太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-09-06

投资策略报告

阶段性盘整，静待曙光

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：

《“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
《外围风险可控，护航A股反弹》——2020/5/10

风险提示：货币收紧；中美关系反复

核心结论：维阶段性盘整，静待曙光。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。但国内公募机构的偏股型新发基金仍保持在千亿规模的高位，融资余额持续回升。创业板注册制引发的资金分流效应影响有限，市场反应理性，活跃度提升。8月PMI数据验证经济修复韧性，但目前下游消费需求偏弱、就业等压力仍较大，企业尚处于报表修复阶段，需要流动性宽松环境予以配合，宏观流动性拐点未至。近期部分高估值消费品种的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，风格趋向均衡。

美股阶段性回调，风偏回落外资流出A股。近期美股出现明显回调，其中科技为代表的纳斯达克指数跌幅高于道琼斯和标普500指数。从回调原因来看，主要与资金博弈和“恐高”兑现收益有关，第二轮财政僵局的担忧或是其中诱因，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，外资风偏回落继而流出，影响其大幅买入且高估值的消费股。

PMI持续向好，需求端发力。8月制造业PMI指数为51.0，较7月的51.1环比回落0.1，但仍在荣枯线以上的相对高位，显示经济修复动力仍强劲。结构上分化明显，生产降为53.5，与近期暴雨引起洪水等灾害，造成生产端周期延长有关；而新订单、新出口订单持续向好，显示需求回暖，产成品和原材料库存分别下降0.5、0.6。非制造业8月PMI55.2，较7月持续扩张，主要受益于随着疫情常态化，出行、电影等复工陆续开展，由此交通、娱乐以及住宿等分项明显回升。但建筑业PMI小幅回落0.3至60.20，虽仍在扩张区间，但可能代表着政策刺激的趋弱。

8月一级市场融资需求较大，公募新发基金保持高位。从目前公开可得数据来看，8月A股增量资金的主要来源来自公募、两融。2020年8月单月数据显示，偏股型公募（股票型+混合偏股型+灵活配置型）新发行1281亿元，虽然规模较7月的2941亿元有明显下滑，但仍保持6月以来的高位水平，新发基金往往发行后有1-3个月的建仓期，可见短期公募资金仍有入场潜力；8月陆股通为代表的外资净流出20.29亿元，主要受华为、微信、TiTok等中美摩擦事件的影响，较7月净流入103.92亿元有减弱，近期外资流入/出节奏也表现反复，美国大选前仍将受扰动。8月迎来创业板注册制，一级市场融资加强了对市场资金的分流，8月IPO、增发等一级市场的融资规模达到2059.88亿元，较7月的2089.85亿元相差无几，对8月以来的震荡市形成明显压力。

配置建议：顺周期品种持续修复。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：地产、建材、化工、煤炭、有色、机械；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：阶段性盘整，静待曙光 4
1、美股阶段性回调，风偏回落外资流出 A 股 4
2、PMI 持续向好，需求端发力 5
3、8 月一级市场融资需求较大，公募新发基金保持高位 6
4、阶段性盘整，静待曙光 7

图表目录

图表 1：首次申请失业金人数回落 5
图表 2：TED 利差保持低位显示美元流动性未紧张 5
图表 3：近期美元指数保持平稳 5
图表 4：近期美联储未有缩表 5
图表 5：8 月生产受洪灾影响边际回落 6
图表 6：8 月非制造业持续扩张 6
图表 7：8 月偏股型公募新发规模回落但仍在高位 7
图表 8：8 月一级市场融资规模较 7 月差异不大 7
图表 9：2020 年以来 8 月减持规模仅高于 1 月和 4 月 7
图表 10：8-10 月将面临解禁规模的持续回落 7
图表 11：权重指数已修复至中枢偏上水位（截止 2020 年 9 月 4 日） 8
图表 12：消费、成长回落，周期估值持续提升（截止 2020 年 9 月 4 日） 8

核心结论：阶段性盘整，静待曙光

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。但国内公募机构的偏股型新发基金仍保持在千亿规模的高位，融资余额持续回升。创业板注册制引发的资金分流效应影响有限，市场反应理性，活跃度提升。8 月 PMI 数据验证经济修复韧性，但目前下游消费需求偏弱、就业等压力仍较大，企业尚处于报表修复阶段，需要流动性宽松环境予以配合，宏观流动性拐点未至。近期部分高估值消费品种的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：顺周期品种持续修复。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。

