策略周报 股票投资策略简报

“登高望远”：估值持续抬升，定价聚焦远期

基本结论

- **7 月 30 日召开的中央政治局会议聚焦国内经济长期因素，当前我国短期面临疫情的不确定性，同时面临中美摩擦的长期性挑战，在此背景下着眼长期经济发展方向显得尤为重要。**决策层短期政策以“六稳”和“六保”为主要目标，强度货币和财政等宏观政策落地见效。长期则淡化短期经济波动，立足持久战，形成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。中美摩擦或是未来影响我国经济的长期性因素，在此背景下，过去外向型经济发展模式或难以为继。这意味着要充分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。

- **在短期疫情冲击之下，2020 年企业盈利下行确定性较高，而部分消费和科技板块估值持续抬升，甚至不断创新高，这反映了市场定价在聚焦远期。**首先，疫情对企业盈利的影响仍属短期冲击，只要企业能持续经营下去，从长远来看对企业估值影响并不大。所以那些长期业绩稳定和确定性较高的行业尽管短期业绩存在一定压力，但估值仍在持续抬升。其次，当前流动性持续宽松也有助于推动整体股票市场估值上行。以 2008 年金融危机的冲击为例，2008 年底流动性宽松背景下，银行间债券回购利率持续下行，A 股市场估值同样是持续抬升，这个趋势延续了 1 年时间。

- **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。

- **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。

- **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、聚焦长期：短期疫情的不确定性和中美摩擦的长期性.....3
二、部分板块估值高企，市场定价聚焦远期.....3
三、当前维持乐观观点，持续关注流动性环境和海外市场两个因子.....4
四、行业配置：内需板块、消费电子、涨价主线.....5
重要事件前瞻.....5

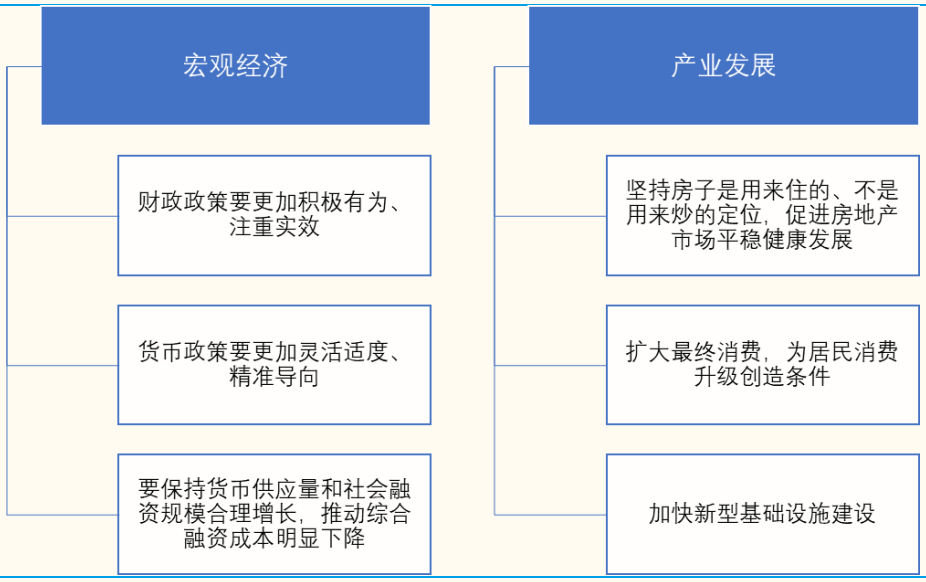
图表目录

图表 1：2020 年 7 月中央政治局会议主要内容.....3
图表 2：A 股主要行业 PB（2010 年以来，按所处分位数由高到低排序）.....4
图表 3：2008 年金融危机期间市场流动性与 A 股估值.....4
图表 4：重要事件前瞻.....6

一、聚焦长期：短期疫情的不确定性和中美摩擦的长期性

- **7 月 30 日召开的中央政治局会议聚焦国内经济长期因素，当前我国短期面临疫情的不确定性，同时面临中美摩擦的长期性挑战，在此背景下着眼长期经济发展方向显得尤为重要。**会议明确指出：当前经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，我们遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识。决策层短期政策以“六稳”和“六保”为主要目标，强度货币和财政等宏观政策落地见效。近期央行正式宣布将资管新规的过渡期延后一年至 2021 年，“稳金融”的政策目标很明确。长期则淡化短期经济波动，立足持久战，形成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。
- 长期来看，疫情对经济的影响仍属于公共卫生事件性的脉冲冲击，而中美摩擦或是未来影响我国经济的长期性因素，在此背景下，过去外向型经济发展模式或难以为继。**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意味着要充分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 1：2020 年 7 月中央政治局会议主要内容

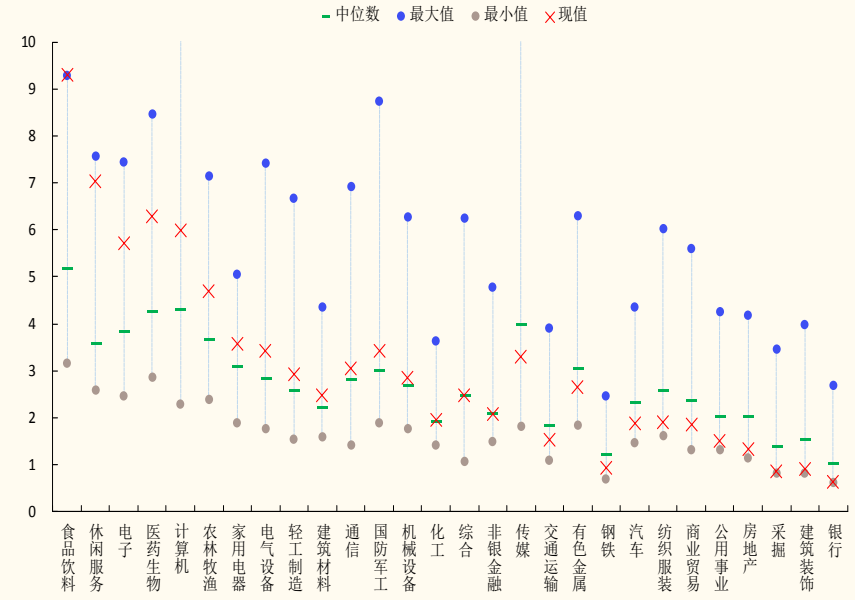


来源：国金证券研究所

二、部分板块估值高企，市场定价聚焦远期

- **在短期疫情冲击之下，2020 年企业盈利下行确定性较高，而部分消费和科技板块估值持续抬升，甚至不断创新高，这反映了市场定价在聚焦远期。**首先，疫情对企业盈利的影响仍属短期冲击，只要企业能持续经营下去，从长远来看对企业估值影响并不大。所以那些长期业绩稳定和确定性较高的行业尽管短期业绩存在一定压力，但估值仍在持续抬升。其次，当前流动性持续宽松也有助于推动整体股票市场估值上行。以 2008 年金融危机的冲击为例，2008 年底流动性宽松背景下，银行间债券回购利率持续下行，A 股市场估值同样是持续抬升，这个趋势延续了 1 年时间。
- **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。

图表 2：A 股主要行业 PB（2010 年以来，按所处分位数由高到低排序）



来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：2008 年金融危机期间市场流动性与 A 股估值



来源：Wind、国金证券研究所

三、当前维持乐观观点，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，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。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

- 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；

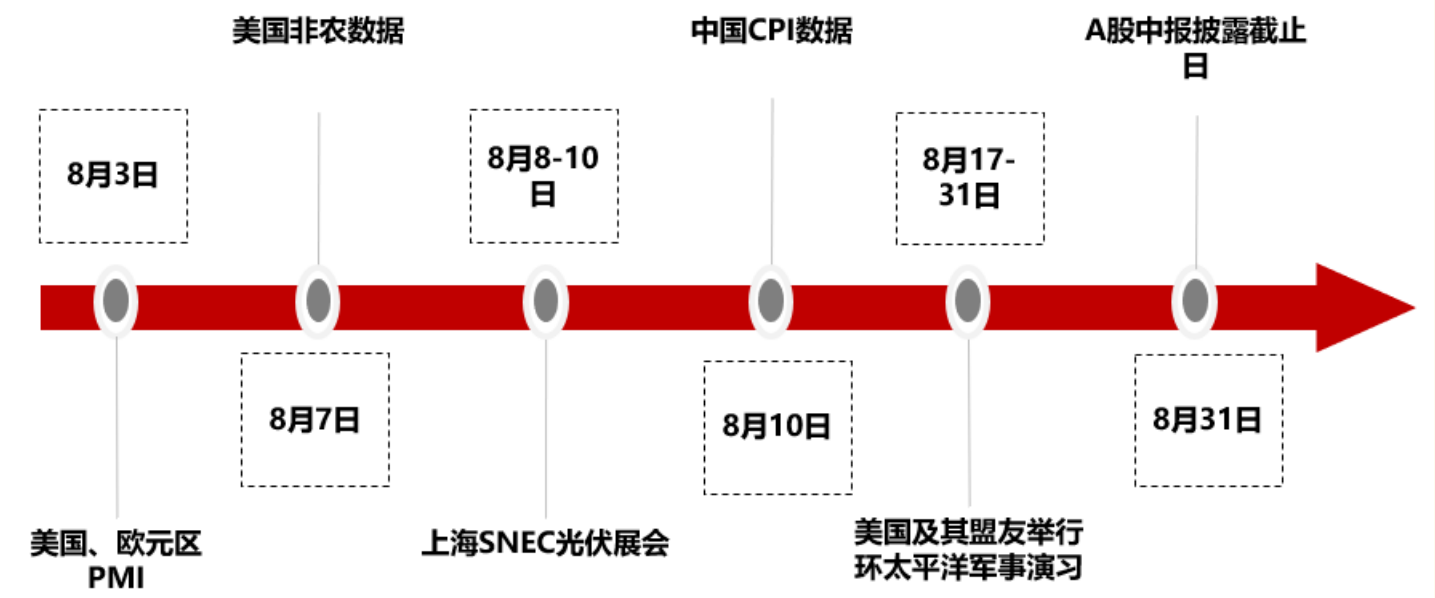
  2）基建：建材、建筑、机械等。随着扩大内需政策的加速落实，下半年各类投资项目将加速上马，基建投资或将明显提速，预计全年基建投资在10%以上，建材、建筑和机械等基建产业链行业将受益于基建投资扩张。此外，随着梅雨季节逐渐过去，基建等相关行业将迎来需求旺季。
- **消费电子产业链：**

  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。除了相关个股之外，机构投资者还可以通过上海金等ETF产品进行布局。

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