

## 从“跌幅有限”到“涨幅有限”

### ——六月权益市场暨下半年宏观运行环境研究

五月的权益市场继四月攀升后出现一定的调整，但是，总体看依旧维持了相对强势，并呈现出一定的结构性机会。其中，代表新基本建设的中证 500 指数明显强于沪深 300 和上证 50 指数。

展望后市，我们维持对权益市场相对强势的观点不变。权益市场相对强势的基础依然在于权益市场在缓解经济下行压力和促进投资与消费方面有着不可替代的作用，因此，政策面总体对于权益市场构成支持。

在上半年全球疫情蔓延的情况下，我们判断权益市场维持相对强势的特征在于；实际上，截至到 5 月 28 日，今年以来沪深 300 指数和上证 50 指数分别下跌了 5.86% 和 8.28%，明显低于境外权益市场的跌幅。而中证 500 更是上涨了 1.81%。

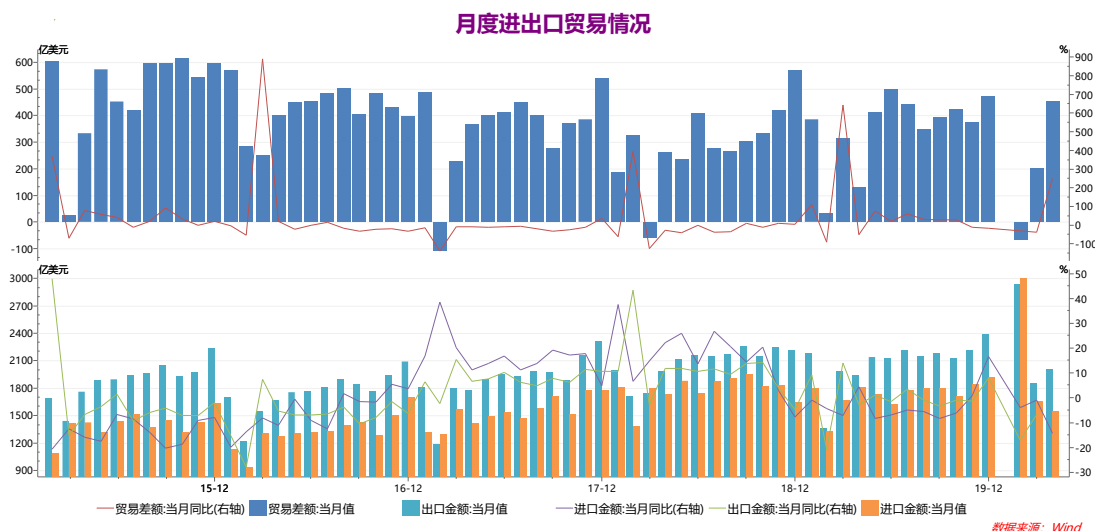
而在当前全球复工乐观情绪有所抬头的情况下，我们判断权益市场维持相对强势的特征将可能从“跌幅有限”转变位“涨幅有限”。

首先，我们要警惕疫情对经济的二次冲击。我们对疫情对经济的二次冲击是基于对进口大幅下降的判断的基础上的。

数据显示，4 月贸易收支继续顺差，出口结束了连续 3 月的下跌，同比上涨了 3.5%，报 2002.8 亿美元，而进口持续下跌，跌幅扩大，同比下降了 14.2%，

