策略周报 股票投资策略简报

后市的驱动力在哪里

基本结论

- **影响本轮 A 股市场行情的核心因素是流动性，当前无论怎么强调流动性都不为过。我们认为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。**当前市场对流动性预期相对混乱，央行也并未给出明确的政策信号。我们预计未来 1-2 个月会有降准，下半年会有降息（降低 MLF 和 LPR 利率）。降准方面，大量的国债专项债的发行，央行或通过降准释放流动性协调。此外，为支持中小企业融资以稳就业，央行或针对中小银行进行定向降准。降息方面，下半年人民币面临升值压力，中美息差这么大的背景下，央行为维持汇率稳定，会有降息需求。此外，内部降低融资成本，也有降息的需求。

- **公募建仓和外资流入是后市重要的边际资金。**1）今年大规模的新成立基金建仓将成为后续重要的边际资金。今年前 7 个月公募基金累计发行规模已创历史新高，权益类公募基金发行规模达 9021。一般来说，新成立股票型和偏股型公募基金在成立后 2 个月左右仓位能达到 50%，4 个月后仓位能达到 70%左右，7 个月后仓位能达到 80%左右。2）美元贬值周期下，全球资本持续流入 A 股市场。在美元兑新兴市场货币指数将持续下行背景下，全球资本将重演 2008 年底和 2009 年的情形，即大量资本持续流入新兴市场。

- **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、家电、食品饮料等，基建中的建材、建筑、机械等；**2）消费电子产业链：**近期苹果向相关产业链公司追加订单，叠加今年苹果将发布新机，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、铜、铝等有色资源品。

- **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、市场对宏观流动性的预期差 3
二、公募建仓和外资流入是后市重要的边际资金 3
三、保持乐观，持续关注流动性环境和海外市场两个因子 5
四、行业配置：内需板块、消费电子、涨价主线 5
重要事件前瞻 6

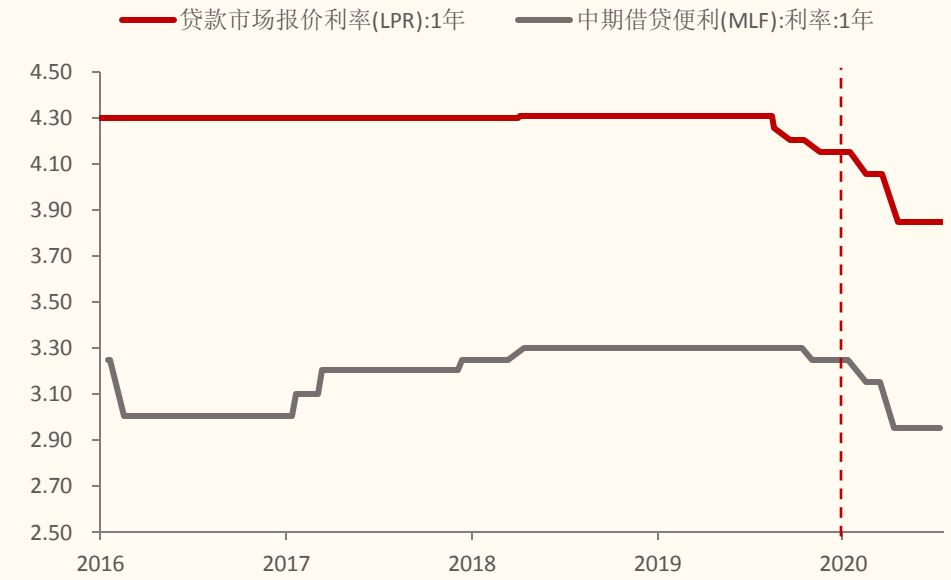
图表目录

图表 1： LPR 和 MLF 利率持续下行 3
图表 2：新成立公募基金建仓时间 4
图表 3：新兴市场资本流与美元指数 4
图表 4：重要事件前瞻 6

一、市场对宏观流动性的预期差

- **影响本轮 A 股市场行情的核心因素是流动性，当前无论怎么强调流动性都不为过。当前市场对流动性预期存在较大的分歧，主要分歧在于央行是否会提前收紧流动性，而流动性最宽松的阶段已经过去了基本是市场一致预期。**无论是近期央行相关负责人的表态发言，还是央行官方政策措施，均没有给市场一个明确的政策信号，这也是当前市场对流动性预期相对混乱的原因。我们认为央行和市场保持一定距离的核心原因在于短期不确定性因素仍相对较多，特别是后续疫情的演化和海外市场的波动，央行后续政策将依据后续不确定性因素变化而调整，这也契合了 7 月底政治局会议提出的“货币政策要更加灵活适度、精准导向”。
- **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。**我们预计未来 1-2 个月会有降准，下半年会有降息（降低 MLF 和 LPR 利率）。降准方面，大量的国债专项债的发行，央行或通过降准释放流动性协调。此外，为支持中小企业融资以稳就业，央行或针对中小银行进行定向降准。降息方面，下半年人民币面临升值压力，中美息差这么大的背景下，央行为维持汇率稳定，会有降息需求。此外，内部降低融资成本，也有降息的需求。

图表 1：LPR 和 MLF 利率持续下行

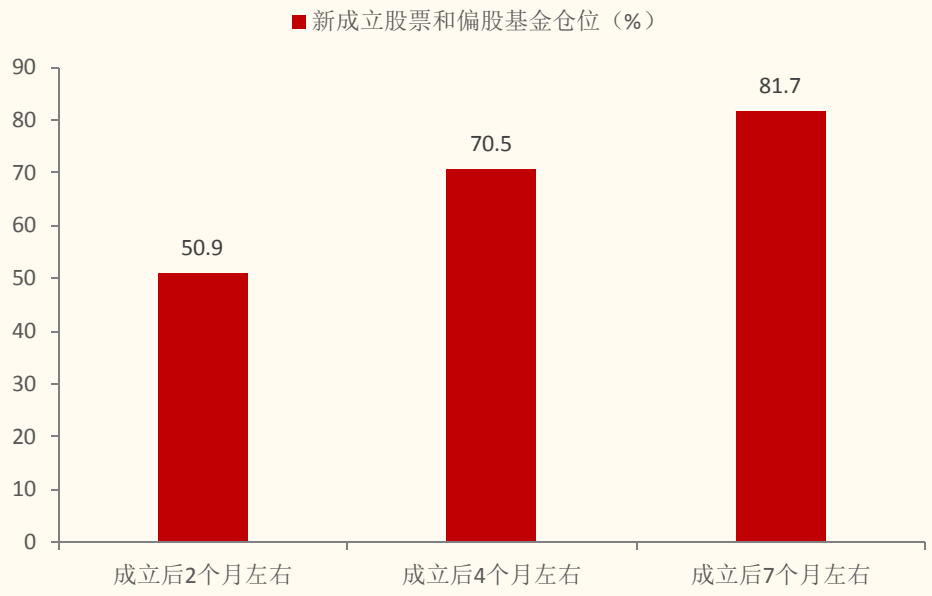


来源：Wind、国金证券研究所

二、公募建仓和外资流入是后市重要的边际资金

- **大规模的新成立基金建仓将成为后续重要的边际资金。**今年前 7 个月公募基金累计发行规模已创历史新高，权益类公募基金发行规模达 9021，其中 6 月和 7 月新发行权益类公募基金规模较高，分别高达 1289 亿元和 2811 亿元。一般来说，新成立公募基金要在成立后 6 个月内达到基金合同约定的仓位水平。从历史数据来看，新成立股票型和偏股型公募基金在成立后 2 个月左右仓位能达到 50%，4 个月后仓位能达到 70%左右，7 个月后仓位能达到 80%左右。按照这个节奏，**预计今年 6 月和 7 月新发行的 4100 亿权益类公募基金在三季度仓位将达到 50%左右，即 2000 亿左右的建仓资金。**

