太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-06-14

投资策略报告

分化持续，以守为攻

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：

《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

核心结论：分化持续，以守为攻。美国疫情二次风险正被资本市场反映，结构上的极端分化使得美股存在一定回调压力。整体流动性偏紧与结构上外资抢跑布局富时扩容，将强化A股的分化，市场关注点将重回受益于国内经济需求改善的业绩受益品种。我们仍维持6月休整震荡为主的观点，但在全球宽松潮和国内经济复苏背景下，股票风险溢价在高位，A股向下风险也相对有限，坚守基本面较好的核心资产，货币泛滥背景下，A股核心资产估值天花板应高看一线。

谨防美股回调风险。6月11日以来，海外资本市场，尤其美股出现明显回调（主要为航空、银行等受益于经济修复板块），原油大跌，黄金回升，显示市场对经济复苏预期出现担忧，避险情绪提升。原因在于，一方面，二次疫情对美国经济冲击开始被市场消化；另一方面，美联储6月议息会议验证货币再宽松空间已不大，且美联储对未来美国经济前景并不乐观且漫长；此外，美股反弹内部结构FAAMG（脸书、苹果、亚马逊、微软和谷歌五大科技公司）和非FAAMG极端分化，过度拥挤也存在短期调整需求。

社融持续放量，需求改善可期。5月社融存量同比增长12.5%，较前期12.0%继续提升。一方面，持续放量背后对应着逆周期调节发力，企业融资需求保持向好，企业新增中长期贷款达5305亿元，委贷+信托贷款同比没有明显收缩。另一方面，受益于政府债券发力，5月政府债券新增1.14万亿元，远高于去年同期3857亿元；此外，财政投放推升了非信贷形式的货币派生，相应也提升了M2（11.10%）增速，高于经济名义增速，M2-M1剪刀差收窄也显示企业经营活动边际改善。另外，居民部门需求继续释放。5月居民贷款新增7043亿元，前期疫情期间压制的居民需求还在持续释放中。

6月流动性宽松仍存不确定性。6月8-12日央行投放逆回购4200亿元，并表示将于6月15日左右对本月到期的7400亿元MLF一次性续做，逆回购层面的积极操作或降低降息和降准必要性，由此预计6月降准或将“落空”。但考虑到半年季节性流动性压力，央行或将重启28天逆回购，并采取“量升价平”组合维持流动性和市场利率稳定。货币政策的短期效果已经接近极限，此前银行间质押式回购成交金量大幅上升，债市金融加杠杆规模进一步上升，6月以来，央行开始警惕金融加杠杆的情况，货币政策略有收紧。

外资持续流入，抢跑布局A股入富扩容。6月22日，富时罗素将A股纳入因子由17.5%提升至25%，届时富时罗素对于A股的第一阶段纳入因子提升将全部完成，保守估计将至少带来373亿增量资金，纳入前期也会吸引“抢跑资金”持续流入。此前，受益于美国无限量QE等政策刺激，全球流动性危机爆发，3月24日以来，陆股通已累计净流入1224亿元，期间医药、家电、食品饮料等消费板块受追捧。从中长期来看，受益于我国持续的对外开放和全球宽松潮，外资持续流入A股的趋势不变，预计2020年以陆股通为代表的外资流入A股规模预计能达3000亿左右。

配置建议：内需复苏赛道中寻找确定性：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。

风险提示：美国二次疫情复发，全球经济复工进程较慢

目 录

核心结论：分化持续，以守为攻 4
1、谨防美股回调风险 4
2、社融持续放量，需求改善可期 5
3、6 月流动性宽松仍存不确定性 6
4、外资持续流入，抢跑布局 A 股入富扩容 7
5、分化持续，以守为攻 8

图表目录

图表 1：6 月以来加州、德州等州的新增确诊病例曲线出现反弹上升..... 5
图表 2：FAAMG 五家公司股价率先反弹，并创新高 5
图表 3：5 月社融持续 12.5%的高速增长 6
图表 4：企业和政府融资带动 5 月社融放量..... 6
图表 5：5 月居民部门需求继续释放..... 6
图表 6： 5 月 M2-M1 剪刀差收窄，企业经营活力边际改善 6
图表 7：6 月 8-12 日央行合计投放逆回购 4200 亿元 7
图表 8：2020 年 2-5 月银行间质押式回购成交量大幅上升 7
图表 9：外资偏好医药、食品饮料、家电等消费..... 8
图表 10：预计 2020 年陆股通流入规模达 3000 亿左右..... 8
图表 11：6 月以来加州、德州等大洲的新增确诊病例曲线出现反弹上升..... 8
图表 12：2020 年以来 A 股也表现为明显分化（截止 2020 年 6 月 12 日）..... 9
图表 13：创业板指与上证 50 持续分化（截止 2020 年 6 月 12 日） 9
图表 14：医药、休闲娱乐、家电等消费板块估值有所回落（截止 2020 年 6 月 12 日） 9

核心结论：分化持续，以守为攻

美国疫情二次风险正被资本市场反映，结构上的极端分化使得美股存在一定回调压力。整体流动性偏紧与结构上外资抢跑布局富时扩容，将强化 A 股的分化，市场关注点将重回受益于国内经济需求改善的业绩受益品种。我们仍维持 6 月休整震荡为主的观点，但在全球宽松潮和国内经济复苏背景下，股票风险溢价在高位，A 股向下风险也相对有限，坚守基本面较好的核心资产，货币泛滥背景下，A 股核心资产估值天花板应高看一线。

配置建议：内需复苏赛道中寻找确定性：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、谨防美股回调风险

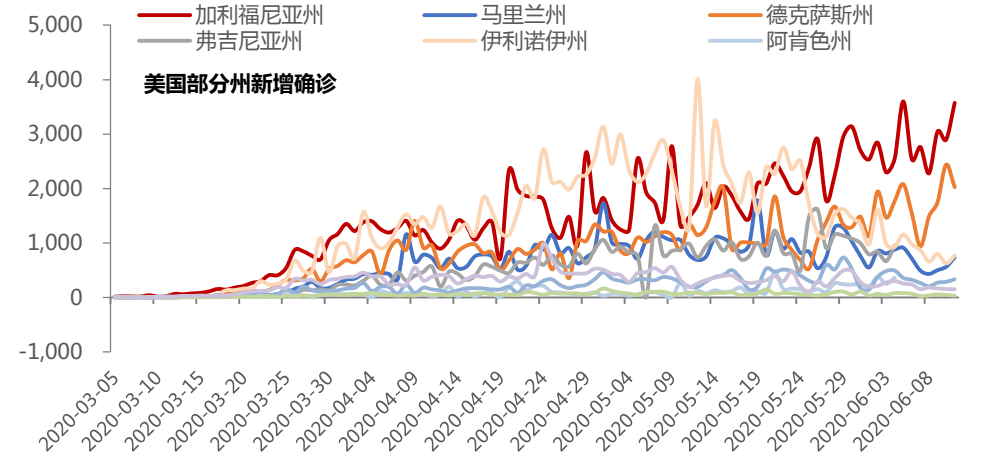
在上周周报中，我们曾提示不宜低估在美国新增确诊病例居高不下的情况下，复工和骚乱带来的疫情二次复发的风险。若二次复发，虽然强度和影响范围上不及第一次冲击，但可能使美国部分区域经济中止复工，还将一步拉长美国经济修复肥尾，从而影响市场对美国经济修复的信心。按照约两周的潜伏期来推算，6 月中下旬将成为观察这一风险的重要时间窗口，美股对疫情复发的风险预期仍不充分。

6 月 11 日以来，海外资本市场，尤其美股出现明显回调（主要为航空、银行等受益于经济修复的板块），原油大跌，黄金回升，显示市场对经济复苏预期出现担忧，避险情绪提升。原因在于，一方面，二次疫情对美国经济冲击开始被市场消化，虽然先前部分新冠疫情重灾区，包括纽约州、麻州、以及康乃狄克州，确诊数量都显著下滑，但阿拉巴马州、加州、威斯康辛州，以及阿肯色州沦为新兴的疫情重灾区。

另一方面，美联储 6 月议息会议验证货币再宽松空间已不大。美联储 6 月 11 日宣布，维持现行利率 0%-0.25%不变，符合市场预期；美联储点阵图显示，美联储预计将维持利率在当前水平直至 2022 年年底，侧面反映美联储对未来美国经济前景并不乐观且漫长，但也不倾向使用负利率。

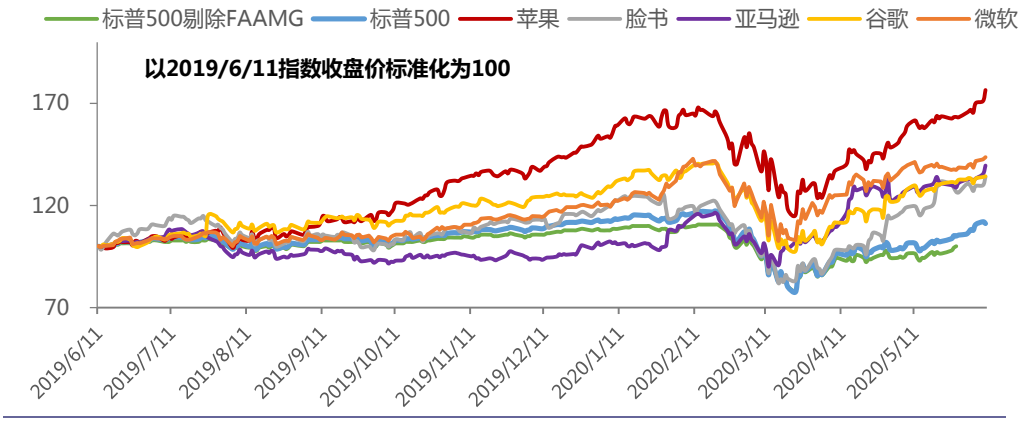
此外，美股反弹内部结构的 FAAMG（脸书、苹果、亚马逊、微软和谷歌五大科技公司）和非 FAAMG 的极端分化表现，目前 FAAMG 已占据了标普 500 指数市值的 20%以上，创下历史之最；从交易层面，过度拥挤的交易品种也存在短期调整的需求，4 月美股反弹涨跌幅 FAAMG 科技股>标普 500>标普 500（提出 FAAMG）。

图表 1：6 月以来加州、德州等州的新增确诊病例曲线出现反弹上升



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 2：FAAMG 五家公司股价率先反弹，并创新高



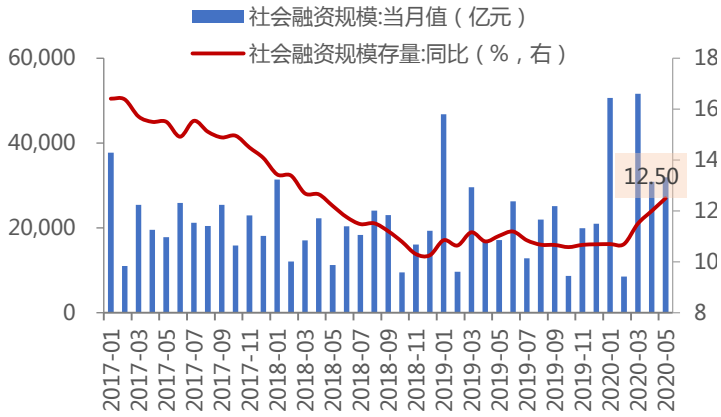
资料来源：Wind，太平洋证券整理

2、社融持续放量，需求改善可期

5 月社融 5.16 万亿，存量同比增长 12.5%，较前期 12.0%继续提升。一方面，持续放量背后对应着逆周期调节发力，企业融资需求保持向好，5 月企业新增中长期贷款达 5305 亿元，仍维持在 5000 亿元左右的水平，明显好于去年同期的 2524 亿元；此外，5 月委贷+信托贷款同比没有明显收缩，企业债券融资同比改善。另一方面，受益于政府债券发力，5 月政府债券新增 1.14 万亿元，远高于上年同期的 3857 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，5 月 M2 升至 11.10%，高于当前经济名义增速，M2-M1 增速剪刀差较前期有所收窄，反映出随着资金逐步解冻并流入正常生产经营领域，企业经营活力边际有所改善。

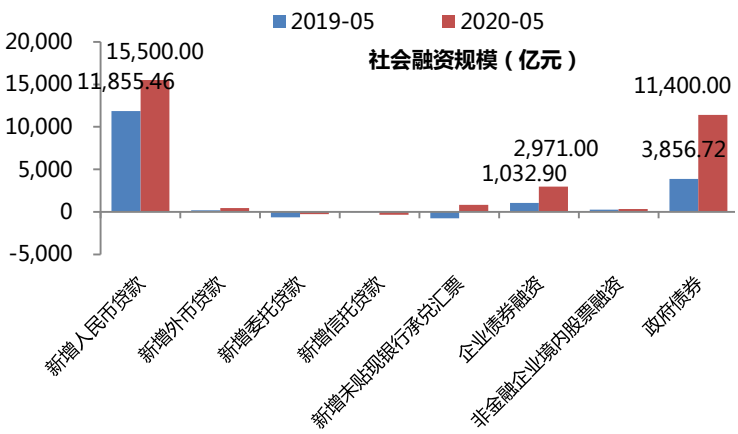
另外，居民部门需求继续释放。5 月居民贷款新增 7043 亿元，不仅较去年同期多增 418 亿元，也较上月多增 374 元。其中居民短期贷款、中长期贷款分别为 2381 亿元、4662 亿元，较上月多增 101 亿元、273 亿元，显示前期疫情期间压制的居民需求还在持续释放中。5 月汽车销量同比增长 14.5%，乘用车增幅由负转正，也验证居民消费需求在边际改善；预计 5 月地产销量数据亦能持续改善。

图表 3：5 月社融持续 12.5%的高速增长



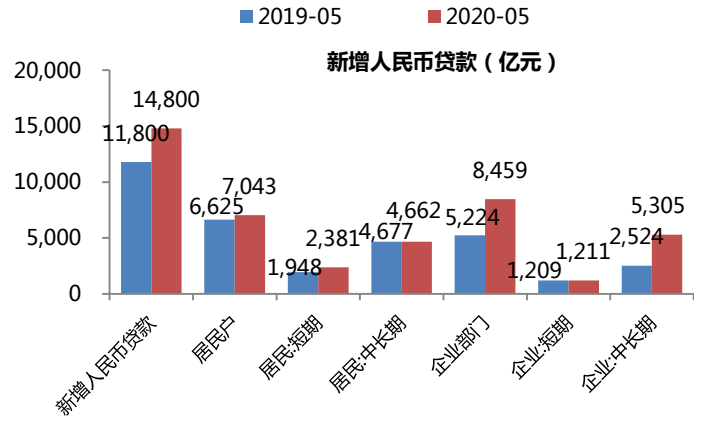
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4：企业和政府融资带动 5 月社融放量



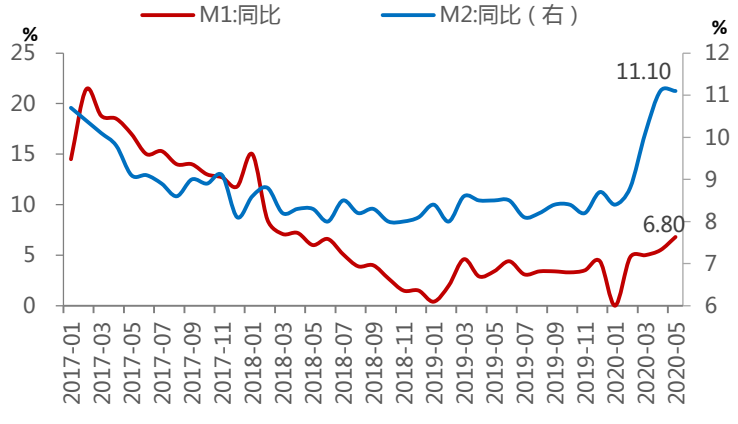
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 5：5 月居民部门需求继续释放



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 6：5 月 M2-M1 剪刀差收窄，企业经营活力边际改善



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

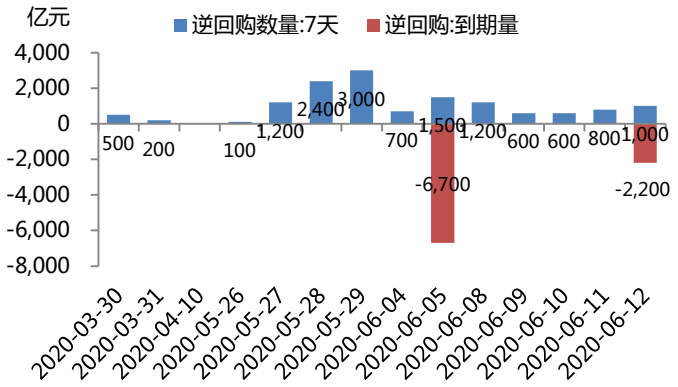
3、6 月流动性宽松仍存不确定性

6 月 8 日-6 月 12 日期间央行投放 7 天逆回购合计规模达 4200 亿元，并将于 6 月 15 日左右对本月到期的 7400 亿元 MLF 一次性续做，逆回购层面的积极操作或将降低降息和

降准必要性，由此预计 6 月降准或将“落空”。但考虑到半年季节性流动性压力，央行或将重启 28 天逆回购，并采取“量升价平”组合维持流动性和市场利率的稳定。

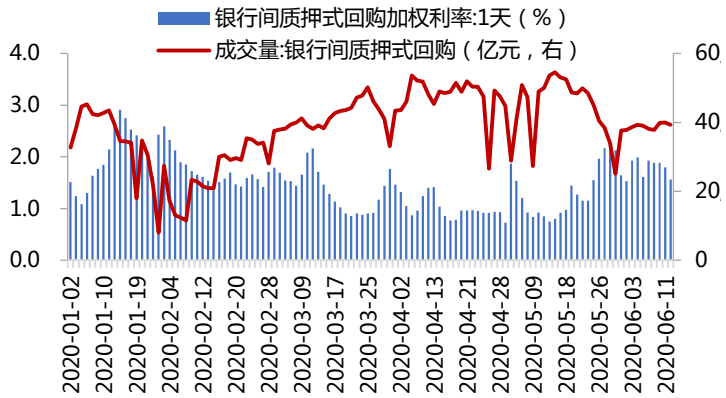
货币政策的短期效果已经接近极限，此前 2020 年 2 月-5 月期间银行间质押式回购成交量大幅上升，债市金融加杠杆规模进一步上升。6 月以来，央行开始警惕金融加杠杆的情况，货币政策略有收紧。此前，央行推出“普惠小微企业信用贷款支持计划”结构性货币政策工具，宽货币转向宽信用，显示短端隔夜利率预计将出现较大反弹，对于资本市场而言，流动性边际偏紧。

图表 7：6 月 8-12 日央行合计投放逆回购 4200 亿元



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 8：2020 年 2-5 月银行间质押式回购成交量大幅上升



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

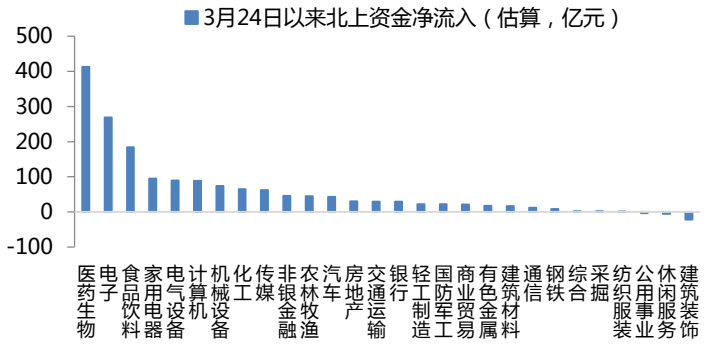
4、外资持续流入，抢跑布局 A 股入富扩容

6 月 22 日，富时罗素将 A 股纳入因子由 17.5%提升至 25%，届时富时罗素对于 A 股的第一阶段纳入因子提升将全部完成。根据富时罗素官方数据，跟踪富时罗素全球股票指数体系的资金约为 1.7 万亿美元，按照被动与主动资金八二资产规模格局，此次纳入因子调整，保守估计将至少带来 373 亿元增量资金，纳入前期也会吸引“抢跑资金”持续流入。

此前，由于美国无限量 QE 等政策刺激，全球流动性危机爆发，外资自 3 月底以来持续回流 A 股，3 月 24 日以来，已累计净流入 1224 亿元，期间医药（估算净流入 413 亿）、食品饮料（184 亿）、家电（195 亿）等消费板块受外资追捧。

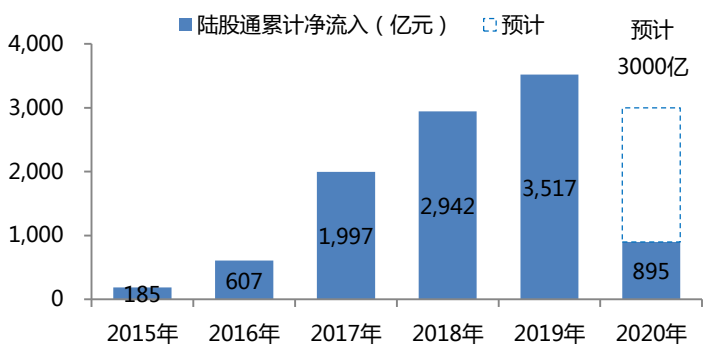
从中长期来看，受益于我国持续的对外开放（如，取消 QFII 和 RQFII 投资限额）和全球宽松潮，对比日、韩、台湾外资持股比例 30%-35%的空间来看，外资持续流入 A 股的趋势不变，预计 2020 年以陆股通为代表的外资流入 A 股规模预计能达 3000 亿左右。

图表 9：外资偏好医药、食品饮料、家电等消费



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 10：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

图表 11：6 月以来加州、德州等大洲的新增确诊病例曲线出现反弹上升

A 股“入富”第一阶段	公布日	生效日	纳入比例	富时全球股票指数权重变动	富时新兴市场指数权重变动	被动资金配置规模（亿元人民币，汇率按 7 估算）
第一步	2019/5/25	2019/6/23	0%-5%	0.11%	1.11%	249
第二步	2019/8/24	2019/9/23	5%-15%	0.23%	2.23%	497
第三步第一次	2020/2/21	2020/3/23	15%-17.5%	0.06%	0.56%	124
第三步第二次	2020/5/23	2020/6/22	17.5%-25%	0.17%	1.67%	373

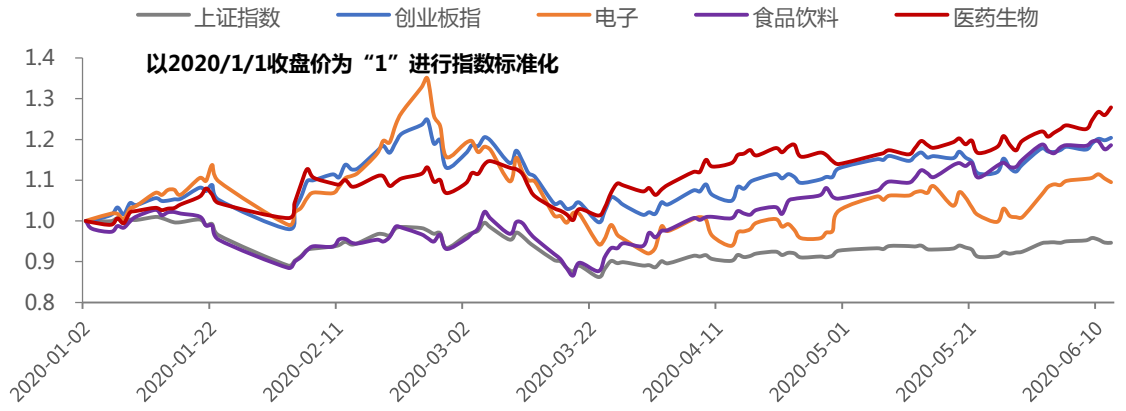
资料来源：太平洋证券整理

5、分化持续，以守为攻

美国疫情二次风险正被资本市场反映，结构上的极端分化使得美股存在一定回调压力。整体流动性偏紧与结构上外资抢跑布局富时扩容，将强化 A 股的分化，市场关注点将重回受益于国内经济需求改善的业绩受益品种。我们仍维持 6 月休整震荡为主的观点，但在全球宽松潮和国内经济复苏背景下，股票风险溢价在高位，A 股向下风险也相对有限，坚守基本面较好的核心资产，货币泛滥背景下，A 股核心资产估值天花板应高看一线。

配置建议：内需复苏赛道中寻找确定性：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 12：2020 年以来 A 股也表现为明显分化（截止 2020 年 6 月 12 日）



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 13：创业板指与上证 50 持续分化（截止 2020 年 6 月 12 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	1.38	12.65%	12.30	36.62%	-2.28	0.05	13.39
	上证 50	1.07	0.93%	9.35	19.22%	-5.85	-0.42	12.68
	中小板指	3.71	32.17%	32.06	51.36%	11.65	0.98	17.51
	创业板指	6.69	88.27%	62.52	82.57%	22.73	1.86	20.78
	中证 500	1.92	13.70%	32.48	47.07%	6.15	0.11	11.85
	创业板 50	7.66	86.17%	77.28	89.53%	28.22	3.29	25.27

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 14：医药、休闲娱乐、家电等消费板块估值有所回落（截止 2020 年 6 月 12 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%	-18.30	-0.94	0.91
	化工	1.89	11.8%	23.87	30.4%	0.06	-0.37	11.25
	钢铁	0.83	5.8%	11.67	24.9%	-11.04	0.49	1.66
	有色金属	2.04	12.7%	36.58	37.9%	-7.06	-0.07	10.54
	建筑材料	2.01	28.2%	14.38	10.2%	8.82	0.70	9.79
	建筑装饰	0.88	0.0%	9.64	3.7%	-7.18	-1.72	-0.59
	电气设备	2.46	20.8%	33.02	26.0%	12.14	1.51	13.09
	机械设备	2.16	24.4%	29.00	40.3%	2.56	0.05	10.96
	公用事业	1.29	0.3%	20.07	20.1%	-7.56	-1.25	1.45
	交通运输	1.36	11.5%	21.15	41.9%	-8.49	-0.58	11.31
消费	汽车	1.56	12.2%	24.48	63.3%	0.07	0.26	14.20

	家用电器	3.12	61.8%	19.85	45.0%	-1.67	-0.24	21.69
	纺织服装	1.78	16.4%	31.20	48.1%	-4.76	0.36	3.55
	轻工制造	1.74	19.1%	23.56	19.8%	-0.04	-0.90	11.32
	商业贸易	1.60	8.9%	24.45	33.1%	12.34	1.99	20.79
	农林牧渔	3.48	48.7%	18.16	0.0%	7.22	-2.62	4.64
	食品饮料	7.01	86.6%	37.98	65.6%	17.03	-0.01	35.29
	休闲服务	4.43	66.2%	75.00	83.9%	15.68	6.96	36.98
	医药生物	4.22	54.9%	47.45	75.2%	28.23	3.57	26.22
金融	房地产	1.16	0.3%	8.78	1.3%	-11.28	-0.74	7.60
	银行	0.66	0.2%	6.00	10.9%	-12.86	-1.57	6.15
	非银金融	1.57	1.6%	15.22	9.8%	-13.84	-1.52	4.74
成长	国防军工	2.56	29.8%	55.16	34.6%	3.91	0.24	8.66
	电子	3.77	65.2%	48.89	47.7%	13.32	-0.31	16.08
	计算机	4.45	58.7%	72.16	88.3%	13.22	0.91	5.50
	传媒	2.86	13.6%	49.95	38.0%	9.69	3.63	15.23
	通信	2.83	56.9%	43.81	62.0%	3.34	-0.36	-5.87

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。