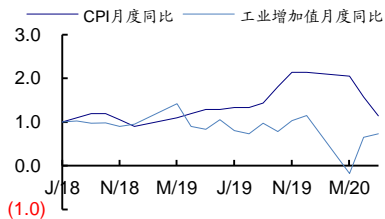


CPI 与工业增加值月度同比增速

宏观数据

固定资产投资累计同比	-6.30
社零总额当月同比	-2.80
出口当月同比	-20.70
M2	11.10

相关研究报告:

《大类资产配置月报: 宽松政策下, 股债商同时上涨》——2020-05-07
 《宏观经济月报: 经济修复加快, 高技术制造业表现亮眼》——2020-06-01
 《宏观经济月报: 消费不足是当前国内经济增长最主要的矛盾》——2020-06-18
 《大类资产配置月报: 国内风险平价组合表现也不差》——2020-04-03
 《大类资产配置月报: 债市略显鸡肋, 股票、商品值得期待》——2020-06-03

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158
 E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100001

证券分析师: 徐亮

电话: 021-60933155
 E-MAIL: xuliang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519110001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

宏观专题

复苏未尽

● 二季度回溯: 福兮祸所伏, 祸兮福所倚

回顾来看, 我们认为二季度经济的演变有两点超预期:

(1) 疫情的反复略超预期。

(2) 消费的补偿性增长低于我们的预期, 从而导致二季度 GDP 恢复的力度低于先前预期。

回顾二季度国内和海外资产价格变化, 有以下三个特点:

(1) 风险资产强, 而避险资产弱。

(2) 从各类资产依次转折的顺序来看, 股市最先触底回升, 商品其次, 利率(债券)和汇率次之。

(3) 从全球范围来看, 得益于国内疫情得到有效控制, 中国各类资产的变化要领先于全球。

二季度宏观变化: 经济的补偿性增长+货币政策的预期纠偏

● 核心逻辑: 名义增长率的的方向

在我们日常交易中, 我们经常会关注各种各样的事件和因素, 并判断这些事件和因素对于各类资产价格的影响, 包括疫情反复、中美摩擦、政策波动、情绪摇摆和风险偏好等。如果在分析未来资产价格变化时, 把上述每一个因素都纳入分析框架的话, 未免太过复杂, 也没有必要。仔细分析这些事件和因素的影响, 可以发现落脚点始终是判断未来名义经济增长率的方向, 名义经济增长率的方向才是引发各类资产价格变化的核心。无论是否发生危机, 金融资产价格变化方向的变化逻辑都是稳定的, 其核心是名义经济增速的方向变化。

● 经济预期展望: 复苏依然在路上

(1) 实际 GDP 增速方面, 二季度 GDP 增速将在 4-5% 左右, 下半年实际 GDP 增速将上升至 7-8% 左右;

(2) 居民消费价格指数(CPI)方面, 三季度 CPI 增速将保持在 2.5-2.8% 之间, 四季度有望回落至 2% 以下;

(3) 生产价格指数(PPI)方面, PPI 同比将脱离最低点, 未来将持续回升; 其环比增速将转正。

● 大类资产配置建议: 股强债弱应犹在

首先在宏观经济及政策方面, 后续组合为经济复苏依旧+政策稳定, 历史类似时期为 2009 年和 2016 年。根据大类资产配置框架来看, 我们当前依然处于美林时钟的第二象限, “货币+信用”风火轮的第一象限, 在上述象限中, 风险类资产的表现是最优的。股票和商品均处于上升周期中, 且在基建周期的刺激下, 商品在未来的表现可能会强于股市。

而在避险资产(债券)方面, 三季度债券市场在名义增速回升牵引下依然会承受压力, 预计 10 年国债利率有望回升到 3.0-3.1%, 压力最大的时期是 8-9 月份。不过, 值得注意的是, 中国利率的中枢很可能已经下降了, 2000-2014 年, 需求侧管理是经济核心, 10 年国债中枢是 3.5%; 2015 年以来, 供给侧管理是经济核心, 10 年国债利率中枢是 3.1-3.2%。

内容目录

二季度回溯：福兮祸所伏，祸兮福所倚	4
春季策略会观点回溯	4
二季度各大类资产回顾：福兮祸所伏，祸兮福所倚	7
二季度宏观变化：经济的补偿性增长+货币政策的预期纠偏	9
核心逻辑：名义增长的方向	12
名义经济增速的方向（而非幅度）是核心	12
历史经验：“补偿性”是灾后经济变化最确定性的因素	13
经济预期展望：复苏依然在路上	17
名义经济增速升势未尽	17
宏观基本面展望：复苏依旧在路上	19
大类资产配置建议：股强债弱应犹在	20
国信证券投资评级	22
分析师承诺	22
风险提示	22
证券投资咨询业务的说明	22

图表目录

图 1: 5 月国内工业增加值同比增速接近 2019 年的水平	5
图 2: 5 月国内固定资产投资完成额同比增速接近 2019 年的水平	5
图 3: 5 月国内制造业投资同比增速明显低于 2019 年的水平	6
图 4: 5 月国内社会消费品零售总额同比增速仍明显低于 2019 年的水平	6
图 5: 5 月国内出口同比增速低于 2019 年的水平, 但仍维持正增长	7
图 6: 5 月国内进口同比增速明显低于 2019 年的水平	7
图 7: 近一年中国股、债、商三大类指数变化	8
图 8: 近一年美股、美债利率走势	8
图 9: 近一年美元指数、原油价格走势	9
图 10: 制造业 PMI 走势	9
图 11: 2002-2010 年国内居民收入与消费同比增速一览	10
图 12: 货币市场加权利率、OMO、银行存款利率与超额存款准备金利率走势	11
图 13: 货币市场加权利率与 OMO 利率走势	11
图 14: 名义经济增速的方向 (而非幅度) 是核心	12
图 15: 名义增速与国债利率走势	13
图 16: 国债利率与上证综合指数走势	13
图 17: 2003 年国内固定资产投资完成额同比增速与内生性增长同比一览	15
图 18: 2003 年国内出口同比增速与内生性增长同比一览	15
图 19: 2003 年国内社会消费品零售总额同比增速与内生性增长同比一览	16
图 20: 名义经济增速月度模拟一览	17
图 21: 2003 年国内社会消费品零售总额同比增速与内生性增长同比一览	17
图 22: 可支配收入与消费支出	18
图 23: 典型高新技术产业固定资产投资占整体制造业比重	18
图 24: 不同产业 (高技术与其它) 制造业产能投资增速	19
图 25: 美林时钟式的大类资产配置框架	20
图 26: 货币+信用风火轮大类资产配置框架	21

二季度回溯：福兮祸所伏，祸兮福所倚

春季策略会观点回溯

首先回顾一下我们在春季策略会的观点，在 2020 年一季度，我们对国内经济的基本判断与结论如下：

1. 在疫情假设方面，我们认为一季度中国疫情趋于尾声，二季度海外疫情趋于尾声；
2. 后期宏观组合是“货币宽松延续（OMO 利率下调）+经济基本面回升”（例如 2009 和 2016 年）；
3. 中国经济最差的时期已经过去，二季度将迎来恢复式增速上行（外需虽弱，但是足以被恢复的消费和具有补偿增长的投资所对冲），预计二季度 GDP 增速在 7% 附近。这是最差的时期，是从幅度来看，经济增速创出了无法想象的历史新低；这是最好的时期，因为从变化方向来看，这是经济增速上升的起点；
4. 金融资产的定价依然跟随名义经济增长的方向而变化。风险类资产已经度过了最差的时期、避险类资产已经度过了最好的时期；

回顾来看，我们认为二季度经济的演变有两点超预期：

（1）疫情的反复略超预期。国内疫情的确已经趋于尾声，尽管北京在 6 月有爆发小规模疫情，但已得到控制；但国外疫情确实有所反复，国外单日新增病例不断创新高。其中，美国在开放经济活动之后，疫情已经出现二次爆发；印度、巴西疫情始终未得到有效控制。

（2）消费的补偿性增长低于我们的预期，从而导致二季度 GDP 恢复的力度低于先前预期。

具体来看，今年 1 月新冠肺炎疫情开始在国内爆发，2 月国内整体经济深度停摆，3 月随着国内疫情缓和，国内经济运行逐渐向正常状态靠拢。

从工业生产角度来看，3、4 月国内生产恢复非常快，但 5 月工业增加值同比为 4.4%，同比增速仅较 4 月抬升 0.5 个百分点，仍低于疫情前 2019 年 5.7% 的水平约 1.3 个百分点。

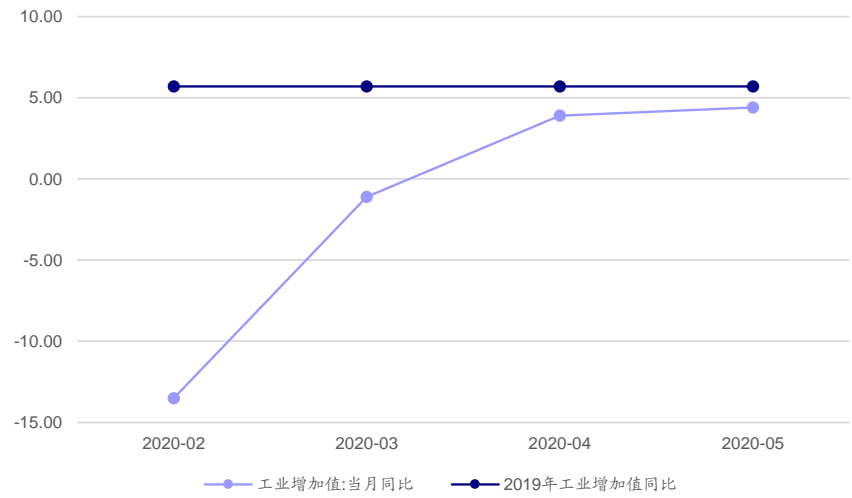
从需求端来看，5 月固定资产投资同比增 3.9%，较 4 月抬升 3.2 个百分点，低于疫情前 2019 年 5.4% 的水平约 1.5 个百分点；5 月社会消费品零售总额同比为 -2.8%，较 4 月抬升 4.7 个百分点，低于疫情前 2019 年 8.0% 的水平约 10.8 个百分点；5 月出口同比增 1.4%，较 4 月回落 6.7 个百分点，低于疫情前 2019 年 5.0% 的水平约 3.6 个百分点；5 月进口同比为 -12.7%，较 4 月回落 2.5 个百分点，低于疫情前 2019 年 1.7% 的水平约 14.4 个百分点。

以疫情前 2019 年全年同比为基准，则 5 月需求端各项经济增长指标表现最差的无疑是社会消费品零售总额和进口，二者同比增速低于疫情前 2019 年同比水平的幅度分别高达 10.8、14.4 个百分点。

此外，固定资产投资各分项中，制造业投资同比明显低于疫情前 2019 年的同比水平。5 月房地产与基建投资合并金额同比为 9.8%，高于疫情前 2019 年同比水平约 3.8 个百分点，而制造业投资 5 月同比为 -5.3%，低于疫情前 2019 年同比水平约 8.4 个百分点。

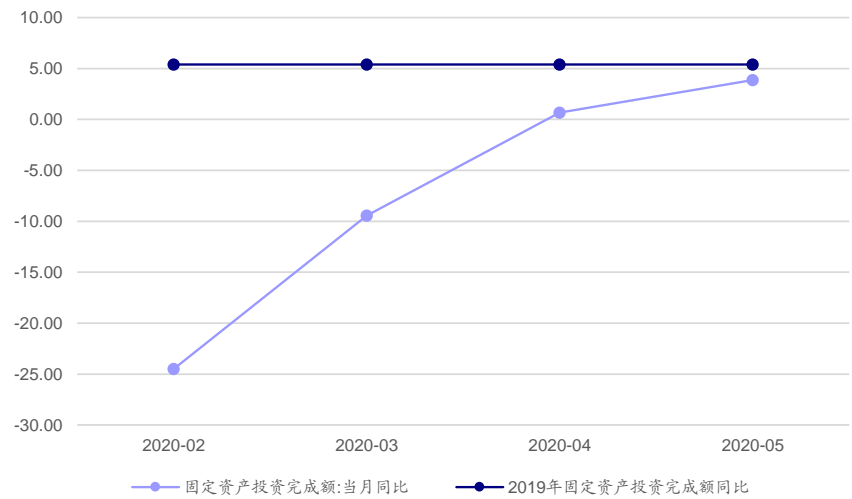
考虑到进口、制造业投资均与国内消费的关系非常密切，进口与制造业投资的低迷或主要是国内消费低迷所导致。

图 1: 5 月国内工业增加值同比增速接近 2019 年的水平



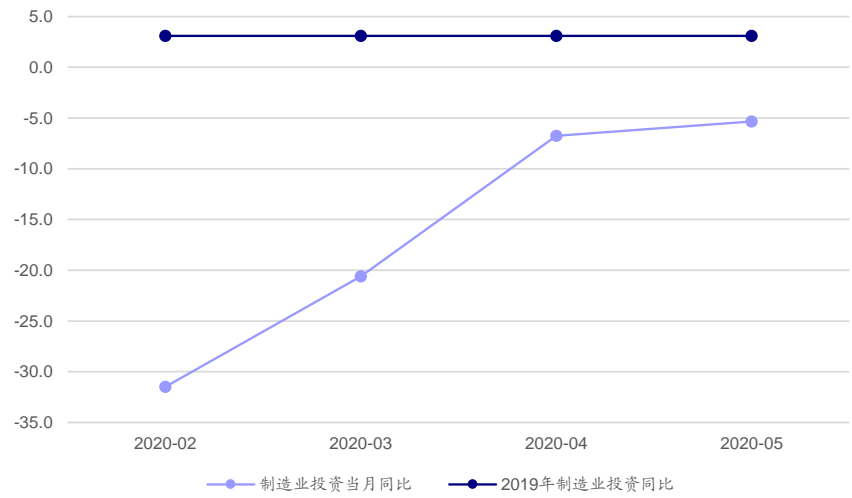
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 2: 5 月国内固定资产投资完成额同比增速接近 2019 年的水平



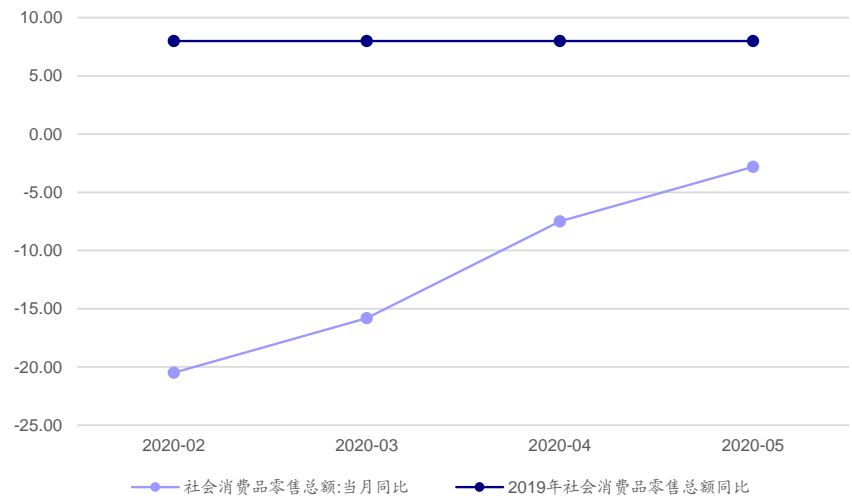
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 3: 5 月国内制造业投资同比增速明显低于 2019 年的水平



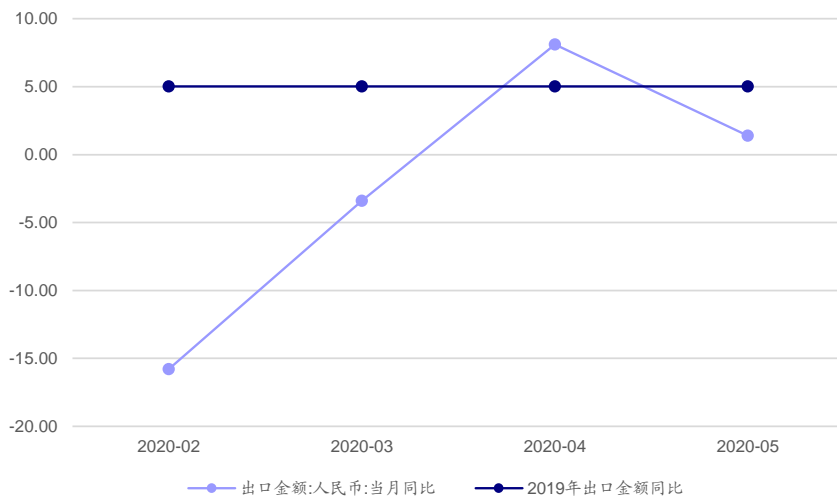
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 4: 5 月国内社会消费品零售总额同比增速仍明显低于 2019 年的水平



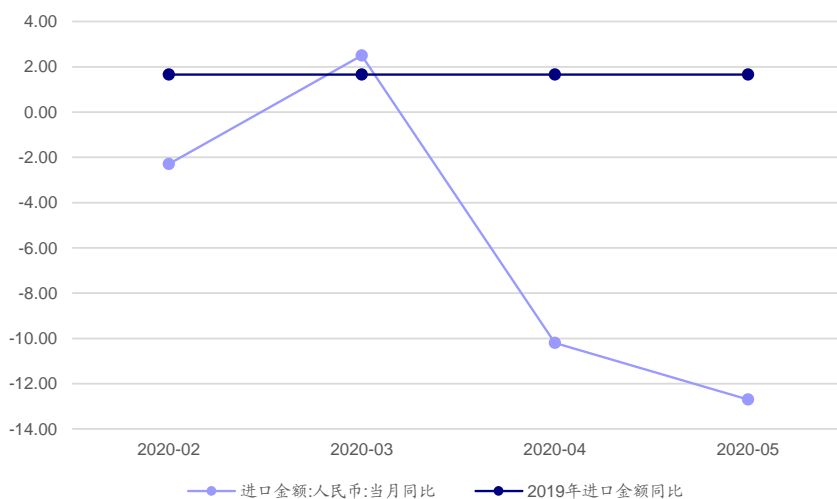
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 5: 5 月国内出口同比增速低于 2019 年的水平, 但仍维持正增长



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 6: 5 月国内进口同比增速明显低于 2019 年的水平



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

二季度各大类资产回顾: 福兮祸所伏, 祸兮福所倚

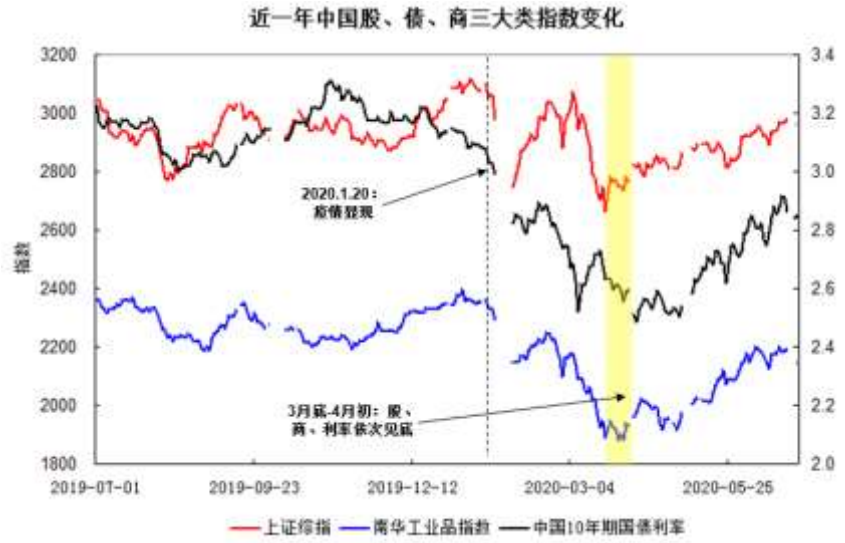
回顾二季度国内和海外资产价格变化, 有以下三个特点:

(1) 风险资产强, 而避险资产弱。在国内疫情得到有效控制、经济逐步恢复的情况下, 股票、商品等风险资产由底部不断上升; 而在货币政策由极度宽松转向边际收紧的过程中, 以债券为代表的避险资产冲高回落, 其在二季度的表现相对偏弱。

(2) 从各类资产依次转折的顺序来看, 股市最先触底回升, 商品其次, 利率(债券)和汇率次之。

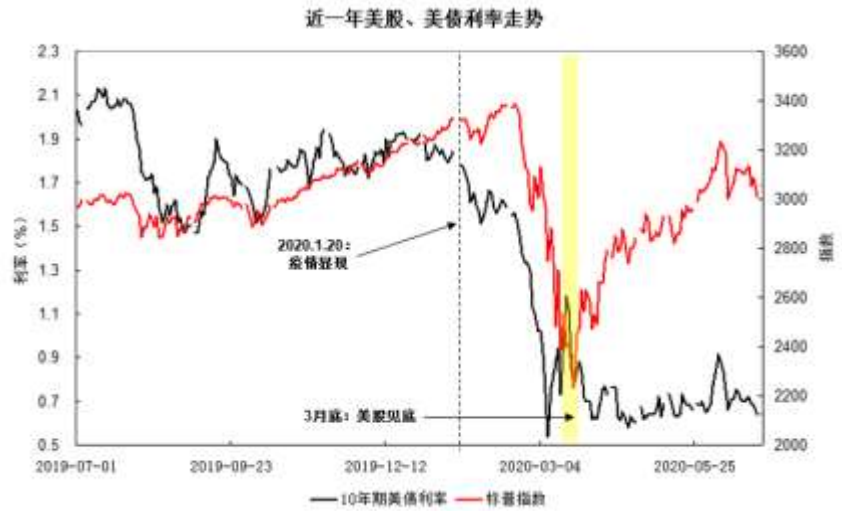
(3) 从全球范围来看, 得益于国内疫情得到有效控制, 中国各类资产的变化要领先于全球。

图 7: 近一年中国股、债、商三大类指数变化



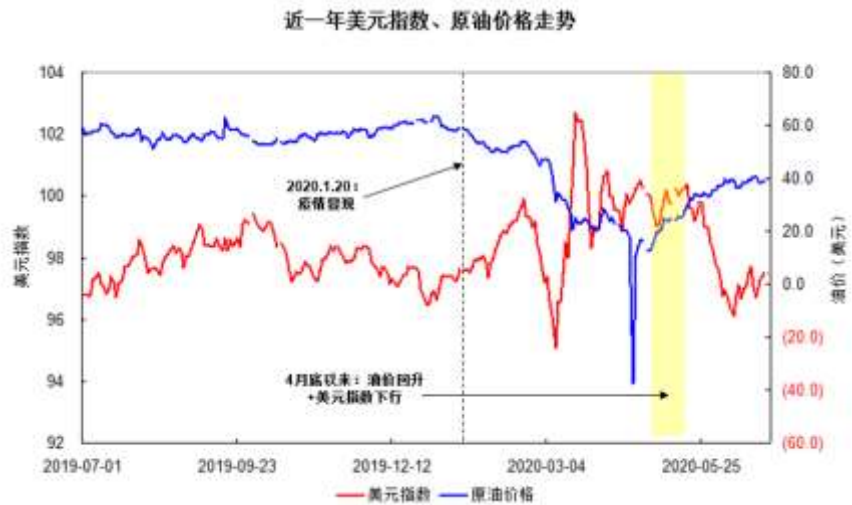
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 8: 近一年美股、美债利率走势



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 9：近一年美元指数、原油价格走势



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

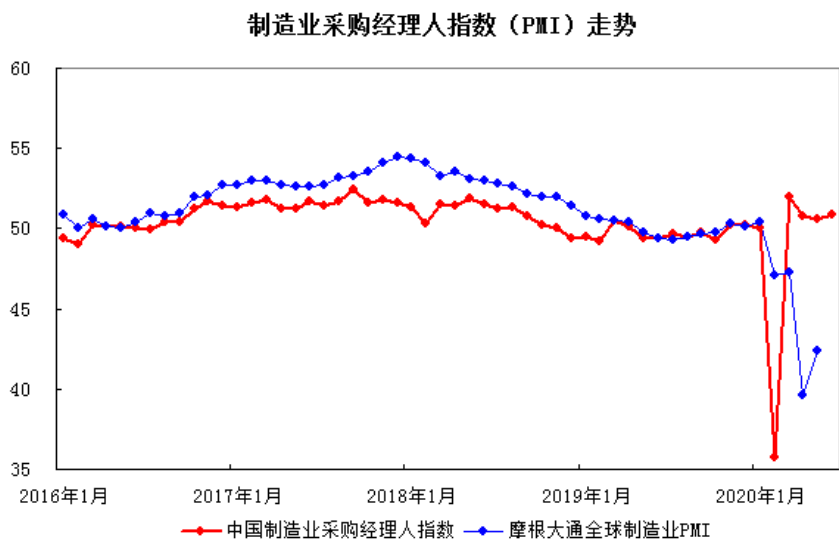
二季度宏观变化：经济的补偿性增长+货币政策的预期纠偏

回顾二季度宏观经济的变化，有两点值得注意：

(1) 经济的补偿性增长

中国以及全球经济基本呈现 V 型变化；这种变化的动力是“补偿性增长”。

图 10：制造业 PMI 走势



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

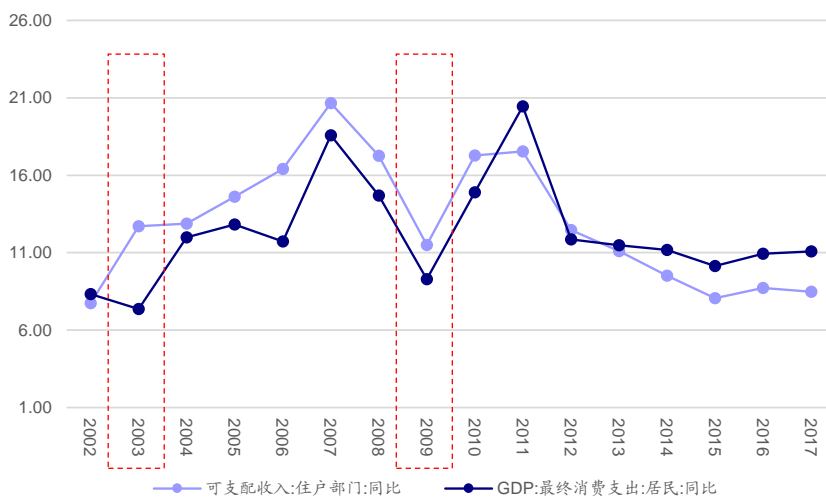
而为什么会出现补偿性增长，可以从历史经验中得到答案。

2003 年受非典疫情影响国内经济挖坑后消费存在补偿性增长，我们认为主要是因为疫情期间消费的下落有很大一部分并非是收入下降所致，而是因为疫情的特殊性使得居民即使有钱也没法进行消费，因此在疫情过后，居民疫情期间被压抑的消费得到释放，由此体现出消费的补偿性增长。实际上，我们看到 2003 年住户部门可支配收入同比增速为 12.7%，较 2002 年提升 5 个百分点，而 2003 年居民消费支出同比增速为 7.4%，较 2002 年回落 1 个百分点，2003 年居民

收入与消费同比增速之间的差距明显扩大。

2009年受次贷危机影响国内经济挖坑后消费没有出现补偿性增长，因为次贷危机期间居民消费增速的回落基本与居民收入的回落同步，次贷危机对经济的影响消除后，居民消费也仅是跟着收入的回升同步上升，没有出现额外的补偿性增长。实际上，我们看到2009年住户部门可支配收入同比增速为11.5%，较2008年回落5.8个百分点，而2009年居民消费支出同比增速为9.3%，较2008年回落5.4个百分点，2009年居民收入与消费支出同比增速回落的幅度非常接近。

图 11: 2002-2010 年国内居民收入与消费同比增速一览



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

2009年受次贷危机影响国内经济挖坑后投资出现了非常明显的补偿性增长，背后主要体现的是政府为了对冲次贷危机期间外需大幅下滑出台了较大力度的投资需求刺激政策。

而2003年非典疫情后国内投资没有出现补偿性增长，主要是因为2002年政府已经提前出台了投资需求刺激政策，在非典疫情对经济产生负面影响后，这种投资需求刺激政策力度进一步加大，因此非典疫情前以及疫情期间国内投资同比增速持续高于内生性增长水平，疫情后投资需求刺激政策逐渐退出，因此非典疫情后我们没有看到投资方面的补偿性增长。

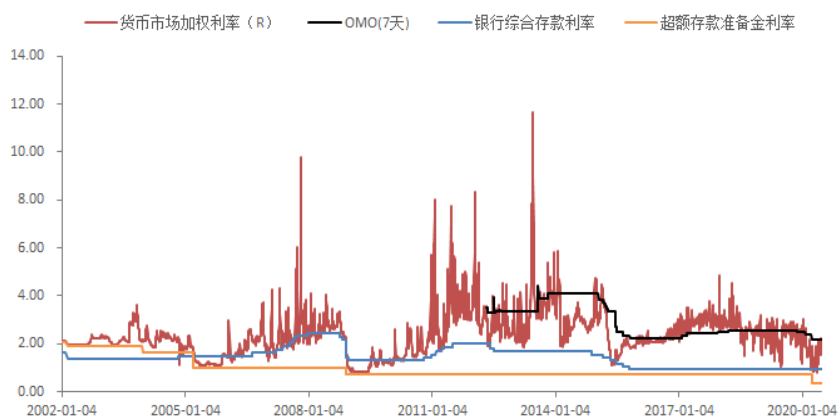
若政府并未提前实施投资需求刺激政策，而是在非典疫情严重影响国内经济运行的情况下才开始出台投资需求刺激政策，预计2003年也很可能出现类似2009年那样的投资补偿性增长局面。

因此关于投资方面的补偿性增长，国内主要是受投资需求刺激政策的影响，当国内经济增长出现明显回落，国内投资同比增速低于内生性增长水平时，政府很可能出台投资需求刺激政策，推动国内投资同比增速抬升至内生性增长水平之上，对冲总需求的回落，体现出投资方面的补偿性增长。

(2) 货币政策的预期纠偏

在2020年3-4月份，货币市场加权利率显著低于OMO7天操作利率，这隐含着市场投资者预期央行降息的幅度较大，但实际上央行短时间内下调操作利率的幅度很难达到如此大的程度，市场对央行货币政策的宽松预期过于乐观了。5月份以来，随着央行逐步摆脱极度宽松的货币政策，货币市场加权利率也回归央行OMO7天操作利率附近，货币政策呈现出“预期纠偏”而非收紧的变化特征。

图 12: 货币市场加权利率、OMO、银行存款利率与超额存款准备金利率走势



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 13: 货币市场加权利率与 OMO 利率走势



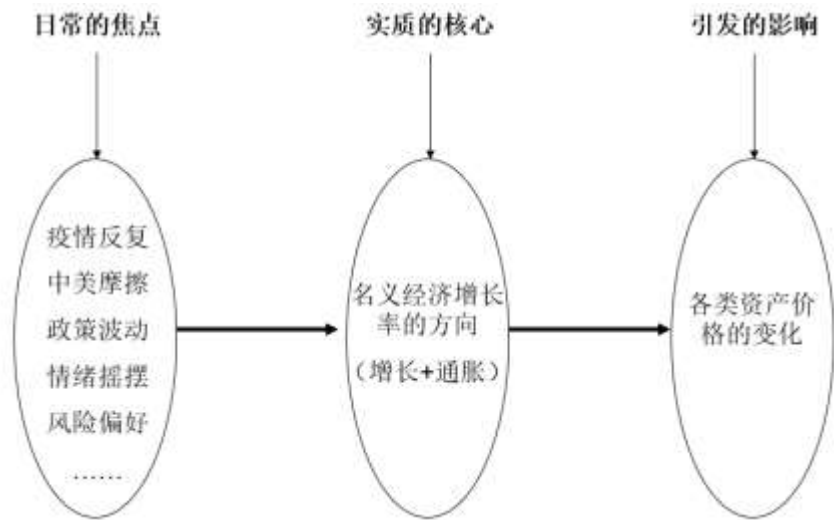
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

核心逻辑：名义增长率的方向

名义经济增速的方向（而非幅度）是核心

在我们日常交易中，我们经常会关注各种各样的事件和因素，并判断这些事件和因素对于各类资产价格的影响，包括疫情反复、中美摩擦、政策波动、情绪摇摆和风险偏好等。如果在分析未来资产价格变化时，把上述每一个因素都纳入分析框架的话，未免太过复杂，也没有必要。仔细分析这些事件和因素的影响，可以发现落脚点始终是判断未来名义经济增长率的方向，名义经济增长率的方向才是引发各类资产价格变化的核心。无论是否发生危机，金融资产价格变化方向的变化逻辑都是稳定的，其核心是名义经济增速的方向变化。

图 14：名义经济增速的方向（而非幅度）是核心



资料来源：国信证券经济研究所整理

而在名义经济增长率方面，我们认为其方向变化重于幅度变化。从 3-6 个月的维度来看，名义经济增长率与金融资产价格（股指、利率）的变化方向相关，且股债也会呈现跷跷板效应，但是名义增长率的变化幅度与金融资产价格的变化幅度并不线性对应。也就是说，如果认为未来名义经济增长率是上行的，那么股指和利率大概率也会出现上行，但名义增长率上行 0.5% 和 1% 并不会对应着股指和利率上行的幅度线性提高 1 倍。

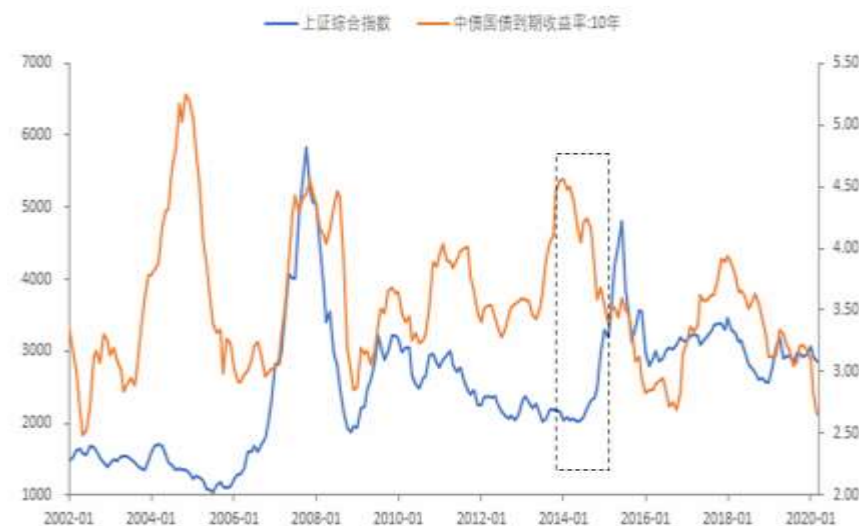
在判断名义增长率方面，主要着眼于通胀和增长方面，2019 年的名义增长率主要由价格因素驱动，而 2020 年名义增长率的决定因素将由价格驱动向实际增长驱动转化。

图 15: 名义增速与国债利率走势



资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 16: 国债利率与上证综合指数走势



资料来源: 国信证券经济研究所整理

历史经验: “补偿性”是灾后经济变化最确定性的因素

根据 2003 年非典时期的经验来看: 冻结需求的后续“补偿性”要递延到随后的两个季度中。我们认为今年的二、三季度均会获得补偿性需求增长。具体来看:

我们分别测算了 2003 年各月国内固定资产投资、出口、社会消费品零售总额内生性增长同比, 再考察这三个经济增长指标的同比增速是高于还是低于内生性增长同比。

在疫情对国内经济持续产生负面影响的 3、4、5 月, 国内固定资产投资完成额、出口同比增速均高于内生性增长同比, 表明 2003 年非典疫情对国内投资、出口的负面影响较小; 但 2003 年 4、5 月社会消费品零售总额同比增速却明显低于内生性增长同比, 表明 2003 年非典疫情对国内消费的影响较大。

2003年非典疫情影响最严重的4、5月，国内固定资产投资完成额、出口同比增速均高于内生性增长同比，表明非典疫情对国内投资、出口需求的影响较小，同时非典疫情对国内生产的影响也较小。

因此，2003年4、5月非典疫情对国内消费的负面影响主要源于对居民消费需求的影响，而非对生产的影响。

2003年社会消费品零售总额内生性增长同比整体呈现向上走势，这意味着2003年国内消费的内生性增长比较强劲。

2003年非典疫情对国内消费的负面影响集中体现在4、5月，2003年4、5月国内社会消费品零售总额同比增速显著低于内生性增长同比水平，非典疫情对国内消费增长造成较大的损失。

2003年6月国内消费开始修复，6月社会消费品零售总额同比增速从5月的4.3%反弹至8.3%，反弹幅度达到4个百分点，但6月社会消费品零售总额同比增速仍然小幅低于当月的内生性增长同比8.9%。

2003年7月至10月，国内社会消费品零售总额同比连续4个月超过内生性增长同比水平，体现出较强的补偿性增长与内生性增长叠加效应。

2003年4、5月，国内社会消费品零售总额当月金额分别为3287、3340亿元，而若按内生性增长同比水平增长，2003年4、5月社会消费品零售总额当月金额应分别为3320、3486亿元，因此可估计2003年4、5月社会消费品零售总额受非典疫情影响分别损失了33、146亿元，合计损失179亿元。

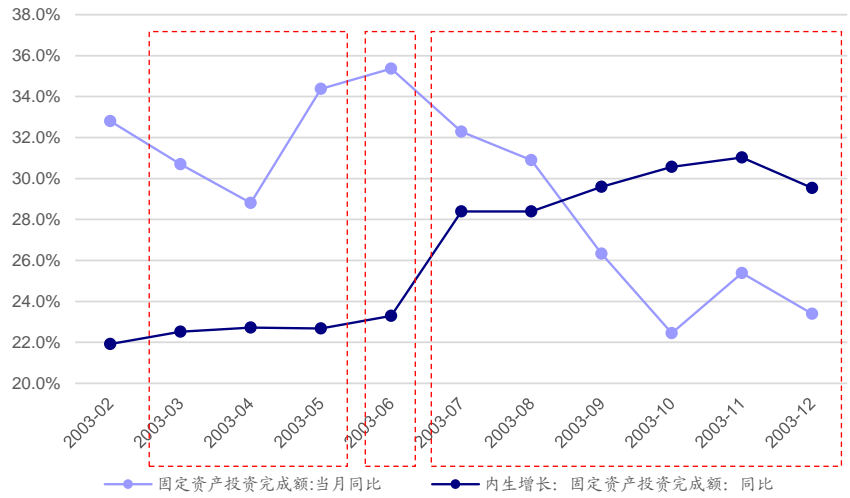
2003年6月，每日新增非典疫情感染人数都控制在个位数，国内非典疫情基本结束，6月初中国国家旅游局宣布有限制地恢复国内游，整体来看，2003年6月是非典疫情结束后的一个过渡月份，国内经济运行仍然受到一定的负面影响，但负面影响已经明显消退。

2003年6月社会消费品零售总额当月金额3422亿元，而若按内生性增长同比水平增长，2003年6月社会消费品零售总额当月金额为3442亿元，2003年6月国内社会消费品零售总额仍然低于内生性增长水平约20亿元。

因此，2003年4-6月，国内社会消费品零售总额受非典疫情影响损失总金额约为198亿元。

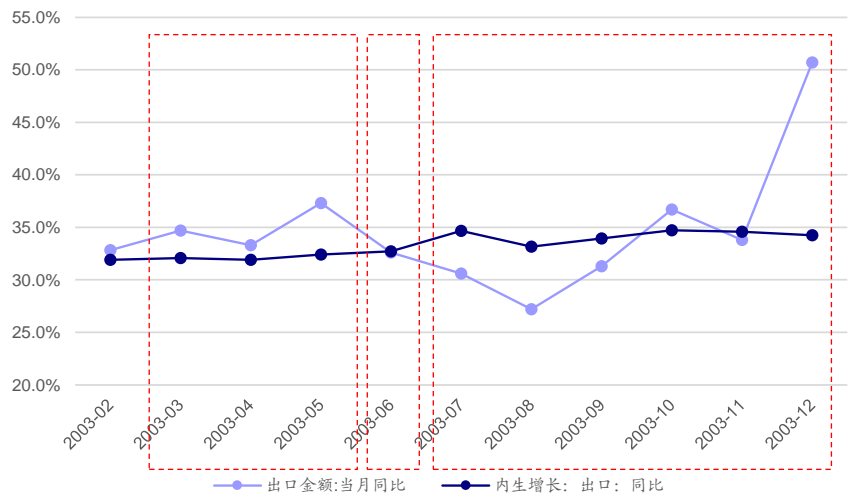
2003年7-10月，国内社会消费品零售总额当月金额分别3400、3455、3747、4036亿元，而若按内生性增长同比水平增长，2003年7-10月社会消费品零售总额当月金额分别为3378、3435、3742、4009亿元，因此可估计非典疫情结束后，2003年7-10月社会消费品零售总额在内生性增长基础上叠加的补偿性增长分别为22、20、6、26亿元，合计补偿增长73亿元，补偿性增长金额占损失金额（疫情以及疫情后经济恢复过渡期间的损失）的比例约为37%。

图 17: 2003 年国内固定资产投资完成额同比增速与内生性增长同比一览



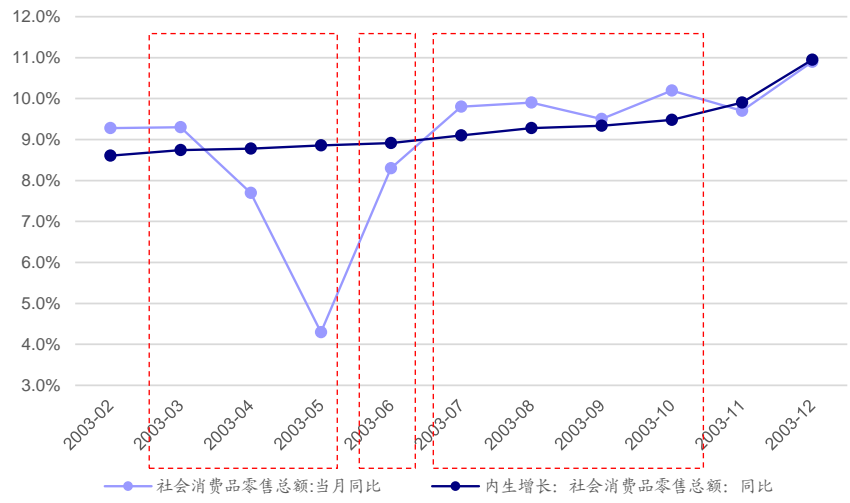
数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 18: 2003 年国内出口同比增速与内生性增长同比一览



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 19: 2003 年国内社会消费品零售总额同比增速与内生性增长同比一览



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

经济预期展望：复苏依然在路上

名义经济增速升势未尽

我们认为名义经济增速在 2020 年三季度依然将处于回升过程中，今年名义经济增速最大的驱动因子是实际经济增速。其中，增长+通胀的变化组合为：实际经济增长率（工业增加值）回升+CPI 指数稳定（2.5%-2.8%之间波动）+PPI 指数触底回升。

图 20：名义经济增速月度模拟一览

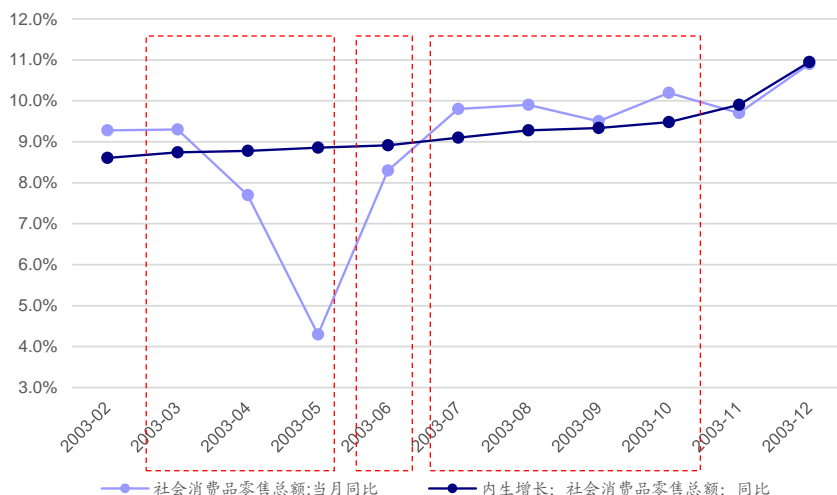


数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

而在实际增速上行的驱动因子方面，短期为补偿性增长，中期为新动能周期复苏。分别来看：

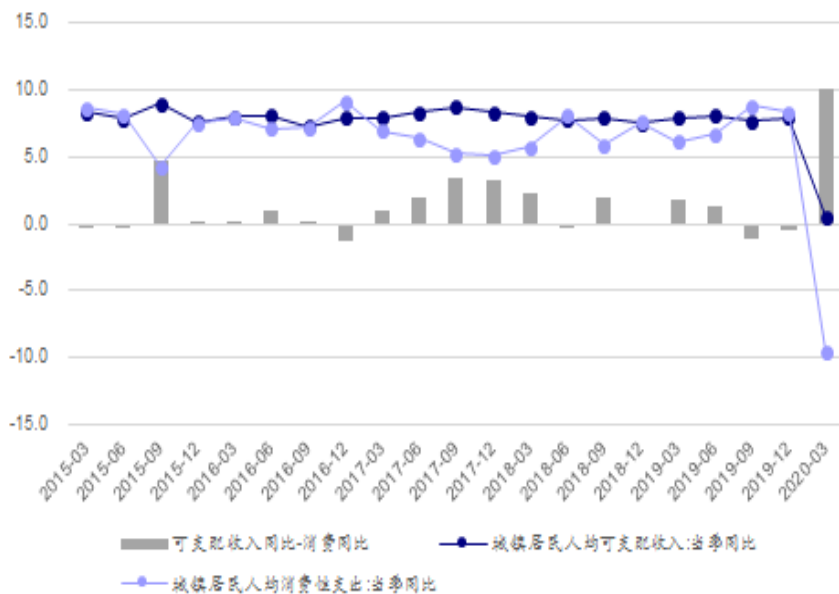
短期补偿性增长方面，根据 2003 年非典时期的经验，突发冲击下经济冻结后的补偿周期为两个季度。固定资产投资的补偿性在二季度就明显体现，三季度将会看到内需消费的补偿加速。

图 21：2003 年国内社会消费品零售总额同比增速与内生性增长同比一览



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 22: 可支配收入与消费支出



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

在中期新动能周期复苏方面, 疫情冲击不仅不会影响高技术产能投资复苏的基础, 还进一步提升了其权重, 高技术制造业投资占整体制造业投资的比重进一步提升。在后续复苏过程中, 高技术的复苏力度将是最大的, 其对于整体制造业的贡献程度也将是最大的。

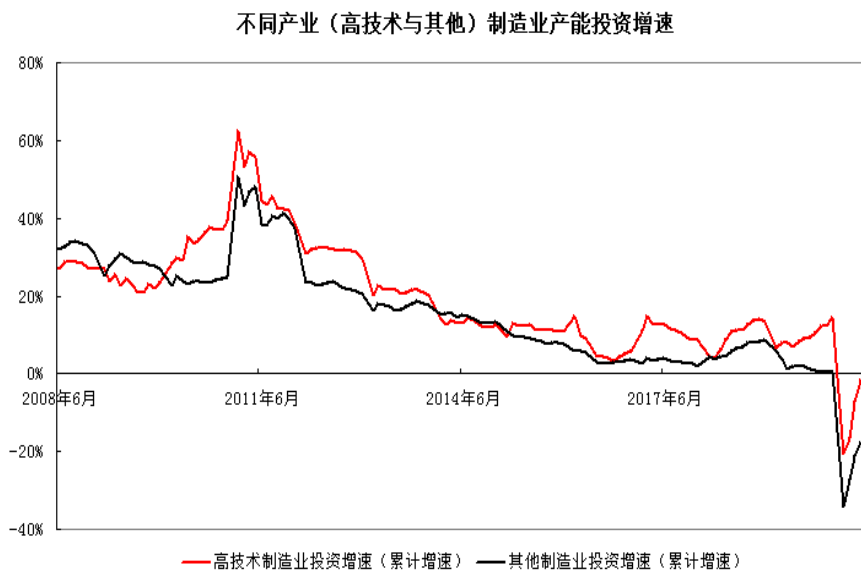
图 23: 典型高新技术产业固定资产投资占整体制造业比重

典型高新技术产业固定资产投资占整体制造业比重



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 24: 不同产业（高技术与其它）制造业产能投资增速



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

宏观基本面展望：复苏依旧在路上

具体在各类经济指标的展望上，我们认为：

- (1) 实际 GDP 增速方面，二季度 GDP 增速将在 4-5% 左右，下半年实际 GDP 增速将上升至 7-8% 左右；
- (2) 居民消费价格指数（CPI）方面，三季度 CPI 增速将保持在 2.5-2.8% 之间，四季度有望回落至 2% 以下；
- (3) 生产价格指数（PPI）方面，PPI 同比将脱离最低点，未来将持续回升；其环比增速将转正。

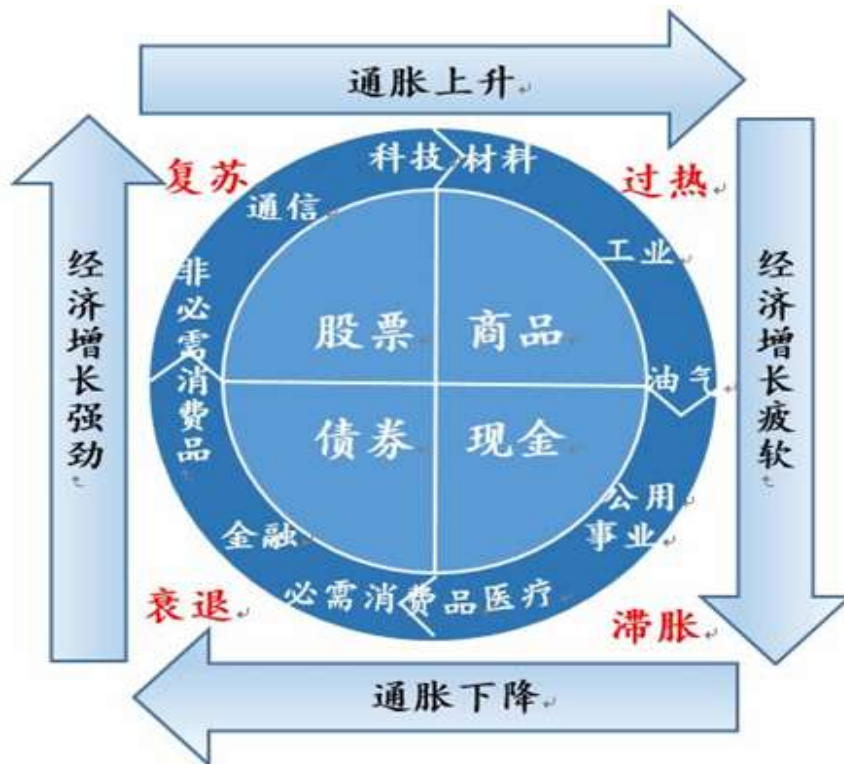
大类资产配置建议：股强债弱应犹在

首先在宏观经济及政策方面，后续组合为经济复苏依旧+政策稳定，历史类似时期为 2009 年和 2016 年。根据大类资产配置框架来看，我们当前依然处于美林时钟的第二象限，“货币+信用”风火轮的第一象限，在上述象限中，风险类资产的表现是最优的。股票和商品均处于上升周期中，且在基建周期的刺激下，商品在未来的表现可能会强于股市。

而在避险资产（债券）方面，三季度债券市场在名义增速回升率引导下依然会承受压力，预计 10 年国债利率有望回升到 3.0-3.1%，压力最大的时期是 8-9 月份。不过，值得注意的是，中国利率的中枢很可能已经下降了，2000-2014 年，需求侧管理是经济核心，10 年国债中枢是 3.5%；2015 年以来，供给侧管理是经济核心，10 年国债利率中枢是 3.1-3.2%。

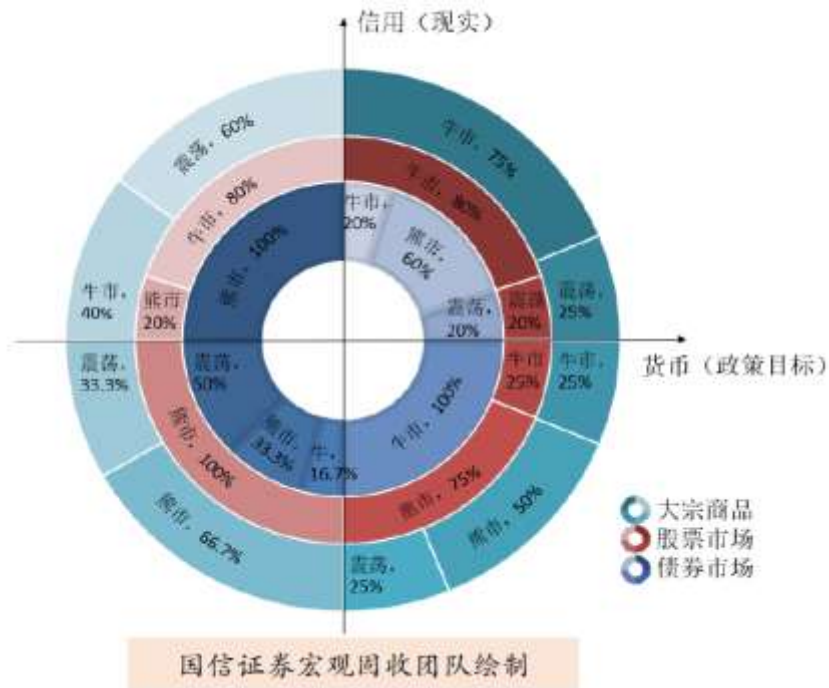
另外，在股债两类资产的变化关系上，我们总结了以下经验：当上证指数在 2500-3500 范围内波动时，基本上 100 个点的指数变化对应 10 年国债利率 10BP 的变化。

图 25：美林时钟式的大类资产配置框架



数据来源：国信证券经济研究所整理

图 26: 货币+信用风火轮大类资产配置框架



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032