

策略周报

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。

- **生产加速外需改善，经济数据超预期回暖。**二季度 GDP 同比增速 3.2%，经济修复进程超过市场预期。生产加速延续、外需逐步回暖，成为驱动二季度经济复苏的重要因素。外需回暖复工推进下，生产端延续前期强势复苏趋势。投资端，地产投资韧性依旧，制造业投资降幅收窄。消费方面修复依然较慢，居民收入增速放缓依然是制约消费复苏的主要原因。往后看，基建投资发力将成为下半年投资端重要支撑，而可选消费的修复将成为内需修复主线。外需方面，6 月出口交货值已经转正，伴随着海外复工进程展开，以及中美贸易协议的执行，外需回暖有望成为下半年重要变化。
- **货币政策紧缩预期渐起，科创板解禁高峰带来短期资金面压力。**内外需带动下，下半年需求回暖仍将成为基本面主要逻辑，而经济的快速修复也引发了市场对于货币政策边际收紧的担忧。随着实体需求的逐步修复，总量宽松的货币政策或将进一步逐步退出。7 月末政治局会议对于货币政策的定调将成为影响市场对于下半年宏观流动性环境预判的重要因素。资金层面，本周起 A 股限售股解禁高峰为市场资金面带来一定压力。下周科创板解禁家数将大幅增加，短期市场资金供需依然偏紧。
- **监管降温，市场重回理性。**7 月初以来，伴随着政策预期向好，前期滞涨的低估值板块加速上行，市场风险偏好也经历了大幅上行，截至 7 月 13 日，股债风险溢价最低下探至 3.34%，不仅远超年初 4.39%的水平，也超过了 2009 年至今的均值水平 3.75%，一定程度显示出短期市场情绪过热。本周监管政策频出，成为市场降温的导火索。我们认为，监管降温将会使得市场结束短期快速上行，重新回归理性。下半年市场将从前期流动性及风险偏好助推的行情逐步演化为盈利主导的行情之中，盈利复苏将成为下半年 A 股市场运行主要逻辑。
- **盈利主导，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，随着改革开放及产业政策的助力，A 股即将步入新一轮上行周期。但基于当前总量货币政策基调，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。配置角度，我们依然建议坚守成长主线。首先，疫情并未对本轮科技周期造成较大破坏，以消费电子、新能源汽车、半导体和 5G 应用为代表的科技股景气度依然向上。同时，海外及国内产业政策的相继出台也有利于行业需求的快速复苏。另外，资本市场改革能够支持或吸引更多优质的科技公司登陆、回归 A 股，科技龙头仍处于盈利上行初期，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，海外流动性外溢，盈利稳定性高的必需消费板块有望成为外资增配 A 股首选。
- **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 股市场月报——也无风雨也无晴》20200505
《A 股市场季度策略——敬慎待时，中坚坚守》20200406

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：上行趋势不改，回归盈利主线.....5

风险提示.....7

图表目录

图表 1. 生产修复延续，投资恢复快于消费 5
图表 2. 本月出口数据逐步回暖 5
图表 3. MLF 余额边际放缓 5
图表 4. 下周迎来科创板解禁高峰 5
图表 5. 7 月以来 A 股市场风险偏好快速上升 6

观点回顾

——20200524《预期落地，抱团延续》：两会政策落地，海外风险尚存，市场延续弱势调整。政策预期落地，调结构重于强刺激，中美摩擦及海外需求或带来风险偏好波动，分母端逻辑削弱，市场弱势震荡，抱团延续。

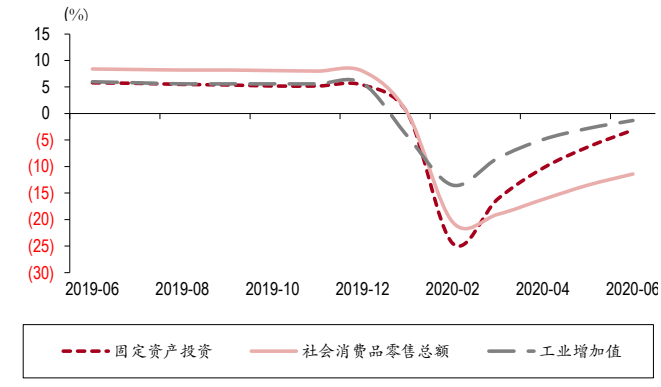
——20200531《风险尚存，博弈延续》：展望 6 月，流动性压力增加，风险偏好面临冲击，存量博弈格局短期难以打破。内需修复趋势决定市场下行风险可控，流动性压力边际增加以及中美摩擦使得市场风险偏好承压，6 月市场存量博弈格局延续。

