

中信证券经纪（香港）

产品及投资方案部

不确定中找确定｜2020年7月7日

中信証券經紀香港
CITIC Securities Brokerage (HK)

定期出版：年度/季度投资策略







中信証券經紀香港 CITIC Securities Brokerage (HK)

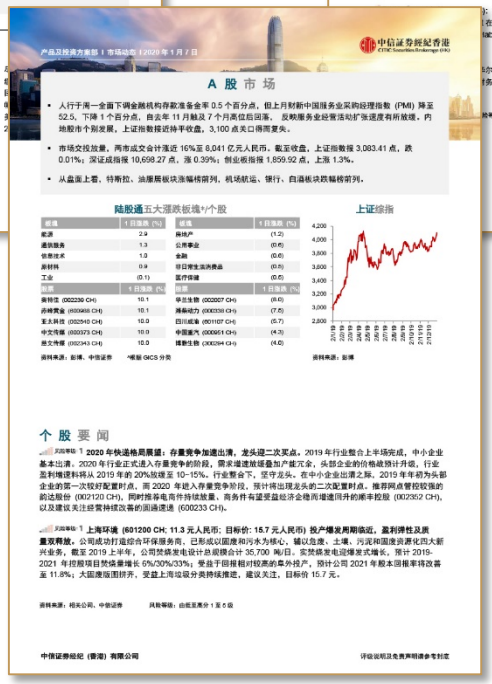
资料来源：中信证券产品及投资方案部

定期出版：每日市场动态







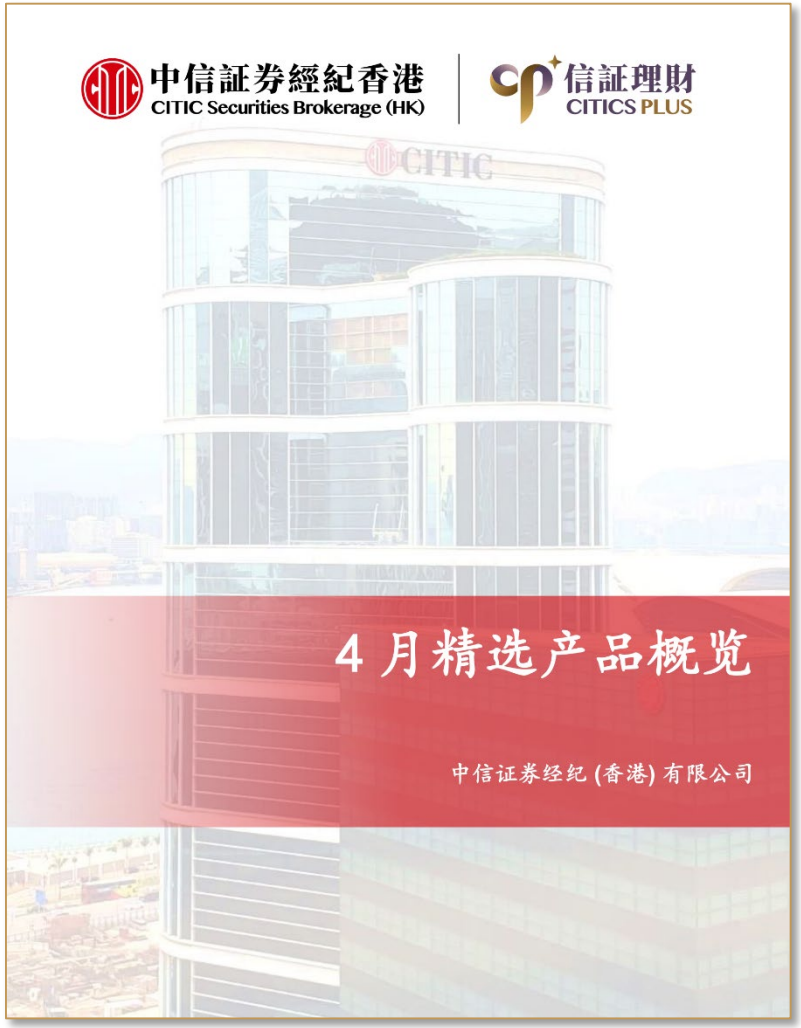




中信証券經紀香港 CITIC Securities Brokerage (HK)　资料来源：中信证券产品及投资方案部

定期出版：每周 / 每月投资焦点 ＋ 每月产品概览





中信証券經紀香港 CITIC Securities Brokerage (HK)　资料来源：中信证券产品及投资方案部

定期出版：重点关注产品追踪(每周)









中信証券經紀香港 CITIC Securities Brokerage (HK)　资料来源：中信证券产品及投资方案部

微信公众号：市场动态 ＋ 焦点个股 ＋ 每月重点打新

中信国际经纪 2小時前



「信速开户站」手机开户优惠计划



市场动态 | A/H 折溢价收敛下的 H 股机遇



焦点个股 | 中国通信服务 (552 HK) 基本盘稳健



SmarTone HK 12:29

市场动态 | 美国失业率将在二季度出现“历史高点”

产品及投资方案部 中信国际经纪 今天



美国失业率将在二季度出现“历史高点”

美国3月非农就业人数减少70.1万，预期减少10万，前值增加27.5万；失业率4.4%，预期3.8%，前值3.5%。3月非农就业出现十年来首次负增，失业率大幅反弹。我们认为4月大概率仍会维持当前的严格防控措施，这意味着疫情的影响将贯穿整月，预计4月非农就业将出现更大幅度的减少。按照目前首次申请失业金人数估算，持续四周找不到工作即被记为失业，4月份就业人数将大幅减少1,000-1,500万。目前总就业人数为1.65万亿，对应的失业率将达到10%-15%，这会超过08年金融危机时期最高的失业率水平。保守情形下，即便疫情在6月底得到基本控制，5-6月份的就业仍会受到显著影响，失业率将在二季度维持10%左右的水平，在此背景下预计二季度美国GDP同比增速将在-5%左右。

SmarTone HK 12:30

焦点个股 | 內地银行业趋势稳定，但资产质量未来存在挑战

产品及投资方案部 中信国际经纪 今天



內地银行业趋势稳定，但资产质量未来存在挑战。

2019年香港上市的内地主要银行净利润同比增长6%、拨备前利润同比增长增长7%。大型银行的净息差收缩幅度较少主要是信贷成本较低，但股份制银行则相反。我们预计这些趋势将在2020年将继续。但是，在Covid-19中，我们认为资产质量将成为影响银行股价表现的关键因素。由于大型银行的资产负债表风险较低且收益率较高，因此我们继续偏爱大型银行。首选业绩优于同行的建设银行 (939 HK) 和招商银行 (3968 HK)。风险等级: 1

特斯拉 (TSLA US): 公司发布2020年一季度业绩快报：当季汽车产量10.27万辆 (同比增长33.1%，环比下跌2.1%)，交付8.84万辆 (同比增长40.3%，环比下跌21.1%)。特斯拉一季度交付量好于市场预期，刺激其股价周五逆市上涨5.62%。我们假设美

SmarTone HK 100% 15:48

港股打新焦点 (6月份更新)

产品及投资方案部 中信国际经纪 1周前

中概股回归成为市场热话，疫情冲击导致近期中美摩擦增加，加上近日美国参议院通过《外国公司问责法案》以及恒生指数公司宣布纳入来自大中华区域的W股及第二上市公司进入恒生指数及国企指数的选股范畴，都增加了中概股回归香港市场上市的概率。**其中网易 (9999 HK；NTES US) 将于今天招股，市传京东 (JD US) 亦计划于下周招股。**参考首只回归港股的互联网中概股阿里巴巴 (9988 HK；BABA US) 的经验，其上市定价较美股折让3%，首日上市升幅为6.6%，不计算成本每手获利1,160港元。建议投资者可关注中概股回归所带来的投资机会。而跟据市场关注度，我们订下1至5星以反映市场对相关新股的受欢迎程度，以5星最受追捧，建议投资者关注以下短期将上市或可能上市的个股。

網易 NETEASE

资料来源：中信证券产品及投资方案部

微信公众号：债市聚焦 ＋ 新债发行



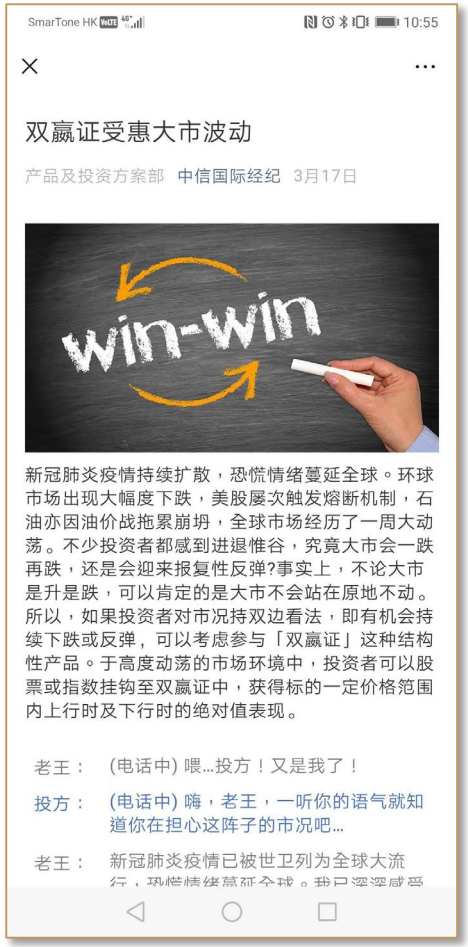




资料来源：中信证券产品及投资方案部

微信公众号：活用结构化产品个案分享 ＋ 环球市场点评







资料来源：中信证券产品及投资方案部

微信公众号：特别文章推荐

SmarTone HK 100% 10:35

全球崩盘下的六款保命法宝

投方先生 中信国际经纪 3月14日



近期全球市场形势可谓惊心动魄，新冠肺炎疫情在全球扩散，石油亦因油价战拖累崩坍，市场恐慌情绪蔓延，全球各类风险资产均出现大幅度的下跌，美股更是在一周内两次触发熔断。相信不少投资者在感叹见证历史的同时也对当下的情形感到迷茫：到底怎样的投资才是符合当下形势的呢?感到迷茫的投资者不妨看看我们关于近期市场波动的六个建议吧：

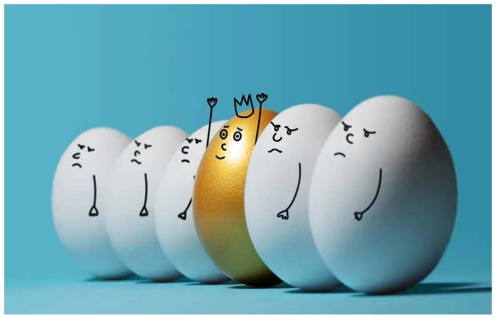
1 抗疫精选股票

自2月中下旬开始，新冠肺炎疫情在非中国地区开始大幅扩散，上周美股在高估值和外部冲击下崩

SmarTone HK 100% 10:34

号外！境外流动性枯竭 把握中资美元债黄金坑

投方先生 中信国际经纪 3月21日



在上周末，我们在推出的特别文章**《全球崩盘下的六款保命法宝》**中给大家介绍了六种应对当前剧烈波动市况的投资策略。相信读过我们上一篇文章的读者都对我们在文章中介绍的债市应对策略有印象，本周我们留意到中资美元债市场出现了大幅度下跌，于是特意用这篇文章来详细讲解当前中资美元债的黄金投资机会。

笔者于上周美联储突然宣布提前紧急降息的当日就清楚表明，大市肯定仍未见底。所谓「乱世用重典、沉珂下猛药」，没有乱局何来重典? 没有急病何需猛药?**美联储今次「下猛药」救的不是几经重挫的股市，也并非岌岌可危的经济，而是银行金融**

SmarTone HK 100% 10:34

投资正/反杠杆ETF前必须知道的三件事

投方先生 中信国际经纪 1周前



两周前，我们在推出的特别文章**《全球崩盘下的六款保命法宝》**中给大家介绍了六种应对当前剧烈波动市况的投资策略，当中我们建议没有太多炒卖期指及期权经验的投资者，可以考虑操作简单的正/反杠杆交易所买卖基金 (ETF)，以把握这波巨震行情中的投资机会。

疫情蔓延、油价闪崩，极端的恐慌情绪终于在本月促成了史诗级的历史大戏。美股10日内经历4次熔断后，近三天则迎来报复性反弹，其中标普500指数刚刚就创下了1933年以来最大三日涨幅。事实上，自2月24日道指狂泻1,031点以来，美股的波动率一直居高不下，千点以上的波动早已是家常便

中信証券經紀香港 CITIC Securities Brokerage (HK)

资料来源：中信证券产品及投资方案部

信报投稿：【市场观点】

信報 財經新聞

熱門：港區國安法 新冠肺炎

搜尋

信報健康 StartUpBeat EJFQ8 信報月刊 優雅生活 ejinsight

主頁 即時新聞 今日信報 港股360 地產投資 財富管理 專題

宏觀方略 ETF透視 基金縱橫 人民幣 / 外匯先機 智醒退休 精明理財

列印 — 預設字型 +

2020年6月5日

市場分析

【市場觀點】重點關注中概巨頭染藍



放大圖片

2020年5月18日，恒生指數公司歷史性宣布，允許將W股及二次上市公司納入恒生指數和國企指數，個股比重上限設為5%。

作為國際金融中心，香港擁有背靠內地的獨有優勢，一直以來是連接海外投資者及內地資本市場的橋樑，也是內地企業境外上市的首選平台。港股市場也因此吸引了大批海外投資者，尤其是機構投資者。他們通過投資在港上市的中資股，間接分享內地增長的紅利。

按投資者類別劃分，整體機構投資者成交占比高達61%，遠遠高於個人投資者。部份機構投資者更關注或傾向直接投資基準指數，如恒生指數和國企指數。恒生指數一直是港股市場的標杆，但由於低增長的金融股權重偏高，長期陷入「低估值、低增長」的困局。截至5月26日，恒生指數平均估值為10.86倍，遠低於全球其它主要股指水準。

近年來，阿里巴巴（09988）、美團點評（03690）及小米集團（01810）等代表「新經濟、高增長」的中國公司陸續登陸香港。然而，礙於香港上市規則未追得上時代變遷，W股及二次上市股份並未能納入基準指數，指數型投資者無法分享「新

信報 財經新聞

熱門：港區國安法 新冠肺炎

搜尋

信報健康 StartUpBeat EJFQ8 信報月刊 優雅生活 ejinsight

主頁 即時新聞 今日信報 港股360 地產投資 財富管理 專題

宏觀方略 ETF透視 基金縱橫 人民幣 / 外匯先機 智醒退休 精明理財

列印 — 預設字型 +

2020年5月19日

市場分析

【市場觀點】迎接兩會後的港股機會



放大圖片

受新冠肺炎疫情影響，所有習以為常的事情，小至各地足球比賽，大至東京奧運等都被迫延期，今年中國全國兩會亦不例外。過往在每年3月舉行的兩會今年亦罕有延期至5月21日及22日。疫情之下，市民及企業受到嚴重影響，期待政府出手相助。預計今年兩會主題將聚焦支持經濟，通過加強內需和基建投資，來確保經濟穩定增長。

2020年內地第一季GDP按年下降6.8%，幾十年來首次負增長，各項經濟數據也出現較大下滑，經濟增長面臨較大壓力。按照往例，兩會上的政府工作報告一般會用一定篇幅陳述當年重要經濟目標，並對財政、貨幣等宏觀政策作明確指示。今年第一季中國內地遭受疫情衝擊，經濟增長面臨較大壓力，但考慮到穩定就業的需要，在經濟增速目標的設定上就顯得尤為重要。中信証券預計，全年GDP增速目標將設定為3%左右，並預計兩會將通過基建、消費等一系列需求的擴張來進行逆周期刺激。

其中，擴張財政政策將助力基建投資。預計2020年專項債發行將達3.3萬億元（人民幣，下同），中性預期2020年基建投資總規模增速約14%。從投資方向看，預計

信報 財經新聞

熱門：港區國安法 新冠肺炎

搜尋

信報健康 StartUpBeat EJFQ8 信報月刊 優雅生活 ejinsight

主頁 即時新聞 今日信報 港股360 地產投資 財富管理 專題

宏觀方略 ETF透視 基金縱橫 人民幣 / 外匯先機 智醒退休 精明理財

列印 — 預設字型 +

2020年5月13日

市場分析

【市場觀點】滙豐取消派息的啟示



放大圖片

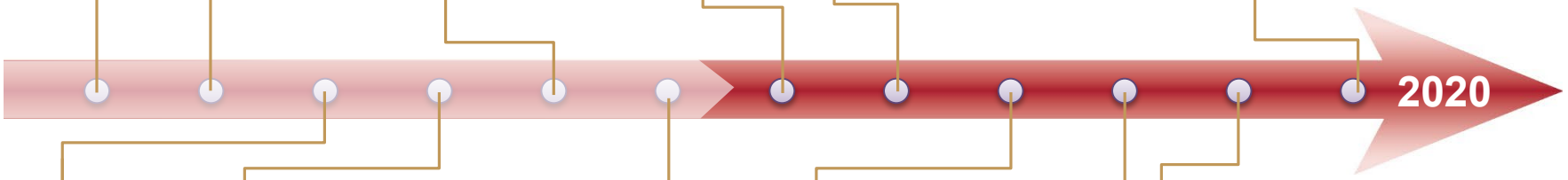
價值投資者一直奉行高股息、低估值的「一高一低」策略，即青睞高股息、低估值、業績優秀的上市公司股票。然而，實際做起來難度不少，往往難以同時兼顧，所以很多投資者會將「一高一低」策略，分拆為「高股息」策略及「低估值」策略。

不過，自2008年環球金融海嘯以來，很多投資者都陷入了「估值陷阱」，大家看看美股及新興市場股市就很容易理解。2009年環球經濟開始復甦，新興市場股市的估值吸引了大量資金流入，然而其表現卻一直載浮載沉，投入的資金好像都石沉大海；反觀美股，雖然估值高踞不下卻愈升愈有，近年更突破2007年海嘯前高位後，曾多次創出新高。

相對失效「低估值」策略，「高股息」策略明顯成功得多。尤其是於低息環境下，「高股息」股票就成為了幾乎所有投資者（包括機構投資者及散戶）眼中的「寵兒」，吸引了大量資金，更有不少公司甚至於過往幾年調整派息政策加以配合，以亞洲區而言，日本上市企業佔大多數。然而，隨着滙豐控股（00005）宣布將取消2019年第四季度並暫停2020年前三季度的派息，投資者開始擔心自己會陷入「股息陷阱」。

资料来源：中信证券产品及投资方案部

2020年重大事件



一月

11/1/2020	中国台湾地区领导人选举
21/1 - 24/1/2020	世界经济论坛年会
26/1/2020	意大利地区选举
28/1 - 29/1/2020	美联储议息会议
31/1/2020	英国脱欧限期

二月

20/2 - 23/2/2020	G20财长及央行行长会议

三月

3/3/2020	美国「超级星期二」
15/3 - 22/3/2020	法国市议会选举
23/3/2020	富时罗素完成第三批次第一步扩容
26/3 - 27/3/2020	欧洲理事会会议

四月

9/4/2020	OPEC+减产会议
15/4/2020	中央政治局经济工作会议
15/4/2020	南韩国会选举
28/4 - 29/4/2020	美联储议息会议

五月

22-28/05/2020	2020年中共全国两会

六月

9/6 - 10/6/2020	美联储议息会议
18/6 -19/6/2020	欧洲理事会会议
19/6/2020	富时罗素完成第三批次第二步扩容

七月

17/7 - 18/7/2020	G20财长及央行行长会议
28/7 - 29/7/2020	美联储议息会议

八月

08/2020	中央政治局经济工作会议
17/8 - 20/8/2020	美国民主党全国代表大会 (线上举行)
24/8 - 27/8/2020	美国共和党全国代表大会
27/8 - 28/8/2020	全球央行年會 (线上举行)

九月

15/9 - 16/9/2020	美联储议息会议
18/9 -21/9/2020	第53届亚洲开发银行年会
19/9/2020	新西兰大选
21/9 - 23/9/2020	亚洲5G研讨会

十月

15/10/2020	欧盟2021年预算草案限期
15/10 - 16/10/2020	欧洲理事会会议
10/2020	中央政治局经济工作会议

十一月

3/11/2020	美国总统及参议院选举
4/11 - 5/11/2020	美联储议息会议
21/11 - 22/11/2020	二十国集团峰会

十二月

11/2020-12/2020	油组会议
15/12 - 16/12/2020	美联储议息会议
12/2020	中央政治局经济工作会议
31/12/2020	英国脱欧过渡期限期

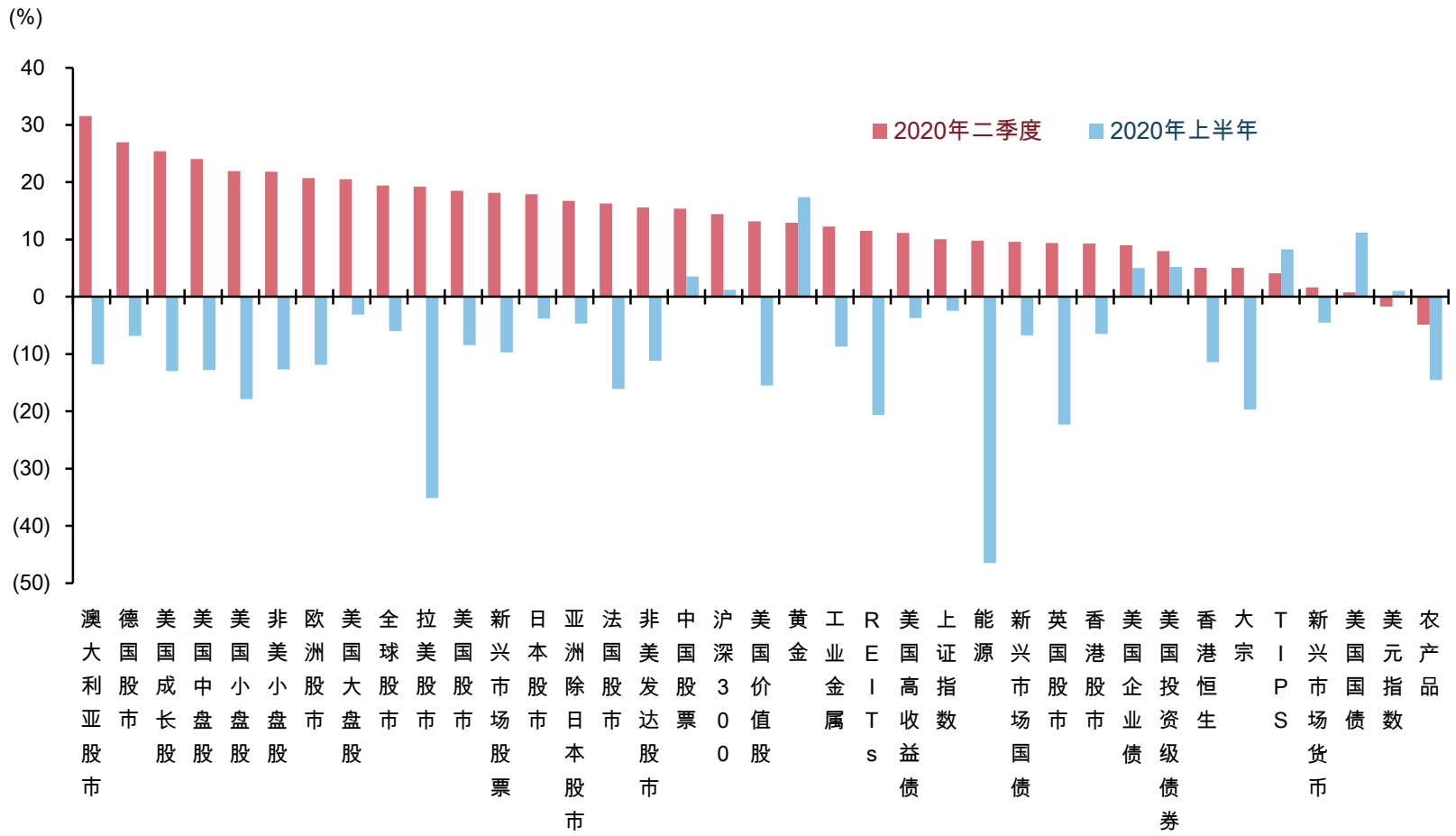
资料来源：彭博、中信证券、各报章



资 产 配 置

二季度权益类资产强势反弹

2020年二季度及上半年各大类资产价格走势比较 (总回报)



资料来源：彭博、中信证券　　截至30/6/2020　　* 以美元計算

大类资产表现 (2009年至今)

近10年环球市场热图 (股票/债券/商品)

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	年初至今 [Q2] (截至30/6/20)	十年年化回报	十年年化波动率
中国A股 98.5	黄金 28.7	中国在岸债 37.0	中国离岸高收益债 34.0	美国股票 32.4	中国A股 52.1	中国离岸高收益债 10.8	美国高收益债 17.1	新兴市场股票 37.8	中国在岸债 3.5	中国A股 36.8	黄金 16.1 [20.2]	美国股票 12.7	原油 28.8
新兴市场股票 79.0	中国离岸高收益债 24.3	美国国债 9.8	香港股票 28.3	欧洲股票 26.0	美国股票 13.7	中国在岸债 3.9	美国股票 12.0	香港股票 36.2	美国国债 0.9	原油 34.4	中国A股 5.8 [14.2]	中国离岸高收益债 8.4	中国A股 24.4
香港股票 60.2	香港股票 23.2	黄金 9.6	欧洲股票 19.9	香港股票 11.1	中国离岸投资级债 8.5	中国离岸投资级债 3.3	新兴市场股票 11.6	中国A股 32.7	中国离岸投资级债 0.5	美国股票 31.5	美国投资级债 5.0 [8.9]	香港股票 7.8	香港股票 17.3
美国高收益债 58.2	新兴市场股票 19.2	新兴市场美元债 8.5	新兴市场股票 18.6	美国高收益债 7.4	中国在岸债 8.0	中国A股 2.4	中国离岸高收益债 10.4	欧洲股票 26.2	美国高收益债 -2.1	欧洲股票 24.6	美国国债 4.2 [0.4]	美国高收益债 7.3	新兴市场股票 17.2
欧洲股票 36.8	美国高收益债 15.1	美国投资级债 8.1	新兴市场美元债 18.5	原油 6.8	美国投资级债 7.5	美国股票 1.4	新兴市场美元债 10.2	美国股票 21.8	美国投资级债 -2.5	新兴市场股票 18.9	中国离岸投资级债 4.1 [2.7]	新兴市场美元债 6.5	欧洲股票 16.5
新兴市场美元债 28.2	美国股票 15.1	中国离岸投资级债 5.3	美国股票 16.0	中国离岸高收益债 6.6	新兴市场美元债 5.5	新兴市场美元债 1.2	黄金 7.7	黄金 12.8	黄金 -2.8	黄金 18.0	中国离岸高收益债 1.5 [9.9]	欧洲股票 5.4	黄金 15.9
美国股票 26.5	新兴市场美元债 12.0	美国高收益债 5.0	美国高收益债 15.8	中国在岸债 1.3	香港股票 5.1	美国国债 0.8	原油 7.1	新兴市场美元债 9.3	中国离岸高收益债 -4.2	美国投资级债 14.5	中国在岸债 1.0 [-0.4]	中国在岸债 6.2	美国股票 12.7
黄金 22.9	中国离岸投资级债 10.0	美国股票 2.1	中国离岸投资级债 12.8	美国投资级债 -1.5	美国国债 5.1	香港股票 -0.5	美国投资级债 6.1	美国高收益债 7.5	美国股票 -4.4	新兴市场美元债 14.4	新兴市场美元债 2.3 [7.6]	美国投资级债 5.7	中国离岸高收益债 12.2
美国投资级债 18.7	美国投资级债 9.0	原油 -3.6	中国A股 11.1	新兴市场股票 -2.3	中国离岸高收益债 3.9	美国投资级债 -0.7	中国离岸投资级债 4.4	原油 5.1	新兴市场美元债 -4.6	美国高收益债 14.3	美国高收益债 -3.5 [10.9]	中国离岸投资级债 5.5	中国在岸债 9.7
原油 4.4	美国国债 5.9	欧洲股票 -10.5	美国投资级债 9.8	中国A股 -2.6	美国高收益债 2.5	欧洲股票 -2.3	香港股票 2.3	中国离岸高收益债 6.5	香港股票 -7.8	中国离岸高收益债 12.7	美国股票 -3.6[20.5]	中国A股 3.6	新兴市场美元债 6.4
中国在岸债 1.9	欧洲股票 4.5	中国离岸高收益债 -13.7	黄金 6.1	美国国债 -2.7	黄金 -1.7	美国高收益债 -4.5	美国国债 1.0	美国投资级债 6.4	新兴市场股票 -14.2	中国离岸投资级债 10.2	新兴市场股票 -10.2 [18.1]	新兴市场股票 3.5	美国高收益债 5.8
美国国债 -3.6	原油 3.8	香港股票 -16.0	中国在岸债 5.1	中国离岸投资级债 -3.4	新兴市场股票 -1.8	黄金 -10.9	欧洲股票 0.2	中国在岸债 6.2	欧洲股票 -14.3	香港股票 10.3	香港股票 -12.0 [9.2]	美国国债 3.4	美国投资级债 4.1
	中国在岸债 2.7	新兴市场股票 -18.2	美国国债 2.0	新兴市场美元债 -6.6	欧洲股票 -5.7	新兴市场股票 -14.6	中国在岸债 -5.2	中国离岸投资级债 4.4	原油 -20.5	美国国债 6.9	欧洲股票 -12.5 [13.0]	黄金 2.8	中国离岸投资级债 3.8
	中国A股 -8.4	中国A股 -20.6	原油 -11.8	黄金 -28.7	原油 -41.7	原油 -44.3	中国A股 -15.2	美国国债 2.3	中国A股 -27.5	中国在岸债 3.4	原油 -57.8 [23.5]	原油 -12.2	美国国债 3.6

资料来源：彭博；图例中的“中国A股”为沪深300指数、“美国股票”为标准普尔500指数、“欧洲股票”为MSCI欧洲市场指数、“香港股票”为MSCI香港市场指数、“新兴市场股票”为MSCI新兴市场股市指数、“新兴市场美元债”为摩根大通全球新兴市场美元债券指数、“美国国债”为彭博巴克莱美国国债指数 (1987年起) 、“美国高收益债”为彭博巴克莱美国企业高收益债券指数、“美国投资级债”为彭博巴克莱美国投资级别企业债券指数、“中国在岸债”为彭博巴克莱中国综合指数 “中国离岸投资级美元债”为彭博巴克莱亚洲（日本除外）中国投资级美元债券指数、“中国离岸高收益美元债”为彭博巴克莱亚洲 (日本除外) 中国高收益美元债券指数、“黄金”为彭博黄金指数、“原油”为彭博西德州中间基原油指数；以上指数皆为美元计价；“中国离岸投资级美元债”及“中国离岸高收益美元债”彭博数据仅由2010年开始显示；除“香港股票”、“新兴市场股票”、“欧洲股票”为总回报总额外，其他均为总回报。“十年年化回报”及“十年年化波动率”以总回报数据计算，代表2008年12月31日至2019年12月31日期間的表现。所有数据皆以百分比呈现。

三季度的“确定”和“不确定”

三季度的“确定”

- 发达国家**延续货币宽松政策，为市场提供流动性；财政政策加码**刺激经济
- **低通胀、低利率**
- 全球疫情造成生产端的明显冲击下，中国已成为全球供给中心，外需的压力对经济的负面影响应较为可控，**中国三季度经济料会恢复到疫前水平**
- 中美隔阂加速美国上市的**中概股回归香港**

三季度的“不确定”

- **海外疫情反复及二次疫情爆發**拖累环球经济复苏步伐
- 美国大选前，美政治博弈对**中美关系和贸易的溢出风险**
- **杠杆相对较高的欧洲国家**如希腊、意大利、西班牙的**主权债风险增加**
- **如疫情二次爆发，美元升值或导致资本加剧外流新兴市场，**从财政和美元债占比角度，阿根廷、埃及和巴基斯坦风险最大

资料来源：中信证券

“不确定”中寻找“确定”的资产配置

海外疫情仍在爬升，巴西、俄罗斯和印度等新兴市场疫区进入蔓延期。更重要的是美国疫情出现了明显的反复，共和党控制的“红州”经济重启策略更激进，4月以来日增确诊并没有趋势下降，6月更开始明显上行。若美国疫情“二次爆发”，经济重启进度会受到很大限制。但国内经济依然处于恢复的通道中，宏观流动性整体宽松趋势不变，A股港股有基本面和流动性支撑，上有风险因素频繁扰动的均衡状态。未来需要密切关注美股超涨回调和海外疫情反复的风险。在考虑各种宏观及微观的“确定”及“不确定”因素之下，三季度我们建议投资者环抱以下确定性较高的资产以稳中突围。

股票	商品	债券
超配 A股及港股中资科技、可选消费、新旧基建龙头	**持续看好贵金属 超配黄金白银**	**超配 高收益中资美元债**
宽松的宏观流动性向股市传导，经济回暖、估值较低、货币升值提升3大因素将共同驱动中港股市。预计随着中国对疫情相对海外更好管控、美元逐步平稳，国际投资者将再次增配估值有明显吸引力的中国资产。中概股加速回归香港及大型新经济股染蓝料成亮点。	美联储逆周期调节持续加码，流动性宽松料仍将利好金价，2020年预期金价大概率突破至1,900美元/盎司。疫情后全球经济弱复苏，白银工业需求回升，美国制造业PMI和金银比走势较为一致，预计高位的金银比将会回归历史中枢。	在全球近20%债券呈现负利率的背景下，资本寻找正收益是必然选择。在流动性压力逐步缓和后，后续市场将逐步回归基本面。美元债主体信用分化加大，部分主体估值修复，部分基本面较好，违约概率小，境内外利差大的主体将具备超额配置价值。

资料来源：中信证券



资产配置建议

战略性部署 (Tactical Allocation) [未来三个月]

资产类别		++	+	0	-	--
股票	美国			√		
	欧元区			√		
	日本			√		
	新兴市场			√		
	中国A股		√			
	中国港股		√			
固收	美国国债			√		
	投资级美企债			√		
	高收益美企债				√	
	新兴市场美元债			√		
	投资级中资美元债			√		
	高收益中资美元债		√			
商品	黄金		√			
	原油		√			

策略性部署 (Strategic Allocation) [未来一年]

资产类别		++	+	0	-	--
股票	美国			√		
	欧元区 ↑		√			
	日本 ↑		√			
	新兴市场 ↑		√			
	中国A股		√			
	中国港股		√			
固收	美国国债			√		
	投资级美企债 ↓				√	
	高收益美企债 ↑			√		
	新兴市场美元债 ↑		√			
	投资级中资美元债			√		
	高收益中资美元债		√			
商品	黄金		√			
	原油		√			

资料来源：中信证券



宏 观 经 济

海外 / 中国：波折前行 / 任凭风浪起

海外

- 2020年下半年全球经济从骤然停摆的深坑中反弹是大概率事件，但经济向上修复的幅度仍取决于疫情冲击的后续影响。
- 若疫情冲击在2季度基本结束且下半年不再二次爆发，我们预计2020 年全球经济增速下滑3.3%，2021 年恢复至疫情前约3.2%增速。
- 基准情形下预计美国实际GDP增速环比折年率增速将自二季度的约-30%改善至2和3季度的14.8%和9.0%，全年收缩5.9%。以月度增速看下半年全球经济复苏料将呈U型 (U型底部可能持续1-2个季度)。
- 预计下半年主要发达国家财政政策加码、货币宽松的趋势延续，通胀仍将处于较低水平。
- 长期来看，在逆全球化的颠簸时代，企业利润率走低、居民收入预期下降，私人部门加杠杆的可持续性可能不高。

中国

- 面对突如其来的新冠疫情，中国政府及时调整预期目标，并采取特殊时期特殊举措，坚守经济基本盘。
- 中国最先控制住疫情，最先复工复产。中国经济已呈现快速修复之势，经济增速年内有望恢复至疫前水平，预计全年最终实现3.1%的正增长。我们认为，评价今年经济好坏与否，重点不在于全年增速高一点或低一点，而在于经济运行能否在年内较短时间里迅速恢复至疫情前的合理增长区间。
- 如果中国经济能够在年内回到疫情前水平，这意味着疫情冲击下的临时性失业、市场微观主体生存压力、产业链供应链受阻现象将得到有效缓解，经济不会受到持久性创伤，经济结构不会出现严重失衡，经济社会发展主要目标就能够如期完成，而疫情导致的一季度经济断崖式负增长将是短暂的、一次性的。
- 此外，市场将关注改革和十四五规划取向。

资料来源：中信证券

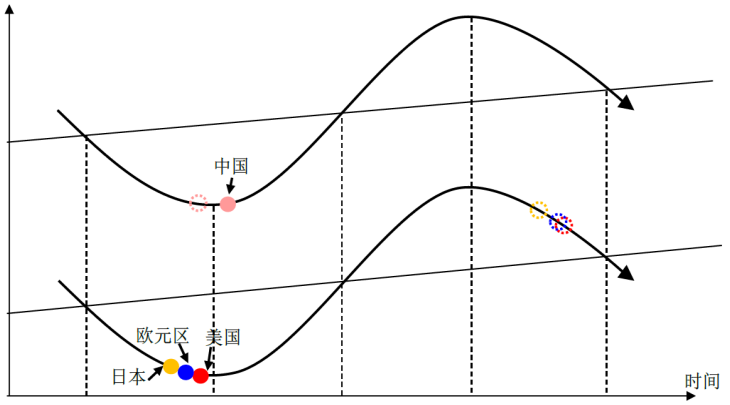
海外：疫情改变经济运行节奏，但没有改变对刺激政策的依赖

- 在逆全球化、发达国家经济进入扩张后周期的背景下，新冠疫情的全球大流行加速了经济周期的演化。疫情防控下的社交隔离措施从供需两端抑制经济活动，令主要国家经济快速陷入深幅衰退，不过，积极的一面是，各国快速出台相应的大规模货币和财政政策纾困计划，同时，疫情的严峻性也倒逼各国政策中心向财政政策转移，这无疑有利于短期经济增速的修复。

- 不过，疫情和社交隔离的存在使得供需两端难以对低利率、低价格做出快速充分的反应，在疫情彻底消除 (或有效疫苗药物研制成功) 之前，经济活动可能依然无法完全恢复至疫情前的水平。如果财政货币政策只是为了短期的托底纾困 (防止企业破产失业率长期化)，那么在疫情没有造成经济长期损伤的假设下，经济在疫情过后应该会回到原有的下行趋势。

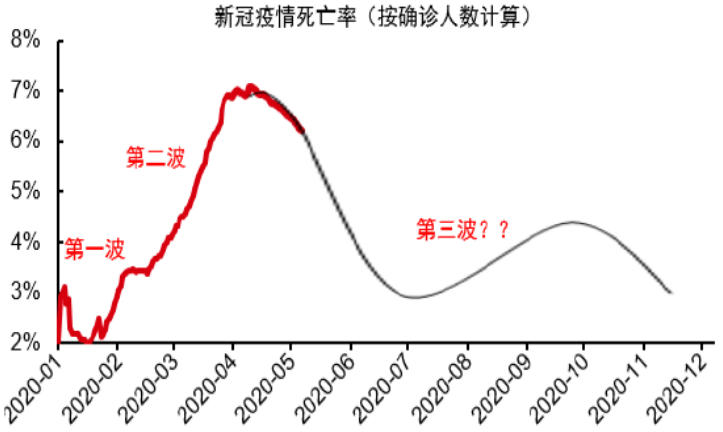
- 如果财政政策更偏向长期刺激，各国高企的财政赤字率又使得未来更多财政空间的释放需要财政货币化来实现，这将把各国的主权债务推向新的高位，也令经济和债务增长更加依赖低利率的流动性环境。美国经济和股市的脆弱性早在2018年美联储收紧货币政策时就可见一斑。如今利率水平一降再降至负利率水平，政府部门债务负担巨幅增长，这可能导致泡沫在部分领域进一步堆积，使得未来政策的退出愈发困难。

主要国家当前所处经济周期阶段分布示意图



资料来源：彭博、中信证券　　注：虚线框为2019 年底各国周期位置

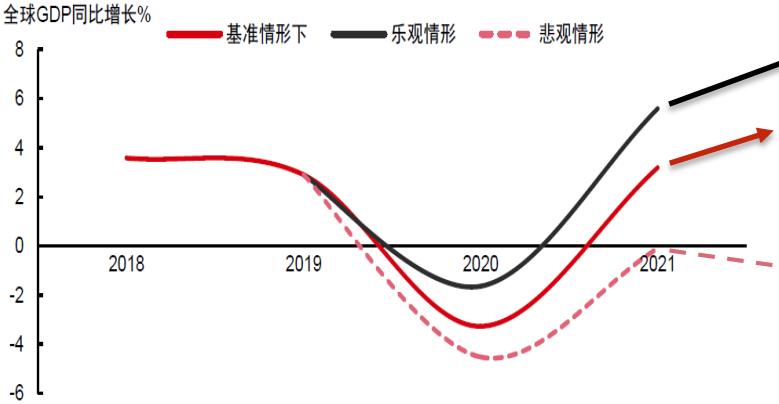
全球疫情走势情景分析



资料来源：彭博、中信证券

海外：下半年经济反弹是大概率…

全球经济在不同情景假设下的增长预测



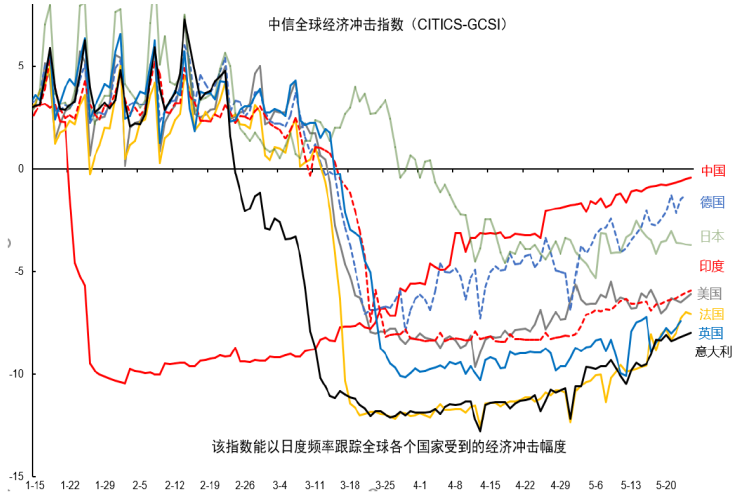
资料来源：彭博、中信证券

乐观情境：全球社交隔离的解除进度加快(经济“活跃度”在2季度末恢复至正常水平)，且之后不再有大规模的疫情二次爆发，**在此情境下预计全球今年的GDP增速为-1.6%，2021年为5.6%。**

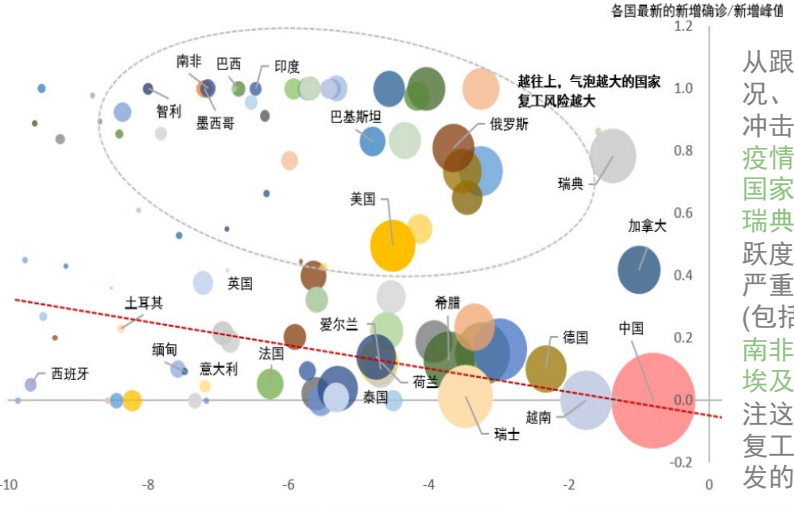
基准情境：随着5月中旬发达国家开始复工，疫情的冲击在2季度基本结束(经济“活跃度”在2季度末恢复至正常水平的80%)，且下半年不再有模的疫情二次爆发，由此我大规们预测全球经济增速为-3.3%，**2021年为3.2%。**

悲观情境：疫情在下半年出现反复，带来主要经济体社交隔离程度的进一步升级，经济因此受到更严重的二次冲击，且会影响到中期经济增长恢复程度，我们**预计这一情形下2020年全球经济将下滑4.5%，2021年经济增速小幅修复至零附近，**这意味着全球经济陷入衰退的时间拉长，对经济带来中长期的损伤仍需进一步评估。

全球主要国家经济冲击幅度变化



复工意愿强、复工条件差、实际复工进度快的国家，更容易产生二次疫情风险



从跟踪的海外疫情状况、复工进展、经济冲击程度来看，未来疫情不确定性较高的国家(包括美国、英国、瑞典)以及一些经济活跃度并不低、疫情较严重的新兴市场国家(包括俄罗斯、印度、南非、巴西、墨西哥、埃及等)。建议重点关注这些国家短期快速复工导致未来可能爆发的二次疫情风险。

资料来源：世界卫生组织、牛津大学、国际货币基金组织、Google、苹果、百度、中信证券

海外：….但疫情不确定性可能制约经济反弹的幅度

全球主要经济体实际GDP增速和CPI预测

预测	2020				2021		2019	2020E	2021E
	Q1	Q2E	Q3E	Q4E	Q1E	Q2E			
实际 GDP（环比折年率）%									
美国	-4.8	-34.3	14.8	9.0	5.0	4.0	2.3	-5.9	3.9
欧元区	-14.2	-42.5	32.0	10.9	5.6	3.9	1.2	-7.8	3.0
日本	-3.4	-23.0	6.0	5.6	3.5	3.2	0.7	-4.5	2.2
CPI 同比 %									
美国	2.1	0.4	0.4	0.3	0.8	1.9	1.8	0.8	1.7
欧元区	1.1	0.0	0.1	0.2	0.5	1.2	1.2	0.4	1.2
日本	0.5	-0.1	-0.2	-0.6	-0.4	0.0	0.5	0.0	0.3

资料来源：彭博、中信证券

欧元区：2季度经济下滑明显，财政对冲下3-4季度出现回升

- 我们预计欧元区经济将在2季度出现明显的下滑，3-4季度会开始回升，但全年来看欧元区经济在所有的发达经济体中表现相对更差。
- 从社交隔离程度来看，意大利、西班牙、法国、德国等社交隔离程度都明显高于美国，这意味着短期经济受到冲击的程度也会更大。同时欧洲经济本身较为脆弱，在长期实施负利率的背景下，经济缺乏较为明显的增长动能，特别是南欧国家的负债较高、产业优势较弱，疫情加剧了这些脆弱经济体的衰退和债务风险。

美国：下半年经济环比增速将明显改善

- 我们编制的经济冲击指数显示，在3月底疫情最严重的时候，美国经济同比下滑幅度接近10%，与纽约联储公布的WEI 周度指标一致，目前经济同比下滑幅度仍在6-7%左右。
- 基准情形下，我们认为2季度增速将是美国全年增速底部。其中消费受到的冲击将更加明显，特别是服务消费中的餐饮、娱乐、交通、住宿会受到严重冲击。下半年3-4 季度随着复工复产的推进，可能会较为显著地环比修复。

日本：下半年经济有望出现修复，但后续压力不减

- 日本从2019年4季度开始实际上已经步入技术性衰退。而日本国内疫情尚未出现明确拐点，因此二季度的日本经济预计将会出现更大幅度的下滑。
- 在此背景下，日本政府推出历史上最大规模的财政刺激下有望出现修复，但我们认为日本经济仍然存在较大压力：(1) 消费税税率的提高使得日本国内的居民消费受到较大抑制；(2) 外需在全球疫情蔓延下会出现较大幅度下滑，特别是各国可能维持较长时间的边境管控措施，这会对日本的旅游业造成较大冲击。
- 此外，奥运会的推迟也使得前期投入的巨大成本短期内难以收回，2021年能否举办仍是未知之數，这也为日本经济的前景增添了不确定性。

中国：不设增长目标不等于没目标，预计全年最终实现3.1%正增长

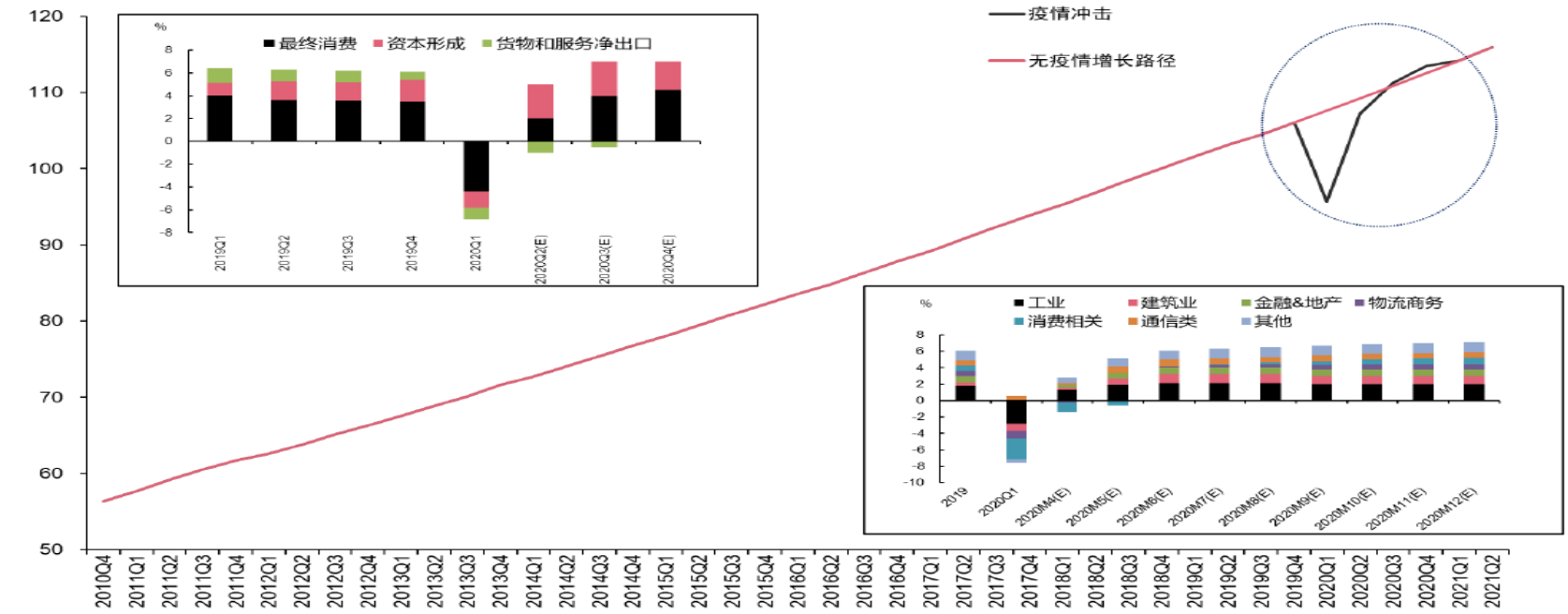
- 预计经济增速年内将恢复至疫前水平。中国经济已呈现出快速修复之势，4 月当月房地产投资、基建投资、工业企业收入等指标增速已实现转正，尽管外需压力持续，但投资率先发力，消费接续回升，预计整体经济运行将呈现二季度明显好于一季度、下半年明显好于上半年的“V”型走势。今年政府工作报告虽然没有设定具体增长目标，但就业、脱贫、防风险等任务已经隐含了经济增长的全年目标，我们测算在3-3.5%左右。中国经济增速年内有望恢复至疫前水平，预计全年最终实现3.1%的正增长。

根据两会主要目标任务对隐含增速的测算

	目标	隐含增速
保就业	1、城镇新增就业 900 万	略低于 4%
	2、调查失业率 6%	3.8%左右
脱贫攻坚	贫困发生率从 0.6%降至 0%	略高于 3.3%
防范化解风险	——	回到合理区间
赤字率倒算	3.6%以上的赤字率	3.5%左右

资料来源：《2020年政府工作报告》、中信证券

经济逐季向好：空间和节奏



资料来源：Wind、中信证券预测　　注：2018年4季度GDP实际值=100

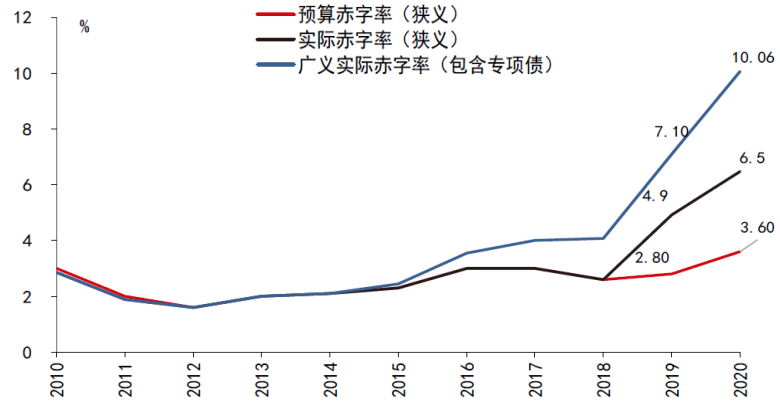
中国：特殊时期特殊举措，逆周期政策大力度对冲疫情冲击

- 财政政策方面，逆周期调节总盘子近11万亿，预算赤字上调至3.6%以上，实际广义赤字率及对名义GDP的占比均达到10%左右，体现出特殊时期的财政政策更加“积极有为”；中央加杠杆，2万亿新增资金将通过新的特殊转移支付机制，直达市县基层，保障财政政策的实施效果；考虑到乘数效应，预计财政“组合拳”将对全年GDP拉动约5.6个百分点。货币政策方面，政策着力点将转向“宽信用”，创新的货币政策工具将进一步加强对中小企业的直接支持力度，稳企稳岗。预计本轮“宽信用”力度将超过过去两轮宽松周期，社融增速年内有望升至13%左右，以信用扩张支持实体经济的货币政策取向将贯穿全年。

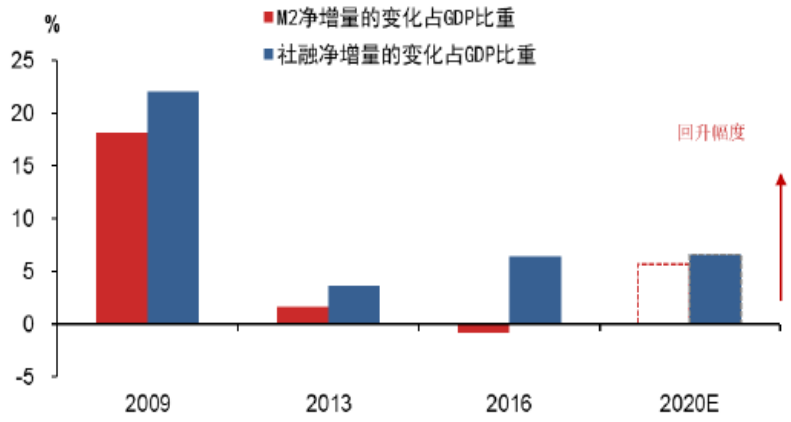
2020年财政支出增量资金对名义GDP的拉动为5.6个百分点

财政工具		新增金额（亿元）	财政支出乘数	拉动GDP（亿元）	拉动GDP百分点
减税降费		25000	0.4	10000	1.0
一般公共支出（增支）		8126	1.1	8938.6	0.9
预算外支出	专项债	16000	1.4	22400	2.3
	特别国债	10000	1.4	14000	1.4
总计		59126	--	55338.6	5.6

不论是实际狭义赤字率还是广义赤字率均有显著抬升



预计2020年信用扩张力度将高于过去两轮宽松周期



中信証券經紀香港 CITIC Securities Brokerage (HK)

资料来源：Wind、中信证券

中国：“两新一重”、消费回补将成为扩大内需中的亮点

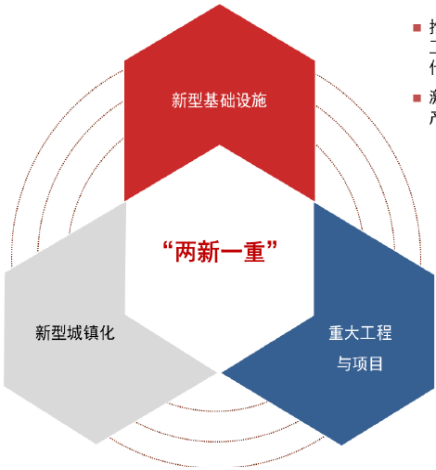
- 在投资方面，“两新一重”中新基建、新型城镇化建设和重大工程建设托底投资。在消费方面，疫情背景下必选消费韧性较强，可选消费尽管前期受到较大冲击，但伴随着消费的回补，汽车、家居建材相关消费弹性较大，后续料将有亮眼表现。“老旧小区”是今年政策上的重要抓手，会在扩大投资和拉动消费上双发力。

- 往后看，前期海外疫情对经济的冲击会逐步体现到需求上，国内制造业的新出口订单已经有所体现，5月新出口订单持续大幅低于“荣枯线”为35.3%。新订单的减少已经从5月开始逐步体现到外贸数据上。我们认为此前市场预期二季度是外贸的低点可能会整体后延到三季度。 疫情对经济的冲击先体现在供给端，后逐步传导到需求端，因此国内外的疫情接续导致中国贸易的供需端出现非对称变化。

- 逆全球化现象一定时期内有可能加剧。疫情蔓延导致短期全球经济衰退，加上美国疫情防控压力和总统大选临近等因素导致中美关系再生波澜，科技领域和经贸协议成关注焦点，中国外贸形势不容乐观。疫情也暴露出产业链过于分散容易导致生产供应不稳定，促使各国思考进行产业链重构、回迁。中国已深度融合到全球分工的产业链格局，并处于核心位置，若产业链外迁重构将对中国产生新的挑战。但危中有机，我国在消费市场空间、劳动力素质、基础设施规模、营商制度环境等方面仍有吸引外资的综合优势。

- 今年将全面启动编制“十四五”规划，我们判断将更聚焦高质量发展，拥抱数字经济，推动产业升级，改善供需结构，推动中国经济发展和结构转型持续优化。

新基建、新型城镇化建设+重大工程建设



关注“十四五”规划方向



资料来源：Wind、中信证券

中国：年内经济将恢复至疫前水平

2020年宏观经济指标数据预测

指标	单位	2019	2020Q1	2020M4	20Q2E	20Q3E	20Q4E	2020E
实际 GDP	同比	6.1	-6.8	/	4	6.5	7	3.1
工业增加值	同比	5.7	-8.4	3.9	5	6.5	6.8	2.9
社会消费品零售总额	同比	8	-19	-7.5	1	8	10	1
名义固定资产投资	同比	5.4	-16.1	-2.2	8.1	10.1	11.4	5.9
房地产	同比	9.9	-7.7	7	9	10	11	6.8
基建	同比	3.3	-16.4	4.8	15	18	18	12.1
制造业	同比	3.1	-25.2	-6.7	2	4	7	0
出口（以美元计）	同比	0.5	-13.3	3.5	-3.5	-13	-11	-10
进口（以美元计）	同比	-2.7	-2.9	-14.2	-14	-4	-4	-6
贸易差额（以美元计）	亿美元	4213	131	453	1545	528	735	2939
汇率（CNY/USD，期末值）		6.98	7.09	7.06	7.10	7.04	6.95	6.95
CPI	同比	2.9	4.97	3.3	3	1.6	-0.4	2.2
PPI	同比	-0.3	-0.6	-3.1	-2.3	-1.5	-0.7	-1.3
人民币贷款	万亿元	16.8	7.3	1.7	4.1	4.2	3.8	19.4
新增社融	万亿元	24.3	10.9	3	8.4	7.1	5.4	31.8
社融存量同比	同比	10.7	11.5	12	12.4	12.8	12.9	12.9
M2	同比	8.7	10.1	11.1	11.3	11.3	11	11

资料来源：Wind、中信证券

基建

- 传统基建为逆周期调节的重要抓手
- 新基建既是短期抓手，又能促进长期经济转型升级

房地产

- “旧改”为房地产投资带来韧性
- 房地产开发投资增速将逐季修复，预计全年增长6.8%

消费

- 消费正在回补中
- 必选消费有韧性，可选消费有亮点
- 汽车与家居建材类消费将成为消费回补的重要支撑

外贸

- 外需回落对进出口的影响将后延到三季度
- 东盟已代替欧盟成为中国第一大贸易伙伴，成为外贸“基本盘”



股 票

港股/A股：把握市场中的确定性/可持续的慢牛行情
美股：脆弱的平衡状态

- 回顾二季度，标普500/沪深300/恒生指数分别涨20.0%/13.0%/3.5%，上半年表现分别为-4.0%/+1.6%/-13.4%。数字看出A股表现强韧，港股表现偏弱。虽然市场在6月中旬开始忧虑二次疫情爆发，美大选前中美磨擦料增多，但三季度流动性驱动料仍支撑环球股市表现。A股预期受惠于中国经济复苏，而中概股加速回归港股及新经济股柒蓝将成为亮点。反而美股短期超涨后的风险有待释放，或会诱发全球权益市场共振。

港股

- 中美博弈和二次疫情给市场带来新的不确定性。今年11月美国大选前，中美摩擦很难有效缓和，但这些并不会导致系统性风险。在全球“零利率”背景下，海外配置中国趋势不会改变，虽然节奏被影响。美国上市的中概股加速回归料已成定局，大型新经济股料将于今年8月被纳入恒生指数和国企指数将整体流动性和成长性。把握市场中的“确定性”，看好游戏、互联网电商、消费电子、房地产、必选龙头等核心细分行业。

A股

- A 股在全球配置吸引力提升，宽松的宏观流动性向股市传导，经济回暖、估值较低、货币升值提升 3 大因素将共同驱动A 股上行。我们认为，海外因素在3季度的扰动依然比较频繁；政策发力下国内经济将在3季度快速恢复至正常水平，A股盈利增速将逐季抬升；全年流动性整体依然宽松，明年会逐步回归常态。预计未来一年内A股累计资金净流入4,400亿元，下半年流入规模较大，外资和产业资本是重要的增量资金来源。预计3季度后期，A股将开启一段持续数月的趋势性上涨行情。建议3季度坚持配置基建、医药和消费；4季度起周期和科技会成为市场主线，可选消费配置价值将提升。

美股

- 全球发达国家的超低利率开启市场的“新周期”，低利率驱动MSCI ACWI估值至历史高点，但下半年我们需警惕三大“灰犀牛”(美国救助计划“到期”、中美摩擦加剧和欧洲/新兴市场的债务) 及疫情二次爆发风险。我们对于美股持谨慎态度，虽然货币政策提供流动性兜底，但随着美国经济重启，主导美股市场走势的因素将从“预期”转向“基本面兑现”。而在中美摩擦不断升级，叠加美国大选临近背景下，下半年地缘政治难以缓和。但由于全球投资者对于中美摩擦已有预期，市场已经反映相关风险，因此预计未来地缘政治形势对市场的影响仍将维持中性。預期美股市场将持续处于脆弱的“平衡”状态，任何事件性的冲击都会导致市场出现明显回调。

资料来源：中信证券

港股：中美博弈给市场带来新不确定性

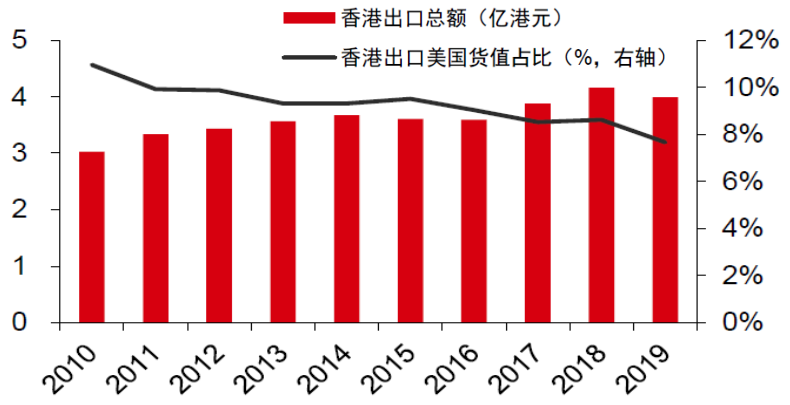
- 近期广受关注的“香港问题”等反映中美摩擦进入新阶段，这些摩擦带来的不确定性下，美国上市的中概股将面临更加严格的监管压力，而在港股上市的公司股价则面临“本地事件”的冲击。今年11月“美国大选”前，中美摩擦很难有效缓和。

- 拉长时间维度，虽然短期市场受到“中美摩擦”衍生的各种风险干扰，但这些并未产生系统性风险。香港问题上，应该区别看待“贸易”和“金融”层面的影响。

- 5 月29日特朗普在记者会上表示美国将采取行动，取消香港作为中国一个单独的海关和旅游地区所享有的优惠待遇。如果详细分析“取消关税”的潜在影响，可以看到，这些转口贸易中，原产于中国内地，并且在征税清单内的产品，已被加征了关税，如果货物原产于中国内地和香港以外的地区，则不会被加征关税。我们判断这两部分转口贸易在边际上的税率没有太多变化。

- 投资者普遍担心联系汇率制度是否能够维系，该制度短期内不会发生任何变化。“港区国安法”后，整体来看香港金管局的外汇储备运行平稳。

香港对美国出口占比逐年下降



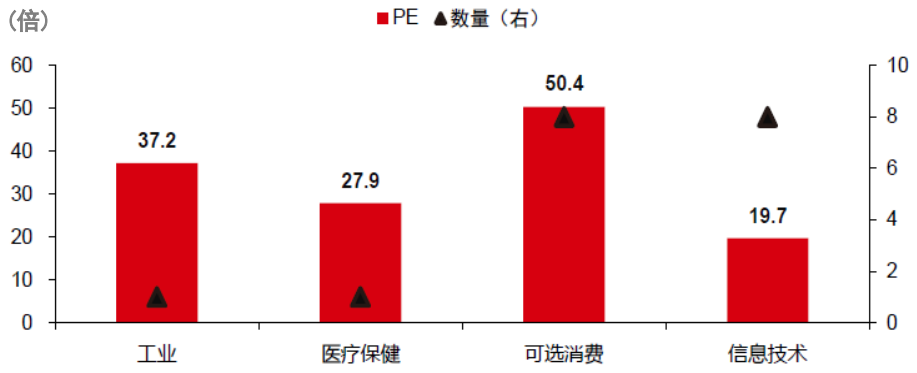
资料来源：CEIC、中信证券

港股：美股中概回归港股加速、期待8月大型新经济股染蓝

- 2020年5月20日，美国参议院通过《外国公司担责法案，此法案也加速了这些公司回归港股上市。展望下半年，可能回归港股市场的美股中概股集中于“新经济”行业，其中23家 (剔除近期遭到做空的好未来、跟谁学、爱奇艺，及未能通过财务资格测试的再鼎医药) 市值大于30亿美元可能回归港股的中概股，从行业分布上看主要集中于以信息技术和可选消费为代表的“新经济”行业，两者市值合计占比达到90%以上。

- 但值得注意的是，5月18日，恒指公司宣布将允许同股不同权及二次上市企业纳入恒生指数及国企指数，个股比重上限设为5%。因此，“新经济”的代表性企业，阿里巴巴 (9988 HK)、美团点评 (3690 HK) 和小米 (1810 HK) 料将于今年8月被纳入恒生指数和国企指数。结合美股中概股赴港二次上市的趋势，基准指数纳入条件的放开预计将改变香港主要指数长期以来“传统经济”为主的格局，也提振其整体流动性和成长性。

有望回归港股的中概企业行业市盈率



资料来源：Wind、中信证券　注：截至2020 年5 月29日

市值超过30亿美元中概股

证券代码	证券简称	行业	VIE	同股不同权	市值(亿美元)	最大股东持股比例(%)
PDD.O	拼多多	可选消费	✔	✔	801	44.57
BIDU.O	百度	信息技术	✔	✔	367	16.4
TAL.N	好未来	可选消费	✔	✔	334	27.45
TME.N	腾讯音乐	可选消费	✔	✔	217	55.6
EDU.N	新东方	可选消费	✔		189	13.43
YUMC.N	百胜中国	可选消费	✔		174	9.88
TCOM.O	携程网	可选消费	✔		158	11.7
IQ.O	爱奇艺	信息技术	✔	✔	122	56.16
VIPS.N	唯品会	可选消费	✔	✔	117	12.59
BILI.O	哔哩哔哩	信息技术	✔		106	14.97
GDS.O	万国数据	信息技术	✔		87	34.87
ATHM.N	汽车之家	信息技术	✔		92	51.9
HTHT.O	华住	可选消费	✔		100	33.21
WB.O	微博	信息技术	✔	✔	70	45.2
GSX.N	跟谁学	可选消费	✔		75	46.1
WUBA.N	58 同城	信息技术	✔	✔	72	22.5
MLCO.O	新濠博亚娱乐	可选消费	×		77	55.8
YY.O	欢聚	信息技术	✔	✔	48	28.68
MOMO.O	陌陌	信息技术	✔	✔	40	20.97
ZLAB.O	再鼎医药	医疗保健	×		56	11.94
JOBS.O	前程无忧	工业	✔		43	35.3
CBPO.O	泰邦生物	医疗保健	×		43	27.02
OCFT.N	金融壹账通	信息技术	✔		46	45.68
HUYA.N	虎牙直播	信息技术	✔		34	36.91
NIO.N	蔚来	可选消费	✔		42	13.83

资料来源：Wind、中信证券
注：符合要求的上市公司最终并不一定会上市

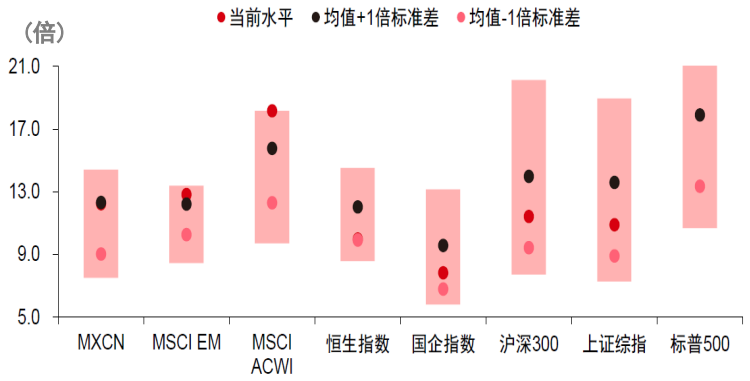
港股：把握市场中的确定性

- 中国复工复产进程有序推进，疫情防控得力“二次爆发”风险明显小于海外。从我们跟踪的数据来看，美国、英国、瑞典等发达国家的二次疫情爆发可能性未来较大，同时亚非拉等多个国家也存在相应风险。

- 我们预计房地产投资、基建投资在二季度率先发力，累计同比增速可能转正，消费也会在三季度开始出现明显回补，内需带动下，下半年经济运行有望回到合理区间。结合疫情基本得到有效控制，复工复产有序推进，下半年逆周期调节政策逐步落地北京下，我们建议从4个方面关注市场结构性机会。具体包括：(1) 疫情催化下明显受益的板块，包括医药、数字化相关行业等；(2) 疫情影响下业绩相对稳健，下半年预期景气回升且估值相对合理的消费龙头；(3) 相关政策支持下具备中长期逻辑的板块，包括新基建、自主可控及新能源汽车产业链；(4) 后疫情时代，经济复苏主线下的低估值品种，包括传统基建、房地产等板块。

- 我们预计Q3海外因素仍有较大程度扰动，但Q4市场不确定性预计将有所下降。美国大选定于2020年11月3日进行，大选对中美关系带来的不确定性有望在四季度逐步缓解。此外，Q4估值切换后，上市公司对应2021年估值水平将明显回落。2020Q1受疫情影响大部分行业录得严重负增长，2021年预计公司业绩将录得明显回升。而根据彭博预期，MSCI中国2020年盈利增速-5.1%、2021年盈利增速预计将达到15.8%。

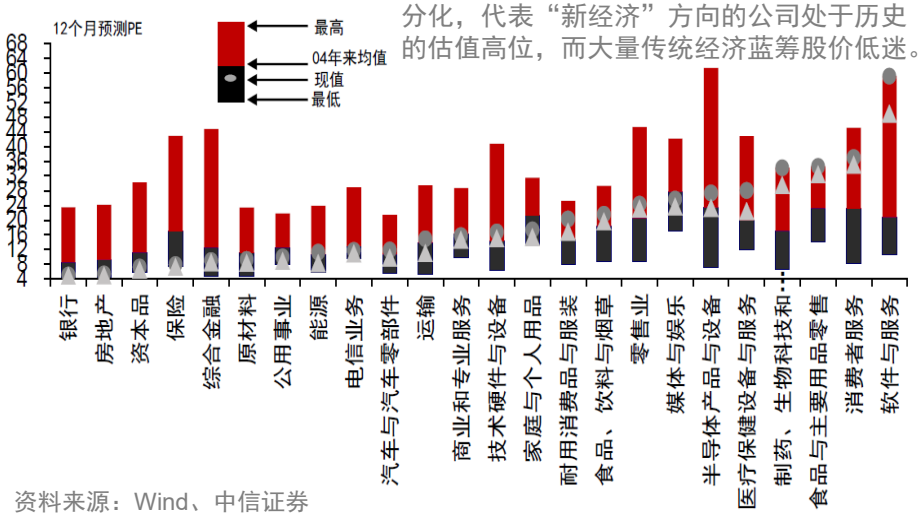
MSCI中國各行业未来12个月估值水平



资料来源：彭博、中信证券
注：柱状图表示历史最高和最低值区间

全球主要股指未来12个月估值水平：港股估值较低

当前中国股票在目前位置估值出现了极度的分化，代表“新经济”方向的公司处于历史的估值高位，而大量传统经济蓝筹股价低迷。



资料来源：Wind、中信证券

港股投资组合

风险等级
低风险
1
1 5

公司	行业	流通市值^ (亿港元)	收盘价^ (港元)	目标价 (港元)	市盈率 (倍) 20E	市盈率 (倍) 21E	息率 (%) 20E	推荐理由
腾讯控股 (700 HK)	科技	28,703	498.60	598.00	36.7	29.6	0.3	公司于6月27日的游戏年度发布会中发布了多达四十余款新游戏，而新的官方游戏社区则可以增加游戏玩家的时间和参与度。展望2020年，公司游戏业务有望继续维持强劲表现，金融业务对公司整体利润贡献亦有望稳步提升效果广告业务料将延续向上势头。
香港交易所 (388 HK)	交易所	4,182	330.00	365.00#	40.6	35.7	2.2	预计美股中概股回归港股将成为长期趋势，可望提振香港交易所首次公开募资额，同时刺激港股市场及中概股相关衍生产品的成交。另外，5月27日港交所与MSCI签订协议，将合作推期货及期权产品，可令收入来源多元化。
阿里巴巴 (9988 HK)*	科技	30,226	209.60	235.00	28.1	20.6	0.0	恒生指数公司5月18日宣布纳入来自大中华区域的同股不同权公司及第二上市公司进入恒生指数及恒生中国企业指数的选股范畴，因此阿里有望于8月纳入恒指，引来被动资金流入。
山东黄金 (1787 HK)	黄金	99	16.46	17.74@	23.7	21.0	1.0	在6月美联储议息会议中，美联储官员预计2022年底前不会加息，基准利率将保持现时接近零的水平，利好金价长期表现。山东黄金是港股金矿股中“含金量”最高的个股，预期最受惠于金价未来上涨周期。
华润水泥 (1313 HK)	水泥	207	9.49	11.78	7.5	7.4	6.5	考虑需求已全面复苏，库存仍处较低水平，我们预计南部东部地区在雨水扰动下价格保持平稳，全国整体价格短期内料保持稳中有升态势。华南龙头华润水泥将受益粤港澳大湾区建设、广西需求可能超预期。
舜宇光学 (2382 HK)	科技	831	124.00	143.00	26.9	20.8	0.8	展望三季度，公司所在的光学行业预计转向供需均衡，相关产业链公司订单能见度或短期承压；中长期看，光学行业规模与结构仍将持续升级，我们持续长期坚定看好公司在光学方向的布局。
中国中铁 (390 HK)	基建	154	3.98	6.46@	3.9	3.5	4.6	政府工作报告明确提出发行1万亿人民币的抗疫特别国债，报导指当中7,000亿投基建可做资本金。基建仍为逆周期的主力军，特别国债扩充了基建的资金来源。另外，子公司高铁电气分拆上市带来中铁的估值提升。
中国海外 (688 HK)	房地产	1,129	23.45	33.90	5.8	5.1	4.9	展望2020年，我们预计新增按揭利率随LPR将稳中有降，房地产政策的目标从当前来看则以托底需求为主。相对大型同行，中国海外盈利能力更高、合同销售业绩优异；而杠杆和融资成本则较低、运营指标及财务状况亦较健康。
广汽集团 (2238 HK)	汽车	157	5.59	8.05@	7.2	5.7	4.3	广汽集团去年11月广州车展亮相的第二代传祺GS4颜值大幅提升，并已于12月起在终端销售，预期新车上市有望减少自主品牌亏损。公司现时估值处于历史平均之下，提供安全边际。

中信証券經紀香港 CITIC Securities Brokerage (HK)

资料来源：彭博、中信证券 ^截至30/6/2020 *年化 @彭博综合预测 #彭博预测上限

A股：海外因素在3季度的扰动依然比较频繁

海外因素在3季度的扰动依然比较频繁

2020Q3

美国大选进入白热化阶段，且3季度也是欧美疫情是否二次爆发的重要观察期。虽然预计特朗普不会撕破一阶段协议，但为了迎合民粹主义及摇摆州会在贸易及科技方面高频次施压中国，压制市场情绪及外资流入速率，边际利好防御性较强且与疫情直接相关的医药板块等。

2020Q4

料海外疫情的蔓延将在4季度有边际好转，促使海外复工复产走向正轨。另一方面，11月3 日美国大选尘埃落定，伴随着选举压力及美国经济压力的缓解，美方向中国施压的必要性减弱。预计外围风险将明显下降，有助于修复市场情绪。板块上利好外资偏好的大金融、消费及受益于风险偏好上升的科技板块。

2021Q1

(1) 若特朗普当选，很可能在2021Q1总统履职前后就立刻开始二阶段贸易协议谈判，由于特朗普极限施压的谈判风格及可能更敏感的协议内容，届时外部风险大概率又会提升；

(2) 若拜登当选，由于执政理念不同，二阶段谈判可能延后至2021Q2甚至更晚，从而减弱明年1 季度外部风险，利好外资偏好的品种 (与2020Q4利好板块相同)。

全球疫情日增确诊在不同情境下的预测

分项指标	单位/说明	2020Q1(1月 20 日起)	2020Q2E	2020Q3E	2020Q4E	2021Q1E	2021Q2E
疫情展望日均新增确诊	万例/乐观情境	1.3	8.8	8.1	6.3	4.9	3.6
	万例/中性情境	1.3	8.9	9.3	7.8	6.5	4.9
	万例/悲观情境	1.3	9.2	12.7	11.0	9.7	7.9

资料来源：Wind、WHO、中信证券预测
注：2020Q1的数据为实际值，2020Q2及以后的数据为中信证券预测值

中美分歧的演化展望和节奏判断：中美分歧“斗而不破”，美国大选是拐点

内容	分项	2020Q1A	2020Q2E	2020Q3E	2020Q4E	2021Q1E	2021Q2E
中美分歧	贸易摩擦	达成一阶段协议，但疫情影响采购进度，美方不满	中国加速采购，美方攻击点减少	美国高频次、低强度施压	美方大选白热化，结束后压力缓解	若特朗普连任，Q1 启动二阶段谈判，但共识少，进展缓慢	若拜登当选，缓和期更长，Q2 启动二阶段谈判
	科技竞争	实际落实制裁较少	对华为限制升级，并扩大“实体清单”范围	科技争端在大选前继续发酵	美大选结束后，压力边际减轻	若特朗普连任，二阶段议题可能涉及产业政策，冲突可能加剧	若拜登当选，不改科技竞争趋势，但预计冲突相对平缓

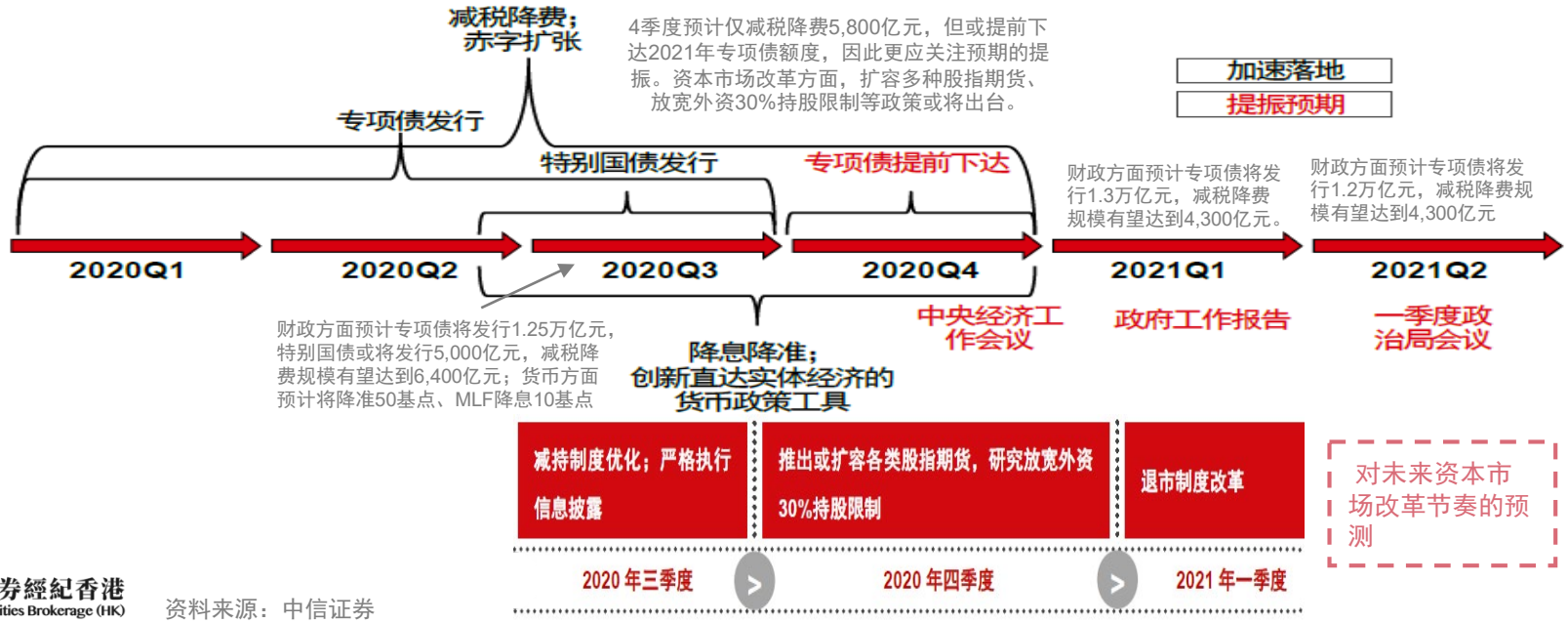
资料来源：中信证券

A股：政策发力下国内经济在3季度快速恢复至正常水平

财政是逆周期政策的主要发力点、区域和产业政策也会加快落地、资本市场改革突进

2020Q3	2020Q4	2021Q1-Q2
逆周期政策力度仍将维持但更注重前期预期的落地，财政及货币政策继续落地。此外，资本市场改革方面或将优化减持制度并严格执行信息披露，区域战略方面成渝双城经济圈或将加速建设。 3季度逆周期政策力度较大但已有所预期，因此可更多关注政策落地带来的基建板块的机会，同时资本市场改革的加速推进也利好非银板块。	逆周期政策继续，预计10月召开的五中全会将讨论“十四五”规划，或将进一步深化扩大内需战略。 整体来看，4季度更应关注预期的提振，科技板块有望受益，资本市场改革的加速也将利好非银板块；此外前期政策对经济托底的效果有望逐步显现，消费与基建板块也值得关注。	2021Q1：逆周期政策有望发力；资本市场改革中的退市制度改革也有望提上日程。1季度政策有望提振预期，科技板块或将受益，此外经济企稳后的消费板块也值得关注。 2021Q2：逆周期政策将有望延续；预计新一轮国家中长期科技规划将会公布。产业政策的出台有望带动科技板块受益。

逆周期政策节奏概览与展望



资料来源：中信证券

A股：盈利增速将逐季抬升、今年流动性整体依然宽松

- 疫情改变了A股运行的节奏，但并未改变A股未来2~3年进入缓慢上行“小康牛”的趋势。政策驱动基本面修复，A股在全球配置吸引力提升，宽松的宏观流动性向股市传导，这3股力量将驱动A股上行。预计3季度后期开始，A股将开启一段持续数月的趋势性上涨行情。这也是一段健康、稳健、可持续的慢牛行情。
- 展望中期，市场上行更多由基本面回升驱动，资本市场改革夯实制度基础这两个“小康牛”的特征依然不变。
- 配置上，把握从3季度“基建+消费”向4季度“周期+科技”的转换。大金融板块整体表现平稳，但相对配置价值有限，行情预计在年底才会出现。时间维度来看，2020Q4是整个大金融板块相对更优的配置时点。

影响2020年A股非金融板块盈利增速的板块因素及其核心逻辑

大类行业板块	2020E贡献利润增速	2020~2021H1 贡献利润增速						2020 年出现边际变化的主要逻辑判断
		20Q1A	20Q2E	20Q3E	20Q4E	21Q1E	21Q2E	
工业	-10.0%	-25.4%	-14.7%	-0.2%	4.7%	48.4%	27.9%	1）2020 年下半年需求开始加速回暖，开启新一轮工业品补库周期；2）制造业上，投资预计会对下游需求产生较大拉动，基建投资预计全年 12%~14%增长，地产投资预计 6.8%的增长；3）工业品上，下游需求回暖叠加海外上游原材料和能源供给受限，预计工业品价格会恢复普遍性的上涨。
消费	-0.9%	-9.9%	-4.4%	-1.3%	19.0%	9.3%	17.1%	1）消费的复苏基本沿着必须消费品、本地生活服务相关消费品、可选耐用消费品以及出行相关服务消费四个阶段逐级推进。2）可选消费板块盈利增速的回升是下半年消费板块盈利最大的边际变化；3）全球格局变化下，国产品牌本身就迎来了历史性的腾飞机会，行业头部公司的品牌力进一步提升。
TMT	0.4%	0.0%	-0.2%	0.7%	1.7%	3.4%	2.7%	1）疫情的全球蔓延仍然会有一定的影响；2）新基建等纯内需驱动的品种受海外疫情蔓延影响较小，而软件、半导体等自主可控领域预计仍然保持较高的景气。
医药	1.1%	0.1%	1.1%	2.2%	0.8%	3.5%	1.6%	1）对标海外疫情需求的医疗设备、诊断试剂、防护物资；2）医疗新基建和医改带来的政策红利仍然在延续，创新药、高值耗材和医疗服务预计继续保持高增长。

资料来源：Wind、中信证券　注：数据口径为中证800指数的成分股，表中2020Q1的数据为实际值，2020Q2及之后的数据为中信证券预测值

今年流动性整体依然宽松，明年逐步回归常态美

时间	2020Q2E	2020Q3E	2020Q4E	2021Q1E	2021Q2E
货币政策节奏	已定向降准 100bp，预计仍有进一步降准空间，MLF 仍有降息约 15bp 空间。		预计国内无明显货币政策操作，国内货币政策进一步宽松预期减弱。		
长端利率区间及走势	区间 2.5%~2.8%震荡。	区间 2.7%~3.0%震荡。2020Q3 经济数据改善，长端利率抬升。	区间 2.6%~2.9%，长端利率震荡走高。	区间 2.8%~3.1%，2021 年宏观经济企稳进一步明确，长端利率抬升。	区间 3.0%~3.3%，长端利率震荡走高。
海外资金	欧美日央行资产规模季度增量约 44800 亿美元，为年内高峰。	欧美日央行资产规模季度增量约为 40400 亿美元，逐季回落。	欧美日央行资产规模季度增量约为 34400 亿美元，扩表进入尾声。	2021 年上半年美联储、欧央行及日本央行无明确资产购买计划，预计资产规模整体保持稳定。	

资料来源：中信证券

A股投资组合

风险等级
低风险
1
1 5

公司	行业	流通市值^ (亿人民币)	收盘价^ (人民币)	目标价 (人民币)	市盈率 (倍) 20E	市盈率 (倍) 21E	息率 (%) 20E	推薦理由
紫金矿业 (601899 CH)	有色	477	4.40	4.64@	25.9	17.7	2.1	公司铜、金及锌资源储量位居全球前列，随着优质矿山项目逐步投产，金属产量和价格上涨将带动业绩加速释放。
银轮股份 (002126 CH)	新能源汽车	60	12.24	19.60	26.6	21.4	1.2	短期看，下游天然气重卡廢氣再循環 (EGR) 需求增长明确。中期看，公司新能源热管理订单料将在2021 年加速释放；更长期看，公司产品丰富，积极布局全球业务，迎接全球替代。
五 粮 液 (000858 CH)	食品饮料	2,196	171.12	200.00	32.5	27.0	1.5	疫情得到控制后公司引领复苏，批价稳健及渠道信心加强，趋势向好，2020 年双位数增长确定性强。长期看，预计公司将持续受益于改革红利，充分释放强大品牌势能，实现高确定性健康成长。
晨光文具 (603899 CH)	轻工	139	54.60	59.36@	41.8	34.1	0.8	传统业务补齐线上短板，产品升级带动渠道升级，打开增长空间；科力普企业客户增长稳定，加上金融的增量客户贡献，2020年二季度估计已恢复正增长；九木依靠晨光供应链优势，渐入佳境，二季度有望超预期。
拓普集团 (601689 CH)	汽车	84	27.90	30.14#	47.9	37.9	0.8	公司是内地领先的零部件综合供应商，具备系统级别的设计、开发、验证和量产能力；产品、客户结构不断优化，进入特斯拉供应链；定增将助力公司轻量化底盘业务扩张，实现对客户的深度配套。
正邦科技 (002157 CH)	农林牧渔	215	17.48	25.00	4.4	4.5	4.9	公司拟定增募集80亿，其中大股东拟认购约75亿元，定增资金主要用于生猪养殖业务，彰显了公司业务扩张的信心。猪价长景气、出栏放量、成本改善，2020 年公司的生猪业务量利双增可期。
格力电器 (000651 CH)	家电	2,143	56.57	63.37@	14.8	12.4	3.5	以1-2年为期，我们认为格力的投资逻辑有可能从以往的“周期股”视角逐步向“价值股”转变。即从大开大合的库存周期模式，向渠道高效周转和经营更加平稳的模式演进。与时间为友，布局“深V”，等待长期价值回归。
科沃斯 (603486 CH)	机械	34	30.21	44.84#	52.6	41.3	0.1	618 的销售情况显示了公司扫地机器人产品力明显提升、添可自主品牌高速成长，再加上前期与iRobot 的战略合作以及公司自身渠道建设的多元化，我们看好公司成长前景。
龙蟒佰利 (002601 CH)	化工	118	18.50	20.00	12.3	9.9	3.9	公司与钛康正式签订了《技术合作合同》，合同明确规定了双方技术及知识产权的排他性，抬高了氯化法钛白粉的技术门槛，强化了公司技术优势，有利于公司充分享受行业增量，做强钛产业链。
国电南瑞 (600406 CH)	电新	252	20.25	24.86	18.0	15.4	1.7	电网投资加速修复、特高压密集核准招标在望，有望共同推动公司估值进入上行通道；公司龙头地位稳固，订单持续兑现。

中信証券經紀香港 CITIC Securities Brokerage (HK)

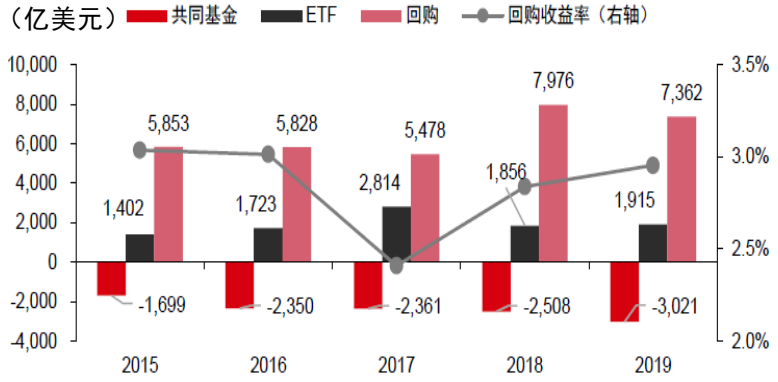
资料来源：彭博、中信证券 ^截至30/6/2020 @彭博综合预测 #技术阻力

美股：回购预计显著下滑，融资成本上升侵蚀利润

- 受疫情冲击，今年标普500公司回购预计将同比下滑34%左右至4,800亿美元。行业层面，受冲击最大的预计是金融 (美国八大银行已宣布暂停回购至2季度末，2019年回购占行业合计达49%) 和能源 (油价暴跌重创收入)。除公用事业和电信服务行业以外，信息技术和医疗保健行业预计仍能维持较为乐观的回购规模，受疫情影响有限。

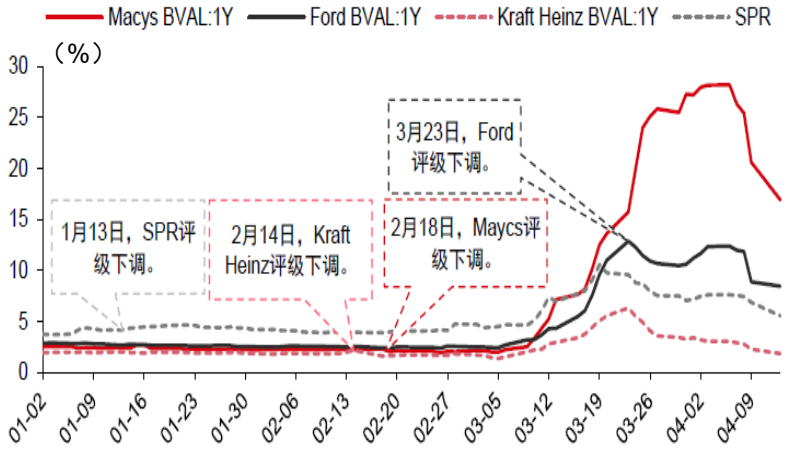
- 年初至今，如福特等投资级企业债纷纷被调降至垃圾债评级。疫情冲击下，信用风险的上升使得企业债收益率快速走高。而信用利差的走扩预计导致“坠落天使”的融资成本上升60%，拖累企业税前利润率2个百分点左右。但如果疫情出现二次爆发，信用利差将再度走扩，进一步侵蚀企业利润率。

过去五年上市公司回购是美股市场最大的增量资金来源



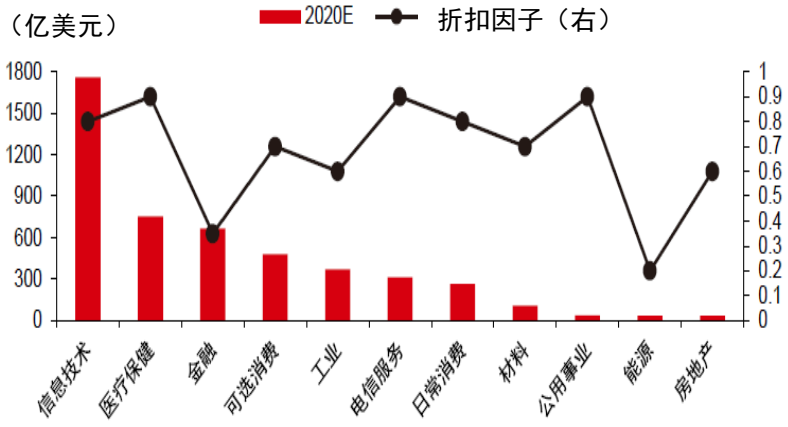
资料来源：Wind、彭博、中信证券

福特、梅西、卡夫亨氏、SPR 债券收益率走势



资料来源：Wind、中信证券

2020 年标普500 行业回购预测



资料来源：Wind、彭博、中信证券

美股：脆弱的平衡状态

- 美股3 月下旬以来的反弹主要得益于货币和财政政策的刺激，叠加投资者对于经济重启和新冠病毒疫苗的预期推动。但我们判断未来美国经济复苏的实际走势可能更接近于U和L型之间。科技主导的成长股估值已然偏高，而在未来诸多不确定因素笼罩下，价值股的反弹预计也会很快“夭折”，美股整体上涨乏力。

- 整体来看，我们对于2020年美股市场全年表现维持中性偏悲观的预期。但随着美国经济的逐步重启，我们判断主导美股市场走势的主要因素将从“预期”转向“基本面是否兑现”。货币政策提供了流动性兜底，但在下半年三大“灰犀牛”笼罩的背景下，预计美股的基本面仍将被下修5個百分點左右。虽然估值中枢较历史均值有明显抬升，在美联储重新收紧货币政策或无风险利率明显上升前，我们判断标普500指数动态估值中枢或持18-20倍的区间，远高于历史长期均值的15倍。但市场将持续处于脆弱的“平衡”状态，任何事件性的冲击都会导致市场出现明显回调。

判断投资者对美国经济基本面复苏的各个路径预期

V 型	U 型	L 型
疫情拐点已到，美国社区隔离措施4至5 月如期结束，标普500指数今年每股盈利預測增速预期同比下滑20%左右，3 季度开始快速反弹	社区隔离措施在今年2季度逐步开放，标普500指数今年每股盈利預測增速预期下滑20-30%，今年4季度开始反弹，明年美股受益于低基数维持盈利高增长	全球部分地区已出现第二波或入秋后北半球可能迎来的第二波疫情扩散，美国的隔离措施下半年再次执行。大量临时性失业演变成永久性失业，导致需求长期受损，叠加逆全球化和地缘政治的风险，美国企业面临海外收入下滑+成本上升双击。

根据我们乐观/中性/悲观场景的假设，预计年底标普500指数将回撤至2, 800点左右的水平，对应18. 7倍的2021預測市盈率。美股行业展望：短期银行受影响较大，关注医药和高息股（如房地产、电信服务、公用事业和日常消费行业）。

标普500指数年底点位预测

情景	假设 2020 年指数点位	涨跌幅	2020E EPS	2020E PE（TTM）	2021E EPS	2020E 未来 12 个月 PE
乐观	3100	1%	125	25x	155	20x
中性	2700	-12%	120	23x	150	18x
悲观	2465	-20%	115	21x	145	17x
当前时点	3081	-	126	24x	162	19x

资料来源：FactSet、彭博、中信证券
注：当前时点指数点位为截至2020 年6 月2 日指数实际点位
2020和2021年每股盈利預測 (EPS) 根据FactSet 和彭博一致预期测算



商品 / 外汇

持续看好贵金属 白银价格的弹性大于黄金

- 虽然在疫情缓和之下，避险情绪降温，但在环球央行宽松预期支持下，**我们重点推荐的黄金于二季度表现仍然亮丽，金价涨幅为12.9%，**跑赢恒指、沪指及彭博商品指数5.1%、10.0%和5.0%的总回报。而我们在上季度会议中建议待疫情缓和后，关注较黄金具有较大工业属性的白银，结果**银价于二季度涨了30.3%。**上季度会议中，我们亦预期沙特在财政赤字下很难维持石油价格战，如最早于4-5月就采取限产措施，布油有望从底部反弹至40美元/桶的完全成本区间，虽然油价于4月经历大幅波动，但表现基本乎合我们预期。以下为我们对三季度商品走势预测的概要。
- **黄金:** 美联储逆周期调节持续加码，**流动性宽松料仍将利好金价。**
- **白銀:** 疫情后全球经济弱复苏，白银工业需求回升，美国制造业PMI和金银比走势较为一致，预计高位的金银比将会回归历史中枢，**白银价格的弹性大于黄金。**
- **铜:** 铜价自3月底持续反弹至6,000美元/吨，主要来自流动性宽松和疫情稳定后供需错配的支撑，**预期精矿供应扰动以及低利率环境将使铜价保持强劲。**
- **原油:** 去库周期有望于7月启动，**预期三季度布油中枢为44美元/桶。**

黄金、白银、銅及原油价格2020年走势预测

品种	单位	最新价格*	二季度漲幅	上半年均价	走勢预测
伦敦现货黄金	美元/盎司	1,780.96	12.9%	1,647.8	下半年金价大概率突破至1,900美元/盎司。
伦敦现货白银	美元/盎司	18.07	30.3%	16.6	预期下半年白银均价为19美元/盎司。
LME 现货铜	美元/吨	6,004.50	21.6%	5,502.2	预计2020/2021年铜价中枢為5,900/6,300 美元/吨，
布伦特原油	美元/桶	41.15	81.0%	42.1	预期三季度布油中枢为44美元/桶；四季度進一步升至48美元/桶。

确定性

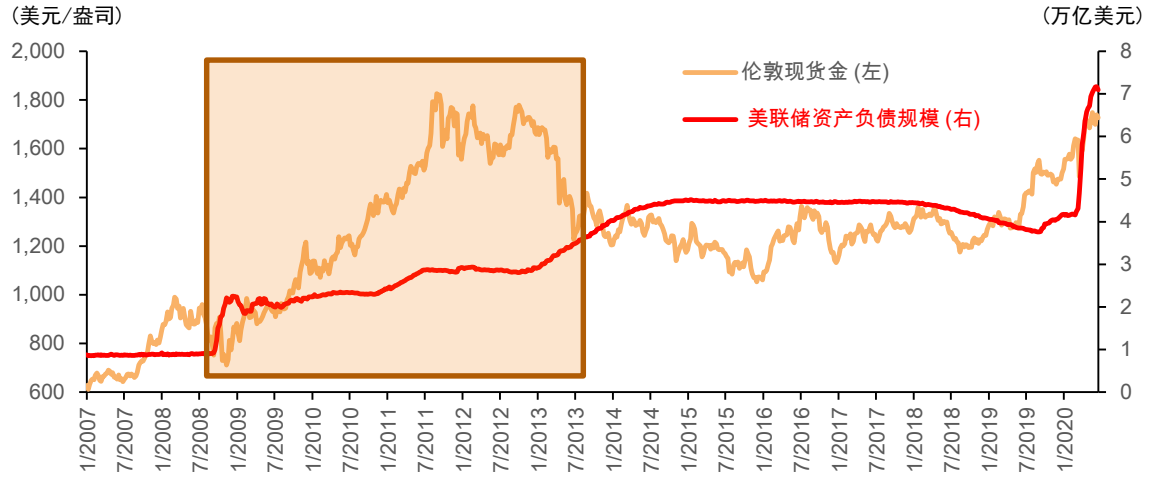
资料来源：中信证券、彭博 *截至30/6/2020

黄金：金价将开启3-5年的上行周期

- **经济刺激政策料将延续，债务压力逐渐显现。**在疫情冲击下，为缓解美国经济衰退趋势，逆周期货币调节持续加码。截至6月30日，美联储资产负债表超7万亿美元，年底有望突破10万亿规模。本次疫情对经济的持续影响下，美国国债和公共债务风险快速累积，预计2020年公共债务规模超GDP规模，并将在未来几年超过二战后水平，叠加经济复苏相对滞后表现，主权债务风险或将进一步冲击美元信用体系。

- **供需格局好转带动油价回升，通胀预期回暖支撑金价。**随着欧美复工复产持续推升原油需求恢复，叠加供应端扩大减产，预计持续去库周期最早有望于6月中旬启动，推动下半年国际油价持续回升。油价上涨支撑大多数商品价格上涨，将显著改善市场对下半年的通胀预期，实际利率深度负区间降低黄金投资的机会成本，资产配置价值提升。

美联储资产负债表和金价走势关系

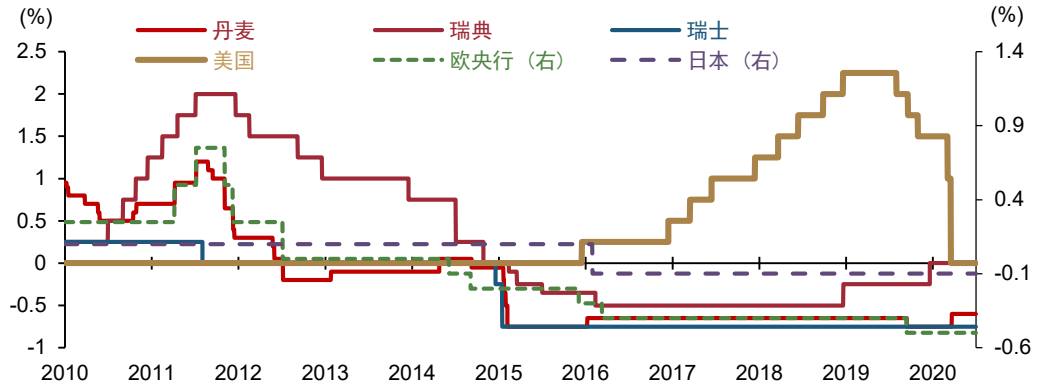


资料来源：彭博、中信证券　截至30/6/2020

黄金：负利率持续深化 黄金相对价值提升

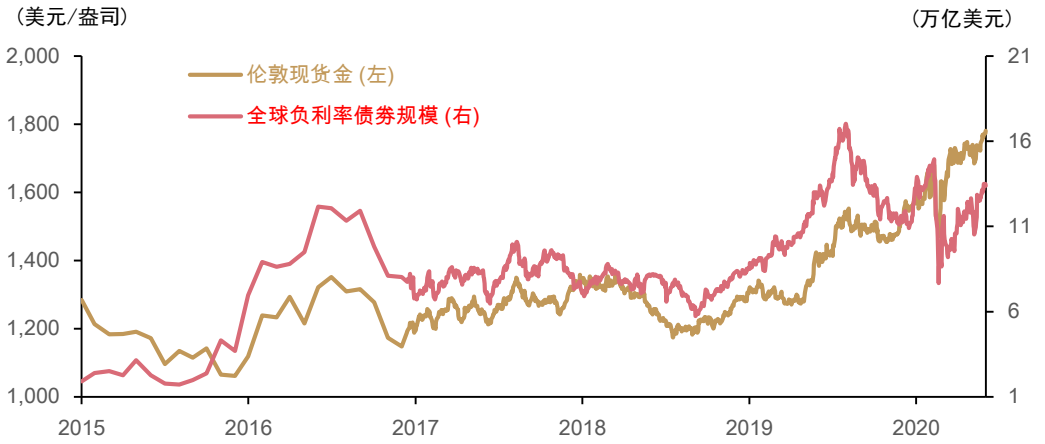
- 全球自2009年瑞典央行首次突破“零利率下限”，此后欧洲和日本等国家和地区开始实施负名义利率，主要用来维持货币超发和通胀背景下的经济增长。
- 从历史数据可以看，**黄金价格与负利率债券规模正相关，**随着2016 年以来全球负利率债券规模的持续扩大，黄金价格也在持续上升。
- 随着全球利率水平持续走低、负利率范围不断扩大，料将对资产定价产生巨大影响。**黄金作为一种无息资产，全球低利率环境下的持有成本大大降低，**预计零票息的黄金将会获得相对收益，配置价值进一步提升。

零/负利率政策经济体的基准利率走



资料来源：彭博、中信证券　　截至30/6/2020

黄金价格与全球负利率债券规模走势一致

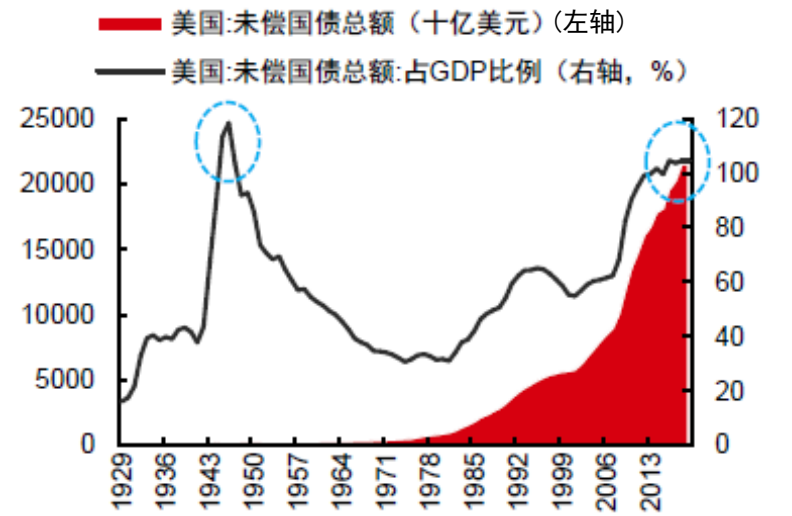


资料来源：彭博、中信证券　　截至30/6/2020

黄金：美国债务或将超过GDP规模

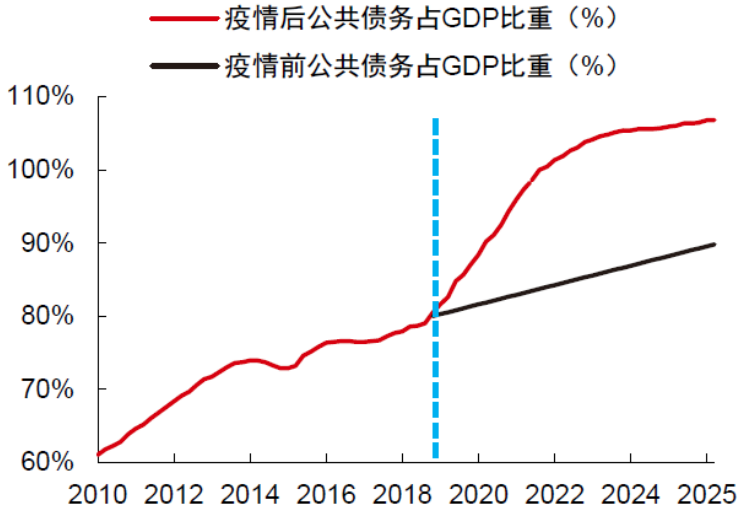
- 自1971年美元与黄金脱钩后，发行货币不再需要以黄金作为支撑，而以国债作为支撑后，美国未偿国债占GDP的比例开始一个长达40年的上升期。次贷危机后，这一比例迅速从60%提升至100%左右，接近历史极值。
- 随着本次疫情对经济的持续影响，美国国债和公共债务风险快速累积，**预计2020年公共债务规模超GDP规模，并将在未来几年超过二战后水平，叠加经济复苏相对滞后表现，主权债务风险或将进一步冲击美元信用体系。**

美国政府未偿国债规模及占GDP比重突破100%



资料来源：Wind、中信证券

美国公共债务规模占GDP比重及预测



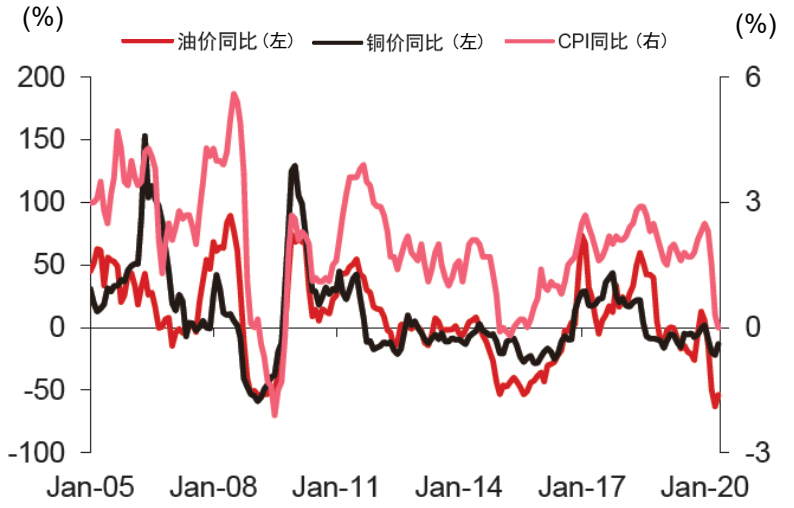
资料来源：CRFB Calculations (含预测)、中信证券

黄金：商品价格抬升通胀预期

- 预计下半年油价上升带动**通胀预期回暖，实际利率仍有下行空间。**随着欧美疫情逐步稳定，复工复产持续推升原油需求恢复，叠加供应端扩大减产，预计持续去库周期最早有望于6 月中旬启动，推动下半年国际油价持续回升。

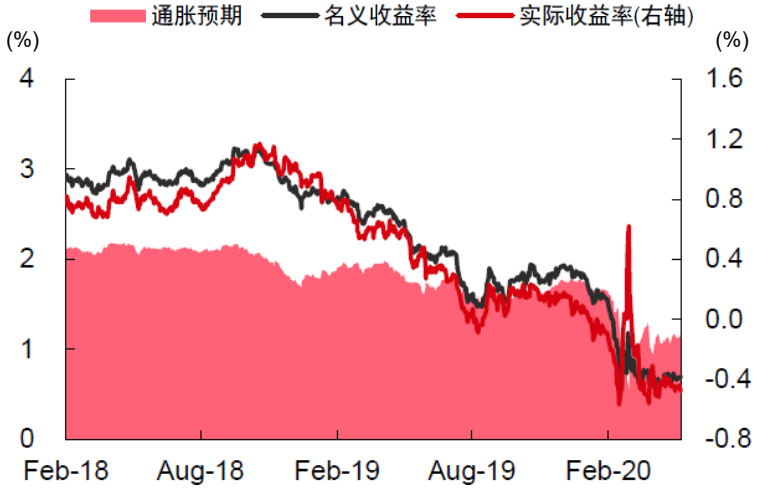
- 油价上涨支撑大多数商品价格上涨，将显著改善市场对下半年的通胀预期，按照油价走势，我们预计下半年美国通胀预期将升至1.6%-1.8%之间，美联储大概率会延续宽松格局，**实际利率深度负区间降低黄金投资的机会成本，资产配置价值提升。**

油价、铜价变动和美国CPI同比走势的关系



资料来源：Wind、中信证券

美国通胀预期处在回升通道中



资料来源：Wind、中信证券

黄金：下半年预计高点将破1,900美元

- 美联储和联邦政府刺激政策托底美国经济重启，美联储资产负债表规模和美国财政赤字率持续创新高，下半年债务压力将会逐渐显现，叠加油价回升带动通胀预期上行，**预计年内金价大概率突破1,900美元/盎司**。中长期看，负利率持续深化增加黄金的资产配置价值，叠加美国国债和公共债务风险快速累积冲击信用货币体系，预计**金价将开启3-5年的上行周期，高点有望突破2,300美元/盎司**。

历次危机后大类资产累计收益率统计 (单位：%)

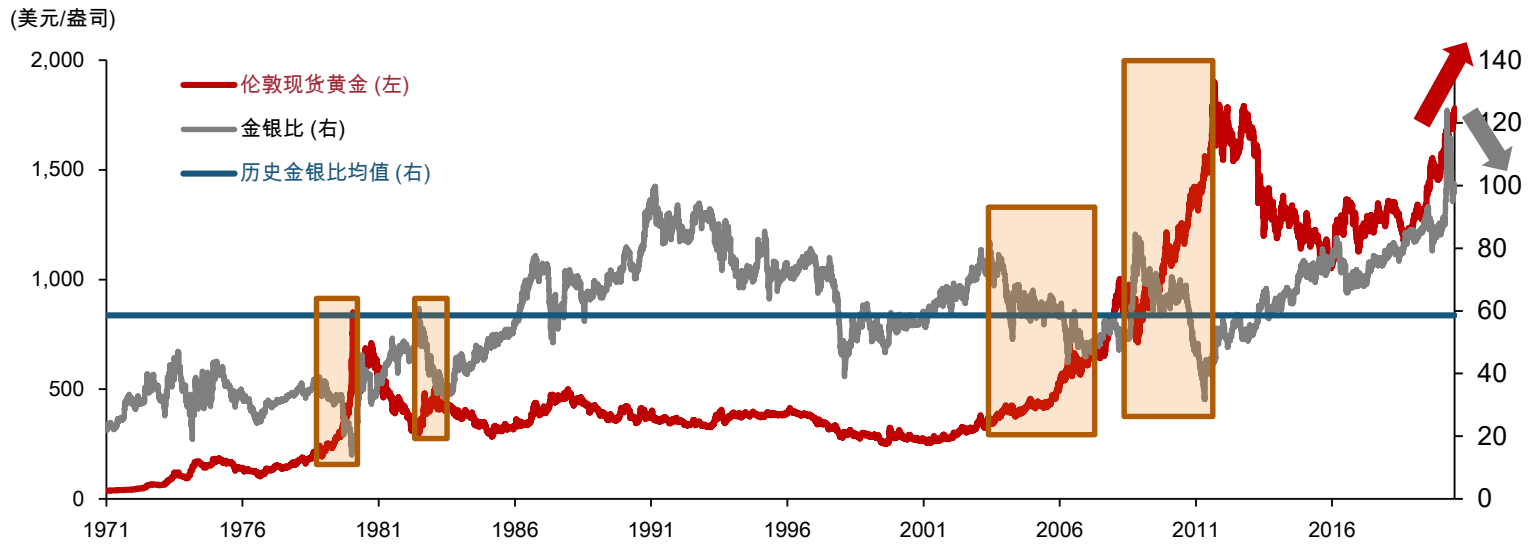
大类资产	时间	1个月后	3个月后	半年后	1年后	2年后	3年后
美元指数	互联网泡沫	1.2%	1.6%	8.1%	8.0%	11.6%	-5.0%
	911事件	0.8%	2.6%	4.0%	-5.3%	-16.3%	-23.8%
	金融危机	6.2%	6.3%	10.3%	-1.0%	4.5%	-0.5%
	欧债危机	1.3%	5.0%	12.2%	4.6%	4.2%	4.5%
美国国债	互联网泡沫	-4.3%	-2.1%	-7.0%	-23.7%	-14.5%	-46.0%
	911事件	-3.5%	7.7%	11.8%	-18.2%	-4.9%	-6.7%
	金融危机	3.5%	-35.5%	-19.1%	1.5%	-21.7%	-43.7%
	欧债危机	4.0%	3.8%	-10.4%	-4.8%	-50.0%	-61.1%
标普500	互联网泡沫	1.3%	1.5%	1.9%	-18.8%	-20.2%	-49.6%
	911事件	3.1%	9.3%	10.3%	-17.1%	-0.1%	9.4%
	金融危机	-20.4%	-29.9%	-44.2%	-10.7%	-2.9%	2.6%
	欧债危机	1.2%	3.9%	-1.9%	12.0%	13.0%	26.9%
大宗商品	互联网泡沫	-8.04%	2.30%	10.93%	3.00%	-15.39%	27.60%
	911事件	-10.31%	-14.92%	-9.12%	7.01%	19.85%	49.31%
	金融危机	-32.72%	-48.89%	-48.29%	-19.27%	0.89%	9.88%
	欧债危机	3.95%	-0.44%	-6.20%	15.76%	28.20%	29.26%
国际金价	互联网泡沫	-2.3%	-0.1%	-4.4%	-8.3%	3.3%	18.6%
	911事件	-0.1%	-2.6%	3.9%	12.3%	30.5%	37.6%
	金融危机	-2.8%	-0.8%	11.8%	19.7%	44.8%	79.1%
	欧债危机	-1.2%	-1.6%	8.8%	21.2%	39.4%	42.4%

资料来源：Wind、中信证券

白银：危机后银价上涨空间更大

- 全球低利率环境，央行货币超发下的财富效应，贵金属的货币属性完美展现。
- **疫情后全球经济弱复苏，白银工业需求回升，**美国制造业PMI和金银比走势较为一致，预计高位的金银比将会回归历史中枢。

过去几轮金银比高位之后的金价和金银比走势 (1971 年至今)

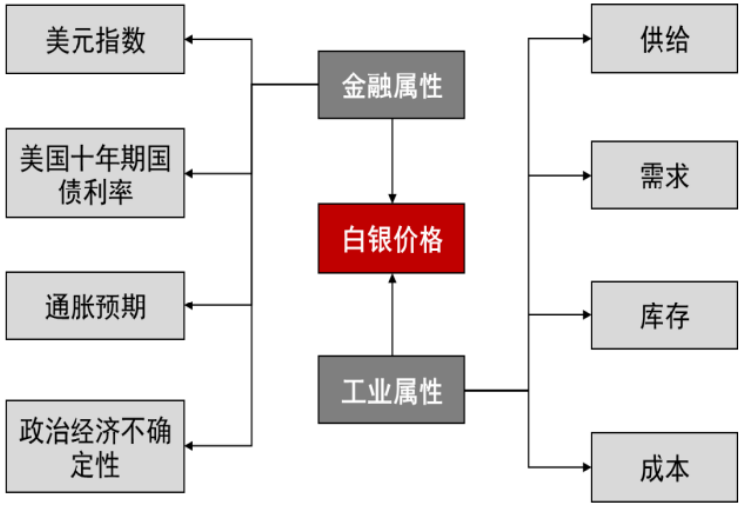


资料来源：彭博 、中信证券　截至30/6/2020

白銀：具有商品属性和金融属性

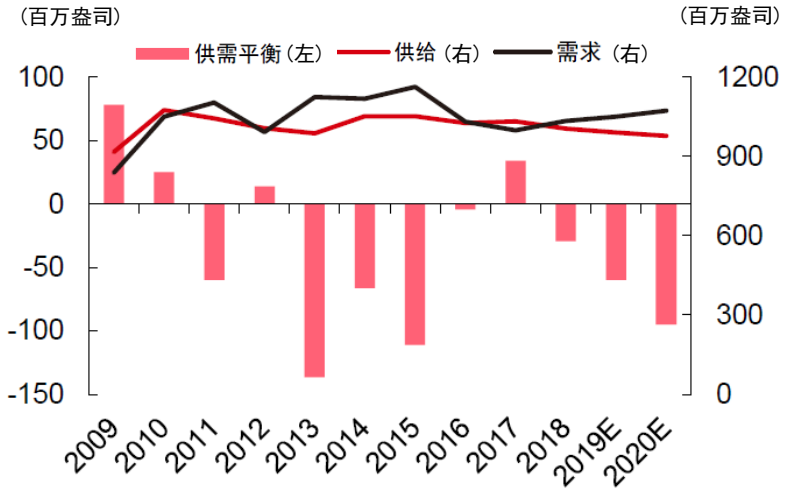
- 白银作为商品原材料，主要应用于电子电器、光伏等工业领域，其次是银币、银器等；此外，白银具有跟黄金一样的金融属性。二者共同决定白银价格。布雷顿森林体系解体后，历史上的白银价格相较于金价呈现明显的高波动性。**白银价格两次大的上涨机会，均呈现出金银比的明显回落。**
- 伴生金属价格低迷导致供给收缩，光伏需求增长导致供需缺口拉大。1) 供给端看，白银伴生为主，所伴生的铅锌等价格低迷或导致未来供应压力逐渐增加；2) 需求端看，白银工业需求占比较大，光伏等新能源领域快速发展引领需求增长。

白银定价体系主要包括金融和工业属性



资料来源：世界白银协会、中信证券

全球白银供需平衡表

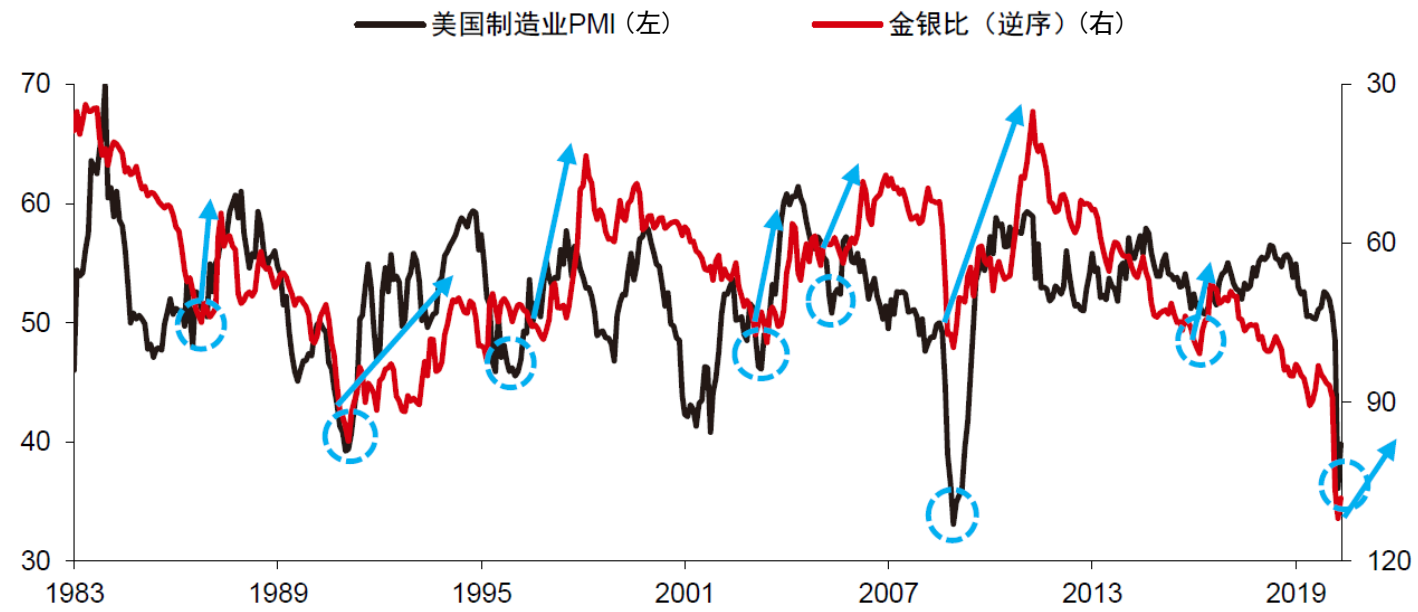


资料来源：世界白银协会、中信证券

白銀：预计金银比回归历史中枢

- 中长期看，预计金银比回归历史中枢，白银价格弹性远大于金价。全球低利率环境，央行货币超发下的财富效应，使得贵金属的货币属性完美展现；**疫情进入中后期全球经济弱复苏，白银工业需求回升，美国制造业PMI和金银比走势较为一致，预计高位的金银比将会回归历史中枢。**

金银比与美国制造业PMI呈反向波动趋势

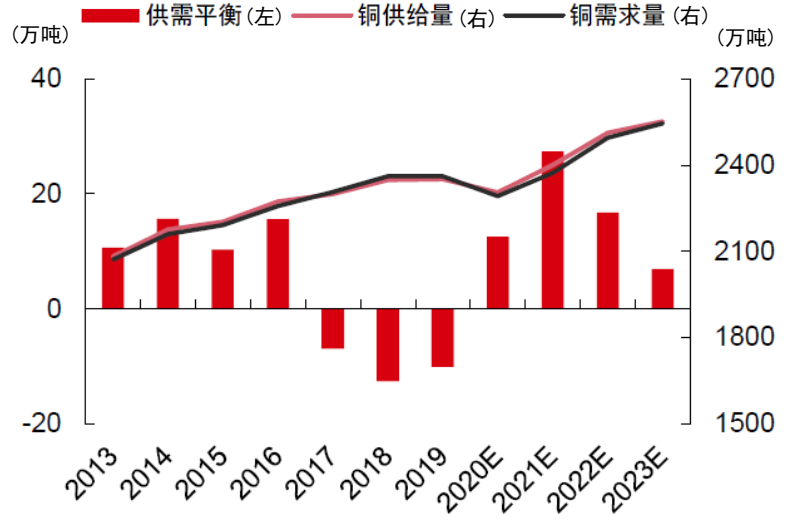


资料来源：Wind、中信证券

銅：中长期看铜供需缺口将持续收窄

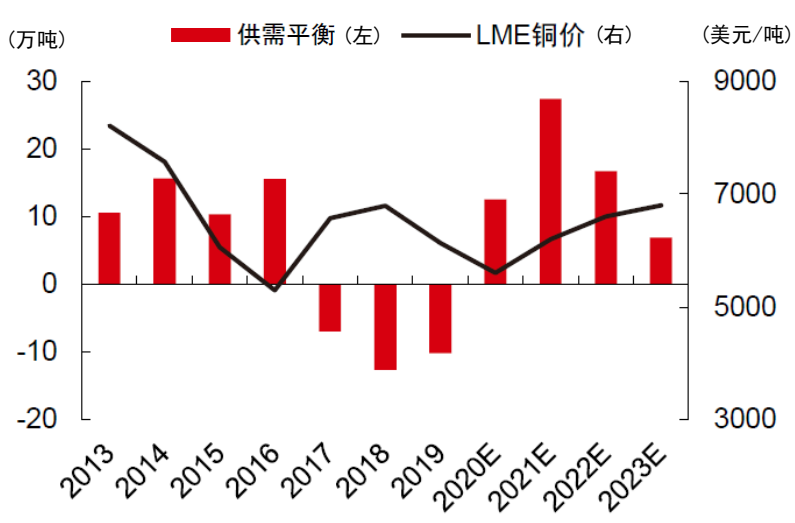
- 疫情期间铜价上涨主要来自流动性宽松和供需错配的支撑，我们判断未来铜价仍将保持强劲的因素包括：一) 流动性持续宽松；二) 全球55万吨显性库存处在历史低位；三) 南美疫情对于铜精矿供应的扰动。
- 需求端，内地家电消费及电力投资支撑铜消费回升，欧美制造业PMI触底回升将带动下半年铜需求量环比改善。供应端看，资本周期和疫情蔓延影响矿山产能建设，未来三年新增大型矿山项目有限。**预计2020-2021年铜消费增速-1.7%/+5.2%，供需格局改善推升价格中枢至5,900/6,300美元/吨。**

全球精炼铜供需平衡表



资料来源：Wood Mackenzie、中信证券预测

铜价与供需平衡的关系



资料来源： Wood Mackenzie、中信证券预测

銅：低利率环境和美元走弱支撑近期铜价上涨

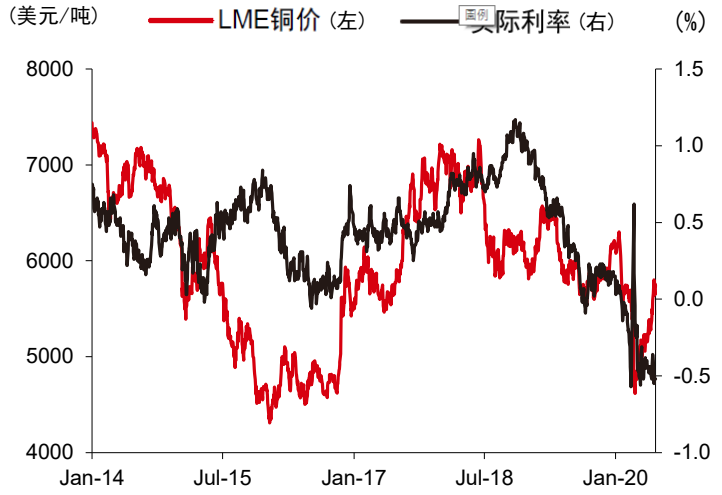
- 根据LME现货铜价与美元指数关系看，二者呈现明显负相关性，**3 月底以来，美元指数高位回落并持续破位，计价因素支撑铜价上涨。**
- **铜价和美国十年期通胀指数国债收益率呈明显正相关性，**近期国债利率下行和通胀在油价带动下修复，实际利率低位震荡，较低的融资成本导致贸易商持货挺价意愿偏强，也对铜价有明显支撑。

LME铜价与美元指数的关系



资料来源：Wind、中信证券

LME 铜价与实际利率的关系



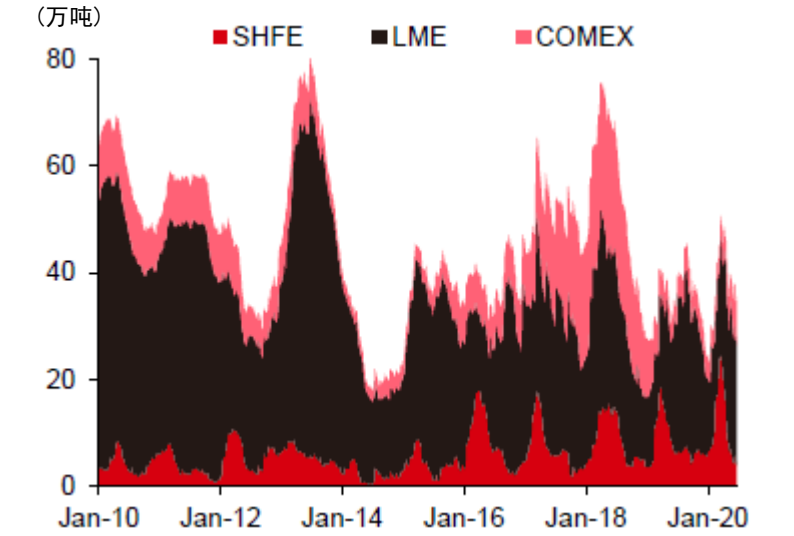
资料来源：Wind、中信证券

铜需求：内地需求逐步恢复 海外经济重启仍存不确定性

- 内地在前期赶工和消费政策刺激下，二季度需求增长来自于终端消费触底反弹和前期积压需求集中释放。三季度的地产工程建设、电力投资等赶工节奏逐步趋缓，线缆开工率较难维持二季度100%的水平。6 月份重点空调企业排产1,525 万台，同比增长16.7%，预计将拉动6月份铜管企业开工率持续反弹至86.2%。疫情稳定后的国内汽车、家电消费有望呈现回暖趋势，预计带动铜消费同比改善明显。不过，海外复工进程的不确定性将持续影响需求释放。

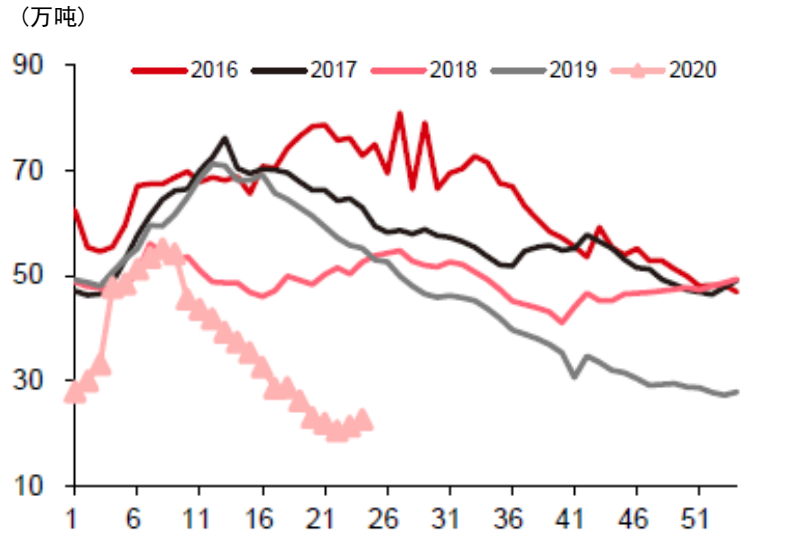
- 自3 月下旬以来，三大交易所期货铜库存从50.5 万吨的高位持续去化，截至6月24日已降至34.2万吨的近十年偏低位置。内地现货铜社会库存在下游消费带动下持续去化，截至6月24日已经降至22万吨，处在近五年的低位水平。**全球合计55万吨库存处在历史低位水平，支撑铜价强势反弹。**

三大交易所期货铜库存



资料来源： Wind、中信证券

国内现货铜社会库存（按周）

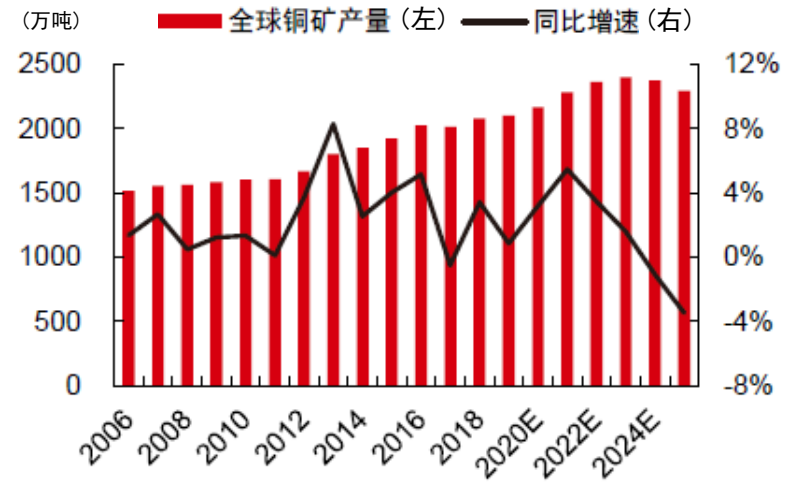


资料来源：Wind、中信证券

铜供应：矿产国疫情仍存不确定性

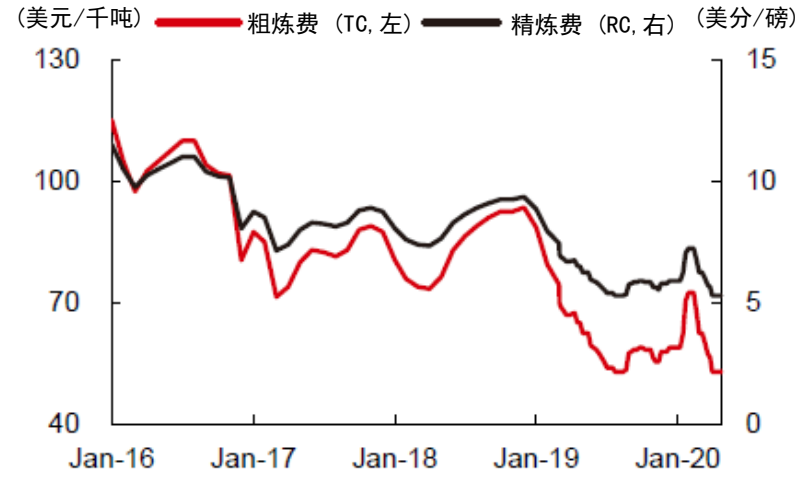
- 全球大型铜矿集中在南美、非洲地区，其中，智利、秘鲁铜矿产量占比高达40%。3-4 月疫情管控政策导致部分矿山减少运营规模和港口关停。截至6 月19 日铜精矿粗炼费 (TC) 仍在51.0 美元/吨的低位水平徘徊，反映出铜矿供应依然紧张，预计减产影响铜矿产量超30万吨。
- 截至6 月29 日，智利、秘鲁及刚果 (金) 等国家新增疫情数据处爆发态势，仍有多国处在紧急状态限制铜矿生产和出口，**疫情发展不确定性预计将会持续对矿端生产和运输效率造成干扰。**

铜矿产量及预测值



资料来源：Wood Mackenzie (含预测)、中信证券

现货铜TC/RC下滑反映矿端偏紧格局



资料来源：Wind、中信证券

铜：预计未来1-2年铜价持续抬升

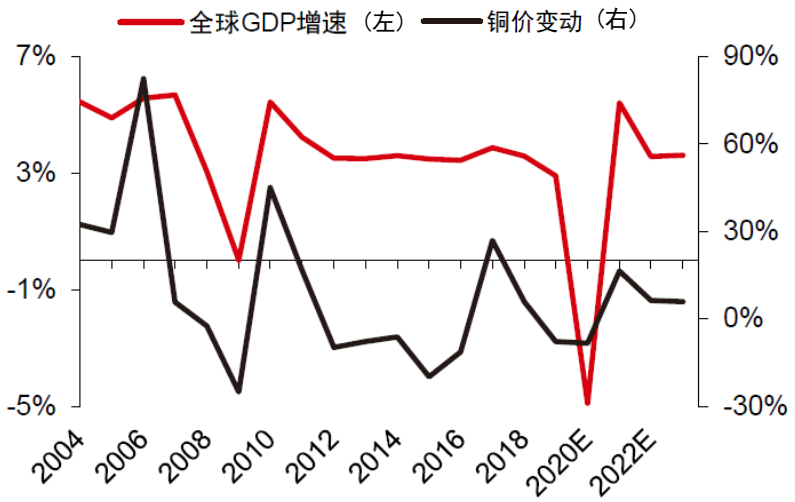
- 预计未来2-3年供需维持紧平衡状态，且供需结构持续改善。IMF预计2020-2021年全球经济增长-4.9%/+5.4%，根据历史数据测算铜需求和经济增速相关性0.7，预计2020-2021年铜消费增速-1.7%/+5.2%。
- 需求端看，内地地产竣工重回复苏通道有望带动家电消费持续回升，政策加码基建拉动电力投资额回升支撑铜消费。预计欧美制造业PMI 触底回升带动下半年铜需求量环比改善；供给端看，资本周期和疫情蔓延影响矿山产能建设，未来三年新增大型矿山项目有限，2021 年后将面临供应逐步趋紧态势。**供需结构持续改善支撑铜价，预计未来两年均价5,900/6,300 美元。**

未来1-2年影响铜价走势的核心因素及观测指标

影响铜价运行的逻辑	核心观测指标
中长期看，全球流动性宽松和经济复苏预期对铜价形成支撑	IMF经济预测、央行宽松政策、美元指数及实际利率
国内电力、地产、汽车整体处在复苏通道，下半年边际消费改善	电力投资、汽车产销量及地产产业链数据改善
海外经济数据二季度触底后的持续反弹对铜需求端的拉动作用明显	欧美制造业PMI、就业及消费的数据改善
资本开支周期和海外疫情持续，影响未来几年铜矿产量释放	全球铜矿新增产能、疫情对矿山生产扰动

资料来源：中信证券预测

LME铜价变化与全球GDP增速走势一致

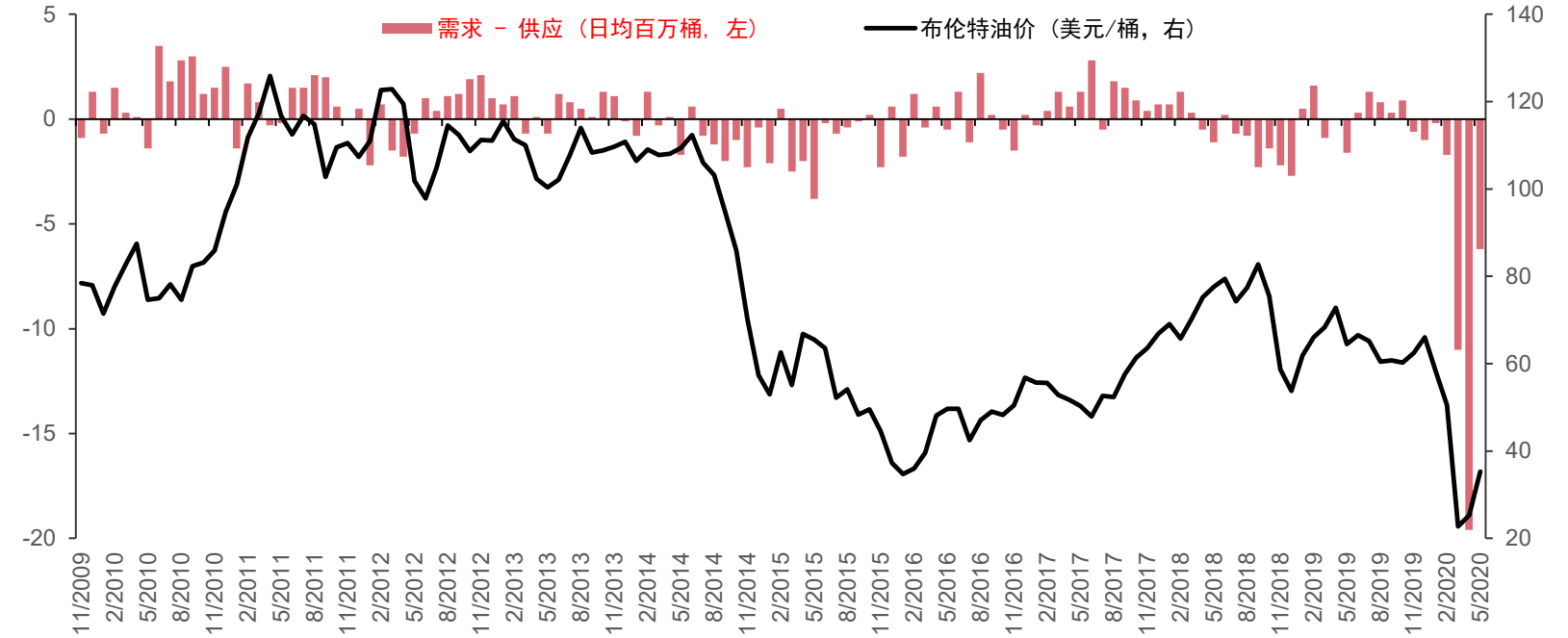


资料来源： Wood Mackenzie、中信证券预测

原油：供需格局仍很脆弱

- **需求：**基本面短期不足以推动油价继续回升。
- **供应：**OPEC减产实质性开始，非OPEC供给逐渐收缩。
- **下调2020年布油中枢45美元/桶预测，看好未来1-2年油价回升至60美元/桶以上。**

布伦特油价走势与全球原油供需关系

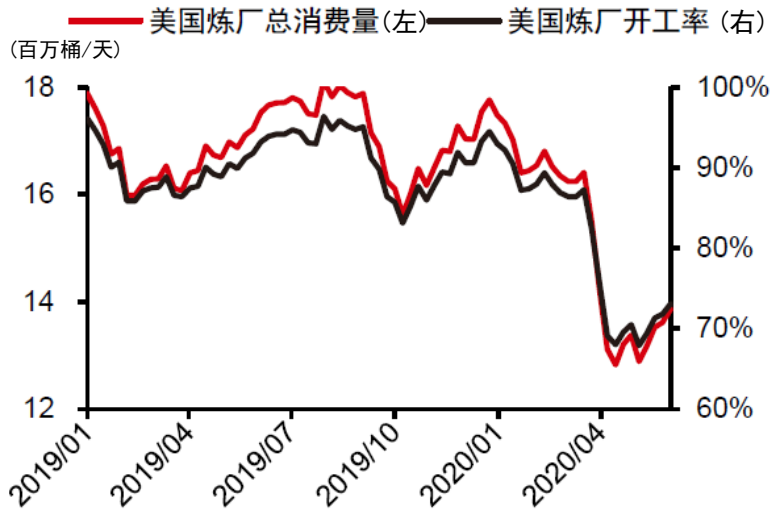


资料来源：彭博、中信证券　截至30/6/2020

原油需求：仍需较长时间恢复

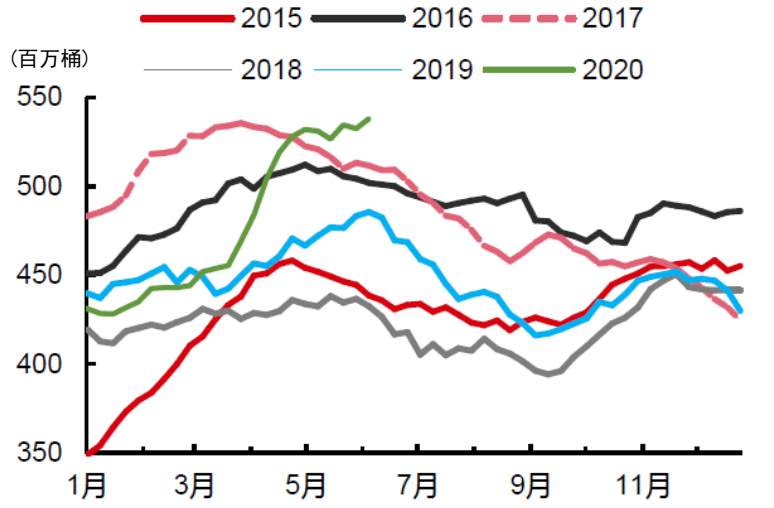
- EIA 最新数据显示6月5日当周美国炼厂开工率73.1%，环比增加1.3百份点，持续回升，但距往年90%以上的开工率仍有较大差距。美国商业原油、SPR、成品油库存环比+572、+222、+399万桶，总油品库存续创历史新高。
- 我们认为海外疫情的严重程度、持续时间和恢复周期均超过中国内地，原油需求恢复进程整体较为缓慢。4月底以来的油价回升主要受需求进入复苏周期后的市场情绪大幅回暖推动，油价回升先于基本面恢复，**当前基本面不足以支撑油价进一步大幅上涨。**

美国炼厂总加工量及炼厂开工率



资料来源：EIA 、中信证券

美国商业原油库存

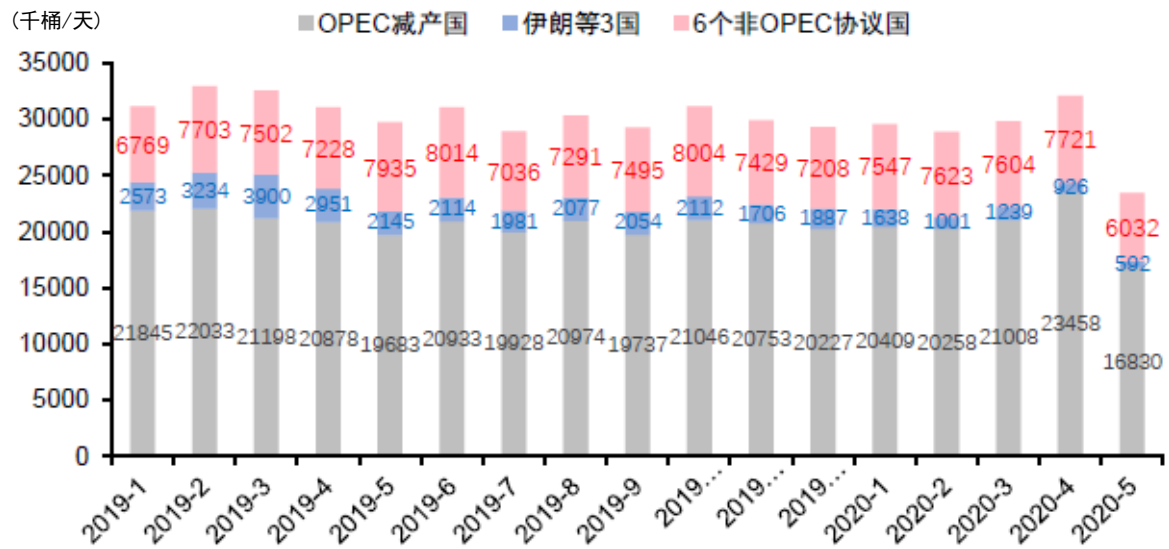


资料来源：EIA 、中信证券

原油供应：OPEC+延长减产协议

- 6月6日OPEC+决定延长970万桶/天的减产额度至7月，且5-6月减产未达标国家将于7-9月额外减产作为弥补，沙特等国6月计划扩大减产118万桶/天。我们测算，假如5-7月、8-12月OPEC+按照970、770万桶/天的额度100%减产，且6月沙特等3国额外减产118万桶/天，OPEC国家的NGL产量与原油保持固定比例，非OPEC国家的NGL不考虑减产，则OPEC+联盟2020年同比减产540万桶/天，其中5-12月同比减产809万桶/天。
- 年初利比亚反对派关闭最大油田沙拉拉油田出口，该国产量从超110万桶/天降至不足10万桶/天，6月8日利比亚突然宣布解除不可抗力，超市场预期，随后又因武装袭击再次停产，但当前利比亚产量已至底部，未来仍存增产可能。

OPEC+国家原油出口



资料来源：Eikon、中信证券

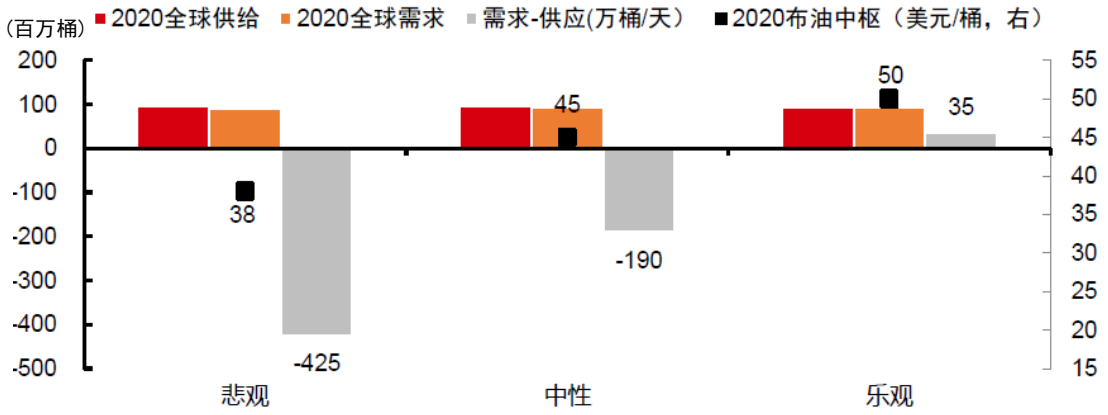
原油：油价进一步上涨仍需等待去库周期开启

2020年原油供应端三种不同情景假设

	悲观	中性	乐观
全球	全年同比-545 万桶/天	全年同比-665 万桶/天	全年同比-735 万桶/天
美国	套保和美国政府政策导致页岩油仅小幅减产，全年同比减产不足 50 万桶/天	产量持续下降，至年底降至 1080 万桶/天，全年同比-96 万桶/天	低油价导致部分页岩油企破产，产量永久损失，全年同比-140 万桶/天
OPEC+	减产执行不力，全年原油和 NGL 同比-300 万桶/天	5 月起维持 100%执行减产，全年原油同比-325 万桶/天，NGL-49 万桶/天	5 月起维持超额减产，全年原油和 NGL 同比-400 万桶/天
委内瑞拉	5-6 月保持 4 月份产量水平，下半年降至 20 万桶/天		
利比亚	保持 4 月份的产量水平至年底		
伊朗	保持 4 月份的产量水平至年底，无出口		
巴西等国	小幅减产，巴西、挪威、加拿大和圭亚那原油全年同比-28 万桶/天，主要来自于加拿大（约-46 万桶/天）		

资料来源：中信证券

不同情景下2020年原油供需及布伦特油价中枢预测

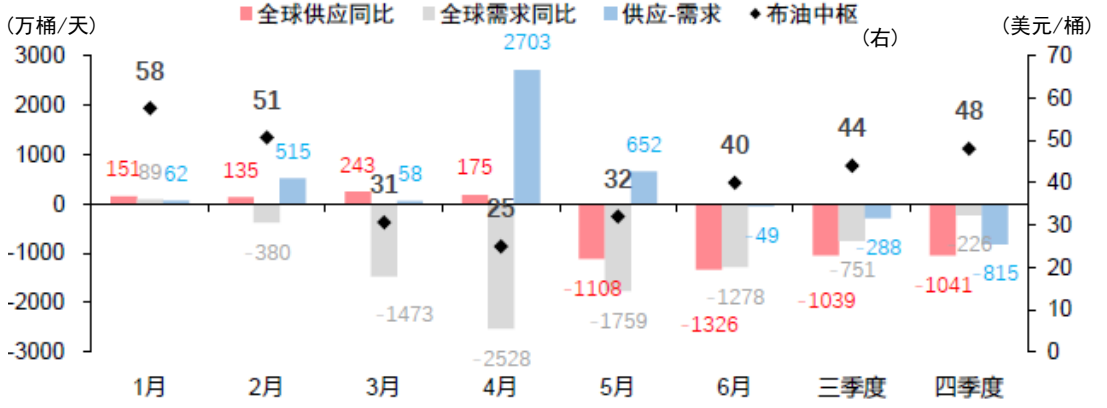


资料来源：中信证券预测

- 短期油价波动可能会受到需求恢复进度、供应端扰动、市场情绪等因素的影响。
- 随着产油国减产的持续推进，**假设欧美疫情不出现反复，**随着需求持续复苏，预计持续去库周期有望于7月后启动，推动下半年油价持续回升，**年底布伦特油价有望回升至50美元/桶区间，预测全年布油中枢45美元/桶。**

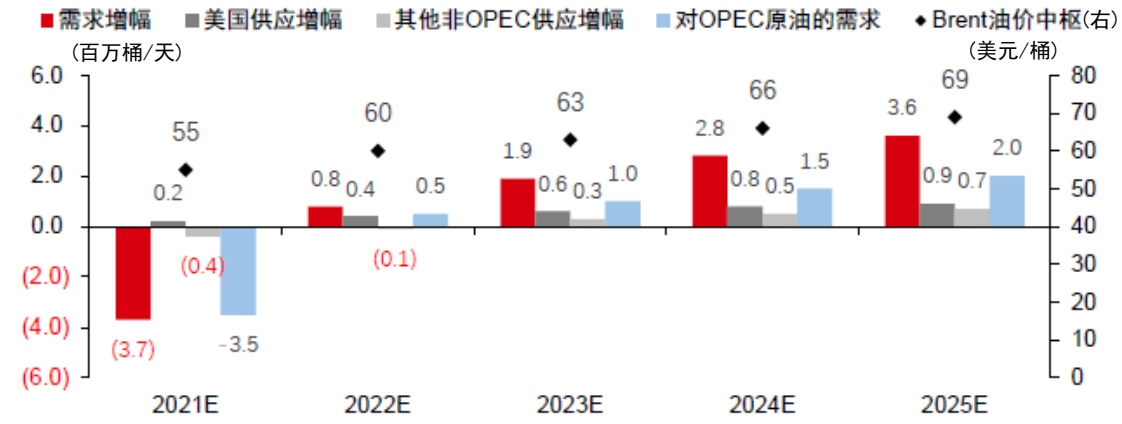
原油：未来1-2年油价有望回升至60美元以上

中性假设下2020年原油供需平衡及布油走势预测



资料来源：中信证券预测

2021-25年全球原油供需相对2019年变动及布油预测



资料来源：中信证券预测

- **长期看，需求方面疫情结束后，预计2021-2022年需求会回到正轨，之后保持平稳增长，**且5-10年内新能源车替代难以导致原油需求出现下降。
- 供应方面，2014年以来的低油价导致上游资本开支削减近半，近年来全球新增项目大幅减少，此次疫情已导致近200万桶/天的产能永久关停，上游资本开支再次大幅缩减。
- 2022年前后全球将进入供应偏紧的周期，综合考虑完全成本、合理收益和新能源替代等因素，**坚定看好1-2年内布油中枢回升至60-70美元/桶区间。**

疫情延长美元的相对强势 人民币下半年大概率由弱转强

- **美元**：美元指数在趋势上从去年末已落入下行通道，只是**疫情延长了其的相对强势，年末起出现下降的可能性更大。**
- **人民币**：疫情防控卓有成效，导致中国疫情虽先“进”但也先“出”，与G4国家基本面的相对情况自二季度起料将出现反转。**从经济基本面的角度，人民币的相对升值压力反而会加大。**

人民幣與美元過去十年走勢



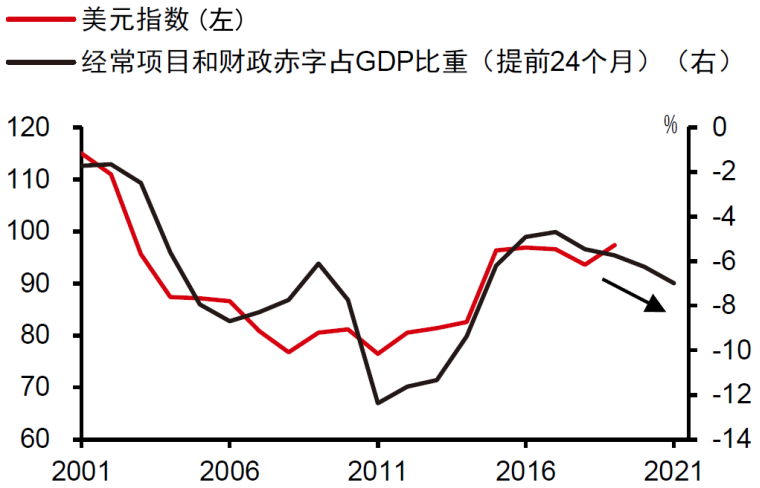
资料来源：彭博、中信证券　截至30/6/2019

美元：迈入下行通道的趋势或不可避免

- 此次美国疫情控制效果不佳，而其他主要经济体中国、日韩、欧洲等均陆续复工复产，其相对经济优势已遭到削弱。美国为应对危机实施了一系列积极的财政政策，5月财政赤字达到3,988亿美元，同比增长91.5%。同时6月30日美联储资产负债表规模已达到7.09万亿美元，年底有望突破10万亿规模。**主权债务风险快速累积，叠加新冠疫情、反种族主义和总统竞选等事件，近期美元已有示弱迹象，**6月30日美元指数97.4，同比5月高点回落3.1%。

- 从我们的长期跟踪来看，**美元实际有效汇率和经常项目与财政赤字占GDP比重的走势十分吻合，后者领先美元指数的变动约两年左右。**从现阶段经常项目和财政赤字占GDP比重的走势判断，再结合今年美国可能出现的较大财政赤字，尽管美元指数短期内或由于避险因素仍处于高位，但逐步迈入下行通道的趋势或不可避免。

前瞻指标显示，美元指数持续走强的动力似乎不足



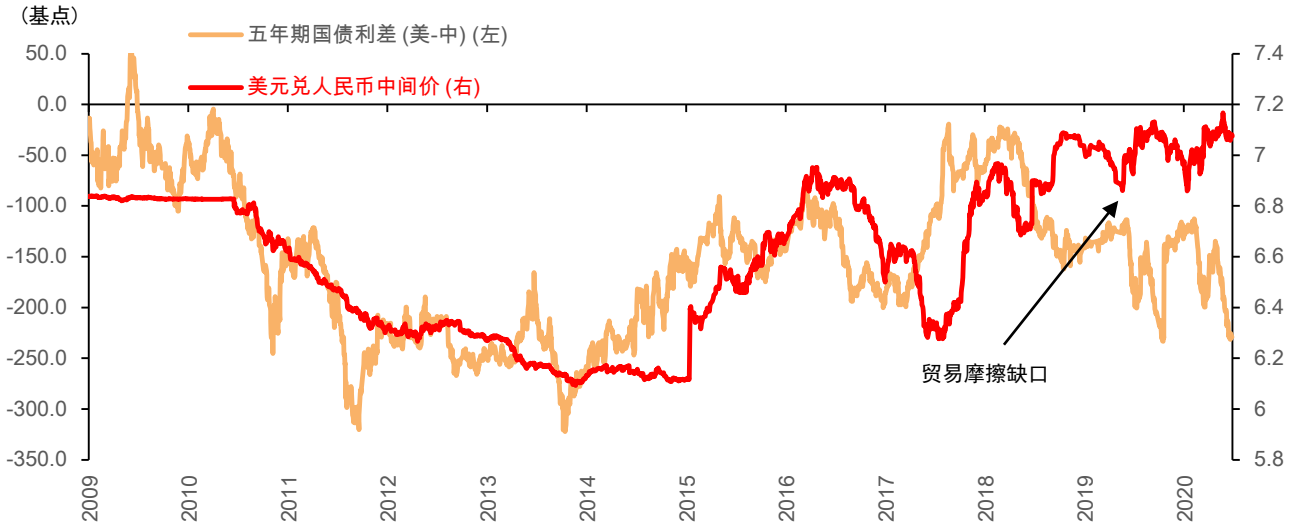
资料来源：彭博、美国财政部、中信证券

人民币：贸易摩擦所带来的估值缺口或将慢慢得以填补

- 自二季度以来，中国复工复产不断加快，而海外疫情则开始逐步扩散，各国均采取了相应的社交隔离等措施，对生产和生活活动进行了限制。因此，从二季度的基本面来看，中国由于疫情防控得力，预计将出现针对疫情扩散“先进先出”的状况，GDP 增长的相对趋势也会出现明显反转，我们预计二季度国内GDP 当季增速可能达到4%左右，而海外主要国家可能面临两位数的负增长。**从经济基本面的角度，人民币的相对升值压力反而会加大。**

- 前期主导人民币贬值的经贸摩擦影响已在逐步消化中，**我们认为短期美元兑人民币汇率将在6.8-7.2的区间内运行，下半年有望回落至区间中枢下沿。**中美国债利差通常能够反映相对的美元兑人民币走势。以中美5年期国债利差变化观察，我们认为**贸易摩擦所带来的估值缺口或将慢慢得以填补，也会对人民币汇率形成一定支撑。**

以中美5年期国债利差变化观察，贸易摩擦所带来的的估值缺口或将慢慢得以填补



资料来源：彭博、中信证券　截至30/6/2020



债 券

回顾｜二季度主要债券种类表现

	收益率	指数涨跌幅 (%)						2017至今
	(%)	2020Q2	YTD 2020	2019	2018	2017	2017-2019年化	最大回撤 (%)
应急可转债 (美元)	6.19	**15.27**	-3.48	20.07	-3.09	15.76	10.44	28.10
美国高收益企业债	6.36	**12.66**	-3.72	14.47	-2.17	7.20	6.28	21.00
新兴市场政府债	NA	**10.51**	-6.76	10.14	-6.90	14.67	5.55	20.40
中资美元债高收益	8.80	**9.94**	1.52	12.72	-4.18	6.46	4.76	13.60
中资美元债-房地产	NA	**9.32**	2.36	13.72	-2.21	6.66	5.86	13.30
美国投资级企业债	2.07	**7.85**	5.19	12.98	-1.79	1.55	4.06	12.50
中资美元债	4.39	**4.59**	3.33	10.82	-0.75	4.87	4.88	7.60
中资美元债投资级	2.56	**2.41**	4.20	10.17	0.47	4.41	4.94	5.56
中国境内企业债	3.54	**0.34**	2.51	5.26	8.87	1.27	5.09	1.19
中国境内债	3.05	**-0.81**	2.57	4.86	9.17	-0.49	4.44	2.45

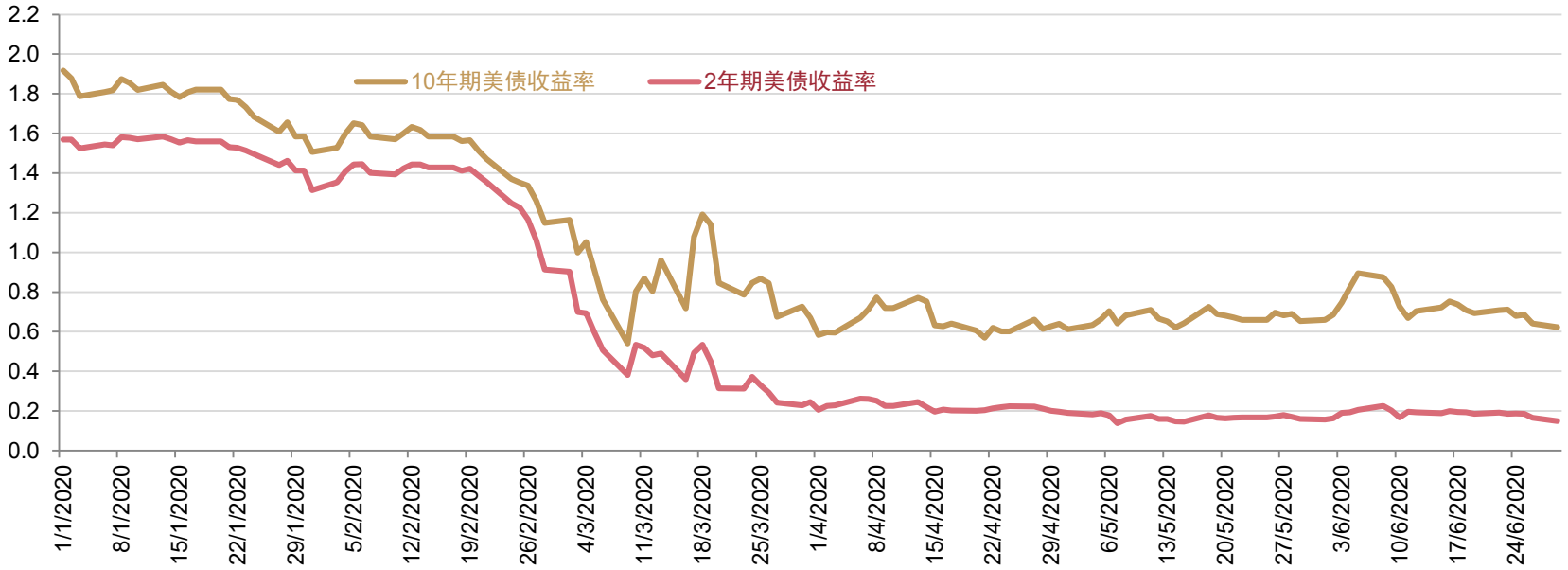
资料来源：彭博　　2020Q2年截至26/6/2020

应急可转债 (美元)：彭博巴克莱西欧应急可转债USD总回报指数；美国高收益企业债：S&P美国高收益企业债总回报指数；美国投资级企业债：S&P美国投资级企业债总回报指数；新兴市场政府债：J.P.Morgan新兴市场政府债指数；中资美元债高收益：彭博巴克莱中国高收益美元债指数；中资美元债投资级：彭博巴克莱中国投资级美元债指数；中资美元债-房地产：Markit iBoxx中国房地产美元债总回报指数；中资美元债：彭博巴克莱中国美元债指数；中国境内企业债：彭博巴克莱中国人民币企业债总回报指数；中国境内债：彭博巴克莱中国人民币债总回报指数

回顾｜二季度美债收益率低位徘徊

- 美债收益率一季度在避险情绪推动下创历史新低后，二季度收益率维持在“1”以下低位呈震荡走势。美债收益率长期维持低位一方面是由于在疫情阴霾笼罩下投资者对于经济复苏的前景仍然担忧，市场对美债这种高质量避险资产的需求仍然强劲；另一方面因为美联储“零利率+无限量QE”的模式也促使美债收益率维持在较低水平。

美债收益率走势



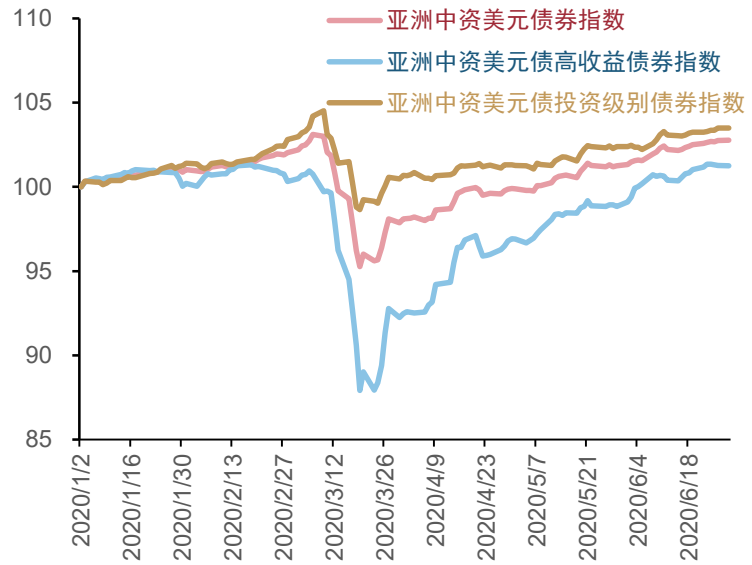
资料来源：彭博

截至29/6/2020

回顾｜中资美元债收复失地

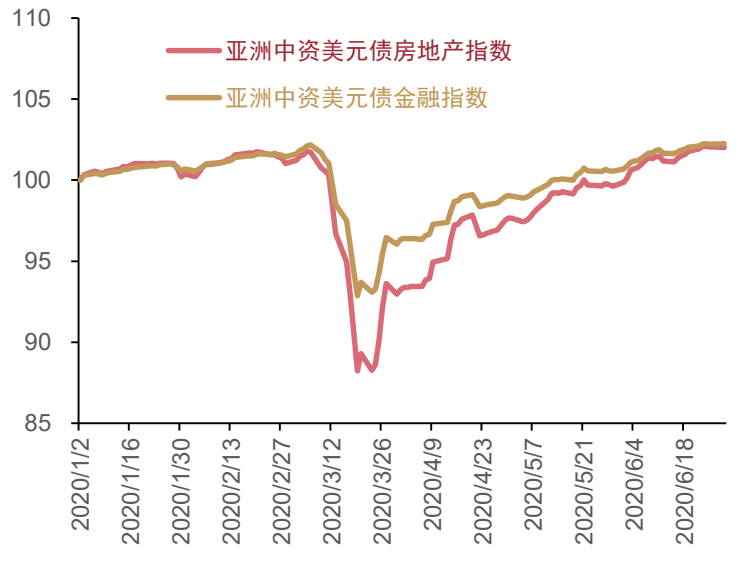
- 截至6月29日，年初至今Markit iBoxx中资美元债指数上涨2.77%，其中高收益美元债指数涨1.26%，投资级美元债指数涨3.50%。而二季度高收益美元债指数涨9.50%，投资级美元债指数涨2.79%，高收益美元债反弹幅度大于整体指数。
- 至6月29日，按行业分类，二季度房地产中资美元债指数涨9.42%，金融中资美元债指数涨6.12%。

中资美元债指数表现



资料来源：彭博
截至29/6/2020

中资美元债行业指数表现



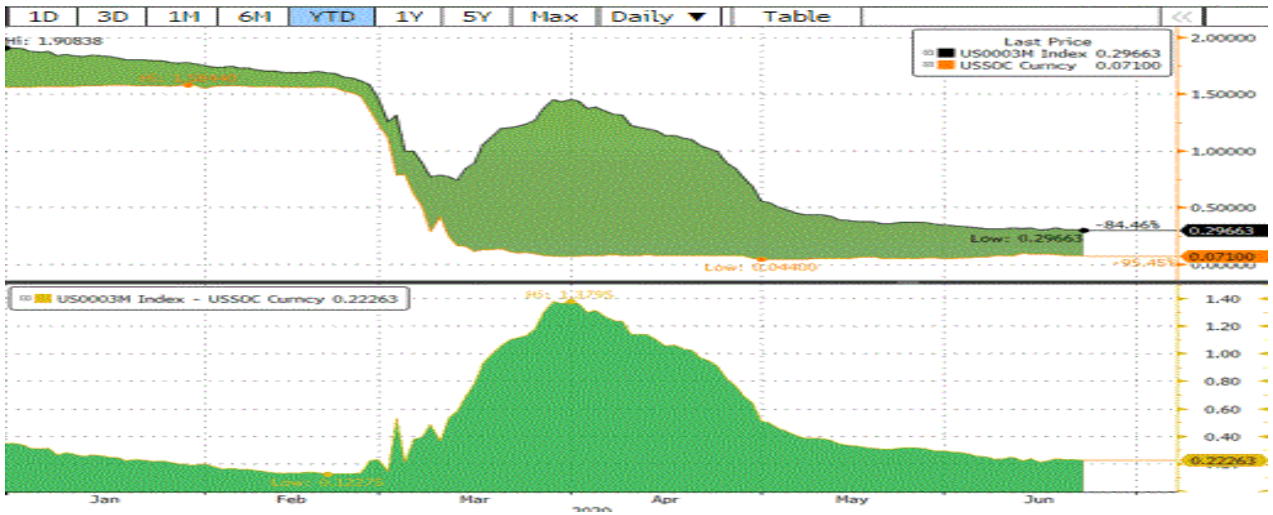
资料来源：彭博
截至29/6/2020

回顾｜中资美元债市场修复原因分析

■ 境外流动性角度 – 美联储紧急注入流动性，美元流动性危机缓解

为应对金融市场的流动性危机，美联储临时增加额外操作紧急注入资金。后续为支持经济，美联储采取了包括无限量QE、重启MMLF等多项货币措施和总规模达2.3万亿美元的信贷计划。**随着美联储持续向市场释放流动性，美元流动性危机缓解**，衡量美元流动性松紧的重要参考指标3个月期Libor-OIS利差已由三月的高位回落。**中资美元债二级市场有所修复，美债收益率逐步回落。**

3个月期Libor-OIS利差



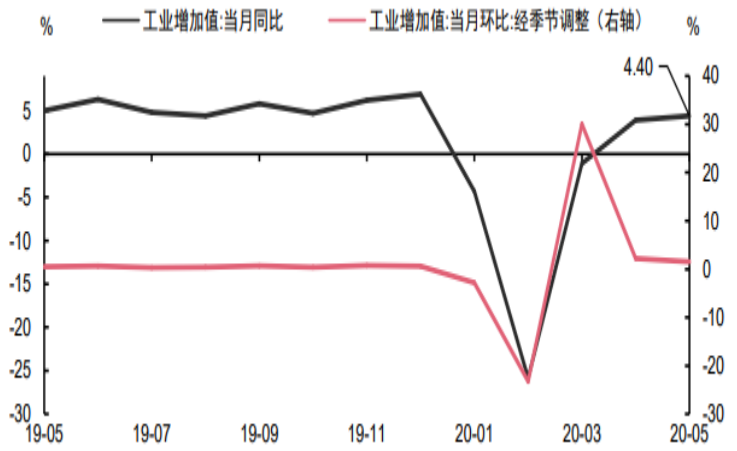
资料来源：彭博 截至24/6/2020

回顾｜中资美元债市场修复原因分析

■ 经济基本面角度–疫情防控成效显著，经济复苏预期强烈

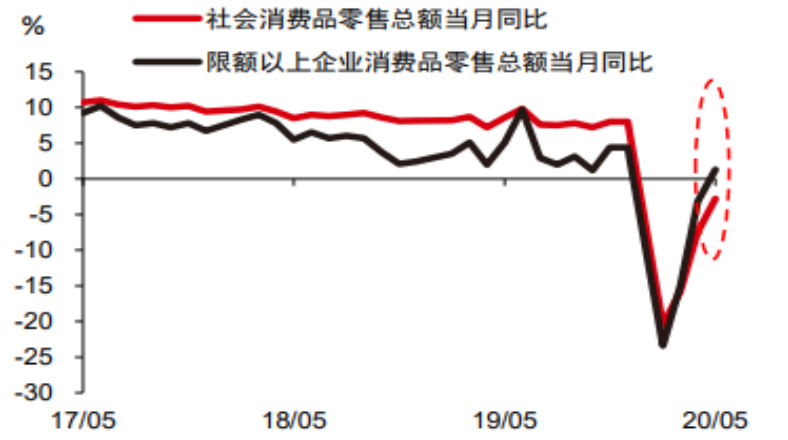
3月份的美元债市场剧烈震荡一方面也是由于投资者对疫情蔓延冲击全球经济的担忧。而进入二季度，中国国内经济进入复苏通道，工业、消费、投资稳步改善。国家统计局公布的5月数据显示：工业增加值同比增长4.4%，生产活动已步入正常区间；社消中大部分商品增速稳步回升，预计六月整体回到零增长附近；投资回升节奏也符合预期，基建投资单月同比回升至两位数。**预计三季度国内经济有望回升至疫情前水平。中资美元债的发行主体在国内运营，受国内经济基本面影响大，国内经济复苏加强了投资者对中资企业的信心，也支撑中资美元债价格回升。**

工业增加值已逐步回升至正常区间



资料来源：中信证券

5月消费品零售总额已恢复到正增长，预计社消下月回正



资料来源：中信证券

策略｜市场将回归基本面 部分中资美元债具备超额配置价值

- 在美元流动性冲击之下，亚洲美元债市场整体下行，高收益美元债下行幅度较大。**在流动性压力逐步缓和后，后续市场将逐步回归基本面。**美元债主体信用分化加大，部分主体估值修复，部分基本面较好，违约概率小，境内外利差较大的主体将具备超额配置价值。

- **违约率来看，已历史累计违约和累计发行规模衡量，中资美元债市场的违约率约为0.9%。**根据央行统计，2018年末公司信用类债券违约率是0.79%，商业银行不良贷款率约为1.9%，国际债券市场信用债评级违约率1.74%。**尽管境内违约和再融资等问题会传导至境外主体债券，但目前中资美元债市场违约率显著低于国内信用债市场。**



资料来源：彭博

策略丨低利率环境下中资美元债更具价值

- **在全球近20%债券呈现负利率的背景下，下沉资产寻找正收益资产是必然选择。**

与境内债相比，中资高收益美元债收益率较高，利差明显较大。境内中低等级信用债收益率约为3. 37%左右，而中资高收益美元债收益率可以达到8. 06%，投资溢价和投资机会明显。**高收益地产债、城投债依然是关注焦点。**

境内外债券久期和收益率

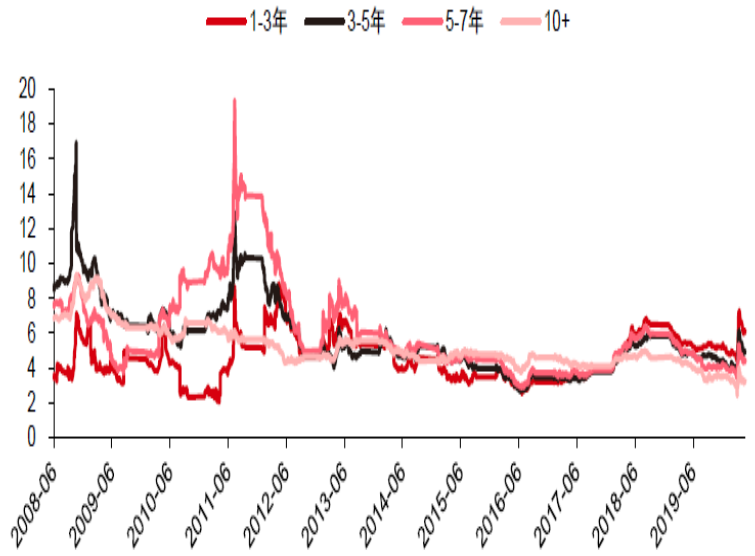
评级	久期（年）	收益率（%）	利差
境内 AAA	3	2.99%	0.6
境内 AA+	3	3.16%	0.77
境内 AA	3	3.37%	0.98
美元 IG	4.78	2.50%	1.48
美元 HY	2.38	8.06%	7.09

