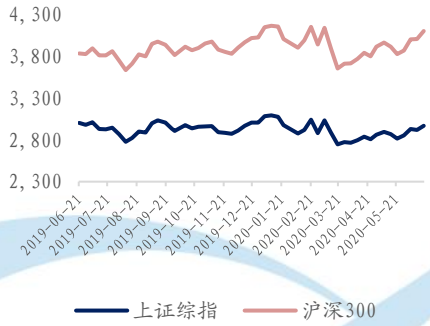
中航证券金融研究所
所长　董忠云
证券执业证书号：S0640515120001
证券分析师　符旸
证券执业证书号：S0640514070001
研究助理　郑梓淳
证券执业证书号：S0640118110026
电话：18611412292
邮箱：zhengzc@avicsec.com

经济复苏低于预期，短期市场或以震荡为主

策略周报　　2020 年 6 月 20 日

市场走势



近期报告

中航证券策略周报：《国内疫情存在二次爆发风险，短期市场或以震荡为主》

中航证券策略周报：《全球新增病例呈上行趋势，短期维持谨慎》

中航证券策略周报：《市场短期或以震荡为主》

中航证券策略周报：《中美关系复杂化，市场或继续震荡》

核心观点：

本周，上证指数涨 1.64%；深证成指涨 3.70%；创业板指涨 5.11%；录得周线四连阳。本周北向资金累计净买入 203.68 亿元。行业表现方面，本周排名前三位的行业分别是钢铁（5.98%）、农林牧渔（5.81%）、医药生物（5.54%），排名后三位的分别是银行（-0.77%）、建筑材料（0.09%）、交通运输（0.09%）。风格上，本周金融股涨 0.99%，周期股涨 1.78%，消费股涨 3.78%，成长股涨 3.47%，稳定股跌 1.33%。估值方面，本周全部 A 股市盈率为 19.21 倍，较上周上升 2.32%，剔除金融、石油石化股后市盈率为 34.56 倍，较上周上升 2.90%。

海外方面，美国商务部本周二布的 5 月美国零售销售报告显示，随着企业的重新开放美国 5 月份零售额环比跃升近 18%，是有记录以来的最大单月增幅。零售数据虽从前两个月的历史性下跌（三月的 8.3% 和四月的 14.7）中反弹，但新冠疫情对零售业的损害仍然很严重，购买量比一年前下降了 6.1%。

美联储周一宣布，在已经购买 ETF 的基础上，美联储正在扩大其企业信贷业务，目前正在购买单个公司债券。作为支持市场运作和缓解信贷状况的持续努力的一部分，美联储在其二级市场企业信贷融资中增加了职能。该计划有能力购买价值高达 7500 亿美元的公司债券，将在改善流动性方面利好资本市场。

本周美国有 150 万人申请失业救济，申领人数仅下降 58000，幅度不及预期，数据连续第 13 周保持在 100 万以上。美国申领失业救济人数下降幅度小于预期，可能反映出经济重新开放之后，实体经济的复苏步伐有所放缓。

国内方面，5 月工业增加值同比 4.4%，前值 3.9%，市场预期 4.9%，工业生产的回升速度放缓，这与官方制造业 PMI 在 4,5 月环比回落所反映的信号一致。其中制造业工业增加值同比由 5.0%上升至 5.2%，基本已回到正常水平，采矿业和公用事业工业增加值增速依然偏低。需求端的投资和消费增速同样回升速度减弱，前五月固定资产投资同比-6.3%，前值-10.3%，市场预期-6.3%，其中房地产开发投资完成额同比-0.3%，为投资提供了主要的支撑，基建投资（不含电力）增速-6.3%，回升速度最快，体现了财政发力，而制造业投资增速-14.8%，表现最弱，反映大量实体企业经营环境依然

股市有风险　入市须谨慎

中航证券金融研究所发布　证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传　　真：010-59562637

较严峻，由于现金流压力较大或对前景预期不佳，抑制了制造业投资的表现，也说明经济内生增长动力依然较疲弱，需要政策提供支持。6 月社会消费品零售总额名义同比-2.8%，前值-7.5%，市场预期-1.5%，其中限额以上企业商品零售同比 2.5%，已基本回升至正常水平，但限额以上企业餐饮收入同比-15.4%，仍处低位，国内疫情防控压力依然较大，对餐饮以及其他服务行业仍将有明显的抑制。从消费整体来看，居民收入受到的冲击较大，边际消费倾向会有所下滑，财政支持有助于消费的阶段性回升，但效果较难持续。总体而言，经济仍处于总体改善的趋势中，二季度 GDP 有望小幅转正，目前市场预期均值是 3.1%，但从需求端的表现来看，可能会低于市场预期。

国务院总理李克强 6 月 17 日主持召开国务院常务会议，会上提出进一步通过引导贷款利率和债券利率下行、发放优惠利率贷款等政策，推动金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元。同时提出综合运用降准、再贷款等工具，保持市场流动性合理充裕，加大力度解决融资难，缓解企业资金压力，全年人民币贷款新增和社会融资新增规模均超过上年。上述表态进一步明确了未来继续处于宽松的方向，降准降息依然可期，但我们维持此前的判断，即货币宽松的节奏会有所放缓。央行 18 日下调了 14 天逆回购利率 20BP，实现了资金净投放 400 亿元，央行表示此举是为维护半年末流动性平稳。此次下调 14 天逆回购利率是对央行 3 月 30 日下调 7 日逆回购利率 20BP 的跟随操作，下调后 7 天与 14 天逆回购利率保持了 15BP 的利差，因此此次下调并不应视为新增的降息。近期我们认为降准的概率相对更大，但金融向实体让利可能会表现为在本月 MLF 未下降的情况下，银行通过压缩自身利差来降低 LPR，这一点需要观察。

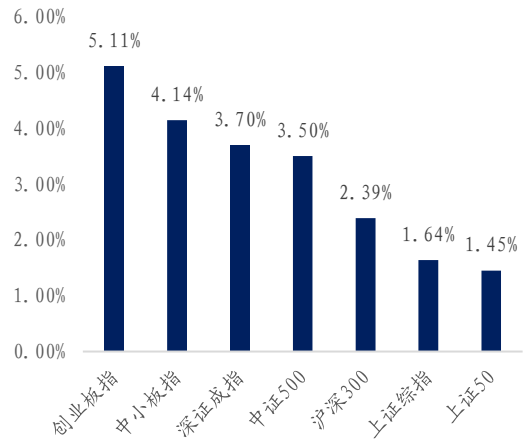
6 月 18 日的第十二届陆家嘴论坛上，国务院副总理刘鹤、中国人民银行行长易纲，中国人民银行党委书记、中国银保监会主席郭树清，中国证监会主席易会满，中国人民银行副行长、国家外汇管理局局长潘功胜集体发声，释放了众多政策信号。如刘鹤指出，风险应对要走在市场曲线前面。在经济下行压力和各种不确定条件下，要增强预判性，理解市场心态，把握保增长与防风险的有效平衡。我们认为这与要放水养鱼，同时防止浑水摸鱼的政策含义基本一致，但更加强调了政策的前瞻性，这可能意味着政策的边际调整会领先于相关数据的变动，未来需要更加关注政策信号的变化。同时结合易纲提出的要关注政策的后遗症，总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出，我们认为这显示央行角度目前对金融和货币宽松风险的关注度在提升，同样指向货币宽松的节奏和力度或将有所收敛，对市场的宽松预期会造成一定的打压。郭树清提出不会搞大水漫灌，更不会搞赤字货币化和负利率，这也限制了未来国内刺激政策的想象空间。货币增速方面，易纲表示货币政策还将保持流动性的合理充裕，预计将带动全年的人民币贷款新增近 20 万亿元，社会融资规模的增量将超过 30 万亿元。20 万亿信贷对应的年末信贷余额增速约 13.1%，与 5 月末 13.2%的增速基本持平，而前 5 个月累

计新增贷款已经超过 10 万亿，这意味着后续信贷投放会有所放缓。30 万亿社融对应的年末社融存量增速约 11.9%，较 5 月末的 12.5%有所回落。上述测算说明未来货币增速难有进一步的提升。此外，刘鹤提出强化对市场中介机构的监管，易会满提出金融风险跨市场、跨行业、跨领域交叉传染的特征日益凸显，这些表态显示金融机构的严监管趋势还将继续。

全球疫情方面，美国约翰斯·霍普金斯大学发布的实时统计数据显示，截至北京时间 6 月 20 日 6 时 30 分左右，全球累计确诊新冠肺炎病例 8569962 例，累计死亡 457388 例。全球疫情持续蔓延，多个国家抗疫形势不容乐观。而形势仍不乐观的巴西则举行了疫情暴发后的国内首场足球赛。美国新增确诊病例 33302 例，新增死亡病例 695 例。美国内布拉斯加州大学医学中心公共卫生学院院长阿里·汗（Ali Khan）博士 19 日说，超过 90%的美国人仍然容易感染新冠肺炎。阿里·汗称，美国正处于该国历史上最大的公共卫生失灵之中，30%的美国人处于高风险中，如果各州不能安全地开放，美国将继续看到病例数激增的情况。

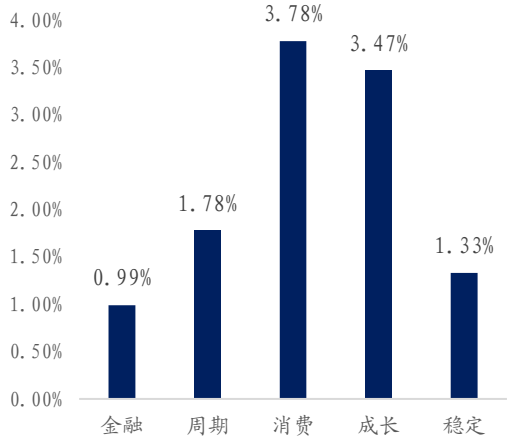
综合而言， 国内经济数据显示大量实体企业经营环境依然严峻，经济内生增长动力依然较疲弱，需要政策提供支持。总体而言，经济仍处于总体改善的趋势中，李克强召开国务院常务会议提出金融让利实体经济，但货币宽松的节奏会有所放缓。近期风险偏好的提升带动了市场的上涨，估值有所修复，随着北京疫情逐步得到控制，对于疫情在国内的二次爆发担忧逐渐减弱，但是全球范围疫情仍在蔓延，经济复苏面临诸多挑战和不确定性，预计短期市场或以震荡为主。板块配置方面，建议关注券商板块，受益于经济复苏的可选消费，以及电子行业中对于应对美国制裁的国产替代相关投资机会。

