

A 股市场月报

一年好景君须记 最是橙黄橘绿时

盈利加速回暖，资金面冲击减弱，市场有望重新回归趋势行情。

- **8 月市场回顾：复苏延续，风险资产强势延续**。复苏预期强化，风险资产全面走强。8 月大类资产表现上原油>权益>债券>美元，美股带领下发达国家权益资产表现出色，原油价格高位震荡，美元指数持续走弱。疫后全球经济复苏依然为大类资产表现的主导逻辑，俄罗斯疫苗问世、中美关系波折也成为影响全球市场风险偏好的重要因素。8 月 A 股市场走势偏弱，上证综指在 3263-3456 之间窄幅震荡。中美波澜再起叠加资金面波动，A 股市场整体观望情绪浓厚。8 月大金融为代表的蓝筹板块领涨。上证 50、沪深 300 为代表的低估值板块表现优异。银保合作、资本市场改革预期下，大金融板块涨幅居前。前期强势的创业板受中美关系、注册制冲击等因素影响本月走势趋弱。行业表现方面，业绩确定性较高的食品饮料、农林牧渔、交运板块涨幅居前，受中美摩擦影响，本月军工板块表现出色。而前期估值上行过快的 TMT 板块及休闲服务板块跌幅居前。
- **9 月市场展望：冲击减弱盈利复苏，市场重回上行趋势**。9 月 A 股市场预判：冲击减弱重回上行趋势，红 9 月可期。盈利回暖，业绩复苏进行时，流动性冲击压力已经得到释放 9 月市场有望重新回归盈利趋势行情之中。1）盈利方面，企业盈利加速修复，A 股尚处于业绩扩张趋势中。2）流动性方面，阶段性冲击已过，市场资金面压力进一步减轻。3）风险偏好方面，中美关系冲击尚存但不改上行趋势。
- **9 月市场配置建议：关注九月配置机会，成长趋势延续**。国内外基本面修复趋势延续，A 股盈利复苏进行时，结合经济周期定位，当前 A 股业绩扩张仍会持续。随着前期资金面冲击因素落地，9 月市场有望重新回到盈利因子主导的趋势行情之中。财报披露期，关注业绩确定性带来的估值溢价。配置上，依然看好成长板块强势延续。创业板业绩修复进行时，三季报业绩落地有望强化创业板盈利复苏预期，随着前期扩容压力释放，板块有望重回趋势行情中。而低估值板块的估值修复行情或有望在四季度启动。建议坚守估值适中、产业周期上行、年内盈利高增长的电子、电新行业，同时可适当关注政策催化下高贝塔属性的券商板块。
- **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 股市场月报——也无风雨也无晴》20200505
《A 股市场季度策略——敬慎待时，中坚坚守》20200406

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

8 月市场回顾：复苏延续，风险资产强势延续.....5

9 月市场展望：冲击减弱盈利回暖，关注九月行情.....7

风险提示.....10

图表目录

图表 1. 大类资产表现.....5
图表 2. 主要指数表现.....5
图表 3. 上证综指月度收益贡献.....6
图表 4. 月度行业表现.....6
图表 5. A 股收益矩阵.....6
图表 6. A 股市场月度预判.....7
图表 7. 工业企业利润加速回暖，库存进一步去化.....8
图表 8.年内解禁高峰已过.....8
图表 9.7 月以来北上资金流入节奏放缓.....8
图表 10.主要指数估值水平（2009 年起）.....9
图表 11. 市场风险偏好水平位于十年均值附近.....9

观点回顾

——20200524《预期落地，抱团延续》：两会政策落地，海外风险尚存，市场延续弱势调整。政策预期落地，调结构重于强刺激，中美摩擦及海外需求或带来风险偏好波动，分母端逻辑削弱，市场弱势震荡，抱团延续。

——20200531《风险尚存，博弈延续》：展望 6 月，流动性压力增加，风险偏好面临冲击，存量博弈格局短期难以打破。内需修复趋势决定市场下行风险可控，流动性压力边际增加以及中美摩擦使得市场风险偏好承压，6 月市场存量博弈格局延续。

——20200607《美元流动性过剩与结构行情延续》：中期弱美元将会延续，全球经济复苏进行中，权益资产水往高处走。后疫情时代关注“美元荒”到“资产荒”的演变，汇率稳定，盈利修复趋势下，大类资产权益配置优于债市，水往高处走，A 股市场结构行情延续。

