观经济影响较大的价值蓝筹板块则表现不尽人意，其中房地产、非银金融和银行等指数权重板块跌幅均在 10%左右。从估值水平来看，上半年市场各板块差异同样较大。医药、食品饮料和科技成长板块估值处于历史高位，而房地产和银行等指数权重板块估值均处于极低的状态。

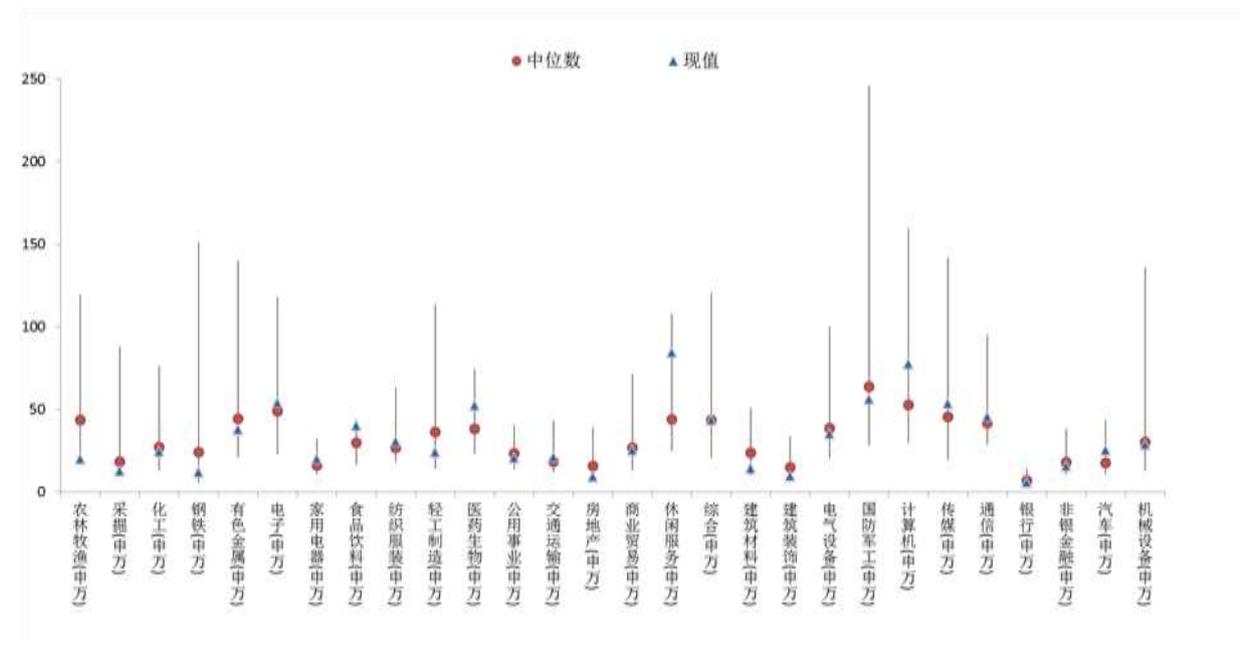
我们认为短期在成长板块涨幅较大的情况下，年内滞涨的价值板块出现短期的补涨行情是属于稍有意外但是又在情理之中的情况。而之所以反弹时点出现在本周，我们认为一方面是因为央行本周的变相降息的利好，另一方面则是因为半年末也是机构调仓的窗口之一。而价值板块多为指数权重，低位补涨对于资金的需求也相对较低，所以指数在近期价值板块补涨的情况下出现加速上冲的走势。而对于券商来说，近期行业自身的消息也起到了重要的推动作用，包括中信证券和中信建投的合并传闻，以及银行获得证券牌照后与银行系券商的合并可能，都对板块的上涨起到了重要推动作用。

图 1：2020 年上半年各版块涨跌幅（截至 6 月 30 日）



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：2020 年上半年各版块估值水平（截至 6 月 30 日）

