

策略周报

静待主线

A 股波动尚存但风险可控，把握业绩确定性板块布局机会。

- **出口数据超预期，内需带动二季度基本面环比回暖。**美元计价下 4 月出口增速为 3.5%，积压订单延迟释放、基数效应、以及防疫物资替代效应成为本月外贸数据超预期主要因素。往后看，进入 5 月，基数效应与前期积压订单需求消退，短期外需依然面临较大压力。内需方面，伴随着复工进程逐步推进，汽车与地产销售环比出现复苏迹象，内需回暖进行中。总体来看，国内基本面将从一季度低谷逐步修复，二季度国内经济将呈现出“外冷内热”的特征。
- **海外复工开启，市场流动性维持温和。**近期随着海外部分主要经济体经济数据的落地，疫情产生的冲击效应开始逐步在基本面数据之中显现。4 月美国非农就业人数创下历史极端纪录，失业率数据也刷新了 1948 年以来的新高。而近期美股表现依然维持强势，基本面数据的落地并未给市场带来较大冲击。随着欧美各国复工进程开启，未来一段时间，市场将逐步由前期对于疫情持续性的担忧逻辑演化为对经济复苏幅度的预期，海外市场下行风险可控。国内方面，未来一段时间，随着国内复工进程的进一步推进，金融市场流动性有望依旧维持相对宽松的水平，而海外市场难以出现 3 月以来的大幅冲击，市场流动性环境趋于温和。
- **下行风险可控，市场处于趋势左侧。**国内各行业政策处于稳步落地阶段，随着一季度基本面深坑的确认，市场倾向于对疫情按一次性冲击计价，内需带动下，基本面环比改善趋势确定，风险偏好整体下行风险不大，两会定调及对于内需恢复进程的预期将成为影响市场的重要因素。5 月大部分时间内，市场仍将处于对于未来刺激政策的预期摇摆过程之中，但总体来讲市场下行风险可控，预计市场风险偏好仍将处于震荡过程，处于趋势行情左侧。
- **基本面预期逐步修复，把握短期业绩确定性强，中长期格局较优的行业布局机会。**结合 5 月月报预判，我们认为市场仍将延续盈利预期的主要抓手，内需逐步修复带动国内基本面从一季度深坑中环比修复，市场整体下行风险可控。经济活动的逐步修复以及两会前期市场对于政策的乐观预期为近期市场反弹的主要动能。从近期市场的行业表现也可以看出，市场由前期内需复苏主导逻辑逐步向海外冲击修复逻辑转换。随着一季报业绩的逐步计价，A 股市场由海外疫情风险和国内政策的不确定性笼罩的第一阶段向第二阶段过渡，总体来看，市场仍处于布局行情左侧，短期仍将维持震荡波动格局，虽然难有大规模趋势性行情但下行风险可控。行业配置上，把握短期业绩确定性强，中长期格局较优的行业，建议优先把握短期业绩确定性较强，中长期行业格局较好的白酒、化药和水泥等；次优选择是一些短期内依然受到国内经济和海外不确定性因素影响，但中长期逻辑顺畅的航空、机场、家电、汽车和消费电子等。
- **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

基本面低点逐步确认，市场处于趋势左侧.....5

震荡延续，静待布局.....7

风险提示.....8

图表目录

图表 1. 4 月出口金额同比增速超出市场预期.....5
图表 2. 中美 PMI 需求指标均已下行至 2009 年最低水平.....5
图表 3. 美国 4 月非农就业人数创历史极值.....5
图表 4. 美债信用利差自高点下行.....5
图表 5. 美股市场风险偏好自 3 月以来快速反弹.....6
图表 6. 4 月末以来 A 股市场风险偏好大幅改善.....6
图表 7. 反弹前期内需板块涨幅居前.....7
图表 8. 4 月末以来海外冲击较大板块估值修复.....7

观点回顾

——20200412《盈利冲击显现，A 股波动尚存》：盈利预期下修压力下，市场短期承压。创业板盈利下修预期尚未充分计价，流动性环境难以支撑高估值，市场仍然处于相对弱势环境之中，必需消费板块有望迎来阶段性超额收益。

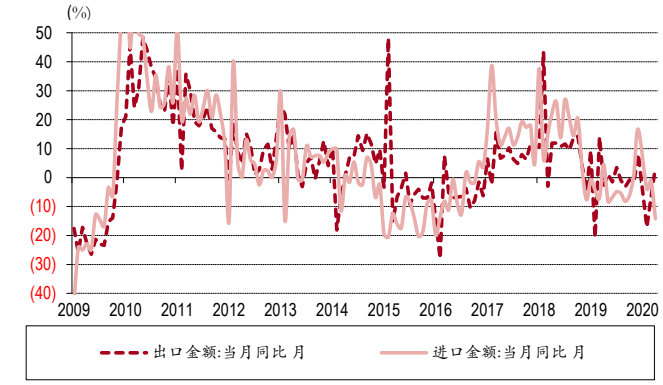
——20200426《趋势难寻，盈利为王》：A 股短期趋势性行情难寻，警惕海外风险资产波动带来的冲击效应。疫情正面冲击逐步显现，国内政策稳步推进，国内经济率先修复，风险偏好底部震荡，警惕海外市场波动带来的二次冲击。

——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。

基本面低点逐步确认，市场处于趋势左侧

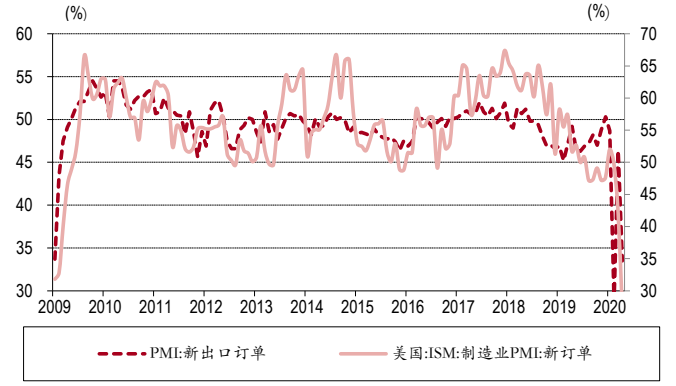
出口数据超预期，内需带动二季度基本面环比回暖。本周披露的进出口数据超出市场预期，美元计价下 4 月出口增速为 3.5%，积压订单延迟释放、基数效应、以及防疫物资替代效应成为本月外贸数据超预期主要因素。往后看，进入 5 月，基数效应与前期积压订单需求消退，短期外需依然面临较大压力，结合最新披露的欧美主要经济体二季度经济数据来看，二季度外需下行仍为大概率事件，4 月新出口订单指数大幅下行也预示着未来一段时间出口增速仍面临较大压力。内需方面，伴随着复工进程逐步推进，汽车与地产销售环比出现复苏迹象，内需回暖进行中。总体来看，国内基本面将从一季度低谷逐步修复，二季度国内经济将呈现出"外冷内热"的特征。

