太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-09-13

投资策略报告

炒作降温，顺周期持续修复

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
《以逸待劳，静待转机》——2020/5/31
《休整期，等待更好的买点》——2020/5/24
《政策窗口临近，反弹后半程》——2020/5/17

风险提示：货币收紧；中美关系反复

核心结论：炒作降温，顺周期持续修复。维持市场仍处于震荡蓄力阶段，但接近尾声的判断。未来限售股解禁和中美关系反复对市场的压制将趋于弱化，中美走向明确后，利于外资重回流入，短期美股阶段回调，外资风偏回落引发流出 A 股，但弱美元周期和人民币升值将提升 A 股回流动力。交易所提示低股价风险，市场炒作情绪受到打压，由此创业板及整体 A 股投资情绪也受到波及，市场活跃度边际回落。8 月金融、进出口、通胀数据验证经济修复韧性，但需求偏弱，就业压力仍较大，企业报表修复、逆周期调控均需要流动性宽松环境予以配合，宏观流动性保持宽松。近期部分高估值消费、科技品种回调主要受资金博弈和“恐高”兑现收益影响，经济修复阶段，消费和科技能持续保持高增速，但短期高估值需要时间消化，资金面短期压力难以支撑高估值，风格趋向平衡。

经济需求恢复较慢，压力仍存不改宽松方向。8 月社融 3.58 万亿，存量同比增长 13.3%。受益于逆周期调节发力后企业融资需求改善，以及政府融资放量。此外，M2-M1 增速剪刀差持续收敛，反映出企业经营活动现金流好转。居民部门需求继续释放，但核心 CPI 同比维持前期的 0.5%，显示下游需求修复偏缓。整体来看，8 月金融数据显示货币政策并未转向，符合流向实体的“精准投放”基调。虽然自二季度以来，我国经济得以持续回暖，但下游需求偏弱、就业等压力仍需要货币政策的支持，企业报表修复、逆周期调控均需要流动性宽松环境予以配合，宏观流动性保持宽松。

监管打压低价股炒作情绪，市场活跃度边际回落。9 月 8 日盘后交易所着力强化对创业板炒小、炒差的监管，主要是基于维护市场正常运行秩序的目的，当前市场出现了天山生物、豫金刚石和长方集团等创业板股票遭爆炒的情况，深交所要求三家公司停牌核查。由于监管打压低价股炒作情绪，创业板整体情绪也受此波及，9 月 9 日单日创业板出现明显回调。受此影响，近期市场热度呈现回落。从日均成交额、融资余额、股票风险溢价等数据显示，市场热度均有明显回落，距离 2015 年牛市初期时水平仍有较大修复空间。

重申美股阶段性回调，中美明确后利于外资回流 A 股。近期美股出现明显持续回调，截止 9 月 11 日以科技为代表的纳斯达克指数累计下跌 4.96%，跌幅明显高于道琼斯的 2.78%和标普 500 指数的 3.51%。从回调原因来看，主要与资金博弈和“恐高”兑现收益有关，目前美国宏观基本面、美元流动性、市场整体恐慌程度均显示未有明显恶化迹象。美股对 A 股的影响主要从外资方面进行传递，9 月以来陆股通已累计净流出超 148 亿元，前期外资偏爱的食品饮料、家电等消费股均有大幅流出。9 月 8 日以来外资呈现出不稳定的流入节奏，化工等周期板块是其看好的领域。可见，未来随着中美关系的逐步明朗化，在弱美元周期和人民币升值的背景下，外资仍有回流 A 股较强的动力。

配置建议：顺周期品种修复可持续。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”：5G 基建、云计算、电气设备、新能源汽车；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:炒作降温，顺周期持续修复 4
1、经济需求恢复较慢，压力仍存不改宽松方向 4
2、监管打压低价股炒作情绪，市场活跃度边际回落 5
3、重申美股阶段性回调，中美明确后利于外资回流 A 股 7
4、炒作降温，顺周期持续修复 8

图表目录

图表 1：社融连续 6 个月好于去年同期 5
图表 2：8 月政府债券融资保持 2019 年以来的相对高位 5
图表 3：8 月中长期融资需求仍较旺盛 5
图表 4：8 月 M2-M1 剪刀差边际收敛，企业经营持续好转 5
图表 5：创业板换手率有所回升 6
图表 6：目前 9 月日均成交额降至万亿以下 6
图表 7：融资占成交额比重明显回落至历史低位 6
图表 8：股权风险溢价历史百分位仅有 58.6% 6
图表 9：TED 利差保持低位显示美元流动性未紧张 7
图表 10：美联储未有明显缩表 7
图表 11：近期外资流入/出节奏表现反复 8
图表 12：近期外资流入化工、交运等周期行业 8
图表 13：权重指数已修复至历史估值 50-70%水位（截止 2020 年 9 月 11 日） 8
图表 14：各类风格估值均有回落（截止 2020 年 9 月 11 日） 9

核心结论:炒作降温，顺周期持续修复

维持市场仍处于震荡蓄力阶段，但接近尾声的判断。未来限售股解禁和中美关系反复对市场的压制将趋于弱化，中美走向明确后，利于外资重回流入。短期美股阶段回调，外资风偏回落引发流出 A 股，但弱美元周期和人民币升值将提升 A 股回流动力。交易所提示低股价风险，市场炒作情绪受到打压，由此创业板及整体 A 股投资情绪也受到波及，市场活跃度边际回落。8 月金融、进出口、通胀数据验证经济修复韧性，但需求偏弱，就业压力仍较大，企业报表修复、逆周期调控均需要流动性宽松环境予以配合，宏观流动性保持宽松。近期部分高估值消费、科技品种回调主要受资金博弈和“恐高”兑现收益影响，经济修复阶段，消费和科技能持续保持高增速，但短期高估值需要时间消化，资金面短期压力难以支撑高估值，风格趋向平衡。

配置建议：顺周期品种修复可持续。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”：5G 基建、云计算、电气设备、新能源汽车；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、经济需求恢复较慢，压力仍存不改宽松方向

8 月社融 3.58 万亿，存量同比增长 13.3%，较 7 月环比提升 0.4 个百分点，连续 6 个月好于去年同期，反映出货币政策“精准导向”下整体仍能保持较强动力。一方面，持续放量背后对应着逆周期调节发力，企业融资整体需求保持平稳，其中 8 月企业新增中长期贷款达 7252 亿元，持续好于去年同期，同比多增 2967 亿元；此外，8 月委贷+信托贷款同比没有明显收缩，仅同比少减 440 亿元，未贴现的银行承兑汇票同比多增 1284 亿元，显示严监管下表外融资逐渐恢复常态；企业股票融资同比明显改善，同比多增 1026 亿元，与 A 股近期市场表现活跃相关。

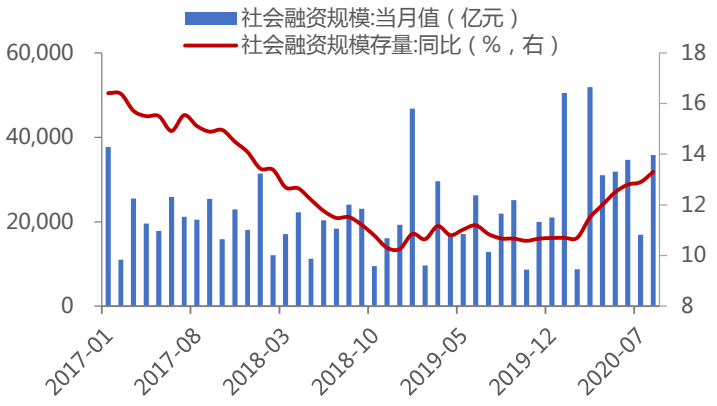
另一方面，8 月为政府发债传统“旺季”，政府债券融资规模明显提升至 1.38 万亿，较去年同期多增 8741 万亿元；此外，财政投放推升非信贷形式的货币派生也较明显，相应 8 月 M2 仍保持在 10.40%的较高增速，较 7 月持续放缓，但仍高于当前经济名义增速，M1 同比提升至 8.00%，M2-M1 增速剪刀差持续收敛，反映出企业经营活动现金流有所好转，经济需求将得到改善。

此外，居民部门需求继续释放，前期疫情期间压制的居民需求还在持续释放中，结合 CPI 来看，核心 CPI 同比维持前期的 0.5%，显示下游需求修复偏缓。8 月居民贷款新

增 8415 亿元，同比多增 1877 亿元。居民短期贷款、中长期贷款分别为 2844 亿元、5571 亿元，其中长期贷款增加与近期房地产市场的回暖有关，按揭贷款需求较旺盛。

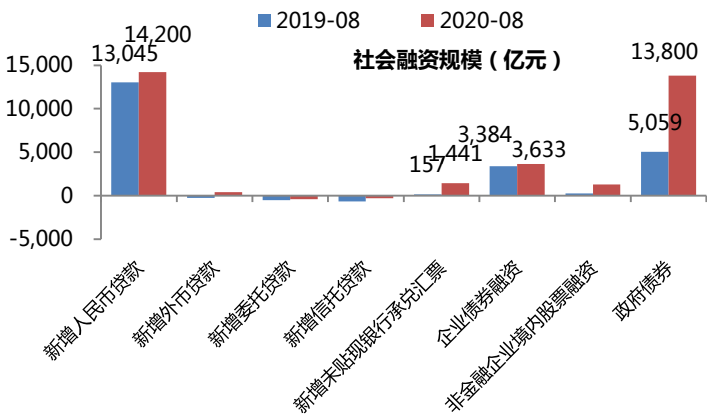
整体来看，8 月金融数据显示货币政策并未转向，符合流向实体的“精准投放”基调，但需求修复缓慢。虽然自二季度以来，我国经济得以持续回暖，但下游需求偏弱、就业等压力仍需要货币政策的支持，企业报表修复、逆周期调控均需要流动性宽松环境予以配合，宏观流动性保持宽松。

图表 1：社融连续 6 个月好于去年同期



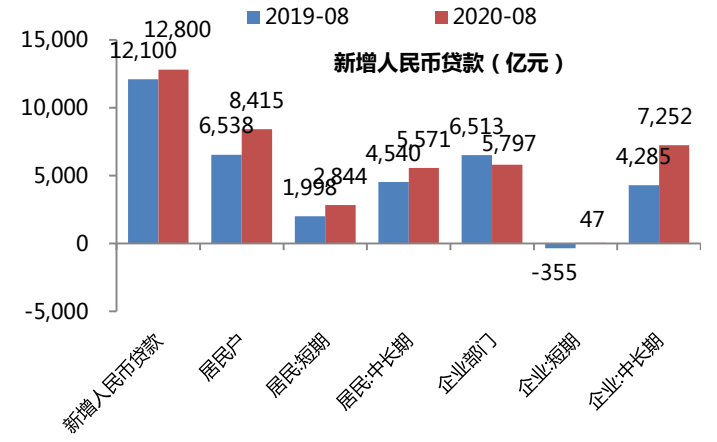
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 2：8 月政府债券融资保持 2019 年以来的相对高位



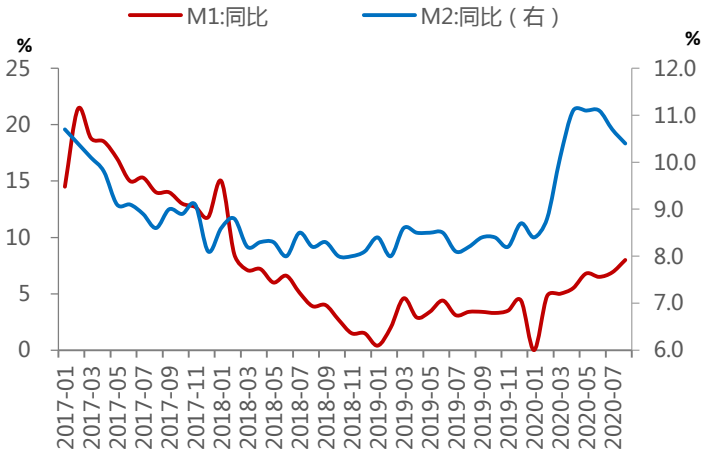
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 3：8 月中长期融资需求仍较旺盛



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4：8 月 M2-M1 剪刀差边际收敛，企业经营持续好转



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

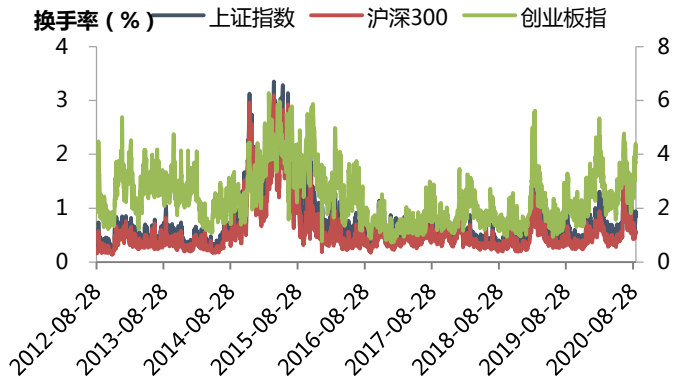
2、监管打压低价股炒作情绪，市场活跃度边际回落

9 月 8 日盘后交易所着力强化对创业板炒小、炒差的监管，主要是基于维护市场正常运行秩序的目的，因为目前市场确实出现了像天山生物、豫金刚石和长方集团等创业板股票遭爆炒的情况，深交所要求三家公司停牌核查。据中国证券报报到，目前深交所

已全面排查天山生物等公司的交易情况，发现有些交易可能涉嫌新型股价操纵行为。可见，近期低价股的上涨过程中确实存在炒作等投机行为。由于监管打压低价股炒作情绪，创业板整体情绪也受此波及，9 月 9 日单日创业板也得到明显回调，跌幅接近和超过跌停的创业板公司达到 150 家，占创业板比重达 17.6%。

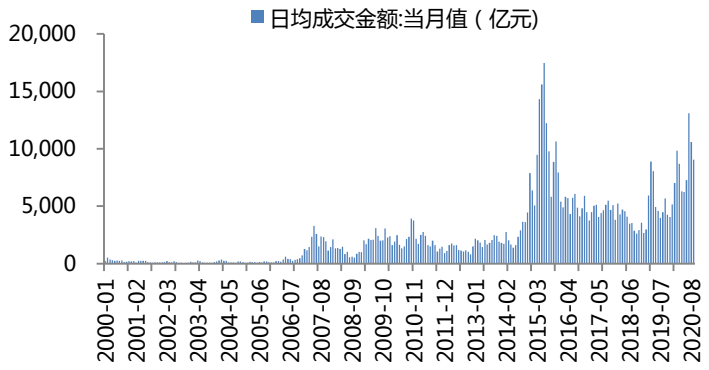
受炒作情绪打压影响，近期市场热度呈回落。从换手率来看，创业板换手率有所回升，9 月 11 日达 2.62%，历史分位 62.27%，位于 2020 年以来的偏高水平；目前 9 月日均成交额 9042.97 亿元，仍处于 2015 年 3 月时水平，较 8 月的 1.06 万亿日均成交额环比下滑 14.63%；融资余额回落，目前 9 月融资余额达 1.41 万亿，较 8 月较少 13.67 亿，融资余额水平仍保持 2015 年 3 月左右水平，但融资占成交额比重 7.83%，明显回落至历史低位；截止 9 月 11 日，股票风险溢价 ERP 达 3.34%，历史百分位仅有 58.6%，与 2015 年 4 月时水平接近。反映当下市场热度距离 2015 年牛市初期时水平也有明显差距。

图表 5：创业板换手率有所回升



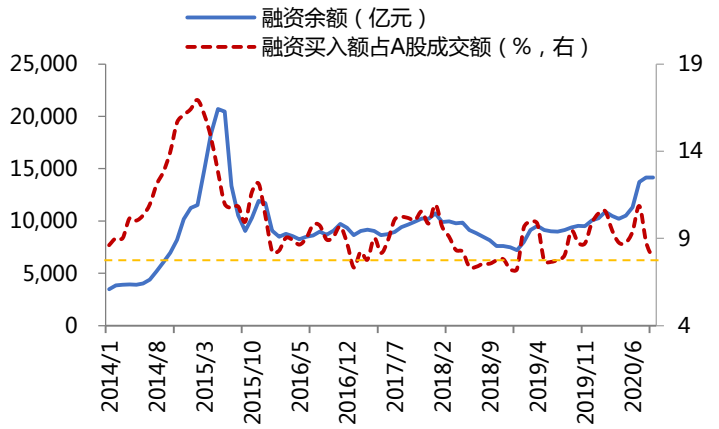
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 6：目前 9 月日均成交额降至万亿以下



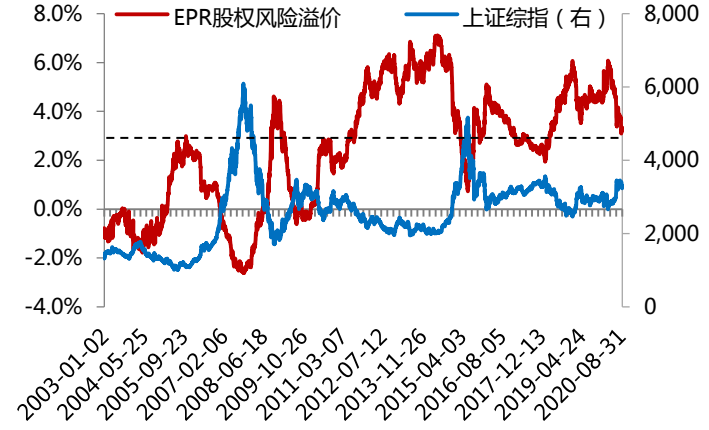
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 7：融资占成交额比重明显回落至历史低位



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 8：股权风险溢价历史百分位仅有 58.6%



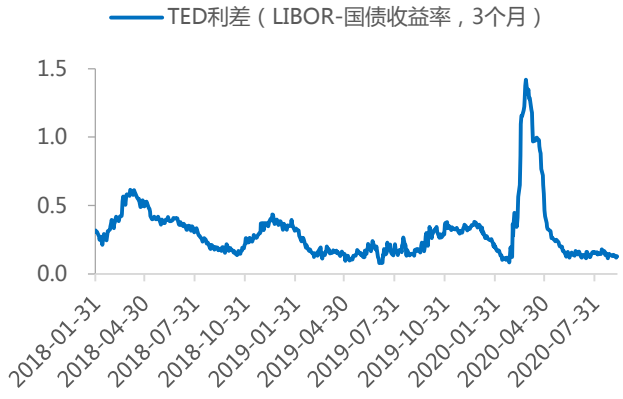
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

3、重申美股阶段性回调，中美明确后利于外资回流A股

9月3日以来，美股持续回调，截止9月11日科技为代表的纳斯达克指数累计下跌7.20%，跌幅明显高于道琼斯的3.45%和标普500指数的4.76%。从回调原因来看，系主要与资金博弈和“恐高”兑现收益有关。一是，宏观经济方面，美国疫情控制仍在持续改善，新增确认人数高位持续回落，此外刚公布的首次申请失业金人数降至88.1万人，8月制造业PMI达到56，均显示美国经济修复持续向好；二是，流动性方面，美元指数基本保持持平，TED利差（LIBOR-国债收益率，3个月）保持在低位，美联储未有明显收紧资产负债表，显示美元流动性并未大幅收紧；三是，虽然美国国债收益率有所回升至0.67%，VIX指数边际回落，黄金等核心避险资产依然平稳，显示市场避险情绪未出现大面积群体式的恐慌迹象。综上，可见此次美股回调，与宏观基本面和恐慌等避险情绪影响较小，主要与资金博弈和兑现收益有关。

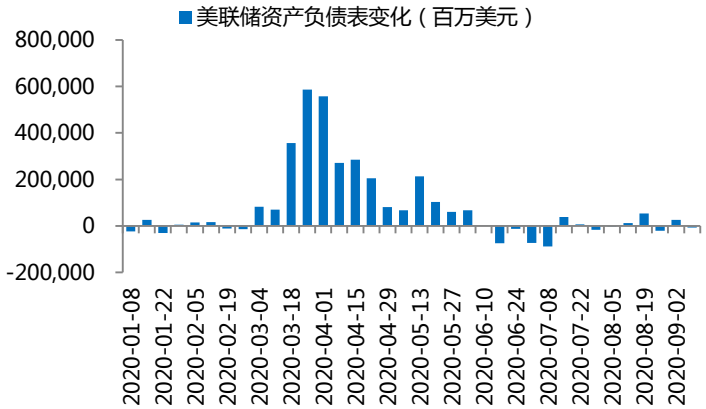
美股对A股的影响主要从外资方面进行传递，资金风偏回落，尤其前期受益于外资流入的消费股在估值水位较高后，9月4日以来也呈现出“恐高”兑现收益的情况，9月以来陆股通已累计净流出超148亿元，前期外资偏爱的食品饮料、家电等消费股均有大幅流出，9月8日以来外资呈现出不稳定的流入节奏，化工等周期板块是其看好的领域，可见，未来随着中美关系的逐步明朗化，在弱美元周期和人民币升值的背景下，外资仍有回流A股较强的动力。

图表9：TED利差保持低位显示美元流动性未紧张



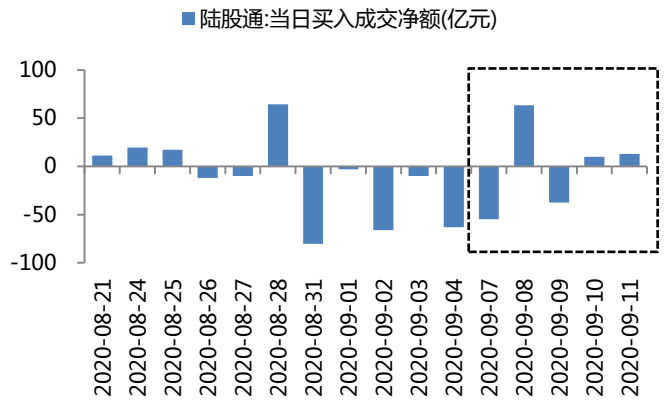
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表10：美联储未有明显缩表



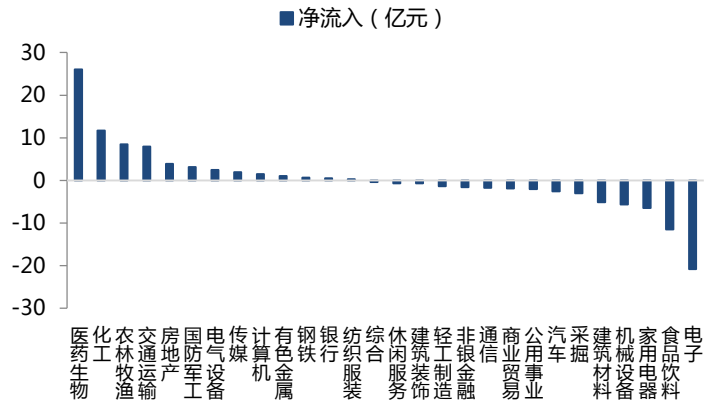
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 11：近期外资流入/出节奏表现反复



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 12：近期外资流入化工、交运等周期行业



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

4、炒作降温，顺周期持续修复

维持市场仍处于震荡蓄力阶段，但接近尾声的判断。后续限售股解禁和中美关系反复对市场的压制将趋于弱化，中美走向明确后，利于外资重回流入。短期美股阶段回调，外资风偏回落引发流出 A 股，但弱美元周期和人民币升值将提升 A 股回流动力。交易所提示低股价风险，市场炒作情绪受到打压，由此创业板及整体 A 股投资情绪也受到波及，市场活跃度边际回落。8 月金融、进出口、通胀数据验证经济修复韧性，但需求偏弱，就业压力仍较大，企业报表修复、逆周期调控均需要流动性宽松环境予以配合，宏观流动性保持宽松。近期部分高估值消费、科技品种回调主要受资金博弈和“恐高”兑现收益影响，经济修复阶段，消费和科技能持续保持高增速，但短期高估值需要时间消化，资金面短期压力难以支撑高估值，风格趋向平衡。

配置建议：顺周期品种修复可持续。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”：5G 基建、云计算、电气设备、新能源汽车；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 13：权重指数已修复至历史估值 50-70%水位（截止 2020 年 9 月 11 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	1.59	37.98%	14.75	64.50%	12.95	-3.94	31.07
	上证 50	1.26	28.55%	11.92	53.95%	6.60	-2.07	27.58
	中小板指	4.26	54.80%	35.31	69.15%	29.86	-5.97	36.69
	创业板指	7.24	90.05%	62.80	81.10%	41.07	-7.66	38.84

	中证 500	2.13	20.02%	32.47	47.62%	19.82	-5.26	26.27
	创业板 50	8.12	84.06%	76.39	85.50%	52.06	-7.64	48.56

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 14：各类风格估值均有回落（截止 2020 年 9 月 11 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	1.03	1.8%	15.14	23.7%	-9.74	-1.93	11.48
	化工	2.30	32.1%	29.85	48.6%	20.28	-5.84	33.73
	钢铁	0.91	11.0%	14.67	32.0%	-3.25	-1.07	10.56
	有色金属	2.34	22.0%	43.73	54.0%	8.24	-3.88	28.74
	建筑材料	2.27	40.7%	15.38	12.8%	25.74	-5.60	26.87
	建筑装饰	0.96	2.2%	10.30	8.5%	1.90	-3.19	9.13
	电气设备	3.29	45.0%	39.35	42.9%	44.40	-2.71	45.63
	机械设备	2.44	32.7%	29.23	40.7%	19.13	-5.06	28.90
	公用事业	1.48	5.6%	20.75	25.7%	3.93	-2.76	14.06
	交通运输	1.50	20.6%	23.93	55.3%	-0.37	-2.28	21.19
消费	汽车	1.88	26.4%	27.56	68.4%	19.36	-3.01	36.22
	家用电器	3.32	70.6%	22.72	56.8%	5.07	-4.11	30.02
	纺织服装	1.88	24.1%	35.67	61.1%	-0.60	-2.13	8.07
	轻工制造	2.06	33.2%	27.84	29.0%	17.89	-4.87	31.29
	商业贸易	1.66	10.1%	25.62	35.0%	16.40	-4.10	25.16
	农林牧渔	4.08	66.6%	18.58	0.1%	25.40	-11.01	22.39
	食品饮料	9.43	97.3%	45.50	83.2%	51.17	-6.24	74.76
	休闲服务	6.49	88.0%	153.37	99.9%	64.92	-6.13	95.30
	医药生物	4.82	73.8%	49.54	79.0%	45.83	-7.59	43.54
金融	房地产	1.27	2.5%	9.61	5.7%	-2.33	-0.95	18.45
	银行	0.67	0.7%	6.54	21.1%	-10.75	-0.72	8.71
	非银金融	1.96	25.0%	18.59	31.7%	0.16	-3.12	21.75
成长	国防军工	3.23	59.8%	71.61	67.3%	33.10	-7.84	39.17
	电子	4.31	78.8%	52.76	55.8%	29.50	-5.37	32.65
	计算机	4.67	62.9%	76.28	90.6%	20.65	-6.69	12.43
	传媒	2.88	13.8%	41.94	25.1%	21.82	-6.35	27.97
	通信	2.74	52.7%	40.57	52.2%	0.94	-8.03	-8.05

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。