



太和智库
Taihe Institute

太和财经

经济艰难复苏，股市震荡上行

太和智库 2020年7月 刊



关注时代
On Times We Focus

地址：北京市朝阳区东三环南路甲52号顺迈金钻大厦23层
电话：010-84351977 网址：www.taiheinstitute.org

目 录

报告主要观点.....	1
一、热点评析.....	5
(一) 金融市场热点评析.....	5
1. 社融数据再超预期.....	5
2. 货币政策或趋于收紧.....	5
(二) 国内经济热点评析.....	6
1. 艰难的经济复苏.....	6
2. 需求层面动力缺失，工业生产助力复苏.....	8
二、宏观经济走势预判.....	11
(一) 中国宏观经济预判.....	11
1. 价格走势分析.....	11
2. 贸易走势分析.....	15
3. 固定资产与房地产投资走势分析.....	20
4. 消费走势分析.....	24
(二) 全球宏观经济热点评析.....	27
1. 经济热点事件.....	27
2. 事件分析.....	28

三、金融市场走势预判.....	30
1. 国内股票市场开始降温.....	30
2. 黄金物有所值.....	33
3. 国内债市调整收尾.....	34

报告主要观点

《太和财经（2020年7月刊）》对2020年6月全球金融经济热点事件、全球宏观经济走势和金融市场走势分析如下：

1. 社融数据超预期，但可持续性存疑。社融数据再超预期，信贷和政府债券是6月社融增量的主力军。人民币贷款方面，受益于消费和房地产销售边际改善，居民部门贷款增长明显。而企业部门的贷款增长则要辩证看待，一方面，由于新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）在国内得到有效控制后，生产有序推进，企业融资需求有所恢复，同时随着本年的基建资金和项目逐渐落地，相应的贷款需求也在增加。另一方面，随着政府货币政策基调转向稳健，企业部门融资持续增长的可能性不大。展望未来，下半年的货币政策、信用政策预计将回归正常化，极度宽松的可能性很低。企业部门、居民部门的融资将主要靠自身需求推动。考虑到疫情困扰下国内外需求都难以有大幅的提振，预计企业部门、居民部门融资需求短期报复性增长的可能性很低。

2. 艰难的经济复苏。虽然我国经济总体回升的态势在全球范围内首屈一指，但疫情的冲击对经济恢复的负面影响短期内不会结束。我国供给侧与需求侧的恢复存在明显“错位”，国内宏观经济的“断层”现象十分明显，如果内需迟迟无法扩大，上游企业订单将难以消化，未来经济发展的难度将进一步加大。同时，外需持续疲软已成定局，随着贸易不确定性的持续增加，国内出口型企业，特别是其中的民营企业将会受到严重影响。在贸易下行、

投资不稳的情况下，2020年第二季度的消费并未出现类似于2003年“非典”过后的报复性反弹。预计下半年GDP增长会以投资和地产的再度出山作为主要动力，但在经济结构“断层”的矛盾无法缓解的条件下，经济增长的含金量必然走低。

3. 中国价格走势评述：2020年6月CPI与PPI双双触底反弹，出现上涨态势。6月CPI有所回升的主要原因是天气等短期因素的影响导致食品类价格的上涨。而PPI的上涨则主要是受到国际油价上涨以及大宗商品需求有所修复的影响。**CPI方面**，预计短期内稳中略有上升，经济“通缩转通胀”的结构性矛盾依然存在。**PPI方面**，预计整体将处于持续回升阶段。

4. 中国外贸走势评述：从2020年6月贸易数据来看，单月进出口增速年内首次转正，超出市场预期。出口方面，**2020年6月出口增速略超市场预期**，出口继续呈现出过去半年来韧性较强的特征，主要原因有以下三点：**第一**，受益于抗疫“时间差”的红利；**第二**，受益于防疫物资的大量出口；**第三**，受益于劳动密集型产品出口的增长。进口方面，**2020年6月进口增速强势回弹**，大超市场预期，且是自疫情暴发以来的首次转正，这表明我国内需正逐步回暖，主要原因有以下三点：**第一**，以粮食和大豆为主的农产品进口数量显著增长；**第二**，以铁矿砂、原油、成品油以及铜材为主的大宗商品进口数量大幅增加；**第三**，以集成电路和半导体器件为主的工业产品进口数量也出现了明显增长。

5. 中国投资走势评述：从投资的长期走势看，剔除疫情影

响，中国投资增速近年来仍是逐渐下降的。经过2009年、2012年两轮4万亿刺激后，总体投资额过剩，投资效率急速下滑，传统投资的边际收益递减。然而，中国高新技术产业投资仍然在逆境中增长。如果能够借此契机，找到除房地产以及基建投资之外新的经济增长点，高新技术产业方面的投资将成为更健康并可能有合理回报的投资方向。

6. 美国劳动力市场评述：从2020年开始，美国经济一直受到疫情、国内外不确定因素的影响，内需外需的同步衰退基本熄灭了美国经济复苏的希望，无论是国内产业链的断裂还是全球贸易链的破坏都使得美国的就业情况十分堪忧。同时，美国劳工部发布的失业率统计口径十分微妙，片面的统计口径难以表现真实数据。一方面，受美国救济措施等影响，美国出现了失业率和居民收入同步走高的矛盾现象；另一方面，疫情期间居民部门消费下降，大量资金重新被金融市场吸纳，收入走高与消费减少的矛盾现象也表明美国政府的救济政策难以挽救美国经济，美股的短期走高并不能替美国消费疲软“遮羞”。

7. 国内股票市场评述：股市方面，国内股票市场开始降温。经过6月较为温和的涨势后，国内股票市场在2020年7月初迎来了一波强劲上行，但这次大涨主要归因于中央政府于2020年7月初发布的一系列政策。值得注意的是，股市出现“爆发性”牛市的概率较低，市场中大概率出现的情况是资金在不同板块间游走，股票的价格将随着资金在板块间轮换而呈现震荡上行的走

势。因此，股市短期内存在较高的风险。股票市场“逆向投资”是短期较为安全的策略，在趋势明确前不建议盲目追风。

8. 大宗商品市场评述：受疫情影响，黄金本身具有的避险价值使其吸引了大量的投资需求，且各国之间的关系在此次疫情中的不确定性日益增强，使得汇率的震荡风险加强，黄金的避险价值进一步强化。同时，为了对冲疫情对经济带来的影响，世界各国均已执行较为宽松的货币政策，尤以美元“滥发”为甚，因此引发的货币贬值进一步刺激金价上涨。由此可见，黄金依然有着足够的上升空间，与黄金相关的股票，基金，期货、期权等衍生品都具备配置的价值。

9. 债券市场评述：与7月初股市大好的走势不同，国内债市受银行间市场利率升高的影响呈现熊市走向，而美国十年期国债收益率则于6月下旬至7月上半月期间稳定下行，这意味着疫情期间的避险情绪仍然没有消退，美国国债依然是资金的重要流向。考虑到市场情绪短期内更偏向于避险，由此而言，3%左右基本已是十年期国债收益率短期的顶点，其可持续性有限，调整已经进入收尾阶段，债市仍然有向好的可能。

一、热点评析

(一) 金融市场热点评析

1. **社融数据再超预期**：2020年6月新增社会融资规模3.43万亿元，比去年同期多增8099亿元；6月人民币贷款增加1.81万亿元，同比多增1474亿元。6月M2货币供应同比增长6.5%，增速比上月末下降0.2个百分点，比去年同期高2.1个百分点。

2. **货币政策或趋于收紧**：6月新增社融3.43万亿元，同比多增8099亿元，其中信贷和政府债券是6月社融增量的主力军。6月信贷规模达到1.9万亿元，环比上升0.3万亿元，信贷增速13.3%。6月政府债券净融资7400亿元，同比增速17.1%，低于5月的1.14万亿元，但依然明显高于1-4月和去年同期。同时，6月企业债券融资规模3311亿元，明显低于今年3、4月，非标融资基本保持平稳。