报 1549.4 亿美元。

图 1：月度进出口贸易数据



资料来源：银河期货研究所 海关 WIND

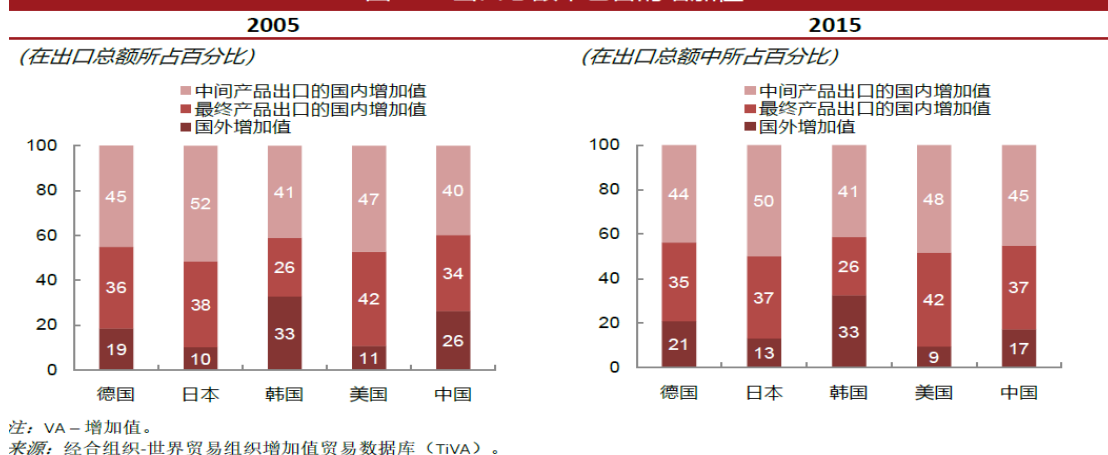
进口的大幅下降值得关注。当然，我们依旧可以用内需下降进行解释，但是，仅仅用内需下降的解释可能是不够的。

从产业链的角度进行解释可能更全面。

根据世界银行去年的报告，我国在国际分工中的地位经过数十年的努力，已经出现了根本性的改观，即从原来国际分工中末端不断地向前移动，后向参与度回落，前向参与度增加。即中国已经不是一个最终产品的出口国，中国的中间产品出口已经上升倒比较高的比率。

图 2：中国前向国际参与度回升，中间品出口比重走高

图 24：出口总额中包含的增加值



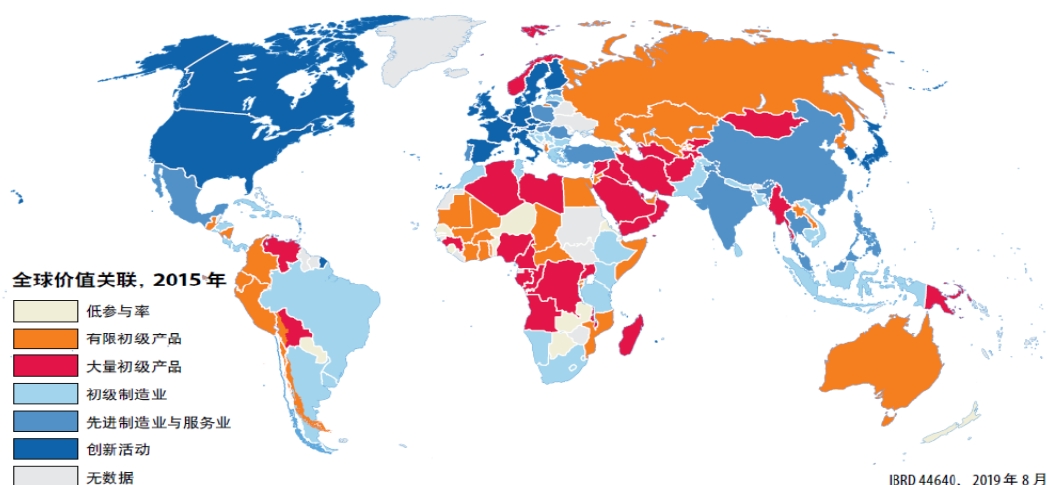
资料来源：银河期货研

究所 世界银行

中国在全球价值链中的地位被世界银行定义为“先进制造业与服务业”，当然和欧美先进国家的“创新活动”依旧有差距。中国也成为仅次于美国与德国的世界第三大中间品制造中心。

