策略周报 股票投资策略简报

中美摩擦的充分预期与流动性的预期差

基本结论

- **美国大选百日冲刺，后续特朗普针对中国的事件或不断发生，对此市场预期将日益充分，中美事件对市场的影响或将逐步钝化。**临近大选，当前民调数据显示特朗普大幅落后拜登，特朗普不断打“中国牌”。总体而言，美国两党对华态度分歧不大，无论谁当选对华态度不会有太大的变化，具体遏制中国的措施或有一定差异。比如拜登表示不会采取关税等单边主义措施针对中国，但拜登或以多边主义方式联合盟友来打压中国。

- **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，流动性已经过了最宽松的阶段已是市场一致预期。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。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”。

- **当前我们仍维持对 A 股市场相对乐观的观点，其中核心逻辑有三个方面：**首先，下半年各类扩大内需政策加速落地，这对于市场风险偏好和企业盈利都有所提振；其次，宽货币和宽信用的流动性环境将逐步得到确认，有利于 A 股市场估值抬升；最后，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。我们认为全球资本大幅流入是接下来 A 股市场面临的资金层面重要边际变化。

- **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、美国大选百日冲刺，中美之间风波不断，市场预期将日益充分.....3
二、市场对流动性存在一定的预期差.....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

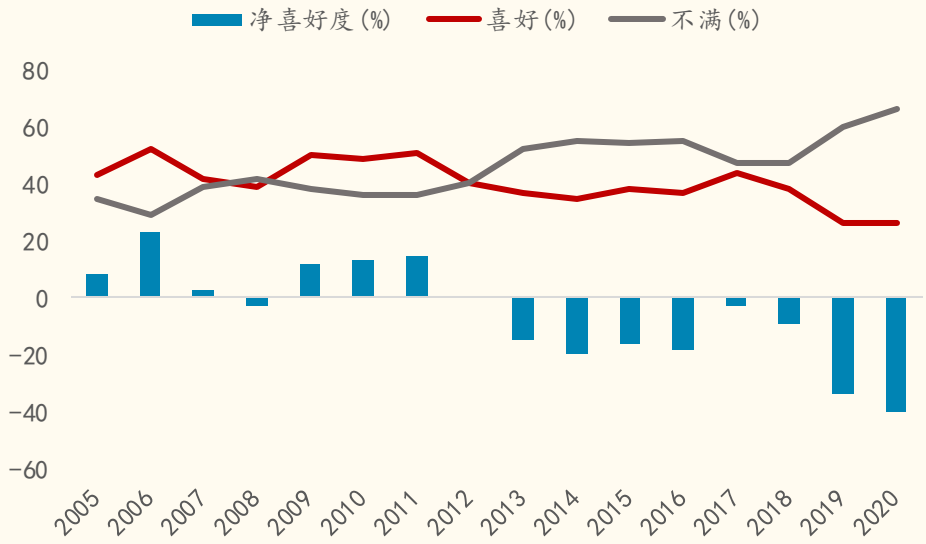
图表目录

图表 1：美国民众对中国态度.....3
图表 2： LPR 和 MLF 利率持续下行.....4
图表 3：国债和地方债发行规模.....5
图表 4：重要事件前瞻.....6

一、美国大选百日冲刺，中美之间风波不断，市场预期将日益充分

- **美国大选百日冲刺，当前民调数据显示特朗普大幅落后拜登，特朗普不断打“中国牌”。**继美国制裁华为等中国硬件科技公司后，近期美国政府频频针对中国移动互联网等软件公司。8 月 6 日美国推出针对中国的五大净网措施，涉及通信、移动互联网和云服务等多个方面；8 月 7 日特朗普宣布将在 45 天后禁止任何美国个人及企业与字节跳动和微信有关的任何交易。**临近大选，后续此类事件或不断发生，对此市场预期将日益充分，中美事件对市场的影响或将逐步钝化。**
- **总体而言，美国两党对华态度分歧不大，无论谁当选对华态度不会有太大的变化，具体遏制中国的措施或有一定差异。**从民调上看，近年来美国民众对中国的态度偏负面居多，无论是共和党选民还是民主党选民都倾向于对中国持负面态度。在这个大背景下，无论谁当选新一任美国总统对华态度不会有太大的变化。具体措施上或有一定差异。比如拜登表示不会采取关税等单边主义措施针对中国，但拜登或以多边主义方式联合盟友来打压中国。
- **为了应对中美摩擦的长期性问题，我国高层提出“双循环”战略以稳定国内经济基本盘。**以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局对标美国发展模式，发挥国内大规模市场的优势，持续融入国际市场，以满足国内需求作为落脚点，持续扩大国内需求规模和优化需求结构。

图表 1：美国民众对中国态度



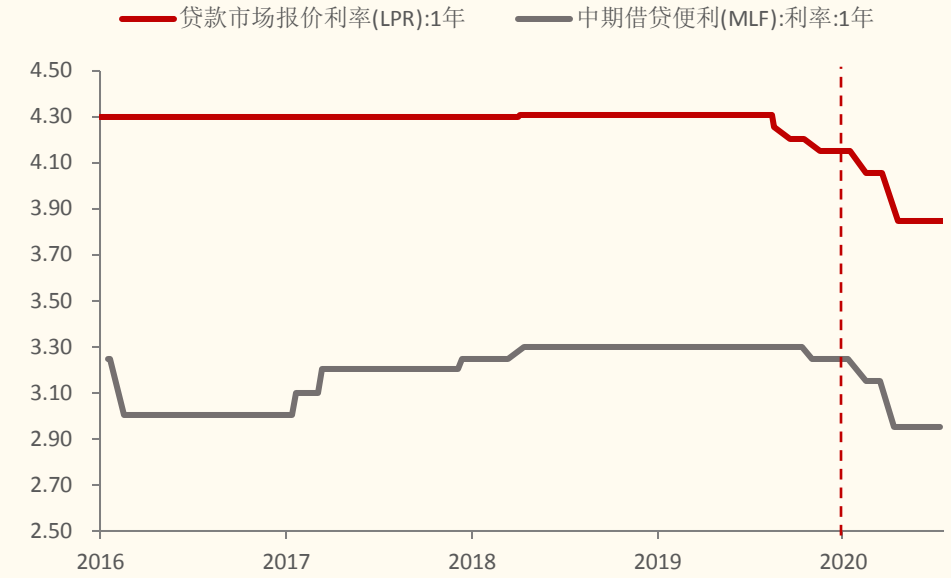
来源：Pew Research Center、国金证券研究所

二、市场对流动性存在一定的预期差

- **疫情以来，全球央行都采取了极度宽松的货币政策，相比于美联储、欧央行和日本央行的非常规货币政策的措施，我国央行货币政策仍维持常规货币政策。**今年春节后至 4 月中旬是流动性环境最为宽松的阶段，此后央行政策利率基本维持不变，流动性投放规模也相对有所缩减。疫情期间，央行通过公开市场和借贷便利向银行间市场投放流动性，并多次降准降息。除此之外，央行还通过再贷款再贴现额度以支持实体企业应对疫情冲击。4 月中旬以来，央行维持政策利率相对稳定，MLF 和 LPR 利率均维持不变，流动性投放规模也相对有所缩减。
- **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。**6 月初以来债市的大幅调整反映的是市场对货币政策边际收紧的预期。此外，6 月 17 日国常会提出要综合运用降准、再贷款等工具保持

市场流动性合理充裕后，央行降准迟迟未落地，预期落空的背景下市场愈发悲观。但有一点需要强调的是，当前市场的分析主要在于是否会提前收紧流动性，流动性最宽松的阶段已经过去了基本是市场一致预期。

图表 2：LPR 和 MLF 利率持续下行

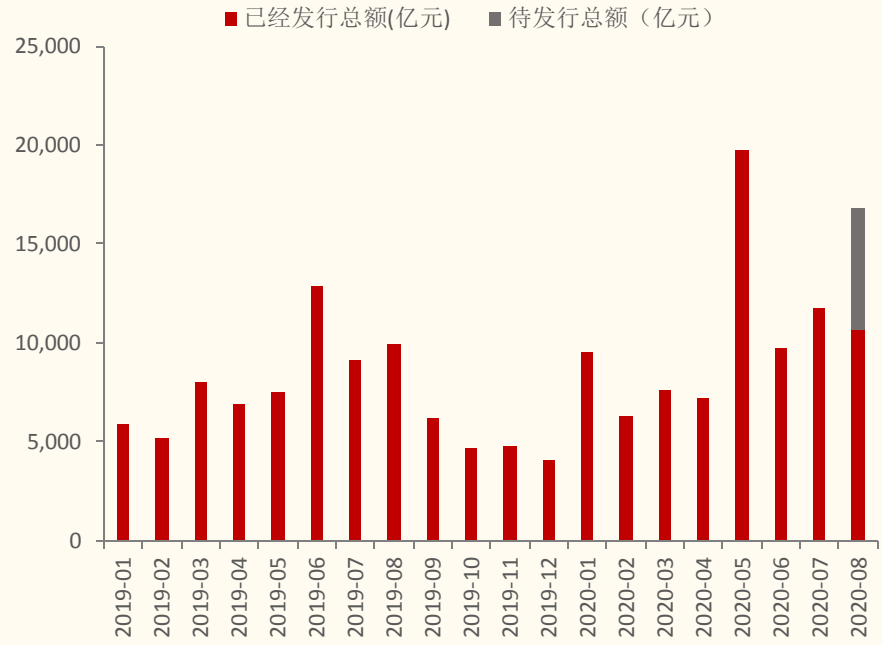


来源：Wind、国金证券研究所

- **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。**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”。

- **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。**预计未来 1-2 个月会有降准，下半年会有降息。降准方面，大量的国债专项债的发行，央行会通过降准释放流动性协调。降息方面，下半年人民币升值压力，一方面原因是国内基本面恢复迅速，另一方面原因是全球流动性宽松外资持续流入新兴市场，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 3：国债和地方债发行规模



说明：待发行总额数据截止 8 月 14 日

来源：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

- **当前我们仍维持对 A 股市场相对乐观的观点，其中核心逻辑有三个方面：**首先，随着地方专项债等资金逐步到位，各类扩大内需政策加速落地，这对于市场风险偏好和企业盈利都有所提振；其次，宽货币和宽信用的流动性环境将逐步得到确认，有利于 A 股市场估值抬升；最后，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。我们认为全球资本大幅流入是接下来 A 股市场面临的资金层面重要边际变化。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：**

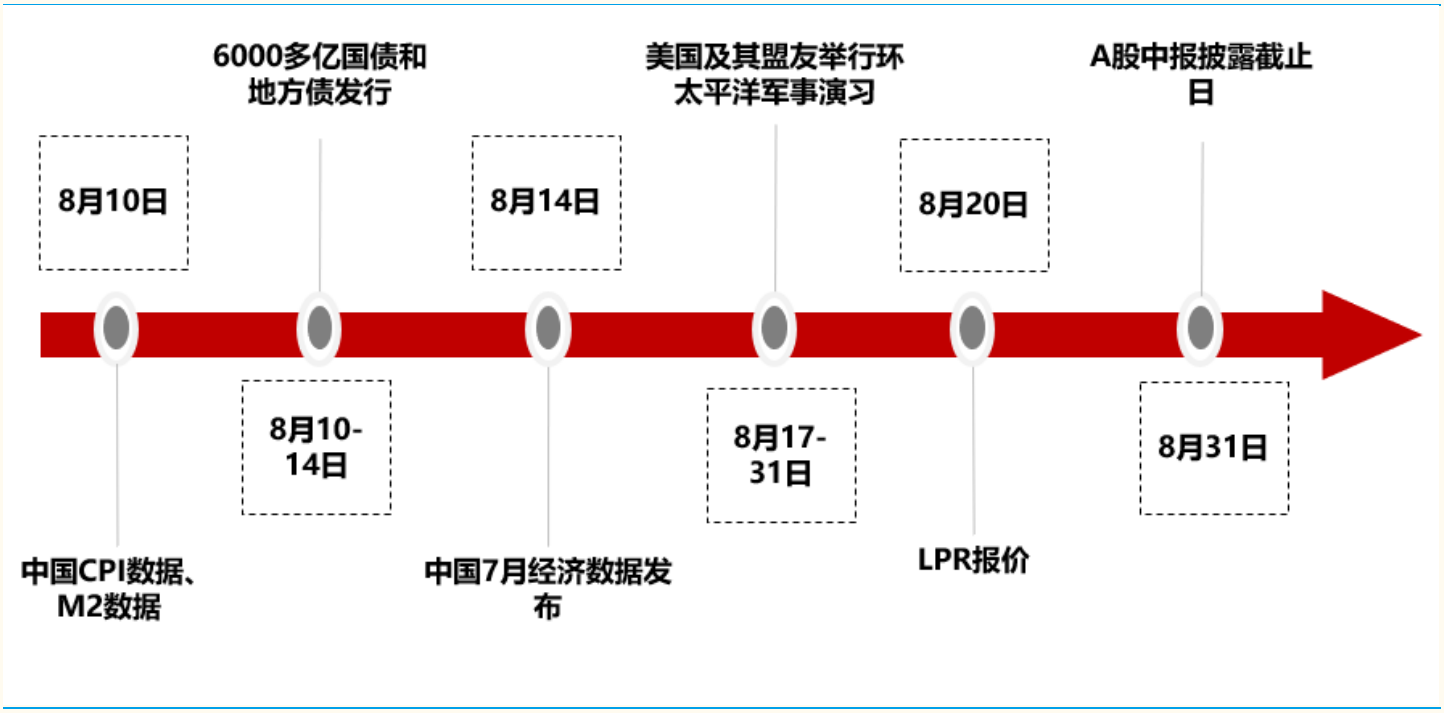
苹果手机 618 降价促销带动销量大增，近期苹果向相关产业链公司追加订单，叠加今年苹果将发布新机，消费电子行业景气度持续上行。从中报业绩来看，消费电子产业链相关企业盈利大概率超市场预期。

- **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