图表 1. 4 月出口金额同比增速超出市场预期



资料来源：万得，中银证券

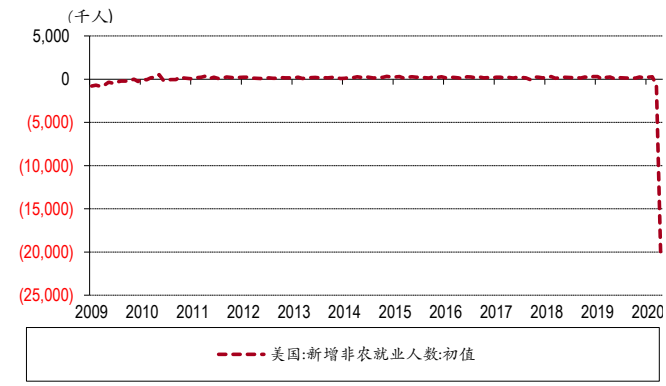
图表 2. 中美 PMI 需求指标均已下行至 2009 年最低水平



资料来源：万得，中银证券

海外复工开启，市场流动性维持温和。近期随着海外部分主要经济体经济数据的落地，疫情产生的冲击效应开始逐步在基本面数据之中显现。4 月美国非农就业人数减少 2,050 万人，无论相比前值的 87 万还是 2008 年低点的 80 万均创下历史极端纪录，失业率数据也刷新了 1948 年以来的新高，疫情对于服务业造成的冲击极为显著。而近期美股表现依然维持强势，基本面数据的落地并未给市场带来较大冲击。随着欧美各国复工进程开启，未来一段时间，市场将逐步由前期对于疫情持续性的担忧逻辑演化为对经济复苏幅度的预期，海外市场下行风险可控。国内方面，未来一段时间，随着国内复工进程的进一步推进，金融市场流动性有望依旧维持相对宽松的水平，而海外市场难以出现 3 月以来的大幅冲击，市场流动性环境趋于温和。

图表 3. 美国 4 月非农就业人数创历史极值



资料来源：万得，中银证券

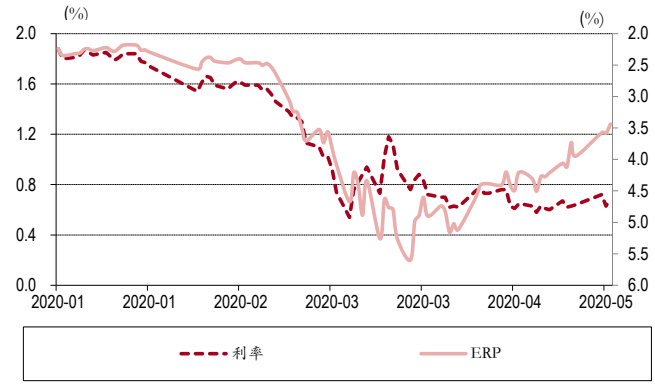
图表 4. 美债信用利差自高点下行



资料来源：万得，中银证券

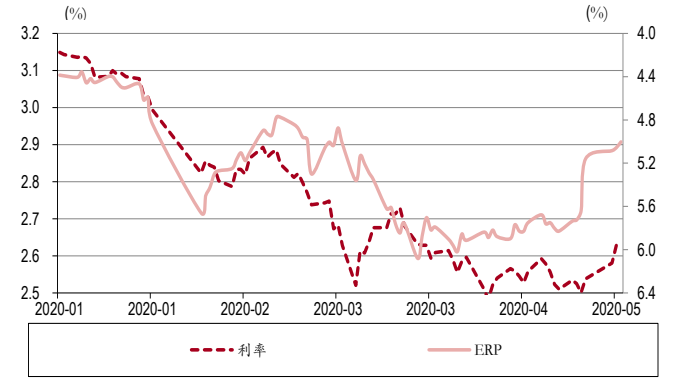
下行风险可控，市场处于趋势左侧。国内各行业政策处于稳步落地阶段，5 月 7 日《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》明确并简化境外机构投资者管理要求，进一步便利境外投资者参与国内金融市场。随着一季度基本面深坑的确认，市场倾向于对疫情按一次性冲击计价，内需带动下，基本面环比改善趋势确定，风险偏好整体下行风险不大，两会定调及对于内需恢复进程的预期将成为影响市场的重要因素。同时中美贸易波澜再起也增加了短期市场的波动性。5 月大部分时间内，市场仍将处于对于未来刺激政策的预期摇摆过程之中，但总体来讲市场下行风险可控，预计市场风险偏好仍将处于震荡过程，处于趋势行情左侧。

