

策略周报

夏至已至，主线归来

流动性宽松延续叠加改革预期，成长主线归来。

- **疫情冲击逐步减弱，5 月国内外基本面延续复苏趋势。**5 月经济数据普遍呈现同比修复的趋势，但修复斜率进一步趋缓，整体来看，生产端改善程度依然快于投资端，基建地产为代表的投资端有望成为拉动年内经济的重要抓手。海外方面，5 月美国零售总额环比增速创下历史纪录，同时 6 月欧元区经济景气指数也有大幅提升。从国内外情况来看，疫情对与基本面产生冲击最大时点已经过去，全球经济弱复苏仍在进行之中。
- **短期流动性环境延续，支撑全球风险资产反弹。**国常会提出金融系统向实体合理让利 1.5 万亿，易纲行长在陆家嘴金融论坛上提出"总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出"。我们认为短期内总量货币政策难以出现转向，随着就业转好，未来宽松货币政策将会有序退出。海外方面，联储宣布通过 SMCCF 在二级市场购买公司债，延续疫情应对下宽松的货币政策。总体来看，短期内国内外仍将维持相对充裕的流动性环境，过剩的美元仍将催生资产荒，后疫情时期，全球主要经济体需求预期回暖，成为支撑全球权益资产反弹的重要因素。
- **资本市场改革稳步推进，市场活跃度有望提升。**本周的陆家嘴论坛中，易主席对于进一步推进科创班建设、推进资本市场开放、深化改革等方面做出重要指示。进一步强化了资本市场对外开放的信息，同时通过外资的引入以及投资手段的不断丰富有助于进一步提升科创板的流动性，助力科技企业的成长。本周末，上交所对于上证综指编制方式进行调整修订，有效改变了前期上证综指因原始权重股表现不佳对指数形成拖累的情况，长期来看有利于提高上证综合指数的市场代表性，更好地反映沪市上市公司总体表现。编制方式的调整将会更为有效的反应市场活跃度，也是市场化改革的重要体现 。
- **A 股市场判断：主线归来，结构延续。**当前市场依然处于流动性宽松延续而基本面复苏预期渐起的阶段，短期来看权益资产处于相对友好的宏观环境之中。而中期视角下，国内经济修复幅度存疑以及国内流动性由宽货币向宽信用的逐步过渡使得金融市场超额流动性难以进一步超预期，全面牛市仍处于憧憬之中。市场更多体现为结构性行情，而在这样的市场环境之中，对于盈利确定性及持续性的追逐仍将延续。大类板块比较的视角下，我们维持前期观点，坚守成长主线：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**

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
证券投资咨询业务证书编号：S1300119040001

目录

观点回顾.....4

策略周观点：主线归来，结构延续.....5

风险提示.....8

图表目录

图表 1. 生产端修复最快 5
图表 2. 基建地产仍为投资端重要抓手 5
图表 3. 疫情发生以来国内公开市场操作有所节制 6
图表 4. 联储应对疫情投放天量流动性 6
图表 5. 北上资金伴随汇率企稳流入规模有所增加 6
图表 6. 一级行业当前估值水平（从左至右估值分位递减） 7
图表 7. 各主要大类板块盈利情况 7

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。

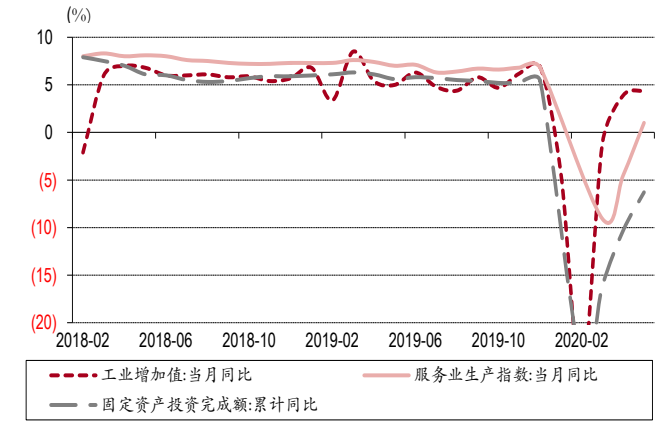
——20200607《美元流动性过剩与结构行情延续》：中期弱美元将会延续，全球经济复苏进行中，权益资产水往高处走。后疫情时代关注“美元荒”到“资产荒”的演变，汇率稳定，盈利修复趋势下，大类资产权益配置优于债市，水往高处走，A 股市场结构行情延续。

