

**【宏观专栏】****美联储9月议息预览：上调经济预测，前瞻指引不变**

北京时间9月17日，美联储将公布9月FOMC议息会议决议。我们预计其将上修2020年增长预测，但点阵图隐含2023年前也不会加息。更长期政策基调或是复苏与政策间的微妙权衡，宏观和市场波动均可能上升。

**【市场策略】****新港股、新经济、新格局**

上市规则改革及大陆资金南下使港股逐步成为投资中国新经济的桥头堡。我们认为，“双循环”格局下，香港将继续受益于大陆新经济的发展及金融与资本市场开放，国际金融中心的地位将得到进一步巩固。

**【专题聚焦】****疫后湖北观察：劲草复还生，荆楚万物苏**

上半年湖北GDP同比下降19%，降幅较一季度收窄20个百分点，市场活力逐步提升。我们认为，其经济韧性来源于区位、产业、科创和基础设施等独特优势。展望未来，建议关注补短板（公共卫生等）、扬优势（“芯屏端网”等）及新模式、新业态（线上服务等）的投资机遇。

**守得云开见月明，布局后疫情时代航空**

航空板块是此次疫情盈利和股价遭受最大冲击的板块之一。回顾历史，我们发现在行业大幅受损之后的1-2年内，航空股有望迎来显著超额收益。随着国内需求恢复，我们认为航空板块将迎来估值和盈利的双重修复。

## 【宏观专栏】

### 美联储9月议息预览：上调经济预测，前瞻指引不变

北京时间9月17日周四凌晨2点，美联储将公布9月FOMC议息会议决议。我们预计，美联储政策立场继续维持鸽派，其将上修2020年增长预测，但点阵图隐含2023年前也不会加息；不过其可能并不急于修改前瞻指引来对此给出过强的承诺，这或令市场失望。我们也提示，在美国居民资产负债表相对健康、政策支持力度较大、需求恢复较快背景下，美国通胀走势是否真能如美联储预计的较长时期也不明显超过加息门槛，是存在较大不确定性的。具体而言：

**1、经济预测表（SEP）：上调增长预测，点阵图隐含2023年底前不加息。**此次会议上，美联储将更新经济预测表，并新引入2023年经济预测。我们预计其将较大幅度上修6月较悲观的增长预测，理由在于：1）6月11日会议以来，即便经历了7月的疫情反弹，美国经济复苏依然稳健，消费、投资、以及劳动力市场进展远好于市场及美联储预期；2）全球疫苗研发加速推进，增长不确定性下降。

我们预计，美联储预测将做如下更新：1）上修2020年经济预测。预计其2020年实际GDP增速（Q4/Q4同比）预测从6月-6.5%上修至+3.5%；失业率（Q4平均）预测从6月9.3%下调至7.5%；核心PCE同比（Q4/Q4）从6月的1.0%上修至1.3%；2）2021~2022年预测，除失业率下修外，其它指标可能修正较小；3）引入2023年经济预测。这里的关键是，2023年通胀和失业率预测与长期中性水平的比较。我们预计，其2023年失业率预测将高于中性失业率，通胀预测低于2%，隐含其预计2023年也难达到加息条件。相应地，预计点阵图中值显示其预计2023年前也不会加息。

**2、前瞻指引：不急于在9月修改来给出过强的承诺。**美联储8月底确立了“灵活的平均通胀目标制”（FAIT）框架后，市场对其9月修改前瞻指引预期较高。但我们预计9月修改的可能性较小：1）当前美国经济复苏稳健，金融条件宽松，没必要着急；2）美国财政政策存在较大不确定性，美联储等待财政政策情形更明晰再做调整也不迟。美联储理事Brainard于9月1日的演讲中<sup>1</sup>明确表示，希望等新一轮财政

<sup>1</sup> <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/brainard20200901a.htm>