图 3：全球价值链中和中国的地位

地图 0.1 所有国家都参与了全球价值链——参与方式却不尽相同



资料来源：银河期货研究所 世界银行

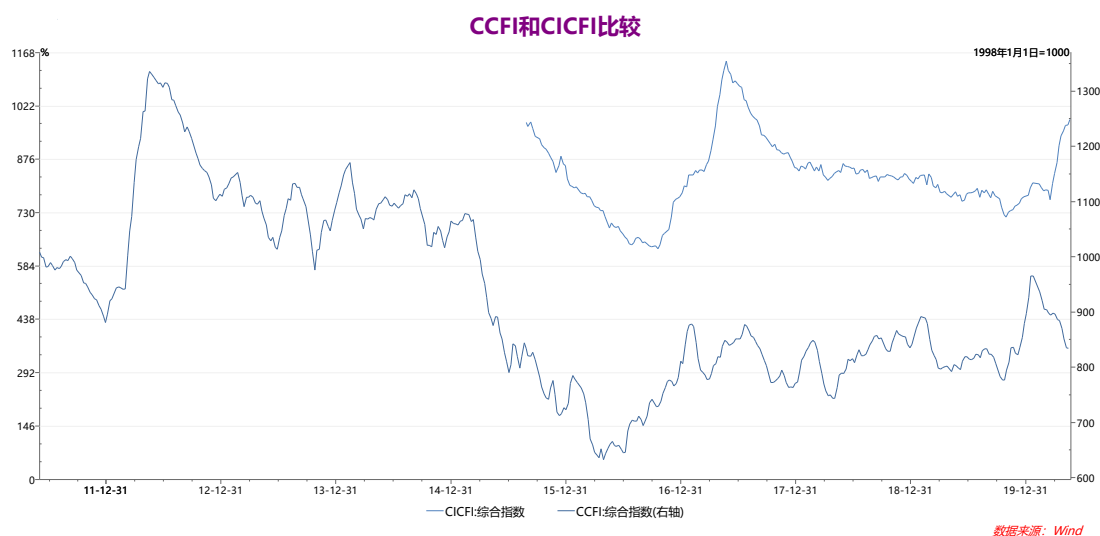
当然，中国依旧还是个重要的原料、原材料和中间品的进口国家。

考虑到中国在国际分工中的新地位，在不出现疫情二次冲击的假设下，我们可以推演出疫情对中国的影响出现以下两种情形的传递循环过程。

**情形 1：国内生产停滞——中间品出口下降——国外生产受到冲击——国外产成品出口下降，叠加国内需求下降，国内进口下降——国外部分国家国际收支恶化，汇率贬值——进口下降，中国出口下降——国内生产再度下降和受到新的冲击。**

从目前的高频经济数据看，我们已经走过了“国内生产停滞”这一过程，处于中间品等出口下降的过程，正进入了国内进口下降的阶段。

图 4：CCFI 和 CICFI 比较

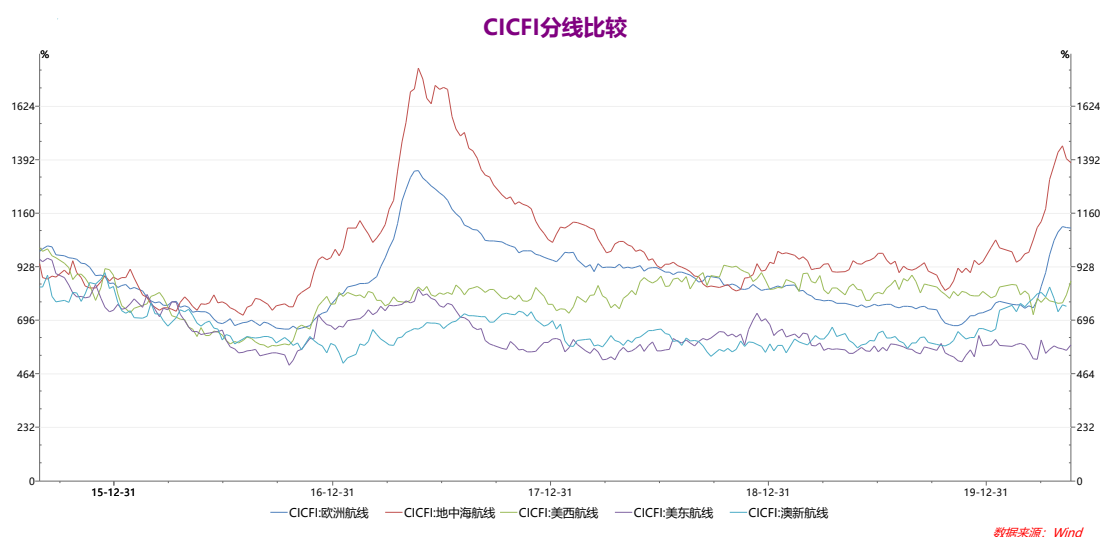


资料来源：银河期货研究所 WIND

从上图 CCFI（中国出口集装箱运价指数）看，今年以来出现了比较大的回落。而 CICFI（中国出口集装箱运价指数）看，依旧处于回升。

但是，我们从CICFI的分航线看，却发现除了美东和美西线外，已经出现了回落。尤其以澳新航线最为明显。

图 5：CICFI 分线比较



资料来源：银河期货研究所 WIND

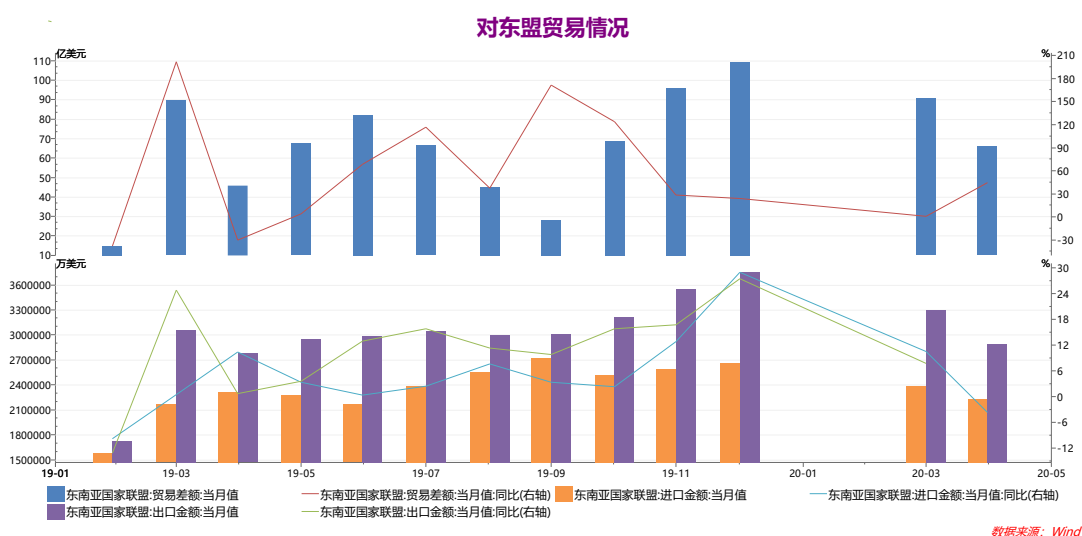
