民生证券研究院

会议纪要/晨会

晨会纪要

晨会纪要 2020 年 09 月 14 日

客户观点反馈

近期大盘回调幅度较大，但从基本面看并不存在太大的问题，后市依然是谨慎乐观的态度。目前较为关注低估值的中游制造、券商、有色、家电等防御强、顺周期的板块和标的。近期对消费股的分歧在加大，从短期来看，消费蓝筹股的估值较高，存在较大的回调压力，但从长期来看，拥有优质品牌价值以及长期业绩增长的好公司仍然会吸引长线资金关注。

总量观点

【民生宏观】社融数据超预期，预期差有三个来源

（解运亮，分析师 S0100519040001，010-85127665）

社融数据超预期，预期差有三个来源

第一，也是很多人指出的，8月政府债券融资，对社融有非常大的贡献，不过这个从某种意义上是既定事实。第二，未贴现汇票，今年3月以来，都是正贡献（只有4月除外）。第三，社融中贷款比全口径贷款高，也构成正贡献，社融中贷款是对实体经济的贷款，从这一点看，对实体经济贷款力度更大。第二点和第三点合起来看，基本上就清楚了，贷款规模控制得比较好，贷款增速严格控制在13%左右，但对实体经济信贷支持力度更大了。这应该是真正的预期差所在。

居民和企业的资金从股市回流

8月新增居民存款3973亿元，新增企业存款7491亿元，而7月这两个数据均为负增长。8月新增非银金融机构存款-2612亿元，而7月这一数据为大幅正增长。从这种变化可以看出，由于8月股市行情不如7月，居民和企业的资金从股市部分流出。根据股市流动性指标来看，8月融资融券余额、换手率、成交量相比7月均值有一定程度下滑，当前股市热度相比7月有所降温。

通胀和汇率不是当前货币政策约束

央行货币政策采用多目标制，主要包括经济增长、充分就业、物价稳定、国际收支平衡、金融风险可控等。未来来看，物价方面，未来半年内受去年基数回升影响，CPI中枢值预计低于2%，中国经济不存在通胀风险。汇率方面，由于美国长达十年的经济复苏周期基本结束，美元指数处于下行阶段，因此未来半年人民币贬值压力较小，预计人民币汇率将保持强势状态。因此通胀和汇率均不是当前货币政策约束条件。

宏观杠杆率快速攀升和金融风险对货币政策构成约束

宏观杠杆率快速攀升和金融风险对货币政策构成约束。今年疫情以来，信用较为宽松，非金融企业部门快速加杠杆，导致实体部门杠杆率大幅上升，半年之间从245.4%上升至266.4%，创历史新高。另一方面银行大量对中小微企业放贷，使其累积一定坏账风险。在此背景下未来货币政策将受到一定制约。另一方面，今年5月以来多个城市房价重新出现上涨，房地产市场资产泡沫有所累积，这些也使货币进一步宽松的必要性在降低。

风险提示：

货币政策超预期收紧、银行盈利能力下降、宏观杠杆率上升超预期等

民生证券研究院

分析师：田铭

执业证号： S0100516010001

电话： 0755-22662077

邮箱： tianming@mszq.com

昨日重点研报

【民生宏观】社融数据超预期，预期差有三个来源——8 月金融数据点评

【民生金工】价值因子回撤，市场量能表现不佳

【民生有色】继续看好 铜铝、钴、黄金

【民生策略】机构投资者逆势加仓，科技为矛周期为盾

（杨柳，分析师 S0100517050002，010-85127730）

一、宏观流动性：虽然社融超预期，但流动性趋缓、基本面向好仍是接下来的宏观主旋律

边际上，本周资金端利率仍然保持小幅震荡，维持紧平衡。信用端方面，债市融资继续小幅回升，但以30大中城市房地产销售面积观察，地产销售已经开始弱于去年同期。

本周一个重要的宏观数据是8月份的金融数据，虽然8月份社融数据大超预期，但很可能9到10月就是拐点，相比之下人民币贷款增速仍有望在年底创新高，因此流动性趋缓基本面向好仍将是接下来的宏观主旋律。

8月份社融大超预期的主要原因是债券发行的影响，特别是7月份特别国债，8月份地方政府债大规模发行，这一点我们已经在前期的周度流动性报告中一直提示。前8月的新增社融规模相当于完成了全年目标的86%，剩下四个月平均每月还有1万亿元的空间，按此计算很可能9到10月份就是增速拐点。相比之下人民币贷款到年底每月还有1.4万亿元的空间，按此测算年底预计会达到13.44%的年内最高水平，因此信用端整体上对经济的支持力度仍然是存在的，只是结构上有所变化。

二、市场情绪：市场情绪继续回落，未见明显板块热点

整体上通过全A融资买入额占总成交额占比来看，本周市场情绪继续滑落，暂时未见明显板块热点出现。

三、主要投资者配置变化：逆势加仓，周期为盾科技为矛

本周市场整体回调明显，但公募基金和北向资金在科技和顺周期板块均逆势加仓。公募基金在本周明显加仓了电子、医药、食品饮料，顺周期板块里主要加仓了电新、汽车和非银，相比之下北向资金比较谨慎，加仓了医药、电子，顺周期板块里主要加仓了化工。整体上看，机构投资者配置上体现了这样一种思路，即主线仍是科技消费，当热门板块较为拥挤，估值较高时，或者在主线板块中逢低加仓，比如从食品饮料向电子、医药切换，或者向顺周期板块切换。

四、新发基金和产业资本：本周新发权益类基金达25只

本周新发权益类基金达25只。全A上市公司减持规模达187.62亿元，环比上周减少52.86亿元，回购金额有所缩小，达9.95亿元，环比减少23亿元。

五、风险提示

海外经济恶化，中国信用环境收紧，数据和模型存在局限性。

【民生金工】价值因子回撤，市场量能表现不佳

（祁嫣然，分析师 S0100519110004，010-85127519）

本周市场表现：指数大幅下探，量能指标全线看空

本周各宽基指数大幅下探，创业板指跌幅居前。上证综指下跌2.83%，上证50下跌1.32%，沪深300下跌3.00%，中证500下跌4.63%，创业板指下跌7.16%。

行业估值方面，石油石化、有色金属、汽车、商贸零售、消费者服务、纺织服装、医药、食品饮料、交通运输、计算机处于估值分位数“危险”等级；煤炭、建筑、农林牧渔、房地产处于估值分位数“安全”等级。

股票型基金仓位今年以来在84%-92.5%范围内波动，自四月初仓位有明显的下滑。大盘持仓仓位今年以来在52%-62%范围内波动，近期出现明显下滑。

截止至2020年9月11日，股票型基金测算仓位为87.05%，其中大盘组合持仓测算仓位平均值为59.58%，小盘持仓测算仓位平均值为27.47%。

量化市场跟踪：价值因子大幅回撤，量化环境趋紧

横截面波动率相比上周大幅下滑，Alpha环境下降。近一个季度的横截面波动率均值处于历史较高分位数，整体Alpha环境较好。

本周IF当月合约下跌2.86%，收于4612.60，收盘基差-0.32%；IH当月合约下跌1.13%，收于3258.80，收盘基差-0.21%；IC当月合约下跌4.34%，收于6280.00，收盘基差-0.51%。

大类因子表现来看，大小盘风格上，市场表现为小市值效应，非线性市值因子收益为-0.39%，对数市值因子表现不佳。残差波动率因子表现优异，收益为-0.74%。动量因子上周获得收益-0.32%，表现为反转效应。流动性因子获得收益-0.65。估值因子收益为0.74%，表现为成长优于价值。杠杆因子出现回撤，获得收益0.36%。其余因子表现一般。

单因子表现上。从大小盘风格表现来看，沪深300和流动性1500表现为大市值效应，中证500表现为较强的小市值效应。从盈利能力角度来看，本周盈利能力类因子在各股票池中均表现较好。换手率与波动率因子在各股票池中表现不佳，20日偏度因子出现较大回撤。动量类因子在沪深300股票池中均表现为动量效应，在中证500和流动性1500股票池中表现为反转效应。

上周基本面类因子在各行业中表现不佳，净资产增长率因子、净利润增长率因子仅在公用事业、交通运输、电气设备行业表现较好。每股净资产因子、每股经营利润TTM因子仅在非银金融行业中表现较好。市值风格上，各行业表现分化，家用电器、农林牧渔、机械设备、综合、电子、化工、休闲服务行业表现为小市值效应。估值类因子中，EP与BP因子均表现为明显的成长优于价值。动量类因子在个行业中表现一般。残差波动率因子与流动性因子在各行业中均表现优异。

风险提示：

报告结果均基于历史数据，历史数据存在不被重复验证的可能。

● 行业观点

【民生有色】继续看好铜铝、钴和黄金

（方驭涛，分析师　S0100519070001，021-60876718）

每周随笔：看好旺季需求好转，铜价有望维持强势

Q2以来，国内铜下游需求恢复明显；7月精炼铜进口创新高，单月进口56.86万吨，同比增长91%，环比增长15%。南美铜矿供给或将持续受到疫情和劳工谈判的扰动，TC价格已经跌至48美元/吨，侧面验证市场对于铜精矿供应的担忧。随着9月逐步进入下游旺季，需求有望恢复强势，叠加供给端扰动和低库存影响，铜价有望继续强势运行，推荐紫金矿业、关注云南铜业和江西铜业。

本周观点

基本金属：本周国内基本金属除铜上涨0.54%其他金属均下跌，铝、锌、铅、镍和锡分别下跌0.35%、2.53%、3.38%、2.50%、2.57%。铜：8月社融增速上行至13.3%，看好经济持续修复； 8月铜板带箔企业开工率69.32%，同比回落0.14pct，环比上升4.33pct，其中铜箔因锂电订单回暖，开工较好；看好9月旺季环比继续改善，同时智利9月仍存疫情和劳工谈判影响，短期铜价震荡向上。铝：8月铝型材企业开工率在62.68%附近，环比7月微增。本周铝下游企业开工小幅增加0.3pct，铝板带箔订单恢复（汽车、电子），铝型材、线缆开工率持平，继续看好9月旺季需求回升，铝价短期震荡向上。推荐紫金矿业、神火股份，关注云南铜业、江西铜业；加工股推荐明泰铝业、云海金属。

贵金属：本周贵金属价格多数上涨。COMEX黄金上涨0.71%，伦敦金上涨1.10%，SHFE黄金上涨0.43%。COMEX白银上涨0.8%，伦敦银上涨0.22%，SHFE银下跌1.24%。

伦敦钯上涨0.48%，伦敦铂上涨2.88%。美国上周初请失业金人数88.4万人高于预期，贵金属上行。下周FOMC会议前瞻性指引即将公布，大概率仍将维持就业目标和平均通胀2%目标不变，黄金短期震荡上行。美元长期弱势（美国经济相对优势减弱、美元超发）+利率长期维持低位+通胀预期上行。全球印钞模式开启，纸币信用遭考验，维持贵金属长期上行判断。推荐紫金矿业、山东黄金、恒邦股份、银泰黄金、盛达资源。

小金属：电钴上行、钴盐下行，碳酸锂持平，稀土下跌或持平。钴：收储预期再起，有望支撑钴价，9月进入下游旺季，继续看好3C、合金需求恢复，国内新能源改善确认和欧洲新能源放量，钴价中枢逐步上移；持续推荐华友钴业、盛屯矿业。碳酸锂底部确认，有望阶段性反弹；持续看好赣锋锂业，关注二线标的雅化集团、威华股份。看好航空航天材料进入景气周期，推荐高端钛材放量盈利能力提升的宝钛股份。

风险提示：

需求回暖不及预期、供给超预期释放、政策不确定性增强。

● 风险提示

宏观政策变化的风险，商品价格大幅下跌的风险，个股业绩不达预期的风险。

分析师简介

田铭，英国南安普顿大学国际银行与金融研究硕士。2011年加盟民生证券，原新三板分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。