英大证券

积极管理风险 应对市场挑战

2020 年 4 季度宏观经济展望：冬季独上高楼

报告日期：2020年10月11日

胡研宏 英大证券 宏观研究员
执业证书编号 ： S0990113110017
联系电话：188 2526 9825（微信同）
联系邮件：huyanhongydsc@foxmail.com

报告观点

- **GDP 增速来看**，3 季度 GDP 增长靓丽，4 季度预好。中国一枝独秀，其他国家尚弱。
- **物价**方面，工业品上对原油价格影响比较负面，而产油国的困难也十分显著，那就是财政压力很大，增产动机十分强烈，迫于当前的局面可谓进退两难。产业链的不同产品都在某种程度上形成了相对独立的供需局面，供应方大体都具有较强的定价能力，从某种程度上来说，比原油更强一些。部分商品库存过高则表现的比原油差许多。
- **消费品方面**，与房地产关联密切的家电消费，家具消费，建筑装潢，汽车消费较差，除此外就是耐用品服装鞋帽纺织品消费较差。
- **制造业情况**，中国 PMI 预计在 4 季度见顶，2021 年 1 季度开始快速放缓。
- **房地产展望弱。**住宅销售面积下降 2.5%，办公楼销售面积下降 19.5%，商业营业用房销售面积下降 17.0%。
- **就业好转尚弱**，企业当前的经营策略依然相对保守，以应对不确定的经济前景，扩张性招聘行为可能仍然渺茫，结构性的招聘可能会偶尔带动数据转好，但暂时很难看到持续的就业改善数据。
- **财政收入预计增速放缓，财政政策空间受限**。
- **货币政策进一步收紧**，以为未来不确定性留下政策弹性空间。
- **投资品关注**：农产品投资机会肉类和饲料（猪肉、鸡肉股、饲料股）。

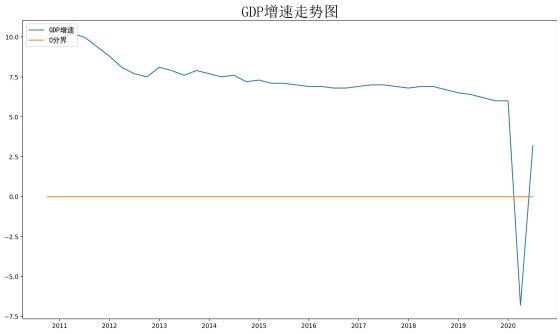
主要事实

1. 全球疫情尚未结束——美洲、非洲、印度不容乐观。
2. 中美冲突分裂下的互相独立需求与事实上难舍难分之间的长期摩擦风险。
3. 中国潜在增长率持续下降，科技转型非一日之功。

报告有效期：3 个月

一、3 季度 GDP 增长靓丽，4 季度预好

当前中国经济增长平稳，增长率已经快速反弹。3 季度，我国 GDP 预计为 258300 亿元，按不变价格计算，比上年同期增长 5%，经济增速实现由负转正，且快速恢复，经济整体呈现快速回升态势，预计 4 季度经济数据依然较为靓丽。经济数据的稳定得益于几个方面:其一，疫情的有效控制，生产得以稳定恢复；其二，境外疫情的控制相对落后，从而生产相对不足，进而对中国的商品需求增加，刺激了中国的出口增长；其三，中国的货币财政政策积极调整，并结合中国的经济状态予以稳定支撑。



数据来源：英大证券研究所，WIND

从当前的情况来看，未来宏观政策仍然会以不出系统性风险为最低要求，政策的后疫情时代的平滑过渡为中期要求，经济的积极转型和就业增长物价稳定为长期要求。积极妥善处理金融灰犀牛风险，为消费助力经济提供更多空间，进一步促进双循环经济的有效运行，汇率上相对稳定，进一步扩大人民币国际化的规模，为资本、产能走出去提供更多稳定预期。GDP 增长主要由土地、资本、人力、科技禀赋构成。随着人口增长放缓，城镇化（土地因子）水平提高，经济的增长会逐渐放缓，而资本的充裕与否对前两者影响甚大。资本充裕可以进一步挖掘土地和人口的潜力；资本贫乏，二者对增长的贡献受到抑制，譬如中国改革开放之初。人口、资本和土地都相对成熟的情况下，技术显得更为重要，这就是当下中国所面临的发展阶段。经济的增长空间更加依赖技术革命和产业升级拓展。中国经济的潜在增长率天花板需要靠技术实力来提高。

