

经济复苏 政策克制

2020 年下半年宏观经济和大类资产配置展望

2020 年下半年中国经济仍处复苏通道，政策整体维持克制，大类资产排序：股票>商品>债券>货币。

- 2020 年下半年，全球疫情走势仍是最大的不确定性，全球经济呈缓慢复苏，全球主要央行货币政策延续宽松。海外资金继续流入中国，但外部环境的严峻需要关注。
- 中国 2020 年下半年经济增长仍处复苏通道，GDP 增速逐季抬升，生产端修复好于需求端。需求端中，基建投资是相对确定的增长支撑。下半年 CPI 同比逐步回落，PPI 环比向上，同比降幅收窄，人民币汇率偏强双向波动。
- 在此背景下，政策整体维持克制。财政政策以保障为主，货币政策回归常规宽松，存在边际收紧的可能，同时防风险仍需关注。
- 基于上述宏观背景，大类资产配置顺序为：股票>商品>债券>货币。
- 风险提示：全球疫情扩散超预期，中美博弈升级超预期，经济增长不及预期。

相关研究报告

《2020 年度宏观经济与大类资产配置展望：东方欲晓》 20191219

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师： 朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师： 张晓娇
(8621)2032 8517
xiaojiao.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师： 王大林
(8610)66229232
dalin.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520060003

目录

海外经济：艰难而漫长的复苏 5

全球经济增长预期一再下调 5
全球货币政策维持宽松 6
中国的外部环境更为严峻 7

中国经济：这边风景独好 8

政策目标变化意味着温和增长 8
生产端：复工复产有序推进，经济正在修复 10
需求端：仍需投资支撑经济 11
CPI 震荡向下，PPI 环比回升，PPI-CPI 缺口收窄 15
人民币兑美元维持强势震荡 16
政策总体克制 18

大类资产配置：大河有水小河满 21

股票：全球比较优势下有结构性行情 21
债券：货币宽松和供给放量框定收益率上下限 22
大宗：经济环比回升预期强烈，受益于基建投资的确定性 23
货币：收益率低且上行难 24

结论与预测 25

图表目录

图表 1. 全球疫情仍未得到控制 5
图表 2. IMF 最新全球经济增长预测 6
图表 3. IMF 对主要经济体的增长预测 6
图表 4. 6 月全球制造业 PMI 继续回升 6
图表 5.美、欧、日等主要经济体数据向好 6
图表 6. 国内疫情整体可控，局部仍有复发风险 8
图表 7. 海外疫情从点到面扩散过程 9
图表 8. 2020 年政府工作报告要点 9
图表 9. 生产修复快于需求 10
图表 10. 工业生产修复有序推进 10
图表 11. 全社会用电量增长由负转正 10
图表 12. 多数城市拥堵延时指数恢复到年初水平 10
图表 13. 1—5 月出口和进口均明显下行 11
图表 14. PMI 新出口订单指数仍在收缩区间 11
图表 15. 货物与服务贸易顺差高于历史同期 12
图表 16. 近年来消费支出增长低于收入增速 13
图表 17. 居民储蓄意愿上升 13
图表 18. 固定资产投资环比增速维持高位 13
图表 19. 制造业投资与名义 GDP 增速和企业盈利增速正相关 14
图表 20. 房地产企业融资环境改善 14
图表 21. 土地供应好转 14
图表 22. 基建投资的增量资金估算 15
图表 23. 核心 CPI 始终弱势 16
图表 24. 猪肉价格持续回落 16
图表 25. 人民币兑美元汇率和 CFETS 人民币汇率指数 17
图表 26. 2020 年经常项目顺差/GDP 预计维持在 1%附近 17
图表 27. 2020 年中美利差继续扩大 17
图表 28. 广义财政收支缺口扩大 19
图表 29. 地方政府性基金收支缺口高于往年同期 19
图表 30. 多数省份今年累计财政收入负增长 19
图表 31. 2020 年上半年资金流入情况 21
图表 32. A 股的估值优势 21

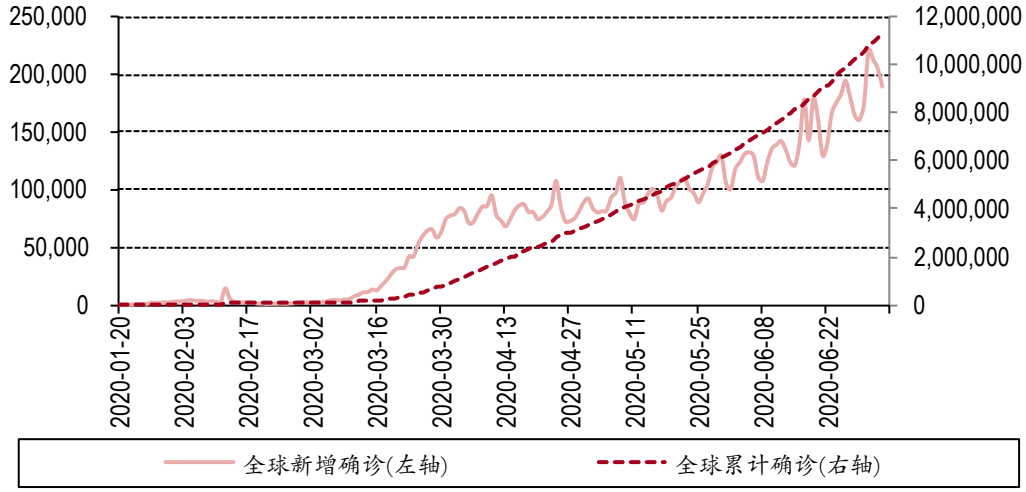
图表 33. 期限利差和信用利差.....22
图表 34. 各类债券到期收益率.....22
图表 35. 2020 年二季度大宗商品涨跌幅（%）.....23
图表 36. 货币基金收益率中位数.....24
图表 37. 货币基金持仓变化.....24
图表 38. 2020 年下半年主要宏观经济指标预测.....25

海外经济：艰难而漫长的复苏

全球经济增长预期一再下调

全球疫情仍未得到控制是下半年最大的不确定性。2020 年，新冠疫情在全球的蔓延对全球经济造成巨大冲击。截至 7 月 3 日，全球累计确诊病例超过 1100 万人，目前单日新增病例在 20 万人左右。世界卫生组织警告称，全球病例自 1000 万人增至 2000 万人的时间会比从零至 1000 万人的时间快得多。巴西、印度疫情一直未出现好转迹象，而美国随着经济的重启，近期疫情也出现明显反弹。在疫情至今未得到控制的情况下，预计下半年全球经济复苏的力度将比较温和，复苏时间较长，不会出现“V 型复苏”的情况。同时，仍需警惕疫情的二次冲击。尽管疫情的二度冲击预计不会导致此前的经济停摆，但疫情导致的经济活动萎缩对居民和企业资产负债表的影响依然需要重视。

图表 1. 全球疫情仍未得到控制

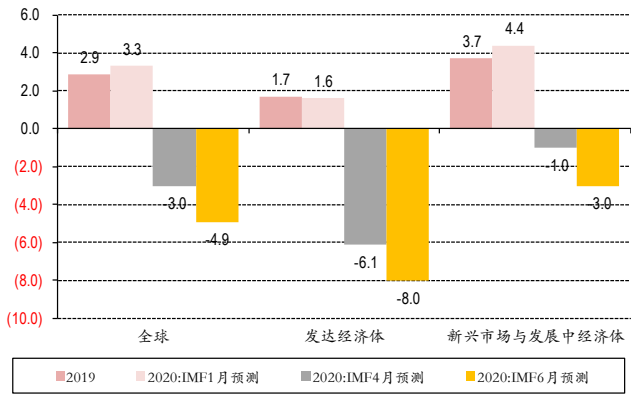


资料来源：万得，中银证券

IMF 再度下调 2020 年全球经济增长预期。6 月 24 日，IMF 预期全球 2020 年增速同比下降 4.9%，较 4 月的预期下调了 1.9 个百分点；将发达经济体 2020 年增长预期自 4 月的下降 6.1%下调至下降 8.0%，将新兴市场与发展中经济体的增长预期自下降 1.0%下调至下降 3.0%。

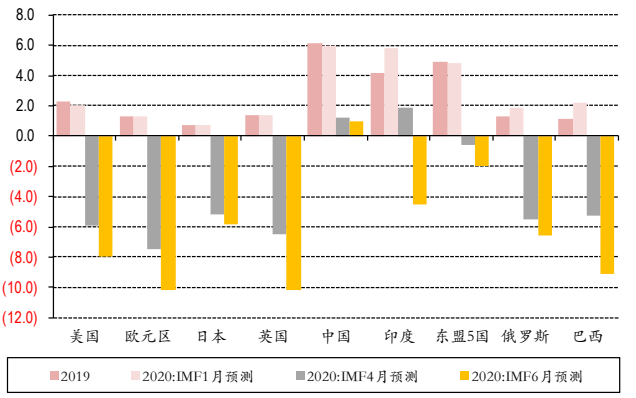
IMF 同步下调了对主要经济体的增长预测。主要经济体中，中国是唯一在 2020 年仍能保持正增长的经济体，IMF 预测中国 2020 年 GDP 增长 1.0%，较 4 月预测下调了 0.2 个百分点。日本、东盟 5 国和俄罗斯 2020 年增速下调幅度相对较小，分别从 4 月的下降 5.2%，下降 0.6%，下降 5.5%调整至下降 5.8%，下降 2.0%，下降 5.6%。印度下调幅度最大，自正增长 1.9%下调至下降 4.5%，下调幅度达 6.4 个百分点；美国、欧元区、英国、巴西分别自 4 月的下降 5.9%，下降 7.5%，下降 6.5%，下降 5.3%调整至下降 8.0%，下降 10.2%，下降 10.2%，下降 9.1%，下调幅度在 2—3 个百分点不等。

