策略周报 股票投资策略简报

如何看美股调整，对 A 股影响几何

基本结论

- **近期美股市场波动加大，特别是科技股大幅下跌。我们认为这次美股大幅调整并不是美股转折点的来临，更多的是属于前期涨幅过高的正常调整。**我们做出上述判断的核心逻辑来自以下三个方面：1）基本面方面：美国疫情和经济数据并没有明显的边际变化；2）流动性方面：美联储政策同样没有边际变化的预期，在岸和离岸美元流动保持稳定；3）事件性影响方面：此次调整也并非市场对拜登当选后加税和加强华尔街监管预期的反映，尽管拜登在民调中领先特朗普，但近期领先优势有缩小的趋势，而不是进一步扩大。

- **当前美股调整并没有基本面、流动性和事件性影响的拐点，美股短期调整对全球市场的外溢影响相对可控。**美股调整对 A 股潜在影响来自两大方面，一是全球风险偏好对国内市场风险偏好的影响，二是美股调整背景下外资流出 A 股市场。目前来看，我们认为美股短期调整对 A 股市场影响更多的是来自风险偏好和市场情绪的影响。外资方面，近期外资对 A 股市场流动波动较大，我们认为和止盈和热钱相关，美股调整引发外资流出对 A 股影响或相对可控。

- **当前影响 A 股市场的核心因素仍在于国内宏观流动性。**当前市场对后续货币政策分歧巨大，我们预计后续央行降准和降息或超市场预期，核心逻辑来自三大方面：1）我国和海外息差持续扩大，人民币升值压力之下，央行或维持宽松政策；2）银行超储率处在低位，叠加大量利率债发行，央行将持续呵护市场流动性；3）降低企业融资成本目标下，促进银行让利实体经济，央行有引导利率下行的诉求。当前 A 股市场横盘震荡一个多月，处在箱体震荡阶段，对于后市走向市场分歧也相对较大，对于后市走势的分歧一定程度上是当前市场对货币政策分歧的映射。在经济复苏强度未大超预期，货币政策维持相对宽松的背景下，这对于权益市场而言是比较友好的宏观环境。

- **我们认为后市的主要驱动力来自两大方面：**首先，流动性将维持宽松基调，甚至后续或有降准或降息等超市场预期的事件，市场存在流动性方面预期差的机会，这对 A 股市场估值有所支撑；其次，微观资金层面，一方面 6-8 月超过 5000 亿的新发行公募基金将集中建仓。另一方面以 A 股为代表的新兴市场将持续受益于全球流动性宽松的大环境，外资将持续流入中国资本市场。全球流动性宽松将持续一段时期，美元或进入新一轮的贬值周期，人民币面临升值压力，A 股作为最大的新兴市场或持续受益全球资本流入。

- **在行业相对基本面的拐点出现之前，当前 A 股市场估值分化局面仍将持续一段时间。**估值分化走向收敛的方式主要有两种：一是通过价格调整快速收敛，一是通过业绩消化估值的方式逐步收敛。我们认为当前估值分化快速收敛的概率较低，主要原因是估值分化的背后实际上反映的是基本面的情况，在基本面没有出现大的拐点之前，低估值板块加速抬升估值的可能性较低。后续估值分化将通过业绩消化估值的方式逐步收敛。

- **行业配置保持均衡：1）消费和基建等内需板块：**聚焦消费和基建中供需两端受益的行业，比如消费中的商贸零售、休闲服务、食品饮料、家电等，基建中的建材、机械等；**2）消费电子产业链：**接下来苹果将发布新机，消费电子行业景气度持续上行；**3）涨价主线：**全球流动性持续宽松，美元或将进入新一轮贬值周期，以美元计价的大宗商品价格或迎来上行趋势，比如黄金等有色资源品。

