策略周报

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。

- **从“美元荒”到“资产荒”。近期美元指数大幅下行可能不是短期现象，更大概率中期弱势美元将延续。**廉价的美元结合低利率环境，全球市场正在走出疫情的冲击。一方面，风险资产，以原油为代表的大宗商品价格得到支撑，企业信用风险扩散得到了控制；另一方面，过剩的美元流动性催生“资产荒”，全球多数权益市场走出 V 型反转走势。显然，A 股市场也受益于全球流动性过剩。人民币汇率双向波动，预期稳定，4 月以来外资持续流入也就顺理成章。
- **5 月非农数据好于预期，全球经济弱复苏仍在途中。**当前的全球经济正处于疫情冲击后脉冲恢复阶段，全球政策与应对 08 年金融危机如出一辙。美国就业数据表现靓丽，结合美债收益率现底部迹象，美国经济的复苏程度似乎比市场预期的更快；而欧洲、日本等发达国家经济数据也在回稳，全球经济的基本面正在走出疫情的冲击。全球经济陷入通缩的可能性正在下降，而通胀与否仍然是一个远景问题。
- **汇率稳定，盈利修复，大类资产权益配置优于债市。**我们曾经做过历史归纳，应用人民币汇率与 A 股企业盈利四象限判断股债相对表现，在人民币汇率升值，企业盈利修复的过程中，股市大概率好于债市。这虽然是个统计上的规律，但在“美元荒”，外资配置能力强化的背景下，A 股的底部相对夯实，奠定了上行风险大于下行风险的中长期格局。从股债风险溢价角度，当前投资时钟也指向权益。
- **A 股市场判断：水往高处走，结构行情延续。**低估值板块真正的症结在于盈利平庸，估值难以进入扩张区间。又由于行业的周期性较强，盈利增长的持续性低，外资配置逻辑弱，以银行、地产板块为例，行业估值溢价很难提升。此外，国内的流动性环境正在向宽信贷过渡，从超额货币的角度，流入金融市场的流动性边际在下降，因此从流动性角度低估值板块的均值回归也很难发生，高估值、高增长板块成为市场聚焦的方向。因此一个较合理的推论是当前全面牛市仍在憧憬之中，并不会很快发生。下一阶段 A 股市场仍然会是结构行情主导：1）“资产荒”逻辑，以消费为代表的外资配置板块仍会获得不错的超额收益；2）走出疫情，科技产业周期驱动，以消费电子和新能源汽车产业链为代表的盈利高增长方向是内资机构聚焦的方向。
- **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

王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

**郭晓希为本报告重要贡献者*

目录

观点回顾.....4

策略周观点：美元流动性过剩与结构行情延续.....5

风险提示.....8

图表目录

图表 1. 4 月以来，美元指数走弱，全球权益资产及商品价格强势 5
图表 2. 4 月以来，北上资金流入规模有所增加 5
图表 3. 美债及国债收益率走势 6
图表 4. 不同盈利周期和美元指数下 A 股表现（2004-2019） 6
图表 5. 一级行业当前估值水平（从左至右估值分位递减） 7
图表 6. 各主要大类板块盈利情况 7

观点回顾

——20200505《也无风雨也无晴》：展望 5 月，盈利预期主导，政策信号明朗前市场波动延续。配置上把握短期业绩确定性强，中长期格局较优的行业。

——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。

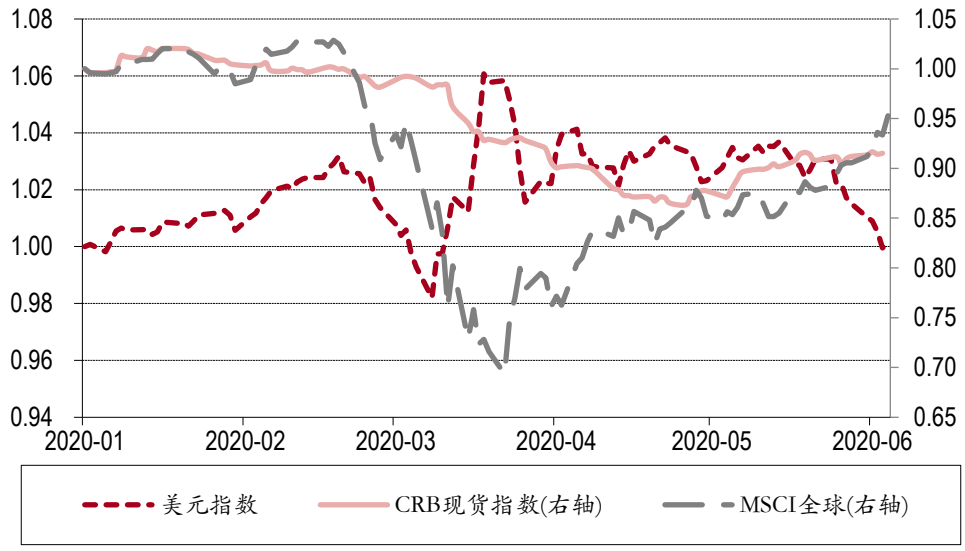
——20200531《风险尚存，博弈延续》：展望 6 月，流动性压力增加，风险偏好面临冲击，存量博弈格局短期难以打破。内需修复趋势决定市场下行风险可控，流动性压力边际增加以及中美摩擦使得市场风险偏好承压，6 月市场存量博弈格局延续。

策略周观点：美元流动性过剩与结构行情延续

从“美元荒”到“资产荒”。近期美元指数大幅下行可能不是短期现象，更大概率中期弱势美元将延续。主要的支撑逻辑有三方面：1）美联储应对疫情向全球市场投放超常规流动性，造成美元供给过剩；这和近期的口罩、医疗器械过剩本质上没有太多区别；2）后疫情时期，非美主要经济体复苏力度要好于美国；这和疫情冲击的时间先后有关；3）“双赤字”压力是美元指数的天花板。中长期弱势美元格局基本形成。

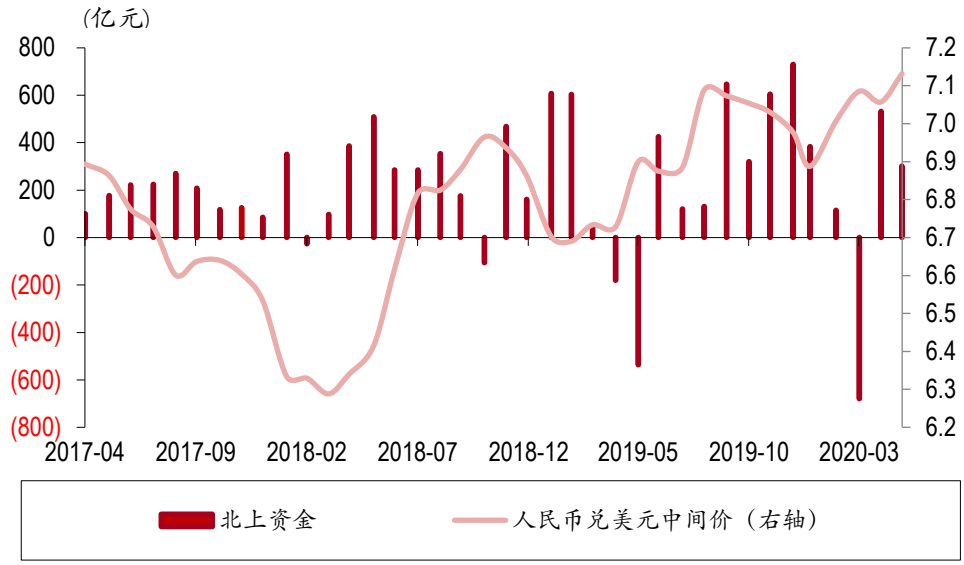
廉价的美元结合低利率环境，全球市场正在走出疫情的冲击。一方面，风险资产，以原油为代表的大宗商品价格得到支撑，企业信用风险扩散得到了控制；另一方面，过剩的美元流动性催生“资产荒”，全球多数权益市场走出 V 型反转走势。显然，A 股市场也受益于全球流动性过剩。人民币汇率双向波动，预期稳定，4 月以来外资持续流入也就顺理成章。

图表 1. 4 月以来，美元指数走弱，全球权益资产及商品价格强势



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 4 月以来，北上资金流入规模有所增加

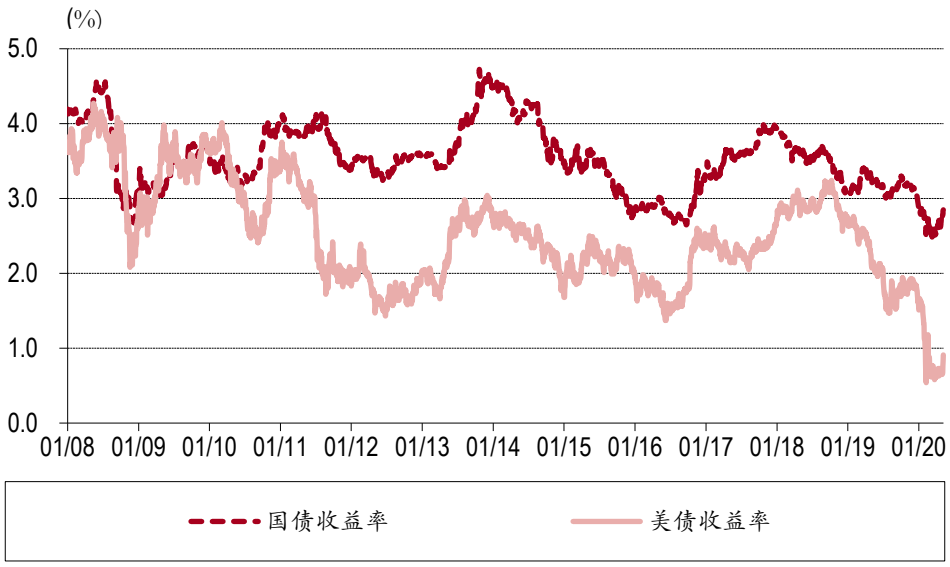


资料来源：万得，中银证券

5 月非农数据好于预期，全球经济弱复苏仍在途中。当前的全球经济正处于疫情冲击后脉冲恢复阶

段，全球政策与应对 08 年金融危机如出一辙。美国就业数据表现靓丽，结合美债收益率现底部迹象，美国经济的复苏程度似乎比市场预期的更快；而欧洲、日本等发达国家经济数据也在回稳，全球经济的基本面正在走出疫情的冲击。为了使经济更加稳健的走向正轨，越来越多的证据表明全球的政策应对正在从前期的货币政策逐步向财政政策过渡。近期欧盟提交了 7,500 亿欧元的经济复苏计划，美国正在酝酿新一轮的财政刺激方案，中国的政策组合正在从宽货币向宽信贷过渡，全球经济陷入通缩的可能性正在下降，而通胀与否仍然是一个远景问题。

图表 3. 美债及国债收益率走势



资料来源：万得，中银证券

汇率稳定，盈利修复，大类资产权益配置优于债市。我们曾经做过历史归纳，应用人民币汇率与 A 股企业盈利四象限判断股债相对表现，在人民币汇率升值，企业盈利修复的过程中，股市大概率好于债市。这虽然是个统计上的规律，但在“美元荒”，外资配置能力强化的背景下，A 股的底部相对夯实，奠定了上行风险大于下行风险的中长期格局。从股债风险溢价角度，当前投资时钟也指向权益。

图表 4. 不同盈利周期和美元指数下 A 股表现（2004-2019）

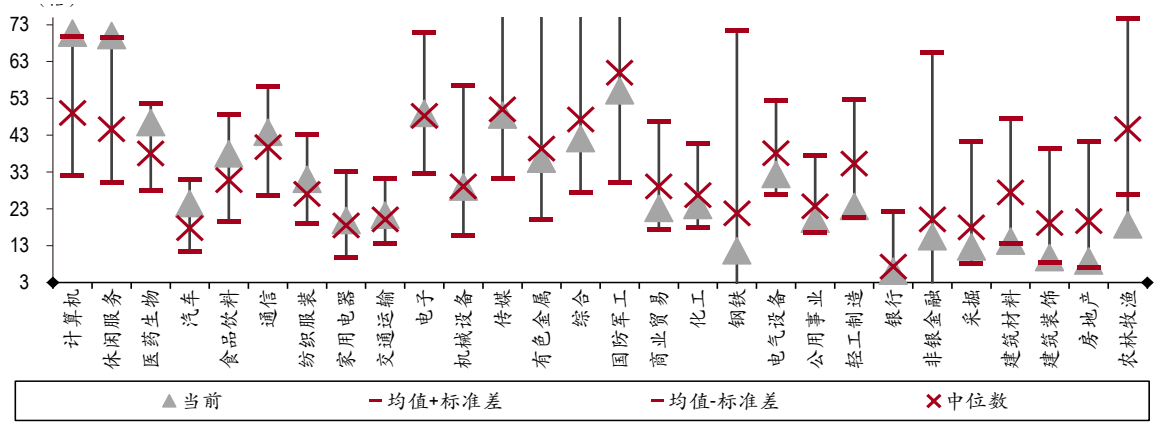
	盈利周期上行	盈利周期下行
美元指数上行	阶段 I 月度预期收益1.4%	阶段 III 月度预期收益-0.8%
美元指数下行	阶段 II 月度预期收益3.0%	阶段 IV 月度预期收益1.2%

资料来源：万得，中银证券

A 股市场判断：水往高处走，结构行情延续。近期市场对低估值策略讨论增多。考虑到市场“抱团”

消费、科技方向估值分位偏高，有些观点认为低估值均值回归策略是下一阶段的重点。诚然，从中长期看，这个策略的风险收益比不低，但 2019 年以来 PB-ROE 策略效果不佳，高估值、高增长板块成为市场聚焦的方向。通过更近一步的分析，盈利高增长以及可持续才是市场真正关注的。低估值板块真正的症结在于盈利平庸，估值难以进入扩张区间。又由于行业的周期性较强，盈利增长的持续性低，外资配置逻辑弱，以银行、地产板块为例，行业估值溢价很难提升。此外，国内的流动性环境正在向宽信贷过渡，从超额货币的角度，流入金融市场的流动性边际在下降，因此从流动性角度低估值板块的均值回归也很难发生。因此一个较合理的推论是当前全面牛市仍在憧憬之中，并不会很快发生。下一阶段 A 股市场仍然会是结构行情主导：1）“资产荒”逻辑，以消费为代表的外资配置板块仍会获得不错的超额收益；2）走出疫情，科技产业周期驱动，以消费电子和新能源汽车产业链为代表的盈利高增长方向是内资机构聚焦的方向。

图表 5. 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 6. 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%	1%	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