策略周报 股票投资策略简报

市场需要重视汇率这一因子

基本结论

- **全球流动性宽松格局未变，在此背景下市场对中国央行提前收紧流动性的担忧为时过早。**过去两周央行公开市场操作呈现出呵护银行间市场流动的特征，但 14 天逆回购替代 7 天逆回购投放的操作引发市场对变相提高银行负债端成本的担忧，我们认为当前对所谓的“锁短放长”无需过度解读。当前宏观流动性是影响市场的核心因子，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。

- **人民币升值压力或成为影响后续央行政策取向的重要因素之一。**纵观全球主要经济体，我国利率水平处在相对较高的水平，息差持续扩大的背景下，人民币汇率面临升值压力。与此同时，外资持续增配中国债券，从中债登的数据来看，截止 7 月，外资托管的银行间债券规模占比创新高，比年初增加了 4582 亿元。在息差持续走高的背景下，外资机构在低利率的海外市场加杠杆，然后再配置中国债券，叠加人民币持续升值，这种跨境套利空间巨大。汇率波动是牵一发而动全身的，如果后续人民币持续面临较大的升值压力，为了维持汇率稳定，央行或维持相对宽松政策，不排除降准和降息等。

- **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，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，全球资本将逐步回流新兴市场，A 股作为最大的新兴市场或持续受益。

- **后续市场的演进需要重点关注两个因子，分别是流动性环境和海外市场（特别是美股市场）。**1）流动性环境方面，首先是货币政策和信用政策的边际变化，其次是针对信用资金入市和资金空转问题的措施；2）海外市场，美股市场作为全球头号风险资产，美股走势一定程度上与全球风险偏好息息相关，全球风险偏好的变化会同时影响外资配置 A 股。无论是流动性环境还是海外市场，当前均没有看到大的风险点。

- **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：**特朗普政府允许苹果等公司继续使用微信，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、全球宽松格局延续，中国央行弹药充足.....3
二、人民币升值压力或成为影响后续央行政策取向的重要因素之一.....3
三、当前流动性环境和海外市场均没有看到大的风险点.....4
四、行业配置三大思路：内需板块、消费电子、涨价主线.....4
重要事件前瞻.....5

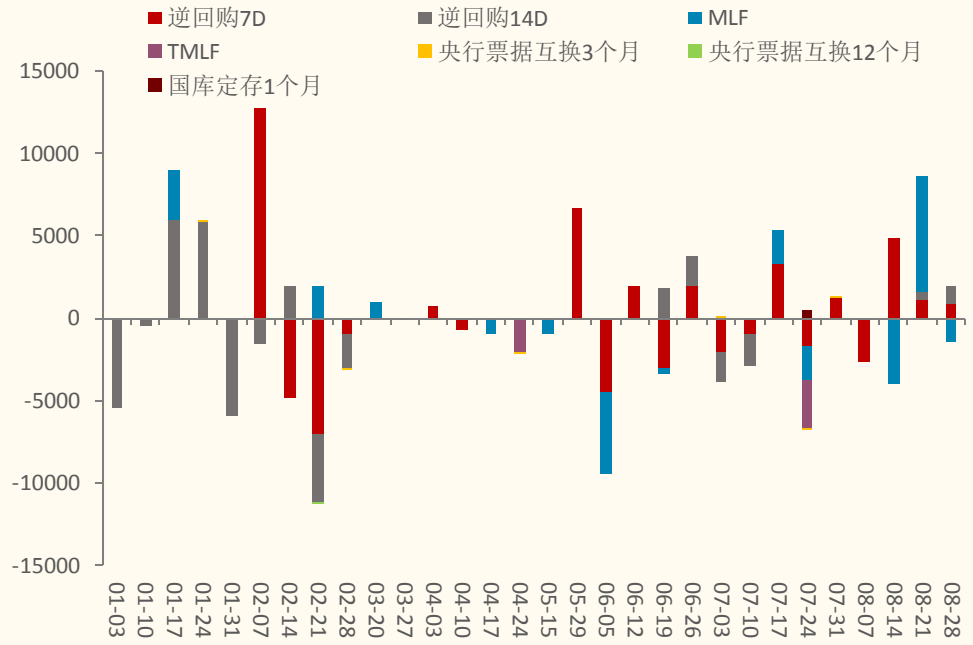
图表目录

图表 1：今年以来央行公开市场操作（亿元，负值为回笼，正值为投放）.....3
图表 2：外资持续增配中国债券.....4
图表 3：重要事件前瞻.....5

一、全球宽松格局延续，中国央行弹药充足

- **全球流动性宽松格局未变，在此背景下市场对中国央行提前收紧流动性的担忧为时过早。**8 月 27 日美联储主席鲍威尔在全球央行年会上讲话提出美联储允许通胀水平高于 2%，以促进强劲就业，特别是低收入人群就业。美联储提高通胀容忍度意味着美联储宽松政策短期内不会退出，甚至会持续更长时间。在全球流动性宽松格局延续的背景下，市场对中国央行提前收紧流动性的担忧为时过早。过去两周央行公开市场操作呈现出呵护银行间市场流动的特征，但 14 天逆回购替代 7 天逆回购投放的操作引发市场对变相提高银行负债端成本的担忧，我们认为当前对所谓的“锁短放长”无需过度解读。
- **当前宏观流动性是影响市场的核心因子，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 1：今年以来央行公开市场操作（亿元，负值为回笼，正值为投放）

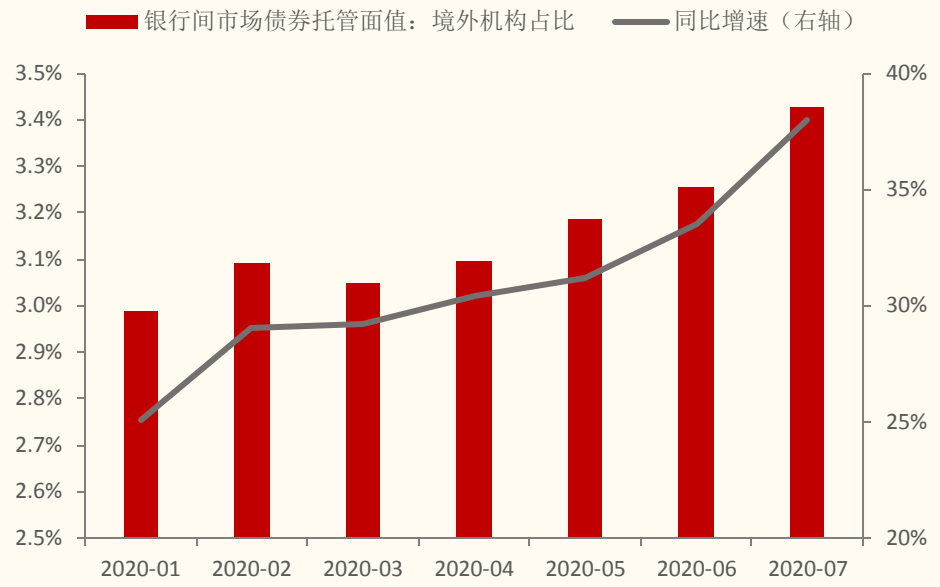


来源：Wind、国金证券研究所

二、人民币升值压力或成为影响后续央行政策取向的重要因素之一

- 当前以美国和欧元区为代表的全球主要经济体均采取了极度宽松的货币政策，以应对疫情导致的经济下行和就业压力。我国货币政策仍保持一定的定力，并没有采取量化宽松等非常规政策，近期甚至出现边际收紧的迹象。纵观全球主要经济体，我国利率水平处在相对较高的水平，息差持续扩大的背景下，人民币汇率面临升值压力。人民币对美元汇率已由 5 月底的 7.15 持续升值至当前的 6.85 附近。与此同时，外资持续增配中国债券，从中债登的数据来看，截止 7 月，外资托管的银行间债券规模占比达 3.43%，而年初这一比值不到 3%，面值规模上则比年初增加了 4582 亿元。**在息差持续走高的背景下，外资机构在低利率的海外市场加杠杆，然后再配置中国债券，叠加人民币持续升值，这种跨境套利空间巨大。汇率波动是牵一发而动全身的，如果后续人民币持续面临较大的升值压力，为了维持汇率稳定，央行或维持相对宽松政策，不排除降准和降息等。**

图表 2：外资持续增配中国债券



来源：中债登、国金证券研究所

三、当前流动性环境和海外市场均没有看到大的风险点

- **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，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，全球资本将逐步回流新兴市场，A 股作为最大的新兴市场或持续受益。
- **后续市场的演进需要重点关注两个因子，分别是流动性环境和海外市场（特别是美股市场）。**1）流动性环境方面，首先是货币政策和信用政策的边际变化，其次是针对信用资金入市和资金空转问题的措施；2）海外市场，美股市场作为全球头号风险资产，美股走势一定程度上与全球风险偏好息息相关，全球风险偏好的变化会同时影响外资配置 A 股。
- **无论是流动性环境还是海外市场，当前均没有看到大的风险点。**目前来看，国内流动性环境没有大的拐点变化，后续货币环境和信用环境或将维持相对宽松，当前对央行“收水”的担忧为时过早，我们预计降准或近期落地，下半年至少有一次降息。而对于海外市场，在全球流动性宽松背景下，美股为代表的全球股市均迎来估值抬升的行情，短期内美联储将继续维持宽松政策，此外疫情和大选对美股的影响有所钝化，总体而言当前美股也没有大幅调整的风险。

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：**

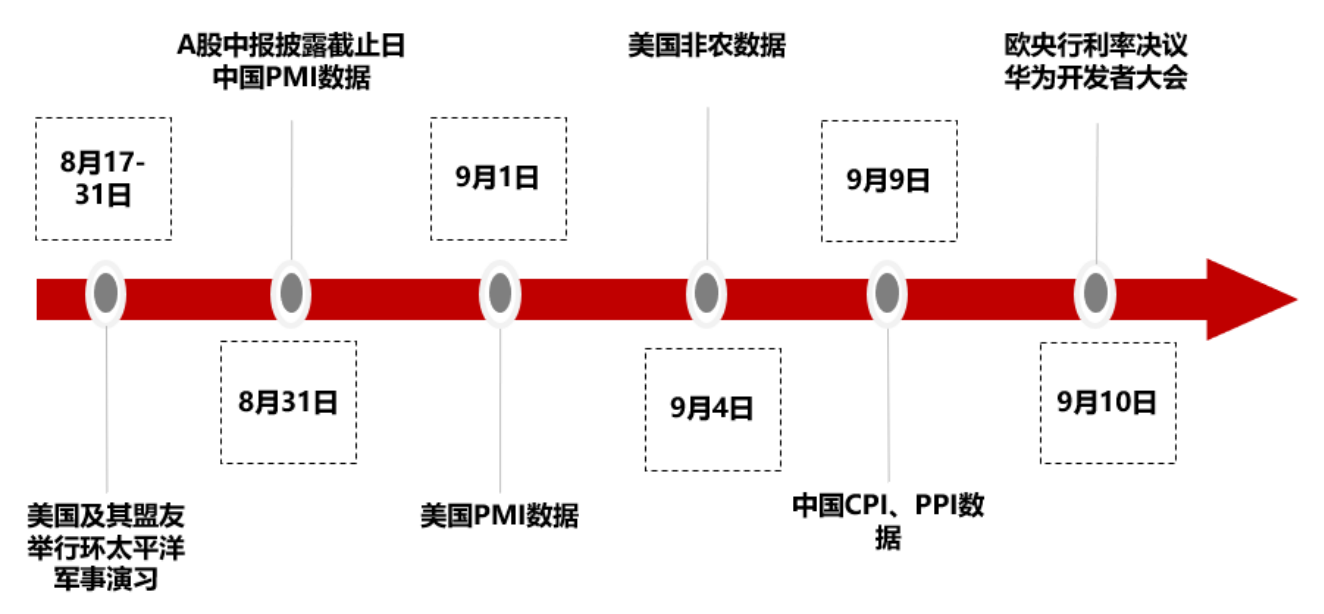
  特朗普政府允许苹果等公司继续使用微信，市场对美国禁用微信冲击苹果手机销量的担忧有所缓和，接下来苹果将发布新机，消费电子行业景气度持续上行。从中报业绩来看，消费电子产业链相关企业盈利大概率超市场预期。

- **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 3：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