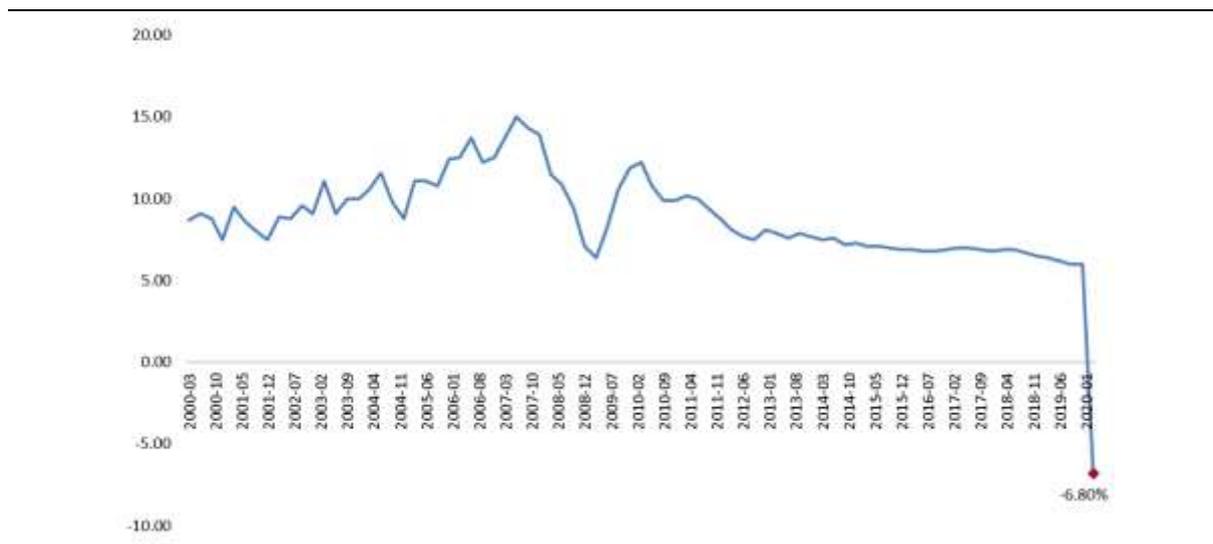


资料来源：Wind，兴证期货研发部

2. 风格切换存在难度

目前我国宏观经济的逐步好转对于顺周期的价值板块的走强也有着重要的推动作用。年初受疫情的影响,我国经济供需两端都受到严重冲击,其中一季度 GDP 增速一度下滑至-6.8%。但之后由于我国疫情控制良好和复工复产的稳步推进,经济已经出现复苏迹象,走出了最困难的时刻。

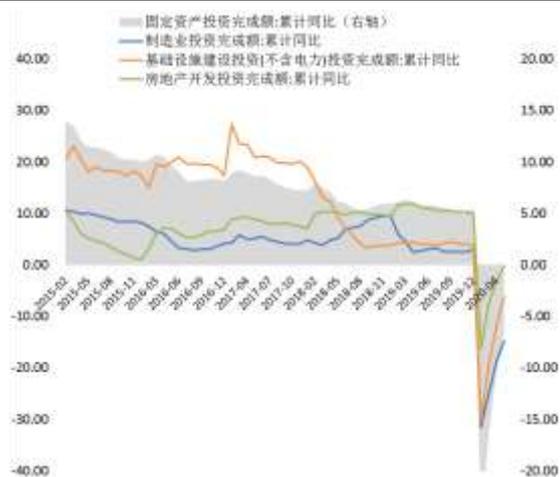
图 3：我国 GDP 增速



数据来源：Wind，兴证期货研发部

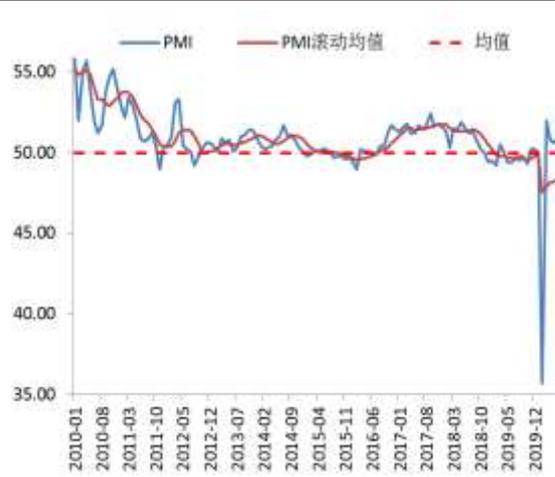
我国 5 月经济数据继续转好，其中 5 月工业增加值单月同比 4.4%，前值 3.9%；1-5 月固定资产投资累计同比-6.3%，前值-10.3%；5 月社会消费品零售总额单月同比-2.8%，前值-7.5%，均较 4 月数据出现改善。6 月份，我国制造业采购经理指数（PMI）为 50.9%，比上月上升 0.3 个百分点。我国制造业 PMI 连续 4 个月保持在扩张区间。虽然消费方面受疫情影响，目前改善力度相对较弱，但整体来看，经济复苏的趋势还是非常明显。所以作为顺周期的价值板块最近的上涨也是反应了市场对于经济复苏的预期。

图 4：固定资产投资增速（%）



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 5：PMI 同比



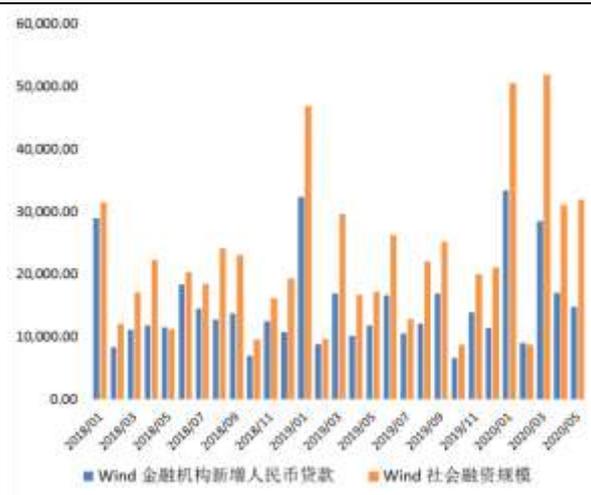
资料来源：Wind，兴证期货研发部

但是我们同样需要指出的是目前经济复苏力度仍然较弱，并且货币政策短时间并不会转向。这决定了指数难有趋势性行情，并且市场风格的切换也并没有那么容易。

从 5 月金融数据看，目前货币政策依然维持宽松。我国 5 月社融新增 3.19 万亿，高于去年同期的 1.71 万亿；M2 增速维持在 11.1%，M1 增速升至 6.8%。而从近期国常会的表态和央行下调再贷款、再贴现利率的动作来看，也显示出短期货币政策不存在收紧的趋势。

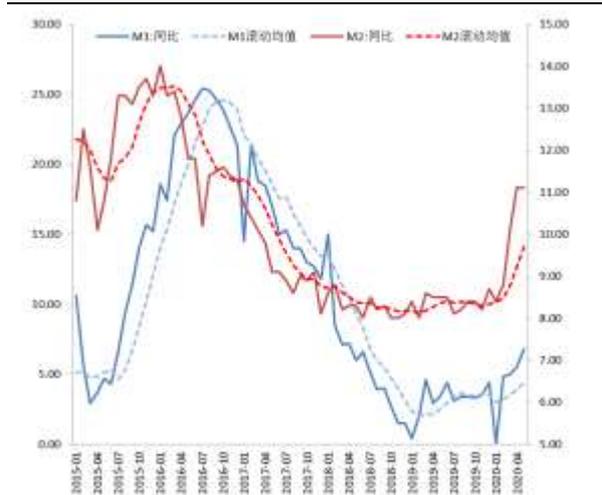
一方面经济复苏力度较弱制约了指数能够反弹的高度，另一方面货币政策在保持宽松的情况下，成长板块仍然具有相对优势，市场对于其估值持续走强的容忍度依然较高。所以我们认为短期价值板块带领指数加速上涨的行情很难持续，未来成长板块的结构性机会仍然是需要关注的重点。

