

2021年3月30日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

刘文波

·从业资格编号 F3070864

·投资咨询编号 Z0015179

二季度展望：黎明前的黑暗

内容提要

一季度行情回顾： A股市场呈现出前高后低的走势，年初核心资产上攻，随后港股科技股大涨吸引南下资金分流，A股市场阶段性回调。1月末央行收紧流动性，资金面趋紧导致指数再次回踩。2月初随着宏观流动性逐步改善，核心资产连续拉涨，上证指数再创新高。春节后伴随着基金抱团品种的快速调整，许多此前长期下跌的低估值品种出现明显的反弹，顺周期行业表现优异，市场风格逆转。期货市场整体成交上升，持仓量变动不一。3月起贴水幅度扩大，市场情绪改善趋于谨慎。

本轮回调原因：内在原因是跨年行情涨幅过大带来的调整压力，且极致的二八行情导致市场结构严重失衡；外部原因在于美债利率快速上行引发市场对货币政策收紧的担忧，并导致全球抱团板块共振调整，A股难以独善其身。

信用收敛&盈利回升： 外需方面，海外经济修复的趋势不变。国内方面，消费抑制处于释放过程中，库存周期正从被动去库的尾声迈向主动补库的阶段。预计二季度上市公司盈利将持续改善，在经济大幅下滑再回升时，宏观经济的持续修复对上市公司盈利的传导作用更强。盈利上升、信用收紧期间，市场估值水平变化不大。直至盈利见顶后，估值大幅下杀。若出现行业景气度更高的板块，市场风格可能发生切换，机构投资者抱团方向发生转移。2020年三季度起，景气复苏向周期风格扩散，节后机构抱团消费出现瓦解。

二季度行情展望： 我们认为，经历了节后快速下跌，当前股票风险溢价已回落至历史均值水平，风险偏好存在修复的可能性。2020年三季度起由基本面驱动的结构行情仍将延续，2021年二季度市场以震荡筑底行情为主。

风险提示

美债收益率超预期上行；中美贸易冲突；监管措施巨大变化

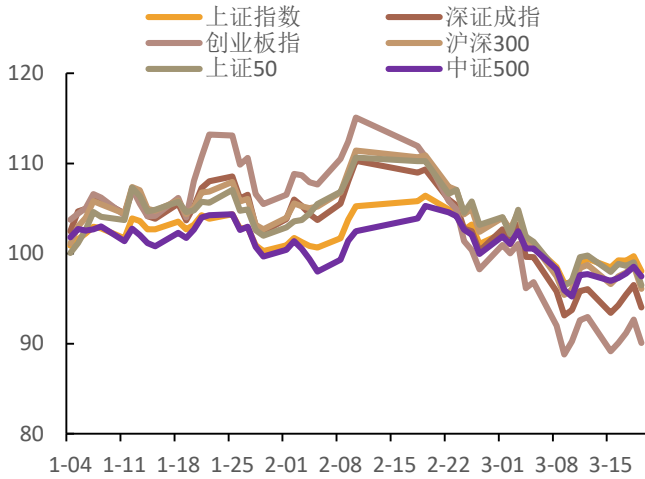
一、股票和股指期货市场回顾

一季度 A 股市场呈现出前高后低的走势，年初核心资产上攻，上证指数快速突破去年高点 3464 点，直奔 3600 点关口。随后港股科技股大涨吸引南下资金分流，A 股市场阶段性回调。1 月末央行收紧流动性，shibor 一度飙升，资金面趋紧导致指数再次回踩 3450 点区域。2 月初随着宏观流动性逐步改善，核心资产连续拉涨，上证指数再创新高，春节后刷新五年半以来的新高至 3731 点。短期暴涨之后，市场出现自发性的调整压力。与此同时，二八行情演绎到了极致，核心资产迎来主升，但中小盘股严重失血。春节后伴随着基金抱团品种的快速调整，许多此前长期下跌的低估值品种出现明显的反弹，顺周期行业表现优异，市场风格逆转。期货市场整体成交上升，持仓量变动不一。3 月起贴水幅度扩大，市场情绪改善趋于谨慎。

1.1 股票市场回顾

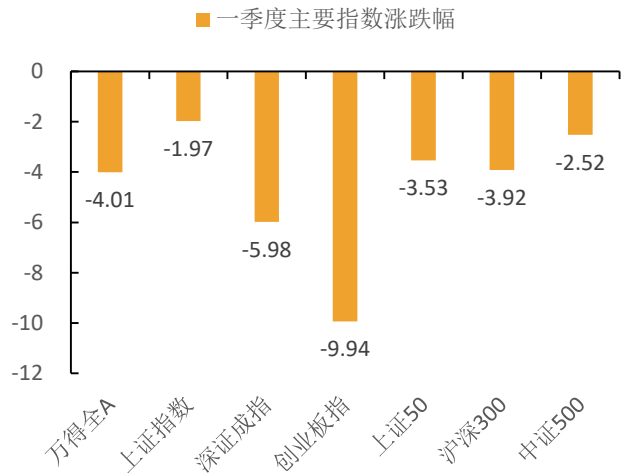
一季度股票市场宽幅震荡，季中指数连续刷新高点，但春节后市场急速下杀，直到 3 月中旬市场初步企稳反弹。市场波动加剧，沪深两市日均成交 9535.49 亿元，较 2020 年四季度均值 7787.88 亿增加 22.44%，主力资金合计净流出 11746.9 亿元。主要指数方面，截至 3 月 19 日，主要指数均已回吐春节前涨幅，上证指数、深证成指和创业板指累计下跌 1.97%、5.98%和 9.94%，中证 500、上证 50 和沪深 300 分别收跌 2.52%、3.53%和 3.92%。市场风格方面，周期风格逆势上涨 4.30%，成长和消费风格分别大跌 8.58%和 6.56%。市值风格趋于均衡，小盘、大盘和中盘风格分别下跌 4.13%、4.23%和 4.79%。行业方面，高低切换迹象明显，顺周期风格蔓延下，钢铁板块逆势崛起，以 21.41%的涨幅领涨市场，低估值银行板块大涨 9.86%位居第二位，轻工制造涨 8.97%排名第三；国防军工、计算机和非银金融分别下跌 19.13%、12.32%和 12.31%位列倒数三位。

图 1: 主要指数基本回吐春节前涨幅 (%)



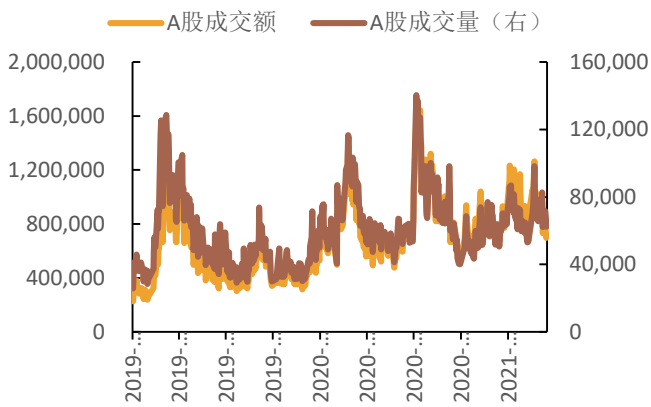
资料来源: Wind, 优财研究院

图 2: 一季度创业板领跌 (%)



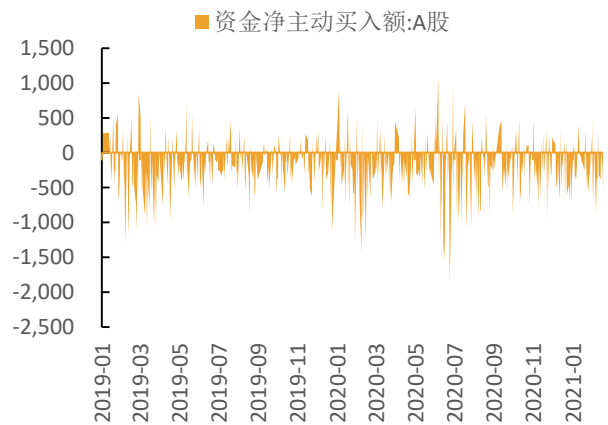
资料来源: Wind, 优财研究院

图 3: 两市日均成交量回落



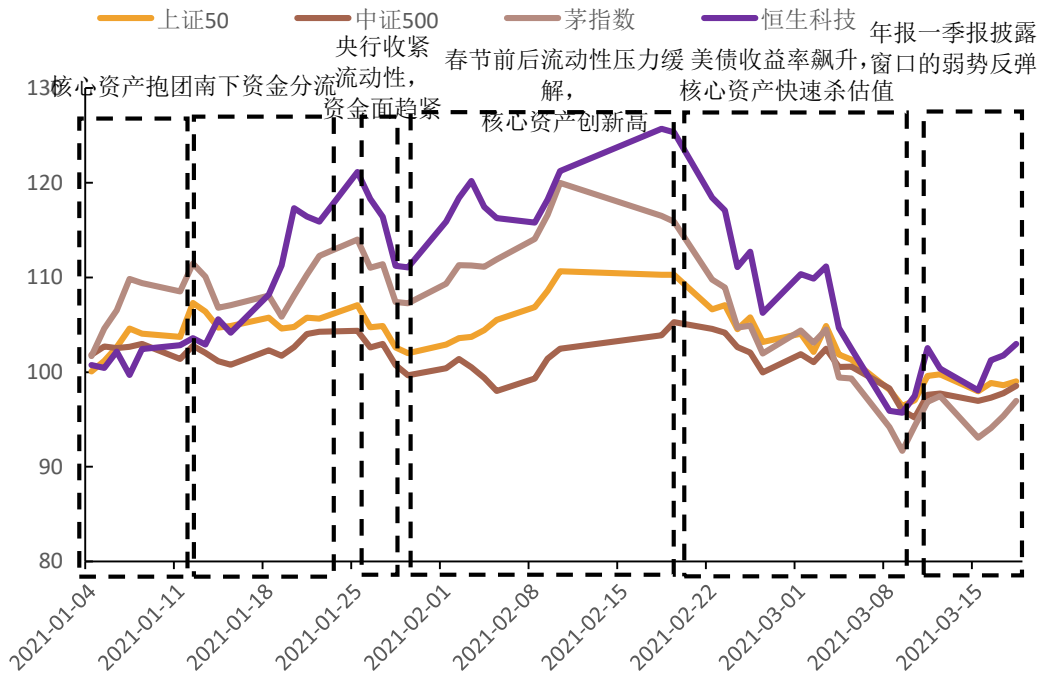
资料来源: Wind, 优财研究院

图 4: 一季度主力资金流出



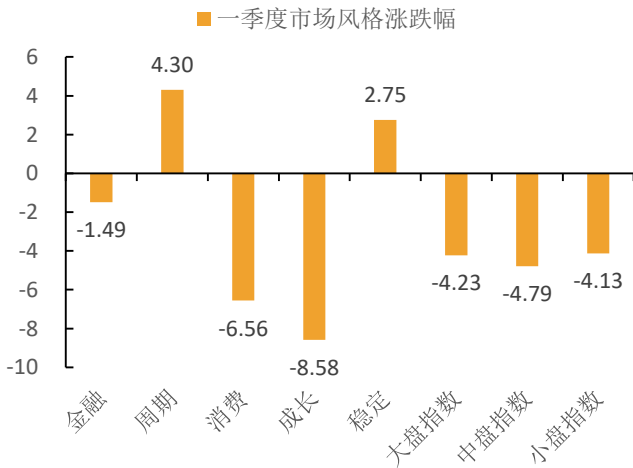
资料来源: Wind, 优财研究院

图 5：2021 年市场表现回顾 (%)



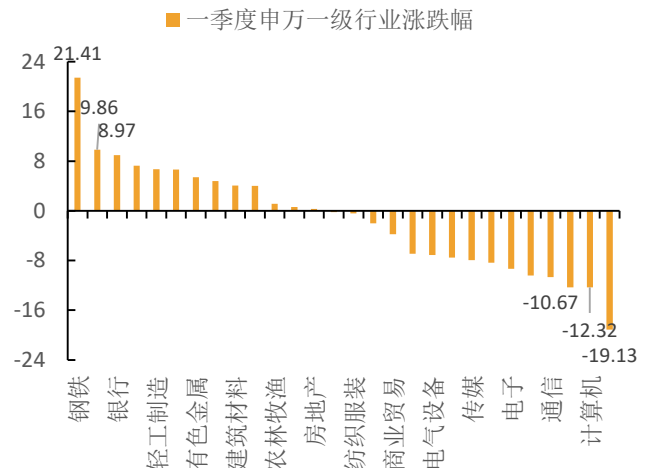
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：一季度周期风格扩散 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 7：一季度钢铁、银行和轻工制造行业涨幅居前 (%)



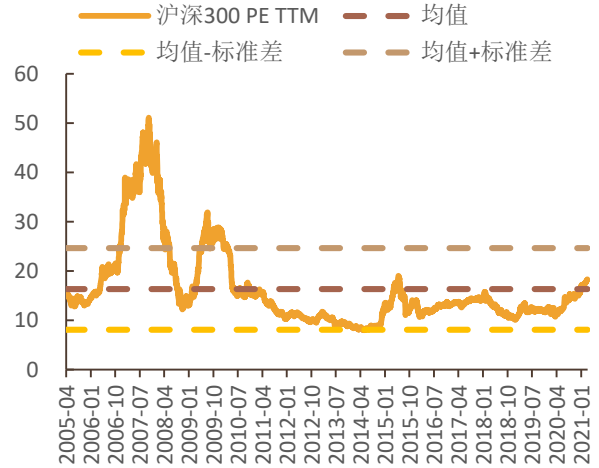
资料来源：Wind，优财研究院

本轮深度回调的内在原因是跨年行情涨幅过大带来的调整压力，且极致的二八行情导致市场结构严重失衡。2 月初中证 500 与上证 50 的比值一度跌至历史均值减去一个标准差附近，创 2013 年以来新低。沪深 300 及上证 50 的市盈率均冲至 2015 年高位，而中证 500 的估值水平依然处于历史较低水平。近期伴随着基金抱团品种的调整，许多此前长期下跌的低估值品种出现明显的反弹，钢铁、银行和房地产等

板块轮流表演。随着市场快速调整，当前由于前期快速上涨而累积的畏高、获利了结情绪已显著释放，市场结构也得到了一定的修正。

图 8: 500/50 比值处于历史低位 (%)

图 9: 沪深 300 估值处于近年高位

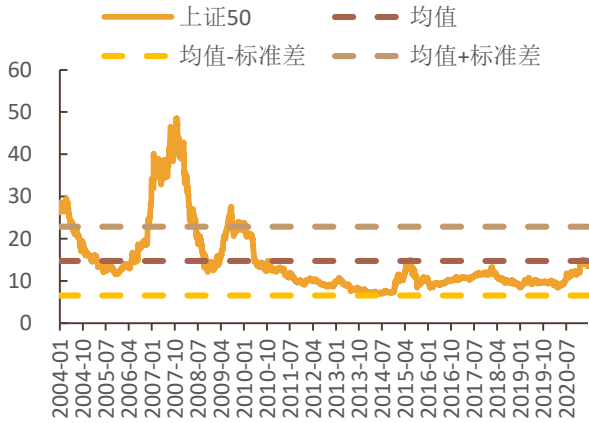


资料来源: Wind, 优财研究院

资料来源: Wind, 优财研究院

图 10: 上证 50 估值处于近年高位

图 11: 中证 500 估值处近年低位

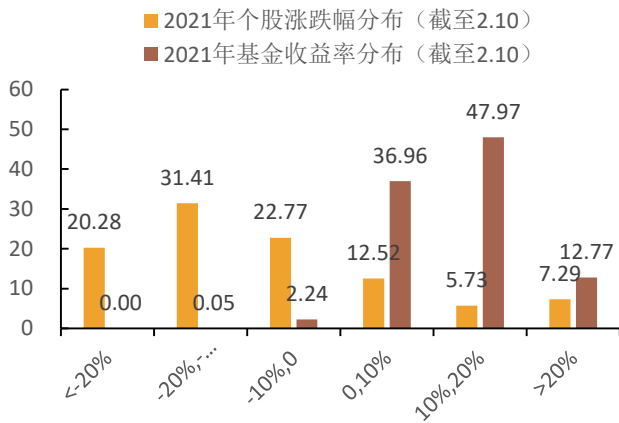


资料来源: Wind, 优财研究院

资料来源: Wind, 优财研究院

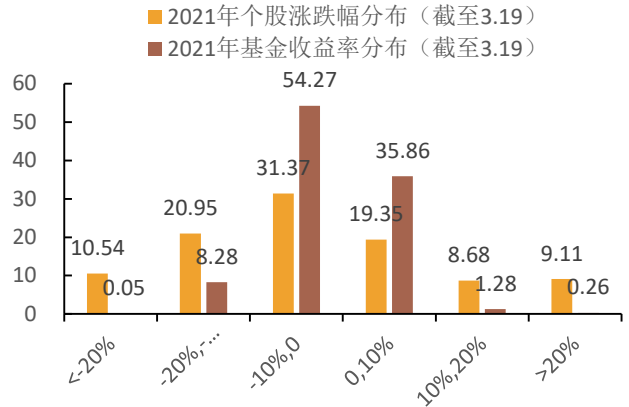
截至 3 月 19 日, 年内重仓核心资产的偏股型基金收益率与个股的差距快速收窄, 但仍强于个股表现。春节前, 全部 A 股中涨跌幅居于[-10%, 0%)的占据 22.77%, 居于[0%, 10%)的占据 12.52%; 偏股型基金收益率居于[-10%, 0%)的仅有 2.24%, 居于[0%, 10%)的占据 36.96%, 居于[10%, 20%)的多达 47.97%。春节后, 全部 A 股中涨跌幅居于[-10%, 0%)的占据 31.37%, 居于[0%, 10%)的占据 19.35%; 偏股型基金收益率居于[-10%, 0%)的占据 54.27%, 居于[0%, 10%)的占据 35.87%。

图 12: 春节前基金收益明显强于个股 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

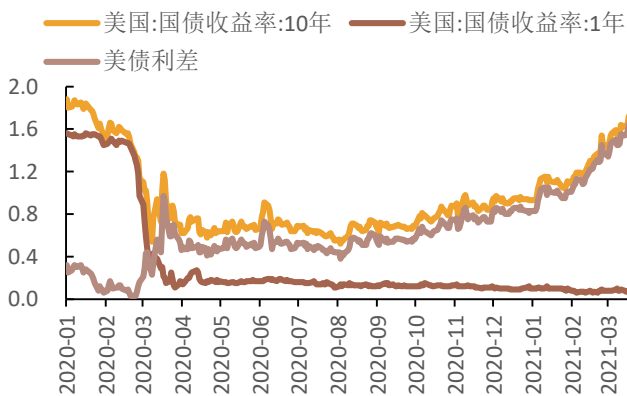
图 13: 春节后个股与基金收益差距大幅收窄 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

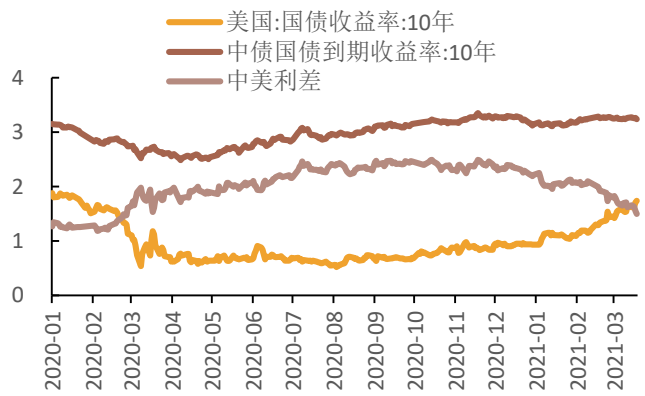
外部原因在于美债利率快速上行引发市场对货币政策收紧的担忧, 并导致全球抱团板块共振调整, A 股难以独善其身。近期美债收益率快速上行, 长端利率一度突破 1.5% 的关键位置, 引起市场恐慌冲击美股, 并引发全球股市调整, 中美利差跌至 2020 年同期水平。但从内因来看, 本轮美债收益率快速上行主因受到美国疫情逐渐好转、经济修复预期加快下的再通胀预期的推动, 而非货币政策收紧的影响。在“经济渐进修复+刺激政策暂缓退出”的宏观环境, 短期并不需过度担忧全球货币政策转向带来的流动性收紧和风险资产“杀估值”, 后续随着经济修复节奏的加快, 流动性下的估值驱动将向业绩驱动切换, 盈利修复的对冲下风险资产影响相对有限, 但流动性的推动正在逐渐下降。

图 14: 美国十年期国债收益率飙升 (%)



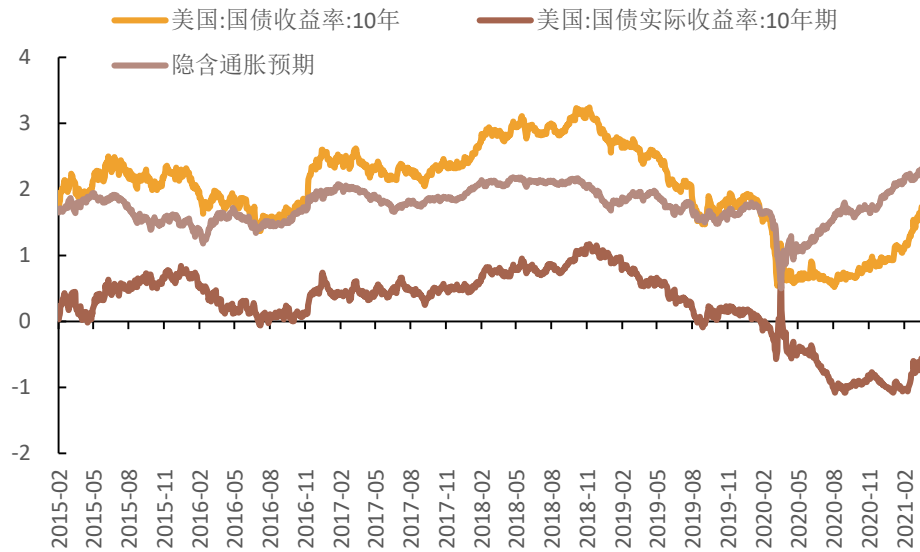
资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 中美利差快速收窄 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 美国实际利率上升和通胀预期走强

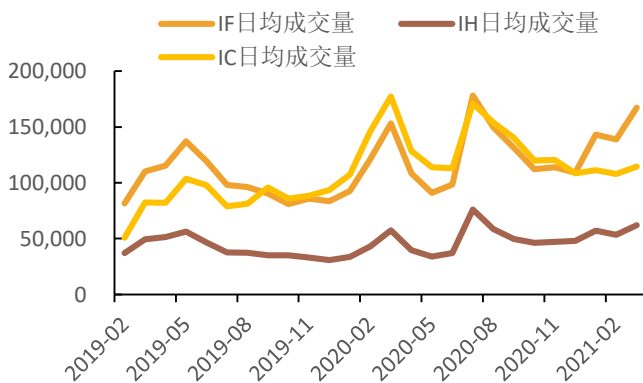


资料来源: Wind, 优财研究院

1.2 期货市场回顾

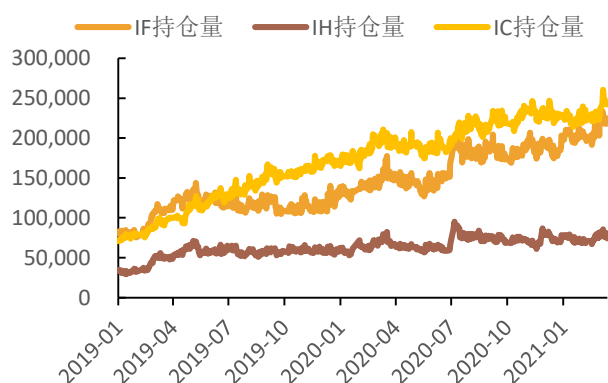
截至 3 月 19 日, 一季度三大期指主力合约均下跌, 其中 IC、IH 和 IF 主力合约分别跌 2.82%、4.78%和 5.47%。期货市场整体成交回升, 持仓量变动不一。IF、IH 和 IC 合约日均成交量下降, IH 和 IC 期末持仓量小幅上升但 IF 期末持仓量略下降。贴水幅度进一步扩大, 市场情绪低迷。截止 3 月 19 日, IF、IH 和 IC 主力合约分别贴水现货 66.09、39.42 和 37.60。IC/IF 主力合约比值为 1.25, 较 2020 年年底上升 0.03。

图 17: 股指期货日均成交量



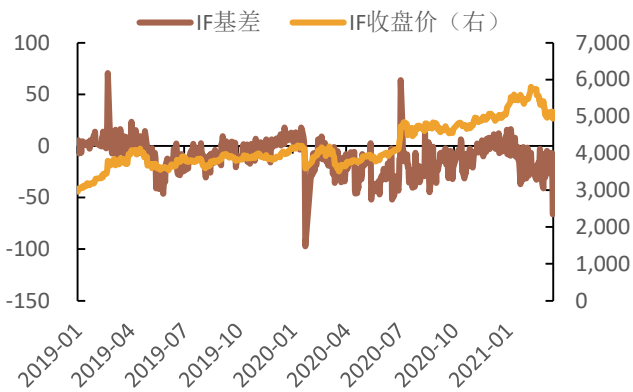
资料来源: Wind, 优财研究院

图 18: 股指期货持仓量



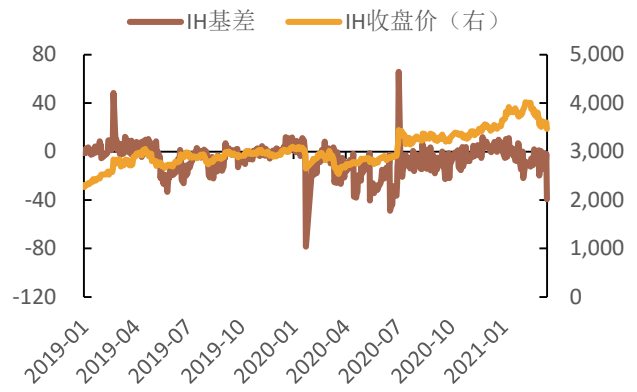
资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: IF 基差



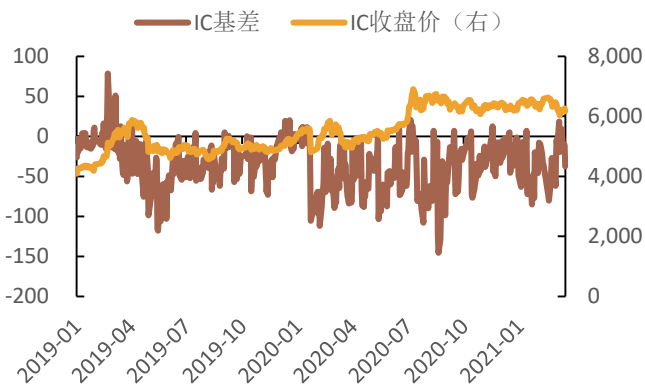
资料来源: Wind, 优财研究院

图 20: IH 基差



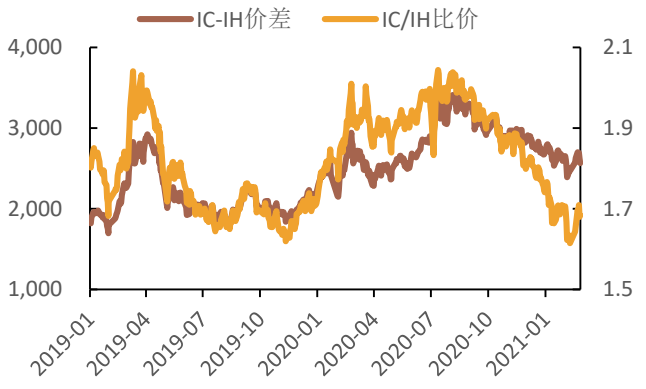
资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: IC 基差



资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: IC/IH 比价回升



资料来源: Wind, 优财研究院

表一: 截至 3.19 股指期货收盘情况

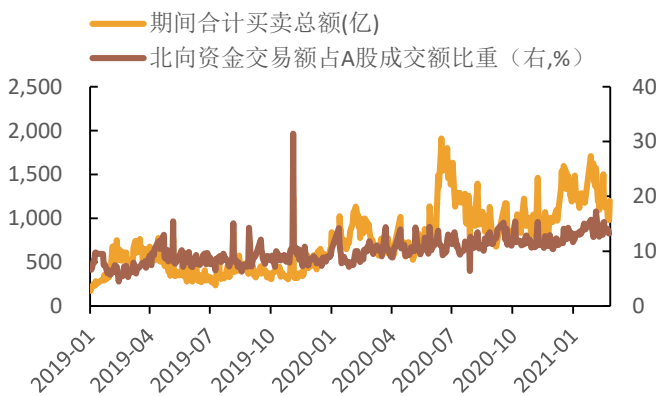
	合约收盘价	指数收盘价	升贴水	升贴水率	年化升贴水率
IF 主力	4,941.0	5,007.09	66.0907	1.80%	29.96%
IH 主力	3,472.6	3,512.02	39.4203	1.43%	23.86%
IC 主力	6,169.0	6,206.60	37.6023	0.75%	12.45%

资料来源: Wind, 优财研究院

二、 股市资金面

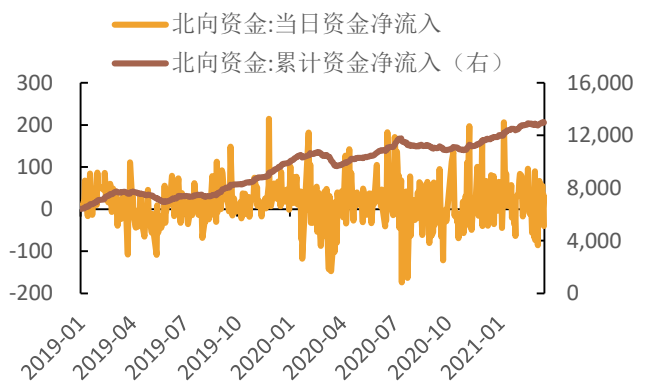
一季度北向资金总体净流入，交易活跃度上升。年初至今北向资金仅在 30% 的交易日内出现净流出，截至 3 月 19 日，北向资金合计净流入规模达到 956.67 亿元。北向资金交易额占 A 股成交额比重快速上升，2 月末一度高达 17.27%，超过去年全年峰值 15.36%。

图 23：北向资金活跃度上升



资料来源：Wind，优财研究院

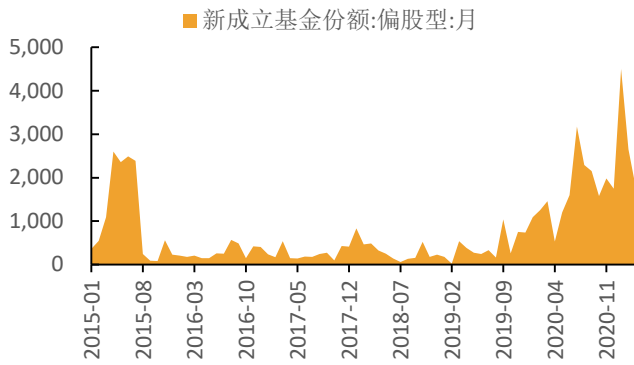
图 24：一季度北向资金总体净流入



资料来源：Wind，优财研究院

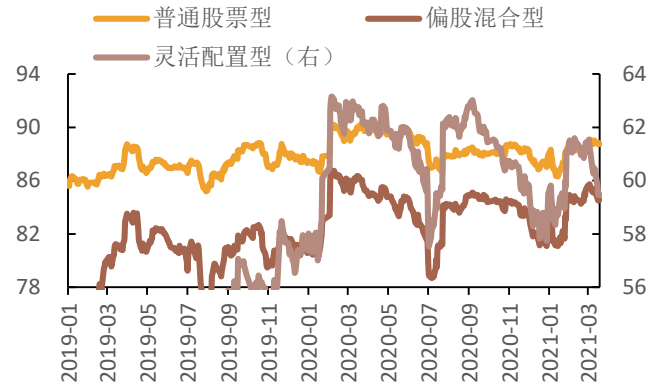
1 月新发基金规模创出天量，但随后快速下降，偏股型基金股票仓位提升。继 1 月新发基金规模创出历史记录 4500.20 亿份后，2 月发行速度忽然趋缓，一方面因长假因素交易天数减少，另一方面市场大幅回撤，基金重仓股大跌导致基金赚钱效应下滑，爆款基金认购力度急剧下降，2 月新发基金份额 2653.11 亿份，环比减少 41.05%，同比增加 11.73%。截至 3 月 19 日，3 月新发基金规模为 1771.45 亿份。偏股型基金仓位提升，一季度普通股票型、偏股混合型和灵活配置型基金平均仓位较去年四季度分别提升 0.06、0.49 和 0.38 个百分点。

图 25: 单月新发基金规模逐渐下降



资料来源: Wind, 优财研究院

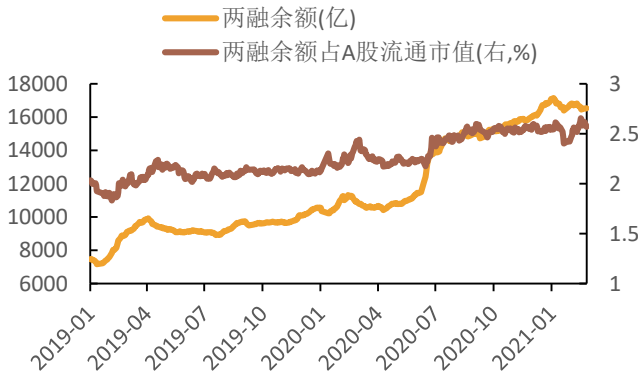
图 26: 一季度基金平均仓位提升



资料来源: Wind, 优财研究院

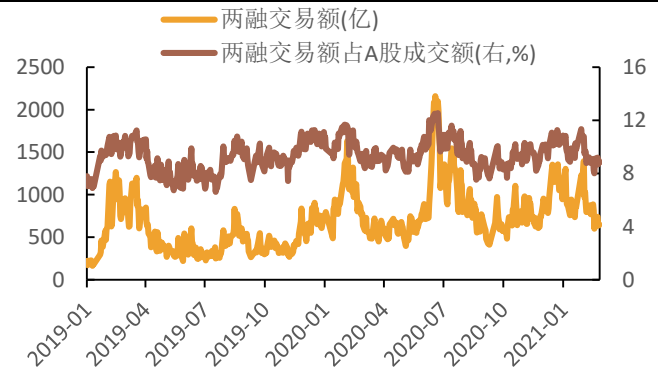
一季度两融规模冲高回落，交易活跃度先升后降。截至 3 月 19 日，两融交易占市场成交总体比例下降至 8.83%，低于 2020 年年末的 10.12%，两融余额自 1 月末快速增加至 17064.82 亿后逐渐回落，春节因素以及大跌避险情绪导致场内加杠杆的意愿下降。

图 27: 一季度两融规模冲高回落



资料来源: Wind, 优财研究院

图 28: 一季度两融活跃度先升后降



资料来源: Wind, 优财研究院

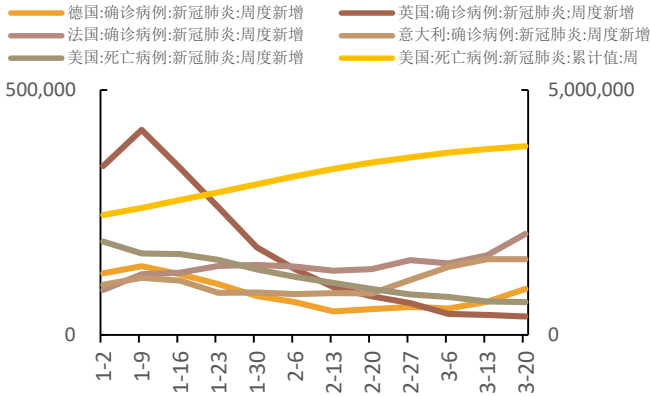
三、信用收敛&盈利回升

3.1 企业盈利大概率继续回升

外需方面，海外经济修复的趋势不变。海外疫情重灾国家新增病例有所减少，疫情防控取得明显进展后，需求端开始恢复，微观制造业 PMI 重回枯荣线上方，截至 3 月，欧洲主要工业国 PMI 数据均创出疫情后新高。出口数据佐证外需回暖，低基数效应下，我国 2 月出口金额同比高达 154.90%。目前海外主要经济体工业生

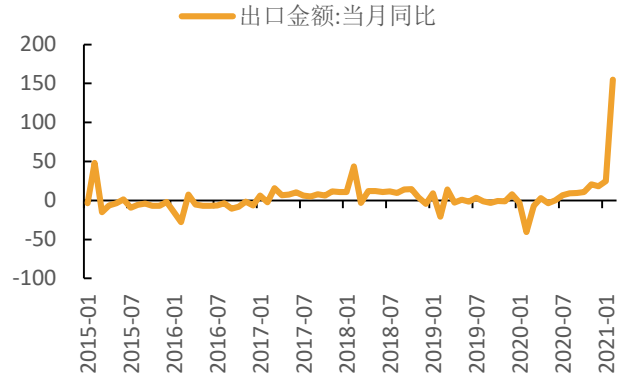
产距离完全恢复尚远，预计出口二季度仍将维持高景气，外需回暖进行中。

图 29：海外疫情控制取得进展



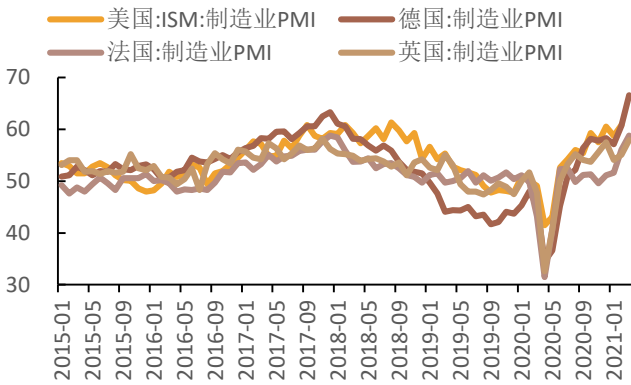
资料来源：Wind，优财研究院

图 30：2 月出口增速创新高



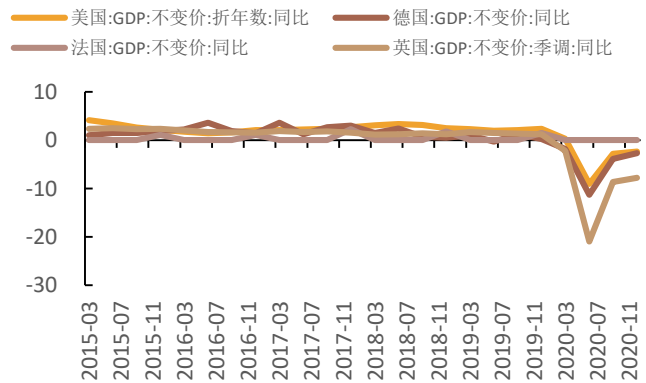
资料来源：Wind，优财研究院

图 31：欧美主要国家制造业明显复苏



资料来源：Wind，优财研究院

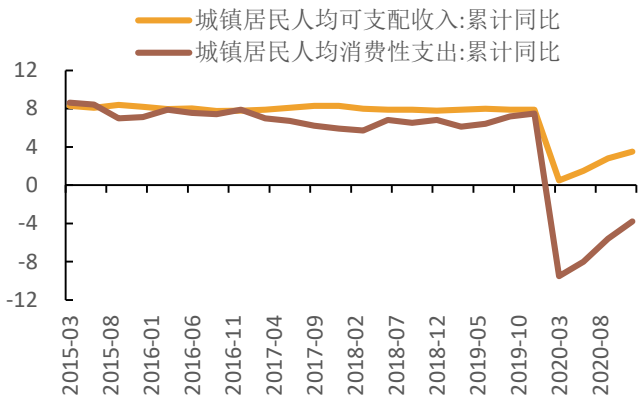
图 32：预计欧美国家 GDP 同比继续回升



资料来源：Wind，优财研究院

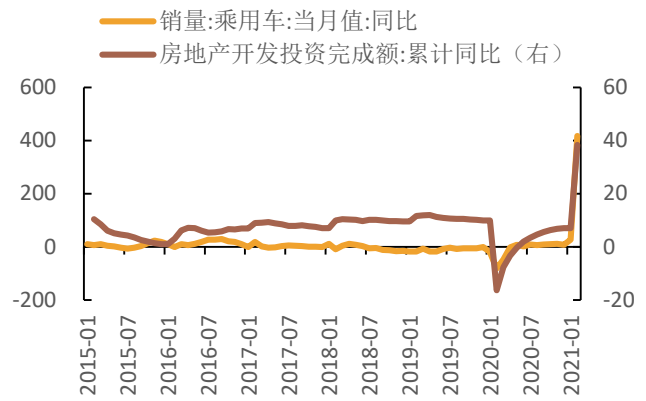
国内方面，消费抑制处于释放过程中，城镇居民可支配收入增速回升，乘用车销量数据继续向上。投资端地产数据上行，2 月房地产开发投资完成额累计同比增长 38.3%。我国产成品存货同比增速具有较明显的 3 年左右的周期特征，PPI 同比是产成品库存同比的领先指标。2 PPI 延续趋势回升后，工业企业产成品存货同比有望止跌回升，主营业务收入同比转正，库存周期正从被动去库的尾声迈向主动补库的阶段。

图 33: 城镇居民可支配收入和消费性支出



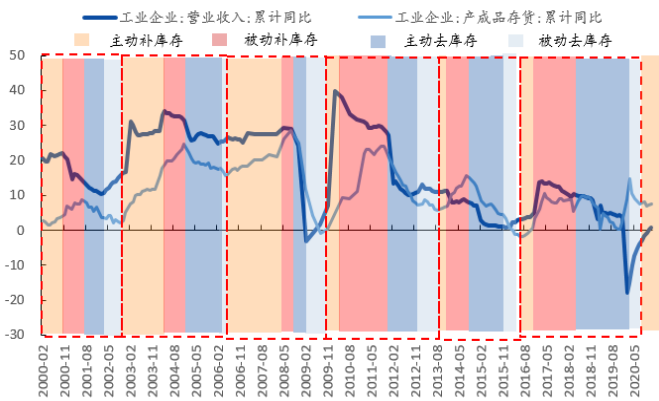
资料来源: Wind, 优财研究院

图 34: 汽车销量和房地产数据回暖



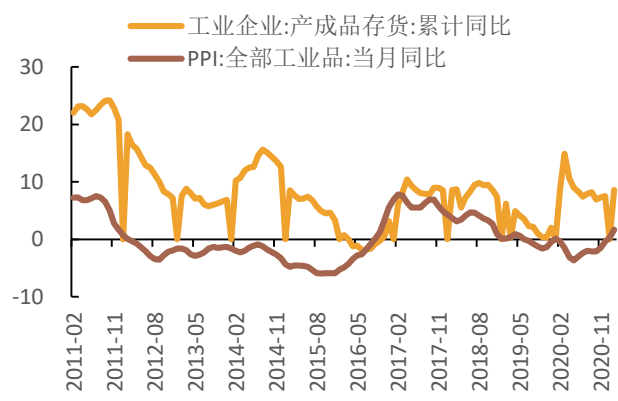
资料来源: Wind, 优财研究院

图 35: 工业企业进入主动补库存周期



资料来源: Wind, 优财研究院

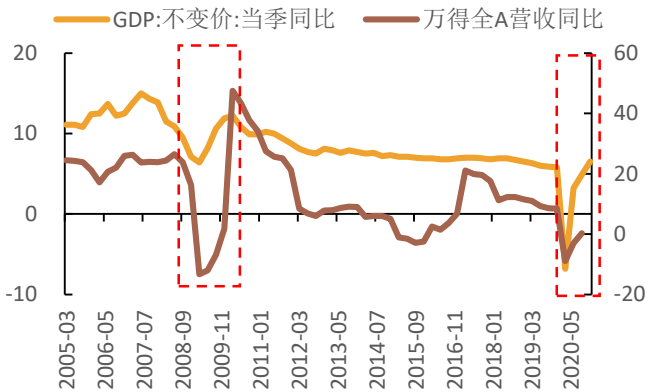
图 36: PPI 是产成品存货增速的领先指标



资料来源: Wind, 优财研究院

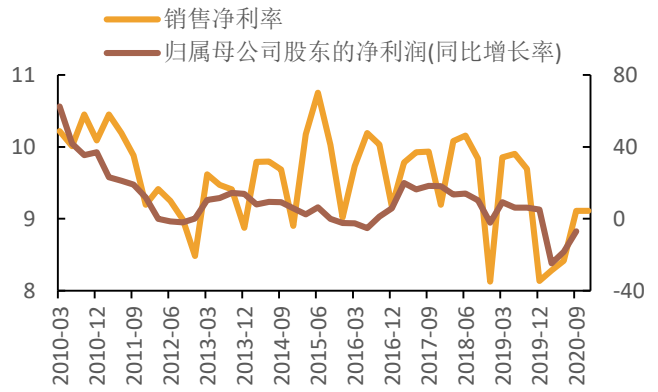
二季度预计上市公司盈利将持续改善。在经济大幅下滑再回升时，宏观经济的持续修复对上市公司盈利的传导作用更强。2008 年金融危机发生后，随着“四万亿”计划出台，宏观经济 v 型修复，A 股营收相应反转。2020 年新冠疫情导致 GDP 同比一度转负，随着防控措施从严从紧落实到位、企业复工复产加快，宏观经济快速修复，企业盈利快速好转，三季度万得全 A 营收同比回升至 0.28%，截至 3 月 19 日披露的一季报业绩预告超 80% 家数业绩预喜，市场一致预期 2021 财年全 A 盈利增长 22.8%，预计随着制造业全面扩张，企业盈利预期有望持续上调。企业销售净利率叠加营收上行，推升净利润增速将逐步超越营收增速。

图 37: 经济下滑再回升时, 宏观修复对公司盈利的传导更强



资料来源: Wind, 优财研究院

图 38: 销售净利率和营收增速同步回升

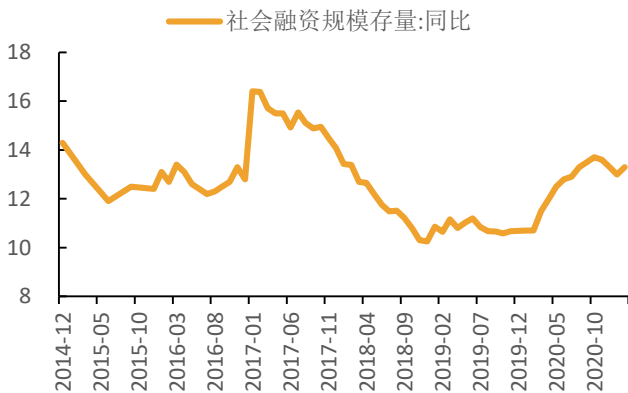


资料来源: Wind, 优财研究院

3.2 信用端大概率收敛

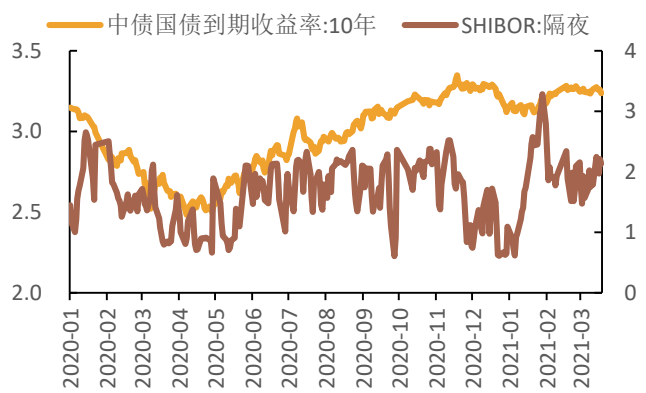
2月金融数据大超市场预期, 2月新增社融1.71万亿, 同比多增0.84万亿, 创历史同期新高; 其中, 新增人民币贷款1.34万亿, 同比多增0.62万亿是主要贡献, 但企业债和政府债券融资连续放缓。考虑到政府工作报告提出“政府杠杆率要有所降低”, 后续社融表现可能受到一定拖累。年内货币政策保持以稳为主的基调, 政府工作报告所制定6%的经济增长目标实现难度不大, 货币政策年内可能很难再度宽松。结合央行多次提及货币政策“稳字当头, 不急转弯”, 预计货币政策以稳为主, 维持紧平衡的概率较高。

图 39: 2月社融再超预期



资料来源: Wind, 优财研究院

图 40: 国内利率回升至疫情前水平

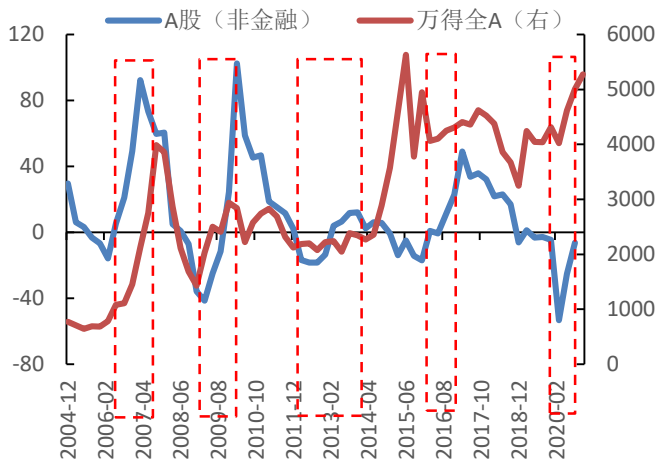


资料来源: Wind, 优财研究院

3.3 信用收敛&盈利回升

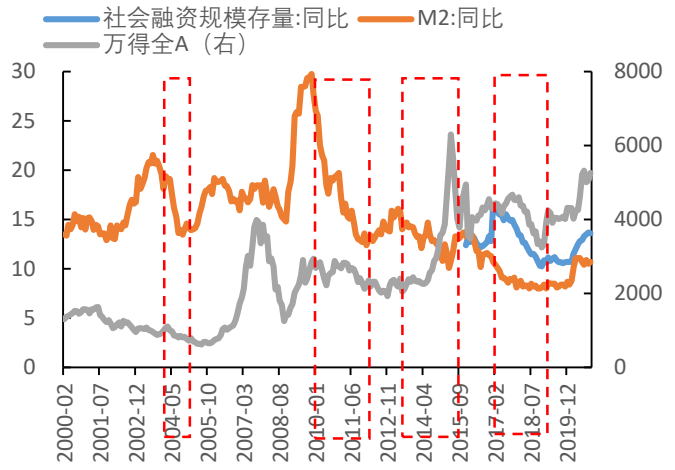
历史上，在 A 股盈利上行期，上涨是主旋律。与此同时，2021 年信用收缩的概率较高，历史上在信用收缩期，A 股多数下跌。

图 41: A 股盈利上行期，上涨是主旋律 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 42: 信用收敛时期，回落风险高 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

金融危机后，A 股历史上共经历了四次盈利上升但信用收紧的阶段：

(1) 2009 年 9 月-2010 年 3 月。“四万亿”计划出台后基建投资增速于 2009 年年中见顶，此后信贷余额同比走低，但房地产投资继续拉动经济修复，A 股盈利增速继续回升；

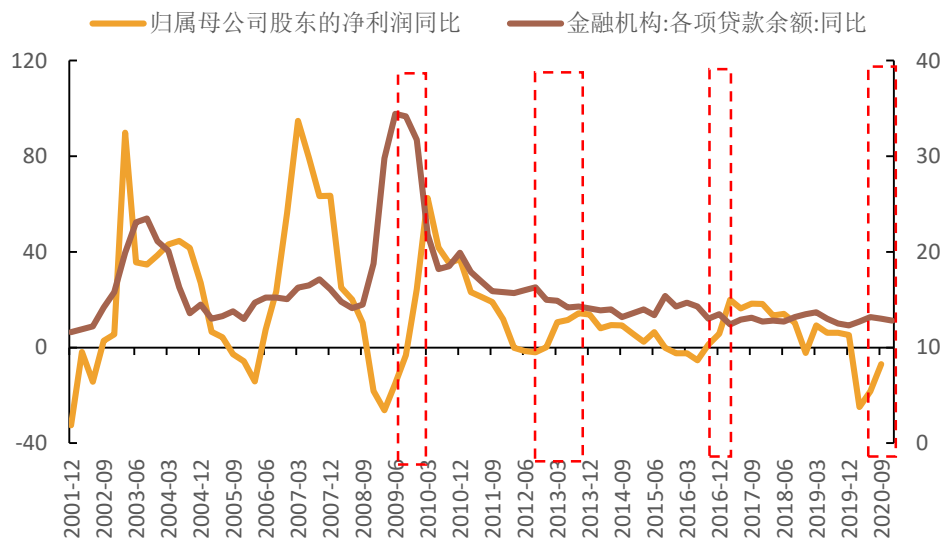
(2) 2012 年 9 月-2013 年 12 月。2012 年 7 月后，各地方政府密集出台多种经济投资计划，加大对基建项目财政性资金支持，同时政府开始积极引导国内企业关注“一带一路”海外市场和致力于推行 PPP 模式在基建领域的应用，在地方政府发力背景下，基建投资增速得以企稳。2013 年起，产能过剩问题日益加重，并对行业盈利形成明显压制，制造业贷款增速明显回落。总体来看，2012 年年末信用开始回落，企业盈利持续修复至次年年末；

(3) 2016 年 6 月-2017 年 6 月。2017 年随着金融去杠杆的开启，尤其是资管新规对非标的严格限制，基建增速开始大幅回落。2016 年起，中央经济工作会议将“去产能”作为供给侧改革重点任务之一，开启过剩产能行业“出清”之路。“去产能”以钢铁和煤炭为重点领域，以行政去产能为主要手段。房地产自 2016 年来进入新一轮调控，限购

政策升级，不少城市由传统的“限购+限贷”升级为“限购、限贷、限价、限售、限商”，商品房销售额增速应声下降。在房地产调控背景下，开发贷持续收紧。期间 A 股开启上证 50 结构牛市；

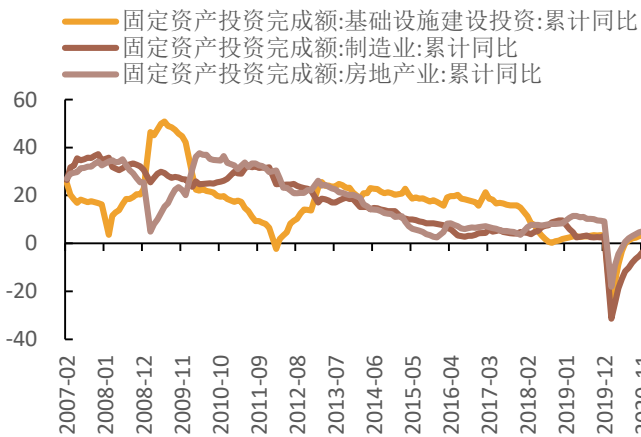
(4) 2020 年 9 月至今，经济从二季度起持续修复，企业盈利上行，下半年后由于经济复苏情况良好，国内流动性整体逐步回笼，信用逐步回落，信贷余额同比于 8 月见顶。

图 43: 盈利上升信用收紧 (%)



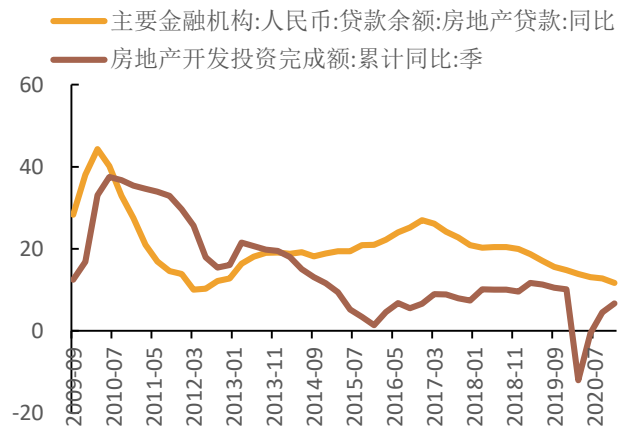
资料来源：Wind，优财研究院

图 44: 固定资产投资增速 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

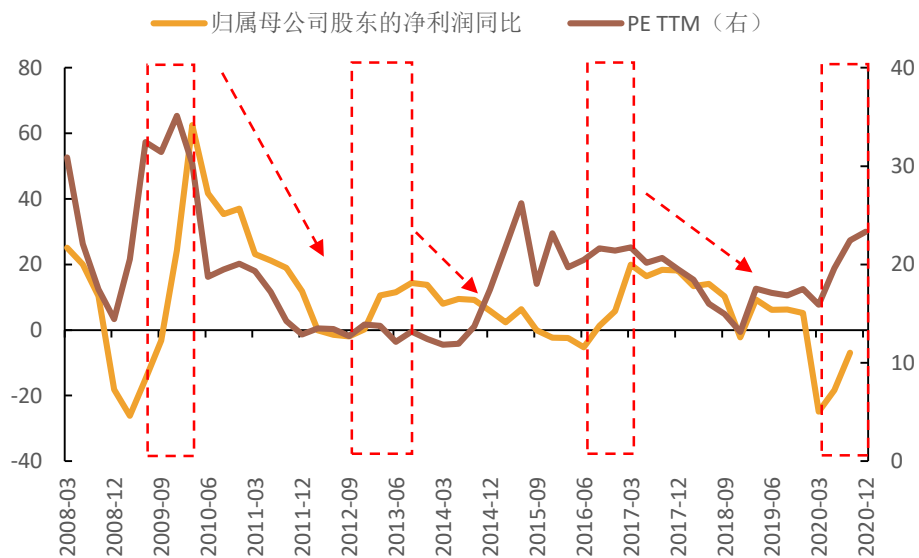
图 45: 房地产周期 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

盈利上升、信用收紧期间，市场估值水平变化不大。直至盈利见顶后，估值大幅下杀。2009年9月-2010年3月，万得全A市盈率从31.43倍小幅降至30.25倍，2010年6月企业盈利见顶大幅回落后，估值水平随之大跌；2012年9月-2013年12月，万得全A市盈率窄幅波动，从12.71倍小幅降至12.41倍，随后企业盈利阶段性见顶后，市盈率小幅回落；2016年6月-2017年6月，万得全A市盈率从20.45倍略升至20.65倍，2018年贸易战开始后企业盈利和估值共振回落。结合历史经验，我们认为，这波企业盈利回升+信用边际收紧背景下，由基本面驱动的行市总体估值水平波动不大，市场出现大跌风险的概率不高。

图 46：盈利上升、信用收紧期间，市场估值水平变化不大

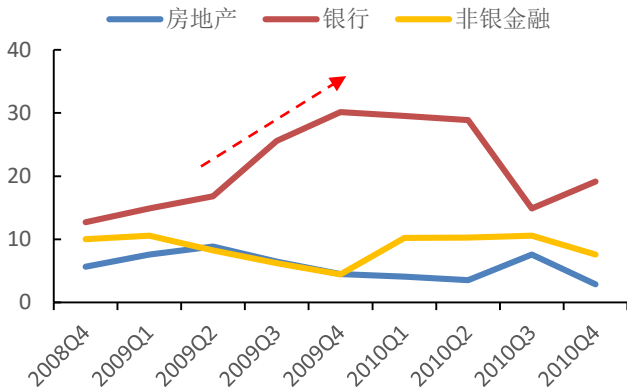


资料来源：Wind，优财研究院

盈利上升、信用收紧期间，市场抱团风格可能发生切换。(1) 2009年9月-2010年3月，机构抱团大金融和房地产板块，大幅跑赢上证指数和深证成指。2010年房地产政策收紧，国务院出台“国十条”对房地产市场进行史上最严厉的宏观调控。金融板块业绩增速优势不再，M2同比快速回落，金融+地产抱团终于瓦解；(2) 2012年9月-2013年12月，股市步入熊市阶段，业绩快速增长的消费股成为机构追捧的新对象。2012年11月，白酒的“塑化剂事件”爆发。2012年12月中共中央政治局公布“八项规定”。三公消费受到抑制，对白酒行业的需求形成负面冲击。2012年四季度成为食品饮料为代表

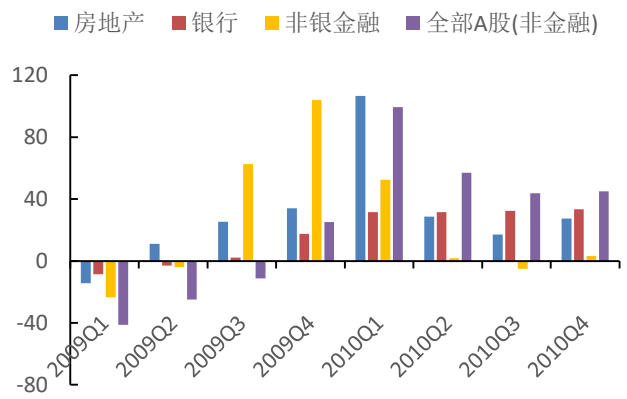
的消费板块的业绩拐点；(3) 2016 年 6 月-2017 年 6 月，消费卷土重来，上证 50 牛市开启。

图 47: 2009Q3-2010Q1 机构持仓比例 (%)



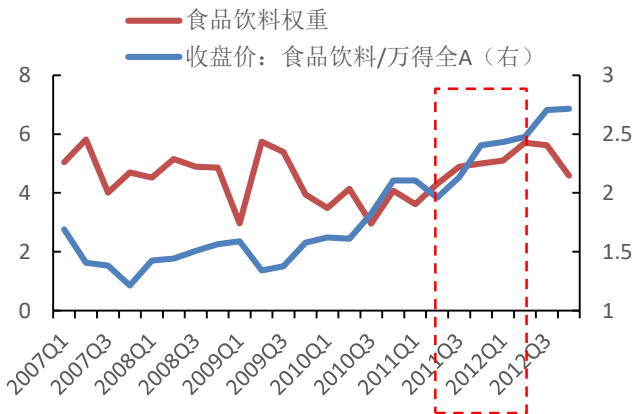
资料来源: Wind, 优财研究院

图 48: 大金融和房地产领涨 (%)



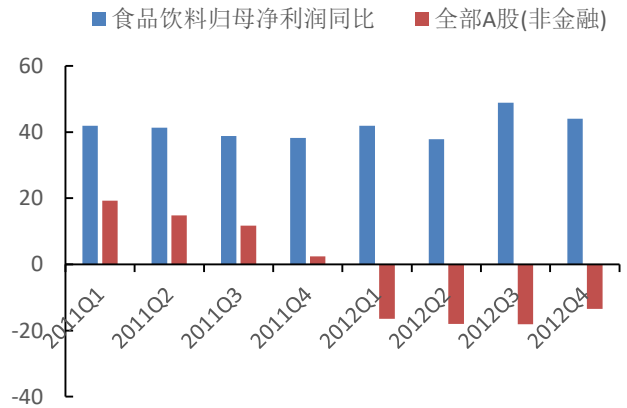
资料来源: Wind, 优财研究院

图 49: 2012Q3-2013Q4 食品饮料持仓提升 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

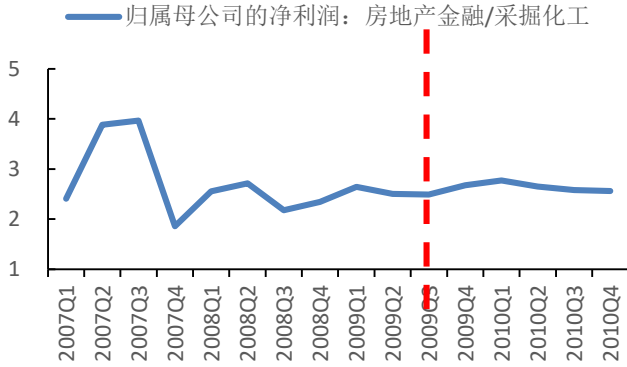
图 50: 食品饮料业绩提升 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

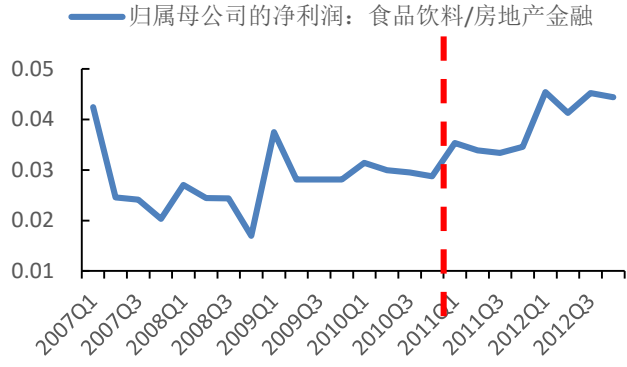
盈利上升、信用收紧期间，市场大跌风险不高，整体估值水平波动不大，抱团方向发生切换的原因在于行业景气度发生转变。业绩增速更快的板块出现，导致机构投资者重仓转移。对比公募基金 2020 年 Q3 和 Q4 的重仓股情况，前 300 家持股比例超 90%，持股行业集中度较 Q3 进一步提升，食品饮料超越医药生物成为第一重仓行业，Q4 消费风格席卷，食品饮料板块领涨。但进入 2021 年后，尤其是春节后，抱团的消费风格大跌，而顺周期接棒逆势领涨，反映机构的持仓逐步发生变化。

图 51: 2009Q3-2010Q1 房地产和大金融取代采掘业 (%)



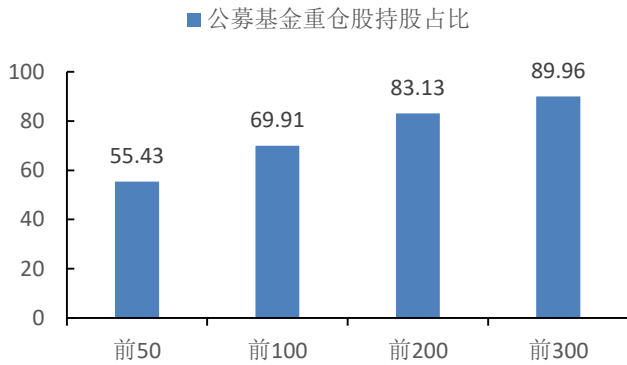
资料来源: Wind, 优财研究院

图 52: 2012Q3-2013Q4 食品饮料取代房地产和大金融 (%)



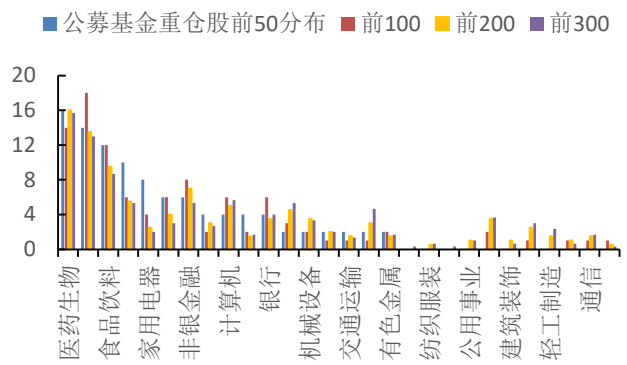
资料来源: Wind, 优财研究院

图 53: 2020Q3 公募基金重仓股占比 (%)



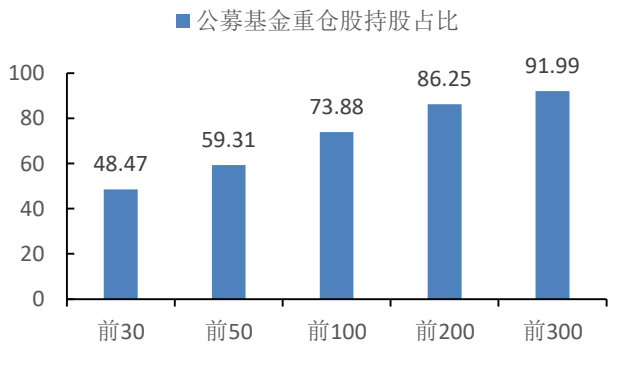
资料来源: Wind, 优财研究院

图 54: 2020Q3 公募基金重仓板块 (%)



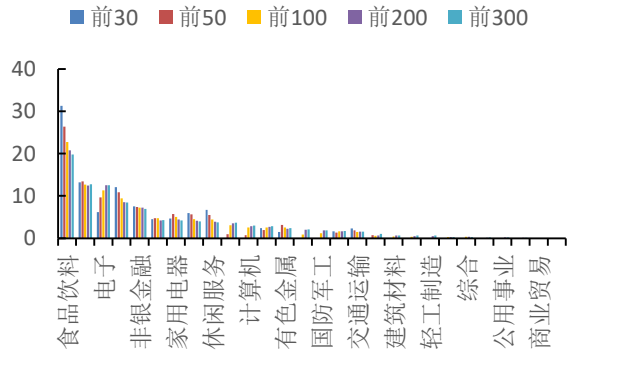
资料来源: Wind, 优财研究院

图 55: 2020Q4 公募基金重仓股占比 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 56: 2020Q4 公募基金重仓板块 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

景气复苏向周期风格扩散，机构抱团消费出现瓦解。周期上游和中游原材料单季利润增速及毛利率连续三个季度提升。三季度复产复工全面推进，下游需求回升带动石油石化、煤炭、有色、钢铁、化工等行业净利润增速及毛利率均有连续改善。中游工业品中的电力设备及新能源、机械、和轻工制造业的收入连续两个季度提升，可选消费品中汽车、家电收入和利润增速均连续三个季度改善，显示需求端快速恢复。未来随着经济企稳回升，以及制造业进入补库存阶段，制造业相关的板块利润和收入增速有望进一步增长。必要消费的复苏力度稍弱。食品饮料和商贸零售三季度净利润增速均出现回落。成长风格中电子和传媒表现较好。传媒的收入增速和利润增速连续两个季度改善，电子板块的利润、收入及单季度毛利率连续两个季度改善。

表 2：三季报各行业业绩增速 (%)

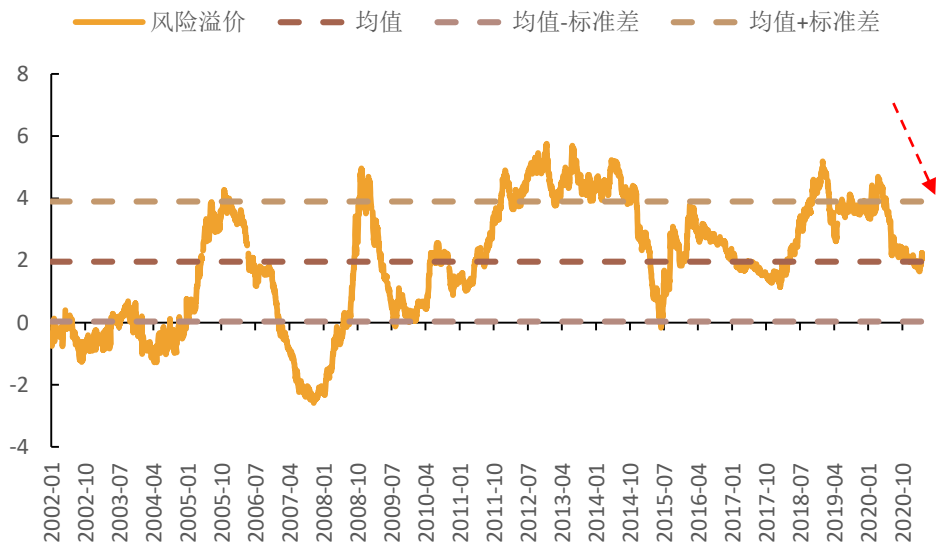
大类行业	一级行业	单季度.归属母公司股东的净利润同比			单季度.营业收入同比			单季度.销售毛利率(整体法)		
		Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3	Q1	Q2	Q3
周期上游	石油石化	-203.14	-114.26	208.81	-17.16	-30.12	-21.47	13.12	18.51	21.68
	煤炭	-27.58	-14.70	4.37	-7.11	-1.01	2.99	25.61	24.34	26.47
	有色金属	-53.10	-9.56	38.74	7.86	14.74	15.63	7.80	8.22	9.90
周期中游	电力及公用事业	-28.51	37.68	35.37	-10.89	3.34	3.32	22.38	26.01	27.02
	钢铁	-46.44	-31.58	41.62	-6.19	0.65	5.32	9.92	10.38	11.02
	基础化工	-42.93	-10.60	23.01	-14.10	0.89	2.56	20.33	20.77	21.64
	交通运输	-122.15	-73.26	-30.48	-11.33	-5.06	-0.39	6.03	7.56	9.86
	建材	-36.16	20.48	14.69	-24.02	14.18	16.32	30.14	30.79	29.03
	轻工制造	-33.37	-2.00	11.91	-14.26	5.89	11.39	25.45	25.84	27.11
	机械	-45.38	46.98	44.98	-14.01	12.15	18.28	22.89	24.32	23.84
	电力设备及新能源	-20.12	31.38	62.93	-10.39	16.86	20.81	22.62	22.26	22.42
周期下游	建筑	-27.57	5.77	15.53	-8.87	17.43	22.00	10.68	11.24	10.86
	房地产	-46.38	-6.98	0.02	-5.70	6.24	14.47	29.98	27.20	25.51
金融	银行	5.52	-23.82	-4.14	7.20	5.31	3.08			
	非银行金融	-23.72	-21.71	36.45	0.16	17.13	15.34	27.33	8.60	25.42
必要消费	商贸零售	-72.06	-25.09	-57.76	-14.14	-6.33	2.96	14.80	13.77	13.34
	医药	-15.98	40.90	43.08	-7.19	4.18	12.10	33.17	36.02	35.69
	食品饮料	-0.04	25.69	20.51	0.32	13.04	11.22	49.29	44.21	46.14
	农林牧渔	483.28	126.83	77.10	14.78	28.17	34.49	21.32	21.07	22.20
可选消费	汽车	-84.16	30.32	60.45	-33.36	6.88	15.27	13.70	13.32	13.82
	消费者服务	-142.39	-94.04	5.06	-43.66	-37.87	-15.22	27.51	30.69	37.75
	家电	-51.93	-9.01	19.95	-24.18	-0.02	13.31	22.33	23.97	23.91
	纺织服装	-66.25	1.36	4.02	-24.72	-2.39	-9.75	25.53	24.72	22.99
成长	国防军工	173.92	-13.33	69.48	-8.05	2.82	17.60	18.58	18.53	19.64
	电子	-15.60	29.81	52.15	-7.19	12.52	17.73	19.26	21.36	21.41
	通信	-44.68	266.71	-6.58	-3.02	10.19	4.58	19.67	18.63	18.46
	计算机	-110.61	1.06	3.04	-22.30	3.58	-2.03	23.89	19.82	20.04
	传媒	-51.58	298.78	4.42	-10.19	-8.40	-4.88	29.46	29.23	27.80
	综合	-63.24	-79.35	113.34	-8.93	14.40	18.05	8.88	9.36	9.74

资料来源：Wind，优财研究院

四、 二季度行情展望：震荡筑底，大跌风险可控， 结构性行情延续

春节后市场经历快速下跌后，当前股票风险溢价（1/PE-十年期国债收益率）已回落至历史均值水平，风险偏好存在修复的可能性。

图 57：股票风险溢价回落



资料来源： Wind，优财研究院

2020 年三季度开始，基本面驱动的结构性价行情仍将延续。企业盈利回升+信用边际收紧背景下，预计市场总体估值水平波动不大，出现大跌风险的概率不高，二季度市场震荡筑底为主。风格方面，市场抱团方向可能发生转变，重点关注顺周期板块。期指方面，推荐 IC 和 IF。

重要声明

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。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

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，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，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。