花开堪折直须折—继续把握现有美好时光

宏观策略月度报告

分析师：杨宇
执业证书编号：S0890515060001
电话：021-20321299
邮箱：yangyu@cnhbstock.com

分析师：蔡梦苑
执业证书编号：S0890517120001
电话：021-20321004
邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

分析师：王震
执业证书编号：S0890517100001
电话：021-20321005
邮箱：wangzhen@cnhbstock.com

分析师：樊彬彬
执业证书编号：S0890520030001
电话：021-20321296
邮箱：fanbinbin@cnhbstock.com

分析师：张菁
执业证书编号：S0890519100001
电话：021-20321070
邮箱：zhangjing@cnhbstock.com

销售服务电话：
021-20515355

相关研究报告

1、月度宏观策略报告《把握经济预期改善与政策持续友好的美好时光》2020.06.09
2、月度宏观策略报告《市场进入政策观察期，波动率有抬头风险》2020.05.14
3、月度宏观策略报告《疫情影响的不确定性与政策宽松的确定性》2020.04.16

◎ **投资要点：**

◆ **海外疫情二次爆发导致医疗资源被挤兑的概率相对较小。**截止 7 月 4 日，美国疫情最严峻的四州住院病床空置率尚在 20%左右。考虑到目前美国已有 22 州强制推行居民佩戴口罩，以及新确诊病例中年轻人感染比例上升，预计医疗资源发生挤兑的概率较低，与今年 3/4 月份纽约州医疗资源挤兑情况不同。

◆ **海外三季度政策或将持续发力。**美国新一轮财政刺激政策或在三季度出台，叠加美联储明确的前瞻指引：维持高度宽松的货币政策境况。预计政策将托底美股，目前看待美股不必过于悲观。

◆ **国内经济继续保持渐进修复的态势，需求端的改善速度开始超过需求端，服务业的改善速度开始超过工业端。**目前工业生产已经恢复到正常水平，随着需求端的持续改善，经济的修复将逐渐步入平台期。

◆ **货币政策已经走出了危机模式，回归常态政策。**货币政策的边际“收敛”，但依然还没有到达“紧”的程度。当前，经济虽然在环比改善，但疫情对于经济带来的损伤依然有较大的不确定性，稳就业压力仍大。此外，国常会提出要通过一系列政策，推动金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元。这些客观的环境，决定了货币政策不可能在中短期内明显收紧。预计未来货币政策依然是延续宽松的主基调，但边际上的放宽仍然以结构性宽松为主，同时可能会更多利用直达实体企业的创新型工具，“宽信用”是政策的侧重点。

◆ **债券市场：将大概率呈现震荡的格局。**短期来看，前期影响债市的三大利空因素进一步强化的概率较小，有边际弱化的可能。不过当前市场风险偏好明显提升，股市表现较好，将在一定程度上对债市有所冲击，可以把握债市超调的交易性机会。中长期来看，债市将大概率呈现震荡的格局，需要有新的驱动因素来打破震荡，要么是货币政策重新回到边际放松的状态，要么是经济基本面修复过程中出现平台期。策略上看，“宽信用”比较确定的背景下，可以选择中短久期+适当下沉信用资质的策略。

◆ **国内 A 股股票市场：板块轮动，低估值修复，居民财富与资金正反馈效应带来稳定资金流入，支撑后市行情。**短期来看，**银行和房地产在当前的估值水平上，获取正收率的概率及收益水平相对高一些，建议可以重点关注**，而**非银金融和电气设备由于已经获得较大的估值修复，建议适当关注**，对于短线投资者，可以考虑适度把握这波行情的切换。长期来看，在经济转型变革发展的过程中，成长股的风格更符合主导产业更迭的规律，无论是融资成本、盈利能力依旧是成长股的风格占优，对拉动内需的消费升级、政策大力支持下的科技创新的成长风格版块长期配置。

◆ **风险提示：地缘政治摩擦进一步加大、宽松政策超预期提前退出**

内容目录

1. 海外经济：二次疫情虽有冲击，但不改美国经济复苏态势 4
1.1. 实体经济观察 4
1.2. 疫情二次爆发下，重点州医疗资源使用情况 6
2. 国内宏观观察 8
2.1. 国内经济：继续保持渐进修复的态势，生产端修复进入平台期 8
2.2. 货币政策：回归常态，重心是“宽信用” 11
3. 市场结构观察 13
3.1. 投资者行为变化：权益类基金配置比重提升 13
3.2. 基金发行节奏加速 13
4. 市场策略展望 14
4.1. 海外美股市场：政策托底，不必悲观 14
4.2. 海外美债市场：收益率控制预期较浓，十年期限窄幅区间震荡 15
4.3. 国内 A 股股票市场：板块行情轮动，低估值版块修复 16
4.4. 人民币债券市场：将大概率继续呈现震荡的格局 19

图表目录

图 1：高频经济指标显示美国经济持续复苏 5
图 2：投资者对经济乐观程度改善持续改善 5
图 3：制造业 PMI 中产出和新订单表现较为亮眼 5
图 4：铁路货运车辆及联运车辆数 6 月持续上升 5
图 5：美国餐饮在疫情二次爆发后小幅下降 6
图 6：影院收入受到疫情二次爆发影响 6
图 7：酒店入住率并未受疫情二次爆发的影响 6
图 8：疫情二次爆发下出行并未受影响 6
图 9：亚利桑那州医院 ICU 空置率仅余 10% 7
图 10：亚利桑那州住院病床空置率余 20% 7
图 11：亚利桑那州医院呼吸机资源较为充足 7
图 12：亚利桑那州急诊病床较为充足 7
图 13：加利福尼亚州 ICU 可用病床数 8
图 14：加州 ICU 病房内新冠检测阳性人数趋势 8
图 15：国内经济正在逐步恢复 9
图 16：PMI 数据各分项表现 9
图 17 5 月份以来日均耗煤量同比转正 10
图 18 4 月份以来建筑钢材的库存出现了明显的下降 10
图 19 水泥价格在 6 月份出现下跌 10
图 20 建筑业 PMI 与服务业 PMI 10
图 21 房地产交易 6 月份大幅上升 10
图 22 汽车销量在 6 月份有所走弱 10
图 23 企业融资环境持续改善 12
图 24 资金利率中枢水平已经回到政策利率水平 12
图 25：权益类基金发行份额（亿份） 14
图 26：权益类基金审批数量同比提升 14
图 27 美联储以购买中长期限国债为主，趋势较缓慢 16

图 28 财政部在美联储存款上升速度很快 16
图 29: 28 个申万一级行业估值 16
图 30: 6 月各行业估值所在百分位变化（变化幅度由高到低） 17
图 31: 货币、信用周期与风格轮动 17
图 32: 债券收益率曲线变化情况 20
图 33: 2020 年以来长端利率表现 20

表 1: 疫情二次爆发较严重的四个州采取措施一览 6
表 2: 佛罗里达州医疗资源占用及空置情况（截止 7 月 4 日） 7
表 3: 德州目前医院医疗资源占用及空置情况（截止 7 月 4 日） 8
表 4: 5 月中旬以来货币政策表述的变化 12
表 5: 历史业绩表现（基于当前估值所处历史分位） 17

从 6 月上半月美国经济复苏的节奏来看，生产端和消费端的表现均较为不俗。**在现有财政刺激和货币宽松政策条件下，美国经济底部向上复苏是较为有力的。**在 6 月下旬疫情二次爆发后，以近距离接触为主的消费受到一定程度的冲击（如餐饮、影院），**但民众出行和零售受影响相对较少，这是与 3/4 月较大的不同，反映民众对于疫情的认知在进化。**与今年 3/4 月份纽约州医疗资源被挤兑的情况不同，本次疫情二次爆发演进至今，美国疫情最严峻的四州住院病床空置率尚在 20%左右（截至 7 月 4 日），医疗资源被挤兑的概率相对较低。**部分州经济重启可以按下暂停键，但全美复工复产按下撤回键的概率较低。对于海外经济，我们认为：二次疫情虽有冲击，但不改美国经济复苏趋势。**

国内经济继续保持渐进修复的态势，需求端的改善速度开始超过需求端，服务业的改善速度开始超过工业端。供给端的修复阶段性趋缓，而需求端的修复则处于加速阶段，尽管 5 月中国经济修复力度可观，但距离恢复正增长仍有明显差距，考察后续经济修复的动能，对基建和房地产的依赖度较高，工业生产和出口还存在后继乏力的问题，制造业投资和消费前景不容乐观。6 月份的 PMI 数据显示制造业的总体修复的较好，但仍有隐忧，6 月份小型企业 PMI 为 48.9%，滑入收缩区间，同时也是连续 3 个月下滑，小型企业的压力较大。从业人员指数尚未明显改善，制造业 PMI 中从业人员分项和服务业 PMI 中从业人员分项分别为 49.1%和 47.1%，尚处于收缩区间，且连续三个月没有出现明显改善，就业问题仍然是重中之重。总体上看，**当前经济仍处于疫情之后的恢复期，目前工业生产已经恢复到正常水平，随着需求端的持续改善，经济的修复将逐渐步入平台期。**

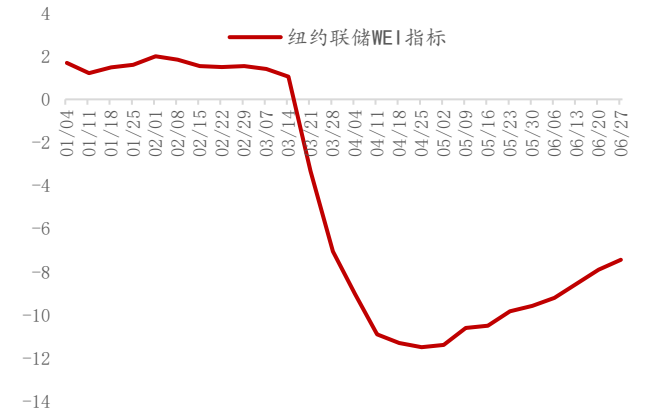
货币政策已经走出了危机模式，回归常态政策。货币政策的边际“收敛”，但依然还没有到达“紧”的程度。当前，经济虽然在环比改善，但疫情对于经济带来的损伤依然有较大的不确定性，稳就业压力仍大。此外，国常会提出要通过一系列政策，推动金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元，在商业银行息差已经明显压缩的情况下，降低资产端利率必然要求货币政策维持银行负债端成本的稳定。这些客观的环境，决定了货币政策不可能在中短期内明显收紧。“适时退出”并不意味着“急踩刹车”收紧货币，目的是为了“退空转”，更好服务实体经济。后续来看，在多重目标的制约下，央行的政策只能是稳中推进，预计未来货币政策依然是延续宽松的主基调，但边际上的放宽仍然以结构性宽松为主，同时可能会更多利用直达实体企业的创新型工具，“宽信用”是政策的侧重点。

1. 海外经济：二次疫情虽有冲击，但不改美国经济复苏态势

1.1. 实体经济观察

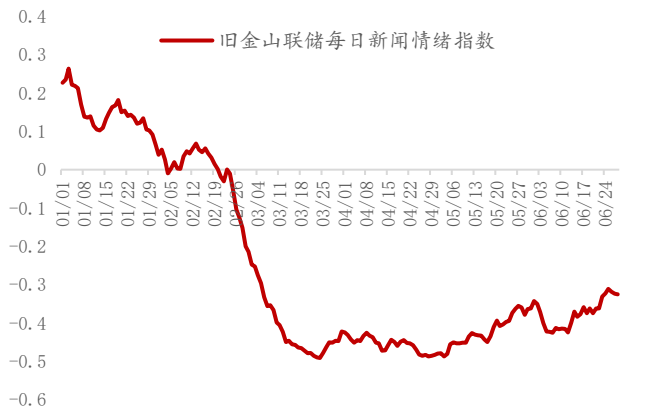
整体来看，美国经济环比改善较为明显。无论是反映经济的高频指标（WEI 指数），还是反映投资者对经济情绪指数的高频指标（旧金山联储每日新闻情绪指数），均显示出经济持续复苏的特征。

图 1：高频经济指标显示美国经济持续复苏



资料来源：纽约联储，华宝证券研究创新部

图 2：投资者对经济乐观程度改善持续改善

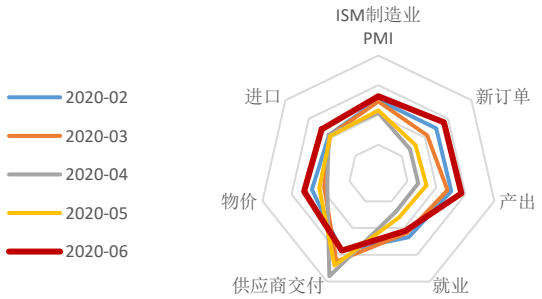


资料来源：旧金山联储，华宝证券研究创新部

6 月 ISM 制造业 PMI 为 52.6，虽然其中供应商交付由于疫情原因依然处于相对高位（56.9），但**制造业产出（57.3）及新订单（56.4）等数据有所超预期，这反映了美国经济生产端在现有政策及市场环境下依然较为有活力。**

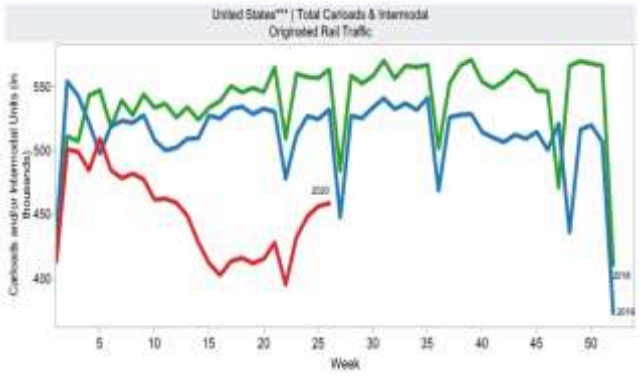
制造业周度高频数据显示，发电量、铁路货运量上升较为明显，粗钢生产量、炼油厂产能利用率持续复苏。**值得注意的是，虽然新增疫情病例在 6 月中下旬开始攀升，但部分州暂停重启举措基本在 6 月下旬至 7 月初颁布，而且暂停重启基本集中在服务业，生产端暂停重启的举措较少。但并不意味生产端在二次疫情冲击下能够独善其身，仍需继续观察生产端后续表现。**

图 3：制造业 PMI 中产出和新订单表现较为亮眼



资料来源：WIND，华宝证券研究创新部

图 4：铁路货运车辆及联运车辆数 6 月持续上升



资料来源：AAR，华宝证券研究创新部

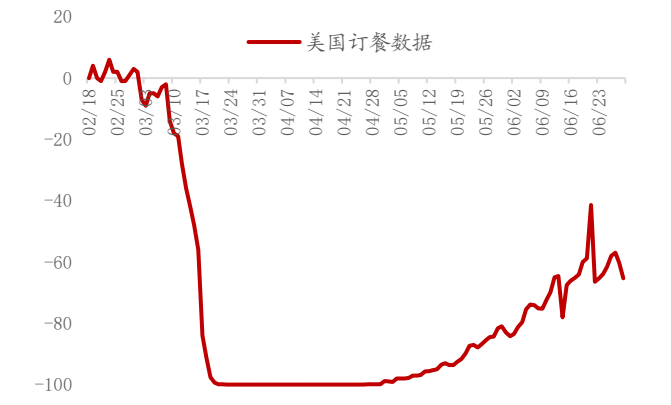
从消费端来看，6 月公布的美国核心零售销售环比数据大幅好于预期，密歇根大学消费者信心指数表现也不错。**消费数据环比的改善一方面与经济持续重启有关，但另一方面，也与政府持续“发钱”（相对低收入者每人 1200 美元，申领失业金补贴每周 600 美元）有关。**

为什么在当前消费数据不错的情况下，新增消费贷款环比改善不明显？我们认为：消费贷款相对经济周期属于较滞后的数据，而是强烈的顺周期指标。经济复苏依始的时候，消费者内心对衰退期的认知感较强，加杠杆消费意愿较弱。因此，消费端复苏时期参考消费贷款的增量意义不大，尤其是在确认经济不是“V 型”反转后。

耐用消费品方面，成屋销售数据环比大幅改善（5 月环比改善 44.3%）；汽车销量缓慢上升（6 月 297 万辆，同比-45%）。成屋销售数据的大幅改善受到美国抵押贷款利率持续创新低的影响（目前 30 年抵押贷款利率为 3.07%）。

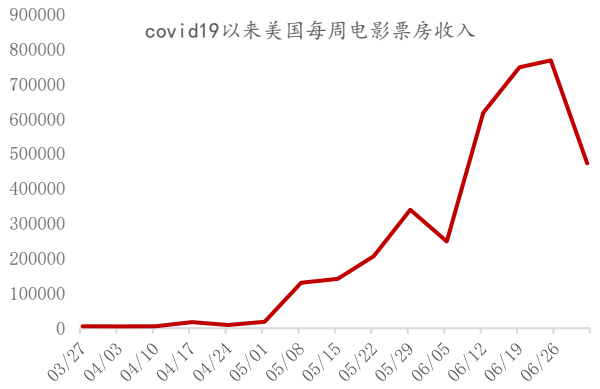
服务业方面，餐饮及影院收入在疫情二次爆发后小幅下降，但出行并未受影响，包括 apple 统计的驾车数据、航班等依然在持续逐步上升。酒店入住率也在逐步上升。

