



2H20 投资策略展望： 别站在央行的对立面

- 流动性盛宴下，既要收益、又要绝对安全性的日子已一去不复返。不论市场如何波动，为匹配负债端的最低收益率要求，全球资金将不得不再度选择进入风险资产。
- 流动性的量和价：目前，全球隐含 ERP 处于历史性高位，显示全球股票资产吸引力非常高；全球 M2 vs. GDP 的比值位于 10 年最低水平，显示股市潜在购买力十分巨大。
- 上述大背景有助于股票资产。展望下半年 MSCI 中国指数，我们预计，2020 年 MSCI 中国指数为个位数回报，相较于当前点位回报率为 5-10% 之间。不同场景下，MSCI 中国指数回报盈利和估值拆解如下：
 - 盈利：2020 年，不同场景下，MSCI 中国指数盈利同比增速介于 -16.3% 至 8%，概率加权后，2020 年的盈利同比增速预计为 -3.45%，略高于市场预期。
 - 估值：2020 年，不同场景下 MSCI 中国指数估值增速介于 -12.5% 至 18%，概率加权后，2020 年的估值预计同比增长 8.6%。
- 投资策略：指数方面，我们的偏好顺序为：港股 > A 股及 ADR。虽然预计指数整体回报温和，但板块和行业组层面预计会分化较大，我们建议，投资组合可高配：教育、电商、本地生活服务、必选消费、物管和 IT（除半导体）；低配：电信服务、银行、券商和公用事业。
- 虽然下半年的整体波动水平预计较高，但预计中国与全球经济将呈弱复苏，且全球流动性极度充裕，如果下半年出现大幅回调，建议投资者利用回调机会逐步加仓。

蔡瑞，CFA
策略分析师
carl_cai@spdbi.com
(852) 2808 6437

林琰
研究部主管
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

2020 年 6 月 19 日

相关报告：

《投资组合策略系列一：高相关、高分化，如何应对？》
(2020-06-04)

《SPDBI 全球央行观察（6 月刊）》
(2020-06-05)

目录

全球流动性盛宴：别站在央行的对立面	3
全球流动性的盛宴下的选边站	3
流动性的量 vs 价	6
中国股市回报拆解	11
盈利展望：2020 年盈利下行	12
估值展望：2020 年估值有望扩张	16
股市策略	19
港股>A 股及 ADR	20
抓住分化行情—板块及行业组配置	22
情绪已有较大修复，注意下半年波动，利用回调加仓	27

2H20 投资策略展望：别站在央行的对立面

全球流动性盛宴：别站在央行的对立面

● 全球流动性的盛宴下的选边站

面临罕见的疫情冲击，全球股市经历了史诗级的暴跌，随后迅猛反弹，韧性十足，尤其是美股。不少股票近几个月连创新高，众多投资人连呼看不懂。反弹后全球股市何去何从？超跌反弹后，我们又该如何看待权益资产？在此，我们将自上而下为大家呈现一幅可能被忽略的全景图。

金融危机后，全球流动性一直极度充裕，“由俭入奢易，由奢入俭难”，这同样适用于全球各国央行。必须要承认的是，不论流动性如何泛滥，对于股票、债券、商品、外汇和商品投资人，不论一级还是二级市场，央行政策对于资产价格依然发挥着极其重要的作用。正因如此，我们在疫情来临后就及时推出了 [《SPDBI 全球央行观察》](#) 系列月度报告定期追踪全球央行动向。

自然而然地，在研究资产价格时，不论是自上而下还是自下而上，不论是技术流还是基本面流，我们都需要在流动性的大框架下审视全球资产。

1. 全球主要央行总资产：扩表速度超过金融危机时期

我们计算了全球主要央行（中、美、欧、日）的总资产规模，不难发现，总资产总规模增量虽呈现周期性变化，但绝大多数时候，年度增量都保持绝对增长，极少进入负区间，正如我们先前所强调的，“有俭入奢易，由奢入俭难”，流动性回收困难重重。新冠疫情暴发后，全球央行在 3、4 月火箭般扩表，扩表速度已远超金融危机巅峰时期。

图表 1: 美欧日央行总资产 (万亿美元)



资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

图表 2: 美欧日央行总资产年度增量 (万亿美元)



资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

2. 全球短端和长端利率均处于历史地位

从利率的角度来看。全球的短端利率与长端利率都一路走低，目前处于历史最低水平。

图表 3: 全球 10 年期国债收益率中位数%



资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

图表 4: 全球 3 月期利率中位数%



资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

因此，不论是从央行扩表，还是从利率角度而言，毫无疑问，这是一场全球流动性盛宴。

3. 流动性盛宴下，无处安放的“既要、又要”

这种情况下，我们将不得不面临长期资产配置的抉择。当前的市场环境尤其充满挑战。因为不同于2008年金融危机，当时还有所谓的避险资产——美债，10年期美债那时仍能达到3-4%的收益率（高于通胀率），某种程度上尚能满足投资人既要收益、又要绝对安全性的配置需求。

而如今，10年期美债收益率不足1%，甚至无法覆盖通胀率。欧洲、日本等国债收益率更是跌入负值区间，全球负利率债券市值已近12万亿美元。如今，全球资本市场可谓是“无险可避”，避险资金无处可躲。

全球投资人必须要面对一个残忍的事实，既要收益、又要绝对安全性的日子已一去不返。央行史诗级宽松面前，投资人不得不选边站：

- 或持现或国债，接受实际负收益（因为名义收益率低于通胀），以换取绝对安全。
- 或信用下沉，进一步加大风险资产（股票、信用债、私募股权、私募债权、其他另类投资等）的配置比例。

图表 5: 10年期美债收益率 (%)



资料来源：Factset, Bloomberg, 浦银国际

图表 6: 全球负利率债券市值 (万亿美元)



资料来源：Factset, Bloomberg, 浦银国际

而不论市场如何波动，为匹配负债端的最低收益率要求，主权财富基金、保险资管、养老基金等全球资管行业巨鲸最终将不得不选边，再度进入风险资产。流动性盛宴当前，“既要、又要”的日子已一去不返。

● 流动性的量 vs 价

流动性的盛宴下，我们从流动性的量与价两个维度来看全球股市，我们发现，无论是全球还是中美股市，隐含 ERP 都处在历史高位，显示全球股票资产吸引力非常高；全球 M2 vs. GDP 的比值位于 10 年最低水平，显示股市潜在购买力十分巨大。

1. 流动性的价：隐含 ERP 处于历史高位，全球股票资产吸引力仍高

MSCI AC 全球指数的隐含 ERP 即指数盈利率与 10 年期美债的收益率之差，反映了全球股票资产相比无风险利率（10 年期美债）的相对吸引力。

目前，全球股市的隐含 ERP 水平正处于历史高位，位于过去十年 76% 的百分位水平。虽然疫情冲击了盈利，令全球股票资产估值被动抬升，但如果考虑到全球持续极低的无风险利率（美联储表示直至 2021 年都不会考虑加息），从隐含 ERP 的角度来，看全球股票资产仍然具有非常高的吸引力。

图表 7: MSCI AC 全球指数隐含 ERP



资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

图表 8: MSCI AC 全球指数隐含 ERP 过去十年的百分位水平



资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

我们还用 MSCI 中国指数和 S&P 500 指数计算了中美股市的隐含 ERP，结果与全球股市类似，都显示了股票资产当前较高的吸引力。

图表 9: MSCI 中国指数隐含 ERP



资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

图表 10: MSCI 中国指数隐含 ERP 过去十年的百分位水平



资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

图表 11: S&P500 指数隐含 ERP



资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际计算

图表 12: S&P 500 指数隐含 ERP 过去十年的百分位水平



资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际计算

2. 流动性的量：市场潜在购买力巨大，股票资产向上弹性及修复能力极强。

我们将全球股市市值与全球 GDP、全球 M2、全球主要央行（中、美、欧、日）总资产规模进行了比较，不难发现，四者紧密相关。目前，全球股市、GDP、M2 都处于 80、90 万亿的水平，中、美、欧、日四大央行的资产规模合计超过 23 万亿美元，同样增长迅速。

图表 13：全球股市 vs 全球 M2、GDP、央行总资产（万亿美元）

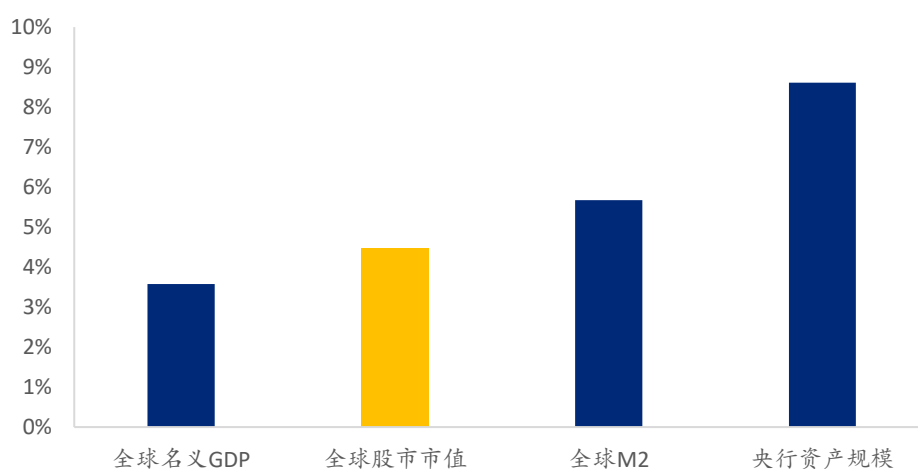


注：全球 M2 的计算包括欧元区在内的 26 个大型经济体。

资料来源：WFE, Factset, 浦银国际计算

虽然上述四者都趋势向上，但各自的复合增长率则差异较大。

图表 14：2010 年至今复合增速 CAGR (%)



注：数据截至 2020 年 4 月；全球 M2 的计算包括欧元区在内的 26 个大型经济体；全球央行包括：中国人民银行、美联储、日本央行、欧央行

资料来源：WFE, Factset, 浦银国际计算

对比后我们发现：

- 全球央行扩表速度 > 全球 M2 增速 > 全球股市市值增长 > 全球名义 GDP 增长；
- **2010 年后的全球股市并未明显偏离其基本面**，全球股市市值的复合增速 4.48%，仅略高于全球名义 GDP 3.57% 的复合增速，这还未考虑到金融深化而带来的更多公司上市的影响；
- 2010 年后，全球股市市值增速弱于全球 M2 增速，全球股市市值复合增速 4.48%，低于全球 M2 复合增速 5.67%。在这里需要强调的是央行通过 QE 可以直接增加基础货币，但并不必然增加 M2，这也是为何央行资产规模增速快于 M2 的重要原因。由于 QE 直接增加了商业银行在央行的准备金，只有商业银行进行放贷时，才会增加 M2 进而增加通胀。对于股票资产而言，央行的扩表未必与股票资产直接相关，但 M2 的增加却可以增加股票市场的潜在购买力。

在此框架下，我们可以更好地理解股市回报：

- **GDP 的增长是股市回报的“底”**：股市的长期回报依赖于 GDP 的不断增长，GDP 的增速高低即基本面，这决定了股市长期回报的下限。
- **M2 的增长决定了股市回报的“顶”**：实质上，M2 是居民和企业的潜在入市购买力，它决定了短中期股市潜在回报的上限。

运用该框架来看当前全球股市的回报水平：

- 相比于 GDP，目前全球股市市值属于**中间水平**，未出现 2008 年金融危机期间的极低值，也并未过高，处于过去 10 年约 40% 的百分位水平。
- 但相比于全球 M2，目前全球股市市值则处于**金融危机后的最低水平**。

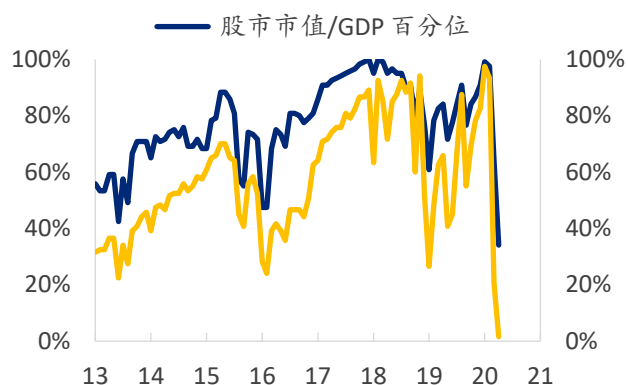
这意味着，从基本面的角度来看（相比于 GDP），全球股市属中间水平，没有明显的高估/低估。但从股市潜在购买力的角度来看（相比于 M2），显示潜在购买力相比于股市极大，目前水平堪比金融危机期间的低值。这意味着，由于场外的购买力过强，即使受新冠疫情冲击，全球股市 3 月出现史诗级暴跌，但市场也能迅速恢复，只要没有信用风险的连锁发酵，在极度泛滥的流动性面前，大量的场外资金随时可能入市，这令**股市很难重演如 2008 年金融危机期间持久的深度跌幅**。

图表 15: 全球股市 vs GDP 与 M2



资料来源: WFE, Factset, 浦银国际计算

图表 16: 全球股市 vs GDP 与 M2 过去 10 年的百分位水平



资料来源: WFE, Factset, 浦银国际计算

上述结论对于我们投资人有两点启示:

- 对股票资产可以不看多, 但看空一定要万分谨慎。
- 纵使市场波动巨大, 但因为市场潜在的购买力巨大, 股票资产的向上弹性以及修复能力非常强。市场如出现大幅回调, 可积极布局加仓。

中国股市回报拆解

我们前面的部分聚焦于全球风险资产吸引力的全景扫描，这是我们进行中国资产分析时必须审视的大背景，在此基础上我们将对以 MSCI 中国指数为代表的中国股市进行拆解分析。

我们将中国股市回报拆解为盈利、估值两部分。虽然国内疫情已经见顶，但对于中国股市，不确定性仍然存在，主要源自两个方面：

- **新冠疫情：**疫情仍有不确定性，例如疫情是否会在秋冬季出现第二波暴发；疫苗的研发进度；以及居民、企业的信心恢复速度。
- **中美关系：**中美关系的变化一直是近年来的市场的重点关注所在，考虑到下半年的美国大选，中国相关话题大概率会成为两党的重要论题。

以上两个重要变量或会对盈利、估值造成重要影响，我们在两个事件的基础上进行情景分析：

- **乐观情景 (25%)：**疫苗、特效药在今年下半年推出，下半年全球疫情得到良好控制，中国疫情也未出现大幅反弹。开工率基本恢复，经济在二季度明显反弹，下半年大幅恢复，企业在下半年受影响较小，企业信心大幅恢复，同时伴随海外市场经济逐步企稳反弹，中国以及全球经济三四季度在财政、货币多重工具呵护下大反弹。中美长期摩擦，但短期平稳，且摩擦幅度弱于市场预期。
- **基准情景 (60%)：**欧美新增病例继续下降，新兴市场则在今年三四季度才下降。全球经济逐步恢复，**疫情在秋冬季出现二次反弹，但整体影响微弱**，也未重现经济再次暂停的情景。企业、居民信心逐步恢复，呈现谨慎乐观的态势。中美长期摩擦，但短期预计不会大幅超预期升级。
- **悲观情景 (15%)：**疫情出现二次反弹，且再次重创经济，开工率时高时低，间歇式运行，疫苗、特效药研发时长过长，或者疫苗难以应对病毒变异，疫情持续数年，病毒出现季节性活跃，经济增长也随之出现更为明显的季节性特征。疫情的持续蔓延导致经济受供需双重冲击，同时伴随通缩与信贷收缩，企业融资难，居民企业因通缩而导致债务负担加剧，信用违约大幅增加，市场信心持续低迷，投资不振；中美冲突再度大幅升级，且幅度远超市场预期。

● 盈利展望：2020 年盈利下行

我们在情景分析的基础上对 MSCI 中国指数盈利状况进行展望：2020 年 MSCI 中国指数盈利不同场景下的盈利同比增速分布为-16.3%至 8%，不同场景的概率加权后 2020 年的盈利同比增速预计为-3.45%，略高于市场预期。

1. 拆解 MSCI 中国指数：强周期 vs 弱周期

盈利展望时，首先需要强调的是：**MSCI 中国指数本身也在变化**。拆解 MSCI 中国指数的板块，可以发现，MSCI 中国指数已经由一个周期板块（金融、能源、工业品、原材料）主导型指数变为由消费（可选消费、必选消费、医疗，合计占比 36.5%）以及 TMT（IT、电信服务，合计占比 16.9%）主导的指数。

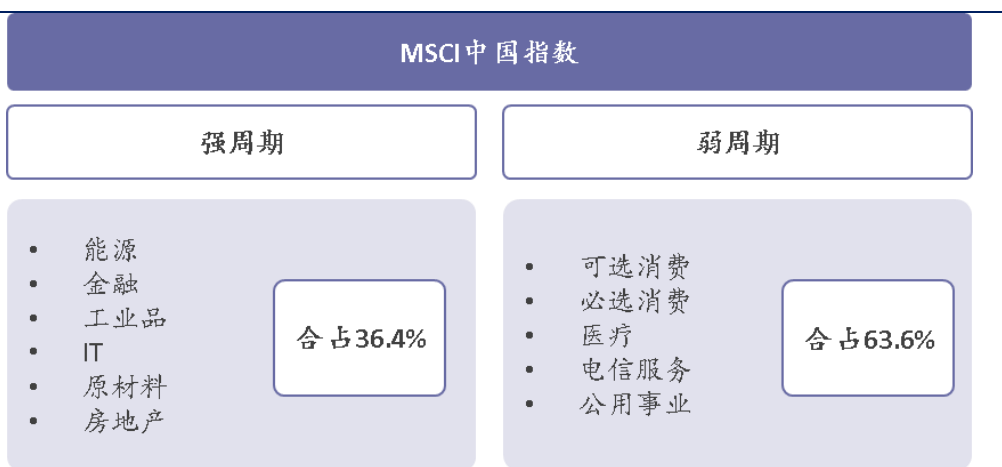
图表 17：MSCI 中国指数权重构成变化

	可选消费	必选消费	能源	金融	医疗	工业品	IT	原材料	房地产	电信服务	公用事业
2007 年	3.4%	2%	20.7%	28%	0%	13.1%	1.7%	7.1%	0%	21.6%	2.4%
2012 年	5.2%	5.3%	17.4%	39.3%	0.8%	6.3%	6.1%	4.5%	0%	12.3%	2.9%
2020 年 6 月	31.4%	3.9%	2.4%	27.6%	5.2%	5.1%	4.7%	1.9%	4.7%	21.3%	2.2%

资料来源：Bloomberg，浦银国际

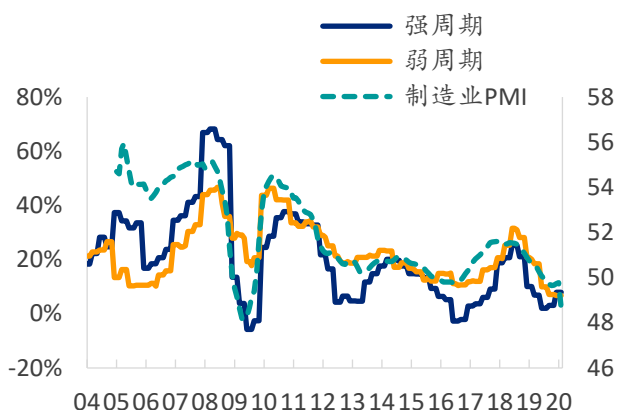
根据板块对于经济周期的敏感度的不同，我们将 MSCI 中国指数拆分为强周期和弱周期两大类。强周期包括能源、金融、工业品、IT、原材料、房地产，合计占比 36.4%；弱周期包括可选消费、必选消费、医疗、电信服务、公用事业，合计占比 63.6%。不难发现 MSCI 中国过去十几年正在由一个强周期属性的指数变为一个弱周期属性的指数，其周期属性明显下降。

图表 18：拆解 MSCI 中国指数



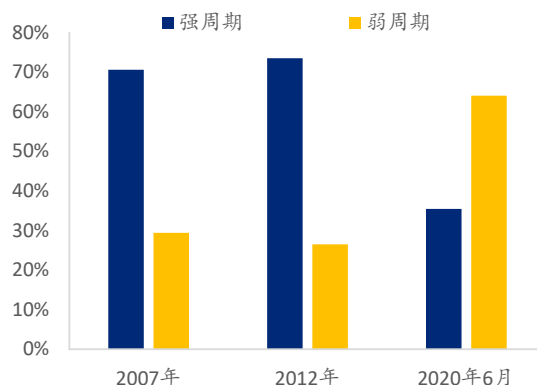
资料来源：浦银国际

图表 19: MSCI 中国指数企业盈利增长中位数



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 20: MSCI 中国指数弱周期板块占比在提升



资料来源: Factset、Bloomberg、浦银国际

不难发现:

- MSCI 中国指数中,“强周期”、“弱周期”板块都与经济波动高度相关,但“强周期”对于经济波动相对更为敏感;
- MSCI 中国指数在不断变化中,其中对于周期相对不敏感的“弱周期”占比不断提升,目前已经超过 30%。

2. SPDBI 全年盈利估测

在估测中国企业盈利时,一方面需要考虑到疫情对于经济整体的冲击;另一方面,也需要考虑到今年两会上提到的财政、货币政策扩大整体需求,对于整体企业盈利的提振作用。

财政政策:

两会政府工作报告中强调“积极的财政政策要更加积极有为”,具体举措包括:

- 扩大赤字率至 3.6%以上,对应为 3.78 万亿以上,相比于 2019 年(2.8%,对应 2.76 万亿)和 2018 年(2.6%,对应 2.4 万亿)明显扩大。这是自 2010 年披露赤字率预期以来,首次突破 3%。其中,2020 年新增减税 2.5 万亿,较 2019 年两会的减税 2 万亿元(实际减税 2.36 万亿)进一步扩大。
- 扩大地方专项债券发行至 3.75 万亿,相比于 2019 年(目标 2.15 万亿)和 2018 年(1.35 万亿)提升幅度非常明显。
- 发行 1 万亿抗新冠疫情特别债券。历史上,仅有 1998 年和 2007 年发行过特别国债。

货币政策：

两会政府工作报告中定调“稳健的货币政策要更加灵活适度”，具体包括：

- 降准降息和再贷款手段再次在政府工作报告层面得到强调。下半年将继续降息降准。
- 广义货币供应量和社融增速明显高于去年。2019年M2、社融增速分别为8.7%、10.7%，在此目标值的引导下，M2与社融极有可能双双维持双位数增长。

虽然2020年全年不设GDP目标，但两会主基调都在强调“稳”，财政、货币双宽的基础上，还通过一系列结构性举措来促消费、稳就业。考虑到政策的积极呵护，我们会调高盈利的下行估测：

图表 21：拆解 MSCI 中国指数

情景假设	弱周期	2020年盈利增速	强周期	2020年盈利增速	合计
悲观情景 (15%)	1-2月社零整体下降20%。PMI数值也创下了极值，超过了金融危机时期的水平，如果疫情出现反复，那么开工率被迫维持相对低位水平，对需求与盈利都将构成明显冲击。海外的疫情也会令外需整体收到冲击，而且大量的负面新闻，会对需求供应造成直接、间接冲击。	-10%	根据CRB指数与PPI的关系，假如CRB跌至2008年的最低水平，所对应的PPI大约是-6%，假设年底工业增加值由2月同比下滑-26%的水平恢复至0%的水平。根据回归，所对应的2020年强周期板块利润增速约为-35%，考虑到政策的提振作用，预估为-20%	--20%	-16.3%
基准情景 (60%)	结构性举措大力稳定内需以及投资者信心，各类举措帮助企业、消费者抵御现金流冲击，疫情得到有序控制，未出现市场信心逐步恢复，下半年海内外需求共同复苏有望推动盈利回升。需要强调即使金融危机时期弱周期公司的盈利增长中位数依然可以获得正的两位数增长，抗周期性非常明显。由于1-2月属于全国性强力管控，因此数据属于极差水平，即使三四疫情出现反复，预计也不太可能重现1-2月的管控强度。盈利增速预计为个位数增速。	4%	根据CRB指数与PPI的关系，假如CRB跌至2008年的最低水平，所对应的PPI大约是-6%，假设年底工业增加值由2月同比下滑-26%的水平恢复至3%的水平。根据回归，所对应的2020年强周期板块利润增速约为-18%，考虑到政策的提振作用，预估为-8%	-10%	-5%
乐观情景 (25%)	疫情得到有力控制，下半年海内外需求共振上行，财政货币政策双重呵护，疫苗研发提振企业、居民信心大幅回升。预计盈利为双位数增长。	10%	预计盈利为高个位数增长。	7%	8%

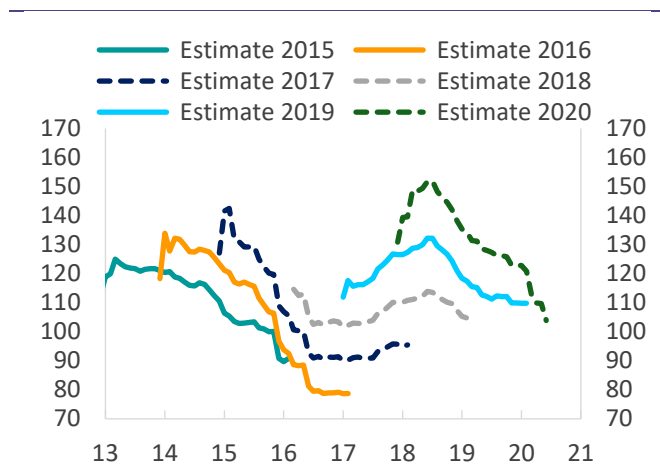
资料来源：浦银国际

根据各个情景下对于MSCI中国指数的盈利预测，我们对其进行情景概率的加权计算，预计2020年MSCI中国指数的盈利增长为 $(-16.3% \times 15%) + (-5% \times 60%) + (8% \times 25%) = -3.45%$

3. 全年盈利估测：高于市场预期

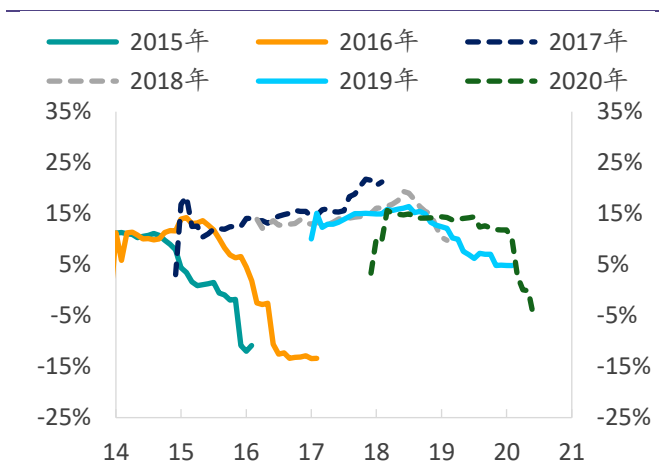
目前市场对于 MSCI 中国指数的 2020 年盈利同比增速预期为-5%。我们的预期为-3.45%，高于市场预期。

图表 22：MSCI 中国指数盈利预期（2013=100）



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

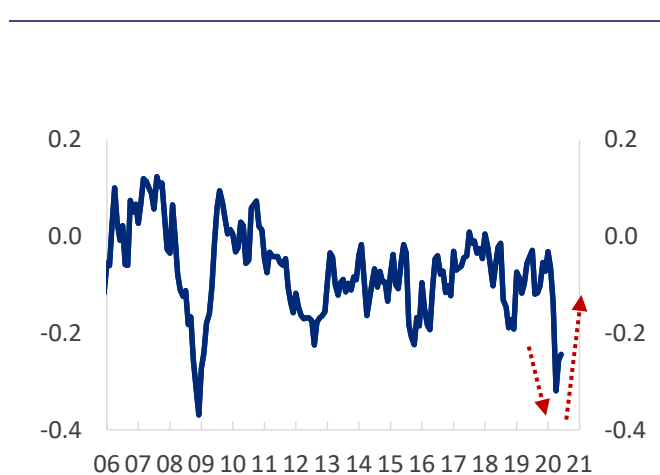
图表 23：MSCI 中国指数盈利预期同比增速%



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

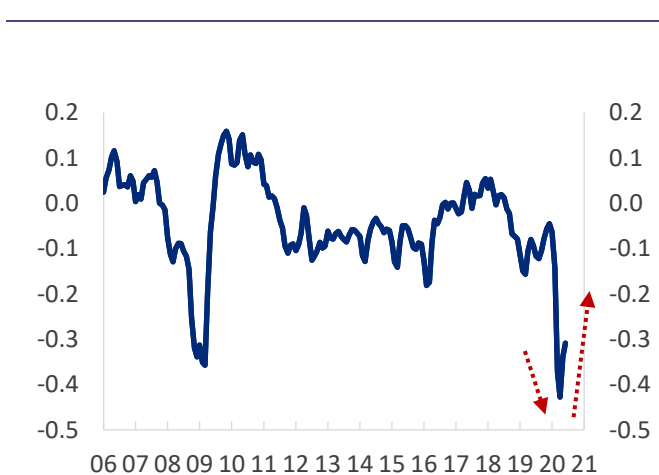
我们的预期高于市场预期，是由于中国、全球股市的盈利上修动能已经在 3、4 月触底，开始逐步上修。考虑到中国及发达市场疫情最糟糕的时候已经过去，其盈利预期很有可能也已经触底，随后会逐步回升。

