

流动性宽松 经济修复

大宗商品迎来“高光”时刻?

□本报记者 马爽 张利静

4月以来，大宗商品及A股市场同步迎来连续上涨行情，A股涨幅更为显著。

研究人士指出，复盘历史上的流动性宽松周期与经济修复周期，“流动性溢价+经济修复”的组合下，大宗商品与权益资产往往同步迎来拐点，另一个显著特征则是大宗商品领跑效应突出。

相对权益资产而言，稍显落后的大宗商品是否会后来居上，成为领涨选手?

股票商品大幅走强

4月之后，大宗商品进入上涨通道，4-7月，文华商品指数连续四个月月线收涨，涨幅分别为2.78%、3.95%、1.44%、4.21%。几乎同期，作为权益资产的A股迎来了长达4个多月的上涨。Wind数据显示，4-7月，上证指数月度涨幅分别报3.99%、-0.27%、4.64%、10.90%。

同样是反弹行情，从涨幅来看，A股似乎更“香”。但进入8月后，商品走势总体强于A股，8月以来，文华商品指数反弹了0.85%，同期A股涨幅为0.32%。

值得一提的是，央行近期公布的数据显示，7月M1增速回升至6.9%，而M2增速回落，意味着两者剪刀差收窄。中信证券首席固收分析师明明认为，剪刀差缩小或提示我们实体经济投资需求在增强。

中粮期货研究院宏观资深研究员范永嘉表示，复盘历史上的流动性宽松周期与经济修复周期，“流动性溢价+经济修复”的组合下大宗商品将领跑大类资产。目前各国政策应对与经济表现符合上述特征。

“叠加刺激效应弱化、修复节奏错位、逆全球化的新属性，本轮修复周期可能会较快走完，幅度也受到一定影响。但三、四季度全球风险市场牛市基调仍在，只是悄然向区域性、品种结构性转变，大宗商品即将‘崛起’。量化宽松成为主要货币工具后，大宗商品相对权益的走势将类似于2009-2011年的先苦后甜。”他认为。

“强商品”是否来临

“重点观察2000年之后，2002年-2004年、

2009年-2010年两轮经济修复周期，可以清晰发现，无论是权益资产还是大宗商品，在两轮修复周期中均有强势上涨。”范永嘉表示。

他认为，这个过程有更多细节可以对比印证。第一是权益资产与大宗商品的筑底反转时间相同。此前4个月商品、股票市场的走势似乎是对此的有力诠释。

第二，范永嘉特别指出，从修复力度看，大宗商品强于权益资产。“二者都依赖于经济向好基本面，在套利面前不存在明显的先后顺序。幅度上如果需求持续旺盛，那么大宗商品价格强势，而拥有更远预期属性的权益资产则开始考虑通胀上行后的潜在收紧。这是为什么经济修复周期下无论涨跌，大宗商品的表现整体强于权益资产的原因。这也符合‘美林时钟’上经济过热时大宗商品相对强势、权益资产开始筑顶的特征。”

连接股市、期市的宏观指标中，PPI(生产价格指数)近期被众多分析人士看好，认为继续回升的确定性较高且动力较足。

华创证券分析师首席宏观分析师张瑜认为，尽管预计PPI跌幅还可能继续收窄，但PPI加速上行并在2020年破位翻正的概率仍然较小。

张瑜分析，从宏观视角看，国际贸易额同步于PPI走势，确实预示了下半年的回升趋势，但2019年M1一直在3%-4%之间震荡，M1领先于PPI的走势(1年左右)暗示未来上行空间有限。

这似乎又为商品市场尤其是工业品板块的强势打上问号。至少从需求端看，需求能有多强、能维持多长时间，将是未来商品市场面临的一个不确定因素。

张瑜认为，大宗商品——原油、黑色、有色三类商品价格的供需关系较二季度进一步紧张的可能性不大。

中国物流与采购联合会日前发布的数据显示，2020年7月中国大宗商品指数(CBMI)为104.8%，较上月下跌0.4个百分点，连续两个月下跌。各分项指数中，供应指数和库存指数继续上升，销售指数则连续下降。

中大期货副总经理、首席经济学家景川告诉记者，各分项指数中，供应指数和库存指数继续上升，销售指数则连续下降，显示出在政策的引导下，生产方对于政策的预期较为乐观，但下游消费仍然没有出现根本好转，导致库存积压，持续性不强。疫情以来经济总体呈现出弱复苏迹



新华社图片

象，供给端恢复较快，结合工业增加值等指标来看，生产已恢复到疫情前的正常水平，但是需求端复苏仍较为缓慢。往后看，随着“金九银十”的到来，需求端表现或强于7月。

“天花板”有多高

综合来看，多头观点认为，当前宏观经济环境总体有利于催化商品结构性行情。

范永嘉分析，从具体品种来看，经济修复周期里金融工业属性较强的品种很容易与周期共振。诸如原油化工类、有色金属、棉花等均有正向强势的表现；贵金属需求旺盛时表现可圈可点，这中间也夹杂了美元弱势的因素；农产品更多还是依赖于自身的供需，与经济周期关联较弱。

