

中信证券研究部



杨灵修  
首席海外策略师  
S1010515110003



联系人：徐广鸿

**核心观点**

全球发达国家的超低利率开启市场的“新周期”。从美、日、英各国低利率环境下大类资产配置偏好看，投资者将趋向于增配权益类资产而减配现金及固收类资产。低利率驱动 MSCI ACWI 估值至历史高点，但下半年我们需警惕三大“灰犀牛”：美国救助计划“到期”，中美摩擦加剧和欧洲/新兴市场的债务。我们对于美股持谨慎态度，虽然货币政策提供流动性兜底，但随着美国经济重启，主导美股市场走势的因素将从“预期”转向“基本面兑现”。目前黑人乔治·弗洛伊德事件引发的一系列“游行示威”将极大影响美国复工复产。全球权益类资产中，我们相对看好新兴市场。

■ **新周期：全球发达市场将持续超低利率环境。**美联储 3 月两次紧急降息后美国已重回零利率时代，而欧元区与日本自 2015 年以来已持续处于超低利率时期。短期来看，超低利率的根源在于低通胀叠加疫情对需求冲击带来的通缩效应。从中长期，人口老龄化驱动，科技革命带动的资本支出下降，以及储蓄率上升是导致超低利率环境的主要因素。虽然我们判断美联储不会采取负利率政策，但在财政支出压力、就业和消费明显恢复前，美联储将长期维持政策利率在零界点，西方发达国家处于持续超低利率的新周期已然开启。

■ **超低利率环境下，投资者驱向于减配现金和固收资产，增配权益和海外资产。**从美、日、英各国低利率环境下大类资产配置偏好来看，投资者趋向于增配权益类资产而减配现金及固收类资产。尤其对于早在上世纪 90 年代便进入快速人口老龄化的日本，其资产配置趋势对于 2008 年起老龄化程度日益加深的美国更加具借鉴意义。参照日本及英国经验，在美国预计将长期维持低利率政策的背景下，投资者将趋向于增配权益类资产尤其是具备估值优势、更有成长性的海外资产。2015 年以来美国长期共同基金持续流出股票资产、流入债券的主要诱因是美联储开启加息周期，固收类资产的回报率提高所致，但在长期低利率的环境下，过去五年“流出股票，流入债券”的趋势预计也将终结。

■ **低利率驱动 MSCI ACWI 估值至历史高点，但下半年仍需警惕三大“灰犀牛”。**

■ **2 万亿财政救助将“耗尽”，家庭和企业面临大规模破产风险。**尽管此前美国政府发布的 2 万亿财政刺激法案预计能够维持家庭/企业三个月基本生存，但“期限”将至，而新一轮刺激法案又或受阻于参议院，短期内难以快速执行。对于居民部门，疫情冲击已导致失业率飙升至 15%，4 月的暂时性失业已达到 1800 万人，且未来暂时性失业转为永久性失业预计将不断攀升。另外，疫情驱使美国居民更偏向储蓄，在需求严重下滑的背景下，储蓄对消费的挤占或将进一步延缓经济复苏进程。对于企业部门，此前财政援助力度本就有限，近期大量企业破产也预示着企业部门生存状况堪忧。

■ **中美摩擦加剧，市场风险偏好遭压制。**近期中美摩擦升级，逐步从贸易、科技蔓延至地缘政治和金融领域。随着美国经济逐渐复苏，叠加美国大选临近，两党争端可能导致“反华情绪”高涨。参考 2018 年 4 季度美股“后知后觉”的反映，预计未来中美摩擦或将加剧，从而压制投资者风险偏好。

■ **欧洲/新兴市场主权债务担忧再起。**对于政府杠杆率本就相对较高的欧洲来说，为应对疫情各国政府采取的大额财政支出更加大了其主权债务风险。其中，希腊、意大利和西班牙风险相对较高。而疫情爆发后美元升值也导致资本加剧外流新兴市场，叠加疫情冲击或将引发个别国家债务风险，从财政和美元债占比角度，阿根廷、埃及和巴基斯坦风险最大。

## ■ 超低利率环境下，全球市场下半年展望：

- **美国股市：**受疫情冲击，今年标普 500 公司回购预计将同比下滑 34% 左右至 4800 亿美元；而信用利差的走扩预计导致“坠落天使”的融资成本上升 60%，拖累 EBT margin 2 个百分点左右。美股 3 月下旬以来的反弹主要得益于货币和财政政策的刺激，叠加投资者对于经济重启和新冠病毒疫苗的预期推动。但随着美国经济的逐步重启，我们判断主导美股市场走势的主要因素将从“预期”转向“基本面是否兑现”。货币政策提供了流动性兜底，但在下半年三大“灰犀牛”笼罩的背景下，预计美股的基本面仍将被下修。虽然估值中枢较历史均值有明显抬升，但市场将持续处于脆弱的“平衡”状态。根据我们乐观/中性/悲观场景的假设，预计年底标普 500 指数将回撤至 2800 点左右的水平，对应 18.7 倍的 2021E PE。
- **美债&美元指数：**我们预计今年美国政府债务率将上升至 126%，为减轻美国财政部利息支出的压力，美联储下半年料将持续中长期国债的购买，导致国债收益率曲线小幅扁平化，预计至年底美国 10 年期国债收益率将从目前的 0.9% 降至 0.8% 左右的水平。4 月以来，美国与日本和德国的 10 年期国债息差已分别稳定在 80/120bps 水平。IMF 预测 2020 年美国/欧元区/日本的 GDP 分别将负增长 5.9%/7.5%/5.2%，而从 2021 年至 2024 年，美国的增速预计将再次超越欧元区和日本。因此，短期的息差和中长期的基本面因素都支持美元指数维持高位，我们判断至年底美元指数将回归至 98 左右的水平。美联储的流动性互换操作也会给予额外支撑。
- **欧洲股市：**欧洲对出口的依存度达到 20%，远高于美国的 3%，受疫情和逆全球化趋势影响更大，且 ECB 已采取负利率政策和“财政联盟”机制的缺失，刺激政策加码空间有限。截至 5 月底，STOXX 600 指数估值已反弹至 18.2 倍，而今明两年的 EPS 复合增速预计为 -6.7%，在缺少具备成长性的大盘蓝筹股的背景下，欧洲股市相对美股的风险/回报的吸引力并不高。
- **新兴市场（EM）：**3 月以来美元指数的走强导致资金大幅流出，拖累整体新兴市场表现。但中长期，EM 有望受益于美元走弱带动的资金流入。结合估值和成长性，我们认为新兴市场中，中国、智利、菲律宾、墨西哥和印度尼西亚最具配置价值。从潜在的增量资金来看，今年 3-4 月近 1.1 万亿美元的净流入推高美国货币市场基金的净资产至 4.74 万亿美元。待经济重启状况逐步明朗化、全球避险情绪消退后，我们判断美国投资者将增加海外风险资产配置的比例，权益类资产中，估值有明显优势的人民币资产有望受全球投资者青睐。其中，三大因素：1) 估值相对更低；2) 中概回归+基准指数放开纳入条件，改变整体市场的“双低”格局；3) MSCI 纳入 A 股的挤出效应不复存在，更是利好国际投资者增配港股市场。
- **大宗商品：**铜价/金价比与全球 PMI 指数走势高度相关，未来随着制造业活动的逐步恢复，工业金属有望受益。而过去两年黄金价格两度的大幅上涨主要得益于美国国债收益率暴跌，使得持有黄金的机会成本大幅下降。但当长端美债收益率跌至历史低点后，黄金便已失去了边际上涨的动力，因此预计未来工业金属相对贵金属将具有更高的配置价值。此外，OPEC 延长减产协议预期叠加美国页岩油企业困境推升油价。
- **下半年全球市场配置建议：**我们假设全球经济复苏路径分为 V/U/L 型三种情况，并将未来地缘政治发展形势分为缓和/中性/爆发三种状态，对于九种不同情景分别给出大类资产配置建议（假设下半年欧洲和新兴市场不会爆发大规模债务危机）。如前文所述，我们认为在三大“灰犀牛”及疫情二次爆发风险尚存的情况下，美国经济复苏的路径最大概率将呈 U 型。而在中美摩擦不断升级，叠加美国大选临近背景下，下半年地缘政治难以缓和。但由于全球投资者对于中美摩擦已有预期，市场已经 price-in 相关风险，因此预计未来地缘政治形势对市场的影响仍将维持中性。据此假设，我们下半年建议配置的资产顺序为：新兴市场股票>工业金属>原油>美股>欧股。
- **风险因素：**1) 新冠疫情全球蔓延超预期，全球经济进入衰退；2) 美股下跌引发全球系统性金融危机；3) 中美摩擦进一步升级；4) 汇率大范围波动。

## 目录

<b>新周期：全球发达市场持续超低利率</b>	<b>1</b>
美联储两次紧急降息后，美日欧主要经济体进入低利率时代	1
超低利率的根源	2
负利率政策效果难尽人意	8
<b>超低利率环境资产价格和投资者行为</b>	<b>9</b>
美国：低利率时期显著增配权益资产	10
日本：长期处于低利率环境，风险类资产更获增配	14
英国：居民部门配置相对平稳，保险大幅减配国内股票	16
中国利率走势、资产价格和投资者行为变化	18
<b>下半年美复工疫情或将反复，警惕三大“灰犀牛”</b>	<b>22</b>
2 万亿财政救助将“耗尽”，家庭/企业面临破产风险	28
中美摩擦加剧，市场风险偏好遭压制	30
欧洲/新兴市场主权债务担忧再起	33
<b>全球市场下半年展望：脆弱的“平衡”</b>	<b>36</b>
回购预计显著下滑，融资成本上升侵蚀利润	36
美股市场展望：脆弱的“平衡”	37
美债收益率曲线预计小幅“扁平化”	41
“纠结”的美元指数	44
欧洲：估值偏高、缺少成长性配置价值	45
疫情过后新兴市场有望迎来增量资金	47
大宗商品：工业金属受益经济回暖，OPEC 减产推动油价走强	49
下半年全球市场配置建议	51
<b>风险因素</b>	<b>51</b>

## 插图目录

图 1: 美日欧均处于超低利率或负利率水平 .....	1
图 2: 美十年期国债收益率创新低 .....	1
图 3: 美联邦期货合约过百预示负利率 .....	2
图 4: 美 2Y 期国债收益率创新低, 德 30Y 期国债跌入负值 .....	2
图 5: 全球债券未偿余额及负收益率债券未偿余额 .....	2
图 6: 二十四四个主要市场负收益率投资级债券余额 .....	2
图 7: 美国 CPI 维持在温和区间, 尚未反映疫情的影响 .....	3
图 8: 美国核心 PCE 通胀也暂时未反映疫情的影响 .....	3
图 9: 美国 PMI 新订单已低至 08 年金融危机水平 .....	3
图 10: 美国失业率高企, 创大萧条以来新高 .....	3
图 11: 日欧经济长期低迷, 实际 GDP 增速缓慢 .....	4
图 12: 日欧低水平通胀, 有效需求不足 .....	4
图 13: 日欧制造业近些年维持在 50 荣枯线以下 .....	4
图 14: 科技进步推动全要素生产率上行 .....	5
图 15: 美国政府债务与债务法定上限 .....	5
图 16: 美国政府赤字情况 .....	5
图 17: 美联储所持国债总量 .....	6
图 18: 日本央行所持国债余额 .....	6
图 19: 美国泰勒规则下的基准利率 .....	6
图 20: 美国人口年龄结构, 老龄占比逐渐增加 .....	7
图 21: 美国人口平均预期寿命上升 .....	7
图 22: 科技进步推动全要素生产率上行 .....	7
图 23: 非金融企业资本支出/名义 GDP 呈现周期性 .....	7
图 24: 美日储蓄率近些年呈回升趋势 .....	8
图 25: 美国家庭储蓄呈上升趋势 .....	8
图 26: 各国基尼系数整体呈上升趋势, 收入分化加大 .....	9
图 27: 2008 年后美国人口老龄化趋势明显 (65 岁及以上人口比例, %) .....	9
图 28: 美国共同基金股票型及国内股票基金在全球大波动中的资金流动 .....	10
图 29: 美国共同基金债券型基金与美国债券收益率的相关性 .....	10
图 30: 1950 年以来美国居民部门资产配置情况 .....	11
图 31: 美国居民权益资产和共同基金资产配置情况 .....	11
图 32: 美国居民债券资产和养老金资产配置情况 .....	11
图 33: 1950 年以来, 美国居民部门资产配置情况 .....	12
图 34: 美国寿险合并账户权益资产比例 2008 年后上升 .....	12
图 35: 美国居民债券资产和养老金资产配置情况 .....	12
图 36: 美国养老金账户持有共同基金资产占共同基金净资产比例 .....	13
图 37: 养老金所持共同基金权益资产占共同基金权益资产比例 .....	13
图 38: 养老金所持共同基金权债占共同基金权债资产比例 .....	13
图 39: 美国养老金所账户持共同基金资产比例分布 .....	14
图 40: 日本居民金融资产配置结构 .....	15
图 41: 2008 年后现金与存款和保险、养老金配置比例下降 .....	15
图 42: 2008 年后债券配置比例下降、权益上升 .....	15
图 43: 近年日本保险资产配置情况 .....	16



图 44: 2008 年以来 GPIF 资产配置情况 .....	16
图 45: 2001 年以来投资收入及实际回报率 .....	16
图 46: 英国居民部门资产配置情况 .....	17
图 47: 英国居民现金、权益和基金资产配置情况 .....	17
图 48: 英国居民养老金和寿险资产配置情况 .....	17
图 49: 英国保险资产配置情况 .....	18
图 50: 英国养老金资产配置情况 .....	18
图 51: 无风险收益率和余额宝 7 日年化收益率持续下行趋势 .....	19
图 52: 国内居民部门资产结构 .....	19
图 53: 居民部门非金融资产结构 .....	19
图 54: 国内商品房住宅价格快速上涨 .....	20
图 55: 房价上涨主导住宅资产规模增长 (2001~16 年, 剔除 2002 年) .....	20
图 56: 居民部门金融资产配置情况 .....	20
图 57: 国内保险机构资产配置情况 .....	21
图 58: 国内公募基金资产配置情况 .....	21
图 59: 沪深 300 季度走势 .....	21
图 60: 公募基金 A 股配置与股市涨跌幅相关性较高 (03Q2-20Q1) .....	21
图 61: 企业年金养老金产品资产规模 .....	22
图 62: 美国新增病例仍维持在两万/日的高位 .....	22
图 63: 特朗普民调支持率低于拜登 .....	22
图 64: COVID-19 预计将导致美国名义 GDP 累计损失 15.8 万亿美元 .....	24
图 65: 年初以来主要指数走势 .....	26
图 66: 低点以来标普 500 回弹幅度最高 .....	26
图 67: 全球主要股指未来 12 个月 PE 估值水平 .....	28
图 68: 4 月失业人数大幅上涨 .....	29
图 69: 金融危机后初次申请失业金人数 2013H2 才恢复常态化 .....	29
图 70: 财政刺激使居民收入大幅增长 .....	30
图 71: 居民储蓄占可支配收入比大幅走高 .....	30
图 72: 年初至今破产指数大幅上涨 .....	30
图 73: 企业债利差仍处于较高位置 .....	30
图 74: 欧洲/新兴市场部分国家疫情相对严重 .....	34
图 75: 主要欧洲国家政府杠杆率 .....	34
图 76: 部分南欧及新兴市场国家主权债收益率 .....	34
图 77: 2020 年 1 月 23 日至今新兴市场货币相对美元表现 .....	35
图 78: 疫情后新兴市场资本大幅外流 .....	35
图 79: 巴基斯坦、埃及、南非等国债务风险较高 .....	35
图 80: 阿根廷、土耳其、埃及等国美元债占比较高 .....	35
图 81: 过去五年上市公司回购是美股市场最大的增量资金来源 .....	36
图 82: 2020 年标普 500 行业回购预测 .....	37
图 83: 福特、梅西、卡夫亨氏、SPR 债券收益率走势 .....	37
图 84: 5 月下旬开始投资者更偏向价值股 .....	38
图 85: 最近两周周期和金融行业领涨 (5 月 18-29 日) .....	38
图 86: 标普 500 动态 PE 估值 .....	39
图 87: 标普 500 指数 2020 年和 2021 年 EPS 增速预测 .....	39
图 88: 低利率蚕食日本银行利润压制股价 .....	40
图 89: 2008 年金融危机冲击美国银行业股价大跌 .....	40

图 90: 美股整体各行业估值、高股息分布 .....	40
图 91: 标普 500 医疗指数随疫情震荡 .....	40
图 92: 过去五年 FAAMNG 是推动 SPX 上涨的主要动力 .....	41
图 93: FAAMNG 的盈利和现金流占比持续上升 .....	41
图 94: 2011 至 2019 年 FAAMNG 和标普 500 指数收入 CAGR .....	41
图 95: 2011 至 2019 年 FAAMNG 和标普 500 指数净利润 CAGR .....	41
图 96: 年初以来美国国债收益率曲线变化 .....	42
图 97: 3 月以来美联储持有的各项资产规模变化 .....	42
图 98: 美国 5 年期和 10 年期平准通货膨胀率仍处于低位 .....	43
图 99: 4 月实际通胀快速下降 .....	43
图 100: 预计美国 2020 年政府债务率将突破二战后高点 .....	43
图 101: 今年前四个月美国财政赤字已超 1.1 万亿美元 .....	43
图 102: 美国国债发行量和国债利息支出占经常项总收入/支出比例 .....	44
图 103: 美国与德国/日本 10 年期国债息差已企稳 .....	44
图 104: IMF 预测美国/欧元区/日本实际 GDP 增速 .....	44
图 105: Libor-OIS 利差虽已回落, 但美联储持有的央行流动性互换仍在增加 .....	45
图 106: 欧洲出口占比远高于美国 .....	46
图 107: 欧洲 PMI 回升幅度不及美国 .....	46
图 108: 欧洲 STOXX 指数动态 PE 估值 .....	46
图 109: 欧洲 STOXX 指数 2020 年和 2021 年 EPS 增速预测 .....	46
图 110: 疫情后成长股表现相对较好 .....	47
图 111: 3 月下旬以来小盘股表现相对更好 .....	47
图 112: 2011 至 2019 年 STOXX 指数市值前八名企业收入 CAGR .....	47
图 113: 2011-2019 年 STOXX 指数市值前八名企业净利润 CAGR .....	47
图 114: 主要新兴市场动态 PE 和 EPS 增速 .....	48
图 115: 美元走弱带动资金流入新兴市场 .....	48
图 116: 资金流入带动新兴市场获得超额收益 .....	49
图 117: 美国货币市场基金 NAV 和净流入 .....	49
图 118: 美国长期共同基金海外股票新增现金净流量额 .....	49
图 119: 经济重启推动工业金属价格上涨 .....	50
图 120: 金价上行空间不足 .....	50
图 121: 2014 年以前油价受产量驱动明显 .....	50
图 122: 页岩油革命后美国原油产量显著上升 .....	50

## 表格目录

表 1: 美国养老金账户持有共同基金资产占共同基金净资产比例 (截至 2019 年底) ....	13
表 2: 美国各州防疫政策汇总 (截至 5 月 28 日) .....	23
表 3: 美国抗议示威活动进展 .....	25
表 4: 美联储 3 月货币政策及操作梳理 .....	26
表 5: 美国 2 万亿财政刺激法案要点 .....	26
表 6: “极限假设” 情况下四口之家能维持生活至少 1 个月 .....	28
表 7: 整体法情况下法案能够维持失业者 4 个月基本生活 .....	28
表 8: 中美贸易摩擦持续反复已成常态 .....	31
表 9: 中美摩擦蔓延至科技层面 .....	32

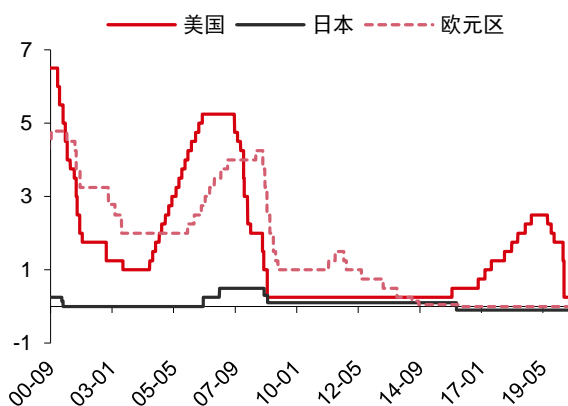
表 10：中美摩擦体现在各个层面上 .....	33
表 11：标普 500 指数年底点位预测 .....	39
表 12：不同情景下的大类资产配置建议 .....	51

## ■ 新周期：全球发达市场持续超低利率

### 美联储两次紧急降息后，美日欧主要经济体进入低利率时代

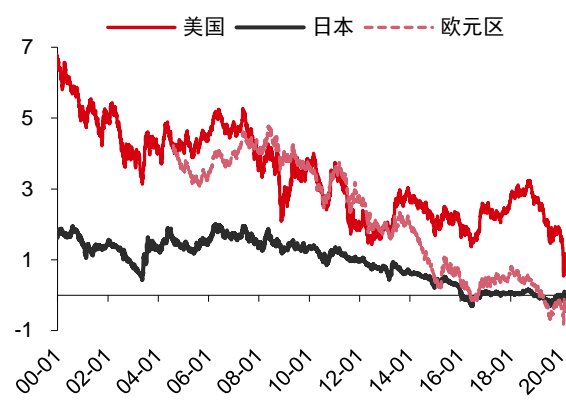
2020 年伊始新冠疫情爆发，全球多地经济陷入停滞，各国央行也积极出手应对疫情对实体经济与金融系的冲击。3 月 3 日，美联储紧急降息 50bps 至 1.0%~1.25% 区间；3 月 16 日，美联储再次紧急降息 100bps 至 0.0%~0.25% 区间，美国重回零利率时代。加上欧元区与日本已常年处于低利率时期，西方发达国家处于超低利率或负利率水平时代已然来临。

图 1：美日欧均处于超低利率或负利率水平（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：美十年期国债收益率创新低（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

对比 2008 年金融危机时期，美联储十次降息：联邦基金目标利率从 2007 年 9 月的 5.0%~5.25% 区间降至 2008 年 12 月 16 日的 0%~0.25% 区间，零利率维持至 2015 年 12 月 17 日美联储加息 25bps，共计维持 7 年时间。此间，欧元区利率维持在相对较高水平，2014 年 9 月 10 日，欧洲央行从 0.15% 降息 10bps 至 0.05%。美日欧发达市场从 2014 年底至 2015 年底，均处于低利率水平，目标或基准利率上限分别为 0.25%、0.10% 和 0.05%。而目前美日欧超低利率时期，利率上限水平 0.25%、-0.10% 和 0，利率较 2008 年进一步下降。

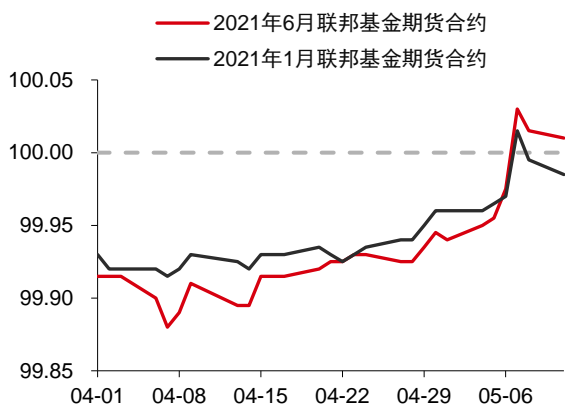
而 2021 年 1 月美国联邦基金期货合约在 5 月 7 日触及合约高点 100.015，表明政策利率将达到负利率 -0.015%。2021 年 6 月联邦基金期货合约在 5 月 8 日及 9 日也突破 100，暗示投资者对于明年美联储将实施负利率政策的预期。Minneapolis 联邦主席 Neel Kashkari 关于美国经济复苏的谨慎表态，也让美国 2 年期国债收益率近期跌至历史低点，德国 30 年期国债收益率近日首次跌至负值。

截至 2020 年 5 月 15 日，全球债券未偿余额为 124.75 万亿美元，其中负收益率债券未偿余额为 19.32 万亿美元。其中，全球二十四四个主要市场收益率为负的投资级债券的未偿余额为 11.72 万亿美元，国债未偿余额达 9.17 万亿美元。若中美紧张关系继续升级，债券市场向负收益率方向的发展或许进一步加快。但考虑到日欧多年负利率水平对经济刺激



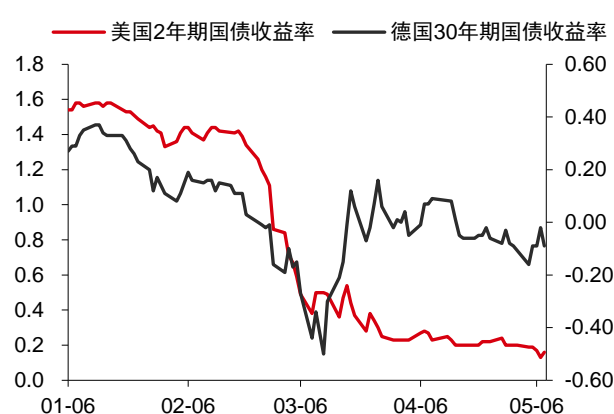
作用有限，且疫情下美国虽逐渐复工，但失业率高企抑制民众有效需求，供给受之影响；流动性虽改善，企业投资意愿继续承压，若美联储若进一步降息，美国经济或将陷入流动性陷阱的泥淖，负利率弊大于利。

图 3：美联邦期货合约过百预示负利率



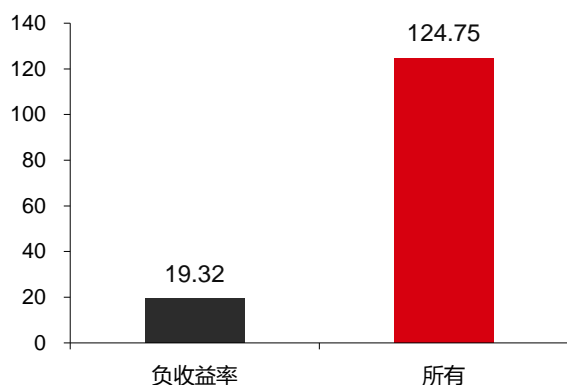
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 4：美 2Y 期国债收益率创新低，德 30Y 期国债跌入负值（%）



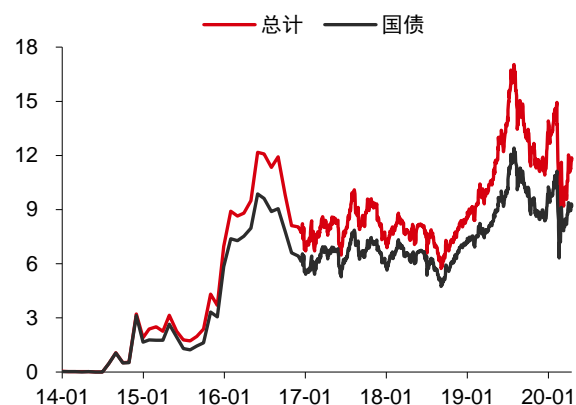
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 5：全球债券未偿余额及负收益率债券未偿余额（万亿美元）



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 6：二十四个国家主要市场负收益率投资级债券余额（万亿美元）



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

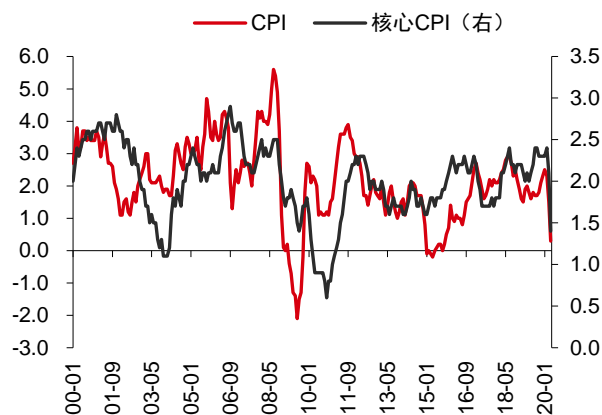
## 超低利率的根源

以目前来说，短期上，超低利率的根源在于低通胀+疫情对需求冲击带来甚至通缩的影响。疫情下，居民消费、企业生产都受到了较大的负面冲击。有效需求不足、生产疲弱，经济悲观预期下，国债收益率扁平化。美日欧降息、推行量化宽松政策刺激经济，若需求不足短期内得不到改善，通胀缺口与产出缺口持续，泰勒规则下短期低利率将向中长期演变，发达国家超低利率环境或许将维持相当长的一段时间。

2020 年 4 月，美国 CPI 为 0.3%，核心 CPI 为 1.4%；3 月份，PCE 通胀为 1.32%、核心 PCE 通胀 1.70%，当前美国消费暂未完全反映疫情的影响，而通胀数据已较 3 月份的 1.5%（CPI）和 2.1%（核心 CPI）大幅下降，消费受疫情冲击明显。而制造业 PMI 和就业数据受到的冲击更加显著。2020 年 4 月，美国制造业 PMI 已降至 41.5、制造业新订

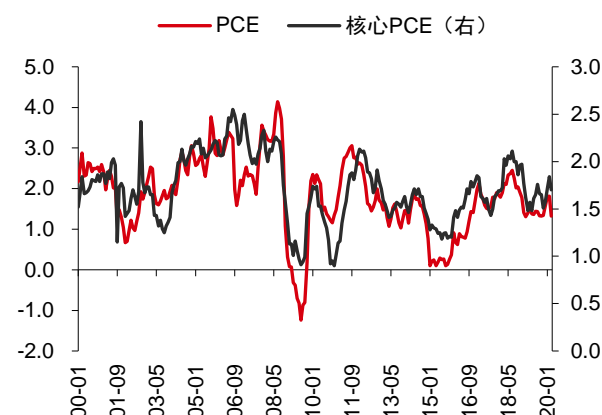
单为 27.1，较 3 月份分别下降 7.6、15.1。2020 年 4 月，美国非农就业下滑 2050 万人，为大萧条以来最大单月跌幅；失业率创 1948 年统计以来新高，达到 14.7%，预计后续几个月内失业率还将继续上升。

图 7：美国 CPI 维持在温和区间，尚未反映疫情的影响（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 8：美国核心 PCE 通胀也暂时未反映疫情的影响（%）



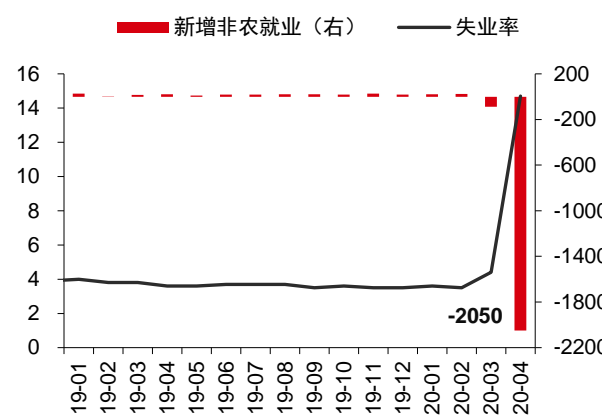
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 9：美国 PMI 新订单已低至 08 年金融危机水平



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 10：美国失业率高企，创大萧条以来新高（%，万人）



资料来源：Wind，中信证券研究部

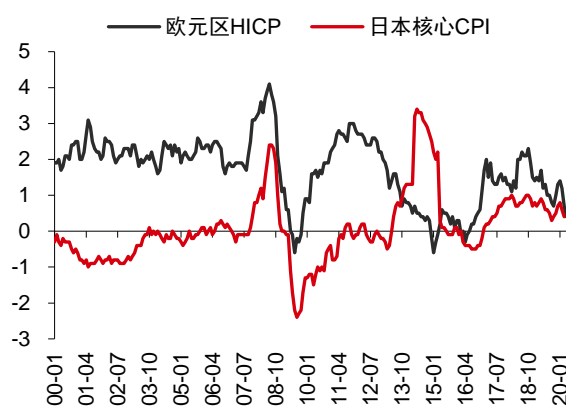
日本与欧洲经济的长期低迷下，欧洲央行和日本央行通过低利率与长期回购提供流动性刺激经济。日欧长期有效需求不足，较低的通胀环境下，国债收益率长期扁平化。

图 11: 日欧经济长期低迷, 实际 GDP 增速缓慢 (%)



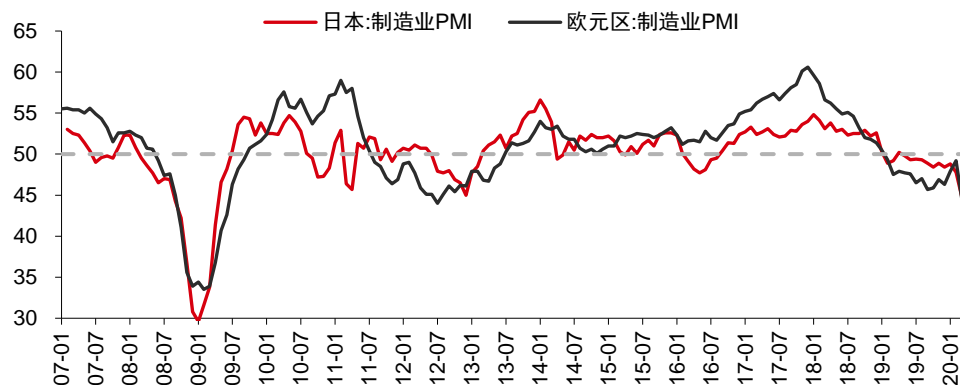
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 12: 日欧低水平通胀, 有效需求不足 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 13: 日欧制造业近些年维持在 50 荣枯线以下

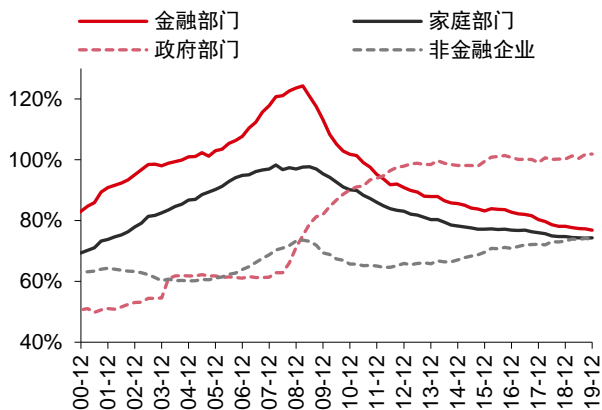


资料来源: Wind, 中信证券研究部

当前来看, 疫情冲击导致美国利率下降的周期性加强。随着美国劳动力市场形势严峻, 预防性动机下家庭部门未来一段时间将持续增加储蓄。而中美贸易摩擦或进一步紧张下, 经济形势的不确定, 将促使企业推迟或大幅削减投资支出, 从而减少对可投资资金的需求。

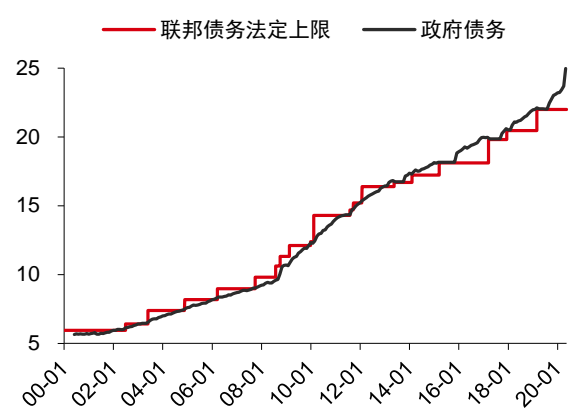
在政府债务不断上升和赤字缺口持续增加背景下, 政府债券发行成本和央行国债持有成本在超低利率下相对更低。特别在 2008 年金融危机之后, 美国全要素生产率未能有效提升, 其经济增长更多依赖于政府部门财政扩张和债务累积形式的资本投入。而且, 在疫情冲击下, 美国政府赤字不断扩大, 政府债务超过联邦法定债务上限已久。

图 14：科技进步推动全要素生产率上行



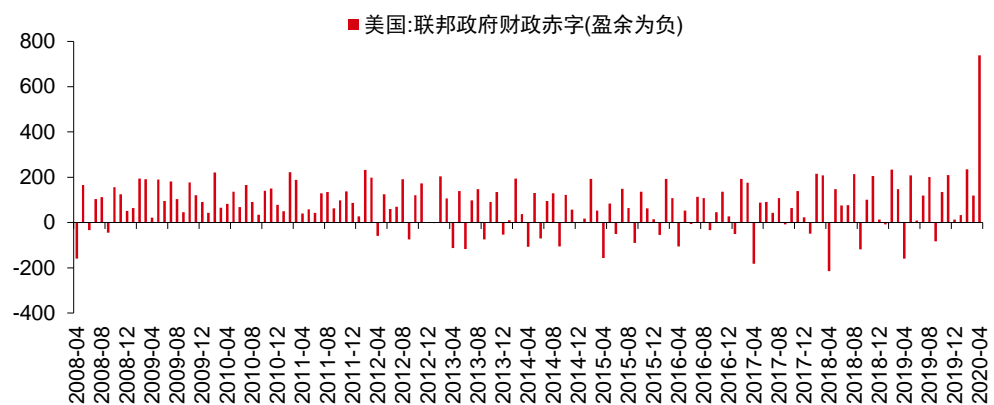
资料来源：美联储，中信证券研究部

图 15：美国政府债务与债务法定上限（万亿美元）



资料来源：Wind, Bloomberg, 中信证券研究部

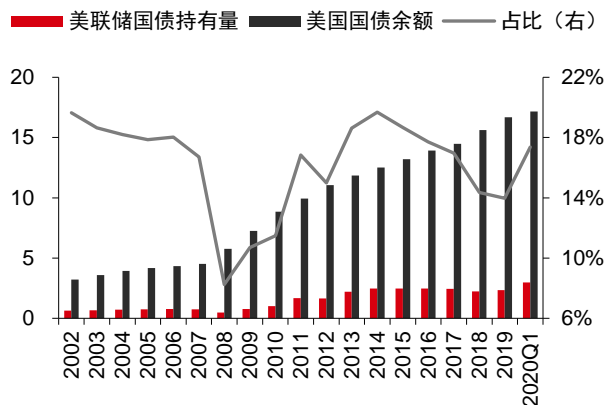
图 16：美国政府赤字情况（万亿美元）



资料来源：Wind, 中信证券研究部

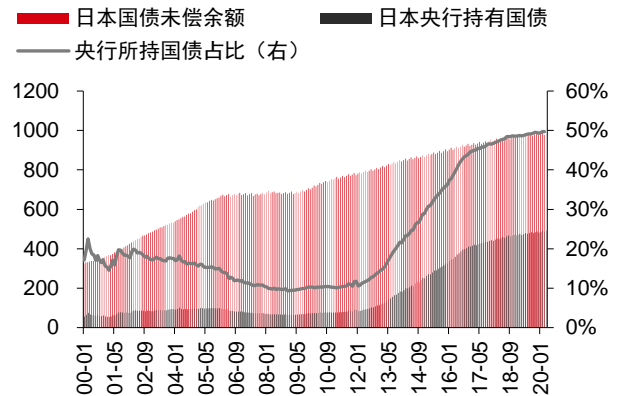
超低利率降低了央行持有国债成本，截至 2020 年 3 月份，美国国债未偿余额为 17.2 万亿美元，其中美联储持有 2.98 万亿美元，占比 17.4%。日本央行持有政府债券未偿余额为 485.92 万亿日元，占日本未偿国债总额 977.55 万亿日元的 49.7%；欧洲央行持有一般政府债券占比约 30%。

图 17：美联储所持国债总量（万亿美元）



资料来源：Wind，SIFMA，中信证券研究部

图 18：日本央行所持国债余额（万亿日元）

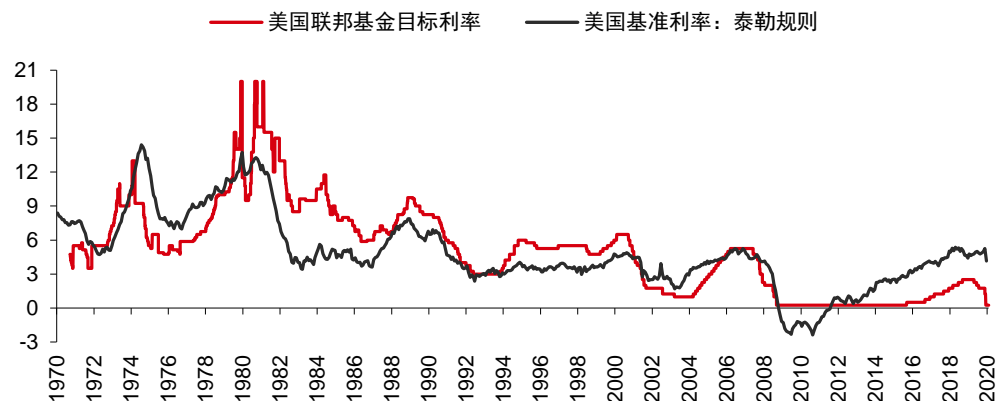


资料来源：Wind，中信证券研究部

而从美国泰勒规则下的基准利率水平看，2013 年 5 月，泰勒规则下的基准利率上行，而美联储直到 2015 年 12 月份才开始首次加息，相较于理论利率，实际政策率在某种程度上维持了更长时间。2008 年金融危机以来，美国经济增长依赖于资本投入及持续抬升的政府债务水平，更长时间的低利率环境对支撑较高的杠杆水平以及受益于此的经济修复和增长起到了积极的作用。

疫情冲击下，即使在未来泰勒规则下的美国基准利率水平提升，美联储依旧有动机维持较长期的低利率环境，以保证就业和消费水平的恢复。为了能在短期内刺激经济和确保更高的政府债务不会推高债券收益率，我们预计美联储会通过持续大规模买入国债来维持较低的利率水平。

图 19：美国泰勒规则下的基准利率（%）

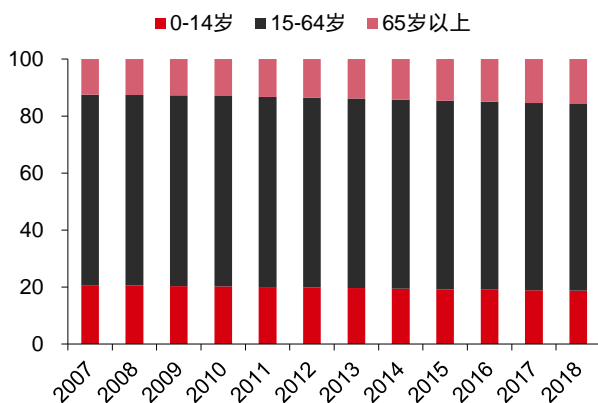


资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

从中长期看，超低利率的根源是人口老龄化驱动+科技革命带动 CAPEX 下降，以及储蓄率上升。其中，人口增长和技术进步是两个最重要的长期推动因素。从人口结构层面，美国 65 岁及以上人口占比逐年提升，从 2005 年的 12.3% 增加至 2018 年的 15.8%。随着医疗卫生和生活条件的改善，美国人口的平均预期寿命也逐步延长。

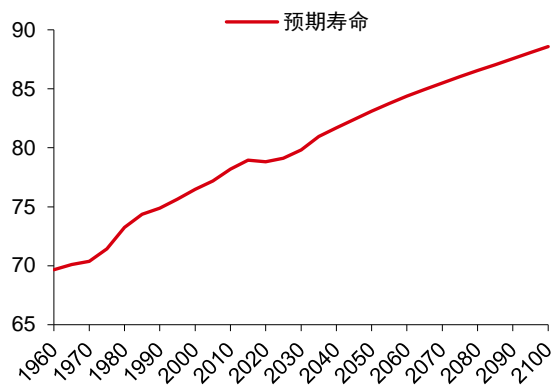


图 20：美国人口年龄结构，老龄占比逐渐增加



资料来源：Wind，中信证券研究部

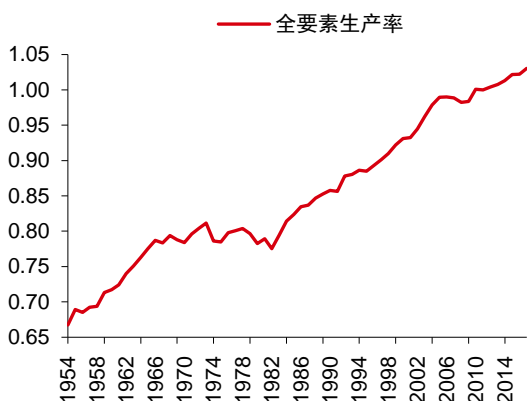
图 21：美国人口平均预期寿命上升



资料来源：UNdata（含预测），中信证券研究部

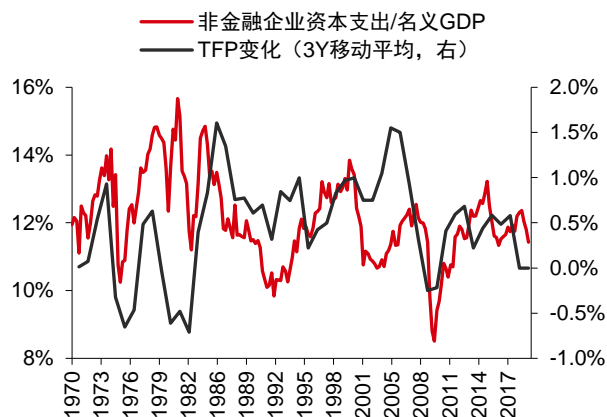
科技进步作为推动全要素生产率（TFP）增长的一个重要因素，1950-1960 年代以及 1990 年代中期到 21 世纪初，美国经历了两次全要素生产率的快速提升，美国经济得益于此快速发展。而非金融企业资本支出与名义 GDP 的比值呈现周期性，其与全要素生产率变化（三年移动平均）呈现较大的相关性。寿命增加所需储蓄增加，同时技术进步带来的资本节约，投资需求下降推动利率长期下滑。

图 22：科技进步推动全要素生产率上行



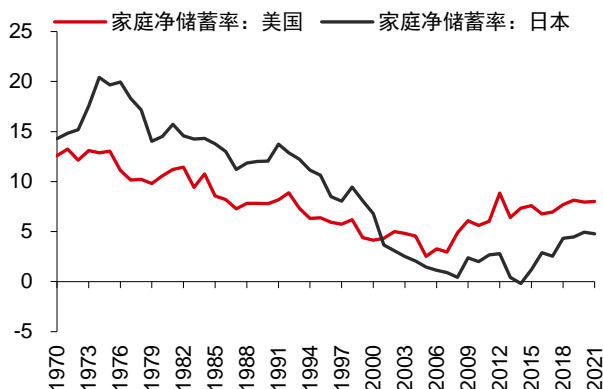
资料来源：FRED，中信证券研究部

图 23：非金融企业资本支出/名义 GDP 呈现周期性



资料来源：Wind，FRED，中信证券研究部

图 24：美日储蓄率近些年呈回升趋势（%）



资料来源：OECD（含预测），中信证券研究部

图 25：美国家庭储蓄呈上升趋势（十亿美元）



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

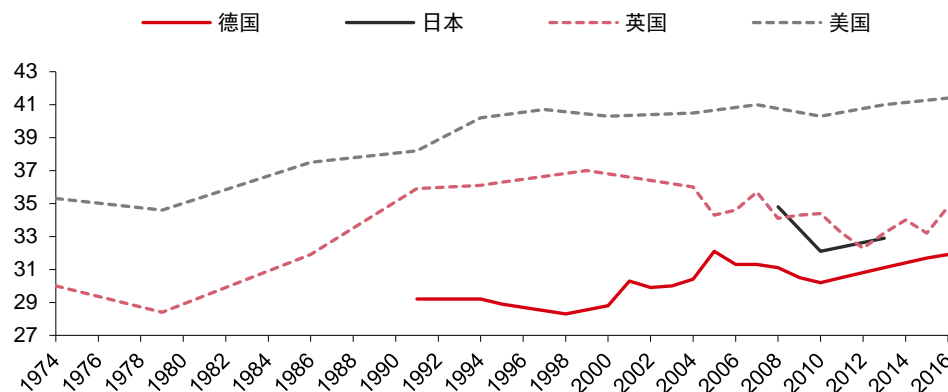
未来随着疫情结束，美欧经济会逐渐复苏。美联储无上限 QE 下，货币泛滥叠加供给短期内无法恢复至疫情前水平，需求回升预计会推动通胀反弹。但考虑到美国的债务水平，美联储即使在未来泰勒规则下基准利率回升和高通胀下，预计加息也不会很快来临。未来几年，利率将成为悬在美国经济头上的一把达摩克利斯之剑，只有一直维持低利率才能保证其不会落下。这也意味着低利率下高通胀形势将维持较长时间，低利率、高通胀与低增长的经济增长模式将在 2008 年金融危机后再次延续。特别是在中长期“人口老龄化驱动+科技革命”两大结构性因素下，更加深了低利率环境延长的预期。

## 负利率政策效果难尽人意

负利率政策理论上可以 1) 鼓励商业银行将超额准备金借贷出去，增加对实体经济信贷，刺激投资；2) 推动资产价格上升，通过财富效应来刺激消费需求或托宾 Q 效应刺激投资需求；3) 促使形成通胀预期；4) 引导本币贬值，增加出口。

但实际上，结合日欧经验，人口负增长、全要素生产率下降带来总需求不足，企业投资意愿边际下滑。而且高净值人群财富增速仍远高于低净值人群，高净值人群通过高杠杆撬动更高收益，低净值人群储蓄率更高，后者对存款利率更加敏感。通胀数据中必须消费品占比较高，因此低净值人群的财富增速受到通胀因素的影响更大。所以在负利率环境下，高低净值人群去收入分化加剧，通胀预期难起。对于商业银行，极低的贷款利率和实体投资回报率弱化了商业银行的贷款动力。在负利率条件下，为减少利润损失，商业银行可能会对居民存款实施负利率或较低利率。居民会便更倾向持有现金，货币乘数下降，商业银行货币创造功能减弱。

图 26：各国基尼系数整体呈上升趋势，收入分化加大

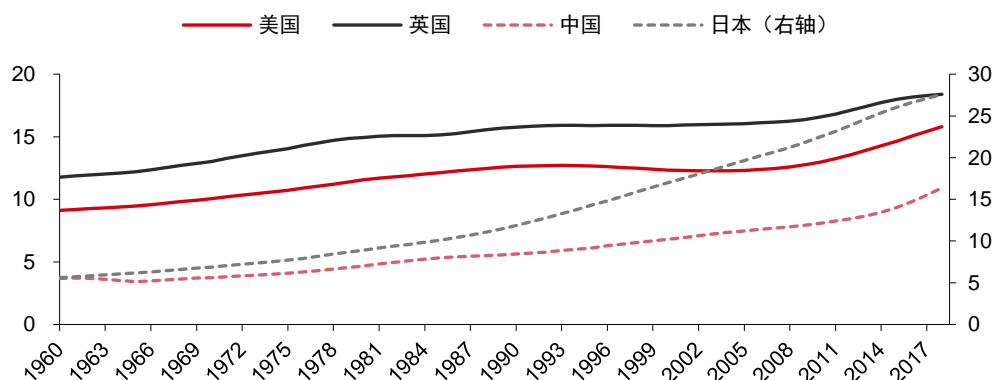


资料来源：World Bank，中信证券研究部

## ■ 超低利率环境资产价格和投资者行为

借鉴历史及各国经验，零利率或低利率环境下，海外投资者通常减配现金和固收类资产、增配权益和海外资产。受次贷危机影响，美国在 2009-2015 年间实行了长达六年的低利率政策；而欧洲也在 2009 年起实行低利率政策，并于 2014 年首次进入负利率区间；日本则早在 1999 年就确立了零利率目标，并于 2016 年采取负利率政策。从各国在零利率或低利率环境下各部门大类资产配置偏好来看，往往在进入低利率之后，投资者趋向于增配权益类资产而减配现金及固收类资产。尤其对于早在上世纪 90 年代人口老龄化趋势就愈发明显的日本来说，其资产配置趋势对于 2008 年起老龄化程度日益加深的美国更加具有借鉴意义。仿照日本及英国经验，预计未来在美国长期维持低利率政策及人口老龄化趋势显著的背景下，投资者将趋向于增配权益类资产尤其是海外资产，而相应减配现金及固收类资产。

图 27：2008 年后美国人口老龄化趋势明显（65 岁及以上人口比例，%）

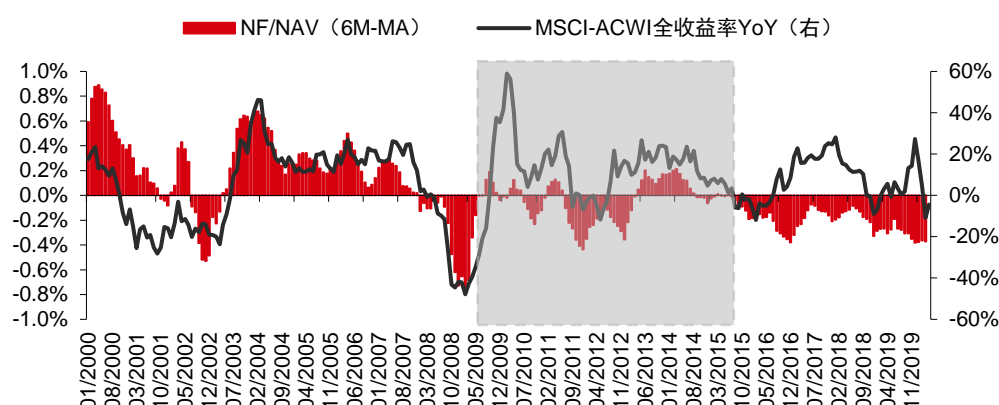


资料来源：Wind，中信证券研究部

## 美国：低利率时期显著增配权益资产

对照 2008 年金融危机时，美国低利率时期共同基金的资金流向看，以美国共同基金中股票型基金的净流入/净资产表示美国权益市场资金相对流动情况，2000 年至 2008 年，美国股票型共同基金资金流向与全球股票价格涨跌表现出较大的相关性。2008 年金融危机后，虽然全球股市出现了十年的大牛市，股票型基金绝对规模也快速增长，但投资者越发趋于保守的情绪让市场更偏好被动管理产品、债券等风险相对规避的产品。特别在 2009 年开始，低利率时期股票型共同基金资金流向与股票收益表现出较大分化。

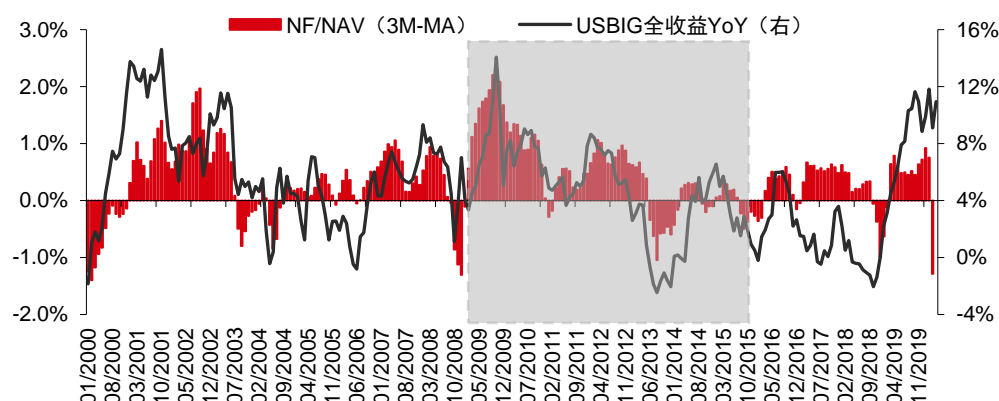
图 28：美国共同基金股票型及国内股票基金在全球大波动中的资金流动



资料来源：MSCI, ICI, Bloomberg, 中信证券研究部 注：以股票共同基金 NF/NAV（净流入/上一个月的净资产，六月滚动平均）衡量资金的流动情况；AWCI 为 MSCI 全球指数。

从美国共同基金债券资产的资金流向情况上看，其与美国国内债券收益率表现呈正相关，受美国利率环境驱动。2008 年金融危机时期在美联储的多项货币政策下，虽然美股股市表现较好及其处于低利率环境，也没有为改变危机时期投资者趋于风险规避的投资偏好，资金轮动流向债市。

图 29：美国共同基金债券型基金与美国债券收益率的相关性



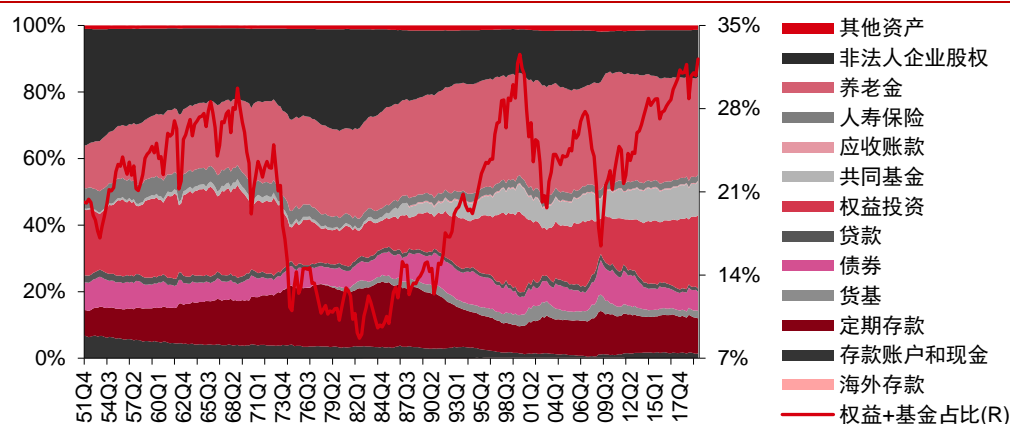
资料来源：FTSE Russell, ICI, Bloomberg, 中信证券研究部 注：以债券共同基金 NF/NAV（净流入/上一个月的净资产，三月滚动平均）衡量资金的流动情况；USBIG 为 FTSE 美国综合投资级债券指数。

零利率或低利率环境下，海外投资者通常减配现金和固收类资产、增配权益和海外资产，但不同国家、不同部门因为所处环境不同，配置行为也存在差异。2008 年金融危机后，

美国居民部门和保险机构减配现金、固收类资产，增配股票，但保险机构的资产配置比例变化不大。养老金机构减配现金、保险产品，增加混合型基金、股票基金、债券基金。

从美国居民部门的资产配置情况看，2009 年底-2015 年底低利率时期，居民部门大幅增配了权益类投资和共同基金，配置占比分别从 2009Q4 的 14.1%和 7.9%升至 2015Q4 的 18.4%和 9.3%。债券和养老金被减配，2009Q4 分别为 9.2%和 32.7%，而 2015Q4 分别为 6.3%和 31.5%，债券减配幅度较大。

图 30：1950 年以来美国居民部门资产配置情况



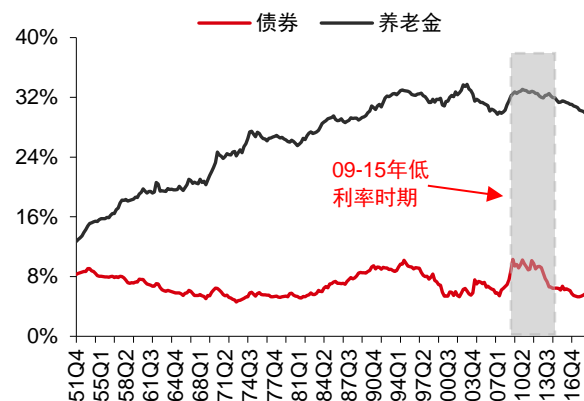
资料来源：美联储，中信证券研究部

图 31：美国居民权益资产和共同基金资产配置情况



资料来源：美联储，中信证券研究部

图 32：美国居民债券资产和养老金资产配置情况

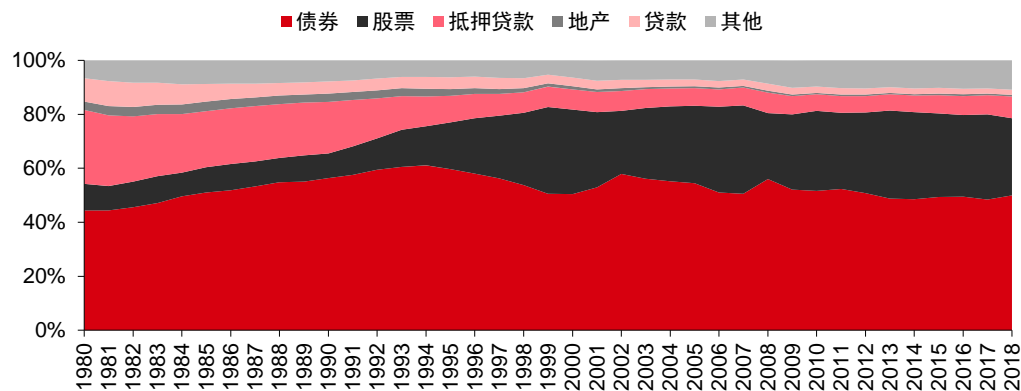


资料来源：美联储，中信证券研究部

从美国保险机构的资产配置情况来看，以寿险为例，在 2009 年底至 2015 年底期间，权益类资产获得增配，比例由 27.9%升至 30.9%；债券配置比例由 52.1%降至 49.4%，现金资产配置比例由 1.1%降至 0.9%，两者比例变化不大。

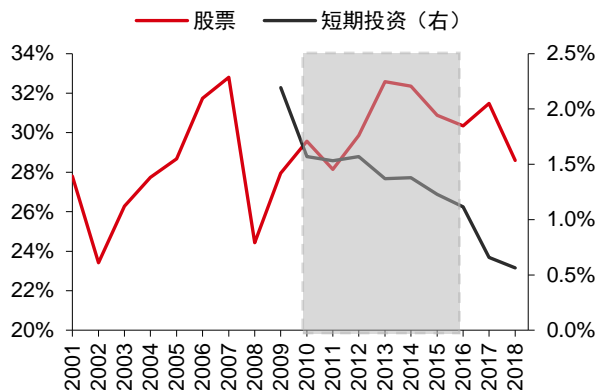


图 33：1950 年以来，美国居民部门资产配置情况



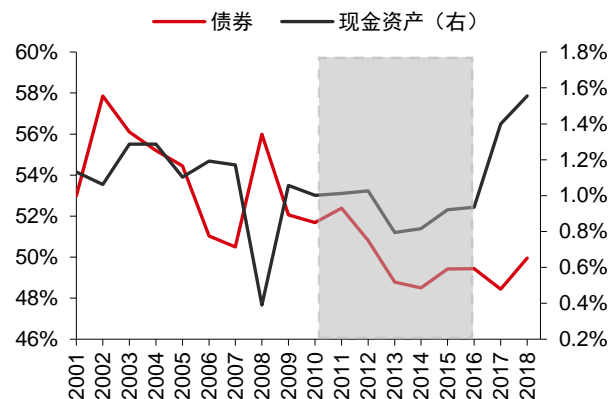
资料来源：ACLI，中信证券研究部

图 34：美国寿险合并账户权益资产比例 2008 年后上升



资料来源：ACLI，中信证券研究部

图 35：美国居民债券资产和养老金资产配置情况

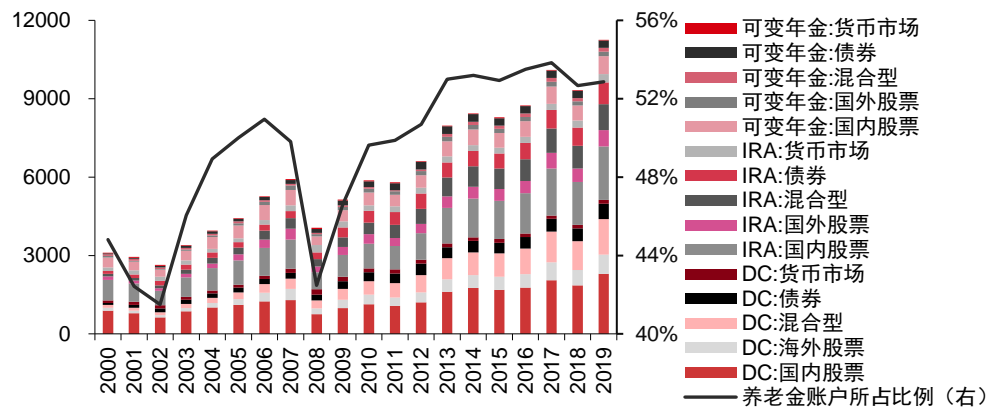


资料来源：ACLI，中信证券研究部

养老金作为世界各国资本市场的重要参与力量和老年人生活的基本保障，其投资目标在于安全性和较为稳定的收益。低利率环境下，固收类资产扁平的收益率曲线不能为养老金投资带来较高的资本回报。而在稳定收益的约束下，养老金投资管理者此时会更偏好于风险类资产，增配权益类、减配现金及货币等资产。

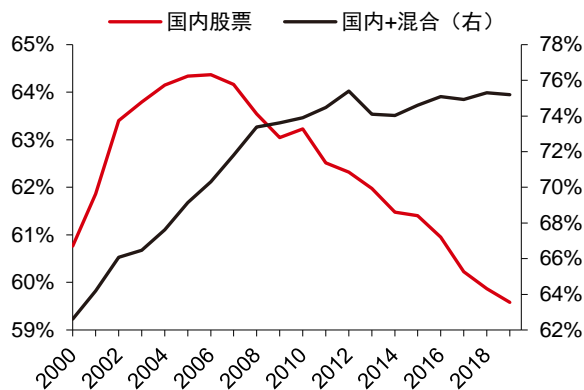
以美国养老金账户投资情况为例，养老金基金较高的占比以及其安全稳定的投资策略约束美国共同基金在权益市场资产配置，其调仓趋势可以表征美国大部分投资者对各类资产未来的判断。美国养老金账户持有美国共同基金资产占共同基金资产的比例自 2012 年起位于 50% 之上，2019 年美国养老金账户持有共同基金资产占共同基金净资产比例为 52.86%，在 2008 年之后呈现上升趋势。

图 36: 美国养老金账户持有共同基金资产占共同基金净资产比例 (十亿美元)



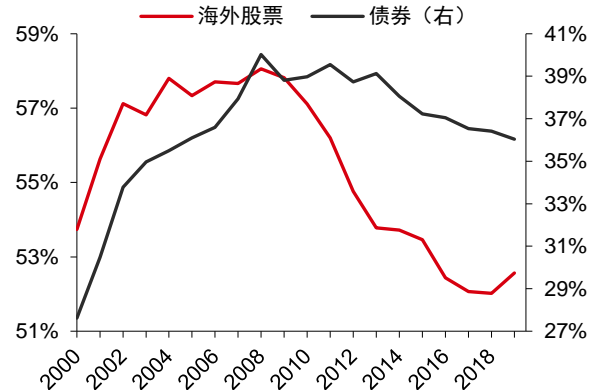
资料来源: ICI, 中信证券研究部 注: 1 养老金账户持有的混合型基金中包括养老目标日期基金和生活方式基金等, 但这不计入共同基金中的混合型基金, 而计入股票型基金, 所以会出现超过 100% 的情况。

图 37: 养老金所持共同基金权益资产占共同基金权益资产比例



资料来源: ICI, 中信证券研究部

图 38: 养老金所持共同基金权债占共同基金权债资产比例



资料来源: ICI, 中信证券研究部

从 2006 年至 2019 年, 美国养老金账户所持共同基金权益类资产占整体共同基金权益资产比例由 64.4% 下降至 59.6%。剔除养老金账户与美国共同基金对于混合型基金中目标日期基金和生活方式基金等基金产品的统计口径<sup>1</sup>差异, 得益于养老目标基金的快速发展, 美国市场“国内股票+混合型”资产占比由 2000 年的 62.6% 上升至 2019 年的 75.2%。海外股票占比 2019 年较 2018 年微升 0.55 个百分点至 52.6%, 债券占比也从 2008 年一路下滑, 2019 年为 36.0%。

表 1: 美国养老金账户持有共同基金资产占共同基金净资产比例 (截至 2019 年底, 十亿美元)

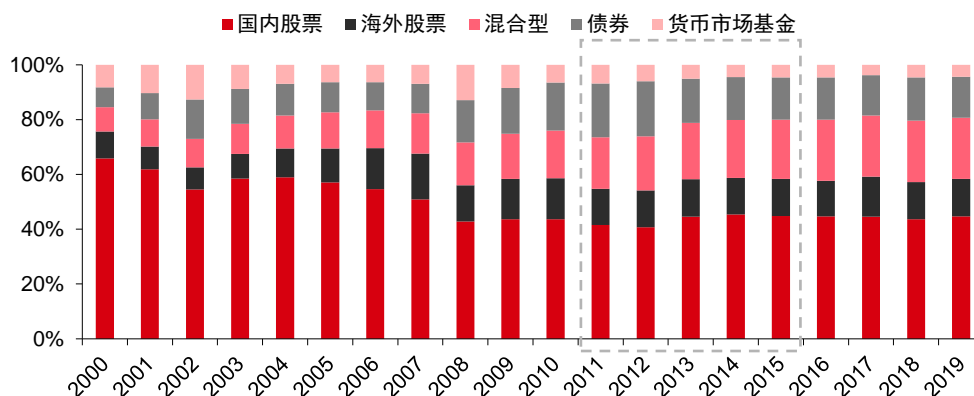
	股票						合计
	合计	国内	海外	混合型 <sup>1</sup>	债券型	货币市场	
养老金账户	5707	4340	1367	2361	1409	461	9937
IRAs	2672	2049	623	1001	828	315	4816
DC 计划	3035	2291	744	1360	581	146	5121
401K 计划	2371	1747	624	1122	428	97	4017
其他 DC 计划	664	544	120	238	153	49	1104
可变年金	865	688	177	143	286	23	1317
合计	6572	5028	1544	2504	1695	484	11254

	股票			混合型 <sup>1</sup>	债券型	货币市场	合计
	合计	国内	海外				
美国共同基金资产	11376	8439	2937	1578	4704	3632	21290
养老金占比	57.8%	59.6%	52.6%	158.7% <sup>1</sup>	36.0%	13.3%	52.9%

资料来源：ICI，中信证券研究部 注：1 养老金账户持有的混合型基金中包括养老目标日期基金和生活方式基金等，但这不计入共同基金中的混合型基金，而计入股票型基金，所以会出现超过 100% 的情况。

对照 2009 年底-2015 年底美国养老金账户所持共同基金资产类别分布来看，期间货币基金与债券型基金比例处于下滑趋势，两者占比从 2011 年的 26.5% 下降至 2015 年的 20.0%；股票类（国内+海外）资产占比从 2011 年的 54.7% 升至 2015 年的 58.4%，混合型基金此间也增配了 2.87%。目前来说，2019 年养老金所持共同基金中，美国国内权益资产占所持总额的 44.7%；债券资产占比略有下降，2019 年为 15.1%。2018 年至 2019 年，各类资产规模的变动主要来源于资金的增量，增长 1.93 万亿美元，其中美国国内股票类基金规模增长 9580 亿美元，增量占比 49.7%，资金轮动较少。

图 39：美国养老金所账户持共同基金资产比例分布



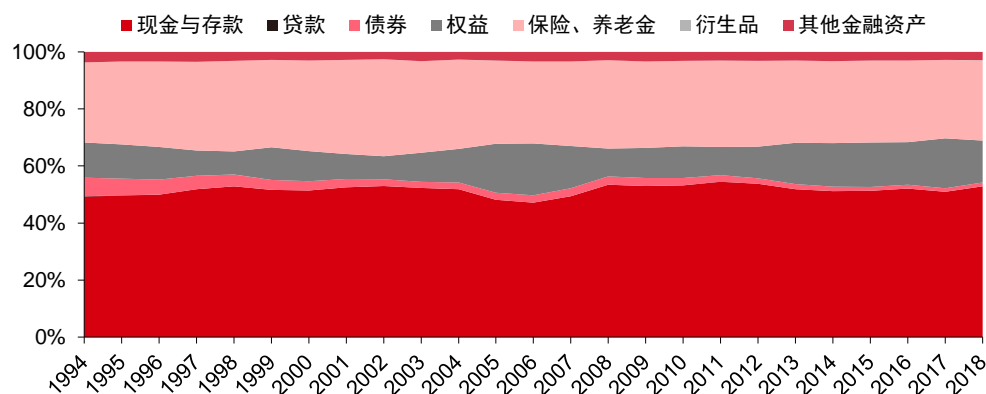
资料来源：ICI，中信证券研究部

## 日本：长期处于低利率环境，风险类资产更获增配

2000 年后，日本居民部门减配保险和养老金产品、固定收益类资产，增配股票和股票型基金；保险机构减配贷款、国内股票、国债，增配海外股票和现金；养老金机构减配国内债券，增配股票和海外证券。

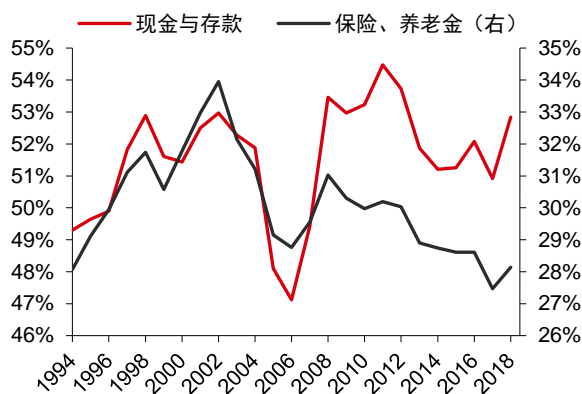
从日本居民部门的资产配置看，现金和存款是主要的配置资产，占比在 50% 左右。且从 1994 年至 2018 年，变化范围仅 2005 年减配 3.8 个百分点和 2008 年增配 4 个百分点，其他年份变化比例不超过 2 个百分点，资产配置相对稳定。而保险和养老金减配相对幅度大一些，2002 年配置比例在 34.0%，2018 年比例为 28.1%。而权益类资产在 2008 年至 2018 年由 9.7% 增配 5 个百分点至 14.7%，增配幅度较大。而固定收益类资产持续受到减配，1994 年至 2018 年，配置比例从 6.5% 降至 1.3%，减配幅度较大。

图 40：日本居民金融资产配置结构



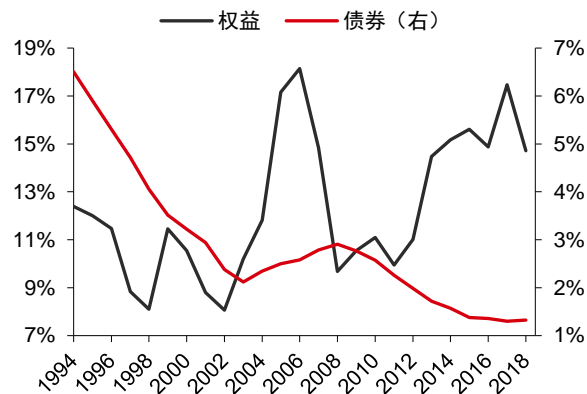
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 41：2008 年后现金与存款和保险、养老金配置比例下降



资料来源：Wind，中信证券研究部

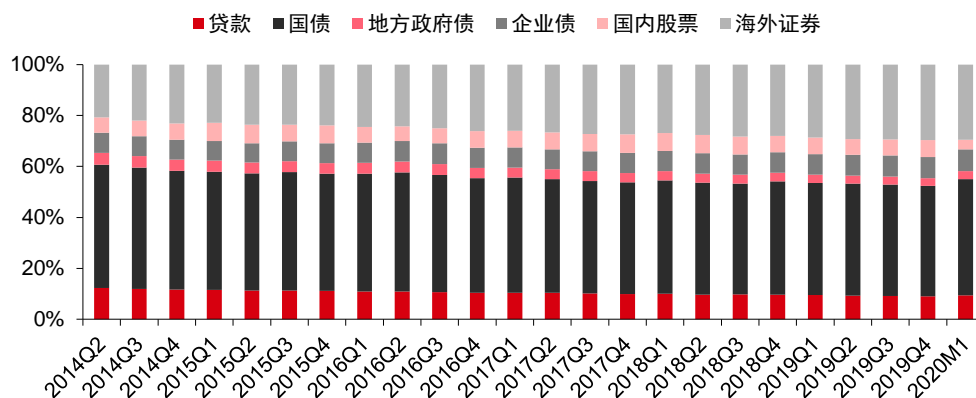
图 42：2008 年后债券配置比例下降、权益上升



资料来源：Wind，中信证券研究部

从日本保险资金资产配置情况看，近些年国债、贷款、国内股票配置比例分别从 2014Q2 的 46.8%、11.9%、5.7% 降至 2020M1 的 43.5%、9.0% 和 3.5%。2019Q4 国内股票配置比例为 6.4%，此前配置比例变化不大，2020 年初全球黑天鹅事件频发，不确定性增加，所以至一月份配置比例大幅降至 3.5%。而海外股票、现金从 2014Q2 的 20.1%、1.3%，升至 2020M1 的 28.2%、2.7%。

图 43：近年日本保险资产配置情况

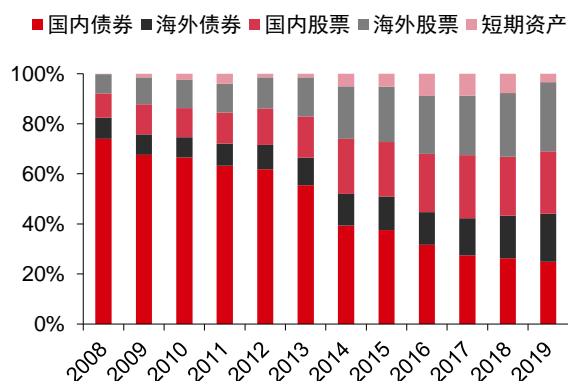


资料来源：LIAJ，中信证券研究部

养老金资产配置方面，截至 2019 年底，作为全球最大的主权养老金之一，日本政府养老投资基金（GPIF）总资产规模为 169.7 万亿日元。配置风格方面，GPIF 成立之初投资风格保守，以境内债券为主要投资标的。2012 财年，GPIF 境内债券的投资比例仍然高达 61.8%。从 2013 财年开始，GPIF 逐步调整资产配置目标，下调境内债券配置比例、提升境内股票、境外债券及境外股票的配置比例。

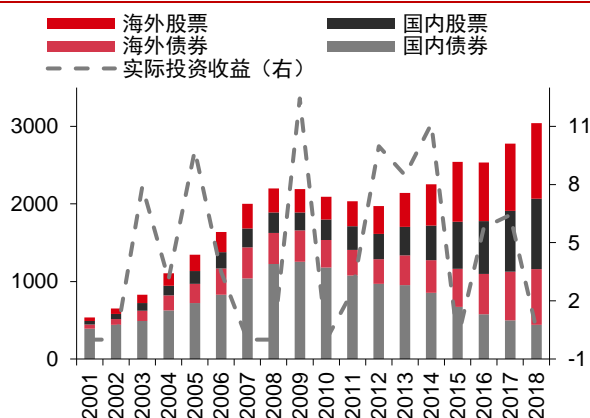
截至 2019 年底（2019Q3 财季），GPIF 国内债券配置规模为 42.2 万亿日元，占比 24.9%，较 2008 年 73.9% 的配置比例下降了 49 个百分点；国外债券配置比例由 2008 年的 8.5% 升至 2019 年的 19.2%。权益类资产配置比例大幅上升，2008 年国内股票、海外股票的配置比例分别为 9.7%、7.7%，2019 年大幅上升至 25.0% 和 27.6%。而从 2001 财年至 2018 财年，GPIF 累计回报 65.8 万亿日元，累计投资收入为 33.9 万亿日元，年化累计投资收益率为 2.87%。得益于权益资产的大幅增配，权益市场回报较之前大幅提升。

图 44：2008 年以来 GPIF 资产配置情况（十亿日元）



资料来源：GPIF，中信证券研究部

图 45：2001 年以来投资收入（十亿日元）及实际回报率



资料来源：GPIF，中信证券研究部

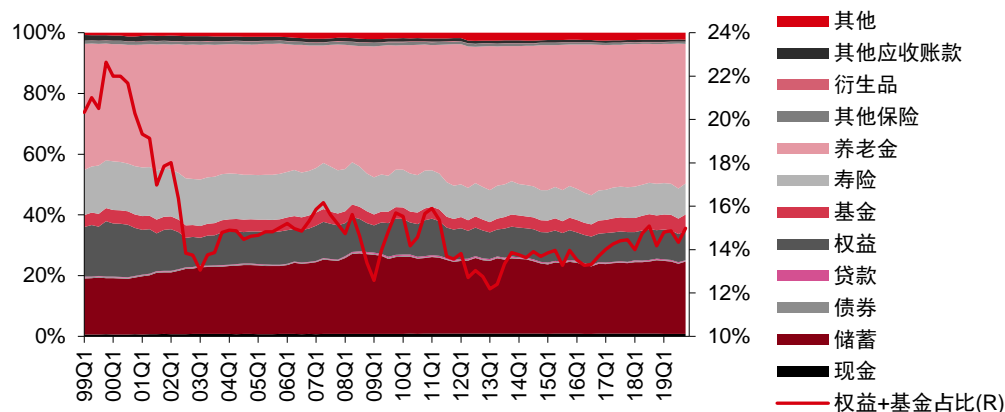
## 英国：居民部门配置相对平稳，保险大幅减配国内股票

对于欧洲低利率下的资产配置情况，以英国为例。2009 年后，英国居民部门减配了现



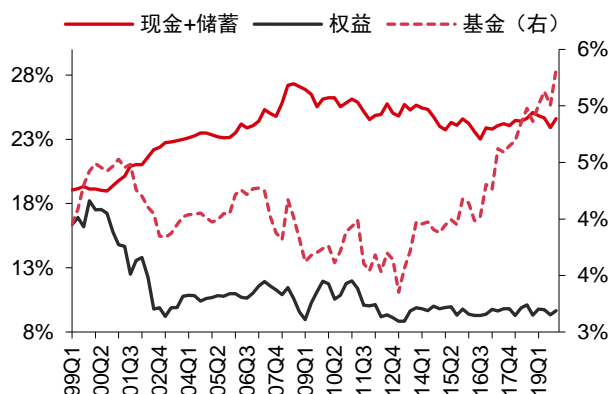
金和储蓄，2019Q1 现金和储蓄占比为 26.9%，2019Q4 为 24.6%，整体呈下滑趋势；小幅增加了养老金配置，从 2009Q4 的 43.2% 增至 2019Q4 的 46.0%；权益资产配置变化不大，2013 年以来变化较为平稳（1.30 百分点以内）。

图 46：英国居民部门资产配置情况



资料来源：ECB，中信证券研究部

图 47：英国居民现金、权益和基金资产配置情况



资料来源：ECB，中信证券研究部

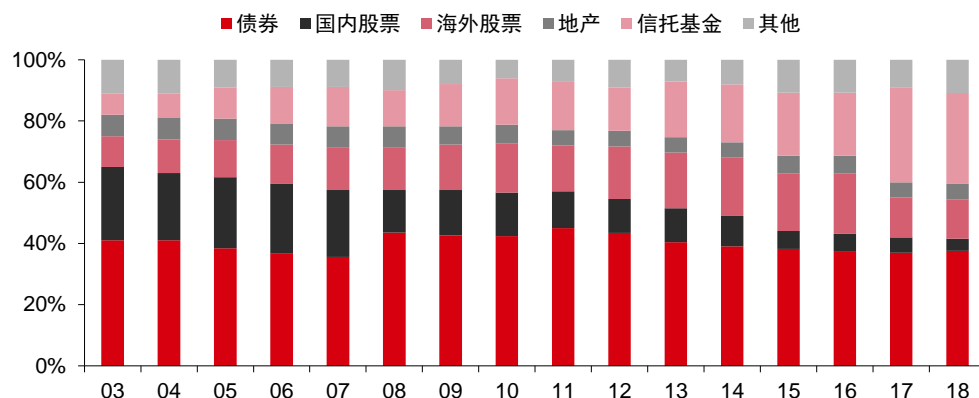
图 48：英国居民养老金和寿险资产配置情况



资料来源：ECB，中信证券研究部

从保险机构的资产配置上看，英国保险资金债券类资产保持在 40% 左右，除 2008 年金融危机时期，属于风险规避的债券类资产获增配 8% 外，其他年份相对较为稳定。而国内权益资产减配幅度较大，由 2003 年的 24% 降至 2018 年的 4%；海外权益受增配后，近年有减配趋势，2003 年 10%、2016 年 20%、2018 年 13%；而偏股类较多的信托基金获得了较大增配，由 2003 年的 7% 增至 2018 年的 30%。松监管给予英国保险公司的自由度较高，而且英国养老金多由保险公司进行管理、寿险保费中投连险占比较高，英国保险资金中权益类资产占比高于其他国家。

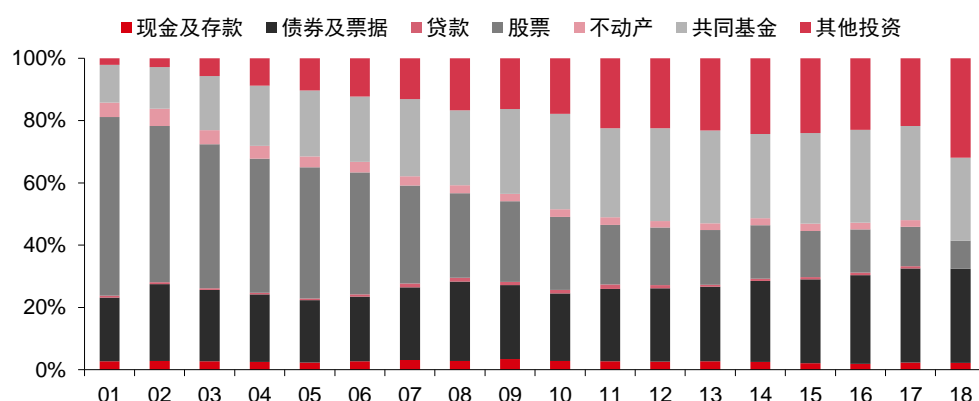
图 49：英国保险资产配置情况



资料来源：ABI，中信证券研究部

养老金方面，从 2001 年至 2018 年，权益、不动产受到减配，其中权益类资产减配幅度较大，由 53.8% 降至 9.0%，不动产由 4.3% 降至 2.0%（2017 年）；而债券和共同基金获得较大幅度的增配，分别由 19.2%、11.4% 升至 30.2%、26.7%。

图 50：英国养老金资产配置情况



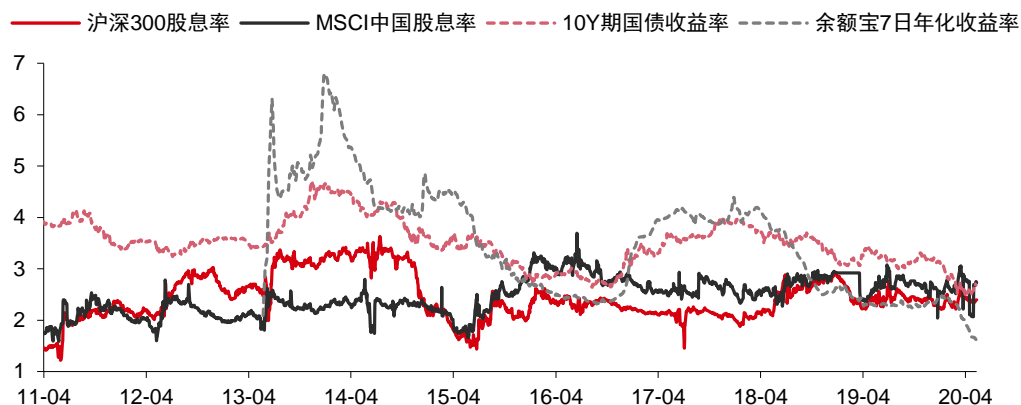
资料来源：Wind，中信证券研究部

## 中国利率走势、资产价格和投资者行为变化

中美贸易摩擦、英国脱欧、疫情冲击等因素，全球经济不确定增加，国内经济受之影响。2018 年初至今，中国 10 年期国债收益率持续下行。无风险利率施压理财产品收益率，余额宝 7 日年化收益率截至 2020 年 5 月 15 日已降至 1.626%，较 2018 年 1 月 2 日阶段高点的 4.394% 下降 2.768 个百分点。此间 10 年期国债收益率由 3.90% 降至 2.68%。

无风险利率下行的趋势下，中国居民或将加大对金融投资产品的配置比例。对比美日等国居民部门的配置情况看，低利率环境下，居民部门倾向于增配权益类资产，减配固收类资产。但中国居民资产配置能否复制美国的权益文化，依然取决于年龄结构、储蓄倾向、税收及地产政策等因素。

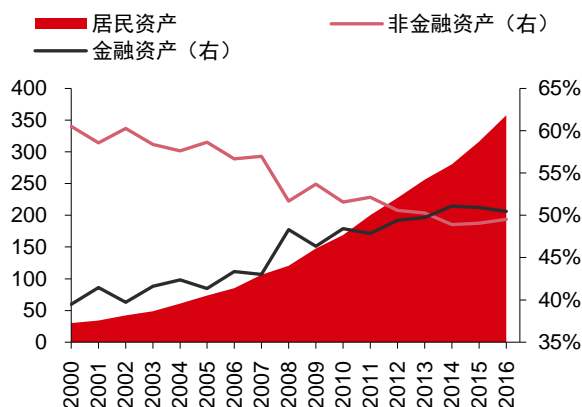
图 51：无风险收益率和余额宝 7 日年化收益率持续下行趋势（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

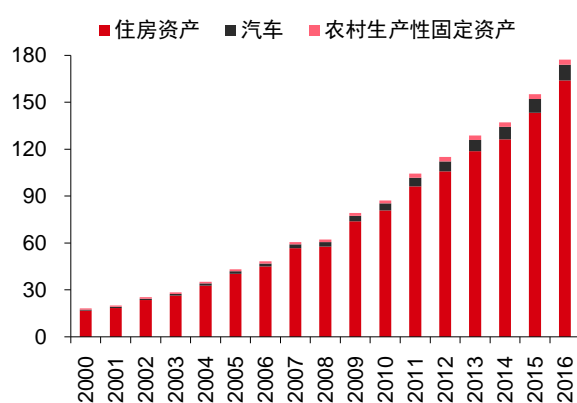
从国内居民资产结构上看，非金融资产占比整体呈下滑趋势，房地产是最主要的储蓄资产形态。国内居民部门金融资产占比由 2000 年的 39.5% 升至 2016 年的 50.5%，住房资产仍是居民最大的资产类别，住房资产占比为 45.8%，可预见的未来房地产仍将是重要的长期储蓄资产形态。

图 52：国内居民部门资产结构（万亿人民币）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 53：居民部门非金融资产结构（万亿人民币）

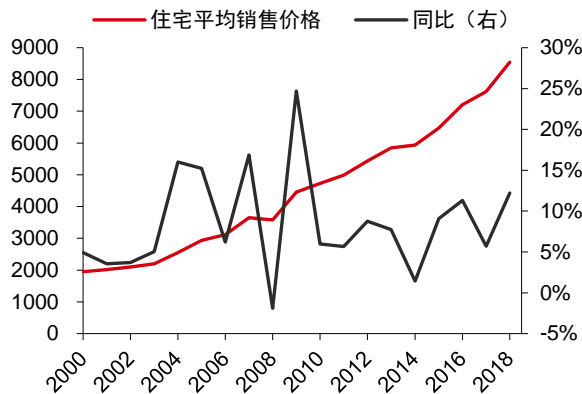


资料来源：Wind，中信证券研究部

房地产在总资产中的占比过高进一步限制了居民对权益市场波动的容忍性。对于中产阶层，主要住房虽然是一种储蓄，但同时也是一个负担，住房在总资产中占比过高就导致很少有额外资金用于长期储蓄投资，日常支出对现金流压力较高的情况下，居民会进一步降低对波动的容忍性。

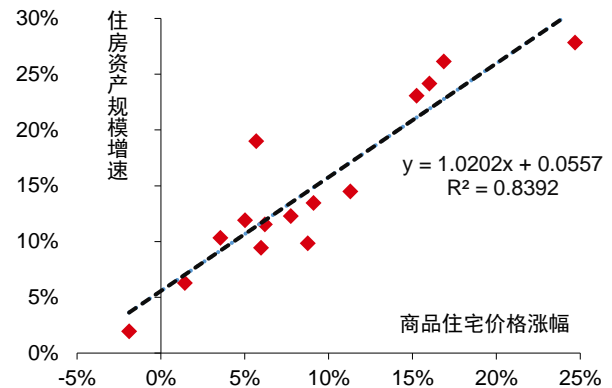
2000 年以来，商品房住宅平均价格上涨较快，中国居民非资产投资中住宅资产支出也随着增加。价格因素成为国内居民配置资产规模增速的主要因素。而随着国内地产政策趋紧，近些年房价增幅趋缓。而未来房价涨幅进一步趋稳形势下，居民新增资产中住房资产配置比例或将进一步下降。

图 54：国内商品房住宅价格快速上涨（元/平米）



资料来源：Wind，中信证券研究部

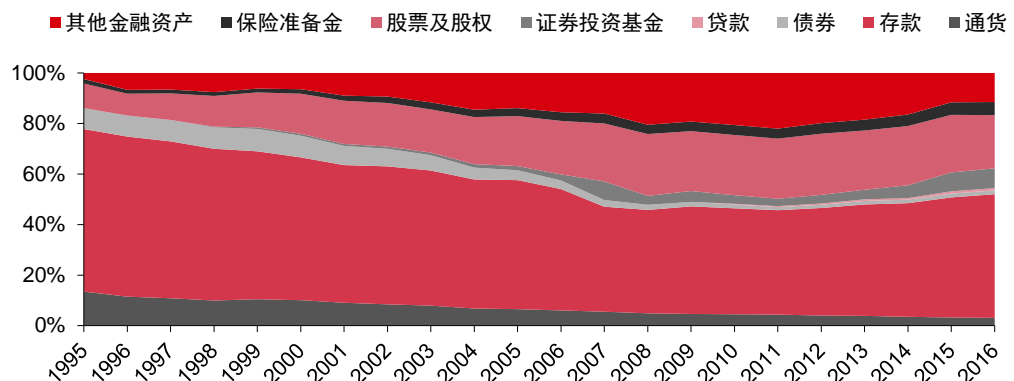
图 55：房价上涨主导住宅资产规模增长（2001~16 年，剔除 2002 年）



资料来源：Wind，中信证券研究部

在约束激励机制尚未建立的背景下，预计中国居民在权益类资产的配置上更多随着股市的涨跌周期性波动，同时具有同步性和放大效应。预计除了房地产和权益资产，中国居民（尤其中产阶层）财富管理仍然以现金和固收类资产为主。但在无风险利率下行环境下，居民部门增配权益类资产。特别随着国内居民理财意识不断增强，居民财富管理形态将逐步从现金等储蓄资产向收益率更高的风险类资产转移。

图 56：居民部门金融资产配置情况



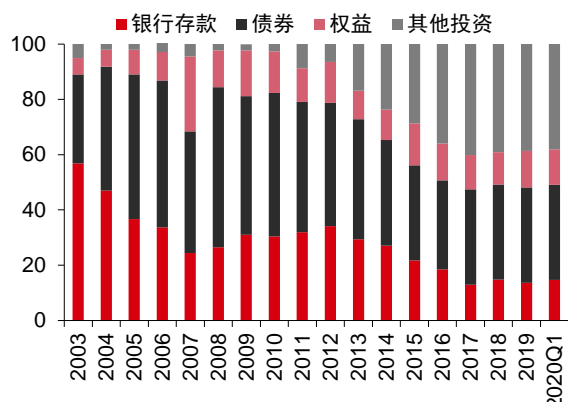
资料来源：Wind，中信证券研究部

从国内机构资产配置情况看，保险机构减配银行存款，由 2003 年的 56.8% 降至 2020Q1 的 14.7%。债券类资产在 2008 年之后获得较大幅度的减配，由 2008 年的 57.9% 降至 2020Q1 的 34.4%。权益类资产在 2007 年股市大涨时获得较大幅度的增配，达到 27.1%，2008 年后较为稳定。

公募基金的资产配置情况，2020Q1 国内股票配置比例在 14.7%，2007 年和 2009、2010 年国内股票在股市大涨下，配置比例高达 72.2%、71.2% 和 72.7%。公募基金国内股票资产配置比例变化与股市波动相关性较高（不考虑内生性和不同基金产品的权益投资比例限制等因素）。2004 年至 2007 年权益市场快速上涨，债券配置比例快速下降；2009 年之后，股市呈现震荡走势，债券配置比例快速上升，从 2009 年的 11.0% 上升至 2020Q1

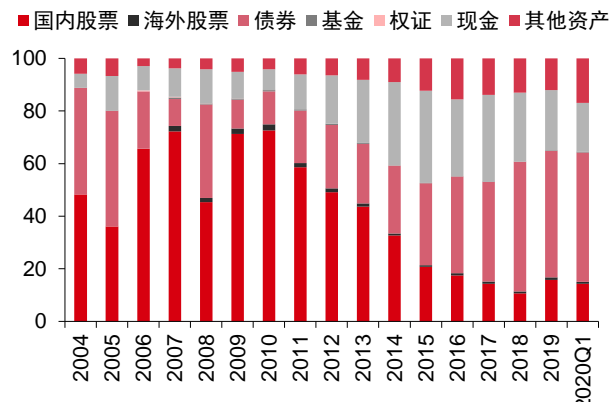
的 49.1%。

图 57: 国内保险机构资产配置情况 (%)



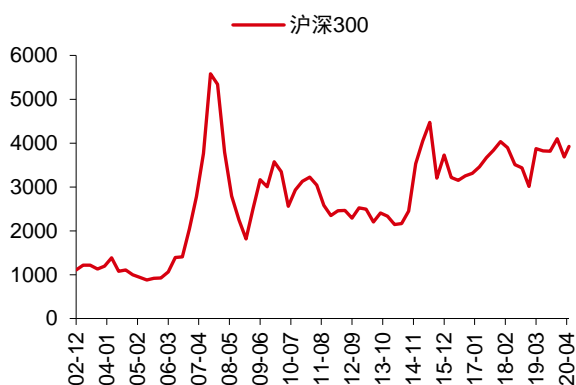
资料来源: Wind, CEIC, 中信证券研究部

图 58: 国内公募基金资产配置情况 (%)



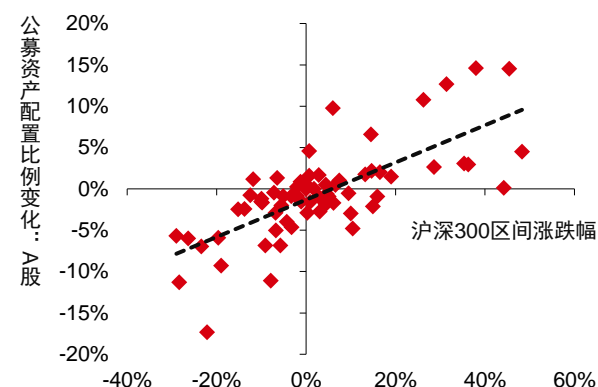
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 59: 沪深 300 季度走势



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 60: 公募基金 A 股配置与股市涨跌幅相关性较高 (03Q2-20Q1)

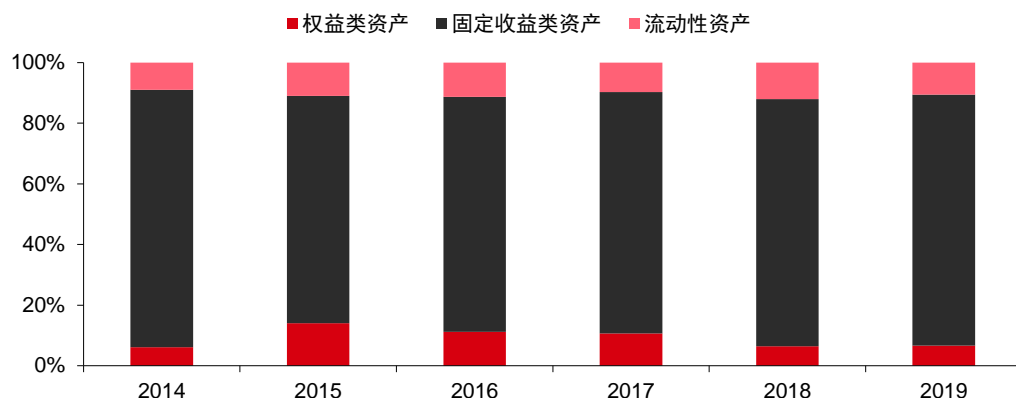


资料来源: Wind, 中信证券研究部

国内当前社保基金中基本养老金、企业年金部分资金委托投管人进行管理。对于养老金，机构配置主要以“安全、稳定”为主，养老金基金和企业年金作为长期资金，两者的资产配置偏向于低风险资产，权益类资产投资范围不超过 30%。其中，企业年金权益类资产实际情况也远低于此上限。



图 61：企业年金养老金产品资产规模

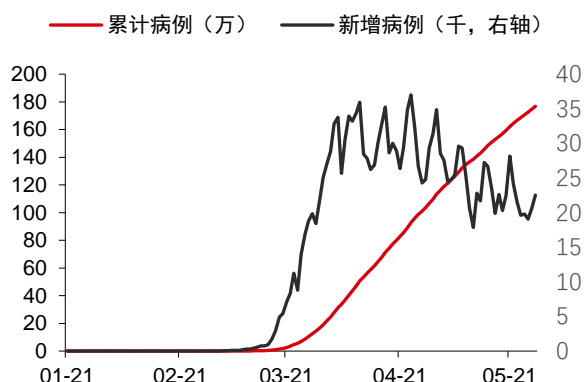


资料来源：Wind，中信证券研究部

## ■ 下半年美复工疫情或将反复，警惕三大“灰犀牛”

**4 月起美国疫情曲线平坦化，各州逐渐进入经济重启阶段。**美国新增病例数在 4 月初达到峰值后，一个月内始终保持高位震荡。5 月至今，新增病例人数呈逐渐下降趋势，已从高点近 4 万人/天到现今约 2 万人/天。疫情曲线平坦化更加推高了美国国内经济重启的呼声。此外在大选临近的背景下，由于疫情导致经济疲弱对特朗普连任造成了巨大的挑战。大选开始至今，特朗普民调支持率始终低于拜登，因此为增加支持率，特朗普也更有动力推动经济重启的发展。4 月 16 日美国总统特朗普宣布了分阶段“重启”美国经济的指导方针，允许满足前提条件的各州分三阶段重启经济，并将何时取消居家令等限制措施的决定权授予各州州长。短短一个月，美国各州逐渐放开防疫限制措施，重启经济活动以挽救经济。截至 5 月 28 日，51 个州中已有 49 个州决定放松社交距离限制，28 个州解除居家令，44 个州放松非基础商业活动的限制。

图 62：美国新增病例仍维持在两万/日的高位



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 63：特朗普民调支持率低于拜登

媒体	拜登支持率	特朗普支持率	差值
Economist/YouGov	45	42	拜登 +3
FOX News	48	40	拜登 +8
Rasmussen Reports	48	43	拜登 +5
CNBC	48	45	拜登 +3
Quinnipiac	50	39	拜登 +11
The Hill/HarrisX	42	41	拜登 +1
Harvard-Harris	53	47	拜登 +6
RCP 平均	47.7	42.4	拜登 +5.3

资料来源：RealClearPolitics，中信证券研究部

表 2：美国各州防疫政策汇总（截至 5 月 28 日）

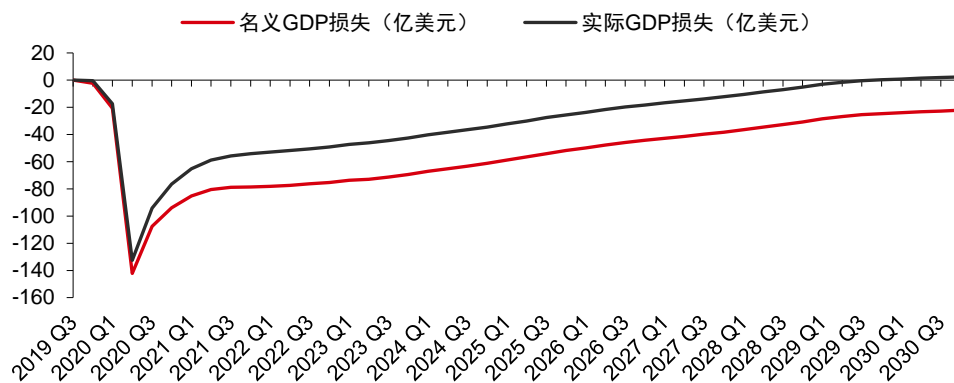
州	社交距离限制	居家令	非基础商业活动	州	社交距离限制	居家令	非基础商业活动
亚利桑那	放松	解除	所有非基础商业活动限制性重开	加利福尼亚州	放松	全州	部分非基础商业活动限制性重开
肯塔基州	放松	解除	部分非基础商业活动重开	科罗拉多州	放松	回调至高风险地区	部分非基础商业活动限制性重开
俄亥俄	放松	解除	部分非基础商业活动限制性重开	康乃狄克州	放松	解除	部分非基础商业活动限制性重开
南卡罗来纳	放松	解除	所有非基础商业活动重开	哥伦比亚特区	-	全州	关闭所有非基础商业活动
德州	放松	解除	所有非基础商业活动限制性重开	佐治亚州	放松	回调至高风险地区	部分非基础商业活动限制性重开
犹他州	放松	解除	-	伊利诺伊州	-	全州	关闭所有非基础商业活动
西弗吉尼亚	放松	解除	部分非基础商业活动限制性重开	印第安那州	放松	解除	部分非基础商业活动限制性重开
怀俄明州	放松	-	-	爱荷华州	放松	-	部分非基础商业活动限制性重开
阿肯色州	放松	-	-	路易斯安那州	放松	解除	部分非基础商业活动限制性重开
佛罗里达	放松	解除	部分非基础商业活动限制性重开	密西根州	放松	全州	部分非基础商业活动重开
堪萨斯州	放松	解除	全部非基础商业活动重开	明尼苏达州	放松	解除	部分非基础商业活动重开
俄克拉荷马州	放松	高风险地区	部分非基础商业活动限制性重开	密西西比州	放松	解除	部分非基础商业活动限制性重开
阿拉斯加州	放松	解除	全部非基础商业活动重开	密苏里州	放松	解除	全部非基础商业活动限制性重开
特拉华州	放松	全州	部分非基础商业活动限制性重开	内布拉斯加	放松	-	-
夏威夷	放松	全州	部分非基础商业活动重开	内华达州	放松	全州	部分非基础商业活动限制性重开
爱达荷州	放松	解除	部分非基础商业活动重开	新罕布什尔	放松	全州	部分非基础商业活动限制性重开
缅因州	放松	全州	部分非基础商业活动重开	新泽西州	放松	全州	部分非基础商业活动限制性重开
马里兰州	放松	解除	部分非基础商业活动限制性重开	纽约	放松	全州	部分非基础商业活动限制性重开
马萨诸塞州	放松	回调至高风险地区	部分非基础商业活动重开	北卡罗来纳	放松	解除	部分非基础商业活动限制性重开
蒙大拿	放松	解除	所有非基础商业活动限制性重开	俄勒冈州	放松	全州	部分非基础商业活动重开
北达科他州	放松	-	所有非基础商业活动重开	宾夕法尼亚州	放松	解除	部分非基础商业活动重开
罗德岛	放松	解除	部分非基础商业活动限制性重开	南达科他州	放松	-	-
佛蒙特	放松	全州	部分非基础商业活动限制性重开	田纳西州	放松	解除	全部非基础商业活动重开
新墨西哥	放松	全州	部分非基础商业活动限制性重开	维吉尼亚州	放松	全州	部分非基础商业活动限制性重开

州	社交距离限制	居家令	非基础商业活动	州	社交距离限制	居家令	非基础商业活动
阿拉巴马州	放松	解除	所有非基础商业活动限制性重开	华盛顿州	放松	全州	部分非基础商业活动重开
威斯康星州	放松	解除	全部非基础商业活动重开				

资料来源：KFF，中信证券研究部

**过早实施经济重启或将加大疫情二次爆发风险，致使长期经济下行压力增强。**尽管放松各州防疫措施可能在短期提振经济，但从中长期来看，过早的经济重启或将加大二次疫情爆发风险。在“保经济”和“抓防疫”之间寻找平衡本就是各国需面临的难题。但对于疫情仍旧较为严重的美国来说，一方面尽管疫情的高峰期已过，但现在新增病例人数仍维持在 2 万人/天左右，并没有表现出持续下降的趋势。另一方面美国重启经济的步伐也相对激进。以最早宣布重启经济的佐治亚州为例，该州 24 日宣布包括理发店、健身房、文身店和美甲店在内的商业可恢复营业，27 日更进一步开放电影院和餐饮业堂食业务。但根据美国疾控中心数据模型显示，佐治亚州的疫情仍尚未迎来高峰。因此，尽管经济重启或将在短期提振美国经济，但在累计确诊数量仍处于快速上涨区间的情况下急于重启经济，或将在中长期导致二次疫情爆发，并使经济再次退回此前的状态。根据 CBO 1 月及 5 月对经济预测的对比，疫情对实际 GDP 的影响直到 2029 年才将完全结束，而名义 GDP 到 2030 年仍将受到疫情的波及。此外，疫情在未来十年预计将使美国名义 GDP 累计损失 15.8 万亿美元。但若经济重启步伐过快，则此预测或仍旧过于乐观，不排除未来由于二次疫情爆发导致经济复苏再次减缓的可能。

图 64：COVID-19 预计将导致美国名义 GDP 累计损失 15.8 万亿美元



资料来源：CBO（含预测），中信证券研究部

**美国大规模抗议示威活动或延缓经济重启进程。**5 月 25 日由于美国警方暴力执法致使非洲裔男子乔治·弗洛伊德身亡事件致使全美多地爆发大规模抗议示威活动。不到十天时间，抗议活动已蔓延至全美 140 个城市，且超过 5600 人在暴乱中逮捕。而特朗普政府非但没有妥善解决这一事件，安抚民众怒火，反而威胁要出动军队予以镇压，进一步引发社会舆论。至今已有超过 2 万名国名警卫队人员部署在全美 28 个州及首都华盛顿特区，抗议活动危险性持续蔓延。未来若抗议活动继续发酵，且军队一旦出现在美国街头，将极大扰乱美国复工复产的进程。另外，人群大规模聚集也将加大疫情二次爆发风险，进一步

延缓经济重启进程，近期美元指数回撤也部分反映了抗议活动的扰动。

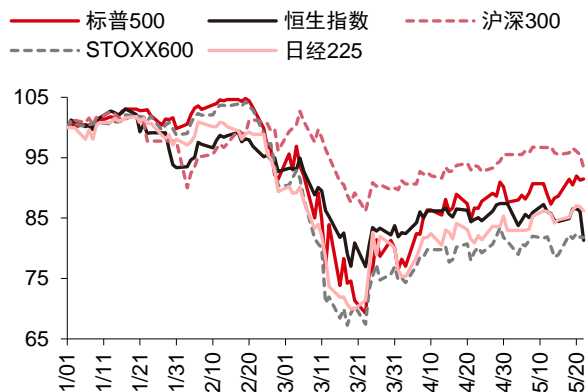
表 3：美国抗议示威活动进展

时间	进展
5 月 25 日晚	美国明尼苏达州明尼阿波利斯市白人警察在执法过程中暴力执法致非洲裔男子乔治·弗洛伊德死亡。
5 月 26 日	明尼阿波利斯市事发路口数百人聚集抗议，还有众多示威者举着“我没法呼吸了”和“为弗洛伊德讨回公道”的标语，并与警方爆发冲突，警方使用催泪弹和橡胶子弹驱散人群。另外，四名涉事警察遭解雇。
5 月 27 日	明尼阿波利斯市发生第二轮大规模抗议活动，将抗议升级为骚乱。同日，数百名示威者在洛杉矶市中心聚集抗议，与警方发生冲突并出现受伤事件。
5 月 28 日	美国多地爆发大规模抗议示威活动。包括纽约市曼哈顿联合广场附近爆发的示威游行，哥伦布市示威者攻进俄亥俄州议会大厦等。
5 月 29 日	全美多地示威活动持续，全美 22 州及华盛顿特区共 33 个城市街头出现抗议活动，白宫一度因抗议活动禁止出入。为压制抗议活动，美国出动军事警察部队。五角大楼采取了罕见的措施，命令陆军将几支现役美国军事警察部队准备部署到明尼苏达州明尼阿波利斯维护治安。明尼阿波利斯市市长宣布该市当天起至周末宵禁。另外，涉事的明尼阿波利斯前警官德里克·沙文被指控三级谋杀和过失杀人罪。
5 月 30 日	局势不断升级，已有 700 名国民警卫队队员抵达明尼阿波利斯，随后的动员总数或达 2500 人，这是明尼苏达历史上规模最大的一次部署行动。此外，政府针对抗议处理不当，引发社会舆论。在全美抗议活动愈演愈烈之际，特朗普政府非但没有妥善解决，安抚民众怒火，反而威胁要出动军队予以镇压。同时，警察也使出了闪光手榴弹、催泪弹、橡皮子弹等武器，并区别对待现场报道的不同肤色记者。
5 月 31 日	全美已经有至少 40 个城市、亚利桑那州全州及华盛顿特区宣布在当天晚上实施宵禁，以应对近日在全美多地发生的抗议活动。5000 名国民警卫队队员已分别部署在 15 个州和哥伦比亚特区，以应对示威活动中的突发事件，另有 2000 名警卫兵和飞行员待命。且从 28 日起，全美 17 个城市共有将近 1400 人被警方逮捕。
6 月 1 日	总统特朗普 1 日晚在白宫玫瑰园发表讲话称，他将立即采取总统行动“制止暴力，恢复美国的安全与保障”，并动员联邦资源制止暴乱和抢劫行为。特朗普还强烈建议每一位州长部署国民警卫队“以保证有充足人力可以使我们控制街头”。美国共有 26 个州以及首都华盛顿特区已经启用国民警卫队应对全国范围内的骚乱。目前有超过 1.7 万名国民警卫队队员派驻各地辅助地方当局维持治安。多个城市宣布继续宵禁。
6 月 2 日	目前，抗议示威已蔓延至全美 140 个城市，至少 40 个城市及华盛顿特区实施宵禁，超过 5600 人在骚乱和暴力冲突中被捕。已有超过 2 万名国民警卫队人员部署在全美 28 个州及首都华盛顿特区，协助当地政府应对示威抗议活动，控制局势升级。白宫外抗议人群规模达上千人，白宫不得不竖起 2 米高的铁网，此外五角大楼防护等级已升高至第二级，进入“黄色警戒”。

资料来源：券商中国，中信证券研究部

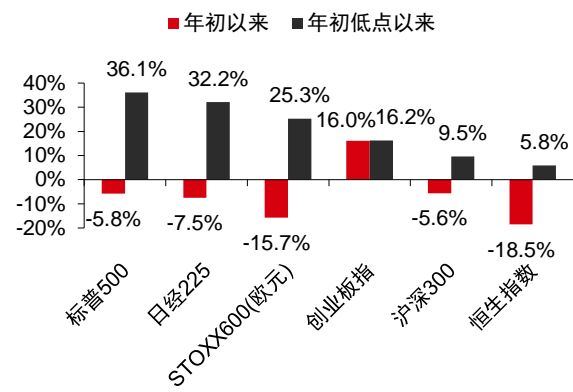
**疫情爆发后美股市场表现相对较好，但 3 月以来股市回弹主要是美联储推出极限宽松货币政策与大规模财政刺激引导估值扩张造成的。**受疫情冲击，今年 2-3 月全球股票市场大跌，美日欧主要股指自年初高点跌幅都超过 30%。但 3 月起美国推出一系列货币和财政救援政策，特别是 3 月 23 日美联储宣布“无上限扩表”措施及 3 月 27 日推出 2 万亿财政刺激法案后，美股快速反弹，年初低点以来回弹 36.1%，在主要指数中回弹幅度最高。但现在美股相对全球市场较为亮眼的表现主要是受美联储大量放水，流动性宽松叠加经济重启带来投资者风险偏好上升所导致的，而经济回暖速度实际上并不及股市回弹幅度。

图 65：年初以来主要指数走势



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 66：低点以来标普 500 回弹幅度最高



资料来源：Wind，中信证券研究部

表 4：美联储 3 月货币政策及操作梳理

时间	具体措施	释放流动性
2020 年 3 月 3 日	美联储紧急降息 50bps 至 1.0%-1.25% 区间。	--
2020 年 3 月 12 日	纽约联储推出 1.5 万亿美元逆回购操作，分别在 3 月 12 和 13 日进行。	1.5 万亿美元
2020 年 3 月 15 日	美联储将与加拿大央行、英国央行、日本央行、欧洲央行、瑞士央行通过现有美元流动性互换协议采取协调行动，为全球市场提供更多流动性支持。	--
2020 年 3 月 16 日	调整贴现窗口以及信贷利率 150bps 至 0.25%。法定准备金率降至 0，重启央行流动性互换；支持银行动用银行资本和流动性缓冲；支持存款机构动用当日信用交易。	--
2020 年 3 月 16 日	再次降息 100bps 至 0.0%-0.25% 区间，重启量化宽松共 7000 亿美元，其中 5000 亿美元用于购买国债，2000 亿美元购买 MBS。	7000 亿美元
2020 年 3 月 17 日	美联储设立商业票据融资工具（CPFF），以支持居民部门和企业部门的信贷流动。CPFF 将通过特殊目的工具（SPV）绕开银行直接为实体企业提供资金支持。美国财政部通过外汇稳定工具（ESF）向美联储提供与 CPFF 相关的 100 亿美元信贷保护。	--
2020 年 3 月 17 日	美联储设立一级交易商信贷支持工具（PDCF），以支持居民部门和企业部门的信贷需求。PDCF 将提供隔夜和期限最长为 90 天的有期资金，将持续至少六个月。	--
2020 年 3 月 18 日	美联储设立货币市场共同基金流动性工具（MMLF），扩大对居民部门和企业部门信贷流动的支持计划。美国财政部通过外汇稳定工具（ESF）向美联储提供与 MMLF 相关的 100 亿美元信贷保护。	--
2020 年 3 月 19 日	美联储将与澳大利亚储备银行、巴西央行、韩国央行等 9 家央行建立临时美元流动性互换协议，以缓解全球美元融资市场面临的压力。	--
2020 年 3 月 23 日	美联储宣布每周都将购买 750 亿美元国债和 500 亿美元 MBS，每日和定期回购利率报价利率重设为 0%；不限量按需买入美债和 MBS，美联储启动无上限 QE；将设立“主街商业贷款项目”以支撑中小型企业贷款，支撑中小企业贷款；为企业债新设两个流动性工具。	至少 6250 亿美元
2020 年 3 月 23 日	设立用于发行新债券和贷款的一级市场公司信贷融资工具（PMCCF）和用于为未偿还公司债券提供流动性的二级市场公司信贷融资工具（SMCCF），及设立定期资产支持证券贷款工具（TALF），支持信贷流向消费者和企业。	--
2020 年 4 月 9 日	扩大 PMCCF、SMCCF 和定期资产支持证券（TALF）的规模和范围，即美联储可以购买“堕落天使”垃圾级债券以及 ETF。	--

资料来源：Wind，美联储，中信证券研究部

表 5：美国 2 万亿财政刺激法案要点

救助部门	金额（亿美元）	具体内容
居民部门	2500	约 2500 亿用于直接补助。年收入少于 75000 美元的个人或家庭收入少于 150000 美元的夫妻将可以直接获得每人 1200 美元的补贴，每个 17 岁以下的儿童将获得额外的 500 美元。该补贴随收入增加递减，年收入高于 99000 美元的个人或高于 198000 且无子女的夫妻将没有任何补贴。
贷款展期	510	学生贷款延期，可无息延长至今年 9 月 30 日偿付。



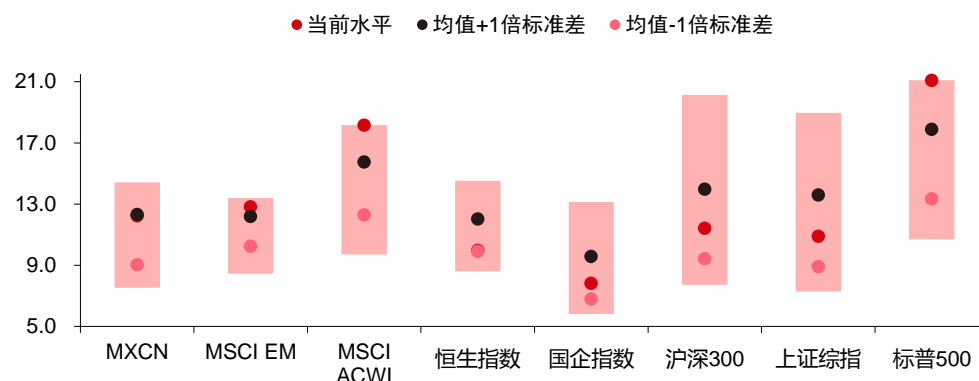
救助部门	金额（亿美元）	具体内容	
企业部门		房屋贷款延期，联邦住房抵押贷款持有者可无息延期 60 天还款。可延长 4 次，每次 30 天。 限制条款：享受该贷款的房东不得在房客延期支付房租不超过 120 天时驱赶房客，或惩罚性收费。	
	失 业 保 险 扩充	2500	增加失业保险。在现有的各州每周 200-550 美元的失业福利上增加 600 美元，为期 4 个月。将多数州 26 星期的失业救济延长到 39 星期。在国家福利结束后仍然失业的人可以得到额外的 13 周的帮助。
	紧 急 食 品 救助	4.5	对紧急食品救助项目补助 4.5 亿美元。其中 3.5 亿用于购买食品，1 亿元用于派发费用。
	税收优惠	2210	针对美国企业的赋税优惠。允许企业延迟到年底缴纳工资税等税务，允许企业使用当前损失抵减之前的利润，将退税用于支撑现金流等。
企业部门	危机企业	5000	对陷入危机企业提供贷款或股权注资。其中包括 250 亿美元针对民航公司的补贴和 40 亿货运航空的补贴；170 亿美元对美国国家安全关键企业的支持，如波音。 限制条款：受益企业不得含有总统特朗普或其他政府高官、国会议员及其直系亲属 20%以上股权。此外：1）贷款期不超过 5 年；2）贷款还清一年内企业不得进行股票回购；3）企业必须保持以 3 月 24 日雇员数为标准的 90%以上的员工。
	小企业	3770	针对 500 人以下的小型企业贷款。其中用于支付薪水，房租和公共设施等费用的部分无需偿还。
	州 和 地 方 政府	1500	用于应对各级地方政府增加的抗疫开支，按照各州人口分配。
政府部门	美 国 国 务 院	3.24	用于撤回海外外交人员和侨民。
		2.58	用于国际灾害救助。
		3.5	用于移民和难民救助。
公共部门	医疗系统	1170	用于增加抗疫开支。1000 亿美元用于补贴新冠疫情带来的花销和损失，其中约 650 亿直接支付给医院，剩余的支付给医生护士和供应商。对治疗持有联邦医疗保险的病人额外补贴 20%的费用。
	公共交通	250	用于补偿使用人数下降带来的损失。
	补充支出	1980	包括 190 亿美元退伍军人支持、170 亿美元维护国家安全的关键机构补助计划等其他部分的补充支出。

资料来源：美国财政部，中信证券研究部

**美股估值水平偏高，警惕三大“灰犀牛”加大下行风险。**由流动性宽松及风险偏好提升带来的估值上涨成为现今美股走高的主因。从动态估值（未来 12 个月 PE）角度来看，标普 500 现处于过去十年以来最高水平，高达 22 倍。尽管发达市场估值普遍偏高，MSCI ACWI 估值也处于历史高位，但仍远不及标普 500 的估值水平。因此，现今美股回弹幅度较大主要是估值上涨推动的，而经济回调幅度却远不及股市上涨幅度。另外，中短期全球市场尚存三大“灰犀牛”也加大了市场未来的下行风险。



图 67：全球主要股指未来 12 个月 PE 估值水平



资料来源：Bloomberg 一致预期，中信证券研究部；注：柱状图表示历史最高和最低值区间

## 2 万亿财政救助将“耗尽”，家庭/企业面临破产风险

美国 2 万亿财政刺激法案预计能维持家庭/企业三个月基本生存，但三个月“窗口期”将至。为应对疫情冲击，3 月 27 日特朗普签署 2 万亿财政刺激法案（CARES Act）。法案通过直接援助、贷款、补助等多种方式对美国家庭、企业、政府、公共部门提供援助，托底经济。据测算，法案对家庭部门提供的援助可以支持其三个月左右的基本生活，对企业部门提供的贷款也能基本覆盖其三个月左右的运作需求。但从法案执行已过去两个多月的时间，三个月“窗口期”将至。

表 6：“极限假设”情况下四口之家能维持生活至少 1 个月

假设一（仅维持生存）		假设二（维持基本生活水平）	
夫妻均失业且无失业金，无积蓄		夫妻均失业但均领失业金，无积蓄	
收入（美元）			
一次性现金援助	3400	一次性现金援助	3400
		每月失业保险（假设原本每周失业金 200 美元，另外每周增加 600 美元失业金的政策持续至 7 月）	6400
支出（美元）			
住宿+食品+医疗	2963.35	住宿+食品+医疗+其他支出*50%	3528.19
援助资金能维持多久基本生活（月）			
1.1		2.8	

资料来源：美国财政部，中信证券研究部测算

表 7：整体法情况下法案能够维持失业者 4 个月基本生活

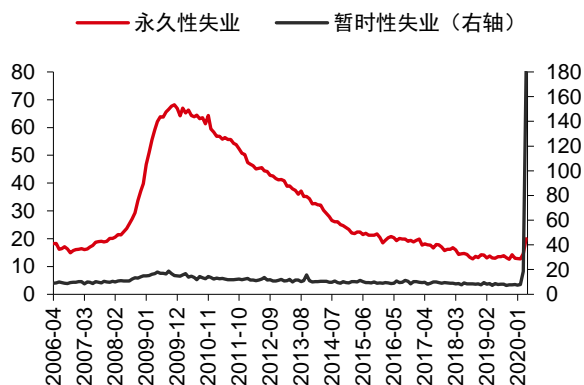
	全体居民	全体失业者
每月支出消费（亿元）	11626	860
总人口(百万)	330	-
劳动人口（百万）	163	24
失业者占总人口比例	-	7.30%
失业金救助（亿元）	2500	2500
一次性现金派发	2500	185
法案维持基本生活时长（月）	-	3.12

资料来源：美国财政部，中信证券研究部测算

**大选期间两党矛盾或将延缓救援政策发布，第四轮救助法案或受阻参议院。**近期，民主党提出新一轮 3 万亿财政刺激方案（HERO Act），该法案将通过直接现金支付、扩大失业保险范围、增加食品券支出以及一系列优先事项如邮寄投票基金和提供陷入困境的美国邮政服务来为州和地方政府提供援助。5 月 15 日众议院投票通过该项法案。但该法案遭到了共和党人的抵制，参议院共和党领袖麦康奈尔称其为“价值 3 万亿美元的左派愿望清单”。预计该法案不会在共和党掌控的参议院获得通过，白宫表示，就算参议院通过该法案，特朗普也会将其否决。当前美国两党主要的分歧是民主党倾向于防疫，而共和党倾向于复工。现今疫情已使得美国财政支出大幅增加，共和党出于不想损害美元国际储备货币地位的原因，希望能够尽量节省财政弹药，避免过度财政货币化，因此其对三万亿的财政支出显然持反对态度。另外，大选临近，特朗普为求连任，也会选择合适时机，比如疫情二次爆发时再行拿出新一轮财政刺激方案以赢得选民拥护。在大选年两党斗争不断，或将拖延救助政策的发布和执行。

**若上一轮财政救助“耗尽”，伴随失业率快速上升，大量家庭将面临破产风险。**3-4 月美国失业人数大幅上升，尽管其中永久性失业人数涨幅较小，主要为暂时性失业。但 4 月公布的暂时性失业人数已达到 1800 万人，而即使在 2008 年次贷危机时，这一数字也远没有达到 20 万。伴随着大量的暂时性失业，永久性失业人数也开始呈上升趋势，短短两个月就有 6.2 万人次的增长。尽管现在复工复产潮已开启，但仍不排除二次疫情爆发导致失业率再次走高的可能。另外大幅增长的暂时性失业规模伴随着企业裁员潮的开启，也将有较大可能使部分暂时性失业转为永久性失业。回看 08 年金融危机后的经验，虽然 09 年下半年开始美国经济便重新进入扩张周期，但申请失业金人数直到 2013 年下半年才开始才回归到金融危机爆发前的平均水平。因此较高的失业率或将成为美国的长期经济状态，且一旦暂时性失业大量转为永久性失业，许多家庭将面临破产风险。

图 68：4 月失业人数大幅上涨（十万）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 69：金融危机后初次申请失业金人数 2013H2 才恢复常态化

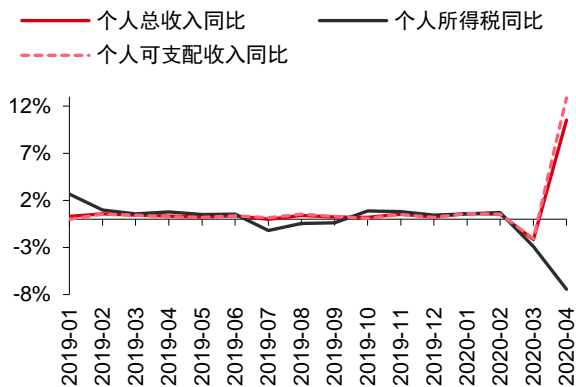


资料来源：Wind，中信证券研究部

**财政刺激短期有效缓解居民压力，但家庭储蓄习惯改变或致消费承压。**2020 年 3 月是海外疫情大规模爆发的初期，美国居民个人总收入、个人可支配收入同比降幅均超过 -2%。但 3 月底发布的财政刺激政策通过直接为家庭提供现金的方式缓解家庭破产压力，托底经济。4 月个人总收入、个人可支配收入同比增幅分别为 10.5% 和 12.9%，家庭收入有效回升，但个人所得税同比大幅下滑，跌幅达 -7.4%，意味着收入增长主要来源于财政补助。同

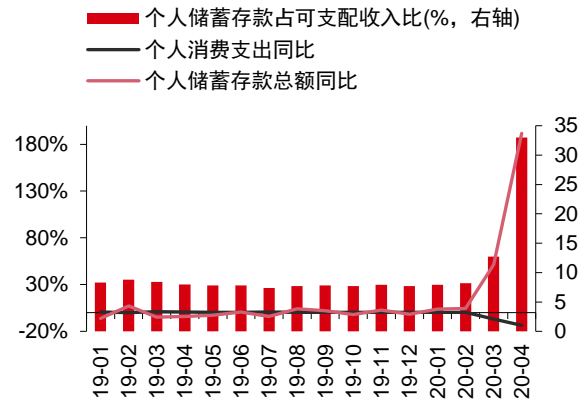
时，个人储蓄同比增幅超 190%，个人储蓄占可支配收入比也达到 33%。财政刺激政策虽使得居民收入回升，但储蓄率的增加意味着居民消费仍在不断下滑。在疫情冲击后需求严重下滑的背景下，储蓄对消费的挤占或将使经济复苏的步伐进一步减缓。

图 70：财政刺激使居民收入大幅增长



资料来源：Wind，中信证券研究部

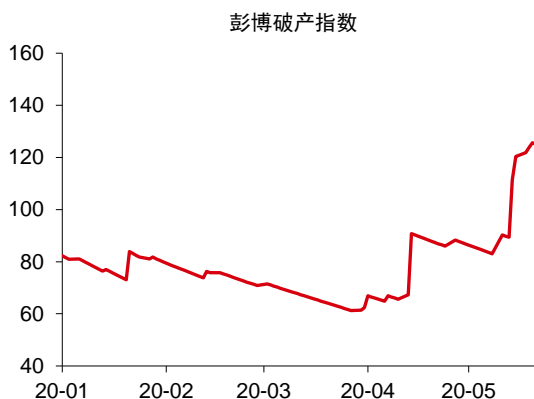
图 71：居民储蓄占可支配收入比大幅走高



资料来源：Wind，中信证券研究部

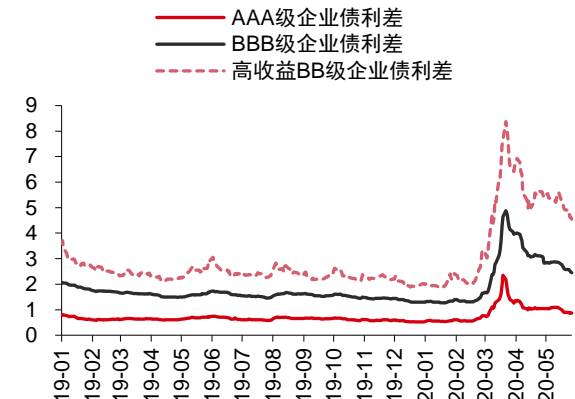
**财政援助作用有限，企业破产潮来袭。**尽管美国已经推出好几轮经济纾困计划，意在援助因疫情陷入经营困境的企业，但目前来看效果仍有限。近期申请破产的公司数量激增，仅 5 月就有 27 家负债至少 5000 万美元的美国大型公司向法院申请破产保护，且不乏如彭尼百货（J.C. Penney Co.）一样的知名企业。年初至今的破产公司数量同样惊人，迄今已有 101 家企业申请破产。企业债利差也仍处于相对较高水平，美国 BB 级高收益债利差为 4.54，接近 2011 年末时的状态。利差仍在高位徘徊也表现出投资者对企业债市场的担忧，未来若疫情持续，预计将有更多公司陷入破产困境。

图 72：年初至今破产指数大幅上涨



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 73：企业债利差仍处于较高位置（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

## 中美摩擦加剧，市场风险偏好遭压制

近期中美摩擦升级，逐步从贸易、科技蔓延至地缘政治和金融领域。中美贸易摩擦自 2018 年来几次发生反转，直到 2019 年 10 月达成实质性第一阶段协议才告一段落。而随

着近年来美国的反复，美方的战略意图和底牌也暴露的越发明显。其目标不仅是为了缩减贸易逆差，而更多的是为打着贸易摩擦的旗号剑指中国经济崛起和产业升级。而且随着贸易摩擦的反复，中美之间的摩擦也从贸易层面逐渐向科技、金融甚至政治等层面深入。随着中国这一新兴大国不断崛起，霸权主义国家对中国的战略遏制是不可避免的，其双方的摩擦也势必会从贸易层面不断外延向各个层面去。从贸易层面来看，尽管在 2019 年 12 月中美双方已签署第一阶段贸易协议，双方达成阶段性缓和，且此前疫情的冲击也使得美方不得不暂时搁置引发冲突的打算。但随着美国疫情曲线平坦化，叠加美国大选将至，两党争端可能导致反华情绪高涨。另外疫情对美国经济的冲击也对特朗普政绩造成损伤，为求连任，特朗普也更有可能会“祸水东引”，以对华的冲突升级赢得选民支持。因此，在中美贸易摩擦已经进入第二轮情况下，未来双方争端或将加剧。

表 8：中美贸易摩擦持续已成常态

时间	事件	性质
2017/8/14	特朗普签署行政备忘录,授权美国贸易代表对中国是否侵犯了美国的知识产权展开调查。	源起
2018/3/22	特朗普表示,由于 301 条款和知识产权保护问题,将对中国进口产品征收 500 亿美元的额外关税。	摩擦开始
2018/4/3	美国公布了将被额外加征 25%关税的 500 亿美元商品清单。	
2018/4/4	中国公布对进口自美国的 500 亿美元商品额外征收 25%的关税。	
2018/7/6	中美双方对 340 亿美元的商品额外征收 25%的关税的计划同时生效。	
2018/7/10	美国宣布了对 2000 亿美元商品征收 10%关税的计划。	摩擦加剧
2018/8/7	美国公布对 160 亿美元商品潜在的加征 25%关税计划,中国也公布了等额的清单计划。	
2018/8/23	中美双方对 160 亿美元的商品额外征收 25%的关税的计划同时生效。	
2018/9/24	美国对 2000 亿美元商品加征 10%关税生效,中国对 600 亿美元商品加征 10%关税生效。美国宣布将在 2019 年 1 月 1 日将该清单的关税提高至 25%。	
2018/12/1	两国达成 90 天休战协议,美国同意 2000 亿清单关税税率从 10%提高到 25%的生效日推迟至 3 月 1 日。	暂时缓和
2019/2/24	美国推迟了最新关税的生效日期。	突然升级
2019/5/5	美国计划将 2000 亿美元商品的关税税率从 10%提高到 25%。	
2019/5/10	美国对 2000 亿美元商品关税税率从 10%提高到 25%的计划生效。	
2019/6/29	特朗普表示两国将重启贸易谈判,暂时互不增加新的关税,且在不影响美国国家安全的背景下允许美国企业继续向华为出售产品。	又缓和
2019/8/1	美国宣布将对发布了 3000 亿美元的 10%关税清单,该清单将于 9 月 1 日生效。	再升级
2019/8/13	美国贸易代表办公室,推迟对某些中国进口产品征收 10%关税的日期。	
2019/8/23	中国宣布对约 750 亿美元商品加征 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。	
2019/8/24	美国宣布对 2500 亿美元商品关税调升至 30%,10 月 1 日起生效。此外,在 9 月 1 日对 3000 亿美元商品征收关税幅度将从原定的 10%提高至 15%	
2019/9/6	白宫首席经济顾问库德洛称,本周有关中美贸易的电话会谈成效显著。中方贸易代表刘鹤,美方代表莱特希泽以及美国财政部长姆努钦在 9 月 6 日的电话会谈中达成共识,将于十月初展开新一轮的中美贸易磋商。	再缓和
2019/9/11	美国总统特朗普宣布将对对中国 2500 亿美的高品关税从 10 月 1 日推迟到 10 月 15 日,并称这是此举是应中国副总理刘鹤请求,作为善意的表示。	
2019/9/11	《环球时报》总编辑胡锡进在推特上发文称,中国将推出重要举措,以缓解美中贸易摩擦带来的负面影响,这些措施将令中美两国的部分企业受益。据消息人士透露,中美谈判工作组人员正根据 4 月谈判的草案内容讨论一项协议文本,中国提出购买更多的美国农产品,条件是美国推迟一系列对华加征的关税。	
2019/9/11	国务院关税税则委员会组织对申请主体提出的有效申请进行审核,并按程序决定,对第一批对美加征关税商品,第一次排除部分商品,分两个清单实施排除措施。	



时间	事件	性质
2019/9/13	发改委和商务部等相关方面表示，中国对新的美国农产品采购实施加征关税排除。	
2019/10/11	中美在华盛顿进行第十三轮磋商，双方达成实质性第一阶段协议。	
2019/12/13	中美双方宣布达成第一阶段的贸易协议，协议文本包括序言、知识产权、技术转让、食品和农产品、金融服务、汇率和透明度、扩大贸易、双边评估和争端解决、最终条款九个章节。同时，双方达成一致，美方将履行分阶段取消对华产品加征关税的相关承诺，实现加征关税由升到降的转变。	

资料来源：CNBC，财政部，商务部，中信证券研究部

**贸易摩擦蔓延至科技层面，美方逆全球化行为同样损伤自身发展。**伴随着贸易摩擦的反复，中美间的交锋逐渐向着科技层面延伸。从中兴事件到华为事件，尤其近期美对华制裁再次升级，科技争端已进入“白热化”阶段。但半导体产业链的全球化是不可逆的过程，另外华为掌握大量 5G 专利和核心技术，导致美国若想绕过华为发展先进 5G 也并非易事。在科技不断发展演进的浪潮中，美方逆全球化的行为同样也会对自身造成损害。

表 9：中美摩擦蔓延至科技层面

时间	事件
2018/4/16	美国商务部发布公告称，美国政府在未来 7 年内禁止中兴通讯向美国企业购买敏感产品。
2018/6/11	美国主要针对科学、技术、工程、数学专业中国留学生重新收紧签证发放时长。并对中国“千人计划”以及华裔科学家在美国高科技企业和智库进行限制。
2018/11/1	美国财政部外国投资委员会，依据 6 月美国国会通过的《外国投资风险审查现代化法案》，正式加强对航空航天、生物医药、半导体等核心技术行业的外资投资审查，同时法案还规定美国商务部部长每两年向国会提交有关“中国企业实体对美直接投资”以及“国企对美交通行业投资”的报告。
2018/11/20	美国商务部工业安全署公布拟制定的针对关键技术和相关产品的出口管制体系并对公众征询意见，拟对生物技术、人工智能（AI）和机器学习等 14 类核心前沿技术进行出口管制。
2019/1/29	美国司法部宣布对华为提出 23 项刑事诉讼，并将向加拿大提出引渡华为副董事长、首席财务官的请求，在全球范围内打压华为持续升级。
2019/2/7	美国白宫发布未来工业发展计划，将专注于人工智能、先进制造业技术、量子信息和 5G 技术四项关键技术来推动美国繁荣和保护国家安全，与中国开展竞争。
2019/5/16	特朗普不惜代价签署总统令，宣布美国进入“国家紧急状态”，以禁止美国企业与包括中国高科技旗舰企业华为公司在内的一切被控会“威胁”美国国家安全的公司进行商业交易，试图切断华为供应链。
2019/5/22	美国将华为，海康威视和另外 5 家中国公司加入实体名单。
2019/6/20	美商务部宣布，将中科曙光、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这四家中国公司和一家中国研究所列入“黑名单”。
2019/8/7	白宫禁止美国政府购买华为的产品。
2019/10/9	美商务部宣布，将 28 家中国实体加入“实体管制清单”，禁止这些实体购买美国产品。这 28 家实体当中将包括海康威视、大华科技、科大讯飞、旷视科技、商汤科技、依图科技、厦门美亚柏科信息有限公司、颐信科技有限公司等人工智能、人脸识别及安防监控厂商。
2020/5/15	美国商务部下属的工业和安全局(BIS)宣布了一项“旨在保护美国国家安全的计划”，即“限制华为使用美国技术和软件在海外设计和制造半导体的能力”，以阻止华为绕过美国出口管制。
2020/5/22	美国商务部宣布，将共计 33 家中国公司及机构列入“实体清单”，既包括奇虎 360、云从科技、烽火科技等企业，还包括公安部法医科学研究所、哈尔滨工业大学及哈尔滨工程大学等政府相关机构。

资料来源：商务部，BBC，新华网，中信证券研究部

**金融、政治等层面摩擦不断升级，市场风险偏好遭压制。**进入 2020 年以来，除贸易、科技层面以外，中美间的争端也体现在金融、地缘政治等多个方面。早在 2019 年美方认为中国是“汇率操纵国”，企图要求人民币汇率升值时金融层面的争端就已开启。而近期随着美疫情开始好转叠加大选临近，进一步激化了中美间始终存在的冲突。从通过《外国公司担责法案》以限制中概股赴美上市，到威胁取消美国对香港的特殊贸易地位以从地缘政治层面限制中国，中美在各方各面持续深入的交锋将使得投资者出于对中美关系反复的担

忧降低风险偏好。

表 10：中美摩擦体现在各个层面上

性质	时间	事件
金融	2019/8/5	美国财政部宣布将中国认定为“汇率操纵国”（currency manipulator），为 1994 年来首次。财政部在声明中称，财政部长史蒂文·马努钦(Steven Mnuchin)“将与国际货币基金组织接触，消除中国最新举动带来的不公平竞争优势”。
	2020/1/13	距离中美两国签署第一阶段贸易协议不足 48 小时，美国释放善意，取消对中国汇率操纵国的认定。
	2020/5/13	美国联邦退休储蓄投资委员会（FRTIB）宣布将推迟“节俭储蓄计划”（TSP）旗下 I 基金转投 MSCI 所有国家（除美国外）可投资市场指数（MSCI ACWI ex-US IMI）的进程。
	2020/5/20	美国参议院通过了《外国公司担责法案》（Holding Foreign Companies Accountable Act）。法案称如果美国上市公司会计监督委员会（PCAOB）因证券发行人采用了不受委员会监管的外国公众会计师事务所而无法审计特定的报告，则证券发行人必须做出不受外国政府拥有或控制的证明。如果 PCAOB 连续三年无法审查发行人的会计师事务所，则该股票将被禁止在任何美国证券交易所交易，包括 OTC 形式。直到该发行人向委员会证明该发行人已经聘请了在 PCAOB 注册的且经过检查，并符合 SEC 委员会满意的公共会计师事务所，SEC 委员会才将终止禁令。
地缘政治	2020/5/29	在中国通过港版“国安法”后，特朗普表示考虑取消美国对香港的特殊贸易地位，并将对中国大陆、香港官员实施制裁。他还表示，美国将与世界卫生组织“切断关系”。

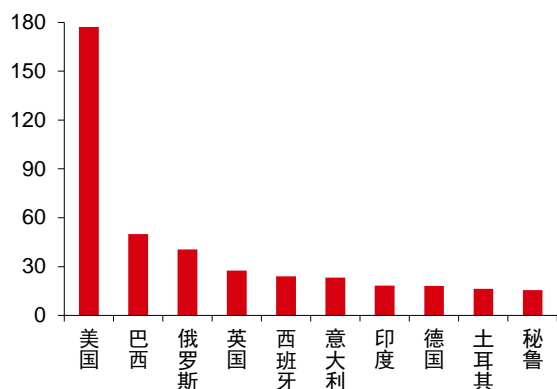
资料来源：CNBC，WSJ，中信证券研究部

## 欧洲/新兴市场主权债务担忧再起

**欧洲多国政府杠杆率较高，警惕欧债危机重演。**除美国病例数远超其他国家外，如英国、西班牙等欧洲国家和巴西、俄罗斯等新兴市场国家也深受疫情困扰。面对疫情冲击，各国已经纷纷采取了财政救助政策。3 月 16 日意大利总理孔特批准了 250 亿欧元的一揽子援助计划，包括帮助就业和支持医疗系统。3 月 17 日英国政府宣布了 3300 亿英镑的政府贷款和担保计划，西班牙和法国政府也分别宣布了 2000 亿欧元和 450 亿欧元的经济援助计划，帮助企业 and 员工应对疫情的冲击等。而对于政府杠杆率本就相对较高的欧洲来说，大额的财政支出加大了其主权债务风险。另外，今年是欧洲主权债务偿还的高峰期，其中 4 月和 7 月到期限最高。从各国政府杠杆率来看，目前欧洲多数国家债务水平已经超过 2009 年末欧债危机发生初期的杠杆率，其中希腊（177%）、意大利（135%）、葡萄牙（118%）具有相对更高的杠杆率，均超过了 100%。而从经济状况和债务率来看，意大利和西班牙的风险相对较高。

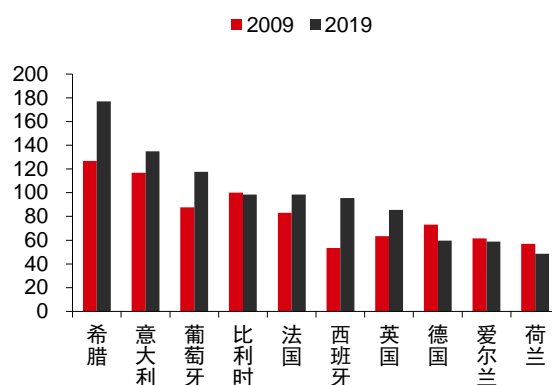


图 74：欧洲/新兴市场部分国家疫情相对严重（万人）



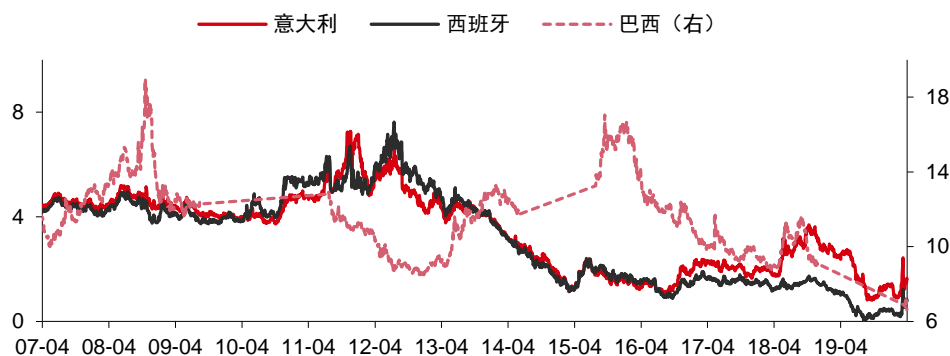
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 75：主要欧洲国家政府杠杆率（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

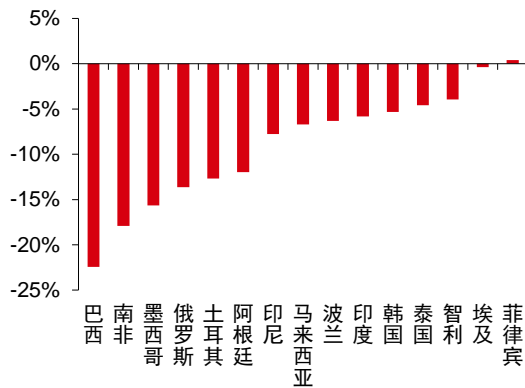
图 76：部分南欧及新兴市场国家主权债收益率（%）



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

**新兴市场方面，疫情后美元升值导致新兴市场资本外流加剧。**疫情冲击下，尽管美联储采取降息、量化宽松等政策提供流动性，但在金融市场动荡、投资者预期悲观的背景下，流动性紧张现象仍旧存在，并导致美元短期走强。疫情发生以来新兴市场货币对美元大幅贬值，其中巴西、南非、墨西哥货币贬值幅度甚至超过 15%。而货币贬值往往伴随着国际资本的外流，根据国际金融协会（IIF），以往每次金融危机爆发伊始，从新兴市场流出的资金都没有超过 250 亿美元，而这次疫情爆发短短 70 天内，已有超过 900 亿美元从新兴市场流出。而根据彭博新兴市场资本流动指数来看，疫情发生至今，指数已下跌 14.3%，最低点时与 2008 年次贷危机水平相近。

图 77：2020 年 1 月 23 日至今新兴市场货币相对美元表现



资料来源：Wind，中信证券研究部

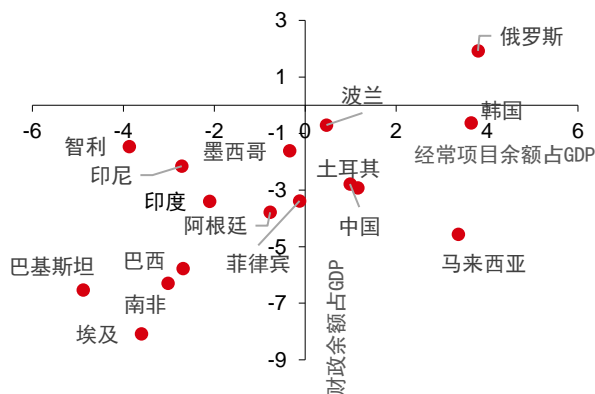
图 78：疫情后新兴市场资本大幅外流



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

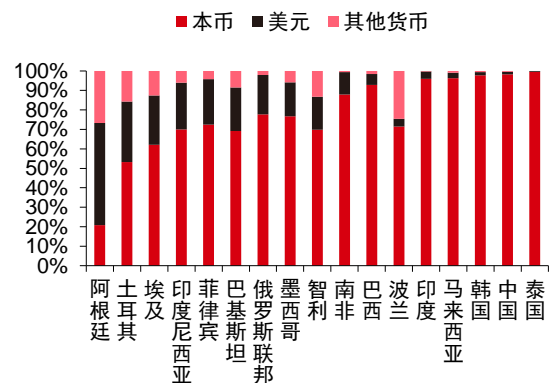
**疫情冲击叠加资本外流引发新兴市场债务风险。**对于本身就比较脆弱的新兴市场而言，疫情对其冲击相对更大，政府相应也需承担更重的财政压力。此外由于美元升值引起的资本外流也会使得新兴市场外汇储备降低，影响国家偿债能力。5 月 22 日阿根廷发生主权债务违约，使得市场再次对新兴市场债务风险感到担忧。因此，我们通过经常项目余额占 GDP、财政余额占 GDP 两大指标，寻找隐含风险较高的新兴市场国家。其中财政和经常项赤字“双高”的国家如埃及、巴基斯坦、南非、巴西等应对危机的能力较弱，相对承担更高的债务风险。另外，新兴市场受美元升值影响，偿债成本大幅增加，尤其美元债占比相对较高的国家如阿根廷、土耳其、埃及等将承担更大的偿债压力。综合三个指标来看，我们筛选出债务风险相对较高的新兴国家，分别为：阿根廷、埃及、印尼、菲律宾、巴基斯坦、墨西哥和智利。

图 79：巴基斯坦、埃及、南非等国债务风险较高



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 80：阿根廷、土耳其、埃及等国美元债占比较高



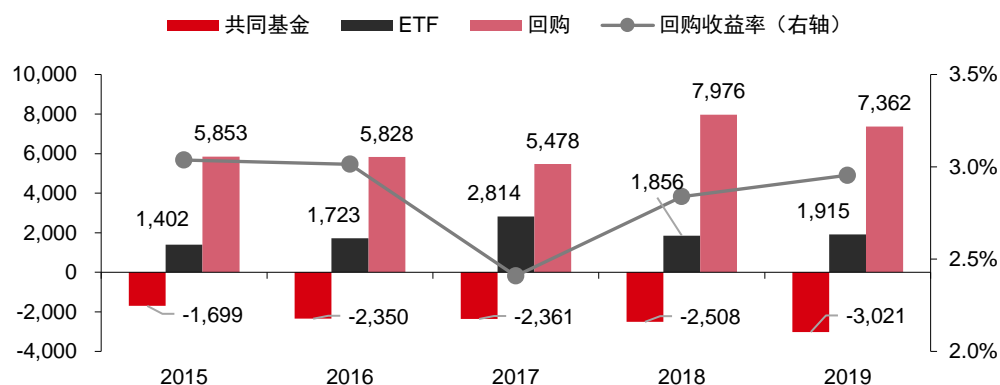
资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

## ■ 全球市场下半年展望：脆弱的“平衡”

### 回购预计显著下滑，融资成本上升侵蚀利润

近五年来看，标普 500 上市公司回购是美股增量资金最大的来源。2011 年以来，标普 500 中每年均有 80% 的企业进行股票回购。2015 年至 2019 年标普 500 公司回购金额为 3.25 万亿美元，相对指数同期市值的 9.25 万亿美元的增幅比例高达 35.1%。而由于 2018 年的高基数，去年 4 季度开始回购金额出现了明显的同比负增长，当季同比下降 14.2%。大规模回购成为疫情爆发前美股上涨的核心原因之一，除 2017 年略低以外，过去五年里标普 500 的回购对指数涨幅的贡献都达到 3% 左右。

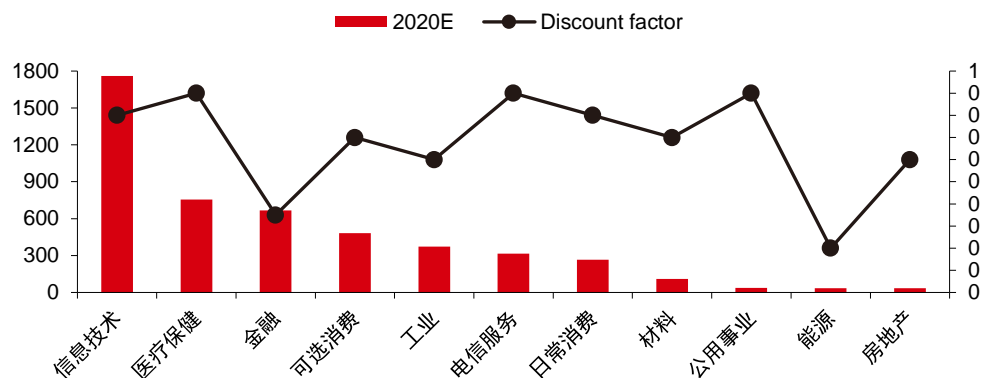
图 81：过去五年上市公司回购是美股市场最大的增量资金来源（亿美元）



资料来源：Wind, Bloomberg, 中信证券研究部

受疫情冲击，预计今年回购金额下降超过 1/3。结合各行业现金/市值比例，以及当前的基本面状况，我们粗略估算标普 500 成分企业 2020 年回购金额下滑 34% 左右至 4800 亿美元。行业层面，受冲击最大的预计是金融（美国八大银行已宣布暂停回购至 2 季度末，2019 年回购占行业合计达 49%）和能源（油价暴跌重创收入）。除公用事业和电信服务行业以外，信息技术和医疗保健行业预计仍能维持较为乐观的回购规模，受疫情影响有限。

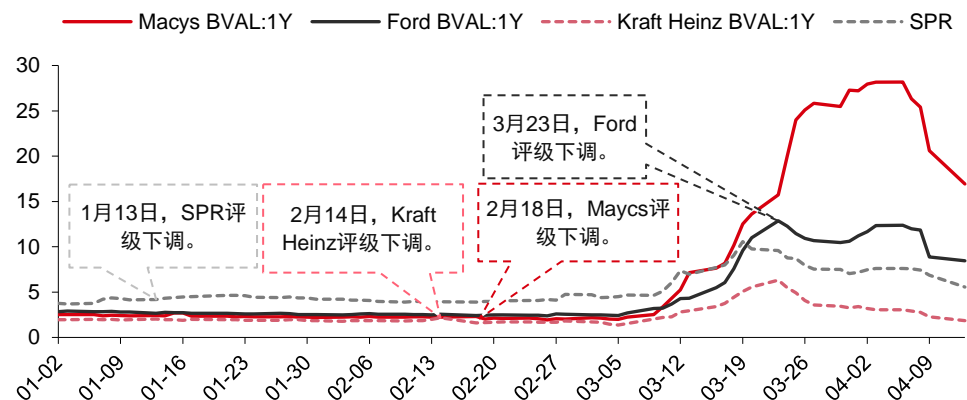
图 82：2020 年标普 500 行业回购预测（亿美元）



资料来源：Wind, Bloomberg, 中信证券研究部预测

年初至今，如福特等投资级企业债纷纷被调降至垃圾债评级。疫情冲击下，信用风险的上升使得企业债收益率快速走高。目前非金融企业债规模约为 7.12 万亿美元，占整体企业负债的 70% 左右。假设企业债权融资比例为 70%，若企业其他收益与支出不变的情况下，按照 4 月 1 日的收益率，预计“坠落天使”的利息支出相比 2019 年底上涨约 100%，而企业税前利润率（EBT Margin）下降 3% 左右。而美联储紧急降息并宣布可购买垃圾债后，企业债收益率回调，预计按照 4 月 13 日收益率计算的利息支出相比 2019 年底上升约 60%，拖累企业税前利润率下降 2%。但如果疫情出现二次爆发，信用利差将再度走扩，进一步侵蚀企业利润率。

图 83：福特、梅西、卡夫亨氏、SPR 债券收益率走势



资料来源：Wind, 中信证券研究部

## 美股市场展望：脆弱的“平衡”

如前文所述，美股 3 月下旬以来的反弹主要得益于货币和财政政策的刺激，叠加投资者对于经济重启和新冠病毒疫苗的预期所推动。但随着美国经济的逐步重启，我们判断主导美股市场走势的主要因素将从“预期”转向“基本面是否兑现”。虽然货币政策提供了兜底作用，但在下半年三大“灰犀牛”可能的爆发/发酵的背景下，美国金融市场，特别是股市，将持续处于脆弱的“平衡”状态（政策兜底 vs. 预期差：基本面+事件性冲击），而投资

者对于基本面的高估将会在下半年阶段性的冲击美股脆弱的“平衡”状态。因此，未来中短期投资者将更关注可能的事件性冲击与基本面之间的博弈。根据与我们交流的投资者反馈，我们判断投资者对于美国经济基本面复苏的各个路径预期如下（V/U/L 型）：

1) V 型：疫情拐点已到，美国社区隔离措施 4 至 5 月如期结束，SPX 今年 EPS 增速预期同比下滑 20%左右，3 季度开始快速反弹；

2) U 型：社区隔离措施在今年 2 季度逐步开放，SPX 今年 EPS 增速预期下滑 20-30%，今年 4 季度开始反弹，明年美股受益于低基数维持盈利高增长；

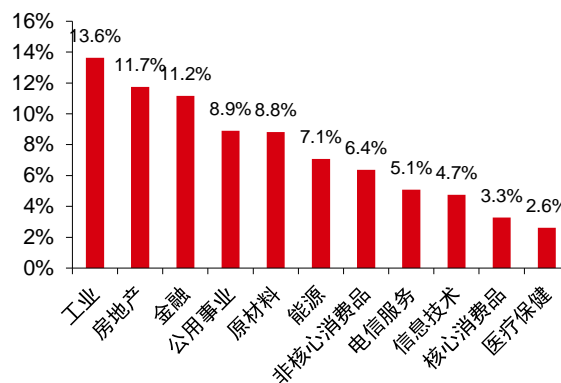
3) L 型：全球部分地区已出现第二波或入秋后北半球可能迎来的第二波疫情扩散，美国的隔离措施下半年再次执行。大量临时性失业演变成永久性失业，导致需求长期受损，叠加逆全球化和地缘政治的风险，美国企业面临海外收入下滑+成本上升双击。

图 84：5 月下旬开始投资者更偏向价值股



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

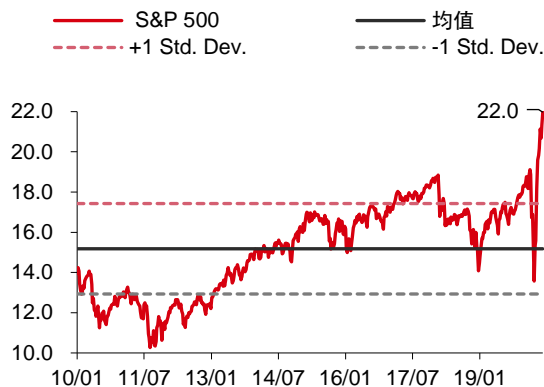
图 85：最近两周周期和金融行业领涨（5 月 18-29 日）



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

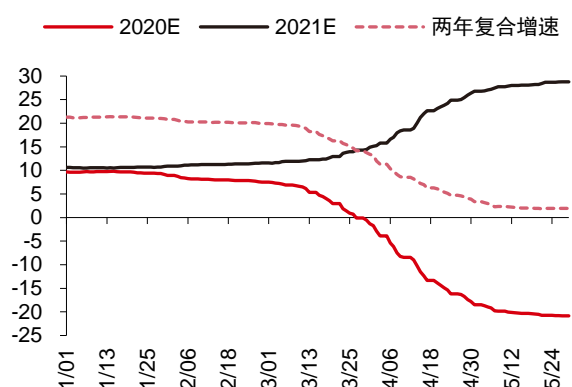
3 月下旬以来美股的表现反映了投资者对 V 型的反弹预期，特别是 5 月中下旬以来价值股开始跑赢成长股，与实体经济复苏更为相关的行业也明显领涨（工业、房地产、银行和原材料等），但我们判断未来美国经济复苏的实际走势可能更接近于 U 和 L 型之间。科技主导的成长股估值已然偏高，而在未来诸多不确定因素笼罩下，价值股的反弹预计也会很快“夭折”，美股整体上涨乏力。目前 SPX 全年 EPS 增速预测为-20.8%，虽较 1 月初的高点已下调 30ppts，但在二季报披露前仍有明显的滞后性。此外，今明两年的复合增长预测虽也被从 21.4%下调到 2.0%，但在诸多不确定因素背景下，目前市场对于明年 28.8%的盈利增速预测依旧处于高估状态，随着下半年财务数据的披露，大概率会被持续下调。

图 86：标普 500 动态 PE 估值



资料来源：FactSet（含预测），中信证券研究部

图 87：标普 500 指数 2020 年和 2021 年 EPS 增速预测（%）



资料来源：FactSet（含预测），中信证券研究部

截至 2020 年 6 月 2 日收盘，标普 500 指数点位为 3081，市场最新一致预期 2020 年 EPS 为 126 美元，对应 PE 为 24x。我们对于可能出现的不同情景，分乐观/中性/悲观三种预期进行预测，我们假设乐观/中性/悲观的 PE 分别为 25x/23x/21x，对于盈利则假设乐观/中性/悲观的 EPS 分别为 125/120/115 美元，结果如下：乐观/中性/悲观下的 2020 年指数点位预测分别为 3100/2700/2465，相较于当下变化 1%/-12%/-20%。

整体来看，我们对于 2020 年美股市场全年表现维持中性偏悲观的预期。由于美国经济已逐渐进入重启阶段，且美联储实行宽松的货币与财政政策托底经济，预计盈利并不会无底线下滑。但考虑到市场现存的三大“灰犀牛”叠加二次疫情爆发风险，预计到年底盈利增速仍将有 5ppts 左右的下修空间。对于估值来说，由于美联储预计将在长时间维持较低的利率水平，指数估值预计也将受益流动性宽松保持在相对较高的位置。在美联储重新收紧货币政策或无风险利率明显上升前，我们判断 SPX 动态估值中枢或持 18-20x 的区间，远高于历史长期均值的 15x。

当前时点 2020 年预测 PE 已达到 24x，处于 2010 年来近 93%的历史分位。虽有货币和财政政策的“兜底”，但市场实际处于仅是处于低利率周期中脆弱的“平衡”状态，任何事件性的冲击都会导致市场出现明显回调。综上所述，我们认为以标普 500 指数为代表的美股市场到年底将下跌 10%左右至 2800 左右的水平。

表 11：标普 500 指数年底点位预测

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

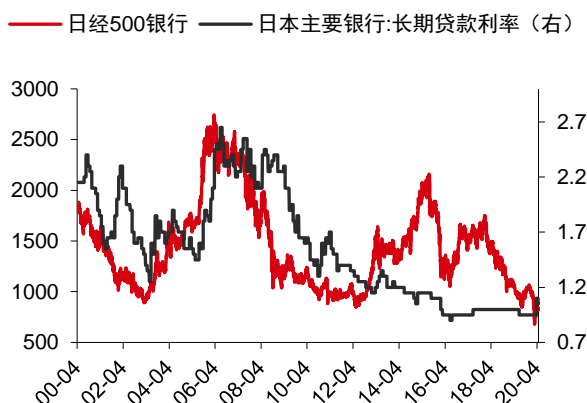
资料来源：FactSet, Bloomberg, 中信证券研究部测算 注：当前时点指数点位为截至 2020 年 6 月 2 日指数实际点位，2020E 和 2021E EPS 根据 FactSet 和 Bloomberg 一致预期测算

美股行业展望：短期银行受影响较大，关注医药和高股息



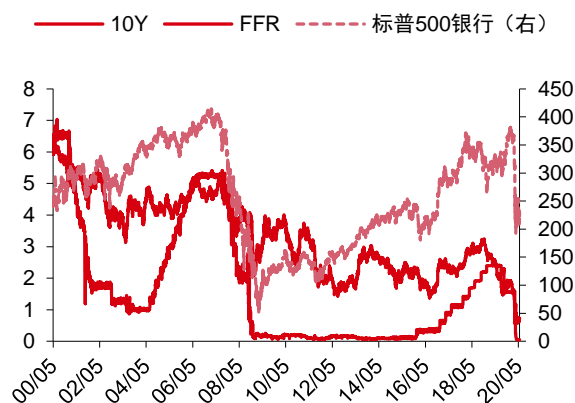
随着政策利率触及零界点、长端收益率大概率维持在历史低位，叠加未来企业和居民部门破产风险料将上升的假设下，短期美国银行的经营环境将继续恶化。回顾低利率环境下日本商业银行利润率萎缩导致 ROE 的下降，以及 2008 年金融危机时期美国银行股的大跌，在此次疫情缓和、实体经济活动明显修复，收益率曲线再次陡峭化以前，美国银行股表现预计难见改善。

图 88：低利率蚕食日本银行利润压制股价



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

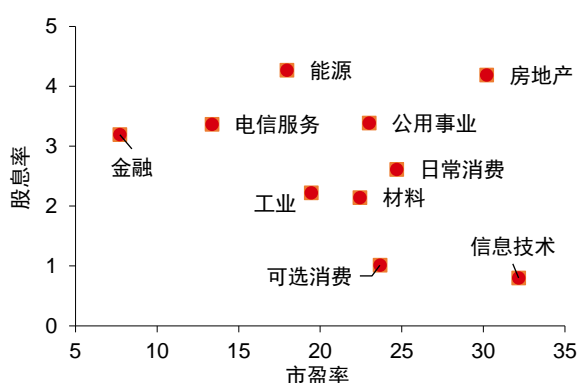
图 89：2008 年金融危机冲击美国银行业股价大跌



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

参考 Gilead Science 和 Moderna 近期的股价表现，随着各家企业疫苗研发步伐加快，短期内医疗板块预计将持续受益于预期的催化以及其防御属性，具备战术性投资价值。另外，由于此前民主党总统候选人 Elizabeth Warren 和 Bernie Sanders 均已退出选举，过去一年压制美国医药行业的政策因素也已消失。另一方面，全球低利率的背景下，房地产、电信服务、公用事业和日常消费行业的股息率也相对较高。

图 90：美股整体各行业估值、高股息分布



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：截至 2020 年 5 月 19 日

图 91：标普 500 医疗指数随疫情震荡



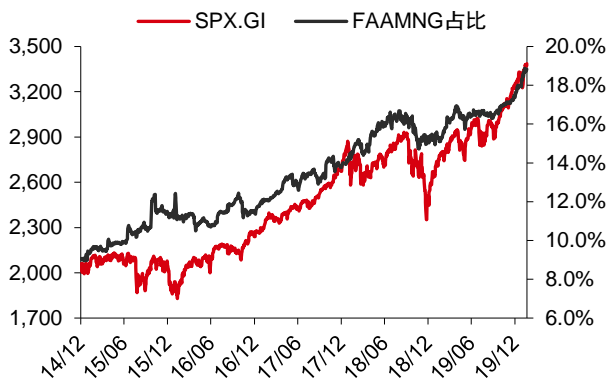
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2020 年截至 5 月 19 日

## 中长期 FAAMNG 仍将处于主导地位

中长期来看，预计 ETF 资金持续的被动配置以及较大体量的回购仍将利好以 FAAMNG 为代表的美国科技巨头。由于 2015 年以来 ETF 资金的持续被动型配置，以科

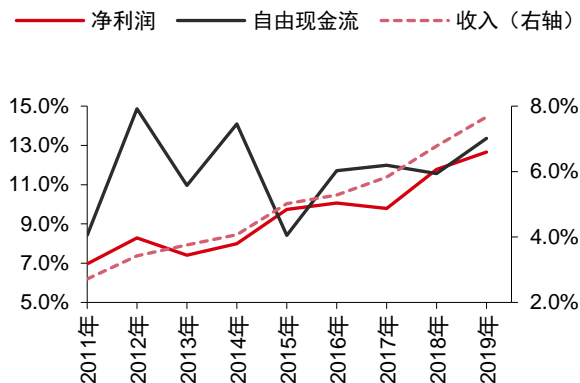
网股为代表的信息技术行业估值逐步抬升、市值占比扩大。特别是由脸书、奈飞、亚马逊、谷歌、苹果和微软组成的 FAAMNG 的合计市值占比从 2014 年末的 9% 上升至今年 5 月中旬的 22%。因此，“ETF 资金被动配置科技巨头，提升估值和市值，吸引更多增量被动资金配置”的正反馈效应，正是推动过去几年标普 500 持续上涨的重要因素之一。

图 92：过去五年 FAAMNG 是推动 SPX 上涨的主要动力



资料来源：Wind，中信证券研究部

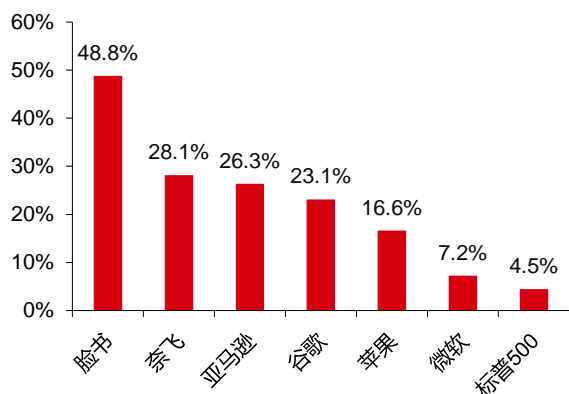
图 93：FAAMNG 的盈利和现金流占比持续上升



资料来源：Wind，中信证券研究部

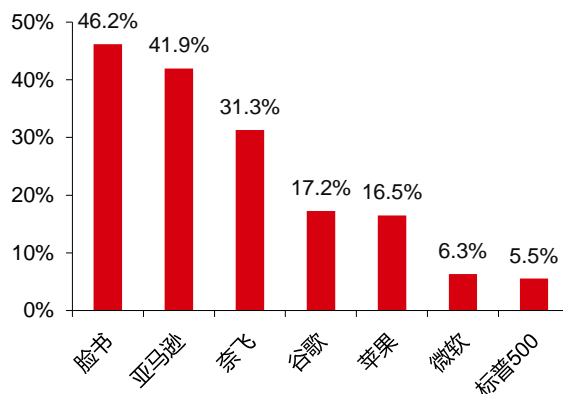
而 FAAMNG 吸引被动资金配置的原因是其持续的盈利快速增长。具体看，2011 至 2019 年间，标普 500 指数整体的收入和净利润 CAGR 分别为 4.5% 和 5.5%，但脸书同期的收入和净利润 CAGR 分别高达 48.8% 和 46.2%。除微软以外，奈飞、亚马逊、谷歌、苹果也都维持着双位数的收入和净利润增长。良好的现金流也意味着科技巨头能维持巨量的回购支撑估值，苹果公司 5 月 1 日宣布其股票回购额度将提升 500 亿美元。

图 94：2011 至 2019 年 FAAMNG 和标普 500 指数收入 CAGR



资料来源：Wind，Bloomberg，中信证券研究部

图 95：2011 至 2019 年 FAAMNG 和标普 500 指数净利润 CAGR



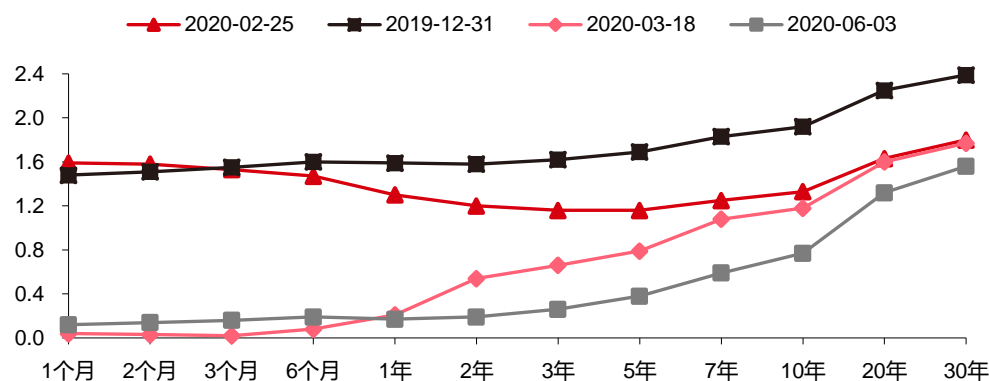
资料来源：Wind，Bloomberg，中信证券研究部

## 美债收益率曲线预计小幅“扁平化”

美联储 3 月两次紧急降息后，美国国债收益率曲线快速陡峭化。目前 3 个月和 2 年期收益率均为 0.14%，意味着市场预期美联储在未来较长时期都将维持政策利率在零基点。对于长端利率，从 3 月以来美联储开始加速扩表后持有的各类资产规模的增幅来看，此轮量化政策展现出高度的灵活性。3 月 18 日至 5 月 27 日的 11 周之间，美联储持有的中长

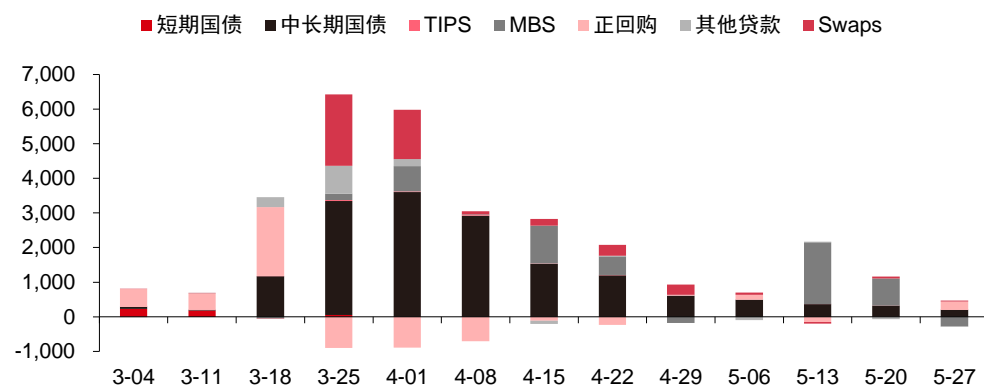
期国债增幅高达 1.57 万亿美元，分别占其同期国债和总资产增幅的 99.0%和 64.7%。如此巨量的中长期国债的购入有效地压低了对应久期国债的收益率。

图 96: 年初以来美国国债收益率曲线变化 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

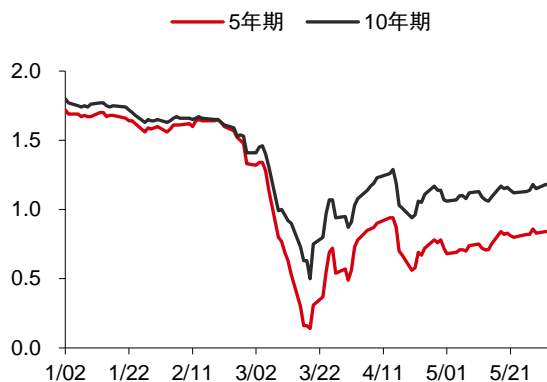
图 97: 3 月以来美联储持有的各项资产规模变化 (亿美元)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

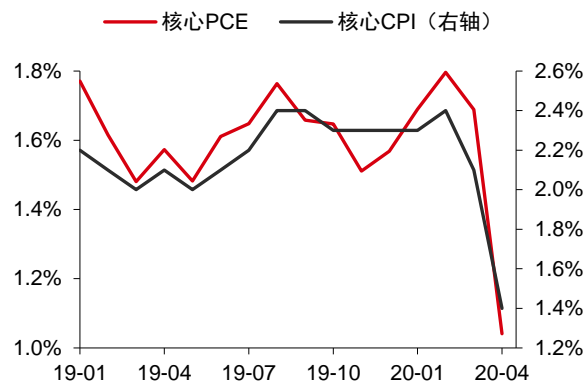
往前看，受疫情冲击，美国 4 月的核心 CPI 和核心 PCE 通胀都出现显著下降，而 5 年期和 10 年期平准通胀率也维持在较低水平，因此我们判断至少下半年美联储将维持联邦基金利率目标在零界点。考虑过去西方央行官员更侧重于控制通胀（70 年代石油危机导致的持续高通胀），而新一代央行官员更关注避免经济/金融危机、维护就业（1998 年和 2008 年的金融危机导致的经济萧条和失业），美联储在今年 Fed Listens 结束后，可能会从“通胀跟踪制”逐步过度到“价格水平跟踪制”或“名义工资水平跟踪制”。在这样的假设下，即便未来通胀反弹，美联储的对于通胀的容忍度预计也会更高，特别是在就业情况受疫情冲击大幅恶化的背景下。

图 98：美国 5 年期和 10 年期平准通货膨胀率仍处于低位（%）



资料来源：FRED，中信证券研究部

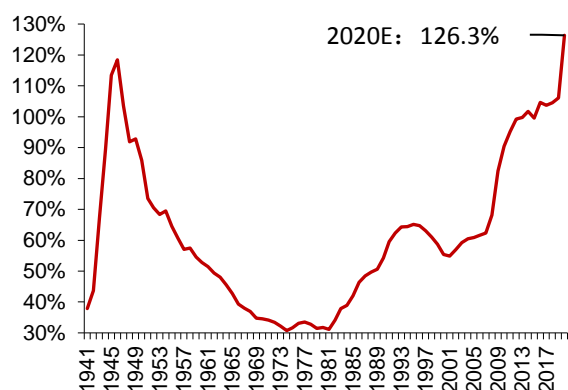
图 99：4 月实际通胀快速下降（%）



资料来源：FRED，Wind，中信证券研究部

参考 IMF 对于美国最新的 2020 年 GDP 增速预测，若此次 2 万亿美元刺激法案完全由政府债务支撑，2020 年美国政府债务率预计将上升至 126% 左右，超过 1946 年（二战后）政府债务率高点 118%。此外，今年 1-4 月，美国财政赤字已达 1.12 万亿美元，超过 2019 年全年的 1.02 万亿美元。CARES Act 开始实施后，仅 4 月单月的财政赤字便飙升至近 7400 亿美元。虽然美国财政部可以通过拉长发行债券的期限来递延偿还本金的压力，但支付利息的压力仍需美联储通过压低长端利率来缓解。我们认为即便美联储不会实施负利率政策，下半年仍会持续中长期国债的购买，以达到减轻美国财政部国债利息支付的目的。因此，在短端利率不变的假设，美联储扩表的行为预计将使得美国国债收益率小幅扁平化，预计至年底美国 10 年期国债收益率将从目前 0.9% 降至 0.8% 左右的水平。

图 100：预计美国 2020 年政府债务率将突破二战后高点



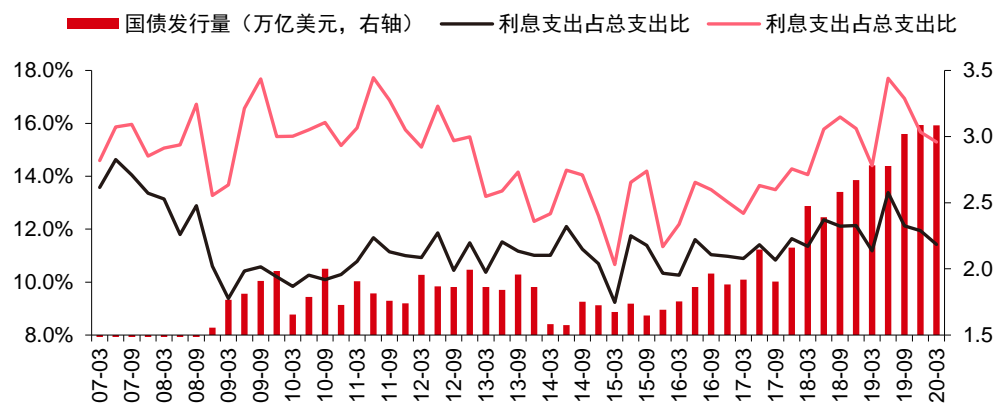
资料来源：Wind，CBO，Treasury Direct，中信证券研究部预测

图 101：今年前四个月美国财政赤字已超 1.1 万亿美元



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 102：美国国债发行量和国债利息支出占经常项总收入/支出比例

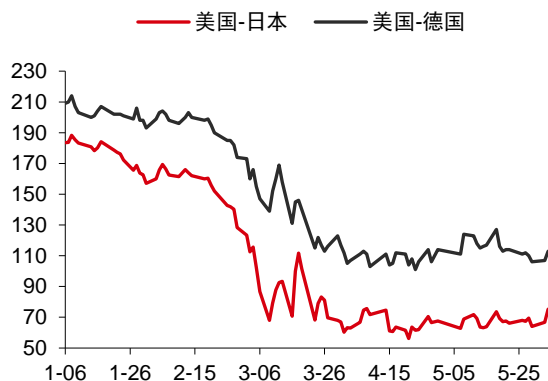


资料来源：Wind，中信证券研究部

## “纠结”的美元指数

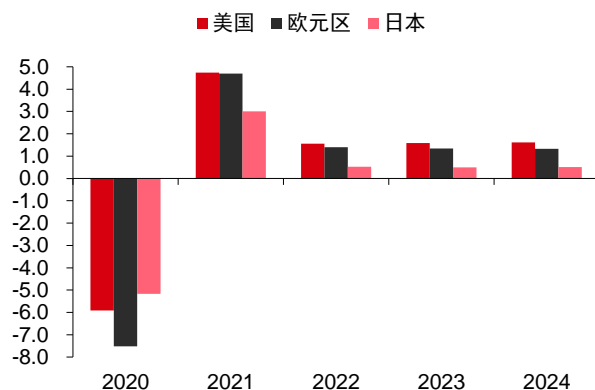
美联储 3 月紧急降息后，美国与日本以及德国的 10 年期国债息差快速收窄，但 4 月以来已分别稳定在 70bps 和 110bps 左右的水平。在美联储至少短期不会采用负利率政策的判断下，与美元指数中的两大权重货币的息差料不会再次大幅收窄。中长期角度，IMF 预测 2020 年美国/欧元区/日本的 GDP 分别将负增长 5.9%/7.5%/5.2%，而从 2021 年至 2024 年，美国的增速预计将再次超越欧元区和日本。因此，短期的息差和中长期的基本面因素都支持美元指数维持高位，我们判断至年底美元指数将回归至 98 左右的水平。

图 103：美国与德国/日本 10 年期国债息差已企稳



资料来源：Wind，中信证券研究部；注：截至 2020 年 6 月 3 日

图 104：IMF 预测美国/欧元区/日本实际 GDP 增速（%）

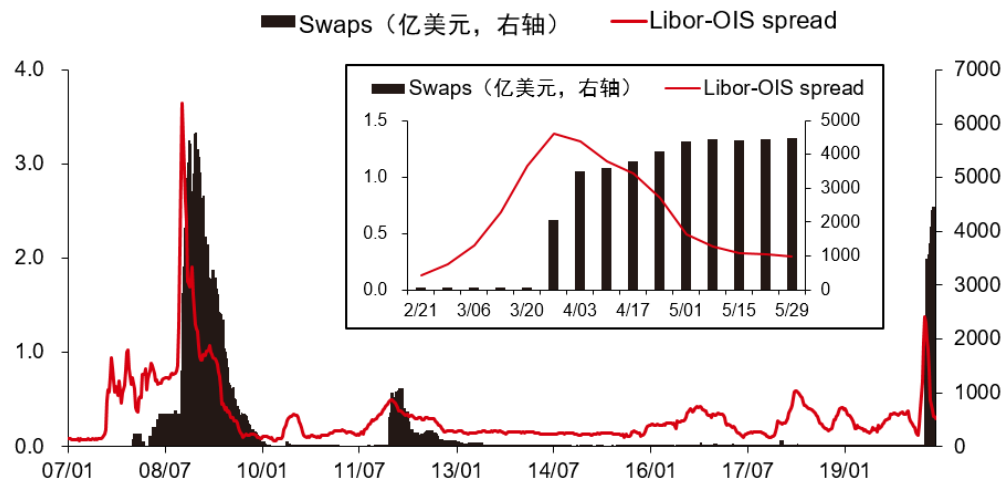


资料来源：IMF，中信证券研究部

从技术性角度，类似 2008 年金融危机时期，Libor-OIS 息差出现飙升后，美联储于今年 3 月启动与全球其他央行流动性互换以满足各国对于美元的需求。虽然此轮 Libor-OIS 息差仅上升至 3 月底最高的 138bps，远低于 2008 年 10 月中旬 364bps 的峰值，但截至 5 月 27 日美联储已与全球 14 家央行设立流动性互换协议，未偿余额达 4490 亿美元，较 2008 年峰值的 5830 亿美元仅少 23%。此外，虽然过去两个月 Libor-OIS 息差已大幅回落，截至 5 月 29 日已跌回 30bps 以下的水平，但最近两周美联储仍在小幅增加互换金额。我们认为此现象意味着美国意图维持美元的全球主要储备和结算货币的地位，特别时在疫

情冲击下，中美摩擦逐步从贸易和科技蔓延至地缘政治和金融领域。若美联储持续提供流动性互换，美元指数也将得到额外的支撑。

图 105: Libor-OIS 利差虽已回落，但美联储持有的央行流动性互换仍在增加



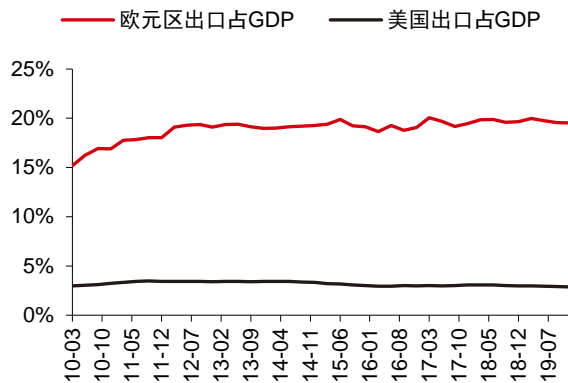
资料来源: Bloomberg, 中信证券研究部

## 欧洲：估值偏高、缺少成长性配置价值

欧洲出口占比较高，受疫情及逆全球化影响更为显著。欧洲对出口的依赖度远高于美国，2019 年欧元区 19 国出口额占 GDP 比重达到 20%，远高于美国的 3%。如德国等制造业发达的生产国，其制造业已渗透到全球产业链当中，在疫情爆发导致全球供应链中断的情况下，必然会使这些国家受到更强的冲击。此外，在疫情及中美摩擦日益加深的背景下，逆全球化趋势的出现也会使对出口依赖程度较高的欧洲受到相对更大的影响。年初至 4 月，欧洲制造业和服务业 PMI 大幅下滑，低点分别达到 33.4 和 12.0。尽管由于政府实行救助措施及疫情好转等因素使 5 月 PMI 上行，但其反弹程度仍不及美国，现今制造业和服务业 PMI 分别为 39.4 和 28.7，远低于枯荣线。往后看，尽管欧洲现已实行宽松的财政及货币政策以提供流动性，但由于欧洲各国财政政策空间的分化使其余力不足。此外欧洲长年保持负利率又使其缺少常规货币政策的空间，因此预计未来政府可实行的救助计划有限，欧洲经济危机仍存。

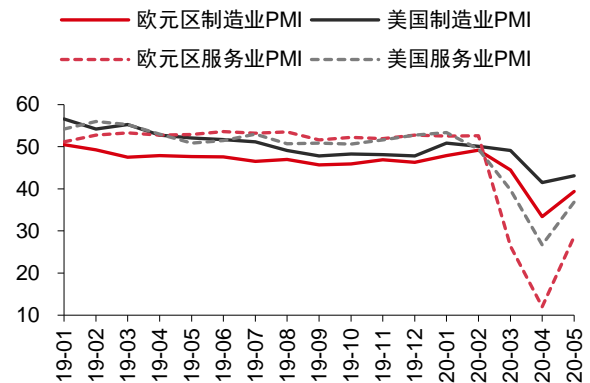


图 106：欧洲出口占比远高于美国



资料来源：Wind，中信证券研究部

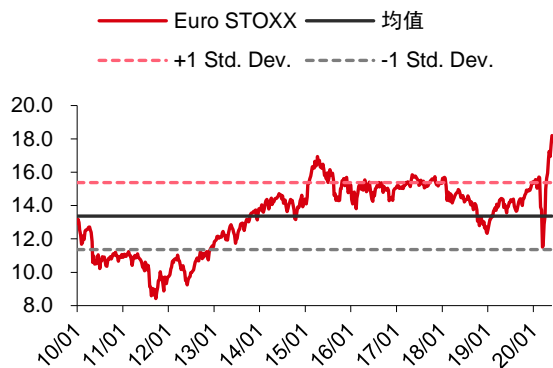
图 107：欧洲 PMI 回升幅度不及美国



资料来源：Wind，中信证券研究部

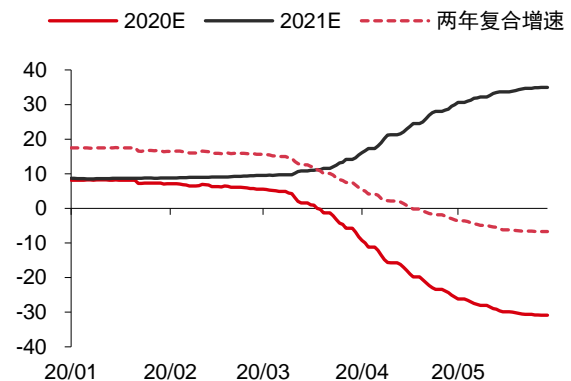
**欧洲市场指数估值偏高，但企业盈利增速不及预期。**尽管疫情初期使欧洲 STOXX 指数估值显著下滑，但从 3 月下旬以来，指数估值快速反弹，截至 5 月底已反弹至 18.2 倍，远高于 2010 年以来历史均值以上一倍标准差的水平。而目前 STOXX 指数全年 EPS 增速预测为-30.9%，较疫情前下调 38ppts。而今明两年的复合增长预测也从疫情前的 16.6% 下调至-6.7%，表明市场预期即便到明年，企业盈利也不能回升至疫情前的状态。从盈利角度来看，现今欧洲指数估值明显偏高，在美元指数预计维持强势的假设下，欧洲股市相对美股的风险/回报的吸引力并不高。

图 108：欧洲 STOXX 指数动态 PE 估值



资料来源：Factset（含预测），中信证券研究部

图 109：欧洲 STOXX 指数 2020 年和 2021 年 EPS 增速预测

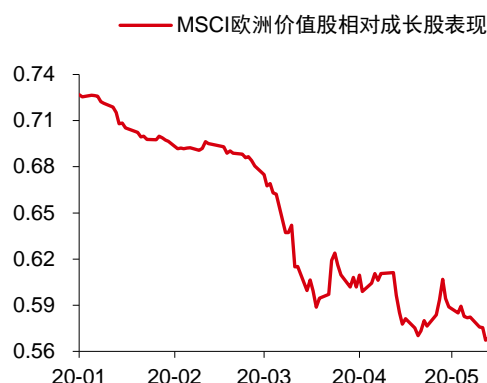


资料来源：Factset（含预测），中信证券研究部

从市场风格角度，疫情后欧洲成长股表现出相对更高的配置价值。以 MSCI 欧洲价值股与成长股指数作比，年初至今比重不断下行，尽管 4 月以来保持低位震荡，但仍旧没有明显的上行趋势，表明欧洲成长股相对价值股在疫情冲击下具有更好的回报。从大小盘角度来看，欧洲大盘指数始终不及小盘股，但在 3 月大盘股相对小盘股有明显的上涨，系为疫情使投资者风险偏好下降，大批投资者涌向业绩较为稳定的龙头企业导致的。而 3 月下旬开始小盘股再次表现出更好的回报，则是由于欧洲相对较为缺乏成长性较高的大市值蓝筹，因此在经济复苏过程中投资者再次转向成长性较高的小盘股。取欧洲 STOXX 指数中市值前八名企业，其 2011-2019 年收入与净利润 CAGR 多低于 10%，成长性远低于美股市场

的 FAAMNG，表明欧洲市场大盘股相对缺乏成长性。

图 110：疫情后成长股表现相对较好



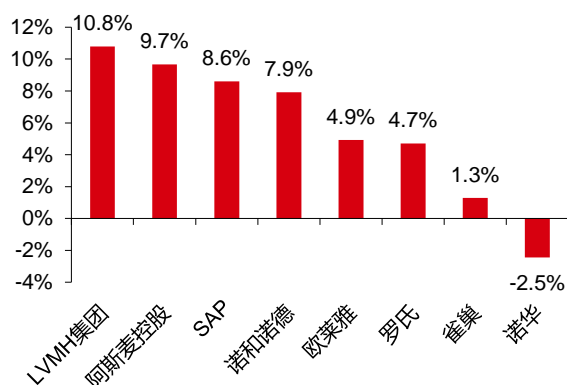
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 111：3 月下旬以来小盘股表现相对更好



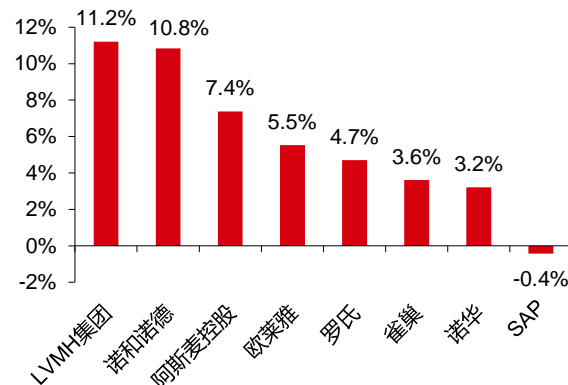
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 112：2011 至 2019 年 STOXX 指数市值前八名企业收入 CAGR



资料来源：Wind，Bloomberg，中信证券研究部

图 113：2011-2019 年 STOXX 指数市值前八名企业净利润 CAGR



资料来源：Wind，Bloomberg，中信证券研究部

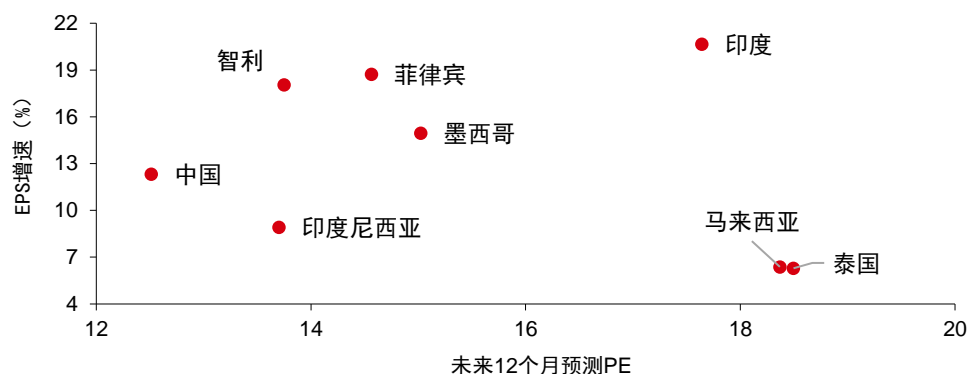
## 疫情过后新兴市场有望迎来增量资金

今年前五个月，美日欧三大央行合计扩表 4.2 万亿美元，推动 MSCI ACWI 估值达到十年以来最高水平。但新兴市场受货币宽松的效应较小，因其相对美元汇率变化更为敏感。美元指数 3 月以来维持强势，导致年初至今新兴市场（EM）净流出资金远大于发达市场（DM），309 亿美元 vs. 159 亿美元。短期内，我们判断美元指数维持高位叠加疫情在部分 EM 的爆发将拖累新增病例持高不下的巴西和俄罗斯，以及高“双赤字”+高美元债务比例的阿根廷、土耳其、埃及等。

但中长期，EM 有望受益于美元走弱带动的资金流入。2009 年以来，每轮美元持续性的贬值都带动了全球资金流入新兴市场，包括 2009 年全年、2010 年下半年和 2017 年初至 2018 年一季度末。而资金的大幅流入也使得 MSCI 新兴市场相对发达市场获得明显的正收益。因此，考虑到 EM 相对 DM 的估值优势，疫情冲击过后，2018 年二季度以来强势美元导致的 DM 跑赢 EM 的趋势未来预计也将出现反转。

结合估值和成长性，不考虑上述新冠疫情仍在持续爆发，财政风险较大以及今年 EPS 增速预计为负的韩国和波兰，我们认为新兴市场中，中国、智利、菲律宾墨西哥和印度尼西亚最具配置价值。

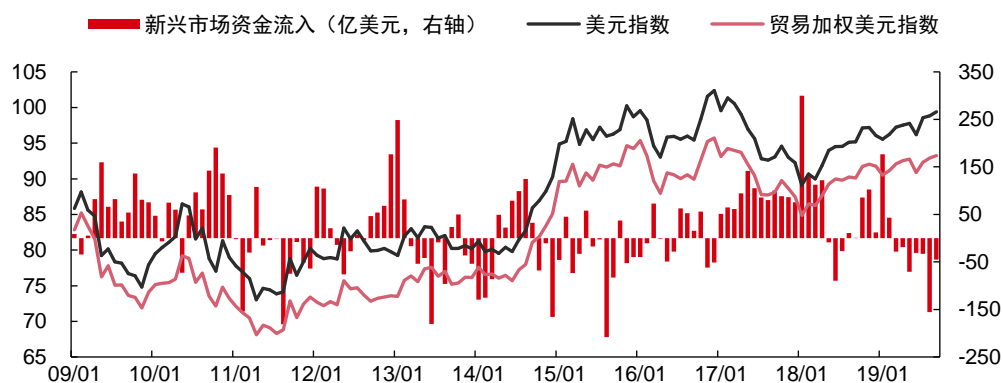
图 114：主要新兴市场动态 PE 和 EPS 增速



资料来源：Bloomberg 一致预期，中信证券研究部

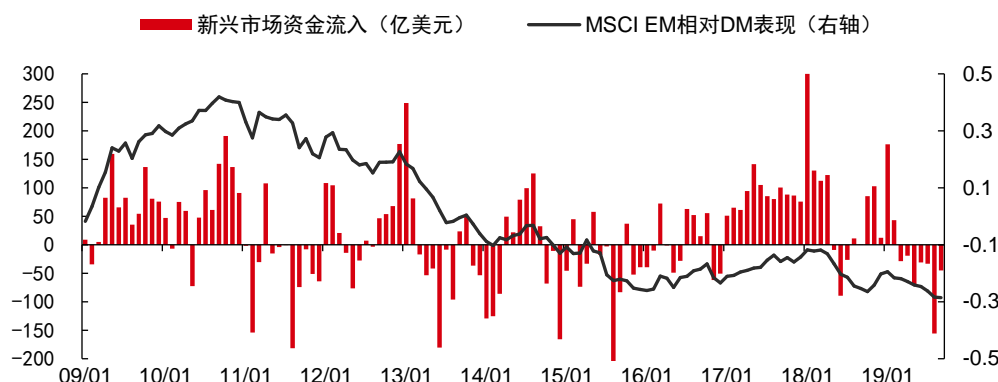
从美国市场潜在的增量资金来看近年来，美元贬值带动的人民币资产跑赢美股的迹象也非常明显。2016 年 2 月至 4 月，美元指数从 98.3 点降至 93 点，同期恒生指数、沪深 300、标普 500 分别涨 10.2%、9.7%、6.9%。2017 年 2 月至 2018 年 2 月，美元指数从 101.3 点降至 90.7 点，同期恒生指数、沪深 300、标普 500 分别涨 29.9%、16.5%、14.8%。美元走弱的趋势下，港股、A 股相对美股存在超额收益，而港股的涨幅更加显著。

图 115：美元走弱带动资金流入新兴市场



资料来源：Wind, EPFR, 中信证券研究部

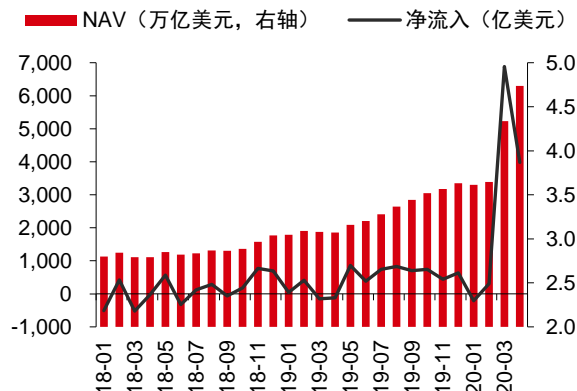
图 116：资金流入带动新兴市场获得超额收益



资料来源：Wind，EPFR，中信证券研究部

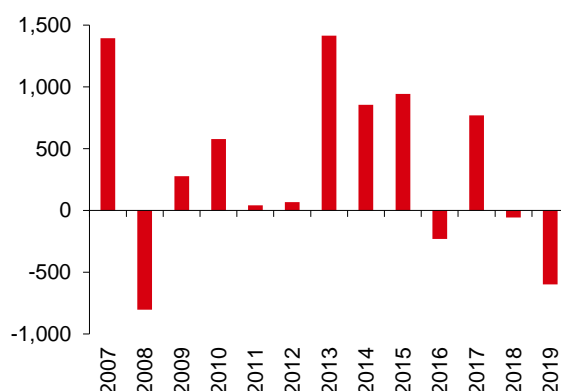
从美国市场潜在的增量资金来看，由于去年中美贸易摩擦导致的避险情绪，美国货币市场基金全年累计净流入 5530 亿美元，是 2018 年净流入的 3.5 倍。而今年 3-4 月近 1.1 万亿美元的净流入更是推高美国货币市场基金的净资产至 4.74 万亿美元。待经济重启状况逐步明朗化、全球避险情绪消退后，我们判断美国投资者将增加海外风险资产配置的比例，权益类资产中，估值有明显优势的人民币资产有望受全球投资者青睐。其中，三大因素：1) 估值相对更低；2) 中概回归+基准指数放开纳入条件，改变整体市场的“双低”格局；3) MSCI 纳入 A 股的挤出效应不复存在，更是利好国际投资者增配港股市场。

图 117：美国货币市场基金 NAV 和净流入



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 118：美国长期共同基金海外股票新增现金净流量额（亿美元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

## 大宗商品：工业金属受益经济回暖，OPEC 减产推动油价走强

经济重启逐步推进带动工业金属价格回升，而贵金属价格上行空间不足。以铜、黄金分别作为工业金属和贵金属的代表，2010 年至今，铜价/金价与全球 PMI 指数走势高度相关，工业金属价格与制造业发展状况联系密切。疫情爆发至今，全球制造业受冲击明显，PMI 指数于 4 月也回撤到低点的 26.2。但随着疫情曲线平坦化，各国逐渐开启经济重启进程，5 月 PMI 止跌回升，上涨近 40%。且预计未来随着各国经济进一步回暖，PMI 指数仍将呈持续上涨趋势，工业金属随之受益，价格预计将企稳回升。过去两年黄金价格两度的大幅上涨与美债收益率的暴跌高度吻合，这是因为作为“无收益”的避险资产，当同样具

有避险属性的美国国债收益率快速下降时，持有黄金的机会成本便大幅下降，抬升黄金的相对价值。但当美联储降息至零界点、长端美债收益率跌至历史低点后，黄金便已失去了边际上涨的动力。因此，预计未来工业金属相对贵金属将具有更高的配置价值。

图 119：经济重启推动工业金属价格上涨



资料来源：Wind，中信证券研究部

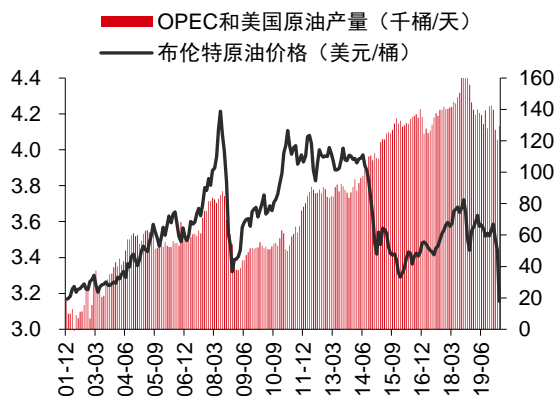
图 120：金价上行空间不足



资料来源：Wind，中信证券研究部

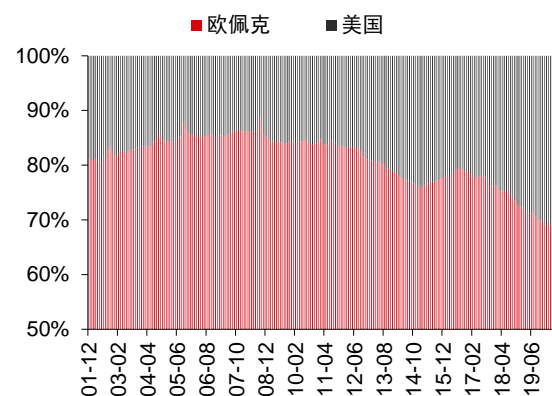
**OPEC 延长减产协议预期叠加美国页岩油企业困境推升油价。**年初至今原油价格的大幅下调主要受疫情导致需求减少及 OPEC 与俄罗斯减产协议谈判破裂，多方增加产能致使供给上升共同作用导致的。而短期来看，供给层面 OPEC 正在考虑延长减产计划至 7 月或 8 月，需求层面则受益全球逐渐开启经济重启致使原油需求回升，供求关系改善将提振国际油价。长期来看，美国页岩油企业陷入困境，多家企业宣告破产也成为长期油价回升的催化之一。2014 年以前，国际油价走势与原油产量高度相关。而美国开启页岩油革命使其于 2014 年从石油净进口国变成石油出口国，此后美国原油产量逐渐上升致使原油供给上涨而国际需求下降带动油价走势下跌。对于较难开采的页岩油来说，其生产成本远高于石油，而 2014 年至今油价相对偏低也使得美国多家大型石油企业陷入“入不敷出”的窘境。尤其年初油价再次大幅下调叠加疫情冲击，使得美国多家石油公司申请破产。而 OPEC 石油产能十分充足或将使其在供给上重新掌握话语权，有望在长期进一步推动油价回升。

图 121：2014 年以前油价受产量驱动明显



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 122：页岩油革命后美国原油产量显著上升



资料来源：Wind，中信证券研究部

## 下半年全球市场配置建议

我们假设经济复苏路径分为 V/U/L 型三种情况，并将未来地缘政治发展形势分为缓和/中性/爆发三种状态，对于九种不同情景分别给出大类资产配置建议（假设下半年欧洲和新兴市场不会爆发大规模债务危机）。据前文所述，我们认为在市场三大“灰犀牛”及疫情二次爆发风险尚存的情况下，比较可能的经济复苏路径呈 U 型。而在中美摩擦不断升级，叠加美国大选临近必然导致下半年地缘政治难以缓和。而由于全球投资者对于中美摩擦已有预期，市场已经 price-in 相关风险，因此预计未来地缘政治形势仍将维持中性。据此假设，我们建议配置的资产为：新兴市场股票>工业金属>原油>美股。

表 12：不同情景下的大类资产配置建议

		经济复苏路径		
		V 型	U 型	L 型
地 缘 政 治	缓和	新兴市场股票>美国股票>欧洲股票>工业金属>原油	新兴市场股票>欧洲股票>工业金属>原油	新兴市场股票>美国债券>美元
	中性	新兴市场股票>工业金属>原油>欧洲股票	<b>新兴市场股票&gt;工业金属&gt;原油</b>	新兴市场股票
	爆发	原油>贵金属>工业金属>美国债券	贵金属>原油>美国债券	贵金属>美国债券>美元

资料来源：中信证券研究部

## ■ 风险因素

1) 新冠疫情全球蔓延超预期，全球经济进入衰退；2) 美股下跌引发全球系统性金融危机；3) 中美摩擦进一步升级；4) 汇率大范围波动。



## 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 Dalamal 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）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。