

【宏观专栏】

出口后劲尚足

我们认为中国出口有韧性源自：（1）防疫物资出口强劲；（2）欧美家庭资产负债表未受大的冲击，消费有韧性；（3）线上购物降低疫情对外贸的影响。展望下半年，随着疫苗落地概率增大，预计出口会延续复苏态势。

新冠疫苗大概率年内落地，全球经济和市场预期将迎来大转变

新冠疫苗年内落地是大概率事件，短期将降低经济不确定性，加速经济复苏，提升市场风险偏好，中期疫苗落地带动的经济复苏或导致全球宏观政策逐渐收紧。全球风险资产价格或呈现先上行、再下降的特征。

【市场策略】

盘整蓄势可能会继续

目前“盘整蓄势”可能会继续，“新老”板块配置更加均衡。近期建议关注新能源、部分原材料、家电、汽车及零部件、轻工家居、券商等领域，同时关注基本面因全球疫情可能改善而预期边际好转的外需、航空等。

【专题聚焦】

超市行业——两把利剑，提效突破

我国食品、日用品市场总额高达8.6万亿元，孕育了作为主要销售载体的超市行业的巨大容量与广阔整合空间。连锁超市近年来受到了电商业态的冲击，生鲜与到家业务是其突出重围的两把利器。我国超市行业将进入以提高效率、数字化转型为特征的新时代，走向全渠道的美好未来。

【宏观专栏】

出口后劲尚足

上半年中国出口展现了较好的韧性。疫情导致全球经济陷入衰退，严重程度超过2008年次贷危机。但中国总出口增速并未像次贷危机时那样断崖式下跌，二季度后的表现也好于市场预期。哪些因素支撑了中国出口？下半年出口能否继续复苏？

从需求端看，防疫物资出口强劲带来支撑。据海关统计，3月1日-5月16日，全国共验放出口防疫物资价值1344亿元，出口主要目的地为美国、德国、日本、法国等发达国家。我们的估算显示，防疫物资对出口的拉动作用从4月开始上升，在5月时最大，共拉动5月出口同比增速6.9个百分点。剔除这些产品，3-7月总出口同比增速均值将从0.3%下降至-3.1%。

更重要的是，这次欧美家庭资产负债表受到的冲击没那么大，使得居民消费得以继续扩张。2008年次贷危机的本质是债务偿还危机，房价大跌使得美国居民资产负债表崩溃，购买力大幅萎缩，对商品贸易冲击较大。但这次疫情带来经济停摆，前期带来流动性紧缩，随着疫情得到控制，后期更多是企业与居民的信心问题。而在疫情发生后，美国政府大幅增加转移支付，欧洲国家积极推行“短工计划”，有效降低了劳动者的收入损失，提振了消费者的信心。

线上购物的发展降低疫情对外贸的影响。疫情发生后，美国网上零售同比增速从此前的10%上升至30%，跨境电商交易额增速也达到30%以上。线上购物降低消费活动的可接触性，使得消费者在足不出户的情况下也能买到所需的商品。从美国消费者网购的品种来看，除了与防疫相关的物品外，面包机、哑铃等居家产品，电脑显示器、手机等电子产品也受到欢迎。这说明在给定收入的情况下，疫情似乎并未降低消费热情。

从供给端看，中国产业链全，生产能力强，能很快满足海外消费者的消费需求。中国在小家电、电子产品、运动器具方面有较强的生产和供给能力，加上中国比竞争对手更快复工复产，使得出口企业能在第一时间生产出海外所需的产品。另外一

个可能的因素是出口替代，即当别国生产商无法正常供货时，海外买家转向从中国企业购买。我们认为这种可能性是存在的，但对出口的支撑作用究竟有多大，目前很难判断。

政府推出多项政策并支持跨境电商发展，有助于“稳出口”。2020年一季度我国外贸进出口总额下降 6.4%，但跨境电商的进出口额反而增长 34.7%。上半年新注册的跨境电商数量达到 2356 家，高于去年同期水平。在传统贸易渠道受阻的情况下，企业积极尝试用跨境电商平台对接海外客户，这也是出口有韧性的一个重要原因。