——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。

策略周观点：上行趋势不改，回归盈利主线

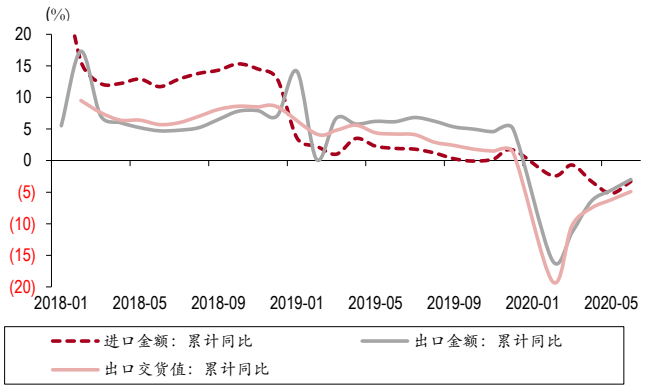
生产加速外需改善，经济数据超预期回暖。二季度 GDP 同比增速 3.2%，经济修复进程超过市场预期。生产加速延续、外需逐步回暖，成为驱动二季度经济复苏的重要因素。外需回暖复工推进下，生产端延续前期强势复苏趋势，6 月工业增加值同比达到 4.8%，高技术制造业和装备制造业贡献突出。投资端，地产投资韧性依旧，制造业投资降幅收窄。消费方面，修复依然较慢，居民收入增速放缓依然是制约消费复苏的主要原因：上半年居民人均可支配收入较上年同期增长 2.4%，若剔除价格因素，实际下降 1.3%。另外，高基数导致 6 月汽车销量同比增速大幅放缓，部分地区疫情反复也一定程度影响了餐饮行业修复进程。往后看，基建投资发力将成为下半年投资端重要支撑。可选消费的修复将成为内需修复主线。外需方面，6 月出口交货值已经转正，伴随着海外复工进程展开，以及中美贸易协议的执行，外需回暖有望成为下半年重要变化。

图表 1. 生产修复延续，投资恢复快于消费



资料来源：万得，中银证券

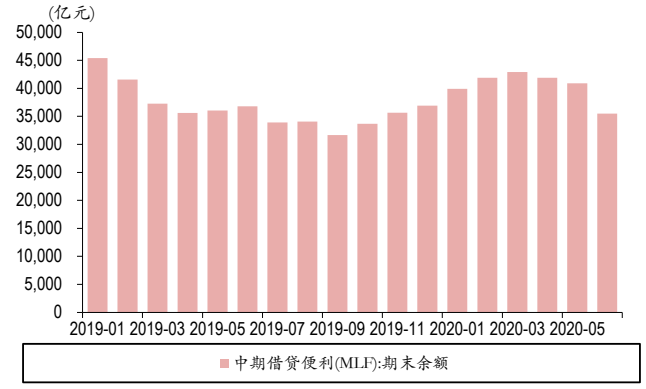
图表 2. 本月出口数据逐步回暖



资料来源：万得，中银证券

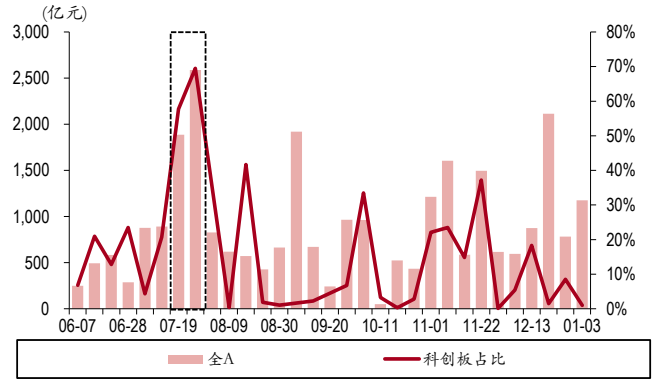
货币政策紧缩预期渐起，科创板解禁高峰带来短期资金面压力。内外需带动下，下半年需求回暖仍将成为基本面主要逻辑，而经济的快速修复也引发了市场对于货币政策边际收紧的担忧。本周四伴随着二季度经济数据披露，市场出现大幅下跌，估值较高的前期强势板块回调最为明显。5 月以来，MLF 余额出现了边际放缓的迹象，银行间市场利率出现明显上行，显示了市场流动性环境的边际紧缩。随着实体需求的逐步修复，总量宽松的货币政策或将进一步逐步退出。7 月末政治局会议对于货币政策的定调将成为影响市场对于下半年宏观流动性环境预判的重要因素。资金层面，本周起 A 股限售股解禁高峰为市场资金面带来一定压力。下周，科创板解禁家数将大幅增加，短期市场资金供需依然偏紧。

图表 3. MLF 余额边际放缓



资料来源：万得，中银证券

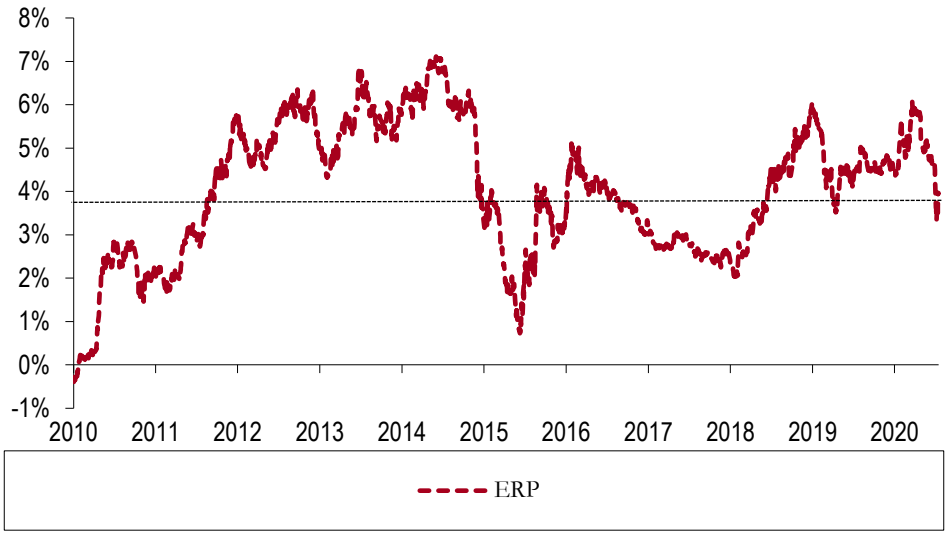
图表 4. 下周迎来科创板解禁高峰



资料来源：万得，中银证券

监管降温，市场重回理性。7 月初以来，伴随着政策预期向好，前期滞涨的低估值板块加速上行，市场风险偏好也经历了大幅上行，截至 7 月 13 日，股债风险溢价最低下探至 3.34%，不仅远超年初 4.39%的水平，也超过了 2009 年至今的均值水平 3.75%，一定程度显示出短期市场情绪过热。本周监管政策频出，成为市场降温的导火索。周中银保监会通报影子银行和交叉金融业务突出问题，提出“严禁资金违规流入股市”。周末证监会、银保监会分别宣布接管部分金融机构。监管政策的出台对于前期过快上涨的市场形成了一定的“降温”作用。同时，我们也要看到，国常会提出“取消保险资金开展财务性股权投资行业限制”，银保监会也于周五宣布提高部分保险公司权益投资上限比例，给予公司更多自主投资权。支持长期投资、价值投资，打压资本市场非理性泡沫是当前监管明确方向。我们认为，监管降温将会使得市场结束短期快速上行，重新回归理性。下半年市场将从前期流动性及风险偏好助推的行情逐步演化为盈利主导的行情之中，盈利复苏将成为下半年 A 股市场运行主要逻辑。

图表 5. 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

盈利主导，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，随着改革开放及产业政策的助力，A 股即将步入新一轮上行周期。但基于当前总量货币政策基调，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。配置角度，我们依然建议坚守成长主线。首先，疫情并未对本轮科技周期造成较大破坏，以消费电子、新能源汽车、半导体和 5G 应用为代表的科技股景气度依然向上。同时，海外及国内产业政策的相继出台也有利于行业需求的快速复苏。另外，资本市场改革能够支持或吸引更多优质的科技公司登陆、回归 A 股，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，海外流动性外溢，盈利稳定性高的必需消费板块有望成为外资增配 A 股首选。

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