对 GDP 的季度增速走势可以看出，中国经济增长经历了起飞阶段，高速平稳扩张阶段，次贷危机期间冲击下快速反弹。随着经济的成熟，产业链的稳定，经济潜在增长空间再次下降，经济资源配置水平提高，也带来了资源价格的普遍上涨，从另一个角度看，成本因素成为经济继续扩张的牵制力量。经济增速的下滑，迫使企业重新选择赛道或者改变经营方式谋求转型发展。企业行为是宏观经济总体的基

本单元。新常态下，居民、企业社会的财政预算约束成为经济波动的基本前提。经济增速下滑，一方面意味着经济表现下行，增长没那么快了。对于政府，财政收入增速会快速下滑；企业的利润空间整体下滑，行业内部竞争持续加剧，企业间的媒体争斗，技术竞赛会显得尤为突出；居民部门总收入增速开始下降，消费的潜在增速也会随之下降。

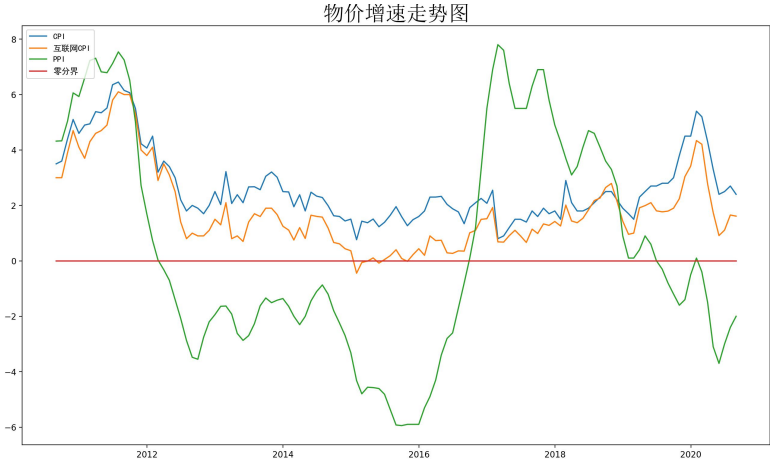
预计 4 季度 GDP 增速会回归潜在增长区间，我们预计 4 季度的 GDP 增速在 4-5%之间。如果欧美因为疫情导致生产疲软，那么四季度可能会因为西方传统节日需求，对中国的出口有更好的支撑，数据叠加内外需求的增长，超预期的可能性仍然存在。从这个意义上来说，4 季度的最大变量是政策收紧的风险，非政策性的经济因素较为乐观。

二、工业供需疲软，农业刚需挺价

工业品物价主要看原油，原油看欧佩克成员国财政状况，目前看变数增大。欧美的疫情控制并未有好转，且欧洲新冠病例再创新高，对欧美的经济造成持续不利的打压，进而在**工业品上对原油价格影响比较负面，而产油国的困难也十分显著，那就是财政压力很大，增产动机十分强烈，迫于当前的局面可谓进退两难**。我们预计随着疫苗试验的确定性增大，疫情对西方国家的经济消费影响，以及主要资源品生产国影响下降，届时需求的回升将会增加生产的信心，从而带来非中国地区经济真正反弹，希望这些负面影响不会撑破当前的各国财政腾挪空间。中国本土能源主要看煤炭，得益于经济恢复，电力、钢铁行业运行相对稳健，尤其电力需求增长超出市场预期。从用电看，今年 1—8 月全国全社会用电量同比增长 4.5%。其中，一产、二产、三产和居民生活用电量同比分别增长 4.6%、3.0%、8.8%和 6.8%，三产和居民生活用电继续保持较快增长。分地区看，全国 28 个省（区、市）用电正增长，其中内蒙古、广西、海南、西藏 4 个省（区）实现 10%以上两位数增长。8 月份，全社会用电量同比增长 3.6%，增速比上月回升 0.9 个百分点。据国家统计局数据，1-8 月全国生铁、粗钢、钢材产量分别为 58940 万吨、68889 万吨和 84469 万吨，同比分别增长 3.4%、3.7%和 4.8%。

食品价格主要看肉蛋白，即猪肉鸡肉价格。目前看动物蛋白缺口将持续，食品绝对价格高位仍将持续，施压可支配收入。其次看植物蛋白，一方面是动物蛋白的饲料，主要为转基因大豆，另一方面为非转基因蛋白供应，为国产大豆和俄罗斯乌克兰大豆。**目前，美国大豆价格持续上涨，在巴西大豆销售殆尽之际，美豆价格居高不下，都在期待中美贸易协议的加持。美股农产品价格整体表现均相对强劲**。

