策略研究报告

太平洋证券股份有限公司证券研究报告

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-06-28

投资策略报告

7月淡化指数，坚守核心资产

证券分析师：周雨

电话：010-88321580

E-MAIL： zhouyu@tpyzq.com

执业资格证书编码： S1190210090002

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：

《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
《反弹途中，保持耐心》——2020/4/5
《4月暖春，配置内需》——2020/3/29

风险提示：美国银行自我监管疏漏

核心结论：淡化指数，坚守核心资产。受制于疫情二次复发和结构上的极端分化，再次重申谨防美股回调风险，等待更好的买点。国内政策转向内需驱动的背景下，整体流动性偏紧与结构上的ETF和外资流动变化，将强化A股的分化，后续市场关注点将持续聚焦于国内经济需求改善的业绩受益品种。结构分化行情下，7月坚守业绩主导的核心资产，以守为攻。中长期来看，在全球宽松潮和国内经济复苏背景下，A股总体有惊无险。我们曾多次强调，货币泛滥下，核心资产估值应高看一线。

重申谨防美股回调风险，等待更好的买点。6月24日-26日，美股相较海外资本市场明显回调，标普500和纳指分别下跌3.90%、3.69%，FAAMG五大科技公司股价也出现回调，原油下跌，黄金回升，10年期美债收益率刷新日低至0.64%，体现出市场对疫情二次冲击引发的经济复苏担忧和避险情绪回升。截止6月25日，美国德州、加州、佛罗里达州等州每日新增确诊数量仍在持续攀升，致使美国目前每日新增确诊人数已由此前的2万左右升至接近5万的水平。受疫情二次复发影响，美国部分州市正在减缓或者撤回重新开放经济活动的计划，显示疫情二次冲击对复工进程的拖累，导致市场对经济复苏预期的下修，以及此前市场上部分“美国疫情复发不影响复工”的预期也将被修正。

美联储修订沃尔克规则，核心监管内容并未放松。6月25日美联储以4-1投票通过对沃尔克规则的修改，将于10月1日生效。2018年以来，美联储等多家监管机构就曾邀请公众一起讨论如何对该项规则进行修改。整体来看，沃尔克规则的修订意味着美国的金融监管政策旨在简化和改进沃尔克规则的运作模式，一定程度上增加了银行业的自我监管权，增多营收、减少合规成本和监管成本，但目前修订版本，并没有对禁止大型银行自营交易、限制投资于对冲基金和私募基金等核心监管内容上出现实质性的放松，由此沃尔克规则修订对美国金融业自由化的影响也不宜过度乐观。

出口转内销，内需驱动力再进一城。6月22日国务院发布《关于支持出口产品转内销的实施意见》，核心内容围绕出口转内销的准入标准、方法途径（搭建平台、有效投资带动、精准对接消费需求）、支持政策（申报流程、融资支持、保险）。此次出台正是前期政策方向的具体落实。在看待外贸企业能否出口转内销还需要细化甄别，销量平台虽然能导流，但能否被消费者买单，最终仍依赖于产品自身品质，对于技术含量较低、产品附加值低的外贸产品，由于无法形成高溢价，在国内市场由于成本优势的丧失将难以取得竞争优势。换言之，出口转内销的成功路径仍是进行产品升级和制造工艺升级。

中美关系改善带动外资流入，短期或有疫情扰动。受益于中美关系改善，6月22日-24日期间北上资金仍保持净流入47.91亿元。虽然短期不排除外资或因疫情二次复发降低风险偏好而出现短暂流出A股，但站在中美关系边际改善和中长期全球宽松潮的背景下，外资仍将是2020年A股重要的增量资金之一，预计2020年陆股通为代表的外资净流入规模仍可达3000亿元。

配置建议：内需复苏赛道中寻找核心资产：1）“新基建”：5G基建、云计算、电气设备、新能源汽车；2）可选消费中的汽车、消费电子、家电、影视、旅游；3）“老基建”：机械、建材、地产龙头。

目 录

核心结论：7月淡化指数，坚守核心资产 4
1、重申谨防美股回调风险，等待更好的买点 4
2、美联储修订沃尔克规则，核心监管内容并未放松 6
3、出口转内销，内需驱动力再进一城 6
4、中美关系改善带动外资流入，短期或有疫情扰动 7
5、7月淡化指数，坚守核心资产 8

图表目录

图表 1：美股相较于海外资本市场出现明显回调 5
图表 2：美国德州、加州、佛州、亚利桑拉州等州的每日新增确诊数量仍在持续攀升 5
图表 3：美国部分州市正在减缓或者撤回重新开放经济活动的计划 5
图表 4：逆全球化迹象已有所显现 7
图表 5：中国外贸代工企业的一般升级路径 7
图表 6：2019 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 8
图表 7：6 月 22 日-24 日医药、银行、食品饮料净流出 8
图表 8：预计 2020 年陆股通流入规模达 3000 亿左右 8
图表 9：消费板块上涨已超出 3 月阶段高点（截止 2020 年 6 月 24 日） 9
图表 10：重要指数估值水位均有提升（截止 2020 年 6 月 24 日） 9
图表 11：短期成长板块估值提升更明显（截止 2020 年 6 月 24 日） 9

核心结论：7月淡化指数，坚守核心资产

受制于疫情二次复发和结构上的极端分化，再次重申谨防美股回调风险，等待更好的买点。国内政策转向内需驱动的背景下，整体流动性偏紧与结构上的ETF和外资流动变化，将强化A股的分化，后续市场关注点将持续聚焦于国内经济需求改善的业绩受益品种。结构分化行情下，7月坚守业绩主导的核心资产，以守为攻。中长期来看，在全球宽松潮和国内经济复苏背景下，A股总体有惊无险。我们曾多次强调，货币泛滥下，核心资产估值应高看一线。

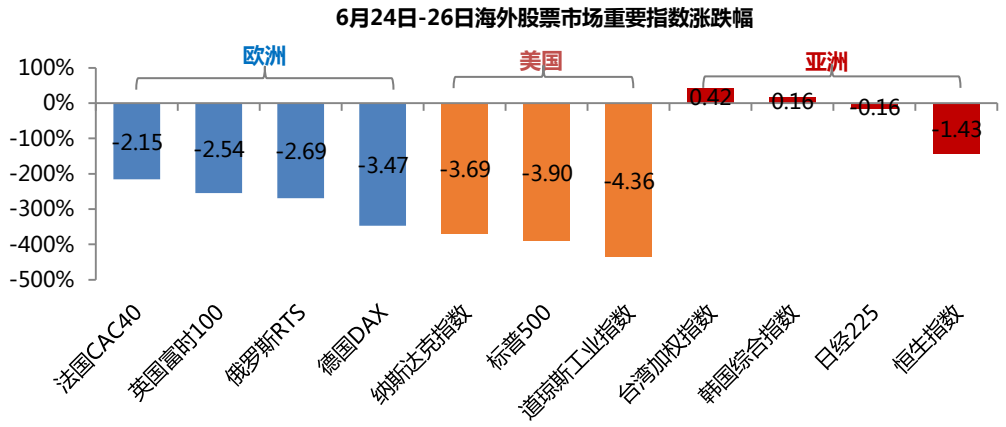
配置建议：内需复苏赛道中寻找核心资产：1）“新基建”：5G基建、云计算、电气设备、新能源汽车；2）可选消费中的汽车、消费电子、家电、影视、旅游；3）“老基建”：机械、建材、地产龙头。

1、重申谨防美股回调风险，等待更好的买点

此前，我们曾多次提示不宜低估在美国新增确诊病例居高不下的情况下，复工和骚乱带来的疫情二次复发的风险。若二次复发，不仅可能使美国经济中止复工，还将一步拉长美国经济修复的肥尾，从而影响市场对美国经济修复的信心。按照约两周的潜伏期来推算，6月中下旬将成为观察这一风险的重要时间窗口，而此前美股对疫情二次复发的风险预期并不充分。美股回调对A股的影响，一方面，将引发外围风险偏好回落和外资流出；另一方面，将强化海外需求对我国部分出口型产业冲击的预期。

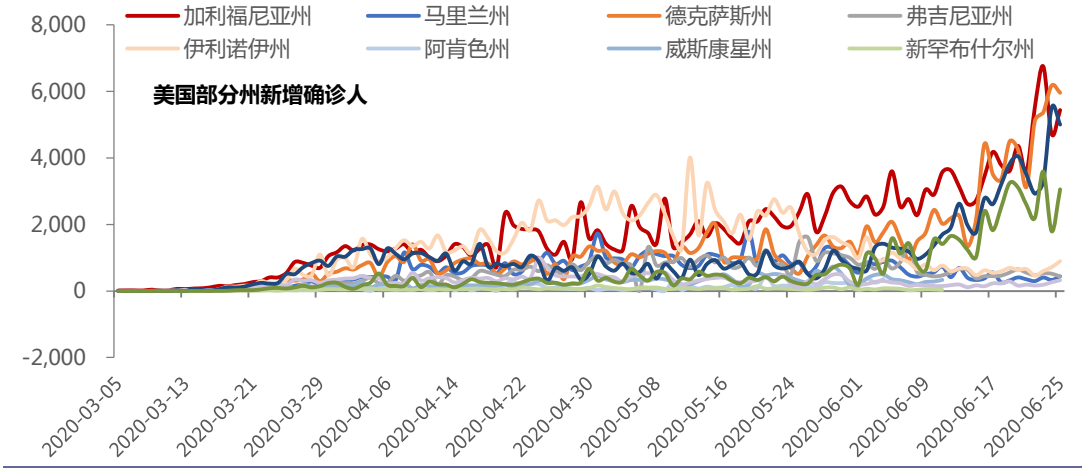
6月24日-26日期间，美股相较于海外资本市场出现明显回调，标普500和纳指分别下跌3.90%、3.69%，其中FAAMG（脸书、苹果、亚马逊、微软和谷歌五大科技公司）也出现明显回调，原油下跌，黄金回升，10年期美债收益率刷新日低至0.64%，体现出市场对疫情二次冲击引发的经济复苏担忧和避险情绪回升。截止6月25日，美国德州、加州、佛罗里达州、亚利桑拉州等州的每日新增确诊数量仍在持续攀升，由此使美国目前每日新增确诊人数已由此前的2万左右升至接近5万的水平。受疫情二次复发影响，美国部分州市正在减缓或者撤回重新开放经济活动的计划，而把限制措施恢复到上一个阶段，显示疫情二次冲击对复工进程的拖累，导致市场对经济复苏预期的下修，以及此前市场上部分“美国疫情复发不影响复工”的预期也将被修正。

图表 1：美股相较于海外资本市场出现明显回调



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 2：美国德州、加州、佛州、亚利桑拉州等州的每日新增确诊数量仍在持续攀升



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 3：美国部分州市正在减缓或者撤回重新开放经济活动的计划

时间	美国各州	核心内容
2020/6/15	内华达州	内华达州州长 Steve Sisolak 宣布**推迟第三阶段的开放。**
2020/6/22	路易斯安那州	路易斯安那州长 John Bel Edwards 将继续进入第二阶段，该阶段将使大多数企业和礼拜场所在一定社交距离下以 50%的产能运转。技术官员们**将在两周内进行压力测试，已确定该州是否进入第三阶段。**
2020/6/22	缅因州	缅因州曾计划在 7 月 1 日重新开放室内酒吧，但在 22 日州长 Janet Mills **取消了这一计划。**
2020/6/24	北卡罗莱纳州	北卡罗莱纳州长 Roy Cooper 宣布**将在第二阶段再维持三周。**
2020/6/25	德州	德州州长 Greg Abbott 宣布限制已经营业的企业限制产能，但他在之后一天**彻底关闭了酒吧和其他娱乐性场所**，将餐厅容纳人数限制在 50%，并限制 100 人以上的聚会。
2020/6/26	佛罗里达州	佛罗里达州商业与专业法规部部长 Halsey Beshears 在推特上表示：“**全州酒吧关停，命令立即生效。**
2020/6/26	旧金山市	市长 Breed 认为，按照目前的速度，**如果这种情况持续下去而不加以干预，这个数字可能会迅速翻倍。因此，他们唯一的选择就是关闭。**
2020/6/26	加州	加州州长 Gavin Newsom 证实近期该州疫情有所抬头，他**对重点地区发出恢复“在家”的要求。**

资料来源：太平洋证券整理

2、美联储修订沃尔克规则，核心监管内容并未放松

6月25日，美联储以4-1投票通过对“沃尔克规则”（Volcker Rule）的修改，将于10月1日生效。沃尔克规则属于2008年金融危机后通过的“多德-弗兰克法案”（Dodd-Frank Act）重要部分，其核心是“不允许银行利用政府担保存款进行高风险的投机交易”，即禁止银行从事自营性质的投资业务，以及禁止银行拥有、投资或发起对冲基金和私募投资基金，它是对美国1999年《金融服务现代化法》所确立的允许商业银行混业经营这一原则的重要修正。

2018年以来，美联储等多家监管机构就曾邀请公众一起讨论如何对该项规则进行修改。此前，2019年8月20日，美国联邦存款保险公司和美国货币监理署（OCC）已批准了针对沃尔克规则的修订，此次美联储的修订决议更是表明了修改沃尔克规则的大势所趋。目前宣布的修订版本，与此前公布的建议基本相似，此次修订主要进行了针对性修改。修订后，将允许银行通过一项基金架构安排间接参与某项交易，例如通过风险投资基金等框架来间接进行某些交易;此外，美国联邦存款保险公司和美国货币监理署(OCC)还取消了银行在与其关联机构交易衍生品时必须持有保证金的要求，预计此举将释放出400亿美元资金；为了控制风险，此次新规仍不允许银行通过基金架构进行自营交易、限制救助其出资的资金、限制银行与基金之间的利益冲突。

整体来看，沃尔克规则的修订意味着美国的金融监管政策旨在简化和改进沃尔克规则的运作模式，一定程度上增加了银行业的自我监管权，增多营收、减少合规成本和监管成本，但目前修订版本，并没有对禁止大型银行自营交易、限制投资于对冲基金和私募基金等核心监管内容上出现实质性的放松，由此沃尔克规则修订对美国金融业自由化的影响也不宜过度乐观。

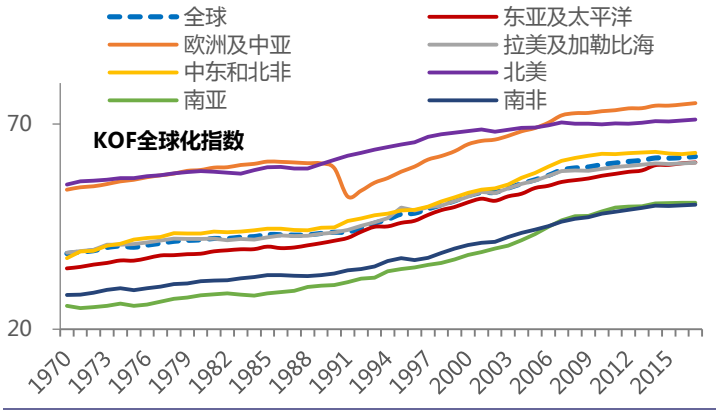
3、出口转内销，内需驱动力再进一城

6月22日，国务院办公厅发布《关于支持出口产品转内销的实施意见》（后简称《意见》），核心内容围绕出口转内销的准入标准、方法途径（搭建平台、有效投资带动、精准对接消费需求）、支持政策（申报流程、融资支持、保险）。此前2020年政府工作报告中就曾提到“绕支持企业增订单稳岗位保就业，加大信贷投放，扩大出口信用保险覆盖面，降低进出口合规成本，支持出口产品转内销”；6月9日国常会上也再次提到“支持适销对路的出口产品开拓国内市场，简化内销认证和办税程序，支持电商平台、大型商业企业等开展外贸产品内销活动”。此次《意见》的出台正是前期政策方向的具体落实。

此次《意见》出台的原因背景：其一，来自于疫情在全球范围内的扩散和反复，导致全球经济复苏迟缓和温和，进而增大了我国出口外贸的压力；其二，以中美贸易摩擦为代表的全球贸易保护主义倾向日益明显，恶化了贸易环境，也增强了我国提前应对的决心；其三，出口转内销并没有想象中的简单，需要政策的帮扶和引导，由于内外贸市场环境的不同，外贸企业在拓展内销市场时也会面临一些具体问题，包括拓展销售渠道难（外贸主要是订单式销售）、生产线转向难（国内外产品标准不一，需要海外知识产权授权等）、品牌建设难（国内知名度不够）等。

一直以来，我国外贸企业出口大多以劳动密集型产品为主，赢得下游客户订单的竞争力因素主要是成本优势，低成本因素除了依托于相对低廉的劳动力，还得益于我国为鼓励出口在退税、关税、土地政策等方面实施的一系列优惠政策，由此使得这些企业疏于品牌建设，其产品品牌知名度和美誉度都不高，无法显现品牌优势，甚至部分企业根本没有自己的独立品牌，只是作为国外品牌的 OEM（Original Equipment Manufacture），俗称“代工”。由此，在看待外贸企业能否出口转内销还需要细化甄别，电商等销售平台虽然能实现导流，但能否被市场接纳，最终仍是依赖于产品自身的品质，对于那些技术含量较低、产品附加值低的外贸产品，由于无法形成高溢价，由于成本优势的丧失，在国内市场竞争时将难以取得竞争优势，例如服装、鞋帽、纺织工艺等低端产品。换言之，出口转内销的成功路径仍是有赖产品升级和制造工艺升级。

图表 4：逆全球化迹象已有所显现



资料来源：KOF 官网，太平洋研究院整理

图表 5：中国外贸代工企业的一般升级路径

升级路径	表现形式	成长条件
整体跃升	产业链升级	技术更新、产业转移
个体攀升	OEM 转变为 ODM（具备设计产权）	侧重技术研发
	OEM/ODM 转变为 OBM（具备独立品牌）	侧重渠道和品牌建设
横向跨越	产品多元化	资本雄厚、技术关联

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

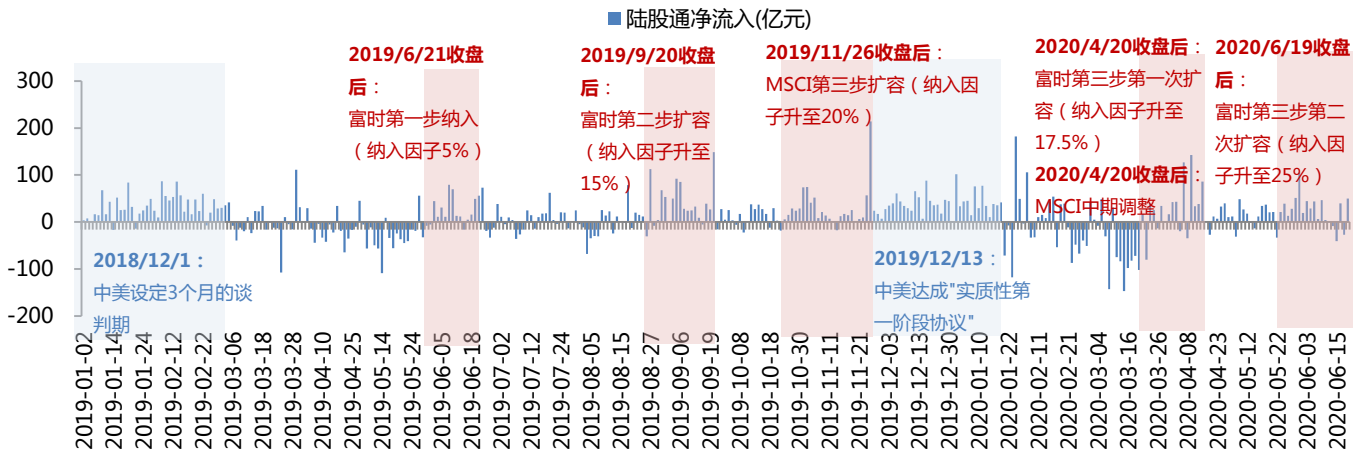
4、中美关系改善带动外资流入，短期或有疫情扰动

在上期周报中，我们曾提示受益于中美关系缓和，后续外资将持续流入 A 股。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。6 月 22 日 A 股入富扩容生效后，后续流入节奏将更有赖于中美关系。自 6 月

16 日美国商务部允许美国公司与华为合作制定 5G 网络标准以来，显示近期中美紧张关系有所改善，利于外资流入，6 月 22 日-24 日期间北上资金仍保持净流入 47.91 亿元。

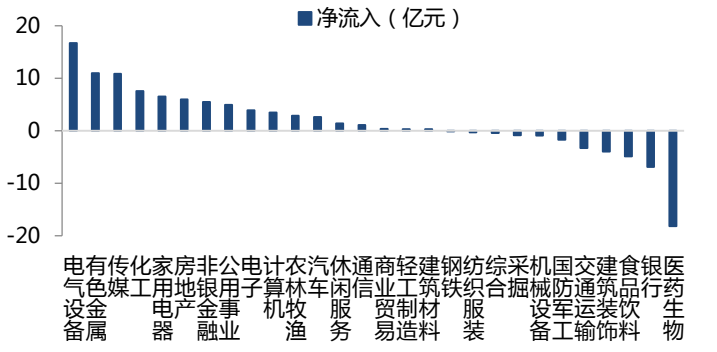
虽然短期不排除外资或因疫情二次复发降低风险偏好而出现短暂流出 A 股，6 月 22 日-24 日医药、银行、食品饮料等陆股通偏好的消费板块已表现出净流出，但站在中美关系边际改善和中长期全球宽松潮的背景下，参考台湾和韩国 30%-35%的外资持股占比空间来看，外资仍将是 2020 年 A 股重要的增量资金之一，值得持续关注，我们预计 2020 年陆股通为代表的外资净流入规模仍可达 3000 亿元。

图表 6：2019 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



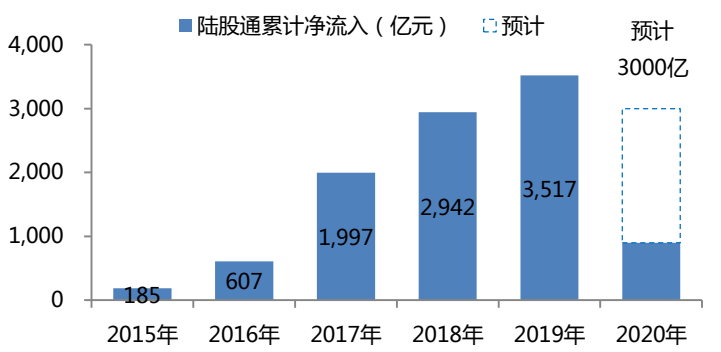
资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 7：6 月 22 日-24 日医药、银行、食品饮料净流出



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 8：预计 2020 年陆股通流入规模达 3000 亿左右



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

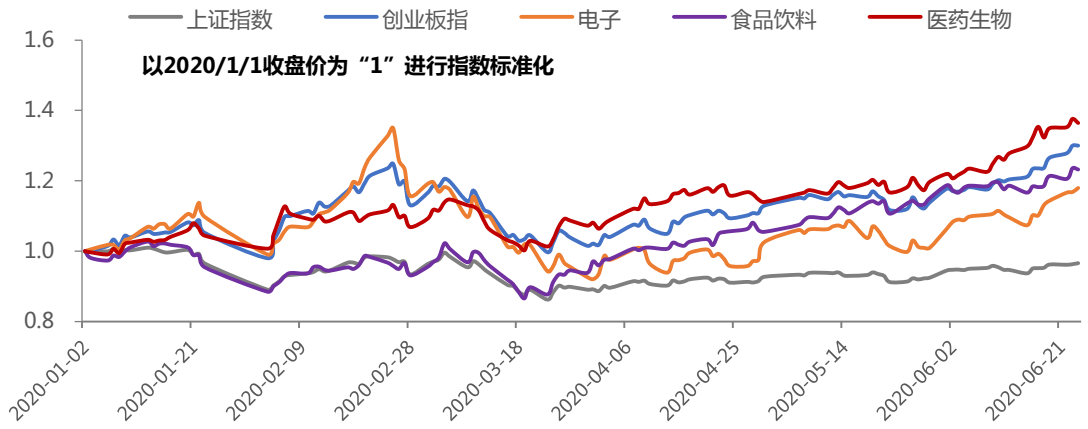
5、7 月淡化指数，坚守核心资产

受制于疫情二次复发和结构上的极端分化，再次重申谨防美股回调风险，等待更好的买点。国内政策转向内需驱动的背景下，整体流动性偏紧与结构上的 ETF 和外资流动变化，将强化 A 股的分化，后续市场关注点将持续聚焦于国内经济需求改善的业绩受益

