

策略周报

节奏调整，趋势不改

中长期趋势不变，市场短期或面临震荡调整。

- **全球经济疫后复苏进行时**。本周初，欧盟达成 7500 亿元复苏基金计划，以联合发债的形式资助成员国进行经济复苏。结合前期欧央行为应对疫情冲击而采取的流动性刺激政策，市场对欧洲经济的疫后复苏预期增强。内需方面，结合前期披露的二季度经济数据，下半年内需修复进程确定。随着疫情冲击的消退，国内有望重新回到被动去库周期之中。全球经济疫后复苏进行时。
- **中长期配置逻辑仍在，短期资金面压力有望边际缓和**。本月 LPR 利率继续维持不变，总量货币政策维持相对谨慎克制的态度，银行间利率水平边际抬升。往后看，7 月解禁高峰已过，下周起市场资金供给压力减轻。中期来看，弱美元趋势下，A 股资产相对优势依然显著，中美关系的波折反复更多改变的是资金配置节奏而非趋势。短期市场虽然波动尚存，但中长期资金配置逻辑仍未破坏。
- **基金仓位接近历史高点，短期面临调整压力**。本周公募基金中报披露完毕，偏股型基金仓位水平已接近 2014 年历史高点，持仓集中度相比前期也有所提升。7 月以来市场风险偏好处于年内较高水平。本周市场在地产调控新政、中美关系恶化、中芯国际上市冲击下出现了剧烈震荡，前期快速上行的风险偏好也遭到了打压，前期高估值个股出现较大跌幅。我们认为，本周市场震荡是前期过快上行后的正常调整，也是市场由估值提振的贝塔行情演化为盈利驱动的阿尔法行情的体现。盈利复苏背景下，市场趋势不改，短期或仍存在调整风险，但节奏的调整有助于市场更健康的运行。
- **短期波动不改长期趋势，坚持科技主线。**当前宏观环境尚处于复苏早期，企业盈利上行尚处于起步阶段，中长期趋势下 A 股拐点尚未来临。但本轮行情难以重现 14-15 年杠杆牛行情，更多会体现为盈利主导下的分子端行情。而短期中美关系的波折以及监管政策的降温将会使得前期过快上涨的市场情绪重回理性。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，对于下半年市场，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**

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：节奏调整，趋势不改.....5

风险提示.....8

图表目录

图表 1. 国内产出缺口加速上行 5
图表 2. 欧美需求触底回升 5
图表 3. 北上资金本周再现大规模净流出 5
图表 4. 7 月解禁高峰已过 5
图表 5. 公募基金权益配置比例接近历史极值 6
图表 6. 7 月以来 A 股市场风险偏好快速上升 6
图表 7. TMT 板块配置比例进一步上行 7
图表 8. 龙头效应进一步增强 7

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。

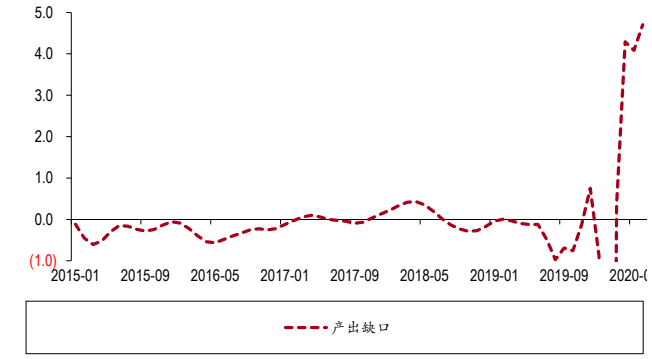
——20200706《顺势而为》：走出疫情冲击，下半年 A 股市场主线归来，关注科技主线机会。下半年市场将大概率处于盈利弱复苏与流动性宽松延续的宏观环境之中，对于权益资产相对友好。配置上顺势而为，把握科技景气度。