图表 24：中国股市盈利上修动能



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 25：全球股市盈利上修动能



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

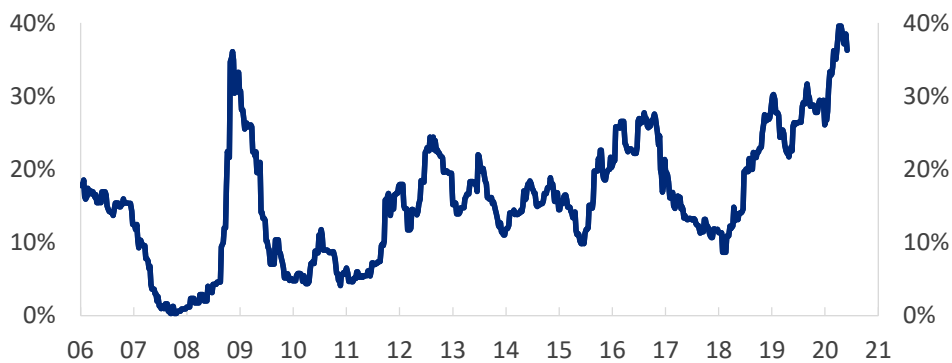
● 估值展望：2020 年估值有望扩张

通过对中国股市进行跨资产、跨国别和横向比较，总体而言，中国股市目前估值属于中性偏低水平。综合三种情景的概率加权，2020 年估值中国股市估值有望扩张。

1. 跨资产纵向比较：中国股市估值仍十分便宜

跨资产来看，由于全球利率中枢明显下移，这令全球股市相比于债市都显现初非常明显的吸引力。中国股市也不例外，股市相对债券的估值吸引力极大。

图表 26：MSCI 中国成分股股息率超过同期 10 年期中国国债收益率的公司比例



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

2. 跨国别纵向比较：中国股市估值相对合理

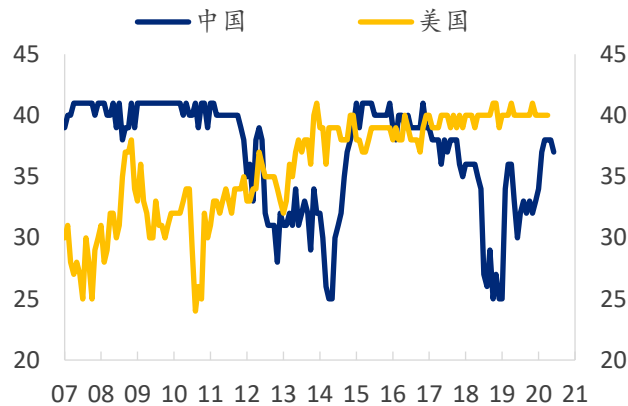
跨国别来看，中国股市在全球的市盈率排名相对处于低位（排名数字越大，相对全球其他市场越贵），但市净率水平则依然处于相对高位。

图表 27：全球股市远期市盈率排名



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 28：全球股市市净率排名



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 29：远期市盈率 MSCI 中国指数 VS 新兴市场



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

3. 横向比较：PE、PB 属于历史低位水平

对于 MSCI 中国，我们 PE 处于长期均值以下，整体估值依然属于中偏下的水平。仍有空间提升至 10 年均值水平。

图表 30：MSCI 中国成分股静态市盈率中位数



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

图表 31：MSCI 中国成分股静态市盈率中位数 vs 过去 10 年均值



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际

综合横向、纵向几个维度来看，中国股市，并没有存在过度的低估、或者高估，总体而言属于中性偏低水平。我们在此基础上对不同情景进行估值分析。

图表 32：MSCI 中国指数不同情景下的估值变化

情景假设	估值变化	下行/上行空间
悲观情景 (15%)	假设中美冲突再度大幅加剧，疫情二次冲击超市场预期令估值大幅下挫回到 2018 年年末的低点，那么有大约 12.5% 的下行空间	-12.5%
基准情景 (60%)	在全球低利率的环境下，估值回升至高于十年均值的水平	10%
乐观情景 (25%)	全球市场疫情较好的控制，全球市场在财政、货币双刺激下，全球需求共振上行，风险偏好大幅回升。加上在全球低利率环境下，权益资产受到青睐，估值系统性上升至 2017 年的水平。有约 15% 的上升空间	18%

资料来源：Bloomberg，浦银国际

根据各个场景下对于 MSCI 中国指数的估值预测，我们对其进行场景概率的加权计算，预计 2020 年 MSCI 中国指数的估值增长为 $(-12.5\% \times 15\%) + (10\% \times 60\%) + (18\% \times 25\%) = 8.6\%$

综合盈利与估值不同场景下的预测，我们预计 2020 年 MSCI 中国指数为个位数回报，相较于当前点位回报率为 5-10% 之间。

股市策略

我们在6月发布了策略报告《[投资组合策略系列一：高相关、高分化，如何应对？](#)》(6月策略报告)，报告中，我们基于相关度和分化度高低，将市场环境分成了四类，并针对高相关、高分红的市场设计了相应的应对策略。在该报告的基础上，本文将进一步补充与拓展，并细化我们的配置建议。

图表 33：2H20 投资策略配置建议

		配置建议
指数		港股>A股及ADR
板块及行业组	高配	● 教育
		● 电商零售
		● 本地生活服务
		● 必选消费
		● 物业管理
		● IT (除半导体)
	低配	● 电信服务
		● 银行
		● 券商
		● 公用事业

资料来源：Bloomberg，浦银国际

虽然下半年的整体波动水平会比较高，但预计中国与全球经济将呈弱复苏，加之全球流动性极度充裕，我们认为，如果下半年出现大幅回调，建议投资者利用回调机会逐步加仓。

● 港股>A股及ADR

过去1年，受本地政治事件影响，加上国际政治因素，相比于A股及全球其他市场，港股都大幅跑输：

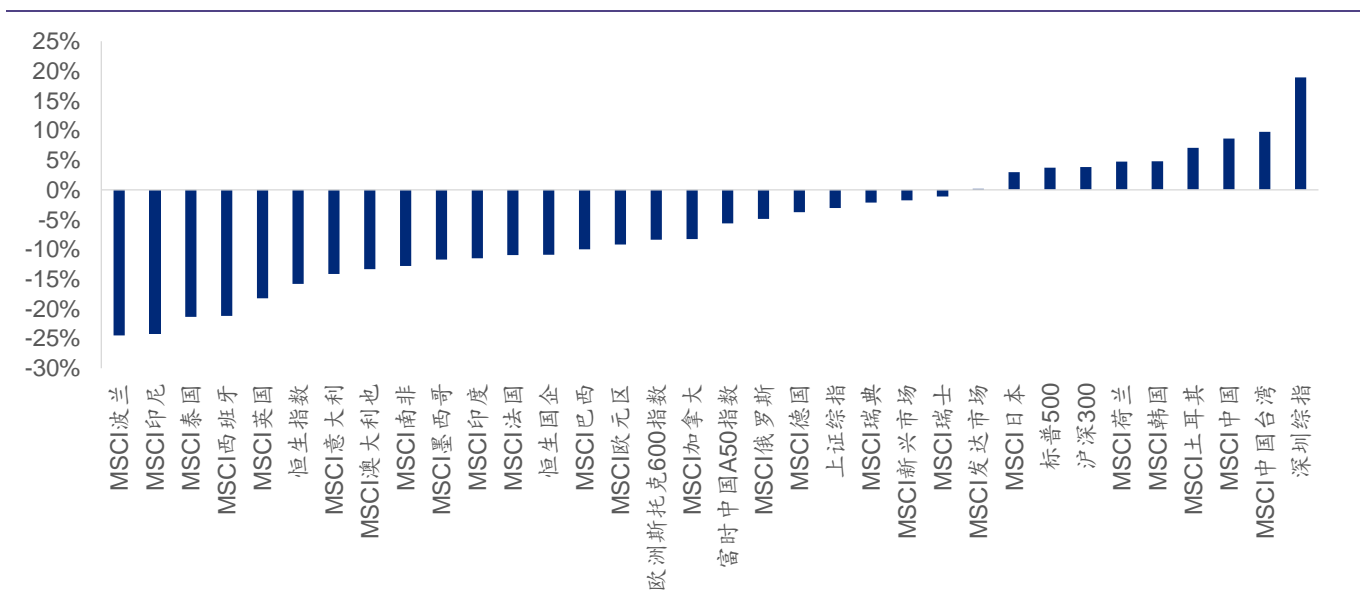
- 相比于MSCI AC全球市场指数，过去12个月港股跑输15.8%（截至6月15日），位于全球数十个市场之末端。
- 技术面来看，恒生指数也同样明显弱于MSCI中国指数和A股沪深300指数；就63天RSI而言，恒生指数仍处于历史性的低点附近。

图表 34：中国指数 63 天 RSI



资料来源：Factset，浦银国际计算

图表 35：过去1年相对于 MSCI AC 全球市场指数的超额收益



资料来源：Factset，浦银国际计算

港股的低估值持续较长时间存在，并足以不构成买入理由。但我们自上而下梳理后仍然认为，相对于 A 股和 ADR，港股目前更具有配置价值，原因主要有：

- **基本面而言大多数企业不受本地影响：**大量在香港股市上市的标的，其运营、盈利都几乎都来自内地市场，香港本地收入占比极低，从基本面的角度来看，不受香港本地的政治环境变化影响；
- **情绪面靴子落地：**压制港股表现的负面因素逐步靴子落地，长期来看，香港将继续扮演着极其重要的金融中心角色。而且香港市场当前的低估值，已经非常大程度上反应了负面事件的冲击与影响；
- **港股市场当前为分母与分子的优质错配：**从 DDM 模型而言，分子为盈利，分母为流动性影响下的折现率：
 - 1) 盈利相对弹性好，多数港股标的其盈利来源为内地市场，全球来看在疫情冲击下相对恢复速度最快；
 - 2) 折现率较 A 股更低。与此同时港股市场又受到海外流动性的影响，美联储史诗级的宽松，海外无风险利率大幅低于内地市场，间接大幅增加了港股的相对吸引力。
- **港股市场有望发生质的转变：**过去港股市场以金融、地产等周期性标的为主导，在经历了放宽了同股不同权、未盈利的生物科技行业公司上市标准后，再加上目前正在兴起的科技互联网 ADR 回港上市潮，港股市场标的将发生质的变化。其市场的交易量、估值中枢都有望有大幅度提升。
- **ADR 回港有望获得更高估值：**港股市场与美股虽然都有大量的国际投资者，但有一个根本性的不同在于 A 股投资人可以通过港股通参与港股市场却无法参与美股市场，大量高增长、高护城河的优质互联网标的集中回港有望获得 A 股投资人的青睐，估值中枢有望得到提升。

基于以上原因，我们认为港股比 A 股及 ADR 更值得配置，如果未来出现了负面信息而令港股大幅下挫，届时很可能是很好的买入窗口。

● 抓住分化行情—板块及行业组配置

我们在6月策略报告中，已多次强调，市场未来仍然会呈现高分化的特征。虽然我们前面的测算显示 MSCI 中国指数指数层面的回报温和，但预计内部会持续表现高分化，优质板块、行业可能会继续取得高回报。

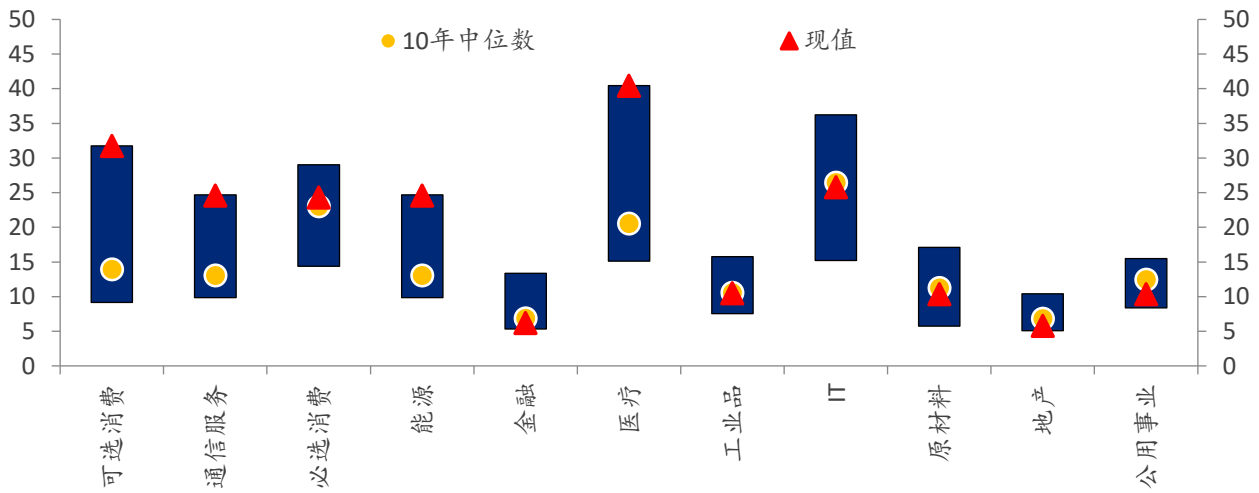
我们的策略核心是寻找短期与长期逻辑的交汇点。长期来看，“线上化”、“数字化”是大趋势所在。而短期来看，5G 落地、移动互联网流量单价进一步下降，再加上疫情进一步加速了消费者和企业“线上化”、“数字化”趋势。我们将围绕以上长期和短期逻辑进行战略布局。

我们在下面计算了 MSCI 中国各板块过去 10 年的估值水平及其目前的估值水平，并将其与 MSCI 新兴市场各板块分别进行了对比。需要强调的是，在低利率的高分化市场下，对于估值需要慎重使用：不因估值“低”而买；不因估值“高”而不买。

这是由于，具体标的的估值更多扮演的是“风控”的角色，当估值出现极值时，需要再结合市场情绪、仓位、资金流、基本面等因素进行综合判断，尤其是自下而上的基本面逻辑梳理。如我们在上一份策略报告报告中强调的：高相关、高分红的市场环境中一定要坚持自上而下+自下而上，侧重自下而上。因此，在自上而下梳理的基础上，还需要结合我们行业分析员的分析，自下而上地选取标的。

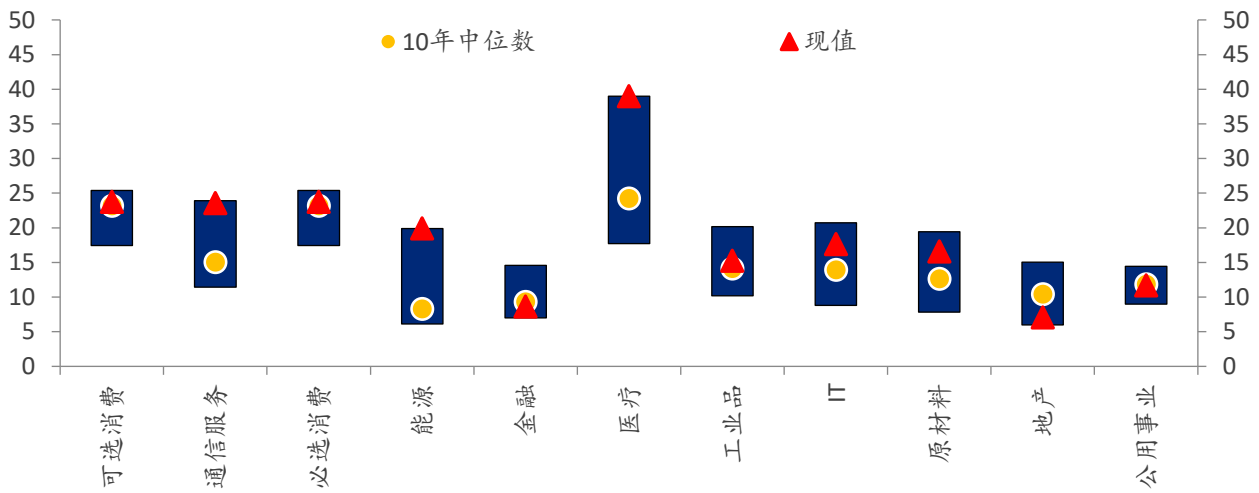
综合来看，我们建议：高配教育、电商、本地生活服务、必选消费、物管、IT（除半导体）；低配电信服务、银行、券商、公用事业。

图表 36: MSCI 中国指数板块过去 10 年远期市盈率



资料来源: Factset, 浦银国际计算

图表 37: MSCI 新兴市场指数板块过去 10 年远期市盈率



资料来源: Factset, 浦银国际计算

图表 38: MSCI 中国指数的 GICS 板块及行业组的高低配建议

板块	行业组	指数权重	高/低配*	原因
可选消费		31.65%	高配	虽然板块整体估值高,但内部有分化,自下而上来看,电商、教育类优质标的聚集,依然值得高配。
	汽车&配件	1.48%	平配	受疫情影响、补贴退坡、居民消费乏力令销售同比增速大幅下滑,但汽车行业整体位于周期底部,预计负面影响边际改善,因此持平配观点。
	耐用消费品及服装	1.59%	平配	服装内部存在分化,看好运动品类服装,受益于运动休闲化和全民健身国策。2018年中国运动参与率约为美国的一半,同期中国居民运动鞋服消费占总鞋服消费比例不到美国一半,仍有明显提升空间。
	消费者服务	3.34%	高配	短期内疫情令在线教育渗透率加速提升,长期来看教育赛道有强粘性,是消费刚性最强的赛道之一。
	零售	25.23%	高配	零售内部存在分化,继续看好电商龙头,因疫情冲击加速线上化趋势,亦看好本地生活服务巨头美团。审慎看待线下鞋服和家电零售商。
通信服务		21.46%	低配	整体估值较高,但内部有分化,仍有线上优质标的值得配置。
	媒体&娱乐	18.87%	平配	内部分化明显,高配线上娱乐,低配线下娱乐,线上娱乐预计也会有分化,虽然都受益于流量价格大幅下降、手机配置升级带动下的视频爆发,但对于用户原创内容为主导的哔哩哔哩与采购内容为主的视频网站,我们相对更看好前者。继续高配其中有高护城河优势的互联网龙头例如腾讯。
	电信服务	2.6%	低配	电信服务商 5G 的 CAPEX 支出大,而目前来看,终端市场尚未出现较强的 5G 更换需求。
必选消费		3.89%	高配	整体估值合理,自下而上梳理低估值、高增长且盈利高确定的标的
	食品及必选消费零售	0.22%	高配	看好永辉、高鑫为代表的生鲜新零售领头羊。O2O 业务增长迅速。持续建设供应链、加速数字化转型夯实护城河。
	食品、饮料 & 香烟	3.39%	高配	板块内部有分化,产品品类不同、线上销售渠道比例不同,因而在疫情影响下表现不同。中长期看好符合新世代口味的休闲食品崛起;也看好调味品,得益于消费者对于调味品功能要求提高以及外卖经济崛起。
	家庭与个人用品	0.29%	高配	尤其是生活用纸龙头,短期受益于疫情增加使用频次与使用场景,中长期来看受益于城市化稳步提升,居民消费升级,需求稳定增长。
能源	(行业组即板块)	2.28%	平配	盈利预期低,令能源行业估值被动抬升。但全球能源行业整体被低配的程度几乎创下了史上之最,在此情况下,不宜进一步低配,战术性平配。

(接下页...)

