太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-06-07

投资策略报告

破局尚需蓄力，把握成长性确定的机会

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：

《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：破局尚需蓄力，把握成长性确定的机会。国内外需求均有边际恢复，但也需警惕外海复工和骚乱引发的疫情二次风险。5月进出口数据边际回落，我国出口与整体外需背离的缺口将收敛。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，市场关注点将重回中报为线索的业绩受益板块，加之市场对中美摩擦力度和时点的不确定性，我们仍维持6月休整的观点。但在全球宽松潮下，股票风险溢价在高位，A股向下空间也相对有限，货币泛滥将导致A股核心资产迎来泡沫化时代。

市场对美国经济风险预期仍不充分。5月25日美国国内游行骚乱以来，美股不跌反涨，其核心原因在于，市场认为此次游行示威并未改变美国在疫情“至暗时刻”过后经济逐渐复苏的预期。从美国社会文化体系认知出发，早已具备了对于游行示威发展的一定预期和免疫力。历史上来看，美股表现普遍显示出对重大骚乱的“漠视”。但我们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。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。

国内需求修复较好，外需压力或持续显现。5月PMI仍保持在扩张区间，但生产分项回落显示复工带来的经济复苏动力已接近尾声，后续需求端更重要。此次官方制造业PMI小幅回落，主要受新出口订单拖累，已连续4个月处于大幅收缩区间，体现出未来外需压力，按照新出口订单PMI领先出口拐点1-2个季度历史经验来看，5月后未来几个月出口数据将体现出此前订单萎缩的拖累。目前5月进出口数据呈边际回落。此外，对海外需求反应灵敏的韩国，时隔12个月首次出现国际收支经常项目逆差，创近9年新高，也显示出外需恢复尚不明显。

富时指数欲扩容，外资抢跑布局持续流入。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“美元荒”流动性危机，3月24日以来，陆股通已累计净流入1175亿元，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。

宽货币转向宽信用，短期流动性边际偏紧。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，两会后国债期货的调整似乎也验证了市场宽货币转向宽信用的预期，短端利率预计将出现较大反弹，近期逆回购缩量续作，对于资本市场而言，流动性边际偏紧。5月地方债券发行1.3万亿，创单月发行历史新高。专项债额度的扩张，地方财政也将急需融资支持，完成“六保”政策目标，6月降准降息可期，由此短期会给中长端利率带来调整压力。

配置建议：把握成长性确定的机会：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、家电、影视、旅游；3）“老基建”：机械、建材、地产、建筑龙头。

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：破局尚需蓄力，把握成长性确定的机会 4
1、市场对美国经济风险预期仍不充分 4
2、国内需求修复较好，外需压力或持续显现 6
3、富时指数欲扩容，外资抢跑布局持续流入 7
4、宽货币转向宽信用，短期流动性边际偏紧 8
5、破局尚需蓄力，把握成长性确定的机会 9

图表目录

图表 1：历史上美股表现普遍显示出对重大骚乱的“漠视” 5
图表 2：6 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..... 5
图表 3：5 月新出口订单明细羸弱..... 6
图表 4：韩国出现国际收支经常项目大额逆差..... 6
图表 5：5 月进出口数据边际回落..... 7
图表 6：3 月 24 日反弹以来已累计净流入 1175 亿元 7
图表 7：预计 2020 年陆股通流入规模达 3000 亿左右..... 7
图表 8：6 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 9：流动性边际偏紧 8
图表 10： 5 月地方政府债券发行创单月历史新高 8
图表 11：创业板指估值历史分位超 80%（截止 2020 年 6 月 5 日）..... 9
图表 12：计算机、医药、休闲服务估值历史分位超 70%（截止 2020 年 6 月 5 日）... 9

核心结论：破局尚需蓄力，把握成长性确定的机会

国内外需求均有边际恢复，但也需警惕外海复工和骚乱引发的疫情二次风险。5 月进出口数据边际回落，我国出口与整体外需背离的缺口将收敛。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，市场关注点将重回中报为线索的业绩受益板块，加之市场对中美摩擦力度和时点的不确定性，我们仍维持 6 月休整的观点。但在全球宽松潮下，股票风险溢价在高位，A 股向下空间也相对有限，货币泛滥将导致 A 股核心资产迎来泡沫化时代。

配置建议：内需为王，寻找成长性确定：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、家电、影视、旅游；3）“老基建”：机械、建材、地产、建筑龙头。

1、市场对美国经济风险预期仍不充分

2020 年 5 月 25 日美国国内游行骚乱以来，美股不跌反涨，道指、标普 500 和纳斯达克指数分别上涨 10.81%、8.07%和 5.25%，其核心原因在于，市场认为此次游行示威并未改变美国在疫情“至暗时刻”过后经济逐渐复苏的预期，由此受益于经济复苏预期的美股航空、银行，以及原油明显上涨。游行骚乱在美国社会文化中相对普遍，几乎每年都有小规模的示威游行，每 3 年左右发生中大规模的游行骚乱，因此从美国本国人的社会文化体系认知出发，早已具备了对于游行示威发展的一定预期和免疫力。历史上来看，美股表现普遍显示出对重大骚乱的“漠视”。

2016 年 9 月 16 日在俄克拉何马州塔尔萨和 22 日在夏洛特市，也曾因黑人男子被警察射杀引起过骚乱，但当时市场关注度不及此次，其原因一定程度上也与此次疫情有关，在当美国 5 月修正后的失业率达 16%的背景下，此次游行示威在反应美国贫富差距和种族长期矛盾的同时，也叠加了民众强烈要求复工的诉求。

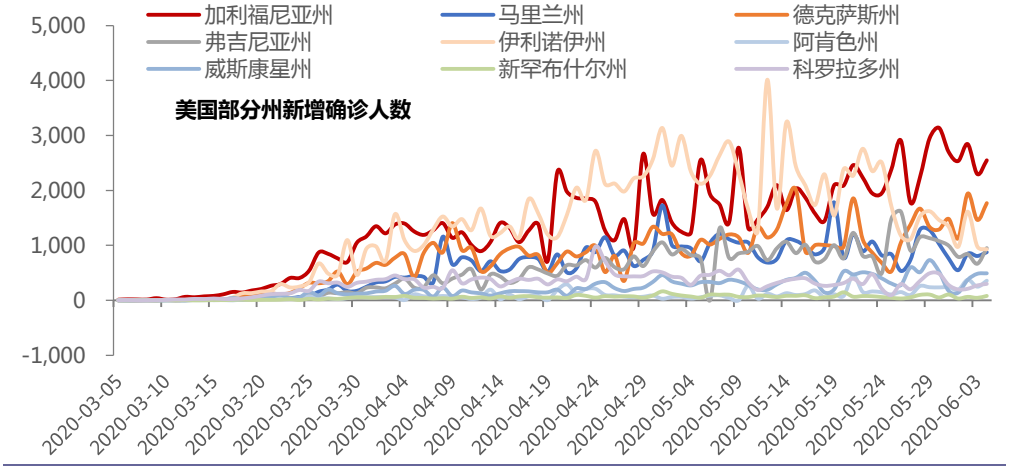
同时，虽然受益于复工，5 月美国制造业 PMI 改善至 43.1，前值 41.5，但我们提示不宜低估在美国新增确诊病例居高不下的情况下，复工和骚乱带来的疫情二次复发的风险。若二次复发，不仅可能使美国经济中止复工，还将一步拉长美国经济修复的肥尾，从而影响市场对美国经济修复的信心。按照约两周的潜伏期来推算，6 月中下旬将成为观察这一风险的重要窗口。6 月以来，虽然美国整体疫情趋于稳定，但加州、德州等大洲的新增确诊病例曲线出现反弹上升，已体现出疫情二次复发的风险。目前美股对疫情复发的风险预期仍不充分。

图表 1：历史上美股表现普遍显示出对重大骚乱的“漠视”

骚乱时间	事件	起因	道琼斯指数涨跌幅（%）		
			次日	后 5 日	后 10 日
1962/9/30	密西西比大学骚乱	**种族：**种族隔离主义者不满密西西比大学招收美军退伍非裔军人	-0.04	1.23	1.85
1967/7/23	底特律骚乱	**种族：**警方扫荡一处位于第十二街的无牌照酒吧，期间无端抓捕了数十名非裔，引起非裔围攻警察	-0.91	-0.58	1.19
1968/4/4	马丁·路德·金遇刺	**种族：**非洲裔公民运动领袖马丁·路德·金在演讲时遇刺身亡	1.36	3.93	2.86
1970/5/9	肯特州立大学枪击	**政治：**美国陷入越战泥潭，2000 名肯特立大学生在学校举行反对扩大越战以及入侵柬埔寨	-1.83	-2.08	-10.64
1982/6/12	反核武器游行示威	**政治：**里根时期，美苏核军备“竞赛”加剧，因此 20 世纪 80 年代美国内爆发了大规模的反核和平运动	-1.05	-2.44	0.27
1992/4/29	洛杉矶骚乱	**种族：**三名欧洲裔白人警察和一名拉丁裔白人警察殴打涉及交通违规事件的一名黑人，当地陪审团宣判四名被控“使用过当武力”的警察无罪释放	1.55	1.86	2.54
1995/10/16	华盛顿百万黑人男子游行	**种族：**激进派黑人“回教之国”领袖法拉汉在这场规模空前的集会上，发表了长达两个半小时的演讲	0.05	-0.80	-0.78
2001/4/10	辛辛那提骚乱	**种族：**白人警察无辜枪杀 19 岁的非裔青年	1.71	7.83	7.92
2013/7/13	桑福德骚乱	**种族：**17 岁的黑人少年被协警认定为形迹可疑而报警，随后两人发生了争执，黑人少年身中枪伤，但协警被视为是自卫手段	-0.08	0.53	0.37
2014/11/29	弗格森骚乱	**种族：**密苏里州圣路易斯县弗格森镇 18 岁的非裔美国青年在未携带武器的情况下，遭到 28 岁的白人警员射杀	0.29	0.14	-3.63
		负率	**50%**	**40%**	**30%**

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 2：6 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



资料来源：Wind，太平洋证券整理

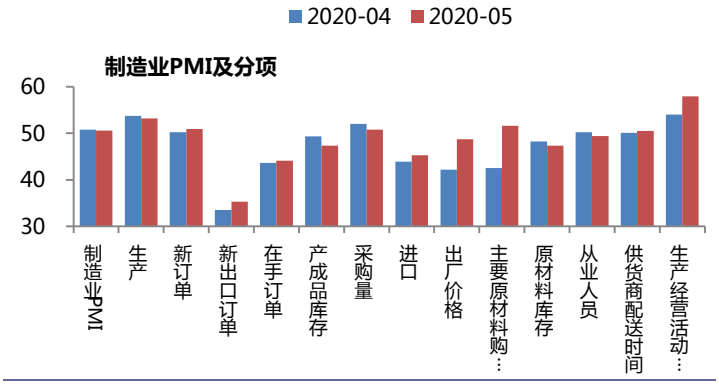
2、国内需求修复较好，外需压力或持续显现

虽然 5 月 PMI 仍保持在扩张区间，但生产分项回落显示复工复产供给端带来的经济复苏动力已接近尾声，后续需求端修复更重要。目前来看，新订单、在手订单、原材料库存、产成品库存、出厂价格的改善显示国内需求也有所修复。行业层面，中汽协预计 5 月汽车销售同比 11.7%，挖机销量持续改善，也验证国内需求修复较好。

此次官方制造业 PMI 小幅回落，主要受新出口订单拖累影响，已连续 4 个月处于大幅收缩的区间，体现出未来外需的压力，按照新出口订单 PMI 领先出口拐点 1-2 个季度的历史经验来看，5 月后未来几个月的出口数据将体现出此前订单萎缩的拖累，我国出口与整体外需背离的缺口将收敛。5 月出口美元计价同比-3.3%，人民币计价同比 1.4%，出口增速边际回落显示在防疫物资需求有较强的同时，海外生产回升同时外需相对较弱。分产品来看，机电产品和服装等可选消费产品的出口同比仍保持负增长，但包括口罩在内的纺织品出口增长 25.5%。区域上，对东盟和日本出口分别增长 2.8%和 1.6%，而对欧盟、美国、日本出口分别下降 1%和 11.4%，体现出与各国复工进程的相关性。另外，对海外需求反应灵敏的韩国，时隔 12 个月首次出现国际收支经常项目大额逆差，创近 9 年新高，也显示出外需恢复尚不明显。

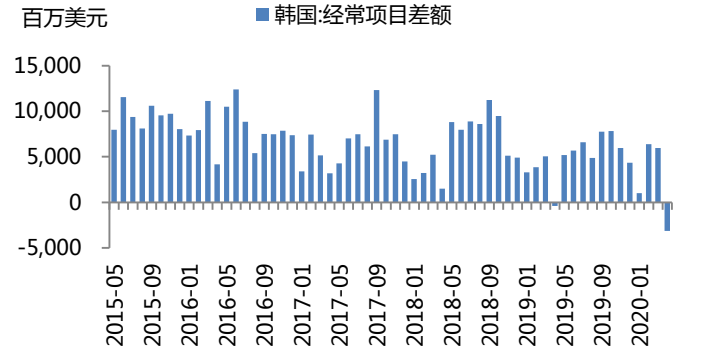
此外，官方非制造业 PMI、财新制造业 PMI 和服务业 PMI 均超预期，显示在疫情防控常态化下“六稳”、“六保”的政策导向，促使国内服务业得到快速恢复。5 月进口美元计价同比-16.7%，人民币计价同比-12.7%，均较前值下滑，显示虽然国内需求已较前期明显改善，但受制于海外疫情冲击了供给端，以及大宗商品价格（尤其原油）低位。

图表 3：5 月新出口订单明细羸弱



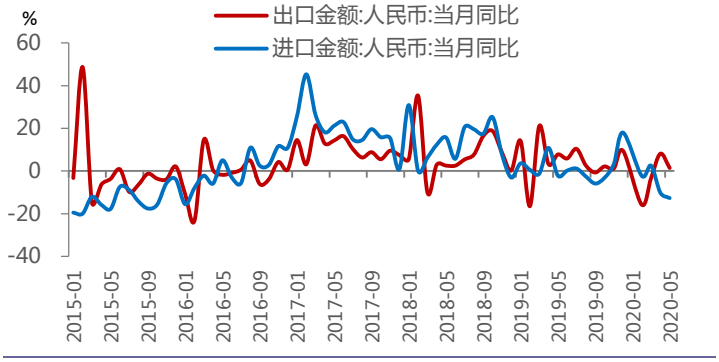
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4：韩国出现国际收支经常项目大额逆差



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 5：5 月进出口数据边际回落



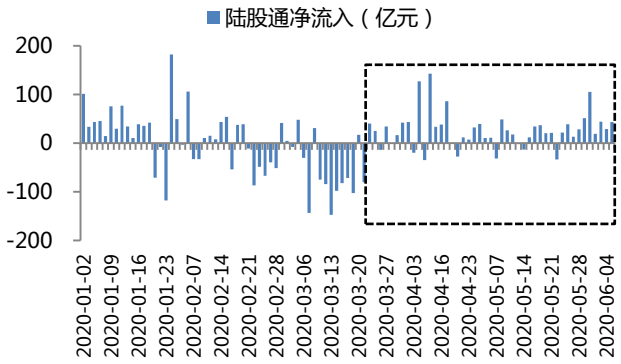
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

3、富时指数欲扩容，外资抢跑布局持续流入

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，以及“入富”第一阶段完成后新兴市场指数被动配置资金将有 100 亿美元，由此预计此次权重提升将保守带来 373 亿元的增量资金，纳入前期也会吸引“抢跑资金”持续流入。

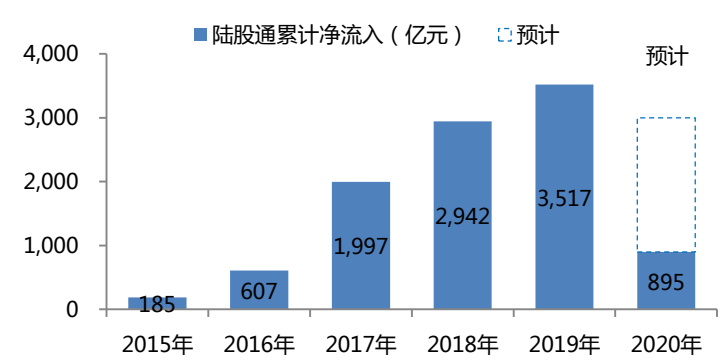
此前，受益于美国无限量 QE 等政策刺激，全球“美元荒”流动性危机缓解，外资自 3 月底以来持续回流 A 股，3 月 24 日以来已累计净流入 1175 亿元，期间医药、家电、食品饮料等消费板块受外资追捧，相应板块在次轮反弹中也表现领涨。从中长期来看，受益于我国持续的对外开放（如，取消 QFII 和 RQFII 投资限额）和全球宽松潮，对比日、韩、台湾外资持股比例 30%-35%的空间来看，外资持续流入 A 股的趋势不变，预计 2020 年以陆股通为代表的外资流入 A 股规模预计能达 3000 亿左右。

图表 6：3 月 24 日反弹以来已累计净流入 1175 亿元



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 7：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 8：6 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

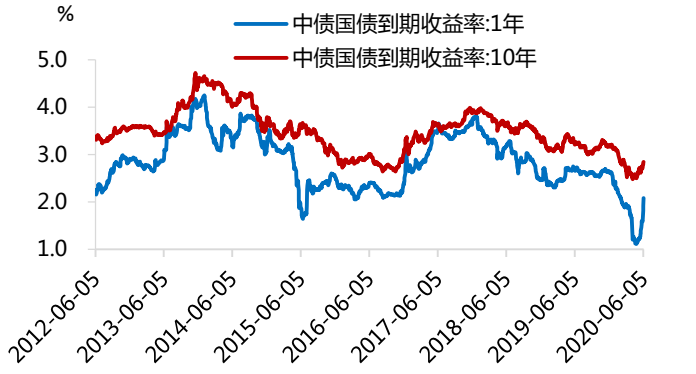
资料来源：太平洋证券整理

4、宽货币转向宽信用，短期流动性边际偏紧

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，两会后国债期货的调整似乎也验证了市场认为宽货币转向宽信用的预期，短端利率预计将出现较大反弹。此外，近一周央行共进行 7 天逆回购操作 2200 亿元，但到期 6700 亿元，净回笼资金 4500 亿元，逆回购缩量续作也显示央行对市场短期资金投放管控力边际变强。对于资本市场而言，流动性边际偏紧。

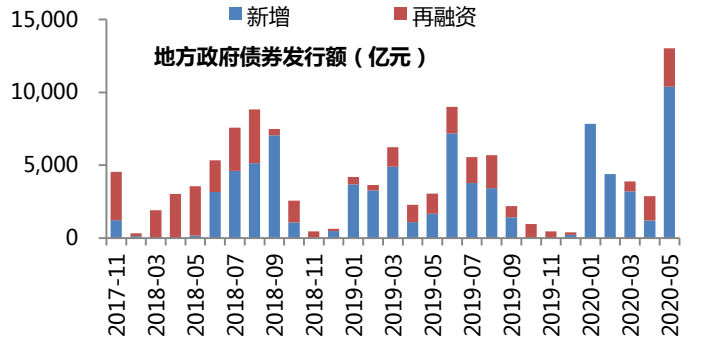
5 月地方债券发行 1.3 万亿，创单月发行历史新高，截止 5 月底，2020 年地方债券累计发行近 3.2 万亿，其中新增 2.7 万亿，再融资债券 4973 亿，新增债券发行已完成中央提前下达额度的 94.9%。专项债额度的扩张，地方财政也将急需融资支持，完成“六保”政策目标，6 月降准降息可期，由此短期会给中长端利率带来调整压力。

图表 9：流动性边际偏紧



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 10： 5 月地方政府债券发行创单月历史新高



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

5、破局尚需蓄力，把握成长性确定的机会

国内外需求均有边际恢复，但也需警惕外海复工和骚乱引发的疫情二次风险。5 月进出口数据边际回落，我国出口与整体外需背离的缺口将收敛。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，市场关注点将重回中报为线索的业绩受益板块，加之市场对中美摩擦力度和时点的不确定性，我们仍维持 6 月休整的观点。但在全球宽松潮下，股票风险溢价在高位，A 股向下空间也相对有限，货币泛滥将导致 A 股核心资产迎来泡沫化时代。

配置建议：内需为王，寻找成长性确定：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、家电、影视、旅游；3）“老基建”：机械、建材、地产、建筑龙头。

图表 11：创业板指估值历史分位超 80%（截止 2020 年 6 月 5 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	1.37	11.80%	12.33	36.91%	-2.33	3.47	13.34
	上证 50	1.07	1.20%	9.42	20.77%	-5.45	3.20	13.16
	中小板指	3.66	29.50%	31.73	49.76%	10.57	4.83	16.38
	创业板指	6.48	86.36%	61.19	80.32%	20.48	3.82	18.57
	中证 500	1.92	13.57%	32.36	46.72%	6.03	3.31	11.73
	创业板 50	7.40	84.20%	74.79	88.67%	24.14	4.12	21.28

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 12：计算机、医药、休闲服务估值历史分位超 70%（截止 2020 年 6 月 5 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	0.93	0.2%	12.65	10.1%	-17.53	1.22	1.86
	化工	1.89	11.8%	23.94	30.7%	0.43	3.97	11.66
	钢铁	0.82	5.3%	11.61	24.7%	-11.47	-0.43	1.17
	有色金属	2.04	12.7%	36.50	37.7%	-7.00	1.23	10.61
	建筑材料	2.00	27.6%	14.28	9.9%	8.07	-0.33	9.03
	建筑装饰	0.89	0.2%	9.80	4.5%	-5.56	1.48	1.14
	电气设备	2.41	19.0%	32.36	24.0%	10.47	2.72	11.41
	机械设备	2.15	23.8%	28.91	40.1%	2.51	3.64	10.91
	公用事业	1.30	0.4%	20.18	21.0%	-6.39	1.72	2.73

	交通运输	1.37	12.2%	21.28	42.9%	-7.95	3.88	11.96
消费	汽车	1.56	12.2%	24.47	63.3%	-0.20	5.99	13.90
	家用电器	3.12	61.9%	19.88	45.2%	-1.43	2.61	21.98
	纺织服装	1.77	15.8%	31.02	47.6%	-5.10	4.38	3.18
	轻工制造	1.75	19.7%	23.68	20.1%	0.87	2.15	12.33
	商业贸易	1.54	7.1%	23.12	30.3%	10.15	4.01	18.43
	农林牧渔	3.57	51.4%	18.66	0.1%	10.10	-0.12	7.45
	食品饮料	7.01	86.6%	37.98	65.6%	17.04	3.09	35.30
	休闲服务	4.14	59.9%	70.07	79.1%	8.15	4.24	28.07
	医药生物	4.12	49.8%	46.47	73.4%	23.81	3.15	21.86
金融	房地产	1.17	0.5%	8.84	1.4%	-10.61	3.03	8.41
	银行	0.67	0.4%	6.10	12.2%	-11.46	2.00	7.85
	非银金融	1.59	2.7%	15.44	11.0%	-12.50	4.53	6.36
成长	国防军工	2.56	29.8%	55.09	34.5%	3.66	0.90	8.40
	电子	3.77	65.2%	48.95	47.9%	13.67	8.80	16.43
	计算机	4.36	56.1%	70.72	87.2%	12.20	2.72	4.55
	传媒	2.76	11.7%	48.48	35.5%	5.85	5.19	11.20
	通信	2.84	57.6%	43.83	62.1%	3.71	4.23	-5.53

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。