图 1：上周主要指数涨跌幅



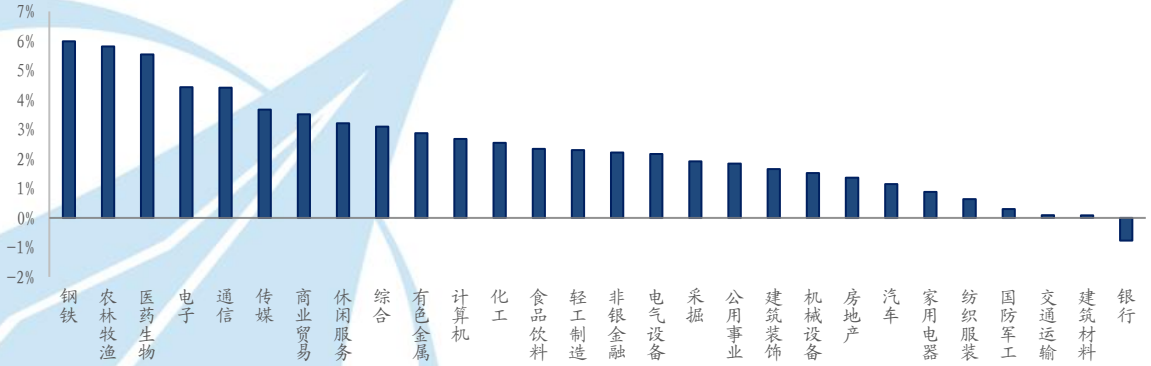
资料来源：Wind、中航证券金融研究所

图 2：上周各风格股票涨跌幅



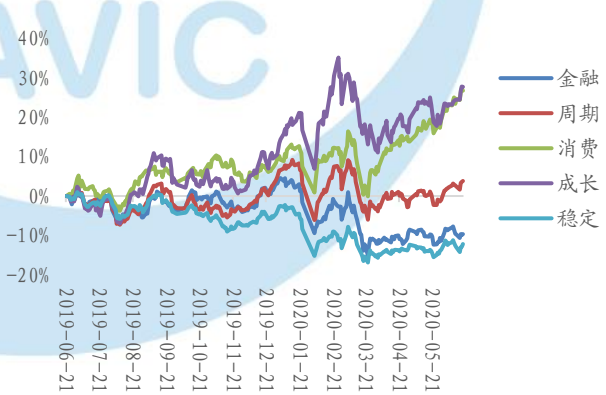
资料来源：Wind、中航证券金融研究所

图 3：上周行业涨跌幅



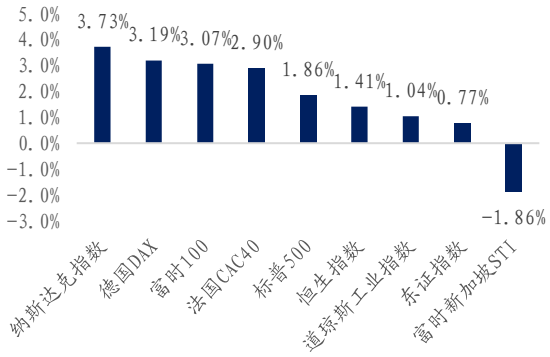
资料来源：Wind、中航证券金融研究所

图 4：各风格股票走势



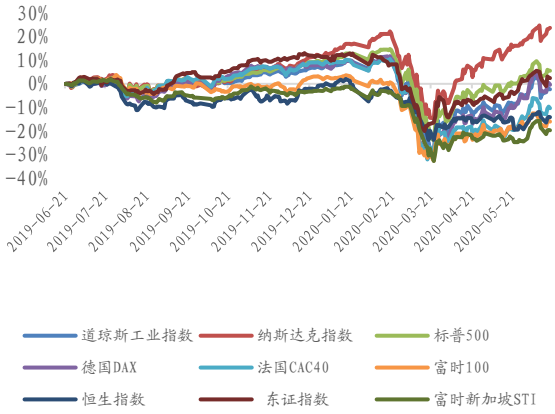
资料来源：Wind、中航证券金融研究所

图 5：上周海外主要指数涨跌幅



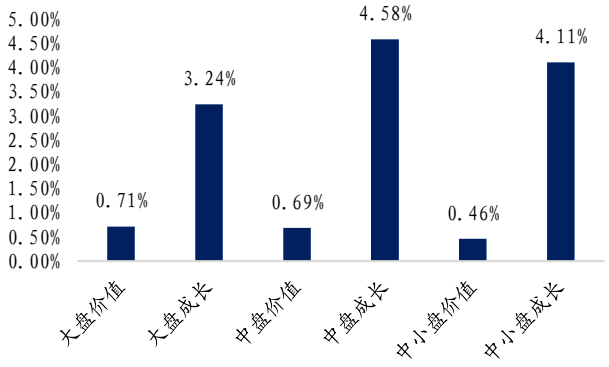
资料来源：Wind、中航证券金融研究所

图 6：海外主要指数走势



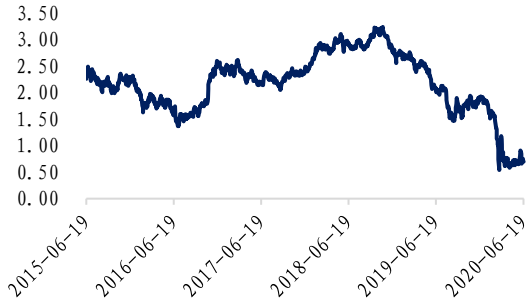
资料来源：Wind、中航证券金融研究所

图 7：上周美股 MSCI 风格指数涨跌幅



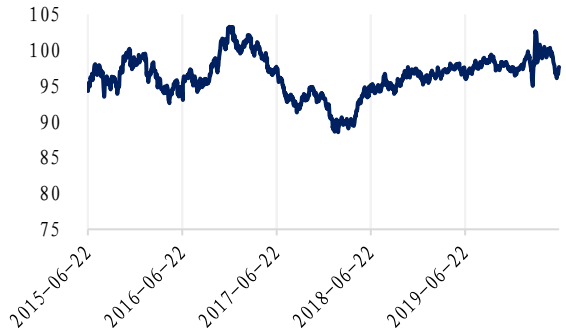
资料来源：Wind、中航证券金融研究所

图 8：美国十年期国债收益率走势（%）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所

图 9：美元指数走势



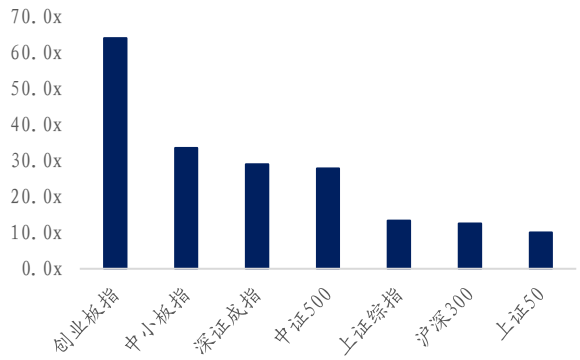
资料来源：Wind、中航证券金融研究所

表 1：主要指数盈利一致预期

指标	净利润同比增长率（2019A）	净利润同比增长率（2020E）	PEG（2019A）	PEG(2020E)
沪深 300	12.20%	0.74%	1.65	1.13
万得全 A	12.11%	1.95%	-4.75	1.18

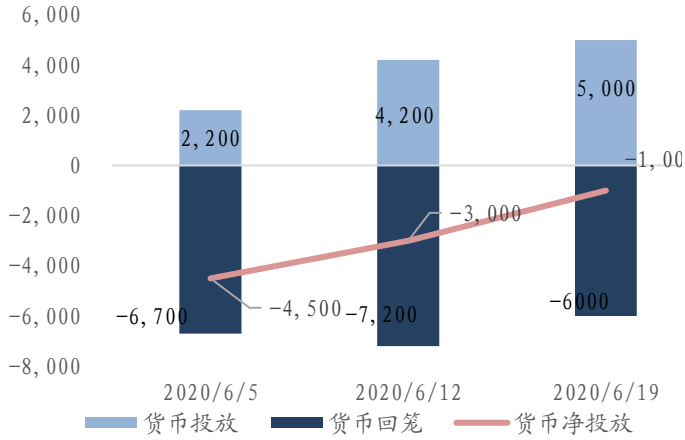
资料来源：Wind、中航证券金融研究所

图 10：上周末主要指数成分 P/E 估值



资料来源：Wind、中航证券金融研究所

图 11：央行公开市场操作（单位：亿元）



资料来源：Wind、中航证券金融研究所

图 12：各风格股票 P/E 估值分位(2010 年以来)

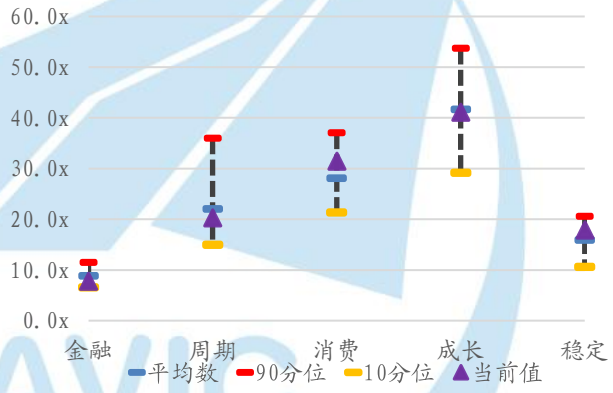
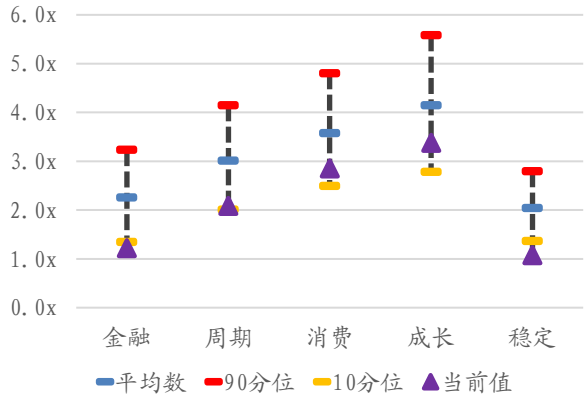
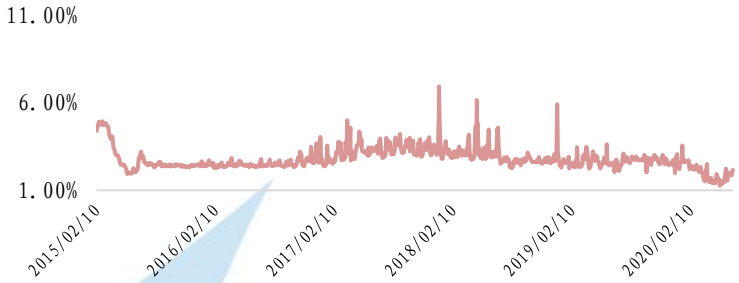


图 13：各风格股票 P/B 估值分位(2010 年以来)



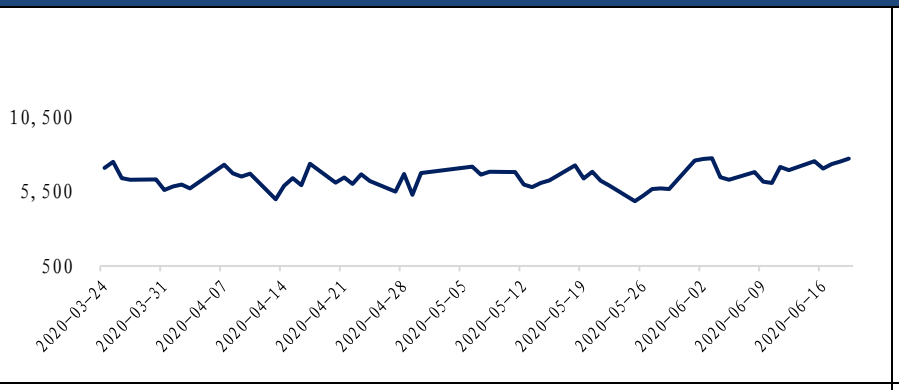
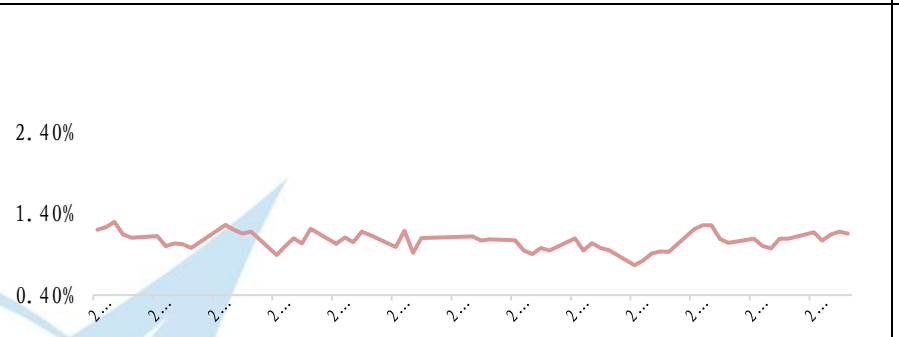
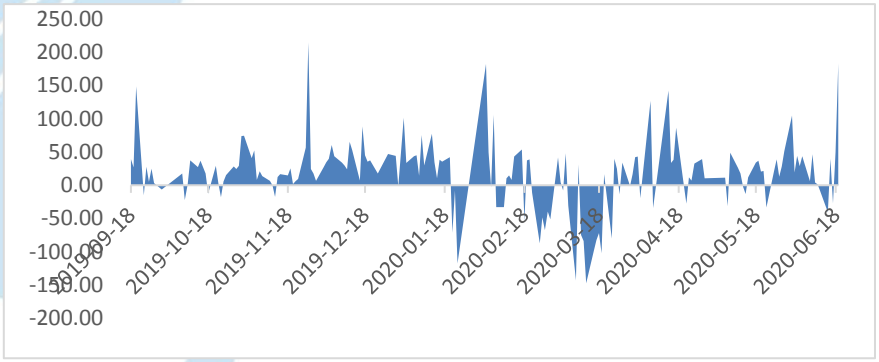
资料来源：Wind、中航证券金融研究所

表 2：利率变化情况

十年国债收益率	本期末 2020/6/19 2.88% 上期末 2020/6/12 2.75%		↑
7天回购利率	本期末 2020/6/19 2.17% 上期末 2020/6/12 1.93%		↑

资料来源：Wind、中航证券金融研究所

表 3：市场情绪及资金流入变化

指标	日期	变化及走势	
A股日均成交金额（亿元）	本期 2020/6/19 7437.89 上期 2020/6/12 6626.01		
换手率	本期 2020/6/19 1.14% 上期 2020/6/12 1.05%		
沪、深股通合计净流入（亿元）	本期 2020/6/19 203.69 上期 2020/6/12 49.15		

资料来源：Wind、中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入　　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有　　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%-10%之间。
卖出　　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持　　：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性　　：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持　　：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

董忠云，SAC 执业证书号：S0640515120001，金融学博士，中航证券首席经济学家，金融研究所所长。
符旸，SAC 执业证书号：S0640514070001，首席宏观分析师，经济学硕士。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。