

定期报告

周期复兴

2020年12月3日

2021年大类资产配置展望

主要预测

%	20E	21E
GDP	2.1	9.1
CPI	2.5	1.0
PPI	-2.0	0.6
社会消费品零售	-1.2	13.5
工业增加值	2.4	10.5
出口	1.4	5.2
进口	0.6	3.5
固定资产投资	2.1	7.3
M2	10.5	9.0
人民币贷款余额	13.1	10.7
1年期存款利率	1.5	1.5
1年期贷款利率	4.35	4.35
人民币汇率	6.70	6.05

最新数据 (10月)

工业	6.9
城镇投资	1.8
零售额	4.3
CPI	0.5
PPI	-2.1

资料来源: CEIC, 招商证券

谢亚轩

xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

张一平

86-755-83081507
zhangyiping@cmschina.com.cn
S1090513080007

罗云峰

luoyunfeng@cmschina.com.cn
S1090518110003

刘亚欣

liuyaxin@cmschina.com.cn
S1090516100001

高明

gaoming3@cmschina.com.cn
S1090518010002

张秋雨

zhangqiuyu@cmschina.com.cn
S1090519010001

2002-2008年弱美元背景下的全球金融扩张推动国内经济迎来黄金时代,这一阶段中国经历了两次库存周期和一次朱格拉周期的上行阶段。在三期共振下,A股市场演绎了一轮波澜壮阔的周期行情。当前美元指数再次进入弱周期,国内库存周期和朱格拉周期也有上升迹象,2021年可能是又一次三期共振的起点。历史总有相似之处,周期的规律不以人的意志而转移,周期品与周期股票即将王者归来。

核心观点:

受弱美元和疫苗有较大进展的影响,我们认为2021年全球需求扩张的幅度可能将好于预期。这将通过贸易渠道带动国内经济更快进入补库存周期,外需改善以及在“十四五”规划的提振下,朱格拉周期的上行阶段也将更快到来。因此,我们对2021年国内宏观经济形势的判断较为乐观。

政策的调整基于基本面的变化,2021年国内经济形势有望超预期,那么国内宏观经济政策将以更快的速度回到常态,而且在宏观经济治理的新要求下,宏观经济政策将尽可能长时间地维持在正常状态。这意味着内外政策周期分化更加明显,盈利改善和流动性退潮是2021年国内资本市场主要的宏观形势。

从更长期的角度观察宏观环境,目前我国处于从中等收入国家向高收入国家行列飞跃的过程中,中国居民人均收入将持续提升,而且全球正处于新一轮科技革命的过程中,新的经济增长点势必会反映为资本市场新的投资机会。消费和科技是贯穿全年的结构性机会,超额收益则可能源于三期共振下的周期板块复兴。根据我们的观察,全球加杠杆的动力可能正在国际间转移,2020年我国宏观负债率有明显上升,但3季度起美国房价的大幅上升显示美国居民部门也开始加杠杆。如果2020年下半年A股周期板块以及商品价格的逐步走强是国内加杠杆的市场反映,那么2021年美国宏观负债率的提升也应该反映在股票和商品资产的表现上。

总之,未来一个阶段宏观环境更有利于股票和商品市场,债券市场可能还将延续收益率高位震荡的态势。我们建议2021年股票和商品资产至少处于标配状态,上半年倾向于超配,债券市场还不具备扭转熊市局面的条件,市场收益率将延续高位震荡态势,还需防范信用风险的进一步暴露。随着名义GDP增速的回落以及较高配置价值的影响,下半年债券市场形势可能会有所改善。

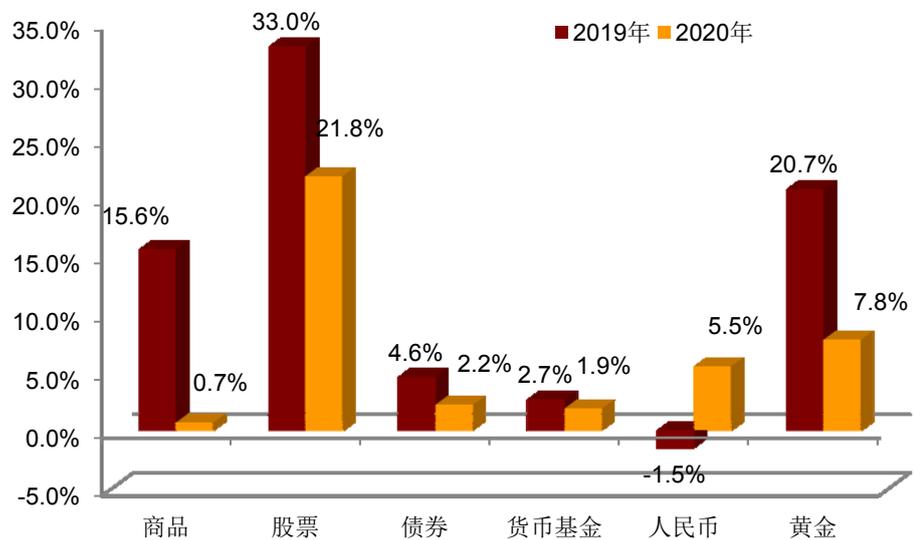
正文目录

一、2020 年市场回望：不一样的冲击 不一样的市场	3
二、2021 年宏观经济形势展望：三期共振？	7
1、消费与服务业仍有较大提升空间	7
2、高技术产业投资在风口	10
3、房地产投资是 2021 年经济的主要下行风险点	12
4、三期共振是 2021 年经济的主要上行风险点	13
三、2021 年政策展望：如何理解宏观经济治理	18
四、2021 年大类资产配置展望	21

一、2020 年市场回望：不一样的冲击 不一样的市场

2020 年是不平凡的一年，全球遭遇新冠疫情的冲击，各国经济遭受重创。全球市场也出现剧烈动荡，3 月由于美元流动性枯竭，全球资产价格大幅下跌。随着美联储无限量 QE 政策的起效，主要经济体的资产价格在流动性和经济复苏预期的驱动下逐步走出低谷。截至 2021 年 11 月末（下文同），MSCI 全球指数上涨 9.4%，MSCI 新兴市场上涨 8.1%，MSCI 发达市场上涨 9.5%。美国 10 年国债收益率下行 108bp，CRB 现货指数上涨 6.8%，COMEX 黄金活跃合约收盘价上涨 17.1%，美元指数下跌 4.6%。从全球资产价格的走势看，目前主要还是在反映全球资金大放水的影响。

图 1：疫情冲击下，只有人民币汇率表现好于 2019 年



资料来源：Wind，招商证券

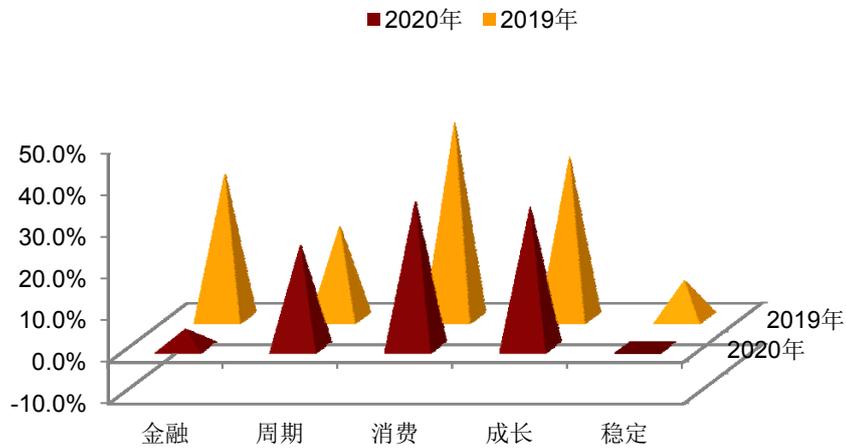
从国内资产价格看，横向比与今年全球资产价格相比，A 股涨幅居前，MSCI 中国指数上涨 23.5%，比 MSCI 美股指数多涨 8.8 个百分点，人民币汇率指数上涨 4.4%，明显跑赢美元指数。不过，中国 10 年国债收益率上行 113bp，南华商品指数涨幅仅为 0.7%，上期所黄金活跃合约收盘价上涨 7.8%，表现均不及同期海外资产表现。

然而，2020 年国内资产价格的表现并没有呈现传统意义上的避险或者进攻的风格。权益和黄金资产在过去一年内表现最好，前者是风险资产，后者更倾向于认为是避险资产。风险资产和避险资产同时上涨一般都是流动性宽裕的结果。实际上，国内流动性环境自 5 月起就开始边际收紧。5 月以来国内债市进入熊市，收益率上行时长已经居于历史债券熊市前列。流动性环境宽裕最多在上半年成立，商品价格 3 季度的弱势也反映了下半年以来流动性环境的恶化。总之，2020 年国内资产表现排序是股票>黄金>人民币>债券>商品，国内资产的价格变化已经显示市场的驱动因素从流动性向基本面切换的状态。这一点债券市场从 5 月即开始有所反映，并得到近期 A 股和商品价格表现的强化。

2020 年 A 股市场依然是消费和成长涨幅居于前列。二者一方面在疫情冲击下表现相对稳定，食品是必需品，2020 年居民消费支出中只有食品和居住增速保持正增长，而且“宅经济”在疫情期间飞速发展，办公模式的转变也对成长板块形成利好；另一方面，新发

展格局下，消费和科技是内循环的需求和供两端，将持续收益于国内政策的支持。市场对此有多共识，未来消费+科技依然是权益市场的投资热点。

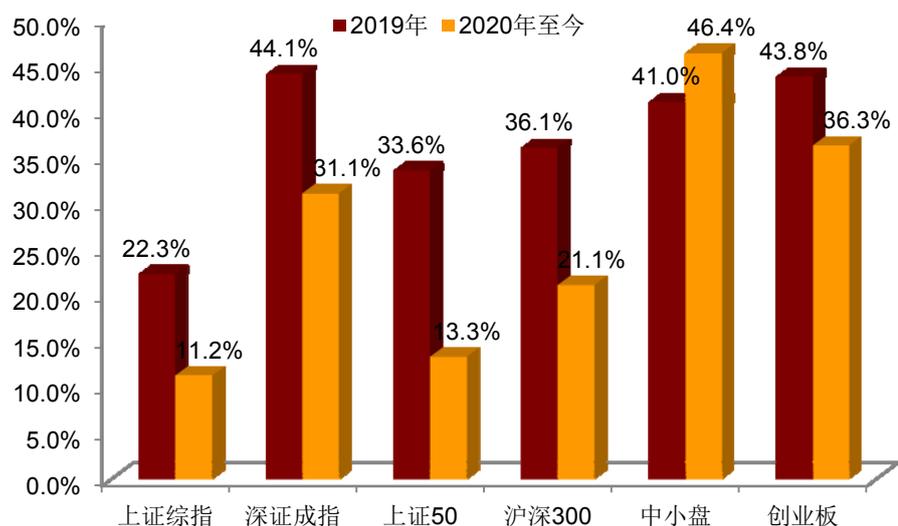
图 2：2020 年周期板块跑赢 2019 年



资料来源：Wind，招商证券

但是，我们要注意到，基本面确定性的改善以及新旧基建的加持使得下半年周期板块逐步走强。与 2019 年相比，周期板块涨幅进一步扩大，金融、消费、成长和稳定风格表现均弱于 2019 年。在房地产周期趋于下行时，周期板块反而涨幅扩大，这是非常值得关注的变化。

图 3：2020 年中小盘表现最好

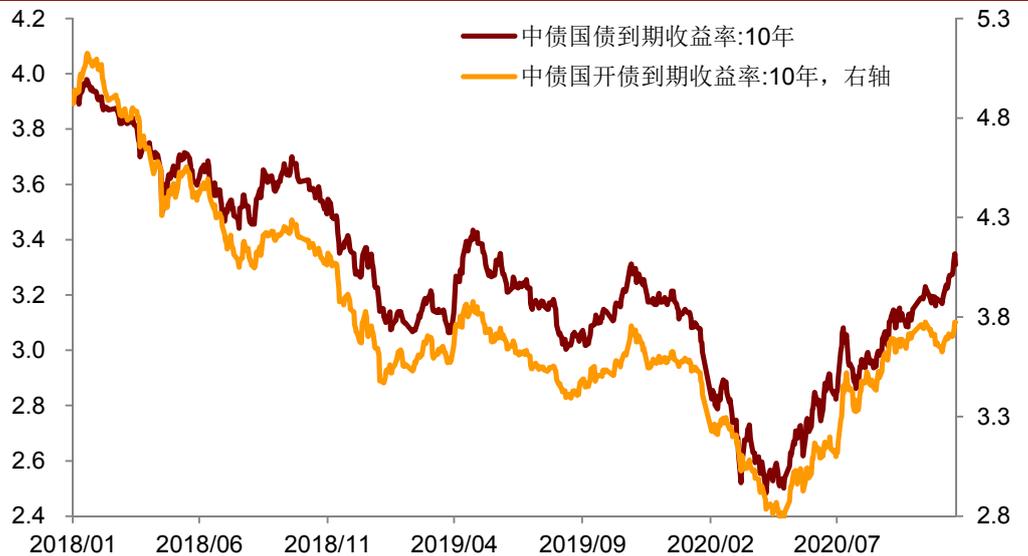


资料来源：Wind，招商证券

过去一年，中小盘、创业板表现明显好于大盘蓝筹。其中，2020 年中小盘涨幅达到 46.4%，比 2019 年多 5.4 个百分点，在主要指数中唯一跑赢 2019 年。而上证 50、沪深 300 涨幅明显小于 2019 年，疫情对企业盈利的冲击对大盘股的表现还是造成明显的影响。不过，国内疫情迅速得到控制，经济从 2 季度开始重启，以及美联储无限量 QE 对外资流入的促进作用，因而大盘蓝筹仍能在 2020 年录得正增长。

2020 年债券市场波动剧烈。疫情冲击下，10 年国债收益率只用了两个多月的时间从 3% 以上下行至 2.5% 左右，创下历史最低纪录。但货币政策的快速调整又导致 10 年国债收益率从 5 月起震荡上行，8 月末以来再次回到 3% 以上。而 11 月的永煤违约导致收益率一举突破 3.3%，达到 2019 年以来的最高点。

图 4：2020 年市场收益率大幅动荡

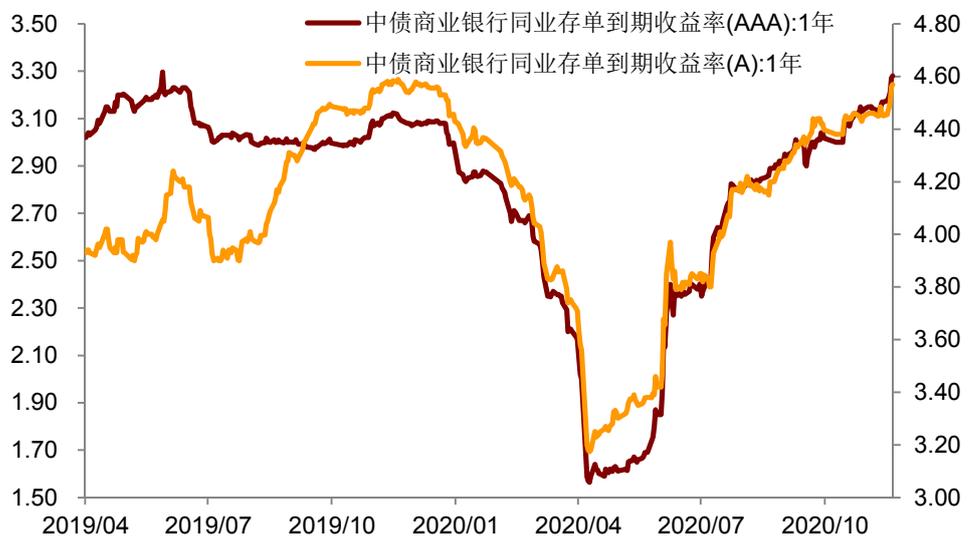


资料来源：Wind，招商证券

近期 10Y-1Y 期限利差已经收窄至 40bp 附近，这显示市场资金的紧张程度。一方面，商业银行资金紧张，DR007 已经回升至 2.20% 左右，1 年期商业银行 AAA 同业存单收益率已经超过 MLF 利率 30bp 左右达到 3.28%；另一方面，永煤违约导致的市场恐慌情绪一定程度对流动性造成明显冲击。11 月第三周央行明显加大 OMO 投放量，但市场收益率义无反顾地冲上了年内新高。

总之，过去的这一年，债券市场表现较差。当前受信用事件的冲击，市场收益率已经接近 2019 年的高点，偏离了当前基本面和政策面的实际情况。11 月 21 日金融委会议要求地方政府从讲政治的高度遵守市场规则，严禁逃废债行为。高层领导的这一表态有助于稳定市场情绪，推动市场收益率的回落。

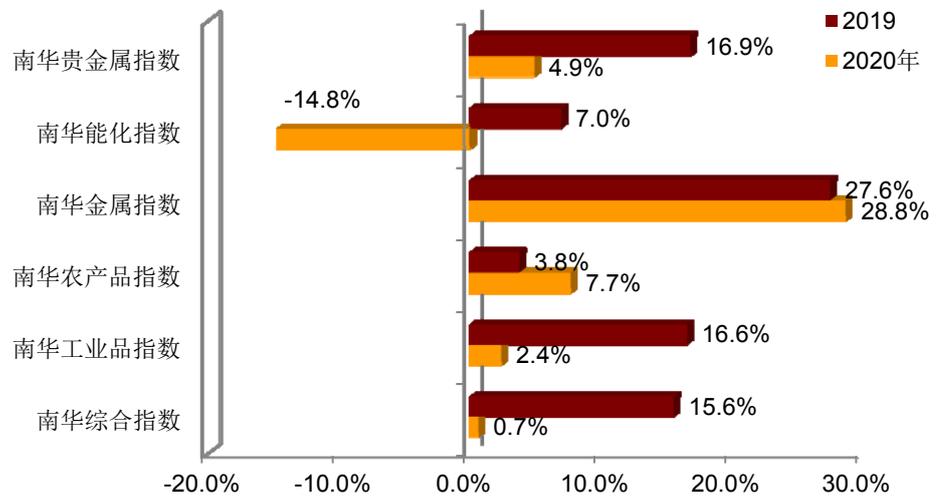
图 5：货币政策 5 月份就开始边际调整



资料来源：Wind，招商证券

国内商品价格 2020 年整体表现低迷，截至 11 月末涨幅仅为 0.7%，比 2019 年收窄 14.9 个百分点。能源指数 2020 年跌幅高达 14.8%，疫情冲击对国际油价造成显著影响。2020 年布油价格跌幅超过 30%，最低时价格仅有 23 美元/桶，这对全球商品价格造成明显冲击。但另一方面，受疫情影响，商品供给也受到冲击，金属指数涨幅达到 28.8%，比 2019 年走扩 1.2 个百分点，则可能主要与供给萎缩有关。当前商品价格的主要问题在于内外价格的分裂，目前 CRB 指数已经收复疫情失地，接近 430，高于去年年末的水平。内外价格分裂一方面有供给因素的影响，另一方面疫苗的重大进展使得市场对经济前景的展望明显乐观。从历史经验看，商品价格是内外联动的，今年 8 月以来的分裂终归将趋势一致。根据后文我们对未来全球以及中国经济形势的展望，内外分裂将以国内商品价格跟上全球商品上涨而结束。

图 6：原油和工业品对 2020 年商品价格拖累较为明显



资料来源：Wind，招商证券

2020 年人民币汇率先贬后升。上半年人民币汇率的弱势主要始于美元流动性枯竭和避险情绪导致的美元指数大幅升值。随着当前中美货币政策节奏的分化以及美元指数进入弱势周期等因素，我们预计当前人民币汇率已经进入升值周期。并且，我们还认为市场不应该期待人民银行会亲自下场干预人民币汇率的走势。这既不符合汇改的大方向，也受制于中美经贸协议的约束。因此，人民银行尽管不愿意看到人民币汇率快速升值，但其调控汇率的手段是有限的。此外，近期《金融时报》报道人民银行和香港金管局正在研究债券市场“南向通”，这有助于进一步增加国内外汇市场的美元需求，平抑人民币升值压力。另外，还可以考虑让逆周期因子有望重出江湖，当然方向将从此前的升值调整为贬值。

表 1: 近期人民银行缓解人民币升值压力的措施

时间	措施
2020 年 9 月 30 日	18 家金融机构合计获配 33.6 亿美元的新增 QDII 额度
2020 年 10 月 12 日	远期售汇业务的外汇风险准备金率从 20% 下调为 0
2020 年 10 月 27 日	逆周期因子淡出人民币对美元中间价报价
2020 年 11 月 29 日	扩大 QDLP/QDIE 北上深试点规模, 新增海南、重庆开展试点 QDLP
2020 年 12 月 2 日	《金融时报》报道人民银行和香港金管局正在研究债券市场南向通

资料来源: Wind, 招商证券

图 7: 人民币进入升值周期



资料来源: Wind, 招商证券

二、2021 年宏观经济形势展望：三期共振？

其实，2021 年宏观经济形势市场并无分歧，显著的翘尾效应意味着全球经济走势前高后低。这部分的分析主要着眼于权益和商品资产，虽然趋势明确，但按照我们的分析明年经济在结构上还是会与 2020 年有明显的不同。简单来说，2020 年经济复苏主要依赖于投资和制造业生产，而 2021 年经济增长在供需两端的动力将重新回到消费和服务业生产，并且在产业政策对“卡脖子”领域的倾斜会更加明显地体现在高技术产业投资数据上。因此，结构上的变化会影响权益市场热点的切换。另一方面，2021 年的风险点主要集中于传统投资和出口行业，既有上行风险，也有下行风险，周期上行还是继续调整对市场风格也会有较大影响。

1、消费与服务行业仍有较大提升空间

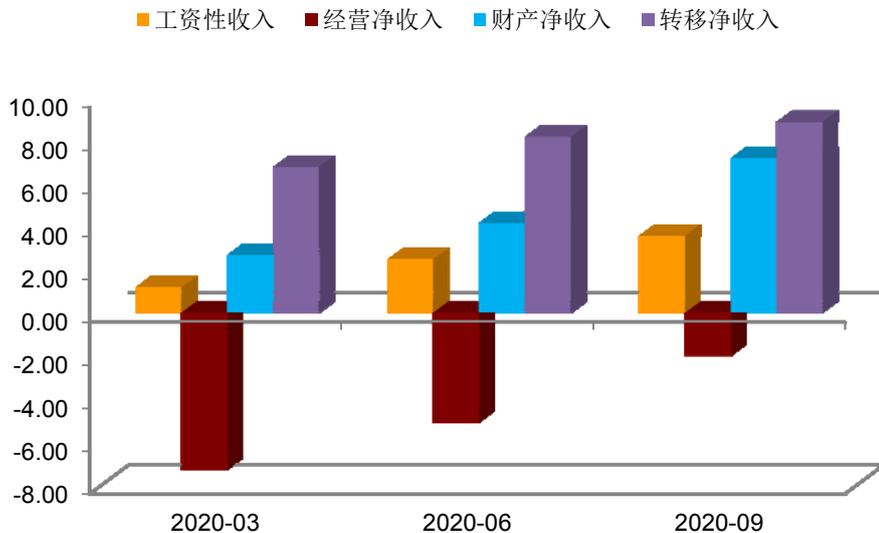
从 2020 年前 10 月累计增速观察，工业增加值、基建投资以及房地产增速已经回正，出口形势由于海外供给萎缩等多方面因素而持续好于预期，而且工业增加值当月同比增

速已经连续两月维持在 6.9% 的较高水平。除非投资和出口需求继续扩张，制造业生产才有继续上行的空间。而从目前海外疫情以及国内宏观经济政策走势看，这种可能性正在下降。

但消费相关指标增速仍以负增长或零增长附近为主。从供需角度看，前 10 月社零累计增速为 -5.9%，服务业生产指数累计增速为 -1.6%。从收支角度看，前三季度人均可支配收入实际增速为 0.3%，人均消费支出实际增速为 -6.6%。这些数据显示消费和服务业仍有较大的回升空间，而且根据我们的分析，消费和服务业在 2021 年具备明显改善的基础。

首先，收入继续改善的确定性较高是刺激居民消费，进而推动服务业生产回升的决定性力量。从全国居民可支配收入结构看，由于 2020 年资本市场表现较好以及精准扶贫的影响，财产净收入和转移净收入在疫情后增速较快恢复，经营净收入连续三个季度负增长，而占比最大的工资性收入前三季度增速回升幅度较小。但展望未来，目前企业利润已经连续 1 个季度维持在 10% 以上的高速增长，2021 年我国 PPI 同比将延续回升趋势，有利于企业利润增速保持稳定，这将推动居民工资性收入增速继续升高。目前，随着企业盈利的改善，2020 年 9 月个税收入累计增速回升至 7.3%，当月增速为 19.9%，已经高于 2018 年的平均水平。个税收入数据可以作为企业盈利与居民工资性收入相关性的一个证据。

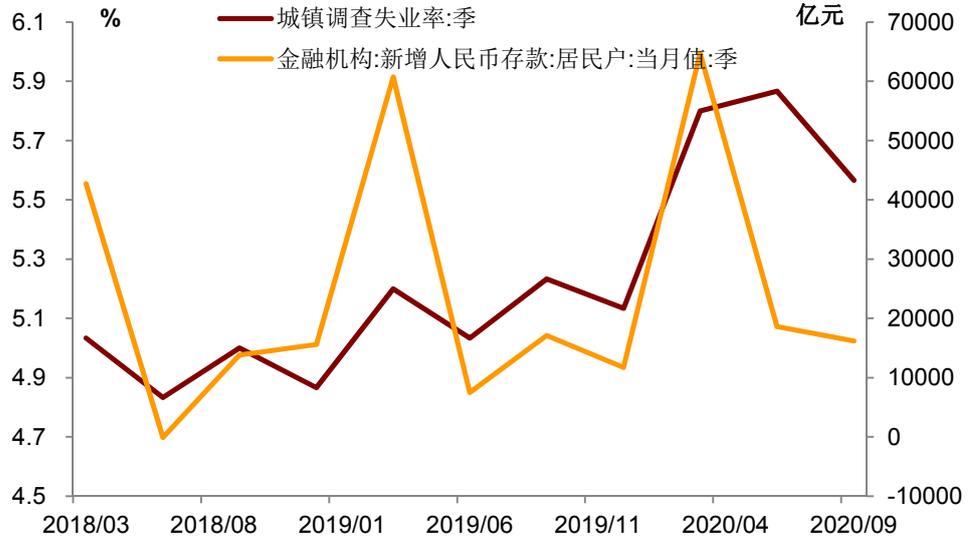
图 8：前三季度居民工资性收入回升速度较为缓慢



资料来源：Wind，招商证券

其次，失业率持续下降有助于减低居民储蓄动机，提升消费意愿。2018 年以来，我国城镇调查失业率月均水平持续提高，2018 年为 4.9%，2019 年小幅上升至 5.2%，2020 年前三季度进一步提高至 5.7%，2018 年至 2020 年前三季度新增住户存款分别为 7.23 万亿元、9.70 万亿以及 9.95 万亿元。若简单趋势外推的话，2020 年全年住户新增存款规模将达到 13.27 万亿元，这将再次创下历史新高。因此，失业率的高企刺激居民预防性储蓄动机。2020 年 9 月，城镇调查失业率降至 5.4%，这次疫情以来我国失业率水平首次回落至正常区间范围内，同期 31 个大城市城镇调查失业率降至 5.5%，25-59 岁就业人员失业率进一步下滑至 4.8%。横向比，失业率水平 3 季度以来逐月创年内新低，纵向比，与去年同期失业率的差距进一步收窄。随着失业率的逐步回落以及收入增速的回升，居民消费意愿也将相应恢复，居民收支增速差也将逐步向历史均值回归。

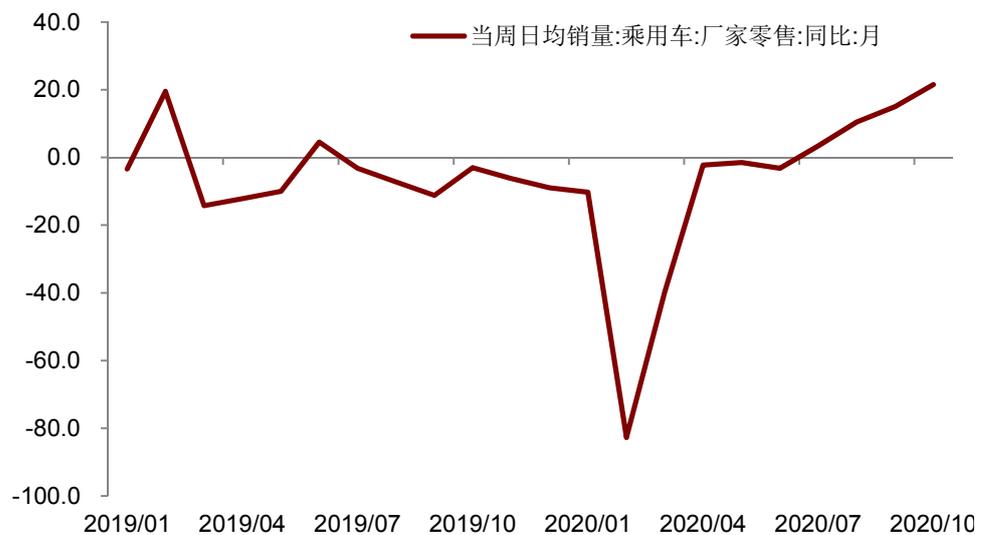
图 9: 失业率下降有助于降低储蓄意愿



资料来源: Wind, 招商证券

最后, 近期数据已经透露出消费需求和服务业生产加速改善的态势。从总量数据看, 3 季度社零当月同比回升速度明显加快, 8 月起社零同比由负转正, 9 月进一步加快至 3.3%。3 季度服务业生产指数当月同比平均增速也由负转正, 3 季度月均同比为 4.3%, 比 2 季度加快 4.7 个百分点。9 月社零和服务业生产指数当月同比均达到目前为止的最高水平。从结构数据看, 今年十一黄金周日均销售额同比增长 4.9%, 增速仅比去年回落 3.6 个百分点。服务消费显著反弹, 全国电影票房总收入突破 40 亿元, 比去年同期增长 1 倍以上, 创下“十一”黄金周票房纪录。重点监测影城、KTV、主题乐园等体验型消费场所客流量同比增长 20% 以上。汽车消费促进措施效果显著。乘联会数据显示, 8 月乘用车日均销量同比增长 10.5%, 9 月增速提高至 15%, 10 月增速进一步加快至 17%, 显著好于去年同期水平。

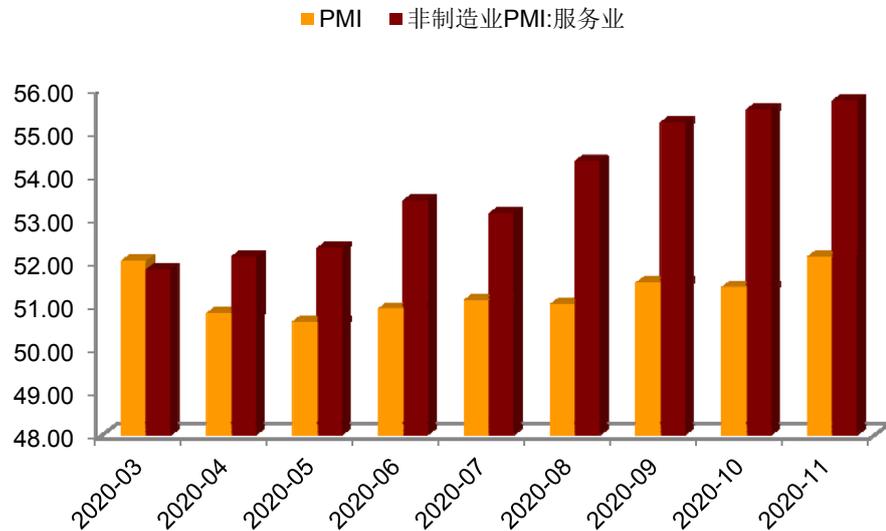
图 10: 3 季度以来汽车销量加速改善



资料来源: Wind, 招商证券

综合以上分析，我们预计消费和服务业生产将再次成为 2021 年中国经济稳定增长主要动力，2021 年终将迎来服务业消费的报复性增长。

图 11: 疫情后服务业 PMI 回升幅度较大显示服务业修复进程将提速



资料来源: Wind, 招商证券

2、高技术产业投资在风口

十九届五中全会公布了“十四五”规划和 2035 年远景目标，产业政策层面虽然没有提到中国制造 2025，但从规划全文看，加快高技术产业发展是未来 5-15 年的重点产业政策。

高技术产业包含高技术制造业和高技术服务业两大类，高技术制造业是指国民经济行业中 R&D 投入强度相对高的制造业行业，包括：医药制造，航空、航天器及设备制造，电子及通信设备制造，计算机及办公设备制造，医疗仪器设备及仪器仪表制造，信息化学品制造等 6 大类。目前市场的热门主题，如半导体、新能源材料等均属于高技术制造业的范畴。高技术服务业采用高技术手段为社会提供服务活动的集合，包括信息服务、电子商务服务、检验检测服务、专业技术服务业的高技术服务、研发与设计服务、科技成果转化服务、知识产权及相关法律服务、环境监测及治理服务和其他高技术服务等 9 大类。

从国家统计局的定义看，高技术产业与新型基础设施是高度契合的，信息基础设施、融合基础设施以及创新基础设施等新型基础设施的三个主要方面都能在高技术产业中找到对应的行业，例如电子及通信设备制造、信息服务以及科技成果转化服务就分属上述三个方面。

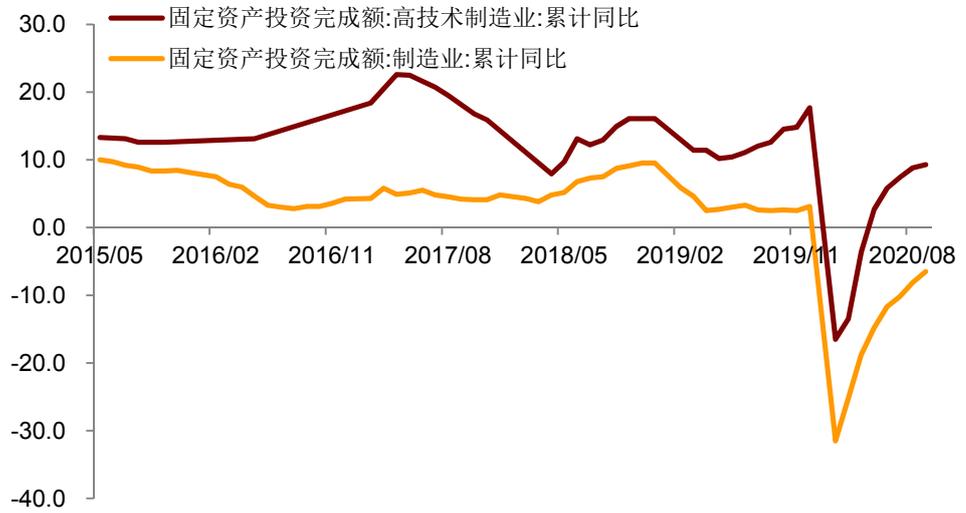
因此，高技术产业将是国家产业政策重点倾斜的领域，相关行业投资需求将持续扩张。并且，从历史数据看，高技术产业投资增速对投资的影响力正在上升。

高技术制造业投资是制造业投资的新动能。自 2018 年以来，高技术制造业投资对制造业投资影响力明显提升。我们在此前的报告中分析过，2018 年下半年在中美贸易战爆发的背景下，我国制造业投资增速逆势回升至 9.5%，这与高技术制造业较快增长有密切关系。

在“十四五”规划的影响下，高技术制造业投资无疑将保持较快增长。疫情后，高技术

制造业投资增速在 2020 年 5 月即转正，前三季度增速加快至 9.3%，2020 年年内将恢复至双位数增长。这将成为拉动 2021 年制造业投资的主要动力。

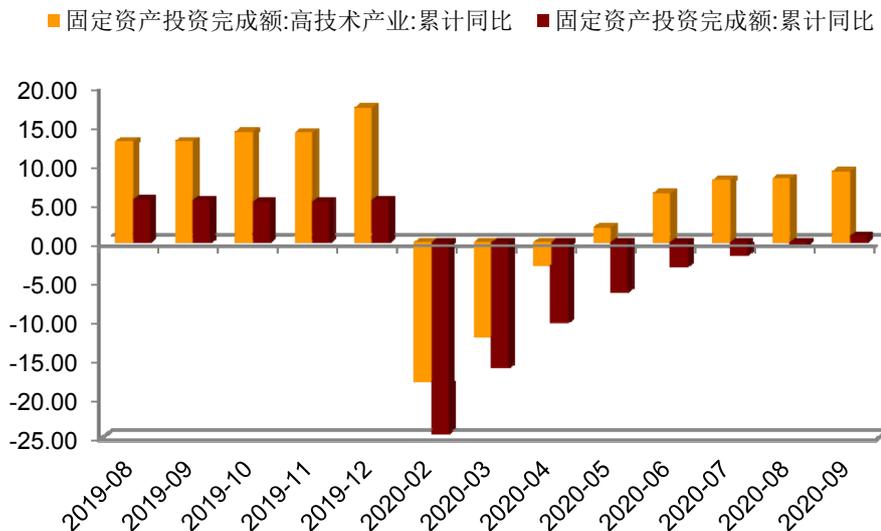
图 12: 高技术制造业投资是 2021 年制造业投资的主要动力



资料来源: Wind, 招商证券

从固定资产投资走势看，疫情前高技术产业投资对整体投资增速的影响也在提升。2018 年 8-12 月高技术产业投资增速从 11.9% 上升至 14.9%，同期固定资产投资从 5.3% 上升至 5.9%，并在 2019 年 3 月达到高点 6.3%，2019 年上半年高技术产业投资增速回落至 11.9%，固定资产投资增速跌至 5.8%，滞后 3 个月达到底部 5.2%。2019 年 7 月至年末高技术产业投资增速从 11.4% 回升至 17.3%，固定资产投资增速在 10 月止跌，12 月回升至 5.2%。2020 年高技术产业投资增速在 5 月由负转正，固定资产投资增速滞后 4 个月在 9 月由负转正。可见，高技术产业投资增速领先于固定资产投资增速。最新数据高技术产业增速已经回升至 9.7%，从目前的情况看，强劲的高技术产业投资将是 2021 年投资领域的亮点，是投资的主要增长极。

图 13: 高技术产业投资表现持续好于固定资产投资

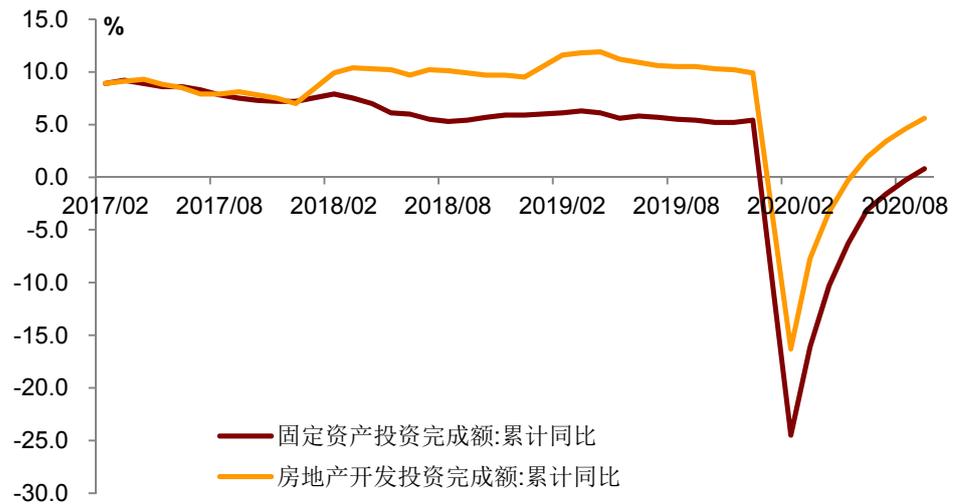


资料来源: Wind, 招商证券

3、房地产投资是 2021 年经济的主要下行风险点

2018 年以来，房地产投资增速屡次好于市场预期，2019 年房地产投资增速达到 9.9%。疫情后房地产投资增速也是修复速度最快的行业之一。2020 年前 9 月房地产投资同比增长 5.6%，增速仅次于高技术产业的生产和投资增速。房地产投资之所以表现超预期主要是由于开放商高周转经营策略，前期地产投资主要依靠土地购置费维持较快增长，近期交房压力下，建安工程对地产投资的贡献明显提升。

图 14：2018 年以来房地产投资增速明显快于固定资产投资增速



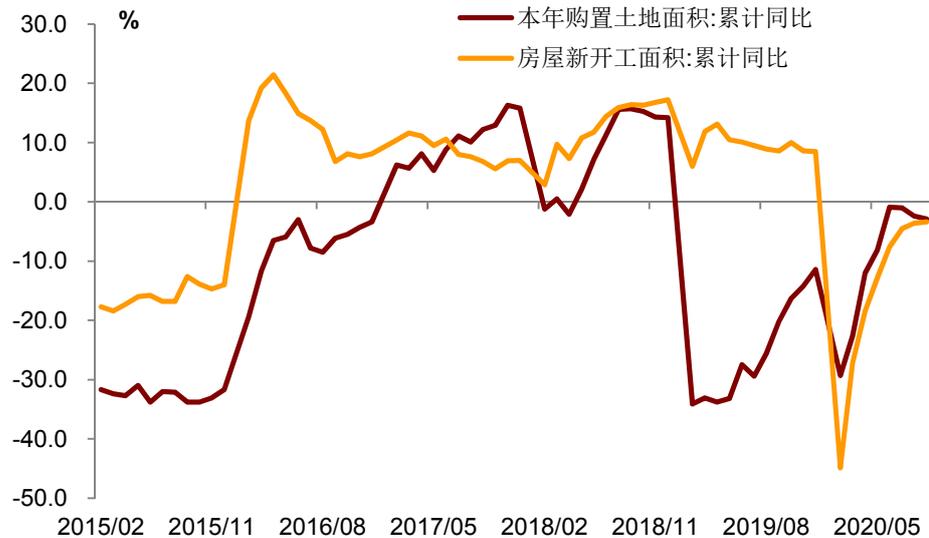
资料来源：Wind，招商证券

然而，开发商这一套高周转的经营策略在最新的“三条红线”监管措施可能难以持续。这三条红线是：1、剔除预收款的资产负债率不得大于 70%；2、净负债率不得大于 100%；3、现金短债比不得小于 1 倍。监管机构根据符合红线标准的情况，将开发商分类四类，即使开发商均未达到三条红线的要求，其年负债增速也不得超过 15%。因此，三条红线至少从两个方面限制高周转经营策略：一是对剔除预收款的资产负债率有明确的上限要求，这导致通过高周转销售期房回笼资金的空间明显受限；二是通过限制负债率增速从资金源头约束开发商通过加杠杆融资的拿地行为。

因此，三条红线监管新政出台后，房地产土地购置面积增速降幅由升转降，9 月增速下降至-2.9%。这会通过两条传导链条影响 2021 年房地产投资增速：

其一，土地购置面积是新开工面积的领先指标，目前新开工面积增速降幅仍处于收窄过程中，9 月降幅收窄至-3.4%。但随着土地购置面积增速降幅再度扩大，新开工面积增速降幅收窄速度明显放缓，8 月比 7 月降幅收窄 0.9 个百分点，但 9 月比 8 月降幅仅收窄 0.2 个百分点。而新开工面积增速又是房地产投资增速的领先指标。因此，新开工面积增速的回落预示着房地产投资增速的放缓。

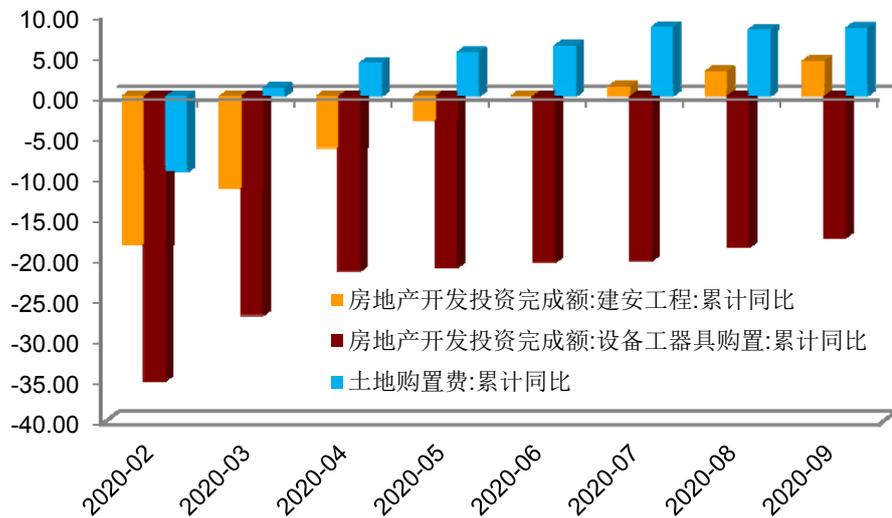
图 15: 土地购置面积增速已经触顶回落



资料来源: Wind, 招商证券

其二, 土地购置面积是土地购置费计入房地产投资完成额的领先指标。从 2020 年房地产投资结构看, 土地购置费占比达到三分之一, 是历年高点。前 9 月土地购置费同比增速达到 8.4%, 高于建安工程、设备工器具购置等房地产投资其他组成部分。因此, 土地购置费增速的回落将从结构上影响 2021 年房地产投资的形势。

图 16: 今年以来土地购置费恢复速度快于房地产投资其他组成部分



资料来源: Wind, 招商证券

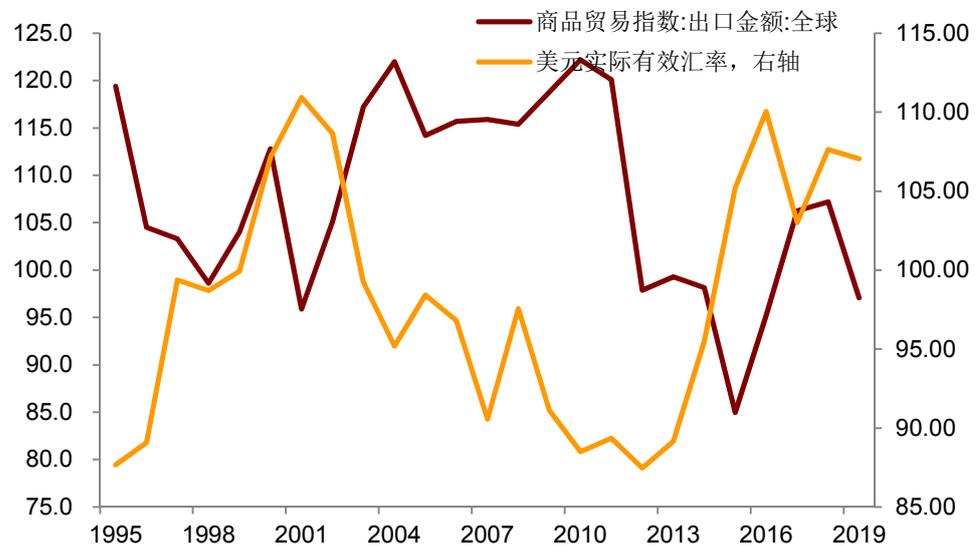
总之, “三条红线” 监管政策对 2021 年房地产投资的负面影响较为明显。

4、三期共振是 2021 年经济的主要上行风险点

首先, 美元周期对中国经济的拉动。我们在此前的路演和报告中多次提及, 自牙买加体系建立以来, 美元指数可能存在时长在 18 年左右的周期。从过往两轮美元周期与全球经济的关系来看, 强美元时全球需求逐步萎缩, 而弱美元时全球经济持续扩张。站在当前的时点, 我们认为第三轮美元周期已经进入弱美元时代, 未来 2 年左右美元指数将大

幅贬值。尽管历史不会简单重复，但规律不会以人的意志转移。因此，2021 年将是全球需求由萎缩转为扩张的起点。

图 17: 美元与全球贸易



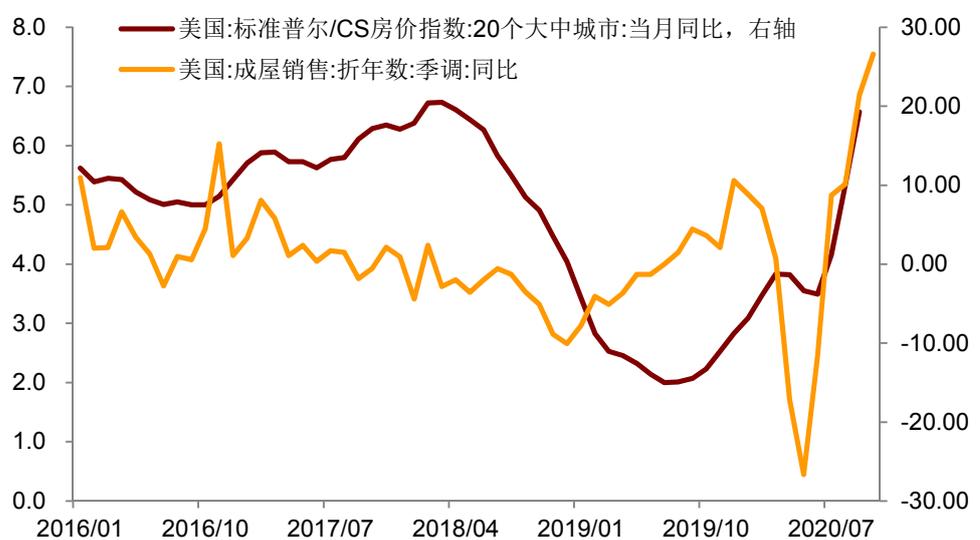
资料来源: Wind, 招商证券 (剔除 2009 年异常值)

目前有以下三点证据可以支持 2021 年全球经济存在向上超预期的可能性:

其一, 疫苗研发取得较大进展。11 月 9 日, 辉瑞制药宣布与德国生物科技公司 BioNTech 共同开发的新冠 mRNA 疫苗 BNT162b2 获得重大进展, 全球市场反映强烈。国内国药集团灭活疫苗已进入第三阶段。总体来看, 新冠肺炎疫苗有望在 2021 年大规模投入使用, 这意味着全球经济将进入渐进复苏阶段, 显著降低全球需求的不确定性。

其二, 三季度以来, 美国家庭部门开始大幅加杠杆。受美联储超宽松政策的影响, 过去一个季度美国房地产市场景气显著回升, 这反映继企业部门之后, 美国家庭部门自 2008 年金融危机后终于重启加杠杆进程。拜登上台后新一轮财政刺激方案也将出台。美国经济再度进入加杠杆阶段, 加快全球需求扩张速度。

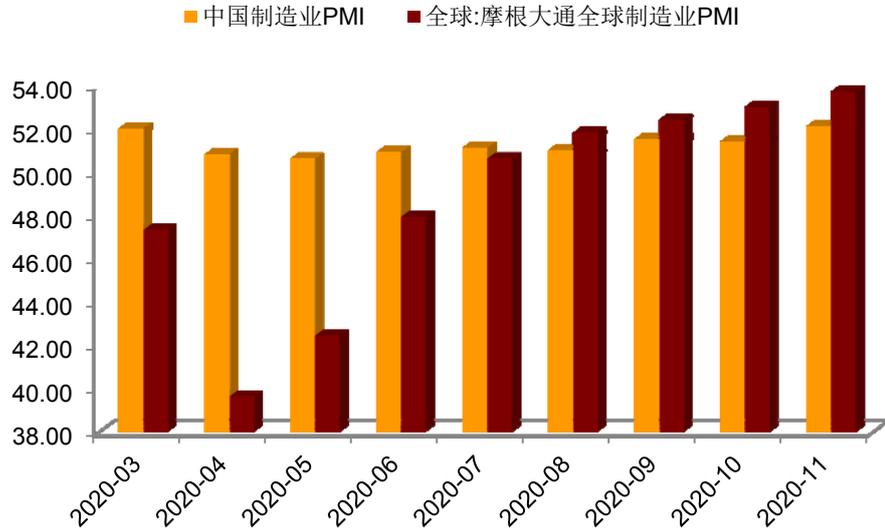
图 18: 3 季度以来美国房地产市场量价齐升



资料来源: Wind, 招商证券

其三, 目前全球制造业 PMI 已经从疫情底部反弹 14.1 个百分点至 53.7%, 达到 2018 年 7 月以来的最高点。这表明尽管海外疫情形势再度反弹, 但全球经济不会再次按下暂停键, 全球制造业生产经营环境持续改善。

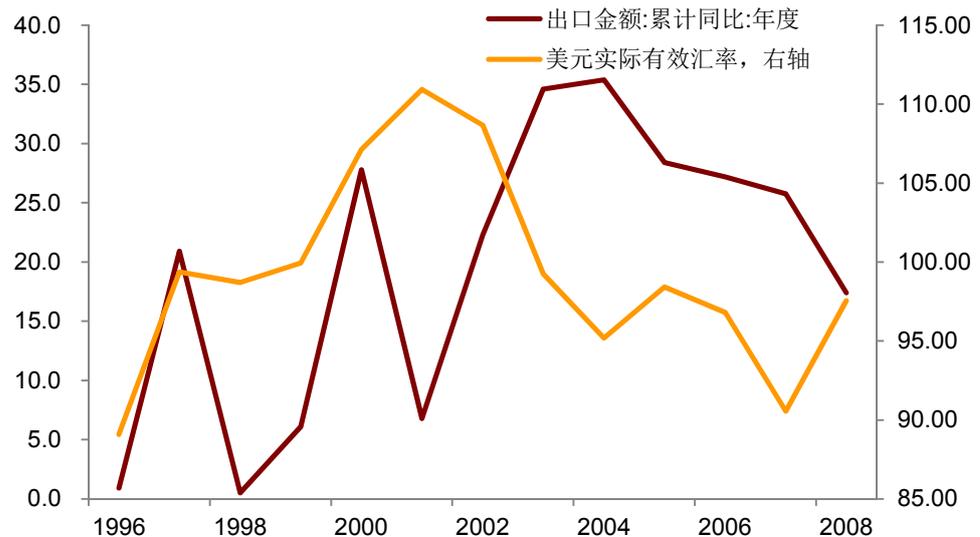
图 19: 全球制造业 PMI 已经达到 2018 年一季度以来的最高点



资料来源: Wind, 招商证券

那么, 弱美元环境下全球经济的扩张效应, 对中国经济有什么影响呢? 2001 年末到 2002 年年初, 美元指数达到第二轮美元周期的高点 120 左右, 在 2008 年年中跌至底部 73 左右。回顾 2001-2008 年中国经济的表现, 弱美元至少可以通过以下三个渠道提振中国经济:

图 20: 弱美元刺激中国出口增速创历史新高



资料来源: Wind, 招商证券

第一, 直接渠道: 出口。全球需求扩张, 我国出口也会相应增加。2001-2008 年商品贸易占全球 GDP 的比重从 37.76% 提升至 51.42%, 同期美元指数从 101.85 跌至 81.17。这一时期我国出口平均增速达到 24.7%, 年出口金额从 2661.55 亿美元扩大至 14306.9

亿美元，净出口对 GDP 增长贡献率在 2001 年为负贡献，2006 年最高时达到 14.3%，贡献率增长接近 28 个百分点。

第二，间接渠道：制造业投资。出口增加将导致国内产能利用率大幅提高，2001-2008 年年均发电设备利用小时为 5054.88 小时，比改革开放以来的平均水平多 200 个小时左右。因此，这一时期我国制造业投资年均增速高达 36.2%。

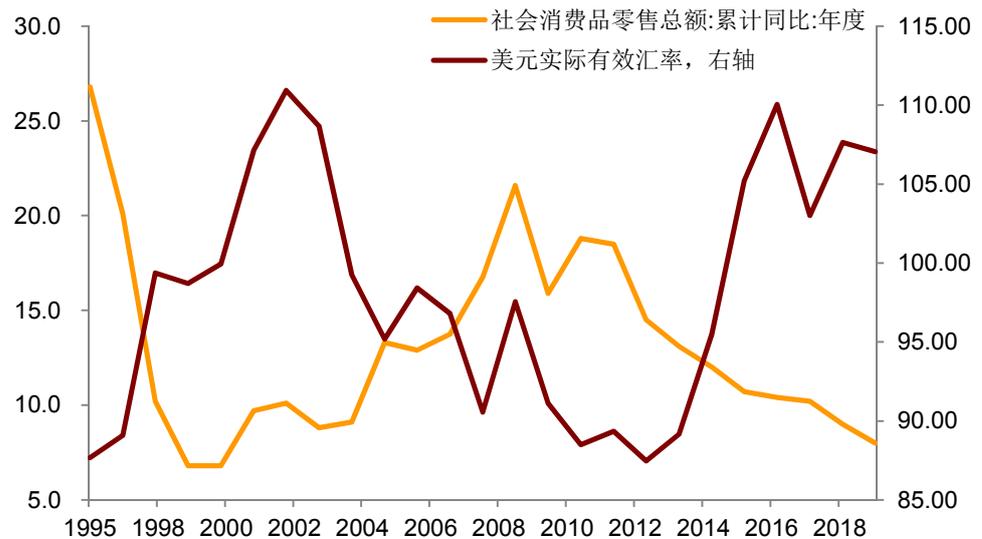
图 21：产能利用率与制造业投资的相关性较高



资料来源：Wind，招商证券

第三：间接渠道：消费。出口增长、投资增长，企业盈利改善，2001-2008 年工业企业利润年均增长 25.6%，我国平均工资指数年均增长 15.2%，收入提升自然会带来消费水平的提高。社零增速从 2001 年的 10.1% 上升至 2008 年 21.6%。

图 22：国内消费形势也受到美元指数的影响



资料来源：Wind，招商证券

实际上，这一段时期的房地产投资、物价指数的上升态势都与弱美元时期全球需求扩张的红利有关。

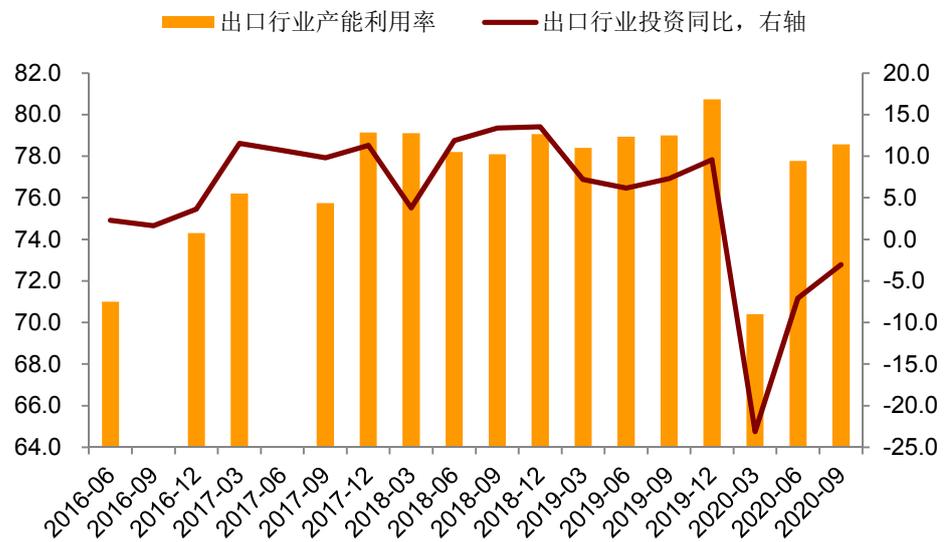
因此，从美元周期的角度看，弱美元时代再度到来意味着 2021 年中国经济存在向上超

预期的可能性。

其次，政策红利和全球需求扩张推动中国提前进入朱格拉周期的上升阶段。前文对美元周期的分析就已经提到全球需求扩张会带来企业盈利改善和产能利用率的提升，进而推动制造业投资需求的提升。

供给侧改革以来，我国出口行业的产能利用率从 2016 年 2 季度的 71.0% 上升至 2019 年 4 季度的 80.7%，达到了数据公布以来的最高点。今年 3 季度出口行业的产能利用率已经恢复至 78.6%。并且，近期工业企业盈利出现明显改善。10 月利润增速为 28.2%，累计增速由负转正。因此，若 2021 年全球需求好于预期，我国出口行业产能利用率继续提高，制造业投资需求也会相应上升。

图 23：出口行业产能利用率回升，投资增速也在回升



资料来源：Wind，招商证券

“十四五”规划对提升产业链供应链现代化水平、发展战略性新兴产业、推进新旧基建建设以及数字化发展的明确要求都会引起相应的资本开支需求，这是我国提前开启新一轮朱格拉周期的最大政策红利。

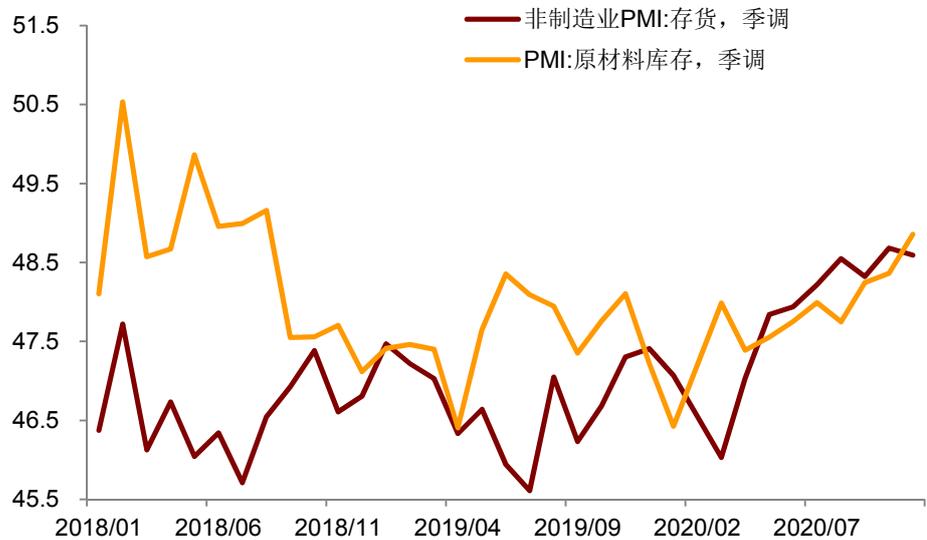
最后，被疫情打断的库存周期有望在 2021 年重启补库存。即使不考虑美元周期的因素，若疫苗能够在 2021 年投入使用、全球抗疫政策不会回到 2020 年上半年的严厉程度，2021 年全球经济逐步复苏的可能性也较大。从这个角度看，本应于 2020 年上半年开启的补库存有望在 2021 年重启。目前的部分数据已经透露出这样的趋势。

产成品存货增速显示，2019 年 4 季度去库存阶段已经基本结束，12 月产成品存货增速较 11 月反弹 1.7 个百分点至 2.0%，但疫情导致库存周期在 2020 年 1 季度进入被动加库存阶段。随着国内经济逐步修复，今年 2 季度以来库存周期开始呈现出被动去库存的迹象。2 季度以来工业增加值增速整体呈现回升态势，9、10 月工业增速高达 6.9%，但产成品存货增速从 4 月的 10.6% 下滑至 10 月的 6.9%。

制造业 PMI 的库存指标显示，产成品库存指数今年高点出现在 4 月，读数为 49.3%，低点出现在 10 月，读数为 44.9%，11 月反弹 0.8 个百分点至 45.7%。可见，产成品库存指数已经出现从被动去库存向主动加库存切换的迹象。并且，原材料库存指标显示制造业企业过去 9 月以来明显加快备货，11 月原材料库存指数升至 48.6%，比 2019 年的平均水平高 1 个百分点。因此，从目前的情况来看，库存周期有可能在短期内重启补库

存。

图 24：制造业加快备货，非制造业库存触顶



资料来源：Wind，招商证券

总的来看，2021年中国经济存在三期叠加的上行动力，弱美元周期已经开启，其对全球经济的提振作用正处于启动阶段，政策红利、外需改善、产能利用率快速修复意味着朱格拉周期提前进入上行阶段，而库存周期已经呈现出从被动去库存向主动加库存切换的迹象。尽管这些有利情况可能难以体现在2021年实体经济同比增速的趋势上，但我们可以根据环比增速和同比增速的绝对水平来判断经济的实际情况。基于以上的判断，我们对2021年中国宏观经济形势的展望较为乐观。

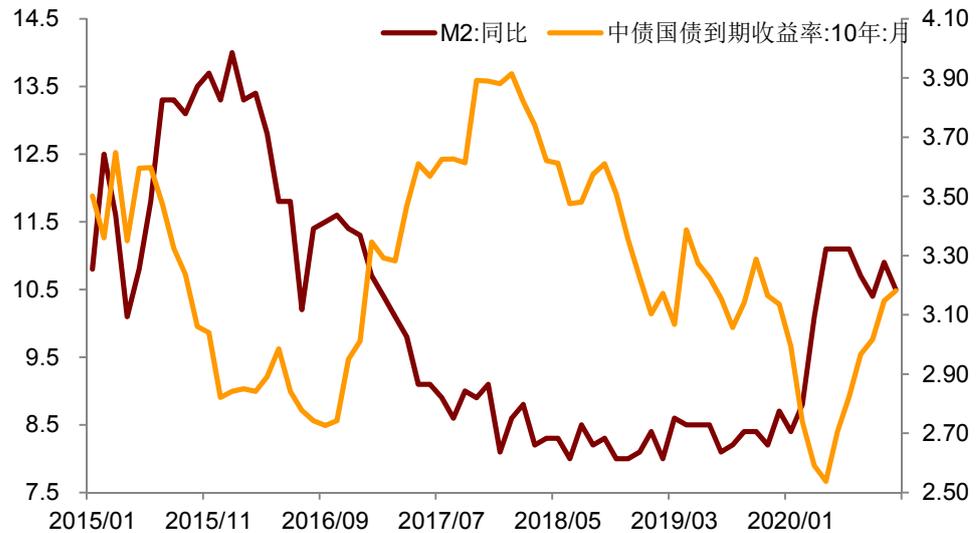
三、2021年政策展望：如何理解宏观经济治理

历史经验告诉我们，中国资本市场走势往往与国内宏观经济调控政策有密切的关系。例如，2015年的A股行情，供给侧改革后的国内商品行情，今年5月起债券市场的持续下跌等等。在我们的宏观场景模型中，政策是资产配置的重要因变量。不过，“十四五”规划对宏观调控政策的描述出现重要变化，概而言之，宏观经济政策由“调控”升级为“治理”，“宏观经济治理”是未来5年宏观经济政策最重大的变数。

我们认为宏观经济治理包含以下5个层面：

第一，传统的宏观经济调控手段——货币政策和财政政策将与就业、产业、投资、消费、环保、区域等政策紧密配合。这意味着调控将精准发力，措施更加精细化、结构化，总量政策的“大水漫灌”不会轻易出山。这一点在今年得货币政策体现得尤为明显。全年看，M2和社融增速都明显快于2019年，但央行通过创新货币政策工具等多种手段，推动资金直达实体。否则，以过去经验，金融总量指标增速大幅提升的情况下，市场收益率难以持续上行。

图 25: 疫情后, M2 增速显著上升, 但债券价格大幅下跌



资料来源: Wind, 招商证券

第二, 逆周期调节目标从稳增长调整为稳就业, 手段从刺激投资为主向产业政策、消费政策、区域协调发展调整。逆周期调节目标从稳增长向稳就业调整的趋势在“十三五”时期已体现得较为明显。随着中国经济结构的变化, 服务业成为吸纳就业主体, 逆周期调节对刺激投资的诉求也明显下降, 近年来消费刺激政策在逆周期调节中的权重也在提升, 效果也就要为明显。例如, 对新能源汽车的补贴、车辆购置税税率优惠等等。疫情前后出台了多项汽车消费刺激政策, 3 季度以来汽车零售增速出现显著回升。另一方面, 刺激投资政策权重下降也不等同于放弃投资刺激手段。刺激投资见效快, 在重大冲击面前, 逆周期调节还是需要投资刺激政策挺身而出。只是传统投资空间缩小、地方政府财力吃紧、防风险诉求等多方面因素制约, 近年来传统投资表现经常不及预期。因此, 如何扩张投资空间, 刺激“有效投资需求”扩张是未来逆周期调节要着力解决的问题。目前看, 至少有两条解决路径。一是与产业政策结合, 例如近年来对新型基础设施建设重视度明显提升。二是与城乡、区域协调发展的结合, 例如新型城镇化以及精准扶贫背后的传统基础设施建设等。在“十四五规划”中明确要求“系统布局新型基础设施”、“加快城市群和都市圈轨道交通网络化, 提高农村和边境地区交通通达深度”等。

第三, 强化宏观审慎管理, 守住不发生系统性风险底线。当前全球经济不确定性、波动性与复杂性持续上升, 除我国外, 主要经济体再次进入超宽松货币政策状态, 全球流动性泛滥下, 资产价格脱离基本面持续上涨风险上升。国内金融市场开放程度显著提高, 内外资产价格联动渠道逐步打通, 外部金融市场动荡对国内金融市场的影响逐步显现。从国内情况看, 一方面间接融资为主的金融结构使得国内风险主要集聚在金融部门, 而金融风险的高传染性特征, 防风险压力较高; 另一方面, 国内宏观负债率整体仍处于较高水平, 地方政府负债率依然处于高位, 高房价对居民部门负债率有较大影响。3 季度货币政策执行报告再次重提稳定宏观负债率, 强调要尽可能长时间的执行正常货币政策等信息均表明即使在全球新冠肺炎疫情仍未得到有效控制的背景下, 防范化解重大风险依然是宏观经济政策的重点关注。

图 26: 疫情后实体部门负债增速大幅上升



资料来源: Wind, 招商证券

第四, 通过供给侧结构性改革推动经济增长。由于国内经济迅速走出疫情冲击, 目前中国经济产出缺口依然较小。参考 1970 年代西方国家滞涨的历史经验以及国内高企的宏观负债率, 继续采取凯恩斯主义的手段刺激经济增长将会面临较大的副作用, 甚至得不偿失。并且, 金融危机后全球经济陷入低增长、低通胀、低利率的停滞状态, 全要素生产率增速放缓是全球停滞的供给侧成因。向供给要增长是宏观经济治理的重要组成部分。“十三五”时期的供给侧改革主要集中于实体经济层面, 去产能、去库存等取得较大进展。“十四五”时期的供给侧改革的重点一是金融领域, 发展股权融资, 在宏观负债率不提高的前提下, 保持金融服务业实体经济力度不降低, 化解风险并未为创新发展提供融资支持; 二是制度和体制层面, 当前经济结构、产业链现代化水平、城乡区域协调发展、产权制度、要素市场化配置、国家治理能力以及防范化解重大风险体制等短板制约中国经济高质量发展和双循环的畅通。总之, 转变经济增长模式, 由投资驱动向创新驱动转移, 需要在供给侧继续深化改革。

第五, 跨周期调节是宏观经济治理的全新要求。根据我们前面的分析, 可以得出一个明确的结论, 即当前全球经济和中国经济都面临着长期性的问题, 短周期的逆周期调节在全球长期停滞和国内体制性、制度性障碍这类长期问题面前无能为力, 即使一时改变经济运行轨迹, 也是治标不治本, 难以改变长期趋势。因此, 宏观经济调节的视角不能局限于短期问题, 需要更加聚焦于中长期问题, 政策调节不能局限于熨平短期经济波动, 而是超越短期波动, 实现宏观经济跨周期的动态平衡。实际上, 宏观调控与其他政策有机统一、宏观审慎监管以及供给侧结构性改革等宏观经济治理重要方面本身就包含了跨越周期的政策含义。再者, 跨周期调节也要求政策关注点不应仅局限于国内周期, 还要关注全球周期的变化。近年来对金融周期的研究表明, 全球金融周期的波动能够对一个国家的经济周期造成扰动。因此, 2020 年疫情后提出的跨周期调节是近年来政策思路转换的自然结果。

根据以上的分析和三季度货币政策执行报告, 我们对 2021 年政策展望如下:

第一, 疫情冲击引起的总量逆周期调控政策将完全退出, M2、社融等总量指标增速将回归名义 GDP 增速附近, 这意味着 2021 年新增社融增速可能将 11% 附近, M2 增速将回落至 10% 以下。不过鉴于信用收缩可能引起的信用风险暴露增多, OMO 还是会维

持银行间市场流动性的稳定，这也是宏观审慎管理的要求。财政政策方面，预算赤字率估计回落至 3.0-3.5%，地方专项债发行规模回落至 30000 亿左右。既然基本面已经回到正常状态，逆周期政策退出也是应有之义。

第二，刺激消费依然是未来一段时间政策关注的重心之一。商务部副部长王炳南在 27 日举行的国务院政策例行吹风会上表示，要稳定和扩大汽车消费，鼓励各地调整优化限购措施，增加号牌指标投放，鼓励有条件的地区开展新一轮汽车下乡和以旧换新。并且，按照工信部《新能源汽车产业发展规划（2021-2035）》，十四五期间新能源汽车销售的年复合增长率将达到 30% 以上。

第三，不宜期望央行会因人民币升值而重回干预汇市的老路。这一点在 3 季度货币政策执行报告的专栏一和专栏三已经说得非常清楚了。一则正常化货币政策下，央行资产负债表的扩张或者收缩与货币政策宽松没有必然联系；二则汇改目标之一就是央行退出汇市常态干预，这是央行一以贯之的态度。

第四，鉴于疫情的持续性超预期，从跨周期调控的角度考虑，宏观经济政策将尽可能地保持在正常状态，不会轻易地打出所有政策“子弹”

第五，货币政策重心将重新回到宏观审慎监管，稳定宏观负债率是 2021 年的主要目标一致。因此，今年观察到的国内实体经济部门加杠杆过程即将结束，可能的例外是受全球需求扩张推动的出口行业加杠杆，但这是健康的加杠杆。目前国内经济的几个重要风险点：房地产市场的风险主要通过加强“房住不炒”的调控力度和建立长效机制来控制，地方政府债务风险则是以稳步推进打破刚兑的方式解决，故意逃废债显然不被政策容忍。互联网金融风险则是以提高监管标准和强化持牌经营等方式来控制。

总之，在宏观经济治理的政策框架下，2021 年宏观经济政策将回归常态，稳定宏观负债率重回政策目标，整体流动性和信用收缩已在路上，金融环境对资产价格的正面效应行将结束。中美宏观经济政策将继续分化，我国将在全球率先退出疫情后的加杠杆阶段。

四、2021 年大类资产配置展望

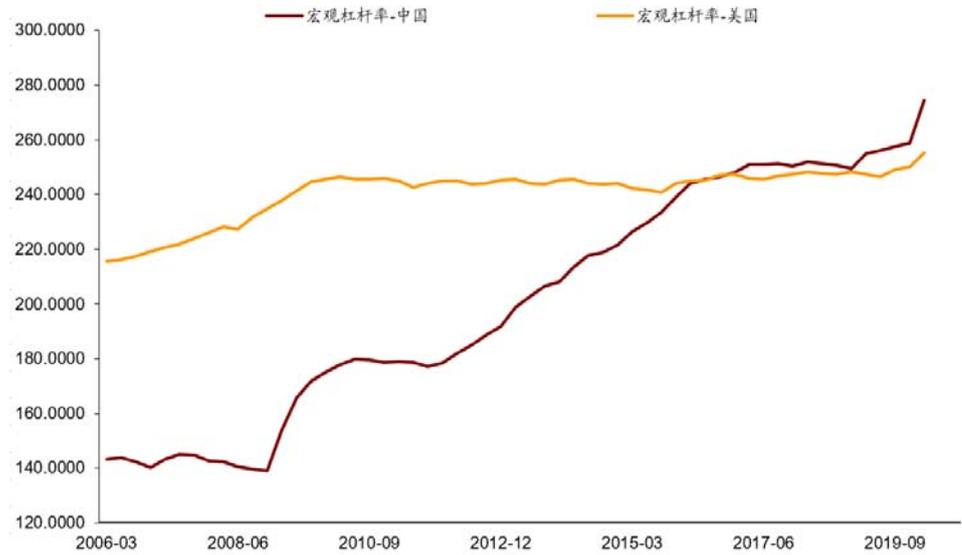
2021 年全年经济前低后高走势较为确定，但后疫情时代的市场形势可能会出现一些非典型特征，而且“十四五”规划和 205 年远景目标的影响也会开始反映在资产价格层面，因此，对明年资产配置展望需要兼顾短中长期国内外宏观经济的变化趋势。从盈利和流动性角度看，2021 年的组合是盈利改善，流动性回归中性。这种组合对利率敏感资产不利，更有利于基本面定价的资产。

对于权益资产，当前市场驱动因素已经从信用扩张转向盈利改善。下半年以来周期行情逐步发动，到 11 月全面爆发，我们预计周期占优的市场表现将向明年延续。这一轮周期行情的非典型性在于与地产周期以及宏观负债率走势出现一定程度的背离。目前房地产市场监管进一步趋严，可以预见 2021 年房地产周期向下的可能性更高，而信用收紧和重提控制杠杆率的背景下，目前实体部门仅有中央政府还有加杠杆的余地，2021 年实体经济负债率不会继续上行。

那么周期行情动力来源于哪里？其实答案已经在前文点出，随着疫苗的大规模进展以及美联储超宽松货币政策的刺激，从全球经济的角度看，未来一段时间宏观负债率有望出现国际间的转移。随着 3 季度美国私人部门杠杆率开始大幅提升，2021 年全球加杠杆的中心将从中国转移到美国。那么美国加杠杆的积极影响将通过贸易渠道对中国经济造成积极影响。对于我国出口而言，全球需求扩张才是关键变量，而且我们判断海外供给

复苏对我国出口的替代效应难以对冲美国加杠杆引起的全球需求扩张对我国出口的拉动。因此，对于明年的权益市场投资而言，周期行情的复兴可能是超额收益主要来源。

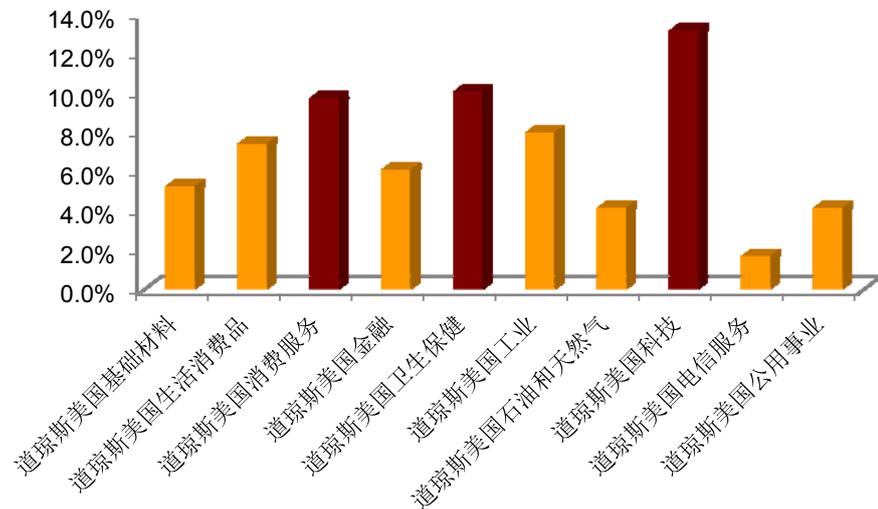
图 27: 2021 年美国接力中国加杠杆?



资料来源: Wind, 招商证券

另一方面，消费+科技+医药在 2021 年仍将有稳定的表现。一方面，消费有较大的恢复性增长空间，随着疫情的控制和居民收入的改善，2021 年居民消费需求将迎来更强劲的改善；另一方面，坚持创新驱动发展把科技自立自强上升为国家发展的战略支撑，科技发展将受到产业政策、结构性改革等多方面的支持。再者，上述板块也是外资青睐的板块，随着金融市场开放程度的进一步提升，外资对 A 股市场的影响力也将随之上升。因此，站在当前的时点，一则中国人均 GDP 已经突破 10000 美元大关，未来将飞跃中等收入陷阱，进入高收入国家行列；二则全球正处于新一轮科技革命，经济领域新的增长点将映射为股票市场新的热点板块。从美国股票市场的经验看，1992 至今受互联网革命影响，道琼斯指数中跑赢大盘的板块是消费服务、卫生保健、科技，板块指数年复合增长率均在 10% 左右，其中科技涨幅达到 13.1%，卫生保健涨幅为 10%，消费服务涨幅为 9.7%。

图 28: 1992-2020 年美国股市各板块年复合增长率

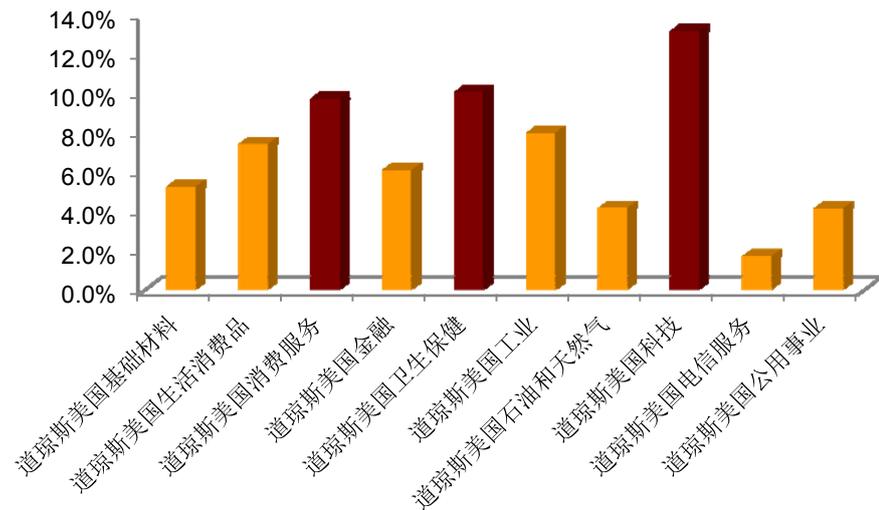


资料来源：Wind，招商证券

从5月起市场收益率已经连续上行6个月的时间，但是债券熊市可能在短期难以终结。永煤事件重创市场情绪，而且宏观环境对债券市场持续不利债券市场在明年上半年将受到名义GDP增速高企和社融增速回落的双重夹击。正如我们此前多次强调的债券配置价值已经较高，现阶段需要催化剂来兑现配置价值。在宏观环境较为不利的背景下，市场的催化剂还是在于央行的态度。然而，无论是3季度货币执行报告，还是公开市场操作，央行的态度还是较为坚定，商业银行资金面持续紧张，11月最后几个交易日1年期AAA同业存单利率已经不低于10年期国债收益率水平。因此，短期内债券市场仍将高位震荡。

根据我们的年度策略报告，由于翘尾因素的影响，2021年上半年价格水平波动性较大，1季度是CPI和PPI同比的低点，2季度快速上行至全年高点，CPI和PPI月同比的高点均将在2%附近，下半年CPI和PPI逐步走弱。名义GDP增速的回落也意味着下半年市场收益率上行的压力的放缓。这可能是宏观层面债券市场中期内仍有改善的主要支撑。但风险在于，按照我们对明年经济的乐观判断，通胀水平有可能超出我们年报的预测。

图 29：1992-2020 年美国股市各板块年复合增长率

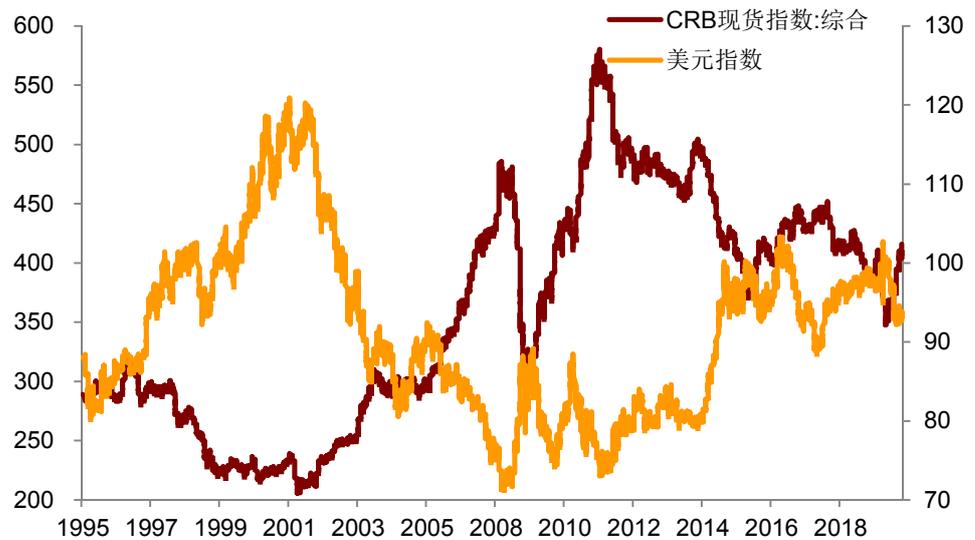


资料来源：Wind，招商证券

但是，我们需要警惕2021年更多信用风险的暴露。明年社融增速回落固然是股债切换的良机，还意味着信用扩张的结束，在信用收缩的大环境中，信用风险暴露的可能性也将相应上升。尤其是财政吃紧地域的个券。一旦出现类似永煤违约的情况，市场情绪难免会继续受到冲击。

我们从3月以来坚定看多人民币汇率，看多美元指数，在多篇报告中明确指出人民币汇率进入升值周期，美元指数已经开启长期弱势阶段。对美元弱势周期的判断是我们看好明年经济、股票、商品市场的核心逻辑。从历史经验看，弱美元往往对应全球经济扩张，价格水平上升，反映在资产价格就是看多权益和商品，看空债券资产。

图 30: 弱美元有利商品价格



资料来源: Wind, 招商证券

因此, 在 2021 年我们整体看好商品资产, 包括贵金属。通常而言, 黄金兼具避险和抗通胀的双重属性, 但长期内黄金走势其实还是由流动性决定, 黄金价格与美国实际利率的负相关性较为明显。这意味着短期内黄金价格可能将受到美国实际利率上行的压制, 但美元周期逻辑并未遭受破坏, 弱美元下全球流动性的宽松和通胀水平的上行依然有利于黄金价格的上涨。因此, 我们继续推荐黄金资产做战略配置。

表 2: 2021 年大类资产配置建议

大类资产		低配	标配	超配
股票			下半年	上半年
固定收益	利率债	上半年	下半年	
	信用债	上半年	下半年	
商品 (除黄金)			下半年	上半年
黄金			上半年	下半年
美元		全年		

资料来源: Wind, 招商证券

参考报告:

- 1、《市场筑底过程中的配置思路-大类资产配置脉络（2018年9月）》2018/09/16
- 2、《狼真的来了该怎么办-大类资产配置脉络（2018年4季度）》2018/10/22
- 3、《留一分清醒-大类资产配置脉络（2018年11月）》2018/11/08
- 4、《蛰伏待机-2019年大类资产配置展望》2018/12/11
- 5、《春季躁动还会不会来-大类资产配置脉络（2019年1季度）》2019/01/14
- 6、《央行扩表 股债齐飞-大类资产配置脉络（2019年2月）》2019/02/18
- 7、《A股还能涨多久-大类资产配置脉络（2019年3月）》2019/03/05
- 8、《居安思危-大类资产配置脉络（2019年2季度）》2019/04/18
- 9、《当前市场的主线剧情将如何发展-大类资产配置脉络（2019年5月）》2019/05/15
- 10、《机会仍在，警惕风险-2019年下半年大类资产配置展望》2019/07/08
- 11、《风险丛生 防御为上-大类资产配置脉络（2019年8月）》2019/08/08
- 12、《逆周期调节力度加大背景下应如何配置-大类资产配置脉络（2019年9月）》2019/09/09
- 13、《类滞胀还是弱复苏-大类资产配置脉络（2019年4季度）》2019/10/15
- 14、《内部通胀压力与外部形势好转下的市场研判-大类资产配置脉络（2019年11月）》2019/11/11
- 15、《阳光总在风雨后-2020年大类资产配置展望》（2020/02/09）
- 16、《覆巢之下 人民币资产能避险吗-大类资产配置脉络（2020年3月）》2020/03/09
- 17、《新冠肺炎疫情下半场的配置展望-大类资产配置脉络（2020年2季度）》2020/04/07
- 18、《黎明前的黑暗-大类资产配置脉络（2020年5月）》2020/05/07
- 19、《垃圾时间还是布局良机？-大类资产配置脉络（2020年4季度）》2020/10/12

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师（董事总经理），负责宏观经济研究。2013年新财富最佳分析师宏观经济第六名，卖方分析师水晶球奖宏观经济入围奖。2014年新财富最佳分析师宏观经济入围奖。2015年第一财经、水晶球最佳分析师宏观经济第五名，新财富最佳分析师宏观经济第六名。2016年新财富最佳分析师宏观经济第五名，中证报金牛、第一财经、水晶球最佳分析师宏观经济第四名。2017年新财富最佳分析师宏观经济第六名。获评《第一财经》2018年度十大经济学家。自2017年起获聘国家统计局中国百名经济学家信心调查特邀专家。

罗云峰：南开大学经济学学士、硕士、博士，中共中央党校政治学博士后。现任招商证券研发中心联席首席宏观分析师（董事）。先后就职于国家发展改革委系统、申银万国证券研究所和安信证券研究所，政、学、商三界逾10年宏观固收研究经验。专注于盈利债务周期模型下的全球大类资产配置研究。

张一平：南开大学经济学学士、硕士和博士。2011年加入招商证券，现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师（董事），负责大类资产配置研究。

刘亚欣：美国雪城大学金融学硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

高明：中国人民大学国民经济学博士，招商证券应用经济学博士后，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

张秋雨：南开大学经济学硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

张岸天：武汉大学数学与应用数学学士，哥伦比亚大学国际经济与政治硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。