策略周观点：主线归来，结构延续

疫情冲击逐步减弱，5 月国内外基本面延续复苏趋势。5 月经济数据普遍呈现同比修复的趋势，但修复斜率进一步趋缓，整体来看，生产端改善程度依然快于投资端，餐饮、零售为代表的服务业修复进程依然较慢。1-5 月固定资产投资累计增速为-6.3%，其中制造业投资 累计同比增速为-14.8%，基建投资-6.3%，地产投资-0.3%。往后看，专项债资金逐步落地，稳增长诉求下，基建投资有望维持高增速。竣工周期支撑下，地产投资有望维持相对平稳。疫情常态化背景以及居民收入因素制约下，线下消费的全面回暖前景不确定性较高，基建地产为代表的投资端有望成为拉动年内经济的重要抓手。

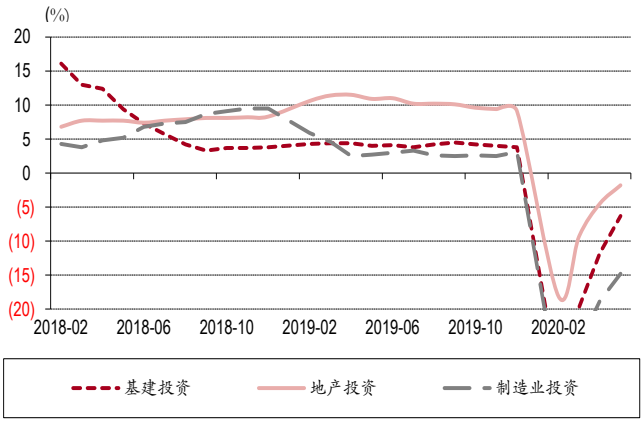
海外方面，5 月美国零售总额环比增速创下历史纪录，同时 6 月欧元区经济景气指数也有大幅提升。尽管基本面数据大幅好于市场预期，但联储对于美国经济修复进程依然抱持谨慎态度，拟进一步增加货币宽松的支持力度。综合国内外情况来看，疫情对与基本面产生冲击最大时点已经过去，全球经济弱复苏仍在进行之中。

图表 1. 生产端修复最快



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 基建地产仍为投资端重要抓手

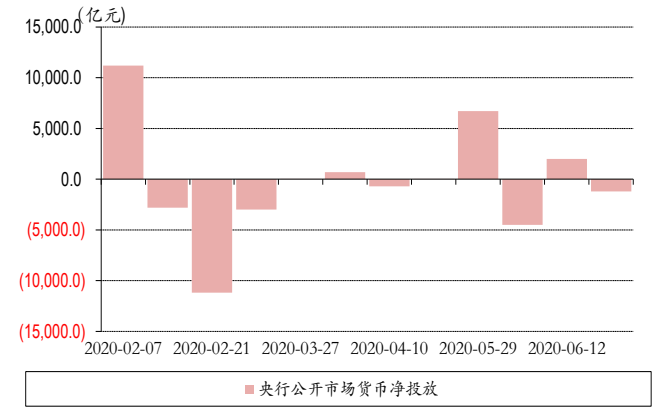


资料来源：万得，中银证券

短期流动性环境延续，支撑全球风险资产反弹。17 日国常会提出金融系统向实体合理让利 1.5 万亿，隔天易纲行长在陆家嘴金融论坛上提出“总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出”向市场传递了总量货币政策收紧的信号。我们维持前期观点，疫情冲击下，国内就业压力犹在，短期内总量货币政策难以出现转向，未来一段时间利率水平仍有下行空间，但幅度将会显著低于疫情爆发前期，随着就业转好，未来宽松货币政策将会有序退出。

