太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-09-27

投资策略报告

“节前效应”短期扰动，中期布局时机将现

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：

《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

《破局尚需蓄力，把握成长性确定的机会》——2020/6/7

风险提示：货币收紧；中美关系反复

核心结论：“节前效应”短期扰动，中期布局时机将现。市场仍处于震荡蓄力，破局曙光渐行渐近。欧洲二次疫情升温引发美元流动趋紧，情绪和资金博弈影响放大，致使大宗商品、新兴货币回调共振，但二次疫情经济冲击范围可控，无需过度担忧。A股面临中秋、国庆“节前”跨季资金考验，短期市场活跃度低迷，加剧高估值品种回调压力，市场风格趋于均衡。9月以来外资的持续流出和A股“抱团”股的明显回调或已反应流动性边际偏紧的悲观预期。虽然目前中美关系仍未明朗，但短期资金扰动过后，人民币升值空间打开将重新吸引外资回流A股，中长期经济稳步复苏、货币拐点未至的格局未变。目前市场已回调至区间震荡下沿，高估值品种估值水位也有所消化，市场中期布局时机将现。

二次疫情担忧降低风险偏好，美元流动性趋紧引发资本共振。9月21日以来，受欧洲二次疫情影响，海内外资本市场同步显现大幅回调，9月21日-25日海内外重要指数跌幅均可达到2-5%左右。美国也曾在此前的6月经历了二次疫情冲击，并且在借鉴前期防疫经验的情况下，二次疫情对经济的冲击应会在可控范围。近期资本市场剧震原因包括：其一，欧洲二次疫情引发美元流动性紧张，由于美元指数被动走强加剧了国际大宗商品、新兴市场汇率等关联资本市场的波动，影响范围和情绪传递扩散更快；二是，当下国内外的资本市场在经历疫情后均得到不同程度的修复，全球经济逐步走向正轨，后续宽松货币和积极财政的政策空间愈发变小，导致市场进入资金博弈主导状态。

季末资金面“紧平衡”，短期“节前效应”不足以支撑高估值。9月24日央行开展1200亿元14天逆回购操，超额续作净投放100亿元。此前8月底央行就曾开展过14天逆回购操作，引发市场对央行锁短放长、抬高资金成本、政策转向的担忧。从过去经验来看，此次央行操作也正是基于国庆节假期、跨季等资金扰动进行对冲。叠加9月15日央行超额续作MLF的操作，积极投放14天逆回购进一步增加长线资金供应，符合8月以来政府债券集中发行、满足金融机构需求的货币政策目的。虽然中期货币政策方向上仍未收紧的迹象，但短期市场活跃度的回落，叠加边际资金兑现收益的撤离，加剧了市场回调，高估值品种难以“独善其身”，市场风格走向均衡。

重申人民币升值空间打开，资金扰动后利于外资回流。6月以来，人民币汇率持续升值，但短期美元流动性紧张引发人民币贬值，截止9月25日，人民币汇率重回6.8，但相较于5月时底部的7.16仍升值幅度达4.77%，人民币升值存在中长期趋势。虽然当下A股短期仍面临中美关系的不明朗和疫情担忧情绪，9月21日-25日一周，北上资金大幅净流出超200亿元，未来美元将在中长期保持弱势，情绪和资金的短期扰动终将过去。本轮美元走弱，伴随中国疫情率先走出疫情掣肘，A股整体估值水平不贵，A股在全球权益资产配置中的性价比较高，但从中长期来看，人民币升值将利于外资持续流向A股。

配置建议：风格均衡。1）低估值但业绩有持续改善空间：券商、保险；2）低估值且边际需求良好：建材、化工、煤炭、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、影视影院、旅游。

目 录

核心结论：“节前效应”短期扰动，中期布局时机将现 4
1、二次疫情担忧降低风险偏好，美元流动性趋紧引发资本共振 4
2、季末资金面“紧平衡”，短期“节前效应”不足以支撑高估值..... 5
3、重申人民币升值空间打开，资金扰动后利于外资回流 6
4、“节前效应”短期扰动，中期布局时机将现 7