图表 2. IMF 最新全球经济增长预测



资料来源：万得，中银证券

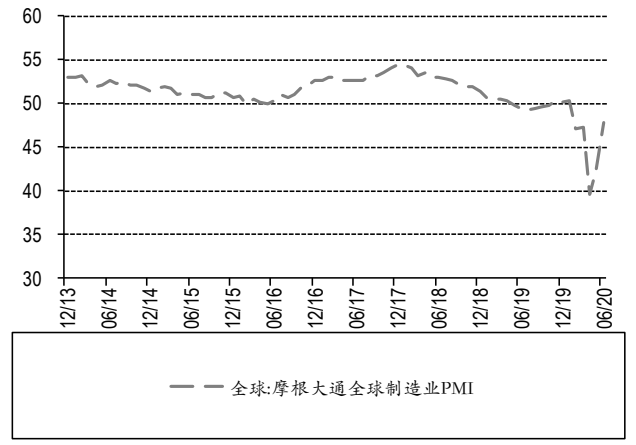
图表 3. IMF 对主要经济体的增长预测



资料来源：万得，中银证券

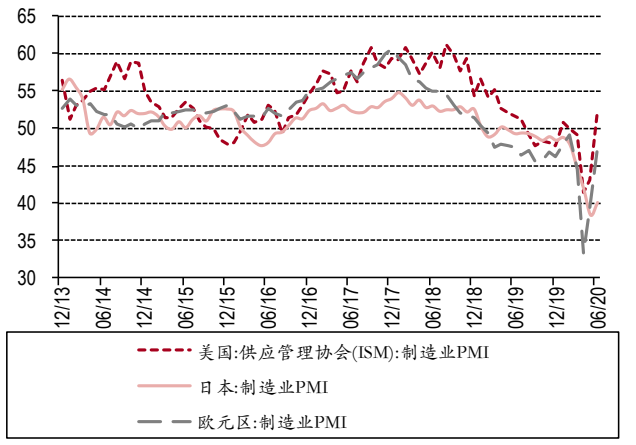
从已公布的数据看，全球主要经济体仍在复苏中。6 月全球制造业 PMI 较 5 月回升 5.4 至 47.8，虽仍在收缩区间，但连续 2 月回升。主要经济体中，6 月美国 ISM 制造业 PMI 回升至 52.6，较上月上升 9.5，创 2019 年 4 月以来新高；欧元区 6 月制造业 PMI 终值回升至 47.4，较 5 月回升 8.0；日本 6 月制造业 PMI 也小幅回升至 40.1。

图表 4. 6 月全球制造业 PMI 继续回升



资料来源：万得，中银证券

图表 5.美、欧、日等主要经济体数据向好



资料来源：万得，中银证券

全球货币政策维持宽松

疫情开始后，全球主要央行均采取了宽松态度，紧急向市场注入流动性。而在疫情仍未得到控制，全球经济复苏缓慢的背景下，全球宽松的货币政策还将延续。

美联储 6 月会议点阵图显示，至 2022 年底前将联邦基金利率维持在零附近，同时将继续扩大对实体经济的信贷支持。美联储主席鲍威尔及多位官员一再强调，经济不存在 V 型复苏，美国经济仍面临“极端不确定性”和“显著风险”，美联储将动用所有工具来支撑美国经济。由此判断，美联储目前的宽松政策仍将持续相当时间。

欧洲央行 6 月会议维持三大关键利率不变；将紧急抗疫购债计划（PEPP）规模扩大 6000 亿欧元，超过市场此前预期的 5000 亿欧元，PEPP 总额已达 1.35 万亿欧元，PEPP 将至少延长至 2021 年 6 月。欧洲央行称，“只要有必要”，将继续购买债券。欧元区刺激计划的加码有助于进一步提振经济，但考虑到欧元区基本面本身较为疲弱，疫情对欧洲经济的冲击仍不可小视。

日本央行维持对经济的低迷展望，称将维持政策的非常规宽松，并在必要时准备通过扩大贷款规模、降息以及增加 ETF 购买或推出新措施等方式来放松政策。

英国央行也将资产购买总规模增至 7450 亿英镑。

总体看，在全球疫情仍未出现明显好转背景下，全球货币政策的宽松延续。而且，在全球低利率已经持续了相当长时间的背景下，全球央行明显更青睐于通过资产购买来直接投放流动性，而非继续降低利率。其背后的原因则是，一方面，直接投放流动性效果更为明显；另一方面，在全球利率已经处于低位，负利率对经济增长的作用尚待评估的情形下，继续降息空间已经不大。

中国的外部环境更为严峻

外需疲弱压制出口。全球经济增长复苏缓慢，且全球疫情尚未得到明确控制，意味着中国的出口将受到压制。一方面，全球需求整体较弱，而外需始终是中国出口的最大驱动因素；另一方面疫情未得到控制，意味着全球经济往来仍然受到疫情影响，客观上也限制了全球贸易往来。

在出口受冲击的同时，外部政治环境的日趋严峻更为值得关注。自 2018 年中美贸易冲突以来，中美博弈成为市场的扰动因素。经过两年来的发酵，2020 年，中美博弈有升级趋势。同时，2020 年新冠疫情爆发，全球经济遭受冲击，美国及其盟友在病毒溯源方面对中国横加指责；加上适逢美国总统大选，为争夺选票，美国政客极有可能在中美关系方面制造话题。几方面因素交织下，预计下半年中国外部政治环境将更为严峻。4 月 8 日政治局会议指出，“要坚持底线思维，做好较长时间应对外部环境变化的思想准备和工作准备”。目前中美博弈从贸易领域已经扩展到科技领域，未来扩展到金融领域的风险需要重视。

海外资金持续流入。与此同时，中国在全球主要经济体中依然保持相对较好的增长，IMF 甚至预测中国是 2020 年唯一能保持正增长的经济体；而中国的货币政策在主要经济体中也维持相对克制，中外利差依然明显；人民币汇率在双向波动格局下弹性增强，但整体维持平稳；中国的对外开放姿态不变。我们认为，2020 年，海外资金继续流入中国仍是趋势。

中国经济：这边风景独好

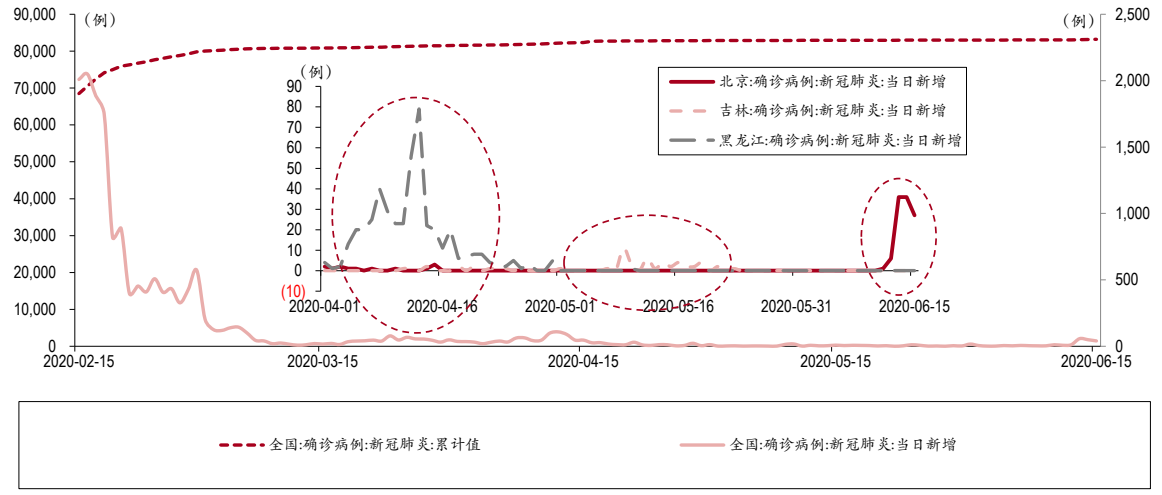
政策目标变化意味着温和增长

疫情防控常态化

疫情防控常态化是今年乃至未来一段时间内疫苗研发成功之前宏观经济运行的大背景，经济状况、运行方式及宏观政策都将受其影响。现阶段我国面临内部疫情防控进入常态化和外部防止海外疫情“倒灌”的局面。

内部疫情防控进入常态化。2 月下旬以来，中国疫情得到基本控制，新增病例大幅减少；5 月 2 日零时起，湖北省将突发公共卫生应急响应级别由一级调整为二级。至此，内地所有省份疫情响应级别调整完毕，全部调至二级及以下。同时，尽管疫情在国内整体得到控制，但仍有少数地区出现集聚性确诊案例，如 4 月份黑龙江地区、5 月吉林地区、6 月份北京地区。这表明在疫情风险整体得到控制的情况下，仍不能放松警惕，疫情防控常态化或将贯穿近期经济。

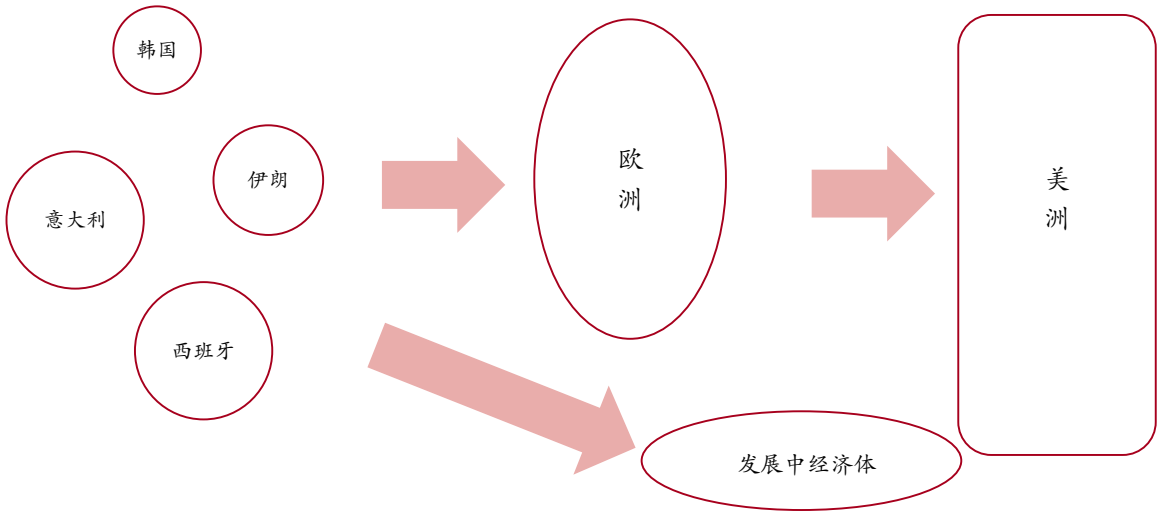
图表 6. 国内疫情整体可控，局部仍有复发风险



资料来源：万得，中银证券

外部防止海外疫情“倒灌”。3 月中旬，疫情在国内得到有效控制之时，海外疫情却呈现扩散态势。意大利、伊朗、韩国、西班牙疫情先一步升级，然后蔓延至欧洲；同时疫情在发展中经济体出现扩散苗头。随着欧洲疫情企稳，“新冠肺炎”在美国和南美洲迅速传播。目前全球累计确诊病例 810 万例左右，现有确诊病例 345 万例左右，每日新增 10-12 万例。目前，美国、巴西日增 2 万例左右，俄罗斯、印度日增 1 万例左右。现阶段疫情形势依然严峻，疫情输入压力仍然较大。

图表 7. 海外疫情从点到面扩散过程



资料来源：中银证券

就业和脱贫是 2020 年的核心目标

在复杂的经济社会环境下，政府工作报告指出“当前和今后一个时期，我国发展面临风险挑战前所未有”，在这个情况下，“我们没有提出全年经济增速具体目标，主要因为全球疫情和经贸形势不确定性很大，我国发展面临一些难以预料的影响因素。这样做，有利于引导各方面集中精力抓好‘六稳’、‘六保’”。政府工作报告中，取代 GDP 目标的，是“优先稳就业保民生，坚决打赢脱贫攻坚战，努力实现全面建成小康社会目标任务”，同时明确了“现行标准下农村贫困人口全部脱贫、贫困县全部摘帽”，“脱贫是全面建成小康社会必须完成的硬任务”；这意味着经济政策的重心从增长转向就业以及脱贫攻坚，或者说转向居民收入。在 GDP 翻一番目标已经难以实现的前提下，脱贫攻坚目标的完成对于“全面建成小康社会”目标意义更为重大。

