

策略周报

节奏扰动，趋势不改

复苏进程一波三折，盈利上行趋势不改。

- **国内外复苏进程一波三折**。本周海外资产的波动及变化成为影响市场的核心因素。欧洲疫情二次爆发是影响当前基本面更为重要的因素，法国新增病例创下新高，欧洲方面周度新增确诊病例达 30 万例，超过了第一轮疫情中的最大值。西班牙、法国等国采取新一轮严格的封锁措施，使得市场对于欧洲经济复苏前景产生了进一步担忧。与此同时，国内地产融资新政的落地也进一步引发了投资者对于国内基本面复苏幅度的担忧。
- **海外进一步宽松预期下降，国内资金面临短期冲击**。面对海外疫情的反复，美联储依然对短期宽松持谨慎态度，更大规模的货币刺激预期落空。货币政策边际上也没有重新放松以应对经济复苏势头放缓的迹象。国内市场方面，新股集中上市将对短期市场资金面造成扰动，虽然新发基金一定程度缓解了上述压力，但难以对冲全部资金需求。因此，无论从国内外市场来看，短期流动性的进一步宽松都难以实现。
- **不确定因素增加，海外分母逻辑趋弱**。摩根大通、渣打银行、德意志银行以及纽约梅隆银行等涉嫌 2 万亿美元洗钱丑闻。在这种背景下，美国出现了大法官职位空缺的情况，这让市场认为会导致两党之间的矛盾会加剧，特朗普获得大法官任命权，增添了大选中的博弈力量，同时也给最终选举结果带来了一定新的不确定性。在此影响下，美元指数进一步强劲上扬，海外股市及大宗商品集体出现大幅调整。值得关注的是，本轮调整与前期科技股领跌、顺周期行业上涨不同，航空等传统板块明显下跌。其背后反映的是市场对于欧洲疫情二次爆发导致的经济复苏前景的担忧。正如前期所述，海外市场也由前期分母端驱动的行情阶段进入分子段驱动的行情阶段。但短期的诸多不确定性因素无风险利率、风险偏好和盈利因子的前瞻性预期都趋弱。
- **节奏扰动，趋势不改**。我们认为，基本面趋势未变，而当前全球均已经步入疫情冲击的第二阶段，即基本面修复，而流动性宽松边际放缓。我们认为，当前市场依然在交易全球经济的复苏预期：首先，商品价格的下跌主要源于美元的走强，这背后是短期“欧强美弱”向“美强偶弱”的边际转变。海外股市的大跌则与欧洲疫情、美国政治不确定性等因素相关。但在本轮下跌中我们可以发现，金价的下跌幅度远大于其他大宗商品及权益资产，这背后反映了市场对于全球经济短周期复苏的趋势依然没有怀疑，目前海外疫情的计价更多来源于对于复苏节奏的影响。因此，我们维持此前的观点，全球资产进入疫后第二阶段，盈利因子为核心抓手。当前 A 股资产中长期配置逻辑尚未遭到破坏。配置上需更加均衡，增加部分低估值顺周期板块配置比例。前期强势的科技和消费板块即将迎来估值分化，产业趋势向上、业绩确定性高而估值尚可的行业有望依然维持强势。
- **风险提示：逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化**

相关研究报告

《A 股市场季度策略——敬慎待时，中坚坚守》20200406

《A 股市场中期策略——顺势而为》20200706

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 策略研究

证券分析师：王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

联系人：郭晓希
(8610)66229019
xiaoxi.guo@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300119040001

目录

观点回顾.....4

策略周观点：节奏扰动，趋势不改.....5

风险提示.....8

图表目录

图表 1. 欧洲疫情反复，西班牙法国新增病例突破前期高点.....5
图表 2. 联储资产资产扩张节奏放缓.....6
图表 3. 本次波动不同于 3 月.....6
图表 4. 近期大类资产表现.....7

观点回顾

——20200706《顺势而为》：走出疫情冲击，下半年A股市场主线归来，关注科技主线机会。下半年市场将大概率处于盈利弱复苏与流动性宽松延续的宏观环境之中，对于权益资产相对友好。配置上顺势而为，把握科技景气度。

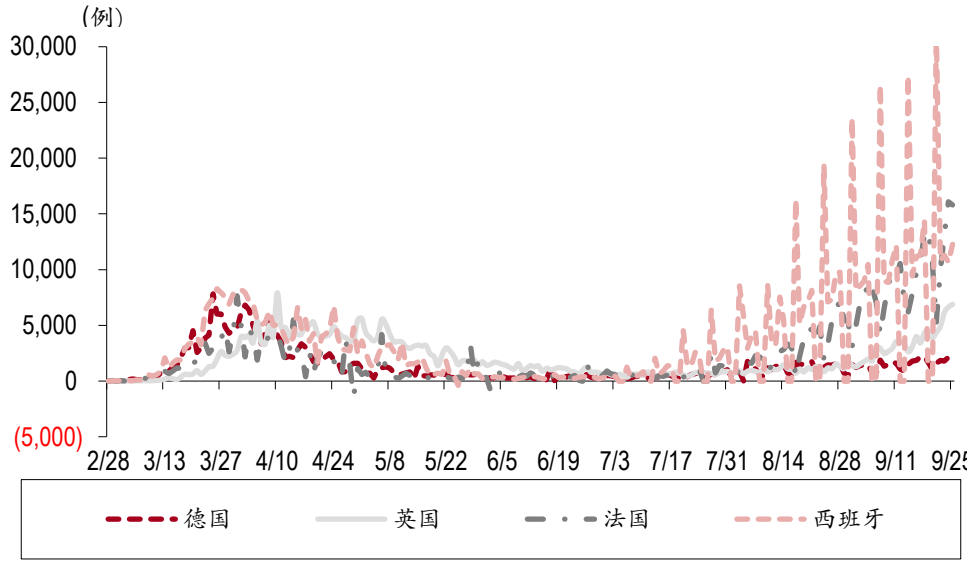
——20200718《上行趋势不改，回归盈利主线》：经济超预期改善，市场上行趋势不改，重回盈利主线。宏观环境尚处于复苏早期，监管降温市场重新回归理性。市场重回盈利主线。

——20200903《静候趋势归来》：海外风险冲击尚存，盈利上行趋势不改。A股盈利底部复苏，中小创修复程度显著，海外流动性宽松预期松动，外资短期加速净流出，市场风险偏好面临波动，配置上以盈利为锚。

策略周观点：节奏扰动，趋势不改

国内外复苏进程一波三折。本周海外资产的波动及变化成为影响市场的核心因素。美国最新初请失业金人数不及预期，同时 8 月耐用品订单增长率为 0.4%，较前值的 3.2%明显回落且不及市场预期的 1.2%，继高盛之后，摩根大通也下调了 4 季度经济增速预测，美国的财政纾困计划依然没有实质性进展。相较之下，欧洲疫情二次爆发是影响当前基本面更为重要的因素，法国新增病例创下新高，欧洲方面周度新增确诊病例达 30 万例，超过了第一轮疫情中的最大值。西班牙、法国等国采取新一轮严格的封锁措施，使得市场对于欧洲经济复苏前景产生了进一步担忧。与此同时，国内地产融资新政的落地也进一步引发了投资者对于国内基本面复苏幅度的担忧。

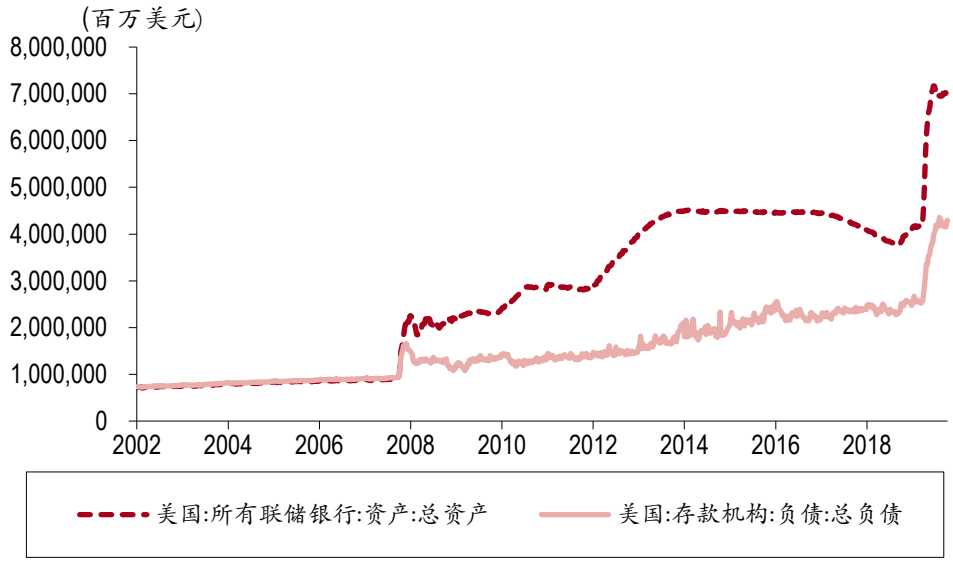
图表 1. 欧洲疫情反复，西班牙法国新增病例突破前期高点



资料来源：万得，中银证券

海外进一步宽松预期下降，国内资金面临短期冲击。面对海外疫情的反复，美联储依然对短期宽松持谨慎态度，寻求"稳货币、宽财政"的政策组合。鲍威尔在国会证词上重申了"美联储将持续支持经济"的态度，但更大规模的货币刺激预期落空，过于宽松的货币政策会导致资产泡沫化，反而不利于经济复苏。货币政策边际上也没有重新放松以应对经济复苏势头放缓的迹象，6 月 10 日以来，美联储总资产规模连续 4 周下滑，尽管此后再度上升，但截至 8 月 26 日再度环比收缩 200 亿美元左右。官员的发言也说明联储对于短期进一步宽松的意愿和空间有所下降。国内市场方面，大规模 IPO 将会对短期市场资金面造成扰动，虽然新发基金一定程度缓解了上述压力，但难以对冲全部资金需求。因此，无论从国内外市场来看，短期流动性的进一步宽松都难以实现。

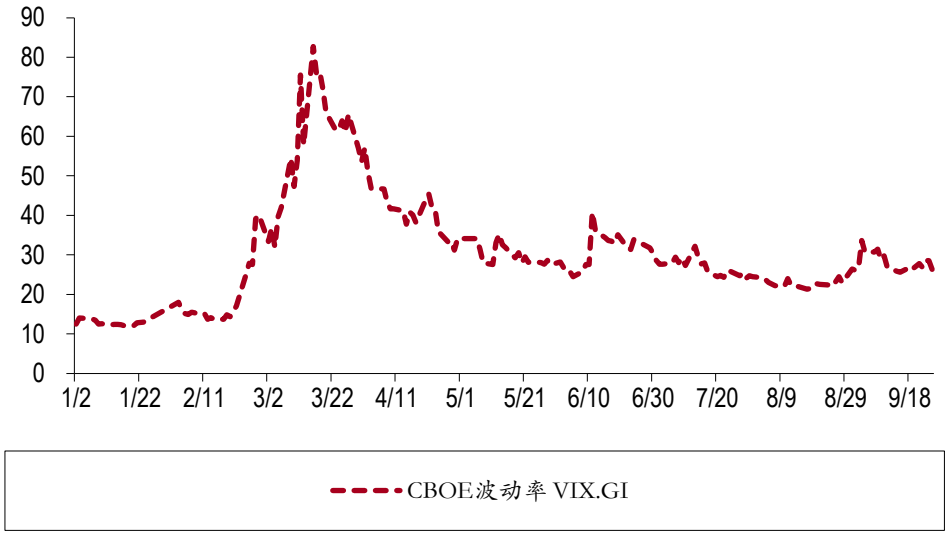
图表 2. 联储资产资产扩张节奏放缓



资料来源：万得，中银证券

不确定因素增加，海外分母逻辑趋弱。摩根大通、渣打银行、德意志银行以及纽约梅隆银行等涉嫌 2 万亿美元洗钱丑闻。在这种背景下，美国出现了大法官职位空缺的情况，这让市场认为会导致两党之间的矛盾会加剧，特朗普获得大法官任命权，增添了大选中的博弈力量，同时也给最终选举结果带来了一定新的不确定性。在此影响下，美元指数进一步强劲上扬，海外股市及大宗商品集体出现大幅调整。值得关注的是，本轮调整与前期科技股领跌、顺周期行业上涨不同，航空等传统板块明显下跌。其背后反映的是市场对于欧洲疫情二次爆发导致的经济复苏前景的担忧。正如前期所述，海外市场也由前期分母端驱动的行情阶段进入分子段驱动的行情阶段。但短期的诸多不确定性因素无风险利率、风险偏好和盈利因子的前瞻性预期都趋弱。

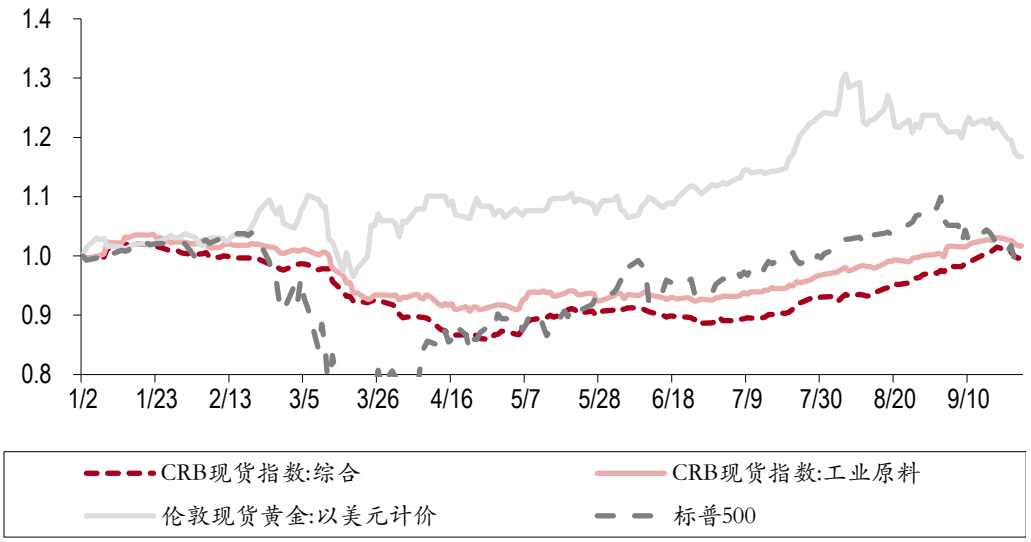
图表 3. 本次波动不同于 3 月



资料来源：万得，中银证券

节奏扰动，趋势不改。我们认为，基本面趋势未变，而当前全球均已经步入疫情冲击的第二阶段，即基本面修复，而流动性宽松边际放缓。我们认为，当前市场依然在交易全球经济的复苏预期：首先，商品价格的下跌主要源于美元的走强，这背后是短期"欧强美弱"向"美强偶弱"的边际转变。海外股市的大跌则与欧洲疫情、美国政治不确定性等因素相关。但在本轮下跌中我们可以发现，金价的下跌幅度远大于其他大宗商品及权益资产，这背后反映了市场对于全球经济短周期复苏的趋势依然没有怀疑，目前海外疫情的计价更多来源于对于复苏节奏的影响。因此，我们维持此前的观点，全球资产进入疫后第二阶段，盈利因子为核心抓手。当前 A 股资产中长期配置逻辑尚未遭到破坏，结合我们对于 A 股全年的盈利估值分析，当前 A 股已经对三季度盈利预期充分计价，未来随着盈利逐步回暖，A 股下行风险可控而潜在上行空间较大。随着全球流动性环境进入边际拐点，市场估值溢价逐步回归，盈利上行预期下顺周期板块将会吸引资金提前布局。配置上需更加均衡，增加部分低估值顺周期板块配置比例。前期强势的科技和消费板块即将迎来估值分化，产业趋势向上、业绩确定性高而估值尚可的行业有望依然维持强势。

图表 4. 近期大类资产表现



资料来源：万得，中银证券

风险提示

逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施,追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371