进口的下降，特别是中间品和原料和原材料进口的下降，不仅仅会对国内生产导致二次冲击，也会影响出口国的贸易收支和国际收支，进而影响该国货币的稳定。特别是对我国多数发展中国家的贸易伙伴而言。一旦该国汇率出现不稳，又可能引发新一轮的货币贬值，进而会对中国的进出口和人民币汇率产生新的压力，进而影响国内生产。我们注意到，每次经济危机和金融危机均是在汇率战上寻找和撕开缺口的。

东盟已经是中国最重要的贸易伙伴之一。但从海关公布的数据看，3月和4月我国与东盟贸易起伏比较大。3月，东盟是我国唯一保持了贸易增长的地区，当月贸易顺差90.56%，同比上涨1.04%，其中，出口增加了7.72%，

进口增加了 10.49%。但是，4 月环比下跌明显。其中，进口下降 3.74%，而出口增加了 4.2%。中国对东盟的贸易主要体现在集成电路的进口与出口上，在能源合作方面，则主要体现在原油、煤炭进口和成品油出口上。

越南和马来西亚是中国在东盟中最重要的贸易伙伴，4 月数据显示，尽管中越贸易依旧处于比较高的增长，但增幅回落明显。而对马来西亚的进出口已经进入了负增长阶段。另一个数据显示，越南来自于中国的直接投资项目数累计同比大幅下降，从前值的 17.51%扩大跌幅到-27.81%。

图 6：月度中国与东盟贸易情况



资料来源：银河期货研究所 WIND

国际储备数据显示，马来西亚今年 3 月的国际储备资产仅仅为 1 0 1 7 . 0 4 亿美元，商品贸易净额较去年同期下降 1 4 . 7 %；而越南 2 0 1 8 年包括黄金在内国际储备资产仅仅为 5 5 4 亿美元，加上 2 0 1 9 年新增的储备资产，也不到 6 5 0 亿美元。

因此，这些国家一旦风吹草动，很可能引发新一轮的货币贬值战。

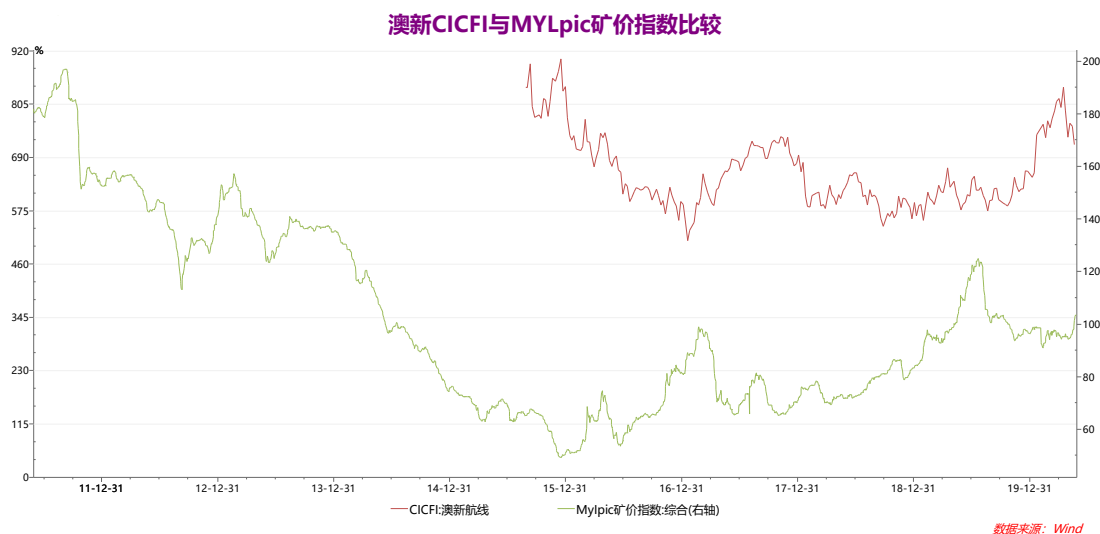
除了情形 1 外，还存在着情形 2。即从国外生产断流进行推演。

**情形 2：国外生产停滞——国外原材料、中间品出口下降，即中国中间品、原材料进口下降——国内进口成本上升，输入性通胀——国外部分国家国际收支恶化，需求减少，货币贬值——中国出口减少，生产再度冲击，并出现明显滞涨。**

按照情形 2 进行推演，在经历了国外生产停滞，中国进口也将面临下降，又由于中国的复产早于境外，可能因此会对原材料、原料和部分中间品的扰动，也可能因此导致输入性通胀。我们注意到在 CPI 已经明显回落的情况下，《政府工作报告》依旧将物价控制目标定位 3.5% 可能部分也是处于这一考虑。

而 CIFCFI 澳新航线的止跌，铁矿石价格的回升，是不是和此推演有关呢？

图 7：澳新 CICFI 与 MYLpic 矿价指数比较



资料来源：银河期货研究所 WIND

尽管我们分了 2 种情形，但我们感到这两种情形可能是相互交错而共同作用与影响的。

这两种情形的相互作用与影响，必将对包括权益市场在内的资本市场产生影响与冲击。

就权益市场而言，尽管政策面积极，但是疫情对经济导致的二次乃至多次冲击的可能性依旧会导致对权益市场的冲击，值得警惕。

正因为疫情对经济可能导致二次冲击和多次冲击的可能，在《政府工作报告》中，无论在宏观政策上，还是在工作目标上表现出了一定的弹性。不设经济增长目标也充分考虑到新形势下经济增长的复杂性。在货币政策上，一直定义为“灵活适度”，前行长周小川也表示在货币政策调控上保留子弹，留出空间，在社融规模和 M2 的增速上表述为“明显高于去年”，即作了比较模糊的表述。而在更加积极可为的财政政策上，财政赤字 3.6 % 以上，地