品种。结构分化行情下，7 月坚守业绩主导的核心资产，以守为攻。中长期来看，在全球宽松潮和国内经济复苏背景下，A 股总体有惊无险。我们曾多次强调，货币泛滥下，核心资产估值应高看一线。

配置建议：内需复苏赛道中寻找核心资产：1）“新基建”：5G 基建、云计算、电气设备、新能源汽车；2）可选消费中的汽车、消费电子、家电、影视、旅游；3）“老基建”：机械、建材、地产龙头。

图表 9：消费板块上涨已超出 3 月阶段高点（截止 2020 年 6 月 24 日）



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 10：重要指数估值水位均有提升（截止 2020 年 6 月 24 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	1.42	18.32%	12.67	40.46%	1.04	0.98	17.24
	上证 50	1.15	8.39%	10.17	35.71%	-3.91	0.60	15.00
	中小板指	4.08	50.20%	34.11	64.10%	18.58	1.98	24.81
	创业板指	7.52	92.60%	65.73	86.92%	32.50	2.72	30.40
	中证 500	1.93	14.31%	27.84	26.84%	9.90	0.03	15.81
	创业板 50	8.54	88.56%	85.83	94.62%	39.32	2.86	36.11

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 11：短期成长板块估值提升更明显（截止 2020 年 6 月 24 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	0.92	0.1%	12.52	9.6%	-18.07	-1.59	1.20
	化工	1.94	13.5%	24.54	32.3%	2.36	-0.24	13.81
	钢铁	0.85	7.0%	11.99	25.4%	-8.60	-3.05	4.45

	有色金属	2.10	15.3%	37.71	41.5%	-4.01	0.40	14.17
	建筑材料	1.99	27.1%	14.17	9.7%	7.35	-1.43	8.31
	建筑装饰	0.88	0.1%	9.64	3.7%	-7.39	-1.86	-0.83
	电气设备	2.57	24.4%	34.50	30.0%	17.12	2.23	18.11
	机械设备	2.17	25.0%	28.44	38.2%	3.83	-0.28	12.34
	公用事业	1.32	1.2%	20.51	24.0%	-5.55	0.33	3.66
	交通运输	1.34	10.1%	20.79	40.2%	-9.88	-1.61	9.62
消费	汽车	1.57	12.9%	25.41	64.6%	0.49	-0.71	14.69
	家用电器	3.13	62.3%	19.90	45.3%	-1.31	-0.51	22.13
	纺织服装	1.75	14.5%	30.54	46.2%	-5.96	-1.88	2.25
	轻工制造	1.78	21.4%	23.91	20.8%	1.26	-0.98	12.77
	商业贸易	1.63	9.3%	24.78	33.8%	14.10	-1.87	22.69
	农林牧渔	3.68	54.7%	19.14	0.5%	13.14	-0.27	10.42
	食品饮料	7.28	88.3%	39.42	69.8%	21.58	1.51	40.55
	休闲服务	4.46	67.0%	75.81	84.3%	16.91	-2.07	38.45
	医药生物	4.51	66.6%	50.72	81.9%	36.81	1.09	34.66
金融	房地产	1.18	0.9%	9.01	2.4%	-9.56	0.57	9.69
	银行	0.66	0.3%	5.95	10.5%	-13.62	-0.11	5.22
	非银金融	1.62	4.2%	15.72	12.8%	-11.04	1.00	8.13
成长	国防军工	2.58	31.0%	55.25	35.0%	4.28	0.06	9.04
	电子	4.07	74.7%	52.78	56.5%	22.06	3.15	25.03
	计算机	4.70	64.4%	76.35	91.7%	19.74	3.00	11.58
	传媒	3.03	18.3%	52.67	43.6%	16.08	2.08	21.94
	通信	2.91	60.3%	45.11	65.5%	6.33	-1.46	-3.14

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
上海区域销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海地区销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海地区销售	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	13222028950@163.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	congxc@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	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
深圳地区销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com
深圳地区销售	张静雯	18589058561	zhangjw@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。