

策略周报

无畏调整，等待下一轮上行

做多趋势不改，蓄势下一轮上涨。

- **政策定国内经济复苏持续，结构呈现分化。**7 月国内经济复苏趋势延续。生产端延续修复趋势，但斜率放缓。需求端，地产对于固投的拉动作用进一步增强，受洪灾影响 7 月基建投资有所波动。制造业投资与消费恢复慢于预期。二季度经济在生产快速修复带动经济上行，展望下半年，基建投资发力将带动需求端加速修复，全球经济不确定性影响下，制造业投资与消费回升斜率受限，但上行趋势确定，下半年国内经济仍将处于复苏阶段。
- **宏观流动性面临波动，市场资金面依然充裕。**7 月新增社融大幅低于前值与市场预期引发市场对于未来货币政策收紧的担忧。我们认为，单月的宏观流动性数据波动不应过分解读。往后看，下半年货币政策回归常态趋势不变，社融增速难以维持疫情前期的高速增长，但随着下半年一般债和专项债再次发力，社融增速仍有进一步发力可能，结合 7 月政治局会议表态，下半年财政支出将会显著增加，实体流动性将会持续改善。不仅如此，股票市场资金层面，人民币升值背景以及权益资产比价优势下，北上资金流入以及国内居民资产转移的趋势不改，权益市场微观流动性依然充裕。
- **中美波折尚存但风险可控，国内政策带来正面提振。**近期，中美贸易争端出现一定升温态势，受此影响，市场本周在 3263-3409 缩量震荡，市场风险偏好也出现了一定程度的下行。在中美第二轮谈判结果明朗前，本周市场出现了明显的观望情绪。我们认为下半年美国大选结束前，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。相比之下国内政策依然延续积极导向，产业政策与资本市场改革落地将为市场带来正面提振作用。
- **A 股上行趋势不改，蓄势下一轮上涨。**经历了 7 月以来的快速反弹，市场估值水平得到了快速修复，随着宏观流动性增量的边际变化以及近期中美摩擦的阶段性升温，市场观望情绪浓厚，短期缩量震荡格局延续。而中期来看，本轮 A 股趋势行情的大逻辑仍在演绎：基本面仍处上行趋势之中，全球经济复苏进行时，而国内基本面相对优势突出，宏观流动性虽难以维持前期极度宽松的环境，但当前基本面环境尚不足以引发国内货币政策的进一步收紧，而微观层面国内外增量资金仍处于加速进场的配置阶段。因此，市场上行趋势仍在，中美摩擦带来的短期波动将成为逢低布局的好时机。配置方面，我们依然建议坚守盈利趋势上行的成长主线，关注以消费电子、新能源车为代表的硬科技板块。
- **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：上行趋势不改，蓄势下一轮上涨.....5

风险提示.....8

图表目录

图表 1. 地产投资维持高位，基建投资增速放缓.....5
图表 2.限额以下企业拖累，消费恢复进程慢于预期.....5
图表 3. 7 月社融各分项出现环比下降，但高于往年季节平均水平.....6
图表 4.企业中长贷占比高于季节平均.....6
图表 5. 当前市场风险偏好与 10 年均值水平相当.....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。

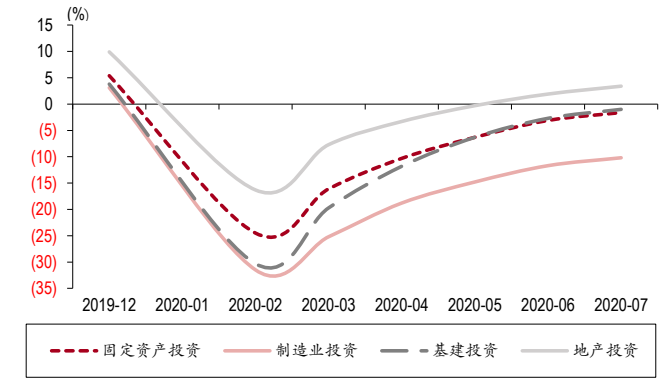
——20200706《顺势而为》：走出疫情冲击，下半年 A 股市场主线归来，关注科技主线机会。下半年市场将大概率处于盈利弱复苏与流动性宽松延续的宏观环境之中，对于权益资产相对友好。配置上顺势而为，把握科技景气度。