- **风险提示：***海外黑天鹅事件（主权评级下调、地缘政治风险等）*

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
aixiongfeng@gjzq.com.cn

魏雪 分析师 SAC 执业编号：S1130518090001
weixue@gjzq.com.cn

内容目录

一、近期美股调整是否意味着转折点的来临？ 3
二、美股调整对 A 股的影响几何？ 3
三、后续宏观流动性和微观资金面均对市场有所支撑 4
四、行业配置三大思路：内需板块、消费电子、涨价主线 5
重要事件前瞻 6

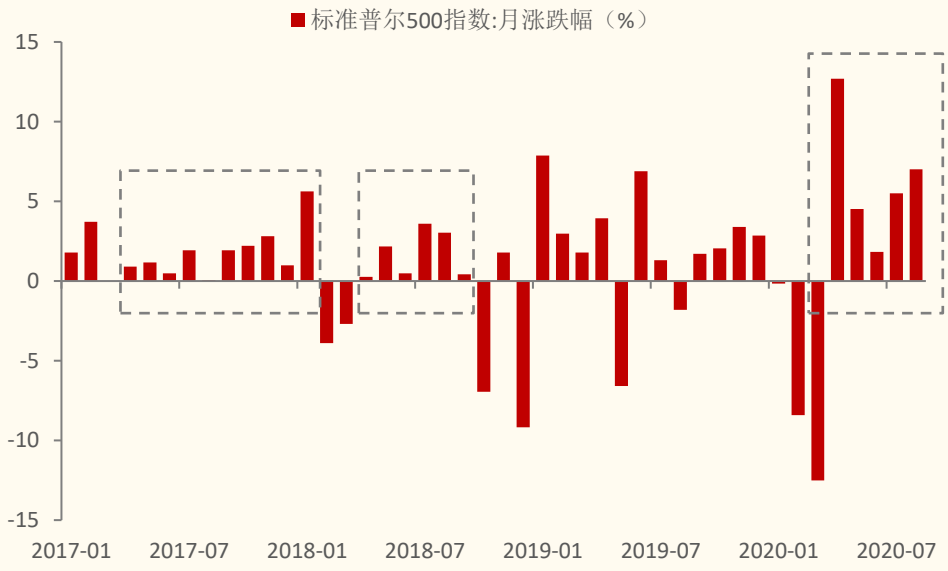
图表目录

图表 1： 4-8 月美股连续 5 个月上涨，为 2018 年 9 月以来连续上涨月份最长 3
图表 2：标普 500 指数涨跌与北上资金流动 4
图表 3：新成立公募基金建仓时间 5
图表 4：重要事件前瞻 6

一、近期美股调整是否意味着转折点的来临？

- **近期美股市场波动加大，特别是科技股大幅下跌。我们认为这次美股大幅调整并不是美股转折点的来临，更多的是属于前期涨幅过高的正常调整。**我们做出上述判断的核心逻辑来自以下三个方面：
- **1）基本面方面：**美国疫情和经济数据并没有明显的边际变化，上周披露的当周初请失业金人数和非农数据并没有大超市场预期。此次美股的调整并非基本面层面因素引致；
- **2）流动性方面：**美联储政策同样没有边际变化的预期，在此前全球央行年会上美联储主席明确表示提高通胀容忍度，市场预期美联储宽松政策或延续更长时间。此外，此次市场调整也并非像今年三月那样是由于美元流动性短缺，当前在岸和离岸美元市场流动性相对稳定，3 个月欧元/美元货币互换基差为-5.5BP；
- **3）事件性影响方面：**此次美股大幅调整是不是意味着市场预期拜登在大选中胜出，其税收政策和对华尔街监管对市场影响的预演？对此我们认为概率较低，尽管拜登在民调中领先特朗普，但近期领先优势有缩小的趋势，而不是进一步扩大。此外，即使拜登上台，短期内在经济面临不确定性的背景下，其加税和对华尔街加强监管的政策也大概率不会过于激进。因此，美国大选事件性影响也并非此次美股大幅调整的核心原因。
- 综上来看，我们认为此次科技股主导美股大幅调整更多是对前期涨幅过高的短期调整，其背景是今年 4 月以来美股连续 5 个月上涨，为 2018 年 9 月以来连续上涨月份最长。从历史来看，美股持续多个月上涨后往往会面临短期调整，比如 2017 年和 2018 年 2-3 季度。**我们预计在基本面、流动性和事件性影响均没有拐点变化的情况下，后续美股或维持相对震荡行情。**

图表 1：4-8 月美股连续 5 个月上涨，为 2018 年 9 月以来连续上涨月份最长



来源：Wind、国金证券研究所

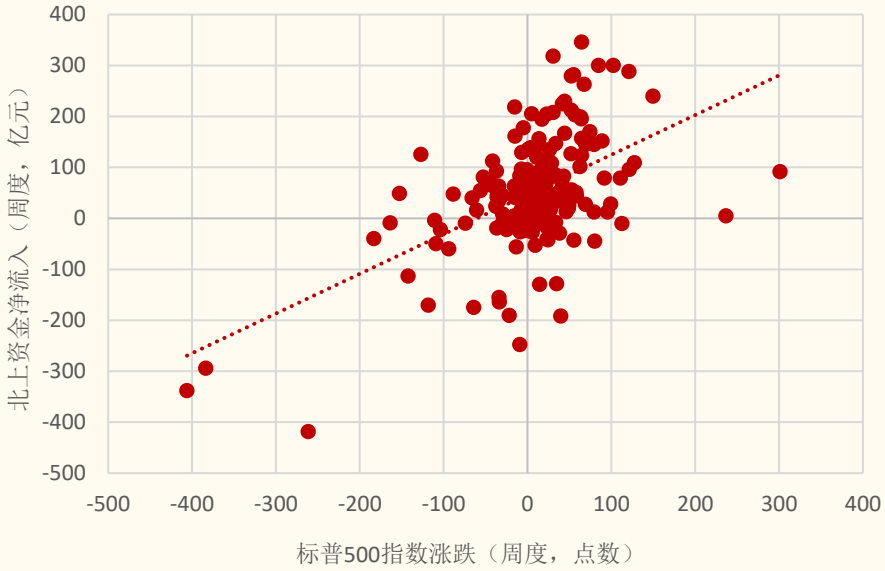
二、美股调整对 A 股的影响几何？

- **当前美股调整并没有基本面、流动性和事件性影响的拐点，美股短期调整对全球市场的外溢影响相对可控。**美股调整对 A 股潜在影响来自两大方面，一是全球风险偏好对国内市场风险偏好的影响，二是美股调整背景下外资流出 A 股市场。**目前来看，我们认为美股短期调整对 A 股市场影响更多的是来自风险偏好和市场情绪的影响。**外资方面，近期外资对 A 股市场流动

波动较大，我们认为和止盈和热钱相关，美股调整引发外资流出对 A 股影响或相对可控。

- **当前影响 A 股市场的核心因素仍在于国内宏观流动性。**当前市场对后续货币政策分歧巨大，我们预计后续央行降准和降息或超市场预期，核心逻辑来自三大方面：1）我国和海外息差持续扩大，人民币升值压力之下，央行或维持宽松政策；2）银行超储率处在低位，叠加大量利率债发行，央行将持续呵护市场流动性；3）降低企业融资成本目标下，促进银行让利实体经济，央行有引导利率下行的诉求。

图表 2：标普 500 指数涨跌与北上资金流动

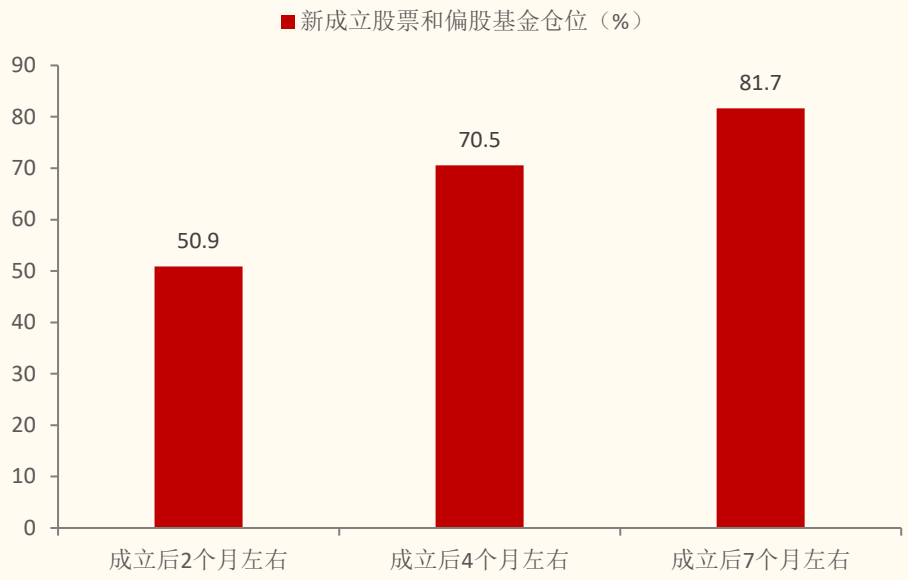


来源：Wind、国金证券研究所

三、后续宏观流动性和微观资金面均对市场有所支撑

- 当前 A 股市场横盘震荡一个多月，处在箱体震荡阶段，对于后市走向市场分歧也相对较大，对于后市走势的分歧一定程度上是当前市场对货币政策分歧的映射。我们对宏观流动性相对乐观，在经济弱复苏的背景下，叠加相对宽松的流动性环境，这对于权益市场而言是比较友好的宏观环境。在经济复苏强度未大超预期，货币政策维持相对宽松的背景下，后续对权益市场保持相对乐观。
- **我们认为后市的主要驱动力来自两大方面：**首先，宏观流动性将维持宽松基调，甚至后续或有降准或降息等超市场预期的事件，市场存在流动性方面预期差的机会，这对 A 股市场估值有所支撑；其次，微观资金层面，一方面 6-8 月超过 5000 亿的新发行公募基金将集中建仓，一般来说新基金成立 2 个月之后平均仓位能达到 50%左右。另一方面以 A 股为代表的新兴市场将持续受益于全球流动性宽松的大环境，外资将持续流入中国资本市场。全球流动性宽松将持续一段时期，美元或进入新一轮的贬值周期，人民币面临升值压力，A 股作为最大的新兴市场或持续受益全球资本流入。

图表 3：新成立公募基金建仓时间



说明：选取 2018 年和 2019 年新成立基金，统计成立后仓位数据

来源：Winnd、国金证券研究所

四、行业配置三大思路：内需板块、消费电子、涨价主线

- **在行业相对基本面的拐点出现之前，当前 A 股市场估值分化局面仍将持续一段时间。**估值分化走向收敛的方式主要有两种：一是通过价格调整快速收敛，一是通过业绩消化估值的方式逐步收敛。我们认为当前估值分化快速收敛的概率较低，主要原因是估值分化的背后实际上反映的是基本面的情况，在基本面没有出现大的拐点之前，低估值板块加速抬升估值的可能性较低。后续估值分化将通过业绩消化估值的方式逐步收敛。
- **行业配置保持均衡，建议关注“消费和基建等内需板块、消费电子产业链、涨价主线”。**
- **消费和基建等内需板块：**

  1）消费：商贸零售、休闲服务、食品饮料、家电等。随着疫情的缓和，以及在提振消费的政策之下，服务性消费增长和消费市场下沉是消费行业的重要边际变化。商贸零售、休闲服务、食品饮料、家电等行业一方面需求端受益于需求回暖，另一方面供给端也充分受益于行业集中度的提升；

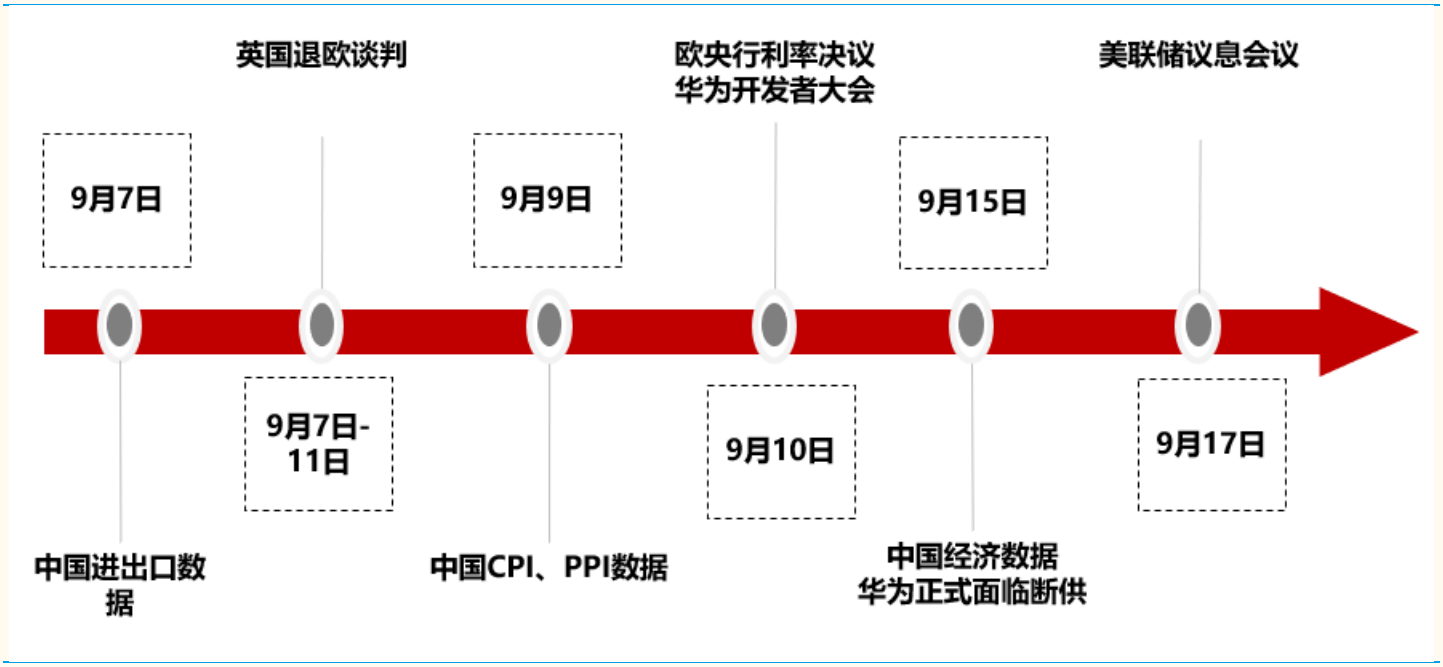
  2）基建：建材、机械等。随着扩大内需政策的加速落实，下半年各类投资项目将加速上马，基建投资或将明显提速，预计全年基建投资在 10%以上，建材、机械等基建产业链行业将受益于基建投资扩张。此外，随着高温季节逐渐过去，基建等相关行业将迎来需求旺季。
- **消费电子产业链：**

  特朗普政府允许苹果等公司继续使用微信，市场对美国禁用微信冲击苹果手机销量的担忧有所缓和，接下来苹果将发布 5G 新机，消费电子行业景气度持续上行。此外，美国制裁华为等中国科技公司事件对苹果产业链相关公司影响相对较小。
- **涨价主线：**

  我们认为接下来美元将进入新一轮贬值周期，美元对其他主要国家货币将进一步贬值，叠加全球流动性持续宽松，在这个背景下，以美元计价的国际大宗商品价格或迎来上行趋势，比如黄金等有色资源品。

重要事件前瞻

图表 4：重要事件前瞻



来源：国金证券研究所

- **风险提示：**政策刺激力度不及市场预期、市场流动性风险、海外黑天鹅事件（主权评级下调、地缘政治风险等）

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH