

中信证券研究部



秦培景
策略首席分析师
S1010512050004



裘翔
策略分析师
S1010518080002



杨帆
首席政策分析师
S1010515100001



杨灵修
海外首席策略师
S1010515110003

核心观点

A股将在下半年开启中期上行的“小康牛”，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，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4400亿元，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。

■ **观点回顾及分析框架。**我们去年底发布的2020年投资策略报告《新时代的“小康牛”》提出，A股在2020年有望迎来2~3年“小康牛”的起点，其中2、4季度行情表现较好；2季度科技和消费领涨，4季度工业和金融全面启动。今年以来的市场走势整体符合我们的判断。本报告沿用了同样的策略分析框架，在传统框架中融入了量化和行为金融分析；同时，对投资者行为作了前置处理。

■ **海外因素在3季度的扰动依然比较频繁，4季度后将迎来数月的缓和期。**首先，全球日增确诊依然处于高位，预计将在3季度见顶后缓慢回落，且海外疫情在3季度有“二次爆发”风险。预计3、4季度全球日增确诊9.3万、7.8万例，明年1、2季度分别下降至6.5万、4.9万例。其次，中美分歧在美国大选前会保持“斗而不破”的状态，频率高而影响小，市场会逐渐适应；而4季度美国大选结束后，中美分歧有望迎来几个月的缓和期；若特朗普连任失败，则缓和期会更长。

■ **政策发力下国内经济在3季度将快速恢复至正常水平。**首先，财政是逆周期政策的主要发力点，综合专项债和特别国债发行，以及减税降费，预计今年2、3季度政策力度达到2.6万、2.4万亿，同时，区域和产业政策也会加快落地；4季度明确明年专项债额度后，预计明年1、2季度政策力度为1.7万、1.6万亿。其次，政策支持下预计国内GDP增速在3、4季度回升至6.5%、7%，明年1、2季度回升至18%、9%；3、4季度CPI同比缓慢下行，PPI缓慢回升。再次，资本市场改革突进下，每个季度都有看点，预计3季度创业板注册制落地，4季度减持制度调整，并提高外资持股上限，明年上半年退市制度新规落地。

■ **A股盈利增速将逐季抬升，明年1季度达到高点。**中国率先控制住了疫情，也最快实现了复工复产。政策支持下A股盈利同比增速料将逐季抬升，预计3、4季度中证800（非金融）盈利增速回升至1%、26%，在明年1、2季度会进一步上升至65%、49%，明年1季度将达到本轮盈利周期高点。结构上，预计工业板块在投资回暖和利润率改善的支持下盈利增速弹性最大，明年1季度同比达到106%；消费板块景气回暖，到4季度能贡献非金融26%增速中的19个百分点；科技板块2、3季度虽然受外部扰动影响，但新基建和自主可控支撑下，盈利依然稳步修复，4季度后弹性更大。

■ **全年流动性整体依然宽松，明年逐步回归常态。**首先，海外流动性持续宽松，预计欧美日三大央行的总资产将从疫情前的14.8万亿美元扩张至年末28.4万亿美元，2、3、4季度的扩表规模为4.5万亿、4.0万亿和3.4万亿美元，扩表规模和节奏比大危机时更激进。其次，国内货币政策注重宽信用“放水养鱼”，预计年内仍有降准空间和15bp降息空间，社融增速年底将升至13%，宽信用和基本面复苏的环境下，预计年内10年期国债收益率在2.6~3.0%区间运行。再次，预计人民币兑美元将维持缓慢升值的态势，未来4个季度运行中枢会从7.1抬升至6.8。

中信证券研究部


吕品
策略分析师
S1010518120002



姚光夫
策略分析师
S1010519080001



于翔
政策分析师
S1010519110003



联系人：徐广鸿



联系人：刘春彤

核心观点

■ **未来一年内各类投资者资金预计累计净流入 A 股 4400 亿元，外资和产业资本是最重要的增量资金来源。**在上述各因素的影响下，我们研判各类投资者的行为，测算净流入资金规模。预计未来一年内净流入规模 4400 亿元，下半年规模较大，为 3100 亿元，其中 3、4 季度分别流入 1200 亿元、1900 亿元。①外资受国内经济恢复快、估值吸引力强、人民币缓慢升值的影响，主动配置 A 股的意愿增强，预计下半年净流入 1300 亿元。②产业资本受益于再融资和减持规则调整的政策红利，资金端改善的同时将通过定增、回购、举牌多渠道入场，预计下半年净流入 800 亿元。③险资和银行理财子长期增配资本市场趋势不变，且宽信用和经济复苏的环境下，权益的配置价值优于债券，预计下半年净流入 400 亿元。④国内公募预计仓位波动不大，增量资金规模有限，预计下半年累计净流入 300 亿元。⑤私募和游资跟随市场趋势，预计也将呈现净流入态势。

■ **下半年“小康牛”将渐行渐近。**对上述因素进行综合打分加权测算后，得到 A 股的多空得分在今年 3、4 季度是 0.7、3.7，在明年 1、2 季度是 2.6、1.1。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。

■ **配置上，把握从 3 季度“基建+消费”向 4 季度“周期+科技”的转换。**

3 季度坚持配置基建、医药和消费。海外疫情可能反复，影响海外经济复苏，市场需要时间适应高频低压的外部冲击，压制国内投资者情绪，建议坚持配置确定性高的内需板块，包括政策确定性高的新老基建，基本面稳健的医药，以及业绩确定性高的消费龙头。

4 季度起周期和科技成为市场主线，可选消费配置价值将提升。海外疫情缓解，国内经济快速恢复，中美分歧迎来数月的缓和期，全球流动性依然宽松。市场共识重新凝聚，各类资金快速入场。受益于中美分歧和流动性预期改善的科技，以及基本面弹性较大周期将成为市场主线；同时，景气快速复苏的可选消费的配置价值也将提升。

■ **风险因素：**海外疫情加速蔓延并在部分地区“二次爆发”；中美分歧快速升级，影响全球资金对 A 股的配置节奏；国内政策落地力度和基本面恢复速度不及预期；长端利率短期快速上升压制 A 股估值。

表：A股投资策略假设与核心研判一览表

内容	分项指标	单位/说明	2020Q1A	2020Q2 E	2020Q3 E	2020Q4 E	2021Q1 E	2021Q2 E
海外因素	疫情发展	万例/乐观情境	1.3	8.8	8.1	6.3	4.9	3.6
	日均新增确诊	万例/基准情境	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
	贸易摩擦	达成一阶段协议，但疫情影响采购进度	中国加速采购	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		
	中美分歧			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	
	科技博弈	实际落实制裁较少						
宏观经济	GDP	当季同比%	-6.8	4.0	6.5	7.0	18.0	9.0
	CPI	当季同比%	4.97	3.0	1.6	-0.4	0.3	1.0
	PPI	当季同比%	-0.6	-2.3	-1.5	-0.7	1.4	3.6
	新增社融总量	万亿元/当季	10.9	8.4	7.1	5.4	11.6	8.4
	M2	季末同比%	10.1	11.3	11.3	11.0	10.7	10.5
A股盈利	全市场		-12	-7	4	16	22	21
	大金融	当季同比%	0	0	6	12	7	7
	非金融	中证 800 口径	-35	-18	2	26	65	49
	工业	当季同比%	-46[-25]	-25[-15]	0[0.0]	11[5]	106[48]	53[28]
	消费	当季同比%	-31[-10]	-15[-4]	-4[-1.0]	40[19]	27[9]	55[17]
	TMT	[对当季非金融	-1[0.0]	-3[-0.2]	10[0.7]	54[1.7]	35[3.4]	36[2.7]
	医药	增速贡献%]	1[0.1]	19[1.1]	42[2.2]	17[0.8]	34[3.5]	19[1.6]
政策	专项债+特别国债发行规模	亿元	11000 主要用于基建，右同	19000	17500	提前下达 2021 年专项 债额度	13000	12000
	减税降费	亿元	7428 纾困企业部门为主，右同	7000	6400	5800	4300	4300
	资本市场改革	主要看点	《证券法》修订，再融资新规落地	创业板注册制改革	减持制度调整影响存量； 创业板注册制第一批公司上市	放宽外资 30% 持股限制	退市制度意见征求意见稿落地	
	产业/区域政策	主要看点	/	海南、粤港澳、西部规划落地	成渝双城经济圈规划	关注科技“四基”	新一轮国家 中长期科技 / 规划公布	
	国内货币政策	利率/准备金率	累计降准 100-150bp， MLF 降息 30bp	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		预计无明显降准降息政策操作		
流动性	长端利率走势	10 年国债收益率%	2.5~3.2	2.5~2.8	2.7~3.0	2.6~2.9	2.8~3.1	3.0~3.3
	海外流动性	美欧日央行扩表-亿美元	17565	44800	40400	34400	预计 2021 年维持 28 万亿美元左右规模不新增	
	人民币汇率	CNY/USD	6.85~7.10	7.00~7.20	6.95~7.15	6.85~7.05	6.80~7.00	6.70~6.90

请务必阅读正文之后的免责条款部分

内容	分项指标	单位/说明	2020Q1A	2020Q2 E	2020Q3 E	2020Q4 E	2021Q1 E	2021Q2 E
投资者行为	产业资本	净流动及驱动	小幅流出	流入	+400 亿：国资资金端改善	+400 亿：定增项目释放	资本市场改革红利继续释放，回购、举牌、定增多渠道缓慢入场	
	外资	净流动及驱动	流出	流入	+500 亿：外部扰动频繁，但基本面恢复确定	+800 亿：基本面持续回暖，人民币升值	海外扩表停止和人民币缓慢升值影响下，持续增配，但速度相对 2020 年下半年放缓	
	国内公募	净流动及驱动	流入	流出	+100 亿：调仓为主，流入规模有限	+200 亿：仓位抬升，基本面持续回暖	前期新发规模提升，保持小幅净流入	
	险资+理财子	净流动及驱动	小幅流入	小幅流入	+100 亿：偏好板块业绩压制	+300 亿：基本面弹性增大	股票相对债券配置性价比，稳定增配	
	私募+游资	净流动及驱动	流入	小幅流出	+100 亿：外部扰动降低风险偏好	+200 亿：预期基本面弹性加大，题材涌现	流动性宽松预期降低，净流入规模有限，部分获利盘了结	
大势研判打分	疫情/海外因素	空 ~ 多： -10~+10	2	-4	-3	2	-2	-1
	基本面	空 ~ 多： -10~+10	-10	-5	0	5	10	7
	政策	空 ~ 多： -10~+10	6	9	5	4	3	2
	流动性	空 ~ 多： -10~+10	3	6	3	4	-2	-4
	A 股整体走势	加权得分	-0.6	0.3	0.7	3.7	2.6	1.1
配置建议	海外因素	相对利好	/	消费	医药	金融、消费、科技	周期、科技	消费、金融
	基本面	相对利好	/	科技、医药、必选消费	医药、可选消费	可选消费、周期	周期、可选消费	金融、周期
	政策	相对利好	/	科技	基建、非银	消费、科技、基建、非银	科技、消费	
	流动性	相对利好	/	消费、科技	金融、周期	科技	消费、医药	金融、消费
	板块推荐	加权得分排序	/	科技、消费	医药、基建、消费	周期、科技	周期、消费、科技	金融、消费

资料来源：历史数据来自 Wind 资讯，其它为中信证券研究部预测

注 1：疫情日增确诊数据中，2020Q1 的数据从 1 月 20 日开始计算。

注 2：A 股盈利增速预测中，全市场和各大行业的盈利都是按照中证 800 宽基指数口径。

注 3：本表 2020Q2 中已发生的政策和事件皆以 2020 年 6 月 5 日前可得舆情为准。

注 4：A 股盈利增速预测部分，消费与工业增速根据宏观预测指标自上而下预测，TMT 和医药参考自下而上预测汇总调整得到。

目录

观点回顾及分析框架	1
海外因素在 3 季度的扰动依然比较频繁	1
海外疫情今年 3 季度冲顶后将缓慢回落，警惕期间“二次爆发”风险	1
中美分歧“斗而不破”，美国大选是拐点	7
海外因素展望小结	11
政策发力下国内经济在 3 季度快速恢复至正常水平	11
逆周期以财政为发力点：3 季度看落地，4 季度看预期	11
资本市场改革突进，每个季度都有看点	13
产业政策：短期“新基建”扩张需求，中长期“四基”优化供给	14
区域战略：城市群是扩大内需核心抓手，区域布局愈发优势互补	15
政策展望小结	16
A 股盈利增速将逐季抬升，明年 1 季度达到高点	16
政策支持下，A 股基本面在疫情的冲击后恢复	16
各大板块基本面趋势和看点	18
基本面展望小结	22
今年流动性整体依然宽松，明年逐步回归常态	23
美欧日央行扩表持续，人民币汇率先稳后强	23
国内宽信用“放水养鱼”，降准和降息依然可期	24
流动性展望小结	25
未来一年内各类投资者资金预计累计净流入 A 股 4400 亿元	26
增发加速，制度红利推动产业资本稳步入场	27
经济回暖、估值较低、货币升值提升外资主动配置 A 股偏好	28
公募基金：增量资金有限，在消费、科技、周期间轮动	29
保险与理财子：长期增配趋势不变，且权益配置价值优于债券	30
私募+游资：关注 4 季度题材接力	30
投资者行为小结	31
渐行渐近的“小康牛”	32
下半年“小康牛”将渐行渐近	32
配置上，把握从 3 季度“基建+消费”向 4 季度“周期+科技”的转换	32
风险因素	32

插图目录

图 1: 3 月全球社交隔离迅速强化后, 5 月开始陆续放松.....	1
图 2: 2020 年 2 季度全球日增确诊规模高位震荡.....	2
图 3: 医疗资源压力依然非常大, 轻症普遍在家治愈, 家庭和社区感染难压制.....	3
图 4: 即使是在纽约, 2/3 的感染也是发生在家庭.....	3
图 5: 即使社交隔离放松, 欧美城市活动恢复依然缓慢.....	4
图 6: 海外疫区日增确诊见顶后回落至峰值 20% 以下平均需要 8~9 周以上.....	4
图 7: “红州”和“蓝州”的疫情曲线和复工策略差别很大.....	5
图 8: 除了欧洲, 全球其它 3 个区域的日增确诊还在上行通道.....	6
图 9: 全球 4 大区域日增确诊病例趋势及预测.....	6
图 10: 2016 年美国大选各州投票情况.....	8
图 11: 现阶段摇摆州以中部“铁锈州”等为主.....	8
图 12: 中国口径下, 一阶段贸易协定涉及的农产品进口同比增长依然需要加速.....	9
图 13: 逆周期政策节奏概览与展望.....	12
图 14: 对未来资本市场改革节奏的预测.....	14
图 15: “信贷+非标+企业债”融资增速领先于上市公司企业盈利增速.....	17
图 16: 基建投资增速趋势.....	18
图 17: 房地产建安投资增速历史趋势.....	18
图 18: 金融危机和疫情期间 GDP 增速对比.....	19
图 19: 金融危机和疫情期间 PPI 环比变化对比.....	19
图 20: 南华工业品价格指数与能化指数价差在此次疫情后明显走阔.....	19
图 21: 住房竣工面积累计同比趋势.....	20
图 22: 居民消费信贷增速在 2020Q1 降至有数据以来最低水平.....	20
图 23: TMT 板块对中证 800 (非金融) 的利润增速贡献.....	21
图 24: 美联储、欧央行及日本央行资产规模 (含预测).....	23
图 25: 持续的降准也明显带动了货币乘数的提升, 为货币的扩张提供了基础.....	24
图 26: 国内长端利率走势及未来运行区间预测.....	25
图 27: 国内货币政策关键事件展望.....	25
图 28: 定向增发募集金额.....	27
图 29: 包含不同发行对象类型的上市公司数量.....	27
图 30: 2014M2-2020M5 增减持市值.....	27
图 31: 定向增发家数.....	27
图 32: 产业资本静态投资者结构 (2020Q1).....	28
图 33: 近一个月外资资金流量行业变化.....	28
图 34: 交易型与配置型资金今年累计流入流出规模.....	29
图 35: 北上资金流入情况陆股通.....	29
图 36: 主动管理型基金与被动指数型基金占 A 股全市值比例.....	29
图 37: 偏股型基金新成立份额.....	29
图 38: 龙虎榜净买入额与上证指数.....	31