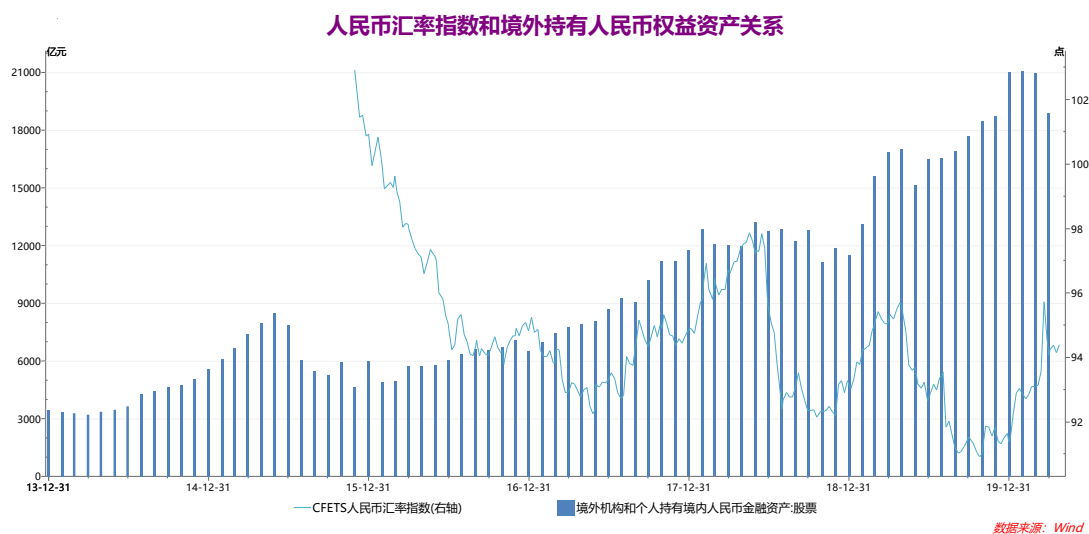
方专项债方面尽管总额度确定，但是要求提高将地方专项债作为资本金的比率，也没有像往年要求保持宏观杠杆率的稳定等也为财政政策留出了空间。

其次，我们对近期人民币汇率的波动表现出了一定的担心与忧虑。尽管这次波动更多地是源于政治性的因素，即美国等国对中国香港问题的粗暴干涉，而非经济性因素。但是，汇率波动而导致的权益市场动荡是显而易见的，加上外部环境的恶化，均对权益市场构成压力。

汇率稳定是牵一发动全身的因素，必然会对资本市场产生影响，因此，汇率的稳定有利于资本市场的稳定。以权益市场为例，权益市场中的 A 股均以人民币计价的，如果人民币汇率不稳定，外资的流入就会明显减少，相反有可能导致外资的流出，导致权益市场的动荡。同时，汇率的不稳定也会导致上市公司现金流的不稳定，从而影响到上市公司的估值。因为汇率不稳定导致的汇率风险是最广泛的风险，不仅会带来交易风险 (transaction exposure)，也会带来财务会计上的转换风险 (translation exposure)，更会带来影响企业现金流的经济风险 (economic exposure)。在开放经济中，即使一个企业不进行国际贸易等经济活动，也会受到外汇经济风险的干扰。

我们认为汇率对权益市场的影响体现在权益资产的境内外比较上，比较直接的体现于 AH 股的比价上，进而影响到境外资产的流向，再进一步影响到不同上市公司的现金流和估值上。我们发现，人民币汇率走向对境外持有人民币权益资产存在着一定的对应关系。

