

# 中期策略会

## 金秋烂漫，全球反攻

策略分析师 万科麟

S1120520050002 电话：15201149664

2020年6月2日

## 核心观点

- 人民币资产作为全球新核心资产的地位更加不可动摇。疫情加速了全球负利率，负利率下全球经济存量格局将更为显著。而各国的财政刺激政策带来了更强的通胀预期，作为全球仅有能维持正增长的主要经济体，人民币资产将显著具有超额收益。
- 流动性+基本面改善下，金秋或上演全球反攻最高潮。主要经济体中，发达经济体（除美国）均展现了较好的疫情防控能力，经济正在迅速修复；中国作为最快控制住疫情的经济体，出口修复有望快于其他国家，美元指数的阶段性走弱（全球流动性风险解除后风险偏好上升）有利于风险资产重估；同时，美国由于内部问题（种族矛盾、疫情下失业恢复放缓）尖锐，中国的外部环境将迎来较暧昧阶段，大选前中美关系仍维持“一阶导向下，二阶导平稳”状态，利好全球市场。
- 新时代的利润分配转移以及流动性-景气匹配决定了两极分化仍将持续。复盘2012年（经济增速正式下台阶）至今的经验不难得出，流动性节奏决定了最为景气行业的估值趋势。我们认为，短期看，政策利率及市场利率（流动性的同步指标）存在上行风险，阶段性不利于最为景气的成长行业；中期看，中美关系的不确定性及其全球复苏的高度有限决定了流动性易松难紧。行业中，最为看好受益竣工周期回升的地产后周期；重回蓝海+周期反转的新能源车产业链；受益猪肉价格进入下行周期的养殖后周期（饲料、种子、生物保护等）；受益中美关系不确定性国产替代更为紧迫，叠加受益资本支出提升、进入创新周期的半导体设计行业。

# 目录

contents

- 01 全球负利率的新常态
- 02 中美关系的一二阶转换
- 03 宏观环境的温和复苏
- 04 新时代的利润再分配
- 05 驱动与信号：全球反攻
- 06 上升结构：流动性+景气

风险提示：美股波动超预期，全球经济下行超预期，疫情第二次爆发超预期



## 01 全球负利率的新常态

全球经济：存量格局更难改变，U型或L型

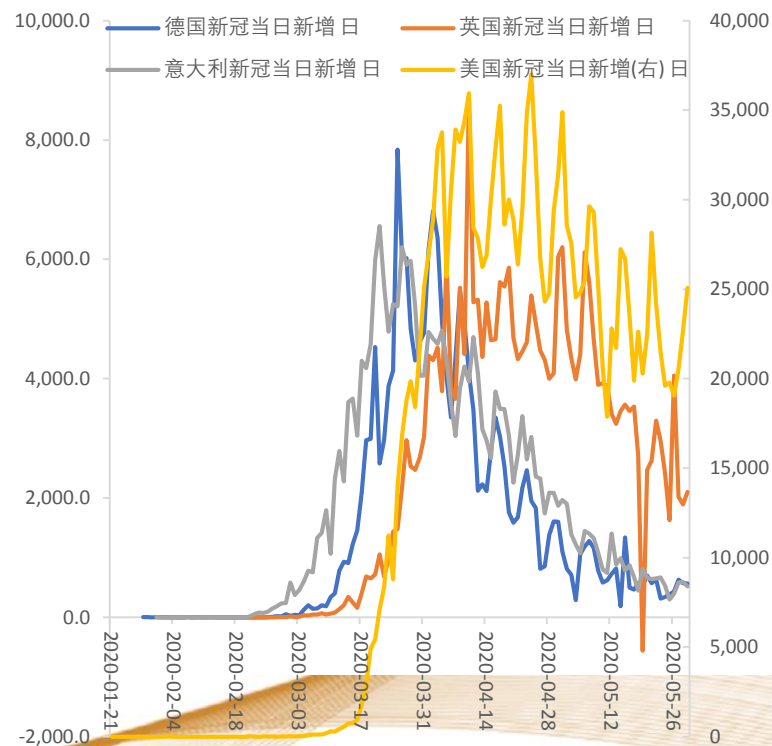
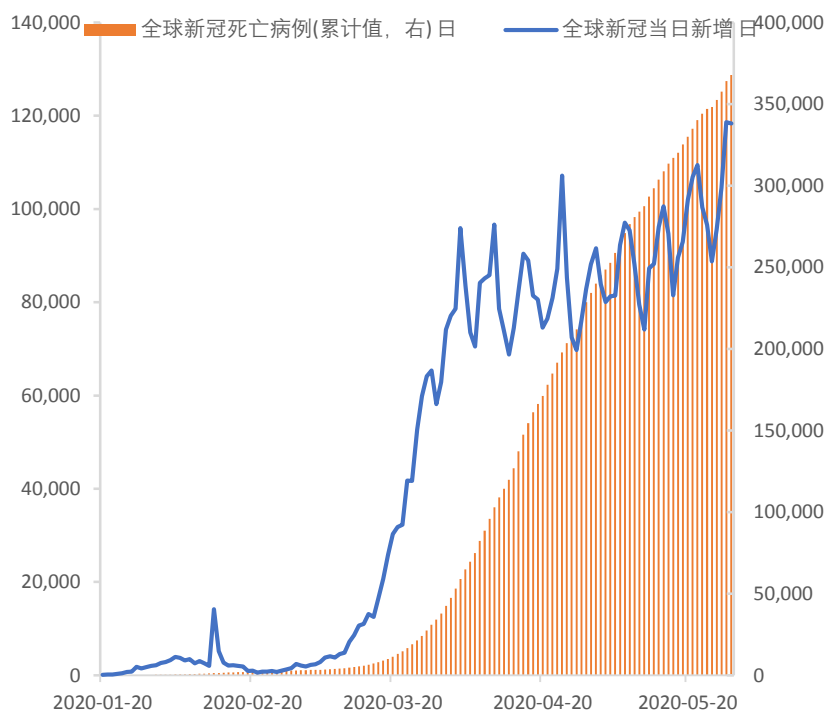
发达经济体：疫情加速负利率

美国：逐步滑入负利率

负利率下的资产：资产荒下抗通胀资产更优

## 全球疫情：此起彼伏，长期共存

截至5月30日，全球累计确诊新冠肺炎病例突破600万，累计死亡人数超30万人。从新增病例上看，发达经济体除美国外均确认峰值及拐点，逐步下行。



数据来源: wind, 华西证券

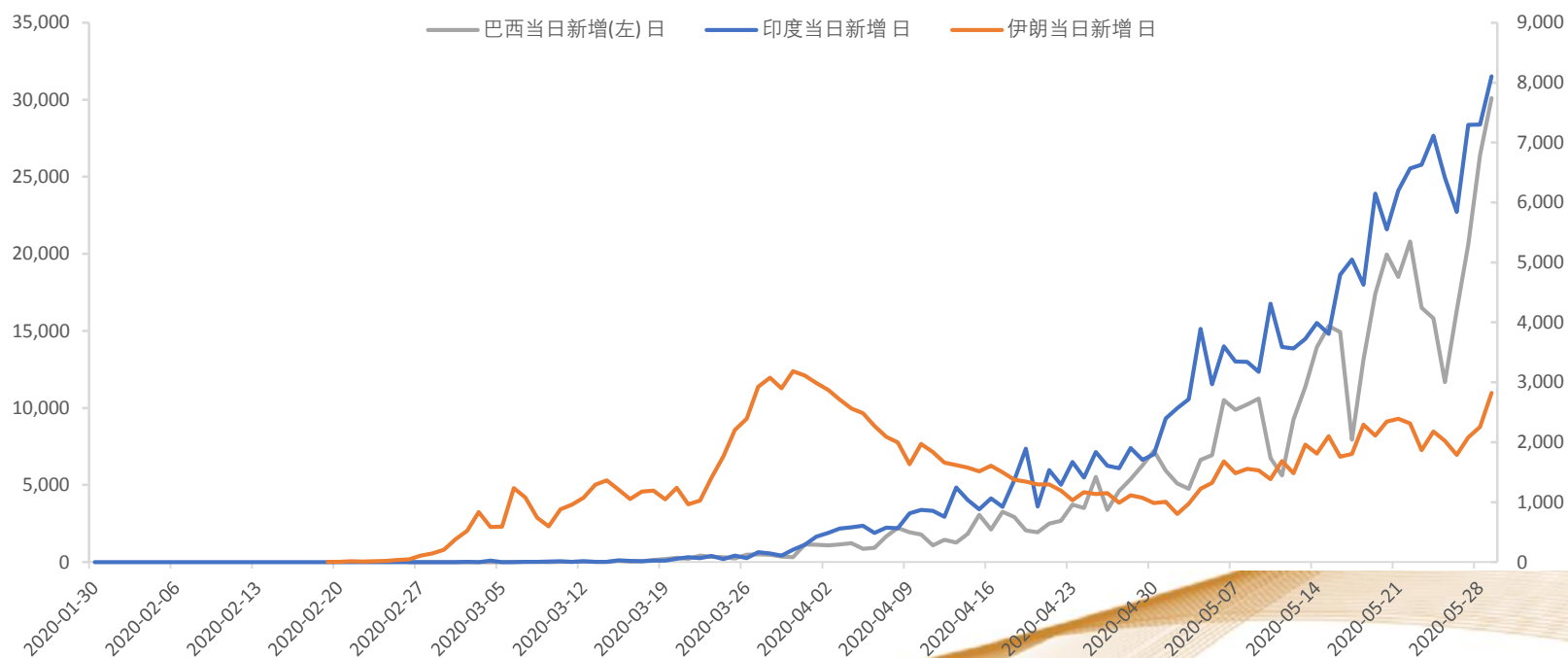
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>



## 全球疫情：此起彼伏，长期共存 (2)

发展中国家，尤其是印度、巴西等，由于国家力量（组织、物资调度、动员能力）、社会文化因素（卫生习惯、社交距离暂难出现长期改变）以及生产能力（尤其是抗疫物资如口罩、呼吸机、手套等）的限制，与病毒长期存在近乎难以避免。

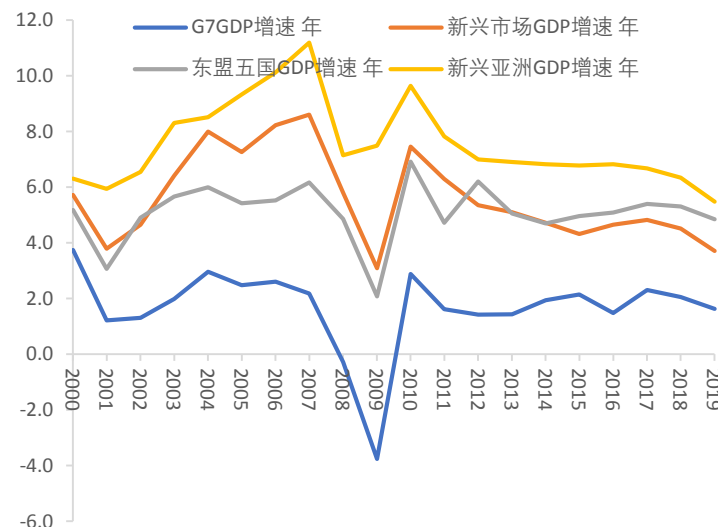
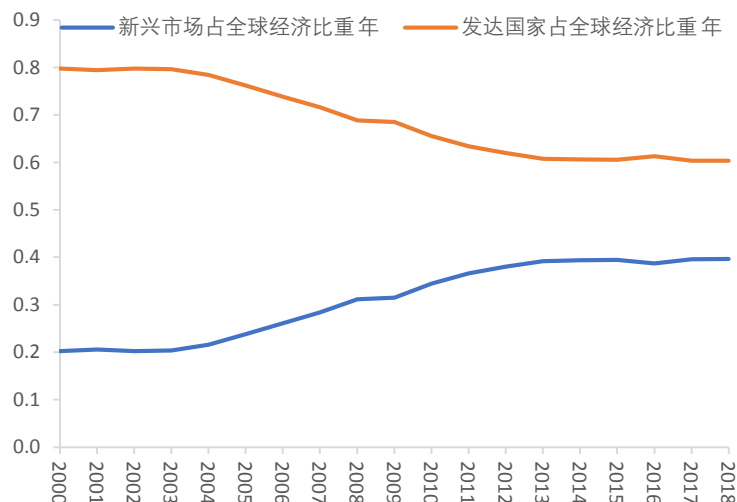


## 新冠疫情在未来可能还会不时爆发

- 现在越来越多的组织和机构认为，新冠肺炎被各种公共卫生措施根除的情况基本不会发生，新冠病毒的传播套路更像个季节性爆发的大流感。
- 在没有特效药和疫苗的情况下，干预措施主要集中在接触者追踪、隔离和社交隔离方面。非药物干预仍然是遏制新冠病毒传播的唯一有效手段。
- Grad & Lipsith (2020) 构建了一个名为SEIRS的模型，来描述新冠病毒的动态传播动力学。他们认为：
  1. 新冠病毒可以在一年中的任何时间繁殖；
  2. 如果感染新冠病毒之后获得的免疫力不是持久性的，新冠肺炎会循环爆发，爆发周期与免疫力的持续时间相关；
  3. 传播的季节性变化，会导致流行早期峰值低，但是冬季会大爆发；
  4. 如果人类对新冠病毒的免疫力是持久性的话，一场大流行的5年或者更长时间之后，新冠病毒可能会消失；
  5. 新冠病毒与其他冠状病毒的轻度交叉免疫可能让新冠病毒短暂消失数年，然后卷土重来。

## 全球经济：U型甚至L型复苏

贡献全球经济主要增量的国家主要为新兴市场，新兴市场的两种疫情发展态势（以中国为例，常态化防控；以巴西、印度为例，与病毒长期共存实现事实上的“群体免疫”）决定了年内经济难以出现V型反转，全年大概率只能呈现U型复苏甚至L型复苏，即全球经济年内大概率再下一台阶



数据来源：wind，华西证券

	实际 GDP 增速 (%)			较 2020 年 1 月预测变化	
	2019	2020E	2021E	2020E	2021E
世界	2.9	-3.0	5.8	-6.3	2.4
美国	2.3	-5.9	4.7	-7.9	3.0
欧元区	1.2	-7.5	4.7	-8.8	3.3
德国	0.6	-7.0	5.2	-8.1	3.8
法国	1.3	-7.2	4.5	-8.5	3.2
意大利	0.3	-9.1	4.8	-9.6	4.1
西班牙	2.0	-8.0	4.3	-9.6	2.7
日本	0.7	-5.2	3.0	-5.2	2.5
英国	1.4	-6.5	4.0	-6.5	2.5
中国	6.1	1.2	9.2	-4.8	3.4
印度	4.2	1.9	7.4	-3.9	0.9
东盟五国	4.8	-0.6	7.8	-5.4	2.7
巴西	1.1	-5.3	2.9	-5.3	0.6
俄罗斯	1.3	-5.5	3.5	-7.4	1.5
南非	0.2	-5.8	4.0	-6.6	3.0

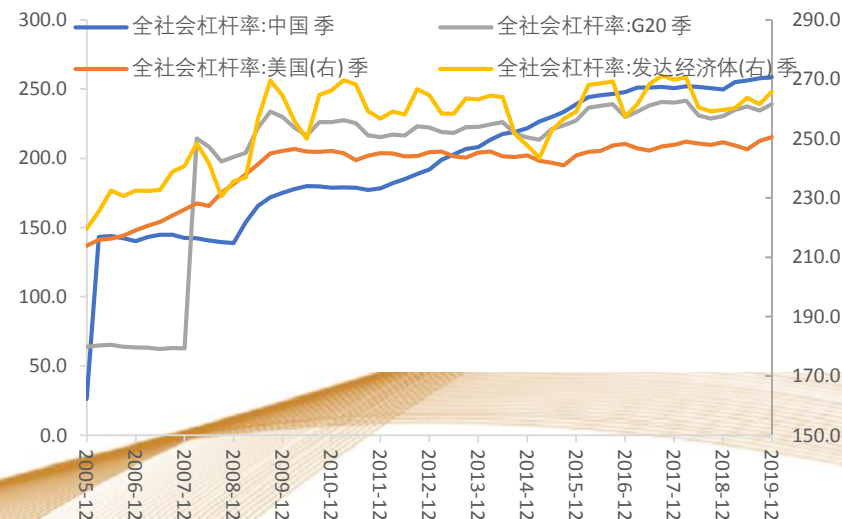
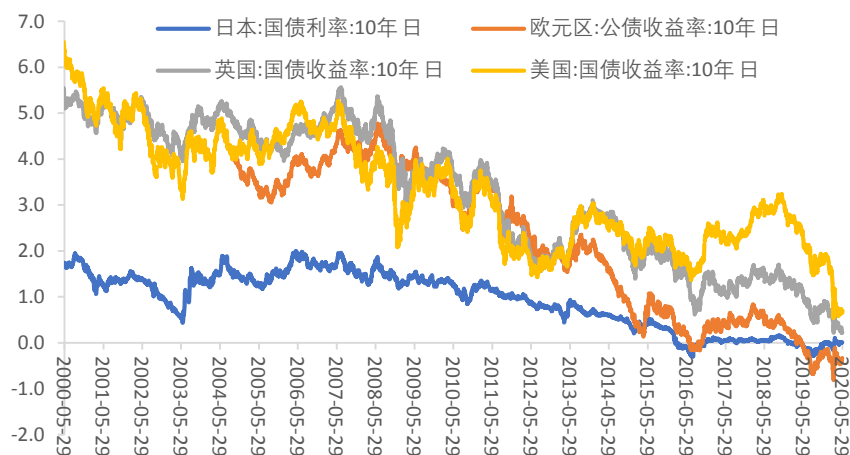


## 全球央行的负利率：必然之选

全球央行已于2019年正式转向（以美国为锚），但疫情冻结了经济以后，加速了利率向负值滑落（欧元区10年期国债利率2019年5月后正式滑入负值，日本长期位于0值），其驱动如下：

1、政府维持经济运转的动力使得政策利率下调。经济因疫情冻结后，债务驱动型的全球经济依赖降低利率（政策利率）维持现金偿付（持续以债养债），使之不至于出现债务——通缩螺旋（债务清偿——廉价出售——币值上升——预期悲观——通货紧缩），各国政府有动力以低利率维持经济运转

2、存量经济下产出缺口收窄（甚至转负），决定了市场利率下行。由于全球经济的结构性问题（贫富分化与中等收入陷阱，新兴市场无法替代中国在全球生产链的作用，无法实现原始积累），需求增速缓慢，结构性产能过剩持续存在，全球长期处于低通胀、低增长水平，决定了市场利率难以上行。



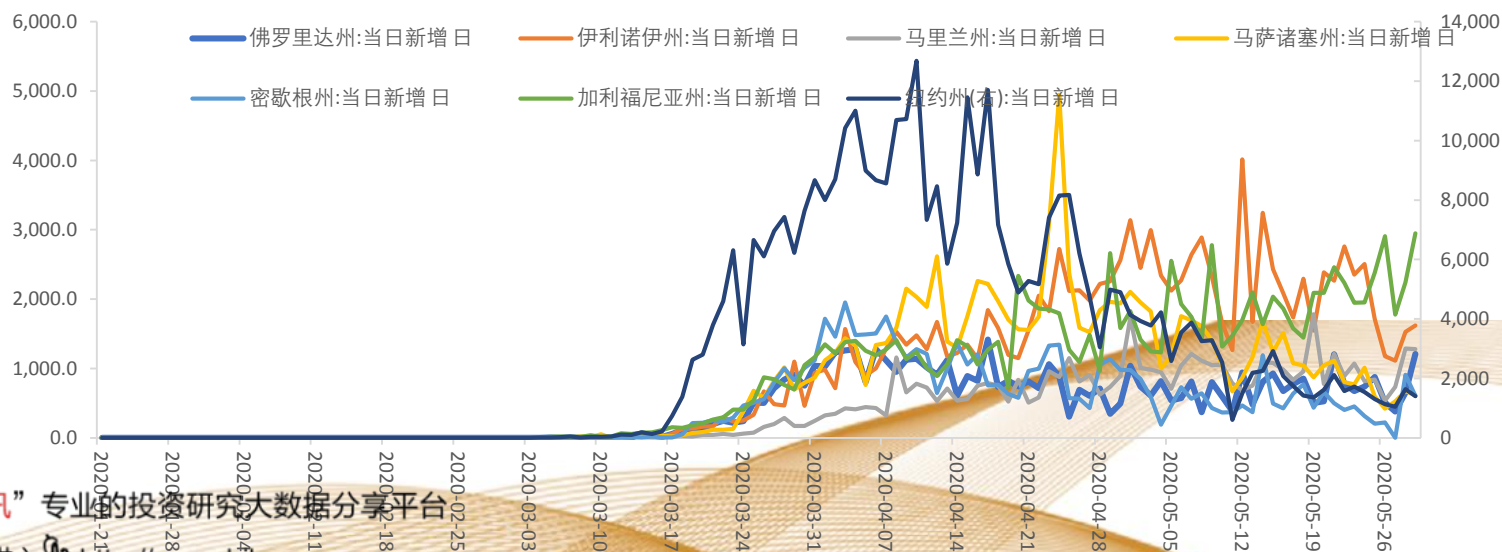
## 美国向负利率滑落

美联储对负利率态度：从坚定拒绝到摇摆不定。鲍威尔对负利率的态度从“不考虑”到“不清楚”（并强调“不考虑通胀风险”）

美国经济：短期受影响程度最低，但后患最大。由于美国（联邦体制决定）没有采取全面隔离措施，美国各州疫情呈现此起彼伏的“长尾”状态，解除封锁后部分人流密集的州郡大概率二次爆发（伊朗模式）

时间	鲍威尔表态
2019/9/19	即使利率回到零区间，也不会考虑使用负利率
2019/11/14	在当前环境下，负利率肯定是不合适的
2020/2/14	当前货币政策适宜，不会采用负利率作为货币政策工具
2020/3/15	美国第二季度经济增长可能疲软，但美联储不会使用负利率来抗击新冠
2020/5/12	目前这（负利率）不是我们正在考虑的东西
2020/5/18	我和FOMC的成员仍认为，负利率对美国来说可能不是一个合适或有用的政策
2020/5/29	不清楚负利率是否适合美国，货币市场基金和负利率不相容，负利率损害银行的利润，会令银行减少放贷

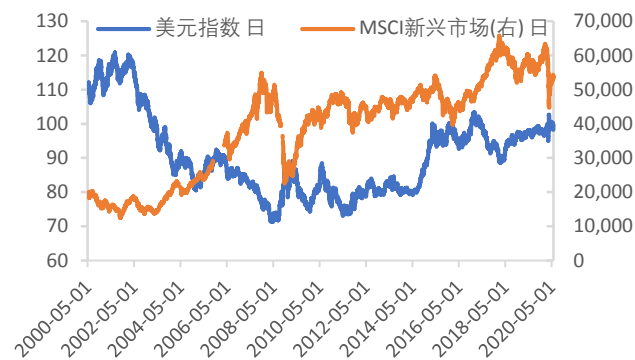
数据来源：FOMC，wind，华西证券



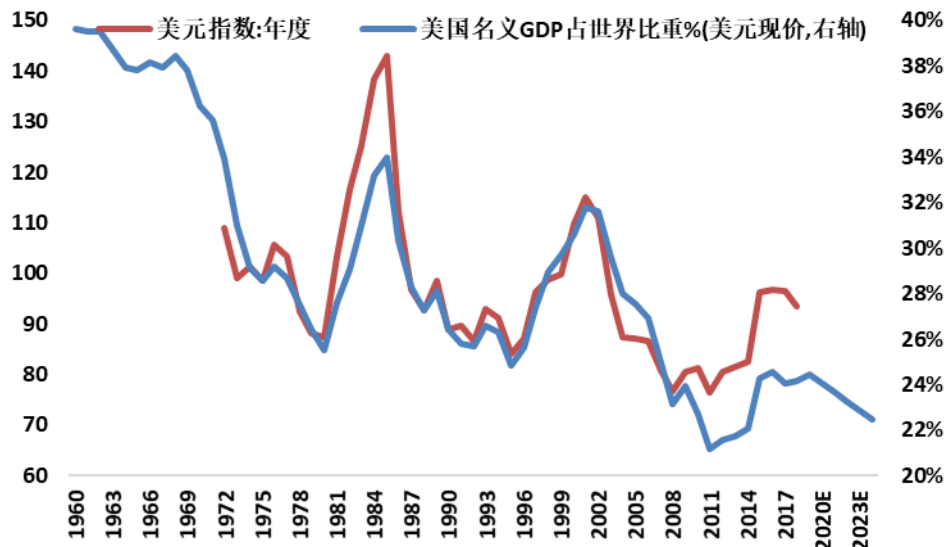
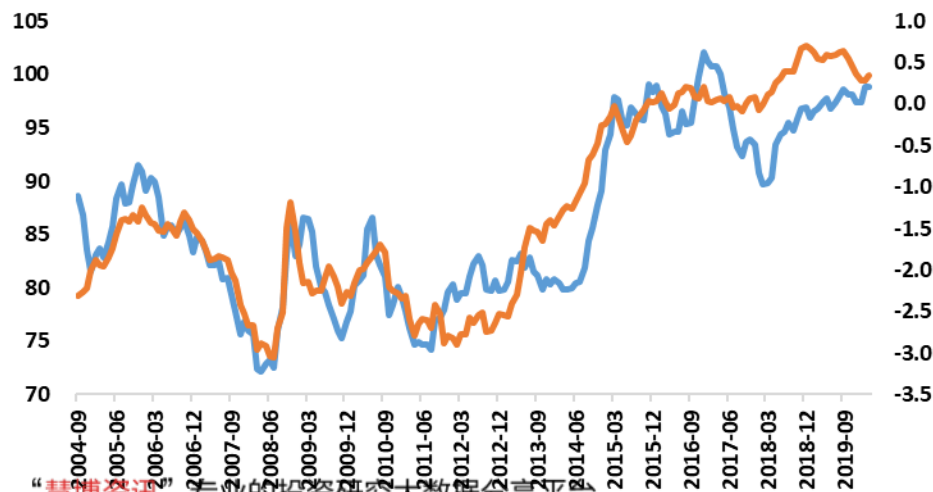
## 美元指数的走弱带来风险资产的再重估

- 1) 中长期看，美国占全球经济比重在不断下滑，美元指数或正处于一个大的下行周期的初始阶段。
- 2) 短期来看，随着欧美利差的不断缩窄，美元指数走弱概率较高（利率平价）。但美元指数明显走弱，还需要看到欧元区经济的稳健复苏。
- 3) 美元指数的走弱有望使风险资产（新兴市场）迎来阶段性重估

数据来源：wind，华西证券



美元指数:月 美国:国债实际收益率:10年期:欧元区:公债收益率:10年:月



## 美元指数走弱+负利率预期：抗通胀为王

1) 美元指数的走弱叠加负利率预期在资产负债表没有塌陷前有利于风险资产。在通往负利率的过程中，低利率催生了信用创造需求，如果资产负债表没有受到损害，疫情带来的损失可以视作一次性计提；而另一方面，负利率尤其不利于资产负债表受到损害的重资产公司（如银行/保险），资产负债表受到损害后利润损失持续性将更强。这也加速了美国股市内部的结构分配：轻资产的纳斯达克3.23日以来上涨43%，而重资产的道琼斯指数仅涨38%。

2) “抗通胀”成为市场共识。以美元计价的黄金既与美元指数挂钩（负相关），又与名义利率（持有现金的成本）负相关。而实际上，黄金仅与通胀相关，当前的黄金定价中，除了避险需求外还叠加了极高的通胀预期（高杠杆企业的出清带来的供给型通胀+财政刺激带来的需求型通胀叠加）

数据来源：wind，华西证券







## 02 中美关系的一二阶转换

中国与美国由共存转为竞争是长期趋势

中美关系或有一二阶转换

风险偏好持续受阻，更有利于慢牛



## 中美对抗：全方位且持久

自美国开启301调查并发动对中国贸易战以来，中国与美国之间的“新冷战”已经事实上开启，美国的由头从起初的平衡贸易赤字、应对技术转移、防止产品倾销逐渐图穷匕见为打击“中国制造2025”，并掀起科技、金融等全方位摩擦，全方位遏制中国以维护自身霸主地位是显见的事实。

发生时间	中美直接摩擦/博弈大事件	发生时间	中美直接摩擦/博弈大事件
2017年8月	19日 美国总统特朗普签署备忘录指示美国贸易代表办公室（USTR）对中国开展301调查	2018年6月	18日 特朗普宣称将对2000亿美元中国商品加征10%关税；并威胁如果中国反击，美国将对另外2000亿美元的中国商品追加额外关税。
2018年2月	16日 美商务部披露232调查结果，认为钢铝进口现在可能威胁美国国家安全		16日 中国宣布对500亿美元商品加征25%的进口关税，其中对美农产品、汽车、水产品等545项商品约340亿美元商品加征关税措施将于7月6日实施。
2018年3月	23日 中国商务部关于就美国进口钢铁和铝产品232措施及中方应对措施公开征求意见的通知：拟中止对美国实施实质相等的减让和其他义务，即对自美进口部分产品加征关税。。 23日 美国USTR发布《基于1974年贸易法301条款对中国关于技术转移，知识产权和创新的相关法律，政策和实践的调查结果》，宣布拟对中国约30亿美元对美出口商品加征25%关税，贸易战开始。 8日 美国总统特朗普签署公告，认定进口钢铁和铝产品威胁美国国家安全，决定于3月23日起对进口钢铁和铝产品全面征税（即232措施），税率分别为25%和10%。		16日 美国宣布对500亿美元商品加征25%的进口关税，其中第一部分约340亿美元中国商品主要集中在航空航天、信息技术、汽车零件等高科技领域，将于7月6日起实施。 2-3日 美国商务部长罗斯来华与刘鹤就两国的贸易问题完成新一轮谈判。双方没有发表联合声明。
2018年4月	27日 美国贸易代表办公室（USTR）公布了知识产权《特别301报告》，连续14年将中国列入“优先观察名单”。	2018年7月	10日 美国宣布拟将对2000亿美元中国产品加征约10%关税。
	6日 中国对美国340亿美元商品开始加征25%关税。		
	6日 美国贸易代表办公室（USTR）公布“301条款中国关税豁免程序”，涉及7月6日开始生效的818项约340亿美元的中国产品有机会获得301特别关税豁免。		
2018年5月	16日 美国商务部工业安全局（BIS）宣布对中兴实施制裁：未来7年禁止美国公司向中兴通讯销售零部件、商品、软件和技术。	2018年8月	6日 美国对中国340亿美元商品开始加征25%关税。
	11日 特朗普推文表示感谢习主席，希望取得进展。		6日 中国在世贸组织起诉美国301调查下对我2000亿美元产品征税建议措施。
	5日 中国就美国进口钢铁和铝产品232措施，在世贸组织争端解决机制项下向美方提出磋商请求，正式启动争端解决程序。		3日 中国法院采取“诉中禁令”方式，裁定美国美光在华禁售芯片。
2018年6月	5日 特朗普发表声明称，他已指示美国贸易代表考虑在“301条款”下对1000亿美元的中国商品加征关税是否合适以针对中国的关税反制措施。	2018年9月	2日 美国国家电信和信息管理局阻止中国移动向美国电信市场提供服务。
	4日 中国就美国对华301调查项下征税建议在世贸组织争端解决机制下提起磋商请求，正式启动世贸组织争端解决程序。		23日 中国在世贸组织起诉美国301调查项下对华160亿美元输美产品实施的征税措施。
	4日 中国宣布对美500亿美元进口反制清单，将对原产于美国的大豆等农产品、汽车、化工品、飞机等进口商品对等采取加征关税措施，税率为25%。		22-23日 应美方邀请，中国商务部副部长兼国际贸易谈判副代表王受文率中方代表团在华盛顿与美国财政部副部长马尔帕斯率领的美方代表团进行了交流。
2018年7月	4日 美国USTR发布涉及500亿美元，1300个单独关税项目的进口产品惩罚关税（25%）清单。针对中国的“中国制造2025”产业政策。	2018年10月	13日 美国总统特朗普签署了国会参议院和众议院通过的2019财年国防授权法案，军费总额达7163亿美元，将华为，中兴排除在美国政府采购市场之外。
	1日 中国国务院关税税则委员会宣布对原产于美国的约30亿美元进口商品中止关税减让义务清单，4月2日起实施		8日 中国宣布对160亿美元美国商品加征25%关税，8月23日生效。
	29日 美国白宫发表声明称将对从中国进口的价值500亿美元的商品征收25%的关税，并将加强对获取美国工业重大技术的相关中国和实体采取出口管制，并采取具体投资限制。		8日 美国宣布对第一轮500亿美元中国商品剩余部分（160亿美元）加征25%关税，8月23日生效。
2018年8月	25日 美国总统特朗普称，他将让中兴在实现“高水平的安全保障，改组管理层和董事会，购买美国零部件以及缴纳13亿美元罚款”之后恢复业务。	2018年11月	3日 中国国务院关税税则委员会宣布拟将对原产于美国的约600亿美元商品，按照四档不同税率加征25%-5%不等的关税。
	16-19日 中国国务院副总理刘鹤应邀赴美，同美国财政部长姆努钦率领的美方经济团队继续就两国经贸问题进行磋商。		1日 美国宣布拟将对2000亿美元中国产品的征税税率由10%提高至25%。
	14日 中国商务部重启对高通收购恩智浦半导体的审核，恢复此前因中美贸易纠纷而实际陷入停滞状态的审核工作。		1日 美国商务部宣布以国家安全和外交利益为由，将44家中国企业（所涉单位多为我国军工科研单位）列入出口管制清单，实施技术封锁。
2018年9月	13日 特朗普发布推特称：我们正在为中兴通讯提供一种快速恢复业务的途径，（因中兴业务无法正常开展使得）中国有太多的工作岗位流失，我已告知商务部要尽快完成这项工作。	2018年12月	18日 中国在世贸组织追加起诉美国301调查项下对华2000亿美元输美产品实施的征税措施。
	3-4日 美国财长姆努钦到访中国，与国务院副总理刘鹤就经贸问题进行磋商。		18日 中国国务院关税税则委员会宣布对8月3日发布的清单中涉及600亿美元进口商品自2018年9月24日加征10%和5%的关税。
			18日 美国政府宣布将于9月24日起，对原产于中国的2000亿美元商品加征10%的进口关税，并将于2019年1月1日将加征关税税率上调至25%。
2018年10月		2019年1月	12日 美国财政部长姆努钦向中方团队发出邀请，希望中方派出部级代表团在特朗普对华加征新一轮关税前与美方进行贸易谈判，地点将在北京或者华盛顿。

## 中美对抗：全方位且持久

2018年5月美国制裁中兴开始，美国对中国的科技打击进而实现贸易讹诈跃上桌面，以断供华为及非法拘捕华为创始人长女作为第一阶段高潮

发生时间	中美直接摩擦/博弈大事件	发生时间	中美直接摩擦/博弈大事件
2018年10月	29日 美国商务部宣布将福建省晋华集成电路有限公司列入美出口管制“实体清单”。	2019年3月	31日 中国国务院关税则委员会宣布延长对原产于美国的汽车及零部件暂停加征关税措施，截止日期另行通知。
2018年11月	30日 美墨加领导人签署了新贸易协定《美国-墨西哥-加拿大协定》(USMCA)，取代北美自由贸易协定(NAFTA)。 20日 美国贸易代表办公室 ( USTR ) 更新了301调查报告，指责中国政府支持的知识产权和技术偷窃活动还在继续。 2日 美国财长姆努钦宣布，将于美东时间11月4日23点59分开始，全面恢复对伊朗的制裁，中国大陆获得购买36万桶/日伊朗原油、持续180天的临时豁免。 1日 中国国家主席习近平应约同美国总统特朗普通电话。两位领导人约定了将在阿根廷二十国集团领导人峰会期间再次会晤。 1日 中国国务院总理李克强会见美国参、众两院访华代表团，双方就中美经贸问题交换了意见。美议员表示愿为促进中美关系、增进两国了解与合作发挥建设性作用。		28日-29日 国务院副总理刘鹤与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦在北京共同主持第八轮中美经贸高级别磋商，双方讨论了协议有关文本，并取得新的进展。 7日 华为宣布针对美国《2019财年国防授权法》第889条的合宪性向美国联邦法院提起诉讼，请求法院判定这一针对华为的销售限制条款违宪，并判令永久禁止该限制条款的实施。 5日 美国贸易代表办公室宣布正式再次推迟对中国2000亿美元产品加征关税从10%提高至25%的期限，具体期限另行通知。
2018年12月	21日 中美双方进行副部长级通话，再次就彼此共同关心的贸易平衡、加强知识产权保护等问题深入交换意见，取得新的进展。双方还讨论了下次通话和互访的有关安排。 14日 美国贸易代表办公室宣布正式将针对中国2000亿美元产品加征关税从10%提高至25%的时间由2019年1月1日改为2019年3月2日。 12日 华为CFO孟晚舟被加拿大法庭准许保释。 11日 国务院副总理刘鹤应约与美国财政部长姆努钦、贸易代表莱特希泽通电话。双方就落实两国元首会晤共识、推进下一步经贸磋商工作的时间表和路线图交换了意见。 5日 加拿大以应美方要求为由，将在加拿大温哥华转机的中国公民，华为公司副董事长，首席财务官孟晚舟拘押，美国指控她违反了制裁伊朗法案。 2日 美国白宫发表声明称，特朗普和习近平进行了“非常成功的会晤”，特朗普同意2019年1月1日将商品关税维持在10%。中国和美国同意进行90天的谈判，磋商技术转让、知识产权等“结构性”议题。		30日-5月1日 国务院副总理刘鹤与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦在北京举行第十轮中美经贸高级别磋商。 25日 美国贸易代表办公室发布2019特别301报告及恶名市场名单，就全球贸易和知识产权发展情况进行总结和回顾。中国连续第15年被保留在“优先观察国”名单中。 3日-5日 国务院副总理刘鹤与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦在华盛顿共同主持第九轮中美经贸高级别磋商。双方讨论了技术转让、知识产权保护、非关税措施、服务业、农业、贸易平衡、实施机制等协议文本，取得新的进展。
	2019年1月	30日-31日 中国国务院副总理刘鹤带领中方团队与美国贸易代表莱特希泽带领的美方团队在华盛顿举行经贸磋商。 29日 美国正式向加拿大提出引渡孟晚舟的请求。 7日 中美双方在北京举行经贸问题副部长级磋商。美方代表团包括美国农业部、商务部、能源部和财政部的副部长，以及这些部门和白宫的高级官员。	31日 美国贸易代表办公室宣布把原定于6月1日开始对中国部分商品加征关税由10%提高到25%的时间推迟至6月15日执行。 31日 中国商务部新闻发言人高峰称，针对近期一些外国实体出于非商业目的，对中国企业采取封锁、断供和其他歧视性措施的行为，中国将建立不可靠实体清单制度。 20日 谷歌Alphabet宣布，为遵守美国政府的命令，暂停与华为为公司部分商业往来。 20日 美国商务部给华为颁发了一张为期90天的临时通用许可证，在许可证下允许华为购买美国特定的产品，以维护现有的网络，并给现有的华为手机提供软件更新。 15日 美国商务部工业和安全局将华为及其附属公司列入实体名单，这意味着华为购买美国的产品将会受到一定程度限制。 13日 国务院关税则委员会公告试行开展对美加征关税商品排除工作，排除清单内的商品不再加征我国为反制美301措施所加征的关税。
	2019年2月	21日-22日 习近平主席特使、中国国务院副总理刘鹤同美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦举行第七轮中美经贸高级别磋商。 14日-15日 中国国务院副总理刘鹤与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦在北京举行第六轮中美经贸高级别磋商。 4日 美国贸易代表办公室发布2018年度《中国履行WTO承诺情况报告》，报告基于美国国内法律，而非世贸组织协定和多边规则对中国在WTO履约情况多有指责。	13日 国务院关税则委员会宣布自2019年6月1日起，对已实施加征关税的600亿美元部分美国商品提高加征关税税率，分别实施25%-10%关税。对之前加征5%关税的税目商品，仍继续加征5%关税。 10日 美国贸易代表莱特希泽宣布特朗普总统指示拟将对从中国进口的剩下3000亿美元商品加征关税。 10日 美国联邦通信委员会 ( FCC ) 一致投票反对中国移动于2011年向美国提供电信服务的申请。 9-10日 国务院副总理刘鹤抵达华盛顿，与美方举行第十一轮中美经贸磋商，并在磋商后接受媒体采访表示中方将理性对待中美经贸摩擦。 9日 美国政府宣布，自2019年5月10日起，对从中国进口的2000亿美元清单商品加征的关税税率由10%提高到25%。 6日 美中经济和安全审查委员会发布了题为《中国企业如何促进从美国转移技术》的报告，指出中国企业使用各种手段从美国获取技术，并在很多情况下获得中国政府的支持。



## 中美对抗：全方位且持久

发生时间	中美直接摩擦/博弈大事件
2019年6月	29日 中国国家主席习近平在大阪G20峰会上同美国总统特朗普会晤。双方同意重启经贸磋商，美方表示不再加征新关税，美企可继续向华为供货。 21日 美国商务部新增五家中国实体进入禁止美国供应商采购部件的实体清单。 18日 中国国家主席习近平应约同美国总统特朗普通电话，双方约定在G20大阪峰会期间会晤，并同意两国经贸团队就如何解决分歧保持沟通。 14日 世贸组织WTO发表声明表示美国已要求暂停处理有关中国知识产权处理方式的争端至12月31日，中国同意美国提出的暂停起诉的请求。 6日 商务部发表《关于美国在中美经贸合作中获益情况的研究报告》，阐明美国从中美经贸合作中获益巨大。 3日 美国贸易代表办公室和美国财政部联合回应中方发布的白皮书，指责中方出尔反尔。 2日 国务院新闻办公室发布《关于中美经贸磋商的中方立场》白皮书，旨在全面介绍中美经贸磋商基本情况，阐明中国对中美经贸磋商的政策立场。
2019年7月	30日-31日：中国国务院副总理刘鹤与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦在上海举行第十二轮中美经贸高级别磋商。 29日 中国国家发改委、商务部公开消息称中美两国元首大阪会晤之后，已有数百万吨美国大豆装船运往中国。7月19日以来，一些中国企业就采购新的大豆、棉花、猪肉、高粱等农产品向美国供货商进行了询价。 26日 美国总统特朗普签署了一份备忘录，要求美国贸易代表迫使WTO重新评估其对某些成员发展中国家地位的认定。 18日 国务院副总理刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话，就落实两国元首大阪会晤共识及下一步磋商交换意见。商务部部长钟山等参加通话。 12日 中国外交部发言人耿爽表示，中方将对参与日前美国宣布的对台湾约22.2亿美元售台武器的美国企业实施制裁。 9日 美国贸易代表办公室（USTR）宣布，根据关税排除程序对于对之前加征25%关税的110种中国商品取消关税。 9日 中国国务院副总理刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话，就落实两国元首大阪会晤共识交换意见。商务部部长钟山参加通话。
2019年8月	30日 USTR正式宣布对中国3000亿美元进口商品加征关税税率由10%提升至15%，分两批实施，且就对2500亿美元关税税率从25%提高到30%征求公众意见 24日 美国总统特朗普宣布将之前对2500亿美元中国商品加征关税的税率从25%提高到30%，对另外3000亿美元中国商品加征关税的税率从10%提高至15% 23日 国务院关税税则委员会发布公告决定对原产于美国的5078个税目、约750亿美元进口商品加征10%、5%不等关税，分两批自2019年9月1日12时01分、12月15日12时01分起实施。 23日 国务院关税税则委员会发布公告决定自2019年12月15日12时01分起，对原产于美国的汽车及零部件恢复加征25%、5%的关税。 21日 美国国务院发布年度《军控、防扩散与裁军履约报告》，批评中方违反暂停核试验承诺。 19日 美国商务部工业和安全局新增46家华为子公司进入实体清单，并延长临时通用许可证90天至11月19日。 18日 美国总统特朗普表示他已批准对台出售F-16V战机，现在正等参议院通过。 15日 针对美国贸易代表办公室宣布将对约3000亿美元自华进口商品加征10%关税，国务院关税税则委员会有关负责人表示中方将不得不采取必要的反制措施。 13日 美国商务部工业与安全局将中广核有限公司及其下属3家公司列入出口管制实体名单，将杰瑞股份及杰瑞国际移出实体名单。 13日 中国国务院副总理刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话。中方就美方拟于9月1日对中国输美商品加征关税问题进行了严正交涉。双方约定在未来两周内再次通话。 13日 美国贸易代表办公室宣布将取消部分原定9月1日生效的对中国输美商品加征的关税，并延迟部分电子产品等的加征关税至12月15日生效。 7日 美国国防部、总务管理局和国家航空航天局发布了一项过渡规定以实施2019财年《国防授权法案》中某些通讯和视频监控服务或设备的禁令，包括华为在内在有五家中国企业被列为禁止采购对象。 6日 美财政部宣布将中国列为汇率操纵国，表示将与国际货币基金组织（IMF）合作消除来自中国的不公平竞争。 6日 国务院关税税则委员会对8月3日后新成交的美国农产品采购暂不排除进口加征关税，中国相关企业已暂停采购美国农产品。 2日 商务部新闻发言人表示如果美方对3000亿美元中国输美商品加征10%关税付诸实施，中方将不得不采取必要的反制措施。 1日 美国总统特朗普发表推特称拟将于9月1日起对3000亿美元中国输美商品加征10%关税。
2019年9月	20日 中国代表团取消原定访问蒙大拿州农田访问计划并提前回国 19日 美国农业部长称中国代表团将访问美国农业区 17日 发布3份关税排除清单公告通知，分别涉及美国340亿关税排除、美国160亿关税排除和美国2000亿关税排除 13日 发改委宣布即日起自美采购一定数量大豆、猪肉等农产品，并予以上述商品排除加征关税 12日 特朗普称其比较倾向与中国达成全面性的贸易协议，但也不排除先有个过渡性临时协议的可能 11日 特朗普同意将对价值2500亿美元中国商品加征关税的计划推迟两周实施。 9日 姆努钦表示，中美已就协议的监督执行机制方面达成一个「概念性」共识。 5日 中美高层贸易谈判代表进行通话，并决定于10月初在华盛顿进行面对面谈判。
2019年10月	10月12日，美国总统特朗普当地时间11日下午在白宫与中国副总理刘鹤见面，之后会见记者时宣布，美国和中国达成了实质性的“第一阶段协议”，内容包括中国购买美国农产品、货币、以及解决部分知识产权方面的问题。

## 今年以来美国对中国关系变化(1)

2020/1/1	美要求英方禁止使用华为5G技术	美国方面就英国将在本月决定是否允许华为为英国5G网络提供一些“非核心”零件一事，以各种方式向英国施加压力。
2020/1/2	特斯拉将不再享受美国政府针对电动汽车的税收抵免政策	1月1日起，美国政府将不再对特斯拉的客户实行税收抵免政策。但近日，中国工信部在公布免征车辆购置税的新能源汽车车型目录（第二十九批）中，将特斯拉上海产车型纳入免征车辆购置税的新能源车目录，车辆型号为 Model 3。
2020/1/6	美国发布地理空间图像软件出口管制措施	美国商务部下属工业和安全局发布新的出口管制措施：自1月6日起，美国企业出口某些地理空间图像（GIS）软件时必须得到许可，才能将软件发送到海外（加拿大除外）。据文件要求，应用于智能化传感器、无人机、卫星和其他自动化设备的目标识别软件都在限制范围之内。
2020/1/9	2019年11月美国从中国进口纺织品服装同比环比均降	2019年1-11月，美国共进口纺织1034.63亿美元，同比增长0.83%。其中从中国进口342.70亿美元，同比下降8.57%，从越南进口133.58亿美元，同比增长10.96%，从印度进口74.93亿美元，同比增长5.02%。
2020/1/13	美国财政部取消对中国“汇率操纵国”的认定	美国财政部公布半年度汇率政策报告，取消对中国“汇率操纵国”的认定。
2020/1/13	美国降低对中国工程胎反补贴税率	美国商务部发布公告，根据美国国际贸易法院2019年12月26日作出的判决，其修改了对原产于中国的进口新充气工程机械轮胎反补贴第7次行政复审裁决结果，降低了2014年期间出口美国的部分中国公司生产的新充气工程机械轮胎所需要缴纳的反补贴税金。
2020/1/16	美国将继续允许中国金融服务提供者在美收购不良资产的收购和处置	央行发布关于中美第一阶段经贸协议金融服务章节的情况说明称，美方承诺主要包括：一是美国认识到目前有中信集团、中国再保险集团、中国国际金融股份有限公司等中国机构的申请尚未批准，确认将及时考虑此类申请；二是美国确认给予中国信用评级服务提供者、包括银联在内的中国电子支付服务提供者非歧视性待遇；三是美国将继续允许中国金融服务提供者在美收购不良资产的收购和处置。
2020/1/30	美国宣布公共卫生紧急状态 自本周日起禁止近14日内曾到访中国的非美国公民入境	对中国返美的美国公民实行隔离、并禁止近期曾前往中国的外国公民入境美国。对过去14天去过湖北省的返美美国公民实行最长14天的强制隔离；对过去14天去过中国大陆其它地区的返美美国公民在指定口岸实行严格检查并要求他们在家实行有监控的自我隔离14天。
2020/3/3	美方对5家中国媒体采取限制措施	当地时间3月2日，美国国务院宣布自3月13日起，对被作为“外国使团”列管的5家中国媒体中国籍员工数量采取限制措施。

## 今年以来美国对中国关系变化(2)

2020/3/16	美方称中国对全球安全构成威胁	美助理国务卿福特16日在国务院网站上刊文称,中国实施军民融合战略,将通过民用商业和学术研究等途获取的新兴技术转为军用,对美国国家安全战略构成影响,对全球安全构成威胁,要求美企业和学术机构提高风险防范意识,呼吁全球各国对中方行为保持谨慎。
2020/3/17	美国总统特朗普在推特上将新冠病毒称为“中国病毒”	特朗普在新闻发布会上称美国经济可能走向衰退,并于今天上午发推特表示,美国将对航空工业等其他受“中国病毒(Chinese Virus)”影响的行业给予强有力的支持。
2020/3/18	美方借新冠病毒对中国搞污名化	18日,美国总统特朗普在记者会上称,这是场对抗“中国病毒”的战争。中方本可更早通知美方,如果美国早点知道将很有帮助。美方其他官员近来也多次称因为中方分享疫情信息不够公开、透明,耽误了美方的疫情防控。此外,有媒体发布的图片显示,特朗普将总统讲稿中的“新冠病毒”字样手写改为“中国病毒”。
2020/4/9	美方最近称世卫组织没有及时提醒疫情具有人传人现象	美国国务院发言人9日称,世卫组织在今年1月14日的声明中表示,新冠肺炎疫情没有人传人的迹象,国际社会未能得到台湾方面的信息,美对此深感不安。世卫组织又一次将政治凌驾于公共卫生之上,这一行动付出了时间和生命的代价。
2020/4/10	终止中国电信在美国的通信服务	美国联邦司法部宣布,中国电信集团美国公司在美国的经营授权对美国构成了国家安全与执法的风险,因此向美国联邦通信委员会(FCC)提出建议,吊销并终止中国电信集团美国公司在美国提供国际通信服务的授权。这也是该委员会第一次针对外国通信企业在美国的正常商业行为提出吊销和终止决定。
2020/4/11	美方称中国抗疫对非洲人有歧视性做法	美国国务院发言人11日称,广东等地在新冠肺炎疫情防控过程中,出现了针对非洲人的歧视性做法,中国对非洲的排外情绪令人遗憾,却不令人意外;中国对非洲的承诺从未兑现过,中国在疫情期间如此对待他们,尤其是学生,这清楚反映出中国与非洲所谓伙伴关系的实质。
2020/5/8	美国取消部分中国制造商在美销售N95口罩许可	美国食品和药物管理局(FDA)当地时间5月7日宣布,取消部分中国制造商在美销售N95口罩的紧急授权许可,因为不少产品无法达到相关标准。
2020/5/8	多家美国公司成立Open RAN政策联盟(Open RAN Policy Coalition)	由谷歌、亚马逊AWS、微软、Facebook、英特尔、三星、高通、AT&T等31家移动生态系统企业成立的Open RAN政策联盟(Open RAN Policy Coalition)正式宣布启动。Open RAN政策联盟是想打破现有的由中国华为等非美系公司占据优势的5G无线接入市场格局。在2018年,由中国移动、AT&T、德国电信、NIT DOCOMO和Orange也主导成立了一个与Open RAN类似的组织——O-RAN联盟。O-RAN从一开始,中国厂商就深度参与了其中。目前,已有包括中国三大运营商在内的22家运营商、117家产业公司加入。
2020/5/18	美国对华为限制升级	5月15日,美国工业和安全局(BIS)宣布将限制华为使用美国技术和软件设计和制造半导体的能力。美商务部还宣布将对华为的临时通用许可授权进行90天的延期,具体条例和细则尚未出台。
2020/5/19	美国制裁中国一物流公司	美国19日宣布对一家位于中国上海的物流公司实施制裁,据称这家公司与被美国列入黑名单的伊朗马汉航空有合作。
2020/5/21	美国收紧外国企业监管法案	5月21日消息,美国时间周三,美国参议院通过了一项加强对外国企业监管的法案。这项名为《外国公司问责法》的法案规定,任何一家外国公司连续三年未能遵守美国上市公司会计监督委员会(PCAOB)的审计要求,将禁止该公司的证券在美国证券交易所上市。该法案还将要求上市公司披露它们是否为外国政府所有或控制。
2020/5/23	美国商务部将33家中国公司/机构列入“实体清单”	美国商务部5月22日宣布,将共计33家中国公司及机构列入“实体清单”,当中包括北京计算机科学研究中心、奇虎360、捷辉创(香港)科技有限公司等科技企业/机构。这些企业及部门被列入“实体清单”后,美国政府即可根据《出口管理条例》(Export Administration Regulations)限制对这些机构出口、进口或转口。
2020/5/29	特朗普称中国政府违反“一国两制”承诺	他表示美国“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”。他同时表示,将制裁“有损香港自治”的官员;暂停被认定为有损美国国家安全的中国学生入境;指示金融工作小组研究中国企业在美国资本市场的上市行为,等等。



## 今年以来中国对美国回应(1)

2020/1/7	2019年9月中国自美国进口废铝量下滑	据美国地质调查局数据, 2019年9月, 中国自美国进口废铝约20,000吨, 较之前一月的27,000吨环比下滑26%, 较去年同期的26,000吨同比下滑24%。2019年前三季度, 中国自美国进口废铝量累计300,000吨, 同比下滑24%。
2020/1/9	外交部耿爽: 敦促美方反省本国人权问题, 停止歪曲和抹黑中国	美国国会及行政当局中国委员会发布所谓年度报告, 对中国人权情况进行蓄意抹黑。对此, 中国外交部发言人耿爽在今天(9日)的外交部例行记者会上回应, 中国政府高度重视保护人权, 中国人权状况的评价中国人最有发言权。我们敦促美国的有关方面, 要多反省一下国内存在的人权问题, 停止故意歪曲和抹黑中国, 停止损害中美互信与合作的行径。
2020/1/13	外交部回应美国对伊朗新一轮制裁涉及中国企业: 动辄使用制裁根本解决不了问题	针对美国宣布对伊朗实施新的制裁措施, 中国外交部发言人耿爽13日在例行记者会上表示, 中方敦促美方立即停止制裁中方企业的错误做法, “动辄使用制裁或者以制裁相威胁, 根本解决不了问题”。
2020/1/14	美国科技企业要对中国保持警惕? 外交部: 美方个别习惯编造谎言抹黑中国	耿爽说, 美方个别人总是习惯编造谎言攻击抹黑中国, 这种做法不仅损害美国自己的国际信誉, 而且已经遭到越来越多国家的质疑和抵制。我们敦促美方放弃对华偏见和执念, 为中美关系的发展营造有利的氛围。
2020/1/14	2019年中国对美国进出口下降10.7%	海关总署发布数据显示, 2019年我国对美国进出口3.73万亿元, 下降10.7%。
2020/1/16	中美双方达成第一阶段经贸协议	刘鹤在中美第一阶段经贸协议签署仪式上致辞时说, 达成第一阶段经贸协议。
2020/1/16	中国将加大对美方的采购	中美周三签署第一阶段协议。根据协议, 中国将在截至2021年12月的两年里, 多采购2000亿美元的美国产品和服务。中国还同意在每年240亿美元的基础上, 第一年多采购125亿美元美国农产品, 第二年多采购195亿美元美国农产品, 总计多采购320亿美元。
2020/1/16	中国承诺, 在美国金融机构的合格子公司提供或寻求提供证券投资基金托管服务	中华人民共和国政府和美利坚合众国政府经济贸易协议: 中国承诺, 在美国金融机构的合格子公司提供或寻求提供证券投资基金托管服务时, 其母公司的海外资产情况应被纳入考量以满足相关资产要求。
2020/1/16	美国机构可以参与中国不良处置市场: 新增全国牌照一视同仁	中美经济贸易协议显示, 中国应允许美国金融服务提供者从省辖范围牌照开始申请资产管理公司牌照, 使其可直接从中资银行收购不良贷款。中国在授予新增的全国范围牌照时, 对中美金融服务提供者一视同仁, 包括对上述牌照的授予。美国将继续允许中国金融服务提供者在美参与不良贷款的收购和处置。
2020/1/16	外交部回应美要求英方禁止使用华为5G技术	针对美方向英国施压要求英方禁止使用华为5G技术一事, 外交部发言人耿爽15日在例行记者会上表示, 希望英方能够采取客观公正态度, 独立自主作出符合自身利益的抉择, 为中国企业提供一个公平、公正、开放、非歧视的营商环境。
2020/2/1	外交部回应美在中方抗击疫情时发表不友善言论	华春莹表示, 世界卫生组织呼吁各国避免采取旅行限制, 但话音未落, 美国就反其道而行之, 带了一个很不好的头, 实在太不厚道。
2020/2/3	外交部回应美方称为中方应对疫情提供帮助	华春莹表示, 疫情发生以来, 一些国家通过不同方式向中方抗击疫情提供支持和援助, 我们对此表示感谢。但据我所知, 美国政府迄今未向中方提供任何实质性帮助。相反, 美国第一个从武汉撤出领馆人员, 第一个提出要撤出部分使馆人员, 第一个在世卫组织明确表示不建议甚至反对对华采取旅行和贸易限制措施后, 反其道而行之、宣布采取全面禁止中国公民入境举措, 制造和散播恐慌情绪。
2020/2/25	外交部回应美方官员称中方“窃取”美方科研成果	针对美方官员近期称中国“窃取”美方科研成果, 中国外交部发言人赵立坚25日在例行记者会上回应表示, 中国的科技成就不靠偷, 二不靠抢。他指出, 中美加强科技交流与合作, 符合双方共同利益。

# 今年以来中国对美国回应(2)

2020/3/4	外交部回应美方对5家中国媒体采取限制措施	赵立坚回应称，美国国务院基于冷战思维和意识形态偏见，以莫须有的理由对中国媒体驻美机构进行政治打压，中方对此坚决反对并予以强烈谴责。
2020/3/17	外交部回应特朗普所谓“中国病毒”：敦促美方立即纠正错误	外交部发言人耿爽17日说，美国一些政客把新冠病毒和中国相联系，这是对中国搞污名化，我们对此强烈愤慨、坚决反对。世界卫生组织和国际社会明确反对将病毒同特定的国家和地区相联系，反对搞污名化。我们敦促美方立即纠正错误，立即停止对中国的无端指责。
2020/3/17	外交部回应美方称中国对全球安全构成威胁	外交部发言人表示，中方敦促美方本着负责任态度，停止对中方的恶意指责和蓄意抹黑，客观看待中国的军民融合发展政策，多做有利于中美交往和国际合作的事，而不是相反。
2020/3/19	外交部回应美方打压中国媒体：委曲未能求全，美方变本加厉	针对美方打压中国媒体驻美机构的行为，中方宣布了反制措施，其中第三条提到，美方在签证、行政审查、采访等方面对中国记者采取歧视性限制措施，中方将就对此对美国记者采取对等措施。在今天（19日）的外交部例行记者会上，发言人耿爽表示，对于美方种种打压，中国媒体已经隐忍太久，委曲未能求全，美方却变本加厉，中方被迫对美国记者采取对等措施。
2020/3/20	外交部回应美方借新冠病毒对中国搞污名化	耿爽表示，世界卫生组织和国际社会对此有着明确一致意见，那就是反对将病毒同特定国家和地区相联系，反对搞污名化。耿爽介绍，疫情发生以来，中方持续向美方通报疫情信息，双方保持着密切的沟通。
2020/3/26	外交部再回应美方“抹黑中国”言论	外交部副部长罗照辉，针对美方一些抹黑中国的言论，中方当然要做出必要回应。事实上，新冠肺炎源头问题是一个科学问题，需要听取专业科学的意见。疫情发生后，中国采取了最全面、最严格措施，付出巨大牺牲、做出巨大贡献。武汉、湖北、中国人民以我们的牺牲为世界抗疫赢得时间，获取了经验，这是有目共睹的。
2020/4/2	外交部回应美方拟对中国企业实行科技霸凌主义	据报道，美国政府多部门官员拟对华为采取新限制措施，根据新规，使用美芯片制造设备的外国公司，必须先获得美国许可才能向华为供应某些芯片。对此，外交部发言人华春莹在（2日）的例行记者会上表示，对于美方的这种科技霸凌主义，中国政府绝不会坐视不理。
2020/4/11	中国外交部再次回应美方最近在世卫组织是否不作为这一问题上反复纠缠、混淆视听	
2020/4/13	外交部回应美方称中国抗疫对非洲人有歧视性做法	外交部发言人赵立坚表示，在当前国际社会急需团结抗疫的形势下，美方妄言耸听、挑拨是非，既不道德，更不负责任。“我们奉劝美方还是把精力放在本国疫情防控上，企图借机挑拨中非友好关系，不可能得逞。”
2020/4/27	美各界对美政府应对疫情质疑声日趋增多 外交部：望美方及时回应	中国外交部发言人耿爽对此表示，的确，近期美国国内有不少质疑并担忧美国政府是否及时有效应对疫情的声音。这些声音包括疫情到底最早何时在美国出现？美国政府是否隐瞒了什么？为什么急着向其他国家和国际组织“甩锅”？耿爽说，在这些问题上，我们希望美国政府能够及时回应本国人民和国际社会的关切，是否也可以请世卫组织协助调查。
2020/5/7	2020年一季度中美贸易额公布，同比降低12.8%	美国为我国第三大贸易伙伴，相较2019年一季度，中美贸易总值为9584.6亿美元，下降12.8%，占我国外贸总值的10.6%。其中，我国对美国出口7022.8亿美元，下降15.9%；自美国进口2561.8亿美元，下降3%；对美贸易顺差4461亿美元，减少21.9%。
2020/5/11	中国外交部回应美方升级对中国媒体打压	中国外交部发言人赵立坚11日在例行记者会上表示，美方有关错误做法是对中国媒体政治打压的升级，并要求美方立即纠正错误，否则，中方将不得不采取反制措施。
2020/5/11	外交部回应美方称中国黑客窃取美疫苗成果	赵立坚强调，新冠病毒疫苗研发不是中美之争，而是人类与病毒之争。哪个国家率先完成疫苗研发并投入使用都是对人类抗击疫情的积极贡献。
2020/5/12	外交部回应美限制中国记者新规：要求美方立即纠正错误	2020年2月，美方将5家中国媒体驻美机构列为“外国使团”，随即又对上述5家媒体驻美机构采取人数限制措施，变相“驱逐”60名中方媒体记者，现在又在签证方面采取歧视性限制措施，严重干扰中方媒体在美开展正常报道活动，严重干扰两国间正常人文交流。针对美方将中国境内驻美记者签证停留期限限制在90天内的错误做法，外交部发言人赵立坚11日表示，这是对中国媒体政治打压的升级，中方对此表示强烈不满和坚决反对，要求美方立即纠正错误。
2020/5/20	美国制裁中国一物流公司，外交部回应：非法！敦促美国立即取消	外交部发言人赵立坚在20日举行的外交部例行记者会上表示，中方敦促美方立即取消相关非法制裁，并将坚定致力于维护本国企业的合法权益。
2020/5/25	外交部就美官员威胁就涉港立法制裁中国做出回应	据报道，美国总统国家安全事务助理奥布莱恩对记者表示，如果中方有关涉港立法决定付诸实施，美国将制裁中国。对此，在今天（25日）举行的中国外交部例行记者会上，发言人赵立坚表示，中方坚决反对美国一些政客就中国全国人大会议涉港议程发出的各种噪音，已向美方提出严正交涉。

## 中美关系年内或有一二阶导变化

● 当前中美关系处于“一阶导向下，二阶导平稳”中。从美国对中国人大立法事件的回应看，强度弱于市场预期：并没有对中国香港上调关税，仅表示美国“将采取行动，取消中国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”。将制裁“有损中国香港自治”的官员；暂停被认定为有损美国国家安全的中国学生入境；指示金融工作小组研究中国企业在美国资本市场的上市行为。但并没有涉及中国香港获得美国的技术转让、美元与港币自由兑换以及鼓励美国公司在中国香港投资等行为。我们认为，这说明美国政府在大选前仍有经济方面顾虑，不敢贸然采用“伤敌八百，自损一千”策略。后续，随着人大常委会在6月及8月审定中国香港国安法，美国或在其后采用威胁策略（如取消中国香港独立关税地位）

● 需要提防二阶导在大选前急速恶化。当前中美贸易第一阶段贸易协定评估期将近，由于一季度疫情的特殊影响（中国暂时无法实现第一阶段贸易协定内容），且当前使得中国退出第一阶段贸易协定并无法为特朗普带来政治利益，我们认为，真正的高压措施以及中美关系的二阶导恶化大概率出现在夏季后大选前（集中在8-10月），市场对中美关系继续恶化的定价已阶段性定价完毕（上证指数5.19日-5.22日的下跌）。



## 风险偏好持续被压制，有利慢牛展开

- 中美关系不可避免走向脱钩，既是风险，也是机遇。中美关系的淡化的机遇在于：
  1. 外部压力促使改革。美国压力持续存在的背景下，国内加快改革释放红利以化解内部问题，如发展直接融资（注册制改革加速落地），推动长期资金入市，加快金融对外开放进程（从而实现外资进得来出得去，长期与美元“脱钩”），更中性地看待杠杆率，加快高新技术产业升级投资（当前地方政府对科技产业投资配套热情高涨），加速打破户籍限制，建立健全完善的住房保障机制等。
  2. 外部压力使得逆周期调控更有定力且更难出现过冷过热。在出口形势遭遇美方发动贸易战（不利于出口企业信心和预期引导）以及新冠疫情的双重挑战下，不会人为制造繁荣，也不会人为制造萧条。
  3. 外部压力使得资本市场更为理性，不容易暴涨暴跌。对于权益资产而言，风险一般是涨出来的，对外部压力长期存在的警惕，使得市场运行节奏更为健康，投资者更为重视基本面景气，不容易出现群体情绪过于亢奋，降低周期性暴跌风险。



## 03 宏观环境的温和复苏

快速恢复的生产

有节制的两会定调

存在掣肘的财政政策

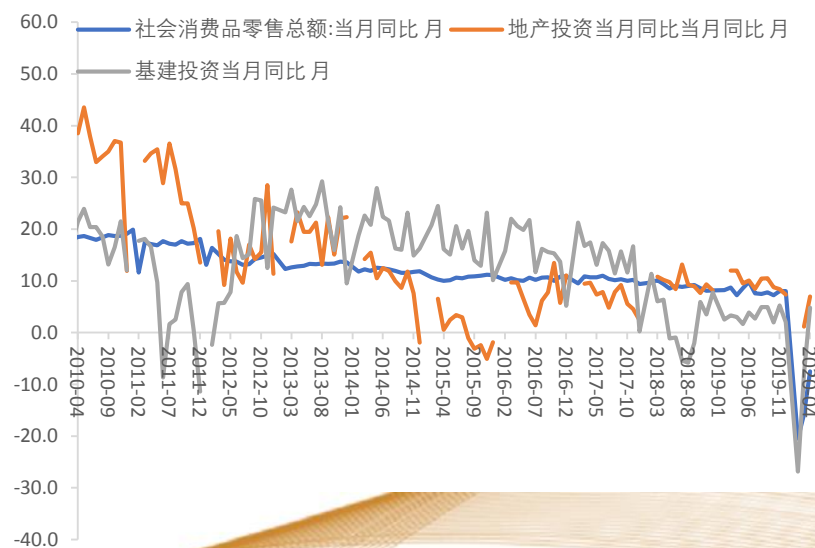
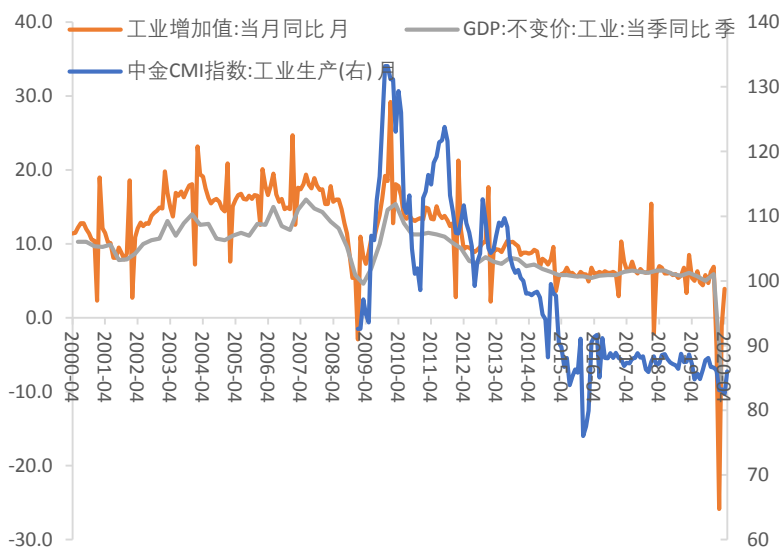
进入观察期的货币政策



## 生产较快恢复有利于企业信心修复


从工业增加值及高频数据看，抗疫取得初步胜利后，逆周期调节对“稳增长”作用明显，基建支撑尤为显著，生产得到较快恢复

从固定资产投资情况的前瞻及同步指标看，地产需求及投资恢复最为迅速



数据来源：wind，华西证券

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

## 生产较快恢复有利于企业信心修复

2020年GDP走势预测(%)：

2020年一季度，受疫情影响，经济增速较为明显下滑至-6.8%。

二季度以后，伴随内需经济恢复，海外疫情逐渐消退，经济将初步恢复回升，下半年增长将较为明显。

数据来源：wind，华西证券



## 经济增长分析

2020年主要宏观经济指标预测 (亿元 %)

数据来源：wind，华西证券

年份	GDP	物价水平		工业增加值 (%)	消费品零售增速 (%)		固定资产投资增速 (%)				进出口			流动性		
		CPI(%)	PPI(%)		消费名义增速 (%)	消费实际增速 (%)	整体 (%)	房地产 (%)	基建 (%)	制造业 (%)	出口 (%)	进口 (%)	贸易差额 (亿美元)	新增信贷规模 (亿元)	社融余额增速 (%)	新增社融规模 (亿元)
2020年E	2.6	3	-1	2	4	2.7	2.5	0	13	-5	-8	0	2218	180000	11.8	296540
2019年	6.1	2.9	-0.3	5.7	8	6.2	5.4	9.9	3.3	3.1	0.5	-2.7	4217.5	168100	10.7	255800
2018年	6.7	2.1	3.5	6.2	9	6.9	5.9	9.5	1.8	9.5	10	16	3509	161700	10.3	224900
2017年	6.9	1.6	6.3	6.6	10.2	9	7.2	7.0	15	4.8	8	16	4195.5	135300	14.1	261500
2016年	6.8	2.0	-1.4	6	10.4	9.6	8.1	6.9	15.7	4.2	-7.7	-5.5	5100	126500	17.8	272300
2015年	7.0	1.4	-5.2	6.1	10.7	10.6	10.0	1.0	17.3	8.1	-3	-14	5932.2	117200	15.1	200900
2014年	7.4	2.0	-1.9	8.3	12.0	10.9	15.7	10.5	20.3	13.5	6	0.5	3830.6	97800	14.2	165300

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

## 有节制的两会定调

从两会定调来看，基本在预期以内，按照赤字率3.6%以上倒算，实际增速目标在2%-3%左右

	指标	2019	2020
主要预期目标	实际GDP增速	6%-6.5%	未设具体目标
	居民收入增速	与经济增长基本同步	与经济增长基本同步
	CPI	3%左右	3.5%左右
	城镇登记失业率	4.5%以内	5.5%左右
	城镇调查失业率	5.5%以内	6%左右
	城镇新增就业人数	1,100万以上	900万人以上
	单位GDP能耗	下降3%左右	继续下降
	脱贫	贫困人口减少1,000万以上	现行标准下农村贫困人口全部脱贫
财政政策	赤字率	2.8%	3.6%以上
	财政赤字	2.76万亿元	比去年增加1万亿元
	中央赤字	1.83万亿元	-
	地方赤字	0.93万亿元	-
	抗疫特别国债		1万亿元
	财政支出	超过23万亿元	-
	专项债新增限额	2.15万亿元	3.75万亿元
	中央对地方转移支付增速	10.9%（均衡性）	-
	一般性支出	压减5%以上	坚决压减
	中央本级支出		负增长，非急需非刚性支出压减50%以上
	“三公”经费	压减3%左右	-
	减税降费规模	2万亿元	新增减税降费约0.5万亿元 为企业新增减负超过2.5万亿元
货币政策	M2、社融增速	与国内生产总值名义增速相匹配	明显高于去年
	大型商业银行小微企业贷款	增长30%以上	增速高于40%
固定资产投资	中央预算内投资	5,776亿元	6,000亿元
	铁路投资	8,000亿元	增加国家铁路建设资本金1,000亿元
	公路水运投资	1.8万亿元	-
	水利投资	再开工一批重大水利工程	-
	老旧小区改造		新开工3.9万个

## 财政政策存在掣肘

● 两会前，财政与货币口掀起了“财政赤字货币化”大讨论，市场对此预期并不充分。而实际上，财政部长两会前“以收定支”的定调以及两部门的空前辩论已经显示：当前仍无做好实施财政赤字货币化的技术准备（人民银行法规定央行不能在一级市场认购国债）以及对可能后果的充分检验（外汇储备压力以及通胀后果）。我们认为，赤字货币化可能成为潜在选项，但当前时点仍无必要

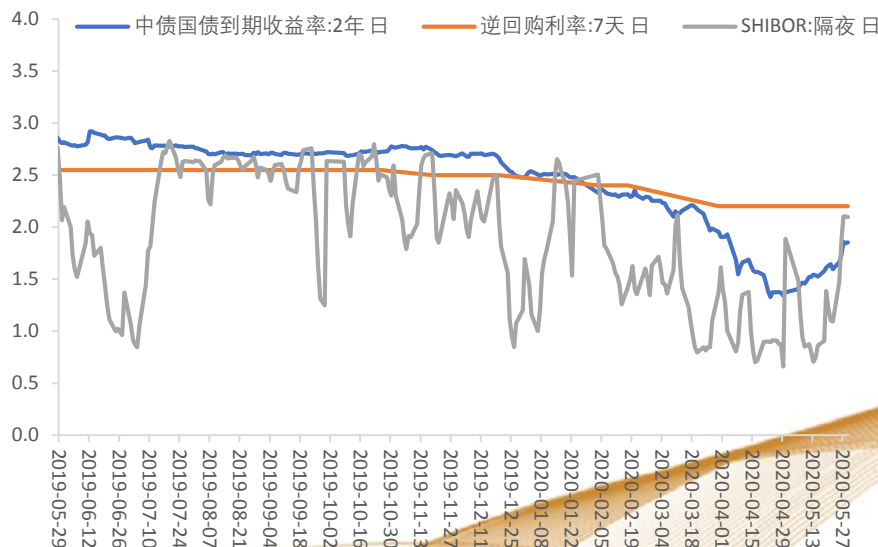
赤字率假定为3.6%的情境下，3.76万亿的财政赤字空间并无预期差（反映为年内基建增速在13%左右），已经充分定价在基建板块年内的涨幅中（建材板块及水泥板块年内涨幅分别为8.42%及1.84%，跑赢市场基准沪深300分别13及7.3个百分点），也与总理在两会上“我们推出的规模性政策叫作纾困和激发市场活力，它注重的是稳就业、保民生，主要不是依赖上基建项目”表态一致，财政政策主要以纾困为主。

各方意见	对赤字货币化立场	作者身份
刘尚希：新的条件下，财政赤字货币化具有合理性、可行性和有效性	赞成	财政口
吴晓灵：财政赤字货币化之我见	反对	金融口
刘尚希回应赤字货币化争论：风险权衡的选择	赞成	财政口
陆挺：“赤字货币化”不等于印钞无节制	赞成	学者
姚洋：没有必要搞赤字货币化，美日滥发货币是自杀性的	反对	学者
吴晓灵：央行没有必要在一级市场直接购买政府债券	反对	金融口
马骏：“借钱”还是“印钱”来弥补赤字，有天壤之别	反对	金融口
刘元春：允许赤字货币化会导致政府行为失范	反对	学者
陆磊：中国完成了财政职能的金融化，而非财政赤字的货币化	反对	外管局
贾康：关于“财政赤字货币化”	中立	学者
张军：中国肯定不能财政赤字货币化，今天出格的做法都会付出代价	反对	金融机构
曹远征：财政赤字货币化与中国现实	反对	金融机构



## 货币政策进入观察期

● “应该看到，一季度宏观杠杆率的回升，是逆周期政策支持实体经济复工复产的体现。在疫情防控常态化前提下，逆周期政策的制定应对疫情防控和经济社会发展做统筹考虑，把更好支持实体经济恢复发展放到更加突出位置，同时，做好金融风险防控。在这个过程中，当前应当允许宏观杠杆率有阶段性的上升，扩大对实体经济的信用支持，这主要是为了有效推进复工复产，这实际上为未来更好地保持合理的宏观杠杆率水平创造了条件。虽然一季度宏观杠杆率显著回升，但只是阶段性的。特别是逆周期政策支持实体经济复工复产取得显著成效，向实体经济传导效率明显提升，生产秩序加快恢复。人民银行对全国1万家实体企业的调查显示，4月末，工业生产基本修复到位，服务业开工率持续回升，97.5%的企业已复产，超半数工业企业设备利用率已达到或超过上年二季度平均水平。”——央行对杠杆率上升“阶段性”的表态，以及公开市场投放的操作（5月MLF不降息续作，OMO同样不降息缩量续作），显示货币政策已经进入观察窗口。市场利率正迅速向政策利率回归。



## 货币流动性

基于“明显高于去年”的融资定调，我们的社融规模及增速预测（万亿 %）

	2017	2018	2019	2020 ( E )
新增人民币贷款	13.84	15.67	16.88	18
新增非标	3.56	-2.94	-1.76	-1
新增企业债	0.6	2.63	3.24	3
新增境内股票融资	0.9	0.36	0.35	0.4
新增政府债券	5.58	4.85	4.72	8.5
新增其它融资	1.65	1.9	2.2	2
新增社融	26.15	22.49	25.58	30.9
<b>存量社融</b>	<b>205.9</b>	<b>227</b>	<b>251.3</b>	<b>280.9</b>
<b>存量社融同比</b>	<b>14.10%</b>	<b>10.30%</b>	<b>10.70%</b>	<b>11.8%</b>
<b>名义GDP增速</b>	<b>11.50%</b>	<b>10.50%</b>	<b>7.80%</b>	<b>4.00%</b>

数据来源：wind，华西证券

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>



## 04 新时代的利润再分配

调结构意味越来越明显

前五月：两极分化的市场


## 调结构意味越来越明显

由于今年的客观条件较为严峻，稳定增长的需求让步于脱贫攻坚（对脱贫采取了“底线”思维），同时也鼓励“推动国有商业银行让利，自然垄断性企业降价，以降低企业的经营成本。”，控制金融企业及上游企业的利润率意图明显；

总之，调结构一方面调整部门间（政府、企业、居民）利润分配，另一方面也调整产业间的利润分配。

指标	核心内容	解读
经济增长	实现了“六保”的任务，特别是前“三保”，我们就会实现今年中国经济正增长，而且力争有一定的幅度，推动中国经济稳定前行。	不设目标增速并非放弃对经济增长的要求。
政策原则	我们一定要稳住当前的经济，稳定前行，但也要避免起重脚，扬起尘土迷了后人的路。但是如果经济方面或其他方面再出现大的变化，我们还留有政策空间，不管是财政、金融、社保，都有政策储备，可以及时出台新的政策，而且不会犹豫，保持中国经济稳定运行至关重要。	宏观政策有克制，不以短期利益牺牲长期发展。目前看，政策力度或不及较市场预期。宏观政策同样有底线，若经济增长触及政策底线，还会有新的临时政策出台；不排除特别国债后续增加规模的可能性。
货币政策	过去我们说过，不搞大水漫灌，现在还是这样，但是特殊时期要有特殊的政策，我们叫作放水养鱼。没有足够的水，鱼是活不了的。但是如果泛滥了，就会形成泡沫，就会有人从中套利，鱼也养不成，还会有人浑水摸鱼。所以我们采取的措施要有针对性，也就是说要摸准脉下准药。不论是筹钱或者说钱从哪里来，用到哪里去，都要走新路。	预计货币政策保持偏宽松风格，提供合理充裕的流动性以支持宽信用；但政府同时也关注“资金空转”和“金融套利”问题，在流动性较为充裕的情况下，流动性的边际方向有待观察。
政策力度	这次规模性政策筹措的资金可以说分两大块，一块就是新增赤字和发行抗疫特别国债共两万亿元。还有另外更大的一块，就是减免社保费，有的国家叫工薪税，动用失业保险结余推动国有商业银行让利，自然垄断性企业降价，以降低企业的经营成本。这一块加起来比前一块，大概是它的两倍。	“社保减免+失业保险结余+国有银行让利+自然垄断性企业降价”腾挪资金约4万亿元。
消费	我们推出的规模性政策叫作纾困和激发市场活力，它注重的是稳就业、保民生，主要不是依赖上基建项目。因为现在中国经济结构发生很大变化，消费在经济增长中起主要拉动作用，而且中小微企业在吸纳就业中占90%以上。我们这次所采取的规模性政策，用了70%左右的资金比较直接地去支撑居民收入，因为这样做就可以促进消费、带动市场。	新增预算内赤字、特别国债或将主要用于民生支出，拉动基建投资的任务或主要依靠专项债。
投资	刚才我比较多地讲了扩大消费，但并不是说不要投资，我们还要扩大有效投资。这次新增地方政府专项债券16000亿元，再加上一些国债，有2万亿元的规模，这在规模性政策当中占到百分之二三十。	基建投资相关政策资金约2万亿元。规模性政策资金合计约6.7-10万亿元。
稳外资	中国是一个庞大的市场，我们推进的纾困和激发市场活力的规模性举措会进一步扩大消费市场。希望中国还是大家看好的投资沃土。我们愿意进口更多国外商品，成为面向世界的大市场。	扩大内需战略具有双重作用：一是稳定国内消费，带动企业生产，拉动经济增长；二是扩大国内市场，扩大进口，吸引外资流入投资，外资来华建厂也有利于对抗“去全球化”风潮。
市场主体	去年我们平均每天净增企业超过1万户，今年也要按这个方向去努力。今年我们还是要努力做到平均每日新注册企业2万户左右，这是观察中国经济活力的一个重要指标。	今年目标：日均新注册企业2万户左右，日均净增企业超1万户。
脱贫攻坚	按原本的账还有500多万贫困人口，受这次疫情的冲击，可能会有一些人返贫，脱贫的任务更重了。我们会多策并举，特别是要采取措施把脱贫的底线兜住，我们有把握完成今年决胜脱贫攻坚的任务。 现在低保、失业保障、特困救助等人员大概一年6000万人左右，我们预计今年人数会增加较多，但保障和救助资金是足够的，把他们保障住是有能力的。	疫情可能导致脱贫攻坚难度加大，但政策决心依旧，决胜脱贫攻坚仍是今年最主要的任务之一。
台湾问题	一个中国原则、“九二共识”都要坚持，同时要坚决反对“台独”。	

“慧博资讯”专业的投资研究高度概括，严格按照宪法和基本法办事，支持特区政府和行政长官依法施政，这是一贯的。

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>



## 前五月：两极分化的市场

前期市场复盘：两极分化，景气与流动性重要性空前上升，传统大类资产映射的行业轮动模型（周期、成长进攻，消费防守）失效。

1月领涨行业为受益疫情的医药及高景气成长，2月为高景气成长（受益流动性）及逆周期板块，3月为纯内需板块，4月为消费及成长行业，5月可选消费及竣工链后来居上

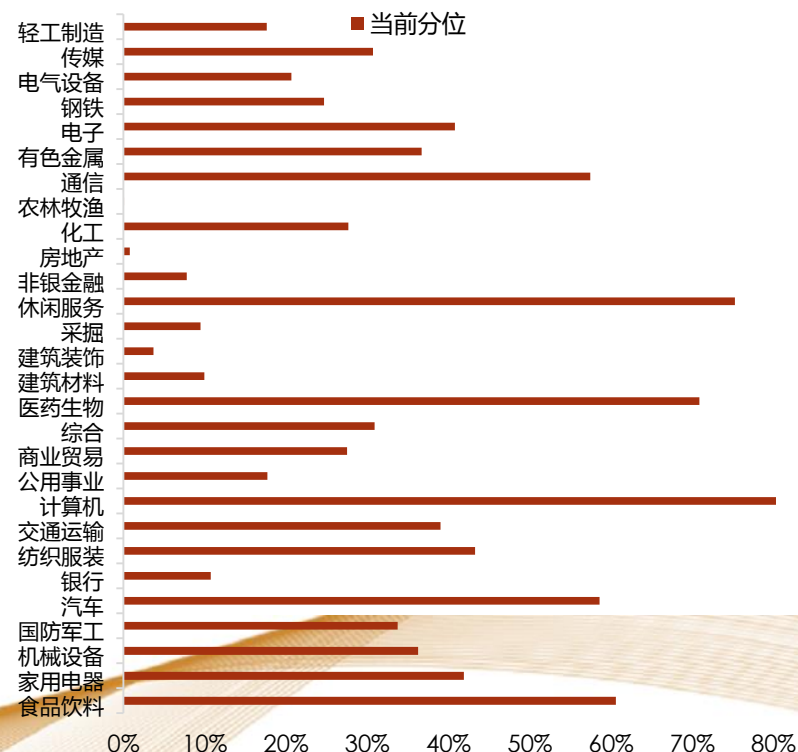
行业	1月涨跌幅	行业	2月涨跌幅	行业	3月涨跌幅	行业	4月涨跌幅	行业	5月涨跌幅
医药生物	0.69%	通信	30.65%	农林牧渔	11.30	休闲服务	21.71	食品饮料	9.07
电子	-0.97%	计算机	27.63%	商业贸易	5.38	电子	11.42	商业贸易	7.25
电气设备	-4.68%	建筑材料	27.40%	食品饮料	4.26	电气设备	10.00	休闲服务	6.66
计算机	-4.83%	农林牧渔	24.57%	医药生物	1.18	食品饮料	8.66	轻工制造	6.21
综合	-7.04%	电子	20.26%	建筑材料	0.63	建筑材料	8.59	家用电器	6.14
国防军工	-7.96%	建筑装饰	17.96%	建筑装饰	0.57	家用电器	7.65	医药生物	5.02
汽车	-9.18%	机械设备	17.38%	公用事业	-1.60	计算机	7.56	有色金属	4.12
通信	-9.46%	汽车	16.41%	钢铁	-1.87	国防军工	7.38	传媒	2.38
化工	-10.04%	国防军工	15.32%	交通运输	-3.07	传媒	5.56	机械设备	1.14
传媒	-10.45%	综合	15.24%	纺织服装	-4.02	医药生物	5.43	化工	1.08
纺织服装	-11.00%	传媒	14.67%	银行	-5.18	机械设备	4.93	国防军工	0.43
有色金属	-11.31%	电气设备	14.02%	轻工制造	-5.35	化工	4.73	交通运输	0.22
食品饮料	-11.54%	纺织服装	13.91%	房地产	-6.24	房地产	4.23	汽车	-0.20
轻工制造	-11.78%	化工	13.78%	采掘	-6.44	银行	4.18	纺织服装	-0.46
公用事业	-12.12%	房地产	13.01%	机械设备	-6.75	非银金融	4.17	采掘	-0.73
银行	-12.18%	轻工制造	12.57%	通信	-7.94	交通运输	3.92	电气设备	-0.74
机械设备	-12.43%	钢铁	11.09%	电气设备	-8.06	钢铁	2.81	电子	-1.54
商业贸易	-12.98%	有色金属	10.98%	非银金融	-8.11	有色金属	1.97	建筑材料	-1.62
非银金融	-13.25%	公用事业	9.13%	国防军工	-8.44	公用事业	1.91	钢铁	-1.68
家用电器	-13.44%	家用电器	8.90%	化工	-8.47	通信	1.85	公用事业	-2.14
建筑装饰	-14.14%	非银金融	8.63%	休闲服务	-9.66	汽车	1.17	银行	-2.21
采掘	-14.28%	医药生物	8.43%	汽车	-10.12	轻工制造	0.71	计算机	-2.26
交通运输	-15.04%	休闲服务	8.28%	有色金属	-10.55	商业贸易	0.54	房地产	-3.10
农林牧渔	-15.16%	商业贸易	8.21%	传媒	-10.83	建筑装饰	0.49	建筑装饰	-3.72
建筑材料	-15.58%	食品饮料	7.96%	家用电器	-10.85	农林牧渔	-0.32	农林牧渔	-4.38
钢铁	-16.02%	采掘	6.01%	计算机	-12.81	采掘	-0.85	非银金融	-4.56
房地产	-16.21%	交通运输	5.89%	电子	-20.44	纺织服装	-5.24	通信	-5.85
休闲服务	-18.20%	银行	2.50%						

## 前五月：两极分化的市场（2）

好的太贵，便宜的太差：行业层面看，前5月领涨的板块已基本称不上低估，除周期属性较强的农林牧渔及建材行业外，领涨行业估值历史分位数均在历史中值上方；但跌幅靠前行业确实表现出了顺周期属性，一季报呈现了不同的问题

行业	年内涨跌幅%	当前市盈率(TTM)	估值历史中位数	偏离中位数幅度
医药生物	20.02	45.20	38.96	16.02%
食品饮料	13.52	36.64	32.80	11.71%
农林牧渔	10.24	18.65	47.96	-61.11%
计算机	9.23	69.57	49.51	40.52%
建筑材料	8.42	14.32	33.27	-56.96%
电气设备	7.55	31.54	42.19	-25.24%
商业贸易	5.90	22.24	35.02	-36.49%
电子	4.47	45.00	50.04	-10.07%
休闲服务	3.76	67.20	52.05	29.11%
国防军工	2.74	54.55	63.51	-14.11%
综合	0.63	41.24	50.75	-18.74%
传媒	0.62	46.01	55.60	-17.25%
通信	-0.50	42.03	39.70	5.87%
机械设备	-1.09	27.92	32.54	-14.20%
轻工制造	-1.25	22.78	37.27	-38.88%
化工	-3.40	22.99	30.64	-24.97%
家用电器	-3.94	19.37	20.80	-6.87%
汽车	-5.84	23.06	20.52	12.38%
建筑装饰	-6.93	9.66	24.90	-61.20%
公用事业	-7.98	19.81	26.55	-25.39%
有色金属	-8.13	36.18	41.84	-13.53%
纺织服装	-9.08	29.64	31.92	-7.14%
钢铁	-11.08	11.60	22.15	-47.63%
交通运输	-11.40	20.45	23.12	-11.55%
银行	-13.19	5.98	10.37	-42.33%
房地产	-13.25	8.58	23.42	-63.36%
非银金融	-16.29	14.77	24.10	-38.71%
采掘	-18.52	12.50	21.41	-41.62%

数据来源：wind，华西证券





## 05 驱动与信号：全球反攻

全球反攻的驱动：高频数据改善与宏观环境暧昧

全球反攻的信号：VIX从贴水转为升水

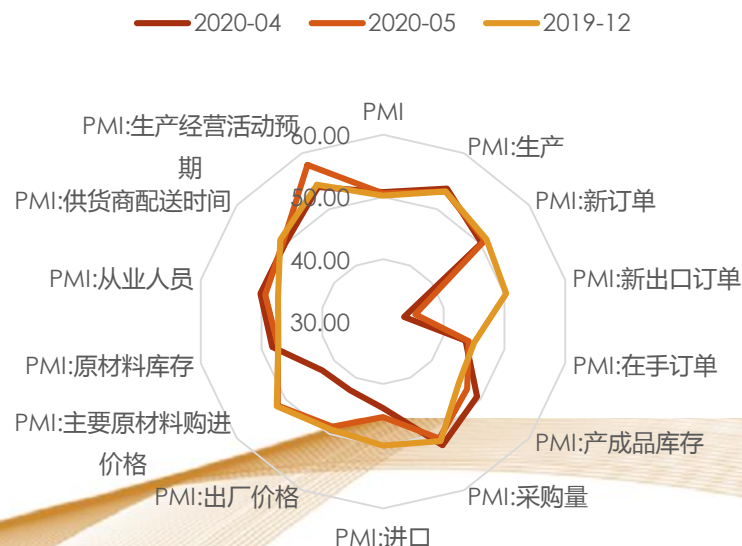
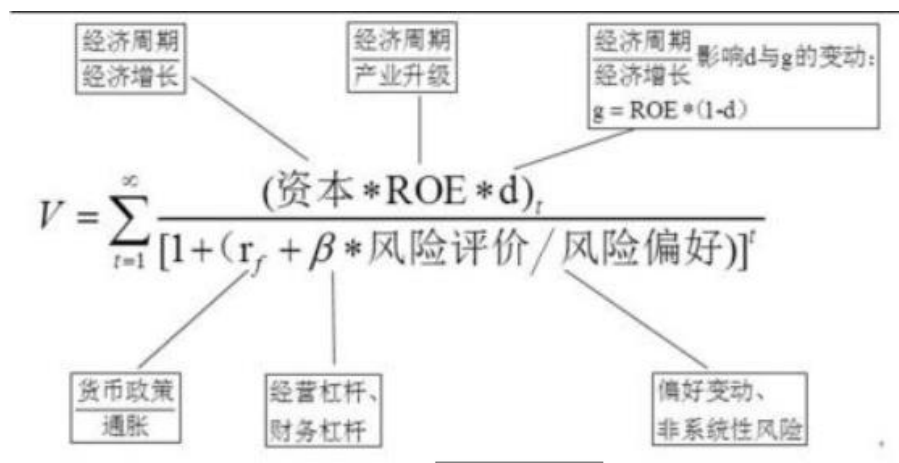
## 全球反攻的驱动

我们仍然基于DDM框架对市场进行定价，分子端及分母端在下半年均存在反攻驱动。

首先，分子端的ROE随着经济的快速恢复以及主要经济体在疫情方面至少不会有更为恶化的增量信息，一阶导主要为向上（但仍远未回到疫情前及每次周期复苏时）；除中美关系恶化外暂无超预期利空

其次，分母端存在的驱动主要为全球政府为了恢复经济采取的举措（再一次进行利润分配，股票主要对应企业端、居民端收入在纾困措施下暂时不会出现阶梯式下滑）以及各国政府加杠杆需求，从稳杠杆到加杠杆（除中国央行较有定力）

数据来源：wind，华西证券



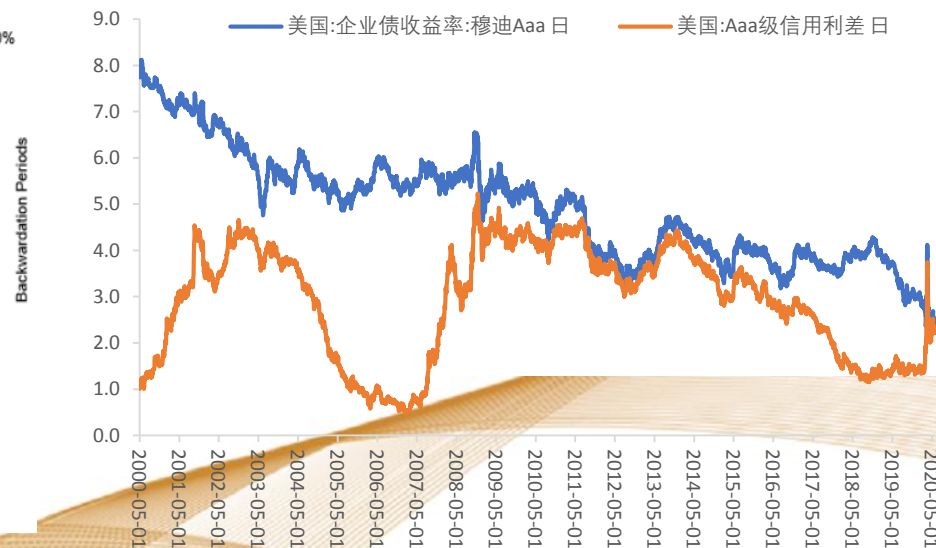
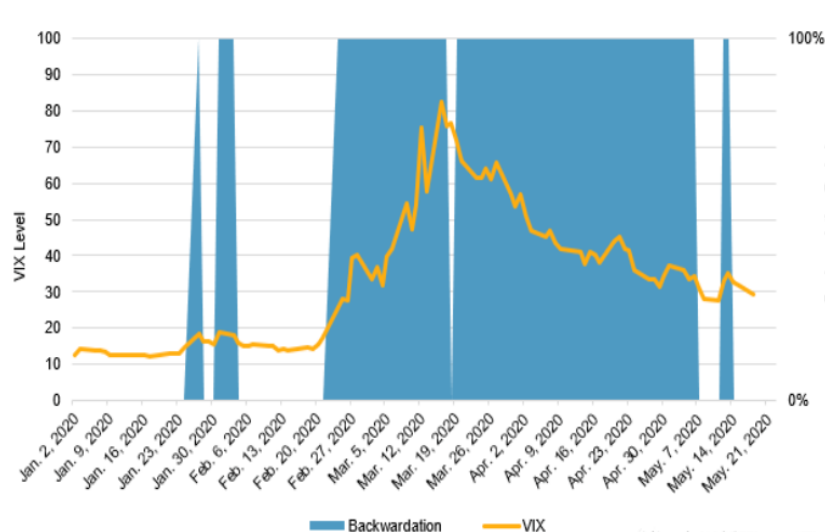


## 全球反攻的信号

美股仍为全球反攻的锚，在美联储的资产负债表确认无法无限上升前，美股重复3月风暴的概率较低。从鲍威尔的表态看，美联储在较长时间内不会退出量化宽松，那么只需要关注美股是否仍存在系统性风险信号即可。

从VIX的升贴水结构、美国企业债的信用利差来看，当前全面做多仍不牢靠（VIX转为升水结构，但信用利差仍在较高位平台）；市场仍关注8月份美联储是否转向，对负利率更为积极。

数据来源：S&P，wind，华西证券





## 06 上升结构：流动性与景气

流动性的变化决定风格

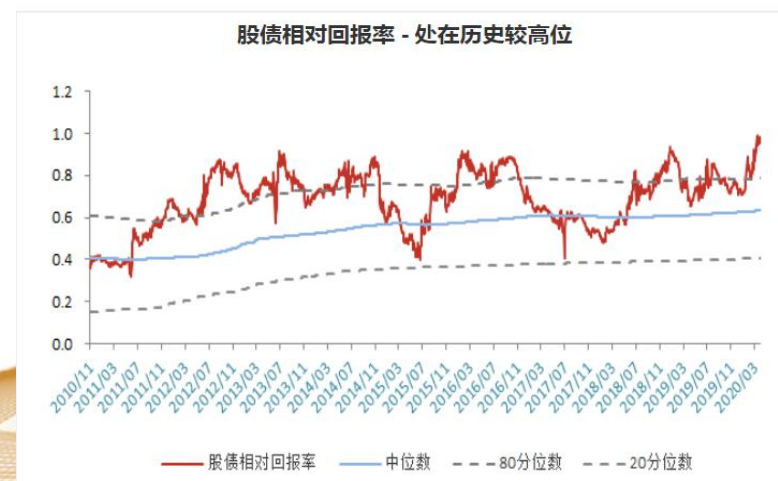
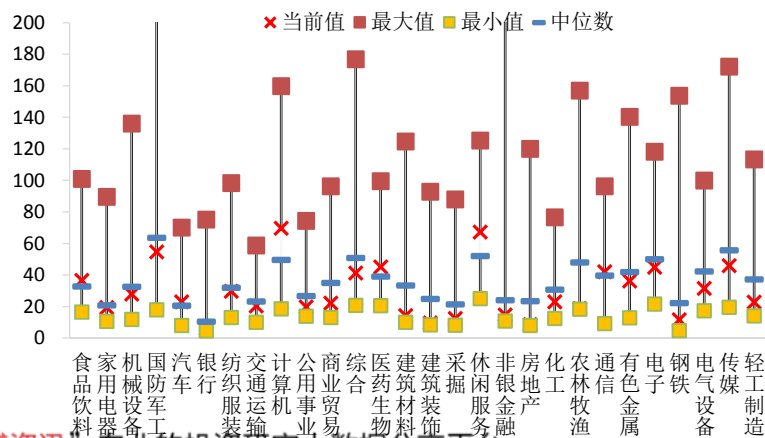
景气才能匹配估值

## 利润重分配下市场的结构及节奏或有哪些变化？

权益资产（风险资产）的驱动节奏研判：

- 1、整体，以及绝大部分行业的低估值基本封杀了新低的概率，除非外部环境出现新的变化（如外围环境大幅恶化、债券大面积违约、金融机构破产引发的系统性风险）
- 2、外需品种、尤其是景气逻辑与长期逻辑当前仅受短期冲击而非长期冲击的新能源板块、5G应用板块、半导体设计板块仍有望在创新周期迎来繁荣
- 3、四季度需要密切留意疫苗、特效药等研发状况，谨防二次爆发风险
- 4、整体新高存在困难。低估值是下跌的保护而非上升的驱动，估值的重估需要条件，但持续性的重估（周期反转）与流动性条件存在冲突（通胀回升时央行趋向于边际收紧），利率在经济恢复期存在上升风险，阶段性不利于成长股。

数据来源：wind，华西证券



## 流动性决定风格

以利率作为变量复盘行业指数历史走势，可得广义流动性是拔估值的核心条件。

2012年——2013年，成长股与国债收益率呈同向变化，背后的主要诱因是第三产业经济占比首度超过第二产业，新的模式正在兴起；此时金融股作为成长股的镜像，与利率呈负相关



数据来源：wind，华西证券

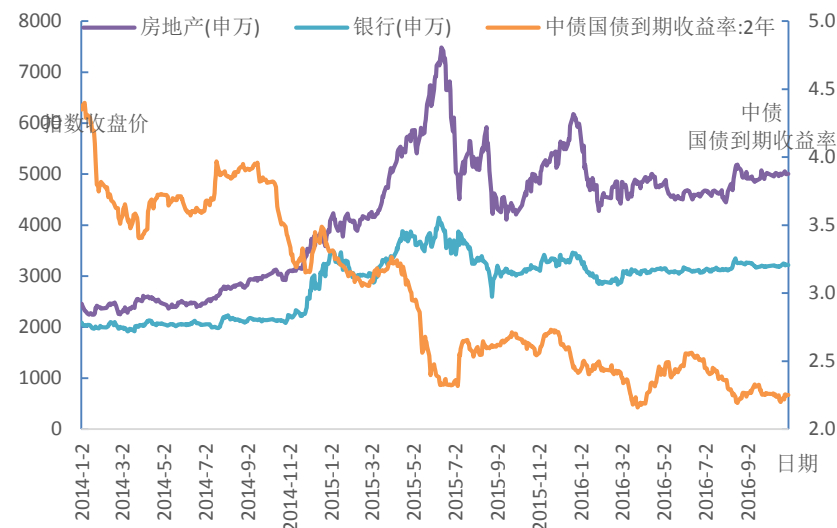
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>



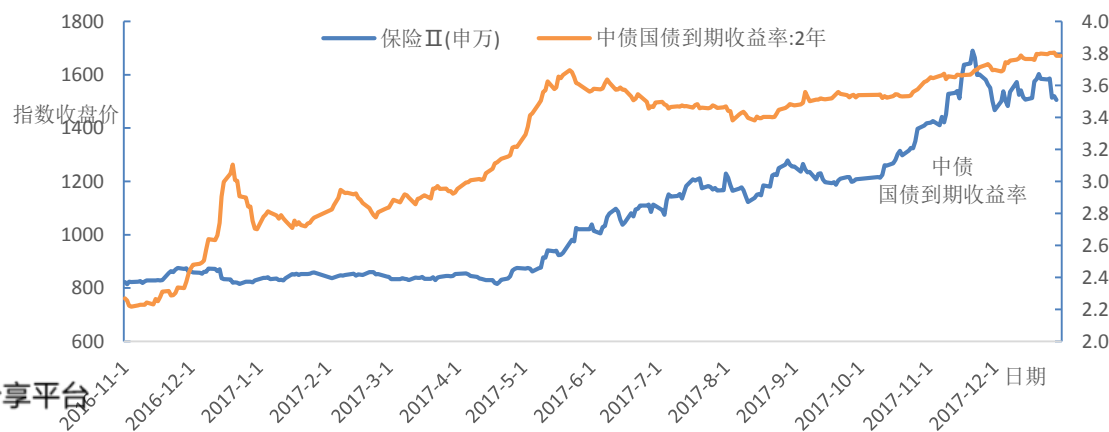
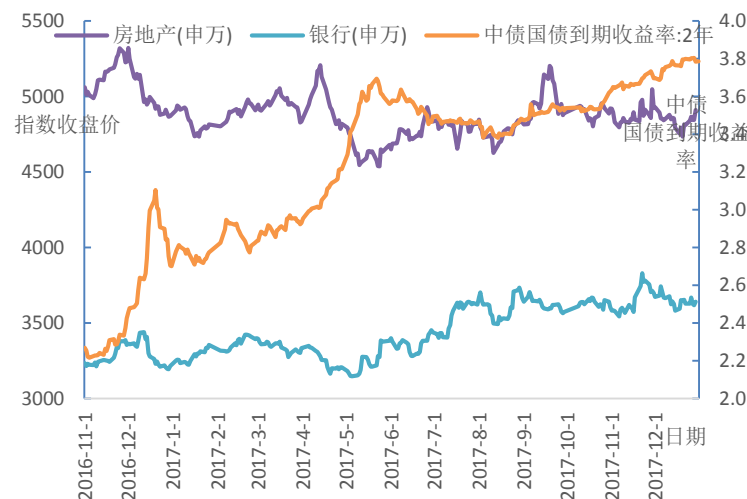
## 流动性决定风格 (2)

2013年钱荒后，利率进入下行通道，此时成长股与金融股均受益于充裕的流动性，直到2015年杠杆牛破灭后分道扬镳，成长行业进入高波动区间，金融股横盘震荡



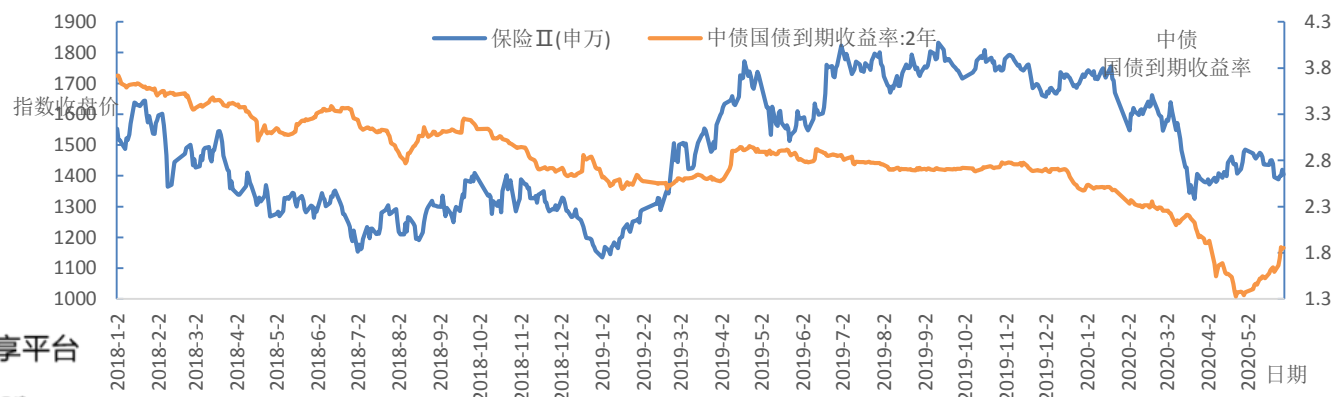
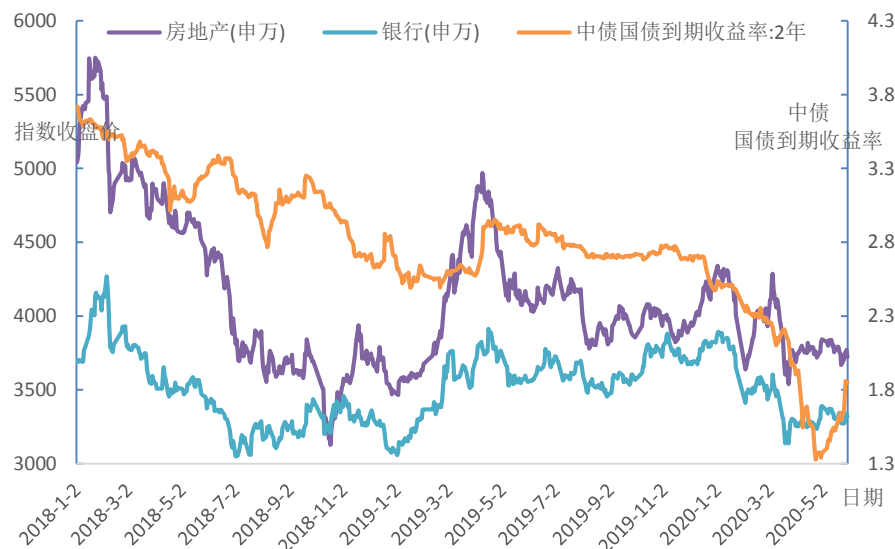
## 流动性决定风格 (3)

2016年下半年后，经济确认在去库存后迎来周期性复苏，叠加风险清除及去杠杆，利率进入上行通道，成长股估值不断承压



## 流动性决定风格 (4)

2018年开始，周期复苏结束，利率再次转为下行，成长股于2018年下旬见底，金融股结束“估值重构”，持续跑输成长板块



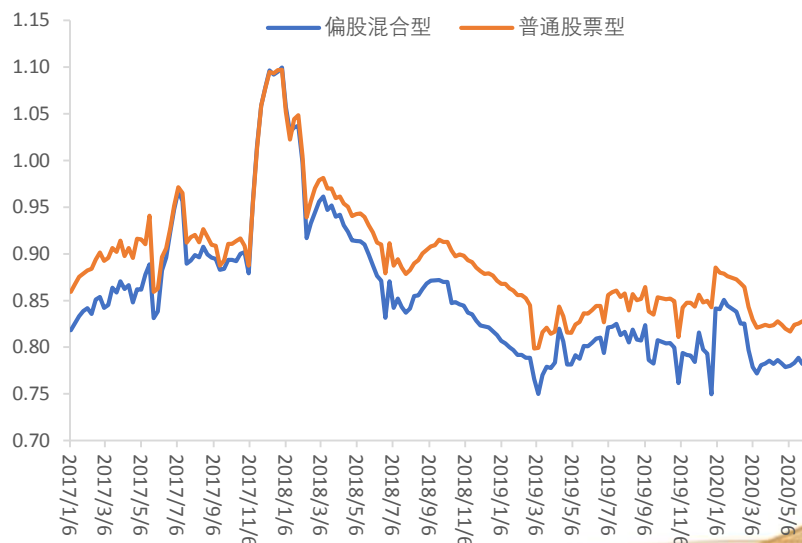
数据来源：wind，华西证券

## 流动性到达短期顶部，风格或迎阶段切换

流动性进一步宽松需要新的催化，阶段性不利于成长。由于经济的迅速修复，以及杠杆率的快速上升，货币政策进入观察期，利率暂难进一步下台阶。

在经济复苏未证伪，外围环境暂时难以大幅恶化（美国由于疫情及内乱影响，暂无力采取更恶劣措施）前，阶段性看好金融股存在相对收益；但在通胀大幅上升前，全球反攻的主角仍将是成长（半导体设计、金融科技、5G应用如VR/AR）——养殖后周期——竣工链——新能源产业链

数据来源：wind，华西证券





## 景气匹配估值：哪些行业二季度迅速恢复？

竣工链（家电、非金属矿等）、机械设备行业、TMT等均处于景气快速回升阶段；另一方面，原材料行业的去库存（上游行业普遍量价齐跌）为随后的供给出清打下基础。

可以认为，随着快速复工，需求（体现在价格）没有出现较大波动的行业存在重大投资机会，如新能源、仪表仪器、印刷行业（轻工）

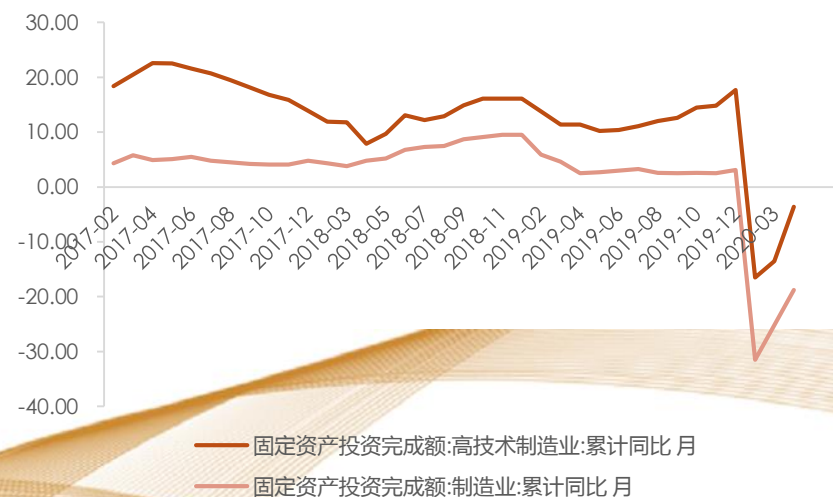
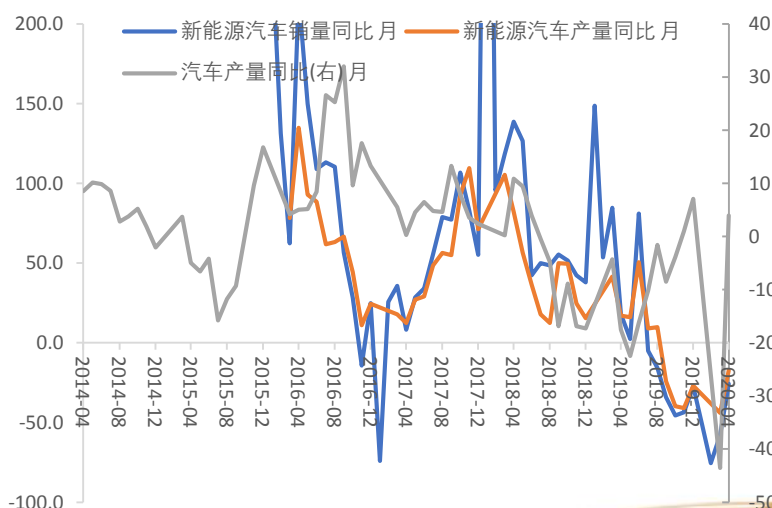
数据来源：wind，华西证券

行业	PPI ( 边际变化 )	工业增加值 ( 同PPI )	量价综合
家具制造业	0.2	1.1	齐升
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	0.2	0.1	
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.1	5.2	
计算机、通信和其他电子设备制造业	0.5	1.9	
其他制造业	0.1	8.1	
金属制品、机械和设备修理业	0.5	5.1	
有色金属矿采选业	0.0	0.7	量升价跌
非金属矿采选业	-0.4	11.8	
农副食品加工业	-0.5	7.8	
食品制造业	-0.4	1.8	
酒、饮料和精制茶制造业	-0.3	0.8	
纺织业	-1.3	7.5	
纺织服装、服饰业	-0.1	4.2	
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-0.6	0.4	
造纸及纸制品业	-1.8	7.1	
印刷业和记录媒介的复制	-0.3	9.9	
石油、煤炭及其他燃料加工业	-9.2	8.5	
化学原料及化学制品制造业	-3.0	2.5	
化学纤维制造业	-5.3	2.0	
橡胶和塑料制品业	-0.7	10.7	
非金属矿物制品业	-1.5	8.7	
黑色金属冶炼及压延加工业	-3.4	0.5	
有色金属冶炼及压延加工业	-2.5	4.1	
金属制品业	-0.4	10.5	
通用设备制造业	-0.3	12.9	
专用设备制造业	-0.1	16.5	
汽车制造业	-0.1	28.2	
电气机械及器材制造业	-1.1	9.4	
仪器仪表制造业	-0.1	16.0	
废弃资源综合利用业	-3.2	7.8	
电力、热力的生产和供应业	-0.7	1.5	
燃气生产和供应业	-2.3	5.1	
水的生产和供应业	-0.3	0.4	
煤炭开采和洗选业	-1.8	-5.4	齐跌
石油和天然气开采业	-29.7	-4.9	
黑色金属矿采选业	-2.3	-3.0	
烟草制品业	-2.3	-17.4	
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	-0.3	0.0	
医药制造业	-0.1	-5.6	

## 中期看好新内需：新能源与新基建

1. 自 2015 年最早提出新旧动能切换的概念以来，我国新旧动能的切换在不断推进，未来预计将得到进一步的发展。据统计局数据，1-4月份，高技术产业投资同比下降 3.0%，降幅比一季度收窄 9.1 个百分点，比全部投资降幅小 7.3 个百分点。高技术制造业投资下降 3.6%，降幅比一季度收窄 9.9个百分点，比全部制造业投资降幅低 15.2 个百分点。表明当前国内新旧动能切换仍在不断推进，科技行业资本支出提升有望提升中期景气。政府工作报告强调，加强新型基础设施建设，发展新一代信息网络，拓展5G应用，建设充电桩，推广新能源汽车，激发新消费需求、助力产业升级。随着未来的产业政策向科技领域的倾斜，企业研发投入的不断增加以及我国科创体制的不断完善，科技创新领域仍是关注的重点。

2. 新能源行业拐点已至，既反映在国内销量，也反映在全产业链。大众入华控股新能源产业链龙头即反映了新能源汽车在供给出清后已重新成为蓝海。

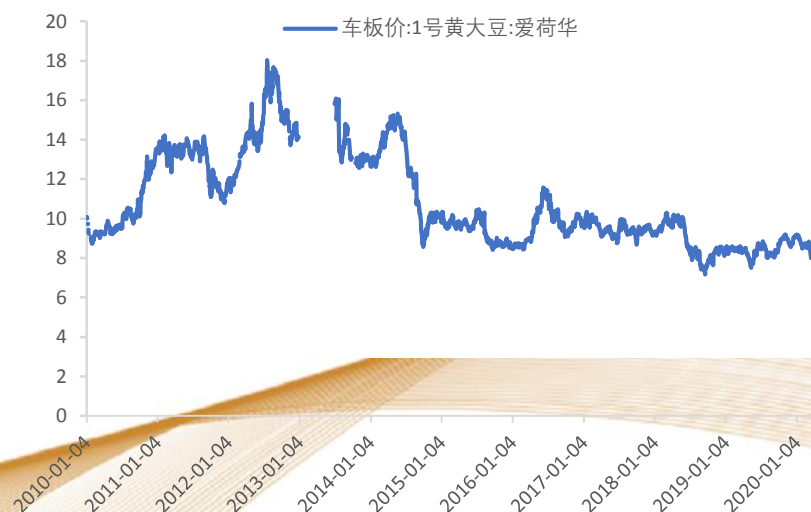
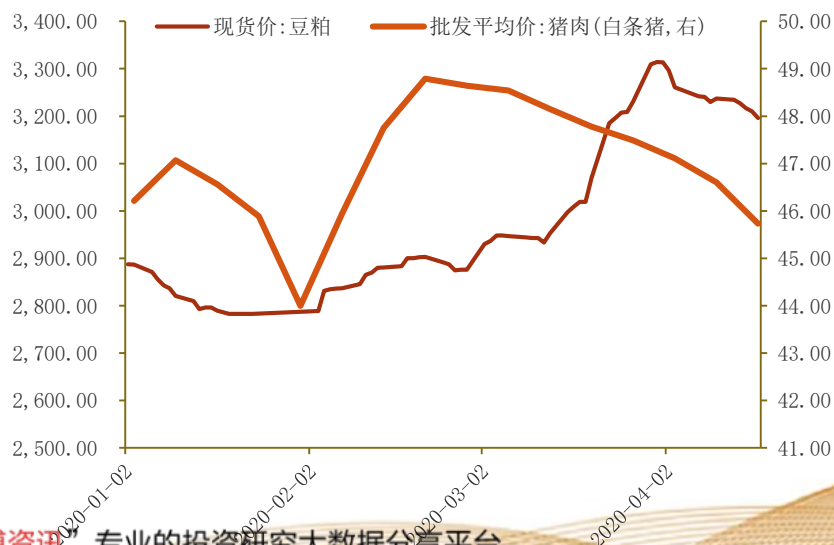


## 中期看好新内需：农产品、食品的新生

猪肉价格的高位将带来蛋白替代需求的回升，利好饲料。下半年，猪肉价格或有反弹，整体趋势仍呈下行，养殖后周期（猪肉价格的高位带来蛋白需求的回补）及终端消费品价格将与猪肉价格呈反向运动，带来饲料、种植、食品等内需行业的绝对景气上升

蝗灾、农业国的疫情等次生灾害也将带来供给收缩，利好豆粕、玉米、白糖等农产品，种植（转基因）业后周期属性凸显。

同时，黄金股也将受益于负利率+通胀预期。



## 风险提示

美股波动超预期，全球经济下行超预期，疫情第二次爆发超预期



## 分析师与研究助理简介

万科麟，华西证券策略分析师，中国人民大学管理学学士，美国东北大学经济学硕士，曾于太平洋证券任职，2020年加入华西证券研究所

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区丰汇时代大厦5层

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台  
 网址：<http://www.hx108.com.cn/hxzq/hxindex.html>

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

# 免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。