

市场动态

2020年6月26日

两大信号短期打压债市情绪

- 基本面信号方面，年初以来内地基建和房地产投资均呈现出显著的 V 型修复走势。5 月基建投资增速已经显著超过了过去两年的水平。疫情过后房地产市场的表现亦超出前期市场的预期。从 2009 年的经验看，基建和地产的反弹是基本面迅速修复的前瞻指标，对利率形成一定压力。政策信号方面，多数信号指向利空；一些信号看似积极，但迟迟未能落地，造成市场预期的落差和混乱。资金面上实实在在的感受和对政策利好预期的转弱使债市的情绪处于不断下降的通道中。不论是基本面的变化，还是政策的拿捏，都处于动态的调整中。我们认为，相比于基本面的实际修复，债市的悲观情绪走得更远，债市可能已经超跌。我们仍然坚持 10 年期国债收益率水平的中性区间为 2.6%-2.8%。
- 联储局限制美国大银行派息及禁回购；IMF 警告金融市场与实体经济已脱节；美国传拟对欧盟及英国商品征新关税；IMF 再下调全球经济预测至收缩 4.9%；世卫指美洲肺炎仍未达高峰期；中印举行边境事务磋商和协调会议；印度港口机场暂停华货清关；美放宽伏尔克法规料为银行业释放 400 亿美元；惠誉降低加拿大外币主权信贷评级至 AA+；全球最大保健食品品牌 GNC 已申请破产保护；德国支付服务公司 Wirecard 向法院申请破产；苏格兰皇家银行据报已开始对海外投银业务实施重大重组；梁爱诗料港国安法月底通过；美参议院通过《香港自治法》。

股票

美国新领失业金人数超过预期，加上多个州份的新冠确诊人数持续反弹，投资者担心疫情影响经济复苏步伐，周四道指先跌后涨，道指收盘涨 1.18%；周四为端午节假期 A 股港股休市。周三港股在节前表现反复，早盘曾上冲 25,000 点，但随后倒跌，恒指收盘跌 0.5%。

外汇 / 商品

虽然美国部分州份的确诊人数上升的利淡因素，但美国个别经济有改善迹象，国际油价周四先跌后涨。纽约期油收盘涨 1.9% 至 38.72 美元/桶；美元汇价偏强，国际金价周四收市回吐，连续第二天下跌。美国纽约 8 月期金收盘跌 0.2% 至 1,762.1 美元/盎司。

固定收益

美国多个州新增新冠病毒感染病例再度上升，市场缓慢意识到疫情封锁阶段过后，经济也不会快速复苏。市场避险情绪加重，美债收益率走低。10 年期美债收益率报 0.69%。

海外市场

- 疫情与经济前景仍然受到投资者关注，欧洲股市周四反弹，泛欧指数 Stoxx 600 收盘涨 0.72% 至 359 点。盘面上汽车股带领涨势。德国支付服务公司 Wirecard (WDI GR) 向法院申请破产，股价再挫逾七成；德国汉莎航空 (LHA GR) 主要股东支持政府涉及 90 亿欧元的援助计划，股价涨 7%。
- 美国新领失业金人数超过预期，加上多个州份的新冠确诊人数持续反弹，投资者担心疫情影响经济复苏步伐，昨日道指早盘曾跌逾 200 点，但随后反弹。美国联邦存款保障机构及货币监理署周四放宽《沃尔克法规》对银行投资的限制，刺激银行股上涨，道指尾盘涨幅扩大，收盘涨 299 点 (+1.18%)、标指和纳指分别上涨 1.10% 和 1.09%。受惠美国将放宽银行监管的消息，摩根大通 (JPM US)、美银 (BAC US)、摩根士丹利 (MS US)、高盛 (GS US) 和富国 (WFC US) 涨幅 3.5% 至 4.5%。Nike (NKE US) 四季业绩较预期差，股价先跌后涨；梅西百货 (M US) 裁员，股价续跌 4.1%。

欧美主要指数

指数	收盘点位	1日涨跌 (%)
道琼斯	25,745.6	1.2
标普 500	3,083.8	1.1
纳斯达克	10,017.0	1.1
巴西圣保罗证交所指数	95,983.1	1.7
欧元区斯托克 50	3,218.9	0.7
英国富时 100	6,147.1	0.4
法国 CAC 40	4,918.6	1.0
德国 DAX 30	12,177.9	0.7
俄罗斯交易系统现金指数	1,257.2	(1.9)

资料来源：彭博

亚太主要指数

指数	收盘点位	1日涨跌 (%)
日经 225	22,259.8	(1.2)
标普/澳证 200	5,817.7	(2.5)
韩国 KOSPI	2,112.4	(2.3)
标普印度国家证交所 CNX NIFTY	10,288.9	(0.2)
台湾台股指数	11,660.7	0.0
印尼雅加达综合	4,896.7	(1.4)
富时大马交易所吉隆坡综合	1,489.2	(0.9)
新加坡富时海峡	2,590.2	(1.5)
越南证交所指数	854.6	(0.6)

资料来源：彭博

个股要闻

风险等级: 1 Alphabet (GOOGL US): 谷歌母公司 Alphabet 旗下自动驾驶业务 Waymo，与浙江吉利集团旗下品牌富豪 (Volvo) 同意，双方合作研发专用作共乘用途的自驾电动车。Waymo 成为富豪汽车自驾电动车的独家全球伙伴，其人工智能软件平台 driver 是合作的核心部分；富豪则主力研发电动车；日后出厂的电动车可能使用富豪品牌，包括 Polestar 与 Lynk & Co。

风险等级: 1 苹果 (AAPL US): 公司召开 WWDC2020，发布自研 Mac SoC 芯片，更新五大软件系统。我们认为，此次发布会表明苹果在底层芯片、上层软件实现了更加高度统一化的设计，垂直整合及封闭生态优势凸显。苹果 (AAPL US) 品牌力及产品力依然领先、用户粘性较强，尽管短期业绩受到疫情影响，但料长期增长动力包括可穿戴、软件服务等上行趋势未改，我们对公司长期看好。

风险等级: 1 Shopify (SHOP US): 根据当前彭博一致预期，目前公司估值对应 2020 年财年的 PS 为 47 倍，显著高于美股 SaaS 平均水平 (8-9 倍)，显然基于一般的 SaaS 企业估值分析框架 (成长性、盈利能力等) 已不足以解释公司当前的高估值，当前估值本身反映了，市场对于公司后续成长为比肩亚马逊的电商平台的远期乐观预期，本身超出了 SaaS 业务的范畴。而对于公司而言，基础设施及商户扩展、平台 GMV 增速等指标，将成为验证上述市场预期的重要观测指标。

资料来源：相关公司、中信证券

风险等级：由低至高分 1 至 5 级

港股市场

- 周四港股端午节假期休市一天。周三港股在节前表现反复，早盘曾上冲 25,000 点，但随后倒跌逾百点收盘。周三恒指高开高走，曾涨 163 点至 25,071 点，但随后有回吐，午后跌势加深，恒指收盘跌 125 点 (-0.5%) 至 24,781，主板成交 1,154 亿港元。大盘蓝筹个别发展，港交所 (388 HK) 创新高后回软，收盘倒跌 0.7%、银行股及石油股下跌。盘面上，内地科技股继续火热，腾讯 (700 HK) 创高后回吐，收盘跌 1.3%；美团 (3690 HK)、网易 (9999 HK) 和金蝶 (268 HK) 盘中曾创新高，收盘分别涨 0.9%、2.6% 和跌 1.3%；心动公司 (2400 HK) 折价配售，收盘跌 5.9%、小米 (1810 HK) 入选全球创新 50 强，收盘涨 9.1%；内地手机设备股造好，瑞声 (2018 HK) 及舜宇 (2382 HK) 分别涨 5.4% 和 2.9%；生物科技股受投资者追捧，康希诺生物 (6185 HK) 急涨 15.4%、启明医疗 (2500 HK) 及沛嘉医疗 (9996 HK) 分别涨 7.9% 及 7.1% 创上市新高；市传国美创始人黄光裕出狱，国美零售 (493 HK) 涨 17.4%。
- 中美博弈和二次疫情将给市场预期持续带来不确定性，但我们认为在当前环境下并不支持美国重启大范围的贸易争端。全球继续逐步重启经济，疫情严重国家如美国二次爆发概率正在增加。虽然美国或加推财政货币措施支持当地经济，但疫情若再爆发将制约其经济恢复进程。加上美股在高估值下预期波动开始增多，也会扰动环球股市表现。6 月下半月开始海外风险因素增多，但预期实质性影响有限。虽然市场向上有海外风险因素频繁扰动，但向下却有基本面和流动性支撑，港股短线料在高位震荡。中美隔阂推动美国上市的中概股加速回归香港已成定局，也有助港股情绪。外围不确定风险增加，建议投资者把握内地经济复苏及政策红利带来的确定性，关注新旧基建、游戏、互联网电商、消费电子、房地产、必选龙头等核心细分行业。

港股主板五大表现强弱板块*/个股

板块	1 日涨跌 (%)	板块	1 日涨跌 (%)
医疗保健	1.6	能源	(1.1)
信息技术	0.9	日常消费品	(0.9)
非日常生活消费品	0.6	房地产	(0.8)
原材料	(0.0)	工业	(0.7)
金融	(0.4)	公用事业	(0.7)
股票	1 日涨跌 (%)	股票	1 日涨跌 (%)
保集健康 (1246 HK)	51.5	冠华国际 (539 HK)	(38.5)
国美金融科技 (628 HK)	47.3	环亚国际 (1143 HK)	(30.0)
中奥到家 (1538 HK)	34.8	中国华星 (485 HK)	(29.4)
三和建筑 (3822 HK)	30.0	恒发光学 (1134 HK)	(19.3)
展程控股 (1854 HK)	26.6	中国绿宝 (6183 HK)	(19.0)

资料来源：彭博、中信证券

*根据 GICS 分类

恒生指数



资料来源：彭博

个股要闻

风险等级：1 波司登 (3998 HK) 业绩超预期，聚焦主业品牌升级。 公司 2020 财年业绩亮眼，收入增长 17.4%，归母净利润增长 22.6%，表现超预期。公司主品牌保持较快增长，雪中飞表现亮眼，代工业务稳健。2021 财年公司将继续聚焦品牌建设，提高营销投放效率。品牌推广层面会加强新零售、直播和私域流量社群运营，同时继续与法国设计大师合作推出联名款产品。线下渠道建设主攻北京、上海，加强一线城市旗舰店打造和品牌店铺升级。公司品牌升级以及数字化建设推进，产品溢价能力和管理运营效率提升，建议关注。

风险等级：1 公积金继续对房地产发挥积极作用。 2020 年 6 月 10 日，住房和城乡建设部、财政部、中国人民银行联合发布关于印发《全国住房公积金 2019 年年度报告》的通知，我们认为，缴存余额增速明显快于实缴职工增速，且未来经济增速面临波动风险，预计 2020 年之后缴存余额增长将会放缓。存量资金仍有盘活可能，刚需购房可能得到支持。展望未来，仅公积金领域还有超过 9,000 亿的资金可以盘活，大多数支持居民自住购房需求，也可能部分分流到老旧小区更新改造等领域，刚需置业需求有进一步盘活的空间。而且，随着地方对土地财政更加看重，我们相信进一步加大公积金支持力度也是可能的。我们看好低估的地产板块，龙湖集团 (960 HK)、旭辉控股集团 (884 HK)、世茂集团 (813 HK) 和融创中国 (1918 HK) 等。

资料来源：相关公司、中信证券

风险等级：由低至高分 1 至 5 级

外 汇 / 商 品

- 美国公布上周首次申领失业救济人数超过于预期，但5月核心耐用品订单反弹，抵消美国部分州份的确诊人数上升的利淡因素，国际油价周四先跌后涨。纽约期油收盘涨1.9%至38.72美元/桶；伦敦布兰特期油收盘涨1.8%至41.05美元/桶。
- 美元汇价偏强，国际金价周四收市回吐，连续第二天下跌。美国纽约8月期金收盘跌0.2%至1,762.1美元/盎司。

主要外汇商品

	上日收盘	1日变动 (%)	5日变动 (%)	年初至今涨跌 (%)	保力加通道 (上端)	保力加通道 (下端)	彭博预测*	潜在升/跌幅 (%)*
美元指数	97.43	0.3	0.0	1.1	98.17	96.01	97.00	(0.4)
美元兑人民币^	7.078	(0.3)	0.1	(1.6)	7.139	7.042	7.05	0.4
美元兑日圆	107.19	(0.1)	(0.2)	1.3	109.32	105.93	107.00	0.2
欧元兑美元	1.122	(0.3)	0.1	0.0	1.139	1.112	1.13	0.7
英镑兑美元	1.242	0.0	(0.0)	(6.3)	1.278	1.231	1.27	2.3
澳元兑美元	0.689	0.3	0.5	(1.9)	0.704	0.674	0.68	(1.3)
纽约期金	1,762.1	(0.2)	2.2	15.7	1,776.0	1,682.7	1,668.97	(5.3)
纽约期油	38.7	1.9	(0.3)	(36.6)	41.0	35.1	35.00	(9.6)
彭博商品指数	63.4	(0.4)	(1.0)	(21.6)	65.1	63.2	NA	NA

资料来源：彭博、中信证券

* 2020年彭博综合预测

^在岸人民币汇价

固 定 收 益

- 债市新闻：**美国多个州新增新冠病毒感染病例再度上升，市场缓慢意识到疫情封锁阶段过后，经济也不会快速复苏。市场避险情绪加重，美债收益率走低。10年期美债收益率报0.69%。

债券市场指数

	现时	1日涨跌 (%)	年初至今 (%)		现时 (%)	1日涨跌 (基点)	年初至今 (基点)		现时	1日涨跌 (%)	年初至今 (%)
中国境内债 (人民币)	195.23	0.01	2.39	2年期美债收益率	0.19	(0.19)	(138.34)	美国投资级指数	502.62	(0.11)	4.94
中资美元债投资级指数	214.99	0.01	3.53	10年期美债收益率	0.69	0.66	(123.19)	美国高收益指数	662.93	(0.37)	(3.19)
中资美元债高收益指数	318.88	(0.04)	1.68	30年期美债收益率	1.43	0.53	(95.52)	美国3-5年期国债指数	392.87	0.01	5.88
中资房地产美元债	341.96	(0.03)	2.44	10-2年美债利差	0.50	0.85	15.15	新兴市场政府债指数	137.54	(0.34)	(6.21)

资料来源：彭博、中信证券

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现,也即:以报告发布日后的6到12个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中:A股市场以沪深300指数为基准,新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准;香港市场以摩根士丹利中国指数为基准;美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上;
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上;
强于大市 中性 弱于大市	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上;
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间;
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构(仅就本研究报告免责条款而言,不含CLSA group of companies),统称为“中信证券”。

法律主体声明

香港特区: 本研究报告在香港由中信证券经纪(香港)有限公司(下称“中信证券经纪”,受香港证券及期货事务监察委员会监管,中央编号:AAE879)分发。

新加坡: 本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Limited(下称“CLSA Singapore”)分发,并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与CLSA Singapore的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”,请注意,CLSA Singapore与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求:(1)适用《财务顾问规例》第33条中的豁免,即豁免遵守《财务顾问法》第25条关于向客户披露产品信息的规定;(2)适用《财务顾问规例》第34条中的豁免,即豁免遵守《财务顾问法》第27条关于推荐建议的规定;以及(3)适用《财务顾问规例》第35条中的豁免,即豁免遵守《财务顾问法》第36条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

香港特区: 对于本研究报告所评论的证券及金融工具,中信证券经纪及其每一间在香港从事投资银行、自营交易或代理经纪业务的集团公司,(i)有需要披露的财务权益;(ii)在过去的12个月内就投资银行服务曾收到任何补偿或委托;(iii)有雇员担任高级人员;(iv)未进行做市活动。

新加坡: 监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得,详细内容请查看<https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖CLSA group, CLSA Americas及CA Taiwan的情况,不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息,请联系compliance_hk@clsa.com。

美国: 本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券(CITIC Securities International USA, LLC(下称“CSI-USA”)除外)和CLSA group of companies(CLSA Americas, LLC(下称“CLSA Americas”)除外)仅向符合美国《1934年证券交易法》15a-6规则定义且分别与CSI-USA和CLSA Americas进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系CSI-USA和CLSA Americas。

英国: 本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件,它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写,亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA(UK)发布,该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年(金融推介)令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士,且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验,请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密,只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约,或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析,本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断,可以在不发出通知的情况下做出更改,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定,但是,分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议,中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为(前述金融机构之客户)因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权,任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。