表格目录

表 1：全球疫情日增确诊在不同情境下的预测	7
表 2：部分国内外疫苗开展情况	7
表 3：美国自 2018 年以来将中国企业纳入“实体清单”一览	10
表 4：中美分歧的演化展望和节奏判断	11
表 5：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	17
表 6：中证 800 各板块盈利增速预测	22
表 7：2020Q2E-2021Q2 美元兑人民币汇率区间展望	24
表 8：流动性展望小结	26
表 9：投资者行为小结	32

观点回顾及分析框架

我们在 2020 年投资策略报告《新时代的“小康牛”》（2019-11-19）中提出，A 股在 2020 年有望迎来 2~3 年“小康牛”的起点，其中 2、4 季度行情表现较好：2 季度科技和消费领涨，4 季度工业和金融全面启动；市场走势整体符合我们的判断。本报告沿用了同样的框架，即在传统框架中融入了量化和行为金融分析：先独立研判海外因素、政策、基本面、流动性，后分析各类投资者在这些因素影响下的行为，并以量化打分的方式得到 A 股大势研判与行业配置核心指标。差别在于，本报告在分析投资者行为时作了前置处理，在海外因素中新增了疫情展望。

海外因素在 3 季度的扰动依然比较频繁

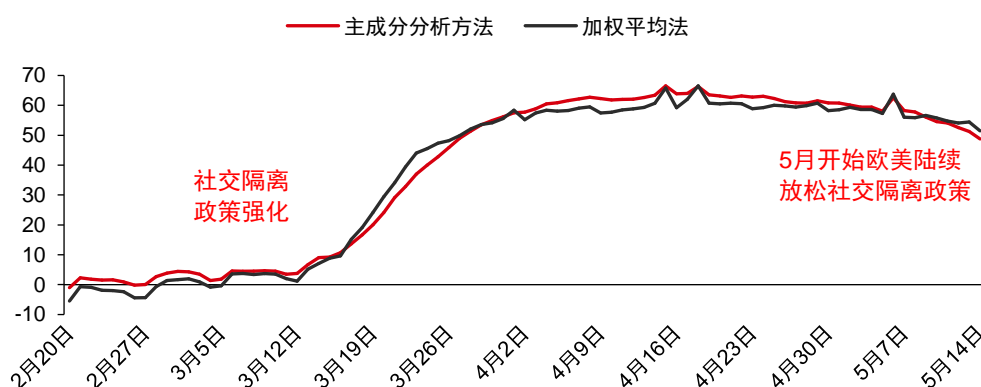
海外疫情今年 3 季度冲顶后将缓慢回落，警惕期间“二次爆发”风险

新冠疫情极大地改变了 2020 年全球经济和社会活动的轨迹，也深刻地影响了国内外的资本市场。因此，有效的投资策略分析也必须建立在对疫情的展望和各国应对的分析上。

疫情仍在蔓延期，预计欧洲、北美、印度+俄罗斯+巴西的日增确诊顺次爬高后回落，但全球整体日增确诊水平依然将维持高位，2020Q3、Q4 的下行幅度有限。

疫情首先于中国爆发，也首先被成功压制，中国当前的政策重心已转向复工复产，并严密防控疫情反复。而疫情在全球的蔓延尚未放缓。3 月 10 日开始，欧洲、北美和主要新兴市场顺次进入疫期。在 3 月 11 日，WHO 将本次疫情定义为大流行病（Pandemic）。截至北京时间 6 月 5 日上午 10:00，全球累计确诊 668 万例，死亡 389620 人，治愈 311 万，现有确诊 318 万例。

图 1：3 月全球社交隔离迅速强化后，5 月开始陆续放松



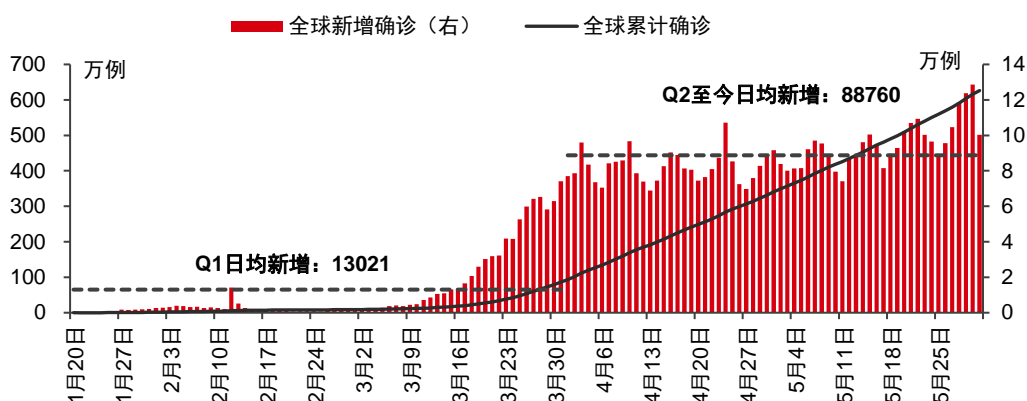
资料来源：牛津大学，IMF，Google，Apple，百度，Bloomberg，中信证券研究部宏观组测算。注：社交隔离指数按照 0-100 划分隔离程度，0 附近表示完全正常，指数越高代表偏离正常状态的程度越高；从防控政策因素（8 个变量）、医疗投入因素（4 个因素）、疫情因素（2 个变量）、出行时间因素（7 个变量）和出行频率因素（3 个变量）五个维度来衡量全球社会隔离程度。

各国的应对策略以压制为主。由于本次疫情高传染、长潜伏、弱致死、强护理的特征，

以社交隔离为主的压制策略逐步成为各国应对策略的共识，根据中信证券研究部宏观组测算的全球社交隔离指数 GSDI, 3月中旬开始全球主要发达经济体纷纷启动社交隔离政策，最高值出现在4月中上旬，5月开始欧美逐步放松社交隔离政策，指数开始缓慢回落。

各国社交隔离政策有效压制疫情后，平均10~20日对应区域的日增确诊会见顶；欧洲、北美大多数国家的日增确诊这个“二阶拐点”在4月陆续明确，随着欧美日增确诊的顺次见顶，近期的疫情压力较大的国家已经转向“金砖国家”中的印度、巴西和俄罗斯。整个2020Q2全球日增确诊规模一直在高位震荡，平均水平在8.9万例左右，明显高于2020Q1的1.3万例左右水平。

图2：2020年2季度全球日增确诊规模高位震荡



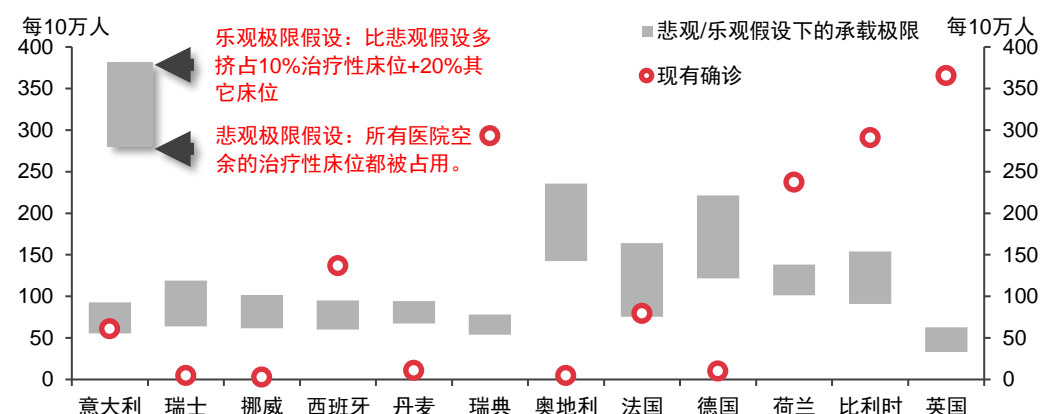
资料来源：Wind, JHU；中信证券研究部

注：2020Q1日均新增的计算从1月20日有数据时开始，2020Q2的日均确诊计算截至5月底。

疫情阴霾难散，海外经济重启是一个非常缓慢的过程，预计在2020年下半年，海外主要经济体将在经济恢复的诉求与疫情反复的风险之间不断平衡，其中一些经济体不排除有疫情二次爆发的风险。

医疗资源制约收治策略，家庭传染难以限制。欧美等主要经济体日增确诊这个指标见顶后普遍下降缓慢。中国武汉的经验显示，封城等类紧急状态可以显著降低聚集性传播和 R_0 ，但 R_0 后续快速下降到1之下较低的水平0.3，关键还是方舱医院和“应收尽收、应治尽治”的做法非常有效的降低了家庭和社区传染。如下图所示，不考虑类似方舱医院的安排，以医院可用病床数衡量，欧洲主要国家常规医疗资源已经面临很大的压力。**即使大部分欧洲国家日增确诊高点已过，其现有病例对医疗资源承载而言依然是很大的挑战。**

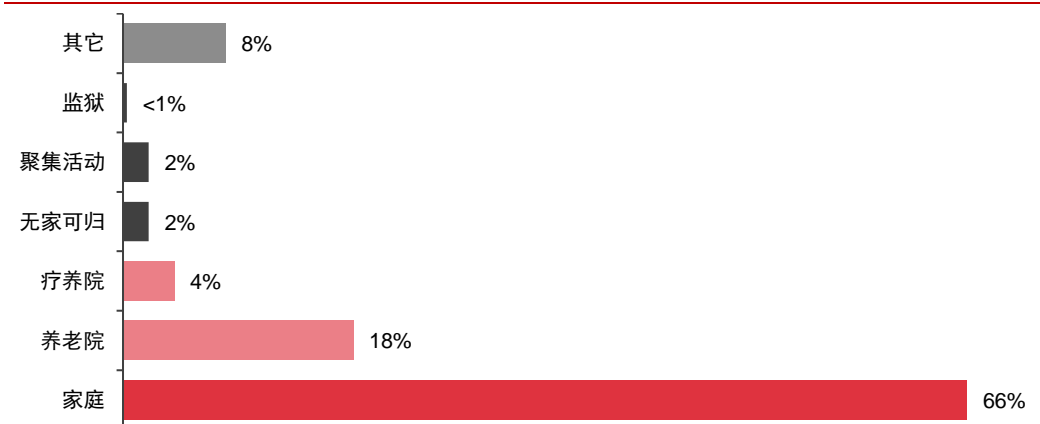
图 3：医疗资源压力依然非常大，轻症普遍在家治愈，家庭和社区感染难压制



资料来源：OECD, Eurostat；中信证券研究部策略组，注 1：现有确诊=累计确诊-累计治愈-累计死亡。注 2：各国的医院病床分为治疗类病床（其中包括重症病床）和其它病床（包括康复护理和长期治疗类病床）；治疗类病床空置率取最新数据。

欧美确诊密度较高，受医疗资源约束，普遍以收治重症为主，轻症患者在家治愈，导致家庭和社区传染难压制。如下图所示，同样，作为美国比较严重、疫情压制比较有效的纽约州，在 5 月新增确诊已经明确下降的时期，约 2/3 的传染依然来自家庭。**这意味着欧美日增确诊下降是一个比较缓慢的过程，期间放松社交隔离，重启经济需要深思熟虑，可能带来疫情反复的风险。**

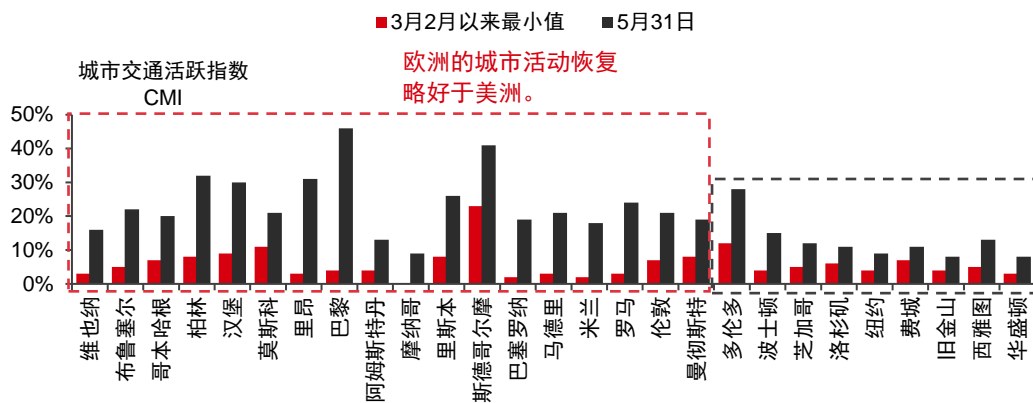
图 4：即使是在纽约，2/3 的感染也是发生在家庭



资料来源：CNBC, covid-tracking.com；中信证券研究部策略组 注：上图数据基于纽约在 5 月 4 日至 6 日之间对 113 家医院的调查，总共合计涵盖了 1269 个病例。

先行调整的德国和意大利样本显示，经济实际重启过程会非常缓慢。5 月开始欧美逐步放松社交隔离政策以来，截至 5 月 31 日，欧洲主要城市交通活动仅恢复到日常 27% 的水平，美洲则仅恢复至 15%。这一方面是由于社交隔离政策导致的经济和社会“休克”的时间较长；另一方面是欧美不少区域日增确诊依然有一定规模，大部分民众在经历了疫情冲击后依然有顾虑。

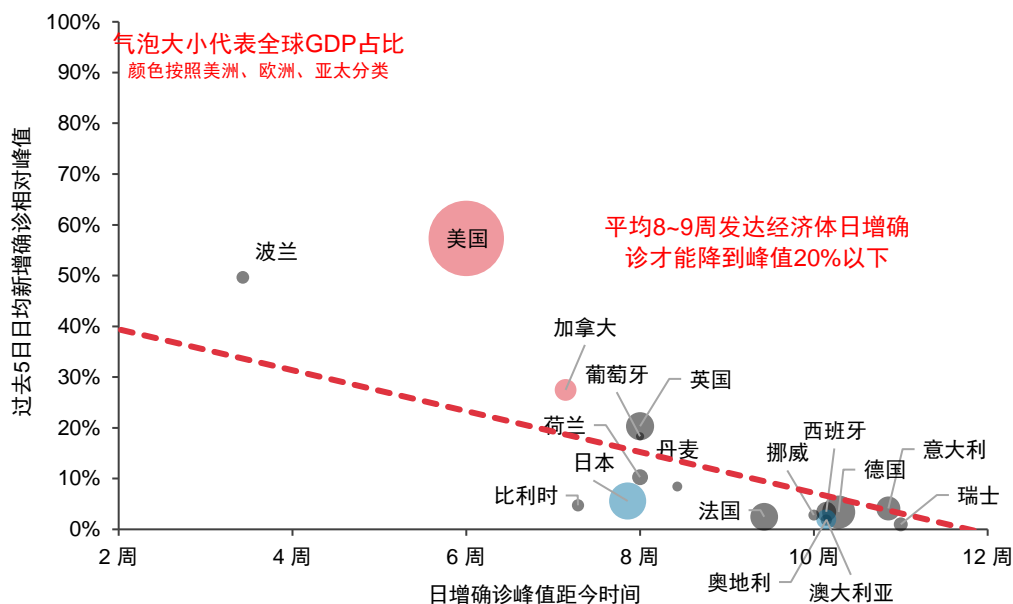
图 5：即使社交隔离放松，欧美城市活动恢复依然缓慢



资料来源：Citymapper.com, 中信证券研究部

大选渐近的美国政策重心过早转向经济重启，政治因素干扰了防疫策略选择，经济重启的过程中，疫情有二次爆发风险。

图 6：海外疫区日增确诊见顶后回落至峰值 20%以下平均需要 8~9 周以上



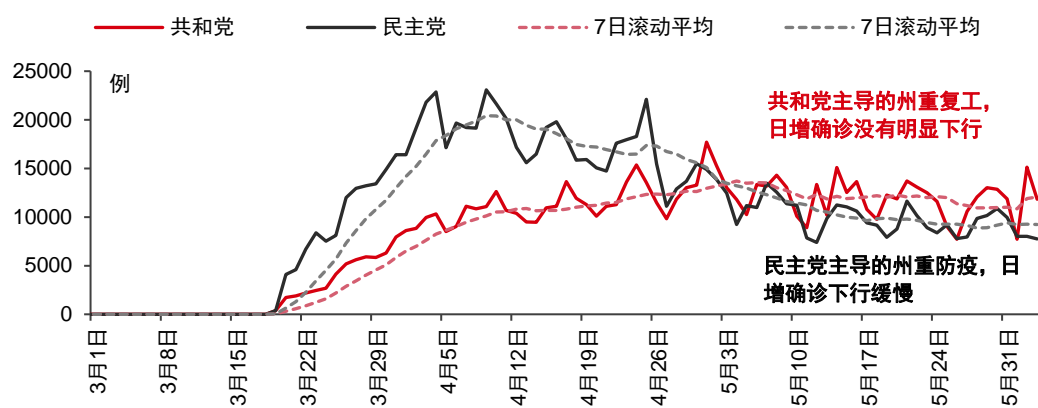
资料来源：Wind, JHU, WHO, 中信证券研究部

政治因素干扰了正确的防疫策略选择。如上所述，医疗资源约束与轻症在家治愈，这导致欧美日增确诊下降趋缓，如上图所示，日增确诊从见顶下降到峰值 20%以下，欧美国家平均需要 8~9 周以上，其中大部分国家 5~6 月份仍将处于日增确诊下行的观察期。从增量角度看，对美国而言，至少再保持 3 周以上的社交隔离，并观察新增确诊的下行趋势，再制定谨慎的经济重启计划比较合理。但是，特朗普急于重启经济，作为连任竞选的筹码，鼓励各州尽快放松社交隔离策略，导致部分州从 5 月初开始就已开始逐步放松社交隔离政策；而 5 月下旬美国各州爆发的骚乱也导致疫情防控难度提高。

各州政治立场影响防疫策略选择，美国疫情二次爆发风险不可忽视。在疫情仍处于平台期的背景下，美国各州“重启”策略选择受政治立场影响。共和党主导的“红州”普遍

比较激进，大都已经开始放松社交隔离，而另一方面民主党主导的“蓝州”相对更加保守。如下图所示，实际上更重防疫的民主党主导的“蓝州”普遍疫情压制效果比较好，后续经济重启的策略更谨慎；相反，共和党主导的“红州”本身就没有明显压制住新增确诊，而在这轮经济重启的策略中反而更激进，后续疫情二次爆发的概率很大。

图 7：“红州”和“蓝州”的疫情曲线和复工策略差别很大



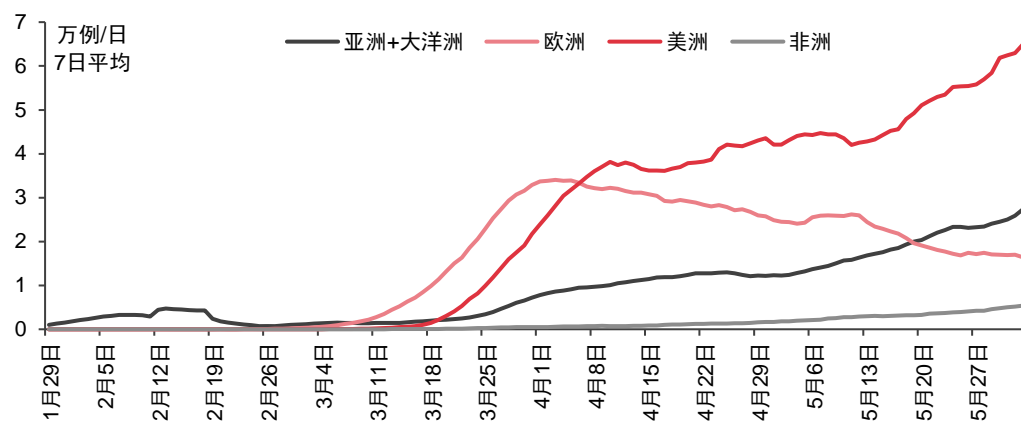
资料来源：美国及各州 CDC, covid-tracking.com；中信证券研究部 注：民主党和共和党的州划分按照州长所属党派划分。

当前全球 4 大区域中，除了欧洲以外，美洲、亚洲+大洋洲、非洲的日增确诊依然在上行通道，考虑到新的疫区巴西、俄罗斯和印度依然处于疫情蔓延的前半段，而后续疫情压力较大区域主要集中在发展中经济体甚至是非洲里的欠发达经济体，这些经济体人口规模大，且医疗条件相对不如欧美，预计全球日增确诊后续 2 个月仍将处于高位。

我们预测疫情未来趋势时基本假设如下：首先，并不考虑预测期内会有广泛应用且有效的疫苗或者特效药出现。其次，对欧洲、亚洲+大洋洲、美洲、非洲四个大区域分别进行趋势预测。再次，对于当前重点疫区美国、英国、俄罗斯、巴西、印度根据具体情况单独预测。最终，除了重点国家外，4 大区域日增确诊见顶后回落的速度在三种情境假设略有差别。

在基准假设下，美国不会随着经济重启而出现疫情的“二次爆发”，但日增确诊会下降得非常缓慢；而新的重点疫区中，巴西和印度的日增确诊在 30~45 日内达到峰值，俄罗斯的日增确诊不出现较大反复。最终全球日增确诊在 6~7 月相对 5 月小幅提升，其后逐月下降。预测结果显示，2020Q2~2021Q2 这 5 个季度的日增确诊分别是 8.9/9.3/7.8/6.5/4.9 万例。

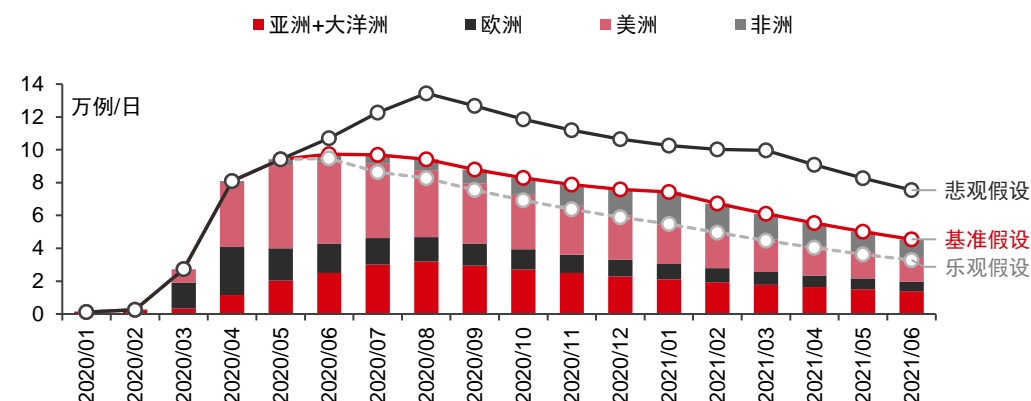
图 8：除了欧洲，全球其它 3 个区域的日增确诊还在上行通道



资料来源：Wind，WHO；中信证券研究部

在乐观假设下，美国也不会随着经济重启而出现疫情的“二次爆发”，日增确诊下降平缓；而新的重点疫区中，巴西和印度的日增确诊在 15~30 日内达到峰值，俄罗斯的日增确诊也稳步下降。更重要的是，北半球入夏后气温上升，压制了病毒的传播能力。最终全球日增确诊在 6 月相对 5 月小幅提升，其后逐月下降，降幅快于基准假设。**预测结果显示，2020Q2~2021Q2 这 5 个季度的日增确诊分别是 8.8/8.1/6.3/4.9/3.6 万例。**

图 9：全球 4 大区域日增确诊病例趋势及预测



资料来源：Wind，WHO；中信证券研究部策略组预测

注：2020 年 5 月及之前的数据为实际值，2020 年 6 月及以后的为中信证券研究部策略组预测值。

在悲观假设下，美国会出现因经济重启引发的疫情“二次爆发”，日增确诊在 6 月会再次抬升，7 月可能迫于压力再次“暂停”经济，而 8 月份才有可能迎来日增确诊的峰值，其后下降速度缓慢。而新的重点疫区中，巴西和印度的日增确诊在 45~50 日内达到峰值，俄罗斯的日增确诊下降非常缓慢。最终全球日增确诊在 6、7、8 月逐月抬升，8 月是峰值，其后再进入缓慢下行通道。**预测结果显示，2020Q2~2021Q2 这 5 个季度的日增确诊分别是 9.2/12.7/11.0/9.7/7.9 万例。**最终，三种假设下全球疫情日增确诊趋势如下表汇总所示。

表 1：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	万例/乐观情境	1.3	8.8	8.1	6.3	4.9	3.6
日均新增	万例/中性情境	1.3	8.9	9.3	7.8	6.5	4.9
确诊	万例/悲观情境	1.3	9.2	12.7	11.0	9.7	7.9

资料来源：Wind，WHO；中信证券研究部策略组预测
 的数据为中信证券研究部策略组预测值。

注：2020Q1 的数据为实际值，2020Q2 及以后的数据为中信证券研究部策略组预测值。

此外，虽然我们上文假设中未提及疫苗研发的情况，但根据世界卫生组织的统计，世界上有超过 120 个新冠病毒疫苗研发项目正在进行中，其中部分疫苗已经进入临床试验阶段。而根据复旦大学附属华山医院感染科主任张文宏近期判断，按最乐观的情况预计，在明年 3 月可能可以看到第一个成功的疫苗，中国疾控中心主任高福院士 5 月底在接受大公文汇全媒体专访时表示“有望在年底前对特殊人群使用疫苗”。**参考以上信息，我们认为虽然疫情最终得到控制是大概率事件，但疫苗今年全面应用的可能性仍待观察。**

表 2：部分国内外疫苗开展情况

公司	国家	合作单位	疫苗技术路线	最新进展
国药集团	中国	中国生物武汉生物制品研究所/中科院武汉病毒所	灭活疫苗	I / II 期临床试验
康泰生物	中国	艾棣维欣（苏州）生物制药有限公司 & Inovio Pharmaceuticals	DNA 疫苗	I 期临床实验
科兴控股生物技术	中国	-	灭活疫苗（vero 细胞）	I / II 期临床试验
Moderna	美国	美国国家过敏及传染病研究所（NIAID）	核酸疫苗	当地时间 3 月 16 日开始一期临床实验；4 月 17 日宣布获得 4.83 亿美元加快研发进程。Phase 1 NCT04283461
Inovio Pharmaceuticals	美国	CEPI	核酸疫苗	3 月 3 日宣布加快研发，4 月 6 日宣布进入一期临床试验。Phase 1 NCT04336410
/	英国	牛津大学	病毒载体疫苗	4 月 17 日宣布进入一期临床实验，已经招募超过 500 个志愿者。Phase 1/2 NCT04324606
BioNTech	德国	Pfizer and Fusun	核酸疫苗	3 月 5 日透露合作可能，3 月 17 日正式宣布研发；4 月 9 日宣布 4 月底进入临床试验

资料来源：各公司官网，ClinicalTrials.gov，中信证券研究部医药组 注：截至 2020 年 4 月 18 日。

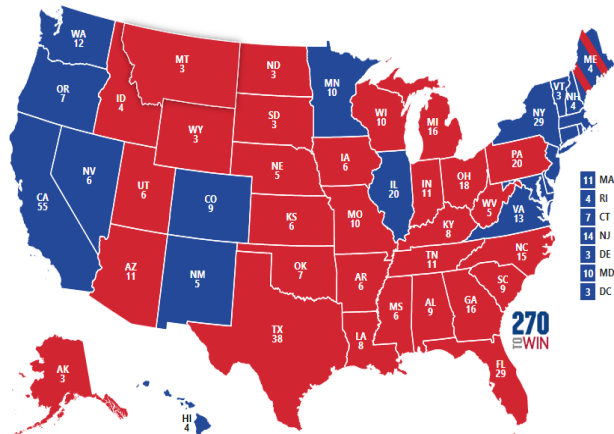
中美分歧“斗而不破”，美国大选是拐点

在经济复苏压力加大，骚乱逐渐发酵的背景下，美国转移内部压力将成为重要策略。而中国作为美方主要经济竞争对手及疫情最先爆发地，施压中国已经成为共和党及民主党为数不多的所谓共识，下文分别从贸易及科技两个维度对中美摩擦进程及影响进行预判。

在贸易方面，大选之前，中美一阶段协议将成为特朗普讨好“红州”基本盘及“铁锈带”摇摆州的关键筹码，不会轻易撕毁。根据 270 to Win 的统计，从当前的选举情况来看，拜登微微占优，但宾夕法尼亚州、密歇根州、佛罗里达州等 6 大摇摆州合计 102 张选举人

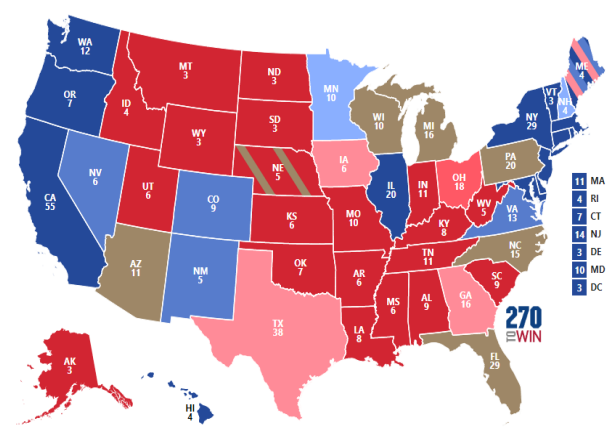
票才是胜负的关键。从摇摆州的属性看，多集中在五大湖“铁锈地带”，而这些州的农民及工人正是上次特朗普获得大选胜利的重要因素。在此基础上，我们认为，通过一阶段协议大力出口美国农产品及工业品以讨好摇摆州及中部“红州”基本盘是特朗普最明智的选择，故其不会选择撕毁一阶段贸易协议，抹杀自己的“功绩”。

图 10：2016 年美国大选各州投票情况



资料来源：270 to Win 注：红色为共和党获胜州，蓝色为民主党获胜州

图 11：现阶段摇摆州以中部“铁锈州”等为主

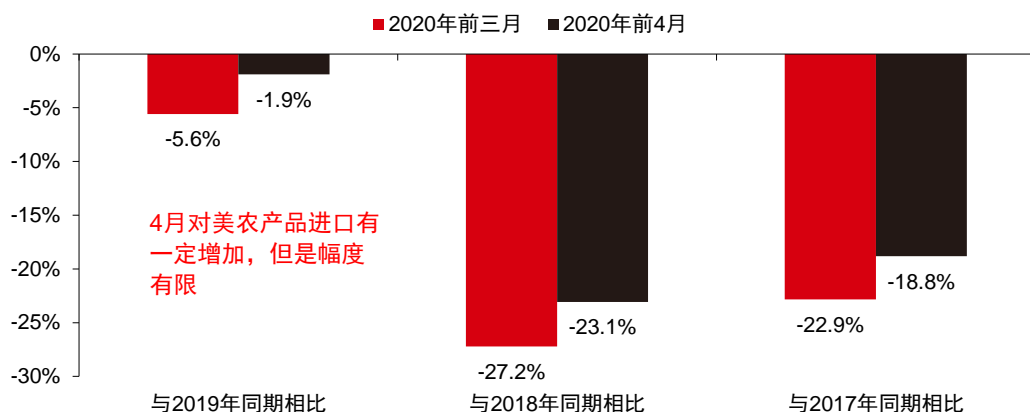


资料来源：270 to Win 注 1：红色及粉色为偏共和党州，蓝色及浅蓝为偏民主党州，褐色为摇摆州 注 2：截至 2020 年 5 月 24 日

从 1 季度的实际采购来看，疫情等客观背景造成了 2020 年全年达成中美一阶段贸易协定任务艰巨，但这给特朗普提供了向中国施压的借口。由于中国未公布近期 HS4 口径进出口情况，且美方肯定以自己的统计数据判断贸易协定的完成情况，故我们参照美国 USITC 公布的美对中出口数据作为研究的基准。在此口径下，2017 年协议中涉及的中国产成品、能源、农产品自美进口额分别为 502、78、209 亿美元，按照协议要求，2020 年全年自美进口应达到 831、263、334 亿美元。但 1 季度根据美国统计，疫情影响下实际进口明显小于目标金额，故简单推算下，未来协议提及的品类后三个季度对美进口同比增速要极大提速，完成难度很大。

中国当前正在加快采购进程，但“填坑”过程客观上可能需要的时间较长。中国在“两会”政府工作报告中已明确提出“共同落实中美第一阶段经贸协议”，并且在近期陆续允许美国鳄梨、大麦、蓝莓等农产品进入中国，美国贸易代表办公室（USTR）也在 5 月 21 日明确指出“中国对美国农业带来巨大市场潜力，这些行动将帮助美国出口商扩大在中国的销售。我们期待继续与中国合作实施第一阶段的承诺，立即增加美国所有种类的农产品出口”。但“填坑”可能并不会一蹴而就，从美国最关心的农产品来看，中方口径下（美国口径未公布 4 月数据），累计至 4 月的农产品自美进口规模与 2017 年同期相比为-22.9%，虽然较 3 月同期上升 4.1pcts，但总体改善幅度依然需要加速。

图 12：中国口径下，一阶段贸易协定涉及的农产品进口同比增长依然需要加速



资料来源：Wind，中信证券研究部，注：用 HS2 码口径，可能与协议的 HS4 码有一定误差，且第二章：肉与食用杂碎由于未公布 4 月累计数据，用三月累计数据代替

故从下半年来看，为了争取基本盘及“摇摆州”选票，特朗普大概率不会撕毁一阶段协议，这让市场对于贸易方面的担忧有了底线，但由于中国采购“填坑”可能不会一蹴而就，即使存在疫情等客观背景，仍或将成为特朗普的施压借口，关于贸易方面高频次、低强度的冲突估计还会持续到大选前。

而展望明年，“二阶段协议”可能再次带来波澜。特朗普曾称将在总统大选后完成中美第二阶段经贸协议，故若其成功当选，“二阶段协议”有望在 2021 年逐步开始谈判，但谈判内容可能相对第一阶段协议更加难以达成共识。根据此前白宫贸易顾问纳瓦罗 1 月中接受 CNBC 采访时的表态，二阶段协议也许会涉及所谓的“国企补贴”、“中国科技领域技术转移”及“网络入侵”等问题，再加上特朗普极限施压的谈判风格，进程很可能一波三折，届时外围风险可能再次加大。而若是拜登当选，由于政治理念不同，且需要与中国重新构建贸易谈判架构，“二阶段协议”谈判日期可能延后，明年 1 季度风险有望边际弱化。

综上所述，在大选日益临近的背景下，特朗普为了保住基本盘及争取“摇摆州”选票，撕毁一阶段协议的可能性非常小，但为了迎合民粹主义且催促中国加紧采购，可能会不断对中国施压，但整体摩擦升级程度对市场冲击有限，大选过后，4 季度边际冲击可能会随着大选落定而减小。而若明年特朗普再次成功当选并开始二阶段贸易协定谈判，外部环境可能再次承压，若拜登成功当选，“二阶段协议”可能将延后，风险边际减少。

在科技方面，中美科技领域争端长期化的趋势在这两年已经确立，并且美国有可能在内部压力增大的基础上进一步对华施压。但首先与 2018 年首次遭遇科技战不同，市场对于美方科技领域限制的反应趋弱。美国对中国科创企业的实质制裁可以追溯到 2018 年的中兴事件及 2019 年将华为等纳入“实体清单”等，当时市场反应剧烈，创业板次日跌幅都在 3% 以上，不过伴随着科技领域争端逐步长期常态化，最近市场整体对于突发事件的反应钝化，如 2020 年以来美方两次的科技制裁，创业板指数的调整都在 1 个百分点之内。

而影响逐步趋弱的原因，一方面是由于美国科技方面的压制更多是意图长期扼杀中国产业升级的趋势，对于短期内经济总量影响相对有限，故映射到资本市场更多是情绪面的反应，但更为重要的是市场已经陆续认识到了争端的长期性及复杂性。美国将中国相关企

业或院校纳入“实体清单”时，虽然打着“国家安全”、“人权”等旗号，但更多围绕着通信、人工智能、安防等关键领域的重点公司进行精确打击制裁，与“贸易摩擦”全面、总量型的影响不同。这也导致了其实科技争端影响的是长期中国产业趋势及潜在增长率的问题，而不是短期经济增长的问题，故在资本市场上反映的更多是情绪的变化。但更为重要的是伴随着市场认识到科技争端长期性、复杂性的趋势、中国“自主可控”的扶持力度加大及中国重点企业的逆势韧性，投资者的行为也从 2018 年首次遭遇科技战时的“整体悲观”发生了转变：现在在市场情绪较佳时反映为“国产替代加速”，而在市场情绪不佳时反映为“避险情绪”。**中美科技博弈这条主线对 A 股市场的趋势性影响已经显著弱化。**

表 3：美国自 2018 年以来将中国企业纳入“实体清单”一览

	实体清单企业	主要涉及行业
2018/8/1	国内 44 家涉及军用领域的企业及科研院所，包括航天科工、中国电科等军工集团	军工
2019/5/15	华为及部分关联企业	通信、5G 产业链
2019/6/21	中科曙光、天津海光、成都海光集成电路、成都海光微电子技术、无锡江南计算技术研究所等	高性能计算、服务器制造商
2019/8/15	中广核集团及其关联公司	核电
2019/8/19	华为 46 家附属子公司	通信、5G 产业链
2019/10/7	大华科技、海康威视、科大讯飞、旷视科技、商汤科技、依图科技、美亚柏科、颐信科技等 8 家公司和 19 个公安机关及 1 个警察学院	安防、人工智能
2020/5/22	奇虎 360、云从科技、云天励飞、达闼科技、东方网力及北京计算机科学研究中心、哈尔滨工业大学、哈尔滨工程大学等高校，合计共 33 个公司/高校院所/个人	网络安全、人工智能、通信

资料来源：美国商务部，中信证券研究部

另一方面，与过去两年不同，疫情背景下美国自身经济非常脆弱，而中国的准备更加充分。在疫情对经济的强约束下，美国对于中国科技领域的过度封锁也可能会导致本土企业面临被反制或供应链冲击的风险，整体制裁空间料将不如前两年大。而从中国自身准备来看，虽然部分技术仍受制于人，但“国产替代”正在加速进行中。

综上所述，虽然在疫情及大选带来的内部压力下，美方可能持续在科技争端方面加码，但美国有经济约束，中国有准备，整体市场反应料将继续钝化。而从具体事件发酵时点判断而言，虽然主动权由美国掌控，但也可能与贸易摩擦一样，受美国大选等节奏的影响，故 2020Q3 扰动增多的可能性更大，而 2020Q4 伴随着大选尘埃落定可能边际会有缓解。而展望明年，若特朗普当选，由于二阶段协议同样可能涉及部分产业发展、补贴等话题，届时科技领域的冲突也可能随之加大，而若拜登当选，谈判进度可能延后，谈判内容也可能边际温和，降低 1 季度科技领域风险。

最后，如果中美冲突再次明显加剧，市场担心蔓延至金融战领域，但我们认为可能性及影响都相对较小。在特朗普 5 月 30 日宣布拟涉港措施之前，部分市场投资者担心制裁是否会涉及到联系汇率制度等金融领域，但最终结果并未涉及，且我们认为未来中美在金融领域发生冲突的可能性也较为有限。一方面，考虑到中美两国金融市场的量级及地位，美方不会贸然挑起“金融战”，造成大选年全球范围内不可控的金融风险，且去年 8 月 6 日美国将中国列为“汇率操纵国”后没有进一步施压也证明了这一点。另一方面，对香港而言，对于汇率制度等已经做好了预案及充足的应对准备，香港财政司司长陈茂波在 6 月

3 日接受央视采访时表示“联系汇率制度是香港自己设定的，不需要外国同意，最重要的是香港自己有足够的实力支撑该制度。我们在这方面充满信心，香港现有外汇储备约 4400 亿美元，这相当于香港基础货币的两倍以上。同时国家还与香港建立了美元和港元的互换协议，在需要之际支持香港。”

表 4：中美分歧的演化展望和节奏判断

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：中信证券研究部预测

海外因素展望小结

综合考虑海外疫情的演进，以及中美博弈在贸易和科技两条主线的进展，我们就海外因素对 A 股影响在各季度的推演如下。

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。

2020Q4：一方面，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。

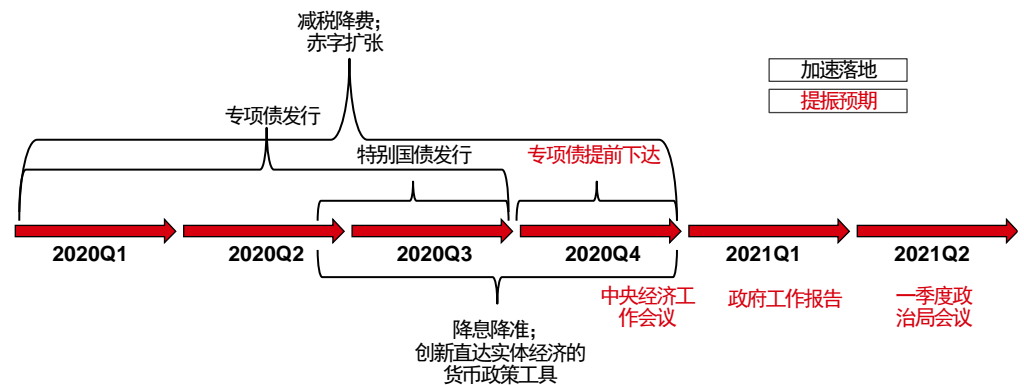
2021Q1~Q2：1) 若特朗普当选，很可能在 2021Q1 总统履职前后就立刻开始二阶段贸易协议谈判，由于特朗普极限施压的谈判风格及可能更敏感的协议内容，届时外部风险大概率又会提升。2) 若拜登当选，由于执政理念不同，二阶段谈判可能延后至 2021Q2 甚至更晚，从而减弱明年 1 季度外部风险，利好外资偏好的品种（与 2020Q4 利好板块相同）。

政策发力下国内经济在 3 季度快速恢复至正常水平

逆周期以财政为发力点：3 季度看落地，4 季度看预期

我们预计逆周期政策在 3 季度看落实，4 季度看预期。此外，2020 年 12 月中央经济工作会议、2021 年 3 月“两会”与 4 月的政治局会议也将对预期产生较大影响，值得关注。

图 13：逆周期政策节奏概览与展望



资料来源：中信证券研究部绘制

财政政策主要包括预算内的赤字扩张和减税降费，以及预算外的专项债和特别国债的发行，其中预算内部分有助于纾困托底将延续全年，预算外部分支持逆周期发力，有望于3季度集中落地，4季度专项债提前下达或引领预期：

预算内包括赤字扩张与减税降费，其效用有望持续至年底。赤字方面，2020年“两会”报告明确提出扩张1万亿赤字，根据2020年预算草案，中央对地方税收返还和转移支付相较于2019年扩张了约8500亿，赤字的扩张有助于支援地方“三保支出”。减税降费方面，报告明确减税降费2.5万亿以上，其中主要包括三大主体：社保减免时间延长到年底有望带来约1.3万亿降费、增值税小规模纳税人减免时间延长到年底有望带来约7000亿减税、2019年已经出台的增值税税率和社保费率下降政策在2020年可带动约5000亿的减税降费。预算内的赤字扩张与减税降费有助于纾困托底，其效用有望涵盖全年。根据国家税务总局数据，2020年1季度减税降费7428亿元，1-4月累计减税降费9066亿元，根据2019年四个季度的税收收入占比估算，2020Q2~Q4减税降费的规模或将分别为7000亿元、6400亿元和5800亿元。展望2021年，全国政协常委、财政部原部长楼继伟5月23日下午在全国政协中共界别小组讨论时建议，企业所得税应降到20%，个人所得税边际税率可从45%降到33%，二者规模或可达到7000亿左右，再考虑到可能出台的其他减税降费行动，我们预计2021年或将减税降费1.5万亿，按照2019年四个季度税收占比估算，2021年Q1和Q2的减税降费规模或均为4300亿元。

预算外包括专项债扩张与特别国债发行，预计将在3季度集中落地，4季度提前下达专项债有助于提振预期。专项债方面，2020年扩张1.6万亿至3.75万亿，主要用于支持基建的建设，1-5月累计发行了约2.1万亿，预计2020Q2有望发行1.4万亿元；考虑到专项债资金落实到项目上存在1-3个月的时滞，且冬季基建项目开工较难，2019年1-9月发行了全年99%的专项债，我们预计2020年剩余的专项债有望在3季度集中落地，对应发行规模或为1.25万亿。参考2019年经验，2020年4季度有望提前下达2021年专项债，其规模或为1万亿，若要进一步加大力度可提升规模，但其上限为2020年3.75万亿的60%，即2.25万亿，届时有望引领市场预期上行。若2021年专项债规模增长8000亿到4.55万亿，按照2020年节奏估算，则2021Q1和Q2的专项债发行规模或将分别为1.3

万亿和 1.2 万亿。特别国债方面，“两会”报告提出发行 1 万亿抗疫特别国债，预计主要用于基建投资，部分用于补充中小银行资本金，考虑到当前经济压力较大，我们预计特别国债有望尽快发行，6 月和 7 月有望分别发行 5000 亿元。

货币政策或将维持宽松，后续有望采用多种举措让资金“直达”实体经济。政府工作报告强调“创新直达实体经济的货币政策工具”，我们预计未来或将从多个方面支持实体经济：1) 中小微企业延期还本付息由今年 6 月底延长至明年 3 月底，并对普惠型小微企业应延尽延；2) 大幅增加小微企业信用贷、首贷、无还本续贷，大型银行普惠贷款增速要高于 40%；3) 支持中小银行补充资本金，发挥好中小银行的区域性融资功能。结合应收账款融资等政策，全年针对小微企业的金融纾困总包或可达 3 万亿。

实施扩大内需战略，使提振消费与扩大投资有效结合。“两会”报告强调“实施扩大内需战略”、“使提振消费与扩大投资有效结合、相互促进”，具体可包括基建投资、房地产投资和消费三个方面。基建投资方面，预计专项债与特别国债或可带动全口径基建投资增长 2.5 万亿以上，对应增速约 14%。地产投资方面，预计仍将维持中央“房住不炒”与地方“因城施策”相结合，此外报告延续了 4 月 14 日国常会关于旧改的计划，即 2020 年新开工旧改小区 3.9 万个，我们测算其规模接近万亿，其中或涉及数千亿规模的旧改专项债。消费方面，预计中央将以供给侧的改革性政策为主，需求侧的刺激性政策则主要由地方政府为主，通过多举措并举来扩大消费，适应群众多元化需求。扩大内需战略的核心在于通过增加内需来对冲外需下滑带来的经济压力，2019 年我国净出口 2.9 万亿元，其中对美净出口 2 万亿元，若未来对美顺差下降，则一方面可增加我国对欧洲及日韩等国的出口，另一方面则需要扩大内需，预计内需扩大战略或可扩大 5000-1 万亿元的内需规模。

资本市场改革突进，每个季度都有看点

中央对资本市场改革的重视或前所未有的，为发挥好资本市场的枢纽作用，预计改革将从融资端、投资端和机构端持续加速。“深改十二条”的提出标志着资本市场改革已进入新周期，2020 年以来中央高层会议和文件频繁提及资本市场，对资本市场改革的重视或达到了前所未有的高度，强调发挥好资本市场的枢纽作用。我们认为资本市场改革或是未来结构性改革中的主要亮点，或从融资端、投资端和机构端三方面持续加速。

融资端改革，即促进市场优胜劣汰，提升服务实体经济的能力。预计将出台提高上市公司质量行动计划、优化减持与退市制度、深化创业板与科创板改革试点。(1) 提高上市公司质量行动计划或在 2 季度对外印发，进一步明确改革纲领。(2) 减持制度优化目前已有初步探索，如新增再融资不适用 2017 年的减持规定、创投基金反相挂钩、协议转让放宽等。预计减持制度或在 3 季度得到系统性优化，延续目前分类分阶段改革的模式，兼顾各方利益平衡。(3) 退市制度改革或在 2021 年 1 季度推出，参考科创板的实践，缩短退市流程、完善财务退市标准，畅通多元化退出渠道。(4) 创业板改革落地后，科创板或有进一步深化改革的空间，以实现与创业板的错位发展与适度竞争。

投资端改革，即提升市场活跃度，发挥好资本市场的投资功能。预计将拓宽长线资金入市渠道、丰富金融工具、加强信息披露与投资者保护。(1) 长线资金入市渠道或持续拓

宽，如提高养老金入市比例、扩大权益类产品规模、研究放宽外资 30%持股限制等。（2）金融工具或持续丰富以提升市场活跃度，如优化两融制度、推出或扩容各类股指期货等衍生品。（3）与新《证券法》配套的信息披露和投资者保护制度或加速完善。

机构端改革，即提升金融开放背景下国内金融机构的竞争力，发挥好中介机构的桥梁作用。预计将支持头部市场服务机构做大做强，扩大金融服务业开放。（1）或支持头部券商和基金等市场服务机构做大做强，深化简政放权，鼓励规模化发展和业务创新。（2）中美第一阶段协议或持续落实，扩大外资机构基金托管、债券承销和资产管理等领域的开放。

我们对未来资本市场改革节奏的预测如下。其中创业板改革、减持和退市制度改革、衍生品扩容、外资持股比例限制放宽等或对市场有重要影响，需重点关注。

图 14：对未来资本市场改革节奏的预测



资料来源：中国政府网，中国证监会，新华网，中信证券研究部预测

产业政策：短期“新基建”扩张需求，中长期“四基”优化供给

短期来看，“新基建”或将作为扩大国内需求的重要抓手。基建投资是我国经济增长的压舱石，2008 年和 2012 年两次经济下行压力加大时，国家均把基建作为逆周期调节的主要需求刺激手段。但是现在传统基建投资的边际收益逐渐下降，而“新基建”的投资潜力仍然十分巨大。以新基建为代表的“两新一重”一方面可以有效扩大国内需求，对冲疫情导致的短期压力；另一方面也可以增加优质公共产品供给，提升社会全要素生产率。而且“新基建”投资中社会资本参与程度更高，对地方政府债务的压力更小。

重点关注 5G 应用、新能源汽车充电桩、数据中心等细分领域。5G 方面，三大运营商 2020 年资本开支计划已经确定，合计 3,348 亿元，预计全年建设 5G 基站 70 万个，确定性相对较高。后续增量政策建议重点关注工业互联网、智慧城市、车联网等相关应用的落地。新能源汽车充电桩方面，充电桩数量不足已经成为制约新能源汽车销售的重要因素，公共充电桩或将成为支持重点。预计支持手段可能主要包括提高充电运营企业补贴额度，发放新车充电补贴，鼓励各类充换电设施实现互联互通，降低公共充电桩电价等，预计全年新建 20 万个公共充电桩。数据中心方面，地方政府可能会加强在牌照资源、土地许可、能耗指标方面的支持力度，数据中心服务商和上游设备商料将明显受益。

中长期来看，核心基础零部件（元器件）、关键基础材料、先进基础工艺和产业技术基础等“四基”或将成为供给侧突破的重点。2019 年 8 月的中央财经委员会第五次会议提出，“要充分发挥集中力量办大事的制度优势和超大规模的市场优势，打好产业基础高级化、产业链现代化的攻坚战”。2019 年 12 月的中央经济工作会议进一步明确，“要健全体制机制，打造一批有国际竞争力的先进制造业集群，提升产业基础能力和产业链现代化

水平”。产业政策重点支持的领域或将从《中国制造 2025》中的十大领域、三十六个细分行业聚焦于“四基”领域，利用好关键核心技术攻关新型举国体制，使国家科研资源进一步聚焦重点领域、重点项目、重点单位。要深刻认识到“关键核心技术是要不来、买不来、讨不来的”，从“两弹一星”的举世瞩目，到航空航天等领域的集中攻关，新中国成立 70 多年来的科技成就表明，关键核心技术的研发涉及多种资源的协调、多条线路的协同和多个团队的创新，往往需要政府和科技部门的有效组织和引导，特别是在打造“国之重器”时，甚至需要倾注举国之力¹。目前，高技术产业投资恢复较快，2020 年 1-4 月高技术产业投资同比下降 3.0%，降幅小于全部投资 7.3 个百分点。若年底前恢复至往年水平，则 2020 年全年可实现约 15% 的增速。

从支持方式上看，产业政策将向普惠化和功能性转型，更多采用市场化支持手段，保证竞争中性的。2020 年 5 月公布的《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》中明确指出，要推动产业政策向普惠化和功能性转型，加强产业政策和竞争政策协同。普惠化政策，指的是产业政策扶持的标准更加公开公平，凡是符合标准的企业即可获得支持，无论企业性质与企业规模。竞争性政策，指的是通过扩大开放，破除行业垄断保护的方法，激发企业竞争活力。预计未来支持手段或将包括：1）财税政策，研发费用加计扣除比例进一步上调，所得税“两免三减半”推广并延长，强化首台（套）重大技术装备的支持手段等；2）金融政策，优化政府产业基金投资布局，发挥政策性金融机构作用，提高制造业贷款比例等；3）体制改革，深化事业单位改革，强化公益属性，加快科技型国企改革，释放创新活力。

关键催化事件为十九届五中全会讨论“十四五”规划，及新一轮中长期科技发展规划的编制。根据此前年度经验，2020 年 10 月中共中央十九届五中全会或将在北京召开，届时可能会讨论对“十四五”规划的建议。新的“十四五”规划将对 2021-2025 年的产业政策重新进行系统性的调整，2021 年各个细分行业或将以此为依据制定更加详细的产业规划方案。此外，《国家中长期科技发展规划纲要（2021-2035）》也正在制定当中，预计将于 2021 年上半年公布，进一步明确国家科技攻关突破的重点。

区域战略：城市群是扩大内需核心抓手，区域布局愈发优势互补

《政府工作报告》提出“扩大内需”，以城市群带动新型城镇化是重要发力点。扩大内需是我国面对愈发增加的外部不稳定因素做出的战略选择，既要推动消费回升，也要扩大有效投资，尤其是“两新一重”。2019 年城镇化率突破 60%，阶段特征体现为人口加速向城市群流动，由此带来巨大的消费扩容升级潜力、集中的基础设施投资需求、以及高端要素集聚带来的产业发展动能。因此，政策层着重提出应“发挥中心城市和城市群综合带动作用”推进新型城镇化。其中，京津冀、长三角、粤港澳三大核心区域战略规划已经成型，应实现率先发展，后续亟待地方加快在基础设施、产业发展、公共服务等领域的协同推进。而“推动成渝地区双城经济圈建设”今年来多次提及，或年内加速出台相关文件，成为下一个高质量发展增长极。

¹ 《以新型举国体制助力重大科技创新》，人民日报。

在发展中促进相对平衡，这是区域协调发展的辩证法。西部等区域也将从优势互补的角度进行战略布局。习近平总书记 2019 年底《推动形成优势互补高质量发展的区域经济布局》文中，提出“增强其他地区在保障粮食安全、生态安全、边疆安全等方面的功能，形成优势互补、高质量发展的区域经济布局”。一方面，长江经济带和黄河流域高质量发展战略均是以“大保护”为核心前提。另一方面，新时代西部大开发如火如荼。我们认为，西部战略或在生态平衡的前提下，推动乡村振兴和扶贫攻坚以补短板，通过基础设施完善助力打通陆海通道，与“一带一路”倡议结合，打造扩大内需和对外开放的新天地，在承接更多产业转移需求、保持我国完整的工业体系实现经济发展的同时，也通过区域差距的缩小切实维护国家安全和社会稳定。

政策展望小结

综上所述，我们对 2020Q3-2021Q2 四个季度的政策判断及相对利好的板块判断如下：

2020Q3：逆周期政策力度仍将维持但更注重前期预期的落地，财政方面预计专项债将发行 1.25 万亿元，特别国债或将发行 5000 亿元，减税降费规模有望达到 6400 亿元；货币方面预计将降准 50bp、MLF 降息 10bp。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。综上，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。

2020Q4：逆周期政策方面，4 季度预计仅减税降费 5800 亿元，但或提前下达 2021 年专项债额度，因此更应关注预期的提振。资本市场改革方面，扩容多种股指期货、放宽外资 30%持股限制等政策或将出台。产业政策方面，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，财政方面预计专项债将发行 1.3 万亿元，减税降费规模有望达到 4300 亿元。此外，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，财政方面预计专项债将发行 1.2 万亿元，减税降费规模有望达到 4300 亿元。产业政策方面，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。

■ A 股盈利增速将逐季抬升，明年 1 季度达到高点

政策支持下，A 股基本面在疫情的冲击后恢复

我们认为，2020H2 驱动 A 股上市公司盈利增速变动的最主要宏观因素还是经济在疫情之后的复苏，盈利的恢复将成为最核心的行业比较逻辑。疫情发生后政策支持力度不断提升，宏观信用环境的宽松将支持企业盈利的修复。截至 2020 年 4 月，“信贷+非标+企业债”12 个月的累计同比增速已经上升至 26.5%，达到 2013 年以来的最高水平。随着信用

扩张的推进，经济回暖以及企业利润增长回暖趋势确定。

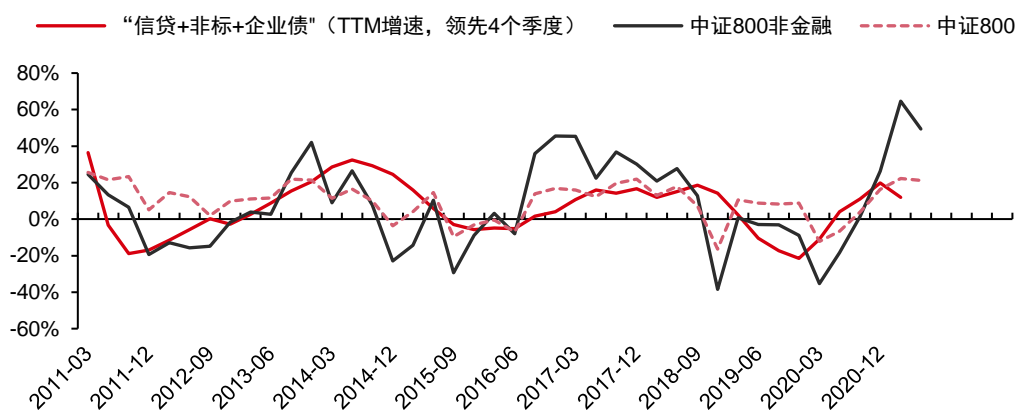
在 2020Q2~Q3，我们预计工业和消费板块仍然会拖累中证 800（非金融）净利润增速，而 TMT 和医药板块会有小幅正向贡献，疫情影响下，TMT 和医药板块的相对增长优势明显。而到了 2020 年 4 季度，随着可选消费行业（主要是汽车和家电）利润增速的快速回暖，消费板块预计 2020Q4 单季将贡献 19.0 个百分点的增速（中证 800 非金融 2020Q4 的预测增速是 26.2%），成为中证 800（非金融）板块盈利增速大幅转正最主要的贡献因素。而工业作为中证 800（非金融）利润占比最大的板块，到 2021 年上半年对中证 800（非金融）的利润增长贡献将重新跃升至第一位，预计 2021Q1/Q2 分别达到 48.4/27.9 个百分点。仅从相对景气度判断，预计 2020Q3 TMT 和医药板块仍然是优选，而随着消费和工业的陆续恢复，2020Q4 开始预计行情将先向消费（尤其是可选消费）再向工业板块（尤其是强周期工业品）切换。

表 5：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，中信证券研究部预测 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研究部策略组预测值。

图 15：“信贷+非标+企业债”融资增速领先于上市公司企业盈利增速



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2020Q2 及以后的为中信证券研究部策略组预测值，“信贷+非标+企业债”的时间相较时间轴领先 4 个季度

我们预计非金融上市公司企业盈利增速从 2020Q2 开始逐季抬升：2020Q2~2021Q2 五个季度，中证 800（非金融）盈利增速分别为-18.3%/1.5%/26.2%/64.6%/49.3%，2020 年中证 800（非金融）全年盈利增速预计为-9.3%，在 2020Q1 低基数影响下，本轮盈利增速上行的周期高点出现在 2021Q1。

各大板块基本面趋势和看点

1) 工业板块：工业品价格以及工业生产活动的企稳（同比角度）是下半年乃至明年上半年工业板块利润增速企稳的最主要驱动力。

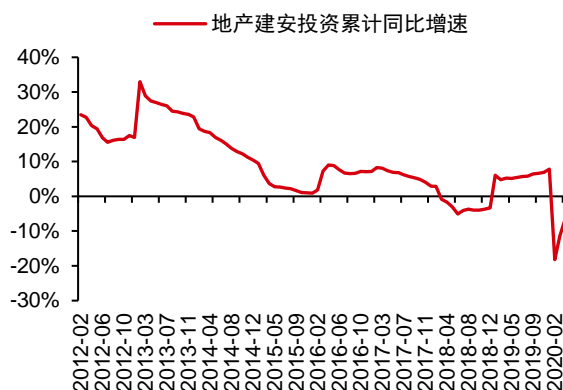
财政扩张下基建投资提速以及地产建安投资的反弹将共同驱动固定资产投资增速上行，驱动新一轮工业品库存周期。基建方面，预计 2020 年专项债发行 3.7~3.8 万亿元左右，假设其中 50%用于基建、撬动倍数估计为 1.5 倍，此外假设特别国债至少可带动基建增长 5000 亿元，估计 2020 年基建投资增速约 14%（2020 年 1~4 月为-8.8%）。地产开发投资方面，2020 年 4 月土地市场在优质供给推动下出现了成交和溢价率的同时上升，由于疫情高峰发生在年初，企业有接近三个季度的时间可以抓紧生产，加之各地方金融体系宽松的信用环境，预计开发商在 2020 年下半年投资会更积极。在土地市场回暖和开发企业建设投入扩大双重因素驱动下，我们预计全年房地产开发投资将增长 6.8%。

图 16：基建投资增速趋势



资料来源：Wind，中信证券研究部宏观组预测

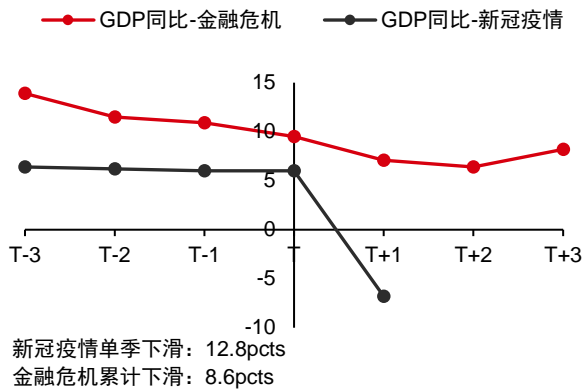
图 17：房地产建安投资增速历史趋势



资料来源：Wind，中信证券研究部

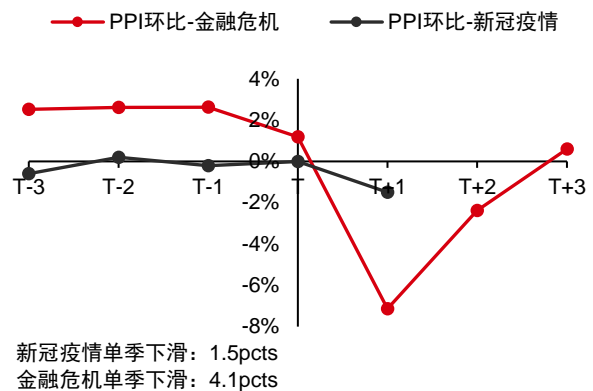
工业品价格与上游材料和能源价差扩大，工业板块利润率预计会抬升，放大板块利润弹性。此次疫情导致的总需求的冲击与传统的经济下行不同，供给端同样受到抑制，导致经济活动指标的下滑幅度远大于商品价格的下滑幅度。比较此次疫情以及 2008 年金融危机对中国经济的影响，在经济活动方面，2020Q1 单季 GDP 同比增速相较 2019Q4 下滑了 12.4 个百分点，而金融危机期间最高到最低点也仅下滑 8.6 个百分点；反观物价指标，2020Q1 单季 PPI 环比相较 2019Q4 下跌仅有-1.5%，而金融危机期间，2008Q4 的 PPI 环比跌幅达到-7.1%。

图 18: 金融危机和疫情期间 GDP 增速对比



资料来源: Wind, 中信证券研究部

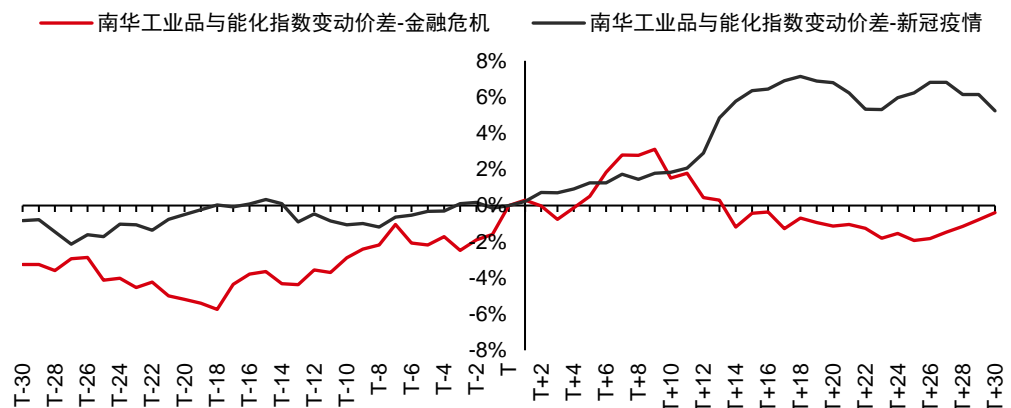
图 19: 金融危机和疫情期间 PPI 环比变化对比



资料来源: Wind, 中信证券研究部

由于海外疫情的扩散程度和延续时间长度远高于中国，导致需求复苏迟缓，全球定价的基础能源品种价格下跌幅度远超国内定价的工业品，WTI 活跃期货价格在 5 月的均价相比 2019Q4 下降了-54%。这直接导致工业品价格与上游能化材料的价差扩大，实际上有助于在需求复苏阶段提高工业板块的利润率水平。如果以南华工业品价格指数和南华能化指数的价差作为衡量指标，在疫情发生后的 30 天内该指标最高累计上升超过 6%，而对比金融危机爆发后（以 2008 年 9 月 26 日作为节点）的情形，价差指数并未出现明显走阔。

图 20: 南华工业品价格指数与能化指数价差在此次疫情后明显走阔



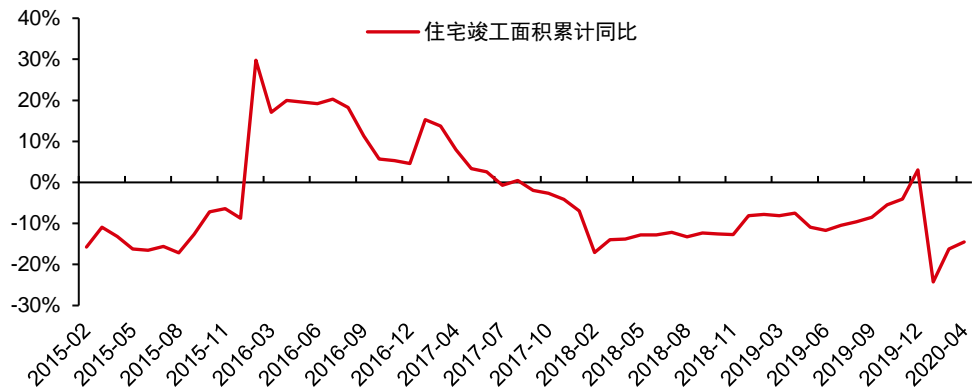
资料来源: Wind, 中信证券研究部

综合上述因素，我们对中证 800 工业板块 2020Q2~2021Q2 五个季度的利润增速预测分别为-25.4%/-0.3%/10.5%/106.3%/52.7%，预计 2020 年全年增速-18.3%。

2) 消费板块：可选消费板块在疫情冲击后的复苏是下半年最大变量。

疫情影响下，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。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。

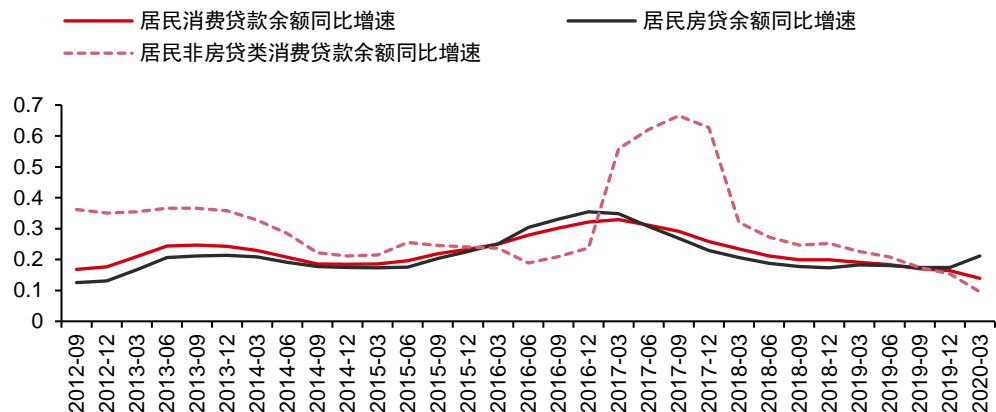
图 21：住房竣工面积累计同比趋势



资料来源：Wind，中信证券研究部

中证 800 消费板块盈利增速预计在 2020 年下半年持续回升，并延续至 2021 年 1 季度或 2 季度。受疫情影响较小、2020Q1 业绩稳健的消费子板块（休闲食品等）因全年的增长高确定性预计仍将持续良好表现，但随着疫情逐渐缓解、管控措施解除，更多消费需求回归，反馈到相关公司业绩出现向上的趋势拐点，将带来第二阶段的消费行业修复。我们认为节奏上将从本地的餐饮、购物等需求逐渐扩大至国内出行的酒店、旅游等需求。而随着国家针对汽车、家电等耐用消费品的消费刺激政策陆续推出落地，房屋竣工面积在下半年的回暖、以及消费信贷在经历上半年巨大冲击后的恢复，可选消费品板块下半年的利润增速预计会快速回暖，带动整个消费板块盈利增速持续回升。

图 22：居民消费信贷增速在 2020Q1 降至有数据以来最低水平



资料来源：Wind，中信证券研究部

消费板块向头部集中的趋势预计会进一步延续，上市行业龙头公司的利润恢复大幅好于行业整体。我们并不认为从宏观维度看疫情过后整体居民消费能力和消费水平会在 2020 年下半年迅速恢复至正常水平。按照中信证券研究部宏观组预测，2020 年社会零售总额增长或仅有 1%左右。不过，疫情影响下，消费行业上市的龙头公司的利润恢复情况预计会明显好于居民整体的消费恢复情况。我们认为疫情影响下，全球格局悄然变化，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。同时，2020 年一季报充分体现出突发事件下龙头抗风险能力、自我修复能力更强，头部集中趋势在各个行业都有所体现。

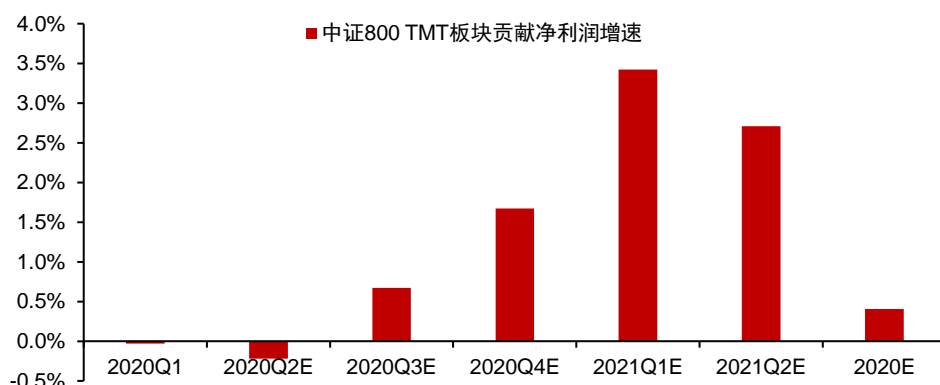
我们预计中证 800 消费板块在 2020Q2~2021Q2 五个季度的利润增速分别为 -14.9%/-3.9%/40.2%/27.1%/55.1%，2020 年全年实现-2.6%的增长。因此消费板块上市公司盈利的增长预计会明显好于宏观社零在 2020 年的增长，我们将其归因于疫情影响下行业马太效应以及头部公司品牌力的提升，并不依赖于整体居民消费强劲复苏的假设。

3) TMT 板块：2020Q2~2020Q3 或仍承压，新基建和自主可控板块仍将支撑板块利润修复。

疫情的全球蔓延以及中美科技争端的升级是 TMT 板块下半年盈利增速修复过程中最大的两个风险点。全球疫情在 3 季度二次爆发并蔓延的风险仍在，大概率在 2020 年下半年仍会影响到 3C 电子产品的终端销售、大厂的出货以及既定的换代计划。此外，中美科技争端的升级一定程度上可能会影响到华为产品的出货情况，而如果制裁做实，中方可能的反制措施可能会进一步导致海外科技巨头在中国的电子产品销售情况。因此，整体上以消费电子产品作为盈利驱动的相关科技板块在 2020 年下半年可能会面临一些潜在风险，短期一定程度上拖累 TMT 板块疫情后盈利修复的进程。

尽管消费电子板块盈利增速暂时承压，但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，贡献正增长。我们预计 5G、自主可控和新能源车推动中证 800 TMT 板块在 2020 年下半年利润增速回升，在 2020Q3 增速转正并在 2020Q4 达到 53.9%，2020 年全年盈利增速达到 6.7%（疫情之前我们的预测是 21.8%）。在疫情前，我们预计 TMT 板块对 2020 年中证 800（非金融）的利润增长贡献 2.2 个百分点；而当前我们的预测为 0.5 个百分点，并且在 2020Q3、2020Q4 分别贡献 0.7 个百分点和 2.0 个百分点。

图 23：TMT 板块对中证 800（非金融）的利润增速贡献



资料来源：Wind，中信证券研究部策略组预测

4) 医药板块：医药板块继续延续高景气，创新药和医疗消费仍然是主要驱动力。

医药板块在 2020H2 预计仍然会延续高增长，其中对标海外疫情需求的医疗设备、诊断试剂、防护物资最为受益。同时，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，与 B 端相关的 CRO、CDMO 板块也将持续受益。我们预计中证 800 医药板块在 2020Q2~2021Q2 五个季度的利润增速分别为 19.3%/42.2%/17.1%/34.1%/19.0%，2020 年全年实现 19.7%的增长，是所有板块当中 2020

年利润增长最快的板块。因此，在市场外部不确定性增加的 2020Q3，我们认为医药板块仍然是追求确定性投资者的首选，而阶段性的高估值并不会成为医药板块配置的障碍。不过随着 2020Q4 开始经济景气度明显上升，医药板块的相对配置价值会阶段性有所下降，可能会出现一段时间的滞涨以消化估值。

5) 大金融板块：向下有估值底，但向实体让利以及资产质量阶段性走弱会压制金融板块上行空间，板块性的行情预计仍要等到 2021 年上半年。

年初的疫情对企业和居民的现金流产生了直接的冲击，同时也对银行的资产质量产生了较大的负面影响，即便是原先优质的零售端消费贷款也受到了冲击。居民短期消费贷款存量在 2020 年 1 季度末大幅下降至 7.72 万亿元，环比大幅下降-22.3%，同比下降-11.3%，历史上第一次出现同比负增长。银监会公布的 2020 年 1 季度末商业银行不良率上升到 1.91%，也是 2010 年以来最高水平。此外，为了应对疫情，今年预计整体银行业都处于向实体经济让利的大背景下，也不利于利润增长。不过到了 2021 年，随着政策驱动基本面持续复苏，对于银行资产质量的担忧以及让利实体的担忧会逐步消除，板块预计也将在 2021Q1 迎来估值修复。

表 6：中证 800 各板块盈利增速预测

	2020E	2021H1E	2020Q1	2020Q2E	2020Q3E	2020Q4E	2021Q1E	2021Q2E
中证 800	-0.9%	21.7%	-12.2%	-6.7%	4.0%	16.4%	22.2%	21.2%
中证 800（非金融）	-9.3%	55.5%	-35.2%	-18.3%	1.5%	26.2%	64.6%	49.3%
工业	-18.3%	72.5%	-46.3%	-25.4%	-0.3%	10.5%	106.3%	52.7%
消费	-2.6%	43.1%	-30.8%	-14.9%	-3.9%	40.2%	27.1%	55.1%
TMT	6.8%	35.2%	-0.5%	-3.4%	9.7%	54.1%	34.7%	35.6%
医药	19.7%	25.8%	0.9%	19.3%	42.2%	17.1%	34.1%	19.0%
大金融	4.0%	7.2%	0.4%	0.4%	5.6%	11.6%	7.2%	7.2%

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

基本面展望小结

整体而言，从时间维度来看各板块基本面信号变化趋势，我们有如下分析判断与结论：

2020Q3~2020Q4 可选消费板块有明显的增配价值。2020Q4 应当是消费板块边际改善最明显的时期，而且主要集中在家电、家居和汽车板块，相应的由基本面边际变化驱动的家电和汽车的行情大概率将有所提前，在 2020Q3 提前反应的概率更大。

2020Q3 依然是 TMT、医药和必选消费板块配置的最佳时点。在经济整体复苏还在爬坡的过程中，TMT、医药和必选消费仍然是业绩相对最确定，贡献盈利增长最大的几个板块，直至消费和工业板块利润增速在 2020Q4~2021Q1 明显反弹，TMT、医药和必选消费才可能进入暂时的“沉寂期”逐步消化估值。

工业板块的利润增速直到 2021Q1 才会出现明显的大幅上升。工业板块利润增速大幅上升和价格因素（反映到收入增速）的共振大概率出现在 2021Q1（低基数叠加低库存），而行情可能逐步从 2020Q4 开启。

医药板块仍然是持续配置型的机会。尽管相对确定性和景气优势在 2020 上半年达到高峰，但此后预计收入端并不会非常有明显的波动，医药板块当中的景气品类（尤其是创新药和医疗服务）依旧是长期配置型的机会，只不过进入 2020Q4 可能会阶段性滞涨以消化估值。

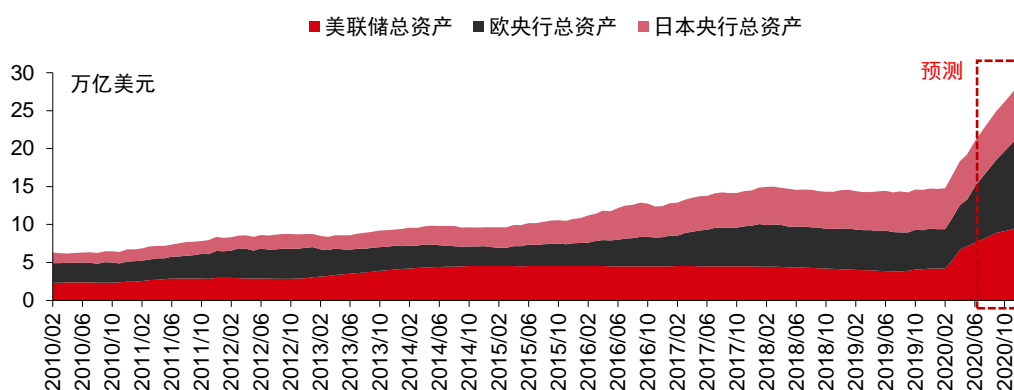
大金融板块整体表现平稳，但相对配置价值有限，行情预计在年底才会出现。时间维度来看，2020Q4 是整个大金融板块相对更优的配置时点。

■ 今年流动性整体依然宽松，明年逐步回归常态

美欧日央行扩表持续，人民币汇率先稳后强

受疫情影响，2020 年全球货币宽松的大趋势不变，但美联储、欧央行以及日本央行整体扩表节奏会有所放缓。根据当前美日欧央行最新的政策指引，预计 2020Q2~2020Q4 三大央行整体资产规模季度增量分别约为 44800/40400/34400 亿美元，整体而言，每季的扩表规模依然很大，但逐季减少。预计截至 2020 年底，美欧日央行的合计资产规模将接近 28 万亿美元，相比 2019 年底资产规模翻了近一倍，扩表所带来的资金在资产荒的大背景下料将为 A 股市场带来可观配置资金。根据中信证券研究部宏观组预测，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。

图 24：美联储、欧央行及日本央行资产规模（含预测）



资料来源：CEIC，DataStream；中信证券研究部宏观组预测

人民币汇率年内平稳，2021 年有望稳中走强。从基本面角度来看，受疫情影响欧美经济重启缓慢，而国内经济恢复趋势明确。从流动性角度来看，相比于美联储将联邦基金利率目标区间降至 0 至 0.25% 的“零利率”，国内的货币政策相对更有定力，年内人民币汇率有支撑。近期中美摩擦的事件频率在明显提高，对汇率带来一定压力，但实际影响的量级却远不如 2018 年的贸易争端。根据中信证券研究部宏观组预测，综合国内外基本面、流动性和中美分歧等因素，年内人民币汇率整体保持稳定，展望 2021 年随着外围风险的消化，人民币汇率有望稳中走强。

表 7：2020Q2E-2021Q2 美元兑人民币汇率区间展望

美元兑人民币	2020Q2E	2020Q3E	2020Q4E	2021Q1E	2021Q2E
区间上限	7.20	7.15	7.05	7.00	6.90
区间中枢	7.10	7.05	6.95	6.90	6.80
区间下限	7.00	6.95	6.85	6.80	6.70

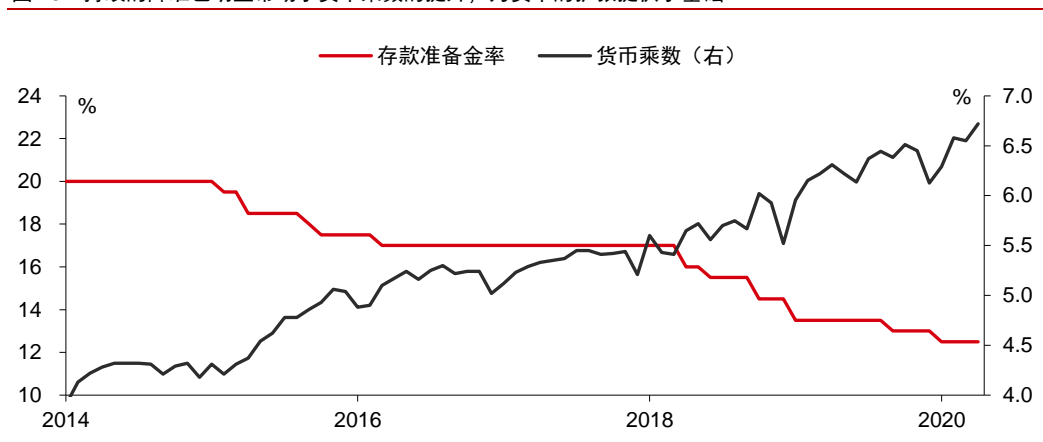
资料来源：中信证券研究部宏观组预测

国内宽信用“放水养鱼”，降准和降息依然可期

预计 2020 年全年国内货币政策宽松取向不改，也更突出对中小微企业的信贷支持，后续降准和降息仍可期待，社融增速年内有望升至 13% 左右。从“两会”政府工作报告表述，我们认为现阶段的货币政策的执行力度和效果已经得到了初步的肯定，进一步的降准和降息仍然可期，宽松力度将不会弱于预期。

在接下来一段时间财政有明显发力的状况下，货币政策将予以较充分的配合，宽松力度将不会弱于预期，预计仍有进一步降准空间，而 MLF 及 LPR 利率也均有望进一步以“小步走”的形式逐步下降，年内仍有约 15 个基点左右的下降空间，以体现“利率持续下行”的政策要求。而随着经济基本面的好转，预计 2020 年 4 季度和 2021 年上半年无明显降准降息操作。而从 M2 和社融增速来看，我们预计年内 M2 增速将保持在近期的较高水平，而社融增速年内有望升至 13% 左右，“放水养鱼”下的宽信用将更加明显。

图 25：持续的降准也明显带动了货币乘数的提升，为货币的扩张提供了基础

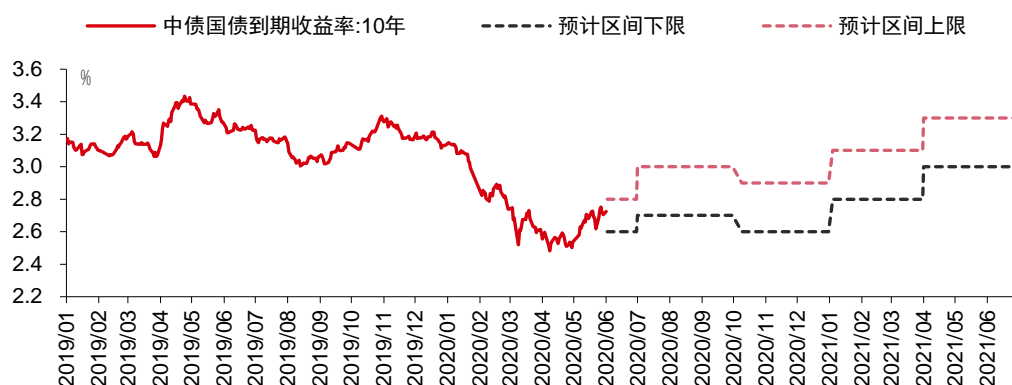


资料来源：Wind，中信证券研究部

数量方面：预计仍有进一步降准空间。一方面，6 月份资金面面临大额 MLF 到期、政府债券供给压力仍大的扰动，预计央行将继续投放流动性。另一方面，降准将匹配财政政策的落地，如地方专项债的集中发行和特别国债的发行等，预计年内仍有进一步降准空间。

价格方面：预计年内仍有约 15 个基点左右的下降空间。5 月 26 日央行重启逆回购但操作量仅 100 亿元且维持操作利率不变，在释放稳资金面信号的同时也暗示了货币政策难回到前期超宽松状态，央行无意继续将资金利率控制在极低的水平。低量重启未见降息，货币政策最宽松的时点或已经过去，预计年内仍有合计 15 个基点左右的下降空间，进一步带动 LPR 利率下降。

图 26：国内长端利率走势及未来运行区间预测（%）

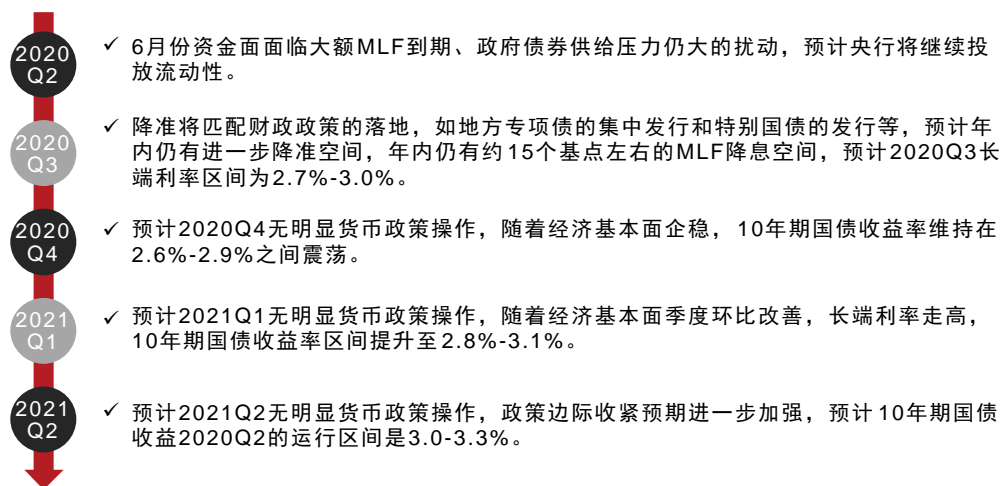


资料来源：Wind，中信证券研究部固收组预测

长端利率：预计年底之前 10 年期国债收益率维持在 2.6%~3.0%之间震荡，展望 2021 年上半年 10 年期国债收益率区间提升至 2.8%~3.3%。整体而言，长端利率受经济基本面影响较大，随着年内经济基本面季度环比改善，政策边际收紧预期加强，预计 2020Q3 和 Q4 长端利率区间为 2.7%~3.0%和 2.6~2.9%；4 季度的利率中枢略低于 3 季度。随着 2021 年宏观经济企稳进一步明确，预计 2021 年上半年长端利率震荡走高，10 年期国债收益率区间提升至 2.8%~3.3%，2020Q1 和 Q2 的运行区间是 2.8%~3.1%和 3.0~3.3%。

从国内货币政策角度出发，综合资金量价和长端利率的变动趋势，预计五个季度的流动性宽松顺序大致为 2020Q2>2020Q4>2020Q3>2021Q1>2021Q2。

图 27：国内货币政策关键事件展望



资料来源：中信证券研究部策略组预测

流动性展望小结

综上所述，仅考虑国内货币政策和海外流动性变动趋势；我们对 2020Q2-2021Q2 五个季度的流动性判断及板块配置建议如下：

2020Q3 国内有望迎来“降准+降息”的组合，考虑到降准时点将匹配财政政策的落地时点，预计年内仍有进一步降准空间，年内仍有约 15bp 左右 MLF 降息空间。随着年内经

济基本面季度环比改善，政策边际收紧预期加强，预计 2020Q3 长端利率区间提升至 2.7%~3.0%。随着经济数据复苏的配合，前期滞涨且估值相对偏低的金融和周期板块有望受益。

2020Q4 随着经济基本面企稳，预计 10 年期国债收益率维持在 2.6%~2.9%之间震荡，海外三大央行扩表进入尾声。4 季度为年内流动性宽松力度仅次于 2 季度的时期，现金流后置的长久期成长股有望相对受益。

2021Q1 国内经济增速明显回升，国内货币政策进一步宽松预期减弱，预计长端收益率震荡回升至 2.8%~3.1%，流动性层面影响整体偏负面。考虑到 2021 年上半年汇率有望维持稳中有升态势，外资预计稳定流入；由于外部扩表无明确计划，国内长端利率回升，金融板块逻辑弱化；从流动性的维度分析，消费、医药板块相对受益更明确。

2021Q2 预计国内货币政策无明显操作，进一步宽松预期减弱，长端收益率震荡回升至 3.0%~3.3%，流动性层面影响整体偏负面。但考虑到人民币汇率稳中有升，外资稳定流入，相对看好外资偏好的金融消费板块。

表 8：流动性展望小结

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。				
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为 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：中信证券研究部策略组分析、预测

■ 未来一年内各类投资者资金预计累计净流入 A 股 4400 亿元

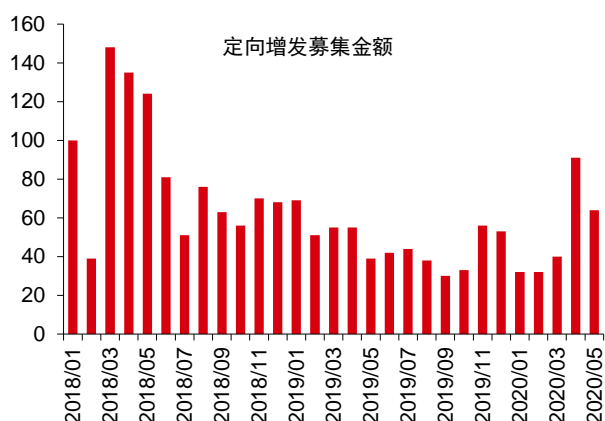
上述四个部分我们分别从海外因素、基本面、政策面、流动性四条主线进行了预测。本部分我们根据这几条主线的变动推演 A 股主要投资者的行为。我们预计未来 4 个季度各类投资者资金累计净流入 A 股 4400 亿元，其中今年下半年规模较大，为 3100 亿元，3、4 季度分别流入 1200 亿元、1900 亿元。结构上，外资和产业资本是最重要的增量资金来源。

结构上，接下来四个季度中，外资与产业资本的净流入的总量和节奏最为重要；保险+银行理财子流入规模稳步推进；公募机构净流入的节奏规模在偏稳定下注重行业间轮动；私募、游资更多的放大同期的市场波动。具体分析和规模预测如下。

增发加速，制度红利推动产业资本稳步入场

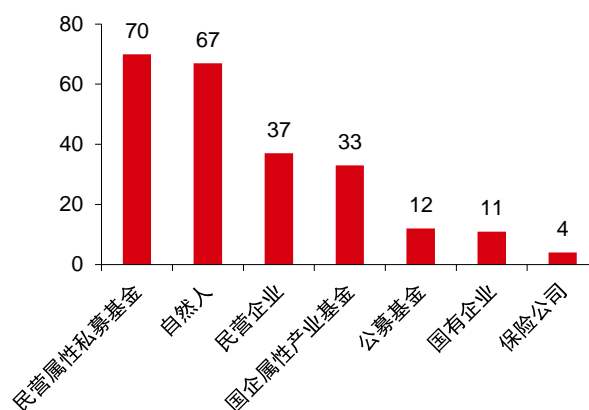
定增新规、场内产业资本的增减持、场外资本资金端改善几大因素叠加，决定了产业资本继续流入。(1) 根据前述对政府类债券发行规模与节奏测算，以及宽信用陆续发力的政策导向，国有资本的资金端将会在 2020Q3~Q4 持续改善，国资寻求转型，会在新基建、重点科技公司寻求布局与投资出口。(2) 定增新规下，已上市公司的定价弹性，对 PEVC 等机构仍有一定吸引力。(3) 预计未来场内产业资本减持相对可控，近两个月减持规模已经大大低于春节前夕；另外，今年以来有接近 138 家上市公司得到了场外产业资本的增持/举牌，而有接近 576 亿的上市公司回购仍在计划中。

图 28：定向增发募集金额（单位：亿元）



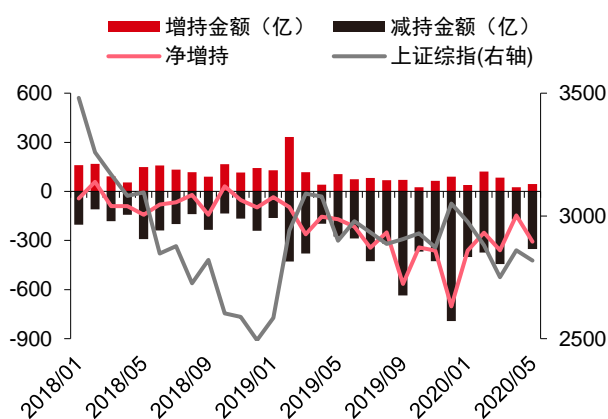
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 29：包含不同发行对象类型的上市公司数量



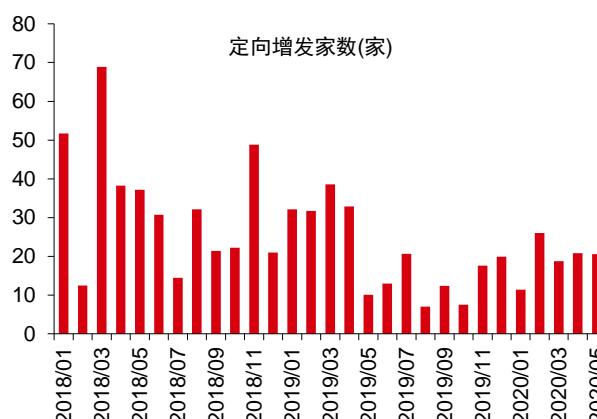
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 30：2014M2-2020M5 增减持市值(单位：亿元)



资料来源：Wind，中信证券研究部

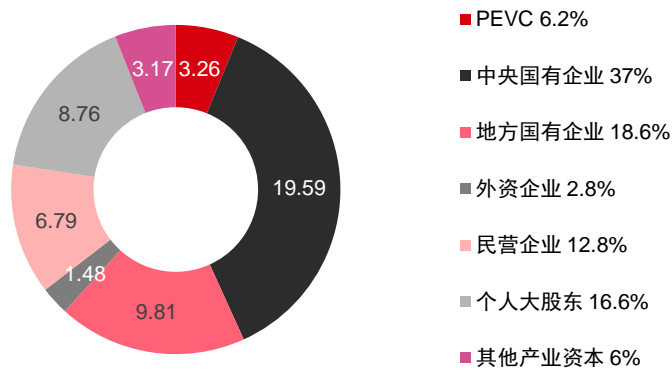
图 31：定向增发家数



资料来源：Wind，中信证券研究部

随着定增项目释放，资本市场改革推进，市场化红利释放，将会进一步吸引产业资本进场。预计 2020Q3~2020Q4 会落地创业板改革发行制度，继续优化减持制度，增加融资端的吸引力，从市场机制建设上，更有利于产业资本的市场化进驻。

图 32：产业资本静态投资者结构（2020Q1）



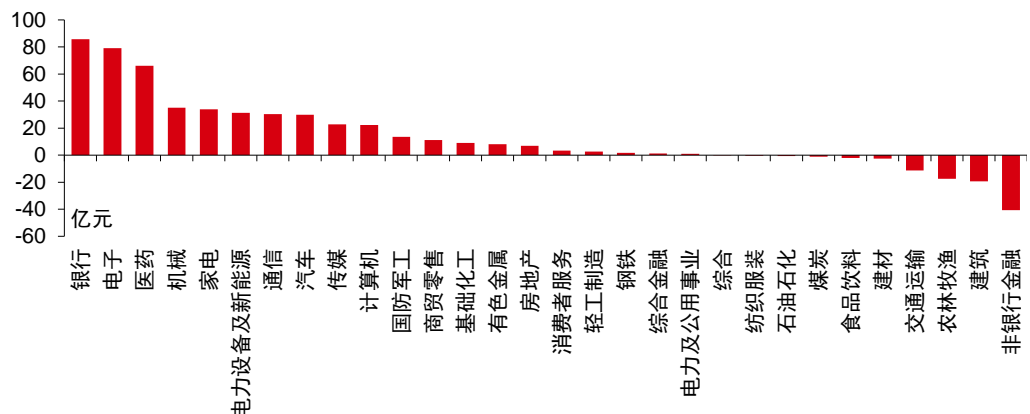
资料来源：Wind，上市公司年报前十大股东，基金年报，中信证券研究部

我们判断：2020Q3 的 A 股市场解禁规模较大，场内产业资本有一定减持压力，但是国有资本资金端在改善；2020Q4 资本市场改革红利继续释放，定增项目落地加速，产业资本进一步流入；2021Q1~Q2 退市制度改革等可能导致产业资本入场节奏放缓，但龙头的相对价值增加，场外产业资本流入与场内产业资本流出相抵。

经济回暖、估值较低、货币升值提升外资主动配置 A 股偏好

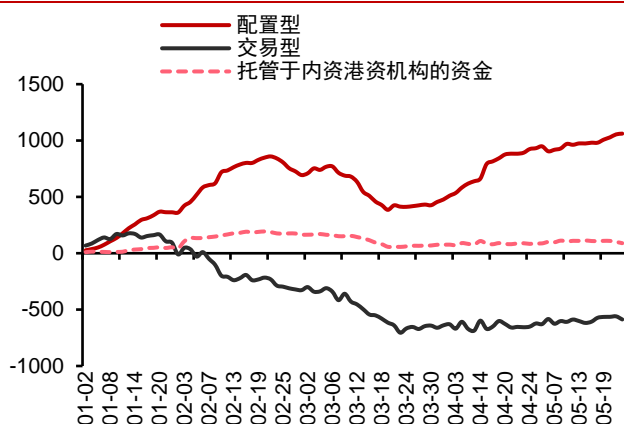
受疫情影响，外部不确定性增加，2020 年 5 月以来中美摩擦引起市场关注，而汇率波动尚未逆转北上资金净流入，但交易型外资有所流出。今年以来，北上资金仍在流入，尤其是疫情带来的春节大跌后，北上资金重新恢复流入，今年以来北上资金共计流入 615 亿（截至 5 月 25 日）。拆分来看，交易型外资在近一年的时间的持股比例与资金流入有所下降，年初到现在缩减 600 亿规模，总体上交易型资金的流出已经基本反映了目前外部风险。

图 33：近一个月外资资金流量行业变化



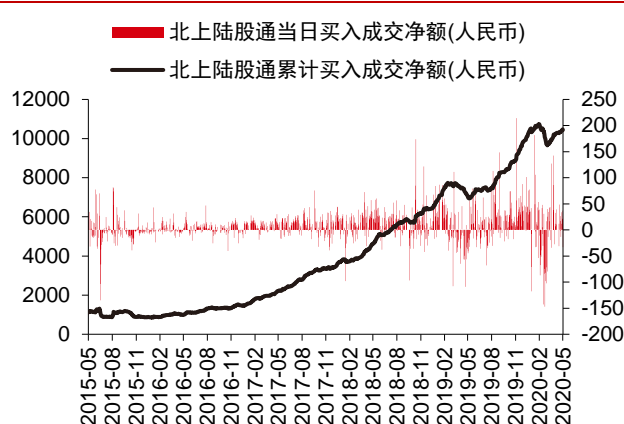
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 34：交易型与配置型基金今年累计流入流出规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 35：北上资金流入情况陆股通（单位：亿元）



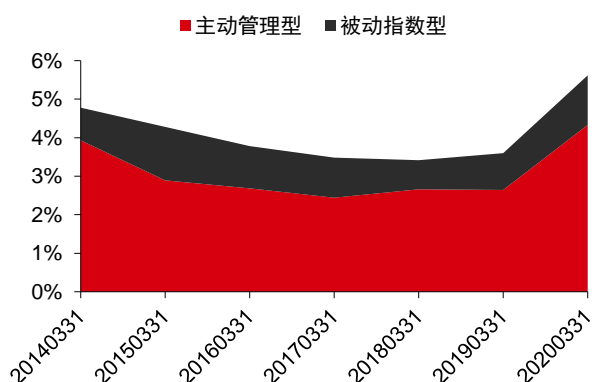
资料来源：Wind，中信证券研究部

除了汇率以外，外资未来流入流出 A 股的节奏也很大程度上受中美摩擦节奏影响。预计 2020 年全年外资累计流入 2400 亿元，上半年流入 1100 亿元，下半年流入 1300 亿元，依然是 A 股重要的增量资金来源。结合前面部分对中美分歧和人民币汇率的预测，我们认为，外资全年仍然维持较高净流入规模，节奏上 3 季度偏弱，4 季度流入加速，风格上仍然偏好科技、消费。2020Q3，海外经济仍然在疫情的反复的风险下波动复工，中美摩擦有加剧风险，会影响交易型北上资金的入场节奏，对目前外资抱团较高的板块有一定扰动。2020Q4 外部整体风险因素趋于缓和，预计提高科技龙头、银行等权重股配置；2021Q1~2021Q2，经济大幅复苏，外资更看重经济基本面的事后确认，人民币汇率稳中有升。

公募基金：增量资金有限，在消费、科技、周期间轮动

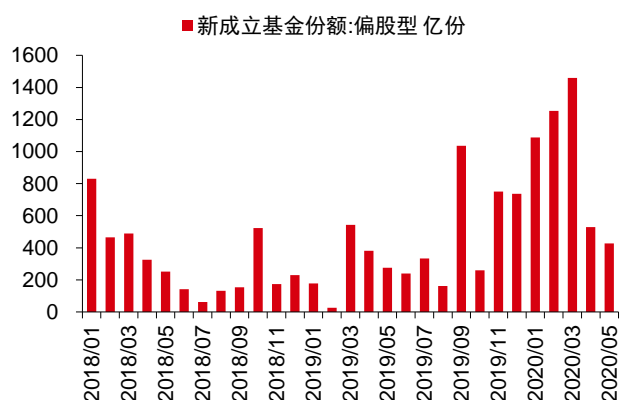
去年 4 季度以来，公募基金新发与净申购逐步提高，疫情爆发后虽然大幅降低，但仍然高于 2019 年平均水平。主动管理型公募基金占 A 股市值比例有所提高。2019Q4 至 2020Q1，偏股型新成立产品份额逐步增加，于 2020 年 3 月达到 1459 亿份，随后下降至 426 亿份，2020Q1 公募基金市场占比也有所增加。

图 36：主动管理型基金与被动指数型基金占 A 股总市值比例



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 37：偏股型基金新成立份额



资料来源：Wind，中信证券研究部

行业配置上，近两个季度，外资和公募之间在行为存在一定的风格差异，如在家电、电子、食品饮料等板块，体现了相对影响力的此消彼长。公募明显增配了食品饮料、医药、传媒、计算机等品种；但是大行业内部分化较大，消费板块与科技板块进行了降配，如通信、电子、消费者服务有不同程度的下降；另外在银行板块与非银金融也有所降配。

根据前述对经济基本面与行业盈利的预测，公募在行业轮动上相对于外资会更靠左侧，**我们判断：**整体增量资金规模有限，全年仍然保持较快的风格轮动，节奏上 2020Q3 仍会以调仓为主，期间中美分歧对电子、通信相关产业链影响较大，部分科技板块相对估值已经很高，公募会有有一定的再平衡动机，更侧重消费板块。随着 2020Q4 经济逐步企稳，外部风险缓释，市场风格有利于科技，公募层面低配的相关行业有望抬升，并随着对次年经济回暖与低基数带来的个股业绩抬升，可能会抢跑周期；2021Q1~2020Q2 经济大幅回暖，流动性收紧，市场预期回归中性，低估值的金融股有望重新受到公募关注。

保险与理财子：长期增配趋势不变，且权益配置价值优于债券

保费收入稳步增长、叠加越来越多的理财子公司逐步运作，险资与理财子的可投资资金规模在稳步增加，预计仍会持续增配权益；另外，流动性和基本面预期决定利率中枢，未来四个季度宽信用加基本面修复驱动长端利率震荡上行，股债性价比视角看权益性价比更高。目前险资偏好的金融和地产板块静态估值较低，但是相关同质港股估值更低，会在近期形成资金的分流，我们认为资金流的惯性，还会在 3 季度延续，对保险类资金的 A 股传统偏好形成压制。但增配权益仍是长期趋势，根据前述判断，随着经济复苏，长端利率上行，这样在整体股债性价比上股票占优。

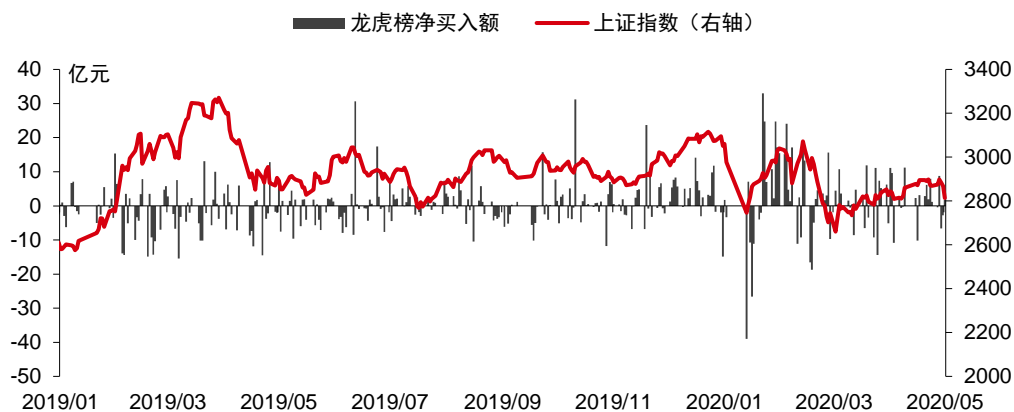
理财子业务方面，基于绝对收益与较高的夏普比率偏好上，更侧重于 FOF/MOM/ETF 间接产品。可能有较多部分会合并到公募基金口径，根据目前银行理财子权益类产品的进展，未来仍然会缓步增加，但是对市场形成的单独资金贡献有限，其大部分资金或以 ETF 或者与公募基金合作的方式入场，方向性选择比较有限，但总体上来说仍然是未来一年值得关注的增量资金来源。

根据前述判断节奏：2020Q3：资金惯性分流，偏好的板块业绩受到压制，险资与理财子入市节奏稍慢；2020Q4：经济复苏确认，经济基本面弹性恢复，相关低估值分红股票业绩向好，流动性决定的股债性价比，更利好于股票，流入节奏提高；2021Q1~2021Q2：流动性格局收紧，市场风格偏好于低估值金融股，股债性价比相对稳定。

私募+游资：关注 4 季度题材接力

私募与游资是市场行情的放大器。我们认为：Q3 会有一些长线私募选择低位配置，但是市场整体相对乏味，交易量清淡，以避险为主；Q4 改革政策频出、中美摩擦缓和的题材涌现，市场偏好中小股，私募与游资会对市场情绪产生共振，加速入场；2021Q1~Q2，经济复苏与企业盈利落地，市场风格偏好大盘，资金会寻求一定程度上的获利了结。

图 38：龙虎榜净买入额与上证指数



资料来源：Wind，中信证券研究部

投资者行为小结

综上所述，我们预计 A 股主要投资者资金未来 4 个季度累计流入 A 股 4400 亿元，其中在 2020 年下半年累计流入 3100 亿元，其中 2020Q3/Q4 流入 1200/1900 亿元，2021 年上半年依然保持净流入，但规模有所下降。节奏上，我们研判投资者行为时考虑到各类投资者会提前反映未来一个季度的各类因素变化，具体资金流估计和逻辑如下所示：

2020Q3：海外蔓延，复工波动，中美分歧扰动增加，扰动外资流入节奏，资金流入 500 亿；随着政府类债券持续发行与使用落地，国有资本资金端改善，寻求投资出口与自身转型，与民企经济互补结合，但较大的解禁规模下有一定减持压力，产业资本合计资金流入 400 亿；公募层面加仓空间有限，但前期的发行与净申购仍有配置空间，净流入 100 亿；险资与理财子偏好的板块业绩承压，基本面弹性较小，流入 100 亿；私募与游资跟随市场，科技类正面主题不多，净流入 100 亿。

2020Q4：海外疫情与复工走向正轨，大选尘埃落定，外部风险有所缓释，汇率波动降低，外资恢复流入 800 亿；定增项目陆续释放，资本市场改革推进，产业资本流入 400 亿；市场转暖，公募基金仓位抬升，净流入 200 亿；基本面弹性增加，股债性价比利好股票，险资与理财子流入 300 亿；私募与游资随风险缓释后活跃度增加，流入 200 亿。

2021Q1：经济持续复苏，人民币汇率抬升，中国资产相对吸引力提高，外资净流入；资本市场改革红利持续释放，产业资本净流入；市场行情转暖，公募净申购与新发持续；流动性边际收紧，低估值金融股修复，股债性价比上，理财子与险资更偏好于权益；私募与游资在偏向于大盘风格下活跃度有所降低。

2021Q2：资本市场制度改革红利延续，但退市制度有影响，产业资本净流入有所降低；汇率稳定升值，外资仍然保持净流入；公募基金跟随市场净流入但规模有所降低；利率中枢有所抬升后保持稳定，股债性价比变化不大；市场偏向于大盘风格，私募与游资偏向于获利了结。

表 9：投资者行为小结

投资者类别	2020Q1A	2020Q2E	2020Q3E	2020Q4E	2021H1~2021H2E
产业资本	小幅流入	流入	+400 亿：国资资金端改善	+400 亿：定增项目释放	资本市场改革红利继续释放，回购、举牌、定增多渠道缓慢入场
外资	流出	流入	+500 亿：外部扰动频繁，但基本面恢复确定	+800 亿：基本面持续回暖，人民币升值	海外扩表停止和人民币缓慢升值影响下，持续增配，但速度相对 2020 年下半年放缓
国内公募	流入	流出	+100 亿：调仓为主，流入规模有限	+200 亿：仓位抬升，基本面持续回暖	前期新发规模提升，保持小幅净流入
险资+理财子	小幅流入	小幅流入	+100 亿：股优于债	+300 亿：基本面弹性增大	股票相对债券配置性价比，稳定增配
私募+游资	流入	小幅流出	+100 亿：外部扰动降低风险偏好	+200 亿，预期基本面弹性加大，题材涌现	流动性宽松预期降低，净流入规模有限，部分获利盘了结

资料来源：中信证券研究部预测

■ 渐行渐近的“小康牛”

下半年“小康牛”将渐行渐近

对海外、基本面、政策、流动性四大因素的 A 股影响进行季度打分并加权测算后，得到 2020Q2~2021Q2 五个季度 A 股多空得分是 0.3/0.7/3.7/2.6/1.1。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。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。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。

配置上，把握从 3 季度“基建+消费”向 4 季度“周期+科技”的转换

3 季度坚持配置基建、医药和消费。海外疫情可能反复，影响海外经济复苏，市场需要时间适应高频低压的外部冲击，压制国内投资者情绪，建议坚持配置确定性高的内需板块，包括政策确定性高的新老基建，基本面稳健的医药，以及业绩确定性高的消费龙头。

4 季度起周期和科技成为市场主线，可选消费配置价值将提升。海外疫情缓解，国内经济快速恢复，预计中美分歧迎来数月的缓和期，全球流动性依然宽松。市场共识重新凝聚，各类资金快速入场。受益于中美分歧和流动性预期改善的科技，以及基本面弹性较大周期将成为市场主线；同时，景气快速复苏的可选消费的配置价值也将提升。

■ 风险因素

海外疫情加速蔓延并在部分地区“二次爆发”；中美分歧快速升级，影响全球资金对 A 股的配置节奏；国内政策落地力度和基本面恢复速度不及预期；长端利率短期快速上升压制 A 股估值。

■ 相关研究

A 股市场 2019 年投资策略—复兴新起点	2018.11.12
A 股市场 2019 年下半年投资策略—复兴在路上	2019.05.14
A 股市场 2020 年投资策略—新时代的“小康牛”	2019.11.19

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		评级	说明
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，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）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；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	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（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“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联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），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”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大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。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升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。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定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。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：本研究报告在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）仅向《公司法（2001）》第 761G 条定义下的批发客户分发，并非意图分发给任何零售客户。

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向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。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，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或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。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。