资料来源：中信证券

策略丨配置中短久期债券为主

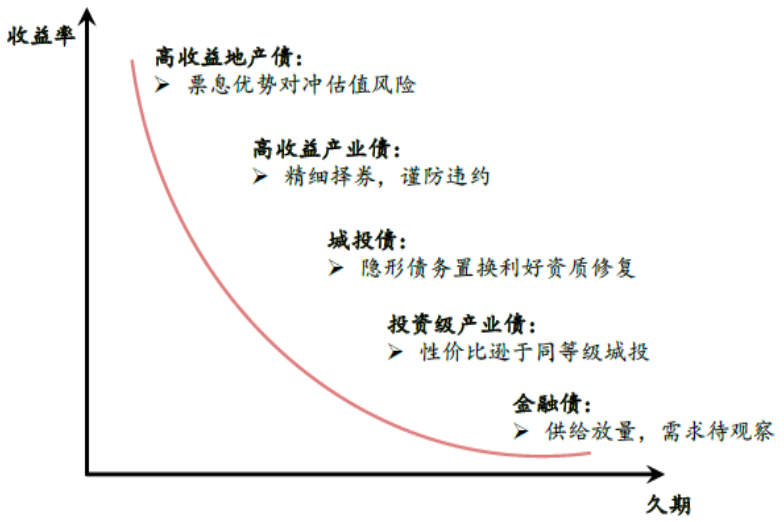
- 10年期以上长久期债券收益率位于历史低位。主要是因为部分资质较好的发行主体选择发行长久期债券，受市场认可度较高。在长久期债券收益率处于低位与市场不确定的情况下，建议配置中短久期债券为主。

中资美元债各期限历史收益率走势



资料来源：中信证券

中资美元债收益率及久期对应板块

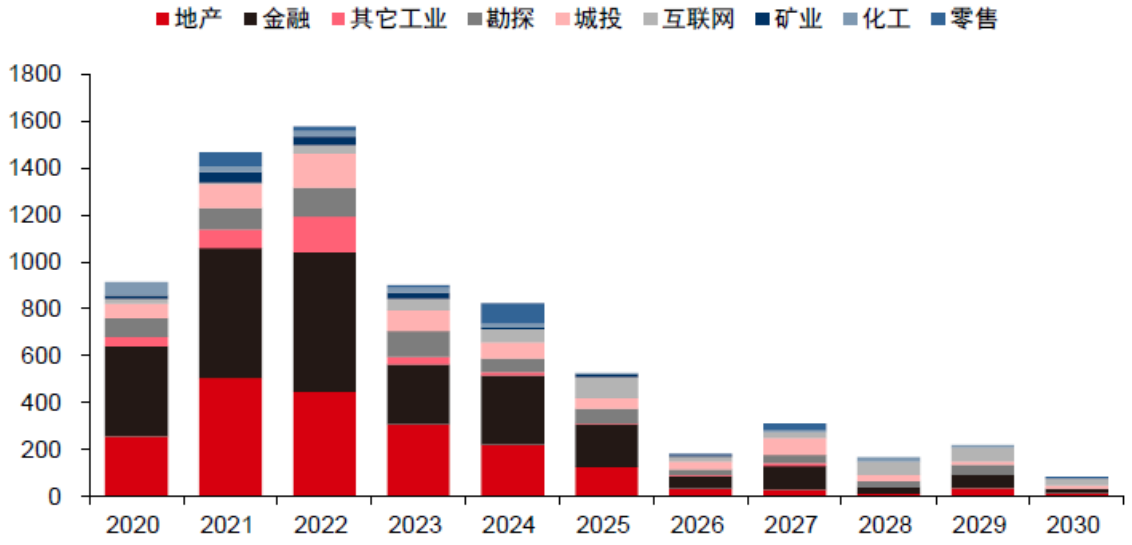


资料来源：中信证券

城投美元债丨到期压力整体可控

- 中资美元城投债到期规模集中在2021和2022年，到期压力整体可控。2020年中资美元债整体到期规模为1,022亿美元，其中城投到期规模63亿元，占比仅为6.17%，到期偿还压力可控。

中资美元债分行业到期规模 (亿美元)

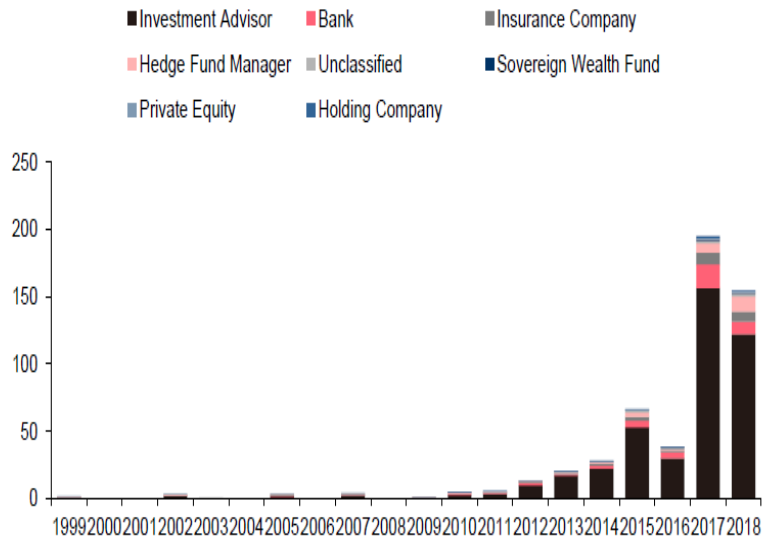


资料来源：中信证券，彭博

城投美元债丨投资者以中资机构为主 波动更为平稳

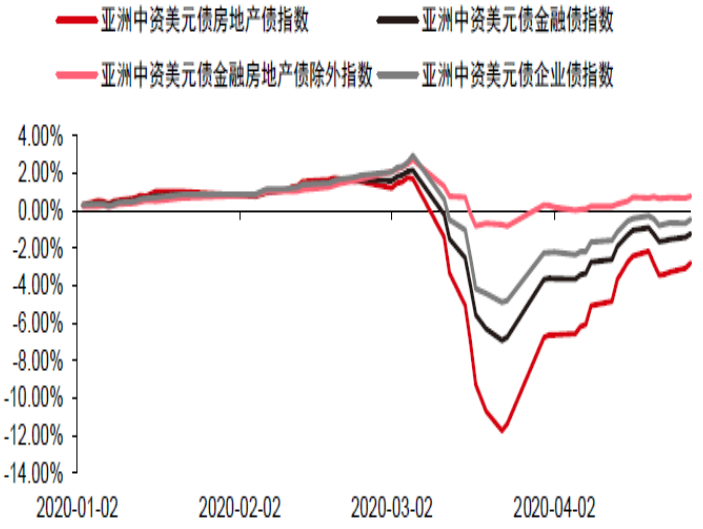
- 2015年以来中资资金的海外配置需求提升对于中资美元债的市场需求提供了有力支撑，中资美元债市场也因此更容易受到境内资金的风险偏好影响。而以中资机构为主要投资者的城投美元债，在三月全球美元债市震荡过程中“独善其身”，在地产债和金融债的剧烈波动下相对较为稳定，**一方面是因为城投债本身受疫情影响小，另一方面是因为持有人基本为中资机构，风险偏好和资金等受美国市场流动性冲击有限。整体来讲城投美元债的波动相较其他行业较为稳定，抗跌性较强。**

中资美元债投资者机构类型



资料来源：中信证券，彭博

中资美元债各行业指数年初以来走势

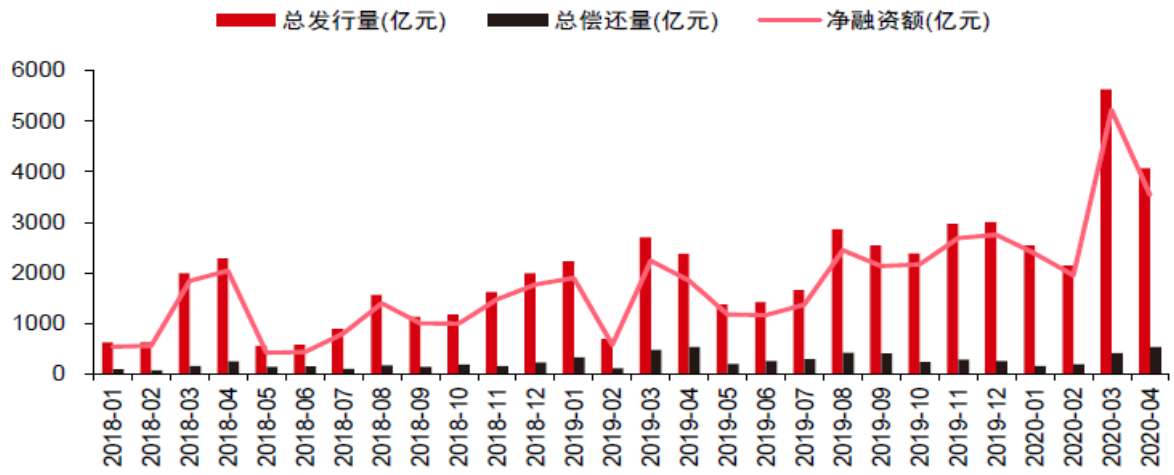


资料来源：中信证券，彭博

城投美元债丨基建发力背景下 城投作用愈发突出

- 在基建发力背景下，叠加地方债放量因素，城投的作用愈发突出。2020年3月以来，境内城投债总发行量大幅增加，创近年来历史新高。2020年初境内城投利差快速下行，也侧面反映出机构对城投板块格外看重。

2020年3月以来境内城投债发行量和净融资额大幅增加



资料来源：中信证券，彭博

房地产丨疫情之后开发投资加速

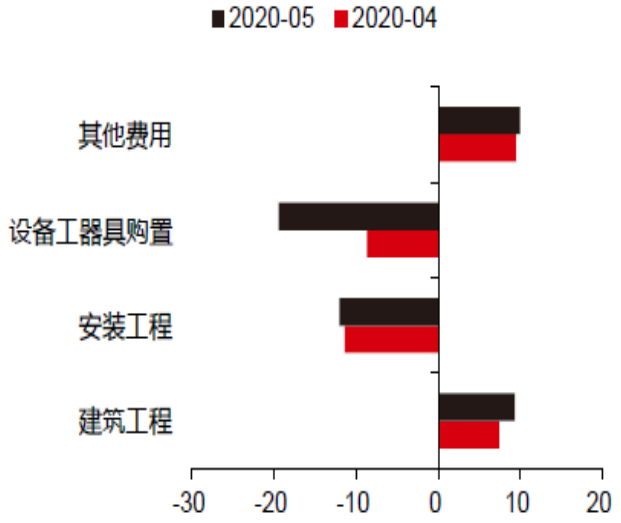
- 5月经济活动总体改善，房地产投资增速表现依然显著优于经济的其他大部分成分。1-5月房地产投资累计降幅收窄至0.3%，已接近回正，同比增速升至8.1%，与基建共同成为经济的支撑项。**房企拿地积极性较高，开发意愿强，投资需求火热。**

房地产投资表现仍然突出

指标		5月同比	累计同比
工业增加值		4.40%	-2.80%
固定资产投资	合计	0.91%	-6.30%
	制造业	-5.33%	-14.80%
	基建	10.90%	-3.31%
	房地产	8.09%	-0.30%
社零		-2.80%	-13.50%

资料来源：中信证券，彭博

地产投资分项当月增速 (%)

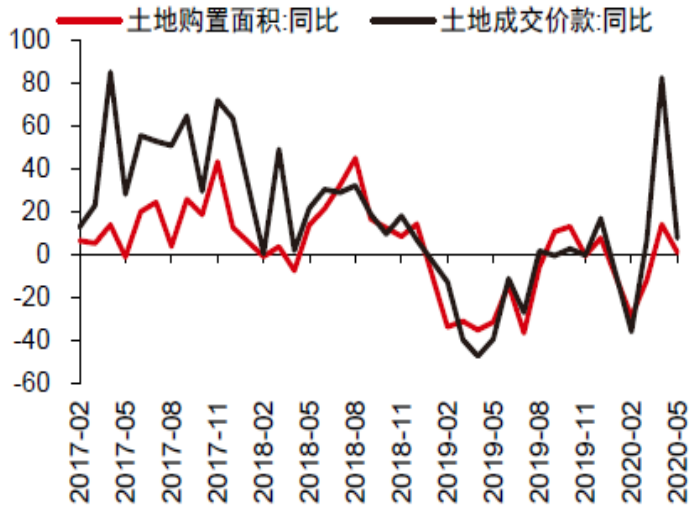


资料来源：中信证券，彭博

房地产｜地产开发各个环节修复较快

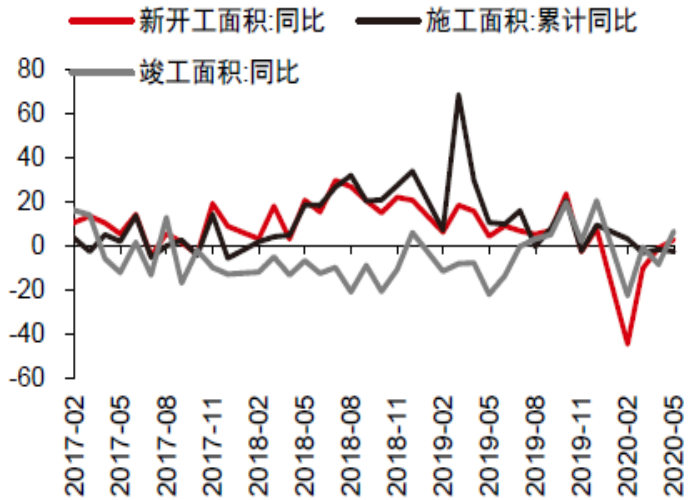
- 近期房企拿地表现突出，4月拿地较去年同期近乎翻倍，5月恢复至正常水平。新开工方面，增速转正至2.5%，处于温和回暖的通道。施工面积的累计同比增速今年以来比较平稳，一直在2%左右。竣工当月增速有一个比较大的提升，从上个月-9%回升至6%的正增速。

拿地热情相对较高 (%)



资料来源：中信证券

新开工、竣工提速，施工平稳 (%)

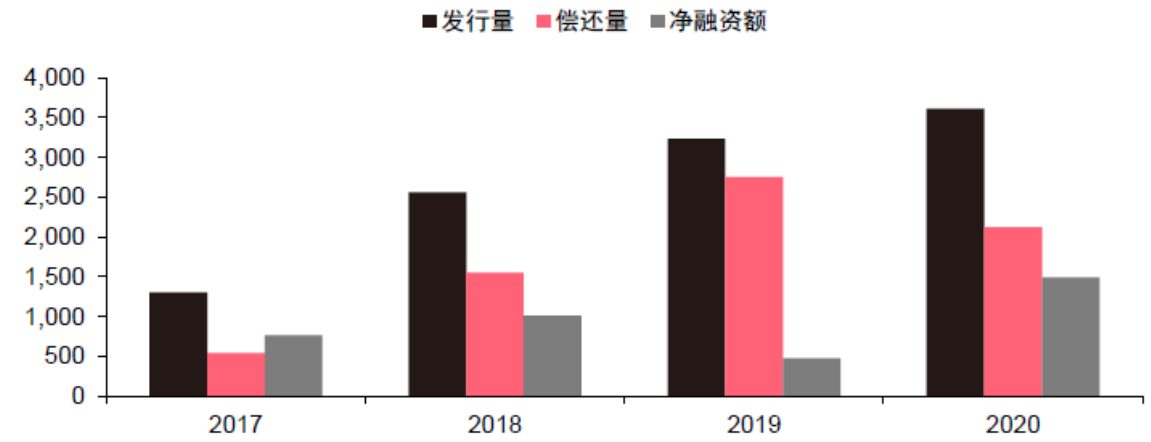


资料来源：中信证券

房地产丨融资环境友好

- 宽松的银行间流动性给予了房企友好的融资环境，是企业拿地积极性大增的重要原因。年初以来央行通过降息、降准等一系列宽货币、宽信用政策，为银行间提供极度充裕的流动性。**长短端利率、无风险利率都呈现一定下行趋势，为房地产企业发债创造宽松的融资环境。**今年1-6月份 (截至6月18日) 房企发债量已超过去年同期水平，偿还量较去年同期明显减少，净融资额超去年1-6月479亿元三倍，达1,490亿元。

1-6月房企加速发债（亿元）

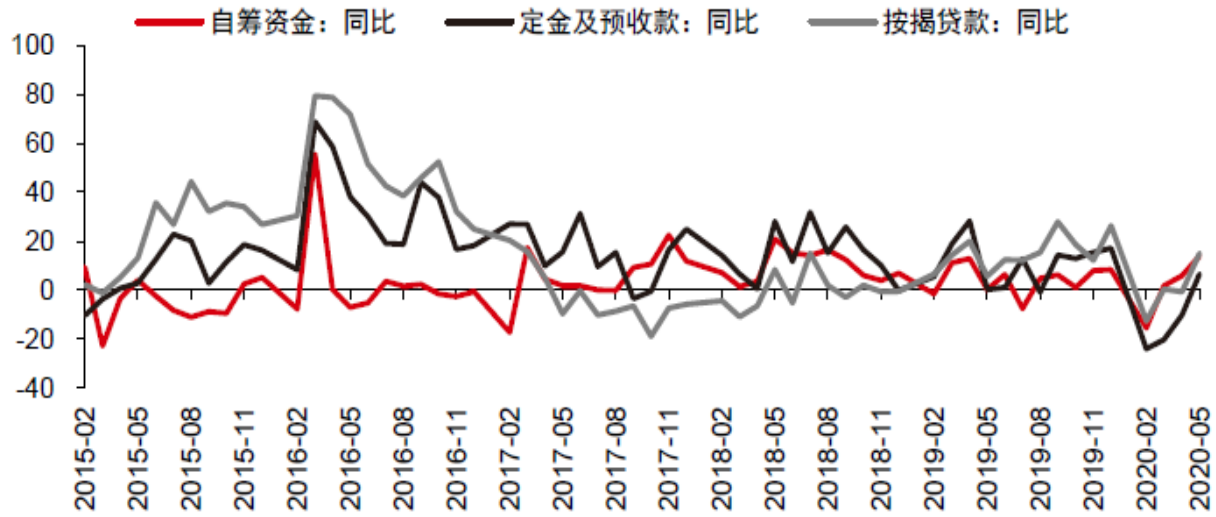


资料来源：中信证券

房地产丨销售回款同比大幅回暖

- 5月商品房销售额大幅反弹，由前值的-5.0%升至14.0%。一方面，疫情前积压的购房需求在5月开始集中兑现；另一方面，因城施策的环境下，部分城市首套房贷利率和二套房贷利率连续下调，对需求端形成激励。个人按揭贷款增幅达15.0%，定金及预收款增幅达6.7%，超出去年同期6.4个百分点。**销售回款的回暖进一步强化了房企的融资能力。**

房地产开发投资资金来源大幅改善 (%)



资料来源：中信证券

CoCo | 简介

- CoCo债券全名为Contingent Convertible Bond (应急可转债),是银行常用来补充资本的工具。
- 当银行发行一张CoCo债券时，会视乎产品结构，去决定这张债券属于额外一级资本 (AT1) 或二级资本 (T2)，从而补充相应的一级或二级资本充足率。
- AT1 CoCo债券没有到期时间，属于永续债 (Perpetual Bond) 的一种，而T2 CoCo债的发行年期最少为5年。不过两者均可与发行五年后行使赎回权。
- **CoCO债具有弥补亏损触发机制，每一支CoCo债都设有触发机制。**一般而言，当发行银行的一级资本充足率 (CET1 Ratio) 跌至某一水平之下 (机制型)，或是当监管机构判断发行银行陷入经营危机时 (权衡型)，便会达到触发水平。**根据其弥补亏损机制之条款，CoCo债券将被强制转换为普通股，或是将债券本金减损，CoCo债券的持有人需要承担部分或全部损失。**
- 另一种弥补亏损风险是CoCo债的票息有被取消的可能。银行支付票息的能力取决于其资本是否可以满足监管要求，不足时需要案盈利计算出可分派的利息金额，并据此决定是否派发票息。所以如果银行决定不支付票息，票息将不会累计，亦不会构成违约。

CoCo | AT1 V.S.T2

	AT1 CoCo	T2 CoCo
触发条件	触发条件较易触及	触发条件较不易触及
投资人损失顺位	仅次于股东	次于股东与AT1 CoCo
债息	可取消支付，且非累积	不可取消支付债息
到期日	永续债	具体到期日
赎回权	发行人有赎回权，但赎回日至少为发行5年后	发行人有赎回权

对投资人而言，债券条款的设计，AT1 CoCo的损失风险较T2 CoCo高，故AT1 CoCo的收益率也较T2 CoCo高。

CoCo | 杠杆证标的CET1比率

	2016	2017	2018	2019	31/3/2020
瑞信集团	13.6	13.5	12.6	12.7	12.1
法国巴黎银行	11.6	11.9	11.8	12.1	12
汇丰控股	13.6	14.5	14	14.7	14.6
渣打集团	13.6	13.6	14.2	13.8	13.4
法国农业信贷银行	12.07	11.7	11.5	12.1	11.4
瑞银集团公司	16.8	14.9	12.9	13.7	12.8
邮储银行	NA	NA	NA	9.9	9.64
中国银行	11.37	11.15	11.41	11.3	11.24
建设银行	12.98	13.09	13.83	13.88	13.75

资料来源：彭博

CoCo｜影响CET1比率的因素

- 盈利能力 – 稳定的盈利首先保证了资本的内源补充，通过留存盈余转增资本金。当银行的盈利能力大幅恶化时，会使CET1比率降低。
- 不良贷款率 – 不良贷款的核销会消耗银行的资本，因此商业银行需保留更多的资本。资产质量对资本充足率的影响是负向的。不良贷款率越高，资本充足率越低。
- 资本结构 - 受经济运行状况和金融脱媒等环境因素影响，商业银行倾向于将资本投向更稳健低风险资产，信贷资产对资本的占用减少，能够提高资本充足率水平。相反，信贷资产成为最主要的资产形式，利息收入为其主要收入来源，对资本极高的占用程度，会降低商业银行的资本充足率。受经济下行因素影响，商业银行的贷款扩张趋势有所减缓。商业银行将资本投向更稳健低风险资产，逐步降低信贷资产的比重。信贷资产对资本的占用减少，对资本充足率的提升起到推动作用。
- 流动性 - 较高的流动性比率代表银行保留着更充足的资本，保持充足的流动性能有效防范挤兑风险，提高商业银行经营的安全性。短期流动性水平越高，留有的资本越多，商业银行资本充足率水平越高。

免责声明

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法； (ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%～20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构，统称为“中信证券”。

法律主体声明

香港特区：本研究报告在香港由中信证券经纪 (香港) 有限公司 (下称“中信证券经纪”，受香港证券及期货事务监察委员会监管，中央编号：AAE879) 分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited (下称“CLSA Singapore”) 分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意, CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：(1) 适用《财务顾问规例》第33条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第25条关于向客户披露产品信息的规定；(2) 适用《财务顾问规例》第34条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第27条关于推荐建议的规定；以及 (3) 适用《财务顾问规例》第35条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第36条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

香港特区：对于本研究报告所评论的证券及金融工具，中信证券经纪及其每一间在香港从事投资银行、自营交易或代理经纪业务的集团公司，(i) 有需要披露的财务权益；(ii) 在过去的12个月内就投资银行服务曾收到任何补偿或委托；(iii) 有雇员担任高级人员；(iv) 未进行做市活动。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 https://www.clsa.com/disclosures/。该等披露内容仅涵盖 CLSA group，CLSA Americas及 CA Taiwan的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com.

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券 (CITIC Securities International USA，LLC (下称“CSI-USA”) 除外) 和 CLSA group of companies (CLSA Americas，LLC (下称 “CLSA Americas”) 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》15a-6规则定义且分别与 CSI-USA和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法2005 年 (金融推介) 令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为 (前述金融机构之客户) 因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。
中信证券2020版权所有。保留一切权利。

中信証券經紀香港
CITIC Securities Brokerage (HK)

免责声明

- 本材料仅向中信证券经纪（香港）有限公司（「**中信证券经纪香港**」）并属**专业投资者**的客户传送。未经中信证券经纪香港事先书面授权许可，任何人不得引用、转载、复印或向第三方传播，否则可能将承担法律责任。本材料未经香港证券及期货监察委员会审阅，阁下应审慎行事。此外，某些司法管辖区的法律或法规可能限制或禁止本材料的发布。阁下必须自行了解并遵守任何此类限制。

- 本材料所载数据仅作参考用途。本材料没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议。在作出任何投资决定前，阁下须考虑本身投资经验、投资目标、财务状况、投资年期、风险承受水平、流动性需求、（如适用）其对相关资产潜在表现的评估、税务情况、分散投资的需求和其它相关情况，审慎考虑后，作出选择。阁下不应只着眼本材料而作出投资决定。如有任何疑问， 应征询独立专业意见。

- 本材料介绍的产品（「**有关产品**」）不是保本产品，其市场价值可能会低于最初投资金额。有关产品**并非**银行定期存款，**不受**任何存款保障计划或机构保障。这类产品涉及杠杆、结构复杂并往往缺乏流动性，只适合有充分衍生产品知识及投资经验的**专业投资者**。如发行人违约或相关资产价值低于行使价，阁下有可能失去全部投资。

- 除非阁下完全理解并愿意承担有关产品涉及的风险，否则不要投资。 如果阁下对有关产品的结构、涉及的风险有任何疑问，阁下可以向中介人澄清或寻求独立的专业意见。中信证券经纪香港及其联属公司均不就有关产品的未来表现、回报作出任何陈述或保证。

- 本材料所载资料均来自中信证券经纪香港认为是可靠的公开信息，但中信证券经纪香港不能保证这些数据的真实性、准确性及完整性。中信证券经纪香港不会对因使用本材料所载数据而引致的任何性质的损失或损害，或本材料的任何错漏或不一致之处承担责任。中信证券经纪香港有权随时更改或修订本材料，而毋须事先发出任何通知。