图表 5. 美股市场风险偏好自 3 月以来快速反弹



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 4 月末以来 A 股市场风险偏好大幅改善

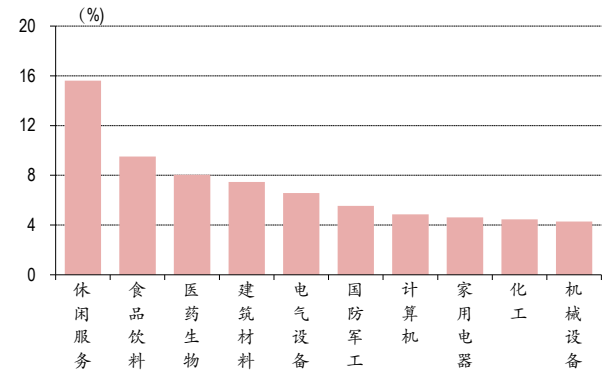


资料来源：万得，中银证券

震荡延续，静待布局

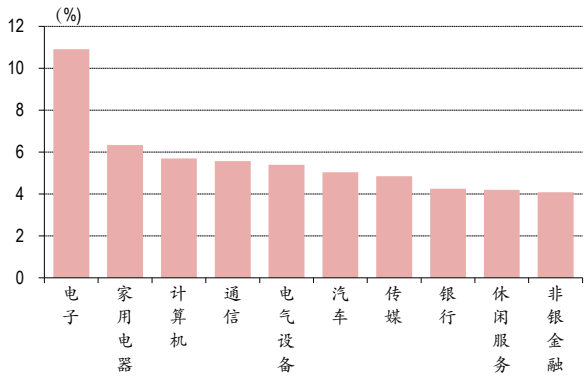
基本面预期逐步修复，市场等待布局机会。结合 5 月月报预判，我们认为市场仍将延续盈利预期的主要抓手，内需逐步修复带动国内基本面从一季度深坑中环比修复，市场整体下行风险可控。经济活动的逐步修复以及两会前期市场对于政策的乐观预期为近期市场反弹的主要动能。从近期市场的行业表现也可以看出，市场由前期内需复苏主导逻辑逐步向海外冲击修复逻辑转换：4 月前期，建材、医药、家电等内需相关行业领涨，4 月下旬至今电子、通信、电新等外需冲击影响较大的行业出现修复行情。随着一季报业绩的逐步计价，A 股市场由海外疫情风险和国内政策的不确定性笼罩的第一阶段向第二阶段过渡，短期来看，国内政策定调明朗前，政策落地的实际效果仍然具有不确定性；而伴随着海外复工进程的展开，海外经济复苏预期渐起。总体来看，市场仍处于布局行情左侧，短期仍将维持震荡波动格局，虽然难有大规模趋势性行情但下行风险可控。

图表 7. 反弹前期内需板块涨幅居前



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 4 月末以来海外冲击较大板块估值修复



资料来源：万得，中银证券

行业配置上，把握短期业绩确定性强，中长期格局较优的行业。基于以上预判，我们认为行业轮动机会将成为近期市场获取超额收益的主要抓手。外需二次冲击风险尚存，内需预期渐起但政策落地前市场预期尚存波动，预计 5 月两会落地前期市场仍将维持缩量震荡格局。随着市场对一季报进行计价，市场逐步由海外疫情风险和国内政策的不确定性笼罩的第一阶段向第二阶段过渡，4 月的行业表现已经部分体现了第二阶段行业配置的主要逻辑，但由于当前市场对于后续需求复苏节奏及政策力度尚存不确定性，政策明朗前市场预期尚存波动。基于此，二阶段中建议优先把握短期业绩确定性较强，中长期行业格局较好的白酒、化药和水泥等；次优选择是一些短期内依然受到国内经济和海外不确定性因素影响，但中长期逻辑顺畅的航空、机场、家电、汽车和消费电子等。

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