景川认为，在目前经济弱复苏的状态下，美联储不会加息，美债实际收益率跌破0，这是造成近期贵金属行情火爆的主要原因。往后看，随着本轮美国财政赤字即将达到创纪录的3.7万亿美元，美联储大幅扩表，美元的信用正在不断被

削弱，中期来看，贵金属还是最值得期待的品种。其他大宗商品，当然也受益于流动性支撑，并且随着疫情逐步得到控制，欧美国家若能延续目前的PMI回升态势，那么需求端逐步企稳也会对有色品种产生进一步支撑。相对更看好贵金属和有色品种。

但市场上也不缺乏谨慎观点——本轮商品上涨存在明显的“天花板”效应。

“当下市场多以期货价格的涨幅直接量化测算PPI后续走势，但从历史经验看，这一方法存在瑕疵。由于PPI波动区间较大，这一模型在趋势展望上有意义，但在近月预测和单月点位预测上，仍然常会有1-2个百分点以上的波动。因此实际预测中也要结合历史PPI环比表现作参考。”张瑜分析，根据环比推算，PPI年内翻正意味着未来5个月PPI平均至少每月出现环比0.5%的涨幅，即大宗商品供需关系要较二季度更为紧张。相对应的，到年末布油或达到56美元/桶，螺纹钢期价达到4500元/吨，而LME铜至少应保持在当前水平以上，而这存在一定难度。

兼并重组风头劲 中小银行“图个啥”

□本报记者 欧阳剑环 陈莹莹

山西四家城商行近日先后发布公告，计划召开股东大会审议关于合并重组的议案。分析人士指出，今年以来，中小银行兼并重组加速，一方面是通过“抱团取暖”盘活资源，化解风险；另一方面通过并购实现“曲线扩张”，拓展业务边界。多重利好因素之下，中小银行板块估值有望持续提升。

频频兼并重组

晋城银行、晋中银行日前发布公告，将召开临时股东大会，审议关于参与合并重组的议案，晋中银行还将审议关于成立专项领导小组并提请股东大会授权其办理合并重组事宜的议案。阳泉市商业银行临时股东大会将审议关于参与新设合并的议案；长治银行临时股东大会将审议关于新设合并的议案。

今年以来，中小银行兼并重组高潮迭起。此前，陕西银保监局同意榆阳农商行和横山农商行以新设合并的方式发起设立陝西榆林农商行；攀枝花市商业银行、凉山州商业银行宣布将通过新设合并方式共同组建一家商业银行；常熟银行此前公告称，拟出资10.5亿元，认购镇江农商行非公开发行股份，成为其第一大股东；无锡银行拟出资7.82亿元，与其他发起人股东共同发起设立徐州农商行。

三大因素驱动

《中国上市银行分析报告2020》指出，由于历史原因、宏观环境变化以及自身管理能力等原因，近年来中小银行暴露出许多问题，主要体现在股权结构混乱、通过他人违规代持股权、逃避监管审查、大股东违规干涉银行业务经营、内部人控制等方面。部分抗风险能力较弱的中小银行可能面临重组、兼并和接管。

银保监会最新披露的数据显示，截至今年二季度末，我国城商行不良贷款余额达到4410亿元、不良贷款率为2.3%；农商行不良贷款余额为7365亿元、不良贷款率为4.22%。

“现阶段区域银行并购重组是解决当前行业发展痛点的综合考量，即化解机构风险，盘活资金来源，拓展业务边界。”在兴业研究首席金融行业分析师孔祥看来，目前中小银行并购重组方向有两类：一是盈利能力强，所在地区发展较好的城商行、农商行寻求控股或参股同省资质稍弱的区域银行的机会；二是本省机构合并形成更大的区域型银行。

孔祥认为，当前我国区域银行合并重组主要有三大驱动力：一是2019年以来商业银行风险事件频出，通过优质机构控股或参股相关有瑕疵的银行或是成本较低的风险化解方案。二是经营不善，目前监管导向要求区域银行资产投放放在本地，但考虑到部分区域发展状况分化明显，部分机构面临本地优质资产有限，经营发展后劲不足的现实问题。三是范围拓宽，目前我国长三角、珠三角等地区已涌现出一批资产规模在5000亿元以上，资产获取能力强的头部区域银行。考虑到本地存款来源“天花板”限制了相关机构的发展潜力，通过并购获得其他区域银行稳定负债，做大规模后申请包括理财子公司、消费金融、金融租赁在内的牌照成为相关机构参与并购的核心诉求。

