太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-08-16

投资策略报告

震荡接近尾声，金融周期补涨可持续

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：

《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
《5月“新老基建”双驱动》——2020/5/6
《业绩迎大考，市场波折前行》——2020/4/26
《复苏预期加持，反弹可持续》——2020/4/19
《政策红利空间充足，机会在内需》——2020/4/12

风险提示：货币收紧；中美关系反复

核心结论：震荡接近尾声，金融周期补涨可持续。维持市场震荡蓄力的观点，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，而7月经济、通胀、M2-M1剪刀差数据显示宏观需求持续回暖，虽然金融数据整体增速有所放缓，呼应7月政治局会议“精准导向”，但中长期融资需求仍较旺，信贷回归正常化而并非收紧，未来财政发力可期。中美走向明确后，利于外资重回流入，市场焦点仍将重回基本面，未来两周进入A股中期业绩集中披露窗口。在前期“抱团”资金松动之后，经济持续回暖预期下，风格轮动增强，金融周期补涨可持续，PPI上行期周期风格能有明显相对收益。

经济改善斜率放缓，消费修复仍存空间。7月国内经济数据持续修复，但速度有所放缓，其中投资主要体现在基建投资的放缓，消费主要体现在必需消费品放缓。由于7月基建投资主要与天气等短期因素有关，洪涝之后基建投资将恢复，水利领域的重大项目可能成为基建新的抓手，未来仍有一定的上升空间；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，有望支撑消费进一步回暖。

PPI有望持续向上，居民需求仍待提振。7月CPI同比增2.7%，持续两个月回升，但重要推动因素仍是猪肉和鲜菜价格回升。但7月扣除食品和能源的核心CPI同比仅增0.5%，较上月回落0.4个百分点，显示消费需求整体偏弱。稳就业、保民生的压力尚在，未来物价回升可能难以持续。7月PPI同比为-2.40%，比上个月回升0.6个百分点，连续两月收窄，环比上涨4.0%，受益于油价的上升以及各国经济的重启拉动大宗商品价格。考虑到下半年财政政策更加积极有为、注重实效，货币政策更加灵活适度、精准导向，政策引导专项债、抗疫情国债向基建倾斜，加之财政资金投放的精准、加快，基建投资进一步扩张，将推动中下游工业品价格，带动PPI同比持续改善。

信贷回归常态化，中长期融资需求仍强劲。7月社融1.69万亿，存量同比增长12.9%，连续五个月好于去年同期，但进入6月，增幅有所放缓，反映出货币政策更加强调“精准导向”。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7月企业新增中长期贷款达5968亿元，同比多增2290亿元；另一方面，虽然政府债券融资规模边际放缓，但7月规模仍保持在2019年以来的较高水平，新增5459万亿元。M2-M1增速剪刀差边际收敛，反映出企业经营活动现金流有所好转。此外，前期疫情期间压制的居民需求还在持续释放中，7月居民贷款新增7578亿元，同比多增2466亿元。

中美走向明确后，外资有望重回流入。目前A股在国际指数的扩容基本完成，2020年下半年难有进一步扩容，由此带来外资中被动增量外资流入将减少，后续流入节奏将更有赖于中美关系。近期，受美国制裁微信、TikTok等事件影响，中美关系恶化的担忧已导致以北上资金连续四周合计净流出459.09亿元，近一周北上资金首现净流入66.65亿元，其中流入银行、非银等金融板块较多。后续随着中美关系走向进一步明朗，外资担忧将有所缓解，届时有望迎外资流入。

配置建议：金融周期补涨可持续。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：地产、建材、化工、有色、机械；3）“新基建”：5G基建、云计算、电气设备、新能源汽车；4）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：震荡接近尾声，金融周期补涨可持续 4
1、经济改善斜率放缓，消费修复仍存空间 4
2、PPI 有望持续向上，居民需求仍待提振 6
3、信贷回归常态化，中长期融资需求仍强劲 7
4、中美走向明确后，外资有望重回流入 8
5、震荡接近尾声，金融周期补涨可持续 9