图表 2：新成立公募基金建仓时间

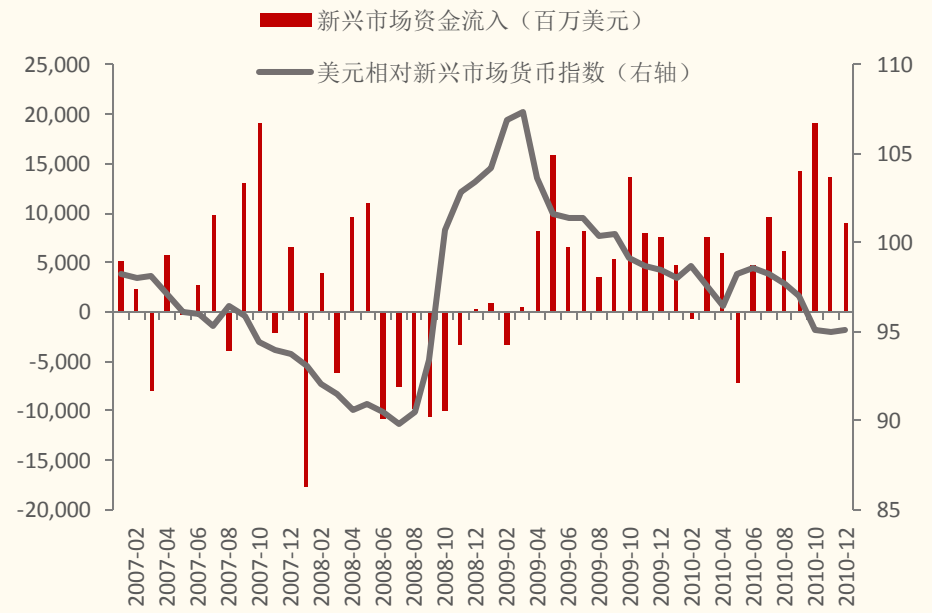


说明：选取 2018 年和 2019 年新成立基金，统计成立后仓位数据

来源：Wind、国金证券研究所

- **美元贬值周期下，全球资本持续流入 A 股市场。**全球资本在美元走弱时会加速流入新兴市场，全球资本流入新兴市场规模与美元相对新兴市场货币指数息息相关。以 2008 金融危机为例，受金融危机影响，在避险情绪的主导下，2008 年下半年全球资金持续流出新兴市场，流入美国市场。随着美联储 2008 年 11 月底开启第一轮量化宽松，市场恐慌情绪缓解，美元持续走弱，全球资金再度流入新兴市场。我们认为美元正处在新一轮贬值周期当中，特别是美元兑新兴市场货币指数将持续下行。在此背景下，全球资本将重演 2008 年底和 2009 年的情形，即大量资本持续流入新兴市场。中国作为全球最大的新兴市场，后续外资流入将是 A 股市场重要的边际资金。当然，在全球资金套利寻求高收益的情况下，外资的流动也将波动加大，但趋势上依然是增配 A 股。

图表 3：新兴市场资本流与美元指数



来源：EPFR、Wind、国金证券研究所

三、保持乐观，持续关注流动性环境和海外市场两个因子

- **我们认为后市的主要驱动力来自前文提到的两大方面：**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，我们预计未来 1-2 个月或迎来降准，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：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、家电、食品饮料等。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、家电、食品饮料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、建筑、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、建筑和机械等基建产业链行业将受益于基建投资扩张。此外，随着梅雨季节逐渐过去，基建等相关行业将迎来需求旺季。
- **消费电子产业链：**

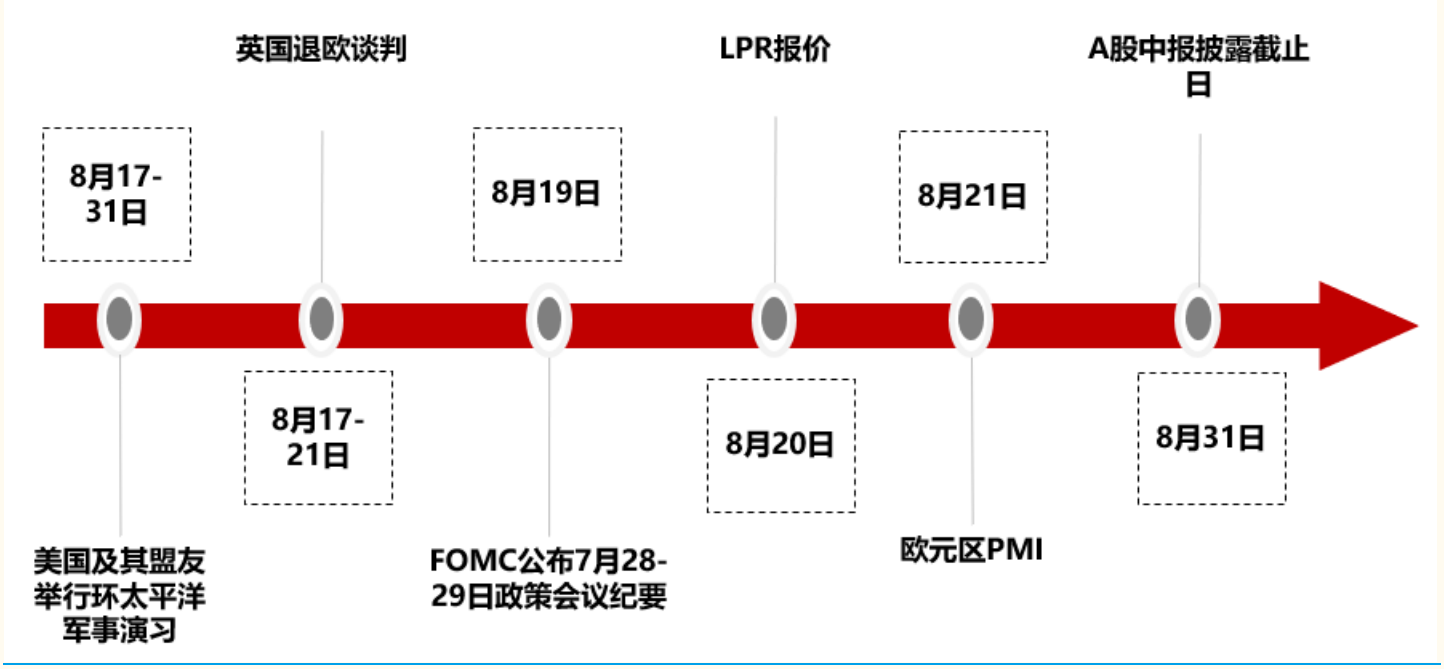
  苹果手机 618 降价促销带动销量大增，近期苹果向相关产业链公司追加订单，叠加今年苹果将发布新机，消费电子行业景气度持续上行。从中报业绩来看，消费电子产业链相关企业盈利大概率超市场预期。
- **涨价主线：**

  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，以美元计价的大

宗商品价格或迎来上行趋势。特别是那些供需结构相对较好的品种，比如黄金、铜、铝等有色资源品。

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