展望下半年，出口后劲仍然比较充足，但不一定加速上升。我们预计三季度欧美经济将迎来较大幅度的环比反弹，同比增速也将收窄，且这次商品消费复苏快于服务，预计 Q3 出口同比增速在 6% 左右，四季度疫苗落地概率较大，出口增速在 5%-10% 区间，全年出口增速有望转为正增长。进口方面，国内基建地产拉动内需回暖，支撑原材料进口。中美贸易协议继续执行，从美国进口或有所加快。我们预计 Q3、Q4 进口同比增速分别为 0.5%、4.2%，全年进口增速-1.8%。

以上观点来自：2020年9月6日已发布的《出口后劲尚足》

刘政宇 SAC 执业证书编号：S0080520080007

张文朗 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

彭文生 SAC 执业证书编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

【宏观专栏】

新冠疫苗大概率年内落地，全球经济和市场预期将迎来大转变

新冠疫苗研发进展之快前所未见

新冠疫苗研发速度之快前所未见，目前新冠疫苗研发 1 个月的进度相当于传统疫苗研发 1 年左右的进度。以核酸类疫苗为代表的新技术路线疫苗开始登上大规模应用舞台，或对人类发展带来深远影响。

年内新冠疫苗成功是大概率事件

无论是中性偏乐观估算还是偏保守估算，疫苗年内落地都是大概率事件。根据疫苗研发历史数据和新冠疫苗研发特点，我们估算了从 2020 年 9 月开始，每个月至少有一支新冠疫苗宣布 III 期临床试验成功的时间概率路径。中性偏乐观估算下，11 月和 12 月单月出现新冠疫苗宣布试验成功的概率超 98%；即使偏保守估算下，2020 年 4 季度出现新冠疫苗宣布临床试验成功的概率也超 95%。

疫苗生产未雨绸缪，产能不会成为发达国家掣肘

大国疫苗产能不会形成掣肘。过去几个月，发达国家不断扩充疫苗产能，并且跨国订购多技术路线疫苗，人均预定疫苗已接近或超过两剂。如果新冠疫苗宣告成功，同时发达国家疫苗充裕，将引发全球经济和市场预期大转变。

疫苗落地将加速经济复苏，长期提升经济潜在增长率

就全球经济而言，疫苗落地将降低经济不确定性，有助于提振实体投资和接触型行业的消费，促进经济复苏；从长期来看，新冠疫苗研发成功除了可以提高医疗行业本身的生产效率外，还会为其他行业发展带来多重红利，进而带动全球潜在经济增长率上行。

疫苗落地短期利好风险资产，中期或增大市场波动

就资本市场而言，疫苗落地将会进一步提升市场风险偏好，分化股市和债市表现，并随着美疫情缓解支撑美元和抑制黄金价格。从中期来看，疫苗落地带动的实

体经济复苏或导致全球宏观政策逐渐收紧，全球风险资产价格可能呈现先上行、再下降的特征，并推动国际资本先流入、再流出新兴国家，增大全球外汇市场和新兴市场波动。

以上观点来自：2020年9月3日已发布的《新冠疫苗大概率年内落地 | 全球经济和市场预期将迎来大转变》

周子彭 SAC 执业证书编号：S0080520070004

彭文生 SAC 执业证书编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

【市场策略】

盘整蓄势可能会继续

一周回顾：指数小幅收跌

外围市场压力对投资者风险偏好带来影响，上证指数单周下跌 1.4%，终结周线级别五连阳，市场日均成交逐步萎缩，周五成交萎缩至近期低位 8,200 亿元左右。

风格方面，创业板指上周下跌 0.9%，跌幅略小于大盘股。板块表现上，估值不高、仓位不高的汽车板块上周领涨市场；化工、机械、电力设备等偏周期性板块也有不错表现；年初至今领涨市场的食品饮料、医药等板块上周表现低迷；金融板块领跌市场。

