

策略周报

盈利加速修复，风格日趋均衡

国内基本面加速修复，海外冲击难改盈利主导下市场上行趋势。

- **外实体动能修复略超预期，需求修复空间犹在。**8 月宏观基本面延续修复，工业生产依然呈现加速修复的趋势，周期行业及传统劳动密集型行业生产修复加快，行业间分化程度缩小。投资端，8 月修复斜率上升，主要驱动因素来自于地产及制造业，外需好转叠加去年低基数使得 8 月制造业投资大幅回升。地产投资依旧强势，但贷款增速的下滑显示投资增速难有进一步回升。而相较之下，8 月基建投资修复力度略低于预期，往后看随着气候条件转好以及前期专项债资金的投放，都为年内基建投资扩张奠定了基础。8 月社零增速同比转正，消费需求仍处于加速修复阶段。总体来看，8 月实体经济仍处于修复进程之中，但制造业与社零仍尚未恢复至疫情前水平。
- **全球流动性环境进入疫后第二阶段，货币政策回归常态。**本周央行再次超量续作 MLF，维持市场资金利率在合意区间内，一定程度缓解了市场对于货币政策短期大幅转向的担忧，央行近期公开市场操作显示了对于流动性的呵护态度。当前全球经济尚未恢复至疫情前水平，总量货币政策虽难有进一步宽松，但在当前环境下也难以出现大幅收紧的可能。总量货币政策回归常态，而短端利率维持合意区间是当前全球央行的一致选择。疫情对于全球金融市场的影响已经由前期总量流动性宽松驱动的第一阶段过渡到风险资产估值修复至历史高位而货币政策难以进一步宽松的第二阶段，流动性环境的边际变化将会增加市场的波动性。
- **海外冲击难改盈利主导的中枢上行。**虽然海外风险事件不断，但市场风险偏好中枢并未受到较大冲击，当前仍处于年内较高分位。正如前期所述，国内经济复苏趋势以及政策预期是驱动市场风险偏好中枢的重要因素。展望后市，十四五规划的落地将成为下半年影响国内政策层面最为重要的因素，往后看，市场风险偏好短期难有大幅提升，但基本面复苏趋势延续，盈利复苏尚处早期，风险偏好中枢有望维持高位。
- **盈利加速修复，风格日趋均衡。**本周北上资金大幅净流入，增量资金驱动下，大金融、建材等为代表的低估值顺周期板块全面爆发。当前的低估值水平与四季度业绩反弹预期促使资金提前进场布局。我们认为当前 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。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：盈利加速修复，风格日趋均衡.....5

风险提示.....8

图表目录

图表 1. 制造业加速复苏，地产韧性犹在.....5
图表 2. 可选消费 8 月加速修复.....5
图表 3. 全球流动性环境进入疫后第二阶段.....6
图表 4. 市场风险偏好仍处于年内高位.....7
图表 5. 北上资金本周大幅净流入.....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。

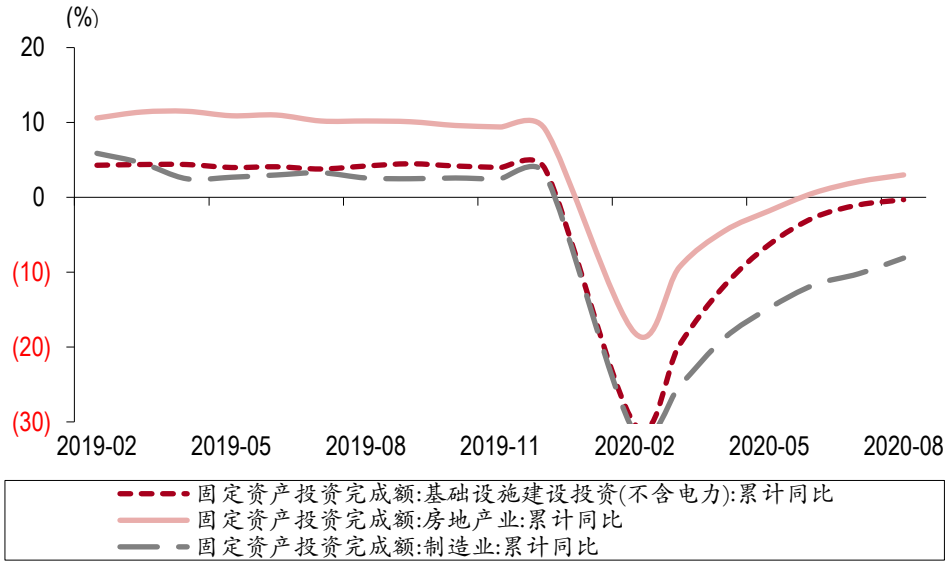
——**20200718《上行趋势不改，回归盈利主线》：经济超预期改善，市场上行趋势不改，重回盈利主线。**宏观环境尚处于复苏早期，监管降温市场重新回归理性。市场重回盈利主线。