招联金融首席研究员董希淼指出，近年来，几家城商行合并成为一家省级城商行的情况并不少见，如徽商银行、江西银行等，动机主要在于做大做强，扩大规模，增加收入、推进IPO。兼并重组更多出于“抱团取暖”的目的，可以统筹使用资本，使得规模更大，抗风险能力更强。

估值提升可期

除了提升抗风险能力，分析人士指出，在当前异地分支机构扩张受限背景下，中小银行兼并重组相当于打开了“曲线扩张”空间，这些机构后续的盈利能力、估值提升空间值得期待。

Wind数据显示，目前PB(市净率)排名前十位的上市银行中，有9家为城商行或农商行。

东方金诚首席金融分析师徐承远表示，中小银行兼并重组过程中，挑战主要在于股权梳理和整合难度较大。中小银行多存在股权结构分散且股权关系混乱的历史遗留问题，在合并重组过程中涉及的股东利益关系复杂。

董希淼亦认为，当前中小银行兼并重组仍主要由地方政府主导，建议地方政府量力而行，尤其不要搞“拉郎配”，必须在股权结构、人员安排、机构重组等方面做好安排，否则可能造成更多问题。

A股“千亿市值阵营”大扩容

电子等三大行业成摇篮

□本报记者 牛仲逸

市场对“好公司”不断给出“好价格”，“好价格”又带动“好公司”市值不断攀升。这几年A股市场的千亿市值阵营不断扩容，今年更是呈现出加速状态。

千亿阵营演化

A股千亿市值俱乐部如何变化，不妨看看以下几组数据：Wind数据显示，截至2020年8月13日，两市总市值超过千亿元的股票共有123只；2020年7月1日，总市值超过千亿元的股票共有106只；2019年12月31日，总市值超过千亿元的股票共有94只；2019年1月1日，总市值超过千亿

元的股票共有61只。A股千亿市值阵营不断扩容，近期增幅更加显著。

目前这123家千亿市值上市公司涉及24个申万一级行业。其中，来自非银金融领域的最多，有18家；来自银行、电子、医药生物、食品饮料类别的分别有16家、13家、11家、10家。

而在2019年年底，上市公司数量排名前五的行业分别为银行、非银金融、电子、食品饮料、医药生物，各有18家、17家、7家、6家、5家。

经过8个多月，电子、食品饮料、医药生物行业成为千亿市值上市公司的摇篮。

偏好大市值龙头

A股千亿市值阵营演化，实则暗含近几年流

行的“以大为美”偏好。以大为美，凸显了市场的结构性行情特征。

这背后有何逻辑？在华安证券策略分析师尹沿技看来，主要有四方面原因。第一，经济结构在转变。2019年第三产业对GDP贡献率已逼近60%，增长引擎转向消费科技升级，带动A股风格转向。第二，行业技术革新。第三，外资影响权重不断抬升。外资投资更注重财务和盈利持续性的估值体系，与当前核心资产向高估值、大市值转变有深刻的联系。第四，资本市场制度完善，好公司和差公司之间的差距愈加明显。

上述123家千亿市值上市公司，大多是各个行业的领军企业，在经济平稳期它们往往能够获得更加有利的竞争地位，拿下更大的市场份额，

达到更高的盈利水平。

海通证券首席策略分析师荀玉根认为，新时代我国经济由大变强，核心是质的提升，经济增长模式正在从重速度向重质量转变。在这样的背景下，行业集中度提升和产业结构优化将推高A股净利润率，龙头公司的业绩将会更加突出。

大市值的龙头股能否强者恒强？尹沿技表示，当前行情显示，作为核心资产的高估值、大市值龙头公司仍是资金聚集方向。

国盛证券首席策略分析师张启尧表示，伴随中长期资金持续流入，A股估值体系重塑远未结束。判断估值水平不应单一依赖PE、PB等估值指标，更应该结合盈利水平和业绩稳定性，高ROE行业龙头理应享受更高的估值溢价。

中国华融表示，上半年业绩同比大幅下滑，一方面受疫情和持续压降非主业无优势业务影响，集团除不良资产外的债权投资利息收入较去年同期进一步下降。另一方面，受2020年上半年资本市场表现偏弱影响，集团持有的部分金融资产公允价值变动收益下降较多。

不过记者了解到，随着二季度复工复产的推进，四大AMC普遍加大了不良资产的收购，预计下半年业绩将好于上半年。

坚定回归主业

2010年以来，四大AMC都曾走过一段多元化、四处出击的道路，甚至一度“本末倒置”，将不良资产处置变成了副业。但2018年行业“黑天鹅”事件爆发后，四大AMC纷纷加快回归主业。

现阶段，行业可谓挑战和机遇并存。一方面，更具本土优势的地方AMC扎堆入局，竞争更加激烈；另一方面，有待处置的不良资产难得处于量增价跌状态，具有多金融牌照和品牌效应的四大AMC自有优势。

从四大AMC年中工作会议表态和近期公告来看，下半年四大AMC都考虑将收购不良资产规模保持在一个较高的水平，加大对实体经济支持力度，同时积极探索更好更高效的发展主业。

上半年全球资本市场波动剧烈，直接影响到AMC期末所持有的部分以公允价值计量的金融资产公允价值变动收益。中国信达表示，2020年上半年资本市场表现不及去年同期，集团持有的部分以公允价值计量的金融资产公允价值变动收益同比下降；受疫情及外部经济形势影响，公司持有的部分以摊余成本计量的金融资产质量承受较大压力，出于审慎考虑，公司增加计提信用风险拨备。

中国东方表示，目前公司回归主业成效显著，公司商业化不良资产余额合计4817.38亿元，

其中金融不良资产余额为3568.75亿元，非金融不良资产余额为1248.63亿元。母公司和各金融子公司的主要监管指标均符合监管要求。整体经营业绩好于预期。中国东方将以背水一战的决心探索可持续主业盈利模式；以更宽广的视野围绕“大不良”拓展业务；坚决遏制内生不良上升态势；坚定不移推进各项转型升级。

中国长城在2020年年中工作会议上披露，下半年计划出资800亿元收购金融及非金融类不良资产，充分发挥逆周期经营优势，持续增强金融服务实体经济能力，着力帮助中小企业渡过难关，将优化盈利模式，按照“大债权、中杠杆、小股权”思路，合理配置资产类型，稳妥推进问题机构救助。

中国华融尽管还处于相对收缩时期，但老牌AMC基础犹在。该公司上月表示，上半年收购不良资产规模累计超过800亿元，保持同业领先。6月是各地银行不良资产包推出的高峰期。中国华融坚持“逢包必调、遇包必竞”，在理性报价的前提下扩大收购规模，促进当地不良资产出清，仅6月收购的不良资产规模就超过500亿元。中国华融表示，还将持续加大主业投放力度，充分发挥不良资产行业国家队、主力军作用。

中国信达在年中工作会议上表示，资产管理公司要深入研究未来经济运行、商业模式的发展方向，研究后疫情时期金融资产管理公司的战略定位，同时要看到不良资产行业巨大的市场潜力和广阔的发展机遇。

董希淼亦认为，当前中小银行兼并重组仍主要由地方政府主导，建议地方政府量力而行，尤其不要搞“拉郎配”，必须在股权结构、人员安排、机构重组等方面做好安排，否则可能造成更多问题。

四大AMC:不良资产高调“买买买”

□本报记者 张玉洁

身处逆周期行业的不良资产管理公司业绩也难逃新冠肺炎疫情影响。记者从多个渠道了解到，今年上半年，四大资产管理公司(AMC)业绩均较同期大幅下滑，其中降幅最大的为中国华融。不过从各家公司披露的信息和年中工作会议内容来看，随着复工复产的推进，二季度部分AMC业绩已有明显好转。下半年，四大AMC仍具有可观的“买买买”计划。

业绩普遍大幅下滑

首先来看一下四大AMC上半年成绩单。记者从公开信息和业内多个渠道了解到，中国东方和信达资产表现相对较好，中国长城和中国华融则下滑非常明显。

8月12日晚间，在港股上市的中国华融发布盈利预警公告，预计2020年上半年归属于公司股东的净利润较2019年同期下降约90%-95%。而中国华融2019年上半年净利润为25.19亿元，由此推算，中国华融2020年上半年净利润在1.25亿元-2.5亿元之间。

同日中国华融旗下金融平台华融金控发布公告，预计2020中期净亏损介于4.5亿港元至5亿港元之间，上年同期净亏损约2.3亿港元，亏损幅度预计进一步扩大。

中国货币网近期公布的中国长城2020年中

报告显示，该公司今年上半年实现营业收入115.37亿元，较去年同期的195.78亿元下降42%；实现归属母公司股东净利润6.26亿元，较去年同期下滑63%。

上月底，中国信达公告称，公司预计截至2020年6月30日，6个月期间归属于公司股东净利润较2019年同期下降约25%至30%。

中国东方尚未公布今年业绩情况，不过从其2020年年中工作暨纪检监察工作会议上透露的情况看，上半年由于新冠肺炎疫情原因，中国东方经营业绩受到较大影响，但二季度开始逐步恢复，营业收入、利润等均较一季度有较大幅度的改善。

三大原因导致业绩不佳

整体来看，资本市场表现不及预期、业务因疫情受限以及加大计提力度是上半年四大AMC业绩普遍大幅下滑的原因。

上半年全球资本市场波动剧烈，直接影响到AMC期末所持有的部分以公允价值计量的金融资产公允价值变动收益。中国信达表示，2020年上半年资本市场