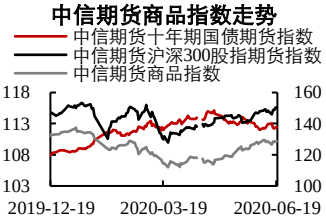
中信期货 CITIC Futures

中信期货研究|资产配置策略下半年报

2020-06-28

把握修复逻辑下的结构性机会

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号



金融研究团队

研究员：
张革
021-60812988
从业资格号：F3004355
投资咨询号：Z0010982

姜婧
021-60812990
从业资格号：F3018552
投资咨询号：Z0013315

报告要点

我们认为下半年经济维持修复，增速不可期望过高，资产配置属于修复逻辑下的结构性机会，三季度相对积极，四季度略偏防守。

摘要：

1. 上半年资本市场 V 型反弹的速度大幅快于经济数据，更多计价的是修复预期、政策刺激，以及风险情绪。下半年企业盈利、经济增速将得到验证，当前风险偏好回暖，或存在预期差带来的扰动。展望下半年，我们认为需重点关注以下四个方面：

（1） **疫情已是“新常态”，大概率下半年国内疫情可控，不会再对市场造成类似一季度的扰动**。不过如果秋冬季节全球疫情再次爆发，将使经济复苏慢于预期。

（2） **下半年经济修复预期如何**？疫情下，今年全年 GDP 若能达到 3%就尚属不易。消费难有爆发性行情，科技制造业下半年波动或加剧。基建逆周期容易出现预期差，7 至 11 月基建增速显著提高。地产预计下半年修复反弹，但空间有限。

（3） **流动性宽松到何时**？下半年整体充裕，“结构性”特征更加明显。关注信用风险对银行信贷投放意愿的影响，以及通胀超预期造成货币政策边际收敛。

（4） **下半年海外风险上升**。8 月前后，中美关系不确定性将再次上升。

2. 从资金、估值、经济基本面、避险、供需维度，总体而言：权益>黄金>商品>债券。

3. 配置建议：我们偏向认为下半年经济维持修复，增速不可期望过高，资产配置属于修复逻辑下的结构性机会，三季度相对积极，四季度略偏防守。

- **权益方面，内需修复仍是主要方向**，消费板块估值偏高需进行甄选。**如果年内疫苗落地，则医药行业进入后半场**。周期板块“安全垫”较厚，可选择盈利空间大的做长期价值投资。**如果风险偏好较低，可适当降低科技权重，规避海外风险；如果长期投资，则可在下半年逢低买入，寻求长期受益**。

- **债券进入震荡格局，三季度债券面临供应高峰，预计 7 月底前仍有降准机会。下半年十年期国债收益率波动区间为 2.6%-3%，近期收益率靠向 3%之后有配置机会，下半年整体将呈现前高后低特征。**

- **商品方面，下半年整体是宽幅震荡格局，多为阶段性和结构性机会。多头的结构性机会继续关注铜、螺纹和豆粕。黄金依然建议长期配置。**

风险点：外部摩擦升级；疫情失控；内需拉动不及预期；政策收紧。

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

目　录

摘要：. 1
一、 上半年市场回顾. 3
1.1 疫情：中心阶段性变化. 3
1.2 流动性：一季度海外市场主导，二季度国内政策主导. 3
1.3 政策：国内政策积极但克制，海外政策更加激进. 4
1.4 经济：驱动力从供给向需求切换，内需和外需出现分化. 5
二、 下半年影响市场的主线. 7
2.1 疫情已是“新常态”. 7
2.2 经济修复的程度会如何. 7
2.3 流动性宽松到何时. 9
2.4 海外风险上升. 10
三、资产配置展望. 12
3.1 大类资产的相对价值. 12
3.2 配置建议. 14
免责声明. 15

图目录

图 1： 全球新冠肺炎疫情新增趋势图. 3
图 2： 上半年资金利率持续下行直至 5 月反弹. 4
图 3： 资金市场杠杆在 4 月加码，5 月回落. 4
图 4： 5 月新增专项债大幅放量. 5
图 5： 2020 年海外主要央行加码宽松. 5
图 6： 主要经济指标一览：3 月后经济逐渐修复. 6
图 7： 假设二季度 GDP 增速 3.5%，若全年经济要实现正增长，则下半年经济增速需超过 1.2%。. 8
图 8： 交通运输与公用事业是基建项目专项债发力重点. 8
图 9： 汽车产销整体回暖. 8
图 10：5 月开工端投资跌幅恢复速度放缓. 9
图 11：30 大中城市商品房成交面积：位于同期高位. 9
图 12：上半年信用利差快速收窄. 10
图 13：今年通胀压力不大，PPI 回升预期上升. 10
图 14：美国消费者信心 5 月企稳. 11
图 15：特朗普与拜登大选获胜率在 6 月反转. 11
图 16：三季度中美关系对市场的风险上升. 11
图 17：大类资产相对价值的比较分析. 12
图 18：中美利差维持高位，有利吸引外资. 12
图 19：二季度外资持续流入. 12
图 20：股债比价回归中性. 13
图 21：国债收益率低位反弹. 13
图 22：美股仍处于高波动状态. 13

