

策略周报

估值分化，盈利为锚

分母端逻辑趋弱，财报窗口期关注业绩确定性带来的估值溢价。

- **政财政发力仍可期，弱复苏趋势延续。**7 月财政支出发力，支出节奏显著加快，结合全年预算，当前财政支出累计完成进度仍明显落后于往年同期水平，下半年财政支出将会维持较高增速，特别国债的发行落地将会进一步支撑基建投资增速，支撑疫后国内经济恢复。海外方面，当前全球疫情形势依然严峻，疫情高位反复对于海外经济活动的恢复形成一定程度的扰动。往后看，国内外经济修复趋势不变，但过程存在波折。
- **首批创业板注册制公司上市，市场资金面临短期波动。**8 月央行超量续作 MLF，一方面为了缓解国债发行带来的资金面压力，另一方面也缓解了市场对于总量流动性收紧的担忧。下半年结构性货币政策仍将延续。当前国内经济增速尚未完全恢复至疫情冲击前水平，就业压力依然较大，信贷政策难以全面收紧。市场资金层面，创业板注册制下的第一批公司将于 8 月 24 日上市，融资总额达到 200 亿元，短期股票供给的增加引发市场担忧，部分资金短期选择离场观望。短期市场资金层面面临一定程度波动但不改中长期趋势方向。
- **中美波折反复，市场风险偏好高位震荡。**本周市场在内外扰动因素的叠加下出现了大幅震荡。我们维持前期观点，美国大选结束前，对华强硬的政治态度难有根本性扭转，因此下半年中美关系的波折反复或为常态，但目前来看，中美关系的波折并未破坏国内经济和市场流动性底层逻辑，因此更多还是通过风险偏好的路径影响市场。国内方面产业政策的落地与资本市场改革的推进将为市场风险偏好带来正面提振。当前市场风险偏好水平处于年内高位，外部风险因素压制以及内部流动性宽松节奏的放缓对估值水平中枢的提升形成较大压制。
- **盈利为锚，市场估值面临分化，关注高景气硬科技板块及早周期工业品配置机会。**流动性及风险偏好层面的边际变化使得市场短期陷入震荡行情，前期高估值板块面临估值修正与分化压力。分母端逻辑趋弱，盈利因子成为市场定价过程中更为确定可控的因素。随着中报业绩的逐步披露，后续高估值板块的表现会出现分化，部分业绩难以兑现的行业面临调整压力。因此在配置上，前期高估值板块估值分化，消费电子与新能源车为代表的高景气行业有望通过业绩高增消化估值。而伴随着新周期开启、全球需求复苏，工业品为代表的大宗商品迎来价格上行周期，当前工业品价格尚处于需求驱动的主升行情早期，当前估值优势明显而盈利预期上行的周期板块配置性价比高，可逐步增加配置比例。
- **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：估值分化，盈利为锚.....5

风险提示.....7

图表目录

图表 1. 财政支出进度落后往年平均水平.....5
图表 2.7 月美国零售增速修复节奏放缓.....5
图表 3. 7 月以来市场利率中枢维持平稳.....5
图表 4. 首批创业板注册制公司下周上市，募资总额 200 亿元.....5
图表 5. 市场风险偏好在 10 年均值水平附近震荡.....6

观点回顾

——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。

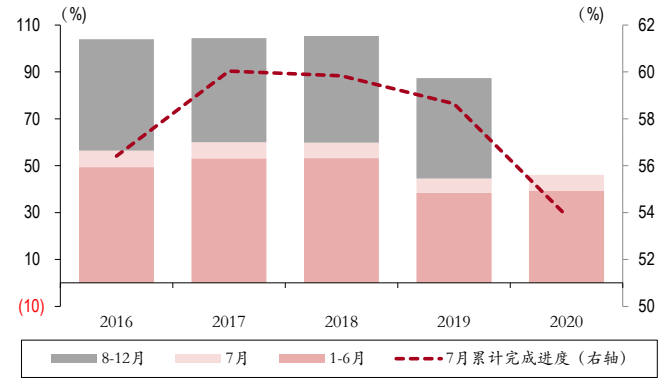
——20200706《顺势而为》：走出疫情冲击，下半年A股市场主线归来，关注科技主线机会。下半年市场将大概率处于盈利弱复苏与流动性宽松延续的宏观环境之中，对于权益资产相对友好。配置上顺势而为，把握科技景气度。

——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。

策略周观点：估值分化，盈利为锚

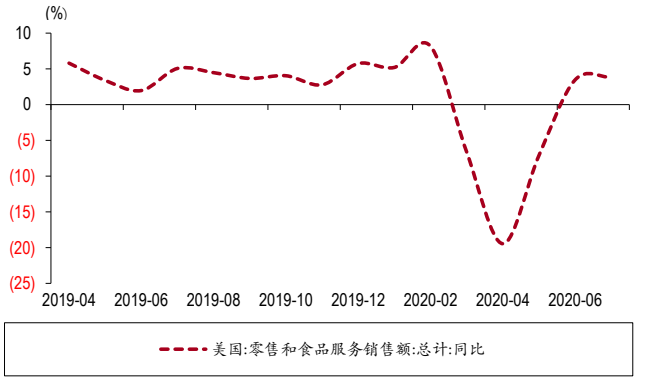
财政发力仍可期，弱复苏趋势延续。7 月财政支出发力，支出节奏显著加快，7 月一般公共财政支出同比增长 18.5%（前值-14.4%），相比上半年财政支出节奏明显加快，结合全年 13.3 万亿的财政支出预算，当前财政支出累计完成进度仍明显落后于往年同期水平，因此下半年财政支出将会维持较高增速，特别国债的发行落地将会进一步支撑基建投资增速，支撑疫后国内经济恢复。海外方面，当前全球疫情形势依然严峻，美国新增病例中枢虽有所下行，但欧洲部分国家病例有所回升，疫情高位反复对于海外经济活动的恢复形成一定程度的扰动。7 月美国零售销售同比增速放缓，也一定程度显示了疫情反复对于消费需求的恢复速度的影响。往后看，海外经济修复过程虽存在波折，但国内外经济修复趋势尚未改变。

图表 1. 财政支出进度落后往年平均水平



资料来源：万得，中银证券

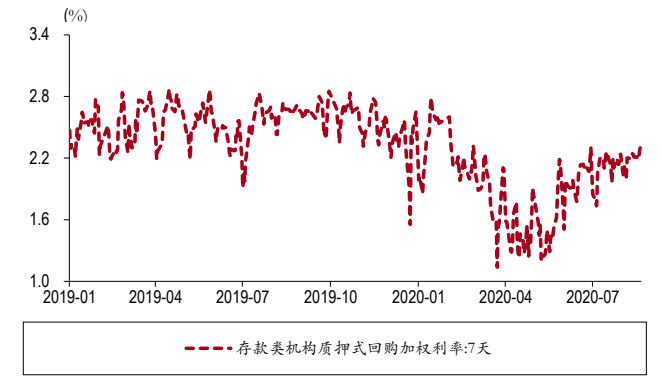
图表 2.7 月美国零售增速修复节奏放缓



资料来源：万得，中银证券

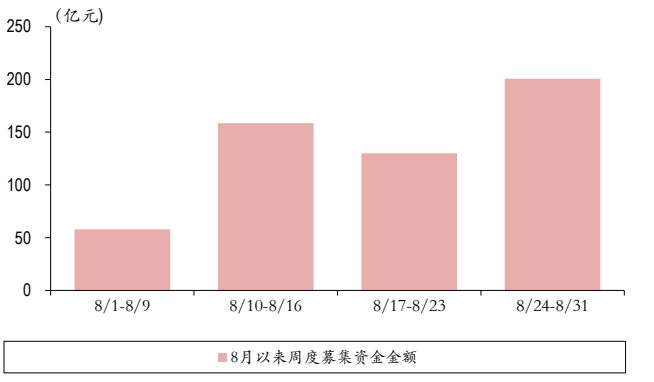
首批创业板注册制公司上市，市场资金面临短期波动。8 月央行超量续作 MLF，一方面为了缓解国债发行带来的资金面压力，另一方面也缓解了市场对于总量流动性收紧的担忧。结合 17 日国常会精神，下半年结构性货币政策仍将延续。虽然 7 月新增社融放缓使得前期极度宽松的流动性环境出现了边际收紧的迹象，但从当前经济环境来看，经济增速尚未完全恢复至疫情冲击前水平，整体通胀水平仍然偏弱，而国内就业压力依然较大，信贷政策难以全面收紧，因此下半年货币宽松虽然节奏放缓但难有大幅收缩。市场资金层面，创业板注册制下的第一批公司将于 8 月 24 日上市，融资总额达到 200 亿元，短期股票供给的增加引发市场担忧，同时 20%的涨跌幅上限也使得市场对于创业板未来波动性增加担忧加剧，部分资金短期选择离场观望。短期市场资金层面面临一定程度波动但不改中长期趋势方向。

图表 3. 7 月以来市场利率中枢维持平稳



资料来源：万得，中银证券

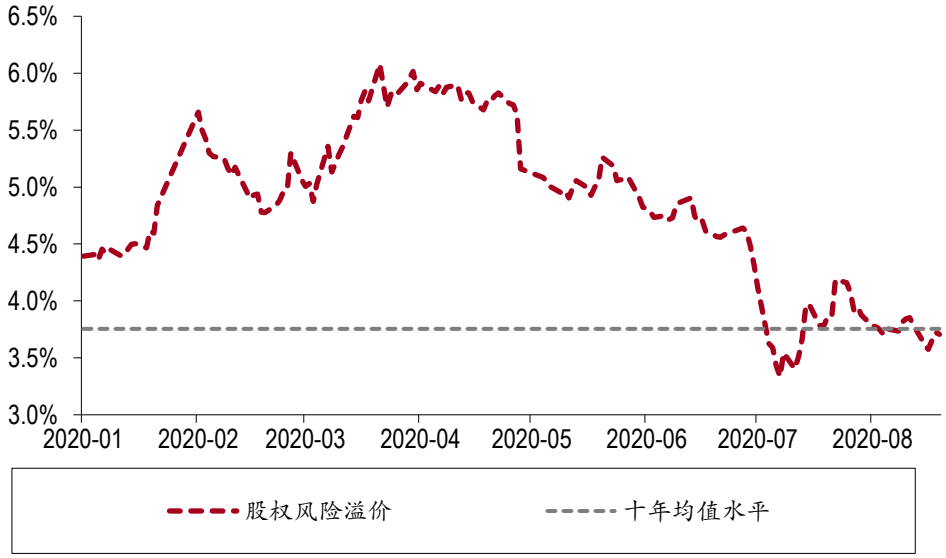
图表 4. 首批创业板注册制公司下周上市，募资总额 200 亿元



资料来源：万得，中银证券

中美波折反复，市场风险偏好高位震荡。本周市场在内外扰动因素的叠加下出现了大幅震荡。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，资本市场改革步伐再进一程。海外方面，中美关系再度面临挑战，继中美贸易对话延期后，美方对华为采取第三轮制裁，将 21 个国家的 38 家华为子公司列入黑名单，中美摩擦再度升温。对此，我们维持前期观点，美国大选结束前，对华强硬的政治态度难有根本性扭转，因此下半年中美关系的波折反复或为常态，但目前来看，中美关系的波折并未破坏国内经济和市场流动性底层逻辑，因此更多还是通过风险偏好的路径影响市场。国内方面将会维持相对积极的政策导向，产业政策的落地与资本市场改革的推进将为市场风险偏好带来正面提振。当前市场风险偏好水平处于年内高位，外部风险因素压制以及内部流动性宽松节奏的放缓对估值水平中枢的提升形成较大压制，8 月以来市场风险偏好在 10 年均值水平附近窄幅震荡。

图表 5. 市场风险偏好在 10 年均值水平附近震荡



资料来源：万得，中银证券

盈利为锚，市场估值面临分化，关注高景气硬科技板块及早周期工业品配置机会。流动性及风险偏好层面的边际变化使得市场短期陷入震荡行情，前期高估值板块面临估值修正与分化压力。近期以疫苗和科技股为代表的高景气板块出现明显调整，短期的扰动因素固然是导火索，分母端逻辑趋弱，盈利因子成为市场定价过程中更为确定可控的因素。随着中报业绩的逐步披露，后续高估值板块的表现会出现分化，部分业绩难以兑现的行业面临调整压力。因此在配置上，前期高估值板块估值分化，消费电子与新能源车为代表的高景气行业有望通过业绩高增消化估值。而伴随着新周期开启、全球需求复苏，工业品为代表的大宗商品迎来价格上行周期，结合《一波三折，新周期下工业品行情推演》中的研判，本轮库存周期与 1975-1978 年最为相近，当前工业品价格尚处于需求驱动的主升行情早期，当前估值优势明显而盈利预期上行的周期板块配置性价比高，可逐步增加配置比例。

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