——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：节奏调整，趋势不改

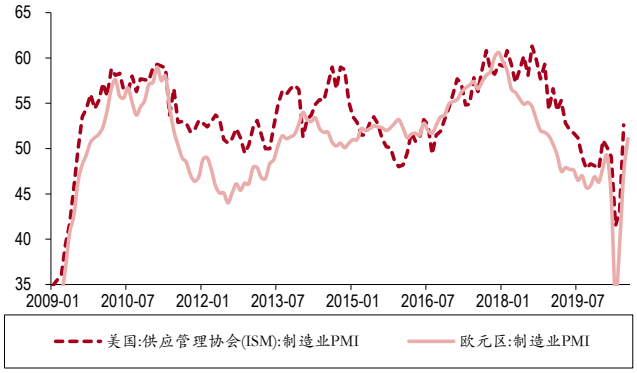
欧盟复苏计划落地，全球经济疫后复苏进行时。本周初，欧盟达成 7500 亿元复苏基金计划，以联合发债的形式资助成员国进行经济复苏。本次救助计划共包含 3600 亿欧元低息贷款以及 3900 亿欧元的赠款，虽然疫情发生以来，欧盟先后出台货币及财政方面刺激政策，但本次复苏基金力度依然超过市场预期。结合前期欧央行为应对疫情冲击而采取的流动性刺激政策，市场对欧洲经济的疫后复苏预期增强。内需方面，结合前期披露的二季度经济数据，下半年内需修复进程确定。从产出缺口角度来看，若剔除一季度疫情冲击导致的波动，自 19 年末起国内产出缺口上行趋势明确，随着疫情冲击的消退，国内有望重新回到被动去库周期之中。全球经济疫后复苏进行时。

图表 1. 国内产出缺口加速上行



资料来源：万得，中银证券

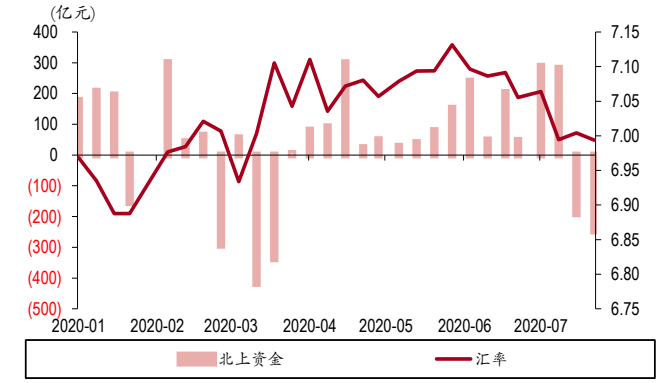
图表 2. 欧美需求触底回升



资料来源：万得，中银证券

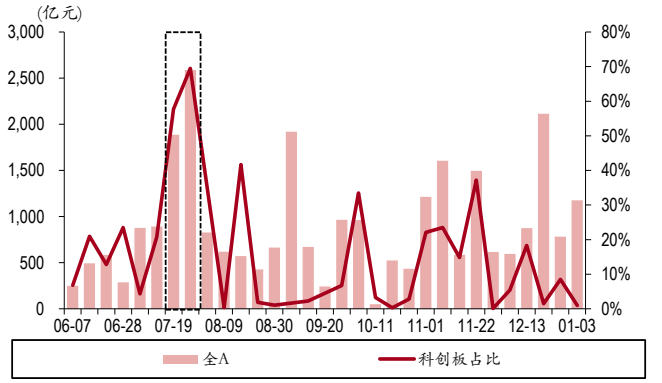
中长期配置逻辑仍在，短期资金面压力有望边际缓和。本月 LPR 利率继续维持不变，总量货币政策维持相对谨慎克制的态度，银行间利率水平边际抬升。市场资金层面，中美关系的恶化以及美元指数的大幅波动使得本周北上资金出现大幅净流出，单周净流出规模达到 247 亿元。同时，科创板解禁高峰到来也增加了市场资金供给压力。往后看，7 月解禁高峰已过，下周起市场资金供给压力减轻。中期来看，弱美元趋势下，A 股资产相对优势依然显著，中美关系的波折反复更多改变的是资金配置节奏而非趋势。短期市场虽然波动尚存，但中长期资金配置逻辑仍未破坏。