物价增速走势图



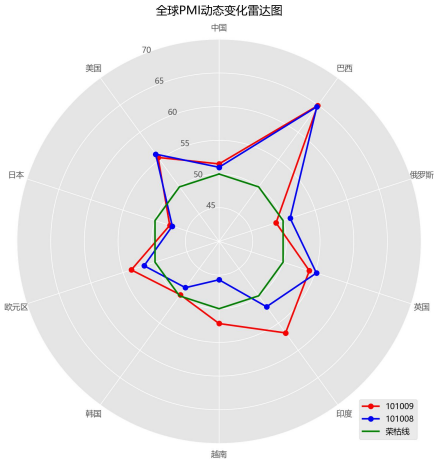
数据来源：英大证券研究所，WIND

讨论量供需对价格影响情况，以及季节性，假日性影响讨论食品价格尤其是猪肉价格开始下滑，鸡肉价格相对便宜，对 CPI 的整体运行起到抑制作用不过猪肉存栏距离恢复正常依然较远。猪肉供需缺口将会持续，预计还将持续到 2021 年下半年。今年截至目前的猪肉价格下滑是边际改善以及鸡肉价格大跌，外加季节性需求下降的 3 重因素所致，并非趋势性价格下跌的真正拐点。1—8 月，全国居民消费价格比去年同期上涨 3.5%。8 月份，全国居民消费价格同比上涨 2.4%。其中，城市上涨 2.1%，农村上涨 3.2%；食品价格上涨 11.2%，非食品价格上涨 0.1%；消费品价格上涨 3.9%，服务价格下降 0.1%。预计未来 CPI 消费品同比上涨可能再次抬头。

工业品价格在中国疫情结束后获得大幅度的反弹，只有原油产业链相对疲弱，而且是产业链近端的产品跌幅较大，远端的化工产品甚至没有下跌。不确定性的增加，导致整个产业链的自发性减产已经让原油价格的传导能力大大下降。**产业链的不同产品都在某种程度上形成了相对独立的供需局面，供应方大体都具有较强的定价能力，从某种程度上来说，比原油更强一些。部分商品库存过高则表现的比原油差许多**。黑色工业品价格强硬，作为钢铁的原料铁矿石更是因为疫情创近年新高。国外疫情对商业活动产生了较为显著的影响，尤其是跨国境商旅和旅游活动大幅减少。进出口物资贸易效率下降，诸多国家的物价开始快速上涨。3 季度这一情况仍然没有多大好转。1—8 月平均，工业生产者出厂价格比去年同期下降 2.0%，工业生产者购进价格下降 2.7%。8 月份，全国工业生产者出厂价格同比下降 2.0%，环比上涨 0.3%；工业生产者购进价格同比下降 2.5%，环比上涨 0.6%。预计 4 季度工业品价格仍然保持震荡的状态继续运行。

三、全球制造业扩张动能 4 季度可能结束

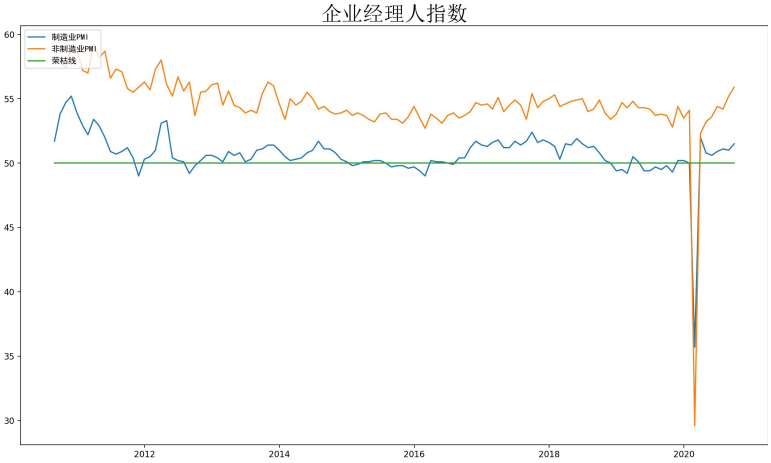
全球经济 PMI 雷达图扩张。从雷达图在于荣枯线以下逐渐向着荣枯线复苏。其中日本、韩国、俄罗斯位于荣枯线以下（俄罗斯是原油影响较大，原油价格在 8-9 月有一个下挫）。其他国家均处于扩张区间，其中巴西、印度、欧元区、中国扩张加快，越南从收缩进入扩张区间。我们此前判断：中国恢复后，其他国家会陆续扩张，并且再次提升中国经济的复苏水平，全球疫情后反弹的整体结束时间会在 4 季度，最晚在 2021 年 1 季度也会全部结束。当前我们面临的全球经济背景，总需求的萎缩事实存在的，短期无法恢复 2019 年，乃至于更早时期的水平。



数据来源：WIND

我们此前的报告（《20200605-经济复苏边际空间——国内下降，国外犹存》）对经济有两个情景展望，基于疫情影响的先后顺序以及疫情控制的先后顺序对经济复工的影响：*情景 1：预计中国 6 月份 PMI 进一步上升，但留给 3 季度的上升空间已经很小，经济的压力将在未来逐渐显现，当前的预期改善的经济氛围将逐渐被替代。**情景 2：全球经济（非中国地区）从泥潭中走出来，逐渐恢复扩张，那么预计扩张将持续 2-3 个月，那么这种全球性影响会继续带动中国经济再上行一段时间。预计中国的 PMI 水平最晚可能在 9-10 月见顶。**综合来看，中国的经济恢复性扩张仍然有 3 个月左右的空间，最晚预计在四季度扩张结束。基于一个疲软的全球经济环境，我们提醒投资者关注全球总需求萎缩永久性特点，供应很快会超过需求的复苏，部分资产价格再次下跌可能很快就会到来。*

目前经济比 6 月初的判断，确实好一些，但总的结论大幅修正的必要性不大。经过重新评估，我们考虑维持 4 季度见顶的大概率判断，但月份上放松估计，未来有更多经济数据支撑更为确定性判断的时候，我们会及时更新报告与投资者进行更为详细的交流。



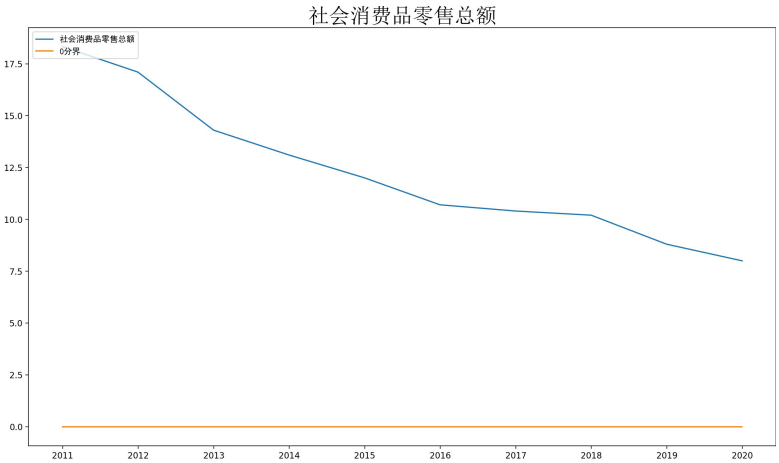
数据来源：英大证券研究所，WIND

制造业生产持续扩张，供需两端持续扩张。9 月份，制造业 PMI 为 51.5%，在调查的 21 个行业中，有 17 个行业 PMI 位于临界点以上，制造业景气面较上月有所扩大。供需两端同步回升。随着供需持续恢复和传统生产旺季的来临，企业采购意愿增强，市场活跃度有所提升，生产指数和新订单指数为 54.0%和 52.8%，分别高于上月 0.5 和 0.8 个百分点。从行业情况看，食品及酒饮料精制茶、通用设备、专用设备、计算机通信电子设备等制造业生产指数和新订单指数均位于 55.0%以上，且均高于上月。进出口指数升至临界点以上。随着一系列稳外贸政策不断落地生效，加之国际市场需求局部回暖，制造业进出口进一步改善，本月新出口订单指数和进口指数为 50.8%和 50.4%，分别高于上月 1.7 和 1.4 个百分点，今年以来首次升至荣枯线以上。部分重点行业景气回升加快。高技术制造业和装备制造业 PMI 为 54.5%和 53.0%，分别高于上月 1.7 和 0.3 个百分点，产业升级步伐加快，新动能带动作用有所增强。另外，随着国庆、中秋双节临近，假日消费效应有所显现，消费品行业 PMI 升至 52.1%，高于上月 1.7 个百分点，其中新订单指数为 53.7%，比上月上升 2.9 个百分点，表明相关企业产品订货量增长加快。四是小型企业 PMI 重返荣枯线以上。大、中、小型企业 PMI 分别为 52.5%，50.7%和 50.1%，其中小型企业 6 月份以来首次升至荣枯线以上，景气回升既有制造业传统生产旺季到来的利好，也得益于一系列针对小微企业的纾困帮扶政策。同时也要看到，虽然制造业总体需求有所改善，但行业恢复并不均衡。纺织及服装服饰、木材加工等制造业反映市场需求不足的企业占比均超过五成，高于制造业总体水平，复苏动力仍显不足。

四、社会消费品零售总额展望强，增速空间不大

谨慎预期下，消费收紧；经济低增速下，收入下滑，可支配收入下滑，潜在消费空间下滑，集中表现为非刚需消费下滑。刚需消费消费坚挺。来自股市的财富效应减弱，房产政策偏紧，财富效应的消费影响较低，甚至是负面的。

从中国当前的消费数据来看，与房地产关联密切的家电消费，家具消费，建筑装潢，汽车消费较差，除此外就是耐用品服装鞋帽纺织品消费较差。珠宝消费与黄金价格关联密切，近月黄金价格大幅回调影响购买情绪。1—8 月份，社会消费品零售总额 238029 亿元，除汽车以外的消费品零售额 215139 亿元，同比均下降 8.6%。1—8 月份，城镇消费品零售额 206643 亿元，同比下降 8.7%；乡村消费品零售额 31386 亿元，下降 8.3%。1—8 月份，商品零售 216519 亿元，同比下降 6.3%；餐饮收入 21510 亿元，下降 26.6%。1—8 月份，全国网上零售额 70326 亿元，同比增长 9.5%，比 1—7 月份提高 0.5 个百分点。其中，实物商品网上零售额 58651 亿元，增长 15.8%，占社会消费品零售总额的比重为 24.6%；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品分别增长 35.4%、1.1%和 18.3%。



数据来源：英大证券研究所，WIND

消费相对平稳，经济运行平稳，没有显著的风险因素或者积极因素，改变消费者的消费趋势。来自股市的财富效应相对不确定，难以对实际消费产生明显影响。房产领域遭遇调控束缚，房价难以短期进一步大涨，也就没有房产的财富效应增加消费的潜在空间。扩张性消费主要基于未来收入前景判断。**疫情的冲击导致了消费的保守化倾向，而就业机会的下降，进一步减少扩张性消费的发生，以刚性消费维持为主**。

五、房地产投资预计放缓，三道红线是主角

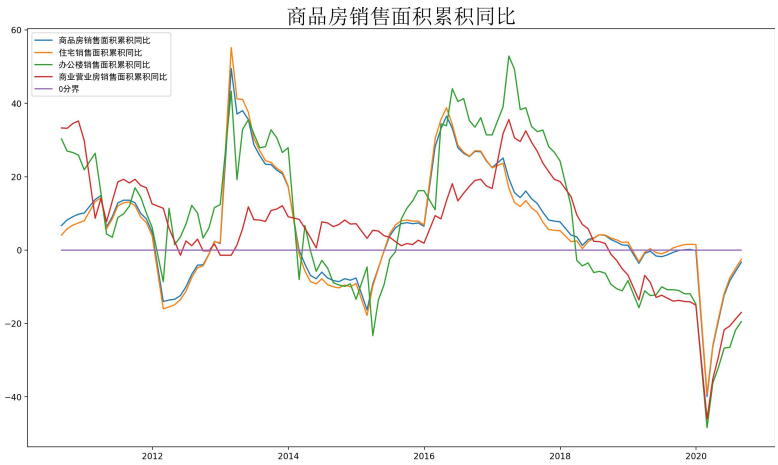
房地产泡沫是威胁金融安全的最大“灰犀牛”。近年来，各地区各部门根据“房住不炒”和“一城一策”精神，优化金融资源配置，严防资金违规流入房地产市场。2019 年与 2016 年相比，房地产贷款增速下降 12 个百分点，新增房地产贷款占全部新增贷款的比重下降 10 个百分点。既满足房地产行业平稳发展的正常需要，又避免因资金过度集中出现更大风险。郭主席定义房地产是威胁金融安全最大的灰犀牛，是中国宏观金融风险的核心，也是打赢金融风险攻坚战绕不开的堡垒。8 月，住建部、央行发布新政，房地产企业经营约束新增三道红线如下：

- *剔除预收款后的资产负债率=（总负债-预收）/（总资产-预收）大于 70%；*
- *净负债率=（有息负债-货币资金）/股东权益合计大于 100%；*
- *现金短债比=非受限现金 /短期债务，小于 1 倍。*

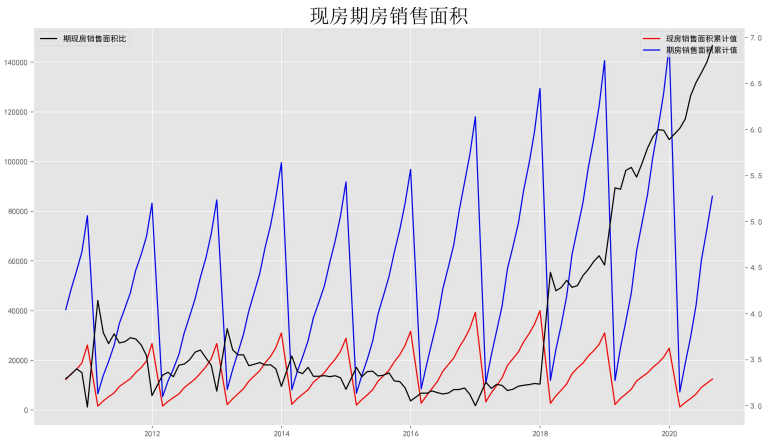
近一年拿地销售比超过 40%或者过去三年经活动产生的现金流量净额连续为负的房地产企业。目前需要提供近半年购地资金来源情况说明和后续购地缴款资金安排，进一步削减其信用债发行规模，或在其核心指标阶段性控制目标未实现之前暂缓发行债券，并对其信托融资、资管产品、海外融资等给予限制。这就是当前房地产企业面临的政策融资环境。

房地产开发投资完成情况：1—8 月份，全国房地产开发投资 88454 亿元，同比增长 4.6%。其中，住宅投资 65454 亿元，增长 5.3%，增速提高 1.2%。1—8 月份，房地产开发企业房屋施工面积 839734 万平方米，同比增长 3.3%。其中，住宅施工面积 592216 万平方米，增长 4.3%。房屋新开工面积 139917 万平方米，下降 3.6%，降幅收窄 0.9%。其中，住宅新开工面积 102486 万平方米，下降 4.3%。房屋竣工面积 37107 万平方米，下降 10.8%，降幅收窄 0.1%。其中，住宅竣工面积 26498 万平方米，下降 9.7%。1—8 月份，房地产开发企业土地购置面积 11947 万平方米，同比下降 2.4%；土地成交价款 7088 亿元，增长 11.2%，增速回落 1.0%。**商品房销售和待售情况：**1—8 月份，商品房销售面积 98486 万平方米，同比下降 3.3%。其中，**住宅销售面积下降 2.5%，办公楼销售面积下降 19.5%，商业营业用房销售面积下降 17.0%**。商品房销售额 96943 亿元，增长 1.6%。其中，住宅销售额增长 4.1%，办公楼销售额下降 18.0%，商业营业用房销售额下降 19.9%。1—8 月份，东部地区商品房销售面积 40614 万平方米，同比增长 0.8%。中部地区商品房销售面积 26330 万平方米，下降 8.5%。西部地区商品房销售面积 27525 万平方米，下降 2.7%。东北地区商品房销售面积 4017 万平方米，下降 10.2%。***可以看出东部地区商品房销售比中西部地区更好，一方面经济恢复较好，另一方面可能人口流入可能在进一步落地，目前东部城市抢人也开始更为精准。***房地产开发企业到位资金

情况：1—8 月份，房地产开发企业到位资金 117092 亿元，同比增长 3.0%，增速比 1—7 月份提高 2.2 个百分点。其中，国内贷款 18016 亿元，增长 4.0%；利用外资 101 亿元，增长 24.5%；自筹资金 37320 亿元，增长 3.6%；定金及预收款 38837 亿元，增长 1.2%；个人按揭贷款 18957 亿元，增长 8.6%。



总体来说，房地产市场运行相对平稳，供需基本稳定，其中住宅需求最好，办公写字楼需求收缩显著。经济发展疲软，疫情冲击后，货币政策相对宽松，购房需求相对旺盛。现房销售疲软，是短期房地产市场的主导因子。现房销售火爆意味着需求端的资金充裕，购买能力充裕。期房销售火爆意味着房地产企业的资金有压力，导致采取各种手段促进期房销售。

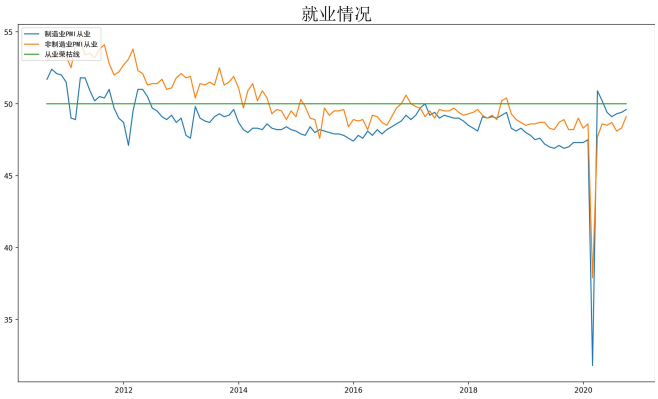


数据来源：英大证券研究所，WIND

六、就业好转但尚未见喜，受限企业预期

从城镇调查失业率的情况来看，8 月份的城镇调查失业率是 5.6%，比上个月下降了 0.1 个百分点。从就业主体人群看，25-59 岁人口调查失业率是 4.8%，比上个月下降了 0.2 个百分点，说明就业状况保持了基本稳定。从新增就业的情况来看，前 8 个月城镇新增就业达到了 781 万人，继续增加。

经济扩张，失业下降；经济收缩，失业上升。疫情之下，想要好的就业是一件比较困难的事情。从目前来看，制造业 PMI 和非制造业 PMI 的就业分项仍然在收缩的状态下，但呈现持续恢复的状态，考虑到小企业 PMI 的积极变化，未来的就业数据有可能会进一步走强，但想上荣枯线暂时十分困难。



数据来源：英大证券研究所，WIND

经济平稳，经济总量供需基本平衡，企业生产平稳，产能有富余，能够满足市场需求。招聘需求不强，就业结构性调整，失业率基本稳定。写字楼和商业经营用房销售大幅下滑意味着未来的新增就业机会可能比较少。这一点我们认为企业当前的经营策略依然相对保守，以应对不确定的经济前景，因此扩张性招聘行为可能仍然渺茫，结构性的招聘可能会偶尔带动数据转好，但暂时很难看到持续的就业改善数据。

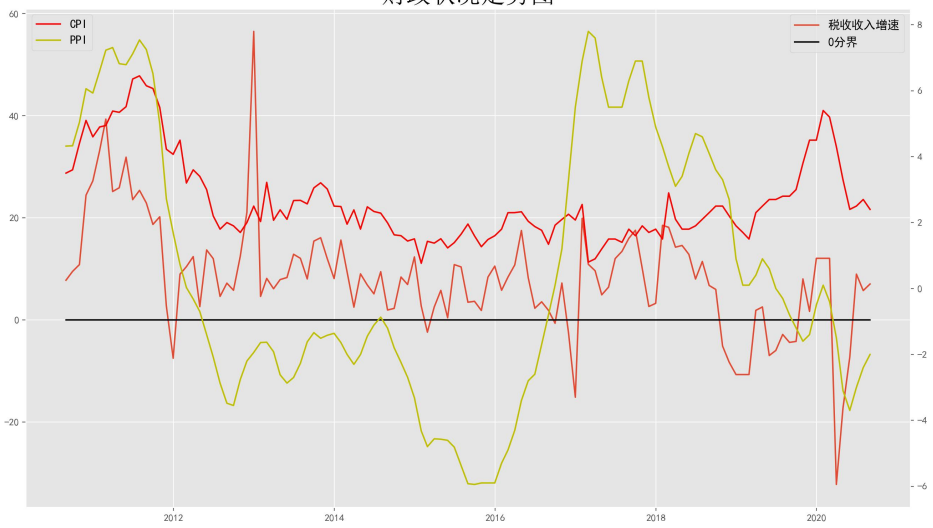
七、财政收入预计增速放缓，财政政策空间受限

财政收入是和经济增长高度相关的，而财政支出则和过去的支出规模高度相关，具有很强的刚性。目前财政赤字的缺口会持续累积。

1-8 月累计，全国一般公共预算收入 126768 亿元，同比下降 7.5%。其中，中央一般公共预算收入 59259 亿元，同比下降 10.1%；地方一般公共预算本级收入

67509 亿元，同比下降 5.1%。全国税收收入 108236 亿元，同比下降 7.6%；非税收入 18532 亿元，同比下降 7%。我国的税制结构以流转税为主，以现行价格计算的 GDP 等指标和经营者的收入水平都与物价水平有关，如果物价水平持续提高，必定引起企业、居民的收入增加。我们是以增值税为主要税种的国家，那么在商品流转过程中增加额的增加也必定引起税收上缴水平的提高。总的来说，税收收入增速已经恢复正常，**未来将和工业品价格的关联度保持较为稳定的趋势关系。**

财政状况走势图



数据来源：英大证券研究所，WIND

主要税收收入项目情况如下：国内增值税 38086 亿元，同比下降 15.2%。国内消费税 9822 亿元，同比下降 5.7%。企业所得税 29382 亿元，同比下降 5.3%。**个人所得税 7640 亿元，同比增长 5.9%**。进口货物增值税、消费税 9552 亿元，同比下降 11.5%。关税 1653 亿元，同比下降 12.8%。出口退税 10021 亿元，同比下降 13.9%。城市维护建设税 3046 亿元，同比下降 9.2%。车辆购置税 2202 亿元，同比下降 7.9%。**印花税 2271 亿元，同比增长 27.6%。其中，证券交易印花税 1427 亿元，同比增长 48.6%。**资源税 1146 亿元，同比下降 9.5%。土地和房地产相关税收中，**契税 4403 亿元，同比增长 4.2%**；土地增值税 4293 亿元，同比下降 4.3%；房产税 1720 亿元，同比下降 5.7%；耕地占用税 867 亿元，同比下降 7.3%；城镇土地使用税 1315 亿元，同比下降 6.7%。环境保护税 152 亿元，同比下降 8.6%。车船税、船舶吨税、烟叶税等其他各项税收收入合计 706 亿元，同比增长 3.4%。**个税增长，可能让大家感到诧异，但事实上，个税增长有很大部分来自于上市公司股东减持产生的个税贡献较大**。对个人转让限售股取得的所得，按照“财产转让所得”，适用 20%的比例税率征收个人所得税。2019 年以来，管理层减持持续增加。

八、未来状态与投资建议

在经济数据分析和逻辑推演支撑下，我们注意到经济的运行尽管在疫情后扩张显著，恢复一枝独秀于全球。除了科技股受益于疫情和国家战略以外，以刚需型消费支撑的农产品领域具备很强的进攻防御特点。农产品价格仍然在历史低位，而疫情对工农业生产均产生了较大的影响。我们对货币政策和财政政策评估之后，维推荐关注农产品投资机会肉类和饲料（猪肉、鸡肉股、饲料股）。

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

相关报告

《20200925-房企求助虚实事件点评》
《20200909-物价稳定，经济展望疲软》
《20200817-货币政策边际收紧，经济展望偏弱》
《20200805-经济稳定，流动性无序化，黄金展望积极》
《20200728-英大证券宏观经济 3 季度展望：复苏与隐忧》
《20200712-商品高价抑制经济复苏》
《20200702-经济复苏继续——警惕美联储指引变动》
《20200621-经济维持复苏及黄金展望》
《20200615-经济复苏边际空间——国内下降，国外犹存》
《20200522-留得青山，赢得未来——物价展望下行》
《20200508-肉食品通胀要持续多久？》
《20200422-经济生产稳中向好，食品消费确定性强——原油负价格及展望》
《20200404-政策不是订单，复苏需要信心和耐心》
《20200322-经济生产、商品价格评估、市场异常点评及机会展望》
《20200308-近期宏观经济评估及展望》
《20200221-全球制造业分析暨 COVID-19 疫情影响评估》
《2020 年经济试探着陆，风险仍大》
《20191212-猪肉价格仍将高位运行，难言见顶》
《20191202- PMI 季节反弹，经济未来仍谨慎》
《20191111-滞胀扩散，不见终点？》
《20191102- 全球制造业状态严峻，防范意外冲击》
《20191019-猪肉贵，其他农产品会涨么？》
《20191005- 宏观经济预计仍将萎缩》
《20190902- 宏观经济可能会进一步萎缩》
《2019 年宏观经济迷雾航行，逐鹿低波动》
《为什么中国暂时没有发生危机？》
《中国的经济脆弱性在增大》
《经济演化下一阶段的特征分析》

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189 号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。

行业评级

强于大市	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢沪深 300 指数
同步大市	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随沪深 300 指数
弱于大市	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输沪深 300 指数

公司评级

买　　入	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 15%以上
增　　持	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 5-15%之间
中　　性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于±5%之间
回　　避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 5%以上