图表 8. 2020 年政府工作报告要点

		2020 年	2019 年	2018 年
经济社会发展目标	GDP	无 GDP 增速目标 “六稳”、“六保”	6-6.5%	6.5%
	CPI	3.5%	3.0%	3%
	新增就业	900 万	1100 万	1100 万
	调查失业率	6%	5.5%	5.5%
	贫困人口减少	全部脱贫	1000 万	1000 万
	宏观杠杆率	-	基本稳定	基本稳定
货币政策	整体方向	稳健，更加灵活适度	松紧适度	稳健中性
	M2/社融余额	增速明显高于去年	与名义 GDP 增速相配	合理增长
财政政策	整体方向	积极，更加积极有为	积极，加力提效	积极
	赤字率	3.6%以上	2.80%	2.6%
	地方政府专项债	3.75 万亿	2.15 万亿	1.35 万亿
地产政策	整体方向	新型城镇化，房住不炒，因城施策	房地产市场平稳健康发展	房住不炒

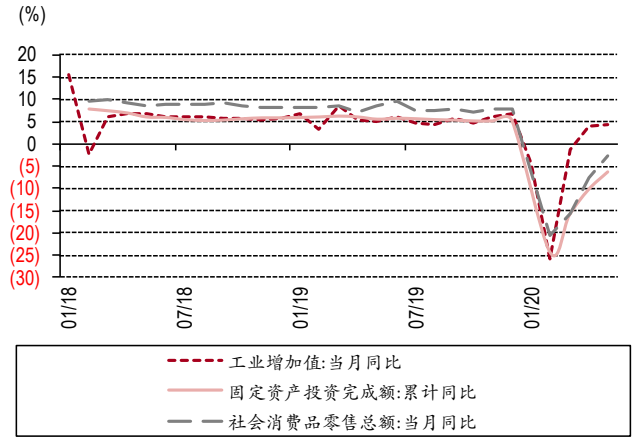
资料来源：中国政府网，中银证券

在经济重心转向就业和脱贫的背景下，仍然需要经济维持一定程度的温和增长。后续政策将仍维持宽松，但更为强调支持企业和民生，而非大水漫灌刺激经济。赤字率有所提升，赤字规模扩大到 3.76 万亿，其中大部分转移至地方，用于抗疫及“六保”、“六稳”。货币政策方面，更强调直达实体经济。

生产端：复工复产有序推进，经济正在修复

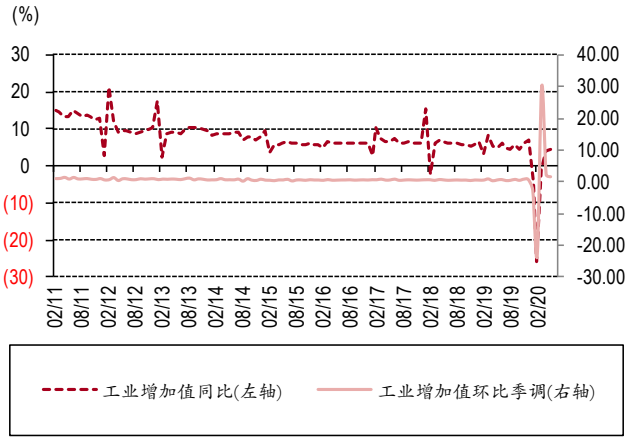
生产修复快于需求修复。3 月以来，全国疫情常态化防控之下，复工复产有序推行。综合看，国内经济数据显示出生产修复快于需求修复。工业增加值 4 月当月同比由负转正，5 月工业增加值修复至 4.4%；而固定资产投资和社会消费品零售总额增速虽然降幅逐步收窄，但仍为负值。

图表 9. 生产修复快于需求



资料来源：万得，中银证券

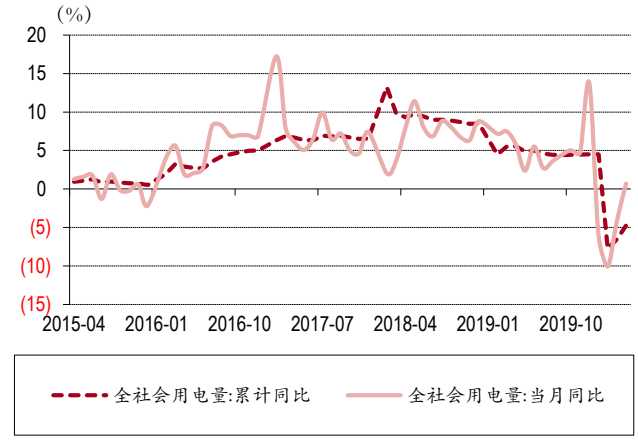
图表 10. 工业生产修复有序推进



资料来源：万得，中银证券

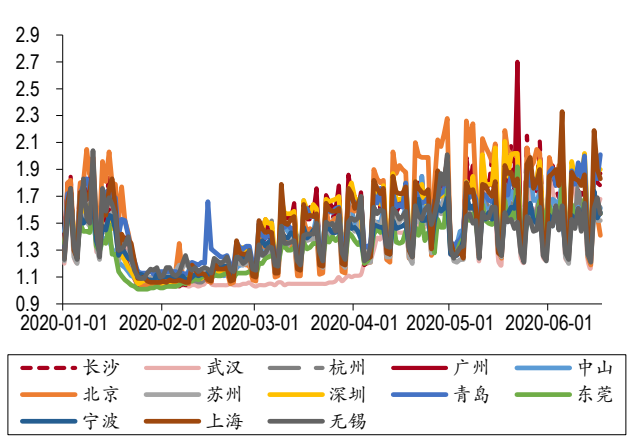
微观数据同样显示出生产恢复较好。用电量方面，4 月全社会用电量增长转正；其中第一产业一直保持较快增长，第二产业 4 月增长也由负转正，第三产业仍保持负增长，但其中建筑业用电量恢复较快。从城市拥堵方面也可以看出，各地区有序开展复工，城市拥堵延时指数恢复到年初水平。

图表 11. 全社会用电量增长由负转正



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 多数城市拥堵延时指数恢复到年初水平



资料来源：万得，中银证券

综合看，我们预计生产端的环比修复在下半年延续，我们预计下半年工业增加值同比增长 5.1%，全年同比增长 1.5%左右。

需求端：仍需投资支撑经济

尽管生产端复苏良好，但从需求端看，后续经济增长不确定性依然较多。

一方面，全球需求的萎缩叠加海外风险的存在，导致出口将有明显下降；不过，考虑到疫情冲击同样削减了服务贸易逆差，净出口对经济增长的贡献还需进一步考察。另一方面，由于疫情冲击长于预期，需求萎缩的直接后果是收入下降，因此后续消费的复苏还有不确定性，“报复性消费”并不存在。

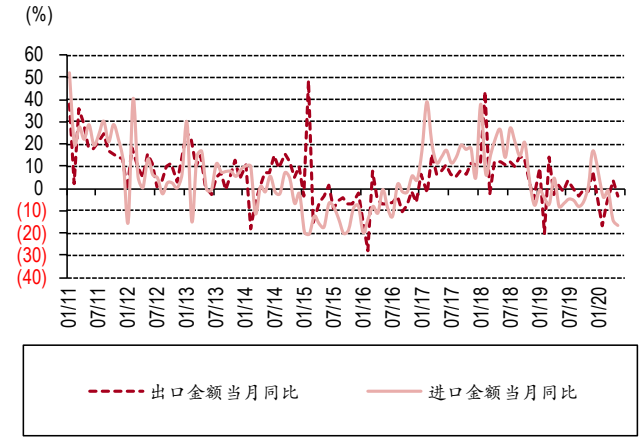
从这一角度看，后续经济增长的支撑仍需来自投资。需求萎缩背景下，制造业投资缺乏扩张动力；房地产投资截至 5 月增长良好，但后续仍有不确定性；相对而言，基建投资确定性更高。

出口萎缩但净出口贡献尚好

1—5 月，中国以美元计价的商品出口累计下降 7.7%，进口累计下降 8.2%。**疫情对经济冲击一方面在阻塞物流交通上面，另一方面在减少收入方面。这两方面的影响均导致外需面临巨大压力。**世界各国各地区所处的疫情发展阶段不尽相同。从疫情发展情况来看，东亚疫情控制相对较好，中国、日本、韩国目前疫情稳定偶有局部小范围集聚案例爆发。欧洲走过疫情高峰期，开始逐渐复产复工，生产开始修复。美国、巴西、印度仍在峰值，每日新增确诊病例处在高位。

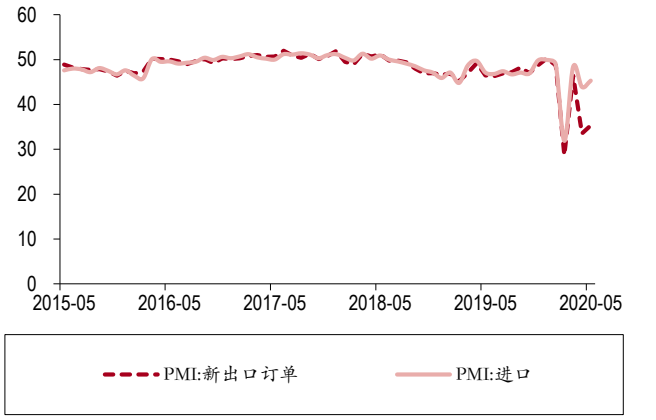
下半年商品出口依然承压。消费占主导的发达国家自 3 月以来需求受到冲击，4 月达到峰值。随着发达经济体开始复产复工，需求下行有所收窄，但仍在负区间运行。从中国 PMI 进出口指数来看，新出口订单一直处于收缩状态。虽然短期防疫物资出口及出口替代效应使得我国出口增速好于预期，但在全球需求回落的大背景下，下半年出口必然承压。我们预计 2020 年美元计价的出口同比下降 8.2%，进口同比下降 6.7%。

