

广发宏观

疫情过后美国金融资产吸引力下降及其影响

分析师：张静静



SAC 执业证号：S0260518040001



SFC CE.no: BOP790



010-59136616



zhangjingjing@gf.com.cn

报告摘要：

● 金融危机后各国养老金投资组合变化反映了什么？

第一，低利率导致各国养老金调降债券持有比例。各国养老金资金资产配置组合有效地反映了各类资产的长期风险收益比。金融危机后发达经济体无风险利率中枢不断下移，令债券类资产对养老金组合的贡献逐渐下降，美日英加等国养老金投资组合中债券资产占比明显回落。

第二，央行 QE 对金融机构的债券配置行为产生了挤出影响。以日本为例。2012 年以来日本国债余额增加了 21.4%，但日本央行持有日债比重由 10% 增至 50%，央行过度购债行为对于日本养老金等机构形成了挤出效应。

第三，低利率环境下发达经济体养老金配置行为出现两点变化。一方面在央行 QE 挤出效应和寻求相对高收益资产的双重作用下，提高风险偏好成为各国养老金的配置变化之一；另一方面，管理规模较大的发达经济体养老金显著提高了境外资产配置比例，特别是境外权益资产。

● 疫情结束后，美国金融资产吸引力或显著下降。首先，疫情推动美国无风险利率中枢进一步下移，美债配置价值减弱；第二，QE 将成为美联储常规性货币政策，美债市场的挤出效应将更为凸显；第三，若不实施负利率政策，长端美债收益率又受到财政形势约束不能过高，加上美债收益率曲线不能长期倒挂，则各期限美债收益率波动范围或将显著收窄，美债的交易价值也将显著降低；最后，疫情过后，美企业部门或将进入去杠杆周期，美股估值红利期结束、吸引力下降。

● 美国金融资产吸引力下降或将显著改变全球金融机构配置及交易思路。

第一，金融机构可能会将部分资金从发达经济体股债市场中撤离并寻找替代资产。金融危机后美国长端国债收益率中枢不断下移推动发达经济体股债等金融资产估值全面抬升，受益于此的交易策略（如风险平价等）均将在疫情后遭遇瓶颈。金融机构可能会将部分资金从发达经济体股债市场中撤离。近期在美债收益率波动变窄后，全球最大的黄金 ETF—SPDR 的黄金持有量就在明显上升，或许说明黄金等资产有望成为美债的交易替代资产。

第二，美国金融部门或暂时、重新提高信贷比重。金融危机后，美国金融部门持有的贷款占其金融资产比重下降了 10 个百分点，同期股票和美债占比上升。受到美联储挤出效应和投资回报率下降等影响，美国金融部门或将在疫情结束后降低对于美债的配置；而在美股去估值等因素的掣肘下，美国金融部门对于美股的配置比

例可能也将略微下降。相比之下，人口结构改善、购房成本偏低加上居民杠杆率较低等因素共振下，疫情过后美国地产吸引力或高于金融资产，贷款类资产可能将获得金融部门增配。

第三，各国养老金等长期投资者或将加大对中国金融资产及非流动性资产的配置。美国股债或为金融危机后发达国家养老金等长期投资者的增配首选。美国金融资产吸引力下降后可能会引发发达经济体长期投资者资产配置结构再次调整。疫情结束后，除非存在法律制度及跨境投资约束，否则各国养老金等长期投资者或将在全球范围内寻找可以替代美国股债的高收益、高容量以及高质量的金融资产并且将增配地产及其他实物资产等非流动性资产。中国的金融资产可能会受到各国养老金等长期投资者青睐，养老金等长期投资者也有望提高美国房地产等非流动性资产以及部分通胀类资产的配置比例。

- **核心假设风险：**各国疫情超预期；各国货币政策超预期；各国财政政策超预期；各国养老金等长期投资者资产配置行为超预期。

目录索引

一、金融危机后各国养老金配置组合变化反映了什么？	5
（一）低利率导致美日英加韩等国养老金调降债券持有比例	5
（二）央行 QE 对金融机构的债券配置行为产生了挤出效应	7
（三）低利率环境下发达经济体养老金配置行为出现两点变化	8
二、疫情结束后，美国金融资产吸引力或显著下降	9
（一）疫情推动美国无风险利率中枢进一步下移，美债配置价值减弱	9
（二）QE 将成为美联储常规性货币政策，美债市场的挤出效应将更为凸显	9
（三）若无负利率，美债交易价值也将显著下降	10
（四）疫情过后，美企业部门或将进入去杠杆周期，美股吸引力下降	10
三、美国金融资产吸引力下降或将显著改变全球金融机构配置及交易思路	11
（一）风险平价等海外股债多头策略或不再受追捧	11
（二）美国金融部门或暂时、重新提高信贷比重	13
（三）各国养老金等长期投资者或将加大对中国金融资产及非流动性资产的配置 ..	15
四、风险提示	16
（一）各国疫情超预期	16
（二）各国货币政策超预期	16
（三）各国财政政策超预期	16
（四）各国养老金等长期投资者资产配置行为超预期	16

图表索引

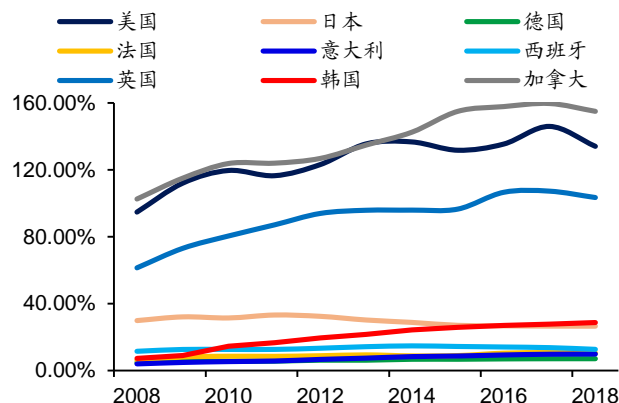
图 1: 各国养老金规模占其各自 GDP 比重 (%)	5
图 2: 美日韩英法德意加西各国 10 年期国债收益率 (%)	5
图 3: 美国养老金资产配置结构 (%)	5
图 4: 日本养老金资产配置结构 (%)	5
图 5: 德国养老金资产配置结构 (%)	6
图 6: 法国养老金资产配置结构 (%)	6
图 7: 意大利养老金资产配置结构 (%)	6
图 8: 西班牙养老金资产配置结构 (%)	6
图 9: 英国养老金资产配置结构 (%)	6
图 10: 韩国养老金资产配置结构 (%)	6
图 11: 加拿大养老金资产配置结构 (%)	7
图 12: 各国养老金规模占各自股市市值比重	7
图 13: 日本央行持有日债占其未偿国债余额比重	7
图 14: 非美央行及美联储持有美债占比	7
图 15: 美国国债占 GDP 比重与 10 年期美债收益率	9
图 16: 美国国债利息支出占 GDP 比重	9
图 17: 疫情持续时间与 10 年期美债收益率中枢 (%)	9
图 18: 日本 1 年期及 10 年期国债收益率 (%)	10
图 19: 美国股市总市值占 GDP 比重 (%)	10
图 20: 美国非金融企业资产负债率	11
图 21: 标普 500 指数 CAPE 与 10 年期美债收益率倒数	11
图 22: 2009-2019 年不同资产风险收益比	11
图 23: 从 SPDR 黄金持有量判断美债低波动下, 黄金成为美债的交易替代资产	12
图 24: 标普 500 指数/巴克莱美国国债指数	12
图 25: 美国金融部门持有的金融资产中贷款、股票及美国国债占比	13
图 26: 美国中年人口 (45-69 岁人口) / 青年人口 (20-44 岁人口)	13
图 27: 美国青年人口增速	14
图 28: 美国住房自有率	14
图 29: 美国非金融企业与居民部门资产负债率	14
图 30: 美国 30 年期住房抵押贷款利率与 10 年期美债收益率	15
图 31: 日本持有美国权益资产及长债规模 (百万美元)	15
图 32: 欧元区持有美权益资产及长债规模 (百万美元)	15
表 1: 美国、加拿大及日本养老金国内外股票配置比例 (%)	8

一、金融危机后各国养老金投资组合变化反映了什么？

（一）低利率导致美日英加韩等国养老金调降债券持有比例

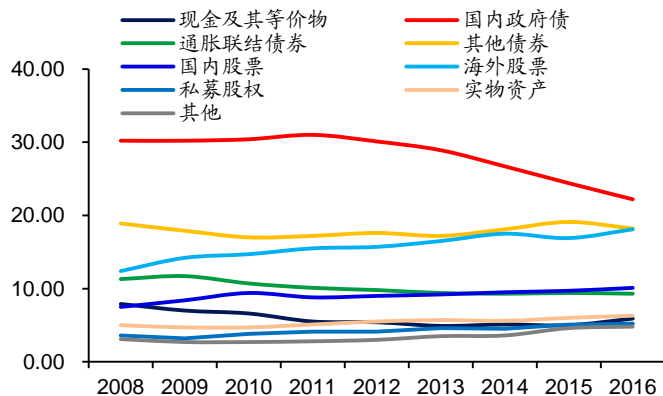
各国养老金资金管理体量极大，一般为长期投资者。此外，养老金要求绝对收益，其资产配置组合有效地反映了各类资产的长期风险收益比。金融危机后，特别是2011年后，全球主要经济体无风险利率中枢不断下移，令债券类资产对养老金组合的贡献逐渐下降。2012年以来，美国、日本、英国乃至加拿大等国养老金投资组合中的债券资产占比均现大幅回落，2015年后韩国养老金也在逐年下调其组合中的债券资产比重。其中，日本养老金组合中债券资产占比降幅最为突出，与2012年的61.8%相比，2018年日本养老金持有的国内债券比例下降至26.3%。从时点上看，2012年10年期日本国债收益率降至1%下方后日本养老金就开始调降国内债券配置比例，2016年日本央行实施负利率后该趋势更为显著。

图 1：各国养老金规模占其各自 GDP 比重（%）



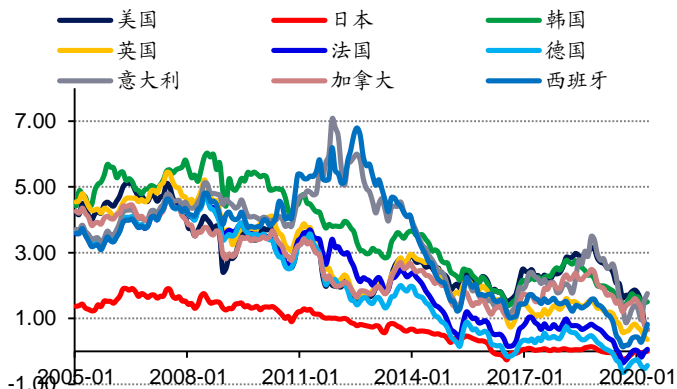
数据来源：OECD，广发证券发展研究中心

图 3：美国养老金资产配置结构（%）



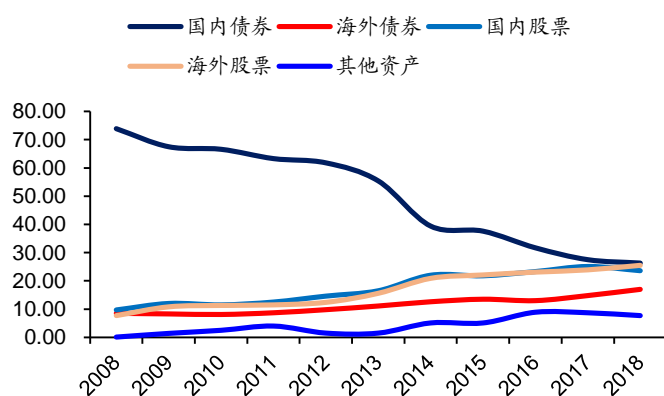
数据来源：SSGA，广发证券发展研究中心

图 2 美日韩英法德意加西各国 10 年期国债收益率（%）



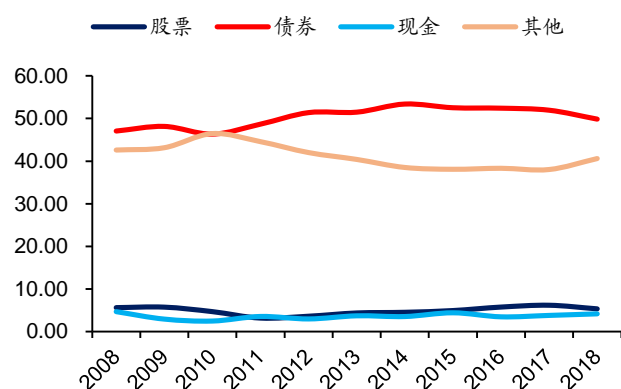
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：日本养老金资产配置结构（%）