图 5：美国餐饮在疫情二次爆发后小幅下降



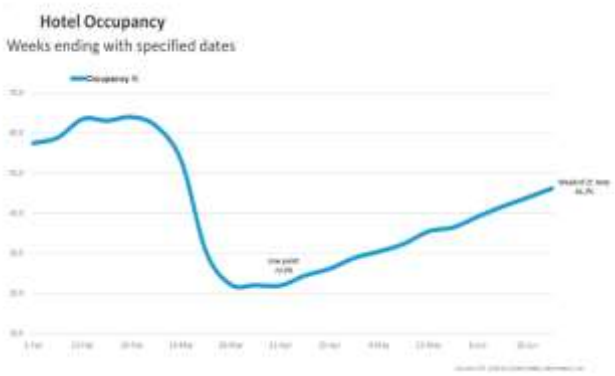
资料来源：Opentable，华宝证券研究创新部

图 6：影院收入受到疫情二次爆发影响



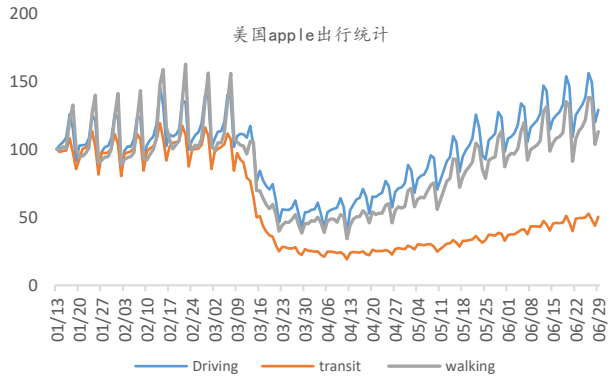
资料来源：Box office Mojo，华宝证券研究创新部

图 7：酒店入住率并未受疫情二次爆发的影响



资料来源：STR，华宝证券研究创新部

图 8：疫情二次爆发下出行并未受影响



资料来源：Apple，华宝证券研究创新部

1.2. 疫情二次爆发下，重点州医疗资源使用情况

目前美国疫情二次爆发最严重的四个州分别是：佛罗里达、德克萨斯、加利福尼亚和亚利桑那州。四州每日新增确诊病例占全美境内 50%左右。下面以二次爆发形势较为严峻的四州为代表，分析针对疫情相应的政策举措以及医疗资源占用情况。

下表是四州针对二次爆发的疫情采取的措施。截止 7 月 3 日，四州均已强制要求民众在公共场所佩戴口罩。目前美已经有 22 个州强制要求民众佩戴口罩。

表 1：疫情二次爆发较严重的四个州采取措施一览

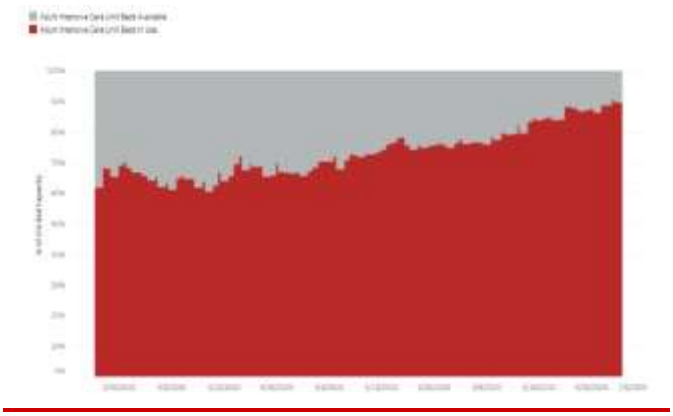
	时间	针对疫情二次爆发的政策
佛罗里达	2020/6/26	迈阿密宣布，民众需要佩戴面部遮盖物，不佩戴面部遮盖物将会触犯民事法规。
	2020/7/1	迈阿密将暂停每天午夜至每天早上 6 点在餐厅的现场用餐，此举立即生效。
德克萨斯	2020/6/26	得克萨斯州暂停重新开放的任何其他阶段。
	2020/7/3	德克萨斯州强制要求民众佩戴口罩，否则罚 250 美元。
亚利桑那	2020/6/30	亚利桑那州下令酒吧，室内体育馆，室内电影院，水上乐园等暂停运营，并鼓励居民佩戴口罩。

	2020/7/3	亚利桑那州强制要求民众佩戴口罩。
加利福尼亚	2020/6/18	加利福尼亚州强制要求居民外出佩戴口罩。
	2020/6/30	洛杉矶海滩将于 7 月 4 日关闭。
	2020/7/1	加利福尼亚州下令关闭包括洛杉矶县在内的多个县的酒吧，期限至少为其三周。

资料来源：根据新闻整理，华宝证券研究创新部

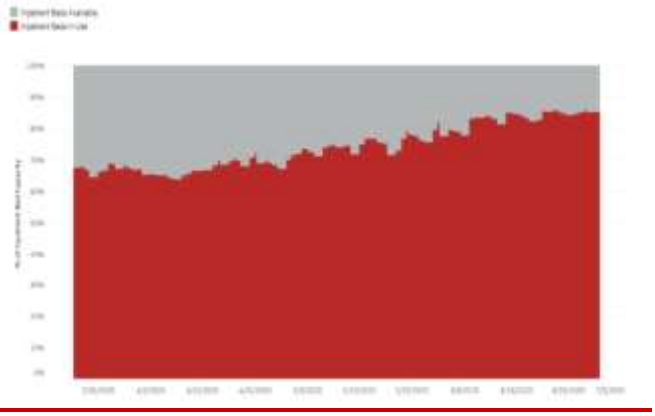
关于医疗资源使用情况，亚利桑那州数据最为充分。可看出，目前急诊住院病床空置率较高，尚有一半以上的急诊病床空置。但住院病床空置率已下降至 20%左右，而 ICU 空置率仅为 10%，乐观消息是呼吸机资源依然较为充足。

图 9：亚利桑那州医院 ICU 空置率仅余 10%



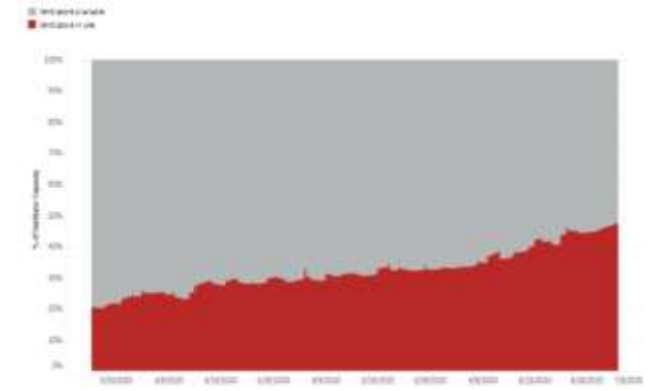
资料来源：相关州官网，华宝证券研究创新部

图 10：亚利桑那州住院病床空置率余 20%



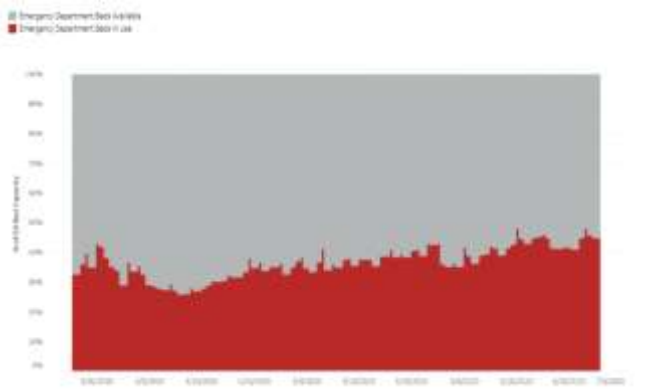
资料来源：相关州官网，华宝证券研究创新部

图 11：亚利桑那州医院呼吸机资源较为充足



资料来源：相关州官网，华宝证券研究创新部

图 12：亚利桑那州急诊病床较为充足



资料来源：相关州官网，华宝证券研究创新部

佛罗里达州目前住院床位数空置率约 25%，ICU 空置率为 20%。相比于亚利桑那州，佛罗里达医疗资源空置率相对较宽裕。

表 2：佛罗里达州医疗资源占用及空置情况（截止 7 月 4 日）

ICU	Adult ICU Census	Available Adult ICU	Available Adult ICU%
	4,831	1,246	20.50%
住院床位数	Bed Census	Available	Available Capacity
	43,968	14,945	25.37%

资料来源：相关州官网，华宝证券研究创新部

德州目前住院床位数空置率约 22.5%，ICU 病床 1270 个，呼吸机空置 5479 台。

表 3：德州目前医院医疗资源占用及空置情况（截止 7 月 4 日）

Hospital data	Count
Lab Confirmed COVID-19 Patients Currently in Texas Hospitals	7,890
Total Texas Staffed Hospital Beds	57,159
Available Texas Hospital Beds	12,907
Available Texas ICU Beds	1,270
Available Texas Ventilators	5,479

资料来源：相关州官网，华宝证券研究创新部

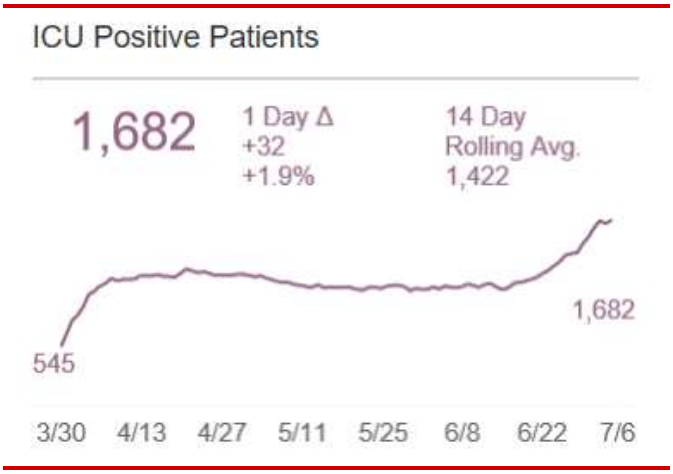
加州 ICU 可用病床数略有下降，相应的因新冠肺炎入 ICU 病房的人数有所上升，但相对于新冠确诊总人数比例较小。