图表目录

图表 1：全球股票市场引发较大回调 5
图表 2：9 月下旬英、法、西班牙新增确诊突破前期峰值 5
图表 3：二次疫情导致的致死率并未有大幅回升 5
图表 4：美元指数边际回升 5
图表 5：DR014 利率仍保持在高位 3.13% 6
图表 6：高估值品种陆续先于大盘指数出现明显回调 6
图表 7：近期人民币显现被动贬值 7
图表 8：近一周外资大幅流出超 200 亿 7
图表 9：目前权重指数处于历史估值 50-70%水位（截止 2020 年 9 月 25 日） 8
图表 10：各风格板块估值均有回落（截止 2020 年 9 月 25 日） 8

核心结论：“节前效应”短期扰动，中期布局时机将现

市场仍处于震荡蓄力，破局曙光渐行渐近。欧洲二次疫情升温引发美元流动趋紧，情绪和资金博弈影响放大，致使大宗商品、新兴货币回调共振，但二次疫情经济冲击范围可控，无需过度担忧。A 股面临中秋、国庆“节前”跨季资金考验，短期市场活跃度低迷，加剧高估值品种回调压力，市场风格趋于均衡。9 月以来外资的持续流出和 A 股“抱团”股的明显回调或已反应流动性边际偏紧的悲观预期。虽然目前中美关系仍未明朗，但短期资金扰动过后，人民币升值空间打开将重新吸引外资回流 A 股，中长期经济稳步复苏、货币拐点未至的格局未变。目前市场已回调至区间震荡下沿，高估值品种估值水位也有所消化，市场中期布局时机将现。

配置建议：风格均衡。1）低估值但业绩有持续改善空间：券商、保险；2）低估值且边际需求良好：建材、化工、煤炭、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、影视影院、旅游。

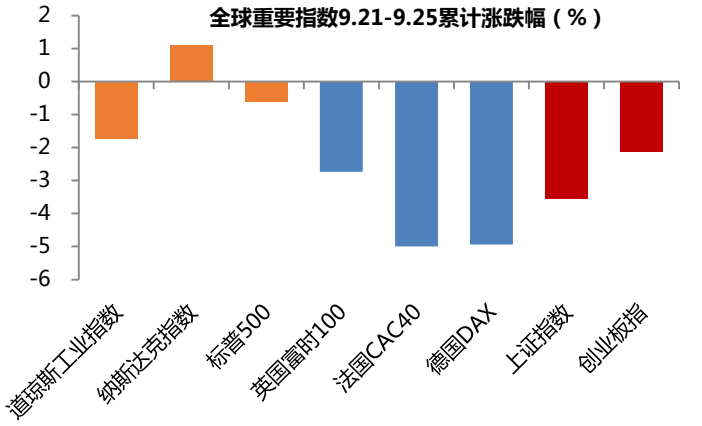
1、二次疫情担忧降低风险偏好，美元流动性趋紧引发资本共振

9 月 21 日以来，海内外资本市场同步显现大幅回调，9 月 21 日-25 日期间海内外重要指数跌幅均可达到 2-5%左右，此次回调主要由近期欧洲二次疫情担忧引发，截止 9 月 25 日，英国、法国、西班牙新增确诊人数已超过此前 3 月时峰值，德国、意大利的新增确诊人数也出现了回升，由此中国国内疫情也可能会面临一定输入性的疫情风险。实质上，美国也曾在此前的 6 月经历了二次疫情冲击，并且在借鉴前期防疫经验的情况下，二次疫情对经济的冲击应会在可控范围，伴随英、法、西班牙新增确诊猛增后的致死率并未有大幅回升。

为何此次欧洲二次疫情对资本市场的冲击明显强于美国？其原因包括：其一，欧洲二次疫情引发美元流动性紧张，由于资本市场对欧洲经济前景的担忧引发了美元指数被动走强，美元流动性趋紧加剧了国际大宗商品（美元计价）、新兴市场汇率等关联资本市场的波动，波及的投资者和资本市场范围明显增大，情绪回落导致的流动性传递扩散更快；二是，当下国内外的资本市场在经历疫情后均得到不同程度的修复，全球经济逐步走向正轨，后续宽松货币和积极财政的政策空间愈发变小，导致市场进入情绪和资本

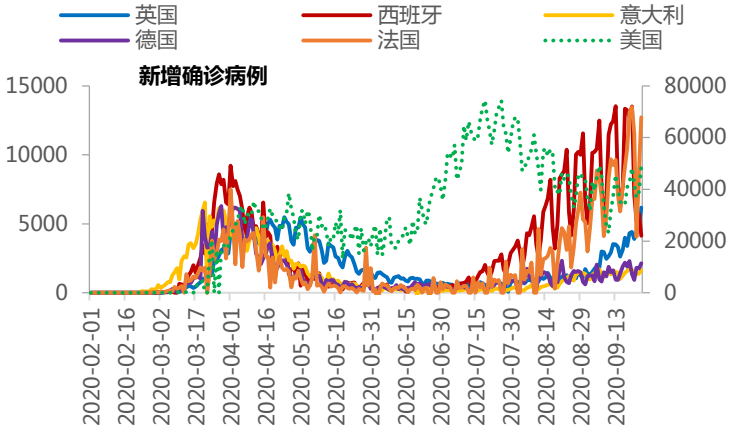
博弈影响放大的“焦灼”状态，而此前 6 月时全球经济刚进入复苏，宏观环境和政策仍有“超预期”的空间，多数全球股票市场指数也未修复至疫情前水平。

图表 1：全球股票市场引发较大回调



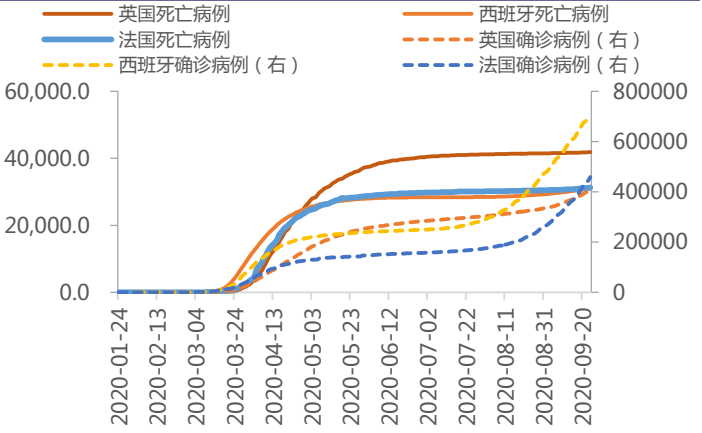
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 2：9 月下旬英、法、西班牙新增确诊突破前期峰值



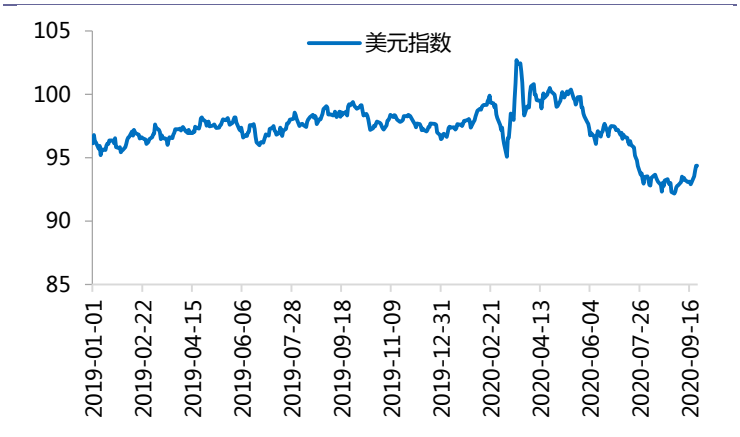
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 3：二次疫情导致的致死率并未有大幅回升



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4：美元指数边际回升



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2、季末资金面“紧平衡”，短期“节前效应”不足以支撑高估值

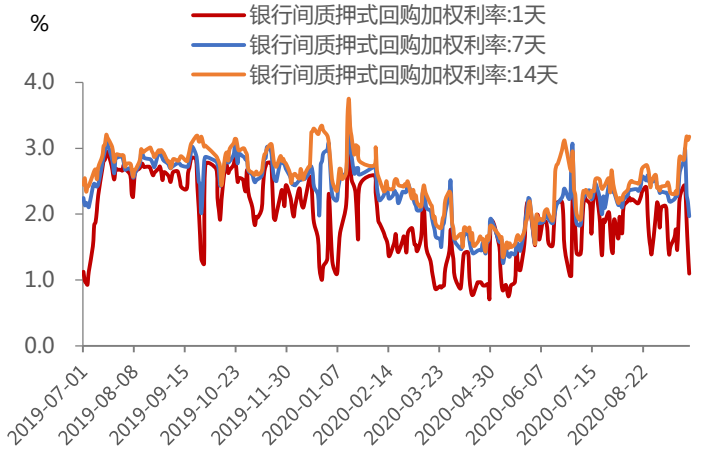
为维护季末流动性平稳，2020 年 9 月 24 日央行开展 1200 亿元 14 天逆回购操，超额续作当日到期的 7 天逆回购 1100 亿元，净投放 100 亿元。此前 8 月底央行就曾开展过 14 天逆回购操作，引发市场对央行锁短放长、抬高资金成本、政策转向的担忧。从过去经验来看，央行持续开展 14 天逆回购多处于月末、季末、春节等阶段性资金需求较多的

时间段，用于对冲资金压力，此次央行操作也正是基于国庆节假期、跨季等资金扰动进行对冲。

结合近期央行操作和市场反应来看，8 月和 9 月（截止 9 月 25 日）的逆回购操作量分别高达 2 万亿元和 2.26 万亿元，创下 2018 年以来的新高，受益于流动性投放，银行间资金价格实现回落，截止 9 月 25 日，DR001、DR007 已降至 1.10%、1.97%、而 DR014 利率仍保持在高位 3.13%，进一步验证开展 14 天逆回购所需要缓解的资金面压力。叠加此前 9 月 15 日央行超额续作 MLF 的操作，积极投放 14 天逆回购进一步增加长线资金供应，符合 8 月以来政府债券集中发行（8-9 月为传统地方发债高峰）、满足金融机构需求的货币政策目的。

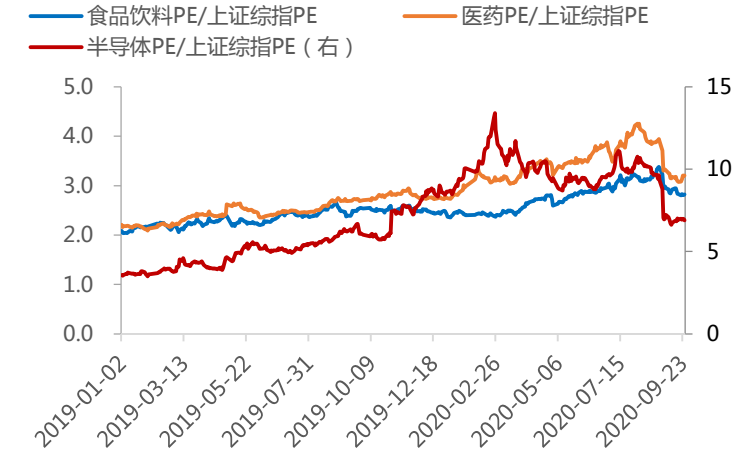
虽然中期货币政策方向上仍未收紧的迹象，但短期市场活跃度的回落，叠加边际资金兑现收益的撤离，加剧了市场回调，其中高估值品种难以“独善其身”。A 股 6 月初上证综指仅有 2880 点左右，7 月以来在周期、金融地产等蓝筹权重板块的带领下站稳 3200 点，并一度保持 3300 点的指数中枢，但自 9 月中旬以来，受中美摩擦等事件影响，市场活跃度明显回落，成交额由前期的万亿规模萎缩至 6000 亿左右的水平，近期外资边际流出进一步加剧了市场回调，导致目前上证综指已逼近 3200 点震荡区间下沿，其中高估值的科技（7 月中旬）、医药（8 月初）、食品饮料（8 月底）均陆续先于大盘指数出现明显回调，市场风格走向均衡。

图表 5：DR014 利率仍保持在高位 3.13%



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 6：高估值品种陆续先于大盘指数出现明显回调



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

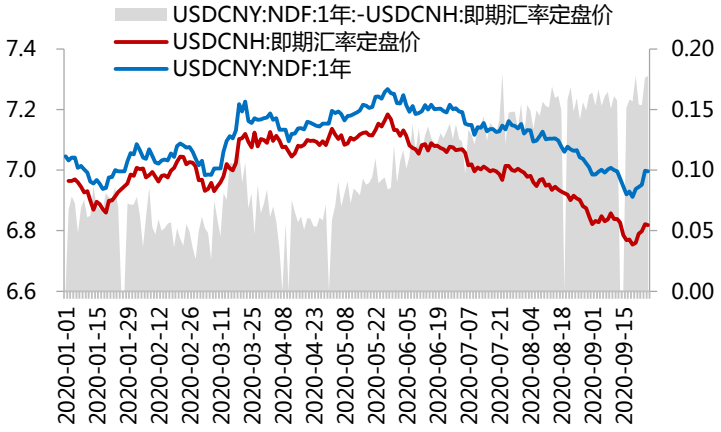
3、重申人民币升值空间打开，资金扰动后利于外资回流

6 月以来，人民币汇率持续升值，但短期美元流动性紧张引发人民币贬值，截止 9 月 25 日，人民币汇率重回 6.8，但相较于 5 月时底部的 7.16 仍升值幅度达到 4.77%。人

民币升值存在中长期趋势；一方面，受益于国内率先走出疫情阴霾，5 月以来，工业企业利润等经济指标陆续同比增速转正，展现出国内经济积极复苏的迹象；另一方面，美元维持中长期弱势，7 月至今，美元指数大幅下降 2.72%，主要由于美国财政货币化的难以退出，疫情爆发以来，美联储通过各种工具向全球提供美元流动性，包括在国内金融市场敞口式 QE（购买国债及 MBS），以及向欧洲、日本等海外央行提供美元互换，6 月中旬美联储总资产一度增加 3 万亿美元，目前仍保持 7 万亿美元的资产负债表，短期全球二次疫情的加重也将间接促使美元宽松周期难以退出，如此大规模美元流动性注入后续可能转向泛滥，相较下国内货币政策的相对稳健促使 10 年期中美利差升至 2.4%的历史高位。

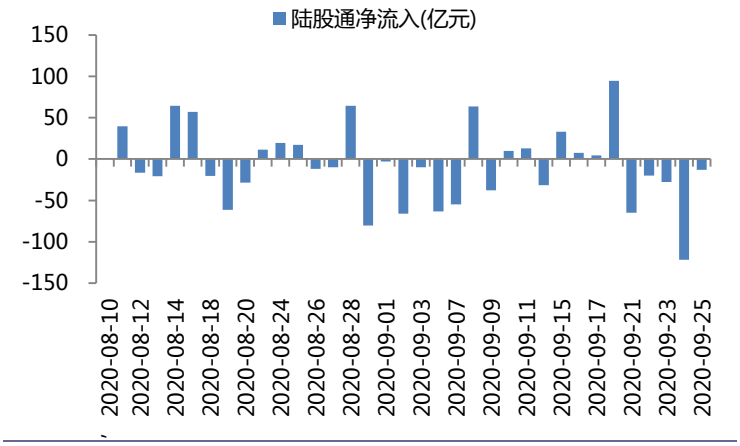
短期资金扰动过后，后续人民币升值利于外资回流 A 股。虽然当下 A 股短期仍面临中美关系的不明朗和疫情担忧情绪，9 月 21 日-25 日一周，北上资金大幅净流出超 200 亿元。未来，美元将在中长期保持弱势，情绪和资金的短期扰动终将过去。从历史经验来看，当美元指数走弱时，新兴市场表现要强于发达市场。本轮美元走弱，伴随中国疫情率先走出疫情掣肘，A 股整体估值水平不贵，A 股在全球权益资产配置中的性价比较高，但从中长期来看，人民币升值将利于外资持续流向 A 股。

图表 7：近期人民币显现被动贬值



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 8：近一周外资大幅流出超 200 亿



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

4、“节前效应”短期扰动，中期布局时机将现

市场仍处于震荡蓄力，破局曙光渐行渐近。欧洲二次疫情升温引发美元流动趋紧，情绪和资金博弈影响放大，致使大宗商品、新兴货币回调共振，但二次疫情经济冲击范围可控，无需过度担忧。A 股面临中秋、国庆“节前”跨季资金考验，短期市场活跃度低迷，加剧高估值品种回调压力，市场风格趋于均衡。9 月以来外资的持续流出和 A 股

“抱团”股的明显回调或已反应流动性边际偏紧的悲观预期。虽然目前中美关系仍未明朗，但短期资金扰动过后，人民币升值空间打开将重新吸引外资回流 A 股，中长期经济稳步复苏、货币拐点未至的格局未变。目前市场已回调至区间震荡下沿，高估值品种估值水位也有所消化，市场中期布局时机将现。

配置建议：风格均衡。1）低估值但业绩有持续改善空间：券商、保险；2）低估值且边际需求良好：建材、化工、煤炭、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、影视影院、旅游。

图表 9：目前权重指数处于历史估值 50-70%水位（截止 2020 年 9 月 25 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	1.63	41.01%	15.09	66.46%	15.64	3.39	34.18
	上证 50	1.29	31.89%	12.20	55.12%	9.29	3.15	30.79
	中小板指	4.36	58.93%	36.19	72.88%	33.11	4.43	40.10
	创业板指	7.41	90.43%	64.23	83.05%	44.38	4.55	42.09
	中证 500	2.18	22.19%	33.25	49.41%	22.81	3.75	29.42
	创业板 50	8.35	85.02%	78.47	86.79%	56.54	5.28	52.94

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 10：各风格板块估值均有回落（截止 2020 年 9 月 25 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	1.01	1.7%	14.84	21.9%	-11.62	-2.13	9.16
	化工	2.29	31.7%	29.75	48.2%	19.44	-3.60	32.80
	钢铁	0.91	11.0%	14.27	31.3%	-6.00	-3.30	7.42
	有色金属	2.26	19.5%	42.21	50.5%	4.05	-4.88	23.76
	建筑材料	2.25	39.7%	15.22	12.5%	24.08	-3.15	25.19
	建筑装饰	0.92	0.9%	9.93	5.6%	-1.07	-3.87	5.95
	电气设备	3.34	47.0%	39.86	43.9%	45.37	-3.73	46.60
	机械设备	2.45	32.8%	29.26	40.7%	18.93	-3.52	28.67
	公用事业	1.43	3.8%	19.99	18.8%	0.25	-4.00	10.02
	交通运输	1.46	18.0%	23.20	50.5%	-3.35	-3.80	17.56
消费	汽车	1.91	28.0%	27.90	68.7%	20.73	-6.09	37.78
	家用电器	3.37	72.2%	23.08	57.4%	6.78	-1.57	32.15
	纺织服装	1.92	26.6%	36.63	63.2%	-0.83	-0.60	7.82
	轻工制造	1.98	30.3%	27.08	27.6%	14.67	-3.27	27.70

	商业贸易	1.63	9.2%	25.10	34.1%	14.09	-1.64	22.67
	农林牧渔	3.89	60.7%	17.66	0.0%	19.48	-1.57	16.60
	食品饮料	9.00	96.2%	43.38	78.6%	44.56	-1.87	67.12
	休闲服务	6.75	88.8%	159.58	99.8%	71.43	0.71	103.00
	医药生物	4.79	73.4%	49.25	78.5%	44.86	1.90	42.58
金融	房地产	1.23	1.6%	9.33	4.3%	-5.12	-3.40	15.07
	银行	0.67	0.7%	6.48	19.6%	-11.61	-1.67	7.66
	非银金融	2.01	29.0%	19.02	33.9%	2.50	2.23	24.59
成长	国防军工	3.25	60.4%	72.00	67.7%	33.74	0.42	39.85
	电子	4.22	77.3%	51.52	52.7%	26.82	-3.24	29.91
	计算机	4.57	60.6%	74.58	89.1%	18.10	-2.95	10.04
	传媒	2.84	13.3%	41.26	24.6%	20.34	-2.25	26.42
	通信	2.68	49.7%	39.66	48.9%	-1.21	-3.22	-10.01

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。