图表 13. 1—5 月出口和进口均明显下行



资料来源：万得，中银证券

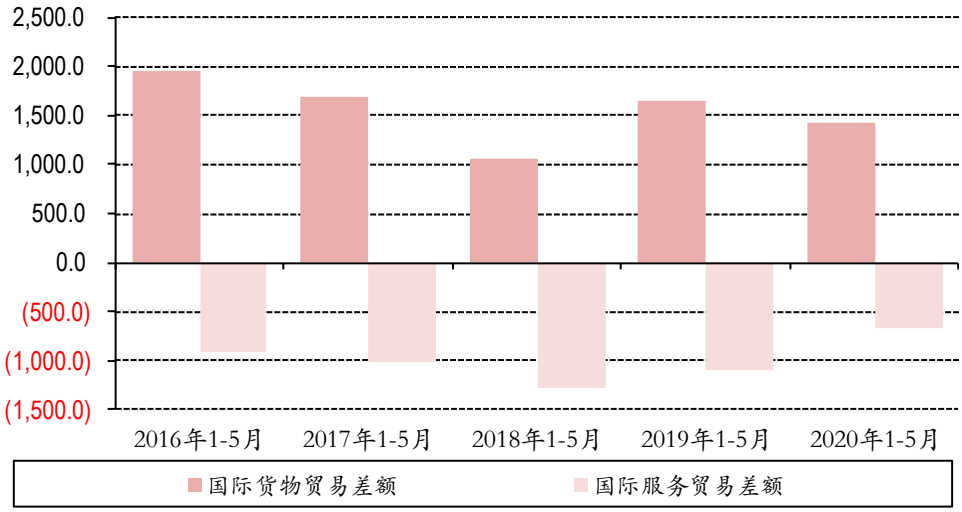
图表 14. PMI 新出口订单指数仍在收缩区间



资料来源：万得，中银证券

服务贸易逆差大幅收窄，净出口贡献上升。在商品出口遭受冲击的同时，由于疫情造成的全球隔绝，服务贸易逆差同样大幅收窄。1—5 月，国际服务贸易逆差为 660.2 亿美元，明显低于历史同期水平。由此，1—5 月货物与服务贸易差额合计为 764 亿美元，高于 2017—2019 年的同期水平。我们判断，鉴于目前全球疫情尚无得到控制迹象，疫情冲击造成的全球隔绝在 2020 年下半年延续，因此，商品贸易顺差和服务贸易逆差同时收窄的情况在下半年将延续，但服务贸易逆差收窄幅度更为明显，因此，2020 年，货物与服务净出口项目对 GDP 的贡献反而可能较 2019 年有所上升。

图表 15. 货物与服务贸易顺差高于历史同期



资料来源：万得，中银证券

出口综合贡献下降。不过，“货物与服务净出口”并不能全面概括出口对经济增长的贡献。因为出口本身还对消费和投资有着间接影响。2019 年，货物与服务净出口项目对 GDP 的贡献为 0.7 个百分点，但据我们测算，出口对 GDP 的综合贡献约 1.5 个百分点。在出口受到剧烈冲击的背景下，预计 2020 年出口对 GDP 的综合贡献将有明显回落。

“报复性消费”力度偏弱

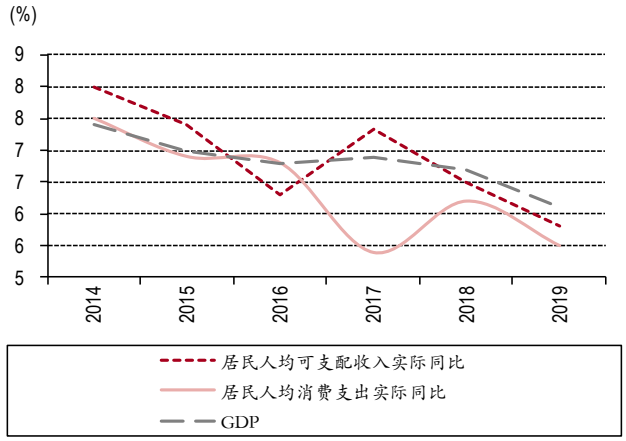
1—5 月，社会消费品零售总额同比下降 13.5%，5 月社会消费品零售总额同比下降 2.8%，仍未回到正值区间。我们认为，疫情对消费的冲击不可低估。

收入增速下行压制消费增长。本质上，消费的增长背后是收入增长所驱动。近年来，在经济增速逐步下行背景下，居民收入增速也同步下行，近年来低于 GDP 增速，而居民消费支出增速则低于收入增速。因此，在疫情冲击导致经济增速大幅回落的情况下，随着需求的萎缩，企业经营受到冲击，进而居民收入明显下行，一季度居民可支配收入同比下降 3.9%。后续尽管经济增长环比回升，但全年增速依然较低，因此，居民收入虽环比增长，但全年增速预计将较 2019 年有明显回落，进而从根本上压制了消费支出的扩大。

居民储蓄意愿上升。与此同时，在疫情带来的不确定性面前，居民选择了更多储蓄以应对未来不确定性，这也从另一层面压制了消费支出的恢复。央行城镇储户调查数据显示，2020 年一季度和二季度，倾向“更多储蓄”的居民分别占比 53%和 52.9%，是有数据以来首度超过 50%。

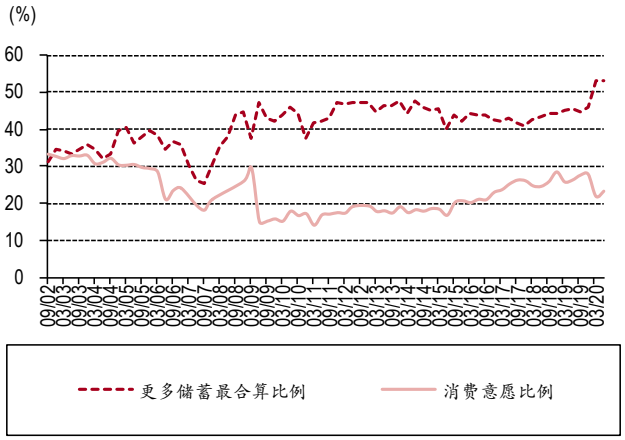
综合看，我们预计社会消费品零售总额三季度增长 1.6%，四季度增长 3.7%，全年同比下降 4.2%。

图表 16. 近年来消费支出增长低于收入增速



资料来源：万得，中银证券

图表 17. 居民储蓄意愿上升

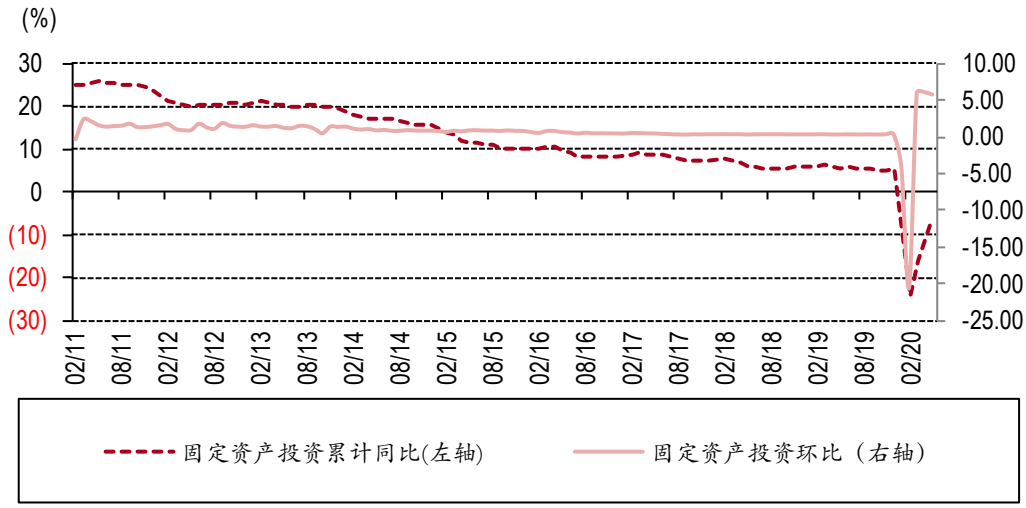


资料来源：万得，中银证券

固定资产投资结构分化，总体平稳

在出口面临外需冲击，消费受到收入下降压制的背景下，维持一定程度的经济增长仍需依赖投资发力。1—5 月固定资产投资同比下降 6.3%，不过 5 月环比增速仍有 5.87%，维持高位。

图表 18. 固定资产投资环比增速维持高位

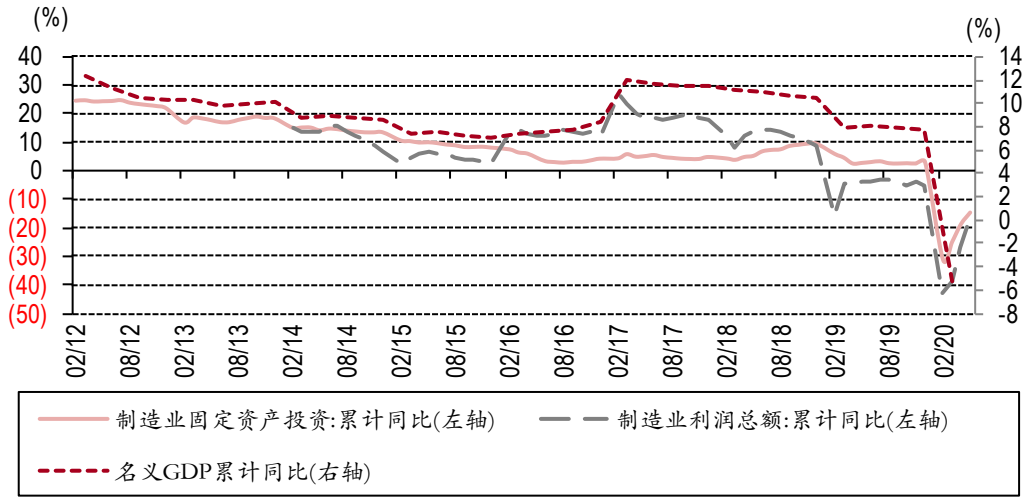


资料来源：万得，中银证券

制造业投资继续疲弱。固定资产投资中，制造业投资占比超过 30%以上。1—5 月，制造业投资累计同比下降 14.8%。然而，我们认为，尽管 2020 年上半年企业部门融资强劲，但 2020 年制造业投资增速总体仍维持疲弱。

原因在于，制造业投资更多受到需求和企业盈利能力驱动。从历史数据看，制造业投资与名义 GDP 增速和企业盈利增速密切相关。前者决定了需求端对投资的拉动，后者则是需求旺盛在企业层面的体现，也是企业扩大再生产的直接动力。而从 2020 年数据看，下半年 GDP 增速虽环比回升，但鉴于疫情冲击尚未完全消退，GDP 增速同比将低于往年；而在 CPI 同比回落，PPI 同比为负的背景下，平减指数将明显低于 2019 年同期。因此名义 GDP 增速大概率呈环比向上，同比疲弱的格局。5 月工业企业利润总额增速转正，但下半年工业增加值和 PPI 均同样面临着环比改善，同比较弱的态势，因此企业盈利增速与名义 GDP 方向大致相同。在此情形下，制造业投资预计也会呈现环比改善，但在需求没有明确复苏前，同比的改善尚不可期。我们预计 2020 年全年制造业投资同比下降 5%。

图表 19. 制造业投资与名义 GDP 增速和企业盈利增速正相关

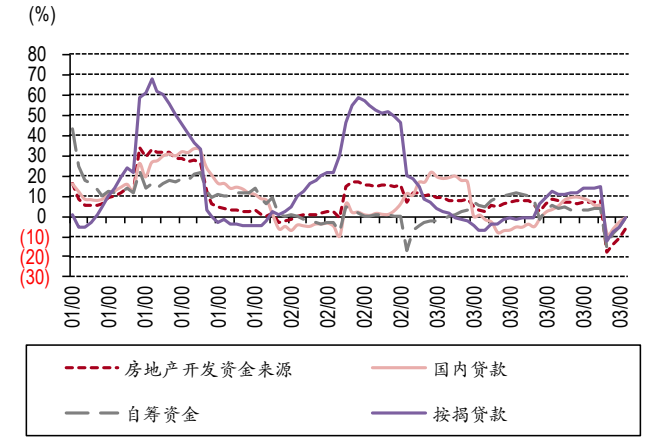


资料来源：万得，中银证券

房地产投资面临不确定性。2019 年，房地产投资增速表现良好，占固定资产投资比例达到 24%。2020 年 1—5 月，房地产投资累计同比下降 0.3%，表现明显强于制造业投资和基建投资。

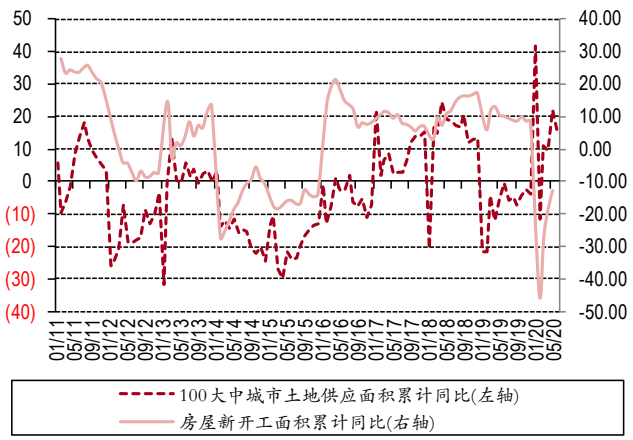
房地产投资表现强劲，一方面得益于“宽信用”大环境下，企业融资环境有所改善；另一方面，也来自房地产销售和土地供应的好转。1—5 月，房地产投资资金来源中，国内贷款、自筹资金和按揭贷款增速明显高于其他资金来源。商品房销售也在疫情后有明显好转。5 月商品房销售面积同比增速转正，增长 9.7%，创下 20 个月来新高。与此同时，土地供应自 2019 年四季度开始有所起色，并进而推动了新开工面积的恢复，支撑施工面积增速一直维持在正值区间，进而支撑了房地产投资表现良好。

图表 20. 房地产企业融资环境改善



资料来源：万得，中银证券

图表 21. 土地供应好转

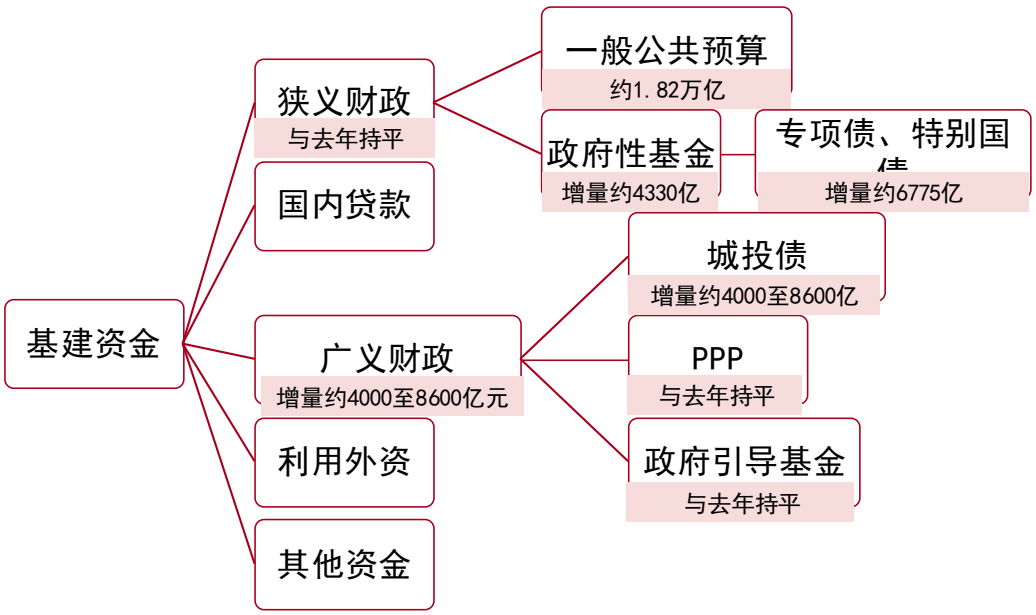


资料来源：万得，中银证券

下半年房地产投资仍有来自政策和销售的不确定性。目前判断，宽信用的货币环境将在下半年持续，而在财政收支压力增大的背景下，预计土地供应好转的趋势也不会发生变化。然而，我们认为下半年房地产投资仍有不确定性。这种不确定性来自两点：第一，目前对房地产的政策方向并无变化，“房住不炒”的政策导向不变，监管部门也多次强调了资金应流入实体经济而非房地产领域。在此背景下，如果整体政策方向出现变化，房地产有可能再度面临融资问题。第二，目前房地产销售的好转能否在下半年持续。综合看，我们预计 2020 年房地产投资增长 3%。

基建投资弱复苏相对确定。1—5 月，基建投资累计同比下降 3.3%。考虑到基建投资和财政政策密切相关，我们从资金来源角度测算了 2020 年基建投资的资金空间，进而估算了基建投资的可能增速（详见此前的专题报告《基建的经济效应与财政空间》）。我们估算的结果如下，从基建投资的狭义财政空间（一般公共预算、政府性基金、专项债和特别国债）看，基建方面总支出约为 2.9 万亿元，与 2019 年规模相当。考虑到“六保”“六稳”压力，2020 年基建的狭义财政空间仍有向下的压力。从基建投资的广义财政空间（城投债、PPP 项目和政府引导基金）看，广义财政空间约有 4000 亿至 8600 亿元增量资金。在此基础上估算，2020 年基建投资增速约为 3.7%。

图表 22. 基建投资的增量资金估算



资料来源：万得，中银证券

传统基建仍是主力，新基建更多是未来方向。对于市场所关心的“新基建”，我们认为更多代表的是未来方向，而非现实经济的支撑。2019 年我国整体新基建竞争力指数为 75.3，以新基建竞争力指数与全国较为接近的重庆市为例，2020 年重庆计划投资重大建设项目 924 个，估算总投资约 2.72 万亿元；其中涉及交通、市政、水利、生态环保、能源、通信等的基础设施行业为 367 个项目，总投资约 1.45 万亿元，主要为传统基建项目。新基建方面，2020 年首轮新型基础设施建设项目共 28 个，总投资约 1054 亿元，占比仅为 3.9%。据重庆市发展改革委副主任戴明表示，截至 4 月 17 日，进入重庆新基建重大项目动态库的项目为 250 余个，总投资超 2300 亿元。由此看来，以重庆市推断全国现阶段水平，整体基础设施建设中，尽管近期新基建建设飞速，但占比仍然较低。

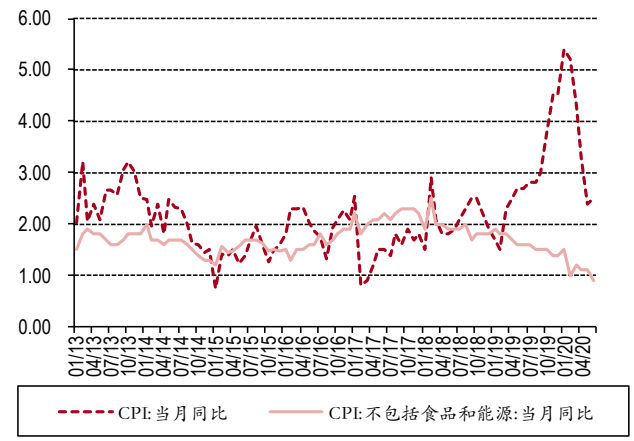
CPI 震荡向下，PPI 环比回升，PPI-CPI 缺口收窄

CPI 震荡向下

2020 年，CPI 在 1 月创下 5.4%的新高后逐步回落，6 月降至 2.5%。展望下半年，我们认为 CPI 仍以震荡回落为主。

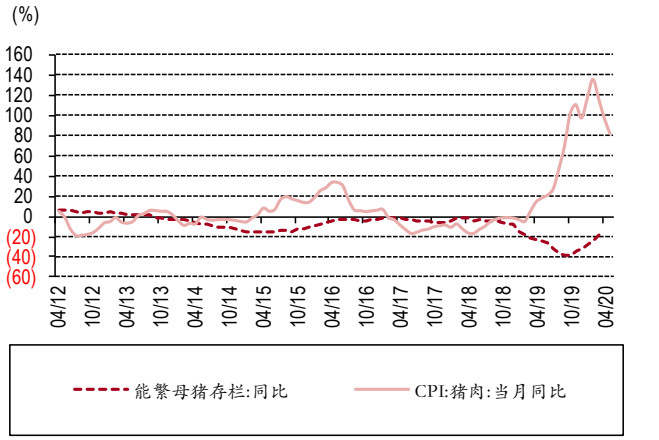
本轮 CPI 的上涨，根本原因来自食品价格的推动。核心 CPI 一直维持弱势，6 月已降至 1%下方。而食品价格的上涨又是猪肉价格上涨所推动，背后的原因是 2018 年下半年以来的非洲猪瘟导致猪肉供给减少。随着 2019 年以来对于猪肉供给相关政策的调整以及价格上涨带来的供给增加，猪肉价格已经持续回落。2020 年 6 月，CPI 中猪肉同比已从 2 月的峰值 135.2%下降至 81.6%。我们预计下半年猪肉价格将继续以回落为主，在此基础上，叠加翘尾因素减弱，CPI 下行趋势不变。

图表 23. 核心 CPI 始终弱势



资料来源：万得，中银证券

图表 24. 猪肉价格持续回落



资料来源：万得，中银证券

我们预计四季度 CPI 低点将接近零，但为负值的可能性不大。即使个别月份出现负值，也难以持续。总体上，以 CPI 为代表的消费品价格维持低通胀格局。

PPI 环比回升

2020 年上半年，在疫情冲击下，大宗商品价格经历了剧烈下跌和逐步反弹的过程。1—6 月，PPI 同比下降 1.9%。

下半年，一方面，工业品需求环比复苏，但同比仍弱，意味着 PPI 环比仍以回升为主。另一方面，从大宗商品的锚原油来看，在 OPEC+达成减产协议后，未来继续减产空间有限；而国际能源署预计，预计石油需求将在 2020 年每天下降 810 万桶，然后在 2021 年每天增长 570 万桶；至少在 2022 年之前，石油需求不会完全复苏。由此判断，油价在 OPEC+限产、需求走弱与不确定性冲击之间维持弱平衡。此外，全球宽松的货币政策客观上也有助于大宗商品价格的回升。

综合判断，我们预计 PPI 下半年以环比回升为主，同比降幅逐步收窄，但年内仍难转正，2020 年 PPI 同比下降 2.1%。预计 PPI 在 2021 年 3 月同比转正。