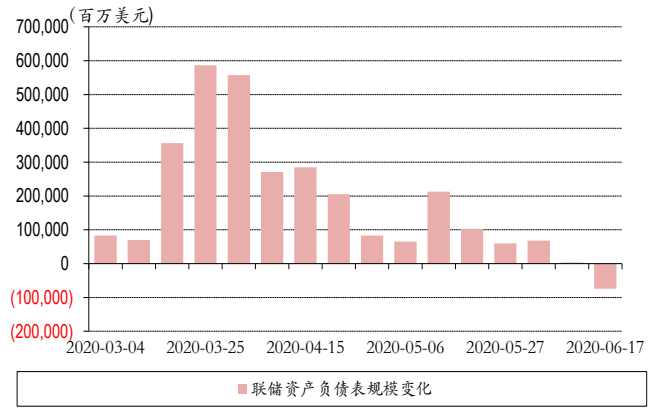
海外方面，联储宣布通过 SMCCF 在二级市场购买公司债，延续疫情应对下宽松的货币政策，并表态将使用“全方位的工具”来为家庭和企业提供缓冲，联储宽松政策延续，在此支撑下美股止跌反弹。总体来看，短期内国内外仍将维持相对充裕的流动性环境，过剩的美元仍将催生资产荒，后疫情时期，全球主要经济体需求预期回暖，成为支撑全球权益资产反弹的重要因素。

图表 3. 疫情发生以来国内公开市场操作有所节制



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 联储应对疫情投放天量流动性

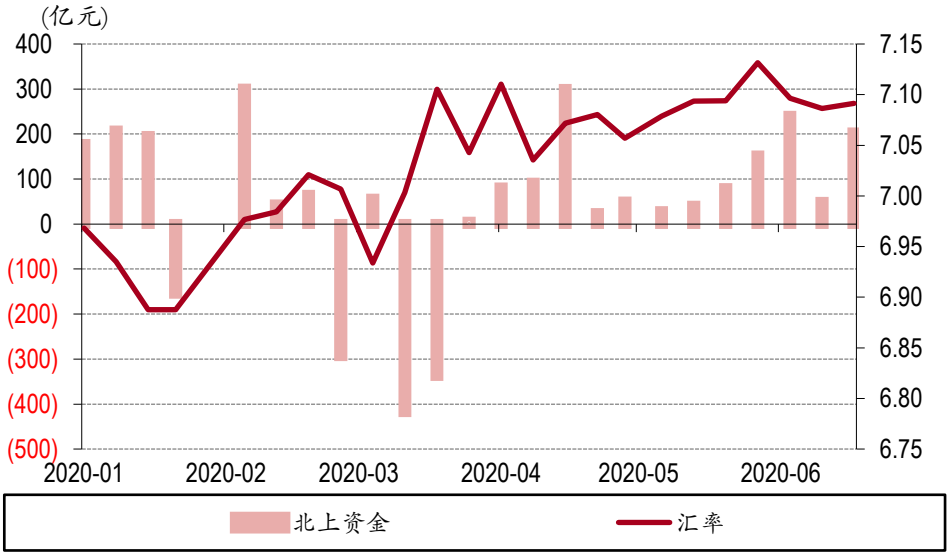


资料来源：万得，中银证券

资本市场改革稳步推进，市场活跃度有望提升。本周的陆家嘴论坛中，易主席对于进一步推进科创班建设、推进资本市场开放、深化改革等方面做出重要指示。其中，“扩大沪深股通的投资范围和标的，不断丰富内地和香港全方位多层次务实合作，进一步完善沪伦通业务，进一步拓宽 ETF 互联互通”，“加快推出将科创板股票纳入沪股通标的”，同时提出“发布科创板指数，研究推出相关产品和工具”“抓紧出台科创板再融资管理办法，推出小额快速融资制度”。进一步强化了资本市场对外开放的信息，同时通过外资的引入以及投资手段的不断丰富有助于进一步提升科创板的流动性，助力科技企业的成长。

本周末，上交所对于上证综指编制方式进行调整修订，有效改变了前期上证综指因原始权重股表现不佳对指数形成拖累的情况，同时未来将科创板及 CDR 公司纳入指数编制，长期来看有利于提高上证综合指数的市场代表性，更好地反映沪市上市公司总体表现。编制方式的调整将会更为有效的反应市场活跃度，也是市场化改革的重要体现。

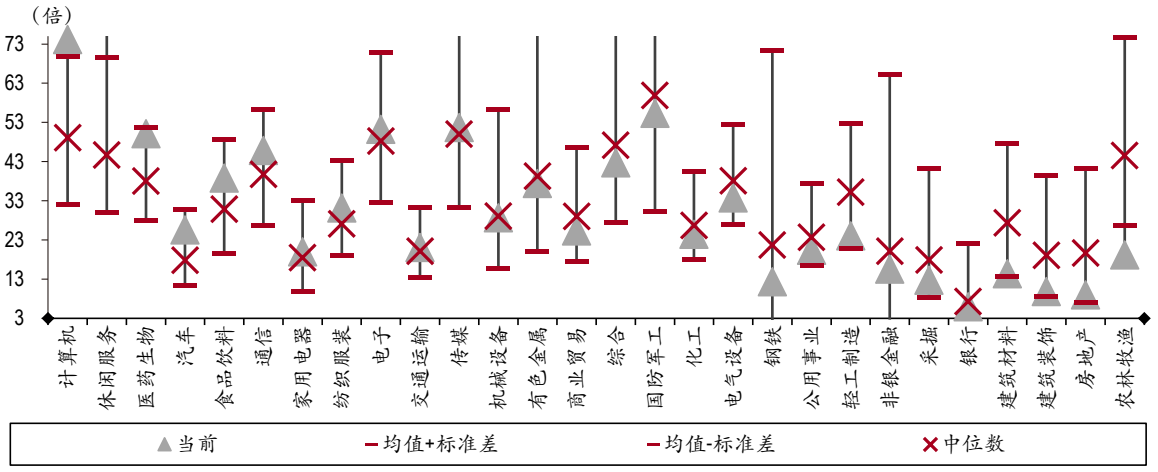
图表 5. 北上资金伴随汇率企稳流入规模有所增加



资料来源：万得，中银证券

A 股市场判断：主线归来，结构延续。当前市场依然处于流动性宽松延续而基本面复苏预期渐起的阶段，短期来看权益资产处于相对友好的宏观环境之中。而中期视角下，国内经济修复幅度存疑以及国内流动性由宽货币向宽信用的逐步过渡使得金融市场超额流动性难以进一步超预期，全面牛市仍处于憧憬之中。市场更多体现为结构性行情，而在这样的市场环境之中，对于盈利确定性及持续性的追逐仍将延续。大类板块比较的视角下，我们维持前期观点，坚守成长主线：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。

图表 6. 一级行业当前估值水平（从左至右估值分位递减）



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 各主要大类板块盈利情况

大类板块	2020Q1	2019Q4	2019Q1	行业	整体增速 2020Q1	整体增速 2019Q4	整体增速 2019Q1	增速中位数 2020Q1	增速中位数 2019Q4	增速中位数 2019Q1
传统周期	-51%	-2%	2%	采掘	-85%	-2%	11%	13%	152%	77%
				钢铁	-35%	-44%	-45%	22%	265%	50%
				有色金属	-54%	-44%	-40%	-37%	16%	11%
				建筑材料	-38%	18%	55%	11%	57%	18%
				建筑装饰	-30%	6%	14%	12%	82%	22%
				房地产	-42%	11%	20%	20%	91%	36%
中游制造	-78%	-17%	-4%	电气设备	-7%	46%	29%	9%	60%	17%
				化工	-107%	-35%	-19%	16%	66%	22%
				机械设备	-44%	15%	36%	9%	57%	15%
必需消费	-3%	11%	11%	农林牧渔	392%	196%	-53%	18%	55%	8%
				食品饮料	-1%	14%	24%	30%	76%	35%
				医药生物	-16%	-9%	12%	24%	73%	27%
				商业贸易	-72%	-11%	9%	20%	75%	31%
可选消费	-71%	-6%	-12%	纺织服装	-80%	-17%	4%	6%	30%	14%
				家用电器	-52%	16%	6%	13%	56%	21%
				汽车	-81%	-24%	-25%	23%	88%	17%
				轻工制造	-35%	11%	-25%	12%	54%	19%
				休闲服务	-152%	-8%	54%	-14%	63%	10%
一般成长	-56%	90%	5%	传媒	-50%	37%	-18%	18%	68%	22%
				国防军工	132%	17%	40%	7%	65%	9%
				计算机	-118%	-9%	65%	4%	64%	8%
周期成长	-23%	1%	32%	电子	-11%	24%	-6%	15%	69%	16%
				通信	-56%	-246%	1337%	6%	48%	11%
高股息	-10%	14%	17%	公用事业	-28%	7%	21%	24%	92%	46%
				交通运输	-120%	13%	21%	0%	236%	61%
				银行	6%	7%	7%	-10%	13%	11%
				非银金融	-24%	65%	72%	62%	216%	217%

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