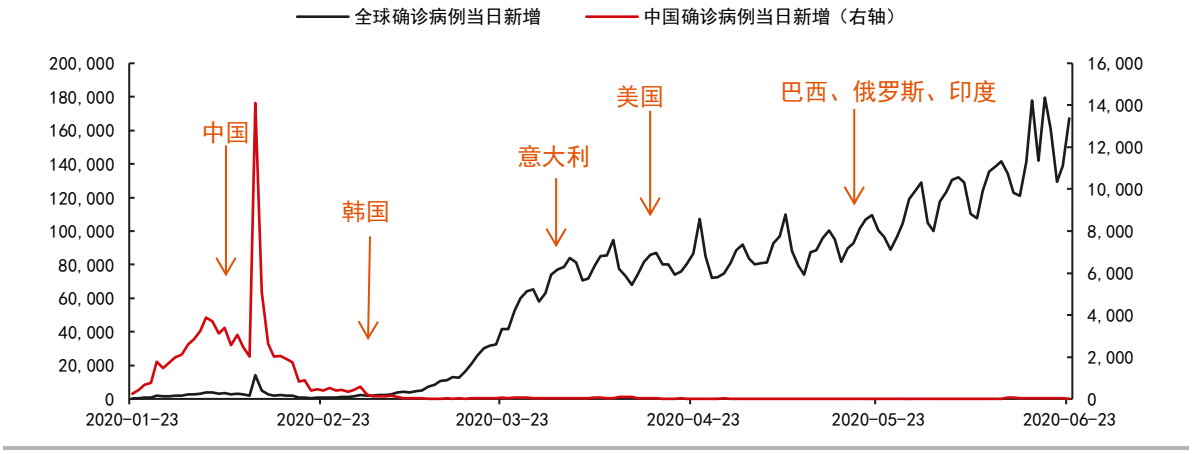
一、上半年市场回顾

回顾今年上半年，市场的主导逻辑、情绪和节奏先后发生变化。疫情突如其来，贯穿全场并引导市场情绪和政策节奏，情绪引爆全球流动性危机，后被政策平抑。国内外经济先后经历了短时间“休克”，经济重启后缓慢修复。具体来看，上半年影响市场的主要逻辑有以下四个方面：

1.1 疫情：中心阶段性变化

Covid-19 新冠肺炎疫情是近百年来全球规模最大的一场大流行病。截至 6 月底，全球累计确诊病例近 1000 万人，累计死亡接近 50 万人。按疫情规模和中心划分，目前全球疫情经历了四个阶段：第一阶段是 1-2 月以中国和日韩为代表的东亚地区，第二阶段是 3-4 月以意大利为代表的欧洲，第三阶段是 4 月疫情中心开始转向美国并维持至今，第四阶段是 5 月下旬疫情开始爆发的巴西、俄罗斯、印度。**中国国内疫情在 2 月出现拐点，3 月得到控制，在经济重启时间上领先其他国家，也为后续市场韧性、政策独立性创造了条件**。

图1： 全球新冠肺炎疫情新增趋势图 单位：例



资料来源：Wind 中信期货研究部

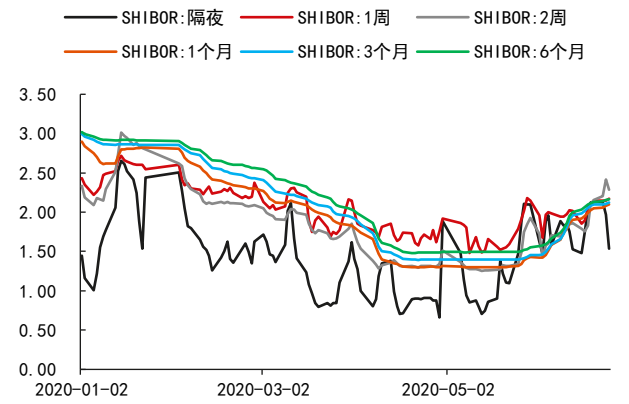
1.2 流动性：一季度海外市场主导，二季度国内政策主导

上半年流动性经历了两轮松紧状态。第一轮是疫情在 2 月下旬引爆海外市场的紧张情绪，海外市场爆发流动性危机，并连带国内市场暴跌。2 月底至 3 月上旬以美股和原油为代表的海外市场大幅下跌，流动性紧缺的现象在 3 月升级，表现为 3 月中旬风险资产和避险资产同时下跌，美元指数迅速攀升至 102 上方创 2017 年以来新高。对国内资产的影响在于外资迅速流出，A 股内外资博弈加剧，债市波动跟随美债走势，国内工业品期货全面承压。3 月美联储快速行动，将政策利率区间降至 0-0.25%，重启 QE，宣布将无限量购债。4 月海外市场流动性危

机缓解，中国国内市场企稳，外资回流。随着公开市场、MLF、LPR 利率接连下调，国内市场流动性保持宽裕。

二季度货币政策边际上的变化引发第二轮流动性波动。今年 1 至 4 月，公开市场利率较年初下调 30BP 并引导 LPR 利率下降 30BP，10 年期国债收益率从 3.1%附近一路下行，一度跌破 2.5%创 2002 年以来的新低。大量流动性导致短端利率下行速度更快，4 月利率曲线快速走陡。投机交易开始活跃，以银行间质押式回购成交量为代表的杠杆指标持续走高。5 月，货币政策释放出有意压低投机情绪的信号，政策利率不再继续向下，前三周公开市场无投放。5 月 14 日 2000 亿元 MLF 到期后没有续作，次日减量投放 1000 亿元。受此影响，投机交易减弱，5 月短端利率明显上行，长端稳定，且银行间质押式回购成交量回落。

图2： 上半年资金利率持续下行直至 5 月反弹 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图3： 资金市场杠杆在 4 月加码，5 月回落 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

1.3 政策：国内政策积极但克制，海外政策更加激进

面对疫情带来的经济压力，经济政策的重点先后经历了抗疫、复工、刺激经济三个阶段。疫情前期主要对疫情防控重点医疗和生活保障行业资金支持，减免交通运输、餐饮、住宿、旅游等受灾严重行业税费。疫情得到控制后政策重心转向复工复产和扩大内需稳经济。2 月工信部推动工业通信业企业复工复产，优先支持汽车、电子、船舶、航空、电力装备、机床等产业链长、带动能力强的产业。3 月发改委等发文推动包括家电、消费电子产品更新消费，信息基础设施建设，文旅消费，教育培训、医疗保健、养老服务等服务消费。4 月新能源汽车消费政策进一步升级。

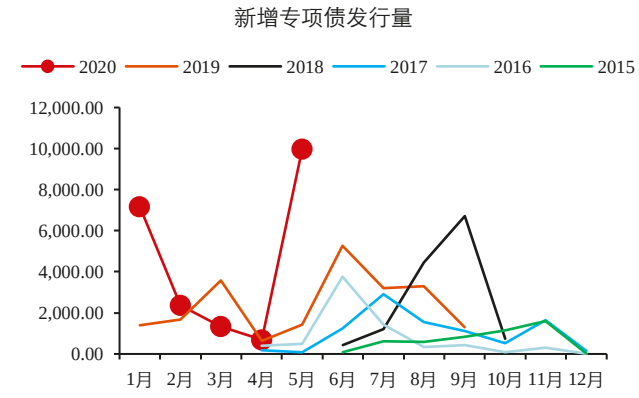
财政政策方面，基调是积极的财政政策要更加积极有为。5 月政府工作报告强调底线思维，以“六保”促“六稳”；安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元，发挥基建逆周期作用；继续减税，预计全年为企业新增减负超过 2.5 万亿元。“今年赤字率拟按 3.6%以上安排，财政赤字规模比去年增加 1 万亿元，同时发行 1 万亿元抗疫特别国债。”当前中国宏观杠杆率（债务/GDP）

不超过 60%，大幅低于欧美主要国家，未来加杠杆的空间将主要体现在政府部门。

货币政策方面，基调是稳健的货币政策要更加灵活适度。当前市场资金充裕，利率已降至低位，重点是将钱引入实体经济，并鼓励企业稳就业和提高投资积极性。政府工作报告指出“加强监管，防止资金‘空转’套利”，尽管利率从 5 月开始反弹，但现在的经济环境不足以支撑货币政策马上收紧。6 月 17 日国常会要求“加快降费政策落地见效，为市场主体减负，推动金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元。综合运用降准、再贷款等工具，保持市场流动性合理充裕。”预计下半年货币政策维持宽松环境，资金进入实体后，仍有降准预期。货币政策结构发生变化，从宽货币转向宽信用。

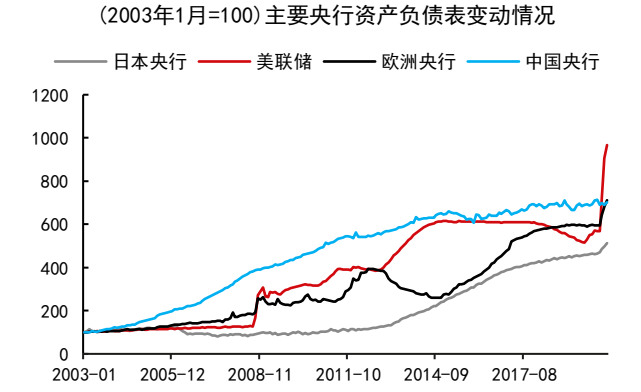
从政策规模看，国内财政与货币政策相对克制，海外政策更加激进。3 月底美国国会通过了规模前所未有的一揽子经济刺激政策 CARES 法案，总金额高达 2.3 万亿美元，约占 GDP 比例 11%。美联储在 3 月 2 次紧急降息累计 150 个基点直接将联邦基金目标利率降至 0-0.25%的区间，随后宣布开展无限量 QE 计划。5 月美联储资产负债表规模已超过 7 万亿美元，较去年底的 4 万亿美元增长近 70%。与此同时，欧洲央行和日本央行也在加速扩表，今年以来资产规模已经分别增长约 20%和 10%。相较而言，中国政策更加克制，根据 IMF，截至 6 月下旬疫情期间中国财政刺激政策占 GDP 比例约 4%，远低于欧美日发达国家。今年 1 万亿元特别国债以市场化方式发行，并未出现财政政策货币化现象。货币政策也保持稳健主轴，央行资产负债表较为平稳。中国政策积极但克制，为今后政策实施保留了空间。

图4： 5 月新增专项债大幅放量 单位：亿元



资料来源：Wind 中信期货研究部

图5： 2020 年海外主要央行加码宽松 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

1.4 经济：驱动力从供给向需求切换，内需和外需出现分化

复工是一季度经济修复的主要逻辑。2 月制造业 PMI 跌至 35.7%的历史低位，3 月即反弹至荣枯线以上的 52.0%，尽管市场预期环比大幅改善，但复工速度慢于预期，2 月底全国复工率不到 30%，3 月底约 70%。防疫物资紧缺，人员到岗不及时，物流中断，资金链紧张等，成为企业复工的最大阻碍。一季度国内疫情吃紧，社会需求尚未完全启动，企业复工成为经济逐渐修复的支撑。

二季度疫情得到较好控制，生产供应恢复至正常水平，内需向好拉动经济继续修复，外需在海外国家疫情发酵后走弱，并拖累制造业复苏。消费需求回补在二季度较为明显，尤其体现在房地产和汽车销售。

房地产是上半年恢复最快的行业，5 月房地产开发投资累计同比-0.3%几乎回到正常水平。商品房销售自 3 月开始反弹，6 月商品房成交面积高于往年同期，房地产销售快速反弹的主要原因来自疫情期间积压的购房需求集中释放，宽货币环境下购房成本降低，以及地方政府房市政策偏松。房地产维持“房住不炒”的总基调，但经济承压，“因城施策”给予地方政府偏松政策的空间，近半年来已有超百城发布了吸引人才和劳动力的政策。

制造业方面，以汽车和家电为代表的行业正在恢复。根据中国汽车工业协会 4 月汽车销售同比增长 4.4%，由负转正，结束了连续 21 个月的下滑。汽车行业是今年扩大内需，刺激消费的重点扶持行业，据不完全统计，今年上半年，已有超过 27 个省市发布相关政策，包括资金补贴、放宽限购、鼓励“汽车下乡”等。而家电则受地产竣工端带动，且夏季有利推动冰箱空调季节性需求。

基建是逆周期调节最为确定的方向。今年全年拟发行地方政府专项债 3.75 万亿元，其中约 7 成进入基建领域；1 万亿元特别国债从 6 月中旬开始发行，计划 7 月底前发行完毕，其中约 7000 亿元投资基建，约 3000 亿元用于抗疫，预计将额外拉动基建增速 5%左右。

图6： 主要经济指标一览：3 月后经济逐渐修复

主要经济数据	单位	2020						2019						最近2年
		变动	20/5	20/4	20/3	20/2	20/1	19/12	19/11	19/10	19/9	19/8	19/7	曲线图**
GDP	当季同比(%)	-	-		-6.8			6.0			6.0			
制造业PMI	(%)	-0.2	50.6	50.8	52.0	35.7	50.0	50.2	50.2	49.3	49.8	49.5	49.7	
工业增加值	当月同比(%)	0.5	4.4	3.9	-1.1	-25.9	-	6.9	6.2	4.7	5.8	4.4	4.8	
固定资产投资	累计同比(%)	4.0	-6.3	-10.3	-16.1	-24.5	-	5.4	5.2	5.2	5.4	5.5	5.7	
房地产	累计同比(%)	3.0	-0.3	-3.3	-7.7	-16.3	-	9.9	10.2	10.3	10.5	10.5	10.6	
制造业	累计同比(%)	4.0	-14.8	-18.8	-25.2	-31.5	-	3.1	2.5	2.6	2.5	2.6	3.3	
基建(不含电力)	累计同比(%)	5.5	-6.3	-11.8	-19.7	-30.3	-	3.8	4.0	4.2	4.5	4.2	3.8	
社会消费品零售	当月同比(%)	4.7	-2.8	-7.5	-15.8	-20.5	-	8.0	8.0	7.2	7.8	7.5	7.6	
CPI	当月同比(%)	-0.9	2.4	3.3	4.3	5.2	5.4	4.5	4.5	3.8	3.0	2.8	2.8	
PPI	当月同比(%)	-0.6	-3.7	-3.1	-1.5	-0.4	0.1	-0.5	-1.4	-1.6	-1.2	-0.8	-0.3	
城镇调查失业率*	(%)	-0.1	5.9	6.0	5.9	6.2	-	5.2	5.1	5.1	5.2	5.2	5.3	
出口金额	当月同比(%)	-6.8	-3.3	3.5	-6.6	-17.2	-	7.9	-1.3	-0.9	-3.2	-1.0	3.3	
进口金额	当月同比(%)	-2.5	-16.7	-14.2	-0.9	-4.0	-	16.5	0.5	-6.4	-8.3	-5.6	-5.2	
M2	当月同比(%)	0.0	11.1	11.1	10.1	8.8	8.4	8.7	8.2	8.4	8.4	8.2	8.1	
新增人民币贷款	当月值(亿元)	-2200	14800	17000	28500	9057	33400	11400	13900	6613	16900	12100	10600	

资料来源：Wind 中信期货研究部

二、下半年影响市场的主线

上半年资本市场 V 型反弹的速度大幅快于经济数据，资本市场更多计价的是修复预期、政策刺激，以及风险情绪。下半年企业盈利、经济增速、失业率等问题将得到验证，在当前风险偏好回暖的市场中，或存在预期差带来的扰动。展望下半年，我们认为需关注以下四条影响市场的主线：

2.1 疫情已是"新常态"

疫情会出现反复已经逐渐被市场视为"常态"，表现在 6 月中旬以来北京发生聚集性疫情并未引发股市明显反应，6 月涨幅最高的行业依然是消费、医药和传媒。相反，此次北京疫情再次证明了我国高效快速的疫情防控机制。按照钟南山院士的最新观点，疫情在今年冬季到明年春季都不会消失，但不会像第一波疫情出现大爆发。因此，**大概率下半年国内疫情可控，不会再对市场造成类似一季度的扰动。**

但是，下半年疫情走势尚存不确定性，仍有较大可能出现预期差。（1）疫苗进度扰动风险偏好。**如果年底前有疫苗能研发成功，将大幅刺激疫情下的风险情绪**，影响有二，一是股市上涨没有反映疫情对经济的压制，即使今年疫苗研发成功，但大规模应用在今年并不现实，股市与经济的差距进一步拉大，股市上行并不稳定容易出现大幅波动。二是如果今年疫苗研制成功，对医药行业或意味着利好落地。年初至今医药行业上涨近 38%，是今年涨幅最高的行业，当前医药行业估值位于近几年高位，**疫苗落地或意味着医药行业的上涨周期进入后半场**。

（2）海外疫情传播和防控具有高度不确定性，尽管国内风险可控，但海外疫情反复对国内的影响仍不容小觑。截至 6 月底，全球疫情仍在爬坡期，IMF 下调今年全球经济增速至-4.9%，美国 6 月下旬疫情明显反弹，美联储官员表示疫苗问世前，疫情将对美国经济构成"持续风险"，距离全面复苏还很遥远。**如果秋冬季节全球疫情再次爆发，我们将再次面临巨大输入性压力，以及外需走弱对经济的拖累，将使得经济复苏慢于预期。**

2.2 经济修复的程度会如何

下半年经济增速预期是多少？方向上，我们认为经济将维持修复；空间上，一季度 GDP 同比增速-6.8%，基于二季度增速 3.5%的中性估计，我们用全年增长目标倒推下半年增速。**如果今年全年要实现 GDP 正增长，则下半年经济增速需超过 1.2%**；如果全年经济增速在 1%-3%，则下半年经济增速需达到 3.1%-6.8%；如果全年经济增速要守住 5%，则下半年增速需超过 10.6%。去年下半年没有疫情干扰的情况下 GDP 增速为 6%，由此可见，**今年全年 GDP 若能达到 3%就尚属不易**。

图7： 假设二季度 GDP 增速 3.5%，若全年经济要实现正增长，则下半年经济增速需超过 1.2%。

GDP 增速情景假设			1		2		3	
	2020Q1	2020Q2	2020 累计	2020H2	2020 累计	2020H2	2020 累计	2020H2
GDP 不变价（亿元）	183,669.30	226,235.89	891,646	481,741	900,563	490,657	909,479	499,574
GDP 同比	-6.8%	3.5%*	0%	1.2%	1%	3.1%	2%	5.0%
			4		5		6	
			2020 累计	2020H2	2020 累计	2020H2	2020 累计	2020H2
			918,395	508,490	927,312	517,407	936,228	526,323
			3%	6.8%	4%	8.7%	5%	10.6%

资料来源：Wind 中信期货研究部

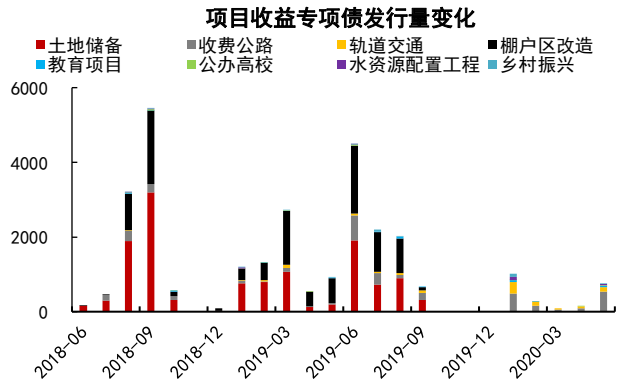
*注：2020 年 2 季度 GDP 增速 3.5%为截至 6 月底市场预测值平均值。

消费方面，疫情期间积压的需求已在二季度集中释放，下半年持续性存在较高不确定性，下行压力在于经济走弱高失业率下居民购买力或将减弱，上行支撑在于地产竣工端高景气度将带动建材家电等行业需求，同时疫情催化了部分消费方式的快速发展，例如线上直播促销、游戏软件、互联网多媒体、物联网等等。

制造业方面，汽车行业初步企稳，但较难出现爆发性行情，以当前政策扶持的重点——新能源汽车为例，根据中期协 5 月数据，我国车市已恢复至正常水平，但新能源汽车销量 5 月仍低于去年同期，从政策向市场传导不足，暴露出消费者对新能源车售价接受程度、安全性能、基础设施等方面仍存顾虑。传统纺织服装行业对贸易依赖度高，欧美国家将在三季度复苏，但**疫情反复的背景下，复苏进度料将偏慢，进而拖累纺织行业复苏。科技制造业长期趋势向好，下半年波动或加剧。**由于下半年中美摩擦的概率偏高，高新技术行业或成为被重点攻击的对象。

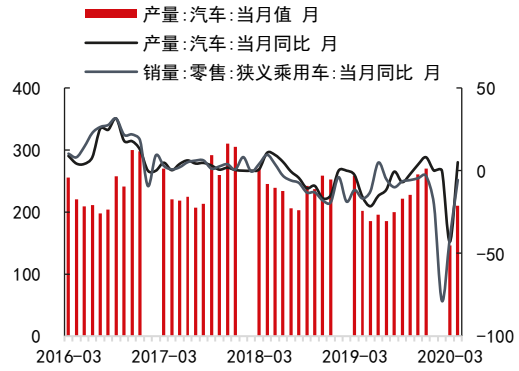
基建是最被寄予厚望的逆周期调节工具，但若下半年落实力度不够或者后期发力持续性不够，也容易出现预期差，进而扰动经济增速预期和风险偏好。从总量看，**预计今年基建增速将达到 15%-20%**；节奏看，5 至 7 月为发债高峰，按发债到投资传导时间约 2 个月推算，**下半年 7 至 11 月会出现基建增速的显著提高。**基建未来的预期差可能源自项目储备情况，以及配套资金落实情况。

图8： 交通运输与公用事业是基建项目专项债发力重点



资料来源：Wind 中信期货研究部

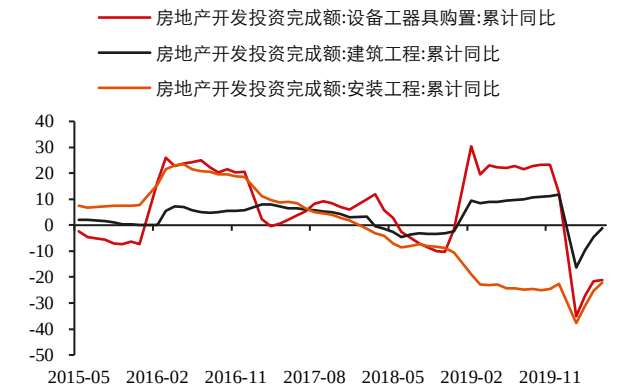
图9： 汽车产销整体回暖 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

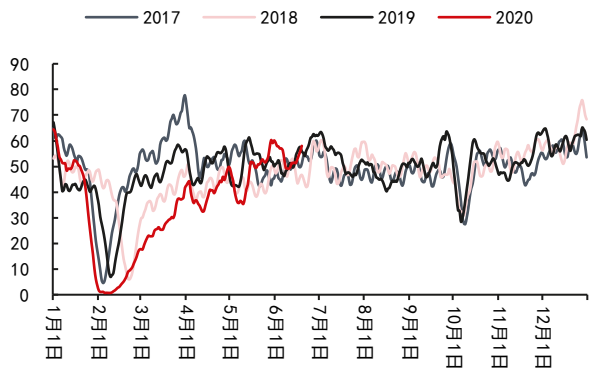
地产投资韧性仍存，预计下半年继续修复反弹，但空间有限。从地产投资链条看，开工端恢复偏慢仍显谨慎，施工交房压力下，**预计下半年竣工端将维持高景气度。**在地产建设有支撑，货币政策宽松，购房需求释放，地方政府地产政策灵活偏松的背景下，预计下半年房地产投资将继续修复反弹。但**下半年需求持续性存在不确定性，包括当前高失业率环境对居民加杠杆意愿和能力的扰动，以及秋冬季节疫情反复对建设和销售的限制**。一线城市商品房交易需求更坚挺，但从需求总量来说，二三线城市房屋面积占比更高。三四线城市企业大部分为中小企业，更容易受到疫情影响，就业影响收入，**三四线城市购房需求持续性也可能成为房地产行业预期差的来源**。