相应的，由于 CPI 与 PPI 同比均低于 2019 年同期，下半年 GDP 平减指数预计将明显低于 2019 年同期。同时，PPI-CPI 缺口以收窄为主。

人民币兑美元维持强势震荡

2020 年上半年，人民币对美元先贬后升，总体呈贬值趋势。1—5 月呈贬值态势，人民币兑美元即期汇率最低达到 7.1600，6 月转为升值。CFETS 人民币汇率指数则先涨后跌，年初至 3 月呈上涨趋势，说明人民币对一篮子货币升值，3 月下旬起，CFETS 人民币汇率指数转为下跌，至 6 月 24 日为 91.94，较 3 月 20 日的高点 95.73 下跌近 4%。

图表 25. 人民币兑美元汇率和 CFETS 人民币汇率指数

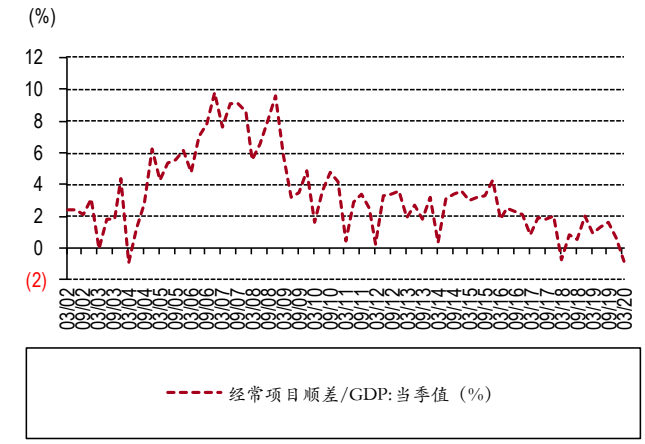


资料来源：万得，中银证券

我们认为，下半年，基本面、利差因素以及美元指数趋弱使得人民币对美元维持强势，但仍需警惕事件冲击的不确定性。

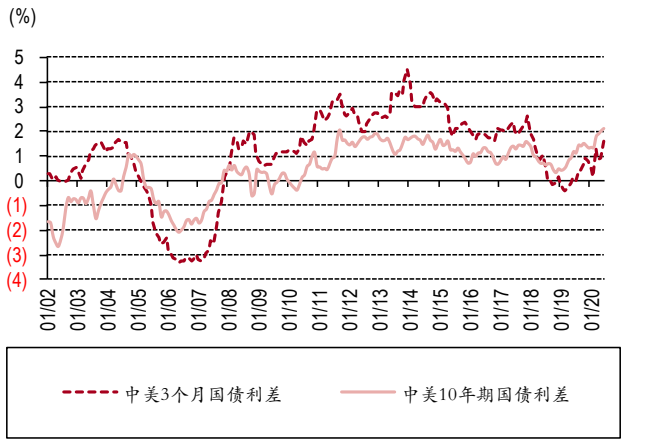
基本面和利差因素对人民币构成支撑。从基本面因素看，中国在全球率先走出疫情冲击，预计 2020 年中美经济增长差距大概率较此前拉大。从经常项目看，尽管一季度中国经常项目出现逆差，但如前所述，疫情冲击一方面令货物贸易顺差收窄，同时也使得服务贸易逆差减少，总体上，预计 2020 年经常项目仍能维持顺差，顺差与 GDP 之比预计维持在 1%附近，不会对人民币构成拖累。从利差看，2020 年，鉴于美联储实施了历史性宽松，而中国在货币政策方面相对克制，中美利差继续扩大，6 月，中美 10 年期国债利差平均已达 210BP。

图表 26. 2020 年经常项目顺差/GDP 预计维持在 1%附近



资料来源：万得，中银证券

图表 27. 2020 年中美利差继续扩大



资料来源：万得，中银证券

美元指数短期震荡，中期趋弱。短期内，美国经济的复苏迹象对美元构成支持，但美国疫情的反弹意味着美国经济的不确定性依然较为严重。我们认为，美元指数短期维持震荡。从中期看，基本面和货币政策因素均不利于美元。美国经济在疫情爆发前已经呈现出转弱迹象，即使美国从疫情中复苏，其复苏进程也是弱复苏格局。如 2018 年那样美国经济全球独秀的格局不会再现。当然，欧元区受疫情影响也较为严重，同时欧元区还受到全球贸易形势紧张等因素的冲击。综合考虑，我们认为，从基本面相对强弱的角度看，总体上稍利空美元。从货币政策的角度看，美联储的宽松和低利率将持续。而欧洲央行已经持续了相当长时间的负利率，但 2019 年拉加德上任后曾强调对负利率后果进行评估，在疫情冲击下，欧央行并未降息而是采取了资产购买的政策。我们认为，欧洲央行后续继续降息的空间已经不大，从中期看，反而更可能在疫情冲击结束后因基本面逐步改善而逐步向正常货币政策回归。综合判断，货币政策因素也不利于美元。因此，美元指数大概率在中期趋弱。

关注事件冲击的不确定性。2018 年以来，几次人民币贬值压力的释放均是受到中美博弈变动所致。如前所述，2020 年下半年，中国的外部环境更为严峻，考虑到 2020 年为美国大选年，为争夺选票，中美博弈再起争端的可能性较大，可能对人民币构成冲击。

下半年人民币对美元维持强势双向波动。预计下半年基本面、利差和美元指数趋弱等均对人民币构成支撑，但中美博弈升级所导致的市场风险偏好波动将对人民币汇率构成短期影响。而对于中国央行而言，在增强人民币汇率弹性的政策导向下，并不会对某些整数关口进行过多干预。我们认为人民币中长期双向波动不变，但波动幅度可能进一步放宽。

政策总体克制

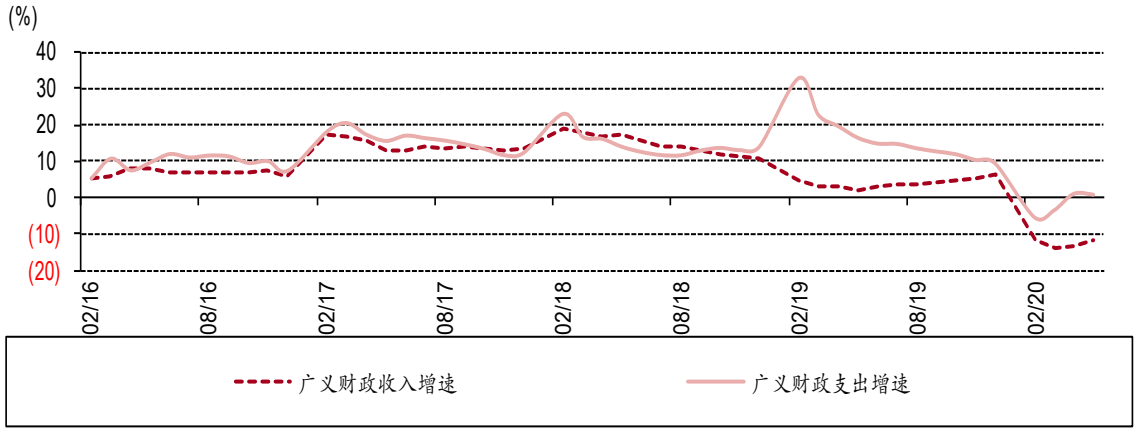
面对疫情冲击，中国的宏观政策相对其他主要经济体，总体上保持克制。

财政政策以保障为主

财政政策重心在于保障而非刺激。政府工作报告确立了 2020 年财政赤字率提升至 3.6%以上，赤字规模扩大 1 万亿元至 3.76 万亿；同时发行 1 万亿元抗疫特别国债；地方政府专项债券增加 1.6 万亿元至 3.75 万亿元。综合看，财政支出力度尚可。同时，政府工作报告强调，特别国债和增加的 1 万亿元赤字全部转给地方，“主要用于保就业、保基本民生、保市场主体，包括支持减税降费、减租降息、扩大消费和投资等”。从中央财政预算看，预算收入下降 7.3%，但中央对地方转移支付增加了 12.8%。其中特殊转移支付 6050 亿元，用于“六保”支出。由此看，财政政策的重心在于通过转移制度来进行经济救助，重点在于保障而非刺激。这也符合此前财政部长在《求是》杂志发文所阐述的“积极财政政策的新内涵”。

财政收支缺口扩大。财政政策重在保障的背后，是财政收支缺口的扩大。1—5 月，包含预算财政支出和政府性基金支出的广义财政支出同比增长 1%，而广义财政收入同比下降 11.6%，财政收支缺口扩大。考虑到下半年经济增速低于往年，财政支出中民生支出具有一定刚性，下半年财政收支缺口难以缓解。

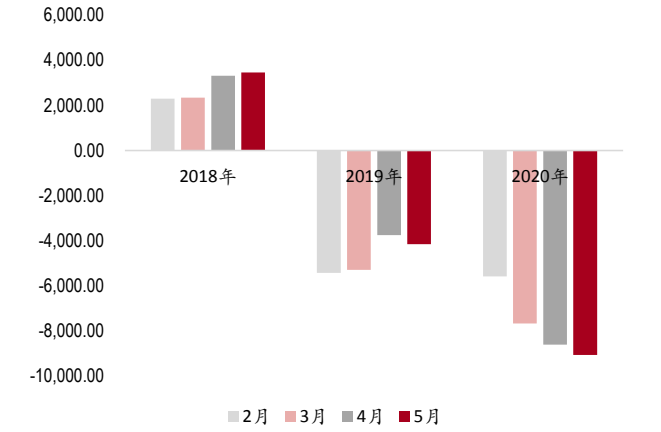
图表 28. 广义财政收支缺口扩大



资料来源：万得，中银证券

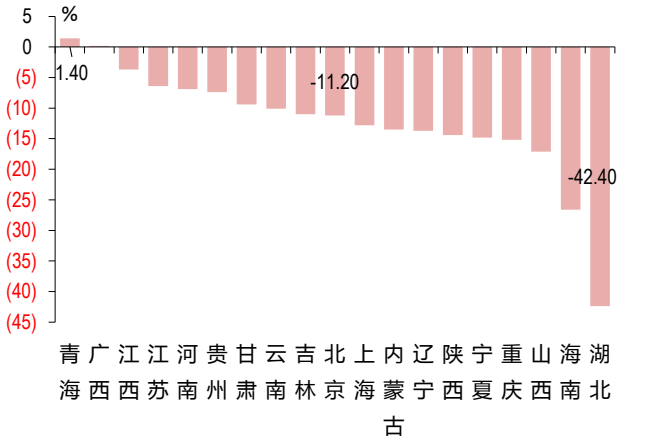
地方财政压力增加明显。从地方财政看，2020 年地方政府性基金收支缺口高于往年同期水平，地方财政更多依赖地方政府债券及中央的转移支出。收入方面一方面税基受到侵蚀，另一方面为减轻中小企业负担，多地推出延迟缴纳税收政策。支出方面，2020 年抗疫支出较多；除此之外，更多资金安排保企业、保就业。总体上看，地方财政收入减少，支出增加，将更多依赖地方政府债券及转移支付。

图表 29. 地方政府性基金收支缺口高于往年同期



资料来源：万得，中银证券

图表 30. 多数省份今年累计财政收入负增长



资料来源：万得，中银证券

货币政策转向适度

货币政策转向常规宽松。2020 年上半年，为应对疫情，央行采用了超常规的宽松政策，包括三次降准再贷款再贴现、中期借贷便利操作、安排政策性银行信贷支持、推动公司信用类债券融资增长等长期政策，以及 3000 亿元专项再贷款、春节后开市前两天超常投放的 1.7 万亿元流动性、支持复工复产的 5000 亿元再贷款再贴现政策，以及 6 月 1 日出台的普惠小微贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划等阶段性宽松政策。随着经济逐步走出疫情冲击，央行近期的态度已经开始强调超常规宽松政策的退出，转向总量适度。

易纲行长近期在陆家嘴论坛讲话中，除了强调下半年货币政策还将保持流动性合理充裕之外，也强调了疫情应对期间的金融支持政策具有阶段性，要注重政策设计激励相容，防范道德风险，要关注政策的“后遗症”，总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出。央行货币政策委员会二季度例会再次强调了坚持总量政策适度，有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，健全财政、货币、就业等政策协同和传导落实机制等内容。市场预期的降准则迟迟未至。上述央行表态和行为暗示了货币政策正逐步从应对疫情的超常规宽松转向常规宽松。

易纲行长在陆家嘴论坛指出，全年人民币贷款新增近 20 万亿元，社会融资规模增量将超过 30 万亿元。按此估算，下半年新增信贷约 8 万亿元，社融增量约 10 万亿元，与 2019 年下半年相比，贷款仍有小幅增长，社融增量空间已经不大。由此也可看出，总量政策的进一步宽松余地不大。

决策层并未放松对金融风险的关注。同时，7 月 1 日国务院常务会议提出允许地方政府专项债合理支持中小银行补充资本金，同日央行、发改委、证监会联合发布《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》。我们认为这意味着决策层并未放松对金融风险的关注。考虑到防范化解重大风险仍为三大攻坚战之一，而上半年为应对疫情，宏观杠杆率上升明显，预计后续政策对金融风险的关注将逐步增强。

总体上，我们认为货币政策边际发生变化的概率在上升。当然，考虑到短期内经济增长仍有不确定性，海外风险尚不能掉以轻心。我们预计三季度货币政策边际上可能有所收紧，但发生根本转变的可能性不大。

大类资产配置：大河有水小河满

下半年大类资产配置的主线，是在后疫情时代经济环比增长恢复、同比增速疲弱的背景下，受政策边际变化影响的投资者风险偏好变动。因此下半年左右大类资产行情的主要因素，一是经济的环比恢复程度与预期的比较，二是政策的边际宽松程度与预期的比较。我们对下半年大类资产预期收益率的排序是：股票>大宗>债券>货币。

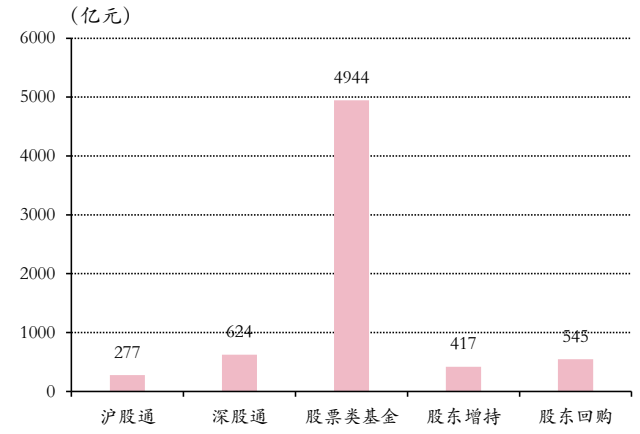
股票：全球比较优势下有结构性行情

上半年市场表现分化。上半年股市分化比较明显，从市场指数看，沪市表现整体逊于深市，截至 6 月 17 日，上证综指下跌 3.75%，深证成指上涨 9.49%，中小板指上涨 13.78%，创业板指上涨 25.91%，权重股表现最差，其中上证红利指数下跌 12.32%，跌幅最大。行业方面表现最好的仍是大消费和 TMT，金融、地产、石油石化表现较差。全球比较来看，A 股整体表现较好，一方面有估值仍处于相对均衡水平的原因，另一方面我国自新冠疫情冲击中恢复的情况较好，经济基本面也有相对优势，对海外资金也构成显著吸引力。

基金、陆股通、新开户带动资金净流入。从资金流入的情况来看，上半年陆股通净流入 1001 亿元，股票类基金净流入 4944 亿元，上市公司股东增持 417 亿元，股东回购 545 亿元。受到 2019 年股市赚钱效应的影响，2020 年上半年股票型基金新发规模维持在较高水平，超出市场预期，另外陆股通净流入仍维持在较高水平，也成为支撑 A 股的重要资金来源。从新发股票型基金类型和深股通股通流入明显更多来看，可以一定程度上解释上半年 A 股市场结构性行业且偏好成长型股票风格的原因。

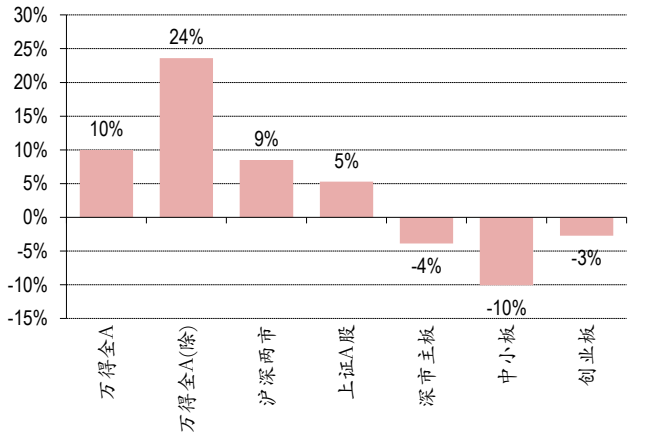
经济底部回升和货币宽松利好风险资产。展望 2020 年下半年，我们认为 A 股目前的相对优势依然可以维持。从股市自身来看，一方面中小创估值仍较历史平均估值水平存在一定的折价，另一方面陆股通资金仍维持较为强劲的净流入趋势，加之上半年 A 股市场的结构性机会继续推高成长股价格，赚钱效应或导致年内股票类新发基金募资规模持续超预期。从宏观经济背景看，二季度海外经济大概率触底，下半年国内和海外经济都将维持环比恢复的趋势，在此过程中，宽松的货币环境和货币政策难以缺席，并且存在各主要国家和地区出台提振需求的财政政策的可能。在 2020 年下半年，资本市场上可能存在一个“货币政策宽松”叠加“实体经济需求短期难明显上行”的窗口期，利好风险资产价格表现。

图表 31. 2020 年上半年资金流入情况



资料来源：万得，中银证券

图表 32. A 股的估值优势



资料来源：万得，中银证券

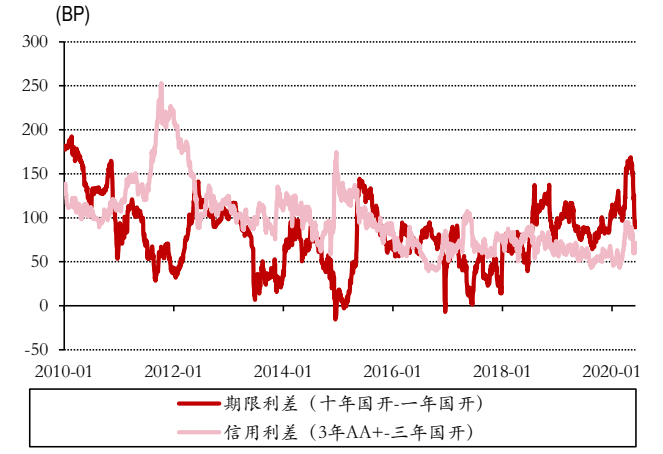
债券：货币宽松和供给放量框定收益率上下限

宽松的货币环境难以转向，金融机构配置压力增加。截至 2020 年 5 月，M2 同比增速达到 11.1%，较 2019 年底上行了 2.4 个百分点，显著高于名义 GDP 增速，1-5 月累计新增社融 17.37 万亿元，累计新增人民币贷款 10.42 万亿元，较 2019 年同期分别增长了 44.89%和 24.87%。受宽松的货币环境影响，截至 2020 年 5 月存款性金融公司总资产同比增长 10.91%，远高于 2017-2019 年的扩张速度，其中对政府债权增长 18.89%，对非金融机构债权增长 14.72%，对居民部门债权增长 13.89%。可见宽松的货币环境影响下，金融机构作为货币政策的传导通道，资产负债表显著扩张，截至 5 月底资金流向主要是政府机构、企业和居民部门，流向金融同业部门的资金较少，由此带来金融机构资产配置压力加大。

债市供给压力持续在高位。2020 年初以来，受到货币政策放松的影响，国内债市利率持续下行，截至 6 月 17 日，十年国债收益率下行 26BP 至 2.88%，十年国开债收益率下行了 40BP，1 年 AAA 评级信用债下行 60BP。但另一方面，受到利率持续处于较低水平的影响，今年以来债市供给量显著增加，1-5 月新增社融中企业债融资规模达到 2.99 万亿元，较 2019 年同期多增 1.56 万亿元，政府债券融资规模达到 3.05 万亿元，较 2019 年同期多增 1.28 万亿元，并且受积极的财政政策影响，下半年政府债券供给总量仍将维持在较高水平。

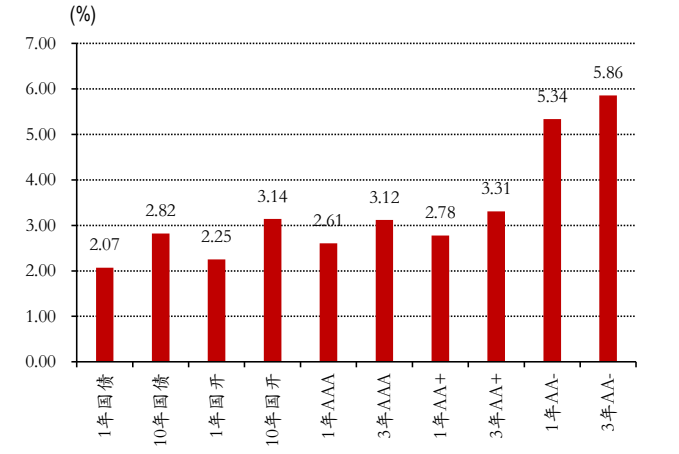
无论宽货币还是宽信用，债市跟随货币政策的波动走。4 月 3 日央行下调超额存款准备金利率，由此带动短端利率大幅下行，一年期国债利率最低水平是在 4 月底达到 1.12%，但 5 月之后央行货币政策边际有所收紧，导致债市出现较大幅度调整。目前市场担忧央行的货币政策是否出现确定性转向，我们认为类似 4 月极为宽松的货币环境预计较难再出现，但国内外经济尚处于新冠疫情冲击后的持续修复期，货币政策需要维持相对宽松来创造合适的融资环境和流动性环境，因此货币政策边际收紧是为防止资金空转而采取的阶段性对策，预计下半年货币政策依然易松难紧，货币政策的调整将随着国内和全球经济复苏的情况而定。在货币政策的主导下，全年新增社融维持在较高水平，债市收益率维持区间震荡。

图表 33. 期限利差和信用利差



资料来源：万得，中银证券

图表 34. 各类债券到期收益率



资料来源：万得，中银证券

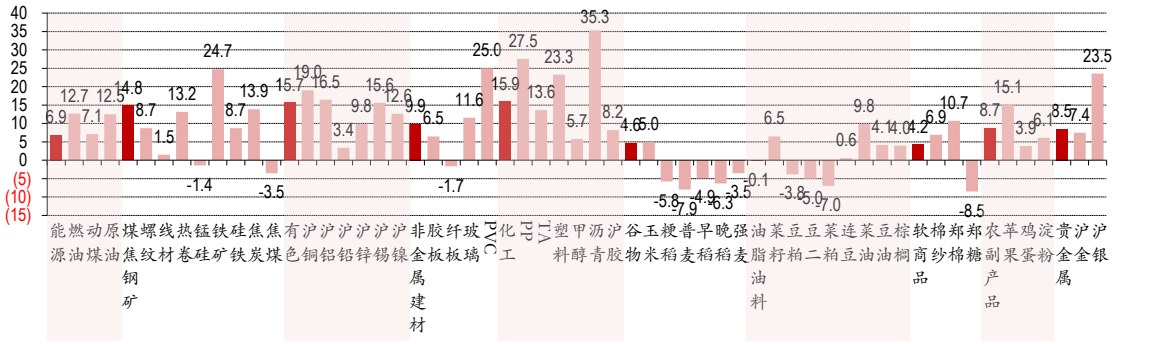
大宗：经济环比回升预期强烈，受益于基建投资的确定性

黄金：实际利率难再低，但全球通胀具备不确定性。从影响黄金价格的各项因素前瞻来看，实际利率处于绝对低位，对黄金价格构成实质性利好，另外支撑黄金价格还包括全球经济复苏过程中的不确定性因素和美元中短期内没有走强的动力。但不利因素也很明显，受全球经济增速大幅下行影响，黄金需求明显下降，特别是消费需求，国内 1-5 月金银珠宝零售额累计同比增长-26.8%，全球范围内一季度珠宝首饰消费需求同比增长-38.92%，工业需求同比增长-8.21%，但受到投资者避险需求上升影响，投资需求同比上升 79.57%。拖累黄金价格表现的另一个因素是，受到全球经济下行影响，全球通胀水平大幅下行。我们认为黄金价格在 2020 年下半年的主要支撑将来自低利率和投资者的避险需求，同时考虑到当前全球主要央行均采取了极为宽松的货币政策，需要密切关注通胀的走势可能对黄金价格产生的意外上行推动。

原油：减产延续，需求回升。原油价格上半年经历了暴涨和暴跌，年初 OPEC 一揽子原油价格在 70 美元/桶附近震荡，但随着新冠疫情的蔓延，需求快速回落，拖累一揽子原油价格一路下行至 12.22 美元/桶，此后在 OPEC+联合大幅减产的基础上，原油价格有所反弹，目前回到了 30-40 美元/桶之间以波动为主。我们认为 2020 年下半年需求环比将有所改善，但需求难见显著回升，更难回到新冠疫情前的全球原油需求水平。因此下半年全球原油价格大概率将维持震荡，价格的波动上限主要取决于需求的恢复程度和恢复速度，下限则取决于 OPEC+保持限产的时间、全球需求是否会受到新冠疫情的二次冲击、以及美国大选前后是否会出现影响全球经济复苏的超预期政策出台。

基建投资是稳增长的重要力量。上半年大宗商品整体处于下跌当中，但主要是受一季度新冠疫情冲击影响所致。二季度至今大宗商品价格普遍有所修复，其中化工上涨 15.9%，有色上涨 15.7%，煤焦钢矿上涨 14.8%， 非金属建材上涨 9.9%，大类当中只有油脂油料下跌-0.1%。整体来看，二季度大宗商品价格随着经济环比回升有所恢复，考虑到生产端恢复速度较快，需求修复较慢，且海外自二季度开始受到新冠疫情影响加大，因此内需对拉动经济增长的重要性凸显。其中截至 5 月社零当月同比增速仍为-2.8%，且一季度居民收入增速下滑速度太快可能进一步抑制消费的复苏情况，市场预期下半年投资将对稳增长贡献巨大。特别是二季度以来社融当中政府债券发行放量，明确指向利好基建投资增长，由此带动相关大宗商品价格回升。我们认为半年以基建为代表的投资仍将是稳增长的重要力量，投资需求的确定性为相关大宗商品价格提供了支撑。

图表 35. 2020 年二季度大宗商品涨跌幅（%）



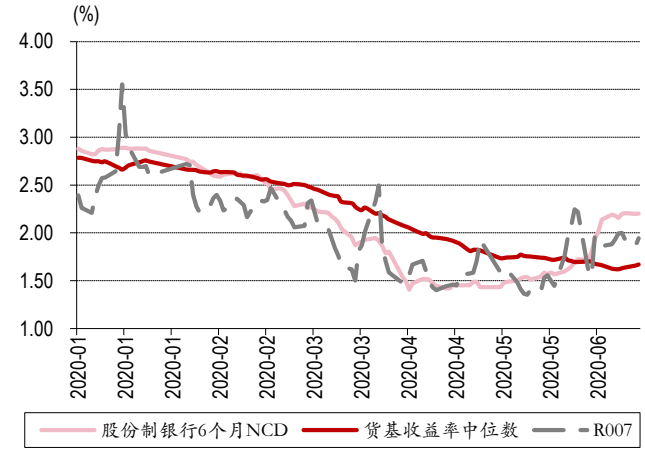
资料来源：万得，中银证券

货币：收益率低且上行难

宽松的货币环境影响下货基 7 天年化收益率创新低。2020 年初货币基金 7 天年化收益率中位数为 2.79%，但截至 6 月 16 日已经下行至 1.67%，半年内下行了 112BP，以余额宝为代表的货基 7 天年化收益率 1.44%，近期更是创下了成立以来的收益率新低。货币基金收益率走低主要受到市场环境的影响。在新冠疫情冲击发生后，全球央行基本都开启了宽松的货币政策，国内方面央行 2020 年初至 5 月 3 次降准释放资金 1.75 万亿元，并且调降了超额存款准备金利率从 0.72%至 0.36%，一年期 MLF 利率也从 2020 年初的 3.25%经过两次下调降至 2.95%。在宽松的货币环境影响下，银行间市场 7 天资金拆借利率从年初的 2.5%附近持续下行至最低在 1.5%附近，由此导致不仅短端固收利率极低，而且利差明显收窄，极大压缩了货币基金的操作空间。

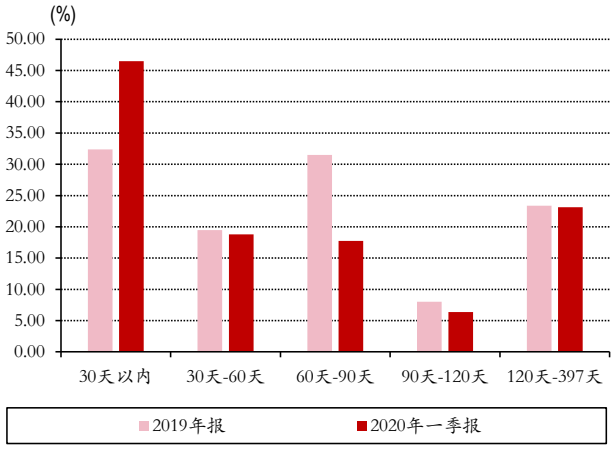
货基持仓向短久期进一步靠拢且杠杆有所下降。货币基金自身的风险偏好也在继续下降。从持仓久期来看，一季报披露 60-90 天品种持仓比例较 2019 年底下降了 14 个百分点，相应的 30 天以内的品种持仓比例上升了 14 个百分点。同时 2020 年一季报货币基金的平均杠杆率较 2019 年底也有所下降，也反映出货币基金整体风险偏好下行明显。我们认为货基目前偏保守的投资行为在 2020 年内较难改变，一方面因为新冠疫情之后经济虽然环比持续复苏，但从国内来看逐月环比复苏的力度有所减缓，且海外复苏前景不明，因此全球范围内宽松的货币环境难以扭转，国内短端利率水平有可能波动，但难以持续上行。另一方面在宽松的货币环境下，短端固收产品的利差难以持续有效上升，货币基金操作空间不大。我们认为 2020 年底前货基 7 天年化收益率或在 1.5%-2%之间波动，收益率难以明显上行。

图表 36. 货币基金收益率中位数



资料来源：万得，中银证券

图表 37. 货币基金持仓变化



资料来源：万得，中银证券

结论与预测

2020 年下半年，全球疫情走势仍是最大的不确定性，全球经济呈缓慢复苏，全球主要央行货币政策延续宽松。海外资金继续流入中国，但外部环境的严峻需要关注。

中国 2020 年下半年经济增长仍处复苏通道，GDP 增速逐季抬升，生产端修复好于需求端。需求端中，基建投资是相对确定的增长支撑。下半年 CPI 同比逐步回落，PPI 环比向上，同比降幅收窄，人民币汇率偏强双向波动。

在此背景下，政策整体维持克制。财政政策以保障为主，货币政策回归常规宽松，存在边际收紧的可能，同时防风险仍需关注。

基于上述宏观背景，大类资产配置顺序为：股票>商品>债券>货币。

图表 38. 2020 年下半年主要宏观经济指标预测

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020 全年
GDP 当季同比	-6.8	2.5	4.7	5.2	**1.4**
工业增加值当季同比	-8.4	4.3	5.0	5.2	**1.5**
固定资产投资累计同比	-16.1	-3.5	0.4	1.0	**1.0**
其中：制造业	-25.2	-11.8	-7.0	-5.0	**-5.0**
基建	-16.36	-1.2	1.2	3.7	**3.7**
房地产	-7.7	0.8	1.5	3.2	**3.2**
社会消费品零售总额当季同比	-19	-4.1	1.6	3.7	**-4.2**
出口（美元）当季同比	-13.3	-1.4	-8.1	-10.3	**-8.2**
进口（美元）当季同比	-2.9	-11.9	-5.5	-6.3	**-6.7**
CPI 当季同比	4.9	2.7	1.7	0.3	**2.4**
PPI 当季同比	-0.6	-3.3	-2.5	-1.9	**-2.1**
M2 当季同比	10.1	11.1	10.8	10.5	**10.5**
社融存量当季同比	11.5	12.8	12.5	12.2	**12.2**

资料来源：中银证券

风险提示：全球疫情扩散超预期，中美博弈升级超预期，经济增长不及预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371