2020 年 12 月 20 日

宏观经济

新时代证券 New Times Securities

趋势之外

——2021 年经济展望

投资策略

经济衰退之后的复苏一般有两个阶段。第一个阶段，经济衰退后居民和企业的支出倾向都会下降，此时需要政府加大支出托底经济。第二阶段，政府支出刺激经济增长，居民和企业的收入改善，支出倾向也会增加，经济的内生动力增强，这就是“政府支出乘数”的逻辑。经济不会平滑地收敛到长期趋势，由于刺激政策的滞后性，加上内生动力增强，以及经济主体的过度乐观，产出缺口会转正。此时如果外需也比较好，经济可能“过热”。此后，随着政策收紧，以及居民消费倾向递减、企业资本边际产出递减，经济将再次向下。

市场对 2021 年经济趋势基本上已达成共识，我们重点关注趋势之外的信息。第一，中国国内国际双循环添加外生动力。对海外经济，尤其是美国经济而言，财政刺激是关键，财政刺激不仅本身是需求扩张还是补库存的催化剂，这会对全球经济产生溢出效应。第二，中国国内大循环内生动力增强。中国经济修复进入第二阶段，消费、制造业投资等经济内生动力增强。因此，我们认为剔除基数效应带来的趋势外，经济可能仍然不错。

2021 年中国将布局“十四五”规划，国内大循环、国内国际双循环是重要内容。国内大循环需要初始动力，初始动力一个是外需，另一个来自国内的刺激政策。经过 2020 年的政策刺激、外需拉动后，2021 年中国经济内生动力增强，这时外需再持续发力，中国国内大循环、国内国际双循环会运转得更好。

中国存在明显的政策周期，周期长度为 3.5 年左右。2021 年经济复苏进入第二阶段，内生动力增强，这为政策回归常态提供了良好环境。由于 2021 上半年经济同比增速比较高，政府对下半年经济增速下滑具有一定的容忍度。中国债券利率是货币政策驱动的，债券市场需要静等机会，看到切实的货币宽松再行动。

对于企业而言，由于经济内生动机的增强，利润增速拐点滞后于债务周期拐点。利润增速和债务周期的错位蕴含着板块轮动。灾难等临时冲击会通过现金流风险、贴现率风险等渠道影响不同久期的股票收益率。第一阶段，灾难发生，经济衰退，长久期、短久期板块股价都会大幅下跌，但短久期股价的下跌幅度会更大。第二阶段，货币宽松但经济尚未修复，长久期股价先于短久期股价恢复。第三阶段，灾难影响减弱，经济开始修复，短久期股价上升幅度大于长久期股价。第四阶段，经济、货币政策均恢复至常态，短久期股价小幅上升，长久期股价可能小幅下跌。

待经济、货币政策均恢复至常态，资产定价又回到长期逻辑。但中国和美国的政治制度、经济结构有所不同，不能完全复制美国经验。当然，中国长久期股票相比短久期仍具有优势。虽然近几年美国长久期股票好于短久期股票，但是得益于市场集中度的提升，美国短久期股票估值也在不断上升，表现没有那么差。然而，中国经济并未完成真正意义的出清，中国短久期股票表现弱于美国短久期股票。

- **风险提示：政策落实不及预期；海外疫情长期化**

刘娟秀（分析师）
liujuanxiu@xsdzq.cn
证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）
xingshuguang@xsdzq.cn
证书编号：S0280520050003

相关报告

投资策略：全球通胀的弱回归——2020 年下半年经济展望

2020-6-28

目 录

1、 国际循环添加外生动力.....3
2、 国内循环内生动力增强.....5
2.1、 收入支持消费扩张.....5
2.2、 资本开支脉冲.....6
2.3、 补库存加大需求斜率.....9
2.4、 工业生产稳定，服务业扩张.....9
3、 需求扩张叠加供给冲击下的通胀.....11
4、 政策周期的收紧阶段.....13
5、 久期视角下的股市板块轮动.....14

图表目录

图 1: 美国进出口和库存存在稳定关系.....3
图 2: 外国持有美债创新高.....4
图 3: 美国库存变动和中国出口增速关系稳定.....4
图 4: 消费增速距离正常水平还有“一步之遥”.....5
图 5: 各类产品消费累计同比增速和上年同期之差.....6
图 6: 居民消费增速低于收入增速.....6
图 7: 整体投资累计同比增速.....7
图 8: 三大行业投资累计同比增速.....7
图 9: 单月房地产投资同比增速.....8
图 10: 单月基建投资同比增速.....8
图 11: 单月制造业投资同比增速.....9
图 12: 出口是补库存的一大动力.....9
图 13: 各行业工业增加值累计实际同比增速和上年同期之差.....10
图 14: 各行业增加值累计实际同比.....10
图 15: 2021 年 GDP 同比增速预测.....11
图 16: 疫情对通货膨胀的影响.....12
图 17: PPI 同比增速预测.....13
图 18: CPI 同比增速预测.....13
图 19: 中国债务周期明显.....14
图 20: 灾难发生时美国长久期股价下跌弱于短久期.....15
图 21: 货币宽松下 A 股长久期股价快速回升.....15
图 22: 货币宽松下欧股长期股息回升但短期股息继续下跌.....16
图 23: 货币宽松下日股长期股息回升但短期股息继续下跌.....16
图 24: 随着经济修复，短久期 A 股股价大幅上升.....17
图 25: 利率上升之后长久期 A 股股价开始调整.....17
图 26: 2007 年之后成长股表现好于价值股.....18

表 1: 久期视角下的板块轮动.....14

经济衰退之后的复苏一般有两个阶段。第一个阶段，经济衰退后居民和企业的支出倾向都会下降，此时需要政府加大支出托底经济。第二阶段，政府支出刺激经济增长，居民和企业的收入改善，支出倾向也会增加，经济的内生动力增强，这就是“政府支出乘数”的逻辑。经济不会平滑地收敛到长期趋势，由于刺激政策的滞后性，加上内生动力增强，以及经济主体的过度乐观，产出缺口会转正。此时如果外需也比较好，经济可能“过热”。此后，随着政策收紧，以及居民消费倾向递减、企业资本边际产出递减，经济将再次向下。

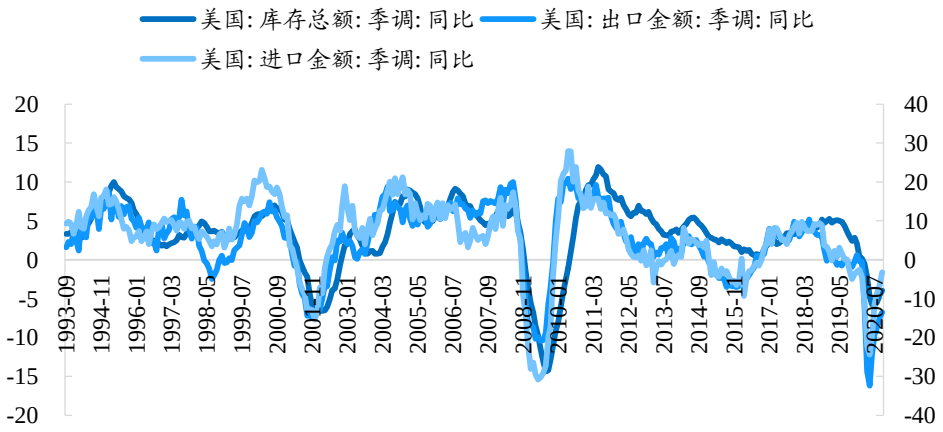
市场对 2021 年经济趋势基本上已达成共识，我们重点关注趋势之外的信息。第一，中国国内国际双循环添加外生动力。对海外经济，尤其是美国经济而言，财政刺激是关键，财政刺激不仅本身是需求扩张还是补库存的催化剂，这会对全球经济产生溢出效应。第二，中国国内大循环内生动力增强。中国经济修复进入第二阶段，消费、制造业投资等经济内生动力增强。因此，我们认为剔除基数效应带来的趋势外，经济可能仍然不错。

1、 国际循环添加外生动力

2007 年次贷危机之后，中国大规模刺激经济，把欧美经济拉出泥潭，但此后中国经济承受了严重的后遗症。“风水轮流转”，此次疫情冲击下，中国经济刺激政策相对克制，欧美则被迫开启新一轮货币宽松、信用扩张。经济刺激下，美国需求快速恢复，但美国是消费国，供给跟不上，库存快速下降，被迫加大进口来弥补供给需求缺口，这导致了 2020 年中国出口的韧性。

影响 2021 年美国经济的几个关键事项是：疫情、疫苗、财政刺激、补库存。我们不是专家，不敢妄言疫情、疫苗，但是可以确定财政刺激是影响美国经济、世界经济的关键。库存周期的向上启动需要外力，要么是海外需求增加，要么是自身需求扩张。2002 年、2009 年开启的美国补库存是经济危机后的内需、外需恢复拉动的，2016 开启的补库存，先是中国进口增加，然后是美国自身财政刺激的结果。然而，大多数经济指标之间存在协整关系，经过技术处理总能得到自己想要的结论，论证外需、内需、库存的关系，容易陷入“鸡生蛋还是蛋生鸡”这样的循环，而财政刺激相对外生一些，这是我们更看重财政刺激的原因。

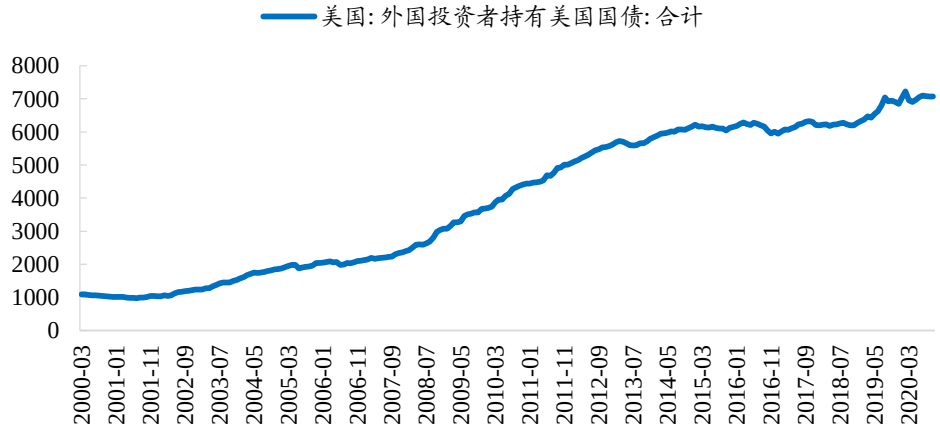
图1： 美国进出口和库存存在稳定关系



资料来源：Wind，新时代证券研究所

美国库存周期处于底部，消费恢复加上财政刺激，美国将开启补库存。但美国本身是消费国，需求扩张，自身供给不足，就会增加对中国等生产国的进口。生产国又会增加原材料进口，进而带动大宗商品价格上涨。生产国、原料国获取美元之后会购买美国国债，为美国财政刺激提供资金。最终，消费国、生产国、原料国实现全球大循环。

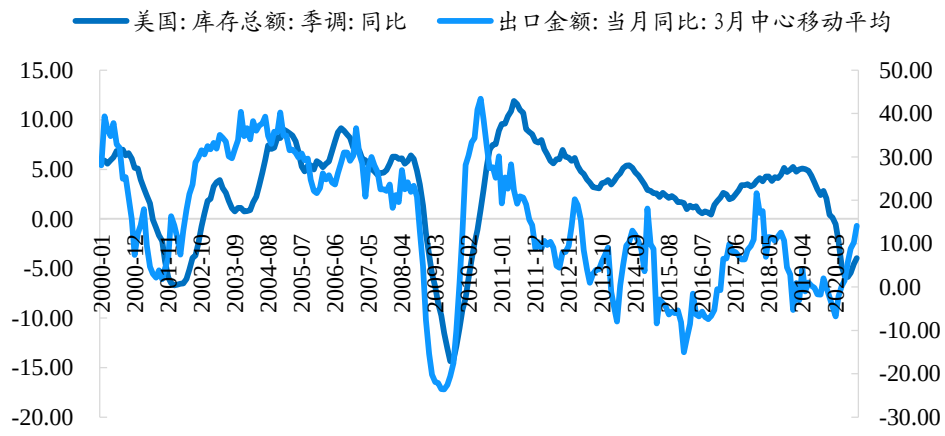
图2： 外国持有美债创新高



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2021 年中国将布局“十四五”规划，国内大循环、国内国际双循环是重要内容。国内大循环需要初始动力，初始动力一个是外需，另一个来自国内的刺激政策。经过 2020 年的政策刺激、外需拉动后，2021 年中国经济内生动力增强，这时外需再持续发力，中国国内大循环、国内国际双循环会运转得更好。

图3： 美国库存变动和中国出口增速关系稳定



资料来源：Wind，新时代证券研究所

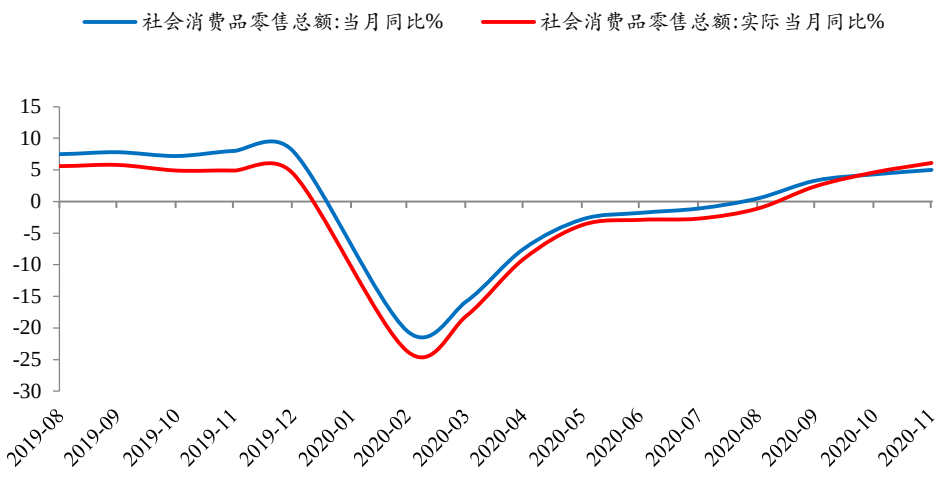
2、 国内循环内生动力增强

2021 年经济复苏进入第二阶段，在此前政策刺激、出口拉动下，居民的收入增速快于消费增速，经济好转，居民的消费倾向上升，居民支出有可能加快，与此同时，需求旺盛，企业盈利增速上升，生产经营预期改善，企业也将加大资本开支，这些都意味着经济内生动力增强，国内大循环动力充足。虽然在基数效应下，中国经济增速从 2021 年一季度逐级下降，但剔除基数效应后，经济可能也不差。

2.1、 收入支持消费扩张

1-11 月社会消费品零售总额同比下降 4.8%，增速低于上年同期的 8%。从单月来看，8 月社会消费品零售总额实现同比正增长，11 月增速达到 5%，距离疫情前水平还有“一步之遥”。

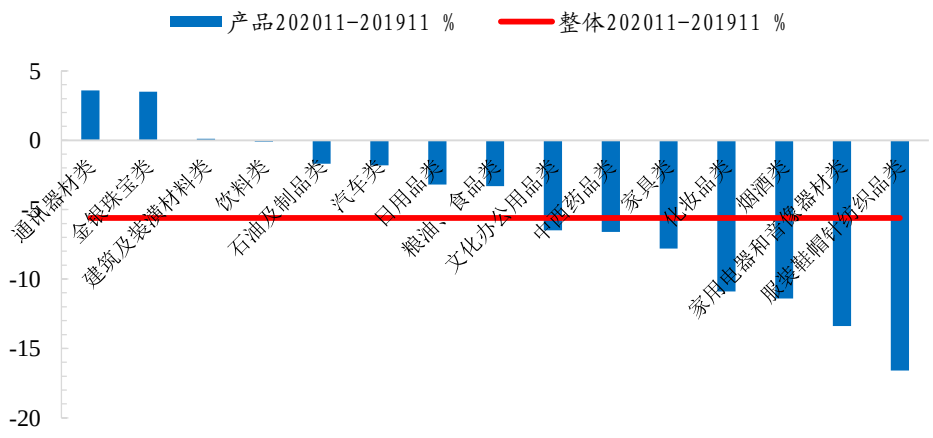
图4： 消费增速距离正常水平还有“一步之遥”



资料来源：Wind，新时代证券研究所

从结构上看，“宅经济”下的通讯器材、具有避险功能的金银珠宝，以及房地产链的建筑装潢材料，这三类累计消费增速已超过上年同期，食品饮料日用品类，以及政策支持下的汽车石油类消费增速和上年同期相比好于整体，而需要现场体验的服装类、电器类消费增速远低于上年同期，保持社交距离也使化妆品类消费需求下降。此外，餐饮、娱乐等服务业消费也严重拖累整体消费增速。

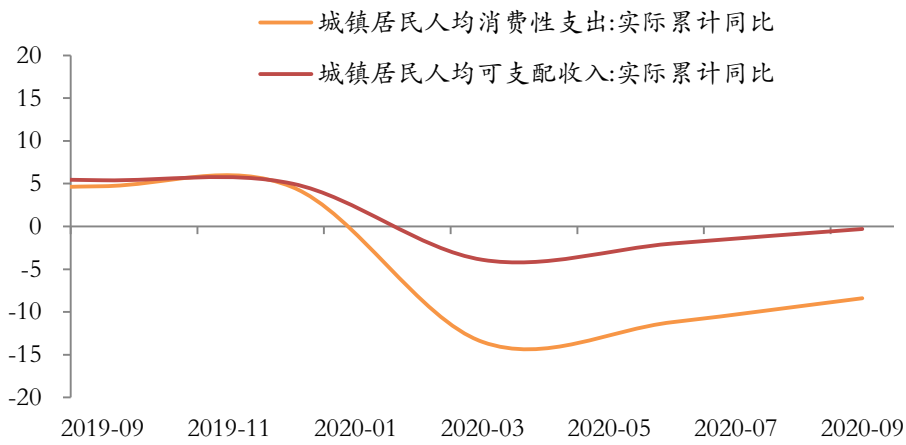
图5： 各类产品消费累计同比增速和上年同期之差



资料来源：Wind，新时代证券研究所

长期以来消费增速和收入增速相差不大，当前消费增速远远低于居民收入增速，消费修复具有内生动力。疫情带来的出行方式变化还会继续支撑汽车消费，扩大内需政策以及恐慌情绪消退，服务业等行业的消费可能加快修复，不过防疫常态化以及预防性储蓄可能继续抑制一些消费。

图6： 居民消费增速低于收入增速



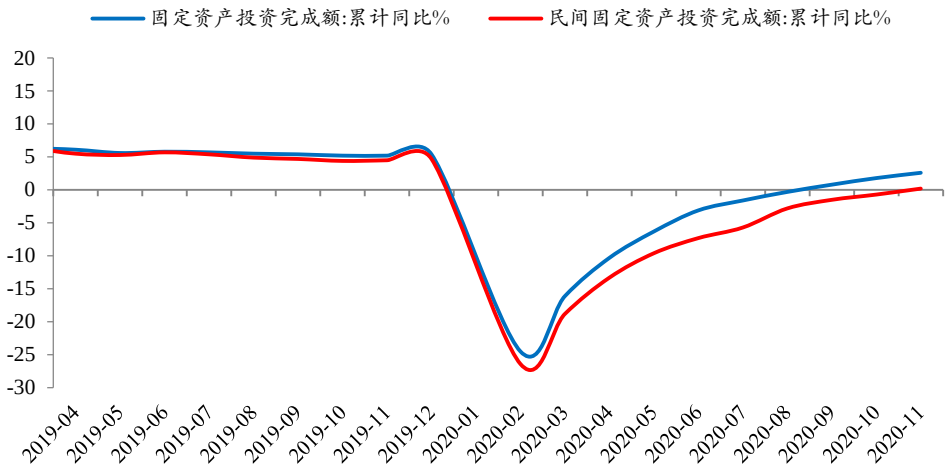
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、 资本开支脉冲

1-11 月固定资产投资累计同比增速为 2.6%，低于去年同期的 5.2%。其中房地产、基建、制造业投资累计同比增速分别为 6.8%、3.32%、-3.5%。疫情好转后，建筑业赶工加快，加上货币、信用政策宽松，房地产与基建单月增速已回到并超过正常水平。而制造业投资恢复地相对较慢。一方面，疫情前期企业盈利受到冲击，甚至一些企业破产倒闭。另一方面，疫情前期经济存在不确定性，企业投资比较谨

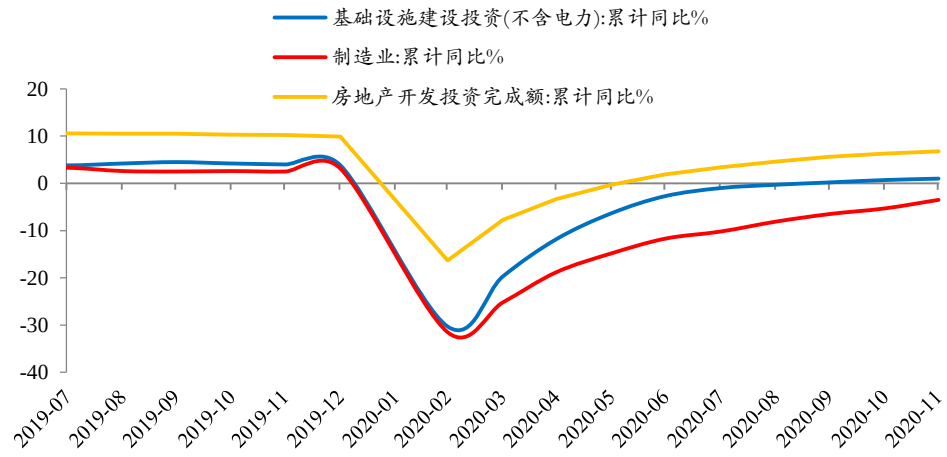
慎。

图7： 整体投资累计同比增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

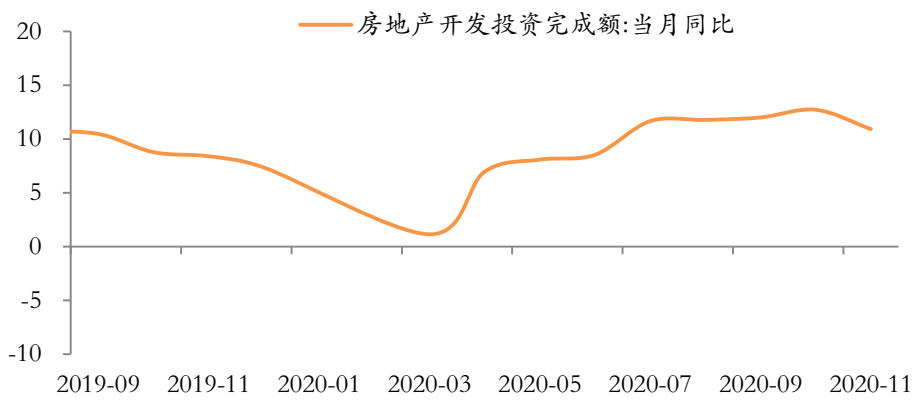
图8： 三大行业投资累计同比增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

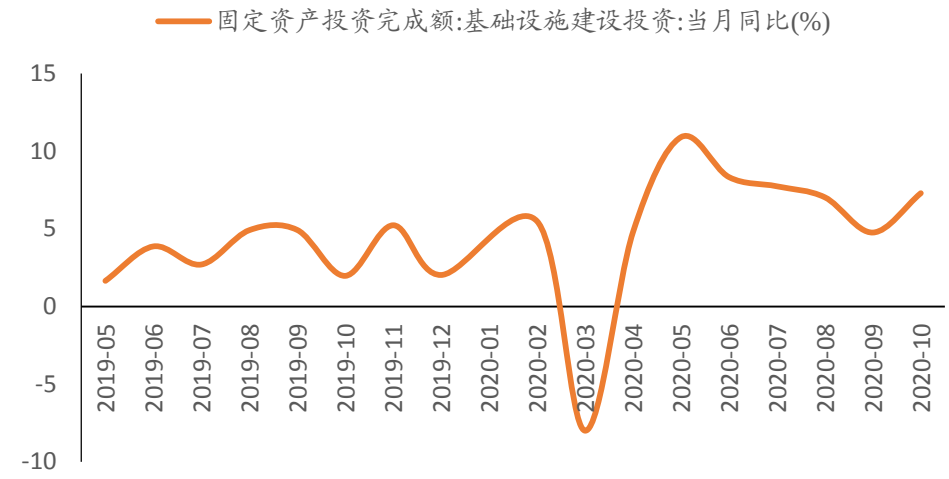
2021 年，整体经济不错，稳增长必要性下降，防风险重要性提升，同时跨周期调节思路下，为了为以后经济衰退留下政策空间，财政刺激力度会收缩，基建投资增速可能下滑。受制于财政收入，2020 下半年基建投资已现疲态。房地产调控有所收紧，但是前期房地产销售以及新开工支持下，未来房地产投资增速可能不会太差。

图9： 单月房地产投资同比增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

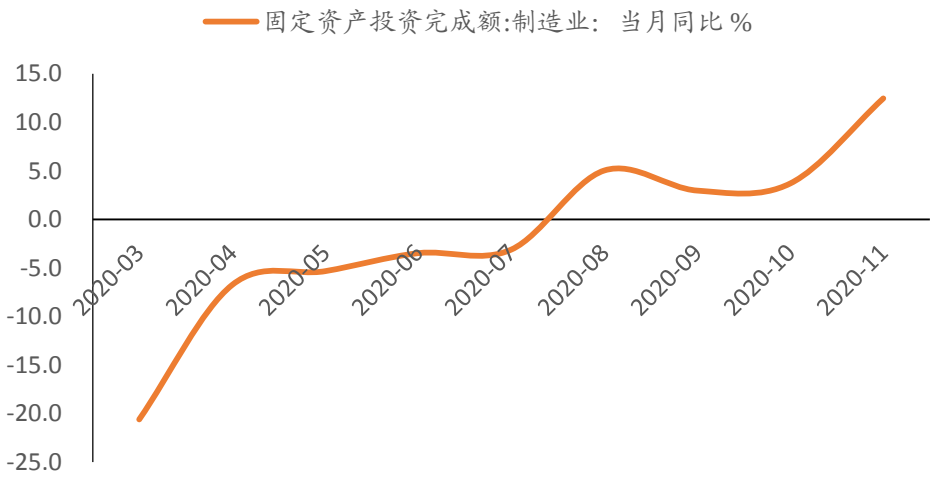
图10： 单月基建投资同比增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

出口不错，房地产投资旺盛，基建投资尚可，消费修复，企业盈利持续改善，产能利用率处于高位，与此同时，企业活化资金，M1 增速上升，一些行业开启资本开支周期，这是中国经济内生动力增强的另一重要标志。2020 年 11 月制造业同比增速回升至 12.5%，未必 2021 年单月制造业投资增速都能维持较高水平，但全年制造业同比增速应该会上一个台阶。从长期来看，中国潜在经济增速下滑是比较肯定的，制造业比较难像 1980、1990、2000 年代那样开启大的长期的资本开支周期，但 2021 年出现资本开支脉冲是比较确定的。

图11： 单月制造业投资同比增速

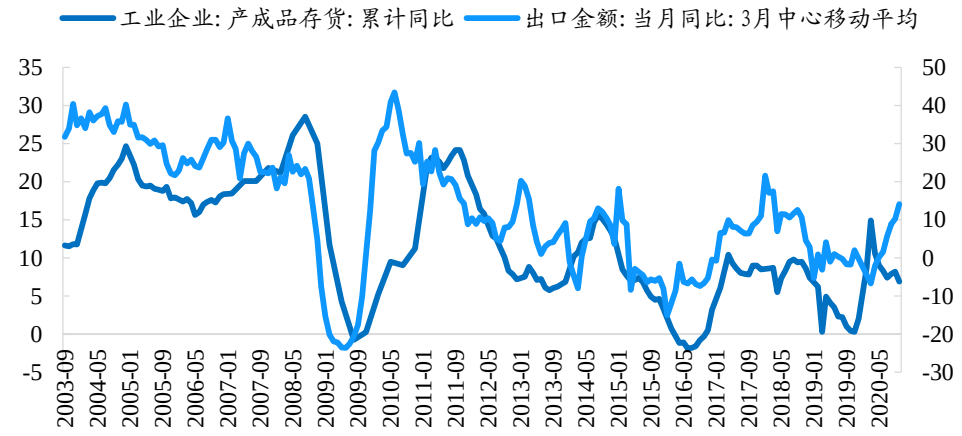


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.3、 补库存加大需求斜率

库存周期是需求的滞后变量，但它同时是需求的加速器，影响需求的斜率。工业企业数据库存、PMI 数据库存处于低位，一旦需求条件满足，企业将开启补库存。第一，出口从生产替代转换到需求拉动，从而保持韧性。第二，消费加快修复。第三，房地产投资保持韧性，基建投资不会断崖式下滑，制造业资本开支脉冲。总体来看，企业经营预期有望继续改善，补库存将拉升需求恢复的斜率。补库存的持续时间，不仅受国内需求影响，还和美国财政刺激的节奏有关，这通过出口、PPI 影响中国企业库存。

图12： 出口是补库存的一大动力



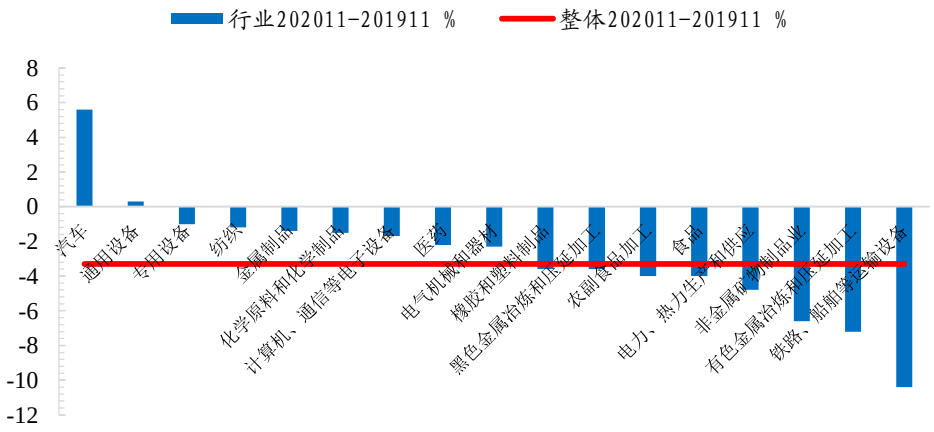
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.4、 工业生产稳定，服务业扩张

疫情发生后，工业生产快速衰退，2 月工业增加值同比下降 25.9%，但此后在

满足防疫条件下，加上货币宽松、信用扩张支持，工业生产率先修复，11 月工业增加值同比增速达到 7%，制造业增加值同比增速更是达到 7.7%，均超过疫情前水平。从结构上看，和需求对应，四大板块生产增速较高，分别是防疫相关、汽车相关、房地产基建相关、出口相关。2020 年 11 月累计同比增速减去 2019 年 11 月累计同比增速，超过工业整体的行业有汽车、通用设备、专用设备、纺织、金属制品、化学原料和化学制品、计算机、通信和其他电子设备、医药、电气机械和器材。

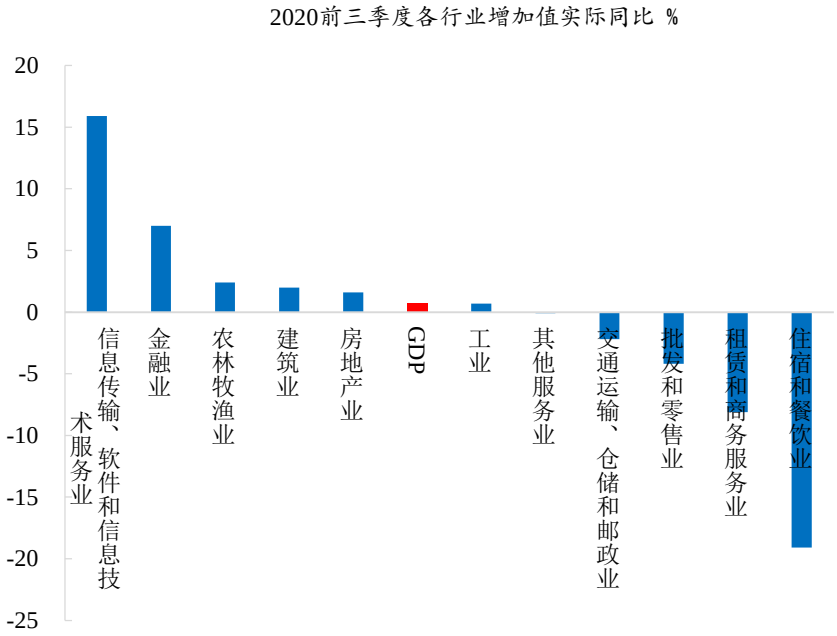
图13： 各行业工业增加值累计实际同比增速和上年同期之差



资料来源：Wind，新时代证券研究所

受疫情影响较大的餐饮、旅游、娱乐、运输等服务业生产拖累了 GDP 增速，而金融、信息服务业受影响较少，前三季度实际生产增速较高，分别为 7%、15.9%。

图14： 各行业增加值累计实际同比

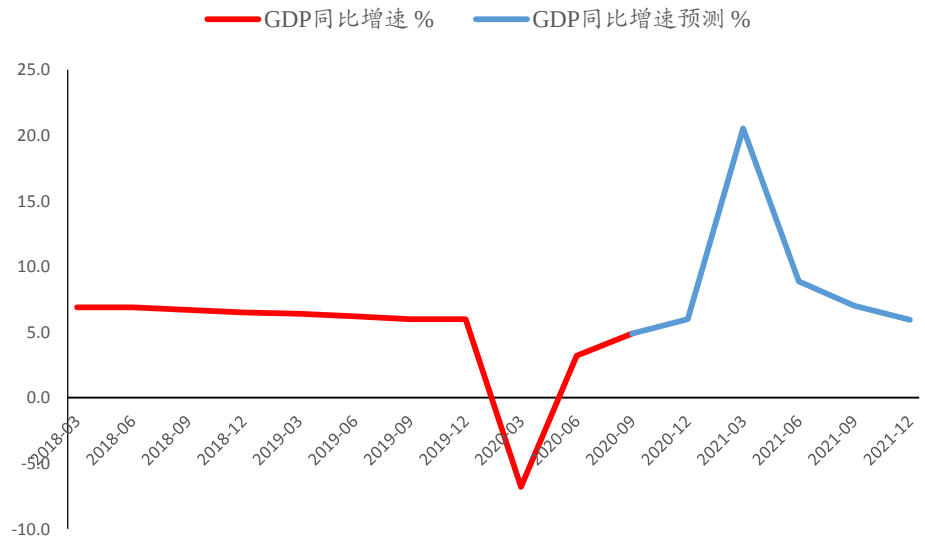


资料来源：Wind，新时代证券研究所

2020 年四季度实际经济增速可能超过潜在经济增速，2021 年刺激政策缓慢退出，实际经济增速可能向潜在水平收敛。但是由于外需不错、内生动力增强，工业

生产可能保持稳定，服务业加快扩张，最终剔除基数效应后，整体经济表现可能好于预期。

图15： 2021 年 GDP 同比增速预测



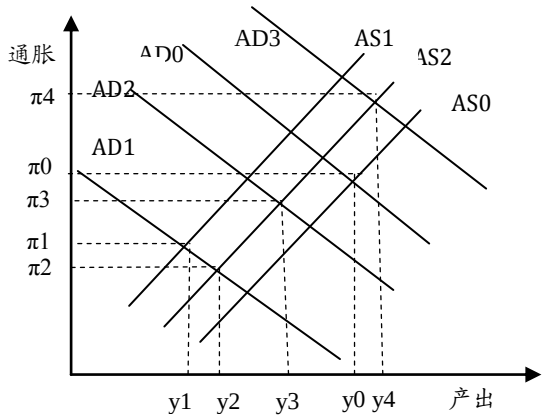
资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、 需求扩张叠加供给冲击下的通胀

我们之所以关心通胀，是因为通货膨胀涉及供给和需求，是宏观经济的核心变量，最能反映经济周期的位置，也会对货币政策，以及企业盈利、资产价格产生重要影响。

疫情对通胀的影响可以分为五个阶段。第一阶段，疫情发生之后，供给收缩，供给曲线左移，但是这并不意味着通胀上升，因为需求曲线左移的程度大于供给曲线，最终通货膨胀下降、产出下降，坐标为（π1，y1）。虽然疫情发生后货币宽松紧急宽松，但是疫情导致经济活动冷却，货币流动速度下降，总需求曲线并没有右移，也没有发生通货膨胀。第二阶段，随着疫情逐渐得到控制，供给能力先回复，产出上升，通货膨胀进一步下降，但下降幅度放缓，坐标为（π2，y2）。第三阶段，需求紧接着活跃起来，货币流通速度加快，通胀预期也会上升，总需求曲线右移，最终通货膨胀上升、产出增加，坐标为（π3，y3）。第四阶段，由于刺激政策的滞后性、经济主体的盲目乐观，以及经济的内生动能增强，需求从 AD1 恢复到 AD0 后，会继续右移到达 AD3，这样产出和通胀都可能超过原来的水平（π0，y0），达到（π4，y4）。第五阶段，随着政策收紧，需求曲线可能重新右移，通胀、产出最终稳定在（π3，y3）附近。