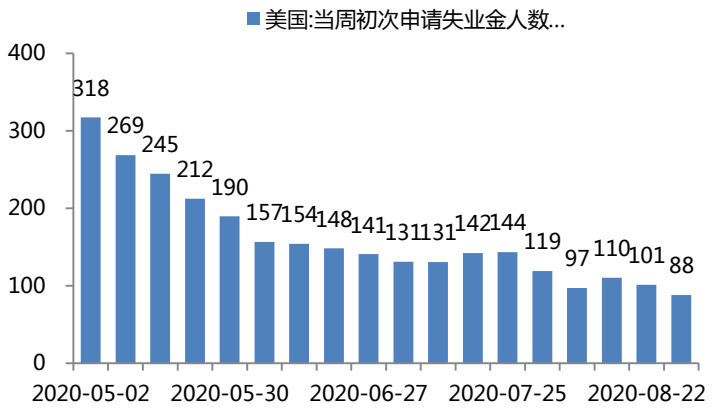
1、美股阶段性回调，风偏回落外资流出 A 股

9 月 3 日，美股出现明显回调，呈现 6 月 11 日以来最大单日跌幅，其中科技为代表的纳斯达克指数下跌 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，第二轮财政僵局的担忧或是其中诱因。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下滑至 0.64%，VIX 指数提升，但黄金等核心避险资产依然价格下跌，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 日也呈现出“恐高”兑现收益的情况，海天味业、上海梅林等前期消费强势个股陆续迎来 7 月以来单日最大跌幅，9 月 4 日单日陆股

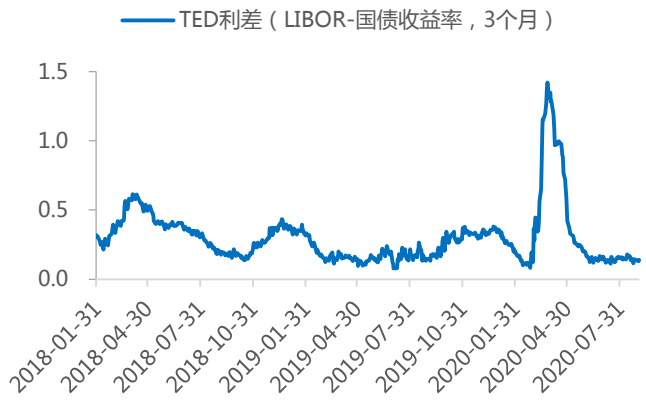
通净流出超 60 亿元，从基本面来看，受益于经济持续复苏和即将到来的消费旺季，消费板块业绩仍能持续保持高增长，可见，近期的消费股回调也主要由于估值偏贵过后资金兑现收益有关。

图表 1：首次申请失业金人数回落



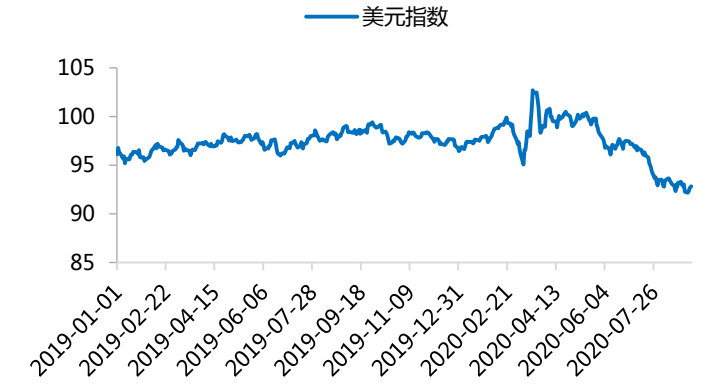
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 2：TED 利差保持低位显示美元流动性未紧张



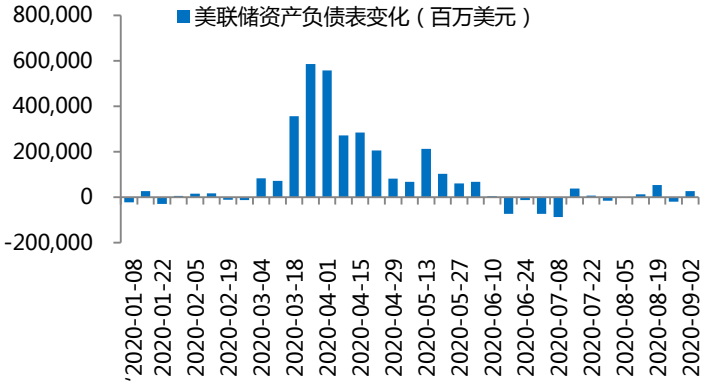
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 3：近期美元指数保持平稳



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4：近期美联储未有缩表



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2、PMI 持续向好，需求端发力

8 月制造业 PMI 指数为 51.0，

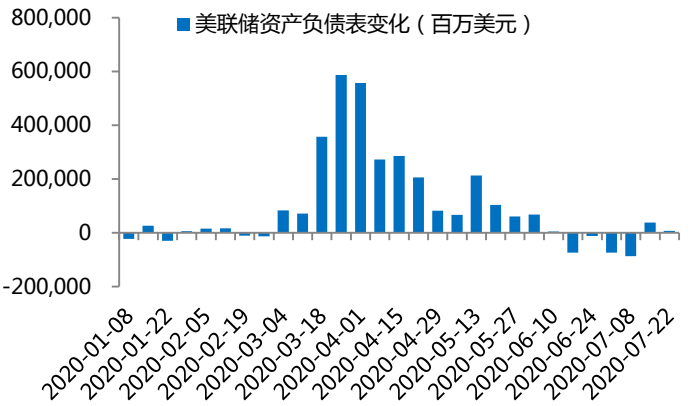
对高位，显示经济修复动力仍强

百分点，复工水平虽然已在常态，

新订单、新出口订单分别为 52.0

月回升，新出口订单指数虽仍在

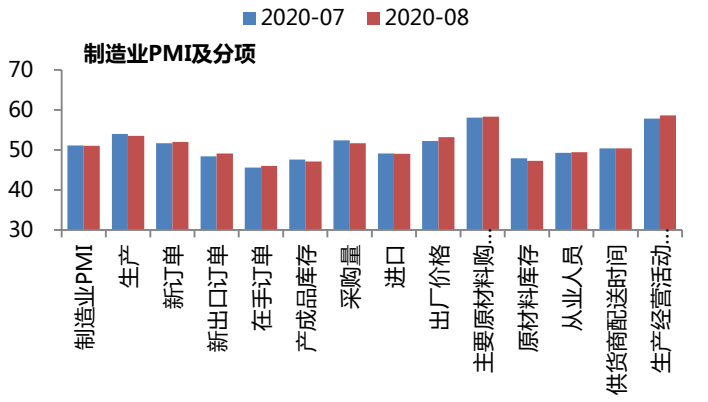
关，8 月欧美各国 PMI 均有环比



量回落 0.7，显示出新订单的需求逐渐带来原材料、产成品库存的下降，企业生产意愿加强，但在去库存压力仍在，呈现按需生产特点。

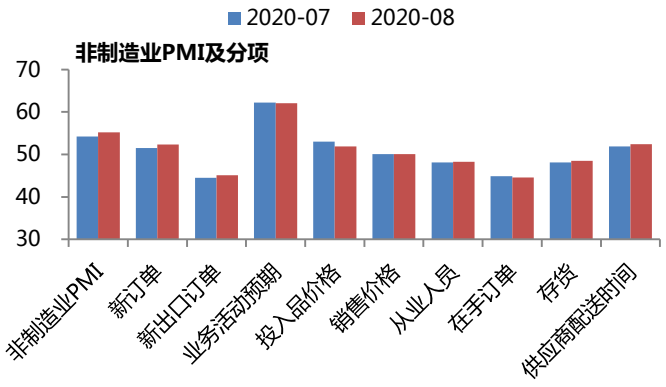
非制造业 8 月 PMI55.2，较 7 月环比回升 1，持续扩张，主要受益于随着疫情常态化，出行、电影等复工陆续开展，由此交通、娱乐以及住宿等分项明显回升，显示在疫情防控常态化下的“六稳”、“六保”政策，推动服务业发展动能十足。但建筑业 PMI 小幅回落 0.3 至 60.20，虽仍在扩张区间，但由升转降可能代表着政策刺激的趋弱。今年财政缺口压力本身较大，财政压力可能已转化为近期基建落地的不足。

图表 5：8 月生产受洪灾影响边际回落



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 6：8 月非制造业持续扩张



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

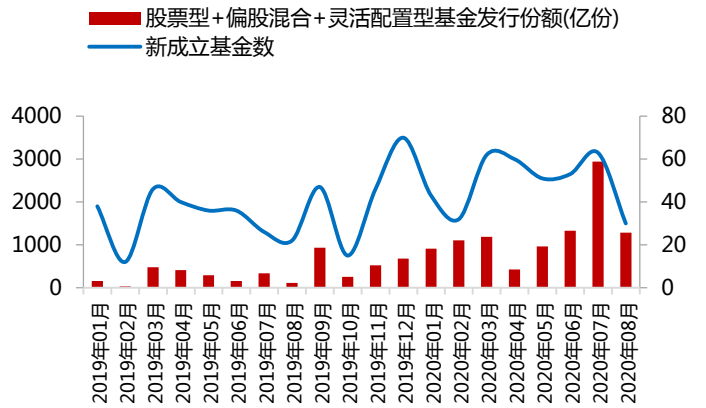
3、8 月一级市场融资需求较大，公募新发基金保持高位

从目前公开可得数据来看，8 月 A 股增量资金的主要来源来自公募、两融。2020 年 8 月单月数据显示，偏股型公募（股票型+混合偏股型+灵活配置型）新发行 1281 亿元，虽然规模较 7 月的 2941 亿元有明显下滑，但仍保持 6 月以来的高位水平，新发基金往往发行后有 1-3 个月的建仓期，可见短期公募资金仍有入场潜力；8 月陆股通为代表的外资净流出 20.29 亿元，主要受华为、微信、TiTok 等中美摩擦事件的影响，较 7 月净流入 103.92 亿元有减弱，近期外资流入/出节奏也表现反复，美国大选前仍将从中美关系方面扰动外资；8 月底，A 股融资余额升至 1.43 万亿元，较 7 月增加 536.20 亿元，连续 2 个月增幅放缓，融资买入额占比 9.72%，较 6 月和 7 月也有所下滑，融资变动往往代表高风偏资金的动向，8 月以来由于对流动性收紧、中美关系的担忧，市场风险偏好有一定回落，融资余额的持续提升显示投资者对市场仍相对乐观。

8 月迎来创业板注册制，一级市场融资加强了对市场资金的分流，8 月 IPO、增发等一级市场的融资规模达到 2059.88 亿元，较 7 月的 2089.85 亿元相差无几，对 8 月以来

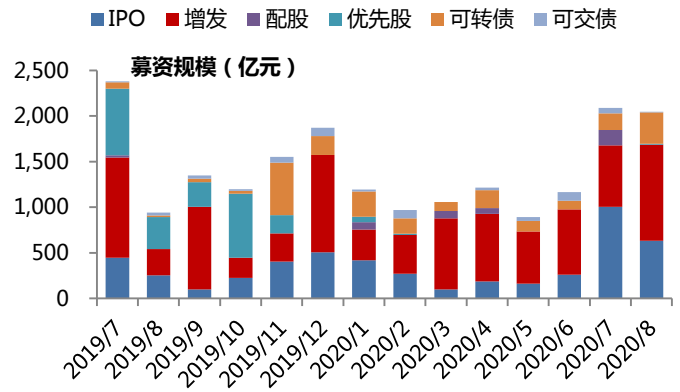
的震荡市形成明显压力，往后看，资本市场对接新兴产业领域的融资需求，一级市场的融资对 A 股的压力将是持续的。相较下，产业资本在 8 月减持 405.16 亿元，较 7 月的 863.39 亿元，有明显回落，规模上仅高出 1 月和 4 月，显示减持压力显著减小。结合未来的限售股解禁规模来看，7 月市场迎来解禁高峰后，8-10 月将面临解禁规模的持续回落，由此减持的压力也会逐渐弱化。

图表 7：8 月偏股型公募新发规模回落但仍在高位



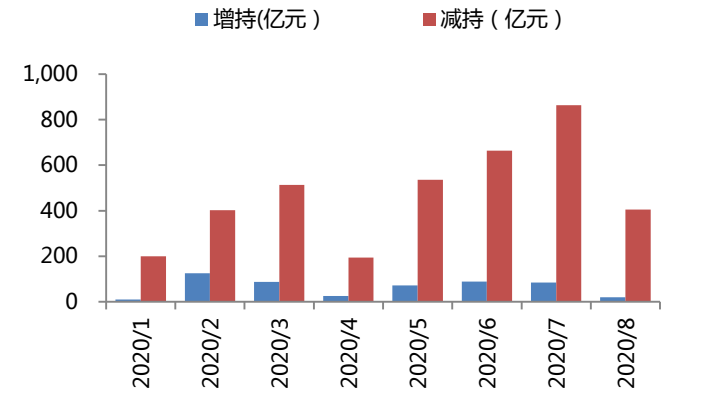
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 8：8 月一级市场融资规模较 7 月差异不大



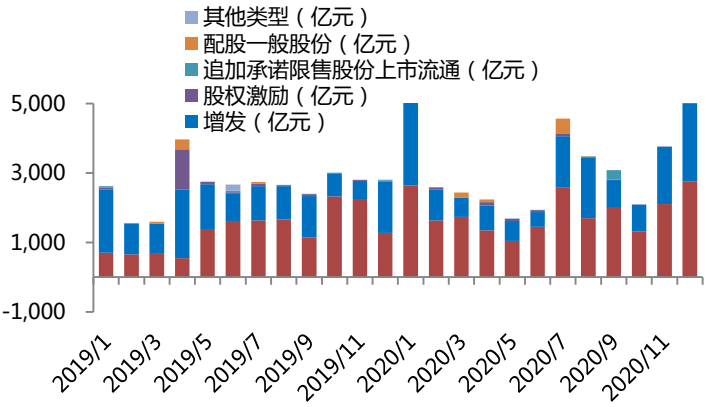
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 9：2020 年以来 8 月减持规模仅高于 1 月和 4 月



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 10：8-10 月将面临解禁规模的持续回落



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

4、阶段性盘整，静待曙光

维持市场仍处于震荡蓄力阶段，但接近尾声。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。但国内公募机构的偏股型新发基金仍保持在千亿规模的高位，融资余额持续回升。创业板注册制引发的资金分流效应影响有限，市场反应理性，活跃

度提升。8 月 PMI 数据验证经济修复韧性，但目前下游消费需求偏弱、就业等压力仍较大，企业尚处于报表修复阶段，需要流动性宽松环境予以配合，宏观流动性拐点未至。近期部分高估值消费品种的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：顺周期品种持续修复。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 11：权重指数已修复至中枢偏上水位（截止 2020 年 9 月 4 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	40.91%	15.09	66.40%	16.44	0.82	35.12
	上证 50	1.27	29.70%	12.02	54.34%	8.03	0.56	29.29
	中小板指	4.49	62.20%	37.24	76.67%	36.97	0.16	44.17
	创业板指	7.88	91.67%	67.27	87.26%	51.95	1.60	49.54
	中证 500	2.23	25.62%	33.99	51.76%	25.65	0.60	32.40
	创业板 50	8.89	87.23%	81.79	88.81%	63.87	1.28	60.10

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 12：消费、成长回落，周期估值持续提升（截止 2020 年 9 月 4 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	1.04	1.9%	15.37	24.8%	-8.31	0.41	13.25
	化工	2.43	38.9%	31.59	52.8%	27.61	2.43	41.88
	钢铁	0.91	11.0%	14.65	32.0%	-2.94	1.07	10.92
	有色金属	2.43	23.7%	45.34	57.5%	12.32	0.42	33.60
	建筑材料	2.39	44.3%	16.18	13.8%	32.33	-0.75	33.51
	建筑装饰	0.98	2.9%	10.51	10.0%	4.91	-0.17	12.35
	电气设备	3.36	48.2%	40.24	45.2%	48.00	1.56	49.26
	机械设备	2.56	36.4%	30.54	44.3%	25.11	1.60	35.36
	公用事业	1.51	6.6%	21.19	27.5%	6.45	0.47	16.83
	交通运输	1.54	23.2%	24.44	58.6%	2.21	0.64	24.32
消费	汽车	1.92	28.4%	28.15	69.2%	22.44	2.24	39.74
	家用电器	3.42	74.3%	23.42	58.4%	8.31	0.99	34.04

	纺织服装	1.91	25.9%	36.22	62.3%	1.38	1.21	10.22
	轻工制造	2.15	36.0%	29.03	31.6%	23.09	1.72	37.08
	商业贸易	1.73	12.4%	26.61	36.4%	21.11	0.45	30.22
	农林牧渔	4.53	74.6%	20.63	0.8%	39.47	-0.50	36.11
	食品饮料	9.76	97.8%	47.06	85.9%	57.06	0.72	81.57
	休闲服务	6.81	89.1%	161.05	100.0%	73.22	5.37	105.13
	医药生物	5.14	78.0%	52.81	83.5%	55.39	0.91	52.95
金融	房地产	1.28	2.8%	9.72	6.3%	-1.17	0.34	19.86
	银行	0.68	1.0%	6.56	21.5%	-10.47	-0.17	9.05
	非银金融	2.00	28.2%	19.00	33.7%	2.42	-0.26	24.50
成长	国防军工	3.48	66.0%	77.32	73.3%	43.71	2.68	50.27
	电子	4.55	83.0%	56.42	63.3%	37.57	2.01	40.92
	计算机	4.99	68.8%	81.35	94.3%	29.06	0.82	20.27
	传媒	3.06	19.7%	44.69	28.0%	30.16	0.62	36.74
	通信	2.98	61.9%	44.06	62.0%	9.95	0.30	0.15

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。