

策略周报

短期波动不改 A 股上行趋势

海外风险带来短期冲击，盈利驱动下 A 股上行趋势不改。

- **政策定调延续积极，国内经济复苏持续超预期**。国内经济延续加速复苏趋势。7 月制造业 PMI 达到 51.1，连续 5 个月高于荣枯线，供需两旺带动 7 月 PMI 延续前期回暖趋势。7 月中韩出口呈现同样的全面回暖趋势，一定程度显示出随着全球复工的延续，海外经济修复带动外需加速。政治局会议对于二季度国内经济恢复情况也表现出较为积极的态度，强化了市场对于下半年财政发力内需持续修复的预期，企业盈利也将迎来触底回升。预计三季度，外需回升而内需持续修复，国内基本面有望延续复苏趋势。
- **货币政策进入观察期，市场资金供需压力缓和**。结合最新的二季度货币政策执行报告，预计未来一段时间，央行货币政策将逐步由前期的危机应对模式向常态化观察期转变。这一政策思路也与政治局会议“精准导向”的定调思路基本保持一致，在经济逐步走向复苏过程之中，政策重心由“强化逆周期调节”向“精准导向”逐步转化。预计下半年，总量货币政策的宽松难以再现，而定向降准为代表的结构性调控手段将会增加。权益市场方面，科创板解禁高峰已过，市场资金需求压力缓和。同时，美元走弱带动人民币汇率快速升值，外资大幅流出有所缓和。
- **国内政策环境延续积极导向，海外风险因素增加短期波动**。总体来看，国内政策仍以促进实体经济尽快恢复，加快形成国内国际双循环为主要导向，对于市场风险偏好形成正向提振。而短期来看，海外风险因素的增加将会带来市场风险偏好的波动。经历了 7 月以来的大幅波动，当前市场风险偏好仍处于年内较高水平，大选前夕中美摩擦不排除阶段性升温可能，虽然对于经济的冲击幅度有限，但将对短期市场情绪产生较大波动。
- **A 股长期逻辑尚未破坏，短期波动难改长期趋势**。当前 A 股依然处于经济修复而流动性拐点尚未来临、政策相对友好的复苏周期之中，本轮 A 股趋势行情的大逻辑并未遭到破坏。而下一阶段市场将会更多回归盈利预期改善的行情逻辑之中，难有全面性估值提升行情。短期来看，7 月以来市场估值的快速修复，以及近期有所升温的中美关系都为短期市场带来一定波动风险，短期来看，高估值个股面临一定调整压力，但市场上行趋势不改。配置方面，我们依然建议坚守盈利趋势上行的成长主线，同时关注疫后全球资产荒大背景下海外资金配置需求下消费板块的超额收益。
- **风险提示：逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化。**

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：短期波动不改A股上行趋势.....5

风险提示.....7

图表目录

图表 1. 出口增速加速上行.....5
图表 2.国内外需求复苏趋势延续.....5
图表 3. 7 月以来市场利率中枢有所抬升.....5
图表 4.近期北上资金大幅净流出趋势缓和.....5
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。

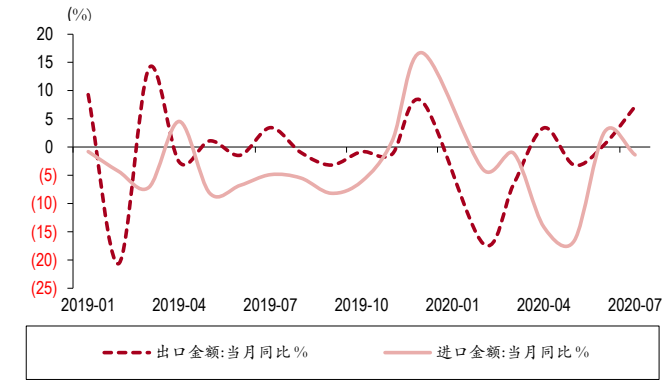
——20200706《顺势而为》：走出疫情冲击，下半年 A 股市场主线归来，关注科技主线机会。下半年市场将大概率处于盈利弱复苏与流动性宽松延续的宏观环境之中，对于权益资产相对友好。配置上顺势而为，把握科技景气度。

——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：短期波动不改A股上行趋势

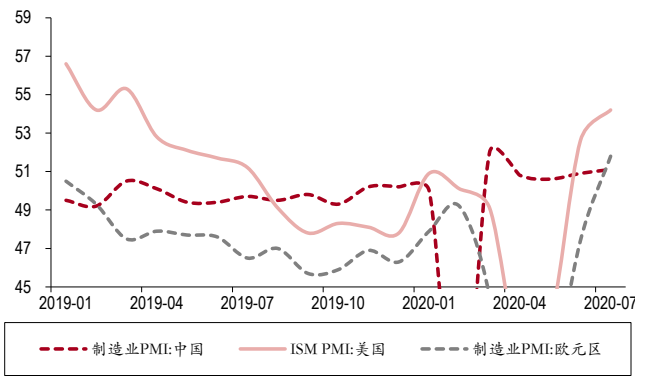
政策定调延续积极，国内经济复苏持续超预期。国内经济延续加速复苏趋势。7月制造业PMI达到51.1，连续5个月高于荣枯线。生产指数、新订单指数回升，供需两旺带动7月PMI延续前期回暖趋势。7月出口同比增速7.2%，显著高于前值（0.5%）和市场预期，韩国、越南出口呈现同样的全面回暖趋势，一定程度显示出随着全球复工的延续，海外经济修复带动外需加速。7月的政治局会议对于二季度国内经济恢复情况也传递出较为积极的态度，后续政策的关注点更多着眼于长期问题，强调“加快形成国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进的新发展格局”。整体来看，会议并未传达出明确的政策边际转向的信号，这一定调也强化了市场对于下半年财政发力内需持续修复的预期，企业盈利也将迎来触底回升。因此三季度，外需回升而内需持续修复，国内基本面有望延续复苏趋势。

图表1. 出口增速加速上行



资料来源：万得，中银证券

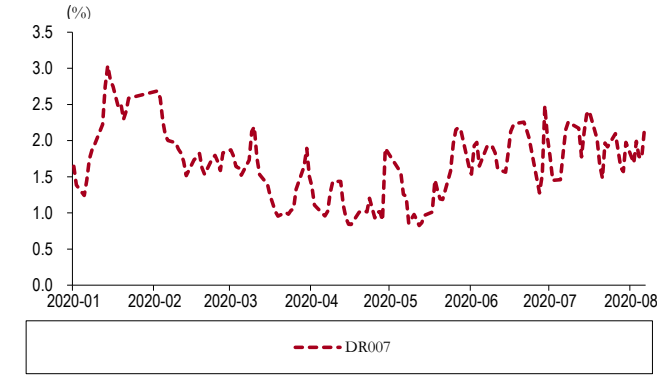
图表2.国内外需求复苏趋势延续



资料来源：万得，中银证券

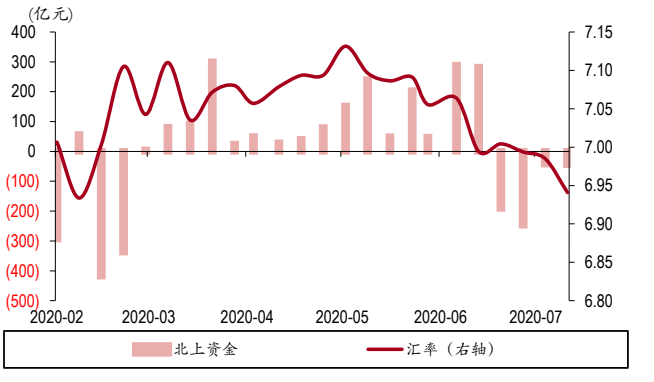
货币政策进入观察期，市场资金供需压力缓和。结合最新的二季度货币政策执行报告，预计未来一段时间，央行货币政策将逐步由前期的危机应对模式向常态化观察期转变。这一政策思路也与政治局会议“精准导向”的定调思路基本保持一致，在经济逐步走向复苏过程之中，政策重心由“强化逆周期调节”向“精准导向”逐步转化。预计下半年，总量货币政策的宽松难以再现，而定向降准为代表的结构性调控手段将会增加。而考虑三季度地方债仍存在发行需求，利率中枢短期内大幅上行可能较低，未来央行将会采用逆回购、MLF等工具补充流动性以支持后续月份的政府债券发行。权益市场方面，科创板解禁高峰已过，市场资金需求压力缓和。同时，美元走弱带动人民币汇率快速升值，外资大幅流出有所缓和。

图表3. 7月以来市场利率中枢有所抬升



资料来源：万得，中银证券

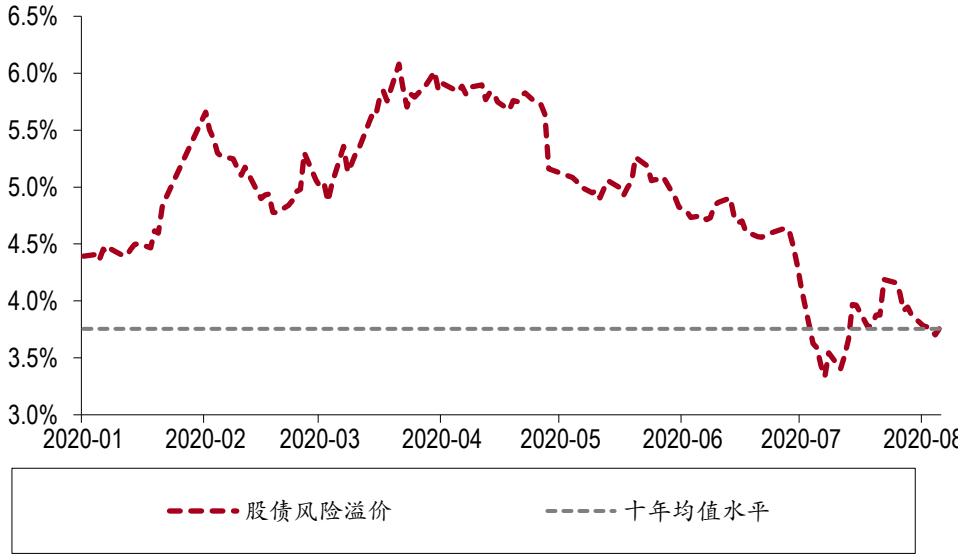
图表4.近期北上资金大幅净流出趋势缓和



资料来源：万得，中银证券

国内政策环境延续积极导向，海外风险因素增加短期波动。结合前文所述，政治局会议延续前期定调，下半年国内政策难以出现边际收紧，财政及产业政策发力有望支撑内需回暖。同时，资管新规过渡期延长也为市场留下了相对充裕的应对时间。产业政策加速出台促进国内自主可控产业链发展：月 4 日，国务院发布《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》，从财税、投融资、人才、知识产权等多方面出台支持半导体产业发展的有利举措。总体来看，国内政策仍以促进实体经济尽快恢复，加快形成国内国际双循环为主要导向，对于市场风险偏好形成正向提振。而短期来看，海外风险因素的增加将会带来市场风险偏好的波动。经历了 7 月以来的大幅波动，当前市场风险偏好仍处于年内较高水平，与 2009 年以来的 10 年均值水平相当。美国疫情高位反复增加政治周期扰动，随着大选临近，对华强硬将成为美方坚定的政治态度，预计大选前夕中美摩擦不排除阶段性升温可能，虽然对于经济的冲击幅度有限，但将对短期市场情绪产生较大波动。

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 股长期逻辑尚未破坏，短期波动难改长期趋势。当前 A 股依然处于经济修复而流动性拐点尚未来临、政策相对友好的复苏周期之中。全球经济复苏进行时，国内基本面存在相对优势，海外流动性过剩，国内政策虽难大幅宽松但仍处于相对友好的时间窗口内，本轮 A 股趋势行情的大逻辑并未遭到破坏。而未来国内总量流动性难有进一步大幅宽松、海外风险因素有所增加，因此下一阶段市场将会更多回归盈利预期改善的行情逻辑之中，难有全面性估值提升行情。短期来看，7 月以来市场估值的快速修复，以及近期有所升温的中美关系都为短期市场带来一定波动风险，短期来看，高估值个股面临一定调整压力，但市场中期趋势不改。配置方面，我们依然建议坚守盈利趋势上行的成长主线：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。同时关注疫后全球资产荒大背景下，海外资金配置需求下消费板块的超额收益。

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