

晨会聚焦-20200921

■重点关注

【宏观】海外宏观周报（2020.09.20）：各国央行维持宽松基调，美国零售数据存隐患*朱启兵。海外经济数据跟踪：美国 8 月零售数据继续复苏，总体来说回到了疫情前水平。

【宏观】大类资产配置周报(2020.9.20)：内需恢复成为破局亮点*张晓娇 朱启兵。8 月经济数据超预期；美联储利率按兵不动，预计 2023 年之前不会加息。大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

【策略】策略周报：盈利加速修复，风格日趋均衡*王君。国内基本面加速修复，海外冲击难改盈利主导下市场上行趋势。要点：1）外实体动能修复略超预期，需求修复空间犹在。2）全球流动性环境进入疫后第二阶段，货币政策回归常态。3）海外冲击难改盈利主导的中枢上行。4）盈利加速修复，风格日趋均衡。

【固收】大宗商品价格指数同比转负：高频数据扫描*肖成哲 王开。中国大宗商品价格指数同比持续走弱，本周转为负值；商品房成交面积同比本周显著回暖。

9 月金股组合

股票代码	股票名称
601601.SH	中国太保
002233.SZ	塔牌集团
300751.SZ	迈为股份
002643.SZ	万润股份
000157.SZ	中联重科
002048.SZ	宁波华翔
000739.SZ	普洛药业
603919.SH	金徽酒
603801.SH	志邦家居
002410.SZ	广联达

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	3338.09	2.07
深证成指	13245.09	1.77
沪深 300	4737.09	2.25
中小板指	8828.56	1.69
创业板指	2596.08	1.52

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
非银金融	5.27	电气设备	(0.12)
房地产	3.15	钢铁	0.33
公用事业	2.71	汽车	0.41
采掘	2.62	纺织服装	0.79
国防军工	2.60	家用电器	0.88

资料来源：万得，中银证券

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

产品组

证券分析师：王军
(8621)20328310
jun.wang_sh@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

证券分析师：兰晓飞
(8610)66229085
Xiaofei.Lan@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300511040003

重点关注

【宏观】海外宏观周报（2020.09.20）：各国央行维持宽松基调，美国零售数据存隐患

朱启兵

海外经济数据跟踪：美国 8 月零售数据继续复苏，总体来说回到了疫情前水平。8 月份，美国零售和食品服务销售额同比上升 2.6%，前值为 2.4%，环比上升 0.6%，前值为 0.9%；美国零售额同比上涨 5.1%，前值为 5.5%，环比上升 0.1%，前值为 0.5%。**美国零售数据在 8 月份的环比增速下降与财政补助到期有关，由于薪酬保障计划(PPP)已于 8 月 8 日到期，特朗普行政令延长的失业金补助真实发放情况不佳，且目前短时间内两党很难就新的财政刺激达成共识，9 月份美国零售数据环比或录得负增长。**

疫情数据跟踪：截至 9 月 19 日，据约翰霍普金斯大学统计，新冠疫情全球累计确诊 30,609,907 例，其中全球有 10 个国家确诊超 50 万例，确诊人数前三的国家分别是美国(6,755,171 例)、印度(5,308,014 例)和巴西(4,495,183 例)；其中印度疫情继续肆虐，每日确诊新增在 9 月 16 日达到峰值 97859 人，每日新增病例稳定在 9 万人以上。从 9 月开始日本和美国每日新增数量有反弹迹象，需密切留意，而欧洲主要国家（德法英意）每日新增数据自六月份中下旬开始呈现上升趋势，其中以法国尤甚，近期每日新增接近破万人，9 月 18 日达 13215 人。

央行与流动性跟踪：1. 美国 9 月 FOMO 会议表示“直到经济达到委员会评估的最大就业水平且通胀达到 2%并短期内收敛于稍高于 2%水平之前，保持联邦基金利率 0-0.25%不变”，且保持存款准备金利率 0.1%和 PCR0.25%不变，并延续目前的资产购买节奏，每月购债规模为 1200 亿美元，其中包括 800 亿美元的美国国债和 400 亿美元的 MBS；**2. 日本 9 月议息会议**表示“为了达成 2%的通胀目标，将继续实行宽松的货币政策，即质量化宽松与收益率曲线控制直到 CPI(除新鲜食物)同比增长超过 2%并在 2%以上保持稳定为止”，具体政策为：保持-0.1%的储备金利率不变，并继续实行 YCC，使 10 年期日本国债收益率在 0%附近波动，同时分别以每年新增 12 万亿日元和 1800 亿日元的速度购买 ETFs 和日本房地产信托(J-REITs)，在 2021 年 3 月份前分别购买商业票据和公司债券每项资产不超过 7.5 万亿日元，且至少保持其持仓量分别在 2 万亿日元和 3 万亿日元以上；**3. 英国 9 月议息会议**表示“为了达成 2%的通胀目标，将继续实行宽松的货币政策，直到 CPI 持续地达到 2%通胀目标和过剩产能有显著的消除为止”，具体货币政策为：保持 0.1%的储备金利率不变，并继续进行英国国债和英镑非金融投资级公司债总共 7450 亿英镑的资产购买计划。

【宏观】大类资产配置周报(2020.9.20)：内需恢复成为破局亮点

张晓娇 朱启兵

8 月经济数据超预期；美联储利率按兵不动，预计 2023 年之前不会加息。大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

宏观要闻回顾

经济数据：8 月工增同比 5.6%，社零同比 0.5%，固投累计同比-0.3%，房价继续上涨。

要闻：商务部公布《不可靠实体清单规定》；央行等六部门支持稳外贸稳外资；OECD 最新报告称，中国将是 G20 中今年唯一一个实现 GDP 正增长的国家；央行发布报告称，将继续深化 LPR 改革，推动实现利率“两轨合一轨”；国务院发布《关于实施金融控股公司准入管理的决定》。

资产表现回顾

资产价格波动方向未定。本周沪深 300 指数上涨 2.37%，沪深 300 股指期货上涨 2.26%；焦煤期货本周上涨 1.4%，铁矿石主力合约本周下跌-3.56%；股份制银行理财预期收益率下跌-3BP 至 3.83%，余额宝 7 天年化收益率上涨 6BP 至 1.64%；十年国债收益率下行-2BP 至 3.12%，活跃十年国债期货本周下跌-0.09%。

资产配置建议

资产配置排序：股票>大宗>债券>货币。8 月社零当月同比增速回正，超出市场预期。结合当前的经济数据和国际环境看，出口国增速连续两个月明显正增长，进口增速相对疲弱，人民币汇率兑美元较强势，美国持续对我国施加负面影响，我们认为未来内需的恢复或可成为破局亮点：一是有利于扩大进口，缓解人民币升值压力，二是有利于吸引外资持续来华投资，三是有利于减轻投资拉动 GDP 的压力。但就短期来看，仍需警惕美国大选前后海外可能对中国发起的风险事件。

风险提示：全球秋冬季疫情反复；美国大选期间政策的不确定性。

【策略】策略周报：盈利加速修复，风格日趋均衡

王君

国内基本面加速修复，海外冲击难改盈利主导下市场上行趋势。

外实体动能修复略超预期，需求修复空间犹在。8 月宏观基本面延续修复，工业生产依然呈现加速修复的趋势，周期行业及传统劳动密集型行业生产修复加快，行业间分化程度缩小。投资端，8 月修复斜率上升，主要驱动因素来自于地产及制造业，外需好转叠加去年低基数使得 8 月制造业投资大幅回升。地产投资依旧强势，但贷款增速的下滑显示投资增速难有进一步回升。而相较之下，8 月基建投资修复力度略低于预期，往后看随着气候条件转好以及前期专项债资金的投放，都为年内基建投资扩张奠定了基础。8 月社零增速同比转正，消费需求仍处于加速修复阶段。总体来看，8 月实体经济仍处于修复进程之中，但制造业与社零仍尚未恢复至疫情前水平。

全球流动性环境进入疫后第二阶段，货币政策回归常态。本周央行再次超量续作 MLF，维持市场资金利率在合意区间内，一定程度缓解了市场对于货币政策短期大幅转向的担忧，央行近期公开市场操作显示了对于流动性的呵护态度。当前全球经济尚未恢复至疫情前水平，总量货币政策虽难有进一步宽松，但在当前环境下也难以出现大幅收紧的可能。总量货币政策回归常态，而短端利率维持合意区间是当前全球央行的一致选择。疫情对于全球金融市场的影响已经由前期总量流动性宽松驱动的第一阶段过渡到风险资产估值修复至历史高位而货币政策难以进一步宽松的第二阶段，流动性环境的边际变化将会增加市场的波动性。

海外冲击难改盈利主导的中枢上行。虽然海外风险事件不断，但市场风险偏好中枢并未受到较大冲击，当前仍处于年内较高分位。正如前期所述，国内经济复苏趋势以及政策预期是驱动市场风险偏好中枢的重要因素。展望后市，十四五规划的落地将成为下半年影响国内政策层面最为重要的因素，往后看，市场风险偏好短期难有大幅提升，但基本面复苏趋势延续，盈利复苏尚处早期，风险偏好中枢有望维持高位。

盈利加速修复，风格日趋均衡。本周北上资金大幅净流入，增量资金驱动下，大金融、建材等为代表的低估值顺周期板块全面爆发。当前的低估值水平与四季度业绩反弹预期促使资金提前进场布局。我们认为当前 A 股资产中长期配置逻辑尚未遭到破坏，结合我们对于 A 股全年的盈利估值分析，当前 A 股已经对三季度盈利预期充分计价，未来随着盈利逐步回暖，A 股下行风险可控而潜在上行空间较大。配置上需更加均衡，增加部分低估值顺周期板块配置比例。前期强势的科技和消费板块即将迎来估值分化，产业趋势向上、业绩确定性高而估值尚可的行业有望依然维持强势。

风险提示：逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化。

【固收】大宗商品价格指数同比转负：高频数据扫描

肖成哲 王开

中国大宗商品价格指数同比持续走弱，本周转为负值；商品房成交面积同比本周显著回暖。

1. CPI 相关高频指标延续走弱态势。猪肉价格同比增速连续 7 周收窄，至 31.07%；蔬菜批发价格同比持续收窄，猪价和菜价共同带动食用农产品价格同比增速进一步收窄至 4.88%。

2. 国内外综合类大宗商品价格指数均有走弱迹象，但金属和水泥价格略有回暖：

（1）国内价格指数方面，中国大宗商品价格指数同比连续 6 周下行且由正转负，至-0.35%；南华综合指数同比进一步回落至-16.2%；国际市场方面，RJ/CRB 指数同比下跌至-16.2%。铁矿石价格指数同比增速持续收窄至 28.15%；

（2）原材料价格方面，工业金属价格本期有所回暖，铝价同比降速收窄至 0.39%，铜价同比增速小幅扩大至 17.19%；LME 金属价格指数同比增速扩大至 7.82%；

（3）建材方面，受益于商品房成交面积和土地溢价率的回暖，水泥价格同比降幅持续收窄至 1.96%。

3. 房地产相关指标显著回暖。本周 30 大中城市商品房成交面积同比由负转正，大幅上涨至 43.69%；100 大中城市成交土地溢价率较上一期上升了 4.1 个百分点至 16.8%。

风险提示：美国大选不确定性加剧、经济增速低于预期。

中银证券研究部

首席经济学家		
徐高	S1300519050002	gao.xu@bocichina.com
全球首席经济学家		
管涛	S1300120030020	tao.guan@bocichina.com
宏观研究团队		
朱启兵	S1300516090001	qibing.zhu@bocichina.com
张晓娇	S1300514010002	xiaojiao.zhang@bocichina.com
王大林	S1300520060003	dalin.wang@bocichina.com
刘立品	S1300119080013	lipin.liu@bocichina.com
固收研究团队		
肖成哲	S1300520060005	chengzhe.xiao@bocichina.com
王开	S1300119100023	kai.wang@bocichina.com
张鹏	S1300520090001	peng.zhang_bj@bocichina.com
策略研究团队		
王君	S1300519060003	jun.wang@bocichina.com
徐沛东	S1300518020001	peidong.xu@bocichina.com
郭晓希	S1300119040001	xiaoxi.guo@bocichina.com
王永健	S1300520060006	yongjian.wang@bocichina.com
金融工程		
郭军	S1300519070001	jun.guo@bocichina.com
郭杰磊	S1300120030014	jielei.guo@bocichina.com
银行研究团队		
励雅敏	S1300517100003	yamin.li@bocichina.com
林颖颖	S1300519080004	yinyin.lin@bocichina.com
熊颖	S1300118080005	yin.xiong@bocichina.com
非银金融研究团队		
兰晓飞	S1300511040003	xiaofei.lan@bocichina.com
娄文青	S1300119070025	wenqing.lou@bocichina.com
张天愉	S1300119080020	tianyu.zhang@bocichina.com
建筑建材研究团队		
王军	S1300511070001	jun.wang_sh@bocichina.com
余斯杰	S1300520060001	sijie.yu@bocichina.com
煤炭研究团队		
唐倩	S1300510120036	qian.tang@bocichina.com
电新研究团队		
沈成	S1300517030001	cheng.shen@bocichina.com
李可伦	S1300518070001	kelun.li@bocichina.com
朱凯	S1300518050002	kai.zhu@bocichina.com
张咪	S1300519090001	mi.zhang@bocichina.cim
机械研究团队		
杨绍辉	S1300514080001	shaohui.yang@bocichina.com
陶波	S1300520060002	bo.tao@bocichina.com
化工研究团队		
余嫄嫄	S1300517050002	yuanyuan.yu@bocichina.com
王海涛	S1300518020002	haitao.wang@bocichina.com
鞠龙	S1300519060002	long.ju@bocichina.com
医药研究团队		
邓周宇	S1300517050001	zhouyu.deng@bocichina.com
食品饮料研究团队		
汤玮亮	S1300517040002	weiliang.tang@bocichina.com
邓天娇	S1300519080002	tianjiao.deng@bocichina.com
毕翘楚	S1300520040001	qiaochu.bi@bocichina.com
家电研究团队		
孙谦	S1300520070001	qian.sun@bocichina.com
杨振艺	S1300520090002	zhenyi.yang@bocichina.com
张译文	S1300520090004	yiwen.zhang@bocichina.com
轻工研究团队		
杨志威	S1300515060001	zhiwei1.yang@bocichina.com
刘凯娜	S1300519050001	kaina.liu@bocichina.com
计算机研究团队		
杨思睿	S1300518090001	sirui.yang@bocichina.com
孙业亮	S1300519080001	yeliang.sun@bocichina.com
通信研究团队		
庄宇	S1300520060004	yu.zhuang@bocichina.com
电子研究团队		
赵琦	S1300518080001	qi.zhao@bocichina.com
王达婷	S1300519060001	dating.wang@bocichina.com
汽车研究团队		
朱朋	S1300517060001	peng.zhu@bocichina.com

披露声明

本报告节选自正式发布的证券研究报告，完整内容及观点以相关报告发布当日的证券研究报告为准。撰写相关报告的的证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1）基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2）中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称"中银国际集团"）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话：（8621）68604866
传真：（8621）58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真：（852）21479513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
传真：（852）21479513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编：100032
电话：（8610）83262000
传真：（8610）83262291

中银国际（英国）有限公司
2/F，1Lothbury
LondonEC2R7DB
UnitedKingdom
电话：（4420）36518888
传真：（4420）36518877

中银国际（美国）有限公司
美国纽约市美国大道1045号
7BryantPark15楼
NY10018
电话：（1）2122590888
传真：（1）2122590889

中银国际（新加坡）有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼（049908）
电话：（65）66926829/65345587
传真：（65）65343996/65323371