8 月市场回顾：复苏延续，风险资产强势延续

复苏预期强化，风险资产全面走强。8 月大类资产表现上原油>权益>债券>美元，美股带领下发达国家权益资产表现出色，原油价格高位震荡，美元指数持续走弱。疫后全球经济复苏依然为大类资产表现的主导逻辑，俄罗斯疫苗问世、中美关系波折也成为影响全球市场风险偏好的重要因素。8 月以来，海外主要经济体基本面延续修复趋势，美国 Markit PMI 为 54.7，高于前值的 50.3，显示经济逐步好转；虽然失业率维持高位，但房屋销售持续火热并已超越疫情发生前水平。美国大选进入关键阶段，中美关系波澜再起以及美国新一轮财政刺激计划谈判失利导致市场风险偏好出现高位震荡。同时，俄罗斯首支新冠疫苗注册使得市场对于基本面复苏预期强化，避险资产黄金出现回调。

图表 1. 大类资产表现

		2020.1	2020.2	2020.3	2020.4	2020.5	2020.6	2020.7	2020.8
商品	南华工业品指数	(2.31)	(8.40)	(8.58)	3.55	7.38	2.30	3.05	2.20
	南华农产品指数	(2.49)	(5.32)	1.20	0.06	0.77	(0.17)	3.37	1.24
	南华商品指数	(2.93)	(7.62)	(6.32)	3.21	6.08	1.38	3.60	2.05
	南华能化指数	(3.18)	(9.53)	(14.73)	(0.56)	6.95	1.71	0.89	1.12
	NYMEX 原油	(15.65)	(12.34)	(51.75)	9.45	60.55	12.74	3.16	6.18
	伦敦金现	4.73	(0.19)	2.54	6.86	2.64	2.96	10.00	(0.53)
债	中债-企业债	0.32	0.99	(0.26)	0.15	(0.46)	(0.83)	(0.20)	(0.33)
	中债指数	0.81	1.52	0.90	1.54	(1.51)	(0.84)	(0.46)	(0.45)
外汇	美元指数	0.95	0.79	1.30	0.05	(0.76)	(0.89)	(3.72)	(1.28)
股	沪深 300	(2.26)	(1.59)	(5.84)	6.14	(1.16)	7.68	9.71	3.18
	标普 500	(0.16)	(8.41)	(13.97)	12.68	4.53	1.84	3.81	7.24
	MSCI 发达市场(除美国)	(1.98)	(9.06)	(15.43)	6.79	3.97	3.23	5.29	5.06
	MSCI 新兴市场	(4.69)	(5.35)	(16.21)	9.00	0.59	6.96	8.73	3.96

资料来源：万得，中银证券

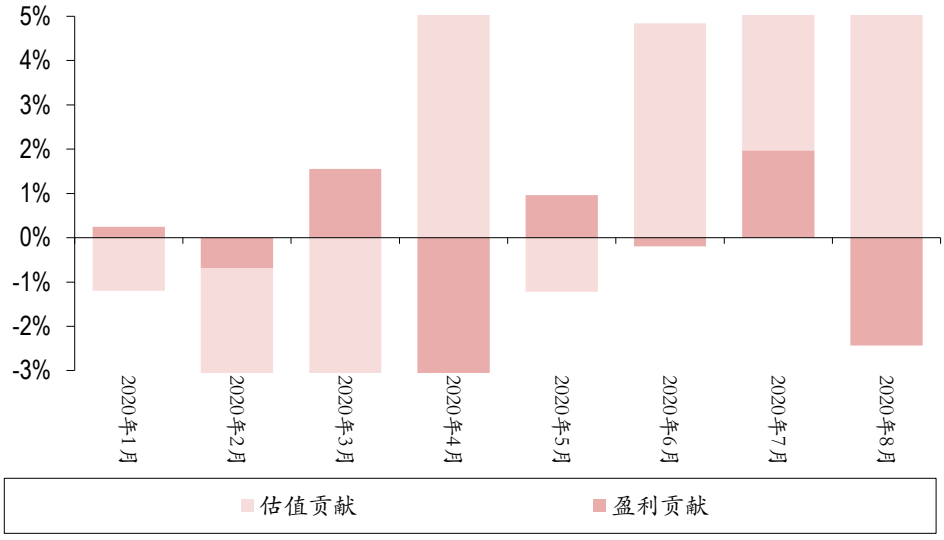
中美波澜再起叠加资金面波动，A 股市场观望情绪浓厚。8 月 A 股市场走势偏弱，上证综指在 3263-3456 之间窄幅震荡。金融市场改革预期进一步强化，大金融板块带动下市场在中旬一度出现加速上行：郭树清在《求是》杂志发表文章，文中提出要继续引导养老保险等长期资金入市，提高社会直接融资比例；证监会就券商在第三方平台展业，与银行、保险进行渠道合作征求意见。创业板注册制首批公司上市，涨跌幅限制放宽，引发市场短期对于股票供给压力的担忧；同时中美摩擦再起也使得市场风险偏好上行受阻。8 月大金融为代表的蓝筹板块领涨。上证 50、沪深 300 为代表的低估值板块表现优异。银保合作、资本市场改革预期下，大金融板块涨幅居前。前期强势的创业板受中美关系、注册制冲击等因素影响本月走势趋弱。行业表现方面，业绩确定性较高的食品饮料、农林牧渔、交运板块涨幅居前，受中美摩擦影响，本月军工板块表现出色。而前期估值上行过快的 TMT 板块及休闲服务板块跌幅居前。

图表 2. 主要指数表现

	2020.1	2020.2	2020.3	2020.4	2020.5	2020.6	2020.7	2020.8
上证综指	(2.41)	(3.23)	(4.51)	3.99	(0.27)	4.64	10.90	2.83
深证成指	2.41	2.80	(9.28)	7.62	0.23	11.60	13.72	1.57
中小板指	6.15	3.07	(10.37)	8.97	(1.30)	14.58	13.38	2.00
创业板指	7.21	7.46	(9.64)	10.55	0.83	16.85	14.65	(1.34)
上证 50	(4.27)	(3.80)	(4.67)	6.42	(1.93)	4.82	10.44	3.67
沪深 300	(2.26)	(1.59)	(6.44)	6.14	(1.16)	7.68	12.75	3.18
中证 500	2.09	1.37	(7.52)	6.20	0.98	8.47	12.20	1.70
中证 800	(1.23)	(0.87)	(6.71)	6.16	(0.63)	7.87	12.62	2.81

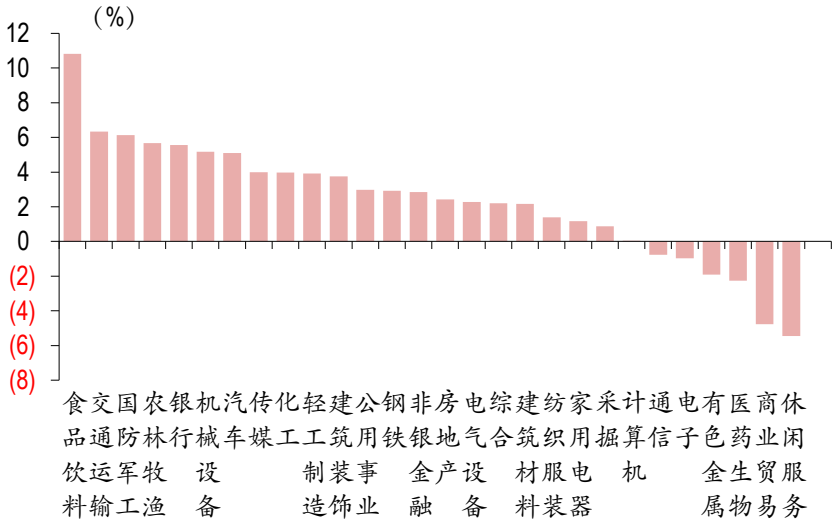
资料来源：万得，中银证券

图表 3. 上证综指月度收益贡献



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 月度行业表现



资料来源：万得，中银证券

业绩确定性至上，龙头优势延续。8 月市场弱势震荡，避险情绪浓厚，市场风格表现上，体现为对于业绩确定性的追逐。GARP 风格及价值风格明显占优，大中市值优势明显。前期估值提升较快的成长风格本月表现趋弱。弱势环境下，投资者对于业绩增长的确定性溢价要求增加，低估值行业龙头也受到资金青睐。

图表 5. A 股收益矩阵

	2020 年以来收益矩阵图			7 月收益矩阵图			8 月收益矩阵图		
	小市值	中市值	大市值	小市值	中市值	大市值	小市值	中市值	大市值
价值	12.07	8.35	(8.32)	14.73	11.50	1.85	0.98	4.85	0.96
GARP	57.32	35.05	24.33	15.95	14.71	14.53	2.93	2.71	7.54
成长	59.65	66.95	72.79	9.81	11.34	16.06	2.39	1.66	(2.36)

资料来源：万得，中银证券

9月市场展望：冲击减弱盈利回暖，关注九月行情

9月A股市场预判：冲击减弱，盈利复苏，市场重回盈利上行趋势，红九月可期。盈利回暖，业绩复苏进行时，流动性冲击压力已经得到释放9月市场有望重新回归盈利趋势行情之中。1）盈利方面，企业盈利加速修复，A股尚处于业绩扩张趋势中。2）流动性方面，阶段性冲击已过，市场资金面压力进一步减轻。3）风险偏好方面，中美关系冲击尚存但不改上行趋势。

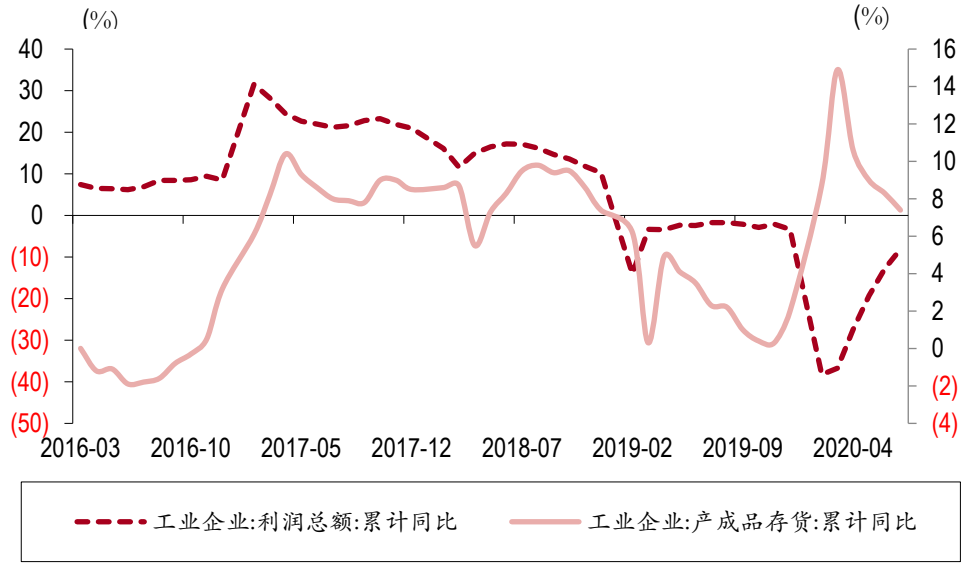
图表6. A股市场月度预判

			2020.4	2020.5	2020.6	2020.7	2020.8	2020.9
基本面	盈利		3.0	2.5	3.5	3.5	4	4
		经济增长	3	2	4	4	5	5
		通胀	3	3	3	3	3	3
	流动性		3.3	3.5	3.0	3.0	2.8	3.0
		利率	4	4	3	4	3	3
		内资配置需求	2	4	3	3	3	3
		北上资金	4	3	3	3	2	3
		股票供给	3	3	3	2	3	3
			3.6	3.6	3.6	3.7	3.5	3.5
信息面	中美贸易		3	3	3	3	2	2
	海外市场		2.7	2.7	2.7	2.7	3.3	3.3
		主要经济体增长预期	1	1	2	3	4	4
		流动性环境	4	4	4	3	4	4
		地缘政治	3	3	2	2	2	2
	国内政策		4.0	4.0	4.0	4.3	4.0	4.0
		货币政策	4	4	4	4	3	3
		财政政策	4	4	4	4	4	4
		产业政策	4	4	4	5	5	5
A股			3.4	3.3	3.4	3.5	3.4	3.5

资料来源：万得，中银证券（分数范围：1-5（分数越高对权益市场影响越积极，3为无明显影响））

9月盈利预判：企业盈利加速回暖，A股盈利复苏趋势进行时。7月工业企业利润同比增速19.6%，自5月同比增速转正以来，当月同比增速连续加快。量价回暖带动企业盈利加速复苏。产成品库存水平持续回落，预计随着国内外需求复苏趋势的延续，国内库存周期有望逐步进入主动补库周期。结合我们对于当前周期定位，国内市场尚处于扩张早期阶段，盈利复苏进行时。同时，随着9月三季报时间窗口的展开，业绩修复趋势将进一步得到验证。我们延续中期策略观点，下半年，市场分子端上行逻辑不改，A股趋势行情延续。

图表 7. 工业企业利润加速回暖，库存进一步去化

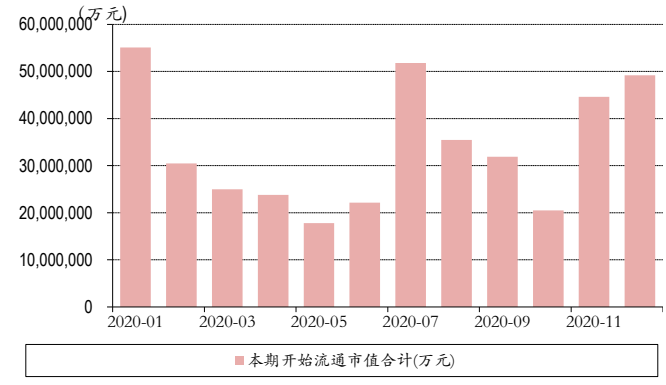


资料来源：万得，中银证券

9 月流动性预判：注册制冲击落地，资金面压力进一步减轻。8 月以来国债发行增加，央行通过公开市场操作工具增加流动性投放以对冲市场资金面压力。9 月通常为财政投放大月，同时季末压力下，预计央行仍会增加一定的公开市场操作投放以保证宏观流动性相对稳定。从近期央行对于货币政策的表态上，在实体经济特别是失业率指标尚未到达合意水平前，货币政策难有大幅收紧。

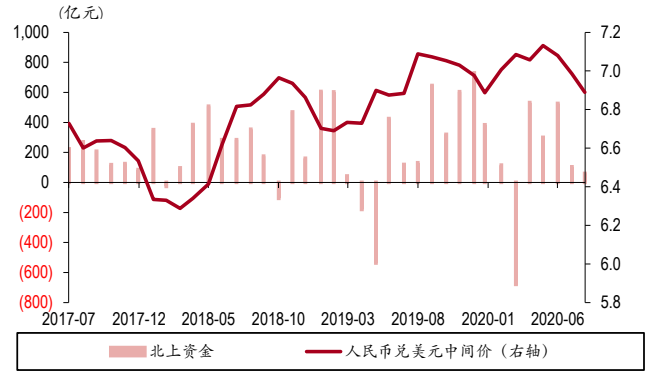
市场资金层面，创业板注册制落地，市场股票供给增加压力得到释放。同时 9 月市场解禁压力进一步减轻。人民币升值趋势下，北上资金流入趋势仍在。关注弱美元背景下，海外资金对于 A 股的增量配置需求。

图表 8.年内解禁高峰已过



资料来源：万得，中银证券

图表 9.7 月以来北上资金流入节奏放缓



资料来源：万得，中银证券

9 月风险偏好预判：冲击尚存但不改上行趋势。截至当前，国内股债风险溢价水平为 3.68%，略低于 2009 年以来的均值水平 3.76%，显示当前权益资产的风险溢价基本修复至十年均值附近，7 月以来的快速反弹使得市场风险溢价出现下行，而往后看，总量货币政策宽松难以为继，美国大选前，中美博弈进入常态化阶段，不排除中美摩擦阶段性升级的可能，市场风险偏好短期难有大幅提升，这也是近期股票资产陷入窄幅震荡的重要原因。但基本面复苏趋势延续，盈利复苏尚处早期，风险偏好中枢抬升趋势不改。9 月随着三季报预告的披露，A 股盈利修复行情延续，9 月市场有望重新回归盈利上行的趋势行情之中。

图表 10.主要指数估值水平（2009 年起）

	上证综指	非金融A	创业板指
当前分位	58.50%	72.20%	87.30%
当前值	14.84	28.63	67.27
中位数	14.05	23.39	50.99
均值+标准差	19.99	30.68	68.01
均值-标准差	10.02	17.88	36.54
	标普500	纳斯达克	道琼斯工业指数
当前分位	99.90%	99.90%	99.90%
当前值	34.29	67.58	27.99
中位数	19.44	31.27	16.48
均值+标准差	23.42	40.64	20.81
均值-标准差	15.82	24.47	13.97

资料来源：万得，中银证券

图表 11. 市场风险偏好水平位于十年均值附近



资料来源：万得，中银证券

9 月市场配置建议：关注红 9 月配置机会，成长趋势延续。国内外基本面修复趋势延续，A 股盈利复苏进行时，结合经济周期定位，当前 A 股业绩扩张仍会持续。随着前期资金面冲击因素落地，9 月市场有望重新回到盈利因子主导的趋势行情之中。财报披露期，关注业绩确定性带来的估值溢价。配置上，依然看好成长板块强势延续。创业板业绩修复进行时，三季报业绩落地有望强化创业板盈利复苏预期，随着前期扩容压力释放，板块有望重回趋势行情中。而低估值板块的估值修复行情或有望在四季度启动。建议坚守估值适中、产业周期上行、年内盈利高增长的电子、电新行业，同时可适当关注政策催化下高贝塔属性的券商板块。

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