——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：上行趋势不改，蓄势下一轮上涨

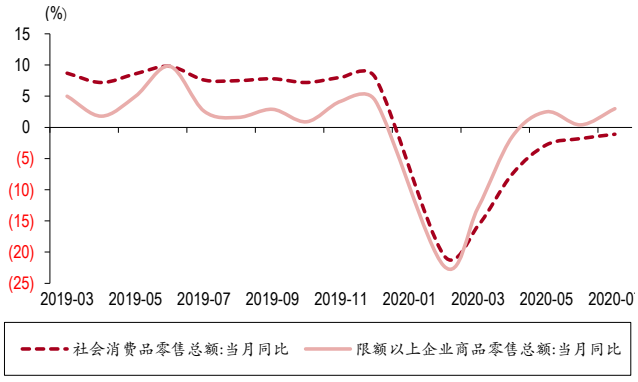
国内经济复苏持续，结构呈现分化。7 月国内经济复苏趋势延续。7 月工业增加值同比增速 4.8%，与上月持平，生产端延续修复趋势，但斜率放缓。需求端，7 月固定资产投资累计同比增速-1.6%，地产对于固投的拉动作用进一步增强，土地购置费成为主要贡献，宽松的流动性环境下，开发商补库支撑地产投资维持高位。受洪灾影响 7 月基建投资有所波动，往后看，特别国债发行落地，下半年财政发力仍将带动基建投资成为下半年经济恢复的主要动力。7 月制造业投资与消费恢复慢于预期，反映了后疫情时期全球经济政治环境不确定因素下，企业投资预期依然偏弱，居民收入修复程度也仍处于偏弱水平。二季度经济在生产快速修复带动经济上行，展望下半年，基建投资发力将带动需求端加速修复，全球经济不确定性影响下，制造业投资与消费回升斜率受限，但上行趋势确定，下半年国内经济仍将处于复苏阶段。

图表 1. 地产投资维持高位，基建投资增速放缓



资料来源：万得，中银证券

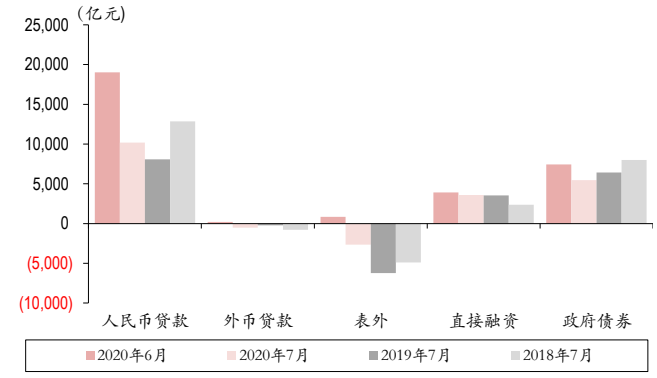
图表 2.限额以下企业拖累，消费恢复进程慢于预期



资料来源：万得，中银证券

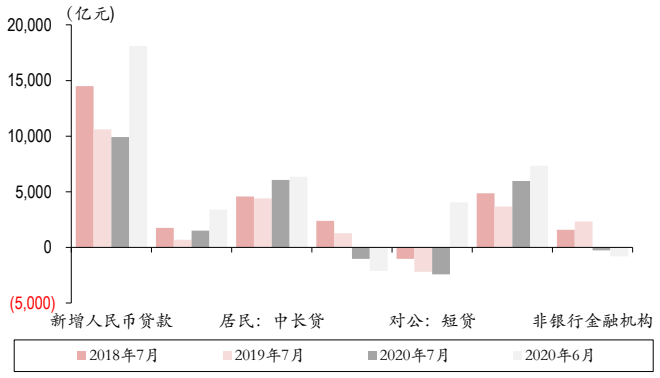
宏观流动性面临波动，市场资金面依然充裕。7 月新增社融 1.69 万亿，大幅低于前值 3.43 万亿，M2 增速为 10.7%，低于前值 1.1%，7 月金融数据低于市场预期引发市场对于未来货币政策收紧的担忧，市场在数据披露当日也出现了快速下探。但我们认为，单月的宏观流动性数据波动不应过分解读。首先 7 月数据的下降存在一定季节性因素，在 6 月季末冲量后，银行在 7 月信贷投放节奏上一般会存在一定程度的环比波动。从结构上看，票据融资和企业短期贷款的大幅下行为拖累本月社融的主要因素，或与近期信托风险暴露及相关监管政策趋严有关，这背后反映的是资金空转被一定程度压制；而企业中长贷占比依旧维持较高水平显示了实体经济需求仍处于回升趋势之中。银行扩表速度的阶段性放缓导致 7 月 M2 增速出现一定波动，金融市场的赚钱效应也一定程度导致 7 月居民存款向非银金融机构存款转移。往后看，下半年货币政策回归常态趋势不变，社融增速难以维持疫情前期的高速增长，但随着下半年一般债和专项债再次发力，社融增速仍有进一步发力可能，结合 7 月政治局会议表态，下半年财政支出将会显著增加，实体流动性将会持续改善。不仅如此，股票市场资金层面，人民币升值背景以及权益资产比价优势下，北上资金流入以及国内居民资产转移的趋势不改，权益市场微观流动性依然充裕。

图表 3.7 月社融各分项出现环比下降，但高于往年季节平均水平



资料来源：万得，中银证券

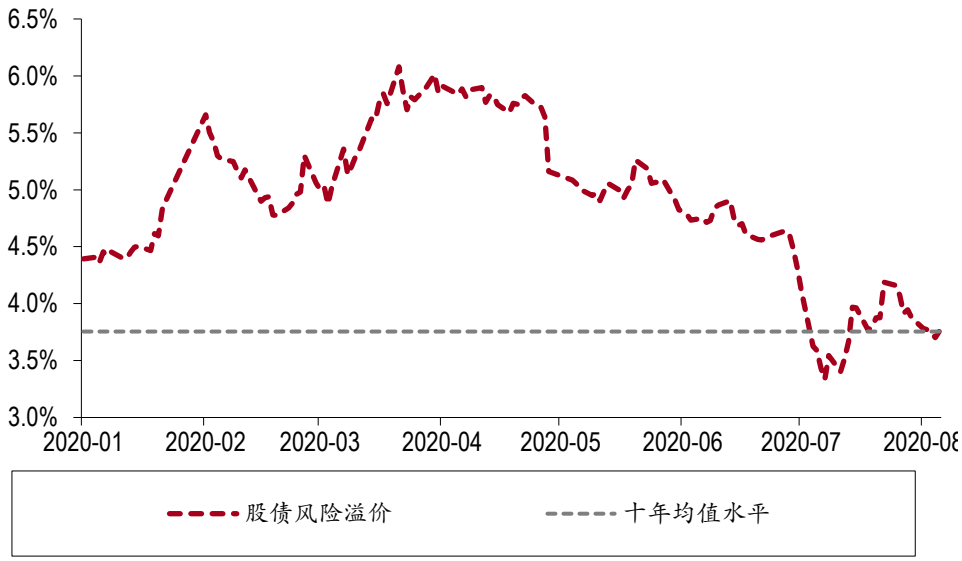
图表 4.企业中长贷占比高于季节平均



资料来源：万得，中银证券

中美波折尚存但风险可控，国内政策带来正面提振。8 月 15 日，美国贸易代表莱特希泽与中国国务院副总理刘鹤将展开高层视频对话，对今年 2 月 15 日生效执行的第一阶段贸易协议展开首个半年评估，而近期，中美贸易争端出现一定升温态势，8 月 6 日美国总统颁布针对微信、字节跳动的总统行政令，宣布将在 45 天后禁止任何美国个人及企业与两家公司进行任何交易。受此影响，市场本周在 3263-3409 缩量震荡，市场风险偏好也出现了一定程度的下行。在中美第二轮谈判结果明朗前，本周市场出现了明显的观望情绪。我们认为美国大选结束前，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。相比之下国内政策依然延续积极导向。国务院发布《关于进一步做好稳外贸稳投资工作的意见》，进一步加大对于消费电子等为代表的劳动密集型行业的政策支持力度。国内政策在“六稳六保”的定调下仍将延续积极导向，产业政策与资本市场改革落地将为市场带来正面提振作用。

图表 5. 当前市场风险偏好与 10 年均值水平相当



资料来源：万得，中银证券

A 股上行趋势不改，蓄势下一轮上涨。经历了 7 月以来的快速反弹，市场估值水平得到了快速修复，随着宏观流动性增量的边际变化以及近期中美摩擦的阶段性升温，市场观望情绪浓厚，短期缩量震荡格局延续。而中期来看，本轮 A 股趋势行情的大逻辑仍在演绎：基本面仍处上行趋势之中，全球经济复苏进行时，而国内基本面相对优势突出，宏观流动性虽难以维持前期极度宽松的环境，但当前基本面环境尚不足以引发国内货币政策的进一步收紧，而微观层面国内外增量资金仍处于加速进场的配置阶段。因此，市场上行趋势仍在，中美摩擦带来的短期波动将成为逢低布局的好时机。配置方面，我们依然建议坚守盈利趋势上行的成长主线，关注以消费电子、新能源车为代表的硬科技板块：科技龙头仍处于盈利上行初期，中美贸易或产生阶段性波动但难改周期上行趋势，下半年成长主线回归方向不变；随着中报行情的展开，具有盈利确定性的硬科技板块有望获得超额收益。

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