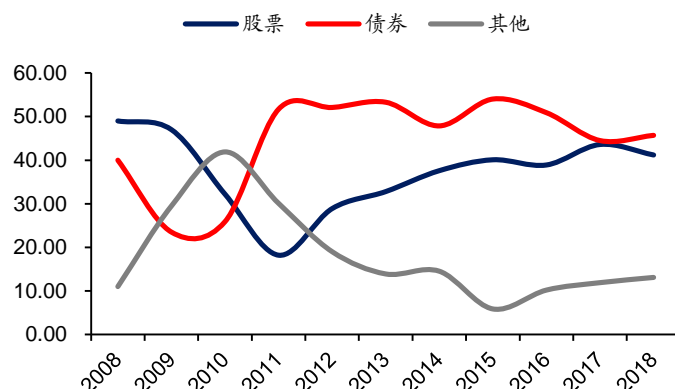
数据来源：日本社保基金年报，广发证券发展研究中心

图 5：德国养老金资产配置结构（%）



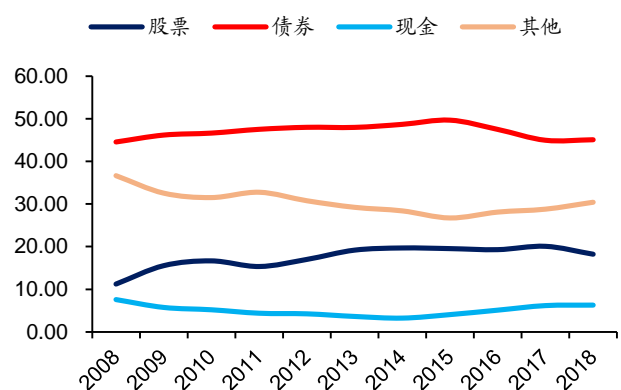
数据来源：OECD，广发证券发展研究中心

图 6：法国养老金资产配置结构（%）



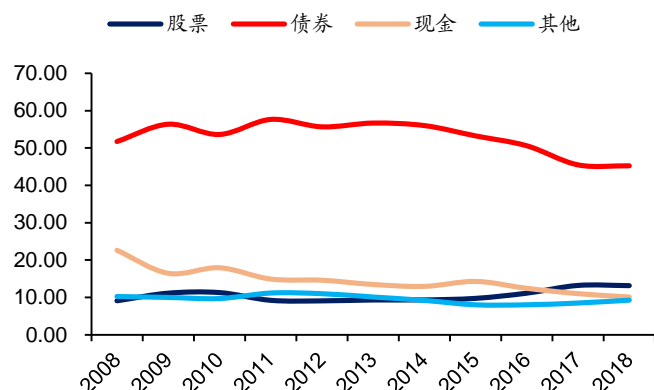
数据来源：OECD，广发证券发展研究中心

图 7：意大利养老金资产配置结构（%）



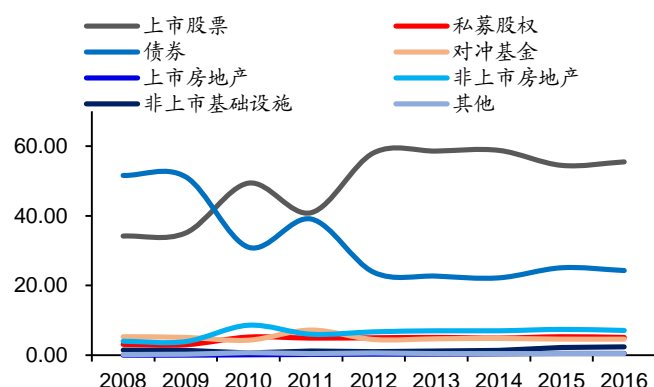
数据来源：OECD，广发证券发展研究中心

图 8：西班牙养老金资产配置结构（%）



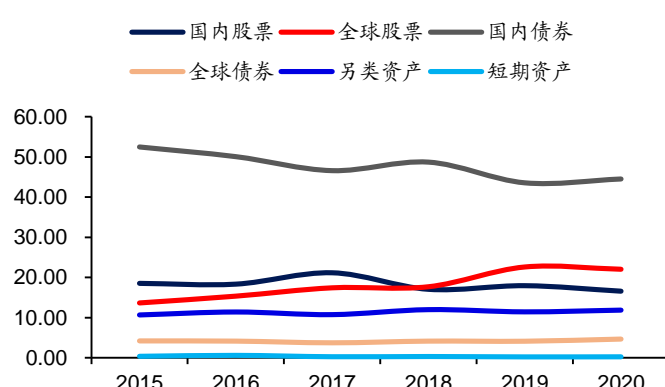
数据来源：OECD，广发证券发展研究中心

图 9：英国养老金资产配置结构（%）



数据来源：OECD，广发证券发展研究中心

图 10：韩国养老金资产配置结构（%）

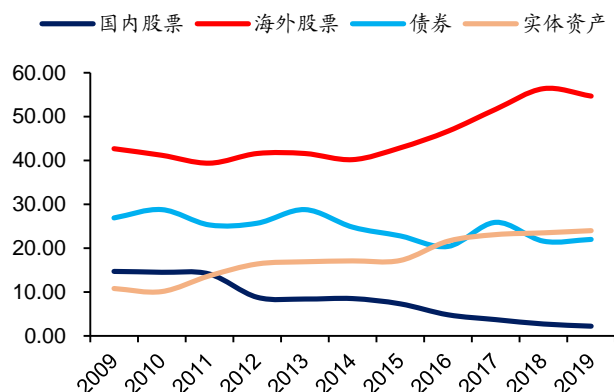


数据来源：韩国国民年金官网，广发证券发展研究中心

但是同样实施负利率的欧洲，其成员国养老金的债券配置比例就未现明显下降。

我们认为这与欧元区（乃至欧盟）成员国众多，除德国、法国、荷兰、芬兰等国的长端国债受负利率政策所致收益率亦降至极低水平甚至负利率水平外，类似意大利、西班牙等国的国债收益率对于欧洲各国养老金而言仍有足够的吸引力。且在欧债危机后，欧洲央行购债计划说明但凡欧元区成员国国债违约风险极低，因此养老金对于意大利、西班牙等国国债也毫无配置顾虑。

图 11：加拿大养老金资产配置结构（%）



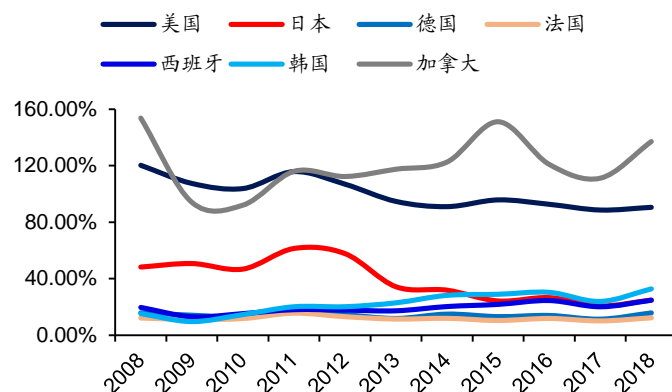
数据来源：加拿大养老金年报，广发证券发展研究中心

图 13：日本央行持有日债占其未偿国债余额比重



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 12：各国养老金规模占各自股市市值比重



数据来源：OECD，World Bank，广发证券发展研究中心

图 14：非美央行及美联储持有美债占比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）央行 QE 对金融机构的债券配置行为产生了挤出效应

如前文所述，日本养老金资产配置组合中持有国内债券的比重在2012-2018年间下滑了35.3%主因之一是低利率乃至负利率环境下日本国内债券的配置价值显著降低，而另一个原因则是日本央行QQE的挤出效应。日本养老金管理规模常年处于日本名义GDP的26%-34%之间。2012年安倍晋三上台推动日本央行实施QQE以来日本央行持有的日债比重由10%增至50%，而同期日本国债余额占其名义GDP比重仅由163%升至176%。换言之，央行过度购债也产生了对于其他金融机构购债行为的挤出效应。

由图1可知，美国、英国、加拿大养老金占GDP比重最高，均超过了100%；日

韩占比也均接近30%；欧元区国家德法意西占比则仅为个位数。结合图3-11可知，除日本外，2012年以来美国、英国及加拿大养老金债券配置比例也均有所下降，而欧元区各国债券配置比例未现下降痕迹，或亦表明管理规模较大的国家养老金的债券资产配置行为更容易受到央行QE的挤出影响。

（三）低利率环境下发达经济体养老金配置行为出现两点变化

在低利率乃至负利率环境下，发达经济体养老金，特别是管理规模较大的国家养老金（长期投资者）的资产配置行为出现了两点变化：

第一，在央行QE挤出效应和寻求相对高收益资产的双重作用下，提高风险偏好成为各国养老金的配置变化之一。2012年后日本养老金明显提高了风险偏好增加了权益资产，美国养老金甚至还提高了对于私募股权以及实物资产的配置比例。

第二，管理规模较大的发达经济体养老金显著提高了境外资产配置比例，特别是境外权益资产。相对本国股票总市值而言，美加等国养老金规模过于庞大，因此本国权益资产不足以满足此类养老金（长期投资者）的资产配置需求，配置组合向境外延伸成为必然。自2010年全球经济复苏至2016年，美国养老金持有国内股票比例由9.4%提高至10.1%，但持有海外股票比例由14.7%提高至18.1%。2010-2018年间加拿大养老金国内股票配置比例由14.5%降至2.7%，海外股票配置比例则由41.2%提升至56.4%。日本养老金的管理规模不到该国股市总市值的30%，因此低利率环境下该机构对于国内外股票的增配比例更为均衡。2010年以来日本养老金持有国内股票比例由11.5%提升至23.6%，持有海外股票比例由11.3%提升至25.5%。

表 1：美国、加拿大及日本养老金国内外股票配置比例（%）

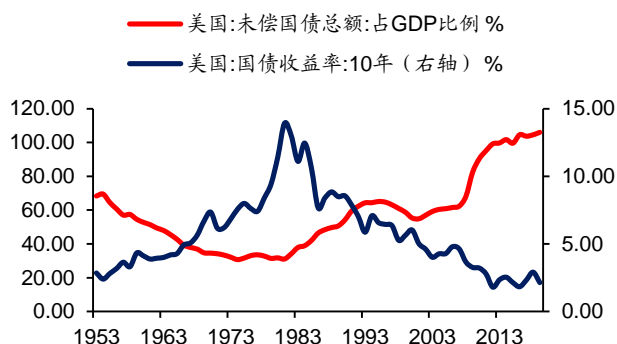
	美国养老金		加拿大养老金		日本养老金	
	国内股票	海外股票	国内股票	海外股票	国内股票	海外股票
2018	—	—	2.7	56.4	23.6	25.5
2017	—	—	3.7	51.7	25.1	23.9
2016	10.1	18.1	4.8	46.7	23.3	23.1
2015	9.7	16.9	7.3	42.9	21.8	22.1
2014	9.5	17.5	8.5	40.2	22	20.9
2013	9.2	16.5	8.4	41.6	16.5	15.6
2012	9	15.7	8.8	41.6	14.6	12.4
2011	8.8	15.5	14.1	39.4	12.5	11.5
2010	9.4	14.7	14.5	41.2	11.5	11.3
2009	8.4	14.2	14.7	42.7	12	10.8
2008	7.5	12.4	—	—	9.7	7.7

数据来源：SSGA，加拿大养老金年报，日本社保基金年报，广发证券发展研究中心

二、疫情结束后，美国金融资产吸引力或显著下降

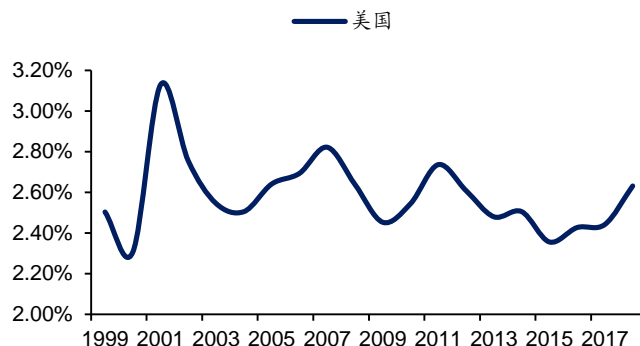
（一）疫情推动美国无风险利率中枢进一步下移，美债配置价值减弱
我们在《疫情或加速中美角色切换》等报告中指出，疫情冲击下的转移支付令美国财政压力陡增。为了缓解财政负担，美联储也将继续通过QE压低美债收益率中枢。往后看，疫情持续时间决定了美国赤字率及债务规模攀升幅度，也将直接影响10年期美债在未来较长时间的中枢水平。除非未来出现高通胀，否则未来1-2年内10年期美债收益率中枢或位于1%下方。基于前文，一旦如此，对于养老金、非美央行等长期投资者而言，美债配置价值将显著下降。

图15: 美国国债占GDP比重与10年期美债收益率



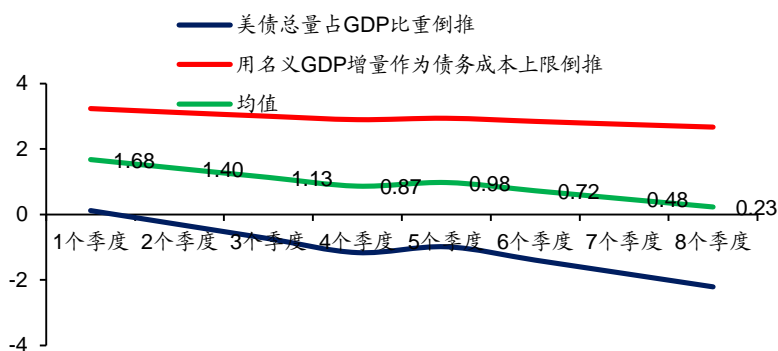
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 美国国债利息支出占GDP比重



数据来源: IMF, 广发证券发展研究中心

图17: 疫情持续时间与10年期美债收益率中枢(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

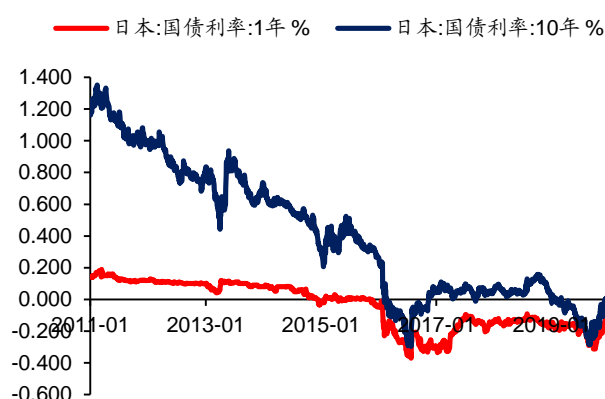
（二）QE 将成为美联储常规性货币政策，美债市场的挤出效应将更为凸显

由于要持续将美债收益率压至较低水平以缓解美国财政压力，因此美联储大概率将持续增持美债持有规模，QE将成为美联储常规性货币政策。该过程在压低无风险利率、降低了美债配置价值的同时，也形成了对于非美央行、各国养老金等长期投资者的挤出效应。

（三）若无负利率，美债交易价值也将显著下降

我们在报告《美债与黄金：安全资产亦有安全边际》中指出，防止金融市场系统性风险以及美元货币体系受损的诉求下，美联储实施负利率的概率并不高。近期美联储主席鲍威尔也表达了不愿实施负利率的态度。假若基准利率不会延伸到负利率区间，而长端美债收益率又受到财政形势约束不能过高，加上美债收益率曲线不能长期倒挂，则各期限美债收益率波动范围或将显著收窄。日本的国债规模也是极高的，在降低财政压力的诉求下，日本央行不得已实施了QQE和负利率，受上述政策影响，近几年日债收益率波动区间就曾明显收窄。假若未来美债收益率波动范围收窄，美债的交易价值也将显著降低。

图 18：日本 1 年期及 10 年期国债收益率（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 19：美国股市总市值占 GDP 比重（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

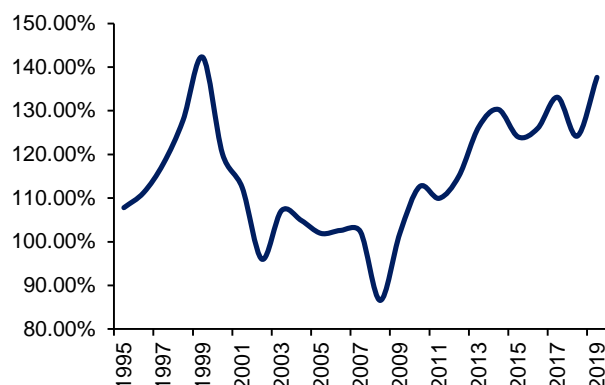
（四）疫情过后，美企业部门或将进入去杠杆周期，美股吸引力下降

金融危机后疫情爆发前，无风险利率中枢下移叠加金融严监管促进了美国的直接融资。截至 2018 年，美国股市总市值占其名义 GDP 比重为 148.2%（2017 年为 164.9%）。尽管世界银行尚未披露 2019 年数据，但 2019 年标普 500 指数大涨 28.9%，预计美国股市总市值或创下历史新高。此外，如图 20 所示，金融危机后美国非金融企业部门资产负债率持续回升，2019 年美国非金融企业资产负债率为 138%，略低于 1999 年的 142%，为有数据以来的次高水平。

我们在报告《欧债危机是如何爆发的？对当下有何启示？》中指出疫情结束后发达经济体企业部门或将进入去杠杆阶段。未来几年，美国非金融企业资产负债率及股市总市值占 GDP 比重大概率高位回落，其变化类似 2001-2008 年。非金融企业部门资产负债率回落阶段，股票资产吸引力会下降。

此外，金融危机后无风险利率下降令美国股票市场享受了长达 11 年的估值红利。疫情爆发前标普 500 指数的 10 年期席勒周期调整市盈率（CAPE）已经处于纳斯达克泡沫破灭后的极高水平。尽管疫情爆发令美国无风险利率中枢进一步下移，但在不实施负利率的前提下美国无风险利率下行趋势已然触及瓶颈，股票资产的估值红利期也步入尾声，美股吸引力也将弱于此前。

图 20: 美国非金融企业资产负债率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 21: 标普 500 指数 CAPE 与 10 年期美债收益率倒数



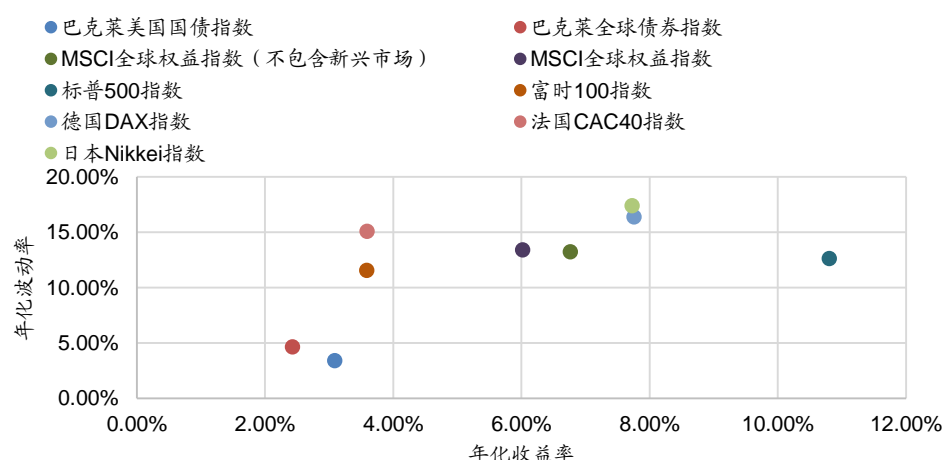
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、美国金融资产吸引力下降或将显著改变全球金融机构配置及交易思路

(一) 风险平价等海外股债多头策略或不再受追捧

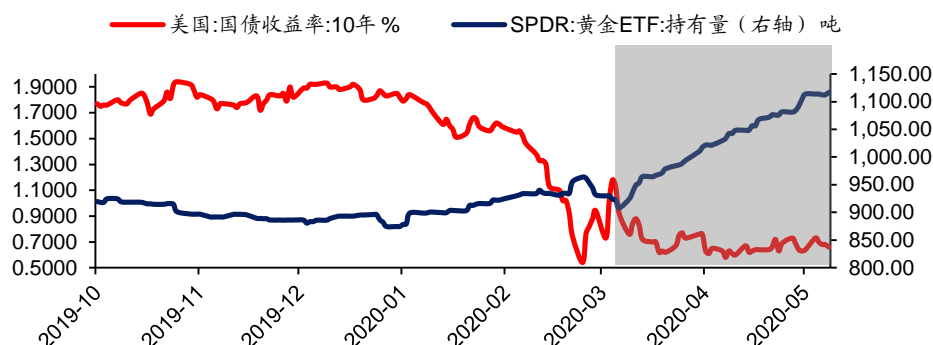
风险平价模型是基于目标风险水平给组合中不同资产分配相同风险权重的一种投资策略。最为简单的各类资产权重赋予规则是资产权重与资产收益率标准差呈反比。为了投资者能够取得要求的预期收益率水平, 或者在投资者可以容忍的风险范围内最大化预期收益率, 可以对之前形成的组合进行加杠杆的操作, 便形成了带杠杆的风险平价组合。

图 22: 2009-2019 年不同资产风险收益比



数据来源: Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

图 23: 从 SPDR 黄金持有量判断美债低波动下, 黄金成为美债的交易替代资产



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 24: 标普 500 指数/巴克莱美国国债指数



数据来源: Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

2009-2019年标普500指数由903.25上行至3230.78, 累计上涨257.7%; 同期10年期美债收益率也由2008年底的2.25%降至1.92%。此间, 美股分别在2011.4至2011.9、2015.8至2016.2以及2018.10至2018.12出现过三次幅度较大的调整, 标普500指数的对应跌幅分别为21.6%、15.2%及19.6%。上述三次美股调整期间, 美债均体现了较好的安全资产功能, 10年期美债收益率分别回落187BP、81BP及67BP。也就是说, 2009-2019年美国股债整体呈现双牛特征, 部分时间股债存在跷跷板关系, 但未曾出现过股债同跌, 因此风险平价策略通常可以获得极为可观的回报。在此背景下, 以桥水为代表的境外金融机构开发的风险平价策略受到投资者的追捧。过去10余年, 该策略的盛行也令采取类似算法交易的产品规模持续、大幅扩张。

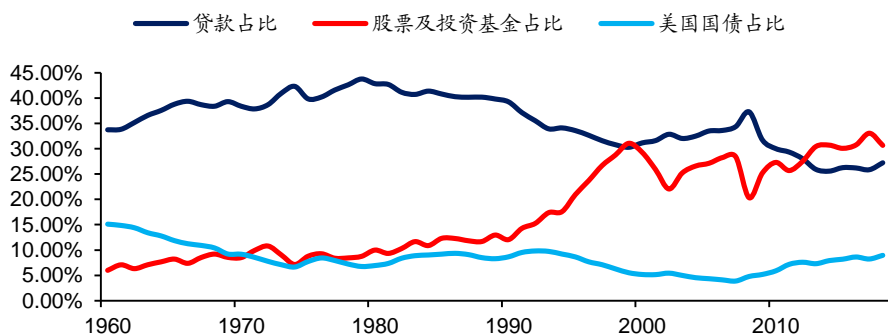
基于前文, 预计疫情结束后美债收益率波动区间变窄, 因此美债与美股之间的跷跷板关系或不再显著, 风险平价等海外股债多头策略的吸引力也将明显降低。不仅如此, 金融危机后美国长端国债收益率中枢不断下移推动发达经济体股债等金融资产估值全面抬升, 受益于此的交易策略均将在疫情后遭遇瓶颈。在比较优势转为比较劣势后, 金融机构可能会将部分资金从发达经济体股债市场中撤离。近期在美债收益率波动变窄后, 全球最大的黄金ETF—SPDR的黄金持有量就在明

显上升，或许说明黄金等资产有望成为美债的交易替代资产。此外，我们认为疫情结束后，美股走势可能类似2000-2002年，彼时巴克莱美国国债指数跑赢了标普500指数。假若未来1-2年黄金成为美债的替代资产，则COMEX黄金有望在疫情结束后的1-2年中跑赢美股（详细分析请参考5月14日报告《何时选黄金，何时选股票？》）。

（二）美国金融部门或暂时、重新提高信贷比重

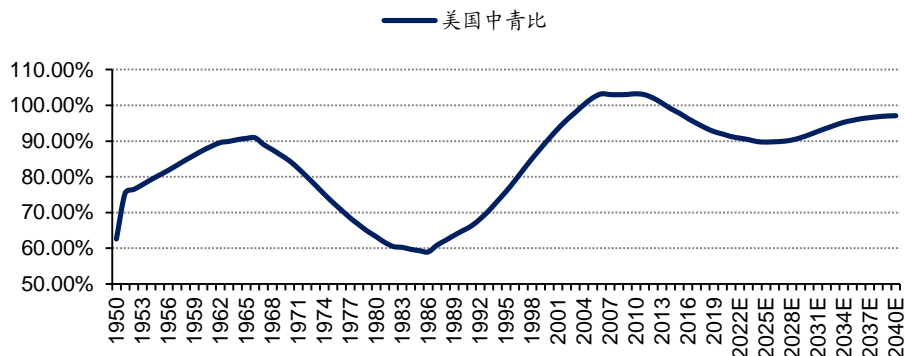
金融危机后，美国金融部门持有的贷款占其金融资产比重由2008年的37%大幅下滑至2018年的27%，同期股票和国债占比上升。其中，股票占比上升3个百分点（28%→31%），美国国债占比上升5个百分点（4%→9%）。受到美联储挤出效应和投资回报率下降等影响，美国金融部门或将在疫情结束后降低对于美债的配置；而在美股去估值等因素的掣肘下，美国金融部门对于美股的配置比例可能也将略微下降。相比之下，贷款类资产可能将获得增配。

图 25：美国金融部门持有的金融资产中贷款、股票及美国国债占比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 26：美国中年人口（45-69岁人口）/青年人口（20-44岁人口）

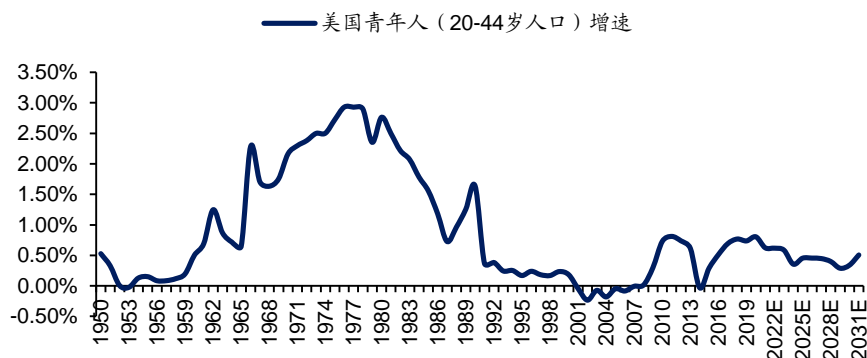


数据来源：World Population Prospects 2019，广发证券发展研究中心

如图26-27所示，2012年后美国中年人（45-69岁人口）相对青年人（20-44岁人口）的比重触顶回落，2015年后美国青年人口也呈现稳定正增长。人口结构改善或为推动2016年H2美国住房自有率触底回升的动力之一。由于人口结构改善

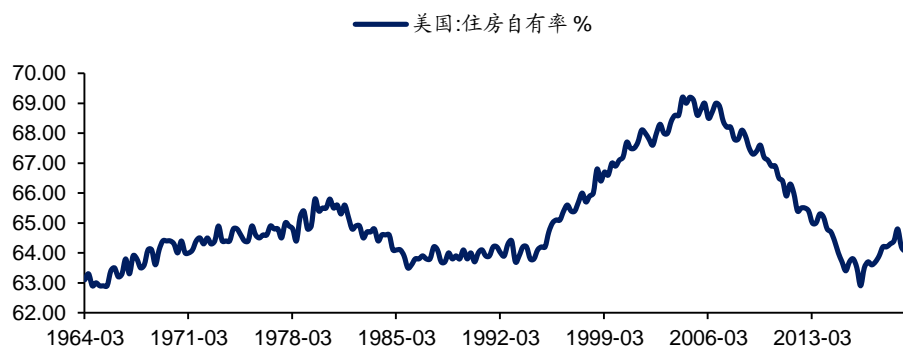
趋势尚未结束，且疫情结束后美国有望进入企业部门降杠杆、居民部门加杠杆周期，因此疫情结束后美国房地产景气度或将明显高于美股。此外，10年期美债收益率是美国住房抵押贷款利率的锚，换言之，疫情结束后的相当长时间内美股居民的购房成本均偏低。在上述因素共振下，美国金融部门或将提高其贷款类资产的配置比重。

图 27：美国青年人口增速



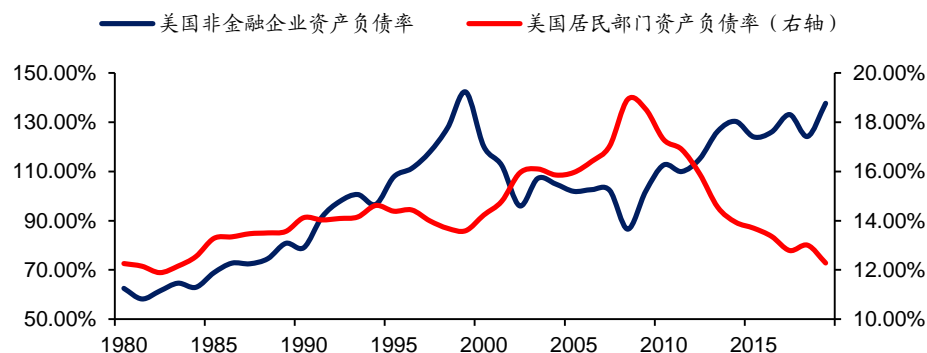
数据来源：World Population Prospects 2019，广发证券发展研究中心

图 28：美国住房自有率



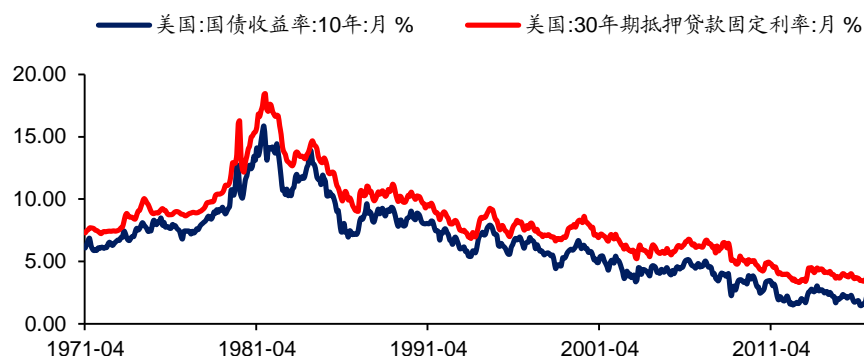
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 29：美国非金融企业与居民部门资产负债率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 30: 美国 30 年期住房抵押贷款利率与 10 年期美债收益率

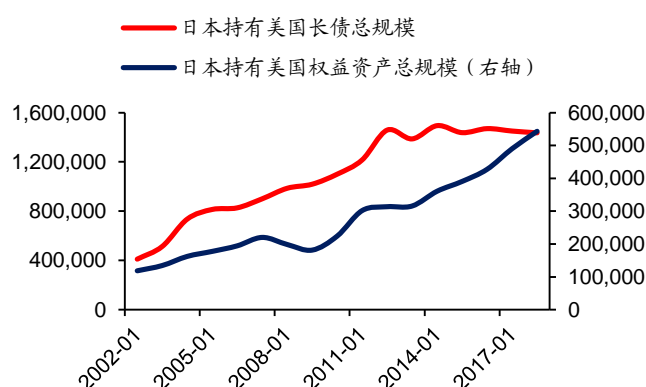


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(三) 各国养老金等长期投资者或将加大对中国金融资产及非流动性资产的配置

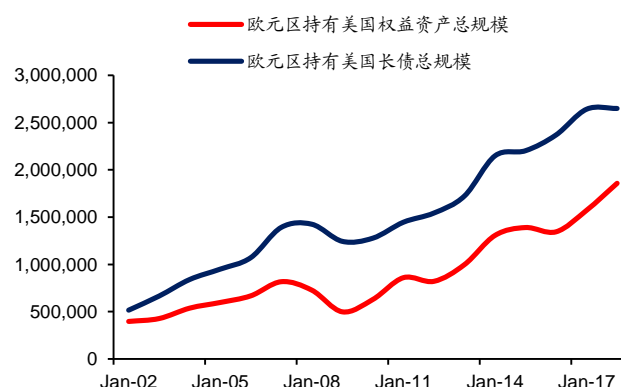
由美国股债表现以及图31、32推测, 美国股债或为金融危机后发达国家养老金等长期投资者的增配首选。美国金融资产吸引力下降后可能会引发发达经济体长期投资者资产配置结构再次调整。我们认为疫情结束后, **除非存在法律制度及跨境投资约束**, 否则各国养老金或将在全球范围内寻找可以替代美国股债的高收益、高容量以及高质量的金融资产并且将增配地产及其他实物资产等非流动性资产。

图 31: 日本持有美国权益资产及长债规模(百万美元)



数据来源: 美国财政部, 广发证券发展研究中心

图 32: 欧元区持有美国权益资产及长债规模(百万美元)



数据来源: 美国财政部, 广发证券发展研究中心

基于报告《疫情过后全球或迎来一轮强资本开支周期》结论: 疫情过后全球或进入由东盟六国(越南、缅甸、老挝、柬埔寨、菲律宾及印尼)为承接国的二战后第四轮产业转移的下半场, 全球迎来强资本开支周期。此阶段, 通胀资产价格中枢上移(但不至于引发高通胀甚至滞胀)、非美的资本吸收能力强于美国、东盟六国加速城镇化率。基于报告《疫情过后: 中国的股票与美越的地产》观点: 十四五期间中国大概率跻身高收入国家行列, 日韩等国及中国香港地区的过往经验

表明这一转变完成后中国股票表现将长期好于美股和中国地产；此外，人口结构阶段性改善也将提振美国地产。

结合前文，预计疫情结束后，中国的金融资产可能会受到各国养老金等长期投资者的青睐。另外，养老金等长期投资者也有望提高美国房地产等非流动性资产以及部分通胀类资产的配置比例。

四、风险提示

（一）各国疫情超预期

（二）各国货币政策超预期

（三）各国财政政策超预期

（四）各国养老金等长期投资者资产配置行为超预期

广发海外研究小组简介

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名、第二名、第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 廖凌：首席分析师，海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。7年策略及中小市值研究经验。2019年财新·机构投资者大陆榜单（II China）投资组合策略第一名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2019年新财富最佳宏观研究（团队）第一名。
- 蒲得宇：海外电子行业首席分析师，15-18年Asiamoney最佳台湾地区硬体分析师，2018 Thomson Asia Top Stock Picker 硬体行业第三名，CFA。
- 胡翔宇：海外大消费行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012~2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名、第4名、第2名（团队）。2019年财新·机构投资者大陆榜单（II China）互联网行业第三名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 刘芷君：海外机械行业资深分析师，八年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2019年新财富最佳机械团队第一名、2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 邓崇静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，新财富最佳汽车行业分析师2019年第一名团队成员，水晶球2019年第一名团队成员，2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2017年《亚洲货币》（Asiamoney）香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》（Asiamoney）中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 刘峤：海外大消费行业高级分析师，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈蒋辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周绮恩：海外电子分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾地区TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业分析师，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 郑家懿：海外电子行业分析师，台湾大学国际企业硕士，4年台湾地区电子行业研究经验，2019年加入广发证券。
- 马步云：海外医药行业高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外大消费行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外大消费行业研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：海外策略研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡俊韬：海外宏观分析研究助理，新加坡国立大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。