

策略周报

短期波动不改主线趋势

海外波动增加，国内需求复苏，短期波动难改主线趋势。

- **海外疫情反复，国内需求延续复苏趋势。**端午节假期，原油、美股为代表的海外风险资产价格出现大幅下跌。美国、印度为代表的海外疫情反复以及美欧贸易争端为市场风险偏好带来冲击。全球经济重新开启复苏一波三折，难以一蹴而就。海外疫情存在反复及二次爆发风险，但程度上令国内经济重现衰退概率较低。内需带动下，国内经济环比修复趋势确定，复工诉求及大选压力下美欧主要国家不会重新封锁经济，海外需求影响有限。总体来看，虽然过程波折，但全球需求复苏趋势仍在延续。
- **短期流动性环境趋紧，货币政策尚未面临转折时点。**市场流动性环境边际紧缩，市场对于降准预期提升。我们维持此前观点，实体需求实质性转好前，货币政策不会出现大幅转向，当前无风险利率水平为 2.86%，仍存一定下行空间，但波动加剧，下降幅度也会低于疫情爆发前期，未来随着消费、就业等经济滞后指标转好，宽松货币政策将会有序退出。同时海外资产的流入将成为未来 A 股市场流动性的重要支撑。后疫情时期关注资产荒背景下海外资金的增量配置需求。
- **海外风险因素增加，A 股市场下行风险可控。**当前海外风险资产风险偏好处于相对高位，往后看，随着联储宽松节奏放缓，美股继续上行动力趋弱。疫情的不确定性以及信用市场风险累积下，全球风险偏好或存在波动，但趋势上，海外疫情的尾部风险对于经济的冲击幅度有限，复苏进程下，风险偏好中枢抬升趋势延续。国内方面，6 月以来 A 股市场韧性增加，尽管中美贸易摩擦尚存，海外风险不断，A 股市场整体走势相对稳健，一定程度反映出当前市场对于风险因素及悲观预期的部分计价。下半年资本市场改革将成为影响市场风险偏好的重要因素。
- **A 股市场判断：短期波折不改主线趋势。**虽然短期来看，海外风险因素增加，或对市场造成一定冲击，但我们认为国内经济修复趋势确立，货币政策难有大幅转向，“资产荒”背景下海外配置资金增加，权益资产依然处于相对友好的环境之中。流动性宽松节奏趋缓以及海外风险事件对于市场或一定程度形成短期扰动，中报披露期临近，市场对于盈利确定性及持续性的追逐仍将延续。市场结构性行情延续，成长主线有望成为下半年市场配置方向，关注消费电子及新能源汽车产业链配置机会。
- **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：短期波动不改主线趋势.....5

风险提示.....8

图表目录

图表 1.6 月 24 日以来全球风险资产大幅下跌.....5
图表 2. 美国新增病例出现加速上行趋势.....5
图表 3. 6 月下旬以来短端利率出现明显上行.....6
图表 4. 6 月以来央行公开市场操作情况.....6
图表 5. 4 月以来以来美股风险偏好快速回升.....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。

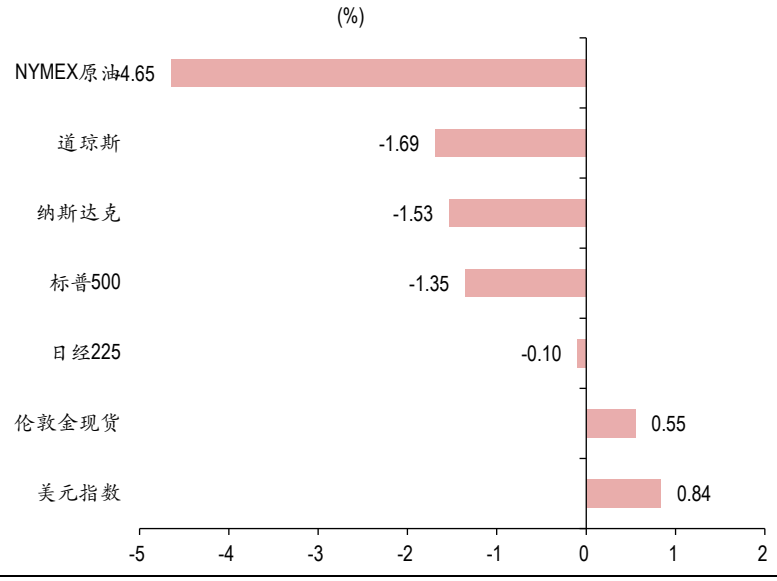
——20200531《风险尚存，博弈延续》：展望 6 月，流动性压力增加，风险偏好面临冲击，存量博弈格局短期难以打破。内需修复趋势决定市场下行风险可控，流动性压力边际增加以及中美摩擦使得市场风险偏好承压，6 月市场存量博弈格局延续。

——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：短期波动不改主线趋势

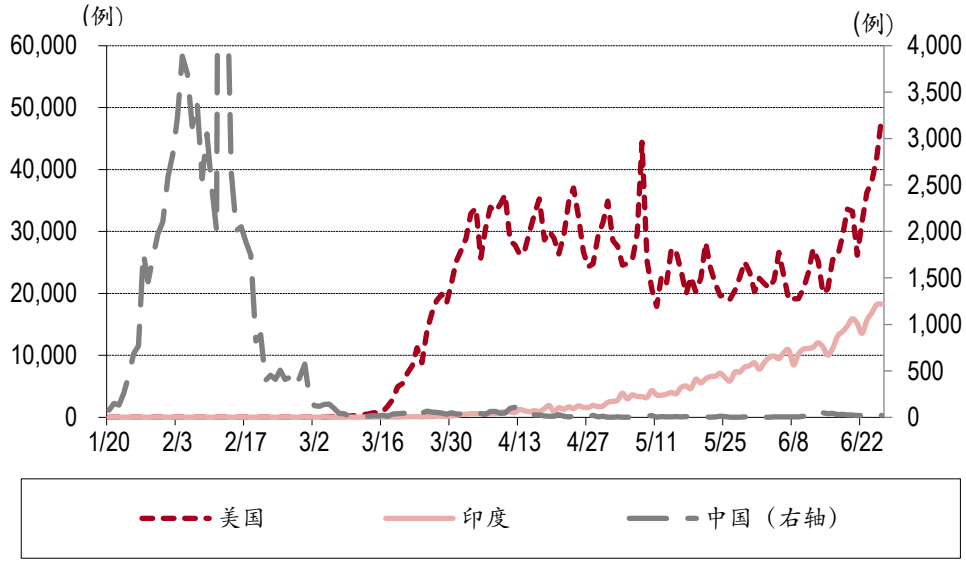
海外疫情反复，国内需求延续复苏趋势。端午节假期，原油、美股为代表的海外风险资产价格出现大幅下跌，美元、黄金等避险资产获得青睐。美国、印度为代表的海外疫情反复以及美欧贸易争端冲击市场风险偏好。26 日美国单日新增确诊病例 4.8 万例，创疫情以来新高，复工开启以及大选临近使得多州疫情出现反复，与此同时巴西、印度等新兴国家疫情仍处爆发式增长阶段，单日新增病例不断创下新高，全球经济重新开启复苏一波三折，难以一蹴而就。海外疫情存在反复及二次爆发风险，但程度上令国内经济重现衰退概率较低。首先，6 月以来，国内主要高频数据依然延续改善趋势，虽然投资端修复速度有所放缓，但消费与服务业有望延续修复趋势，内需带动下，国内经济环比修复趋势确定。其次，目前来看，海外疫情虽然存在明显反复，但复工诉求及大选压力下美欧主要国家不会重新封锁经济，海外需求影响有限。总体来看，虽然过程存在波折，但全球需求复苏趋势仍在延续。

图表 1.6 月 24 日以来全球风险资产大幅下跌



资料来源：万得，中银证券

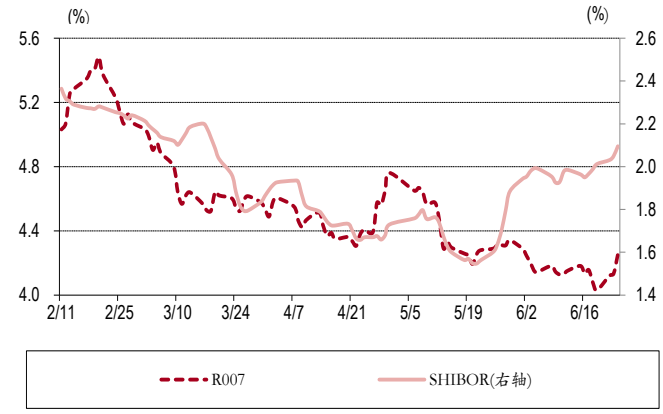
图表 2. 美国新增病例出现加速上行趋势



资料来源：万得，中银证券

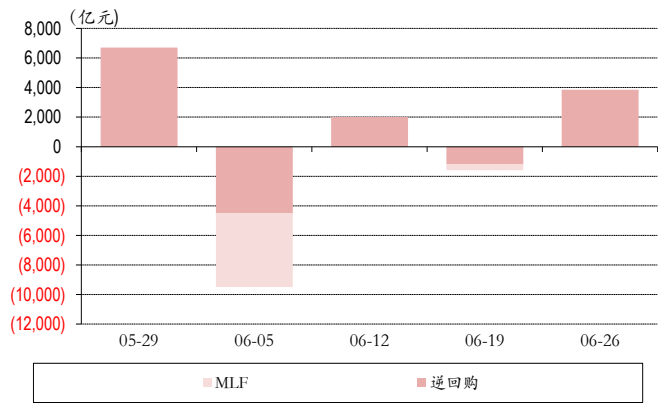
短期流动性环境趋紧，货币政策尚未面临转折时点。随着上周起特别国债的发行招标开启，市场宏观流动性环境遭受一定冲击，6 月下旬以来，银行间市场利率出现明显上行，显示了市场流动性环境的边际紧缩。6 月 MLF 缩量续作，利率未如预期内下调，使得市场对于降准预期提升。我们维持此前观点，实体需求实质性转好前，货币政策不会出现大幅转向，当前无风险利率水平为 2.86%，仍存一定下行空间，但波动加剧，下降幅度也会低于疫情爆发前期，未来随着消费、就业等经济滞后指标转好，宽松货币政策将会有序退出。同时海外资产的流入将成为未来 A 股市场流动性的重要支撑。后疫情时期关注资产荒背景下海外资金的增量配置需求。

图表 3. 6 月下旬以来短端利率出现明显上行



资料来源：万得，中银证券

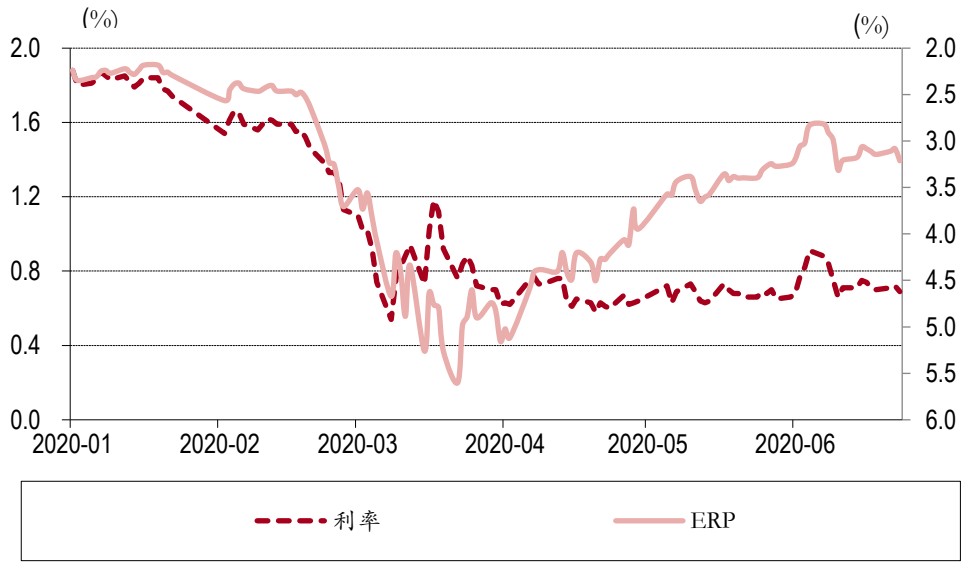
图表 4. 6 月以来央行公开市场操作情况



资料来源：万得，中银证券

海外风险因素增加，A 股下行风险可控。当前美股为代表的海外风险资产风险溢价处于年内低位，市场风险偏好水平与疫情冲击前基本相当。危机应对机制下流动性过剩推升资产价格，往后看，随着联储宽松节奏放缓，美股继续上行动力趋弱。疫情的不确定性以及信用市场风险累积下，全球风险偏好或存在波动，但趋势上，海外疫情的尾部风险对于经济的冲击幅度有限，复苏进程下，风险偏好中枢抬升趋势延续。国内方面，6 月以来 A 股市场韧性增加，尽管中美贸易摩擦尚存，海外风险不断，A 股市场整体走势相对稳健，一定程度反映出当前市场对于风险因素及悲观预期的部分计价。下半年创业板注册制推进以及金融市场改革的加速都有望成为未来提振市场风险偏好的重要因素。

图表 5. 4 月以来以来美股风险偏好快速回升



资料来源：万得，中银证券

A 股市场判断：短期波折不改主线趋势。虽然短期来看，海外风险因素增加，或对市场造成一定冲击，但我们认为国内经济修复趋势确立，货币政策难有大幅转向，“资产荒”，美元弱势背景下海外配置资金增加，权益资产依然处于相对友好的环境之中。流动性宽松节奏趋缓以及海外风险事件对于市场或一定程度形成短期扰动，中报披露期临近，市场对于盈利确定性及持续性的追逐仍将延续。市场结构性行情延续，成长主线有望成为下半年市场配置方向，关注消费电子及新能源汽车产业链配置机会：处于产业上行周期的部分成长行业业绩优势明显，以新能源车及消费电子为代表的成长板块正处于产业上行初期，产业政策刺激叠加产业周期驱动下行业中长期成长逻辑相对确定。年内订单保障下盈利确定性较高，行业估值相对合理，预计将会成为下半年资金配置首选。

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