图10：5月开工端投资跌幅恢复速度放缓　　单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图11：30大中城市商品房成交面积:位于同期高位 单位:%



资料来源：Wind 中信期货研究部

2.3 流动性宽松到何时

上半年央行大力推行流动性宽松以应对疫情，包括3次降准，增加1.8万亿元再贷款再贴现额度，创新货币政策工具支持信贷直达中小企业，实施中小微企业贷款阶段性延期还本付息政策等等。资金市场利率快速下行，Shibor3个月期利率从去年底的3%将至4月底的1.4%。

问题是，流动性宽松是否会一直持续？5月央行暂缓流动性操作，国内利率5、6两个月连续反弹，10年期国债收益率反弹近40BP至2.9%，6月18日央行行长讲话表示国内货币政策“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”，进一步引发市场对流动性收紧的担忧。

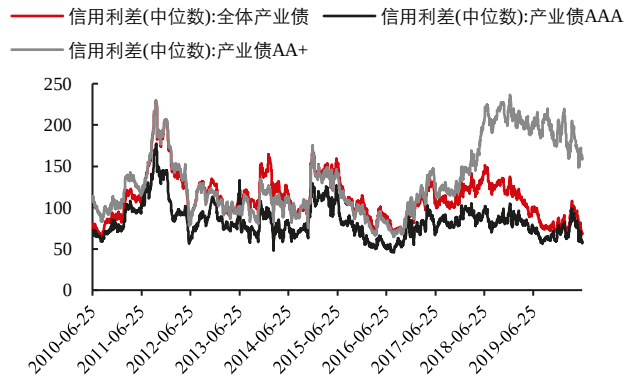
对于下半年，我们认为流动性整体充裕，更侧重于“结构性”宽松。主要理由有三：（1）经济承压环境下，货币政策不会立即收紧，但经济正在修复回升，下半年国内疫情风险整体可控，已无“趋势性”宽松的必要。（2）要关注政策的“后遗症”，例如4月债市杠杆率上升，例如金融市场V型反弹后与实体经济的差距进一步拉大，例如市场对流动性过于乐观的预期，因此货币政策要从“过松”

调整至“边际收敛”。(3)下半年流动性或将流向重点扶持领域，例如中小微企业，从货币宽松转向信用宽松，政策“结构性”特征更加明显。

下半年还需关注 2 个指标，一是信用风险情况，疫情下金融机构加大了对企业的信贷支持，但未来偿债能力与企业经营情况挂钩。例如 6 月 4 日五部门联合发文，提出对今年 6-12 月期间到期的普惠小微贷款本金，还本日期最长可延至 2021 年 3 月 31 日。某种程度上，这也属于以时间换空间的策略。当前经济维持修复，但今年难谈乐观，企业仍面临巨大资金压力甚至生存挑战。**未来 1-2 年，信用风险将显著上升，或将影响金融机构流动性和信贷投放意愿。**

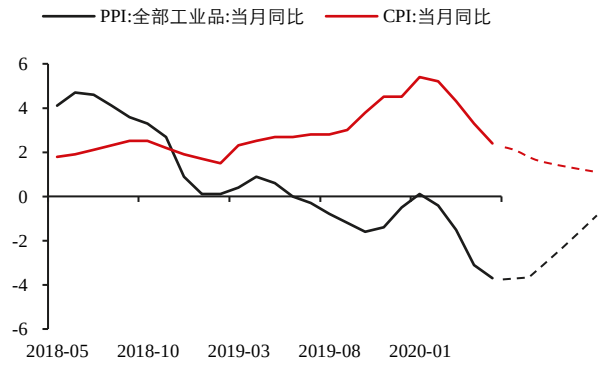
二是通胀预期的变化。CPI 下半年可能加速回落至猪通胀之前的均值 2%附近，生猪供应回升猪价回落带动 CPI 食品项走弱，非食品项预计保持平稳。在油价企稳，基建加码和地产快速修复的影响下，下半年 PPI 预计回升，三季度 PPI 能否回升至正区间需观察基建增长力度。**下半年通胀对货币政策压力不大，不过 PPI 如果出现超预期上行，或加速货币政策边际收紧。**

图12：上半年信用利差快速收窄　　单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图13：今年通胀压力不大，PPI 回升预期上升　　单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

2.4 海外风险上升

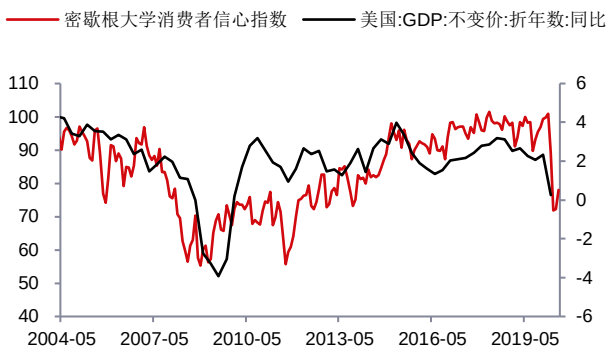
下半年海外风险需要关注，全球经济衰退环境中，经贸冲突和地缘不稳定的概率上升，尤其今年 11 月美国即将举行总统换届选举，届时中美关系大概率将再度成为焦点。

从美国大选候选人支持率看，特朗普获胜率虽在疫情初期有所下滑，但整体保持平稳，直至 6 月美国种族事件爆发，民主党候选人拜登获胜率快速上行超过特朗普。回顾特朗普在之前竞选时提出的目标——减税、贸易、移民，虽然历经坎坷，但从结果来看，完成度相当高。如果年底特朗普连任，则中美经贸第一阶段协议有望落实。

不同于特朗普商人背景，拜登政治经验丰富，如果拜登获胜成为新一届总统，美国对华态度明面上或许会变得相对温和，但两国对抗已无法避免，经验丰富的

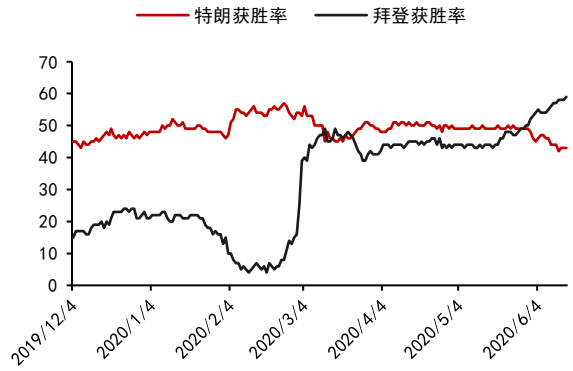
政客不易对待，且特朗普时期的政策或再度推翻。8 月前后，伴随美国大选进入全国拉票环节，中美关系不确定性将再次上升。

图14：美国消费者信心 5 月企稳　　单位：%



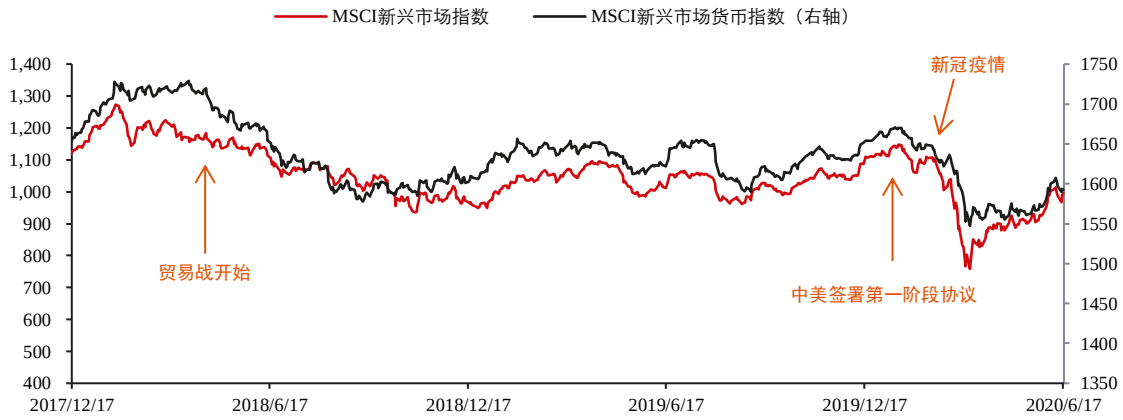
资料来源：Wind 中信期货研究部

图15：特朗普与拜登大选获胜率在 6 月反转　　单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图16：三季度中美关系对市场的风险上升



资料来源：Wind 中信期货研究部

三、资产配置展望

3.1 大类资产的相对价值

我们从五个不同维度比较了大类资产的相对价值，**总体上，下半年大类资产相对价值为：权益>黄金>商品>债券。**

图17：大类资产相对价值的比较分析

维度	依据	结论
资金	外资增配中国资产	股债不相上下，配置取决于风险偏好
估值	股债比价看权益相对债券的优势在减弱，利率在接近3%时国债已具备配置价值。不过从经济修复预期看，我们认为权益在价值方面的优势大于债券。	权益的优势在减弱，但总体上权益>债券
经济基本面	预计全球经济今年萎缩，明年复苏。企业盈利环比改善支撑权益；下半年全球经济企稳带动商品需求有限反弹；利率仍有向下修复可能，不过往下的空间不大，大体上将进入回升轨道。	权益>商品>债券
避险	下半年不确定性风险上升，包括海外疫情反复，美国大选乱局，还有当前美股在流动性支撑上的高波动等等。	黄金>债券>权益
供需	权益市场供给在加速，例如创业板注册制和中概股回归；需求方面增量资金储备充足。债券和商品的相对优势存在阶段性变化，三季度7月底之前债券面临发债高峰，四季度商品投产压力上升。	三季度权益>商品>债券，四季度权益>债券>商品

资料来源：Wind 中信期货研究部

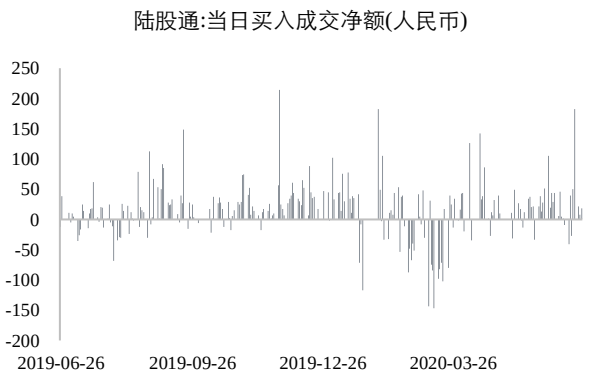
（1） **资金角度：**中外高利差和金融开放将吸引外资增配中国资产，这个角度权益与债券不相上下，取决于风险偏好。

图18：中美利差维持高位，有利吸引外资 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图19：二季度外资持续流入 单位：亿元



资料来源：Wind 中信期货研究部

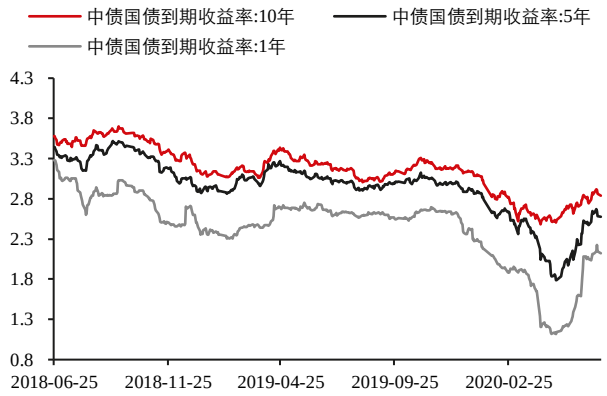
（2） **估值角度：权益>债券。**以沪深300股息率/10年期国债收益看股债性价比，权益相对债券的优势从高位减弱，今年上半年权益性价比在3、4月达到顶点，随后回落至近5年中位数下方。当前10年期国债收益率为2.9%，下半年利率料将在2.6%-3%区间波动，因此利率在接近3%时国债已具备配置价值。不过从经济修复的预期看，我们认为权益在价值方面的优势大于债券。

图20：股债比价回归中性 单位：%



资料来源：Wind 中信期货研究部

图21：国债收益率低位反弹 单位：%

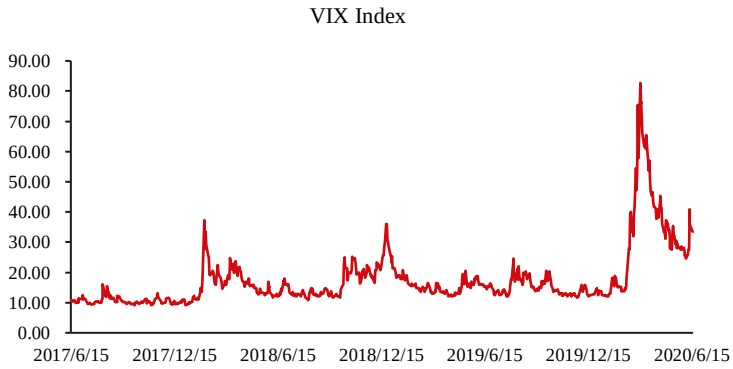


资料来源：Wind 中信期货研究部

（3） **经济基本面角度：权益>商品>债券**。IMF 预计 2020 年全球经济萎缩-4.9%，2021 年增长 5.4%。今年下半年中国经济维持修复，企业盈利将出现环比改善。基建逆周期功能带动国内商品需求，且下半年全球经济企稳，预计美国经济三季度复苏，也将带动原油等大宗商品需求。疫情干扰下，下半年大宗商品需求的反弹空间可能有限。债券市场则进入震荡格局，实体经济仍需宽松货币政策支持，利率仍有向下修复可能，不过利率继续往下的空间不大，大体上将进入回升轨道。从基本面角度，当前权益>商品>债券。

（4） **避险角度：黄金>债券>权益**。下半年不确定性风险上升，海外疫情反复，美国大选乱局，还有当前美股在流动性支撑上的高波动，避险仍然是下半年需要考虑的因素。美联储点阵图显示低利率环境至少延续至 2022 年，美元在美国经济疲弱背景下震荡向下，均提升了黄金的长期配置价值。避险角度，黄金>债券>权益。

图22：美股仍处于高波动状态



资料来源：Wind 中信期货研究部

（5） **供需角度：三季度权益>商品>债券，四季度权益>债券>商品**。权益市场供给在加速，创业板注册制落地将加速创业板的两极分化，利好龙头，中概股回归也将带动新股情绪。需求方面，从融资杠杆和基金发行火爆情况看，增量资金储备仍然充足。供需角度，债券和商品的相对优势存在阶段性变化，三季度

商品>债券，四季度债券>商品。区别在于债券三季度面临发债高峰期，包括专项债剩余约 1.6 万亿，以及 1 万亿元特别国债于 6 月中旬开始发行，计划 7 月底之前发行完毕。如果央行流动性投放未能匹配，则债市 7 月底之前供应压力较大。商品方面，下半年需求逐渐恢复，但期望不可过高，商品库存整体处于去库过程。部分商品，如铁矿石，由于疫情导致供应偏紧，不过下半年大概率将得到缓解。四季度化工和有色供应偏松，而需求持续性有待观察。年底若经济增速不及预期，同时避险需求再起，则债市表现或相对优于商品。

3.2 配置建议

总而言之，**我们偏向认为下半年经济维持修复，增速不可期望过高，资产配置属于修复逻辑下的结构性机会，三季度相对积极，四季度略偏防守。**

权益方面，内需修复仍是主要方向，消费回暖吸引资金持续流入，但消费板块估值明显偏高，需在板块内进行甄选，选择有盈利预期业绩支撑的企业。**疫情下医药行业仍存投资价值，不过如果年内疫苗落地，则医药行业进入后半场。周期板块相对“便宜”，“安全垫”较厚**，可选择盈利空间大的做长期价值投资。科技行业是中长期最具增长潜力的板块，但短期或受到中美关系扰动。**如果风险偏好较低，可适当降低科技行业权重，规避下半年海外风险；如果长期投资，则可在下半年逢低买入，寻求长期受益。**

债券方面，经济维持修复，货币政策边际收敛，从宽货币转向宽信用。**债券市场进入震荡格局**，实体经济仍需宽松货币政策支持，**利率仍有向下修复可能，不过利率继续往下的空间不大，大体上将进入回升轨道。三季度债券面临供应高峰，预计 7 月底前仍有降准机会。下半年十年期国债收益率波动区间为 2.6%-3%，短期收益率靠向 3%之后有配置机会，大节奏上将呈现前高后低特征。**

商品方面，下半年整体是宽幅震荡格局，多为阶段性和结构性机会。需求方面，国内基建发力，地产竣工端维持高景气度，海外经济修复，下半年需求将环比改善，但今年全球经济预计萎缩，需求反弹的空间相对有限。供应方面，原油供应减产继续维持，但减产幅度收窄；化工品四季度或出现新增产能供应压力；黑色 7、8 月份淡季供应或跟随需求走弱；有色原料供应偏紧的情况在下半年将边际缓解，四季度供应压力将上升。农产品受制于中美关系，整体不确定性较高。但养殖饲料端受益需求支撑和原料天气炒作依然存在多头机会。库存方面，疫情带来的库存高位情况逐渐缓解，下半年商品大体将延续去库。总言之，**有色可维持铜配置，黑色螺纹在 8、9 月份或有做多机会，同时豆粕多头机会关注天气的配合。全球低利率环境延续，美元在美国经济疲弱背景下震荡向下，黄金仍具备长期配置价值。**

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2020 版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755)83241191

网址：http://www.citicsf.com