太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-10-25

投资策略报告

以逸待劳，震荡下沿不悲观

证券分析师：周雨

电话：010-88321580

E-MAIL： zhouyu@tpyzq.com

执业资格证书编码： S1190511030002

证券分析师：金达莱

电话：010-88695265

E-MAIL： jindl@tpyzq.com

执业资格证书编码： S1190518060001

相关研究报告：

《阶段性反弹，行稳方能致远》——2020/10/18
《节后反弹，阶段性修复》——2020/10/11
《“节前效应”短期扰动，中期布局时机将现》——2020/9/27
《需求端发力，复苏主线深化演绎》——2020/9/20
《炒作降温，顺周期持续修复》——2020/9/13
《阶段性盘整，静待曙光》——2020/9/06
《“金九”将至，稳中向上》——2020/8/30
《无惧资金分流扰动，金融周期持续发力》——2020/8/23
《震荡接近尾声，金融周期补涨可持续》——2020/8/16
《8月蓄力，风格均衡》——2020/8/2
《震荡蓄力，蓝筹补涨可期待》——2020/7/26
《情绪释放正常调整，布局核心资产》——2020/7/19
《不惧波动，保持牛市思维》——2020/7/12
《博弈补涨，用核心资产应对风格均衡》——2020/7/5
《7月淡化指数，坚守核心资产》——2020/6/28
《结构胜于大势，保持定力》——2020/6/21
《分化持续，以守为攻》——2020/6/14

风险提示：货币收紧；中美关系反复

核心结论：以逸待劳，震荡下沿不悲观。短期A股回调幅度不必过度悲观，此前市场所担心的二次疫情、中美等海外风险有边际缓和，“十四五”规划窗口也将打开国内政策空间。此外，短期外资虽有持续流出，但弱美元周期下，人民币升值空间打开，利于外资回流A股；国内三季度经济延续复苏，需求端持续发力，餐饮等可选消费仍有修复空间，即使近期大盘出现回调，已回调至震荡区间下沿，基本面和外资等也不支持A股市场的持续回调。从中长期来看，经济企稳复苏，企业盈利改善、外资流入（弱美元）、居民存款搬家（利率低位）等趋势也并未改变。

美国大选仍存不确定性，短期阶段性修复情绪。美国实行“选举人团制度”，11月3日普选票数最多者也未必当选，后续大选结果仍存不确定性。近期民调数据也呈现较大波动，目前拜登民调数据仍保持领先优势，但优势较此前有所收窄。对比拜登和特朗普的主张差异来看，拜登在清洁能源、防疫、移民方面态度积极，不支持使用关税，但对倾销和知识产权侵权也态度强硬；特朗普在金融放松、减税方面态度积极，对科技巨头态度反复，支持“极端关税”。短期来看，由于美国新政府上台，首要任务应是先稳定本国“两院”，A股短期外部扰动将有边际缓解；但也需认识到，中美两国的竞争关系是中长期矛盾。

经济修复放缓，可选消费仍有修复空间。国内经济Q3修复放缓，实际GDP增速达4.9%，2020年目前整体0.7%，累计转正。生产端，仍在超预期不断扩张。9月工业增加值同比增6.9%，累计同比增1.2，受益于出口和投资带动下内外需持续回暖的拉动。投资方面，动力持续表现切换，地产强于基建。1-9月固定资产投资额累计同比0.8%，首次出现转正。消费方面，9月社会消费品零售额同比增长3.3%，较上月回升2.8个百分点，但餐饮等可选消费仍有修复空间。往后看，地产受益于需求和房企资金流改善，仍能保持增长韧性；随着居民疫情后积压需求的逐渐释放以及经济活动逐渐向正常回归，可选消费持续回暖；出口在外需改善下持续保持韧性，但欧美等国的经济和就业短期内难以恢复到疫情前水平，出口也存在一定波折。

短期外资持续流出，中长期外资入市不悲观。近期北上资金已连续7个交易日净流出，10月19日以来，北上资金合计净流出140.26亿元，相较此前每日净流出未超10亿有明显放大。近期北上资金流出：一是，基于对估值的担忧，此前外资偏好的食品饮料、医药等消费行业普遍历史估值已超80%；二是，基于调仓换股的需求，从近期板块轮动较快可见一斑，致使赚钱效应较差，进一步强化了外资流出。但短期北上资金的持续流出，并不意味着后市我们对外资入市节奏悲观。一方面，中长期美元将维持弱势，由此打开人民币升值空间，利于外资的持续流入。另一方面，国内资本市场对外开放是长期战略。

配置建议：市场情绪修复背景下，核心主线将围绕经济复苏（补库存）+政策催化（十四五），建议关注顺周期板块，风格应相对均衡。1）低估值但业绩有持续改善空间：银行、保险；2）低估值且边际需求良好：化工、煤炭、天然气、有色、机械、地产；3）“科技+制造内循环”：光伏、新能源汽车、5G基建、云计算、；4）“消费内循环”：可选消费中的汽车、消费电子、家电、家居、影视影院。

目 录

核心结论：以逸待劳，震荡下沿不悲观 4
1、美国大选仍存不确定性，短期阶段性修复情绪 4
2、经济修复放缓，可选消费仍有修复空间 6
3、短期外资持续流出，中长期外资入市不悲观 7
4、以逸待劳，震荡下沿不悲观 8

图表目录

图表 1：总统大选日之后的选举团投票对大选结果至关重要 5
图表 2：拜登和特朗普的主张差异 5
图表 3：GDP 增速在 Q3 修复放缓，累计增速转正 7
图表 4：9 月生产端仍在超预期不断扩张 7
图表 5：9 月地产投资继续强于基建投资 7
图表 6：后续餐饮等可选消费仍有修复空间 7
图表 7：节后外资持续流出 8
图表 8：人民币持续升值突破 6.7 8
图表 9：指数估值分化持续收敛（截止 2020 年 10 月 22 日） 9
图表 10：金融板块估值修复明显（截止 2020 年 10 月 22 日） 9

核心结论：以逸待劳，震荡下沿不悲观

短期 A 股回调幅度不必过度悲观，此前市场所担心的二次疫情、中美等海外风险有边际缓和，“十四五”规划窗口也将打开国内政策空间。此外，短期外资虽有持续流出，但弱美元周期下，人民币升值空间打开，利于外资回流 A 股；国内三季度经济延续复苏，需求端持续发力，餐饮等可选消费仍有修复空间，即使近期大盘出现回调，已回调至震荡区间下沿，基本面和外资等也不支持 A 股市场的持续回调。从中长期来看，经济企稳复苏，企业盈利改善、外资流入（弱美元）、居民存款搬家（利率低位）等趋势也并未改变。

配置建议：市场情绪修复的背景下，核心主线将围绕经济复苏（补库存）+政策催化（10 月的十九届五中全会），建议关注顺周期板块，风格应相对均衡。1）低估值但业绩有持续改善空间：银行、保险；2）低估值且边际需求良好：化工、煤炭、天然气、有色、机械、地产；3）“科技+制造内循环”：光伏、新能源汽车、5G 基建、云计算；4）“消费内循环”：可选消费中的汽车、消费电子、家电、家居、影视影院。

1、美国大选仍存不确定性，短期阶段性修复情绪

按照美国选举制度，11 月 3 日将举行全国选民投票日，即“总统大选日”。然而，美国大选实行“选举人团制度”，11 月 3 日普选票数最多者也未必当选，12 月 14 日选举团投票才是决定性结果，后续美国大选结果仍存不确定性。近期民调数据也呈现较大波动，目前拜登民调数据仍保持领先优势，但优势较此前有所收窄，截止 10 月 22 日，拜登选票较特朗普领先仅 7.9 个百分点，此前差距曾超过 10 个百分点，可见民调数据对大选结果的指引也存在较大不确定性。