——**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：盈利加速修复，风格日趋均衡

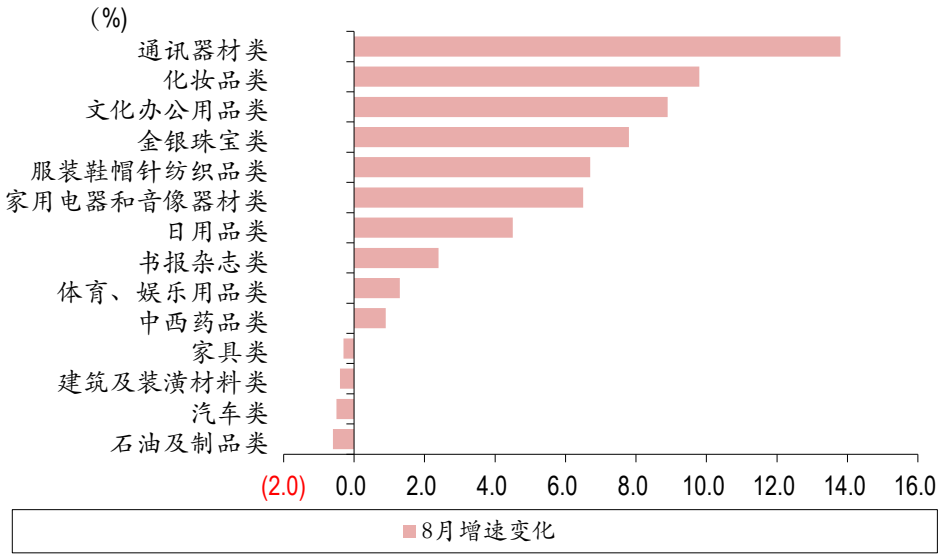
实体动能修复略超预期，需求修复空间犹在。8 月宏观基本面延续修复，工业生产依然呈现加速修复的趋势，周期行业及传统劳动密集型行业生产修复加快，行业间分化程度缩小。投资端，8 月修复斜率上升，主要驱动因素来自于地产及制造业，外需好转叠加去年低基数使得 8 月制造业投资大幅回升。地产投资依旧强势，但贷款增速的下滑显示投资增速难有进一步回升。而相较之下，8 月基建投资修复力度略低于预期，往后看随着气候条件转好以及前期专项债资金的投放，都为年内基建投资扩张奠定了基础。8 月社零增速同比转正，消费需求仍处于加速修复阶段，汽车增速维持高增，办公用品、珠宝、家电等可选消费品体现出明显的修复态势。总体来看，8 月实体经济仍处于修复进程之中，但制造业与社零仍尚未恢复至疫情前水平。

图表 1. 制造业加速复苏，地产韧性犹在



资料来源：万得，中银证券

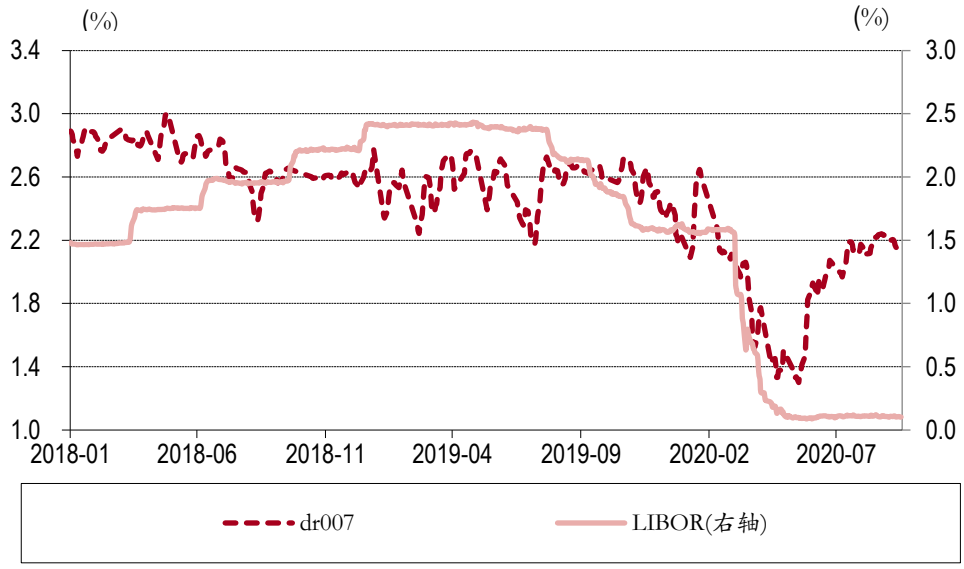
图表 2. 可选消费 8 月加速修复



资料来源：万得，中银证券

全球流动性环境进入疫后第二阶段，货币政策回归常态。本周央行再次超量续作 MLF，及时补充市场所需流动性，维持市场资金利率在合意区间内，一定程度缓解了市场对于货币政策短期大幅转向的担忧，央行近期公开市场操作显示了对于流动性的呵护态度。海外来看，9 月联储议息会议上，虽然年内经济增速预期有所上调，但维持联邦基金目标利率 0%-0.25%区间不变，同时将通胀目标转为长期平均通胀水平也显示了联储短期对于资金面相对呵护的态度。当前全球经济尚未恢复至疫情前水平，总量货币政策虽难有进一步宽松，但在当前环境下也难以出现大幅收紧的可能。总量货币政策回归常态，而短端利率维持合意区间是当前全球央行的一致选择。疫情对于全球金融市场的影响已经由前期总量流动性宽松驱动的第一阶段过渡到风险资产估值修复至历史高位而货币政策难以进一步宽松的第二阶段，流动性环境的边际变化将会增加市场的波动性。

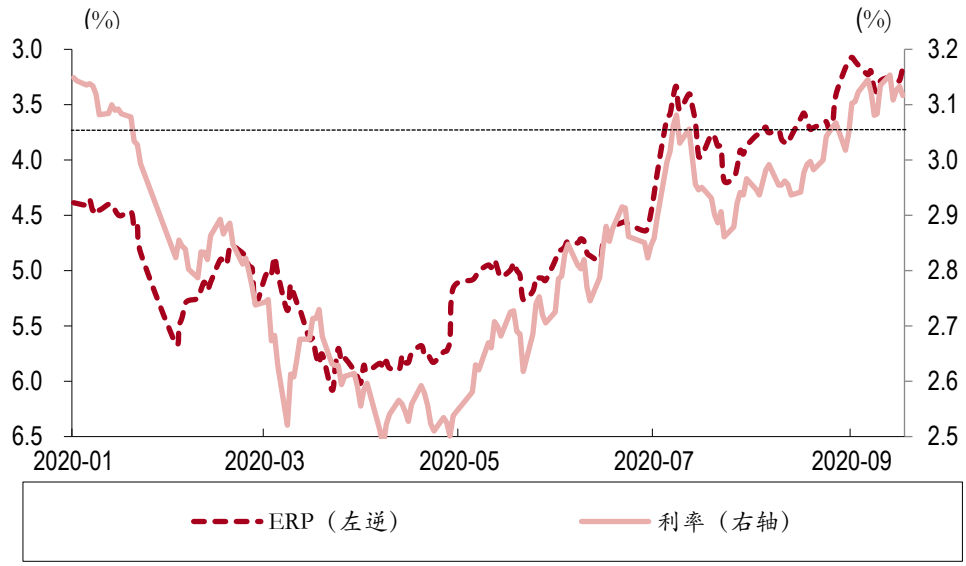
图表 3. 全球流动性环境进入疫后第二阶段



资料来源：万得，中银证券

海外冲击难改盈利主导的中枢上行。本周苹果并未如期发布新机，而根据美商务部最新消息，特朗普考虑禁止 TikTok 和微信的下载、更新及相关交易，结合本周生效的华为禁令，近期中美科技脱钩存在升温迹象，虽然海外风险事件不断，但市场风险偏好中枢并未受到较大冲击，当前仍处于年内较高分位。正如前期所述，国内经济复苏趋势以及政策预期是驱动市场风险偏好中枢的重要因素。展望后市，十四五规划的落地将成为下半年影响国内政策层面最为重要的因素，作为全年建成小康社会后第一个五年规划，十四五规划将成为未来几年国内宏观及产业政策的重要方向指引，往后看，市场风险偏好短期难有大幅提升，但基本面复苏趋势延续，盈利复苏尚处早期，风险偏好中枢有望维持高位。

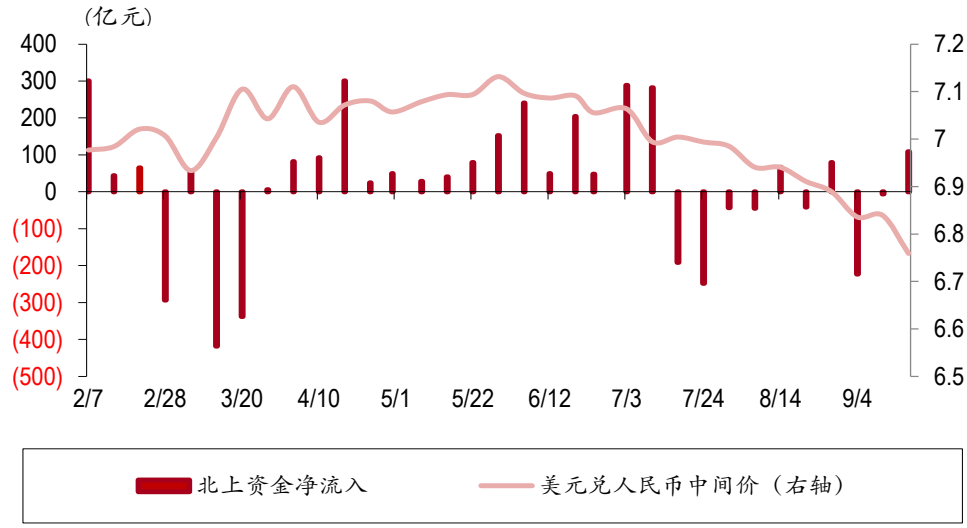
图表 4. 市场风险偏好仍处于年内高位



资料来源：万得，中银证券

盈利加速修复，风格日趋均衡。本周五伴随着外资的大幅流入，市场大幅走强。根据富时罗素 8 月的季度审议结果，富时全球股票指数系列将新纳入 150 只中国 A 股，本次调整于 9 月 18 日收盘后（9 月 21 日开盘前）正式生效。受此影响，北向资金全天净买入 94.74 亿元，创 7 月 7 日以来新高，同时也为连续 4 日净买入。本周北上资金累计净买入 108.33 亿元，单周净买入额同创 7 月 10 日以来新高。增量资金驱动下，大金融、建材等为代表的低估值顺周期板块全面爆发。当前的低估值水平与四季度业绩反弹预期促使资金提前进场布局。我们认为当前 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。以保险为例，行业盈利虽然仍处于磨底阶段，但随着 10 月开门红产品的发售，负债端逻辑将会得到有效提振，利率上行预期下资产端改善趋势确定，而当前估值水平已经隐含了行业年内最差业绩预期，横向比较来看，板块未来估值修复空间最大。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 5. 北上资金本周大幅净流入



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