板块	行业组	指数权重	高/低配*	原因
金融		16.47%	低配	整体估值合理，板块间有分化，高配保险；低配银行、券商
	银行	9.91%	低配	净息差受到挤压。贷款端需要为实体经济降低融资成本，有下行压力，与此同时由于经济下行且政策偏向中小企业，不良率有上行压力，资金成本段（揽储为主）则下行有粘性，因此利差受挤压。
	多样金融	1.72%	低配	我们预测下半年股市整体回报温和。在此情况下，成交量大幅放量的概率不高。虽然证券行业可能受益于注册制改革带来的业务扩容，但中美博弈过程中可能会加速金融业开放，或会加剧行业竞争度，挤压券商毛利水平。券商行业内部的头部效应会愈发加强，券商内部会呈现大小分化。
	保险	4.84%	平配	长期来看，保险行业渗透率仍有较大提升空间；短期而言，受全球低利率环境的影响，下半年会有所改善，主要由于：1) 负债端得益于疫情影响效减；2) 投资端受低利率影响，但预计下半年经济改善后，长端利率可能出现边际回升，降低投资端压力。
医疗		5.29%	平配	不论是全球、新兴市场还是中国，今年以来医疗板块的资金流入量、股价的上涨幅度以及估值都可谓史无前例。在此情况下，我们不建议继续高配，建议抓住板块内部的分化行情，自下而上选股，整体维持战术性平配。
	医疗设备及服务	1.52%	平配	行业内部注意分化，例如国产替代进口刚开始的细分龙头值得长期关注，但部分医用高值耗材则可能面临集采的政策风险。
	制药、生物技术和生命科学	3.77%	平配	创新药集中的肿瘤领域随着新药获批上市和同款药品拓展更多适应症，继续呈现高增长。CRO 行业海外业务在下半年将逐步恢复高增速，但在经历了股价巨幅上涨后，短期可能有回调压力，长期继续看好，短期暂时维持战术性平配。
工业品		5.03%	高配	经济复苏推动下战术性高配。
	资本品	2.99%	高配	估值低，市场仓位低，下半年经济回暖加上基建回暖，周期属性较强的资本品弹性较大， 战术性高配。
	商业与专业服务	0.62%	高配	行业以物管为主，长期来看，物管企业收益增长确定性高、续约率高，未来几年合约面积转化为在管面积，可以保证物管公司业绩迅猛增长。
	交通	1.42%	平配	复工带动业绩复苏，但长期增长有限，虽然相比市场整体估值低，且股息率高（低利率环境下吸引力高），但相比之下又不如地产有吸引力。
IT		4.66%	高配	板块估值合理，中长期继续看好，板块整体维持高配，但其中的半导体及设备估值已经透支增长预期较多，战术性平配。
	半导体及设备	0.85%	平配	成分股以 A 股居多，而从相对和绝对估值来看，A 股的半导体行业整体估值已经非常贵，已透支了非常高的增长预期。但预计国产替代化的趋势仍将是未来几年的主题，从投资者偏好和政策支持的角度来说，仍然有非常强的支撑。整体维持平配。
	软件与服务	0.99%	高配	看好疫情后加速“线上化”及“数字化”，尤其是 5G 落地推动下的云计算相关标的，以及数据量爆发下的 IDC 企业，而且随着 REITS 新政落地，IDC 有望获得新的融资渠道，进一步加速发展。
	技术硬件及服务	2.82%	高配	整体高配，但由于产业链及市场不同，未来有分化，我们看好供需敞口更多集中于中国市场的标的（中国最快从疫情中复苏）。

(接下页...)

板块	行业组 (即板块)	指数 权重	高/低配*	原因
原材料	(行业组 即板块)	1.92%	平配	整体平配，但内部有分化，需要自下而上进行区分对待。近年来由于上游企业 CAPEX 下降幅度明显，因此定价权整体向上游迁移，越来越趋向于成本驱动。基于与上游行业的整合力度、定价权、行业竞争格局来看，最优的依次为水泥、造纸、玻璃和煤炭，尤其是其中的龙头企业，已拥有非常高的定价权。相对最差的钢铁和铜。
房地产	(行业组 即板块)	4.71%	平配	<p>地产依然受到严格的政策限制，居民杠杆率的过快增长也令市场十分担忧。但当前不应低配地产股，因为：1) 估值几乎位于 10 年来的最低水平，7-8% 的股息率，已反映了较低的市场预期；2) 2017-2019 的销售高峰积累了大量的业绩，疫情后加速竣工交房，2020-2021 的业绩有较大的确定性；3) 货币政策偏宽，需提防地产的上行风险。</p> <p>但地产开发商内部也会有分化：</p> <p>(1) 在一二线 vs 三四线的土地储备分化，而三四线整体库存压力较一二线更大；</p> <p>(2) 资产负债表分化，地产开发商分为三类：杠杆稳定的大型龙头、去杠杆的大型龙头、加杠杆的大中型开发商。</p> <p>(3) 销售能力的分化，今年以来的地产销售分化明显，已有开发商 1-5 月的销售转正增长，但仍有企业销售承压。</p> <p>我们更青睐集中一二线土地储备、杠杆稳定且销售能力强的龙头，退可守：估值、盈利有保障，进可攻：如果地产出现上行风险同样可受益。</p>
公用事业	(行业组 即板块)	2.12%	低配	疫情高峰后，整体用电需求再提升，但其利润率可能会受到挤压。2020 年政府工作报告中明确强调“降低工商业电价 5% 政策延长至今年年底”。

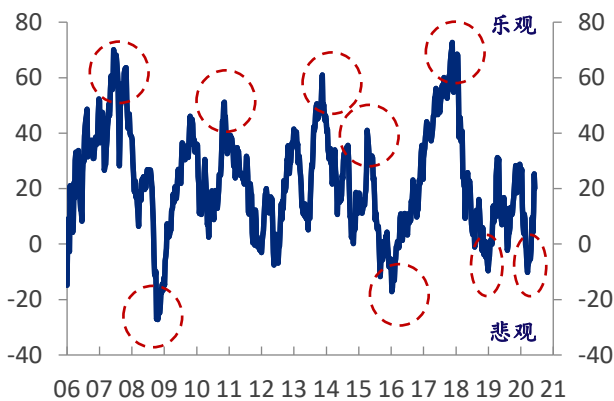
注：板块&行业组配置建议中，高配指投资组合配置权重高于指数权重；低配指投资组合配置权重低于指数权重；平配指投资组合配置权重与指数权重相同。

资料来源：浦银国际

● 情绪已有较大修复，注意下半年波动，利用回调加仓

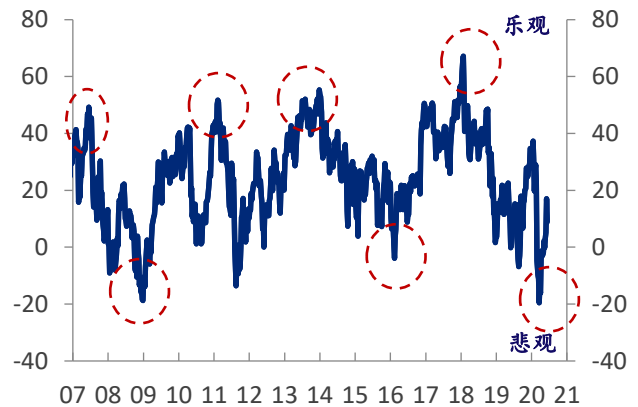
我们基于股债价格构建的资产情绪指数显示，一季度时，中美资产的情绪都极度悲观。但随着市场反弹，先前极度悲观的资产情绪已经有了较为明显的修复。虽然情绪仍有继续修复的空间，但考虑到部分板块已经积累了非常明显的获利盘，在此情况下，下半年很有可能呈现高波动的特征。

图表 39： 中国资产情绪指数



资料来源：Factset、浦银国际计算

图表 40： 美国资产情绪指数



资料来源：Factset、Bloomberg、浦银国际计算

下半年的高波动还有两个重要的影响因素：

- 我们在6月策略报告中，已展开了详尽分析，当市场呈现高分化、高相关时，市场必然呈现高波动的特征。
- 11月美国即将举行大选，预计中国相关的议题都会成为两党的重要议题。受此影响，中国股市很有可能会波动加剧。

虽然下半年的整体波动水平会比较高，但预计中国与全球经济将呈弱复苏，加上全球流动性极度充裕，下半年如果出现大幅回调，建议投资者利用回调机会逐步加仓。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“维持”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“增持”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“中性”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“减持”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(腾讯 700.HK)的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(腾讯 700.HK)在过去 12 个月内存在投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。
- 4) 浦银国际证券分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员,亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com
852-2808 6466

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