市场展望：“盘整蓄势”可能继续，兼顾估值与基本面

与上周美股尤其是科技股短线大幅回调类似，A 股的部分年初至今领涨的消费、医药及科技个股出现了较为明显的股价波动，对整体 A 股投资者的风险偏好也造成一定影响。我们下半年的配置策略强调“新经济”依然是主线，但“新老更加均衡”，原因在于部分新经济板块估值已经不低、仓位也不低，短线吸引力有所下降。我们在七月中旬市场短期过热后提示市场“行稳方能致远”，A 股市场在此前经历了连续上涨后可能会经历一段“盘整蓄势”的时期，目前这种情况可能会继续。中期来看，国内复工复产继续深化、政策预期平稳、外围疫情再次带来深度影响的可能性较小，对市场中期走势不宜悲观。操作上，基本面风格仍是主线，要兼顾盈利与估值，短期关注基本面或改善、估值仍不高、表现相对落后的领域，包括部分原材料、家电、汽车、轻工家居、券商等，同时关注基本面因全球疫情可能改善而预期边际好转的外需、航空等品种，在盘整中逢低吸纳代表消费升级与产业升级趋势的优质龙头。

近期如下因素需要关注：

1) 中期业绩披露完毕，盈利相较一季度明显恢复，板块分化明显。A 股非金融尤其是部分中下游行业的中期业绩好于我们的预期。全部 A 股/金融/非金融二季度增长-12%/-23%/0%，除金融板块外均相对一季度明显回升，中小企业业绩增速明显好

于大市值企业。同时，资本开支呈现触底回升态势，特别是景气度较高的科技类、农业以及建材板块。向前看，我们预计下半年 A 股盈利仍将持续改善。

2) 经济基本面上，从生产端看，八月 PMI 显示生产活动继续恢复，服务业出现改善明显。上周发布的 8 月 PMI 数据显示我国的制造业仍然处于扩张区间，特别是住宅、钢材、挖掘机等基建相关指标。服务业 PMI 则呈现加速扩张趋势，或由于影院逐渐复工、商务活动增加，前期复苏相对较为缓慢的航空、运输、传媒行业都有较为明显的改善，服务业总体扩张的超季节性效应较为明显。

3) 需求端看，海内外需求均有所改善。高频数据来看，8 月乘用车零售增速加快，热门电影上映带动票房回升，我们认为 8 月社会消费品零售总额有望继续改善，甚至同比零增长或转正。海外需求上，新出口订单指数升至今年以来最高水平，尽管仍低于 50 的枯荣线，但考虑到抗疫物资和居家办公品的出口可能无法完全被 PMI 出口订单指数反映，同时欧美国家复工趋势不改，我们认为外需有望进一步回升。

4) 北向资金流出，可能受到海外市场震荡和获利了结因素影响。过去 7 周中，有 6 周北向资金净流出，上周北向资金流出规模达到 45 亿元，或由于海外市场大跌带来外资的流动性收紧及观望心态加强。但我们中长期仍对北向资金流入持积极态度。

行业建议：兼顾估值与基本面，新、老板块更加均衡

“新老”板块配置更加均衡。市场盘整震荡期注重估值及盈利，近期建议关注新能源、部分原材料、家电、汽车及零部件、轻工家居、券商等领域，同时关注基本面因全球疫情可能改善而预期边际好转的外需、航空等品种。

以上观点来自：2020年9月6日已发布的《盘整蓄势可能会继续》

王汉锋 CFA SAC 执业证书编号：S0080513080002 SFC CE Ref: AND454

李求索 SAC 执业证书编号：S0080513070004 SFC CE Ref: BDO991

【专题聚焦】

超市行业——两把利剑，提效突破

我国食品、日用品市场总额高达 8.6 万亿元，孕育了作为主要销售载体的超市行业的巨大容量与广阔整合空间。连锁超市近年来受到了电商业态的冲击，生鲜与到家业务是其突出重围的两把利器。我国超市行业将进入以提高效率、数字化转型为特征的新时代，走向全渠道的美好未来。理由：