图 6：社融及新增人民币贷款（%）



资料来源：Wind，兴证期货研发部

图 7：M1M2 增速



资料来源：Wind，兴证期货研发部

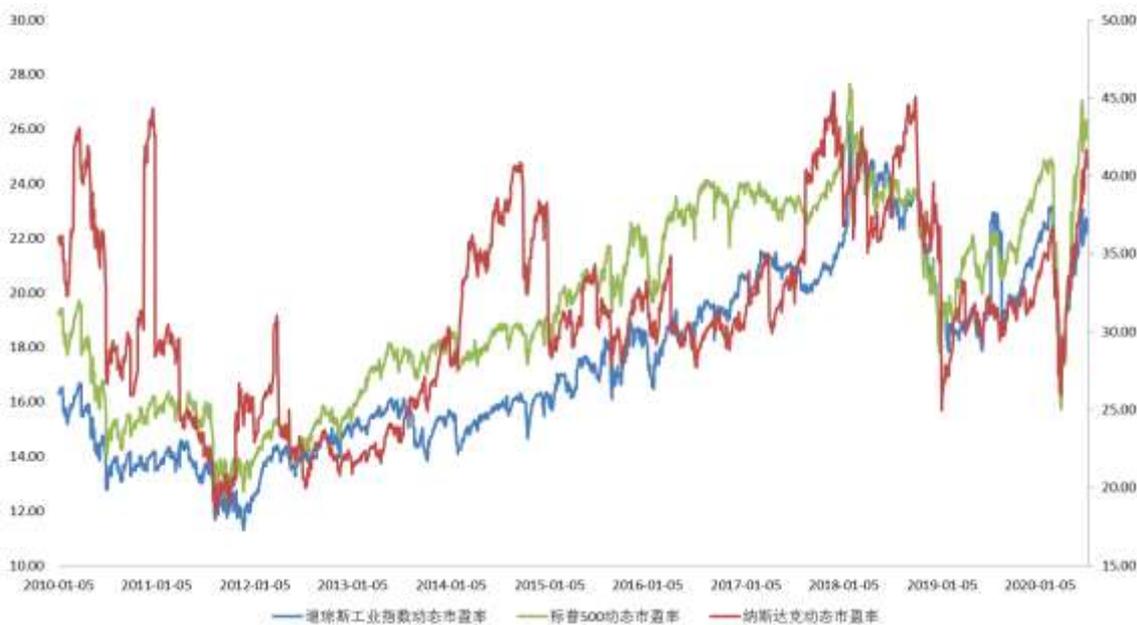
3. 外部不确定性犹存

我们认为海外市场的疫情和中美之间的摩擦带来的不确定性依然对市场风险偏好产生压制，制约了指数上方的空间。

流动性宽松是海外市场本轮大幅反弹的重要因素。美联储在这一轮的货币宽松中释放了超过两万亿美元的流动性，而美股反弹至今已经收复了年内大部分的下跌幅，其中纳斯达克指数更是创下了历史新高，美股估值再次回到历史高位。目前美股并没有充分反映美国遇到的经济问题和疫情的二次冲击风险，而今年以来 A 股与美股联动性显著加强，所以如果未来美股出现回调，同样将会给 A 股带来压力。

另一方面，目前美国两党都将对华强硬作为拉票筹码，未来随着美国大选进程的深入，中美之间的摩擦或趋于频繁。虽然市场对于中美之间的摩擦不如此前敏感，但仍将对风险偏好产生压制，制约指数上行空间。

图 8：美股估值水平



资料来源：Wind，兴证期货研发部

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，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。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损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。