人民币贷款方面，总量增加明显。分部门看，住户部门贷款增加9700亿元，其中，短期贷款增加3400亿元，中长期贷款增加6300亿元；企（事）业单位贷款增加11,300亿元，其中短期贷款增加4000亿元，中长期贷款增加7300亿元。整体来看，受益于消费和房地产销售边际改善，居民部门贷款增长明显。而企业部门的贷款增长则要辩证看待，一方面由于疫情后的生产有序推进，企业融资需求有所恢复，同时随着本年的基建资金和项目逐渐落地，相应的贷款需求也在增加。不过另一方面，随着政府货币政策基调转向稳健，企业部门融资规模持续增长的可能性存

疑。

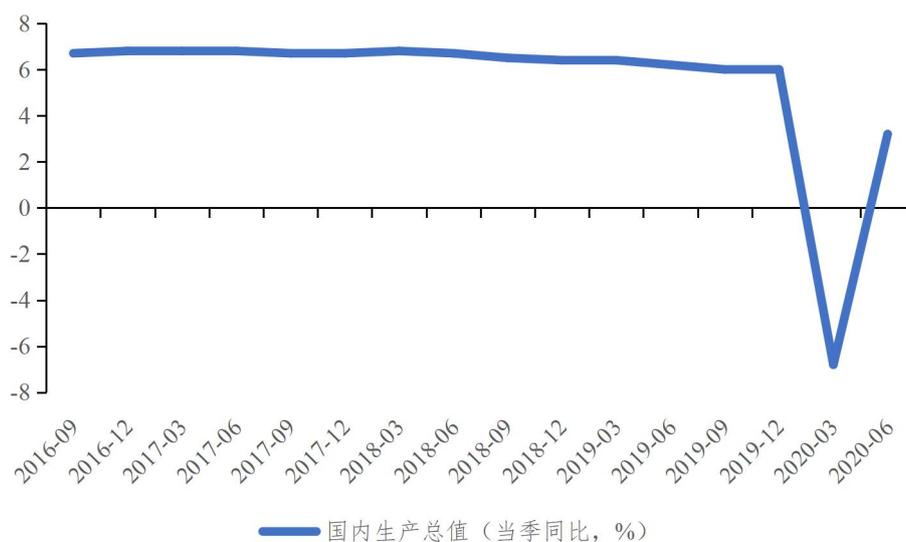
M1 增速明显走弱。6 月 M1 增速从 6.8% 下降到了 6.5%，M2 同比增速持平于 11.1%。**M1 的低迷反映了企业部门现金流的情况，虽然企业部门信贷融资走强，但是部分行业依然处于一定困境，企业经营活动现金流改善不佳。**

7 月 7 日，人民银行联合银保监会在北京召开金融支持稳企业保就业工作座谈会。央行对信贷的态度也明显发生了变化。会议明确要求，要把握好信贷投放节奏，与市场主体实际需求保持一致，确保信贷资金平稳投向实体经济。再结合央行近期在流动性投放等方面边际收紧，不难看出货币政策的宽松态度已经发生边际转变，未来央行将采用更加适度宽松和灵活的货币政策。

展望下半年的货币政策和信用政策，太和财经预计二者将回归于正常化，极度宽松的可能性很低。企业部门、居民部门的融资需求将主要靠自身需求推动。考虑到疫情困扰下国内外需求都难以有大幅的提振，不难看出企业部门、居民部门的融资需求增长潜力仍然有限。同时，考虑到国债和专项债后期发行量会有所回落，太和财经对下半年的社融数据持谨慎态度。

（二）国内经济热点评析

1. 艰难的经济复苏。2020 年第二季度国内生产总值 25.01 万亿元，实际同比上升 3.2%，较 2019 年第二季度降低 3 个百分点；2020 年上半年国内生产总值 45.66 万亿元，实际同比下降 1.6%。



疫情得到有效控制后，我国经济结构分化仍然明显。第三产业仍是支撑 2020 年二季度以及上半年 GDP 的主要产业类型。具体来看，2020 年二季度，第一产业增加值 15,867 亿元，同比增长 3.3%；第二产业增加值 99,121 亿元，同比增长 4.7%；第三产业增加值 135,122 亿元，同比增长 1.9%。由此可见，三大产业增加值在经历了第一季度的大幅回落后全面回弹，其中，第二产业的复产复工进程效率最高，加之国内需求在第二季度初步恢复，因此其增幅为三大产业中最高。第三产业增加值的回弹虽然为三大产业中的最低，但考虑到疫情对于餐饮、旅游等终端部门造成了严重的负面冲击，同时叠加同期的高基数以及恢复缓慢的线下消费，因此，第三产业的修复阻力要远多于第二产业。另外，从累计数据看，2020 年上半年，第一产业增加值 26,053 亿元，增长 0.9%；第二产业增加值 172,759 亿元，下降 1.9%；第三产业增加值 257,802 亿元，下降 1.6%；我国第二、第三产业仍处于下降区间，疫情对经济活动的冲击远未得到彻底修复。

2. 需求层面动力缺失，工业生产助力复苏，供需“断层”逐渐加大。从需求层面看，外贸无法扮演拉动增长的“马车”，基建与地产投资仍是逆周期政策的主要动力，报复性消费成为历史。考虑到疫情在全球范围持续扩散，外需回暖遥遥无期，进出口贸易虽然数据亮眼，但主要受到同期低基数、防疫物资需求以及企业抢单等因素影响才出现超预期回弹，而这并不能成为拉动经济回弹的主要引擎。事实上，在进出口方面，当下错综复杂的贸易增长在很大程度上是受到非经济因素影响而非经济基本面的好转，贸易数据的高企并不能成为经济数据回弹的动力。

在投资方面，基建投资仍然有着“再度出山”的基本条件，尽管2020年6月受到专项债融资以及洪灾拖累的影响出现微幅放缓，但并未对整体走势造成决定性影响。同时值得注意的是，房地产开发投资的“韧性”持续超预期，楼市再度成为货币流动的终点。在消费方面，社会零售总额数据增幅的收窄表明“报复性”消费没有出现，这符合太和财经前期预判。一方面，同期汽车消费升温造成的高基数使得本轮消费的增长空间进一步得到压缩，本次疫情对交通、旅游等行业的打击也令汽车消费受到重创；另一方面，内需仍处于回落的趋势之中。疫情积压的需求已经在2020年4、5月基本释放，本次消费增幅的收窄也证明内需实质上的疲软。最大的原因之一便是，扣除价格因素的上半年人均可支配收入实际下降1.3%，可支配收入增速处于下行趋势，限制了消费需求的增长。综上所述，在消费增长缺乏基本面，外贸不确定

性因素持续增大的背景下，投资成为需求层面拉动经济的唯一动力。

实际上，我国 GDP 核算更多的是来自供给端，工业增加值的超预期上行成为上半年经济复苏的重要助力。对规模以上工业企业的快速调查显示，工业企业开工情况从年初严重不足到逐步恢复，2020 年二季度开工复产后又大幅好转。截至 6 月中旬，规模以上工业企业已基本全面开工，其中有 68.4% 的企业达到正常产能的八成以上，较 4 月上旬上升 17.2 个百分点。伴随复工复产的全面推进，2020 年上半年规模以上工业增加值降幅逐步收窄，同比下降 1.3%，降幅较一季度收窄 7.1 个百分点。其中，二季度工业生产同比增长 4.4%，一季度为下降 8.4%。分三大门类看，2020 年二季度，采矿业、制造业以及电力、热力、燃气及水生产和供应业均实现由降转升，同比分别增长 1.1%、5.1%、3.2%，其中制造业恢复最为明显，扭转了一季度大幅下降 10.2% 的趋势，增速已接近去年同期水平。值得注意的是，装备制造业的显著回升和高新技术制造业的快速增长，是拉动工业生产增长的两大有力因素：2020 年二季度，装备制造业增加值同比增长 9.5%，而 2020 年一季度为下降 14.0%，为回升幅度最大的行业板块，且增速高于去年同期 4.2 个百分点，高新技术制造业增加值同比增长 9.8%，而一季度为下降 3.8%，为增速最高的行业板块，与去年同期水平基本持平。从单月数据看，2020 年 6 月份，三大门类分别增长 1.7%、5.1%、5.5%，较上月均有所提高或至

少保持稳定。同时值得关注的是，工业企业利润一直是太和财经最为担忧的问题之一，而在成本压力缓解、价格变动等有利因素作用下，工业企业利润在 2020 年 5 月份实现今年首次正增长，同比增长 6.0%，营业收入利润率为 6.82%，为今年首次同比提高。其中，石油加工、电力行业利润分别增长 8.9%、10.9%，化工、钢铁行业利润明显改善，降幅较上月大幅收窄。前 5 个月，工业企业效益状况呈逐月好转趋势，累计利润降幅逐月收窄。

总体而言，虽然我国经济总体回升的态势不可否认，但疫情冲击下经济复苏仍然面临诸多困难。**首先**，我国供给侧与需求侧的恢复存在明显“错位”，国内宏观经济的“断层”现象十分明显，在以工业经济为代表的生产端强势回弹的背景下，如果内需迟迟无法扩大，上游企业订单将难以消化，从而会导致经济增长面临“无源之水”的困境，保持较高增速的难度进一步加大。**其次**，考虑到彻底消除疫情带来的负面冲击仍需时日，外需持续疲软已成定局，这会进一步抑制未来的进出口贸易。随着贸易的不确定性持续增加，国内出口贸易相关企业，特别是其中的民营企业将会受到严重影响，以至于国内就业水平甚至受到冲击。**最后**，尽管基建和地产将会持续发力，但正如太和财经反复强调的，基建只能作为特殊时期的缓冲，随着基建效率的走低，其后遗症将十分严重。在贸易下行、投资不稳的情况下，2020 年第二季度的消费并未出现类似“非典”过后的报复性消费，各地出台的消费券等刺激消费的政策并没有带来实际性的消费回升效果，国内消费能

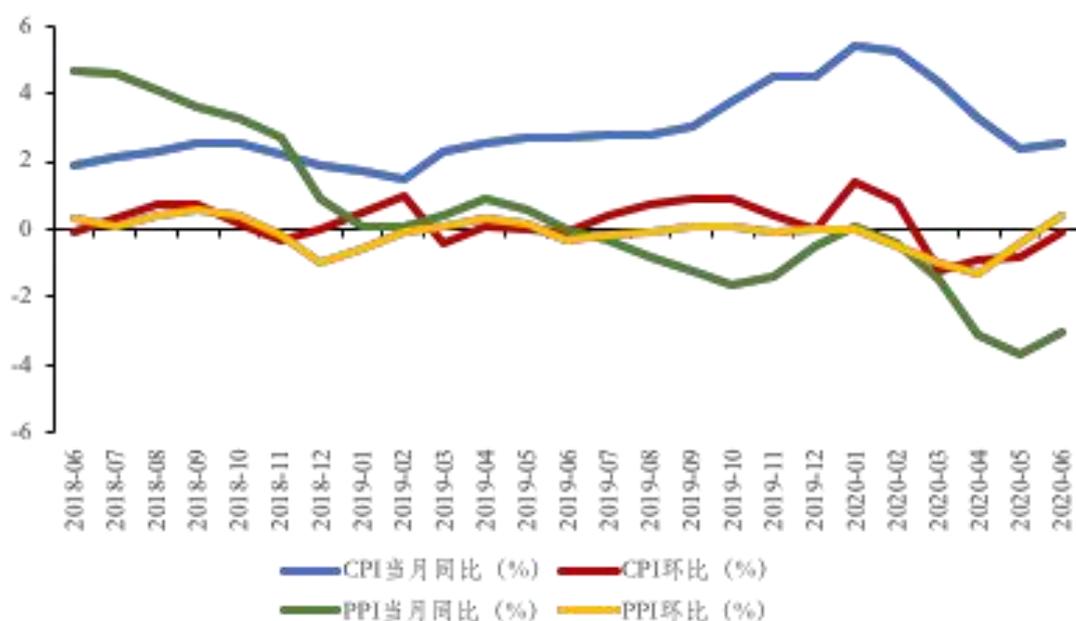
否在下半年顺利回升仍然取决于国际疫情的控制程度、国内居民收入水平和居民部门的债务情况。

综上所述，太和财经预计下半年 GDP 会以投资与地产的再度出山作为主要动力，从而保持回弹，但其面临的压力依然较大，在经济结构“断层”的矛盾没有缓解的条件下，经济增长的含金量必将走低。

二、宏观经济走势预判

（一）中国宏观经济预判

1. 价格走势分析。2020 年 6 月，CPI 同比上涨 2.5%，增幅较上月上涨 0.1 个百分点；环比下降 0.1%，降幅比上月收窄 0.7 个百分点；PPI 同比下降 3.0%，降幅较上月扩大 0.7%；环比上涨 0.4%，降幅比上月收窄 0.8 个百分点。上半年，CPI 比去年同期上涨 3.8%，PPI 比去年同期下降 1.9%。



2020 年 6 月，我国 CPI 企稳且小幅回升，结束了自 2 月以

来 CPI 不断下行的态势，但主要是受到近期南方天气和部分地区疫情反弹等短期因素带来的食品价格扰动。2020 年 6 月扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.9%，较上月回落 0.2 个百分点，核心 CPI 仍持续走弱，表明居民终端需求仍然不强。

从同比角度来看，6 月份 CPI 食品类价格上涨 11.1%，非食品类价格上涨 0.3%。食品价格同比增速较 5 月增加 0.5 个百分点，食品类价格上涨成为 6 月 CPI 回升的主要原因。而从食品类分项来看，猪肉和鸡蛋价格同比涨幅小幅回落 0.1%、1.3%，而由于今年水果供给充裕、去年同期基数水平高，导致果价的同比跌幅显著扩大，鲜果同比降幅上升 9.7%。另外，由于今年 6 月我国降雨量远高于往年同期水平，对鲜菜供给影响较为明显，鲜菜同比涨幅达到 12.7%。另一方面，从非食品类分项来看，其他用品和服务价格同比上涨 5.1%；教育文化和娱乐、医疗保健价格均上涨 1.9%；生活用品及服务价格与上月持平；交通和通信、居住、衣着价格分别下降 4.6%、0.6%和 0.4%，其中汽油和柴油价格分别下降 19.4%和 21.2%。

从环比角度来看，食品类价格上涨 0.2%，非食品类价格下降 0.1%。从食品类分项来看，在短期因素的影响下，畜肉类和鲜菜价格环比涨幅较大，分别为 2.2%和 2.8%。畜肉方面，畜肉类价格主要受到猪肉价格影响，由于前期猪肉价格下跌引发养殖户加快出栏，使得近期供给出现收紧，加之南方洪涝灾害以及猪瘟扩散的影响，猪肉价格涨幅较大，环比涨幅为 3.6%。另外，

由于6月北京疫情暴发与进口三文鱼有关，肉类进口的下降也给国内肉制品供给带来了一定压力。鲜菜价格上涨则主要是受到南方洪涝灾害的影响，加之新发地市场关停引起北方局部地区菜价短期攀升。而水果价格则由于季节性供应显著增加而大幅下降，环比降幅为7.6%。从非食品类分项来看，非食品类价格相对稳定，夏装打折促销导致服装价格下降0.2%；出行方面仍受疫情影响，飞机票和旅游价格分别下降6.1%和1.8%。

2020年6月，受国际油价、国内制造业稳步恢复以及市场需求回暖的影响，我国PPI在持续下行之后开始回升。从同比角度看，受去年同期基数偏低的影响，6月PPI同比增速上涨至-3.0%，比上月增加0.7个百分点。其中，生产资料价格同比下降4.2%，降幅收窄0.9个百分点；生活资料同比增长0.6%。

从环比角度看，6月PPI环比增速上涨至0.4%，比上月增加0.8个百分点。其中，生产资料价格环比上涨0.5%，比上月增加1个百分点，采掘工业、原材料工业和加工工业价格分别环比上涨4.9%、0.7%、0.2%；生活资料价格环比上涨0.1%，比上月增加0.4个百分点。其中，受降雨天气以及局部疫情复发等短期因素影响，食品成本上涨，食品类生活资料价格环比上涨0.3%；而衣着类与耐用消费品类仍处于去库存的阶段，两者生活资料价格均环比下降0.1%；一般日用品类环比与上月持平。从行业分类来看，受巴西、智利等能源供给国疫情的影响，以及OPEC+延长减产协议期限，能源供给端出现供应不足。另外，6月

PMI 新出口订单指数回升显示外需有所改善，加之国内基建加码，需求端有所改善，能源、化工、有色以及黑色金属均出现显著上涨。其中，石油天然气开采价格环比从上月-9.1%上涨至38.2%；石油、煤炭及其他燃料加工业价格环比从上月-4%上涨至1.7%；化学原料和化学制品制造业价格环比从上月-1.2%上涨至0.4%；黑色金属冶炼和压延加工业价格环比上涨1.9%；有色金属冶炼和压延加工业价格环比上涨至1.9%。这五个行业影响PPI 上涨约0.42个百分点。

总体来看，2020年6月CPI与PPI双双触底反弹，出现上涨态势。影响6月CPI回升的短期因素是天气、气候、疫情等，而PPI的上涨则主要是受到国际油价上涨以及需求有所修复的影响。

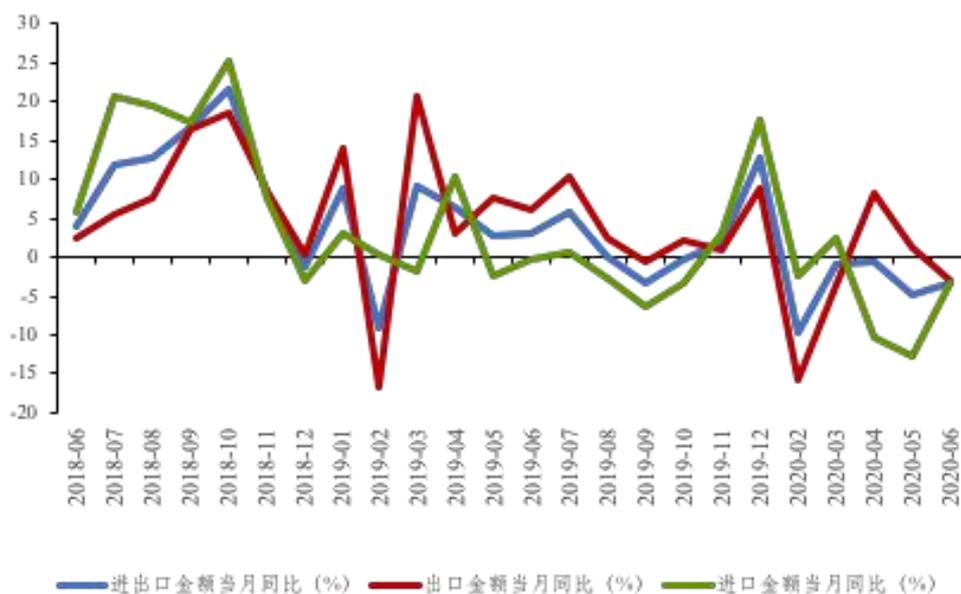
太和财经预计CPI短期内将“稳中略升”，但长期看，“通缩转通胀”的风险依然存在，且风险较高。短期内，CPI仍然会受到南方洪涝灾害和局部地区疫情反复的短期因素影响。但是，随着短期因素影响的消失，在猪肉供给与蔬菜季节性波动的主导下，CPI仍具下行动力。7月中下旬后随着降雨带北移，南方洪涝灾害压力或有所好转，生鲜食品类供应或有所改善。疫情方面，北京疫情已基本得到控制，虽然7月新疆、辽宁突发疫情，但依旧可控，且影响是局部的。较去年同期水平来看，影响CPI的核心变量仍然是猪肉价格。一方面，在猪瘟可控的情况下，由于母猪补栏领先于生猪出栏，随着生猪存栏的逐步恢复，猪肉供给在

下半年有望改善，猪肉价格大幅上涨的可能性较小；另一方面，同期高基数决定了即便猪肉价格继续上涨，同比仍会在8-10月份走低。另外，非食品方面，虽然随着疫情常态化，经济正逐步回暖，商品服务价格环比有望回升，但是受制于当前去库存阶段以及近期股市的良好表现，居民消费需求或被抑制。

PPI方面，太和财经预计其整体将处于反弹回升阶段。从国际市场看，发达国家疫情进入后周期阶段，经济陆续重启，外需有所增加，表明国际需求正在逐步改善。供给端OPEC+减产协议开始执行，后续原油价格有望继续提升。然而，作为资源国的新兴市场国家疫情形势依然比较严峻，依旧存在一定的资源供给压力。国内方面，基建投资不断加码，随着前期资金的落地和7月大规模抗疫国债的发行，工业品生产需求将得到有力拉动，从而带动中下游工业品价格。

2. 贸易走势分析。以人民币计价，2020年上半年全国进出口总额为14.24万亿元，比去年同期下降3.2%。其中，出口7.71万亿元，同比下降3%；进口6.53万亿元，同比下降3.3%；按美元计，2020年上半年，我国进出口总值2.03万亿美元，同比下降6.6%。其中，出口1.1万亿美元，同比下降6.2%；进口9309.5亿美元，同比下降7.1%。2020年6月单月，我国进出口总额2.69万亿元，同比增长5.1%，其中，出口1.51万亿元，同比增长4.3%；进口1.18万亿元，同比增长6.2%，贸易顺差3289.4亿元；按美元计，2020年6月中国外贸进出口3807.3亿美元，同比增长1.5%；其中，出

口2135.7亿美元，同比增长0.5%；进口1671.5亿美元，同比增长2.7%；贸易顺差464.2亿美元。



从2020年6月单月贸易数据来看，单月进、出口增速为年内首次转正，均超出市场预期。从季度来看，在经历了一季度震荡后，二季度进出口有所回稳。

出口方面，2020年6月出口增速略超市场预期，出口继续呈

现出过去半年来韧性较强的特征。主要原因有以下三点：**第一**，国内外抗疫“时间差”提供红利。我国疫情最严重时期为2020年2-3月，而我国多个重要贸易伙伴的疫情从4月迅速暴发并持续至今。随着国内复工复产的稳步推进，疫情严重的国家对我国进口需求出现增长。2020年6月，我国对印度、巴西以及南非等疫情严重国家的出口相比5月出现显著增长，出口同比增速涨幅分别为23.4%、16.7%和24%。从4-6月的单月数据看，即便是排除去年同期的基数效应以及非经济因素，出口数据都展示出了非常高的韧性。2020年3月，我国出口降幅收窄至-6.6%，4月回正，5月虽然转负但也只下滑到-3.3%，6月再度回正，增长至0.5%。**第二**，防疫物资出口大幅增加。在外需尚未得到恢复的情况下，我国出口数据仍然位于增长区间，据估算，4、5月剔除防疫物资的出口数据估计分别约为0.8%、-8.5%。因此，如果剔除防疫产品的出口，我国2020年4-6月的出口都将为负值或接近负值。2020年6月，中药材及中成药出口同比增长9.2%，医疗仪器及器械出口同比增长46.4%。由此可以说明，出口数据超预期并非一般意义上外需恢复的体现。**第三**，劳动密集型产品出口保持增长。由于我国有效的防疫措施及时重启了经济，而有潜在替代机会的国家其防疫举措未见明显效果，加之我国在全球产业链中的重要地位，无论是体量庞大的劳动密集型产业，还是占比逐步提高的高新技术产业，相对占优的成本以及逐步向好的产品质量都使得我国在全球贸易中的地位难以替代，我国贸易伙伴对我国产品的依

赖程度仍然很高。2020年6月，我国劳动密集型产品出口同比增速整体虽处于低位，但较5月已有明显好转，增速平均涨幅达11.8%，这成为拉动6月出口增长的主要因素；同时，高新技术及机电产品出口同比增速较5月也呈现出正向增长，平均增速达5%；而包括口罩在内的纺织品出口同比增速虽有下降，但仍以56.7%的同比增速处于高位。

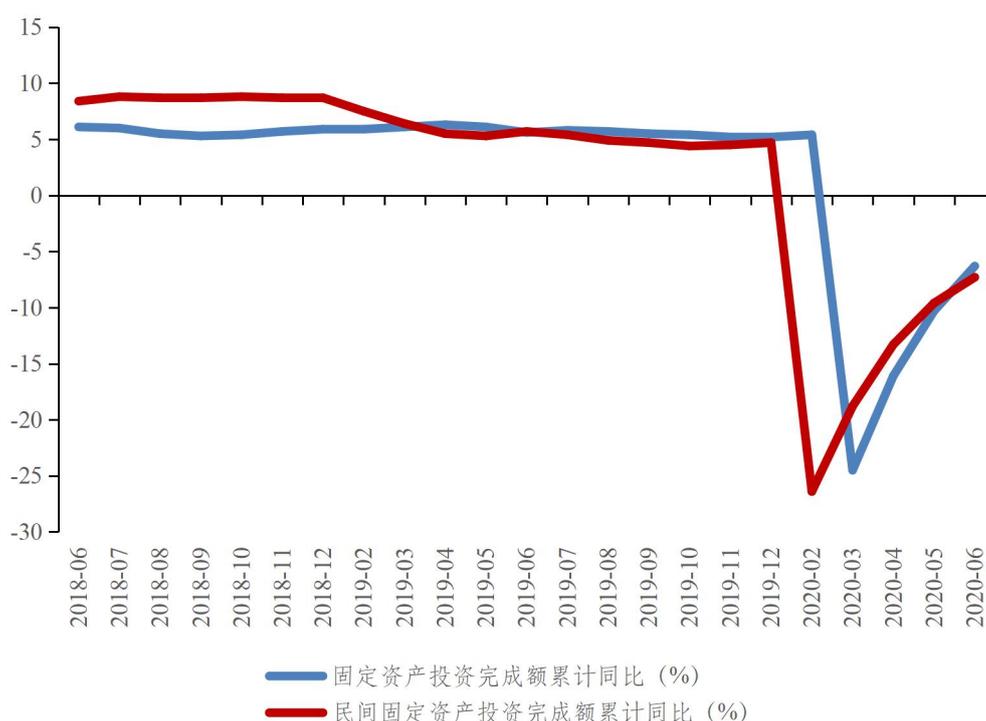
进口方面，2020年6月进口增长强势回弹，增速大超市场预期，是自疫情暴发以来的首次转正，表明我国内需有所回暖。

出现这种现象的主要原因有如下三点：**第一**，以粮食和大豆为主的农产品进口数量显著增长。2020年6月，中美第一阶段经贸协议继续执行，且巴西也是中国大豆重要的进口国，6月巴西大豆到港数量庞大，受此影响，粮食与大豆的进口数量同比增速高达79.5%、71.4%，加之大豆进口均价上涨12.7%，两者进口金额同比增速较5月也有了大幅增长，分别为77.2%、71.8%（前值为29.1%、25%）。**第二**，以铁矿砂、原油、成品油以及铜材为主的大宗商品进口数量大幅增长。2020年6月，大宗商品进口数量平均同比增速达48%。随着国内基建和房地产的进一步修复，6月我国铁矿砂和铜材进口数量同比增长35.3%、98.9%；前阶段大量购买的原油和成品油大部分在6月到港，两者进口数量同比增长34.4%、75.8%。价格方面，大宗商品进口均价平均同比下降达27%，降幅虽然较5月出现收窄，但价格仍在大幅下跌。**第三**，以集成电路和半导体器件为主的工业产品进口数量也

出现了明显增长。2020年6月，集成电路和半导体器件进口数量同比增长20.5%和4.3%，两者进口额同比增速较5月也有一定增长，分别为18.6%、21.4%（前值为11.1%、12.7%）。另外，工业产品中，汽车及汽车底盘进口的同比增速也有明显收窄，其6月同比增速为-14.6%（前值为-60%）。

分国别来看，2020年上半年贸易结构继续延续了第一季度的结构。其中，对东盟进出口延续增长态势，东盟成为我国第一大贸易伙伴，对日本进出口出现增长，而对传统贸易伙伴欧盟和美国进出口继续呈下降态势。具体来看，2020年上半年，我国对东盟进出口2.09万亿元，增长5.6%，占我国外贸总值的14.7%。其中，我国对东盟出口1.15万亿元，增长3.4%；自东盟进口9385.7亿元，增长8.5%。欧盟为我国第二大贸易伙伴，我国对欧盟进出口1.99万亿元，下降1.8%，占我国外贸总值的14%。其中，我国对欧盟出口1.21万亿元，增长1.8%；自欧盟进口7835.8亿元，下降6.8%。美国为我国第三大贸易伙伴，我国对美国进出口1.64万亿元，下降6.6%，占我国外贸总值的11.5%。其中，我国对美国出口1.25万亿元，下降8.1%；自美国进口3956.2亿元，下降1.5%。日本为我国第四大贸易伙伴，我国对日本进出口1.03万亿元，占我国外贸总值的7.2%。其中，我国对日本出口4731.8亿元，增长0.1%；自日本进口5581.2亿元，增长0.6%。此外，我国对“一带一路”沿线国家进出口4.2万亿元，微降0.9%，降幅比整体低2.3个百分点。

3. 固定资产与房地产投资走势分析。2020年1-6月，全国固定资产投资（不含农户）281,603亿元，同比下降3.1%，降幅比1-5月份收窄3.2个百分点。其中，民间固定资产投资157,867亿元，下降7.3%，降幅收窄2.3个百分点。从环比速度看，6月份固定资产投资（不含农户）增长5.91%。



中国正逐渐从疫情的负面影响中恢复过来，自2020年1-3月的触底后，投资降幅逐渐收窄、投资增速逐渐回到原有的趋势上。分产业看，第一产业投资8296亿元，同比增长3.8个百分点，增速比1-5月提高3.8个百分点；第二产业投资85,011亿元，下降8.3%，降幅收窄3.5个百分点；第三产业投资188,296亿元，下降1.0%，降幅收窄2.9个百分点。随着疫情在国内总体得到遏制，第一产业固定投资数据已经逐渐回升，甚至已经超过同期水平。

第二产业中，工业投资同比下降7.4%，降幅比1-5月份收窄

3.5个百分点。分项来看，采矿业投资下降3.9%，降幅收窄4.8个百分点；制造业投资下降11.7%，降幅收窄3.1个百分点，其中，装备制造业、消费品制造业投资降幅分别收窄2.5和4.4个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资增长18.2%，在全国已基本复产复工的背景下，电力、热力、燃气及水生产和供应业保持稳步增长态势，但制造业投资总体增速的回弹压力仍然较大，具体表现为国内疫情得到控制后化学原料和化学制品制造业等相关投资的退潮、交通运输设备制造业等相关投资因全球疫情蔓延而持续走低。

第三产业中，基建投资仍然承受较大压力。具体来看，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比下降2.7%，降幅比1-5月份收窄3.6个百分点。其中，水利管理业投资增长0.4%，1-5月份为下降2.0%；公共设施管理业投资下降6.2%，降幅收窄2.1个百分点；道路运输业投资和铁路运输业投资分别增长0.8%和2.6%，1-5月份分别为下降2.9%和下降8.8%。

房地产开发投资降幅继续收窄，各项细分指标均不同程度回升。2020年上半年，全国房地产开发投资62,780亿元，同比增长1.9%，较1-5月份提升2.2个百分点。其中，住宅投资46,350亿元，同比增长2.6%，增速比1-5月份提高2.6个百分点。具体而言，房屋新开工面积97536万平方米，同比下降7.6%，降幅收窄5.2个百分点；企业土地购置面积7965万平方米，同比下降0.9%，降幅比1-5月份收窄7.2个百分点；土地成交价款4036亿元，同比增长5.9%，

增速回落1.2个百分点。商品房销售面积69404万平方米，同比下降8.4%，降幅比1-5月份收窄3.9个百分点。同时，房地产企业融资环境持续好转，房地产开发企业到位资金83,344亿元，同比下降1.9%，降幅比1-5月份收窄4.2个百分点。

在过去半年经济数据严重下滑的背景下，房地产投资显现出较大的韧性，其对于企业信贷以及居民贷款造成的挤出效应很难在短期内得到改善。尽管近期部分城市楼市热度高、房价上涨明显、炒房问题再现，甚至有东莞、杭州、宁波、深圳等大城市出现收紧楼市的调控政策，但太和财经认为，在国内疫情已经基本控制的情况下，房地产投资仍将继续作为一个持续对冲的工具。

首先，从投资的长期走势看，剔除疫情影响，中国投资增速近年来仍是逐渐下降的。由于我国曾一度奉行“三驾马车”理论，即通过刺激居民消费、政府投资、企业出口这三个维度来促进经济增长，政府加大基建投资、央行降准降息成为了促进经济增长的常用模式。然而，经过2009年、2012年两轮4万亿刺激后，总体投资额过剩，投资效率急速下滑，投资的边际收益递减。银行不愿贷款给企业投资；企业的投资效率下滑，以至于一部分企业资不抵债、入不敷出（投资收益不足以支付杠杆利息）。这些企业债务累积过高，只能选择变卖资产和去杠杆；企业的资产负债表衰退以及借钱投资的意愿下降，从而没有能力去维持高的投资增速。

其次，投资的短期波动，可从政策和全球贸易链两方面去看。

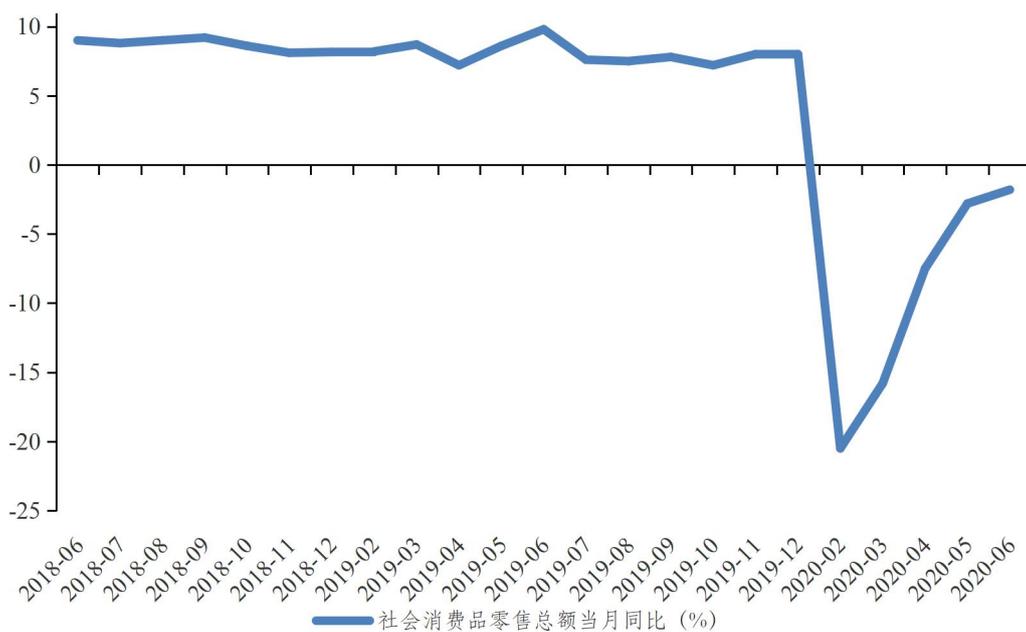
政策方面，政府增加投资托底以促进经济增长，其中，以增加基础设施建设投资为主要手段（如修铁路、修公路、造机场等），但受到两个主要因素约束：其一是挤出效应，再者是政府自身财政能力的约束。为了加大投资，而且往往是非营利的基础设施建设投资，政府部门（尤其是地方政府部门）的债务也快速积累。随着疫情的逐步稳定，以及中央一系列稳投资政策的落地实施，太和财经认为，虽然中国的投资力度仍将继续加大，但总体而言，面对基建对投资的拉动作用越来越小、政府投资基建的能力也越来越弱的现状，加大投资不是出路，需要寻找新的方法来促进经济健康持续增长。

此外，政府目前在新兴投资领域提出一系列热门概念，如“新基建”、5G等，希望拉动民间投资。太和财经认为，刚刚起步的“新基建”市场规模还未达到独当一面的程度，这些新兴领域投资与以往的政府（基建）投资相比，换汤不换药，本质都是投资驱动经济增长，虽然在GDP大幅下滑的背景下，“新基建”投资可能在短期内起到一定程度的缓冲作用，但从长远来看，考虑到内外需求很难在短期复苏，如果因为盲目投资导致债务累积等问题，那么“新基建”将引发旧问题重现。因此，投资新兴行业是一个方向，但不能盲从。简言之，通过加大投入来提高产出，进而促进经济增长的方式是不可持续的。而健康可持续的经济增长，可以通过改善生产效率、提升生产技术水平或改变生产的组织方式实现。

另一个影响短期波动的方面，就是全球贸易链的恢复进程。出口部门的投资水平在一定程度上受到国外疫情的冲击。随着我国防疫物资出口的“替代效应”因国外复产复工而逐渐减弱，中美贸易摩擦对中国企业订单的负面影响仍将持续，并极有可能导致相关出口企业投资意愿下滑、投资能力受挫。尽管如此，由于中国在国际市场上存在综合成本优势，国际供应链格局不会有本质上逆转，逆全球化是短期冲击，逆全球化向区域化的转变将是长期过程，只要企业做好准备，度过这一阶段，从长远来看，中国的贸易地位和供应链地位不会改变。

实际上，尽管美国进一步加强了对华的技术封锁，但中国高新技术产业投资仍然在逆境中增长。2020年上半年，高新技术产业投资同比增长6.3%，增速比1-5月份加快4.4个百分点。如果能够借此契机，找到除房地产以及基建投资之外新的经济增长点，高新技术产业方面的投资将成为更健康并可能有合理回报的一项投资。

4. 消费走势分析。2020年6月份，社会消费品零售总额33,526亿元，同比下降1.8%（扣除价格因素实际下降2.9%，以下除特殊说明外均为名义增长），降幅比上月收窄1.0个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额29,914亿元，同比下降1.0%。2020年上半年，累计社会消费品零售总额名义值172,256亿元，同比下降11.4%。其中，除汽车以外的消费品零售额155,869亿元，同比下降10.9%。



伴随国内疫情逐渐稳定，“六稳六保”政策的落地、中央和地方密集出台的减税降费、稳定和促进汽车消费以及各地发放消费券等多项政策措施，社会消费品零售额数据呈现持续好转的态势。具体而言，2020年6月份，城镇消费品零售额29,052亿元，同比下降2.0%，降幅比上月收窄0.8个百分点；乡村消费品零售额4474亿元，同比下降1.2%，降幅比上月收窄2.0个百分点。2020年上半年，城镇消费品零售额149,345亿元，同比下降11.5%；乡村消费品零售额22,911亿元，同比下降10.9%。

从消费类型上看，商品零售恢复较为迅速，其中餐饮和住宿行业已有可喜的改善。2020年6月商品零售30,263亿元，同比下降0.2%，降幅比上月收窄0.6个百分点；餐饮收入3262亿元，同比下降15.2%，降幅比上月收窄3.7个百分点。2020年上半年，商品零售收入157,648亿元，同比下降8.7%；餐饮收入14,609亿元，同比下降32.8%。

在实体店零售加快好转的同时，网上消费持续增长。2020年上半年，全国网上零售额51,501亿元，同比增长7.3%，比1-5月提高2.8个百分点。其中，实物商品网上零售额43,481亿元，同比增长14.3%，占社会消费品零售总额的比重为25.2%；在实物商品网上零售额中，食品类和消费类商品分别增长38.8%和17.3%，服装类商品下降2.9%。尽管国内疫情基本稳定为线下消费起到了一定的推动作用，但网上消费对实体消费的替代作用一直存在；尤其是“6·18”促销带动，使6月网上商品零售额同比增长18.6%，比5月提高了3.9个百分点。

同时值得注意的是，限额以上商品零售增速从2020年5月的2.5%回落到6月的0.4%；其中，汽车零售由于受去年同期高基数拖累，同比增速从5月的3.5%降至6月的-8.2%。

2020年6月各维度消费数据的持续回升，主要是“六稳六保”等各项促消费政策落地后的反映，但疫情对社会活动、商品流通的限制远未消除，数据仍不能恢复至2019年同期水平也表明当下终端需求的不足。值得注意的是，消费数据往往受到短期波动影响，但在当前终端需求疲软的背景下，消费的长期趋势不会持续受到短期波动的影响。从影响消费的基本面来看，消费水平难以回到同期水平主要与居民的财务状况有关，居民部门的资产负债表并未处于相对健康的状态。

一方面，从居民人均可支配收入累计增长这一数据可以看出，从2019年第一季度开始，居民人均可支配收入的同比增长就持续

处于下行区间，并在2020年第一季度转为负值。另一方面，结合社融数据可以发现，住户部门贷款持续增加，2020年4月的增量尤为明显；从国家资产负债表中也可以发现，我国居民部门的杠杆率持续攀升，2020年第一季度达到了57.7%的高位，虽然这是前期被动压抑的需求集中释放的信号，但收入增长的持续下行与居民举债过高将成为限制未来消费水平的主要因素。

（二）全球宏观经济热点评析

1. 经济热点事件：被“政治化”的美国就业数据

根据美国劳工部统计局（BLS）公布的就业报告显示，2020年6月份美国失业率降至11.1%，较2020年5月收窄2.2个百分点；同时，2020年6月非农就业人口环比增加480万，超出市场预期。同时，美股短期内的上涨也似乎预示着美国国内经济正在重启。

然而值得注意的是，最新数据显示目前美国的就业人口比仅为52.8%，而在2020年1月这一数据为61.2%。显然，因为统计变量的定义，劳动参与率的下降导致了失业率的下降。在这种失业率与就业人口比同步下行的背后，体现着美国更为严重的就业问题，很大一部分失业人口因为BLS“特殊”的统计口径而被隐藏。事实上，从2020年开始，美国经济一直受到疫情、国内外不确定因素的影响，内需外需的同步衰退基本熄灭了美国经济复苏的希望。无论是国内产业链的断裂还是全球贸易链的难以修复都使得美国的就业情况十分堪忧。为进一步分析美国就业人口变

动与美国经济复苏的关系，太和财经将以美国失业补助开始与终止的时间节点作为分析区间，同时进一步观察美国经济景气度、国内消费与就业情况的相关程度。

2. 事件分析：远未得到缓解的美国就业市场

“两万亿”难救消费、就业市场。在 2020 年 3 月 27 日特朗普签署了所谓“2 万亿美元经济刺激法案”后，失业人员在原先领取州级失业补助的基础上，每周还能额外获得一张 600 美元的支票。然而，该项失业补贴提供的金额过于丰厚。数据显示，全美约 70% 的州的失业补贴竟然都高于居民的平均收入。相比于接受微薄薪资的工作，失业人口更青睐于接受每周近 1100 美元的“丰厚福利”。因此，这项措施直接影响到了美国劳动力市场以及终端需求。劳动参与率大幅下降，2020 年 3 月美国零售销售数据也同比下降 6.63%。失业补贴政策落地后，虽然居民收入有所提高，美国国内消费增速却出现大幅走低，2020 年 4 月这一数据降至 -19.48%。受到疫情影响的美国内需本难以提振，而特朗普的失业补贴直接消除了平均周薪低于失业补助金额劳动力的工作需求。2020 年 4 月美国新增非农就业数出现了高达 2050 万的负增长，企业复产复工的进程更是雪上加霜。直至 2020 年 6 月 15 日，特朗普的经济顾问库德洛才誓言要停止发放这种失业支票，称这“阻碍了工作”。因此，部分劳动力选择重新复工，2020 年 6 月出现的 480 万非农就业的增长即为政策更替的体现，环比出现的上涨也并不足以说明美国就业市场的本质性好转。

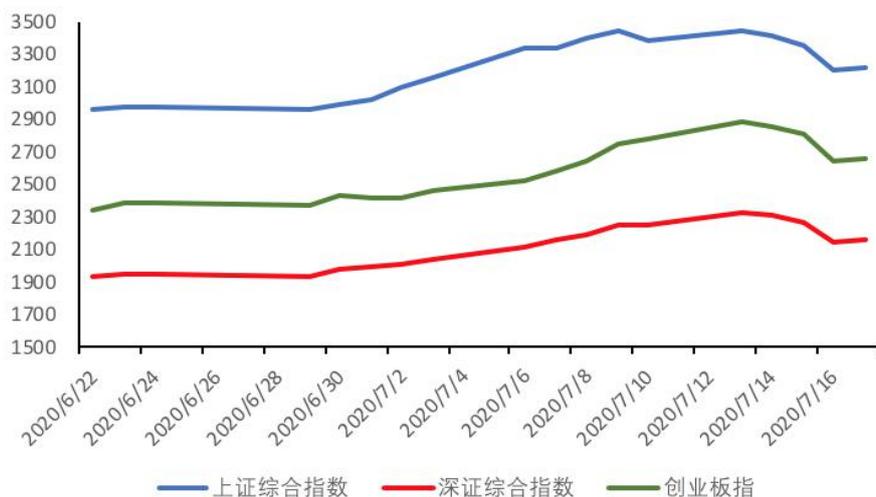
2020年6月底仍有143万人申请失业救济，且持续申领救济的人数仍高达1929万。如果按照真实就业情况估计，3500万左右的失业人口因为统计口径中的“猫腻”被隐藏，美国的真实失业率甚至会落在40%至50%的区间内。

片面的统计口径难以表现真实数据。事实上，美国劳工部发布的失业率统计口径十分微妙。首先，“失业率”的计算公式是“失业人口/（就业人口+失业人口）（分母二者之和称为‘劳动力人口’）”，即“失业人口”（Unemployed individuals）和“劳动力人口”（Individuals in Labor Force）两个变量决定了失业率的高低。然而，被定义为“失业人口”需要满足三项公认的条件：一是统计时尚未就业，二是在过去4周内一直积极寻求工作岗位，三是目前有能力参加工作。如果按照上述算法来衡量失业情况，BLS发布的失业率在一定程度上是失真的。**首先**，无论是劳动力人口、还是就业失业人口，这些因素都是高频变化的动态指标，而BLS官方并未将“过去4周内一直积极寻求工作岗位”纳入口径之内。有关数据显示，2020年6月满足这一条件的人口大概为820万，较2020年2月增多约320万人，仅仅将该人群归纳为“现在想工作但未计入劳动力人口的人群”是无法缓解美国就业的窘迫状态的。**其次**，BLS本次公布的报告主要基于2020年6月第二周的数据样本，考虑到2020年6月中旬美国疫情新增病例的再次抬头，刚刚重启的经济再度刹车，片面的统计样本并未展示出第二轮疫情对于就业市场的打击。

在正常情况下，失业率的走高会导致居民收入的减少，进而直接影响终端消费，考虑到美国的最终消费支出占 GDP 的比重达到了 70%，失业问题一旦失去控制，美国经济将难以复苏。然而在当今疫情的影响下，失业率向经济增长的传导逻辑并不适用。一方面，受美国救济措施等影响，美国出现了失业率和居民收入同步走高的矛盾现象；另一方面，由于疫情期间居民部门很少消费，大量资金重新被金融市场吸纳，收入走高与消费减少的矛盾现象也表明美国政府的救济政策难以挽救美国经济，美股的短期走高并不能成为美国消费难以提振的“遮羞布”。

三、金融市场走势预判

1. 国内股票市场开始降温。经过 2020 年 6 月较为温和的涨势后，国内股票市场在 7 月初迎来了一波强劲上行，上证综合指数于 7 月 9 日到达涨势的顶峰，由 6 月 30 日的 2984.67 点涨至 3450.59 点，涨幅 15.61%；而深证综合指数和创业板指则在 7 月 13 日迎来顶峰，深证综合指数由 6 月 30 日的 1975.52 点涨至 2329.40 点，创业板指由 6 月 30 日的 2438.20 点涨至 2889.43 点，涨幅分别为 17.91%、18.51%。



这次大涨归因于中央政府于7月初发布的一系列政策：7月1日，央行下调再贷款、再贴现利率，同时国务院常务会议决定在今年新增地方政府专项债限额中安排一定额度，允许地方政府依法依规，通过认购可转换债券等方式补充中小银行的资本金；此外，在6月中国采购经理指数（PMI）向好的情况下，1万亿特别国债从6月中旬开始发行。该政策无疑是政府促进贷款，做大信用的象征。这对于疫情后的风险压力较大的中小型金融机构是一个补充资金、改善生存条件的良机。由此，国内股票市场有了强劲的基本面背景，在政策放出后形成了牛市的局面。

然而值得注意的是，此次牛市的“爆发性”值得警惕。自7月14日至7月16日，三大国内股票市场指数平均下降200点。而下跌的理由一方面可谓“成也萧何，败也萧何”，依然是政策驱动着股票市场的变化——新一轮政策的收紧导致了股票市场的下跌，另一方面则是市场对于牛市中过高估值的消化。

政策收紧主要反映于货币政策的收紧。在股市大涨后的7月10日，中国人民银行货币政策司副司长郭凯表示，利率不是越

低越好，稳健的货币政策要更加灵活适度。这意味着即使在7月初进行了再贴现、再贷款利率的降低，央行对于宽松的货币政策仍然持保守态度，6月份央行转“鹰”的事实仍未改变。其次，7月16日公布的上半年经济数据较好，二季度GDP增速达到3.2%，优于之前的市场预期，引发了市场对于未来政策继续收紧的担忧，收紧政策的发布和消极情绪的爆发共同推动了市场下行的行情。

外交政策与国际关系变化同样是股市下行的的重要因素。近期中国与“五眼国家”的关系不容乐观，尤以中美关系恶化最为严重：继5月美国增加封杀实体清单，升级科技战后，特朗普在大选期间维持鹰派态度，接连通过涉港法案和南海军演牵制中国发展，又于7月下旬关停中国驻休斯敦总领馆。除此之外，英国文化大臣奥利弗·道登也于7月14日宣布，英国决定停止在5G建设中使用华为设备，并且将在2027年前拆除英国5G网络中目前所使用的华为设备。可见中国的外部环境正处于恶化的状况，国内股票价格也因此有所下跌。

估值过高是牛市消退的另一主要因素。在7月初的牛市中，前期市场过热导致部分“新蓝筹”股票的涨幅过大从而出现了高估的现象，为避免泡沫风险的出现，这些股票的估值会通过一个回归的过程重新与企业基本面达成平衡，在此过程中，股价的下降和股票市场的降温无可避免。

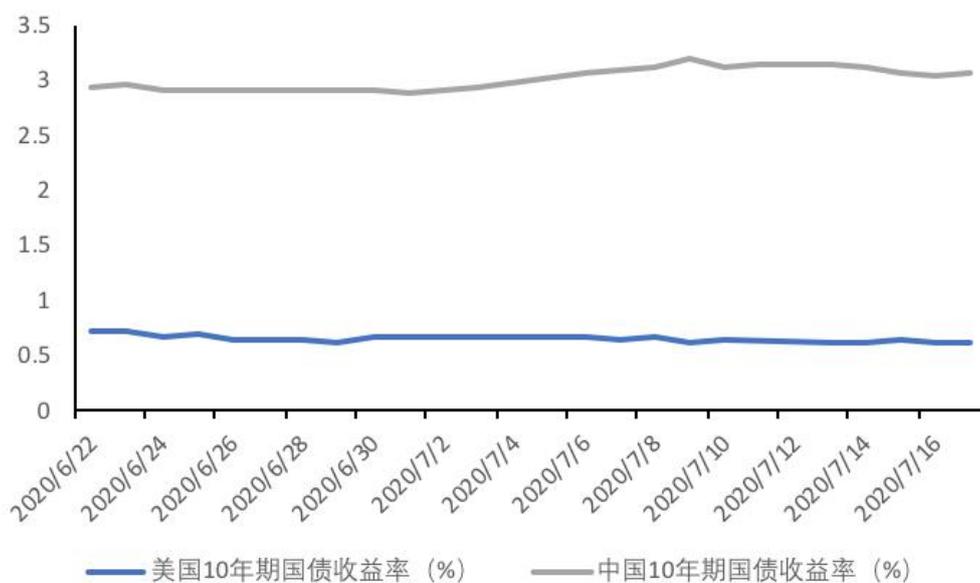
由此而言，国内股票市场在短期内的降温大概率会出现并作

为长期整体上升中的阶段性调整。在之前的牛市中，大量资金进场，而现在的下跌并非由资金撤退主导，即当前的市场中依然有资金做底。在此情况下，金融市场大概率出现的情况是资金在不同细分市场间游走，而股票的价格将随资金的游走而出现较高的震荡风险，建议投资者谨慎投资股市。

2. 黄金物有所值。2020年7月，伦敦金现价格和纽约商品交易所（COMEX）黄金价格纷纷突破1800美元/盎司大关。《太和财经（2020年6月刊）》指出，贵金属的长期逻辑依然未变，不论风险资产走势如何，贵金属将受益于避险需求和货币贬值的双重因素。受疫情影响，黄金本身具有的避险价值使其吸引了高度的投资需求，而各国之间的关系在此疫情中的不确定性日益增强，使得汇率的震荡风险加强，黄金的避险价值进一步深化。此外，在防控过程中，美国的疫情不容乐观，加上国内民众矛盾日益激进，如此内忧意味着美国的经济复苏大概率会延缓，美元指数和美国的实际利率将会持续处于下行阶段，这推动了黄金价格的上涨。同时，为了对冲疫情对经济带来的影响，世界各国均已发布较为宽松的货币政策，由此引发的贵金属计价货币贬值预期上升将进一步刺激金价的上升。由此可见，黄金依然有着足够的上升空间，与黄金相关的股票、基金、期货、期权等衍生品都具备配置的价值。



3. 国内债市调整收尾。与7月初股市大好的走势不同，国内债市受银行间市场利率升高的影响呈现熊市的走向，7月6日国债期货全线大幅下跌，十年期国债收益率直接突破3%；美国十年期国债收益率则于6月下旬至7月上半月期间稳定下行，由6月22日的0.71%下降至7月17日的0.623%，这也意味着疫情期间的避险情绪仍然没有消退，美国国债依然是资金的重要流向。



然而此次调整的成因除货币政策影响外，更多的是市场上对

于股市上涨的情绪驱动，而货币政策的边际收紧在债市价格中的影响已完全体现。股市开始降温后，其震荡风险加大，市场中的资金开始在股市与债市间重新分配，加上经济与外交方面的不确定性，市场情绪短期内更偏向于避险。由此而言，**3%左右基本已是十年期国债收益率短期的顶点，其可持续性有限，调整已经进入收尾阶段，债市仍然有向好的可能。**

作者：太和智库研究员、新声代经济学者 张 超
太和智库研究员 张家瑞
太和智库研究员 欧阳睿

免责声明

本文件由太和智库制作，仅供派发予太和智库特定收件人，不得作为业务招揽或相关商业活动之用。本文件的版权为太和智库所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

本文件中的信息均来源于我们认为可靠的公开资料，但太和智库对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文件中的信息、意见等均仅供收件人参考之用，而不应视为出售要约、订购招揽或向浏览人士提出任何投资建议或服务。该等信息、意见并未考虑到获取任何人的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。收件人应当对本文件中的信息进行独立评估，并应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本文件所造成的一切后果，太和智库及/或其关联人员均不承担任何法律责任。