民生证券研究院

会议纪要/晨会

晨会纪要

晨会纪要 2020 年 07 月 28 日

客户观点反馈

中长期看，对 A 股依旧抱有信心，但短期偏悲观，以防御为主。认为三季度市场大概率会处在震荡调整的状态，中美矛盾是主要风险点，市场操作难度较大。行业方面仍看好医药、科技、消费，短期也关注军工、黄金、化工等行业的个股机会。

总量观点

【民生宏观】黄金为什么这么牛？（解运亮，分析师 S0100519040001，010-85127730）

今年疫情爆发至今，黄金开启了一轮波澜壮阔的上升行情，5月底以来的这波加速上升尤其引人注目，直接推动黄金价格冲破1900美元/盎司，创下历史新高。5月底以来这波行情的核心逻辑是——美元贬值驱动金价上涨，黄金发挥了对冲美元贬值的重要作用。美元贬值的基础从3月底美联储大放水时已经具备：第一，美欧基准利率差缩小，美联储的QE最为激进，海量的美元供给将推动美元走弱；第二，避险属性消退，3月流动性危机已经解除，各项经济数据已有所反弹；第三，美国巨大的财政赤字和贸易赤字可能会增加持有美元风险，导致美元吸引力下降。以下因素出现后，触发了美元贬值。

一是美国经济重启以来，通胀预期不断上升。

自4月下旬美国强行开启经济重启以来，美国通胀预期呈逐步走高态势。分析通胀指数国债（TIPS）可知，4月下旬TIPS隐含的通胀预期不到1%，到7月下旬已上升到1.5%左右。这背后的逻辑在于，美国经济复苏的特征是生产弱于需求，这跟中国的生产强于需求恰好相反。例如，6月美国零售同比增速已经转正（2.3%），而同期美国消费品产出同比增速仍为负增长（-6.9%）。消费品短缺本身就会造成通胀上升压力。再考虑到美国的消费品缺口一般需要通过进口来解决，这又会形成输入性通胀压力。

二是美国疫情二次爆发，经济复苏欧强美弱的局面基本已经确定。

今年在疫情的控制上，欧洲做得远远比美国要好，欧洲实现了有序复工而没有出现疫情大面积反弹。反观美国，自6月中旬起疫情出现二次反弹，6月19日新增确诊病例重上3万例。本轮美元快速贬值和美国新增确诊快速爬升恰好形成一枚硬币的两面。根据谷歌公司的经济活动指数，欧洲经济复苏情况明显好于美国。长期以来美国经济表现略好于欧洲，过去24年里有17年美国GDP增速高于欧元区GDP增速，但未来一到两年，欧元区经济增长将超过美国，IMF预测2021年欧元区GDP增长6%，高于美国1.5个百分点。

三是美联储释放基准利率长期不变信号，美国实际利率确定性下降。

在美国疫情二次爆发、美国经济复苏缓慢的背景下，6月中旬以来美国10年期国债收益率重新进入下行通道，截至7月24日已降至0.59%，处于年内低位。剔

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

【民生策略】市场情绪继续下滑，等待新的主线出现——每周流动性观察 0727

【民生宏观】生产进入稳态意味着什么？

【民生银行】杭州银行(600926)公司深度研究:五年战略成果亮眼，业绩高增前景广阔

除通胀影响后的实际收益率，更是进一步下降，截至7月24日为-0.92%。美联储6月议息会议上，预计失业率下行是一个缓慢的过程，2020年底失业率为9.3%。基于失业率难以在2023年前达到自然失业率，美联储预计2023年前不会加息。这意味着短期内看不到实际利率反转的信号。

只要这些因素继续存在，就持续对黄金构成利好，我们预计黄金价格短期内将继续上涨。后续需要关注的变数在于，美国生产弱于需求何时缓解、疫情何时触顶、美联储最新表态等。

风险提示：美国疫情超预期，美联储政策不及预期，地缘政治风险。

【民生宏观】生产进入稳态意味着什么？（解运亮，分析师 S0100519040001，010-85127730）

国内经济：房销和土地市场有所降温；工业生产进入稳态，重要工业材料价格有所修复。

7月以来，商品房销售增速小幅回落，二线城市构成主要拖累；土地成交增速和住宅用地溢价率均有所下降。7月汽车销售季节性回落，但消费信心逐渐修复。

7月工业生产高频数据环比回落较多：高炉开工率和PTA开工率较上月小幅回落，高于去年同期水平；粗钢产量环比下降；汽车半钢胎开工率上升，低于去年同期水平；乘用车批发量回落至去年同期水平。螺纹钢表观消费量继续下降，本周低于去年同期水平。螺纹钢库存上升斜率有所下降，与钢材生产下降相符。由于季初效应，7月生产可能环比回落。重要原材料价格有所修复，本周水泥和螺纹钢价格跌幅收窄，美元贬值推动原油价格和铜价连续上涨。

海外热点：四大原因促使美元下跌，美国国会仍需时间谈判下一轮财政政策。

本周一，欧盟对7500亿欧元复苏基金达成协议是美元大跌的直接诱因。欧洲主要货币均对美元单周升值近2%，创下近年来新高。美元进入贬值周期有四大原因：（1）美欧息差减少；（2）避险情绪消散；（3）美欧经济差可能因美国疫情防控较差而收敛，美国资产价格相对吸引力下降；（4）美国巨大财政和贸易赤字，持有美元风险上升。不过，美元快速大幅下跌可能引发新的问题。共和党和民主党对如何延续联邦失业补助持有不同意见，8月前恐难达成协议。

风险提示：疫情发展超预期，全球经济下行超预期，改革推进不及预期。

● 行业观点

【民生家电】冰箱内外销复苏强劲，洗衣机内销同比转正——冰洗行业6月产业在线数据点评（杨柳，分析师 S0100517050002，010-85127730）

冰箱行业：内外销携手强劲复苏，6月总销量同比+9.0%

2020年6月冰箱行业延续回暖趋势，据产业在线数据，单月总销量实现同比+9.0%。内销方面，受益全国各地“以旧换新”、“618大促”等消费刺激活动，冰箱销量延续此前增长趋势且增幅继续扩大，单月内销实现同比+6.1%；外销方面，由于海外疫情拐点尚不明确，居民囤积冷冻食物需求增加，且国内冰箱龙头受益海外供应链短缺带来的订单转移，单月外销实现同比+12.3%高速增长。

冰箱格局：美的穿越疫情逆势增长，行业CR3同比+2.5PCT

2020年上半年受新冠疫情冲击，冰箱行业累计销量有所下滑，美的凭借灵活的生产和渠道优势穿越疫情，内外销均实现逆势增长，1-6月累计总销量同比+9.5%，累计总销量市占率同比增长+2.3 PCT达到16.6%。海信累计总销量市占率同比+0.8 PCT达12.4%；海尔累计总销量市占率18.1%。行业CR3同比+2.5PCT，市场份额继续向龙头集中。

洗衣机行业：总销量增速跌幅收窄至-6.2%，内销年后首度转正同比+0.4%

2020年6月洗衣机行业延续稳健复苏态势，单月总销量同比跌幅收窄至-6.2%。其中，内销已迈入上行空间，年后增速首度转正同比+0.4%，后续反弹值得期待；外销增速受海外疫情压制仍于低位震荡，对行业整体复苏造成一定拖累，但国外停工停产也使部分订单转向国内龙头，一定程度对冲了外销景气度下滑造成的负面影响。此外，行业库存去化效果良好同比-13.9%，下半年轻装上阵有望收获增长。

洗衣机格局：美的海尔份额稳步扩大，双龙头格局保持稳定

2020年以来洗衣机行业集中度呈现上升趋势，1-6月累计总销量市占率方面，行业龙头美的、海尔分别同比+1.1、+0.9 PCT，行业CR2进一步提升至56.1%。其中内销方面，海尔、美的1-6月累计市占率分别达到37.6%、29.0%，CR2高达66.6%；外销方面，美的1-6月累计市占率同比+4.7 PCT达到24.2%，出口方面优势显著。

投资建议

冰洗行业终端需求稳步复苏，内销随疫情冲击的弱化实现同比正增，外销方面受益于部分海外订单转移，市占率进一步向龙头集中。建议关注稳居冰洗行业首位，高端大众双线战略助力市占率稳步提升的海尔智家；以及生产能力全球领先，内外销实现逆势增长的美的集团。

风险提示：海外疫情持续恶化，行业竞争加剧等。

● 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。