图表 3. 北上资金本周再现大规模净流出



资料来源：万得，中银证券

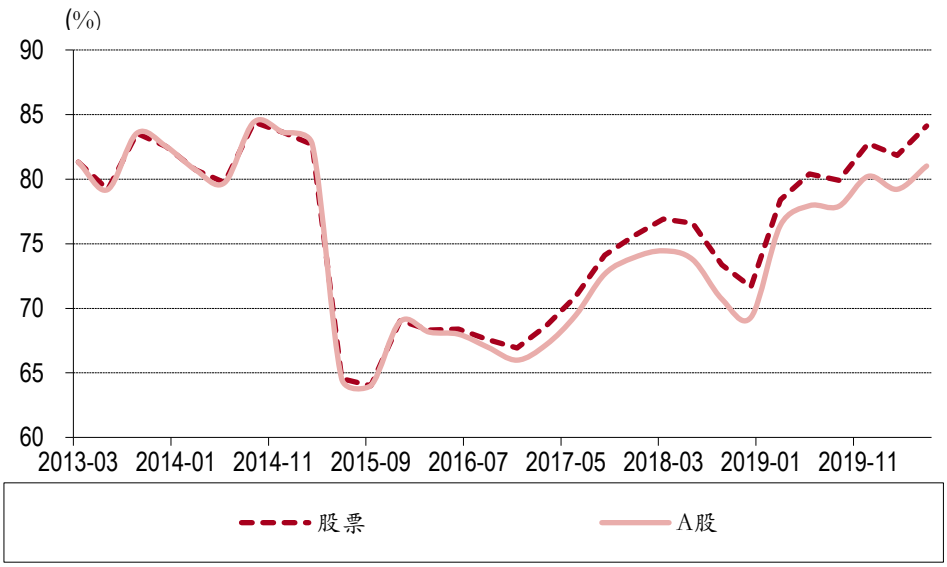
图表 4. 7 月解禁高峰已过



资料来源：万得，中银证券

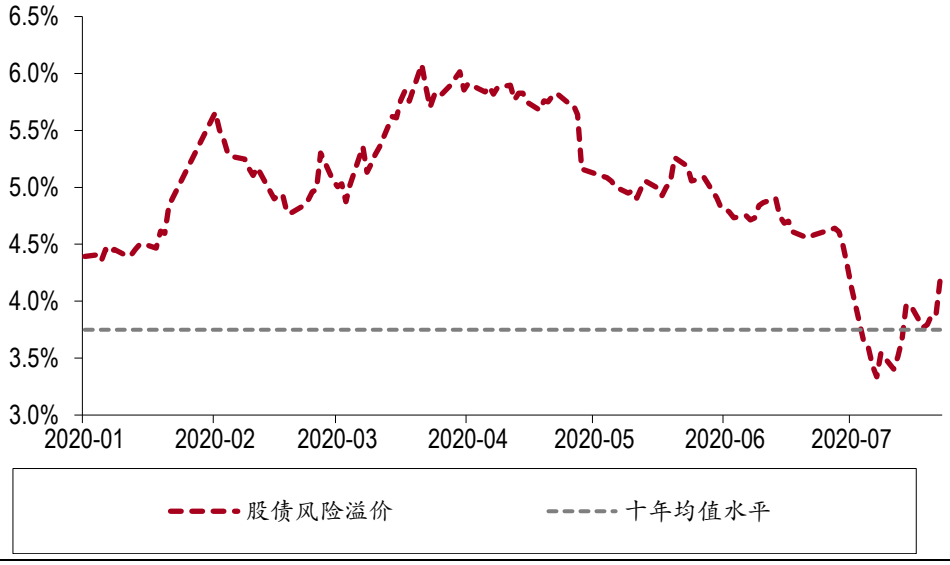
基金仓位接近历史高点，短期面临调整压力。本周公募基金中报披露完毕，偏股型基金（股票型基金+偏股混合型基金）仓位相比一季报上行 2.28 个百分点，仓位水平已接近 2014 年历史高点，基金份额和基金净值相较一季报均有所抬升。基金持仓集中度相比前期有所提升，前十大重仓股占比相较上一季度提升了 2%。经历了上半年市场的估值提升行情，公募基金净值快速上行，新发基金爆款频出，新资金加速入场推动公募仓位提升。与此同时，我们也要看到，7 月以来市场风险偏好处于年内较高水平，月初政策预期刺激下市场进入了短期加速上行阶段，风险偏好快速提升并一度达到年内极值水平，一定程度显示了市场情绪的过热。本周市场在地产调控新政、中美关系恶化、中芯国际上市冲击下出现了剧烈震荡，前期快速上行的风险偏好也遭到了打压，前期高估值个股出现较大跌幅。我们认为，本周市场震荡是前期过快上行后的正常调整，也是市场由估值提振的贝塔行情演化为盈利驱动的阿尔法行情的体现。盈利复苏背景下，市场趋势不改，短期或仍存在调整风险，但节奏的调整有助于市场更健康的运行。

图表 5. 公募基金权益配置比例接近历史极值



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 7 月以来 A 股市场风险偏好快速上升

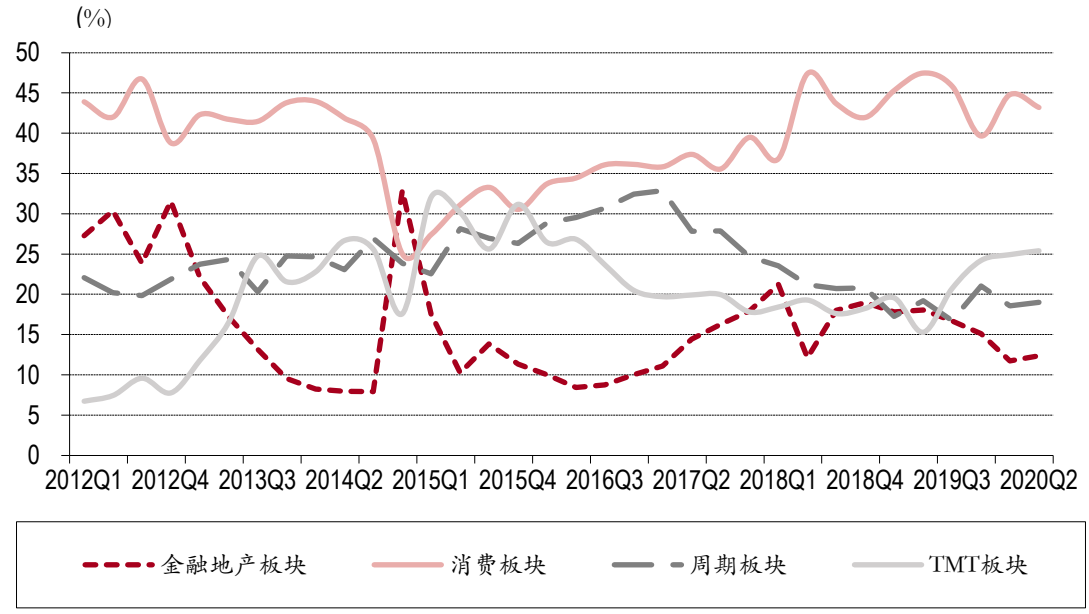


资料来源：万得，中银证券

短期波动不改长期趋势，坚持科技主线。综合以上分析，我们认为，当前宏观环境尚处于复苏早期，企业盈利上行尚处于起步阶段，中长期趋势下 A 股拐点尚未来临。但基于当前货币政策基调，本轮行情难以重现 14-15 年杠杆牛行情，更多会体现为盈利主导下的分子端行情。而短期中美关系的波折以及监管政策的降温将会使得前期过快上涨的市场情绪重回理性。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。

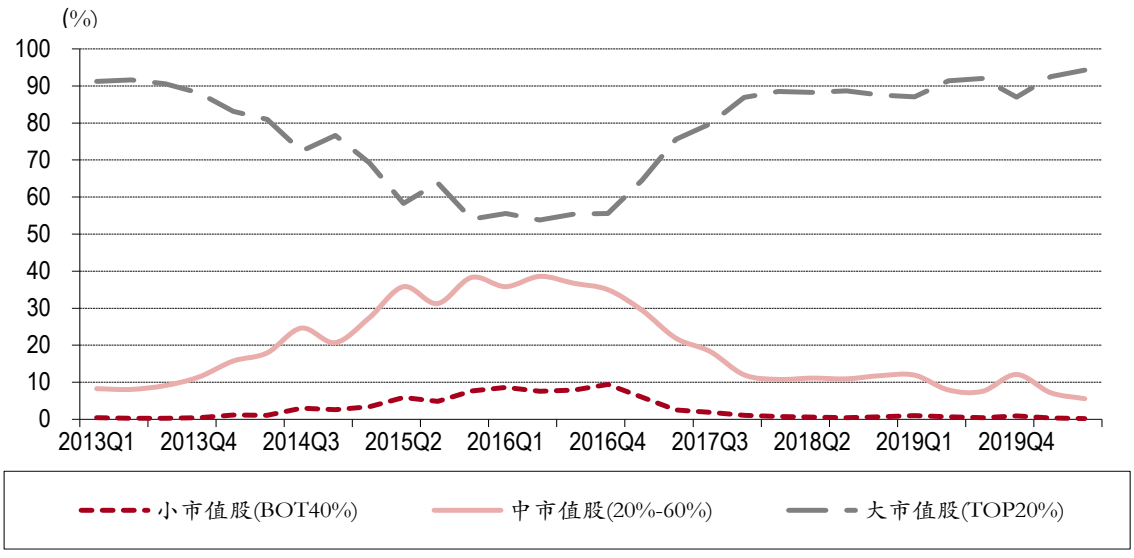
配置方面，二季报公募基金持续增配 TMT 板块，同时对于大市值配置占比出现进一步大幅抬升。低估值的金融地产与传统周期板块配置比例均出现不同程度的小幅抬升，一定程度显示出市场对于盈利复苏预期渐起，但同时，龙头效应的进一步增强也反映出市场对于盈利确定性的追逐。对于下半年市场，我们依然建议坚守盈利趋势上行的成长主线：科技龙头仍处于盈利上行初期，中美贸易或产生阶段性波动但难改周期上行趋势，下半年成长主线回归方向不变。同时关注疫后全球资产荒大背景下，海外资金配置需求下消费板块的超额收益。

图表 7. TMT 板块配置比例进一步上行



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 龙头效应进一步增强



资料来源：万得，中银证券

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