市场广阔、需求刚性、集中度提升空间大

我们将与超市售卖相关的粮油食品、饮料、日用品、烟酒四大品类的零售额加总，2019 年以上消费品的市场总额高达 8.6 万亿元，线下超市合计零售规模约 4.7 万亿元、占比 54.5%，线上销售规模约 2 万亿元、占比 24.3%，剩余市场份额由中小门店经营者贡献。另一方面，超市行业竞争格局分散，线下超市行业前 5 名的公司合计市场份额仅为 8.8%，低于美国 46% 的水平。

两把利器

疫情期间，超市公司受益于到家业务的高速增长及家庭生鲜需求的刚性，获得了新的发展机会。**抓住高频消费（生鲜）和提供便利性（到家业务）是超市门店获客的利器。**永辉超市具备行业领先的生鲜采买、运输、加工能力，物美价廉的生鲜商品是其门店吸引客流量的法宝。高鑫零售接入阿里淘鲜达入口，到家业务量占比已高达 20%，拉动同店销售转正。

效率提升

疫情推动了线下流量向线上的转移，加之效率提升对数字化的要求，加速了超市企业的数字化进程，提高供应链、内部管理与物流效率、优化购物体验与便利性是超市类公司突出电商重围的必由之路。苏宁收购家乐福中国以来，经过持续的赋能提效，家乐福盈利能力和现金流水平大幅改善，2020 年 3 月家乐福中国线上到家业务占比迅速提升至近 10%。

数字化与全渠道建设

在美国，2015年沃尔玛开启全渠道转型，电商销售额快速提升，根据 eMarketer 预测，在新冠疫情爆发的大背景下，2020年沃尔玛电商市场份额将进一步提升至 5.3%，超越家得宝、eBay、BestBuy 和 Target，跻身美国第二大电商之位。展望中国市场，我们的超市零售商也在积极推行数字化，有望通过全渠道建设获得更快增长与份额。

以上观点来自：2020年9月3日已发布的《超市行业：两把利剑，提效突破》

郭海燕 SAC 执业证书编号：S0080511080006 SFC CE Ref: AIQ935

樊俊豪 SAC 执业证书编号：S0080513080004 SFC CE Ref: BDO986

徐卓楠 SAC 执业证书编号：S0080520080008 SFC CE Ref: BPR695

附：一周主要研报回顾

【宏观】

- 2020.8.31 中国宏观专题报告：粮食充裕，无需过忧
- 2020.8.31 中国宏观简评：服务业超季节性改善,后劲待观察 | 8月 PMI 指数点评
- 2020.9.02 中国宏观简评：国内外需求继续改善 | 8月经济数据前瞻
- 2020.9.03 中国宏观专题报告：“疫”过留痕:从心理学看疫情的影响 | ——后疫情时代报告系列之一
- 2020.9.03 中国宏观专题报告：新冠疫苗大概率年内落地 | 全球经济和市场预期将迎来大转变
- 2020.9.05 海外宏观简评：8月非农：就业继续稳健修复
- 2020.9.06 中国宏观专题报告：出口后劲尚足 | 后疫情时代系列报告之二
- 2020.9.06 海外宏观周报：欧央行9月议息预览:按兵不动,维持鸽派 | 2020年8月31日~9月6日
- 2020.9.06 图说中国宏观周报：复苏:吞吐量和运价暗藏玄机 | 2020年8月31日~9月4日

【策略及大宗商品】

- 2020.8.31 主题策略：中报业绩快览：复苏与分化
- 2020.8.31 海外策略：海外资产配置9月报：积极因素仍占主导
- 2020.8.31 中金行业首选组合：中金行业首选：2020年9月
- 2020.8.31 能源：国内需求：居民用油复苏锦上添花
- 2020.9.02 大类资产配置月报（2020-09）：继续低配债券
- 2020.9.03 黑色金属：铁矿石价格高企背后的真相：供应受阻，更是需求旺盛
- 2020.9.04 全球资金流向监测：港股流入加速；A股流出扩大
- 2020.9.06 A股策略周报：盘整蓄势可能会继续
- 2020.9.06 量化策略周报：量化策略周报（210）：市场震荡格局未变，调整仍是加仓机会
- 2020.9.06 海外市场观察：测算当前美股计入的增长与复工预期 | 2020年8月31日~9月6日
- 2020.9.06 主题策略：新股申购策略（99）：新股成为机构获取超额收益的重要手段
- 2020.9.06 能源：石油：供需再次错配，九月仍需谨慎

【固定收益】

- 2020.8.31 简评：预期丰满,现实有所走弱 | ——8 月制造业 PMI 点评
- 2020.8.31 资产证券化分析周报：ABS 一周市场回顾
- 2020.8.31 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2020.8.31 简评：新发边际减少,高收益表现优于投资级 | ——中资美元债周报
- 2020.9.02 简评：一周行业数据 | ——转债行业跟踪第 11 期
- 2020.9.02 专题研究：海外结构性存款发展及对我国的借鉴意义 | ——他山之玉系列
- 2020.9.02 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2020.9.02 简评：债市开放进一步发力 | ——《关于境外机构投资者投资中国债券市场有关事宜的公告(征求意见稿)》点评
- 2020.9.03 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2020.9.03 专题研究：50 年跌宕起伏:美国资产证券化的开端、巨变与重启 | ——他山之玉系列
- 2020.9.03 简评：如何看待永续债和银行资本工具供需和利差？
- 2020.9.04 固收+：有数据就没有“黑箱”——二级债基的转债仓位测算方法解析（Python 实现）
- 2020.9.04 专题研究：美国货币和财政政策工具的应用和借鉴意义 | ——他山之玉系列
- 2020.9.05 中国利率策略周报：银行资本补充的进展与影响

【行业】

- 2020.8.31 银行：中国财富管理竞争格局拆解，有望重构零售银行体系
- 2020.8.31 银行：中报启示：行业熬过最困难时期，预计 2021 年三大因素提振估值
- 2020.8.31 汽车及零部件：周报：汽车行业显现回暖迹象 小鹏汽车成功赴美上市
- 2020.8.31 金融：周报#32：金融股发布中报业绩
- 2020.8.31 软件及服务：建行开展 DCEP 手机银行功能测试，数字货币落地再进一步
- 2020.8.31 家电及相关：海外超预期，内销小家电、按摩椅线上靓丽
- 2020.8.31 主题研究：广泛赋能融合发展，开辟工业互联网新篇章
- 2020.8.31 主题研究：追“宗”系列 | 大宗投资前瞻:建材需求旺盛,旺季步伐已至
- 2020.8.31 电力电气设备：价格变动回归供需，小尺寸电池报价回调、硅料高位报价站上百元
- 2020.8.31 旅游酒店及餐饮：疫情之下，旅游行业存在结构性靓点
- 2020.8.31 电力电气设备：上半年光伏板块盈利符合预期，龙头集中度和成本优势进一步巩固

- 2020.8.31 节能环保：环保治理体系建设逐步向省市渗透，带动行业长期发展
- 2020.9.01 机械：1H20 业绩回顾：2Q20 增长超预期，看好“低估值、顺周期”个股
- 2020.9.01 房地产：中金房地产周报#209：8月新房销售、宅地成交延续增势
- 2020.9.01 银行：一轮非典型盈利提升，一次更彻底的报表出清——2Q20 业绩回顾
- 2020.9.01 化工：MDI、纯碱等价格上涨，关注下游拉动带来需求回升
- 2020.9.01 半导体：全球半导体观察（8月）：计算芯片和存储器股价走势出现分叉
- 2020.9.01 交通运输：透过交通看经济（74期）：1-7月客货运同比增速放缓，7月内需疲软
- 2020.9.01 科技：区块链与数字货币观察（8月）：关注DC/EP和新基建落地进展
- 2020.9.01 基础材料：追“宗”系列 | 纸业解码：迎旺季步伐，木浆纸种景气上扬
- 2020.9.01 证券及其他：业务线全面回升、头部券商表现更优——上市券商1H20业绩回顾
- 2020.9.01 博彩及奢侈品：2020年8月总博收同比下降95%，通行措施放宽后访客数回升
- 2020.9.01 房地产：A股地产板块投资策略：提示优质龙头房企配置机会
- 2020.9.01 电信服务：全球IDC 1H20纵览：龙头加速扩张，头部效应凸显
- 2020.9.01 航空航天科技：“三周期”叠加推动行业景气向上，建议关注航空及制导装备产业链
- 2020.9.01 房地产：H股地产板块投资策略：提示优质龙头房企配置机会
- 2020.9.01 化工：9月策略：化工品旺季来临，看好周期龙头及优质成长股
- 2020.9.02 主题研究：电新行业1H20回顾：业绩反转，龙头向好
- 2020.9.02 汽车及零部件：图说车市7月总结：淡季不淡，景气向上
- 2020.9.02 石油天然气：7月进口天然气数据解读：LNG与管道气进口价触底小幅反弹
- 2020.9.02 化工：表面活性剂：千亿市场，龙头崛起
- 2020.9.02 教育：义务教育规范管理文件审议通过，民促法实施条例或出台在即
- 2020.9.02 建材：建材2Q20回顾：周期复苏，成长亮眼
- 2020.9.02 电力电气设备：2Q20动力电池全球回顾：分化加剧，双寡头格局渐成
- 2020.9.02 日常消费：零研月报：7月多数品类实现正增长
- 2020.9.03 房地产：物业管理：短期股价或承压，中长期坚定看好板块
- 2020.9.03 主题研究：新能源车月度观察：欧洲高增中国迎拐点，产业链持续景气
- 2020.9.03 机械：工业自动化全面复苏，顺周期个股迎投资机会
- 2020.9.03 主题研究：四台核电机组同时获得国务院核准：十年等一回，不一样的重启
- 2020.9.03 零售：超市行业：两把利剑，提效突破
- 2020.9.03 银行：中金看海外·主题 | 银行系全能资管财富巨头之路——摩根大通资产与财富管理业务
- 2020.9.04 石油天然气：广东省直供新政进一步冲击城燃特许经营权

- 2020.9.04 有色金属：2Q20 业绩回顾：黄金表现亮眼，基本金属回暖，关注钴锂修复机会
- 2020.9.04 有色金属：中金看海外·主题 | 西澳锂矿 1H20 经营总结:产销有所回升，产业上下游绑定加深
- 2020.9.04 节能环保：1H20 环保行业回顾：盈利、股价分化，大固废一枝独秀
- 2020.9.06 科技：科技硬件周报（9/5）：投资人关注面板及半导体摩擦升级
- 2020.9.06 传媒互联网：周报：新一批国产网游版号下发，电影票房逐步恢复
- 2020.9.06 银行：论业绩负增长与股票表现的关系，纠正三个错误认识
- 2020.9.06 金融：周报#33：金融股 1H20 业绩回顾
- 2020.9.06 医疗健康：关注 4 季度政策，创新药和器械企业有望长期受益
- 2020.9.06 科技：工业软件：ZWMeshWorks 发布，国产 CAE 生态起新篇
- 2020.9.06 公用事业：1H20 火电业绩回顾：2Q 龙头带头释放业绩，煤价下行盈利弹性兑现
- 2020.9.06 电力电气设备：市场需求持续向好，玻璃价格创新高，硅料价格高位企稳

法律声明

本资料为中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）基于已发布的研究报告精选、汇编而成的。本资料较之中国国际金融股份有限公司（以下简称“中金公司”）正式发布的研究报告存在延时提供的情况，有可能因报告发布日之后的情势或其他因素的变更而不再准确或失效。本资料所载意见、评估及预测仅为原始报告出具日的观点和判断。在不同时期，中金公司可能会发出与本资料所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本资料中的信息、意见等仅供贵方参考之用。本资料的版权归中金公司所有。

如有进一步需求，请联系：

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn