

证券研究报告/ 策略专题报告

## 风险偏好回落，关注低估值周期

### 报告摘要：

上周海外主要股指调整来自流动性推升估值的边际效应减弱，持续提升需待基本面验证。海外平均跌幅位居今年4月以来最高，A股相对韧性较强。近期流动性对资本市场的边际作用减弱，进一步超预期的可能性不大，对当下的估值支撑需要由基本面复苏预期的落地来完成，市场的主要矛盾转向了基本面和业绩。

美股大跌对于A股的影响主要来自于风险偏好和资金流动两个方面。从互联互通以来标普500明显回撤期间沪深港通的情况来看，标普500每下跌1个百分点对应陆股通流出额的均值为27.5亿元。过去3年中，标普500当周跌幅超过2%，则北上资金下周有72%的概率净流入小于均值，如果标普500当周跌幅超过1%，则为67%。本周标普跌幅-4.78%，过去三年超过这个数值时下周北上资金流出的概率为100%。

短期警惕波动，中长期A股韧性较好。基本上A股仍然优于海外，流动性全球相对同步，但A股的政策空间更大。外资的波动短期内会在风险偏好和资金流动本身对A股进行双重的打击，因此会趋于联动，但是中期流动性空间和中长期基本面复苏节奏都给A股带来韧性。

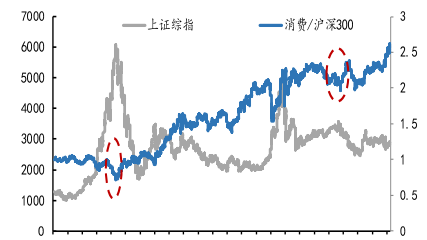
疫情二次爆发担忧下，要素流通受阻使得上市公司盈利恢复受到一定压制。6月12日至周末，北京连续确认多例本土病例，引发对国内疫情二次爆发的担忧。要素流通可能再度受限，导致消费恢复不及预期。我们对消费增速下调影响企业盈利的敏感性进行分析，若2020全年消费增速分别下调1/2/3个百分点，对应非金融部门上市公司盈利增速分别从目前的-0.6%下调至-2%/-3.4%/-4.8%。

A股中期调整尚未结束。展望后市，我们认为A股中期调整尚未结束。主要是因：分子端盈利方面，疫情二次爆发可能使得消费再度下探，从而压制盈利回升；分母端流动性方面，宏观流动性均呈现边际收紧，短期进一步宽松和利率水平创新低的概率偏低，外资和融资流入较前期有所放缓；分母端风险偏好方面，海外市场波动对A股产生一定传递性风险，但A股仍表现出韧性；后续疫情二次爆发的担忧成为短期压制市场风险偏好的主要因素。

内需导向行业仍是中长期配置重点，短期低估值周期更受青睐。中长期经济结构转型、和扩大内需托底经济的需求仍在，基建中的5G、电新等新基建相关行业，以及消费中的低端消费品、餐饮旅游、商贸零售等行业仍然值得关注。短期来看，一方面，疫情二次爆发的担忧下，资金更为偏好受疫情影响较小的必选消费、以及疫情再度提升市场需求和关注度的医药行业；另一方面，避险情绪下，估值处于较低历史分位的金融、地产具有较高的安全边际，可能成为资金“避风港”。

风险提示：海外经济衰退风险加剧，国内政策出台低于预期。

### 相关数据



### 相关报告

《震荡休整，内需导向行业占优-二季度A股市场策略展望》

2020-04-11

《券商、科技板块政策支持力度进一步加大》

2020-04-10

《流动性维持宽松，A股震荡筑底》

2020-04-07

《扩消费提内需，内需导向行业唱主角》

2020-03-30

《扩大消费重要性提升，关注内需导向的行

2020-03-30

《外资流出或近尾声，关注政策支持和超跌

2020-03-22

《短期或超跌反弹，关注政策支持和超跌的

2020-03-20

### 证券分析师：邓利军

执业证书编号：S0550520030001

021-20361109 denglj@nesc.cn

### 研究助理：邢妍姝

执业证书编号：S0550120040005

021-20363244 xingys@nesc.cn

## 目 录

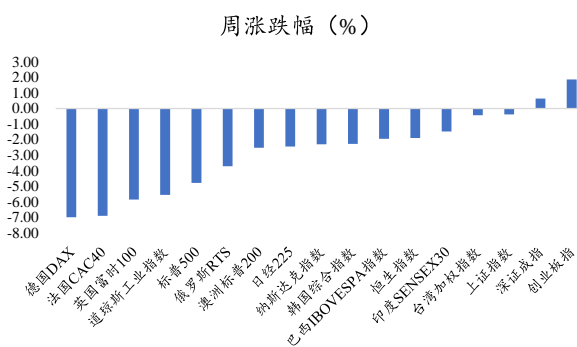
<b>1.</b>	<b>本周聚焦：美股调整，A股能否走出独立行情？</b>	<b>3</b>
1.1.	上周美股大幅调整，全球资本市场跟随下跌	3
1.2.	美股下跌后，A股能否走出独立行情	6
1.2.1.	后续资金面上陆股通资金净流入短期承压	6
1.2.2.	短期警惕波动，中长期A股韧性较好	8
<b>2.</b>	<b>本周策略：风险偏好回落，关注低估值板块</b>	<b>10</b>
2.1.	需求端恢复仍相对缓慢，疫情反复可能影响盈利修复	10
2.2.	宏观流动性均呈现边际收紧	11
2.3.	风险偏好受到疫情反复担忧和海外市场波动两方面压制	12
2.4.	风险偏好回落，关注低估值板块	13
<b>3.</b>	<b>上周市场回顾</b>	<b>14</b>
3.1.	行业及重要指数估值变动	错误！未定义书签。
3.1.1.	绝对估值变动	错误！未定义书签。
3.1.2.	相对估值变动	错误！未定义书签。
3.2.	股市资金供求	错误！未定义书签。
3.2.1.	资金流入	错误！未定义书签。
3.2.2.	资金流出	错误！未定义书签。
3.3.	情绪指标	18

## 1. 本周聚焦：美股调整，A股能否走出独立行情？

### 1.1. 上周美股大幅调整，全球资本市场跟随下跌

上周海外主要股指调整，A股表现相对有韧性。上周海外股市调整较大，平均跌幅位居今年4月以来最高，其中调整跌幅最大的德国DAX指数周跌幅高达-6.99%，美股三大指数中道指跌幅最大（-5.55%），纳斯达克指数相对韧性更强一些（-2.30%）。A股相对韧性较强，上证指数收微跌-0.38%，而创业板则收涨1.86%。此外，VIX盘整2月后再度拉升，市场提示后续风险。

图 1：上周欧美主要股指调整，A股整体有韧性



数据来源：东北证券，Wind

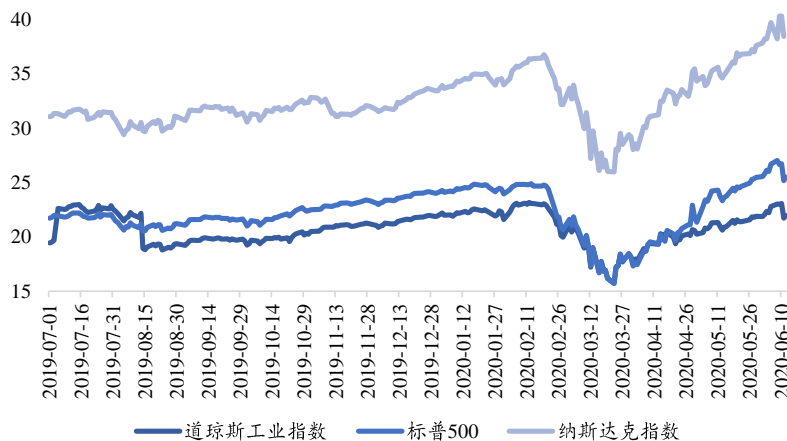
图 2：VIX 时隔 2 月再次冲高破 40



数据来源：东北证券，Wind

美联储“大水漫灌”短期支撑美股，宽松推动美股估值上修至历史新高。3月底以来以 CARES Act 为首的财政刺激出台，美联储对居民及企业进行直接救助，市场极度恐慌的预期打破开启反弹。宽松成为本次反弹最重要的驱动力，科技股占比高的纳斯达克指数反弹最高。截至本次调整前，美股3大股指已经完成估值修复，纳斯达克指数静态市盈率高达40倍远超前高35倍，基本面压力下的盈利下修也给美股带来了被动提估值的效果。

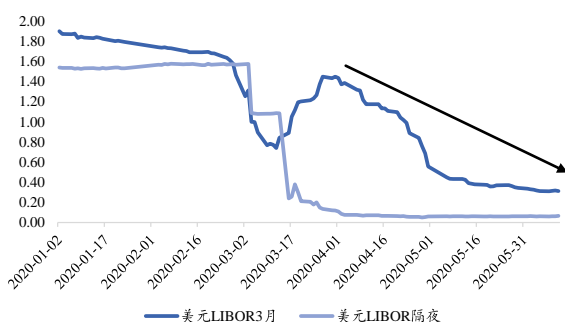
图 3：周四调整前美股三大指数估值已经修复，纳指估值远超“股灾”前



数据来源：东北证券，Wind

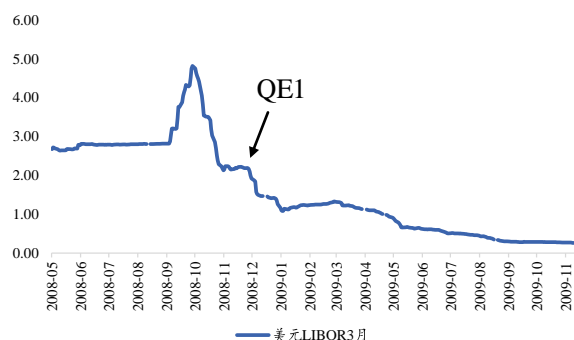
本轮宽松力度较大，基准利率带动 LIBOR3M 的速度较快。LIBOR3M 和美债 3 个月到期收益率的锚都是联邦基金基准利率，但是由于金融危机下往往有流动性恐慌，因此 LIBOR3M 在短期内不会立即跟随基准利率回落，甚至出现短暂的拉升。LIBOR3M 收敛于短债利率时则宣告美联储在危机期间货币政策的目的达成。可以看到不同于 2008 年 11 月 24 日 QE1 推出后接近半年 LIBOR3M 才收敛于早已降至 0% 的基准利率，本次美元危机对 LIBOR3M 的影响极短，当下 LIBOR3M 已经下行至历史低位。LIBOR3M 与美债 3 个月到期收益率的差值维持在 10bps 以内。LIBOR3M 的收敛速度反映出市场 price-in 本轮宽松的速度是十分迅速的。

图 4: 美元流动性危机后，LIBOR3M 迅速下行至低位收敛于基准利率



数据来源：东北证券，Wind

图 5: QE1 后半年左右 LIBOR3M 才收敛于基准利率



数据来源：东北证券，Wind

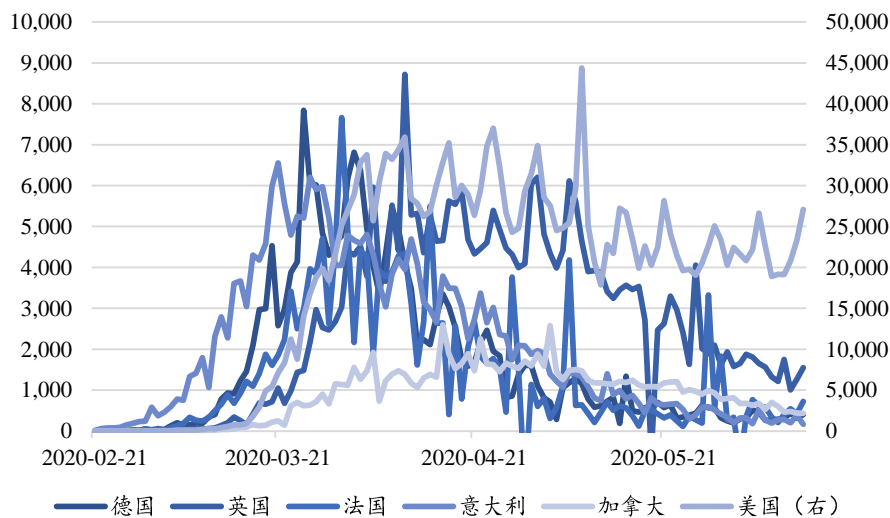
“流动性盛宴”后继续超预期宽松的力度概率较小，经济复苏预期和节奏对全球市场的推动力权重预计逐步加大。6 月 FOMC 会议决定维持目前联邦基金目标利率处于 0-0.25% 的历史低点直至 2022 年。资产购买上，美联储承诺未来几个月将至少以目前的速度增持美国国债和 MBS 数量。进一步宽松的预期主要落在负利率政策上，但在会议中没有任何委员提出市场关注的负利率问题。在新闻发布会上，美联储主席鲍威尔进一步加码表示，美联储不仅没有考虑提升利率，甚至没有考虑过讨论这一问题的可能性。目前看来进一步超预期宽松的可能性较小。当下充裕的流动性将继续维持，但边际上不再作为全球资本市场的主要矛盾，宽松下经济基本面复苏的节奏对市场的推动力预计逐步加大。

疫情反复的压力则对市场此前期待复工带领经济反转的预期有所压制。近几周全球复工潮铺开，各国开始放松封锁措施，恢复经济活动。从疫情数据来看，欧美呈现分歧，欧洲各国日内新增确诊数量触顶后进入较为明显的下行通道，而美国的疫情控制程度并没有明显改善，二阶导走平但不转负。市场对美国第二波疫情到来的担忧有所加剧，削弱了此前的乐观情绪。6 月 10 日美联储给出 2020 年美国 GDP 增速预期为 -6%，较前期继续下修。

综合上述分析，我们认为近期流动性是推高美股的主要矛盾，市场相比次贷危机时更快 price-in 了美联储的宽松政策。市场已经在当下美股接近历史新高的估值中完全反映了过去的宽松政策，在业绩继续下修的预期下当前位置美股的估值压力比年初同样位置时要更大。而近期流动性对资本市场的边际作用减弱，进一步超预期的可能性不大，对当下的估值支撑需要由基本面复苏预期的落地来完成，市场的主要

矛盾转向了基本面和业绩。在美国疫情二阶导尚未明显转负的背景下，短期内市场的波动水平可能还会加大。

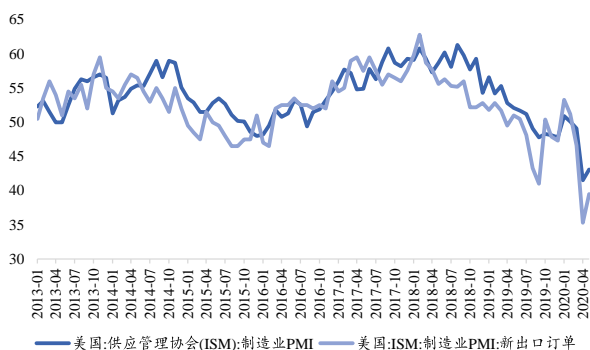
图 6: 美国疫情新增二阶导仍未见明显下行



数据来源：东北证券，Wind

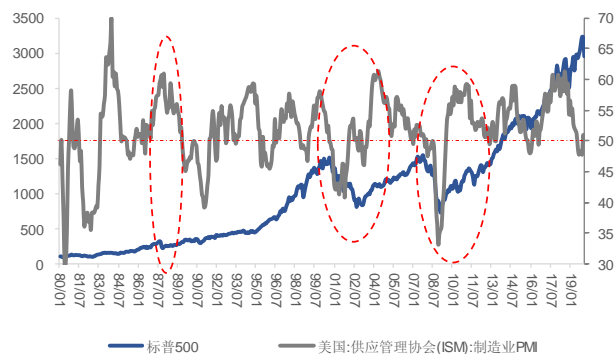
基本面的复苏是相对中长期的变量，可用于判断当下的位置，跟踪景气度指标对投资指导的前瞻性较好。美国制造业 PMI 在过去几次美股重大危机时表现同步或前瞻。几次熊市触底都伴随制造业 PMI 触底回升，较为特殊的是 2000 年，PMI 率先触底，但直至其基本稳定在 50% 荣枯线以上位置，标普 500 才触底回升。因此我们认为制造业 PMI 触底回升，并基本确定处于扩张区间，市场在中才确认见底回升。本轮危机处于美国制造业 PMI 的下行周期底部位置。2018 年来中美贸易摩擦背景下新出口订单更是 ISM 制造业 PMI 的重要拖累项，疫情期间各国贸易联系的切断让该分项脱节程度更大。PMI 目前有见底迹象但距回到扩张区间还有距离。