图表目录

图表 1：汽车、电气设备、计算机工业增加值增速较高 5
图表 2：7 月基建持续改善但增速放缓 5
图表 3：7 月必需消费品放缓 6
图表 4：目前防疫物资对出口仍表现出较强支撑 6
图表 5：7 月 CPI 仍主要受益于猪肉和鲜菜价格回升 7
图表 6：7 月核心 CPI 同比仍表现回落 7
图表 7：社融连续 5 个月好于去年同期 8
图表 8：7 月政府债券融资保持 2019 年以来的相对高位 8
图表 9：7 月中长期融资需求仍较旺盛 8
图表 10：7 月 M2-M1 剪刀差边际收敛 8
图表 11：目前北上资金持股市值 1.95 万亿元 9
图表 12：8 月 10 日-8 月 14 日一周北上资金买入金融 9
图表 13：后续中美关系走向对外资节奏影响更大 9
图表 13：PPI 上行期周期风格能有明显相对收益 10
图表 14：指数估值分化趋于收敛（截止 2020 年 8 月 14 日） 10
图表 15：消费板块估值有所回落（截止 2020 年 8 月 14 日） 11

核心结论：震荡接近尾声，金融周期补涨可持续

维持市场震荡蓄力的观点，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，而 7 月经济、通胀、M2-M1 剪刀差数据显示宏观需求持续回暖，虽然金融数据整体增速有所放缓，呼应 7 月政治局会议“精准导向”，但中长期融资需求仍较旺，信贷回归正常化而并非收紧，未来财政发力可期。中美走向明确后，利于外资重回流入，市场焦点仍将重回基本面，未来两周进入 A 股中期业绩集中披露窗口。在前期“抱团”资金松动之后，经济持续回暖预期下，风格轮动增强，金融周期补涨可持续，PPI 上行期周期风格能有明显相对收益。

配置建议：金融周期补涨可持续。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：地产、建材、化工、有色、机械；3）“新基建”：5G 基建、云计算、电气设备、新能源汽车；4）可选消费中的汽车、消费电子、家电、影视影院、旅游。

1、经济改善斜率放缓，消费修复仍存空间

生产端，仍在持续回暖。7 月工业增加值同比增速为 4.8%，与上月持平，累计增速为-0.4%,高出 1-6 月 0.9 个百分点。受益于前期积压订单和需求逐渐恢复,汽车(21.6%)、电气设备（15.6%）、计算机（11.8%）、专用设备（10.2%）制造业 7 月工业增加值同比增速较高,且多数表现为较 6 月加速增长。但由于南方洪涝影响,采矿业同比下降 2.6%,对工业增长值的整体改善形成明显拖累。

投资方面，稳增长压力下，7 月保持持续修复。1-7 月累计投资增速-1.6%，高于 1-6 月 1.5 个百分点，其中 7 月固定资产投资当月同比增 6.0%，较 6 月上升 0.6 个百分点。其中,基建投资累计同比转负为正,较上月上升 1.26 个百分点达 1.19%,当月同比增 7.7%,较上月回落 0.6 个百分点，基建持续改善但增速放缓，或与南方气候因素影响施工进度有关；在 7 月政治局会议重申“住房不炒”的背景下，房地产消费需求并未下降，地产累计投资增速持续上涨至 3.4%；制造业投资修复显著慢于基建和地产投资，7 月累计增速回升至-10.2%，在全面复工复产的背景下，制造业企业对于资本开支依旧持较谨慎的态度。

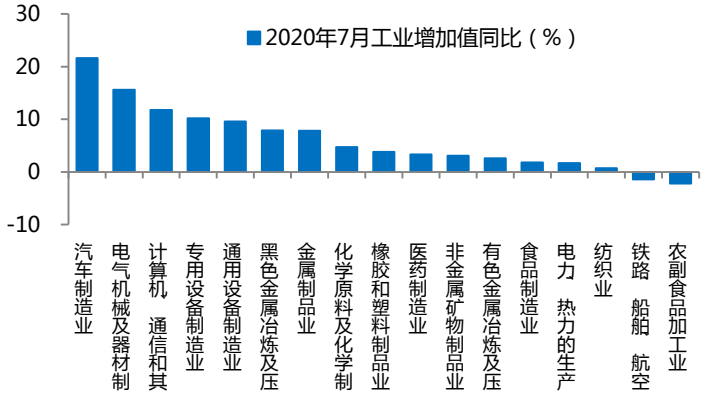
消费方面，修复偏慢，有待提振。7 月社会销售消费品零售额当月同比为-1.1%，较上月上升 0.7 个百分点，维持连续 5 个月的上涨态势，但仍处于负值区间且上升幅度有所减小，显现恢复放缓迹象。消费在“三驾马车”中恢复最慢，成为经济复苏的主要拖

累。结构上，7 月必需消费修复放缓，粮油食品、烟酒等必需消费品的零售同比增速仅有个位数增长，较 6 月增长放缓；可选消费中仅有汽车显现 12.3%明显增长，家具、服装鞋帽等可选消费品的零售同比增速仍保持负增长。随着居民生产生活逐渐走向常态，后续消费需求存在较大修复空间。

出口方面，持续显现韧性。7 月出口金融（人民币计价）回升至 10.4%，连续 4 个月保持回升，较 6 月提升 6.1 个百分点，持续受益于全球经济重启加速，与欧美等主要经济体 PMI 持续回升相对应。但从结构上来，防疫物资出口仍表现出较强支撑，1-7 月纺织纱线和医疗仪器出口金额累计同比持续提升至 31.3%、47.3%，较 6 月回升 3.5、5.9 个百分点，继续保持较高增速。

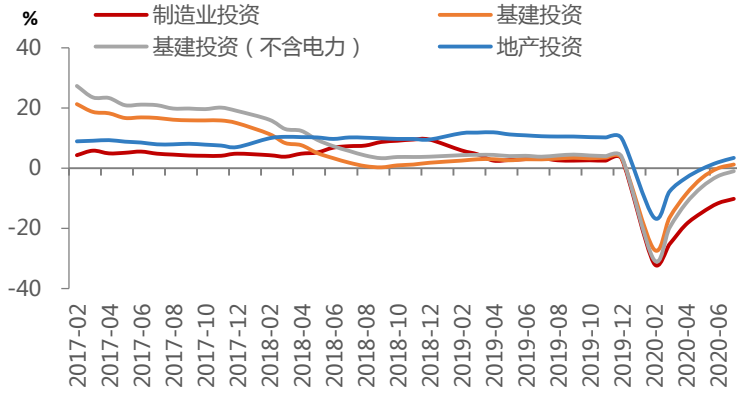
整体来看，7 月国内经济持续修复，但速度有所放缓，其中投资主要体现在基建投资的放缓，消费主要体现在必需消费品放缓。由于 7 月基建投资主要与天气等短期因素有关，洪涝之后基建投资将恢复，水利领域的重大项目可能成为基建新的抓手，未来仍有一定的上升空间；随着居民疫情后积压需求的逐渐释放以及经济活动逐渐向正常回归，有望支撑消费进一步回暖。但由于欧美等国的经济和就业短期内难以恢复到疫情前水平，叠加中美冲突可能加剧，未来出口仍有潜在下行压力；疫情冲击家庭资产负债表，以及对未来就业状况和收入的修复偏缓，决定了消费的恢复仍将迟缓。

图表 1：汽车、电气设备、计算机工业增加值增速较高



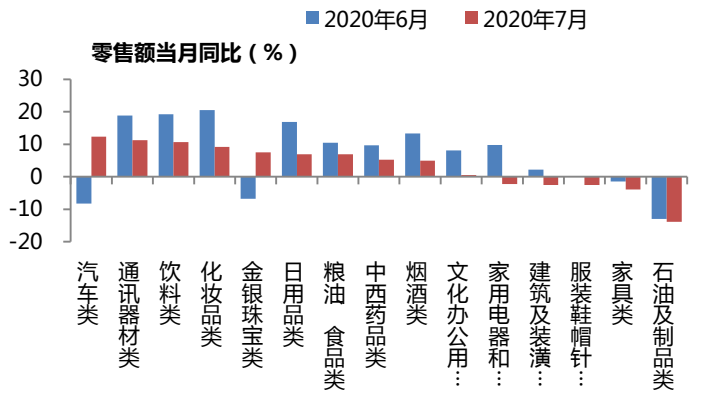
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 2：7 月基建持续改善但增速放缓



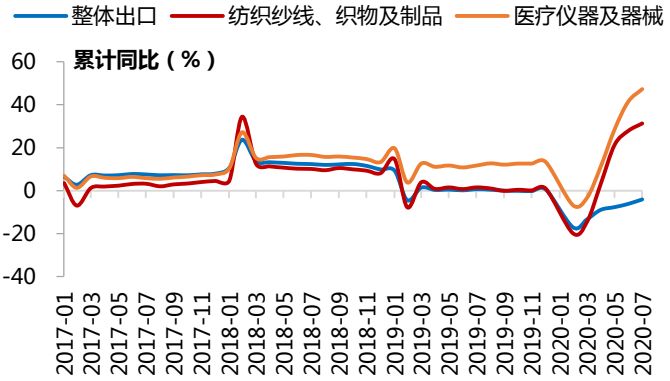
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 3：7 月必需消费品放缓



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4：目前防疫物资对出口仍表现出较强支撑



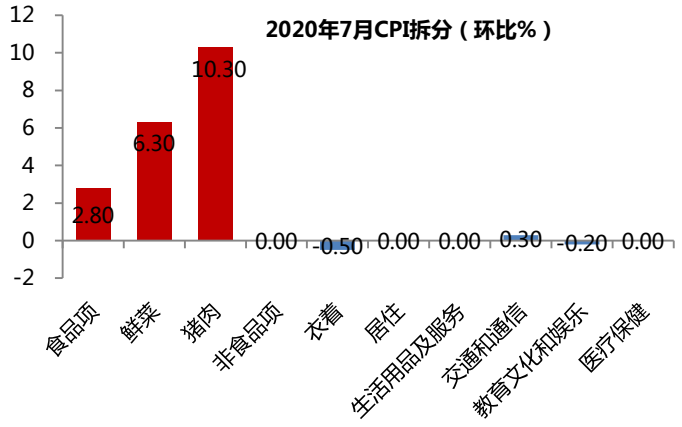
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2、PPI 有望持续向上，居民需求仍待提振

7 月 CPI 同比增 2.7%，持续两个月回升，虽然相较上月上升 0.2 个百分点，但重要推动因素仍是猪肉和鲜菜价格回升，食品项环比上涨 2.8%、同比上升 13.2%，主要受生猪出栏减缓、疫情期间进口量减少导致供应量偏紧，叠加消费需求有所回升因素的影响，以及近期南方多地出现暴雨致使居民鲜菜需求上升、短期供应紧张。生活用品及服务、衣着、教育文化与娱乐等 CPI 同比均有不同程度的下行，居民需求仍需进步一复苏。可见，稳就业、保民生的压力尚在，而 CPI 的上涨受短期因素影响较大，未来物价回升可能难以持续，为货币政策提供空间。

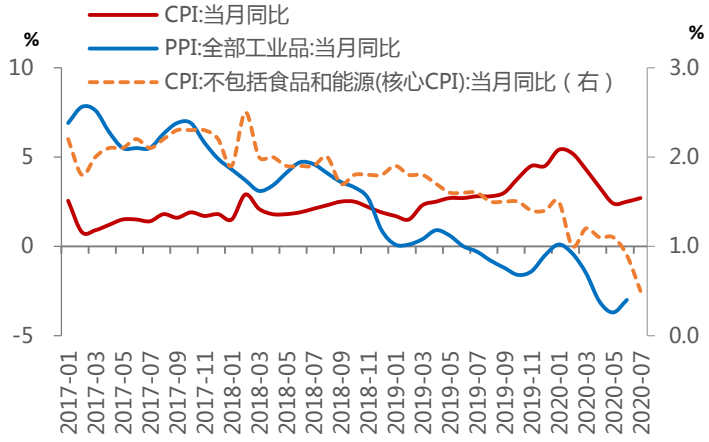
7 月 PPI 同比为-2.40%，比上个月回升 0.6 个百分点，连续两月收窄，环比上涨 4.0%，受益于油价的上升以及各国经济的重启拉动大宗商品价格。受国际原油价格的影响，石油类相关行业价格持续上涨，7 月石油和天然气开采业 PPI 环比上涨 12.0%，石油、煤炭及其他燃料加工业 PPI 环比上涨 3.4%。中国及海外各国经济重启带来了需求恢复，而疫情对部分采矿业造成供给抑制，供需不匹配的情况影响了相关行业的价格，有色金属价格上升的同时，有色金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业 PPI 环比分别上涨 2.7%、上涨 3.1%。考虑到下半年财政政策更加积极有为、注重实效，货币政策更加灵活适度、精准导向，政策引导专项债、抗疫情国债向基建倾斜，加之财政资金投放的精准、加快，基建投资进一步扩张，将推动中下游工业品价格，带动 PPI 同比持续改善。

图表 5：7 月 CPI 仍主要受益于猪肉和鲜菜价格回升



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 6：7 月核心 CPI 同比仍表现回落



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

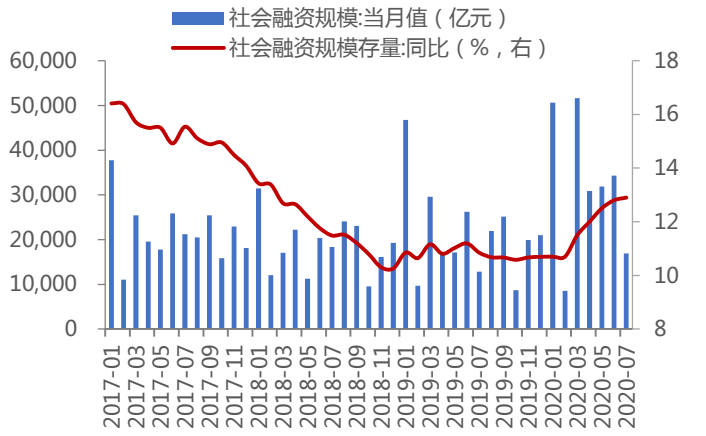
3、信贷回归常态化，中长期融资需求仍强劲

7 月社融 1.69 万亿，存量同比增长 12.9%，连续五个月好于去年同期，但进入 6 月，增幅有所放缓，反映出货币政策更加强调“精准导向”、保持社会融资规模合理增长。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 7 月企业新增中长期贷款达 5968 亿元，持续好于去年同期，同比多增 2290 亿元；此外，7 月委贷+信托贷款同比没有明显收缩，仅同比少减 144 亿元，未贴现的银行承兑汇票同比少减 3432 亿元，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 622 亿元，与 A 股近期市场活跃表现相关。

另一方面，虽然政府债券融资规模边际放缓，但 7 月规模仍保持在 2019 年以来的较高水平，新增 5459 万亿元；此外，财政投放推升了非信贷形式的货币派生，相应也提升 M2 增速，7 月 M2 仍保持在 10.70%的较高增速，虽然较 6 月有所放缓，但仍高于当前经济名义增速，M1 同比提升至 6.9%，M2-M1 增速剪刀差边际收敛，反映出企业经营活动现金流有所好转，经济需求得到改善。

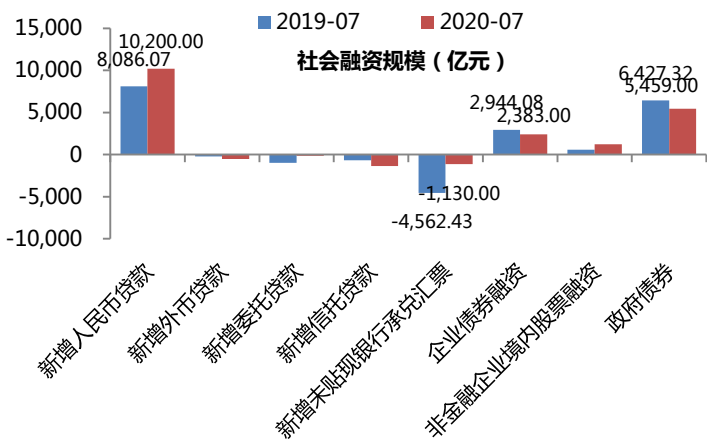
此外，居民部门需求继续释放，前期疫情期间压制的居民需求还在持续释放中。7 月居民贷款新增 7578 亿元，同比多增 2466 亿元。居民短期贷款、中长期贷款分别为 815 亿元、1650 亿元，其中长期贷款增加与近期房地产市场的回暖有关，按揭贷款需求较旺盛。

图表 7：社融连续 5 个月好于去年同期



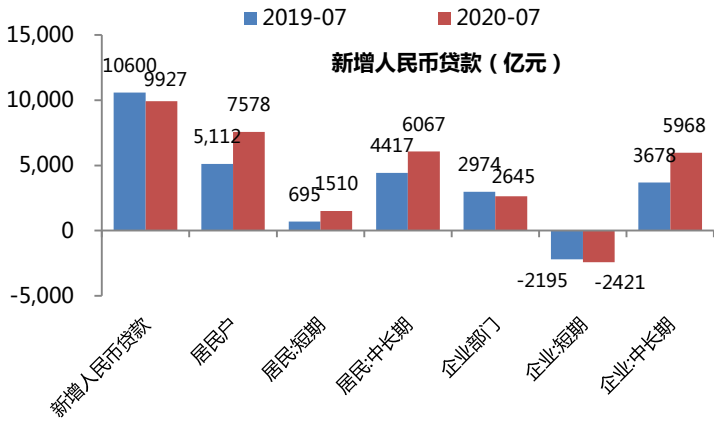
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 8：7 月政府债券融资保持 2019 年以来的相对高位



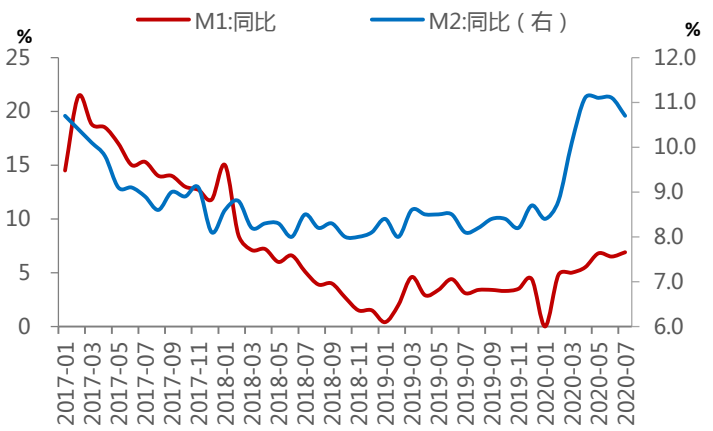
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 9：7 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 10：7 月 M2-M1 剪刀差边际收敛



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

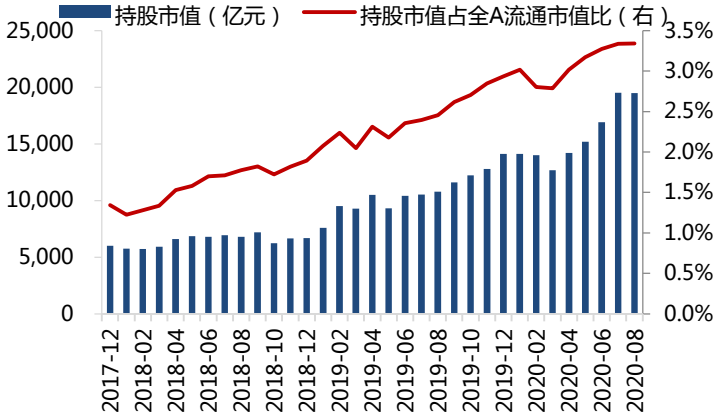
4、中美走向明确后，外资有望重回流入

2019 年以来的历史经验显示，外资集中流入的时段主要与 A 股纳入国际指数节奏和中美谈判进展有关。目前 A 股在国际指数的扩容基本完成，2020 年下半年难有进一步扩容，由此带来外资中被动增量外资流入将减少，后续流入节奏将更有赖于中美关系。近期，受美国制裁微信、TikTok 等事件影响，中美关系恶化的担忧已导致以北上资金连续四周合计净流出 459.09 亿元，近一周北上资金首现净流入 66.65 亿元，其中流入银行、非银等金融板块较多。

短期来看，后续随着中美关系走向进一步明朗，外资担忧将有所缓解，届时有望迎外资流入。中长期来看，在弱美元和全球宽松潮下，对比目前国内外经济基本面，国内

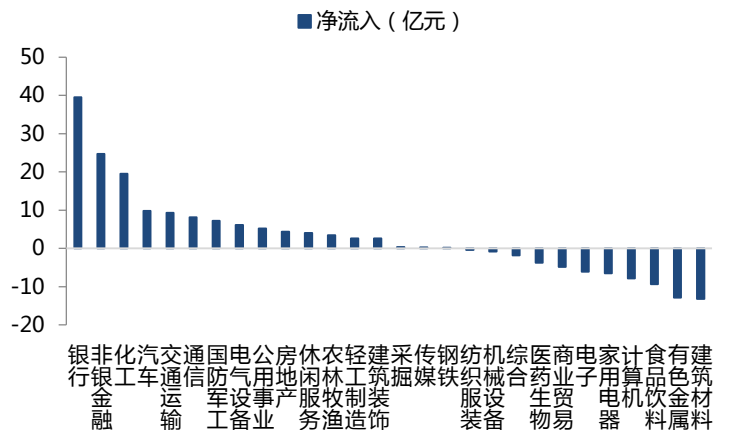
在疫情控制和经济复苏方面具有优势，人民币资产对外资具有较强的吸引力，预计外资仍将是未来很长的一段时间内 A 股重要增量资金。

图表 11：目前北上资金持股市值 1.95 万亿元



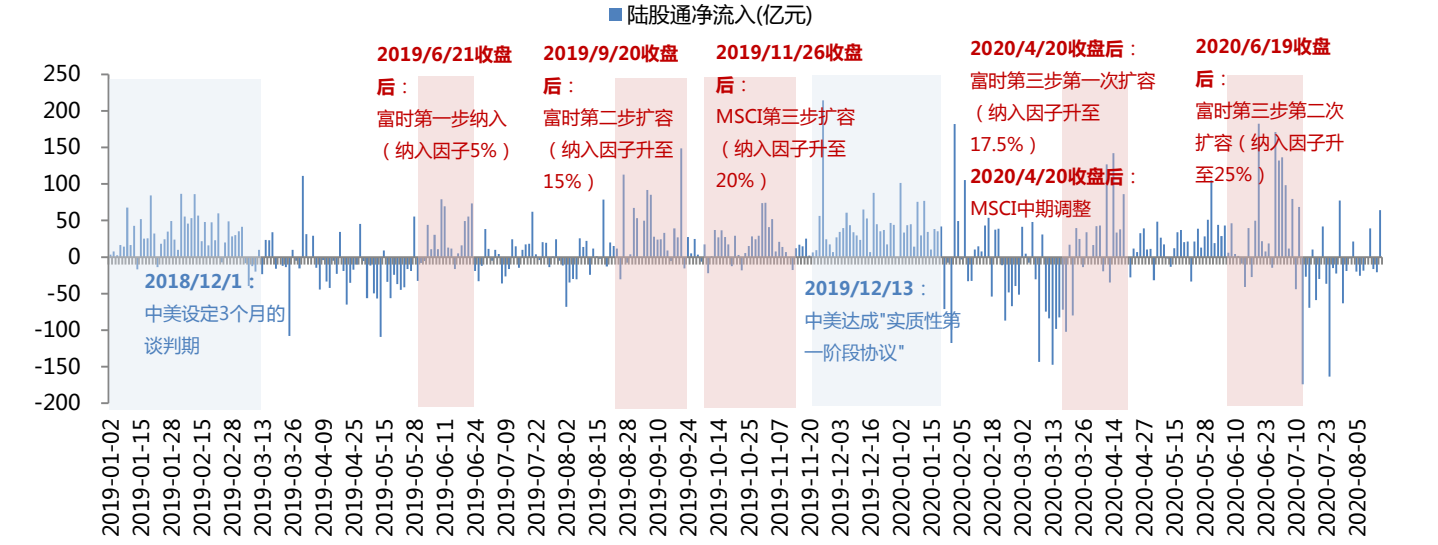
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 12：8 月 10 日-8 月 14 日一周北上资金买入金融



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 13：后续中美关系走向对外资节奏影响更大



资料来源：Wind，太平洋证券整理

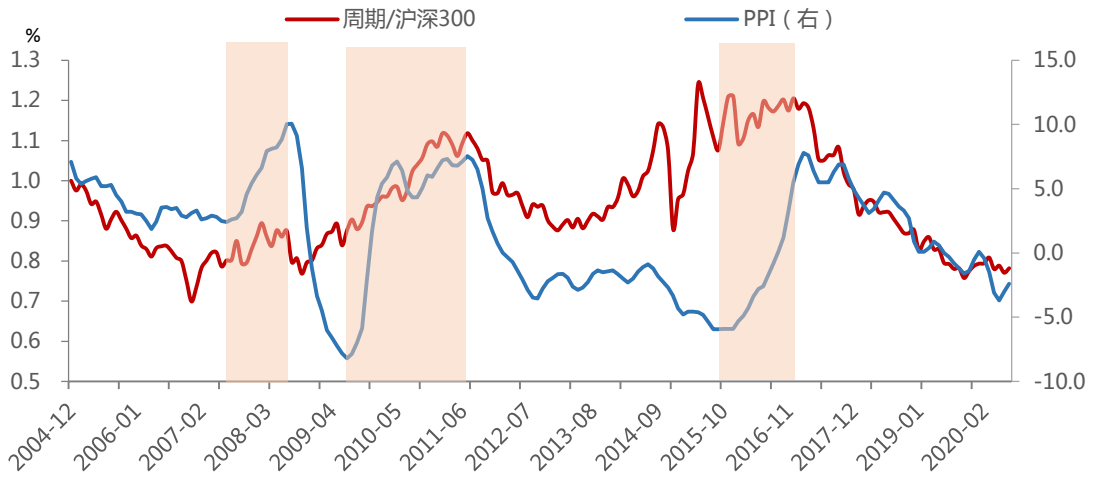
5、震荡接近尾声，金融周期补涨可持续

维持市场震荡蓄力的观点，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，而 7 月经济、通胀、M2-M1 剪刀差数据显示宏观需求持续回暖，虽然金融数据整体增速有所放缓，呼应 7 月政治局会议“精准导向”，但中长期融资需求仍较旺，信贷回归正常化而并非收紧，未来财政发力可期。中美走向明确后，利于外资重回流入，市场焦点仍将重回基本面，未来两周进入 A 股中期业绩集中披露窗口。中长期

基于经济复苏、业绩改善、弱美元（外资流入）、低利率（居民存款报价），A 股仍可相对乐观。在前期“抱团”资金松动之后，经济持续回暖预期下，风格轮动增强，金融周期补涨可持续，PPI 上行期周期风格能有明显相对收益。

配置建议：金融周期补涨可持续。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：地产、建材、化工、有色、机械；3）“新基建”：5G 基建、云计算、电气设备、新能源汽车；4）可选消费中的汽车、消费电子、家电、影视影院、旅游。

图表 13：PPI 上行期周期风格能有明显相对收益



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 14：指数估值分化趋于收敛（截止 2020 年 8 月 14 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	41.02%	14.15	59.12%	14.84	-1.22	33.26
	上证 50	1.29	31.91%	11.14	47.71%	7.35	-0.11	28.48
	中小板指	4.56	63.96%	38.15	79.25%	36.07	-2.15	43.22
	创业板指	7.96	92.10%	72.63	91.78%	48.42	-5.18	46.07
	中证 500	2.22	24.98%	31.78	45.61%	25.74	-2.17	32.50
	创业板 50	9.01	88.56%	95.98	95.41%	60.85	-5.61	57.15

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 15：消费板块估值有所回落（截止 2020 年 8 月 14 日）

板块	行业	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	1.06	2.5%	14.21	18.4%	-7.19	-0.64	14.63
	化工	2.36	35.1%	29.79	48.6%	23.75	-2.56	37.59
	钢铁	0.91	11.0%	12.95	28.2%	-3.08	-1.28	10.76
	有色金属	2.50	25.6%	44.78	56.2%	13.41	-8.78	34.89
	建筑材料	2.51	49.0%	17.46	18.0%	32.97	-2.42	34.16
	建筑装饰	1.00	3.6%	10.98	12.7%	6.18	0.21	13.70
	电气设备	3.31	45.8%	43.33	55.2%	43.55	-1.01	44.77
	机械设备	2.50	34.9%	32.97	51.1%	20.34	-1.60	30.21
	公用事业	1.47	5.3%	22.73	34.4%	4.49	0.28	14.68
	交通运输	1.49	20.1%	23.25	51.1%	0.58	1.69	22.34
消费	汽车	1.87	25.9%	30.34	73.3%	19.43	-0.38	36.31
	家用电器	3.52	77.8%	22.32	55.4%	10.92	1.15	37.27
	纺织服装	1.85	21.5%	32.62	52.5%	-0.02	-0.70	8.70
	轻工制造	2.12	35.1%	28.33	30.2%	20.59	-0.82	34.29
	商业贸易	1.82	14.2%	27.53	37.5%	26.59	-1.96	36.12
	农林牧渔	4.55	75.1%	23.92	2.9%	41.12	0.12	37.72
	食品饮料	8.92	96.7%	46.61	85.4%	43.85	0.79	66.29
	休闲服务	6.38	87.8%	108.07	98.2%	66.09	-4.34	96.67
	医药生物	5.08	77.5%	58.03	89.1%	52.33	-6.64	49.94
金融	房地产	1.34	6.1%	10.04	7.2%	1.64	1.83	23.27
	银行	0.71	1.8%	6.30	15.1%	-8.78	1.91	11.12
	非银金融	2.02	29.5%	19.71	37.1%	4.41	-1.86	26.92
成长	国防军工	3.76	73.2%	80.74	75.6%	52.70	-0.61	59.68
	电子	4.62	84.0%	60.38	72.0%	36.96	-2.83	40.29
	计算机	5.02	69.4%	81.41	94.5%	28.11	-4.80	19.37
	传媒	2.95	15.7%	51.21	40.0%	24.79	-1.00	31.09
	通信	3.03	63.2%	46.76	68.8%	10.53	-2.42	0.69

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。