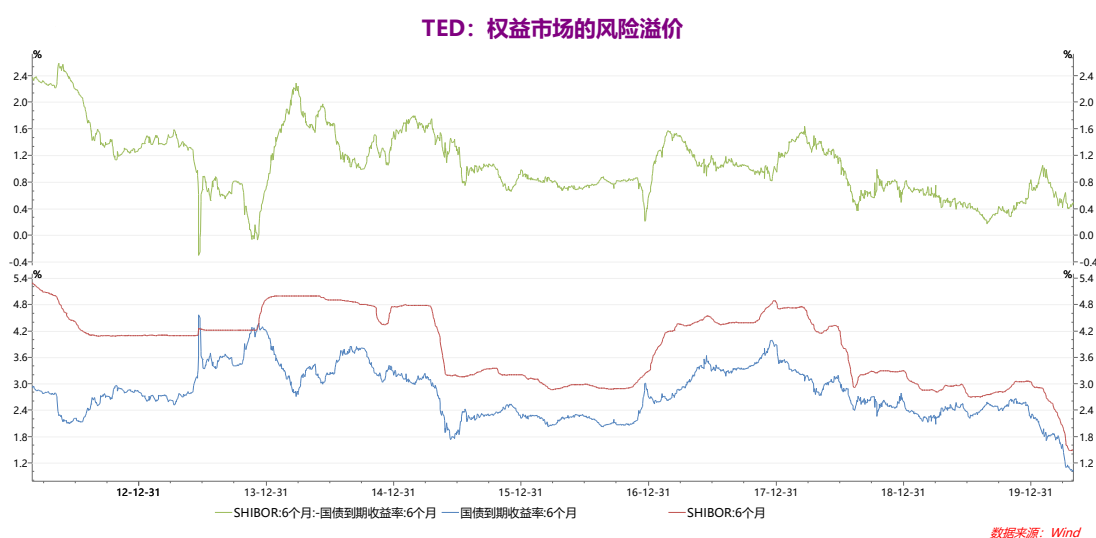
图 8：人民币汇率指数和境外持有人民币权益资产关系



资料来源: 银河期货研究所 海关 WIND

第三,我们发现股市和债市还存在着跷跷板的效应。《政府工作报告》中提到了发展债券市场,也提到了推动利率持续下行,这意味着债券市场今年是个大年。尽管利率下降有利于提升高股息上市公司的估值,但利率下降对债券市场的影响更加直接。而从债券市场和权益市场的关系看,大部分时间呈现出跷跷板的效应。

图 9: TED: 权益市场的风险溢价



资料来源: 银河期货研究所 海关 WIND

第四，在利率持续下降的背景下，部分权重股的投资价值面临着重估。如银行股可能面临着贷款利率下行的经营压力。由于银行股在沪深 300 和上证 50 权重中占比比较高，因此可能会对指数有一定的拖累作用。

第五，在上半年的结构性行情中，一批蓝筹股的估值已经被推高，或者说其估值的优势已经出现边际减少，如茅台等。

在市场总体维持相对强势的背景下，再涨幅有限的背景下，市场更多地反映出结构性机会。我们判断结构性机会体现于以下几个方面：

一．新老基建方面的结构性机会。从《政府工作报告》，在今年余下来的时间段内，更加积极有为的财政政策将发挥出更加重要的作用。如在地方专项债方面，今年额度为 3.75 万亿元，2020 年 1-4 月，发行专项债券 12240 亿元，即 5 月及其以后还有 2.526 亿元的发行额度，几乎成倍于去年的 1.33 亿元。加上要求扩大对专项债作为资本金的比率，因此新老基建的力度还是很大的；

二．从外部经济环境的不确定性看，产业链短而且有内在化趋势的权益资产有比较多的机会。如如新旧消费、金融、医疗，新旧基本建设的行业，实际上《政府工作报告》中对我们把握结构性机会已提出了启示。同时要避免产业链过长，特别是产业链两头在外的行业中的权益资产；

三．在利率处于相对低位的背景下，高股息率的权益资产依旧有比较高的吸引力，特别是目前进入了分红高潮期，在期货和现货之间也因此存在着一定的套利机会。

我们认为，针对权益市场的结构性和波段性特点，利用股指期货和期权等金融衍生品的特征，制定相应的投资策略，可以很好地防范系统性风险，凸现和放大结构性收益，追求相对稳定的投资收益。

（银河期货研究所 20200529）

### 免责声明

期货市场风险莫测，交易务请谨慎从事

本报告的著作权属于银河期货有限公司。未经银河期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为银河期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告基于银河期货有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但银河期货有限公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且银河期货有限公司不保证所这些信息不会发生任何变更。

本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，银河期货有限公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与银河期货有限公司及本报告作者无关。

若有任何疑问，欢迎咨询！

联系人：万一菁 投资咨询从业证书号：Z0014329 E-mail:wanyijing\_qh@chinastock.com.cn