图 7: 新出口订单持续拖累美国 PMI



数据来源：东北证券，Wind

图 8: 历史上美股触底与 PMI 确定性改善相关



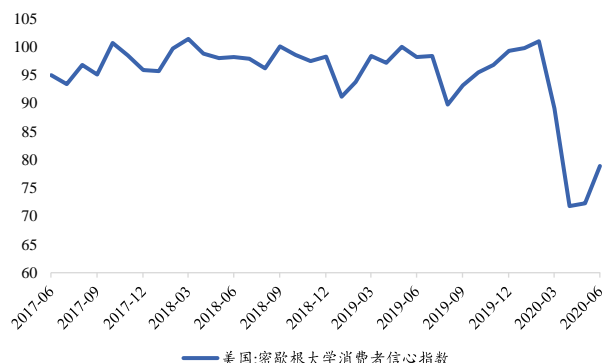
数据来源：东北证券，Wind

消费和就业数据整体同步于市场，可作为同步验证指标。消费在美国经济中的占比高达 2/3，美国经济过去呈现需求拉动供给的特点。目前消费者信心还处在显著的回落区间。失业率和通胀水平是美联储货币政策的主要决定因素。非农就业人数在过去对美股有一定指导意义。2001 年非农就业人数触底领先于市场见底 11 个月，



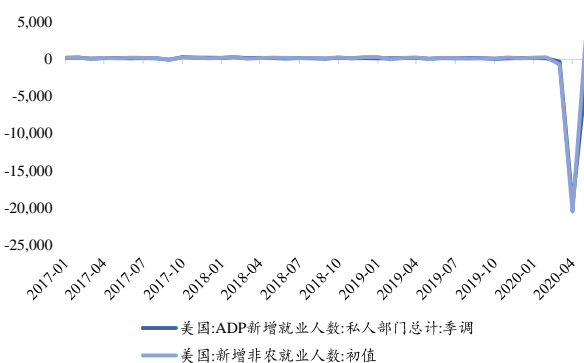
2009 年非农就业人数基本与市场同步触底回升。5 月非农数据超预期，但由于本次经济活动的冲击脉冲性较强，整体上该指标还处于停摆期的剧烈扰动中，指导意义相较过去要小。

图 9：消费信心指数处于显著低位



数据来源：东北证券，Wind

图 10：本次冲击下非农数据波动显著放大



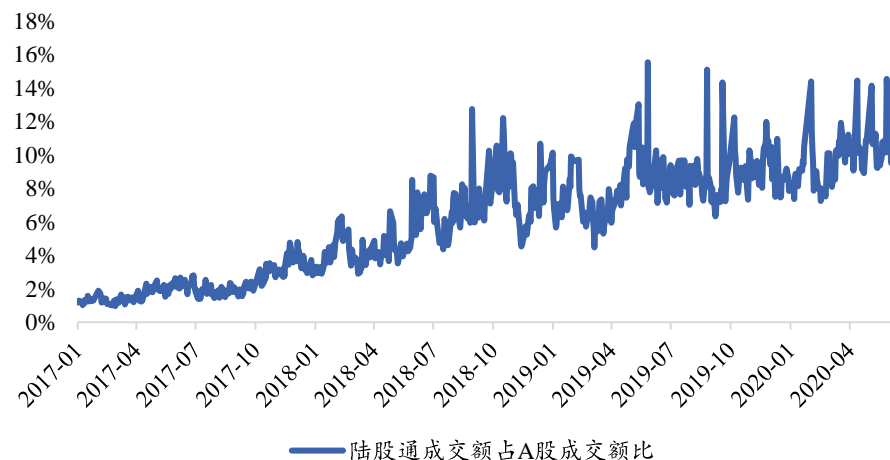
数据来源：东北证券，Wind

## 1.2. 美股下跌后，A 股能否走出独立行情

### 1.2.1. 后续资金面上陆股通资金净流入短期承压

美股大跌对于 A 股的影响主要来自于风险偏好和资金流动 2 个方面。2005 年以后 A 股和美股波动的相关系数较前期有所提高，但由于外资在 A 股的直接投资在 A 股的比重不大，所以美股对 A 股的影响主要来自于经济危机的联动（次贷危机）或者是短期风险偏好的改变。互联互通以来，外资在 A 股的话语权逐步提高。2018 年来随着全球指数纳入或扩容 A 股，外资在 A 股中的成交额占比显著提高。今年来外资成交额占比维持在 10% 以上，因此外资因各种因素做出的自身在 A 股市场的资金流向就可以足以显著影响到 A 股市场的行情。

图 11：陆股通在 A 股的成交额占比已经在 10% 左右，影响力显著



数据来源：东北证券，Wind

在外资活跃的近三年中，标普当周跌幅超 4% 后下周外资净流入的概率接近 100%。

美股的短期调整对北上资金净流入最有明显指示效应。过去3年中，标普500若当周跌幅超过2%，则北上资金下周的净流入有72%的概率小于平均值，如果标普500当周跌幅超过1%，则为67%。本周标普跌幅-4.78%，从过去三年来看，超过这个数值时下周北上资金流出的概率为100%。超过-4%跌幅的事件中也仅有一次北上资金维持接近0的净流入，其余全部呈现净流出。

**表 1：近三年来，美股短期急跌往往带来北上资金的流出**

当周收盘日	标普 500 当周涨跌幅(%)	下一周北上资金净买入(亿元)
2020/3/20	-14.98	-70.75
2020/2/28	-11.49	-23.71
2020/3/13	-8.79	-560.80
2018/12/21	-7.05	-29.72
2018/3/23	-5.95	-20.40
2018/2/9	-5.16	-71.16
2018/12/7	-4.60	0.07
2018/10/12	-4.10	-22.40
2018/10/26	-3.94	96.88
2018/2/2	-3.85	-147.12
2018/11/23	-3.79	-7.97
2019/8/2	-3.10	-196.51
2019/5/31	-2.62	31.62
2020/5/15	-2.26	65.71
2019/5/10	-2.18	-248.97
2019/3/8	-2.16	-81.28
2020/4/3	-2.08	156.11
2018/3/2	-2.04	-70.93

数据来源：东北证券，Wind

美股回测较大时，标普500每下跌1个百分点对应陆股通流出额的均值为27.5亿元。互联互通以来美股回撤较大的共有4次，持续时间平均20天左右。从这几次标普500明显回撤期间沪深港通的情况来看，标普500每下跌1个百分点对应陆股通流出额的均值为27.5亿元。

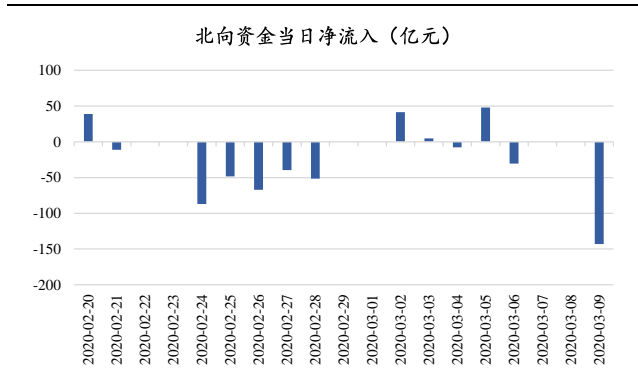
**表 2：历史上美股下跌外资流出情况复盘**

	标普 500 最大回撤	陆股通累计流 出资金(亿元)	持续时间	标普 500 下跌 1 个 百分点对应陆股 通流出额(亿元)
2015 年 8 月	12.35%	435.34	34 天	35.24
2018 年 2 月	10.16%	134.10	11 天	13.20
2018 年 10 月	6.91%	187.06	20 天	27.09
2020 年 3 月	29.18%	1009.72	27 天	34.60
均值				27.53

数据来源：东北证券，Wind

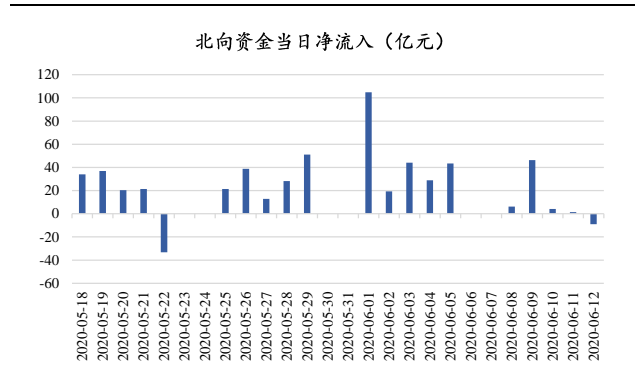
A 股的基本面韧性可能会在短期内抵抗全球资产共振，但是如果外资流出过于剧烈，则大概率构成风险前瞻。3 月底美联储宽松以来，陆股通呈现持续净流入态势。在周四美股调整前陆股通连续 14 天净流入 A 股。参考 2 月下旬陆股通持续净流出，而 A 股的韧性一致维持到 3 月上旬才被美元流动性危机打破，本轮调整目前还未引发陆股通显著流出，后续预计流出概率较大，若短期内外资流出没有引发 A 股市场的震荡，投资者也需提高警惕。

图 12: 2 月下旬外资撤离预示风险



数据来源: 东北证券, Wind

图 13: 美股调整前近期外资流入相对平稳

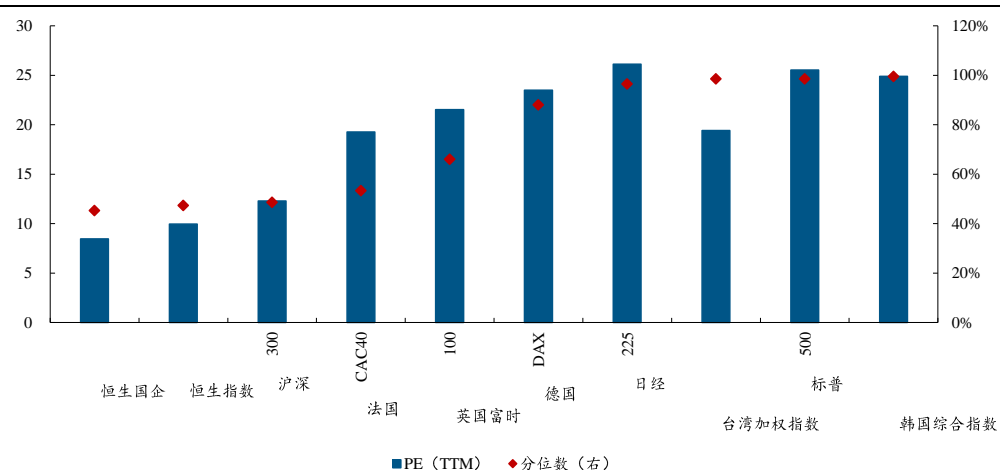


数据来源: 东北证券, Wind

### 1.2.2. 短期警惕波动，中长期 A 股韧性较好

宽松推升重回高位的估值是美股近期面临的重要调整压力，而 A 股的估值压力要小很多。A 股当下的市盈率较 3 月低点反弹不少，分位数回到 48.7% 的位置，全球横向对比上仅高于长期处于估值洼地的港股。美股市盈率分位数则接近历史最高。A 股相对美股面对的估值压力要小很多。

图 14: 估值分位数上，A 股仅高于港股



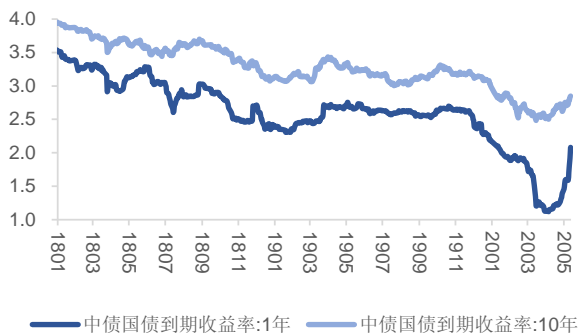
数据来源: 东北证券, Wind

流动性上，A 股边际在收紧，但中期宏观流动性预计维持宽裕水平。近期国债短端利率上限较为显著，前期 LPR 未降息不及预期。SHIBOR3M 在 6 月初也从过去维持了一个多月的横盘中脱离，进入上行通道。市场对央行不搞大水漫灌的预期愈发



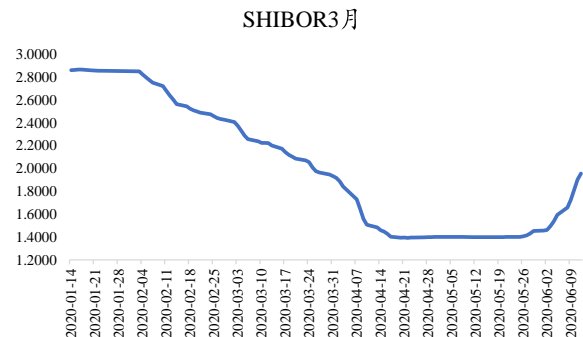
明确。但疫情的客观环境还是需要中期维度的宽松以刺激经济。央行定调维持社融和 M2 增速略高于 GDP 为中长期维度的宏观流动性环境兜底。

图 15: 短期国债利率明显上行



数据来源：东北证券，Wind

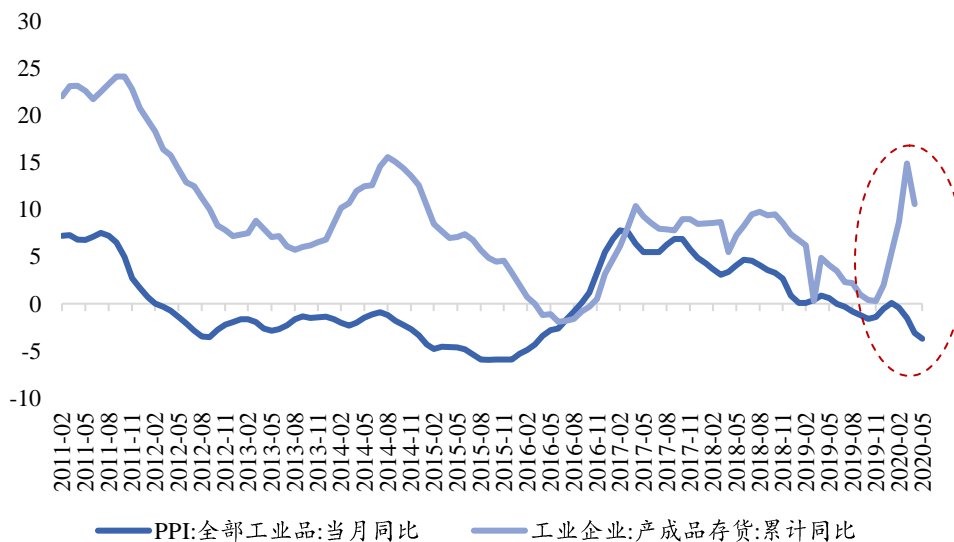
图 16: 银间拆借边际拐点已现



数据来源：东北证券，Wind

基本面看 A 股已经逐步走入正轨。发电耗煤量重回正常区间，经济活动逐渐步入正轨。PPI 与工业企业产成品库存这两个指标趋于收敛，表明疫情停摆期时被动补库存也已经往主动补库存+被动去库存转换。

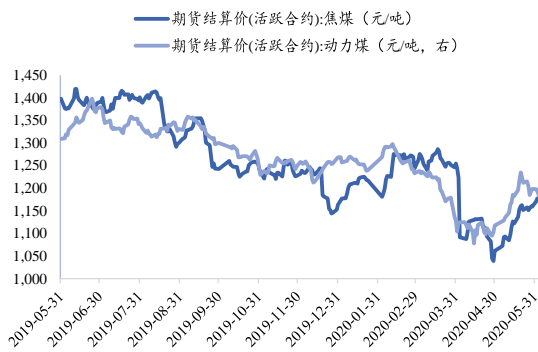
图 17: 前期被动补库存结束，复工下企业主动+被动去库存



数据来源：东北证券，Wind

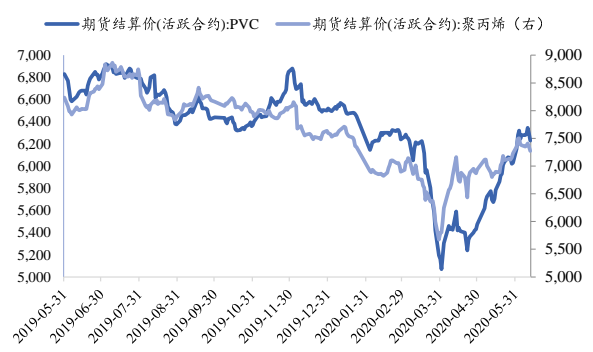
此外，重要工业品的价格在 4 月底以后基本都进入上行通道。4 月份这些工业品价格有些还在筑底，主要是市场对于疫情反复下工业需求不足的预期仍存。进入 5 月后，国内疫情防控工作效果显著，两会的召开也向市场传达了疫情防控工作进展积极的信号。

图 18: 核心工业品价格触底回升



数据来源：东北证券，Wind

图 19: 重要化学品价格稳步提高



数据来源：东北证券，Wind

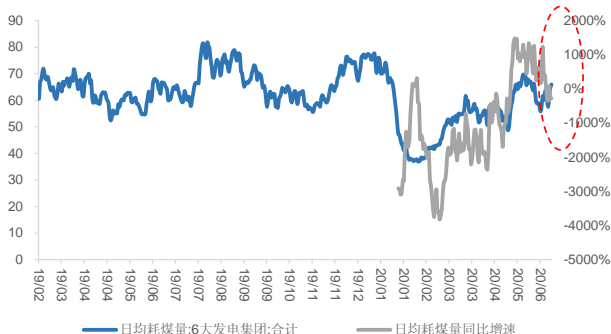
综合来看，基本上 A 股仍然优于海外，流动性全球相对同步，但 A 股的政策空间显然更大。外资的波动短期内会在风险偏好和资金流动本身对 A 股进行双重的打击，因此会趋于联动，但是中期流动性空间和中长期基本面复苏节奏都给 A 股带来韧性。

## 2. 本周策略：风险偏好回落，关注低估值板块

### 2.1. 需求端恢复仍相对缓慢，疫情反复可能影响盈利修复

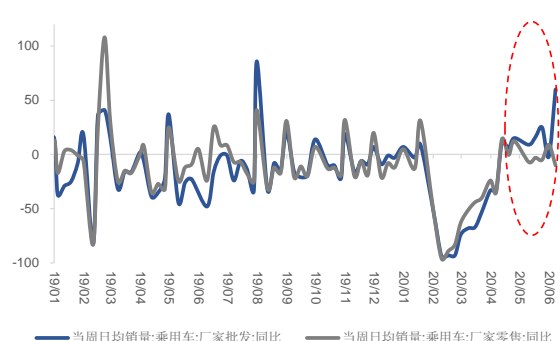
需求的恢复缓慢对生产端略有拖累。根据我们跟踪的高频数据，6 月以来六大集团的发电耗煤同比数据有所回落，从此前高于上年同期 10% 左右回落至略低于上年同期水平。上周乘用车批发端销量日均销量同比数据大幅回升至 60%，但主要来自于上年低基数的影响，零售端同比数据仍然低于上年同期 10% 左右。整体而言，需求端仍在恢复过程中，恢复速度相对缓慢，并呈现边际回落迹象，而生产端已经呈现由于需求回升不及预期而再度下探的迹象，这对分子端的盈利修复预计将有一定的拖累。

图 20: 发电耗煤数据基本保持在正常水平



数据来源：东北证券，Wind

图 21: 乘用车批发端销量增速回落



数据来源：东北证券，Wind

疫情二次爆发担忧下，要素流通受阻使得上市公司盈利恢复受到一定压制。6 月 12 日至周末，北京连续确认多例本土病例，引发对国内疫情二次爆发的担忧。从政府

响应速度来看，此轮疫情即使反复，对经济社会的影响也将远远小于疫情初次爆发。但疫情防控力度加强背景下，要素流通再度受到一定限制，消费恢复可能不及预期。我们对消费增速下调影响企业盈利的敏感性进行分析，若 2020 全年消费增速分别下调 1/2/3 个百分点，对应非金融部门上市公司盈利增速分别从目前的-0.6%下调至-2%/-3.4%/-4.8%，全部上市公司盈利增速则分别从目前的 2.2%下调至 1.5%/0.8%/0.1%。消费恢复受阻对盈利的压制可能后续会有所显现。

表 3: 消费增速下调后对上市公司盈利影响敏感性测算

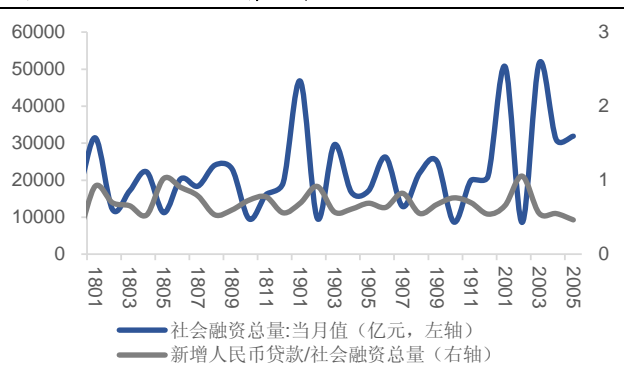
消费增速变动	预计 GDP 增速 (2020 全年)	对应上市公司盈利 增速 (非金融)	对应全部上市公司盈 利增速 (含金融)
目前	4%	-0.6%	2.2%
下降 1 个百分点	3.4%	-2%	1.5%
下降 2 个百分点	2.9%	-3.4%	0.8%
下降 3 个百分点	2.3%	-4.8%	0.1%

数据来源：东北证券，Wind

## 2.2. 宏观流动性均呈现边际收紧

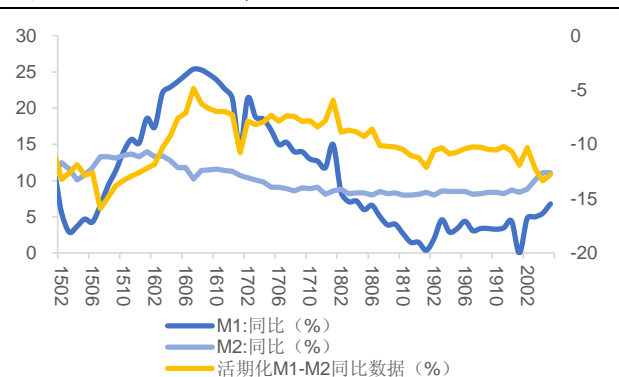
宏观流动性边际收紧，政策导向疏通信用传导通道。本周公布 5 月金融数据，社融新增 3.19 万亿元，较 4 月边际略有提升，主要由政府债券的大量供给带动。但整体来看，政府债券发行高峰已过，根据我们测算，后三季度社融与上年基本持平的情况下，今年全年社融增速仍可达到 12%-15%，保持较高增速。而从数据来看，目前政策更为倾向于疏通信用传导渠道，5 月 M1 同比 6.8%，较上月改善明显，M1-M2 的剪刀差也明显上行。从高频数据来看，虽然十年期和一年期国债利率仍持续上行，但信用利差持续改善，也在一定程度上印证资金传导通道趋于通畅，印证流动性边际收紧，但政策打击空转套利下，金融环境将持续支持实体修复。

图 22: 社融边际略有改善



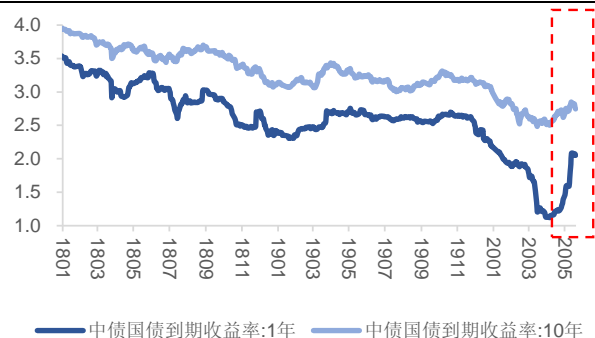
数据来源：东北证券，Wind

图 23: M1 同比改善明显



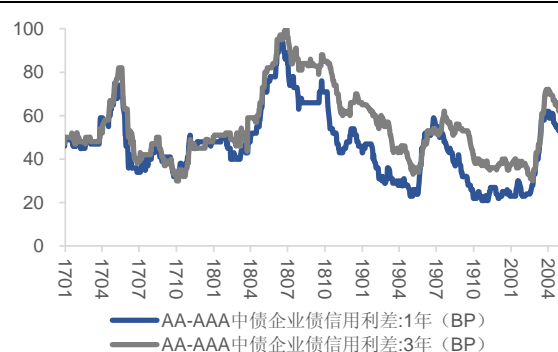
数据来源：东北证券，Wind

图 24: 国债收益率上行



数据来源: 东北证券, Wind

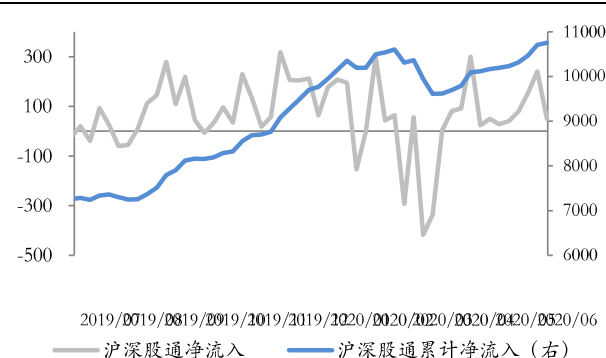
图 25: 信用改善持续



数据来源: 东北证券, Wind

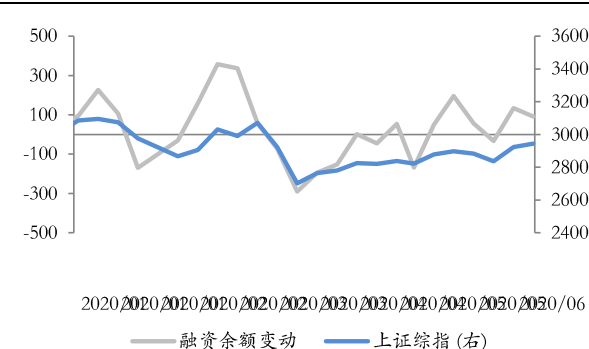
**微观资金呈现边际收紧。**微观流动性方面, 沪深股通上周净流入 49.2 亿元, 较前期流入有所放缓, 这与前期富时罗素公布其第一阶段第四批次将 A 股纳入因子从 17.5% 升至 25% 在 6 月 19 日收盘前正式生效, 被动增量资金大幅流入有一定关系。在国内疫情可能出现反复、全球疫情也可能二次爆发背景下, 全球资本市场动荡可能导致后期外资流入放缓。此外, 融资余额变动虽然仍为正, 但较上周的净流入有所放缓, 微观资金面也呈现一定的边际收紧。

图 26: 外资流入相对平稳



数据来源: 东北证券, Wind

图 27: 融资余额快速提升

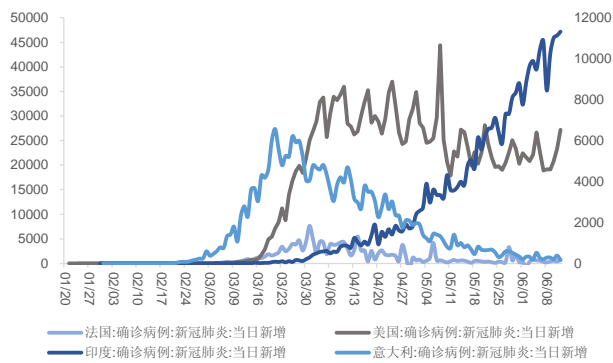


数据来源: 东北证券, Wind

## 2.3. 风险偏好受到疫情反复担忧和海外市场波动两方面压制

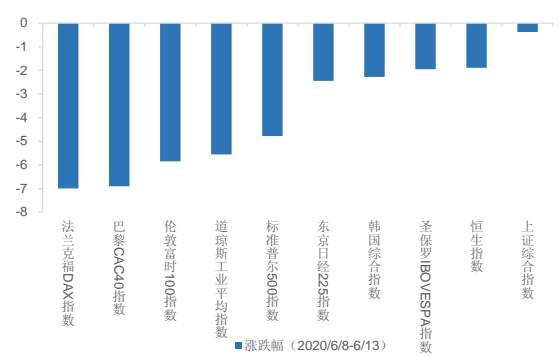
**疫情二次爆发压制市场风险偏好。**6 月 11 日, 美国新冠肺炎确诊病例超 200 万, 死亡病例仅 11.3 万例。疫情二次爆发, 叠加美联储对经济悲观预期下, 美股三大指数当日跌幅均超 5%, 道琼斯工业指数跌幅达到 6.9%。在美股带动下, 全球资本市场基本下跌。A 股表现出较强韧性, 上周跌幅仅 0.4%, 在全球主要市场中跌幅最小。但 6 月 12 日至周末, 北京连续确认多例本土病例, 丰台区西罗园街道、花乡(地区)乡、西城区月坛街道、北京房山区长阳镇疫情风险等级升级至中风险。国内疫情可能再次出现反复。目前中美市场主要指数估值均已有了较为充分的修复, 美股三大指数估值已经高于全球疫情蔓延导致美股流动性危机之前的估值水平, 国内上证综指和创业板指的估值也基本恢复至国内疫情爆发和海外疫情蔓延之前的水平。后续 A 股的风险偏好风险主要来自国内疫情蔓延和海外市场的传递性风险两方面。

图 28: 美国疫情确诊病例有所抬头



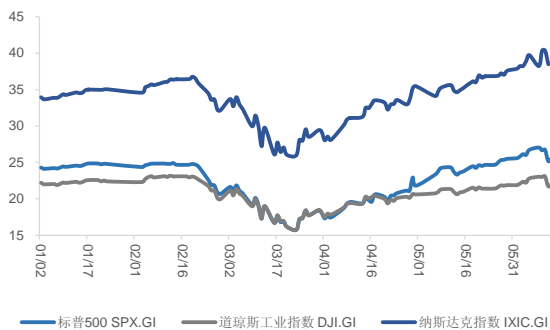
数据来源：东北证券，Wind

图 29: 全球主要市场基本下跌



数据来源：东北证券，Wind

图 30: 美股估值已经高于 2 月底大跌之前



数据来源：东北证券，Wind

图 31: 国内指数估值基本达到疫情爆发前水平



数据来源：东北证券，Wind

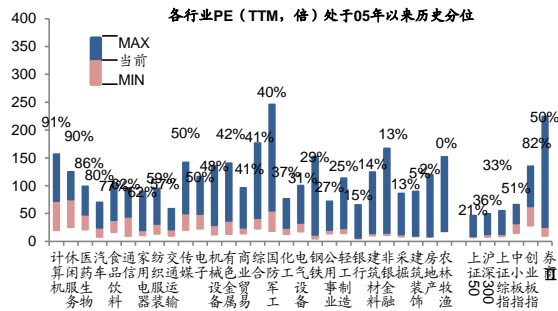
## 2.4. 风险偏好回落，关注低估值板块

**A 股中期调整尚未结束。**展望后市，我们认为 A 股中期调整尚未结束。主要是因：分子端盈利方面，高频数据显示目前国内经济修复平稳，但目前开始呈现需求端恢复缓慢而拖累生产端的迹象，疫情二次爆发可能使得消费再度下探，从而压制盈利回升；分母端流动性方面，宏观流动性均呈现边际收紧，债券收益率大幅上行，短期进一步宽松和利率水平创新低的概率偏低，外资和融资流入较前期有所放缓；分母端风险偏好方面，海外市场波动对 A 股产生一定传递性风险，但 A 股仍表现出韧性；后续疫情二次爆发的担忧成为短期压制市场风险偏好的主要因素。

**内需导向行业仍是中长期配置重点，短期必需消费、金融地产或受资金青睐。**中长期经济结构转型、和扩大内需托底经济的需求仍在，基建中的 5G、电新等新基建相关行业，以及消费中的低端消费品、餐饮旅游、商贸零售等行业仍然值得关注。短期来看，一方面，疫情二次爆发的担忧下，资金更为偏好受疫情影响较小的必选消费、以及疫情再度提升市场需求和关注度的医药行业；另一方面，避险情绪下，估值处于较低历史分位的金融、地产具有较高的安全边际，可能成为资金“避风港”。

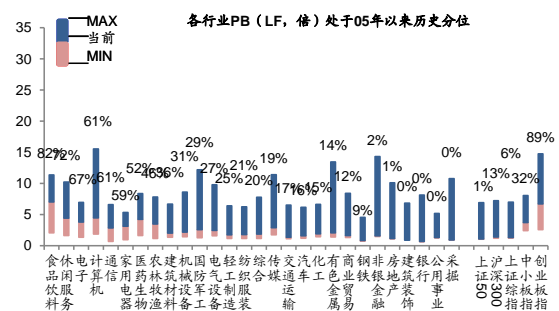


图 32: 各行业 PE 所处历史分位



数据来源：东北证券，Wind

图 33: 国内指数估值基本达到疫情爆发前水平



数据来源：东北证券，Wind

### 3. 上周市场回顾

#### 3.1. 行业及重要指数估值变动

##### 3.1.1. 绝对估值变动

本周市场风险偏好震荡下行。截至周五收盘，沪深 300 的动态 PE(TTM)和静态 PE 略有下行，动态 PE 为 12.30，静态 PE 为 11.10。创业板的动态 PE(TTM)和静态 PE 小幅上行，本周分别收于 62.51 和 34.94。

分行业看，休闲服务、计算机、国防军工目前 PE(TTM)较高，分别为 75.00、72.16、55.16；食品饮料 PB(LF) 最高，为 7.01，第二位计算机的 PB 为 4.45，第三位休闲服务的 PB 为 4.43。

图 34: 沪深 300 静态/动态 PE (TTM)



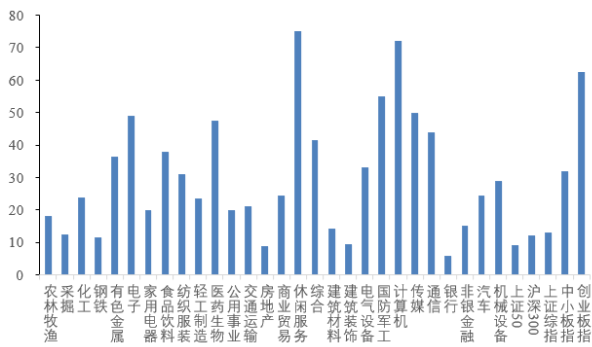
数据来源：东北证券，Wind

图 35: 创业板指静态/动态 PE (TTM)



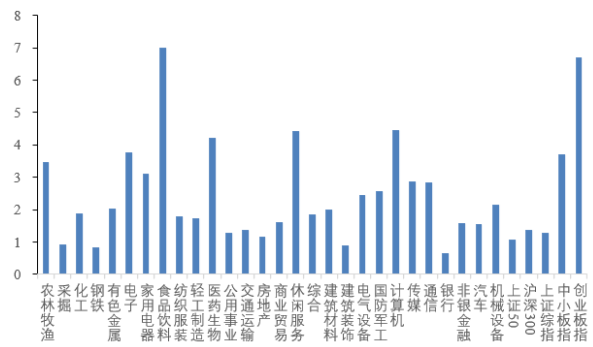
数据来源：东北证券，Wind

图 36: 各行业 PE (TTM, 2020/6/12)



数据来源: 东北证券, Wind

图 37: 各行业 PB (LF, 2020/6/12)



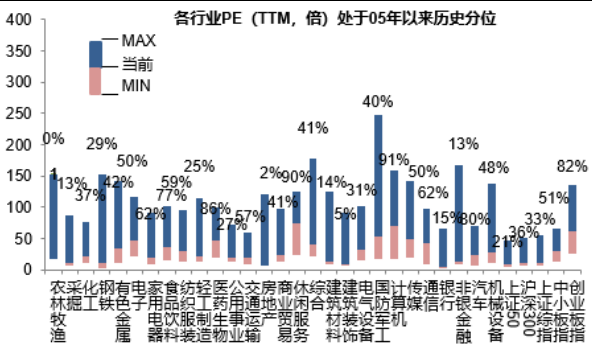
数据来源: 东北证券, Wind

### 3.1.2. 相对估值变动

从 PE (TTM) 来看, 上证 50 仅处于 2005 年以来后 21% 历史分位, 相对估值处于较低水平; 创业板指处于上市以来 82% 历史分位, 估值重回高位。

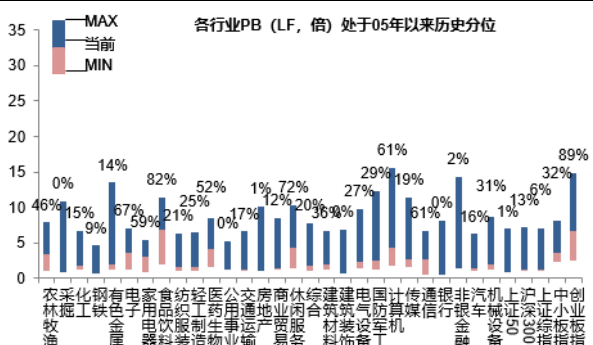
从行业来看, 计算机、休闲服务、医药生物、汽车相对估值水平较高, 分别处于 2005 年以来由高至低 91%、90%、86%、80% 历史分位; 农林牧渔、房地产、建筑装饰相对估值水平较低, 分别处于 2005 年以来由低至高 0%、2%、5% 历史分位。

图 38: 各行业 PE (TTM) 历史分位



数据来源: 东北证券, Wind

图 39: 各行业 PB (LF) 历史分位



数据来源: 东北证券, Wind

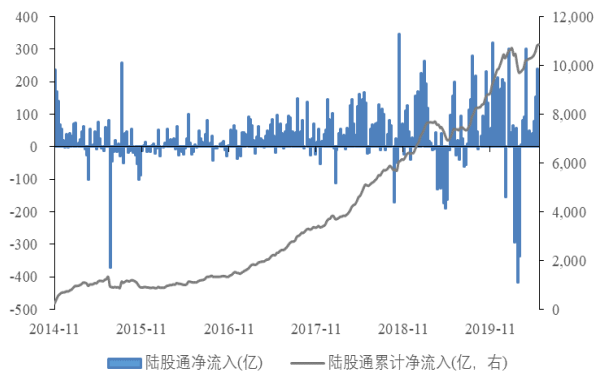
## 3.2. 股市资金供求

### 3.2.1. 资金流入

**沪深股通净流入:** 本周沪深股通实现净流入 49.15 亿元, 相比上周减少近 200 亿。

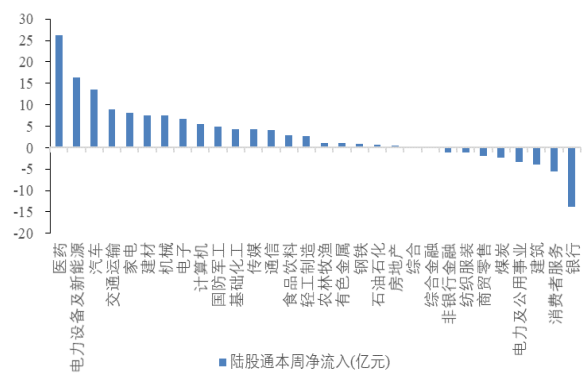
从行业来看, 医药、电力设备及新能源分别净流入 26.21 亿元、16.43 亿元; 净流出居前的是银行 (-13.81 亿元)、消费者服务 (-5.53 亿元)。

图 40: 沪深股通净流入



数据来源：东北证券，Wind

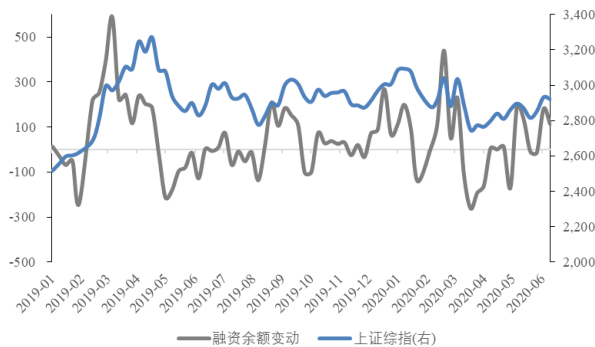
图 41: 沪深股通行业净流入



数据来源：东北证券，Wind

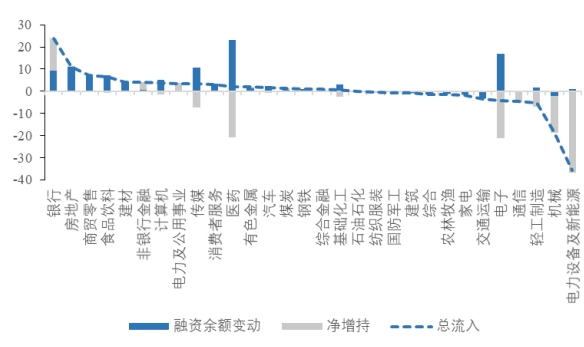
**融资余额：**截至 6 月 11 日，沪深股市融资余额 10809 亿元，较上周上升。分行业来看，医药、电子、房地产融资净流入最高，分别为 22.96、16.91、10.84 亿元。

图 42: 融资余额变动与上证指数



数据来源：东北证券，Wind

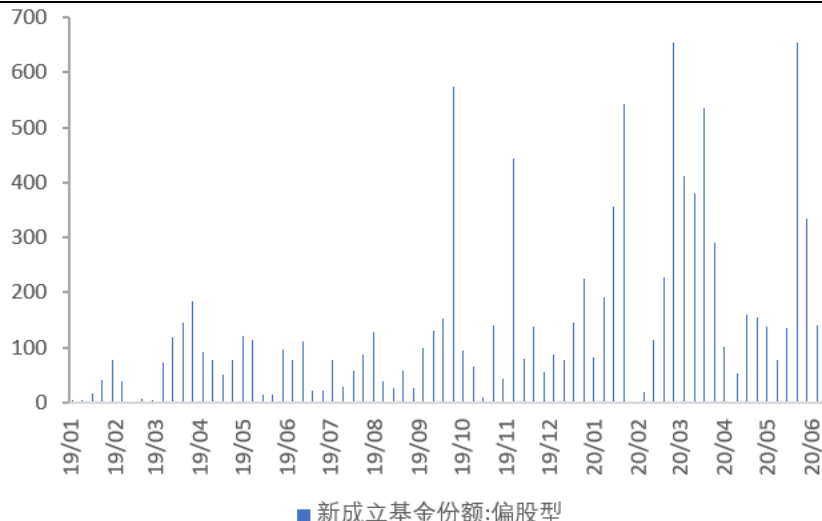
图 43: 行业融资余额变动



数据来源：东北证券，Wind

**新基金发行：**本周有新成立偏股型基金 147.80 亿元，规模相较历史中等偏高。

图 44: 偏股型公募基金发行

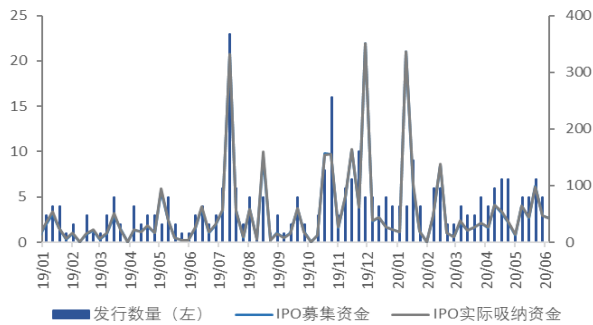


数据来源：东北证券，Wind

### 3.2.2. 资金流出

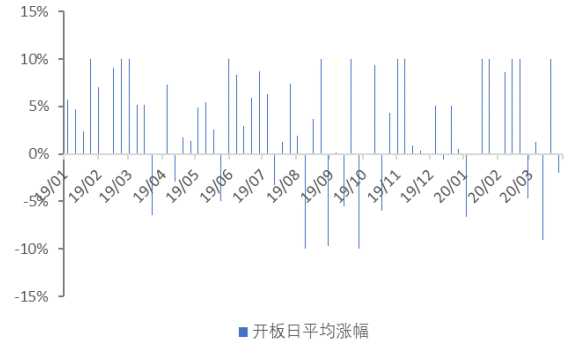
**IPO 发行：**截至 6/12 日，本周共 4 笔 IPO 发行：泽达易盛、联赢激光、北鼎股份和新天绿能。

图 45: IPO 发行情况



数据来源：东北证券，Wind

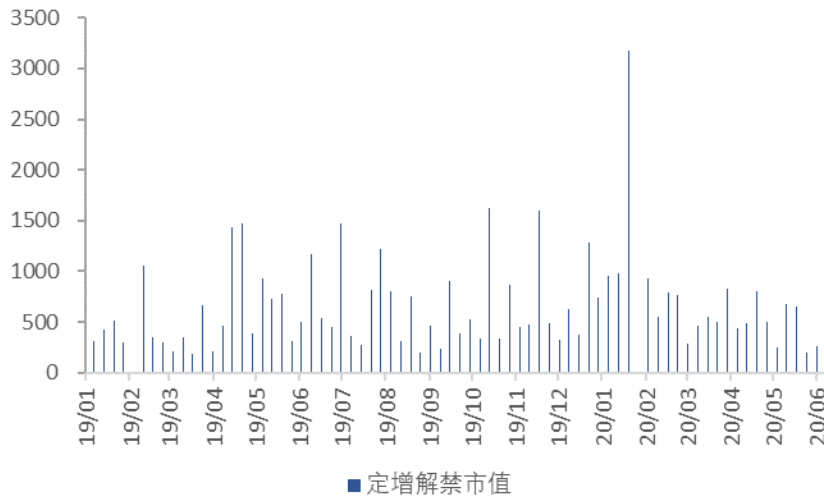
图 46: 开板日平均涨跌幅



数据来源：东北证券，Wind

**定增解禁规模：**本周定增解禁规模 493.3 亿元，解禁规模中等偏低。

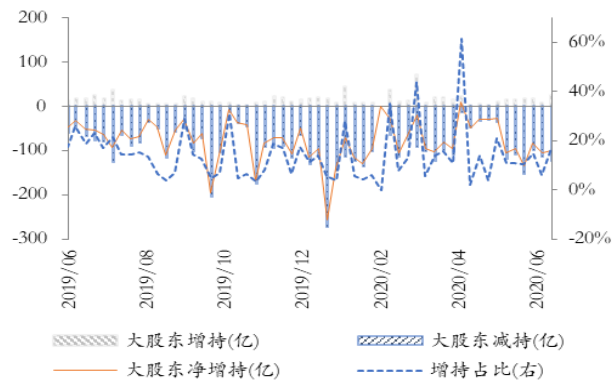
图 47: 定增解禁规模



数据来源：东北证券，Wind

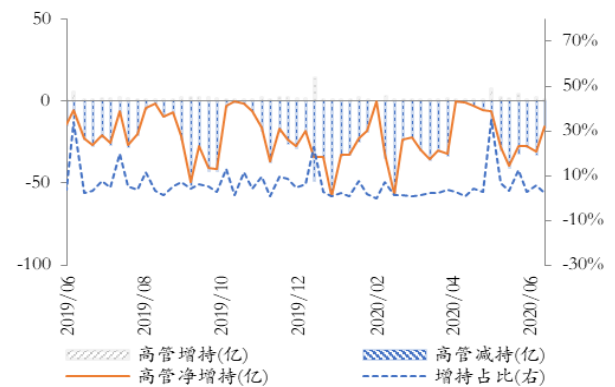
**产业资本减持规模：**本周大股东净增持-99.53 亿元，高管净增持-15.52 亿元，两者均较上周上升。分行业来看，本周电力设备及新能源、电子、医药产业资本净减持金额较大，分别为-36.89、-21.21、-20.83 亿元。

图 48: 大股东增减持



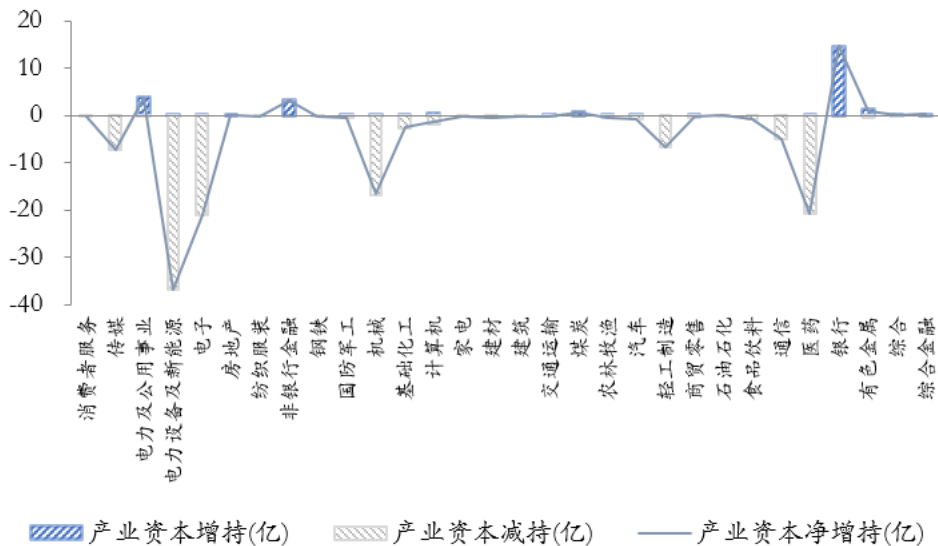
数据来源：东北证券，Wind

图 49: 高管增减持



数据来源：东北证券，Wind

图 50: 行业产业资本增减持情况



数据来源：东北证券，Wind

### 3.3. 情绪指标

截至本周五收盘,200日均线以上股票占比相较上周些微下降,从6月5日的45.024%回落至6月12日的43.84%。

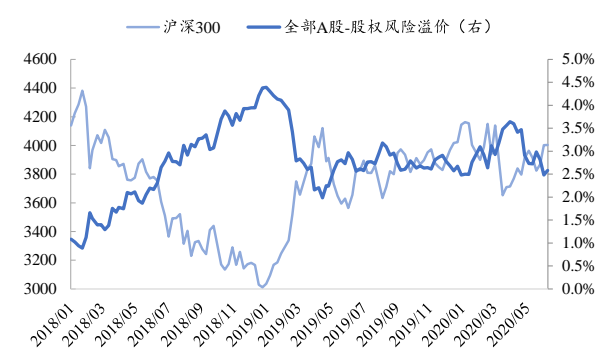


图 51: 200 日均线以上个股占比



数据来源：东北证券，Wind

图 52: 股权风险溢价



数据来源：东北证券，Wind

风险提示：海外经济衰退风险加剧，国内政策出台低于预期。

#### 分析师简介:

**邓利军:** 复旦大学计算数学硕士, 上海交通大学本科, 现任东北证券策略组组长。曾任川财证券首席策略分析师; 在混沌投资等多家私募基金公司任商品期货和股指期货研究员、投资经理; 具有10多年证券市场从业经验。2015年所在团队获得新财富最佳分析师策略领域入围奖。

**邢妍姝:** 香港中文大经济学硕士, 南开大学本科, 曾就职于川财证券研究所、中国银行南通分行, 2018年以来具有两年A股策略研究从业经历。

#### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

#### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

#### 投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

## 机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	15213310661	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouyingl@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wanguan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn