

來者可追

2020 年中期宏觀經濟與資本市場展望

- 疫情影響全球經濟正深陷“新冠衰退”之中。**當前全球確診病例總量仍在加速上升，此前市場對全球經濟在下半年快速反彈的樂觀預期已經落空。疫情衝擊下，一季度全球主要國家經濟增速均斷崖式下跌，供需兩端的損傷呈現出顯著的結構性特徵，小微企業和低收入居民受創尤為嚴重。目前經濟供給端的修復具備彈性，但在常態化疫情的壓制下，需求恢復乏力，將使得今明兩年的全球經濟呈現出類似 Nike 商標的“廣義 V 型”修復。面對“新冠衰退”，各國普遍回歸凱恩斯主義，通過史無前例的天量貨幣財政政策刺激經濟。前瞻地看，全球宏觀政策“雙寬鬆”將至少持續至 2021 年末。
- 下半年中國經濟有望延續復蘇勢頭。**基準情形下，2020 年中國 GDP 增長 2.2%。總需求有望回暖：投資成為經濟復蘇的中流砥柱，基建投資在政策推動下持續發力，全年增長 12%；房地產投資表現韌性，全年增長 7%；製造業投資增速低位企穩，全年增長-6.5%。消費下半年難現報復性增長，全年同比增長-2.0%。貿易方面，出口增長仍將承壓，全年增速-4.3%；進口有望觸底回升，全年增速-5.1%。總供給有望延續上升勢頭，但受消費不足和外需萎縮影響，生產端修復速度或進一步放緩。企業營收和利潤有望回升。價格方面，CPI 中樞仍將繼續下行，走勢前高後低，全年位於 2.4% 左右；PPI 同比中樞將所抬升，但仍處於通縮區間，全年同比-2.0%。
- 宏觀政策總量加碼，結構優化。**貨幣政策方面，下半年仍有望保持結構性寬鬆立場，且總量性“寬貨幣”政策或將趨於收斂，結構性“寬信用”政策將持續發力。預計今年末 M2 和社融增速或將分別上升至 10.8% 和 13%。三季度或將針對中小銀行定向降准、四季度或將全面降准 50bp，1 年期/5 年期 LPR 可能繼續分別調降 10/5bp 至年末的 3.75%/4.6%。財政政策方面，下半年將有約 4.57 萬億新增政府融資落地，即使考慮到稅收短收等不利因素，廣義財政資金總量也將較去年下半年多出 4 萬億元左右，這將有力支持經濟繼續修復。
- 資本市場牛熊轉換，風吹麥浪。**2 季度後，中國債市轉熊，A 股轉牛，預計這一趨勢將在下半年延續。中性條件下，全年 10 年國債利率中樞將在 2.9% 附近，波動區間在 2.5-3.4%，3.4% 以上可擇機配置，信用債中城投債仍相對安全；A 股外部環境存在壓力，但內部改革與寬信用帶來的動力更強，牛市將延續，滬指中樞或在 3,000-3,300 運行，創業板可能仍會跑贏大盤，建議關注科技、消費、基建中的優質標的；海外市場美債利率趨於上行，黃金目標價上調至 1,900 美元，強美元趨於弱化，疊加人民幣基本面偏強，下半年匯率的波動區間將在 6.8-7.1 之間，但需要留意國際關係帶來的擾動。

宏觀經濟主要指標預測 (%)

	GDP	社會消費品零售	固定資產投資	房地產投資	CPI	PPI	社融	10Y 國債	匯率 (USD/CNY)
1H2020	-1.6	-11.4	-3.1	1.9	3.8	-3.0	12.8	2.76	7.04
2020F	2.2	-2.0	3.8	7.0	2.4	-2.0	13.0	2.90	6.8-7.1

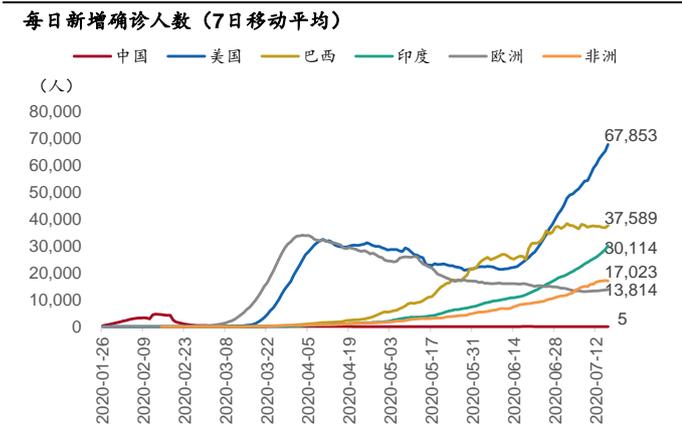
資料來源：Wind、招商銀行研究院預測

丁安華，首席經濟學家
 (852) 3761 8901
 dinganhua@cmbi.com.hk

一、“新冠衰退”：分化的衝擊

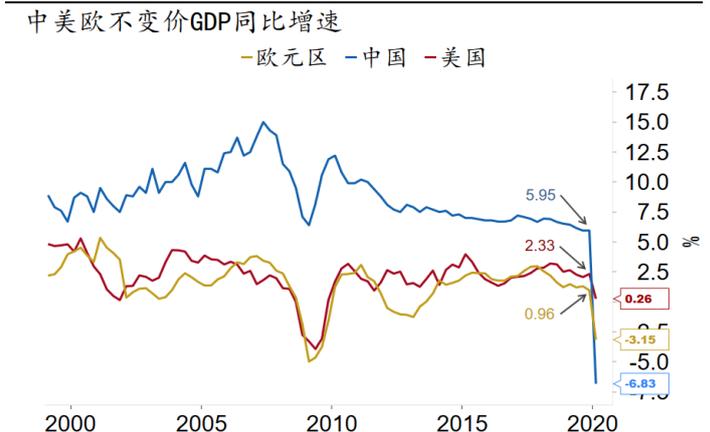
全球經濟正深陷“新冠衰退”（Coronavirus Recession）之中。2020年，突如其來的新冠疫情席捲全球，使主要經濟體在上半年均陷入大幅負增長的泥沼。令人擔憂的是，隨著時間的推移，疫情在全球的蔓延並未得到有效控制，在經歷了短暫的平臺期後反而愈演愈烈：當前全球確診病例總量仍在加速上升，美國、南亞、西亞、南美、非洲成為目前疫情新的“震中”。人類與新冠病毒共存的前景愈發明確，意味著此前市場對全球經濟在下半年快速反彈的樂觀預期已經落空。

圖 1：主要國家每日新增確診數（截至 7 月 16 日）



資料來源：Wind、招商銀行研究院

圖 2：中美歐一季 GDP 均斷崖式下滑



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

“新冠衰退”如此深入，是因為其衝擊具有不對稱性，且隨著疫情發展還有可能反復，具有明顯的結構性特徵。

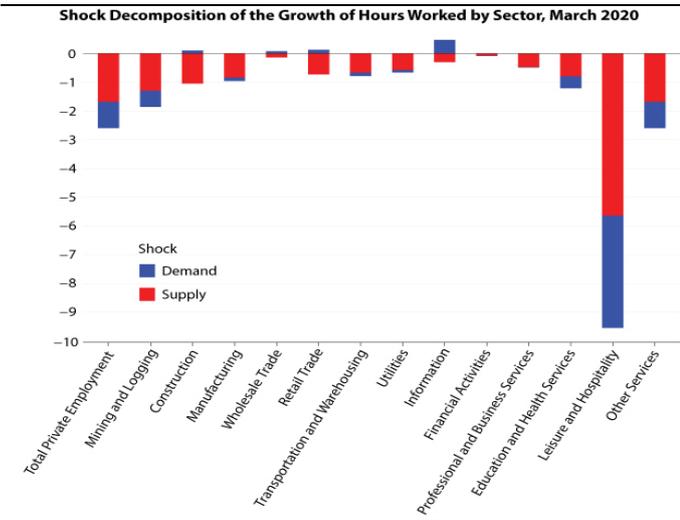
一是疫情爆發對經濟的供需兩側均形成劇烈衝擊，受創幅度與防疫政策力度正相關。供給衝擊降低了經濟體生產商品和服務的能力；需求衝擊則削弱了消費者購買商品和服務的意願。疫情爆發高峰期間，嚴格的防疫政策令經濟“停擺”，形成“經濟底”。今年 1-2 月中國主要供需指標跌幅均在 25% 左右，工業增加值的同比跌幅略高於投資和消費。4 月美國非農就業驟減 2,079 萬，創大蕭條以來單月最大跌幅。美聯儲研究發現¹，3-4 月美國疫情高峰期間，美國勞動力市場的供需兩側同時受到了新冠疫情的衝擊。在絕大多數行業中，供給衝擊是造成美國勞動力工作時長下降的主要原因。

二是疫情高峰過後，供給側的修復相對更具彈性。3-4 月中國工業生產的修復顯著快於消費和投資需求。但供需之間並非獨立，而是高度相關的：供給修復快於需求將使得庫存增加，進而制約生產。受制於需求疲弱，5-6 月中國工業增加值同比增速修復斜率大幅放緩。隨著工業生產增速大致恢復到疫前水準，未來中國經濟修復將更多取決於需求改善的程度。美國經濟的供給側也 5-6 月快速修復：得益於防疫措施放鬆，非農就業修復連續大超市場預期。但與中國不同的是，同期美國消

¹ Brinca, P.; Duarte, J.B. and Faria-e-Castro, M. "Measuring Sectoral Supply and Demand Shocks during COVID-19." Working Paper 2020-011B, Federal Reserve Bank of St. Louis, 2020.

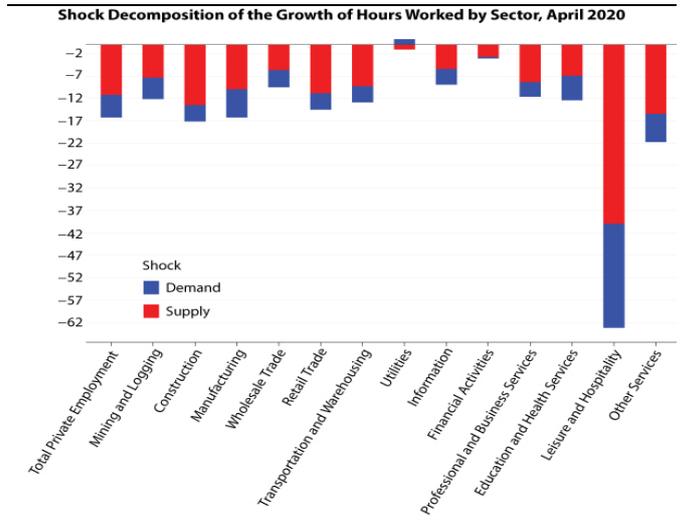
費資料出現了深V型反彈，主因是美國超寬鬆財政政策對其居民收入短期內構成了支撐。

圖 3：3 月美國主要行業就業時長供需衝擊分解



資料來源：美聯儲、招商銀行研究院

圖 4：4 月美國主要行業就業時長供需衝擊分解



資料來源：美聯儲、招商銀行研究院

圖 5：美國新增非農就業驟跌後超預期反彈

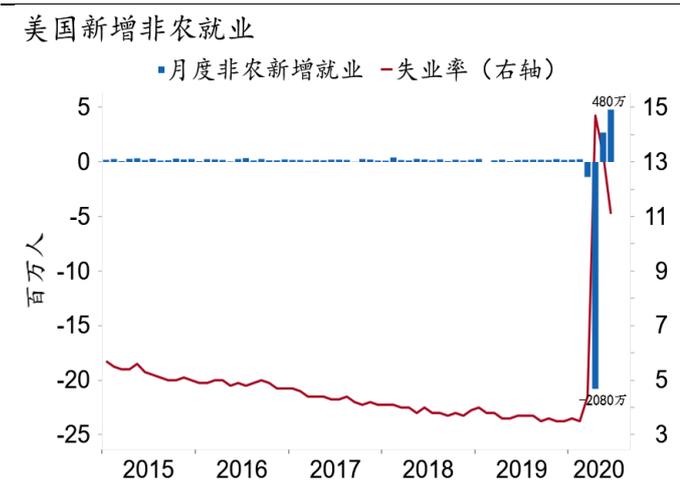
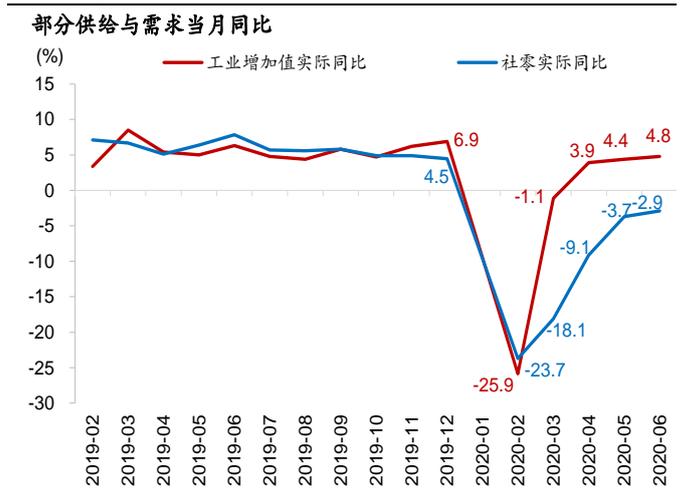


圖 6：中國供給反彈快於需求



二是疫情對不同產業/行業的衝擊程度不同。居家隔離政策下，一季度中國二、三產業遭受重創，以不變價計，一季度製造業增加值同比下跌 10.2%，跌幅顯著超過服務業（同比下跌 5.2%）。第一產業受到的衝擊相對較小（同比下跌 3.2%）。二季度三大產業增加值當季同比增速均顯著反彈，其中一二產業已接近疫前水準，但服務業增加值當季同比增速（1.9%）仍然顯著低於疫前水準 4.7pct。從行業上看，根據招商銀行企業調研²，教育、文娛體育和住宿餐飲為疫情衝擊下經營壓力最大的三個行業，房地產、製造業和金融業經營壓力相對較小。

² 參見招商銀行宏觀專題報告《穿越生死線：招商銀行小微企業調研報告之二（I）》。

三是疫情加劇了市場主體的分化。從企業部門看，招商銀行企業調研發現，疫情過後中國小微企業的經營狀況及預期顯著弱於大中企業。悲觀預期下，小微企業普遍選擇收縮、裁員、降薪。從居民部門看，5月美聯儲發佈的《美國居民福利報告》顯示³，疫情對美國低收入家庭形成了更為嚴重的經濟衝擊，進一步加劇了美國居民的福利分化。

表 1：疫情衝擊下各行業經營壓力排名

行業	複產壓力	營收壓力	利潤壓力	現金流壓力	裁員壓力	投資收縮	綜合壓力
教育	1	1	1	2	3	1	1
文娛體育	2	3	3	3	1	2	2
住宿餐飲	3	2	2	1	2	3	3
居民服務	4	4	4	6	4	4	4
租賃商服	5	5	5	10	5	5	5
衛生社服	8	6	6	4	11	8	6
建築	7	7	7	5	7	9	7
科研技術	6	10	10	8	8	6	8
批發零售	10	8	8	11	9	7	9
資訊軟體	9	12	12	7	10	11	10
水利環境	11	11	11	9	13	10	11
交運倉儲	12	9	9	12	12	13	12
地產	13	13	13	14	6	12	13
製造	15	14	14	13	14	15	14
金融	14	15	15	15	15	14	15

注：1. 本文簡化了各大類行業的名稱；

2. 數值表示行業在該分項中的排名，數值越小表明壓力越大；

3. 綜合壓力為所有分項指標標準化後的加權平均。

資料來源：招商銀行研究院

³ 美聯儲報告發現，年收入低於 4 萬美元的家庭中存在失業情況的佔比為 40%；年收入在 4-10 萬美元之間家庭為 19%，年收入超過 10 萬美元的家庭為 13%。“Report on the Economic Well-Being of U.S. Households in 2019, Featuring Supplemental Data from April 2020”。

圖 7：中國小微企業和大中企業經營預期顯著分化



資料來源：招商銀行研究院

圖 8：疫情衝擊下美國低收入居民收支狀況顯著惡化

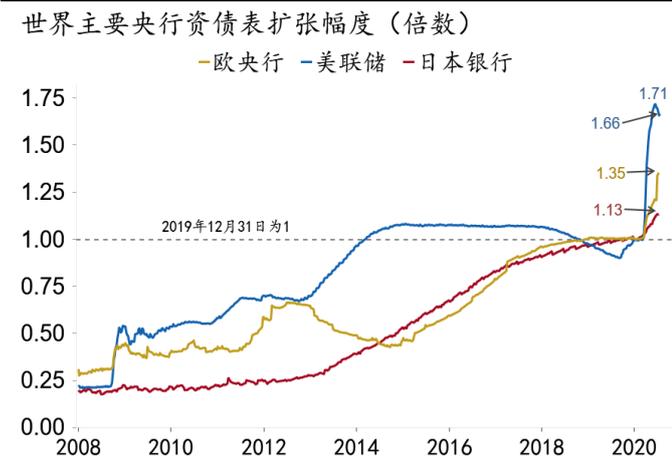
財務彈性調查		
年份和就業波動	有能力全額支付本月全部賬單 (%)	能用現金支付400美元的開支 (%)
2019年		
所有居民	84	63
2020年4月		
失業或工作時間縮短的群體	64	46
沒有失業或工作時間縮短情況的群體	85	68
所有居民	81	64

資料來源：美聯儲、招商銀行研究院

二、全球應對：凱恩斯主義的回歸

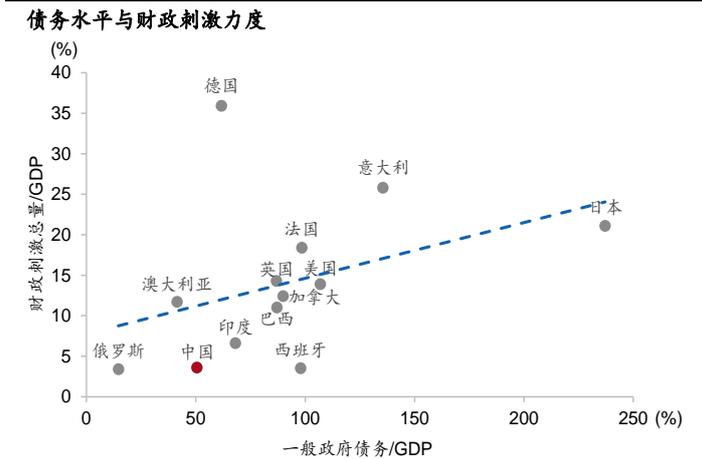
面對新冠疫情對經濟的嚴重衝擊，各國普遍回歸凱恩斯主義，通過史無前例的貨幣財政“雙寬鬆”刺激總需求。貨幣政策方面，美聯儲4個月擴表3萬億美元至7.1萬億美元，歐央行3個月擴表1.5萬億歐元至6.2萬億歐元。財政政策方面，主要發達經濟體的刺激包佔GDP的比重均超過10%，其中德國比例最高，為35.9%；美國總額最大，達3萬億美元，佔GDP的13.9%。從資料上看，各國財政刺激規模與宏觀杠桿率甚至呈正相關，表明財政平衡並非當前各國出臺政策時的主要考量因素。

圖 9：全球主要央行大幅擴表（截至7月17日）



資料來源：Macrobond、招商銀行研究院

圖 10：宏觀杠桿率未對全球財政刺激造成顯著約束



資料來源：IMF、招商銀行研究院

分析新冠疫情經濟衝擊結構的意義在於，不同的經濟“病徵”需要不同的政策藥方。凱恩斯主義崛起的背景是上世紀 30 年代的“大蕭條”（The Great Depression）。不同於古典經濟學家所信奉的靜態財政平衡，凱恩斯認為在經濟危機時期應當實施赤字財政政策，通過加大財政支出刺激總需求，提振投資、消費，增加就業以促進經濟復蘇。隨著 1933 年羅斯福新政開始實施，凱恩斯主義（Keynesianism）成為西方國家信奉的經濟學教條，直至上世紀 70 年代石油危機後英美發生“滯漲”（stagflation），以弗裡德曼為代表的貨幣主義思潮（Monetarism）興起。

本次疫情期間各國的凱恩斯主義政策，更多是“以時間換空間”。當前疫病衝擊下的經濟衰退與經濟週期導致的“大蕭條”在成因和表現上存在著本質區別。短期內需求和供給衝擊交織，財政政策和貨幣政策可以應對需求衝擊，但往往對供給衝擊無能為力。例如，受疫情加速影響，近日美國多州重新關閉了餐廳酒吧等室內服務場所。事實上，要完全消除疫情對經濟的負面影響，需要徹底阻絕病毒的傳播——而這只能寄望於疫苗的出現。因此，在此次疫情爆發的高峰，各國迅速出臺天量刺激性政策，主要是為了在封鎖期（lockdown）盡可能地維護居民和企業資產負債表的健康，防止經濟供給側遭受長期而持續的負面影響，例如居民破產、企業倒閉，以便經濟之後能快速修復。對次貸危機的研究發現⁴，在深度衰退中，經濟的供給側受損，將對經濟增長施加持續的負面影響。而次貸危機後美國財政刺激於 2010-2011 年過早退出，也對其經濟修復形成了阻礙。主流經濟學家們普遍認為，可以預見的長期低利率環境也為加大財政刺激提供了便利條件。

前瞻地看，全球宏觀政策的“雙寬鬆”將至少持續至 2021 年末。一方面，當前新冠疫情仍在愈演愈烈，將至少持續到明年。另一方面，疫情高峰過後，各國將普遍面臨疫後重建的艱巨任務。儘管由封鎖/隔離導致的供給衝擊減弱，但各國經濟將面臨居民和企業資產負債表受損帶來的需求衝擊，政府仍然需要維持政策寬鬆刺激總需求。

三、“新冠復蘇”：乏力的“廣義 V 型”

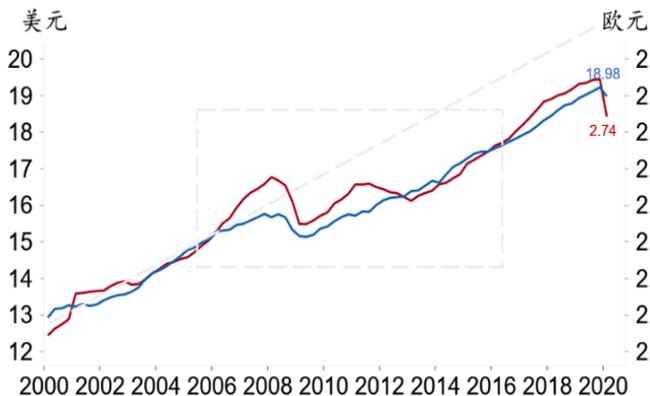
全球經濟未來的復蘇路徑仍然存在高度不確定性。一百年前西班牙流感曾三次爆發，今年下半年北半球的新冠疫情也存在二次爆發的風險。二次爆發情形下，尚未完全恢復的經濟可能二次探底，呈現雙 V 型或 W 型的走勢。依據過往經驗，疫情的二次衝擊力度和影響範圍將顯著弱化。

次貸危機後，美歐的經濟復蘇就呈現出兩種不同的走勢：美國的形態近似 V 型，而歐元區隨後遭受了歐債危機的二次衝擊，從而呈 W 型。值得關注的是，次貸危機及歐債危機的衝擊過後，美歐經濟並未出現“報復性反彈”：儘管美歐經濟增長的斜率恢復至危機前水準，但經濟總量卻顯著低於危機前的趨勢水準。

⁴ Mai Dao and Prakash Loungani, “The Human Cost of Recessions: Assessing It, Reducing It,” International Monetary Fund, November 11, 2010.

圖 11: 次貸危機後的美歐經濟復蘇形態

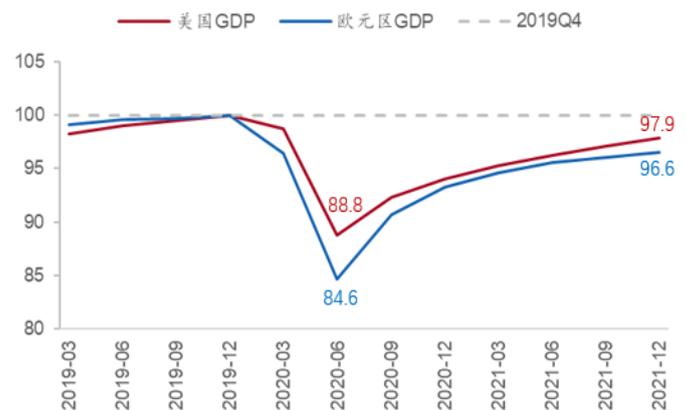
次貸危機後美歐經濟修復呈Nike型和W型 (萬億)
 - 美國不變價GDP - 歐元區不變價GDP (右軸)



資料來源: BEA、Eurostat、Macrobond、招商銀行研究院

圖 12: 美國、歐元區 GDP 修復程度預測

美歐 GDP 相較 2019 年四季度



資料來源: 招商銀行研究院

令人寬慰的是，全球經濟大概率已於上半年見底。中國疫情防控最為有效，一季度 GDP -6.8% 的同比增速已成為 GDP 增速的底部。歐洲（除俄羅斯）疫情高峰已過，每日新增確診病例維持在 9,000 例左右，各國已於 5 月開始逐步重啟經濟，GDP 增速的底部大概率將出現在二季度。美國 6 月零售總額已深 V 反彈，接近疫前水準。目前美國疫情雖然大幅反彈，但考慮到美國民意以及進入最後階段的總統選舉，社交隔離措施的實施力度大概率將小於 4 月，對經濟的負面影響也將相應小於當時，下半年美國經濟大概率也將好於二季度。

基準情形下，全球經濟今明兩年的 GDP 增長很可能將呈現出類似 Nike 商標的“廣義 V 型”修復：斷崖式下跌於今年二季度觸底，隨後緩慢修復，且斜率逐步放緩。

美國方面，儘管 5 月復工後其經濟超預期反彈，二季度的底部有望好於此前預期，但受疫情實質性反彈影響，之後的修復斜率將更為平緩。預計美國今年 GDP 增速在 -5.8% 左右，2021 年可望實現 3.4% 的增長，GDP 至 2021 年末將恢復至 2019 年末 97.9% 的水準。

歐元區方面，由於更為嚴格的封鎖措施和力度相對較小的宏觀政策應對，二季度 GDP 的跌幅或顯著高於美國；由於疫情得到較好控制，隨後其經濟的修復或快於美國。預計歐洲今年全年 GDP 增速在 -8.6% 左右，2021 年可望實現 4.8% 的增長，GDP 至 2021 年末將恢復至 2019 年末 96.6% 的水準。

四、中國前景：“凱恩斯窗口期”下的喜與憂

由於疫情控制得力，中國的宏觀刺激力度遠小於西方發達國家。上半年中國央行下調一年期MLF利率30bp至2.95%，常規貨幣政策空間仍然充足；廣義財政赤字（含國債、一般債、專項債及特別國債）相較上年增加3.6萬億，相當於GDP的3.6%。但受貨幣政策和財政政策前置發力影響，一季度中國宏觀槓桿率仍然跳升13.9個百分點至259.3%，今年的《政府工作報告》中也隱去了“宏觀槓桿率基本穩定”的表述。

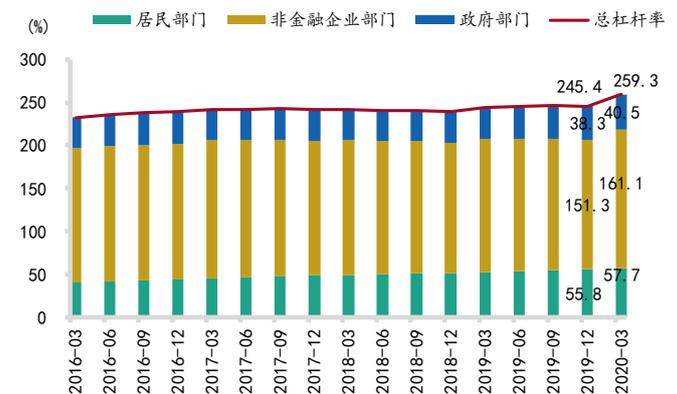
圖 13：今年中國廣義財政赤字增加 3.6 萬億



資料來源：IMF、招商銀行研究院

圖 14：一季度中國宏觀槓桿率跳升 13.9pct

我國宏觀槓桿率水平（社科院口徑）



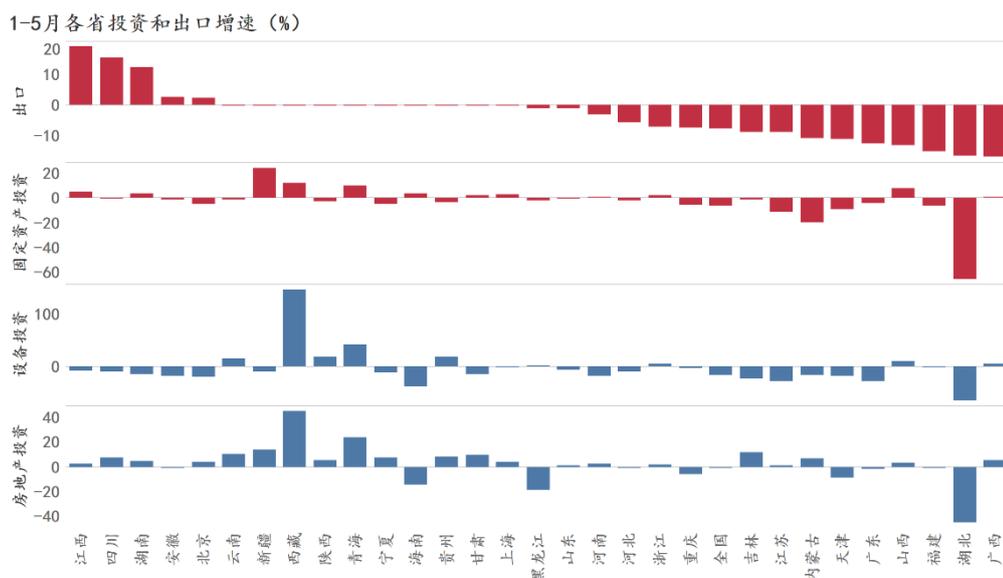
資料來源：Wind、招商銀行研究院

雖然政策刺激比較溫和，但仍然支撐了中國經濟的顯著反彈。分省份看，這一反彈中有“喜”也有“憂”。

“喜”的方面：一是房地產韌性強。上半年廣東省土地成交火爆，其中廣州、深圳、東莞、佛山1-6月土地出讓收入同比分別增長81.4%、25.7%、177.0%、52.8%，5月末廣州、深圳、東莞住宅價格指數同比分別增長0.1%、0.6%、5.9%，下半年房地產投資或將顯著上行；其他重要省份中除湖北外房地產投資均較好，其中四川、湖南景氣度尤高。二是基建發力明顯。廣東和中西部基建正在發力，下半年專項債發行規模明顯超過去年，配合貸款的增長，基建投資增速仍將上升。三是“南方不亮北方亮”。山東今年投資、外貿、工業、地產均好於全國平均水準，疫情對其醫藥、紡織行業有利，油價下跌對其煉化行業有利。四是“中部崛起進行時”。以四川、江西、湖南為代表的部分省份外貿和工業景氣度較高，產業鏈內遷漸露端倪。

“憂”的方面：一是經濟龍頭產業空心化苗頭顯現。廣東、江蘇進出口和工業投資較差，尤其是廣東明顯出現了產業鏈外遷現象，房地產有過熱跡象，就業隱憂浮現。二是居民槓桿高企，風險上升。例如，浙江土地出讓收入連續多年全國領先，房地產景氣度較高，但居民存款增速顯著低於貸款增速，居民槓桿率上升孕育著風險。三是新動能缺位的工業復蘇持續性存疑。河南、湖南設備投資增速低，建安投資驅動的工業投資增速或難持續。四是疫情以及最近的水災對經濟施加的不確定性影響。

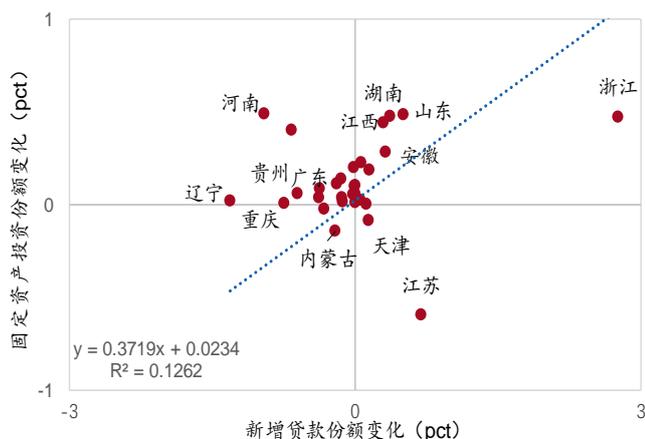
圖 15：中國經濟反彈中各省有喜有憂



資料來源：Wind、招商銀行研究院

圖 16：上半年貨幣擴張對經濟的積極影響⁵

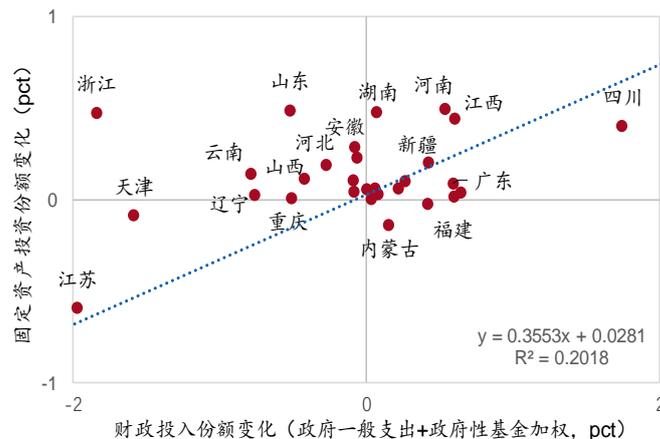
新增貸款與固定資產投資變化 (2020.5減2019.12)



資料來源：Wind、招商銀行研究院

圖 17：上半年財政擴張對經濟的積極影響⁶

財政投入與固定資產投資變化 (2020.5減2019.12)



資料來源：Wind、招商銀行研究院

⁵ 為了將全國的各省情況進行比較，圖中各省指標均除以全國總量以標準化。其中，固定資產投資份額變化：指 2020 年 5 月各省固定資產投資累計值佔全國的份額與 2019 年 12 月所佔份額的變化。新增貸款份額變化：指 2020 年 5 月與 2019 年 12 月各省新增本外幣各項貸款餘額佔全國的份額變化。由於湖北省受疫情影響，各項指標均大幅低於全國平均水準，並未體現在圖中。

⁶ 財政投入指數：採用各省政府一般性支出和政府性基金支出加權擬合得到，其中政府性基金支出根據收入端各省地方政府專項債和地方政府土地出讓收入等估算。

展望下半年，中國經濟中最大的確定性因素是“凱恩斯視窗”，即擴張性的財政給經濟帶來的拉動效應。未來數月政府債券發行量和貸款金額都將保持大幅增長。根據《政府工作報告》測算，下半年政府債券淨發行或將達到4.57萬億，比2019年下半年增加104%，預計大部分將在10月前發行完畢。根據央行易綱行長在陸家嘴論壇上的講話測算，下半年新增貸款約為7.4萬億，新增社融約為12.2萬億，分別是去年同期的1.04倍和1.1倍。這將帶來多重影響：一是下半年經濟增速大概率將顯著反彈；二是為了配合發債，三季度貨幣政策或適度給予流動性支持，當前貨幣政策的“結構性”轉向，是為精準滴灌實體經濟，而不是寬鬆立場的反轉。但貨幣政策邊際轉向，仍將加大貨幣市場和債券市場的波動；在經濟修復、流動性保持相對寬鬆、資本市場改革開放繼續發力的多重支持下，股票市場或維持強勢。

新冠疫情仍是下半年中國經濟所面臨的最大不確定性。若疫情於冬季加劇，防疫措施再度趨於嚴格，將對尚未復蘇的經濟造成猛烈的二次衝擊，屆時中國將不得不採取更大力度的財政和貨幣刺激，甚至實施某種程度的財政赤字貨幣化。在寬鬆政策的刺激下，資產價格可能顯著走高，但經濟所面臨的中長期風險將大幅上升。

此外，中美貿易摩擦仍將對中國經濟施加負面影響。中美貿易摩擦自2018年開始以來歷經反復：同年11月有所緩和，去年5月又趨於惡化，之後中美雙方於去年10月訂立了第一階段貿易協定。今年美方對中國的遏制措施加碼，包括部分產品恢復加征25%的關稅，以及對華為的嚴厲制裁等，但短期內還未對中國經濟造成顯著衝擊。年底美國大選之後，雙方仍然有通過談判緩和衝突的機會。

基準情形下，下半年經濟將延續復蘇態勢，全年GDP增長2.2%。

經濟復蘇的動力主要有三：

一是投資發力，預計下半年基建投資將穩步增長，房地產投資展現韌性；

二是消費回升，年末單月社零增速有望達到去年同期水準；

三是需求回暖拉動產銷增長，企業營收和利潤的改善有望持續。

作為政策支撐，財政政策空間尚存，同時制度性減稅降費政策有望進一步推進；貨幣政策保持結構性寬鬆立場，未來總量性的“寬貨幣”政策或將趨於收斂，結構性的“寬信用”政策將持續發力；今年末M2和社融增速或將分別上升至10.8%和13%，下半年1年期和5年期LPR可能分別調降10bp、5bp至3.75%、4.6%。

在疫情未出現二次爆發和中美關係緩和的樂觀情形下，預計全年GDP增速可達到3%；而在疫情二次爆發和中美經貿摩擦加深的衝擊情形下，全年GDP增速可能跌至-2%。

表 2: 2020 年中國經濟預測

指标	2018	2019	2020H1	2020F		
				基准	乐观	冲击
实际 GDP	6.7	6.1	-1.6	2.2	3.0	-2.0
社会消费品零售总额	9.0	8.0	-11.4	-2.0	0	-6.0
全社会固定资产投资	5.9	5.4	-3.1	3.8	6.0	-1.0
基建投资	1.8	3.3	-0.1	12.0	14.0	5.0
制造业投资	9.5	3.1	-11.7	-6.5	-3.0	-10.0
房地产投资	9.5	9.9	1.9	7.0	10.0	4.0
出口 (以美元计)	9.9	0.5	-6.2	-4.3	-2.0	-8.0
进口 (以美元计)	15.8	-2.7	-7.1	-5.1	-3.0	-10.0
CPI	2.1	2.9	3.8	2.4	2.6	2.0
PPI	3.5	-0.3	-3.0	-2.0	-1.0	-3.0
新口径社融增速	10.3	10.7	12.8	13.0	14.0	12.0
M2	8.1	8.7	11.1	10.8	11.5	10.0
人民币贷款增速	13.5	12.3	13.2	12.7	13.8	12.0
降准预期						
次数	4	3	3	5	4	5
幅度(bp)	250	150	50	100	100	150
利率						
1年期基准存款	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
1年期基准贷款	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
10年期国债利率	3.23	3.14	2.76	2.90	3.00	2.80
1年期 LPR:年末	-	4.15	3.85	3.75	3.85	3.65
5年期 LPR:年末	-	4.8	4.65	4.60	4.65	4.50
上证综指	2,494	3,050	2,750	3,000-3,300	3,300-3,800	2,700-3,000
USDCNY	6.6	6.9	7.04	6.8-7.1	6.7-7.0	6.9-7.2
伦敦金	1,269	1,394	1,645	1,900	1,850	2,000

注：2020年基準情形下的降准次數統計為5次（1、3、4、7月、Q4），合計100bp（僅計算全面降准幅度）。央行已於1月全面降准50bp、於3月普惠降准、於4-5月定向降准100bp，預計7月定向降准、四季度全面降准50bp。

資料來源：Wind、招商銀行研究院預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D) 在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。