通过对比拜登和特朗普的主张差异来看，拜登在清洁能源、防疫、移民方面态度积极，不支持使用关税，但对倾销和知识产权侵权也态度强硬；特朗普在金融放松、减税方面态度积极，对科技巨头态度反复，支持“极端关税”。美国大选对我国经济和 A 股的影响，短期来看，由于美国新政府上台，首要任务应是先稳定本国“两院”，对于我国而言，短期外部扰动将有边际缓解；但也需认识到，中美两国的竞争关系是中长期矛盾，无论谁当选，美国对我国的科技、军事遏制是美国两党的基本共识。阶段性的情绪修复后，后续仍可能面临美国新政府出台的遏制挑战。

图表 1：总统大选日之后的选举团投票对大选结果至关重要

日期	美国大选流程
2020/9/29	第一次总统候选人辩论
2020/10/7	副总统候选人辩论
2020/10/15	第二次总统候选人（已取消）
2020/10/22	第三次总统候选人辩论
2020/11/3	总统大选日
2020/12/14	选举人团投票
2021/1/20	新任总统就职

资料来源：太平洋证券整理

图表 2：拜登和特朗普的主张差异

	拜登（民主党）	特朗普（共和党）
移民	**友好**：主张撤销特朗普的移民政策，如结束边境的“国家紧急状态”、保障“追梦人”等。	**抵制**：继续要求加强边境安全，废除奥巴马有关移民改革行政令等
经济与就业	**失业救济**：反对减税，在就业上更强调提升最低工资、促进种族平等政府保障措施	**刺激经济**：宣扬执政期间的经济政策与成就，包括全面减税、鼓励制造业回流与就业等，强调经济增长对就业、收入增长的带动作用
金融监管	**支持强化**金融监管	**支持放松**金融监管
税收	**主张增税**：提议提高个人所得税的最高边际税率，以加强对高收入人群的征税力度，扭转特朗普的 2017 年减税措施。	**不会增税**：持续宣传他的 2017 年减税措施，以举例说明他拉动经济的方法
科技	**批评态度**：拜登曾指责脸书和其他科技巨头，并提议针对这些公司设定最低联邦税。拜登曾表示，解散像脸书一样的公司是“我们需要认真思考的问题”。	**扑朔迷离**：特朗普经常指责亚马逊和它的 CEO 杰夫·贝索斯，但又和苹果公司的蒂姆·库克会面，并称赞库克是一名“伟大的高管”。特朗普政府曾针对美国科技巨头开展了大范围的反垄断调查。
对外政策（贸易）	**联盟施压**：强调对外团结，希望重构盟友关系，结束阿富汗和中东战争；不支持使用关税武器，但也关注“不正当竞争”问题，倾向于通过团结盟友向中国等“贸易政策滥用者”施压	**极端关税**：继续强调“美国优先”，恢复美国在全球外交的地位，重塑美国军事力量，让盟友承担更多防务费用；继续坚持对进行“不公平倾销和补贴”的国家征收惩罚性关税
	对华政策：表示将不对中国的农业产品收税，但在中国钢铁倾销和知识产权侵权问题上也持强硬态度。	**对华政策**：特朗普对中国商品加征关税以增加美国就业机会，但因此伤害了美国农民和制造业的利益。
能源与环境	**清洁能源**：支持发展清洁能源，计划重返《巴黎气候协定》	**传统能源**：坚持发展传统石化能源，退出《巴黎气候协定》
医保	**政府干预**：强调政府干预，希望推行并完善奥巴马的《平价医疗法案》。	**市场竞争**：主张通过市场竞争降低医保成本
防疫政策	**积极**：提出强制性“口罩令”，积极推进病毒检测，重回 WHO。	**消极**：长期反对、但近期开始呼吁戴口罩，退出 WHO
基建	两者均支持基建	

资料来源：太平洋证券整理

2、经济修复放缓，可选消费仍有修复空间

国内 2020Q1 经济至暗时刻过去后，Q2 迎来超预期复苏，Q3 修复放缓。2020Q3 实际 GDP 增速保持正增长，达 4.9%，2020 年目前整体 0.7%，累计转正，修复偏慢主要受可选消费修复缓慢影响。生产端，仍在超预期不断扩张。9 月工业增加值同比增 6.9%，累计同比增 1.2%，分别较上月提升 1.3、0.8 个百分点。受益于出口和投资带动下内外需持续回暖的拉动。具体来看，食品制造业（9 月 6.5%，8 月 0.5%），铁路、船舶、航空航天和其他运输制造业(9 月 3.9%,8 月-0.3%)以及非金属物制品业(9 月 9.0%,8 月 5.0%)改善明显；此前对工业增加值推动较大的汽车制造业增速回升 1.6 个百分点至 16.4%，持续处于较高增长态势；专用设备制造业和计算机、通信和其他电子设备制造业分别较上月持平、回落 0.7 个百分点，均保持 8.0%。

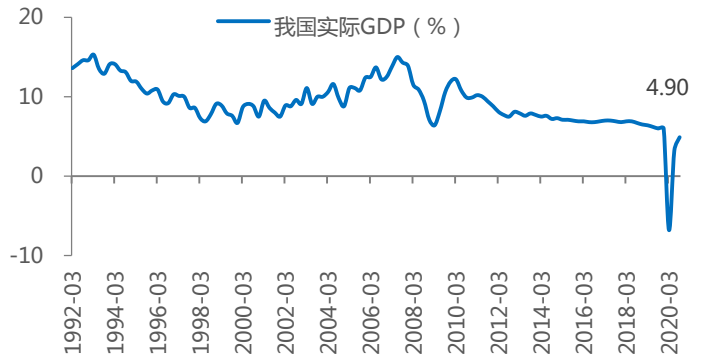
投资方面,动力持续表现切换,地产强于基建。1-9 月固定资产投资额累计同比 0.8%，首次出现转正。其中，地产累计投资较上月增长 1.0 个百分点至 5.6%，或与去年 8-10 月土地购置面积上升有关，滞后反应到今年的土地购置费中，此外，9 月商品房销售面积增长 7.25%，仍十分强劲，房企资金流也有持续改善，支撑后续回暖；制造业投资累计同比下降 6.5%，较 8 月收窄 1.6 个百分点，制造业恢复速度加快，主要受益于秋冬将至政府强调加强防疫,导致相关制造业投资增长,但制造业对固定资产投资的拖累仍在；基建投资额累计同比较 8 月上涨 0.4 个百分点至 2.42%，增速出现放缓，虽 8 月和 9 月地方债发行量大，或许由于其中基建投资占比下降导致 9 月基建投资增速增幅小于前 6 个月，不含电力基建投资累计同比跌幅较上月收窄 0.5 个百分点至 0.2%，显示秋冬到来电力、热力等基金投资有所加快。

消费方面，餐饮等可选消费仍有修复空间。9 月社会消费品零售额同比增长 3.3%，较上月回升 2.8 个百分点。其中，可选消费中化妆品、黄金珠宝仍增长明显，但较 8 月分别下滑 5.3、2.2 个百分点至 13.7%、13.1%，对此次社零增速产生较大推动，显现出疫后经济修复已呈现需求端驱动的特征。此外，汽车消费同比增长 11.2%，较 8 月虽有小幅下滑，但仍保持高增长，受部分地区再度出台汽车消费刺激政策的影响，9 月汽车消费仍处于较快增长状态;但目前餐饮收入同比下滑 2.9%,但较 8 月收窄 4.1 个百分点，餐饮行业在持续修复但速度偏缓，后续仍有修复的空间。另外，受益低基数，必需消费呈现高增速修复，粮油食品、烟酒等必需消费品的零售同比增速保持 10%左右的增长。

整体来看，9 月国内经济持续修复，动力体现变换。投资中地产强于基建，消费中可选消费仍有修复空间。往后看，地产受益于需求和房企资金流改善，仍能保持增长韧

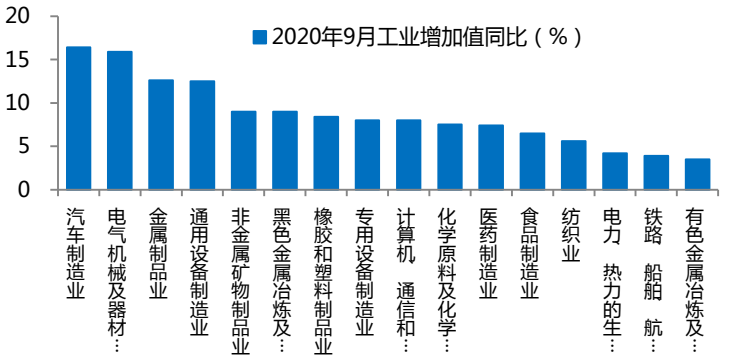
性；随着居民疫情后积压需求的逐渐释放以及经济活动逐渐向正常回归，后续可选消费持续回暖；出口在外需改善下持续保持韧性，但欧美等国的经济和就业短期内难以恢复到疫情前水平，出口也存在一定波折。

图表 3：GDP 增速在 Q3 修复放缓，累计增速转正



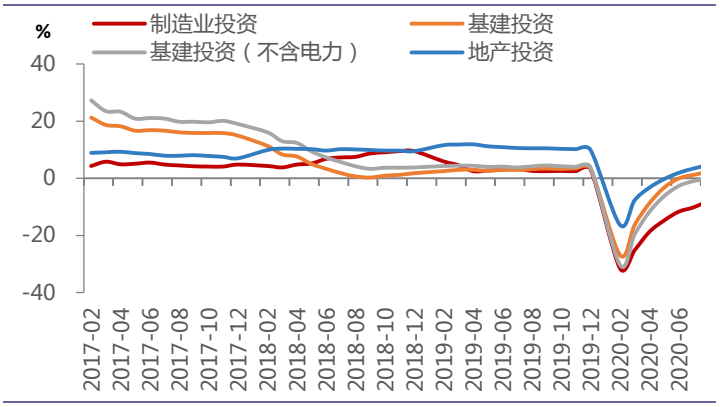
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4：9 月生产端仍在超预期不断扩张



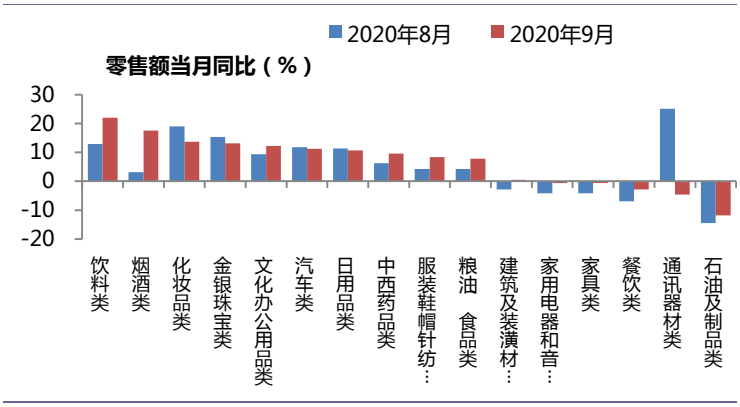
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 5：9 月地产投资继续强于基建投资



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 6：后续餐饮等可选消费仍有修复空间



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

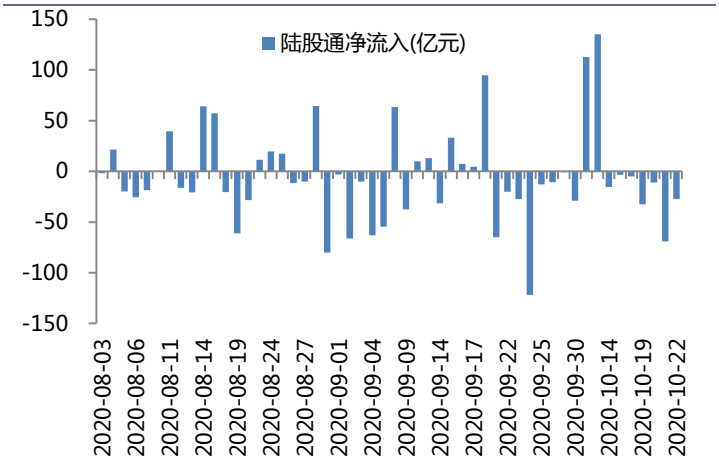
3、短期外资持续流出，中长期外资入市不悲观

近期，北上资金呈现净流出趋势，已连续 7 个交易日净流出，10 月 19 日以来，北上资金合计净流出 140.26 亿元，相较此前每日净流出未超 10 亿有明显放大。目前市场整体估值处于历史中枢偏高的水位，近期北上资金流出：一是，基于对估值的担忧，此前外资偏好的食品饮料、医药等消费行业普遍历史估值已超 80%；二是，基于调仓换股的需求，从近期板块轮动较快可见一斑，致使赚钱效应较差，进一步强化了外资流出。

但短期北上资金的持续流出，并不意味着后市我们对外资入市节奏悲观。一方面，中长期美元将维持弱势，由此打开人民币升值空间，利于外资的持续流入。历史经验显示，当美元指数走弱时，新兴市场表现要强于发达市场。截止 10 月 23 日，人民币汇率

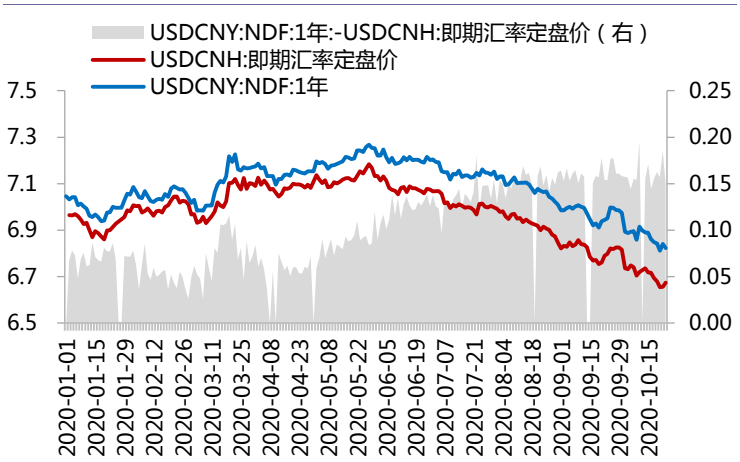
升值突破 6.7 至 6.67，相较于 5 月时底部的 7.16 仍升值幅度达到 6.79%。目前，A 股整体估值水平不贵，处于震荡区间中枢附近，A 股在全球权益资产配置中的性价比仍较高。另一方面，国内资本市场对外开放是长期战略，10 月 23 日外管局副局长、新闻发言人王春英在国新办发布会上表示，将积极推动统一 QFII/RQFII 资格要求，并将降低准入门槛同时扩大投资范围。

图表 7：节后外资持续流出



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 8：人民币持续升值突破 6.7



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

4、以逸待劳，震荡下沿不悲观

短期 A 股回调幅度不必过度悲观，此前市场所担心的二次疫情、中美等海外风险有边际缓和，“十四五”规划窗口也将打开国内政策空间。此外，短期外资虽有持续流出，但弱美元周期下，人民币升值空间打开，利于外资回流 A 股；国内三季度经济延续复苏，需求端持续发力，餐饮等可选消费仍有修复空间，即使近期大盘出现回调，已回调至震荡区间下沿，基本面和外资等也不支持 A 股市场的持续回调。从中长期来看，经济企稳复苏，企业盈利改善、外资流入（弱美元）、居民存款搬家（利率低位）等趋势也并未改变。

配置建议：市场情绪修复的背景下，核心主线将围绕经济复苏（补库存）+政策催化（10 月的十九届五中全会），建议关注顺周期板块，风格应相对均衡。1）低估值但业绩有持续改善空间：银行、保险；2）低估值且边际需求良好：化工、煤炭、天然气、有色、机械、地产；3）“科技+制造内循环”：光伏、新能源汽车、5G 基建、云计算；4）“消费内循环”：可选消费中的汽车、消费电子、家电、家居、影视影院。

图表 9：指数估值分化持续收敛（截止 2020 年 10 月 22 日）

	板块	PB	PB历史分位	PE	PE 历史分位	涨跌幅（%）		
						年初至今	近一周	3/24 反弹以来
重要指数	沪深 300	1.61	40.04%	15.00	65.84%	15.18	-1.67	33.66
	上证 50	1.29	32.06%	12.17	54.98%	9.25	-0.74	30.75
	中小板指	4.33	57.62%	34.60	65.21%	32.92	-3.78	39.90
	创业板指	7.46	90.18%	63.79	82.07%	44.64	-5.01	42.35
	中证 500	2.09	18.57%	31.61	44.69%	17.95	-3.82	24.29
	创业板 50	8.55	85.34%	77.59	85.40%	59.48	-5.10	55.81

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 10：金融板块估值修复明显（截止 2020 年 10 月 22 日）

风格	板块	PB	PB历史分位	PE	PE 历史分位	涨跌幅（%）		
						年初至今	近一周	3/24 反弹以来
周期	采掘	1.05	2.6%	15.20	24.1%	-10.34	-2.64	10.74
	化工	2.34	34.0%	30.85	51.0%	23.66	-3.53	37.49
	钢铁	0.93	13.5%	14.55	31.9%	-4.30	0.17	9.36
	有色金属	2.31	21.2%	43.38	53.2%	6.90	-1.11	27.15
	建筑材料	2.17	35.8%	14.81	11.4%	20.57	-6.10	21.64
	建筑装饰	0.93	1.2%	10.01	6.2%	-0.60	-0.92	6.45
	电气设备	3.53	54.7%	42.30	50.8%	53.98	-6.34	55.29
	机械设备	2.51	35.1%	29.99	42.4%	21.30	-4.07	31.24
	公用事业	1.34	1.6%	20.40	22.7%	0.40	-2.33	10.19
	交通运输	1.48	19.3%	23.50	52.4%	-2.27	-1.81	18.88
消费	汽车	2.09	37.1%	30.53	73.7%	30.51	-0.12	48.95
	家用电器	3.56	79.4%	24.43	60.1%	12.85	-1.30	39.66
	纺织服装	1.96	29.5%	37.56	65.0%	2.16	-4.26	11.07
	轻工制造	1.98	30.2%	27.06	27.5%	15.35	-2.04	28.46
	商业贸易	1.68	10.8%	25.06	34.0%	13.10	-1.69	21.61
	农林牧渔	3.63	52.3%	17.38	0.0%	14.35	-6.10	11.59
	食品饮料	9.51	97.2%	46.11	84.0%	53.28	-1.22	77.19
	休闲服务	6.07	85.8%	143.77	99.4%	54.54	-3.34	83.01
	医药生物	4.73	72.0%	48.83	77.3%	43.75	-5.64	41.50
金融	房地产	1.22	1.4%	9.28	4.0%	-5.59	-0.87	14.50
	银行	0.72	2.7%	6.98	33.0%	-4.85	3.92	15.90
	非银金融	2.05	31.2%	19.53	36.6%	4.88	-0.41	27.49
成长	国防军工	3.25	60.2%	72.70	68.4%	35.67	-5.99	41.86
	电子	4.24	77.5%	52.11	54.1%	28.18	-3.57	31.30

	计算机	4.59	61.0%	75.09	89.2%	18.68	-4.02	10.59
	传媒	2.80	12.1%	40.96	24.2%	18.78	-2.88	24.78
	通信	2.72	51.6%	40.40	51.6%	-0.07	-3.10	-8.97

资料来源：Wind，太平洋证券整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性:我们预计未来6个月内,行业整体回报介于市场整体水平－5%与5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
院长助理兼全国销售负责人	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京地区销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京地区销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京地区销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
北京地区销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
上海区域销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海区域销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海地区销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
上海地区销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
上海地区销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
上海地区销售	王玉琪	13122217520	wangyq@tpyzq.com
上海地区销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
上海地区销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
上海地区销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
广深地区销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深地区销售副总监	查方龙	18565481133	zhafanglong@126.com
深圳地区销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳地区销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com
深圳地区销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
深圳地区销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

研究院
中国北京 100044
北京市西城区北展北街九号
华远·企业号 D 座
电话： (8610)88321761
传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。