图 13：加利福尼亚州 ICU 可用病床数



资料来源：相关州官网，华宝证券研究创新部

图 14：加州 ICU 病房内新冠检测阳性人数趋势



资料来源：相关州官网，华宝证券研究创新部

总体来看，目前各州医疗资源尚未到挤兑程度，仅有亚利桑那州 ICU 空置率较低，在 10%左右。考虑到亚利桑那州疫情较其他三州新增确诊人数少，**因此，总体我们判断，目前各州医疗资源相对还可以，叠加目前美国年轻人感染新冠比例的上升，以及各州强制推行居民佩戴口罩举措，居民重视度的增加，预计这四州医疗资源紧张至发生挤兑的可能性较低，远非今年 3 至 4 月纽约州医疗资源挤兑的情况。**

2. 国内宏观观察

2.1. 国内经济：继续保持渐进修复的态势，生产端修复进入平台期

国内经济继续保持渐进修复的态势，需求端的改善速度开始超过需求端，服务业的改善速度开始超过工业端。5 月的经济数据显示，工业增加值增速为 4.4%，较上月抬升 0.5 个点，服务业增加值增速为 1%，较上月抬升 5.5 个点；4 月是工业改善幅度比服务业要大；而本月服务业改善幅度比工业要大。需求端来看，5 月份社会消费品零售单月同比增速-2.8%，较 4 月份改善 4.7 个百分点，基建投资单月同比增速 10.9%，较 4 月份回升 6.1 个百分点，房地产投资单月同比 8.1%，较 4 月份回升 1.1 个百分点，制造业投资单月同比增速-5.3%，较 4 月份改善 1.4 个百分点。总体上看，供给端的修复阶段性趋缓，而需求端的修复则处于加速阶段，尽管 5 月中国经济修复力度可观，但距离恢复正增长仍有明显差距，考察后续经济修

复的动能，对基建和房地产的依赖度较高，工业生产和出口还存在后继乏力的问题，制造业投资和消费前景不容乐观。

图 15：国内经济正在逐步恢复



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

6 月份的 PMI 数据显示，渐进修复的态势依然延续。6 月官方制造业 PMI 50.9%，上升 0.3 个百分点，连续第 4 个月处在荣枯线之上，制造业 PMI 指数维持扩张态势，经济仍处于疫后渐进修复的阶段。分项来看，外需开始改善、库存积极去化、价格继续回暖，企业的生产动力有所增强。不过，虽然制造业的总体修复的较好，但仍有隐忧，6 月份小型企业 PMI 为 48.9%，滑入收缩区间，同时也是连续 3 个月下滑，小型企业的压力较大。从业人员指数尚未明显改善，制造业 PMI 中从业人员分项和服务业 PMI 中从业人员分项分别为 49.1%和 47.1%，尚处于收缩区间，且连续三个月没有出现明显改善，就业问题仍然是重中之重。

图 16：PMI 数据各分项表现

日期	PMI	PMI:生产	PMI:新订单	PMI:新出口订单	PMI:原材料库存	PMI:产成品库存	PMI:主要原材料购进价格	PMI:出厂价格	PMI:从业人员	PMI:生产经营活动预期
2020-06	50.9	53.9	51.4	42.6	47.6	46.8	56.8	52.4	49.1	57.5
2020-05	50.6	53.2	50.9	35.3	47.3	47.3	51.6	48.7	49.4	57.9
2020-04	50.8	53.7	50.2	33.5	48.2	49.3	42.5	42.2	50.2	54.0
2020-03	52.0	54.1	52.0	46.4	49.0	49.1	45.5	43.8	50.9	54.4
2020-02	35.7	27.8	29.3	28.7	33.9	46.1	51.4	44.3	31.8	41.8
2020-01	50.0	51.3	51.4	48.7	47.1	46.0	53.8	49.0	47.5	57.9

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

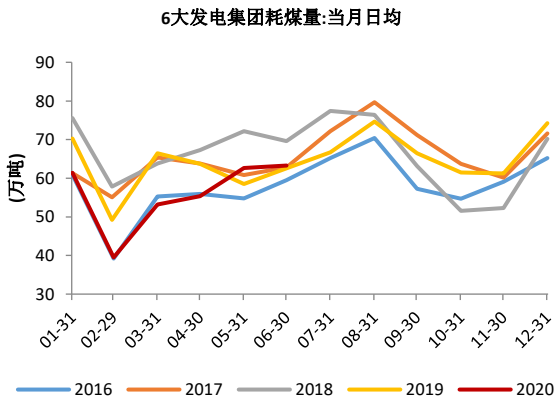
从高频数据来看，6 月底以来经济活动略有走弱，尤其是生产数据的改善斜率放缓。工业生产方面，6 月发电耗煤周同比改善趋势放缓，6 月前四周均值分别为 59、63、67、64 万吨；第二周修复至去年同期（春节后第 20 周）一致水平，月均值略高于 5 月，但同比有所走低，显示修复继续但斜率放缓。同比数据方面，前四周（1.5%，-3.5%，2.6%、3.2%）较 5 月（1.3%，8.4%，11.1%，9.9%）出现一定程度下滑，3 月至今日耗修复趋势略有放缓迹象。此外，高炉开工率、唐山钢厂产能利用率在 5 月份快速回升，到 6 月份在顶部徘徊。结合高炉开工率徘徊、钢材社库降速放缓、原材料价格整体偏强但局部分化信号，指向生产端修复斜率阶段性趋缓，6 月工业生产活跃度有一定概率环比减速。

需求端的高频数据方面，房地产销售成交延续回暖，30 城商品房成交面积首次录得正增长 9.4%，显著高于 5 月-2.3%，土地成交景气度亦小幅回升。消费方面，汽车乘用车批发与零售销量表现偏弱。6 月份的四周，乘联会口径下的乘用车厂家零售增速分别为-10%、-17%、-11%、-37%，批发增速录得 60%、16%、7%，-35%，汽车消费数据表现偏弱。受去年国五国六切换带来基数提升、前期积压需求于 3-5 月已分步释放，叠加传统销售淡季等因素，近期汽车产销增速表现偏弱。

建筑业从上月高位放缓，这一点可能和 6 月东南沿海阴雨天气有关，而建筑业业务活动预期仍在继续走高。6 月建筑业 PMI 为 59.8，较上月的 60.8 的高位有所回落。这一点和水泥价格指数表现基本一致。6 月建筑业活动预期指数为 67.8，较上月继续走高 0.3 个点。我们理解可能和 5 月下旬财政空间扩张落地后，基建投资预期起来有关。待后续天气约束减小后，建筑活动可能会保持较高活跃度。

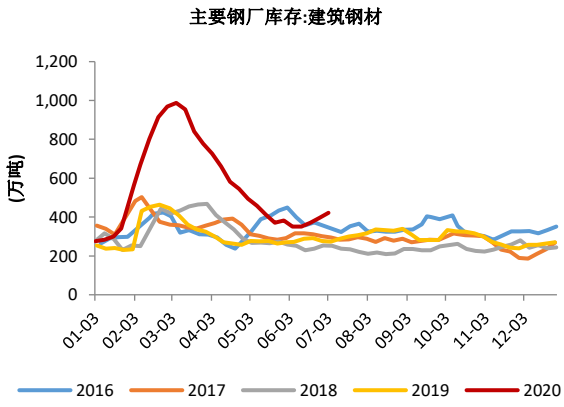
总体上看，当前经济仍处于疫情之后的恢复期，目前工业生产已经恢复到正常水平，随着需求端的持续改善，经济的修复将逐渐步入平台期。

图 17 5 月份以来日均耗煤量同比转正



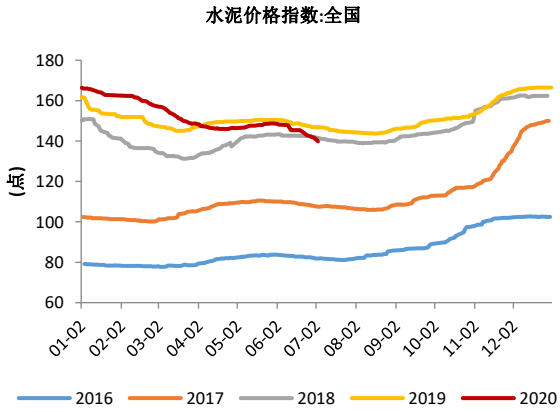
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 18 4 月份以来建筑钢材的库存出现了明显的下降



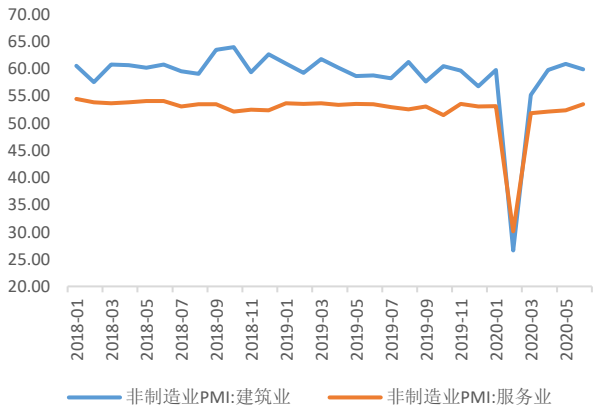
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 19 水泥价格在 6 月份出现下跌



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 20 建筑业 PMI 与服务业 PMI



资料来源：国家发改委，华宝证券研究创新部

图 21 房地产交易 6 月份大幅上升

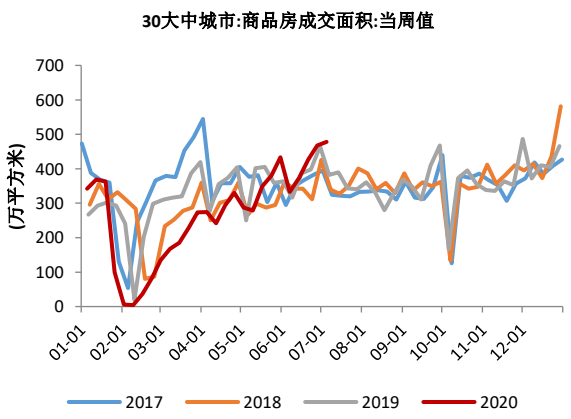
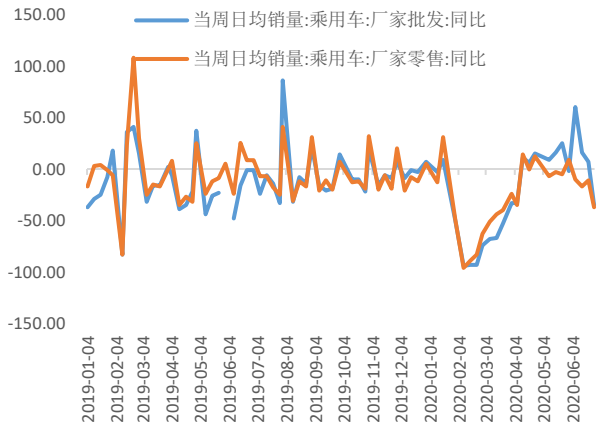


图 22 汽车销量在 6 月份有所走弱



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2.2. 货币政策：回归常态，重心是“宽信用”

5 月 22 日的两会工作报告对于货币政策的表述主要有四个要点：1）稳健的货币政策要更加灵活适度；2）引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年；3）创新直达实体经济的货币政策工具；4）防止资金在金融市场“空转”。

5 月份中旬开始，货币政策沿着这四个要点展开：

首先，随着国内疫情的平息和国内的经济恢复，货币政策从应对疫情时的危机模式回归到正常模式，并开始提前考虑政策工具的适时退出，这体现了货币政策的“灵活性”，随着国内疫情对经济冲击已经“见顶”，预计货币政策回到之前的总量宽松的状态的可能性较低。

其次，在前期政策的刺激下，广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年，5 月份社融同比增速 12.5%，M2 同比增速 11.1%,均明显高于当前的名义 GDP 增速，也高于去年的名义 GDP 增速，前期货币政策的效果明显。根据易纲行长在陆家嘴金融论坛的发言，估计全年社融增速 12.7%，7 月份是高点，后面会趋稳。

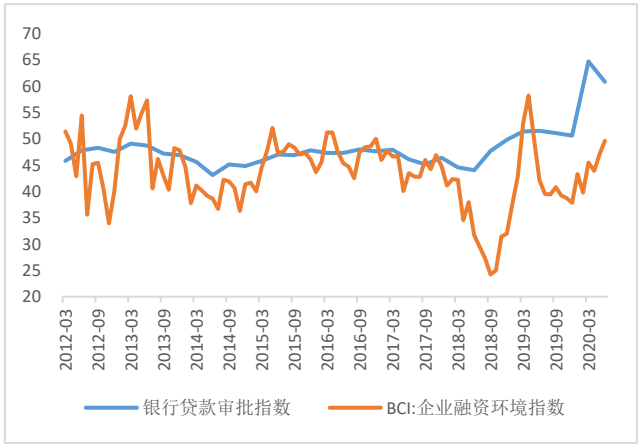
其三，5 月份以来央行持续抬升资金利率，主要针对的是刺激政策实施后难以完全避免的套利甚至资金空转行为，政策目的是为了及时遏制泡沫膨胀，引导资金流向实体企业，避免刺激政策的后遗症为未来的发展留下隐患。金融市场流动性合理充裕的局面并未发生逆转，结构上还有优化的趋势。而且，由于“宽信用”的政策作用下，企业的融资环境还未受到负面影响，尤其中小企业融资环境还处于改善状态，BCI 企业融资环境指数从 2019 年的 12 月份的 37.83 上升至 2020 年 5 月份的 49.65，中小企业的融资环境改善明显。关于这一点，银行信贷审批指数可以从另一面进行印证。

第四，货币政策当前更加侧重于“宽信用”，推出直达实体政策工具，降低对宽货币的依赖度。6 月 1 日，创设了两个新工具——普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划，以重点支持中小企业融资。7 月 1 日起下调再贷款、再贴现利率。其中，支农再贷款、支小再贷款利率下调 0.25 个百分点。十年来首次，再贴现利率下调 0.25 个百分点至 2%。此外，央行还下调金融稳定再贷款利率 0.5 个百分点，这是人民银行自 2011 年以来首次下调再贴现利率。这些举措均有利于流动性直达实体企业，尤其是小微企业。

整体看来，货币政策已经走出了危机模式，回归常态政策。货币政策的边际“收敛”，但依然还没有到达“紧”的程度。当前，经济虽然在环比改善，但疫情对于经济带来的损伤依然有较大的不确定性，稳就业压力仍大。此外，国常会提出要通过一系列政策，推动金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元，在商业银行息差已经明显压缩的情况下，降低资产端利率必然要求货币政策维持银行负债端成本的稳定。这些客观的环境，决定了货币政策不可能在中短期内明显收紧。“适时退出”并不意味着“急踩刹车”收紧货币，目的是为了“退空转”，更好服务实体经济。

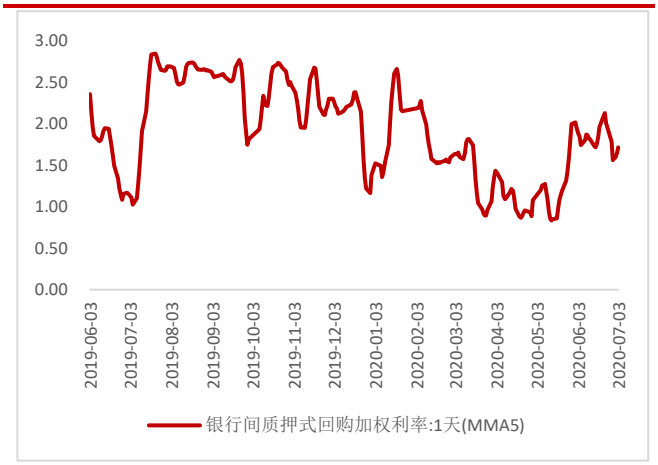
后续来看，在多重目标的制约下，央行的政策只能是稳中推进，预计未来货币政策依然是延续宽松的主基调，但边际上的放宽仍然以结构性宽松为主，同时可能会更多利用直达实体企业的创新型工具，“宽信用”是政策的侧重点。

图 23 企业融资环境持续改善



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 24 资金利率中枢水平已经回到政策利率水平



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

表 4：5 月中旬以来货币政策表述的变化

日期	机构	事件	主要内容
2020/5/15	央行	MLF 量缩价平	MLF 量缩价平，不及市场预期，代表货币政策开始边际收紧。
2020/5/22	国务院	两会工作报告	货币政策的要点：1、稳健的货币政策要更加灵活适度；2、引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年；3、创新直达实体经济的货币政策工具；4、防止资金在金融市场“空转”；
2020/5/26	央行	7 天逆回购操作 100 亿，但利率并未下调	市场对于货币宽松的期待再次落空。
2020/6/1	央行	设立两个新工具	央行在 6 月初创设了两个新工具——普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划，以重点支持中小企业融资。
2020/6/15	央行	MLF 量缩价平	MLF 续作 2000 亿，而当月到期量有 7400 亿元，利率也没有下调。
2020/6/16	财政部	市场化发行 1 万亿特别国债，7 月底前发行完	特别国债采取市场化发行，央行并未说明如何支持特别国债的发行。
2020/6/17	国务院	国常会	首次提降低债券利率，金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿。
2020/6/18	金融系统监管层	陆家嘴论坛上决策层讲话释放开始考虑适时退出刺激政策的信号	刘鹤：“稳健的货币政策要更加灵活适度”，“坚持总量政策适度”，”风险应对要走在市场曲线前面“； 易纲：”疫情应对期间的金融支持政策具有阶段性，政策设计要激励相融，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。“ 郭树清：”建议大家三思而行，应当为今后预留一定的政策空间。中国十分珍惜常规状态的货币财政政策，我们不会搞大水漫灌，更不会搞赤字货币化和负利率。“
2020-7-1	央行	下调再贷款、再贴现利率	7 月 1 日起下调再贷款、再贴现利率。其中，支农再贷款、支小再贷款利率下调 0.25 个百分点。十年来首次，再贴现利率下调 0.25 个百分点至 2%。此外，央行还下调金融稳定再贷款利率 0.5 个百分点，这是人民银行自 2011 年以来首次下调再贴现利率。

资料来源：公开信息整理，华宝证券研究创新部

3. 市场结构观察

3.1. 投资者行为变化：权益类基金配置比重提升

随着财富管理市场大幕的徐徐拉开，根据招行与贝恩发布的《2019 中国私人财富报告》，截止 2018 年中国个人可投资资产总规模达 190 万亿人民币，预计 2019 年底突破 200 万亿。经历 10 年来资本市场洗礼，我们通过观测个人投资者的投资行为和心态变化，以期对资本市场可能发展的资产价格演变路径提供一定参考。

微观投资者行为层面，结合我们近期在全国范围内的走访调研，我们清晰的发现居民投资行为已经悄然生变。过去，居民主要的投资品种主要包括银行理财、房地产、股票、信托、P2P、基金等，然而经过 2013 年以来资本市场的风云变化，投资者行为逐步发生以下改变：

以银行理财和房地产等固定收益类投资为主的投资者：低回撤、低波动、收益可观且较稳定的产品难以寻找。

过去居民财富保本增值配置的绝大比例在于银行理财和房地产。普遍意义上看，绝大多数投资者将银行理财视为“无风险利率”，在心理上把银行理财产品的收益作为衡量各类金融产品投资收益比较时候的基准收益率。然而随着资管新规的出台，银行理财不再保本保收益，严格限制非标资产、去除嵌套和通道业务后，银行理财的收益率逐步走低，并于近期首次出现净值跌破 1 的情形，作为绝大多数投资者心目中“无风险利率”的那杆秤，相对较低的收益率成为居民考虑降低银行理财投资比例的重要原因。同样，房地产在“房住不炒”的政策约束下，房价上涨受到制约，难以出现过去 10 年的长期上涨且低波动的投资属性，限购、首付比例等政策也成为制约居民进行房地产投资的重要影响因素。

信托和 P2P 的投资者：高收益产品对应的高风险亏损不可避免。

投资信托和 P2P 的投资者更多的是看中其高收益，原先 10%以上看似安全的收益率也因违约、跑路、暴雷等事实刺激着投资者，对于该类金融产品的高风险属性的认知更加清晰，曾经的血本无归成为投资者转变投资方向的重要原因。

投资股票的高风险偏好的投资者：震荡市场行情下难以做好做稳收益。

在单边上涨的牛市期间，投资者对自身投资能力过度自信，错误的将投资的贝塔收益认为是阿尔法收益。而在 2018 单边下跌的熊市和 2019-2020 的震荡市场行情下，如果没有做好择时判断及时入场和出清，投资者发现股票投资不仅需要耗费大量时间精力，并且投资收益效果不佳，倘若做反时点还会导致亏损。平均来看，在国内 A 股市场中，能够取得年化收益率 10%的投资者凤毛麟角，尤其是面对变化多端的股市行情时，A 股市场牛短熊长的特性，再加上二八分化、题材效应、板块轮动，散户投资股票较难获得超额收益。

以基金投资为主的投资者：从货基、债基收益率相对有限，逐步转向增配权益类基金。

因为收益率、投资风险、投资操作难度等不同原因，**原本居民投资在以上投资品种的资金开始慢慢流出，寻找收益率高于银行理财、不存在跑路风险、回撤和波动相对可控的金融产品。**与此同时，个人投资者也观测到近来年权益类基金的稳定表现，明星基金经理的吸睛效应显著，个人投资者对基金产品的认知和认可程度都在提升，并且**多数个人投资者认为权益类基金的投资性价比凸显，在进行财富增值的配置选择中，开始逐渐提升权益类基金配置比重。**

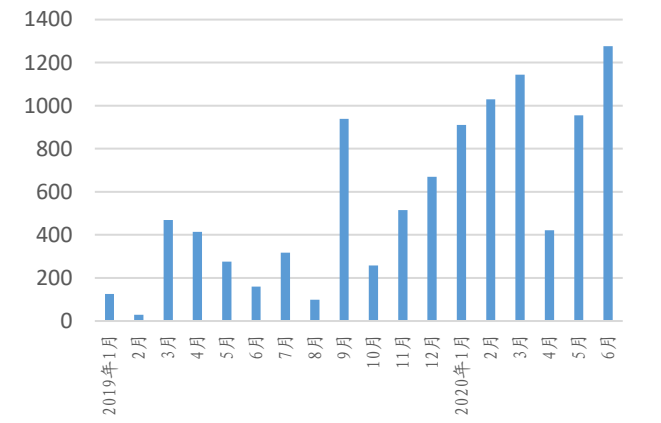
3.2. 基金发行节奏加速

今年以来，以公募基金为代表的“长钱”正在加速流入资本市场，基金审批数量、发行速度、发行规模、募集成立速度显著提升。

根据 Wind 数据显示，截至 6 月 30 日，年内新发基金 687 只，总募集规模为 1.07 万亿元，近万亿的新增规模背后，最大的推动力则是权益类基金。包括股票型基金和偏股混合型的权益类基金的发行规模 5738.76 亿元，占比过半，已经超过 2019 全年权益类基金 4270.97 亿元发行规模。截止 6 月末，股票型+偏股混合型基金的发行份额累计总比增长 289%。

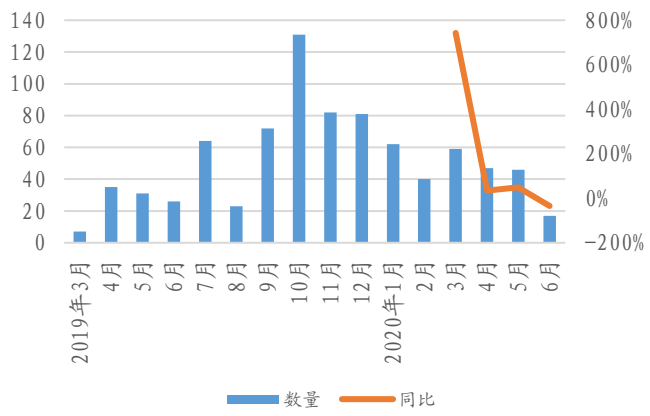
单只新基金的平均募集规模在持续上行。今年上半年，单只新基金募集规模为 15.71 亿元，而 2017-2019 年这过去 3 年新基金平均募集规模分别为 9.17 亿元、10.88 亿元和 13.68 亿元。

图 25：权益类基金发行份额（亿份）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 26：权益类基金审批数量同比提升



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

从公募基金的发行规模和速度可以看出，居民储蓄向资本市场转移的趋势非常明显，居民通过公募基金产品入市，分享资本市场发展成果。

权益类基金产品发行规模增长主要原因有以下几个方面：

1.疫情后 A 股大幅调整，整体估值较低，投资价值凸显，新发基金低位建仓可为投资者带来收益，市场回暖后，投资热情升温。

2.明星基金经理市场号召力强，历史业绩较好的基金产品受到市场追捧。今年权益类基金规模的大幅增长除了阶段性行情外，与基金产品长期为投资者创造可观收益密切相关。基金公司及基金经理的管理能力、投资专业能力、风险控制力获投资者认可。

3. 基金产品创新参与资本市场制度红利，如科创板主题基金、创业板战略配售基金、参与新三板精选层打新基金。

4. 市场策略展望

4.1. 海外美股市场：政策托底，不必悲观

在目前新冠肺炎二次爆发愈演愈烈的时候，为什么我们认为对美股不必过于悲观？

1）**从货币政策角度来看，**最新公布的美联储 6 月 FOMC 会议纪要，以及美联储主席的证词均表明，美联储将会继续采取高度宽松的金融条件来加快经济的复苏，并且认为大规模资产购买计划（QE）可以抵消长期限债券收益率上行的压力，从而

可以维持美联储的承诺—即维持高度宽松的金融市场环境。此外，目前针对实体经济的相关举措，如主街贷款计划（MSLP），预期美联储将进一步调整该计划，包括扩大范围，以及降低最低贷款门槛，以适应企业的需求。

美联储近期资产负债表连续缩减，并不是政策转向，主要与中央银行互换规模下降有关（7 月 1 日披露下降 500 亿），其次是美联储正回购的下降（7 月 1 日披露下降了 90 亿）。未来 15 天内（7.1-7.15），中央银行互换规模预计有 1350 亿到期，**若美联储没有进一步提高资产购买额度，预计后续资产负债表仍会继续小幅下跌。但这并不反映美联储的政策转向。美联储目前非常看重基于结果的前瞻指引，将继续采取高度宽松的金融条件来加快经济的复苏。**

2）**从财政政策角度来看，新一轮财政刺激有可能会在三季度出台**。目前联邦失业补助金（每周 600 美元）即将于 7 月底到期。众议院于 5 月中旬通过 HEROES 法案（刺激规模在 3 万亿），待参议院通过。而目前由共和党把控的参议院也表态支持新一轮的财政刺激政策。无论是特朗普还是参议院多数党领袖麦康奈尔均已表态支持第二轮财政刺激政策的推出。

3）风险偏好方面，近期随着美国二次疫情的爆发，风险偏好有所下降。也可从高收益债利差近期小幅上升看出。但**美国政府大概率不太可能再次实施全国范围的停摆。目前医院病床数量充足，而且对疫情的了解和控制手段更为充分。因此，美国经济继续复工仍然是比较大的方向，对于美股而言，疫情的反复可能会有情绪上的影响，但不改变大的趋势。**

4.2. 海外美债市场：收益率控制预期较浓，十年期限窄幅区间震荡

本月债市我们维持 6 月观点，即十年期美债在 0.6%-0.8%之间震荡。目前美债市场除 6 月初非农数据公布有一定刺激外，其他时间整体运行相对较为平稳。

虽然美联储在 6 月 FOMC 会议上并没有推出 YCT(收益率曲线目标)，但针对收益率曲线控制讨论较为充分，市场目前预期美联储较大概率进行短期限收益率曲线控制。未来短期限国债利率趋势预计大概率在现有水平区间范围内震荡。

对长期限国债来说，尤其是十年期美债，我们观点是维持在 0.6%-0.8%之间震荡。

新一轮财政刺激政策预计大概率将在 3 季度推出，之前众议院通过的 HEROES 法案需要 3 万亿，财政部需要继续维持或者扩大目前现有的发债规模才能支撑新一轮财政刺激政策。叠加短期国债近期到期额较大，而财政部目前更倾向于拉长负债久期，后续主要以中长期国债发债为主，长期限美债供给压力将会持续增加。

虽然长期限美债供给压力将会增加，而且美联储购债速度低于财政部发债速度，为什么我们仍认为美债不存在大幅上行的条件？理由如下：

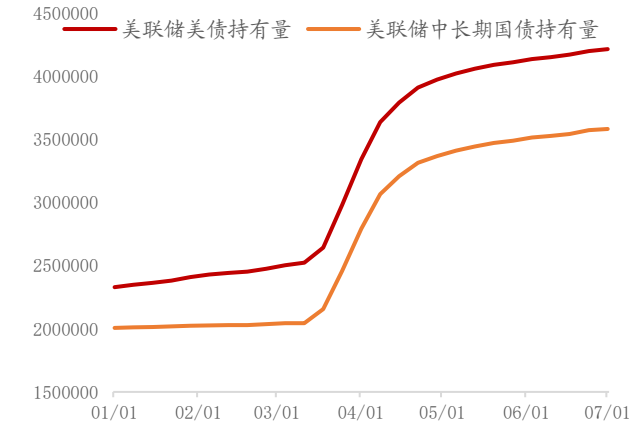
1）**美联储前瞻指引信号明确，且可靠程度高。**前瞻指引信号是：美联储要维持高度宽松的金融条件。叠加美联储以实际行动进一步向市场释放可靠信号（至少以现有速度购买国债和 MBS；利用 PMCCF 和 SMCCF 工具大幅购买企业债），市场已跟随美联储前瞻指引形成明确预期。

2）在疫情二次爆发背景下，部分州选择暂停下一步重启计划甚至有所收回重启步骤。风险偏好较低的资金将选择安全避险资产，如国债。**这是我们判断七月十年期国债的底在 0.6%的原因之一。因为在 3 月中旬市场最为恐慌，流动性危机非常严峻时期，十年期美债收益率在 0.54%。根据前文分析，本次疫情冲击大概率不会超过 3 月时期市场对未知的恐慌。**

3）财政部的负债成本以及利息偿付压力等。

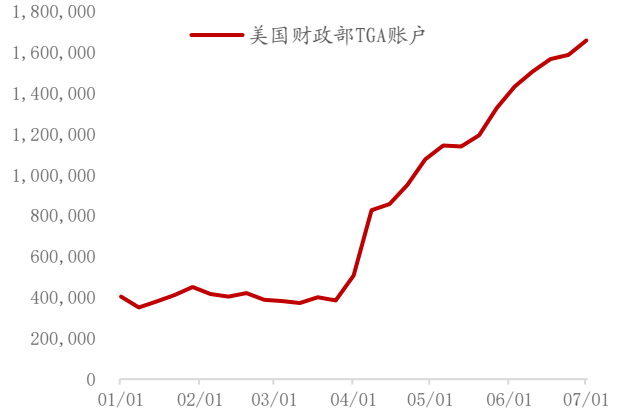
为什么我们认为十年期国债的顶在 0.8%？这是因为市场基本已放弃美国经济“V 型”反转的预期，而在此前市场“V 型”反转声音最浓的时候（6 月非农数据公布时），十年美债快速上行突破 0.9%。考虑到疫情二次爆发的冲击，我们认为 7 月十年国债的顶为 0.8%。

图 27 美联储以购买中长期限国债为主，趋势较缓慢



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 28 财政部在美联储存款上升速度很快

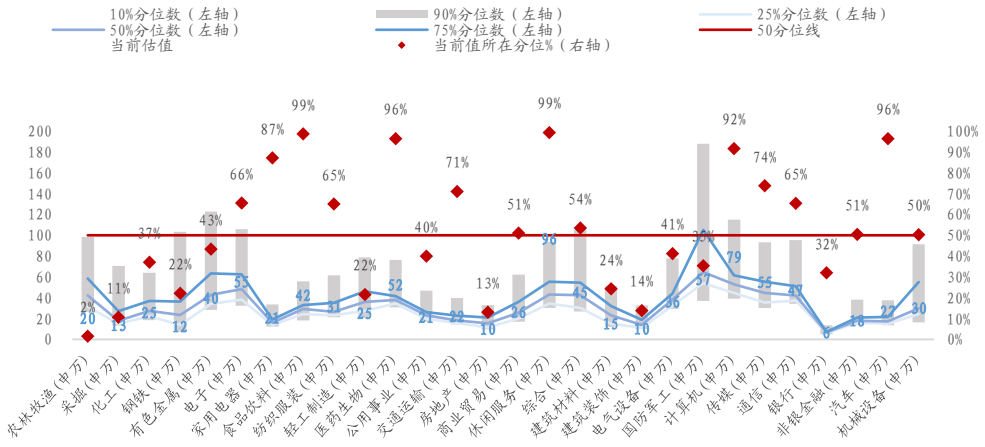


资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

4.3. 国内 A 股股票市场：板块行情轮动，低估值版块修复

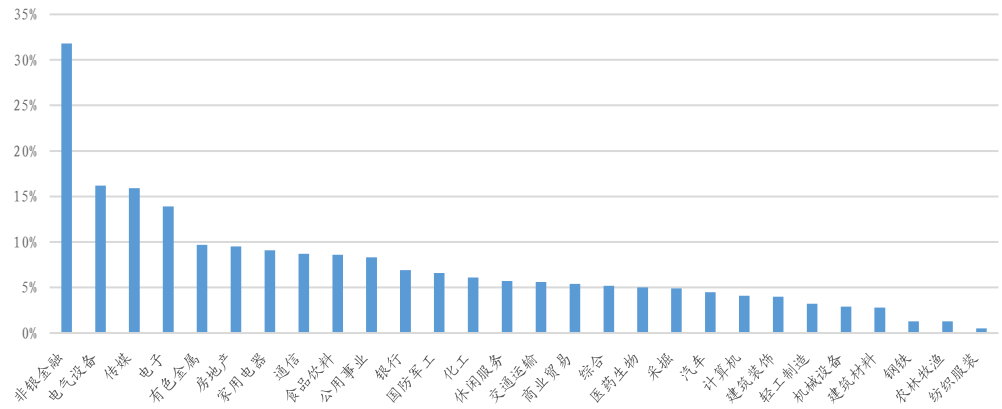
目前，市场风格已经出现切换，低估值版块有所修复，在短期内表现更优。在流动性宽松的环境下，前期景气度确定、政策利好推动的版块涨已创新高，如食品饮料、休闲服务、医药生物、计算机版块都在估值历史分位数 90%以上，食品饮料和休闲服务估值已在 99%的历史高位。但经济基本面的复苏尚不完全，在剩余流动性驱动下的低估值版块具有提升估值的空间，6 月以券商为代表的非银金融版块估值百分位从 20%提升至 50%，其他周期类版块如有色、地产、银行、化工等估值百分位提升 5%-10%左右。

图 29：28 个申万一级行业估值



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

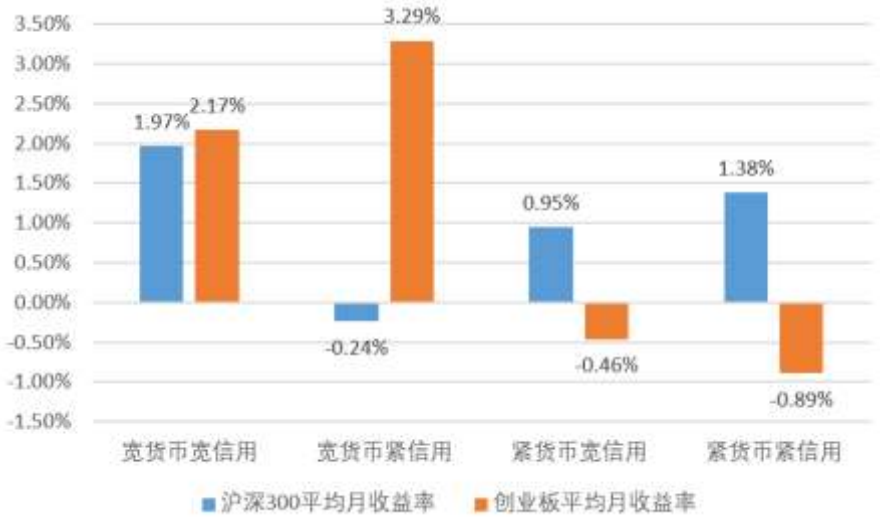
图 30：6 月各行业估值所在百分位变化（变化幅度由高到低）



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

根据大盘轮动的历史规律，版块目前轮动在券商等非金融版块，后期有望逐步向银行板块延伸。参考 2014 年下半年，成长主导向大盘蓝筹切换后，风格轮动大概可以分为两个阶段，先是蓝筹估值修复的慢牛行情，而后在资金推动下的蓝筹板块快速上涨。在当前稳货币、宽信用的周期背景下，前期成长风格涨幅较大，而随着成长与周期类风格资产估值的不断拉大，低估值版块的投资价值开始显现，资金逐步溢出到低估值的券商非银金融版块，随后是两桶油、保险、最后是银行板块，目前来看银行板块的估值修复刚刚开始，值得后期关注。

图 31：货币、信用周期与风格轮动



资料来源：华宝证券研究创新部

表 5：历史业绩表现（基于当前估值所处历史分位）

	3 个月胜率	3 个月收益率	6 个月胜率	6 个月收益率	1 年胜率	1 年收益率
采掘	40.77%	-0.05	36.58%	-0.06	31.14%	0.03
银行	**59.43%**	**0.18**	**65.75%**	**0.19**	**70.81%**	**0.17**
非银金融	33.33%	-0.07	29.93%	0.00	49.82%	0.09
房地产	**65.48%**	**0.20**	**67.78%**	**0.22**	**86.88%**	**0.32**
钢铁	30.58%	-0.10	23.95%	-0.03	37.91%	0.22
建筑装饰	49.68%	0.05	51.80%	0.11	56.65%	0.34

有色金属	50.48%	0.01	55.49%	0.17	48.35%	-0.02
汽车	42.96%	-0.08	49.80%	0.02	62.75%	0.19
轻工制造	30.38%	-0.13	46.05%	-0.11	46.05%	-0.03
化工	22.86%	-0.19	20.00%	-0.13	23.75%	-0.09
机械设备	38.24%	0.11	38.97%	0.13	38.97%	0.04
建筑材料	42.96%	-0.02	36.21%	0.09	76.11%	0.18
商业贸易	46.15%	0.01	40.38%	0.01	25.00%	-0.02
电气设备	**62.50%**	**0.18**	**70.83%**	**0.18**	39.29%	0.09

注：数据区间为 2010-01-01 至 2020-6-30，收益率皆为年化

风险提示：表格中数据仅根据历史情况，未来收益分布可能偏离历史统计

而对近期市场是一路向上还是出现回调无法明确判断，有两个可能导致市场回调的因素：

一是基金发行后建仓将加速大盘轮动节奏，在轮动尾部和建仓减速期可能带来市场回调。近期，新发公募基金建仓持续，成为 A 股重要增量资金来源，在流动性边际不再宽松的情势下，资金流向的结构性调整成为判断资产价格的重要依据。需要注意权益类基金的发行节奏和规模，根据基金平均 3-6 个月的建仓时间，结合目前的发行情况，新发权益类基金的建仓预计持续到 2020 年 9 月份，也成为支撑 7 月份 A 股市场的重要因素之一，这是我们对市场不担心大幅回调的主要原因。需要注意的是，机构建仓的行为存在一致性，在低估值版块的抢筹码可能是近期低估值版块修复的重要原因之一，随着估值的修复，风格轮动切换接近尾声，而基金对持仓成本控制将使得建仓减速，增量资金入市减弱可能带来市场的短暂回调。

二是，投资者获利了结可能带来回调压力。根据我们对投资者的调研统计，投资者出赢保亏的现象较为明显，而止盈线通常划分为 20%、30%和 50%。通过止盈线我们判断三个潜在的市场压力位置：自 2020 年 3 月市场回调最低位以来，盈利 20%、30%和 50%分别对应上证指数 3175、3439、3969，保守预估以 3 月初的点位测算则盈利 20%、30%和 50%分别对应上证综指 3456、3744、4320，短期来看，3450 左右压力位置作为参考，存在一定回调可能。

展望后市，基金发行及申购带来正反馈效应，若回调压力后，资本市场中长期吸金效应驱动市场再次向上。目前，居民储蓄的投资正在向权益类基金发生迁移，基金优秀且较稳定的历史业绩表现正在不断吸引个人投资者，而个人投资者行为的变化让我们看到一个趋势，即投资者强申购意愿→基金发行建仓→增量资金入市推升资产价格→投资获得收益追加投资的正反馈效应，及时存在回调压力，在居民金融资产配置的转变洪流下，居民资金长期入市会驱动市场再次向上。

股票策略总结： 展望下半年，随着金融供给侧改革的持续推进，资本市场深化改革成效逐步显现，A 股市场的资金属性、投资结构、标的资产都将进化，逐步呈现港股 A 股化，A 股美股化的变化趋势。居民资金通过公募基金长期入市，A 股市场的机构参与者比重将逐步提升，在此大背景下，核心资产的投资逻辑更加确定，港股低估值的投资价值凸显。

短期来看，不管是从估值的绝对水平还是估值所处历史分位数看，银行和房地产在当前的估值水平上，获取正收率的概率及收益水平相对高一些，建议可以重点关注，而非银金融和电气设备由于已经获得较大的估值修复，建议适当关注，对于短线投资者，可以考虑适度把握这波行情的切换。

长期来看，在经济转型变革发展的过程中，成长股的风格更符合主导产业更迭的规律，无论是融资成本、盈利能力依旧是成长股的风格占优，对拉动内需的消费升级、政策大力支持下的科技创新的成长风格版块长期配置。

4.4. 人民币债券市场：将大概率继续呈现震荡的格局

5 月份以来，受经济环比持续改善、货币政策宽松预期“逆转”和利率债供给压力的影响，债市出现了明显的调整。进入 6 月份之后，这三大利空持续强化，6 月初债市一度出现修复行情，但是在特别国债全部市场化发行、降准预期落空之后，债市悲观情绪加剧。整个 6 月份债券市场收益率呈现出震荡上行的特征，收益率曲线进一步陡峭化。具体来看，10 年国债收益率上行 11.8bp，1 年期国债收益率上行 57bp，5 年期国债收益率上行 33bp。

当前市场对上述三大利空有比较明显的消化，10 年期国债收益率仅比疫情大规模爆发前（1 月 19 日）低 25bp，后续来看，上述三大利空进一步强化的概率较小。

从经济基本面来看，随着国内经济逐步恢复到正常状态，经济已经度过了环比改善最快的阶段，考虑到海外疫情形势仍然比较严峻以及疫情对经济带来的结构性损伤的现实存在，后续经济出现大幅超预期的概率较低。

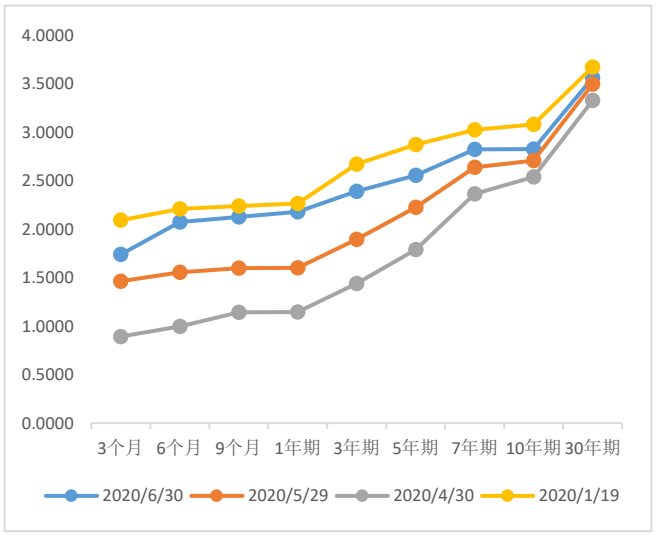
从货币政策来看，经过 5 月份以来的货币政策的边际收紧，以及监管层释放出“提前考虑政策工具的适时退出”的信号进行预期管理，当前市场对于货币政策的进一步宽松的预期较低，“稳货币+宽信用”的政策组合是市场的一致预期。从央行的货币政策选择来看，5 月份以来的货币政策边际收紧主要是从疫情疫情应对期间的极度宽松的状态回归到正常状态，同时也是为了纠正过度投机和“资金空转”的行为，当前资金利率已经回到政策利率中枢位置。目前经济虽然正在逐步恢复，但是能够恢复到什么水平目前尚未可知，后续面临的不确定性仍大，两会定调经济“托底”思路，债市仍承担着较重的融资任务，继续抬升资金利率中枢与政策总基调不相符合。同时，“宽信用”也需要“宽货币”的支撑。降低实体企业融资成本的政策目标下，后续货币政策仍有边际放松的可能。

从债券供给压力来看，财政部已经推后普通国债和地方债的发行，特别国债的发行带来的供给压力将会得到缓解。7 月份将有 7100 亿特别国债发行，不过财政部已经发行公告，7 月份五年、七年以及十年期国债发行推后，同时三年期国债单只发行规模 480 亿、两年期和三十年期国债单只发行规模均仅为 200 亿，比 5-6 月份单只规模明显下降。预计 7 月份债市的供给压力将有所缓解。

短期来看，前期影响债市的三大利空因素进一步强化的概率较小，有边际弱化的可能。不过当前市场风险偏好明显提升，股市表现较好，将在一定程度上对债市有所冲击，可以把握债市超调的交易性机会。中长期来看，债市将大概率呈现震荡的格局，需要有新的驱动因素来打破震荡，要么是货币政策重新回到边际放松的状态，要么是经济基本面修复过程中出现平台期。

策略上看，“宽信用”比较确定的背景下，可以选择中短久期+适当下沉信用资质的策略。

图 32：债券收益率曲线变化情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 33：2020 年以来长端利率表现



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

风险提示及免责声明

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明

★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。