图16： 疫情对通货膨胀的影响



资料来源：新时代证券研究所

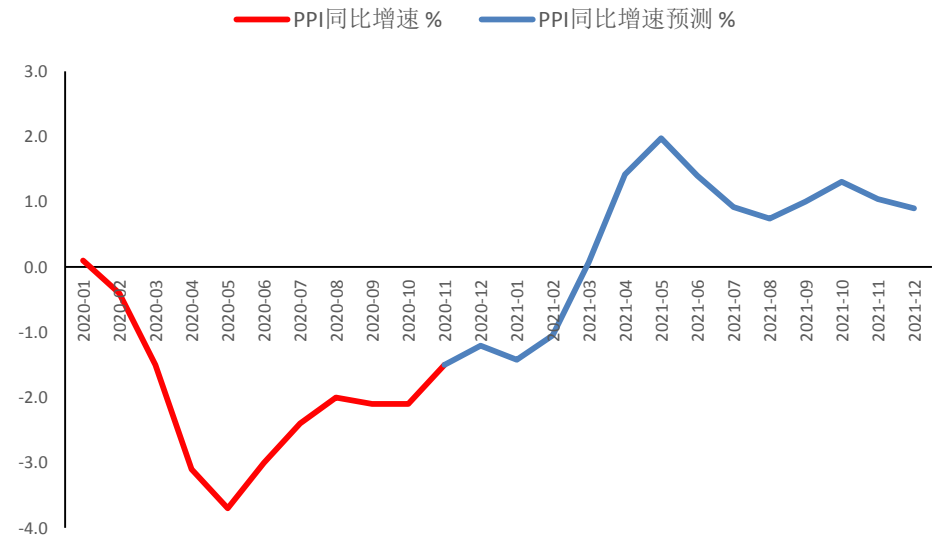
2020 年四季度产出缺口可能已经为正，这不仅体现在需求扩张方面，还有潜在经济增速下滑的原因。一般认为潜在经济增速是稳定的，但疫情增加了经济摩擦，对供给能力产生长期负面影响。2019 年潜在经济增速在 6%附近，那么 2020 年四季度、2021 全年潜在经济增速可能是低于 6%的。

既然四季度产出缺口可能为正，那么 PPI 同比增速为什么没有转正？这可能是因为油价同比仍为大幅负增长，为经济带来良性供给冲击。油价比较难判断，即使不考虑油价变化，刺激政策的滞后性以及 2021 年外需不错、内生动力增强，预计 2021 年一季度 PPI 增速转正。此后，在低基数效应作用下 PPI 增速将继续上升，并在 2021 年中达到顶点，然后逐渐下降。2021 年海外经济修复，大宗商品价格上升，这会使供给曲线左移，PPI 增速可能高于预测值。

高基数效应及猪肉价格环比下降影响下，2020 年的 CPI 同比增速趋势性下滑，并在 11 月降至-0.5%。预计在 2021 年 1 月 CPI 同比增速降至最低点-1%附近，此后在需求影响下逐渐回升。

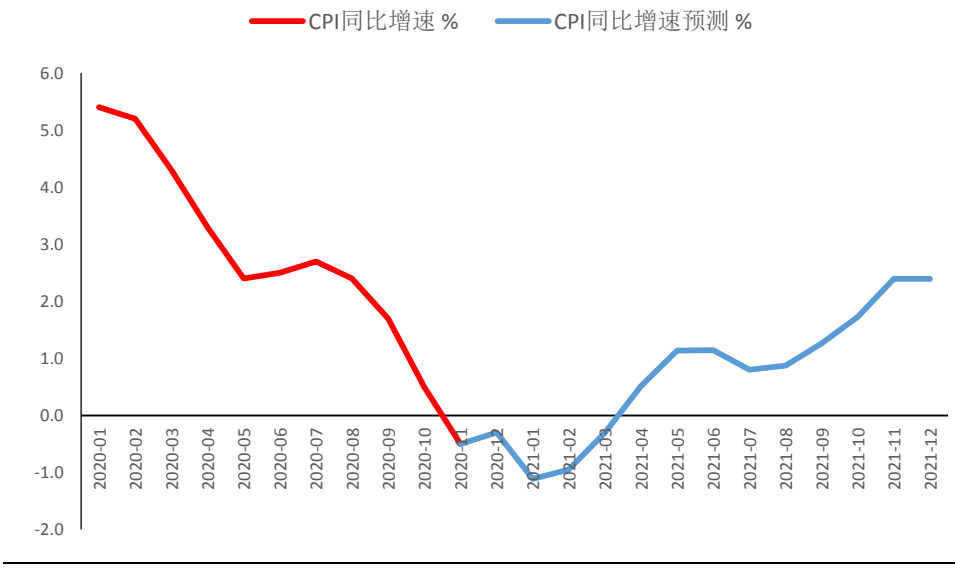
不管是 PPI 增速，还是 CPI 增速，都比较温和，这有利于企业利润增速的回升，同时也不会影响货币政策。2021 年政策将更多地由经济决定，进入政策周期的收紧阶段。

图17： PPI 同比增速预测



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图18： CPI 同比增速预测

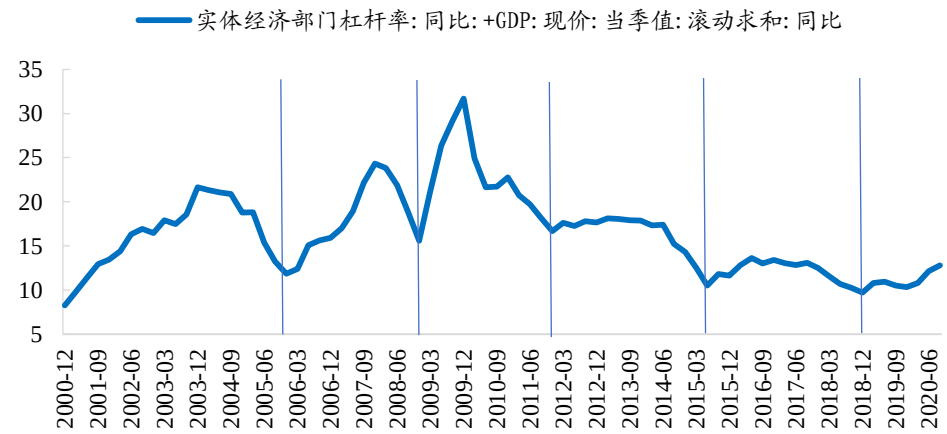


资料来源：Wind，新时代证券研究所

4、 政策周期的收紧阶段

中国存在明显的政策周期，周期长度为 3.5 年左右。第一年，经济不好，货币、信用、监管政策放松，刺激经济增长。第二年，经济好转，政策收紧，一是为了防范风险，二是为了跨周期调节，珍惜政策空间。第三年，政策收紧，经济下滑。经济下滑时，政策不会马上大幅宽松，只有待无法忍受时才再次宽松。第三年政策可能微调，小幅宽松，但大幅宽松可能要等到第四年，也就是周期的第一年。

图19： 中国债务周期明显



资料来源：Wind，新时代证券研究所

这轮债务周期实际上从 2018 年末就开始向上了，受疫情影响，2020 年进一步向上。2021 年经济复苏进入第二阶段，内生动力增强，这为政策回归常态提供了良好环境。中央经济工作会议指出，2021 年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。这有两方面理解：一方面为了政策的可持续性，政策会回归正常化，以便跨周期调节，为未来留下政策空间；另一方面，政策的退出是缓慢的，政策要保持连续性、稳定性，另外，之所以这样说，还有预期管理的目的。整体来看，政策可能是“货币稳定、信用收缩、监管加强”。货币市场利率自 2020 年 5 月已上升，2021 年货币政策更多地是保持资金价格稳定，但地方专项债或缩小到 3 万亿元以内、特别国债不再发行，官方赤字率下滑至 3%以下，实际赤字率也大幅下滑，加之金融监管加强，信用收缩难以避免。

由于 2021 上半年经济同比增速比较高，政府对下半年经济增速下滑具有一定的容忍度。中国债券利率是货币政策驱动的，债券市场需要静等机会，看到切实的货币宽松再行动。对于企业而言，由于经济内生动机的增强，利润增速拐点滞后于债务周期拐点。利润增速和债务周期的错位蕴含着板块轮动。

5、 久期视角下的股市板块轮动

灾难等临时冲击会通过现金流风险、贴现率风险等渠道影响不同久期的股票收益率。短久期股价对现金流风险比较敏感，长久期股价对贴现率风险比较敏感。我们分四个阶段来分析。

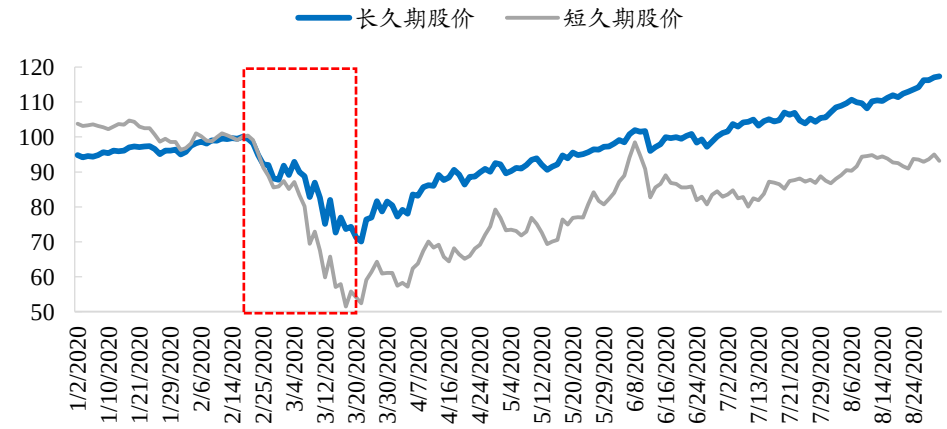
表1： 久期视角下的板块轮动

经济阶段	风险变化	价值股价	成长股价	价值/成长
灾难发生，经济衰退	现金流风险上升，贴现率风险上升	大幅下降	大幅下降	下降
经济衰退，货币宽松	现金流风险上升，贴现率风险下降	小幅下降	大幅上升	下降
经济修复，货币不变	现金流风险下降，贴现率风险下降	大幅上升	小幅上升	上升
经济、政策均回到常态	现金流风险下降，贴现率风险上升	小幅上升	小幅下降	上升

资料来源：新时代证券研究所

第一阶段，灾难发生，经济衰退。一方面近期的现金流风险增加，短久期板块的股价快速下跌，而短期冲击对长久期板块负面影响比较小。另一方面，风险溢价上升，贴现率风险也增加，更不利于长久期板块。最终，长久期、短久期板块股价都会大幅下跌，但短久期股价的下跌幅度会更大一些，疫情发生后的全球股市基本上都是如此。

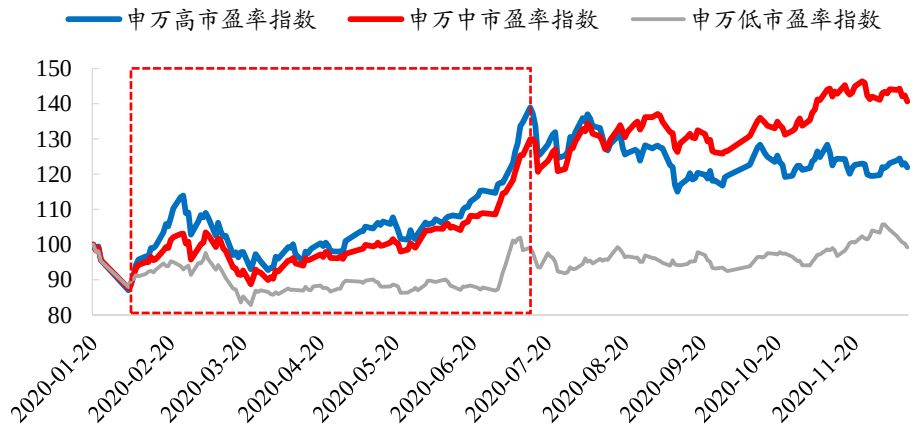
图20： 灾难发生时美国长久期股价下跌弱于短久期



资料来源：Fed，新时代证券研究所

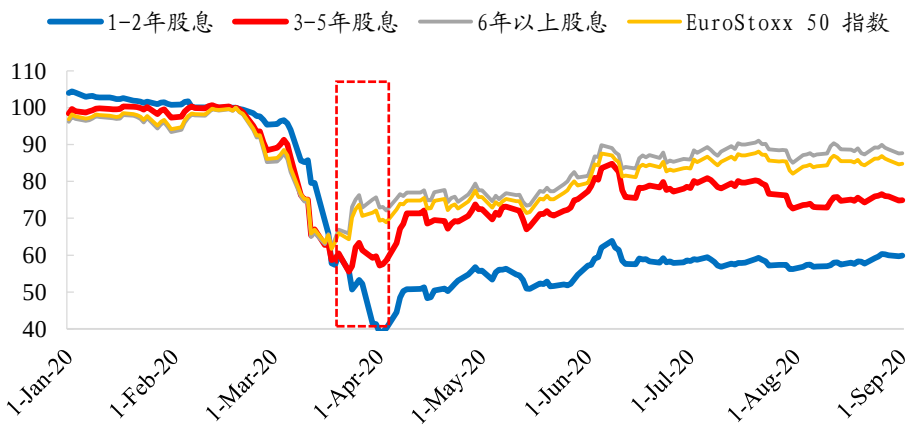
第二阶段，货币宽松但经济尚未修复。虽然现金流风险尚未缓解，但是货币宽松下，贴现率风险大幅下降。对于这次疫情来说，长久期股价先于短久期股价恢复，除了贴现率风险率先缓解外，一些新经济企业受益于疫情，现金流风险并没有增加，反而有所下降。对短久期股价而言，此阶段现金流风险仍可能占主导，股价可能继续下跌，但也可能止跌回升。这一阶段中美股市的短久期、长久期股价方向上的差异不太明显，但是欧洲、日本股市长久期股价已经回升，而短久期股价继续下跌。

图21： 货币宽松下 A 股长久期股价快速回升



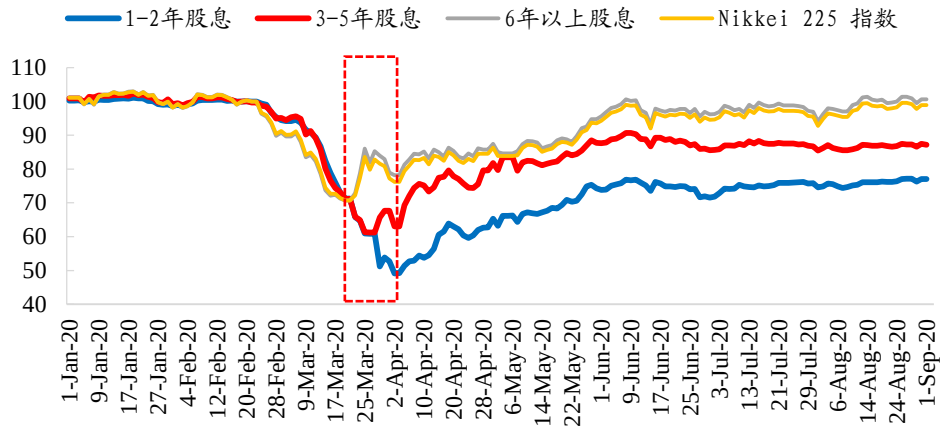
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图22： 货币宽松下欧股长期股息回升但短期股息继续下跌



资料来源：Fed，新时代证券研究所

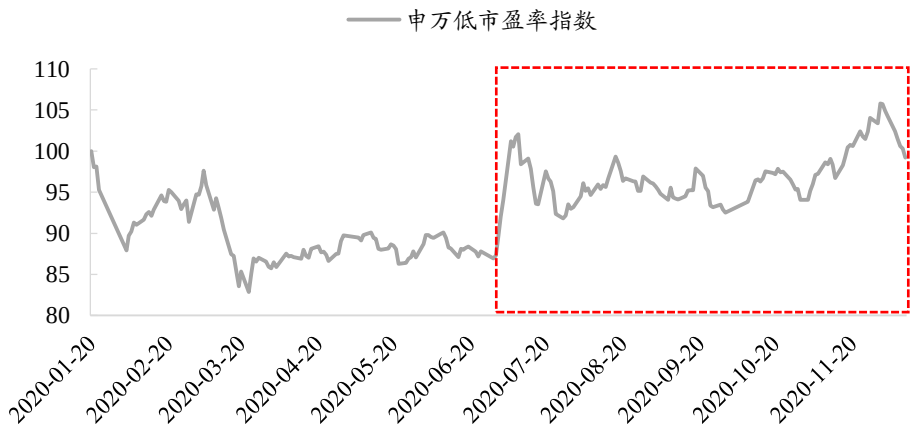
图23： 货币宽松下日股长期股息回升但短期股息继续下跌



资料来源：Fed，新时代证券研究所

第三阶段，灾难影响减弱，经济开始修复。此时现金流风险缓解，特别是短久期股票现金流风险溢价下降快于长久期股票。货币政策停止宽松，但是现金流改善带来的风险偏好上升，会降低贴现率风险，这对长久期股票更有利，但是强度弱于第二阶段。此时，现金流风险起主导作用，短久期股价上升幅度大于长久期股价。

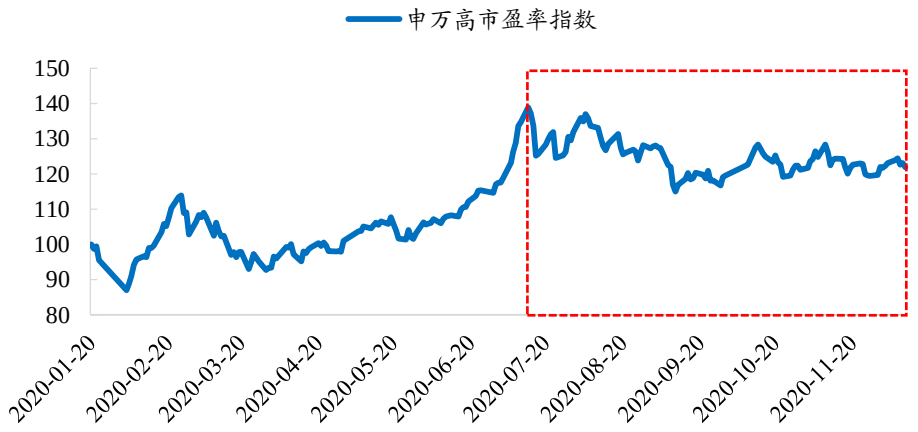
图24： 随着经济修复，短久期 A 股股价大幅上升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

第四阶段，经济、货币政策均恢复至常态。现金流增速恢复至常态，现金流风险继续下降，对短久期股价拉升强于长久期。由于货币政策回归常态，贴现率风险再次上升，对短久期股价的抑制要弱于长久期。最终，短久期股价小幅上升，长久期股价可能小幅下跌。

图25： 利率上升之后长久期 A 股股价开始调整



资料来源：Wind，新时代证券研究所

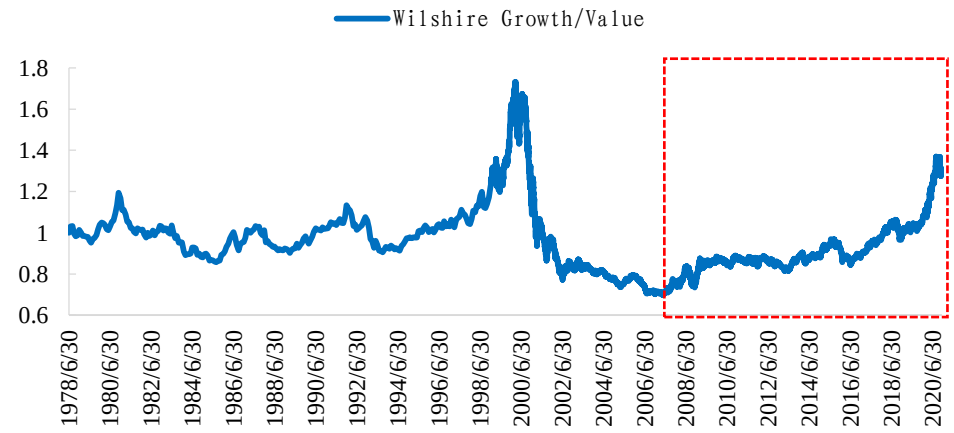
以上是典型情况，现实往往略有不同。待经济、货币政策均恢复至常态，资产定价又回到长期逻辑。之所以 2007 年以后，美国成长股表现好于价值股，根本原因在于新经济垄断租金的增强，以及利率下滑（这也部分因为新经济）。风险在于成长股与价值股的 PE 之差已经接近互联网泡沫时期的水平，这可能反映了市场对成长股盈利的信心。

中国和美国的政治制度、经济结构有所不同，不能完全复制美国经验。第一，中国的政治制度要求我们未来更加注重公平，缩小贫富差距。整体上，经济增速下

滑、资本回报率稳定或上升、贫富差距缩小之间存在“不可能三角”。这就意味着中国资本市场更加注重结构机会。美国是经济增速下滑的同时，资本收入份额上升、贫富差距扩大，这才保障了资本回报率的稳定。第二，中国新经济弱于美国。美国新经济快速发展不仅得益于自身研发实力强，还有行业管制放松的因素。美国新经济发展的直接后果是贫富差距扩大，这警示了中国，中国开始加强对垄断资本的遏制。再加上中国研发能力仍弱于美国，长久期企业仍具有较大风险。第三，美国贴现利率下滑部分是由于垄断、新经济导致的投资需求下滑以及储蓄率上升，中国尚未完全完成利率市场化，中国利率决定因素更复杂，未来利率下滑是个曲折过程。

当然，中国长久期股票相比短久期仍具有优势。虽然近几年美国长久期股票好于短久期股票，但是得益于市场集中度的提升，美国短久期股票估值也在不断上升，表现没有那么差。然而，中国经济并未完成真正意义的出清，中国短久期股票表现弱于美国短久期股票。

图26： 2007 年之后成长股表现好于价值股



资料来源：Federal Reserve Bank of St. Louis，新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

刘娟秀，宏观团队负责人，首席宏观分析师，英国格拉斯哥大学经济学博士，多年国际、国内宏观经济研究工作经验，先后就职于光大证券、中国银河证券研究部，任宏观分析师。

邢曙光，资深宏观分析师，厦门大学经济学博士，北京大学经济学博士后，丹麦哥本哈根大学访问学者，曾任北京大学经济研究所助理研究员，2018 年加入新时代证券研究所。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖 销售总监**
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	**吕莜琪 销售总监**
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	**吴林蔓 销售总监**
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室 邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/