救助案进展更清楚再做决定；3）大选临近，急于推出宽松措施可能令美联储有“助选”的嫌疑，因而其将更加谨慎。

**3、资产购买（QE）：延续当前速度。**当前美联储总资产变化由三部分推动。第一部分是美元互换等紧急流动性工具。由于“美元荒”缓解，这些工具正在被动缩量。第二部分是信贷工具，如公司债购买等。这些工具也是需求驱动的。由于金融市场流动性较好，私人部门并没有激励去向美联储寻求信贷，因而这些工具虽然额度较高但实际利用不多。第三部分是QE，也就是国债和MBS购买。当前美联储的购买速度是每月800亿美元国债和400亿美元MBS。为维持金融市场流动性，我们预计这一速度至少持续到明年甚至更长。

**4、更长期政策基调：复苏与政策间的微妙权衡，宏观和市场波动均可能上升。**跳出此次9月议息会议来看，我们预计美联储最宽松的时候已经过去，美国将进入复苏与政策间微妙权衡的新阶段。这种转变下，政策整体方向是随着经济复苏推进而逐步“撤火”。因而后续政策沟通主基调是讨论宽松政策还应持续多久、什么条件将触发回收宽松、什么条件触发加息。我们预计美联储最终将更新的前瞻指引，重点是将加息与否与通胀和就业变量联系。在FAIT框架下，美联储有较大可能会表示，即便通胀持续在2~2.5%这类略高于2%的区间内，只要上升斜率不太快，就将保持利率不变，即便劳动力市场失业率已经低于中性失业率也是如此。这意味着，未来加息将来的更晚，来的更慢。至于QE何时退出，目前看尚存在较大不确定性，可能与加息时点联系，例如加息条件成熟前1~2年退出。

不过我们也提示，在美国居民资产负债表相对健康、政策支持力度较大背景下，美国通胀走势是否真能如美联储预计的较长时期也不明显超过加息门槛，是存在较大不确定性的。未来FAIT具体如何执行，将在通胀真正起来、尤其是如果起来的早于美联储预期时对美联储政策制定能力形成挑战。

以上观点来自：2020年9月13日已发布的《美联储9月议息预览：上调经济预测，前瞻指引不变》

张梦云 SAC 执业证书编号：S0080518040004 SFC CE Ref: BIB964

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

## 【市场策略】

### 新港股、新经济、新格局

#### 上市规则改革及大陆资金南下逐步使得港股市场生态发生根本变化

在多方面因素综合作用下，港股市场正在经历一场“大变局”，港股市场生态也在逐步发生根本变化。

1) 更加包容的上市规则正在改变港股市场结构。2018年修改上市规则后，新经济公司上市逐年增多，2020年占到整体融资规模的79%。目前新经济板块在香港中资股中占比近60%，已高于A股。

2) 变化的市场结构正在增强港股在全球吸引力，港股逐步成为投资中国新经济的桥头堡。港股市场逐步汇聚中国新经济优质龙头公司，对来自全球包括大陆的投资者吸引力进一步增强。阿里在港二次上市后，~14%股份已转换到香港交易，其在中国香港部分的成交规模已经相当于美国部分的16%。

3) 大陆资金南下助力港股生态改变。南下资金累计流入达1.3万亿人民币，目前平均成交占比18%、持股占比3.79%，成为港股市场不可忽视的力量。南下资金更偏好新经济且可能领先海外资金。

4) 港股流动性状况正在逐步改善。成交不断活跃，特别是2018年后再上新台阶，日均成交额从此前800亿港币左右上升到1,000亿港币以上，近期稳定在1,400亿港币左右。

5) A股与港股定价体系更加一体化。除少数“核心”公司外，随着南下资金增多和两地投资者结构趋同，机构热衷持股的优质龙头公司在A股和港股估值差异正在逐步缩小。

6) 香港国际金融中心地位可能得到加强。港股市场的这些变化得益于香港市场自身的制度改革和大陆持续对外开放。近年港股上市规则修改变得更为包容；沪深港通陆续开通为港股市场提供了资金支持，近期恒生系列指数编制变得更具包容性、



恒生科技指数启动，等等都助力这些改变。我们认为，未来中国继续推进结构转型、新经济仍将快速成长；“双循环”格局下，中国大陆进一步推动金融与资本市场开放；香港将继续受益于大陆新经济的发展及金融与资本市场开放，国际金融中心的地位将得到进一步巩固

### “双循环”格局下的香港市场，关注四大趋势

中国提出“双循环”发展新格局，香港作为中国的国际金融中心之一，地位可能会更加突出。以下几大趋势值得关注：

**1) 香港逐步成为全球离岸人民币资产理财中心。**中概股回归和更多优质中国公司赴港上市将加强其作为离岸中国资产和人民币理财中心地位。

**2) 香港成为中国新经济公司国际融资及投资的桥头堡。**随着中国新经济的进一步成长，我们预计未来有更多公司特别是新经济公司赴港上市。目前港交所每年生物科技融资仅相当于纳斯达克的 1/3，仍有较大提升空间。

**3) 港股也将受益于大陆居民资产更多配往金融资产的趋势，有望成为大陆居民资产配置的重要类别。**截至二季度中报，国内权益、混合及 QDII 公募基金持有港股资产占比仅为 4%，我们认为未来大陆资金持有港股资产比例仍将继续提升。

**4) 重申未来 3-5 年平均每年流入港股的大陆资金可能达到 2,000~4,000 亿港币的判断。**目前国内直接投资港股基金的规模仅近占股票、混合和 QDII 基金规模的 2.68%，而南下资金持股占港股市值比例仍不到 4%。相关交易所、资产管理人及龙头券商将从港股的大变化中受益。

以上观点来自：2020年9月9日已发布的《新港股、新经济、新格局》

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

刘刚 CFA SAC 执业证书编号：S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867

## 【专题聚焦】

### 疫后湖北观察：劲草复还生，荆楚万物苏

2019年末爆发的新冠疫情对湖北省经济发展造成了巨大冲击，今年一季度湖北GDP同比下降39%。随着3月11日起湖北省各类企业复工复产，3月25日起湖北省除武汉以外地区解除离鄂通道管控，武汉市4月8日“解封”，被“暂停”的湖北经济按下了“重启键”。

#### 现状：湖北经济恢复如何？

**经济强力恢复中。**上半年湖北省GDP同比下降19%，降幅较一季度收窄20个百分点。从高频指标上看，7月份规模以上工业增加值同比增长2%，其中计算机、通信、汽车制造业分别同比增长16%和6%。相比之下，“疫”后效应仍在，7月社会消费品零售额仍同比下滑7%，消费及相关服务业复苏相对缓慢。

**市场活力逐步提升。**4-7月新增市场主体登记量达30万户，与去年同期接近持平。外资流入也呈现快速恢复态势，7月单月投资规模达18亿美元，同比增长189%，霍尼韦尔、南洋商业银行等跨国公司陆续落户湖北。

#### 回顾：湖北经济韧性从何而来？

湖北经济“重启”后的强力恢复展现了其具有强大的韧性来消化疫情带来的短暂负面冲击，而这种韧性来自于其内陆腹地、战略要地的区域优势，来自于转型升级、体系完备的产业优势，来自于智力密集的科创优势，也来自于多年的经济积累和持续完善的城市建设。具体来看：

**1) 区位优势：**湖北省承东启西，联通南北，尤其是其省会城市武汉，素有“九省通衢”之称，是我国经济地理中心，水陆空交通枢纽和长江中游航运中心，华中地区可直航全球五大洲的唯一城市。从国家战略上，湖北是长江经济带、中部崛起等国家战略的交汇点，以武汉为核心的长江中游城市群也在快速发展中；

**2) 产业优势：**产业体系完备，传统产业与新兴产业双轮驱动。一方面，湖北省

加快传统产业改造升级，2017-2019年3年间“万企万亿技改工程”累计完成投资1.2万亿元；另一方面，湖北省加快培育壮大集成电路、智能制造等新兴产业。2015-2019年湖北省高技术制造业增加值年均复合增速达13%，快于规模以上工业5个百分点；

**3) 科创优势：**湖北省科教资源丰富，拥有7所双一流高校，在鄂两院院士80名，建有27个国家重点实验室<sup>2</sup>，各项指标均位居全国前列。“中国光谷”创新密度加快提升，自主创新能力不断增强，2010-2019年专利申请量年均复合增长23%，加速奔向“世界光谷”；

**4) 基础设施优势：**近年来湖北省大力加快城市建设。对内，人均轨道交通运营长度从3米/千人提升到35米/千人，位列全国主要城市第3，中部城市第1。对外，武汉已形成与武汉城市圈其他城市“1小时”、与长江中游城市群其他主要城市“2小时”、与京津冀、长三角、珠三角城市群主要城市“5小时”的高铁辐射圈。

### 展望：于危机中育新机、于变局中开新局

往前看，随着湖北经济进入“重启”，“疫”后重振政策逐步落地，我们认为湖北有望迎来新一轮发展机遇，相关领域值得关注：

**1) 补短板：**包括公共卫生体系、交通、新基建等补短板工程，我们预计湖北2020年补短板工程估算总投资约0.6万亿元，相当于2019年全年GDP的14%；

**2) 扬优势：**依托完备的产业体系和丰富的科创资源，我们预计湖北有望加大关键核心技术攻关突破，加快培育“芯屏端网”、新能源及智能网联汽车等先进制造业集群；

**3) 壮大新业态、新模式：**疫情防控和复工复产催生了在线诊疗、线上教育、网络视频、生鲜电商等新模式、新业态的发展，有望成为未来新的经济增长点。

以上观点来自：2020年9月10日已发布的《疫后湖北观察：劲草复还生，荆楚万物苏》

李南南 SAC 执业证书编号：S0080118080023

吴慧敏 SAC 执业证书编号：S0080511030004 SFC CE Ref: AUZ699

<sup>2</sup> 说明：国家重点实验室数据是截止2018年末

## 【专题聚焦】

### 守得云开见月明，布局后疫情时代航空

航空板块是此次疫情盈利和股价遭受最大冲击的板块之一。回顾历史，我们发现在行业大幅受损之后的 1-2 年内，航空股有望迎来显著超额收益，H 股超额收益较 A 股更为明显。随着国内航空需求持续恢复，航空公司持续减亏，油价、汇率提供利好，我们认为航空板块将迎来估值和盈利的双重修复。我们认为，疫苗年内落地或是大概率事件，如果疫苗上市，航空股或将迎来第一波上涨，如果疫苗接种范围广泛且效果出色，航空股或将迎来第二波上涨。理由：

#### 疫苗年内落地是大概率事件，或成为股价上行的强力催化

根据中金宏观组的预计，偏保守估算下，2020 年四季度出现新冠疫苗宣布临床试验成功概率超过 95%，且疫苗的产能将不会成为发达国家掣肘。我们认为疫苗落地后，受市场风险偏好提升，航空股有望迎来第一轮的上漲；如果疫苗效果较好，则航空股有望迎来第二轮的上漲，航空作为新冠疫情严重受损的板块，将在新冠疫情得到有效控制之后相对大盘出现超额收益。

#### 长期看，航空需求持续提升的趋势不变，紧供给仍将是主旋律

过去 10 年，航空旅客量年均复合增长约为 9.4%，中国当前只有约 1 亿人乘坐飞机，航空渗透率仍有望持续提升。我们认为航空是少有的将维持较长时间增长的行业。从出行需求看，我们认为疫情并不会对长期旅游需求造成负面影响，商务需求或将受到在线办公的冲击，但由于航空需求内生不断增长，需求恢复并且超过 2019 年指日可待。供给端，新冠疫情使得航空公司延缓运力引进。当前，我国的空中密度仍远高于美国，空域仍将是行业供给的硬约束。我们预计十四五行业机队增速或较十三五进一步降低。

#### 短期看，低点已过，航空需求逐步恢复

我们认为，4 月是航空需求的最低点，5 月起，虽然局部地区存在疫情小面积反复，但国内航空需求持续恢复的趋势不变，国际航空需求边际亦有改善。我们认为，



中期业绩风险释放，航司盈利有望在未来一年内显著改善。同时，当前，国有航司已经现金保本，民营航司或已有望实现月度盈利。由于供需错配，油价存在下行压力，油价和汇率的利好，将继续推动未来持续减亏。

以上观点来自：2020年9月8日已发布的《守得云开见月明，布局后疫情时代航空》

赵欣悦 SAC 执业证书编号：S0080518070009 SFC CE Ref: BNN872  
杨鑫 CFA SAC 执业证书编号：S0080511080003 SFC CE Ref: APY553  
方舒 SAC 执业证书编号：S0080118070039

## 附：一周主要研报回顾

### 【宏观】

- 2020.9.07 中国宏观简评：传统行业外需回暖,出口再超预期 | 8月进出口数据点评
- 2020.9.09 中国宏观简评：复苏分化,猪周期接近拐点 | 2020年8月通胀数据点评
- 2020.9.10 中金前哨专题报告：疫后湖北观察：劲草复还生，荆楚万物苏
- 2020.9.10 海外宏观简评：复苏与政策间的微妙权衡
- 2020.9.12 中国宏观简评：金融超预期,货币政策或继续维持中性偏紧 | 2020年8月金融数据点评
- 2020.9.13 中国宏观专题报告：企业治理面临变局 | ——后疫情时代系列报告之三
- 2020.9.13 海外宏观周报：美联储9月议息预览：上调经济预测，前瞻指引不变
- 2020.9.13 图说中国宏观周报：企业理财投资收敛,政府融资加快 | 2020年9月7日~11日

### 【策略及大宗商品】

- 2020.9.07 海外中资股策略周报：市场短期仍将受外部波动影响
- 2020.9.09 主题策略：新港股、新经济、新格局
- 2020.9.11 全球资金流向监测：海外中资股流入加速，北向流出减缓
- 2020.9.13 A股策略周报：市场下行空间可能有限
- 2020.9.13 海外市场观察：近期风格再平衡的背景与意义 | 2020年9月7日~13日
- 2020.9.13 量化策略周报：量化策略周报（211）：市场调整空间或有限
- 2020.9.13 海外中资股策略周报：逢低吸纳“新经济”板块
- 2020.9.13 农产品：大豆：8月美国中西部干旱影响大豆生长，全球供应边际收紧

### 【固定收益】

- 2020.9.07 简评：行业利差整体收缩,城投地产表现较好 | ——2020年8月行业利差跟踪
- 2020.9.07 简评：车市下滑背景下弱资质发行人举步维艰 | ——铁牛集团违约简评
- 2020.9.07 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2020.9.07 简评：出口体现欧弱美强,进口继续放缓 | ——2020年8月贸易数据点评
- 2020.9.07 专题研究：欧元区货币和财政政策工具的应用和借鉴意义——他山之玉系列
- 2020.9.08 资产证券化分析周报：从一个判例聊起 | 漫谈高院新规

- 2020.9.08 专题研究：CDS:分离、转移和交易信用风险的工具 | 美国信用债市场图谱研究之三
- 2020.9.09 固定收益资产配置策略周报：股债攻防切换中 | 债券相对价值体系跟踪第三十五期
- 2020.9.09 简评：通胀符合预期，基本面的天平开始向债券倾斜 | ——2020年8月通胀数据点评
- 2020.9.09 简评：如何看待近期的大类资产调整
- 2020.9.09 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2020.9.10 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2020.9.10 专题研究：地方债供给年内次高,银行配置盘被动消化 | ——2020年8月中债登、上清所债券托管数据点评
- 2020.9.10 专题研究：日本货币和财政政策工具的应用和借鉴意义 | ——他山之玉系列
- 2020.9.11 简评：一周行业数据 | ——转债行业跟踪第12期
- 2020.9.11 中国可转债策略周报：回避，就会是好的选择吗？
- 2020.9.11 简评：国债地方债发行扰动社融和M2,后续债券供需矛盾会开始缓解 | ——8月金融数据点评
- 2020.9.12 中国利率策略周报：问债何所依，源头活水来

## 【行业】

- 2020.9.07 建筑与工程：建筑行业1H20业绩回顾：业绩整体低于预期，细分行业表现亮眼
- 2020.9.07 汽车及零部件：周报：行业走在向上周期，整车板块大幅跑赢
- 2020.9.07 化工：MDI、TDI及纯碱价格大涨，看好旺季化工品涨价
- 2020.9.08 石油天然气：沙特10月亚洲OSP升转贴，短期供需面临错配风险，看好民营炼化
- 2020.9.08 交通运输：守得云开见月明，布局后疫情时代航空
- 2020.9.08 电力电气设备：工业自动化跟踪：8月收入同比稳增，进口替代持续
- 2020.9.08 科技：高通XR大会纪要：VR蓄势待发；AR有望成为下一代人机交互方式
- 2020.9.08 机械：美元贬值，风险几何？
- 2020.9.08 化工：锂电材料前沿跟踪：硅基负极应用稳步提升
- 2020.9.08 房地产：中金房地产周报#210：8月房企境内信用债发行量增速收窄
- 2020.9.08 科技：2Q20业绩回顾：2Q20业绩快速回升，留意中美贸易摩擦升级影响
- 2020.9.08 软件及服务：发布全球数据安全倡议，关注数据安全、大数据平台厂商
- 2020.9.08 化工：化工1H20业绩回顾：疫情冲击下企稳回升，子板块盈利持续分化

- 2020.9.08 科技：通信安防月报（9月）：政企/安防继续回暖，运营商市场环比稳定趋势
- 2020.9.09 汽车及零部件：8月销量环比走势符合预期 红旗展现自主向上新思路
- 2020.9.09 电力电气设备：理性看待短期扰动，中长期高镍发展趋势依旧坚定
- 2020.9.09 公用事业：预测8月全国发电量同比+8.8%至7,273亿度，1~8月累计增速或转正
- 2020.9.09 化工：CPEW 农药主题会议纪要暨1H20全球农药市场回顾
- 2020.9.09 科技硬件：苹果2H20新品前瞻：iPhone 12可能成为6年来最受欢迎的iPhone
- 2020.9.10 航空航天科技：8月观察&9月展望：盘整蓄势，把握投资主线和优质赛道回调良机
- 2020.9.10 机械：中金挖机利用指数：风光月霁，8月恢复正增长
- 2020.9.10 石油天然气：广东省直供新政落地仍需时间，看好具有气源优势的城燃企业
- 2020.9.10 房地产：重申看多观点：行业韧性超预期，政策风险渐释放，估值吸引力凸显
- 2020.9.11 石油天然气：2020年8月天然气表观消费量同比增长6.7%，城燃气量增长12.2%
- 2020.9.11 交通运输：政策强调培育有国际竞争力的现代物流企业，板块或将迎来大发展
- 2020.9.11 传媒互联网：7月广告市场回顾：广告需求向好，梯媒同比及环比均实现正增长
- 2020.9.12 银行：社融超预期，各项融资渠道同比多增—8月社融点评
- 2020.9.13 传媒互联网：周报：8月游戏市场规模稳中有升，广告需求趋势向好
- 2020.9.13 医疗健康：疫苗研发波折不改向好趋势，重点关注ICL行业发展
- 2020.9.13 旅游酒店及餐饮：国庆黄金周展望：居民出行意愿基本恢复，实际出行依然谨慎
- 2020.9.13 家电及相关：海外需求提速，国内市场竞争格局改善
- 2020.9.13 化工：MDI、TDI等聚氨酯价格上涨趋势不变，看好旺季化工品需求向上
- 2020.9.13 科技：科技硬件周报（9/12）：半导体板块降温，投资人关注手机产业链
- 2020.9.13 建筑与工程：强劲社融继续驱动业主方资金改善，重视低估值央企机会
- 2020.9.13 金融：周报#34：8月新增社融数据超预期，发布众安在线首次覆盖报告
- 2020.9.13 交通运输：双周报136期：布局后疫情时代航空，物流板块表现受政策鼓舞



## 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

左烜烜 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn