



兴泰智库研究报告

XINGTAI THINK-TANK RESEARCH REPORT

2020年第17期 总第96期 · 宏观报告

2020年上半年宏观经济形势及对策建议分析报告

徐蕾 王欢 李庆 陈世明

合肥兴泰金融控股（集团）有限公司
金融研究所

二〇二〇年七月

咨询电话：0551-63753813
服务邮箱：xtresearch@xtkg.com
公司网站：<http://www.xtkg.com/>
联系地址：合肥市政务区
祁门路1688号兴泰大厦2209室

更多精彩 敬请关注
兴泰季微博、微信公众号



2020 FIRST HALF OF THE YEAR

宏观经济形势

集团发展对策建议

金融研究所



汇 聚 高 端 智 慧 服 务 地 方 金 融

目录 CONTENTS



01

国际形势复杂严峻

02

国内经济持续恢复

03

以“双循环”应对“持久战”

04

宏观经济政策分析

05

合肥市经济运行情况

06

集团发展的对策建议

01

国际形势复杂严峻

疫情扩散、经济疲软、中美博弈

□ 中国外部环境或长期复杂严峻

境外疫情加速扩散蔓延

境外疫情尚未得到有效控制，疫情反弹风险始终存在，仍需警惕输入性疫情对国内经济的潜在威胁

外部政治环境日趋严峻

中美中长期博弈格局已没有逆转幻想

当前，中美博弈有升级趋势，已从贸易领域已经扩展到科技领域，未来扩展到金融领域的风险需要重视。加上适逢美国总统大选，为争夺选票，美国政客极有可能在中美关系方面制造话题。



外需疲弱压制出口

全球疫情未得到控制，全球经济增长复苏缓慢，客观上限制了全球贸易往来，而外需始终是中国出口的最大驱动因素，中国的出口将受到压制

海外资金持续流入

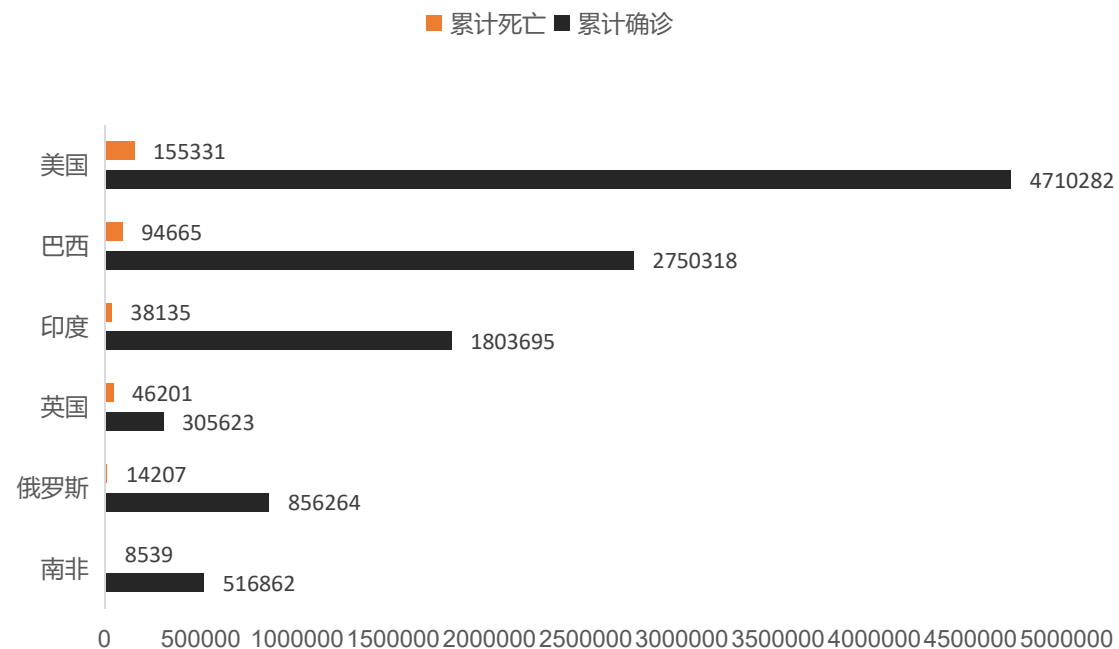
作为二季度全球唯一正增长的主要经济体，伴随中国相对克制的货币政策，中外利差依然明显，中国长端国债对配置户和外资有吸引力，境外投资者正加快步伐配置中国境内债券。

□ 疫情仍在全球蔓延

全球疫情新增确诊趋势图



截止2020.08.03 重点国家疫情数据 (单位: 人)



□主流机构下调全球经济预期 世界经济面临深度衰退

日期	主要机构	预期
06.09	世界银行	预计发达经济体2020年将萎缩7.0%，而新兴市场经济体将萎缩2.5%，是1960年有数据以来的最差表现
06.10	经合组织	再次下调全球经济预期，称2020年全球经济将出现6%的下降，如果新冠肺炎疫情出现第二次暴发，将下降7.6%
06.24	IMF	预期全球2020年增速同比下降4.9%，较4月的预期下调了1.9个百分点
07.06	标普	下调2020年全球GDP预期至萎缩3.8%，之前预计会萎缩2.4%

主要国家	上半年经济运行情况
美国	国际货币基金组织7月17日预计美国经济二季度按年率计算萎缩37%，美国劳工部7月16日公布数据，美国首次申请失业救济人数连续第17周高于百万，累计失业人数已经超过5000万
欧盟	2020年7月，欧盟预计欧元区经济第二季度可能萎缩13.5%。其中，法国统计局预计法国第二季度的GDP可能会下降20%左右；德国央行料德国经济第二季度萎缩近10%；惠誉认为第二季度意大利GDP收缩幅度将比第一季度更大
英国	据英国最新公布的数据显示，一季度，英国GDP下滑2.2%，同时，经济学家预测称，2季度，英国GDP或下跌17%。当前，英国面临1984年以来最严重失业潮，如果政府不采取进一步行动，到8月，可能会新增100万人失业至380万人
日本	日本第二季度短观小型制造业景气判断指数连续第六个季度下跌，创2009年以来新低。根据机构调查显示，预计日本2020年第二季度GDP年率为-23.9%

□中美博弈日趋激烈 中长期博弈格局已没有逆转幻想

美国疫情严峻，经济大幅衰退，特朗普在民调中的支持率大幅落后于拜登，“中国牌”成为“救命稻草”，恶化中美经贸关系，试图“甩锅”中国转移国内矛盾，通过在外交、地缘政治、科技等领域对华强硬来拉拢选民。

01 贸易

7月20日，美国商务部工业和安全局（BIS）宣布将11家中国公司加入“实体清单”。

去年10月和今年6月，美国政府曾两次扩容“实体清单”，包括华为、海康威视、浙江大华在内的37家中国公司与机构之前已被美方列入该清单。目前被列入该清单的中企与机构已达到48家。

03 教育

5月22日，美国商务部再次扩充了出口管制“实体清单”的成员名单，13所中国高校也在其中。

5月29日，白宫发布了一份针对部分中国留学生和研究人员的入境禁令公告，从2020年6月1日起，禁止部分中国留学生和研究人员入境美国。

02 科技

美国国务院网站公布了“5G干净网络”（5G Clean Networks）名单，宣称目前已有27家电信运营商的5G网络不使用华为、中兴等不可信供应商的设备，确保了“最高的安全标准”。

04 政治

7月22日，美国政府要求中国政府在72小时内关闭驻休斯敦总领事馆，并撤离所有人员。

7月24日，中国宣布关闭美国驻成都总领馆，以对美国此前要求关停中国驻休斯敦总领馆进行对等反制。

□民粹主义、贸易投资保护主义抬头

一些国家将产业空心化、贫富悬殊、国内撕裂的结构性问题归咎于全球化，逆全球化潮流、民粹主义、贸易投资保护主义大幅抬头，美国总统特朗普和国务卿蓬佩奥正在加剧对华紧张关系，煽动亚太盟友对华冷战。

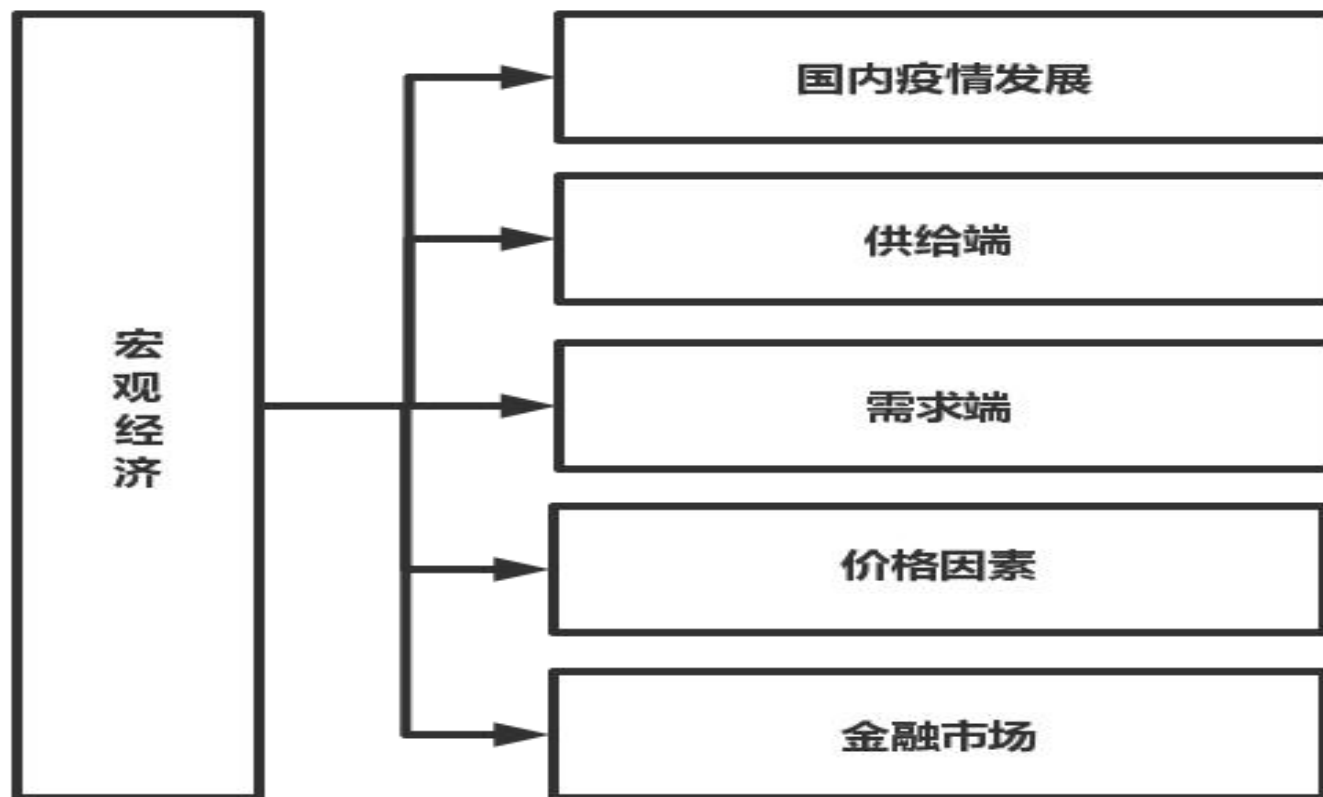
主要国家	对华政策
英国	受制于美国——除非英国“封禁”华为5G，否则美国不会与其达成新的贸易协议的“最后通牒”。同时为弥补因“脱欧”而造成的损失，英国保守党中的鹰派在美国支持下开始鼓噪。7月14日，英国文化大臣奥利弗·道登宣布，英国决定停止在5G建设中使用华为设备，将从2020年12月31日起停止购买新的华为设备。英国5G网络中目前所使用的华为设备须在2027年前拆除。
加拿大	7月3日，由于香港国安法的实施，加拿大将给与香港同中国内地一样的待遇，即日起禁止向香港出口警队防爆等军事物资，暂停引渡条约，并更新对香港的旅游警告。
澳大利亚	澳大利亚在国内不停地渲染“反华”情绪，7月7日发布“旅行警告”，向本国在华公民发出可能遭到拘留的风险提示；7月9日，澳大利亚首脑莫里森紧跟美加等国，宣布正式中止对港引渡协议；澳方还宣布将港区居民在澳临时签证的有效期延长5年，并提供获得永久居留权的路径。
印度	7月19日，印度政府宣称，已确定至少7家在印度运营的中资公司“与中国军方有关联”，正在考虑对这些公司采取某些限制措施，并将它们置于严格的监控之下，以减少它们在印度经济中的参与度。近期，印度教育部将审查中方与7所当地高校联合成立的孔子学院和孔子课堂，审查理由是为了防止中国“渗透”高度敏感领域。

02

国内经济持续恢复

供给端、需求端、价格视角、金融市场

□ 基本面分析框架



□ 疫情防控常态化 局部地区出现集聚性爆发

7月，新疆局部疫情爆发

截至7月21日24时，乌鲁木齐市现有确诊病例62例，无症状感染者69例

新疆

5月，吉林局部疫情爆发

5月10日，在首例病例确诊以后，吉林已经有14人被进一步确诊，200多密切接触者被隔离

吉林

黑龙江

武汉解封3天后，出现局部疫情爆发

3月21日到4月7日，通过陆路经绥芬河口岸入境2443人，包括84例确诊，127例无症状感染者，截至4月15日，黑龙江有未治愈确诊病例377例，成为武汉后第一个疫情局部爆发的城市

北京

6月，北京地区出现疫情局部爆发

6月14日0-24时，北京本土病例达到36例，累计新增79例。确诊人数快速上升的背景下，北京已然进入“非常时期”

7月，香港局部疫情爆发

截至7月18日下午4时，香港新增64例新冠肺炎确诊病例，其中本地感染60例，输入个案4例

香港

● 内部疫情防控进入常态化。

5月2日零时起，湖北省将突发公共卫生应急响应级别由一级调整为二级。疫情在国内整体得到控制，但局部地区集聚性确诊案例不断。

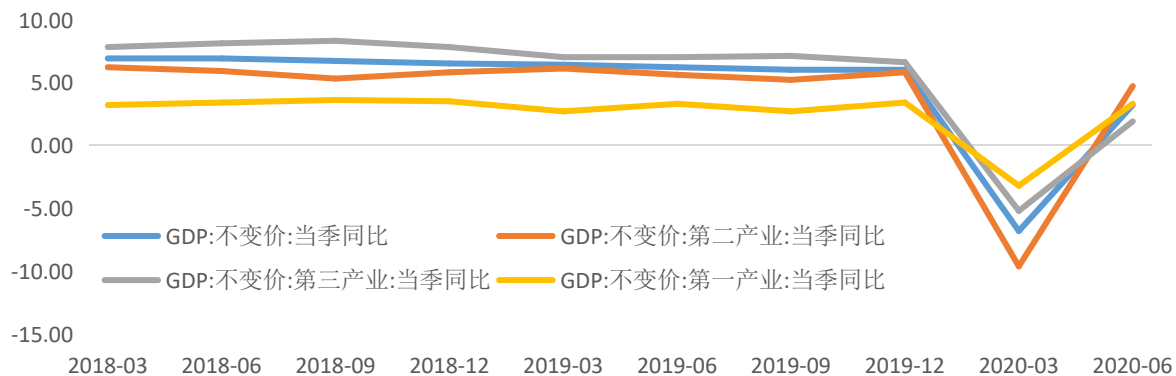
在疫情风险整体得到控制的情况下，仍不能放松警惕，疫情防控常态化或将贯穿近期经济。

● 外部防止海外疫情“倒灌”

目前全球累计确诊病例1600万例左右，疫情形势依然严峻，疫情输入压力仍然较大。

□经济运行：二季度GDP稳步复苏 正式进入中速增长时期

全国GDP及三大产业不变价当季同比

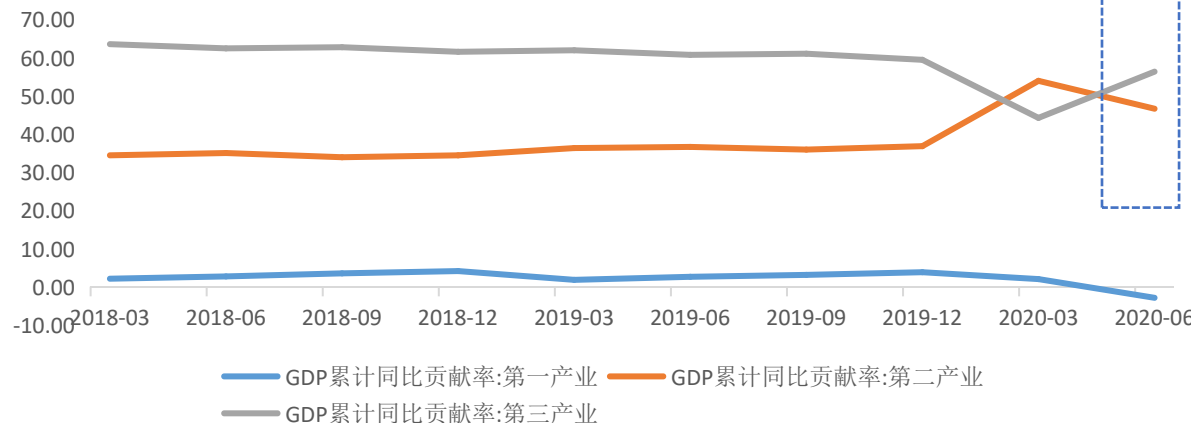


上半年国内生产总值456614亿元，按可比价格计算，**同比下降1.6%**。分季度看，一季度同比下降6.8%，二季度增长3.2%。从环比看，二季度国内生产总值增长11.5%。

服务业生产加速是第二季度GDP同比增速高于预期的主要原因：
1.疫情催生信息服务需求走高，上半年信息传输、软件和技术信息服务业增加值增长14.5%；
2.前期积压的购房需求集中释放，二季度商品房销售当季同比增长3.2%；
3.逆周期政策导致信用扩张，金融业增长6.6%。此外，居民消费恢复，复工复产加快，海外防疫物资需求带动出口增速提高也是造成二季度GDP逆势反弹的原因。

展望：中国经济正式进入一个5%-6%的中速增长期。中国经济在2016年的第三季度第一次触底，开始进入中速增长平台。中国经济增速的下滑，其实是经济发展到一定程度之后的自然下滑，背后更重要的是结构变化，包括需求结构、供给结构、金融结构依次出现转换。

三产对GDP累计同比贡献率



□经济运行：供给端修复快于需求端

供给端

供给端：复工复产有序推进，经济正在修复

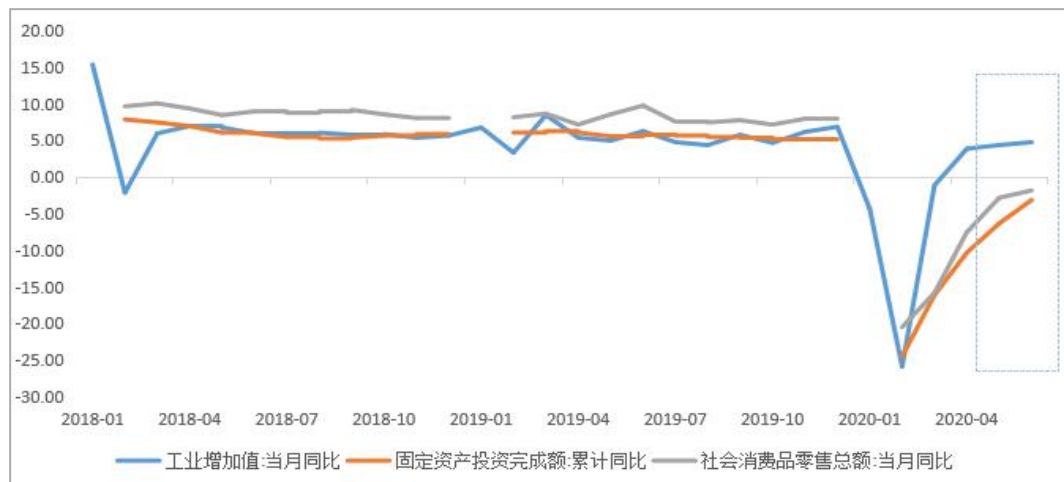
- 二季度官方制造业PMI处于临界线上方
- 三产业用电量、城市拥堵延时指数等微观数据显示出生产恢复较好

需求端

VS

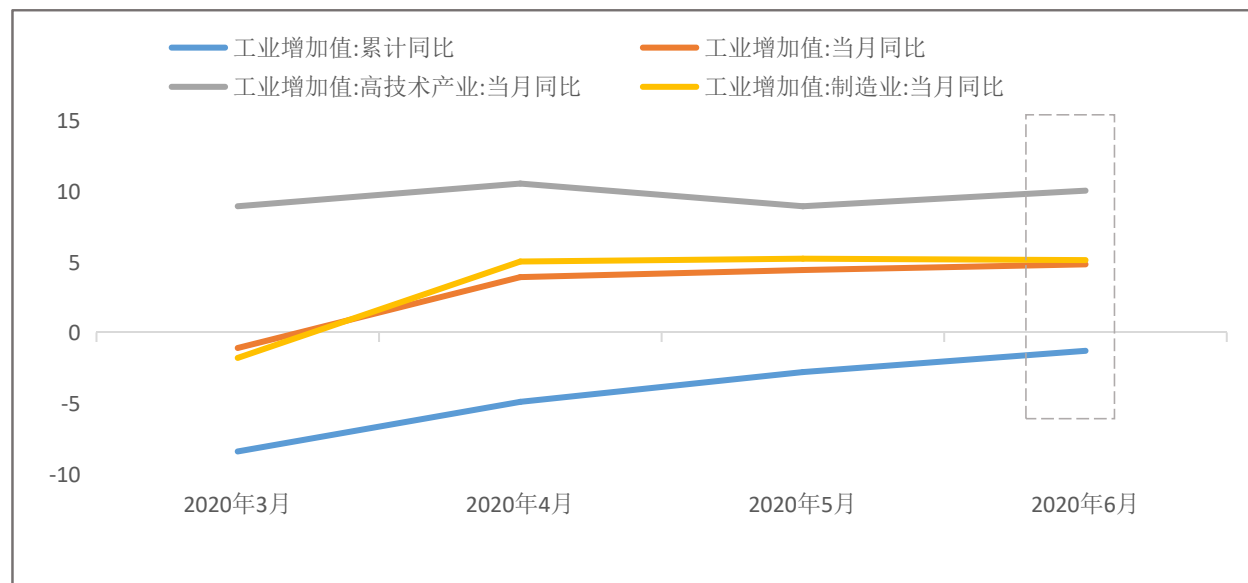
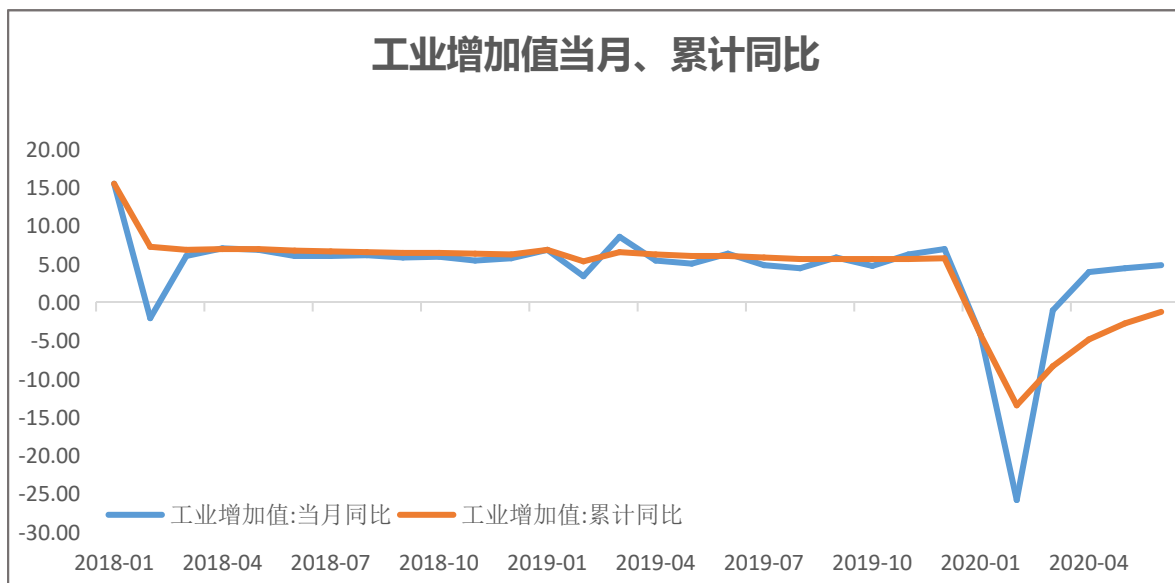
需求端：仍需投资支撑经济

- 消费增速修复疲软
- 投资降幅收窄，制造业投资依然疲弱，房地产投资面临不确定性
- 进出口增速先降后升，出口综合贡献下降



综合看，上半年，国内经济数据显示出生产修复快于需求修复。3月以来，全国疫情常态化防控之下，复工复产有序推进。工业增加值4月当月开始同比由负转正，6月工业增加值修复至4.8%；而固定资产投资和社会消费品零售总额增速虽然降幅逐步收窄，但仍为负值。

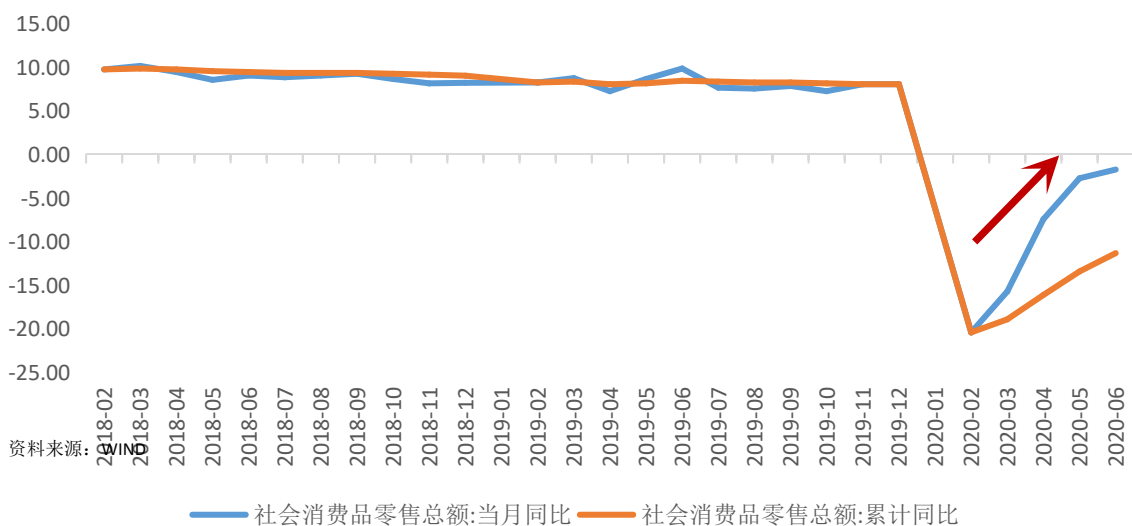
□供给端: 工业生产恢复较快 “两头在外”的发展模式面临更大的不确定性



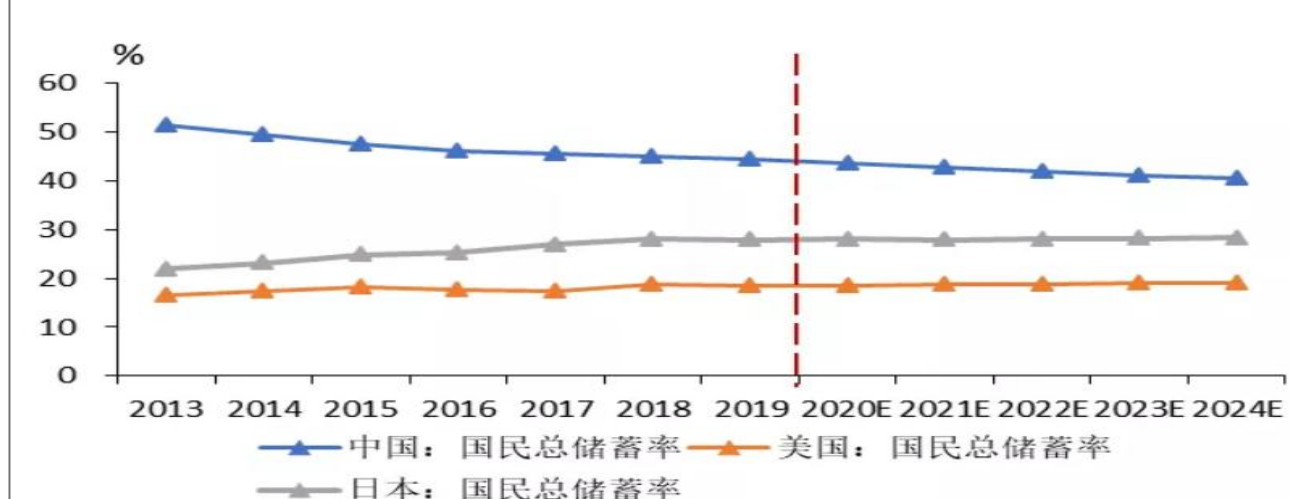
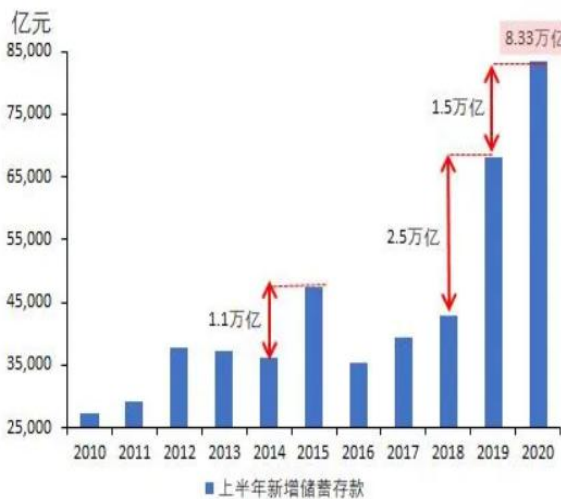
- **工业增加值降幅收窄。**上半年，全国规模以上工业增加值同比下降**1.3%**，降幅比一季度收窄**7.1**个百分点。
- **新产业新业态逆势增长。**上半年，高技术制造业增加值增长**4.5%**，其中医药、电子及通信设备、计算机及办公设备、医疗仪器设备等行业增势较好，智能手表、3D打印设备、充电桩等新兴产品产量均保持两位数以上增长。
- **装备制造业成为工业回升主要动能。**装备制造业上半年增加值同比增长**0.4%**，扭转了一季度大幅下降**14%**的负增长局面，其中6月份增长**9.7%**，是回升幅度最大的行业板块。

中国原材料和市场“两头在外”的发展模式面临更大的不确定性。加工贸易是中国对外开放进程中形成的新型贸易业态，其特点是“两头在外”，我国生活中大量的工业品和消费品都是全球范围内加工贸易合作的产品。此次国际疫情严重冲击世界经济，不稳定、不确定因素显著增多，加工贸易受疫情的影响更为快速直接，面临需求端和供给端“双向挤压”。**一方面，我国贸易伙伴几乎全部发生疫情，国际市场需求明显萎缩，出口订单在减少。另一方面，全球供应链受阻，进口原材料、零配件存在困难。**受疫情大流行的影响，相关国家零配件的供应能力明显下降，影响到我国加工贸易增值再出口。疫情扩散和全球及疲软使“两头在外”瞬间转变为“双重夹击”，企业面对前所未有的生存困境和发展的不确定性。

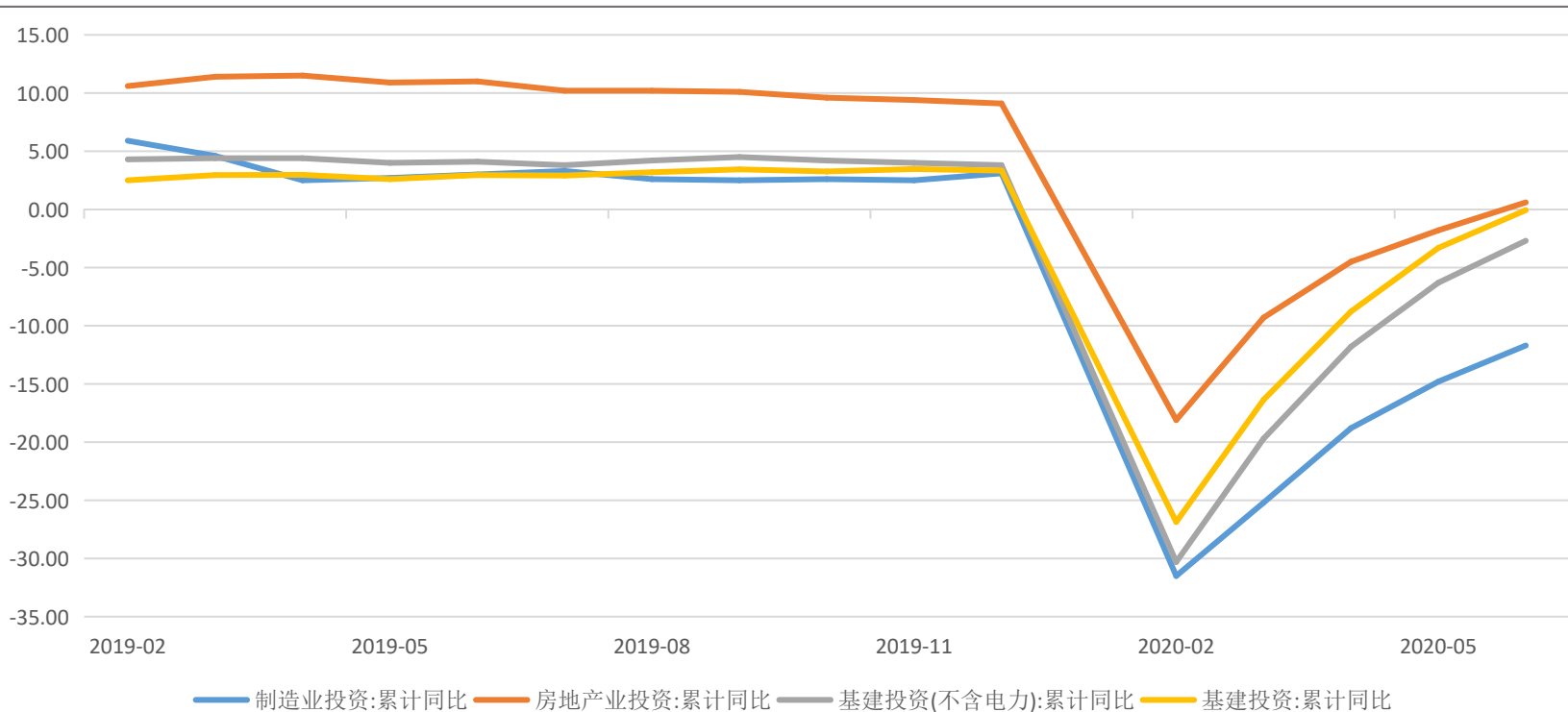
□需求端：消费市场低开高走 内需循环不通畅



- ▶ 上半年的消费市场大体上呈现出‘低开高走’的态势。1-6月社会消费品零售总额17.23万亿元，同比下降11.4%，降幅比一季度收窄7.6个百分点。6月份，全国社会消费品零售总额3.35万亿元，同比下降1.8%，连续4个月降幅收窄，累计收窄18.7个百分点。
- ▶ 内需循环不通畅。过去多年的出口经济结构导致我国形成了长期高储蓄、高出口、低消费的经济格局。相比美国、日本，我国国民储蓄率长期偏高。特别是今年上半年受疫情影响，居民储蓄存款再次大幅上升，银行理财产品销量急剧减少。



□需求端：投资降幅继续收窄



2020年上半年，全国固定资产投资（不含农户）281603亿元，同比下降3.1%，降幅比1-5月份收窄3.2个百分点，比一季度收窄13.0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%。

（1）**基础设施投资**同比增速下降2.7%，降幅比一季度收窄17.0个百分点。

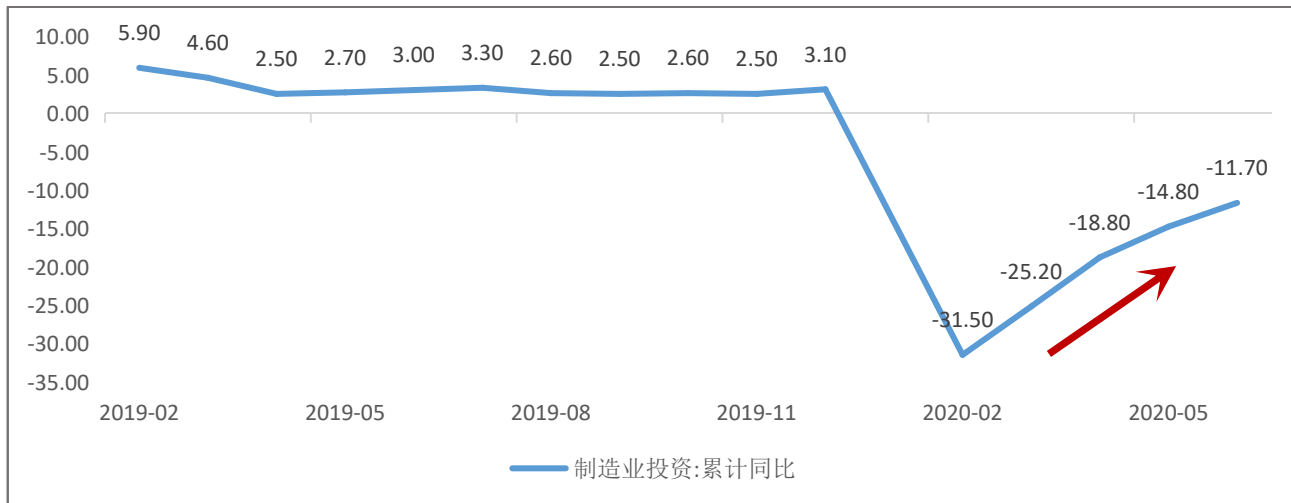
（2）**制造业投资**下降11.7%，降幅比一季度收窄13.5个百分点。

（3）**房地产开发投资**增长1.9%，一季度为下降7.7%。

2020年，预计制造业投资增速或将边际改善，但正值幅度很小；房地产投资将延续韧性；基建投资或将持续复苏。

- ①随着新冠疫情的负面影响逐步消退，我国制造业正稳步复苏。但考虑到全球疫情扩散与经济深度衰退，下半年出口可能难以明显改善，从而制约制造业投资修复的幅度。
- ②随着国内疫情的到有效控制，建筑业复工复产将逐渐恢复至常态，房地产融资环境的所改善，相对宽松的货币政策环境或将刺激购房需求，下半年房地产投资将延续韧性。
- ③综合财政制度、增量资金的使用、专项债和重大项目开工等原因，预计全年基建增速将持续复苏。

□需求端：制造业投资或将边际改善



1-6月我国制造业投资累积同比下降11.7%，降幅比1-5月份收窄3.1个百分点，比一季度收窄13.5个百分点。纺织业投资和汽车制造业投资是制造业中下滑幅度最大的两大行业，二者分别下滑22.4%和20.9%。

制造业投资要看出口恢复情况

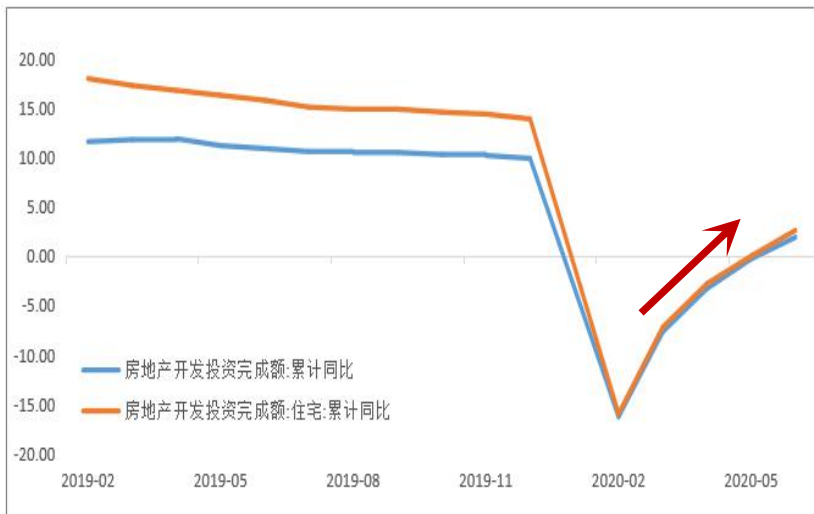
1.出口交货与制造业投资相关性较强。近几个月出口保持较高增速主要是防疫物资出口支撑，但后续持续性可能不强。非防疫物资出口则取决于外需恢复的程度，目前外需仍在恢复，但美国疫情二次扩散使得美国经济恢复重新蒙上较大不确定性。综合来看，下半年出口可能难以明显改善，从而制约制造业投资修复的幅度。

2.制造业投资另一个同步指标是产能利用率。二季度煤炭、通用和专用设备产能利用率提升较快，推动了相关基建和制造业投资的回升，汽车、医药、化工等下游行业的产能利用率依然较低，制约相关制造业的投资。

此外，支撑上半年制造业投资修复的原因之一是在政策支持下，制造业贷款增速提升。

展望：制造业投资下半年增速或将边际改善，但考虑到全球疫情扩散与经济深度衰退，我国制造业整体复苏曲线平缓后续制造业投资回升的斜率大概率明显放缓，**制造业投资可能由负转正，但正值幅度很小，或全年仍将维持负增长。**

□需求端：房地产投资将延续韧性



➤ 上半年地产投资体现出较强的韧性，是固定资产投资的稳定器。

1-6月份，全国房地产开发投资62780亿元，同比增长1.9%，年内首次转正，增速较前值回升2.2个百分点。

受雨季影响，6月地产投资放缓。

地产开工产业链6月高位回落，从地域分布看，华东和华中地区开工率跌幅最大，天气是6月开工端明显下滑的主要原因；天气也对地产竣工端存在扰动，竣工端投资也在6月放缓。

➤ 商品房交易持续火爆，一线城市需求强于二三线城市。

6月，大中城市房地产成交面积创年内新高，一线城市房价加速上涨，二三线城市房价涨幅回落。

展望：随着国内疫情的到有效控制，下半年购房需求将改善，建筑业复工复产将逐渐恢复至常态。同时，房地产融资环境的所改善，相对宽松的货币政策环境以及股市上涨带来的财富效应或将刺激购房需求，**预计下半年房地产投资将延续韧性**，但7月上旬南方仍多降雨过程，仍需关注雨季过后需求的恢复情况。

✓ 上半年楼市政策：调控坚持“房住不炒”。

上半年，与房地产市场有关的调控政策共计304次，中央坚持“房住不炒”定位不变，房地产领域金融监管依然从严。地方政府为应对新冠疫情带来的影响，因城施策更加灵活，但仍坚守“限购”、“限贷”底线，以促进房地产市场平稳运行。

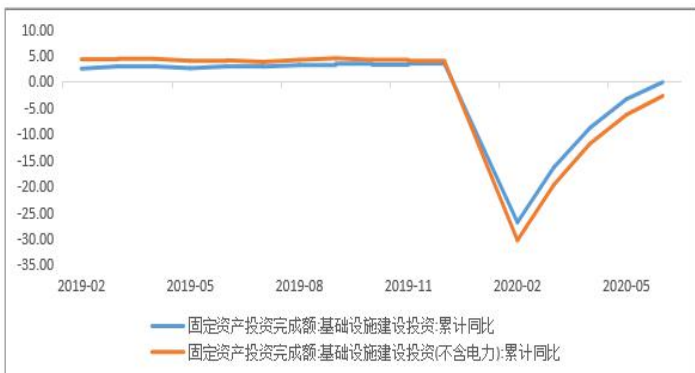
✓ 上半年楼市政策特点：“两松两紧”

①“两松”：为应对疫情影响，各地纷纷对房企在拿地、预售条件两个层面进行调整，对融资压力大，资金紧张的房企给予帮助。另一方面，部分城市在落户政策以及人才政策上的调整，提升了购房或交易热度。②“两紧”：主要是针对需求侧的限购限贷政策仍维持偏紧态势，同时，对于今年一些热度偏高的城市和区域，迎来一波调控政策的收紧。

✓ 下半年楼市政策：“房住不炒”是底线

进入下半年，坚持“房住不炒”的信号更加明确。青岛、广州等多地释出房地产松绑政策，随后政策即被撤回；7月24日，国务院副总理韩正主持召开房地产工作座谈会再次强调了“房住不炒”，北京、上海、广州等十个城市被约谈。7月30日，中央政治局会议指出，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。“房住不炒”的屡次被重申体现了调控的持续性和长期性，不容动摇。

需求端：基建投资持续复苏

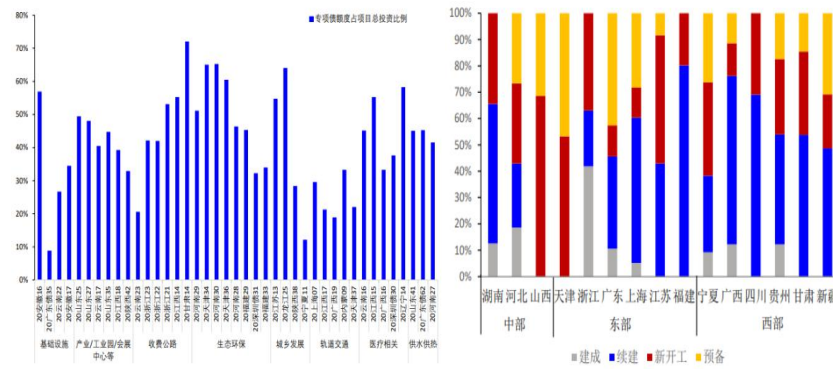


上半年基建投资（不含电力）累计增速-2.7%，降幅较1-5月收窄3.6个百分点。
雨水致单月基建投资增速小幅放缓。6月基建投资同比增速6.8%，但较5月增速下滑1.5个百分点。6月增速环比下降，主要是雨水因素对施工进度有拖累，致单月增速环比小幅放缓。考虑到基建投资基金到位情况良好，融资向好，且项目施工已回归正常并有赶工需求，后续基建投资增速向上弹性值得期待。

今年基建投资的结构特征：1.区域结构：从各省市重大项目投资增速看，西北地区投资增速提升，东南沿海多省下滑。2.投向结构：从专项债投向看，园区建设、市政水务占比提升，交通物流、环保占比下降。3.新老结构：“铁公基”等老基建为主，新基建旨在调结构、体量较小。

展望：1.财政在制度层面，“一竿子插到底”的特殊转移支付模式的建立，在制度上进一步提升了年内基建投资上行的速率。2.增量资金的使用额度上，2万亿直达市县的资金中，增量资金的弹性主要集中在基础设施建设投资之中。3.从专项债方面，专项债发行做资本金的比例较19年有明显提升，专项债对社会资本撬动作用较历史水平有所提升。4.从重大项目角度看，2020年全年各省重大项目、续建项目、预备项目总额相对较高，而且多数项目建设周期在1-2年以上。

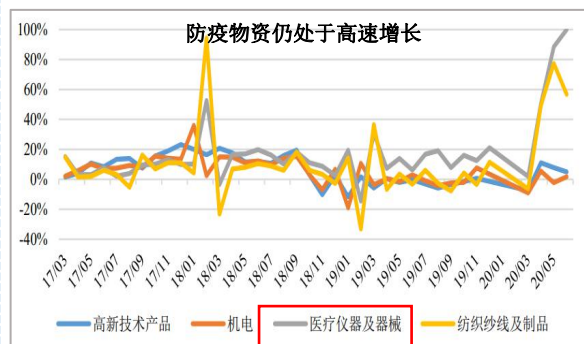
综合以上原因，预计全年基建增速为7%-10%，增量资金在极限使用情况下，基建投资增速或达11%左右，波动主要取决于专项债资本在资本金的比例变化以及资金流向比例。



新基建：自2018年底中央经济工作会议首次正式明确新型基础设施这一概念后，“新基建”的关注度在今年到达了高峰，4月17日召开的中央政治局会议强调，要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基建和新基建投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。2020年的《政府工作报告》更是将包含新基建在内的“两新一重”作为稳增长的重要抓手。据不完全统计，上半年全国至少有25个省市的政府工作报告将“推进5G通信网络建设”列入2020年重点工作。

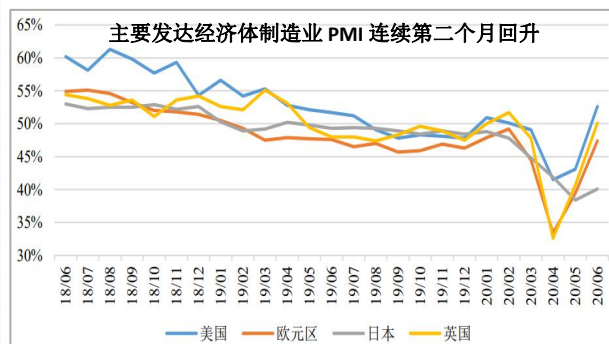
展望：“新基建”范围宽泛，内容不断变化，不同于传统基建，以市场化投资和系统性工程为主，决定了其规模难以准确测算且难以作为逆周期政策调节的主要抓手，因此未来要更多关注新技术落地应用的效果、未来的发展方向及空间。

需求端：进出口超预期增长，贸易顺差缩小



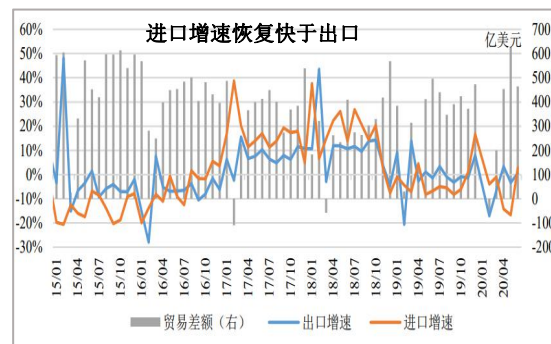
出口超预期，防疫物资和“宅经济”拉动外需修复。6月，出口（以美元计）同比增长0.5%，基本持平于2019年全年出口增速，超出市场预期值。

其中三大因素支撑出口增速：一是需求订单转移形成的出口替代，二是海外疫情蔓延，防疫物资和线上办公等“宅经济”相关产品保持较高增速，三是欧美复工复产的推动，外需呈现复苏迹象。



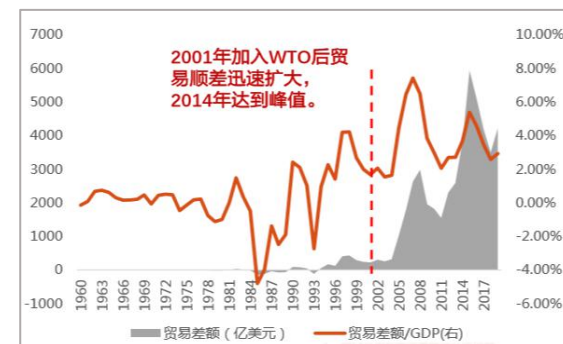
海外供给和内需修复带动进口增速提高。6月进口同比增长2.7%，年内首次转正，远超出市场预期值（市场平均预期-9%）。

以下三点因素带动进口增速提高：一是国内基建、房地产的修复带动原油、铁矿砂、铜材大宗商品进口量均显著提升，反映内需较5月继续改善。二是海外供给压力有所缓解。6月全球制造业PMI生产指数大幅反弹至47.0。三是中美第一阶段贸易协议执行对进口形成支撑。



进口增速恢复快于出口，贸易顺差有所缩小。受进口增速恢复较快的影响，按照美元计算，6月份贸易顺差464.2亿美元，较上月有所下降，前值顺差为629.2亿美元。

上半年，中美贸易总值1.64万亿元人民币，同比下降6.6%。其中，对美出口下降8.1%，自美进口下降1.5%，贸易顺差8517.4亿元，减少10.8%。



未来或降低外向依赖

加入世贸组织后，中国作为最大的制造国，贸易顺差迅速扩大，在14年达到峰值。到2019年，我国外贸依存度为31.9%，与上世纪末的水平相当。

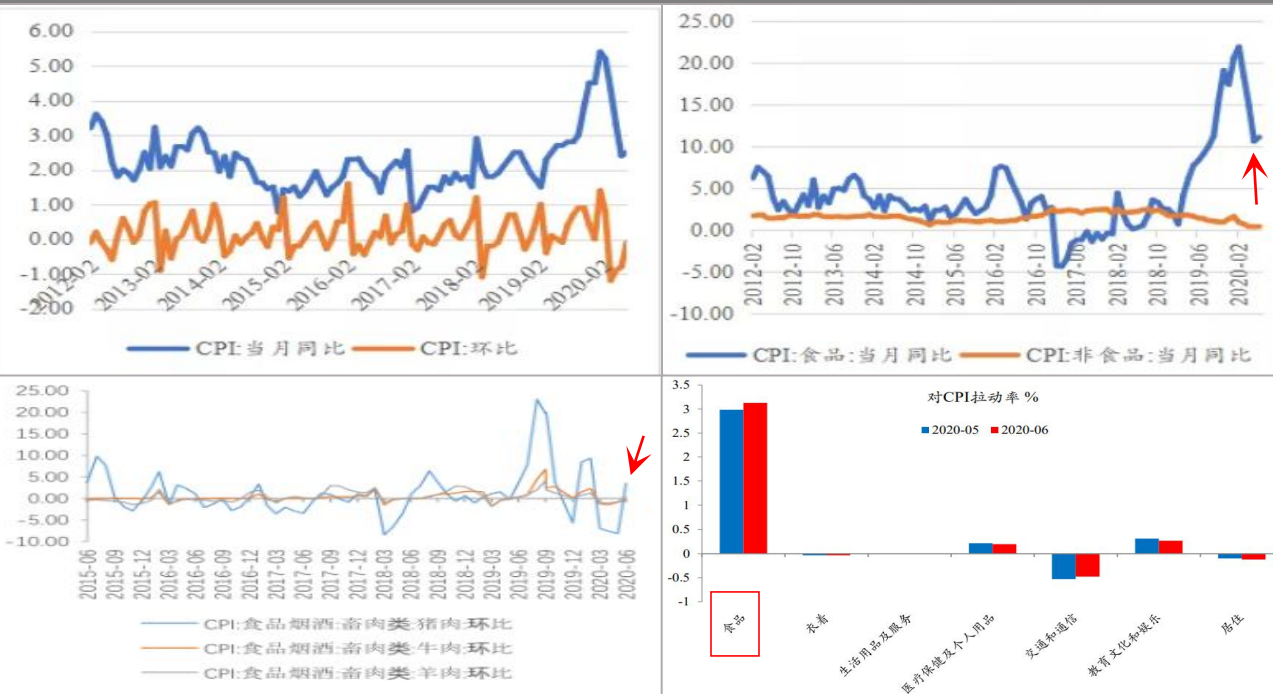
近年来，随着我国经济结构的转型升级，外贸依存度大幅下降，但外贸依然大而**不强**，抗风险能力依然很低，依然经不起国际市场的大风大浪。此时强调打造以国内循环为主的双循环模式，旨在应对当前外部环境的变化和新冠肺炎疫情的冲击，培育新形势下我国参与国际合作和竞争的新优势，提升我国经济的抗风险能力。

□进口端：在能源、原材料、农产品、关键技术、核心零部件等方面对外依存度较高



资源品	对外依存度	主要进口国家
石油	70%	俄罗斯、伊朗
铁矿石	78%	澳大利亚、巴西、印度
锂矿石	90%	澳大利亚
铝土矿	60%	几内亚、澳大利亚、越南

□价格因素：CPI企稳回升 PPI触底回升



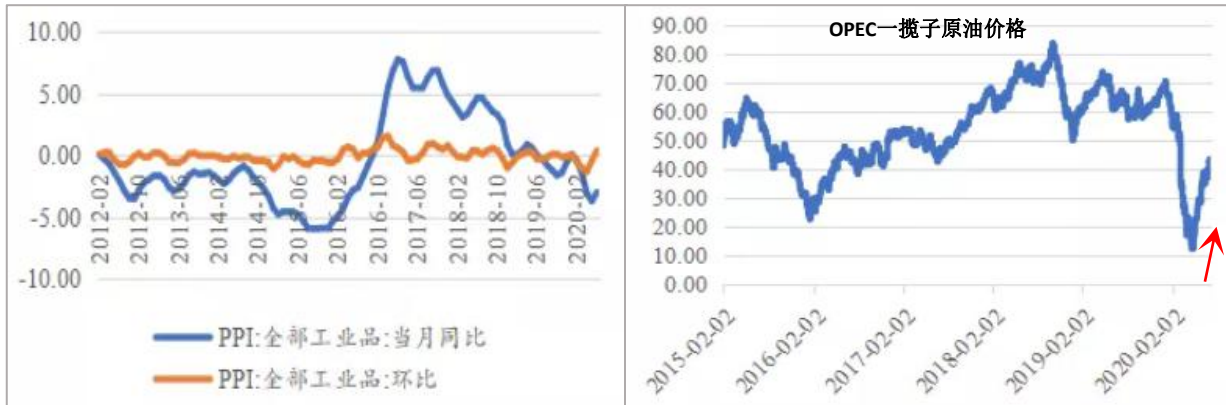
6月CPI环比下降0.1%、同比增长2.5%。食品烟酒类价格同比上涨8.8%，影响CPI上涨约2.64个百分点，**食品烟酒类价格上涨是导致CPI同比上行的主要因素。**

食品环比上涨主要由南方洪涝和短期疫情引起的蔬菜价格反弹、生猪产能供给不及预期、水果大量季节性供应三大因素叠加作用的结果。食品烟酒类中，猪肉价格上涨81.6%，影响CPI上涨约2.05个百分点，是食品烟酒类中影响最大的项目。

期望：预计短期CPI稳中有升。当前CPI一方面受到短期疫情反复与南方洪涝灾害引起供给端扰动影响，另一方面受到疫情积压下需求回补的作用，具备下行动力。但猪肉平均批发价7月以来继续攀升，下半年猪肉价格很可能不会顺畅地下跌。总体来说预计短期食品价格后续稳中有升，涨幅收窄，回升区间将取决于需求回补速度，后期或重回季节性特征，步入下行通道。

6月PPI同比下降3.0%，降幅较上月缩小0.7个百分点；环比上涨0.4%。PPI总体在国际油价、国内制造业稳步恢复以及市场需求加速修复的影响下触底反弹，通缩压力边际缓解。

期望：短期来看，随着国内经济修复、欧美经济重启，下半年基建和房地产投资需求的修复会提升国内需求端水平，对国内工业品价格形成支撑。但目前国际大宗商品价格已经见底，且疫情二次爆发的风险较大，所以短期看，大宗商品价格缺乏大幅上涨的基础，总体来说PPI后续持续处于反弹阶段，**预计缓慢上升至0上方。**



□ 金融市场：社融、信贷持续上升 货币供给太快



日期	M2 同比增长	GDP 当季同比
2019-09	8.40	6.00
2019-12	8.70	6.00
2020-01	8.40	
2020-02	8.80	
2020-03	10.10	-6.80
2020-04	11.10	
2020-05	11.10	
2020-06	11.10	3.20

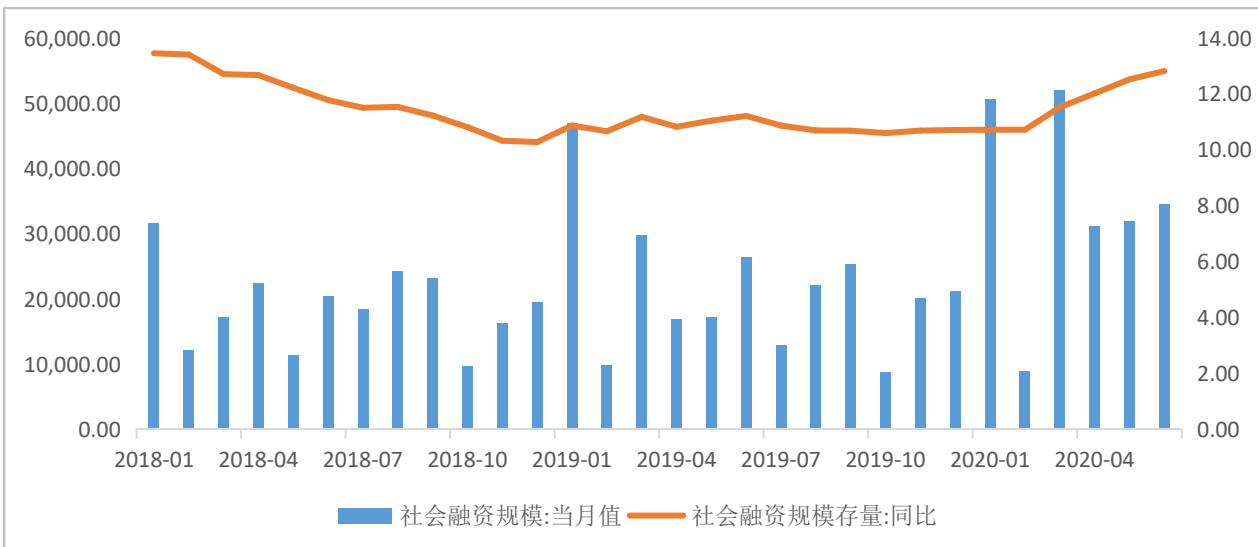
M2-M1剪刀差小幅走阔

- 6月，M1余额60.43万亿元，同比增长6.5%，增速比上月末低0.3个百分点。M2余额213.49万亿元，同比增长11.1%，M2剪刀差小幅走阔，主要系居民存款走高和财政政策发力的影响。

货币供给上升太快

- 根据经济学原理，货币供给和GDP的增长要成比例，当前，我国货币增长速度远远高于GDP的增长，第一、二季度M2同比增速分别高于GDP增速16.9、7.9个百分点。由于当前我国供给充足，产能过剩，过度的货币投放必然涌向股价和房价，近期股价八连扬，正是货币投放出来的必然结果。但此次货币供应量偏大也是抗疫的后遗症，当前的货币政策也是非常规性的，**预计明年开始将逐步调整，2021-2022年会转向常规性政策，逐渐稀释过度的货币。**

- **金融支持实体下社融增速继续走高。**6月新增社融3.43万亿，同比多增8099亿，社融余额同比增12.8%，增速较5月提升0.3个百分点。**信贷、企业债和表外票据是主要支撑。**
- **信贷需求上升，经济复苏具有较强延续性。**6月新增企业中长期贷款7348亿，或与专项债发行、基建配套融资和直达实体新型货币政策工具的落地有关；新增居民中长期贷款6349亿，与疫情影响下需求的滞后释放、按揭贷款需求的回升有关。
- **展望：**中央政治局会议强调“要保持货币供应量和社会融资规模合理增长”，央行行长易纲表述全年社会融资规模增量将超过30万亿元，按照近期GDP的增速和通胀估计，社融名义GDP增速的缺口大概率扩大到8%，与通常的合理区间相去较远，**下半年社融和信贷投放料将收缩。**



03

以“双循环”应对“持久战”

百年未有之大变局 国际国内双循环



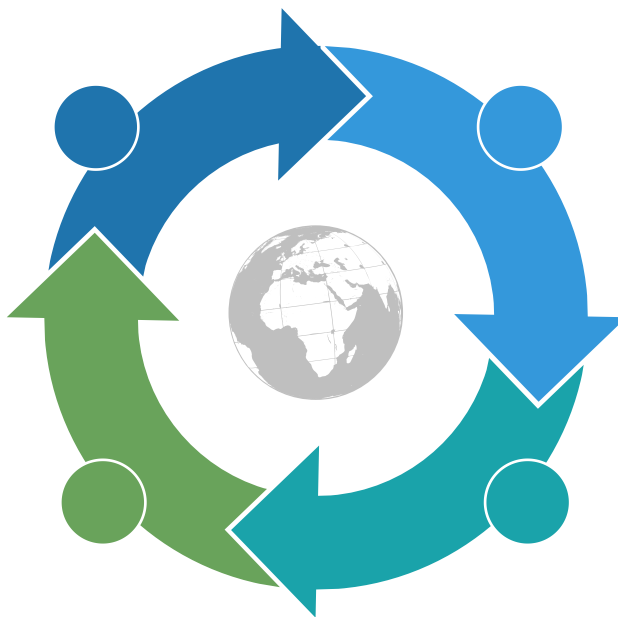
以“双循环”应对“持久战”

□百年未有之大变局

外部国际环境极其复杂不确定增强

- 疫情仍在全球蔓延
- 全球经济陷入衰退
- 跨国贸易投资大幅萎缩
- 逆全球化潮流、民粹主义、贸易投资保护主义大幅抬头

中长期问题



国内发展不平衡不充分问题仍然突出

- 经济正式进入中速增长阶段
- 政策空间变小
- 外贸领域，长期以“两头在外”的方式参与国际大循环
- 进口端，在能源、原材料、农产品、关键技术、核心零部件等方面对外依存度较高
- 内需循环不畅通

当今世界正经历百年未有之大变局，当前和今后一个时期，我国发展仍然处于战略机遇期，面对日趋复杂的国际环境，为积极保障我国经济安全，主动谋划新增长空间，推动我国从旧的国际国内循环模式转向新的国内国际循环模式，我国提出了“双循环”。

□广场协议的应对



日本

- 日本庞大的经济规模及强劲的经济增速以及美国经济滞胀是美国对日本发起贸易战的主要原因。
- 美国几次贸易战并未真正削弱日本的经济实力，但贸易战中广场协议的签订以及日本不当的应对，使日本经济陷入崩溃，最终导致“失去的二十年”。日本为防止通货紧缩风险，采取过度宽松的货币政策，利率大幅下降，大量资金流入股市和房地产市场，1989-1990年，日本开始实行紧缩政策，经济泡沫破裂。
- **日本迅速做出改变：**
 - 1.主动刺破楼市泡沫，让经济“硬”着陆。
 - 2.推出“科学技术基本计划”，提出要在50年内获得30个诺贝尔奖，为日本的核心技术发展奠定了坚实的基础。
 - 3.教育改革，主要措施包括：完善终身学习体制、改革高等教育等。
 - 4.行业龙头联手+国内市场保护的模式，自己制造相关核心材料。



德国

- 德国签订广场协议，但成功避免了经济泡沫的产生后，主要得益于德国稳健的货币政策、合理的产业结构以及大力发展欧洲经济贸易一体化。
- **德国应对：**
 - 1.稳健的货币政策，避免热钱流入资本市场；
 - 2.合理的产业结构调整，积极推动企业研发，使制造业以及专业、科技行业在国家整体经济中占据重要地位。极度扩大财政支出中的科技产业投入。政府主导产业化科技，鼓励工业企业和研究部门合作，高度市场化需求。制造业比重大大超出房地产增加值比重；
 - 3.推动欧洲经济贸易一体化，避免对美国出口市场过度依赖的问题；
 - 4.人才储备和教育体制重建。加大教育投入，以“需求”导向，进行人才选拔和人才培养。
 - 5.积极的外交政策。积极改善与周边国家的关系，积极解决“法德矛盾”。

以史为鉴,可以知兴替, 虽然背景和境遇不全相同, 日本和德国在遭受经济制裁和技术封锁的情况下, 发展成为世界经济、科技强国的经验, 对我国在应对百年未有之大变局、实现中华民族伟大复兴的征程中起到了一定的借鉴和启发。

以“双循环”应对“持久战”

□ “双循环”的提出

- 5月14日，中央政治局常委会会议**首次提出**，要充分发挥我国超大规模市场优势和内需潜力，构建国内国际双循环相互促进的新发展格局。
- 习近平总书记在参加全国两会分组讨论时，进一步阐释了“双循环”特别是国内大循环的主要内容。
- 7月30日中央政治局会议**再次强调**，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

“双循环”

百年未有之大变局

“持久战”

- 当今世界正经历百年未有之大变局，我国面临的外部国际环境复杂不确定增强，国内发展不平衡不充分问题仍然突出都属于中长期问题，“国内国际双循环”格局正是**基于持久战考虑**作出的长期应对准备，并非短期应对外部环境变化的被动选择，而是中国在中长期内主动推动的战略再定位。
- **2020年是十三五规划的收官之年，党中央提出的双循环经济，很可能是“十四五”规划的重要底层逻辑。**是未来相当长一段时期中国经济总体布局的路线图，是中国全面建成小康社会、实现第一个百年奋斗目标之后，面向第二个百年奋斗目标进军的一个方向性纲领。

以“双循环”应对“持久战”

□形成以国内大循环为主的双循环新发展格局

7月30日召开的中央政治局会议强调，要“**加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局**”。

✓ 国内大循环为主体

在外部环境高度不确定的情况下，利用我国产业基础实力雄厚、产业链条完整，战略回旋空间大，超大市场规模的特点，畅通生产、分配、流通、消费等经济运行的各个环节推动实现内部自我循环，包括供需循环、产业循环、区域循环、城乡循环与要素循环等。

✓ 以国内大循环为主体、不是一味只强调自力更生、排斥开放、闭门造车。

经过40年的改革开放，中国经济已经全面融入了世界经济，中国也是经济全球化最坚定的捍卫者。扩大内需不等于放弃外贸，形成国内大市场更不等于放弃国际竞争。历史告诉我们，关起门来搞建设是行不通的，内循环与外循环不是对立的关系，而是相互补充、叠加、促进的关系，二者不可割裂，更非相互矛盾和对立。

扩大内需成为战略基点

中国具备形成以国内大循环为主的“双循环”新发展格局的基础

供给层面。中国拥有最完整、规模最大的工业供应体系；中国多数产业内部竞争激烈，企业可以同时收获规模经济效应和竞争效应。

需求层面。中国拥有超大的市场规模，是全球最有潜力的消费市场，消费潜力仍有待释放。可以吸引全球优势资源，在中国形成生产能力以满足国内市场需求；可使一些规模经济效应明显的产品在国内产生“本地市场效应”，产生出口竞争力。

注重经济发展的安全性

✓ 国际国内双循环相互促进

畅通“内循环”，是为了促进“双循环”，以中国经济发展带动世界经济复苏。以“内循环”促进“双循环”，不单单是扩大国内消费，也包括加大产业链投资和城镇化投资等，补短板 and 锻长板共同发力。通过发挥内需潜力，使国内市场和国际市场更好联通，更好利用国际国内两个市场、两种资源，实现更加强劲可持续的发展。

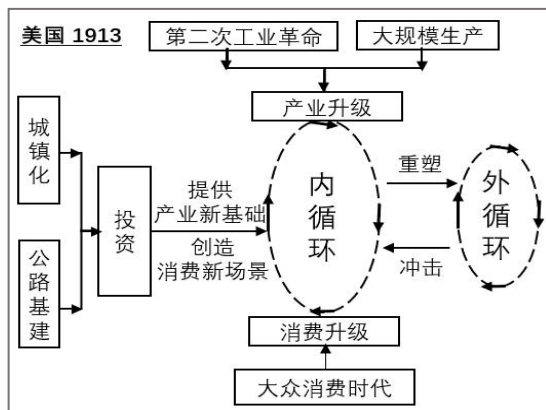
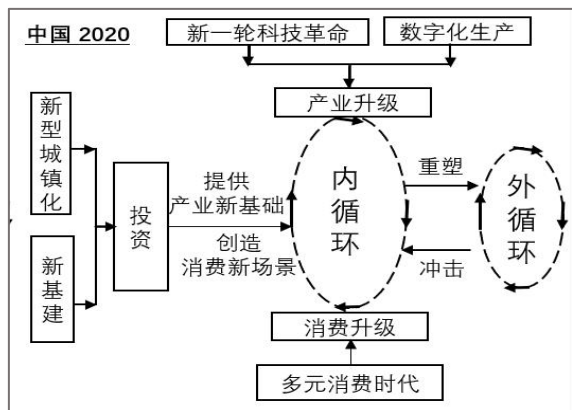
✓ “国内国际大循环”不仅是外贸、FDI等领域狭义上的对外循环。

还包括人员流动、技术扩散、产业链延伸、货币流通、信息与数据流动等诸多方面的大循环，其范围更广，领域更宽，涉及经济的各方面。它不仅着眼于对外开放，更着眼于培育国内消费，扩大国内市场，进一步推动国内一系列改革。

以“双循环”应对“持久战”

□中国的2020与美国的1913

2020年中国经济开始迈向“双循环”新格局，从历史进程、全球环境和发展目标来看，这一变革与1913年前后美国经济的“双循环”演进形成跨越时空的呼应。一个世纪前的美国，“双循环”迎来了新一轮演变，并构成从新兴大国迈向一流强国的关键一跃。较之于日本和德国，1913年美国的历史经验对于今日中国的“双循环”建设更加具有启示意义。



- 1913年前后，美国“双循环”之所以能够完成从第二阶段向第三阶段的飞跃，关键是长期聚力并以合理次序推动了“双升级”：以产业升级为先导，辅之以方向准确的投资，进而激活消费升级，在供需两端启动“内循环”的自我强化，最后再以“内循环”去重塑“外循环”。
- 通过对标美国“双循环”迈入第三阶段的核心逻辑，在各个关键节点上，2020年的中国都具备着可观的潜力，而打通这些“潜力点”的进程，即是中国“双循环”的质变之途。

美国的双循环可以分为三个阶段：第一阶段（1800-1870）“内循环”独立支撑；第二阶段（1870-1913）“外循环”边际增强；第三阶段（1913-至今）：“双循环”互促共进。

自身进程相似

- 美国“双循环”第二阶段开始于1870年，于第25年（1894年）实现工业产值的全球第一，于第44年（1913年）进入第三阶段。
- 对中国而言，如果将改革开放前的时期算作第一阶段，第二阶段发轫于1979年，于第32年（2010年）实现工业产值的全球第一，于第42年（2020年）开始准备进入第三阶段。

全球环境相似

- 1913年后，一战、大萧条、二战接踵而至，根本性地颠覆了全球旧格局。美国凭借本土产业链和市场的相对稳定，最终实现了逆流而上。
- 2020年，疫情在全球蔓延，全球经济陷入衰退，逆全球化潮流、贸易投资保护主义大幅抬头。中国基于自身综合实力以及疫情防控的领先优势，有望长期保持内部产业链和市场的相对韧性。

发展目标相似

- 1913年后，“内循环”在美国占据主导，凭借稳健的“内循环”，美国在“外循环”中主动引领全球化进程、重塑全球体系、布局海外投资、发展服务贸易。
- 从中国政策的全局来看，未来“双循环”中的“以国内循环为主、国际国内互促”的发展目标，与美国“双循环”的第三阶段具有相似性。

以“双循环”应对“持久战”

□ “双循环”怎么做

“双循环”总要求：坚持结构调整的战略方向，更多依靠科技创新，完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡。

国内大循环是主体

✓ 多方面发力扩大内需

- 克服疫情影响，扩大最终消费，为居民消费升级创造条件
- 着眼长远，积极扩大有效投资，鼓励社会资本参与
- 加快新型基础设施建设，深入推进重大区域发展战略，加快国家重大战略项目实施步伐
- 以新型城镇化带动投资和消费需求，推动城市群、都市圈一体化发展体制机制创新
- 提高产业链供应链稳定性和竞争力，更加注重补短板 and 锻长板
- 更大力度推进改革开放，用深化改革的办法优化营商环境，实施好国有企业改革三年行动方案，继续扩大开放
- 做好民生保障，做好困难群众基本生活保障工作，采取有效措施缓解疫情对青年人就业影响，强化外出农民工就业服务，引导返乡农民工就近就业

国际国内双循环相互促进

✓ 以“内循环”促进“双循环”

- 进一步扩大消费市场，让世界分享中国扩大内需战略的发展成果
 - 优化升级我国产业链布局，提高高科技产业规模占比，以此促进稳定全球产业链，提高应对外部冲击的能力
 - 以新型城镇化为依托，促进中心城市和城市群建设，培育新的增长极，夯实中国经济持续健康发展的基础，继续发挥好全球经济增长引擎的作用。
- #### ✓ “跨周期”，稳增长与防风险并重
- 完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡，兼顾稳增长和防风险，不能因稳增长而过度放松导致风险积聚，也不能因防风险而过早收紧导致经济回落。主要包括防范系统性金融风险 and 房地产长效机制

04

宏观经济政策分析

财政政策、货币政策、金融政策、其他政策

□宏观经济政策要求发生变化

上半年

- 更大力度对冲疫情影响
- “逆周期调节”：旨在熨平短期经济波动

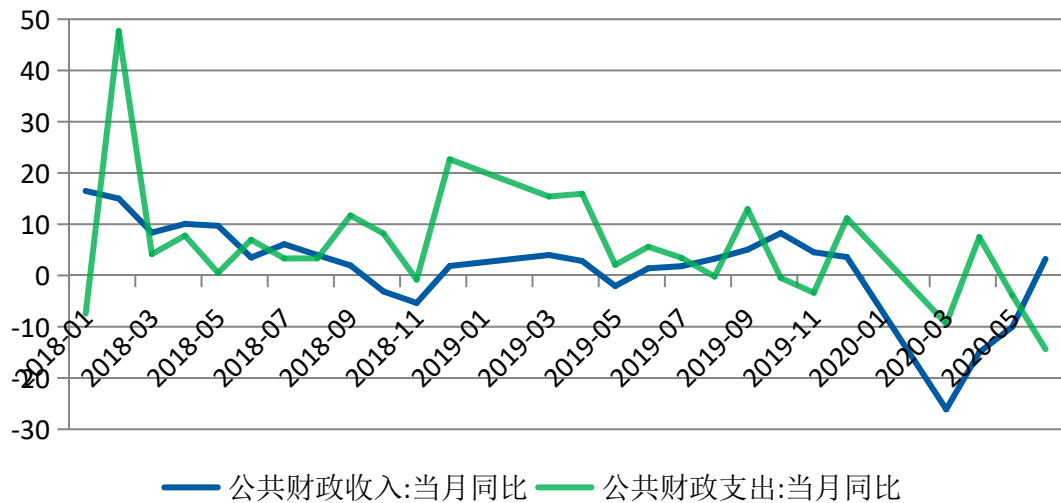


下半年

- 确保落地见效
- “跨周期调节”：兼顾短期和中长期，兼顾稳增长和防风险

同时，宏观经济政策将更加注重协调配合，促进财政、货币政策同就业、产业、区域等政策形成集成效应。

□ 财政政策——积极有为、注重实效



- ✓ 上半年**积极有为财政政策**主要体现在：“一个信号，四个对冲”。
- ✓ **一个信号**：适当提高赤字率，明确发出积极信号。将财政赤字率从2.8%提高至3.6%以上。
- ✓ **四个对冲**：1) 适度加大政府债券发行力度，增加政府投资，对冲经济下行压力；2) 加大减税降费力度，对冲企业经营困难；3) 加大转移支付力度，对冲基层“三保”压力；4) 加强预算平衡，对冲疫情减收影响。

- **展望：财政政策更加积极有为、注重实效**
- **主要目标**：统筹推进常态化疫情防控和经济社会发展工作，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，稳住经济基本盘，努力完成全年经济社会发展目标任务。
- **主要措施**：保障重大项目建设资金，注重质量和效益。包括六方面：1) 千方百计稳定和扩大就业；2) 聚焦打赢脱贫攻坚战，持续改善民生；3) 落实落细减税降费政策，支持市场主体纾困发展；4) 多措并举保粮食能源安全；5) 以创新发展和产业升级保产业链供应链稳定；6) 兜牢“三保”底线，保基层正常运转。
- 预计下半年“宽财政”将接力“宽货币”继续支持经济修复，财政支出的进度有望加快，将更关注质量和效益。新基建领衔的“两新一重”建设或是财政政策的发力点。

□ 货币政策——由“抗疫”模式回归常轨

2020年上半年，面对复杂严峻的内外部形势，中国人民银行按照**稳健的货币政策要更加灵活适度**的要求，综合运用降准、中期借贷便利、再贷款、再贴现等工具投放中长期流动性，灵活把握公开市场操作力度和节奏，维护流动性合理充裕，加强预期管理，引导货币市场利率围绕公开市场操作利率平稳运行。

政策工具	生效日期	具体操作	影响
法定准备金率	1月6日	全面降准0.5%	释放长期资金 8000 多亿元
	3月16日	定向降准0.5%或1.5%	释放长期资金约 4000 亿元。对满足特定条件的股份制商业银行额外降准1个百分点，释放长期资金约1500亿元
	4月7日	下调超额存款准备金利率	从0.72%下调至0.35%
	4月15日	定向降准0.5%	释放长期资金约4000亿元
	5月15日	定向降准0.5%	
再贷款再贴现	1月31日	安排 3000 亿元专项再贷款	支持重点医疗防控物资和生活必需品生产、运输和销售
	2月26日	新增再贷款再贴现额度5000亿元	支持受疫情影响比较严重的中小微企业复工复产
	4月20日	新增再贷款再贴现额度1万亿元	扩大对涉农、外贸和受疫情影响较重产业的信贷投放
基准利率 (LPR)	2月20日	1年期下调0.1%，5年期以上下调0.05%	1年期为4.05%，5年期以上为4.75%
	4月20日	1年期下调0.2%，5年期以上下调0.1%	1年期为3.85%，5年期以上为4.65%

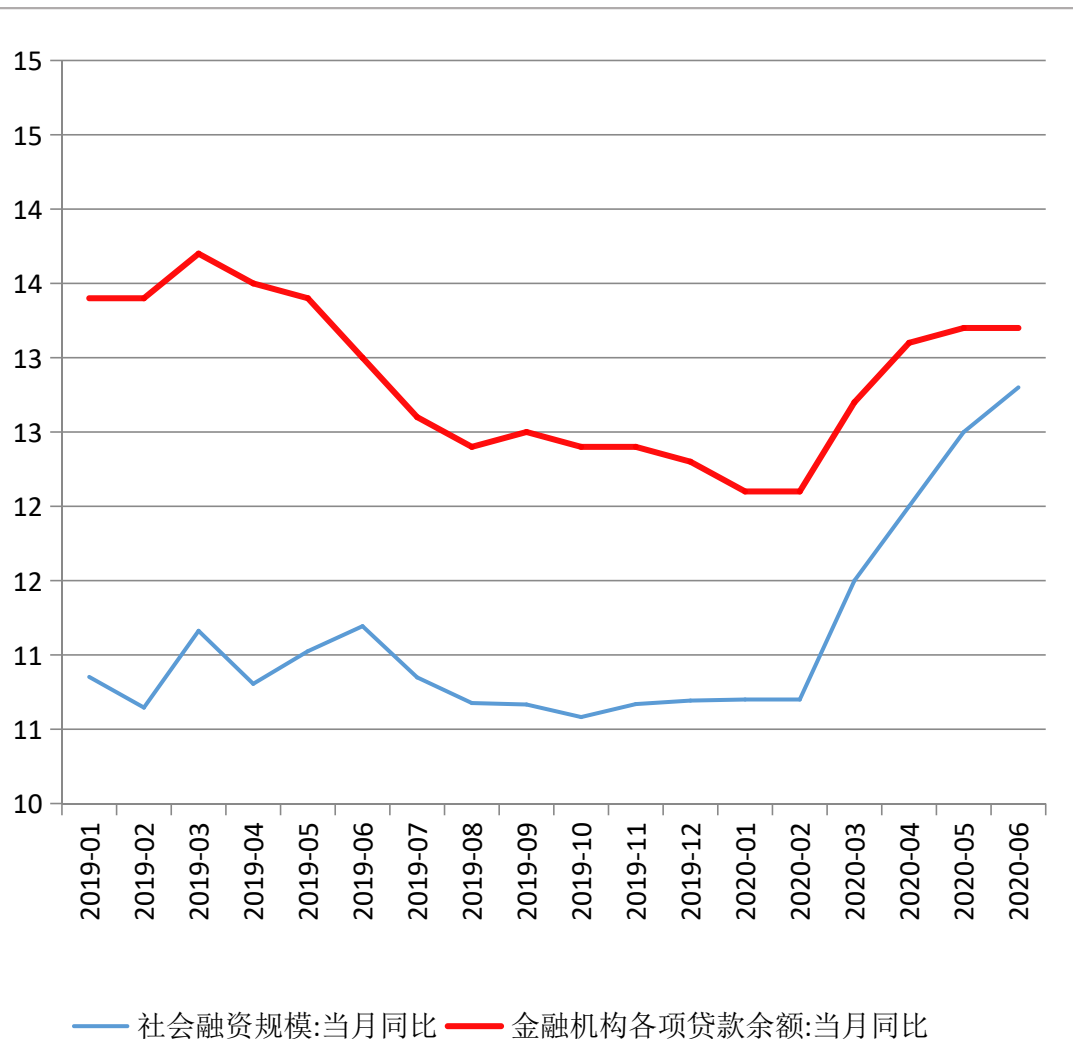
□ 货币政策——灵活适度、精准导向

展望

稳健的货币政策将更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，完善跨周期设计和调节，处理好稳增长、保就业、调结构、防风险、控通胀的关系，实现稳增长和防风险长期均衡。

- 一是稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向。
- 二是积极发挥再贷款、再贴现和直达实体经济的货币政策工具的牵引带动作用，做好稳企业保就业工作。
- 三是发挥货币信贷政策促进经济结构调整的作用，更好地服务实体经济。
- 四是深化利率、汇率市场化改革，提高金融资源配置效率。
- 五是完善金融市场体系，切实发挥好金融市场在稳增长、调结构、促改革和防风险方面的作用。
- 六是深化金融供给侧结构性改革，健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系。
- 七是继续打好防范化解重大金融风险攻坚战，确保风险总体可控、持续收敛，坚决守住不发生系统性风险的底线。

□ 金融政策：聚焦服务实体经济发展



- ✓ 上半年，人民币贷款增加12.09万亿元，同比多增2.42万亿元，完成全年目标的60%；社会融资规模增量为20.83万亿元，同比多增6.22万亿元，完成全年目标的69%。
- ✓ 上半年，社会融资规模当月同比和金融机构各项贷款余额当月同比，均呈逐月上升态势。
- ✓ 通过“强化激励+减少约束+完善考核”等组合手段，引导金融机构聚焦服务实体经济发展，加大对中小微企业的信贷支持、降低融资成本、实施延期还本付息等，助力稳住经济基本盘。

- 一是进一步提高金融政策“直达性”，预计后续将出台“政府担保”、“中小微企业信用债”以及“供应链金融”等创新工具，加大对实体经济的金融支持。
- 二是未来或将通过提高小微企业不良容忍度、推动应收账款质押融资、延期还本付息期限延长等多种措施为企业纾困。
- 三是深化金融改革、鼓励金融创新仍将持续推进，金融监管强度短期或将保持不变，在稳增长与防风险中寻求平衡。

□ 金融政策：聚焦服务实体经济发展

时间	会议/文件	主要内容
1月26日	关于加强银行业保险业金融服务配合做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作的通知	通过调整区域融资政策、内部资金转移定价、绩效考核办法等措施，提升受疫情影响严重地区的金融供给能力
1月31日	关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知	适当提高2020年1月下旬存款准备金考核的容忍度；加强制造业、小微企业、民营企业等重点领域信贷支持，增加制造业中长期贷款投放
2月1日	关于支持金融强化服务做好新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作的通知	在专项贷款利率基础上再贴息50%，确保企业贷款利率低于1.6%，贴息期限不超过1年
2月14日	关于进一步做好疫情防控金融服务的通知	加大对普惠金融领域的内部资源倾斜，提高小微企业“首贷率”和信用贷款占比
4月8日	关于发挥“银税互动”作用助力小微企业复工复产的通知	加大税收信用贷款支持力度
4月15日	关于进一步加大创业担保贷款贴息力度全力支持重点群体创业就业的通知	扩大创业担保贷款覆盖范围，适当提高可申请创业担保贷款额度，允许合理展期，适当下降金融机构新发放创业担保贷款利率，合理分担利息
4月21日	国务院常务会议	将普惠金融在银行业金融机构分支行综合绩效考核指标中的权重提升至10%以上，将中小银行拨备覆盖率监管要求阶段性下调20个百分点

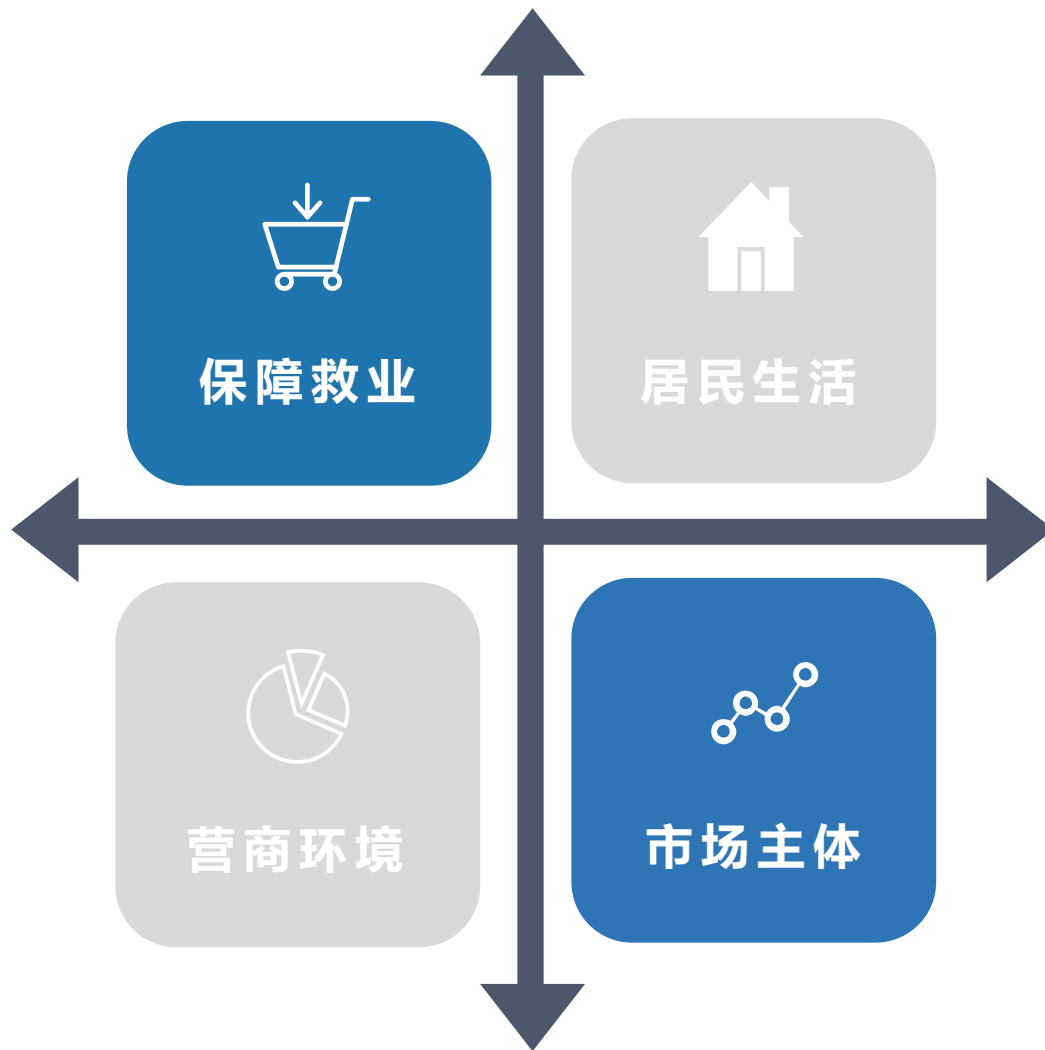
□ 金融政策：聚焦服务实体经济发展

时间	会议/文件	主要内容
4月26日	关于延续实施普惠金融有关税收优惠政策的公告	将普惠金融有关税收优惠政策实施期限延长至2023年12月31日
6月1日	关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见	要求商业银行把经营重心和信贷资源转移到中小微企业等实体经济领域，实现信贷资源增量优化、存量重组
6月1日	关于进一步对中小微企业贷款实施阶段性延期还本付息的通知	实施阶段性延期还本付息，最长可延至2021年3月31日
6月1日	关于加大小微企业信用贷款支持力度的通知	央行通过货币政策工具按季度购买符合条件的地方法人银行业金融机构新发放的普惠小微信用贷款
6月17日	国务院常务会议	推动金融系统全年向各类企业合理让利1.5万亿元
7月1日	国务院常务会议	允许地方政府专项债合理支持中小银行补充资本金
7月17日	关于促进国家高新技术产业开发区高质量发展的若干意见	大力发展市场化股权投资基金，引导创业投资、私募股权、并购基金等社会资本支持高成长企业发展
7月18日	关于做好洪涝地质灾害应急应对及灾后重建金融支持工作的通知	保障灾区基础金融服务需要，提高灾区金融服务效率，加强灾区企业复工复产金融服务，加大灾区信贷支持和保险保障力度

□其他政策：全力服务“六保”“六稳”

- 推动企业复工复产，支持多渠道灵活就业
- 强化外出农民工就业服务，引导返乡农民工就近就业
- 拓宽高校毕业生就业渠道，实行延迟录用接收
- 扩大招生入伍规模和基层就业规模
- 加强困难人员兜底保障，强化困难人员就业援助
- 大规模开展职业技能培训

- 深化“放管服”改革
- 提升投资建设便利度
- 简化企业生产经营审批和条件
- 优化外贸外资企业经营环境
- 降低就业创业门槛
- 提升涉企服务质量和效率



- 压实“菜篮子”市长负责制，做好农产品稳产保供
- 做好春耕生产工作，保证粮食安全
- 确保煤电油气安全稳定供应
- 扩大失业保险保障范围
- 做好困难群众基本生活保障工作
- 加大脱贫攻坚力度

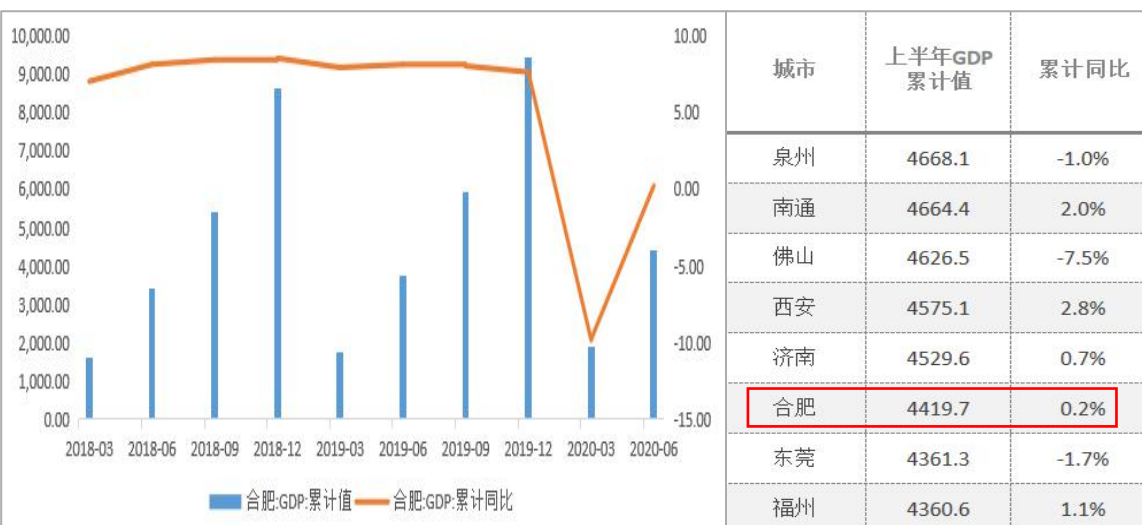
- 大力保护和激发市场主体活力
- 健全支持中小企业发展制度
- 加大信贷支持，降低融资成本，破解融资难题
- 加大减税降费力度，阶段性减免企业社会保险费
- 以龙头企业和骨干企业带动产业链供应链复工复产
- 鼓励“地摊经济”和“小店经济”

05

合肥市经济运行情况

合肥市宏观经济、金融市场

□合肥市经济运行逆势增长 主要指标由负转正

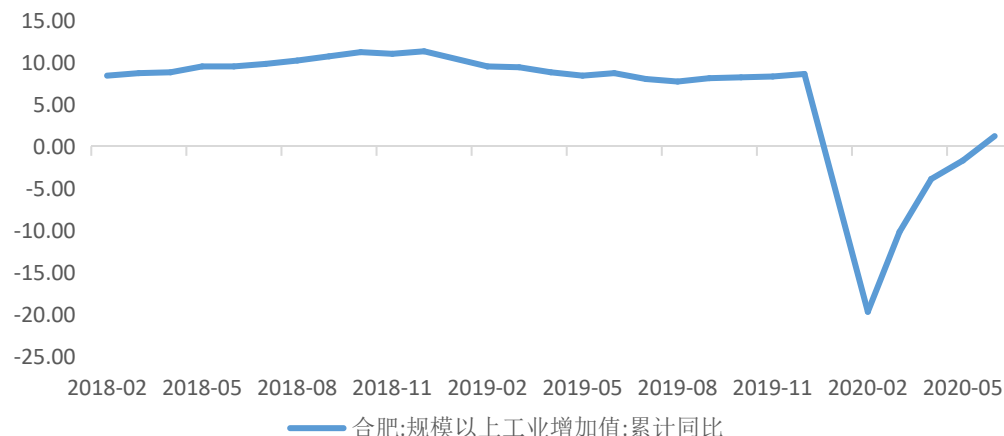


经济运行：

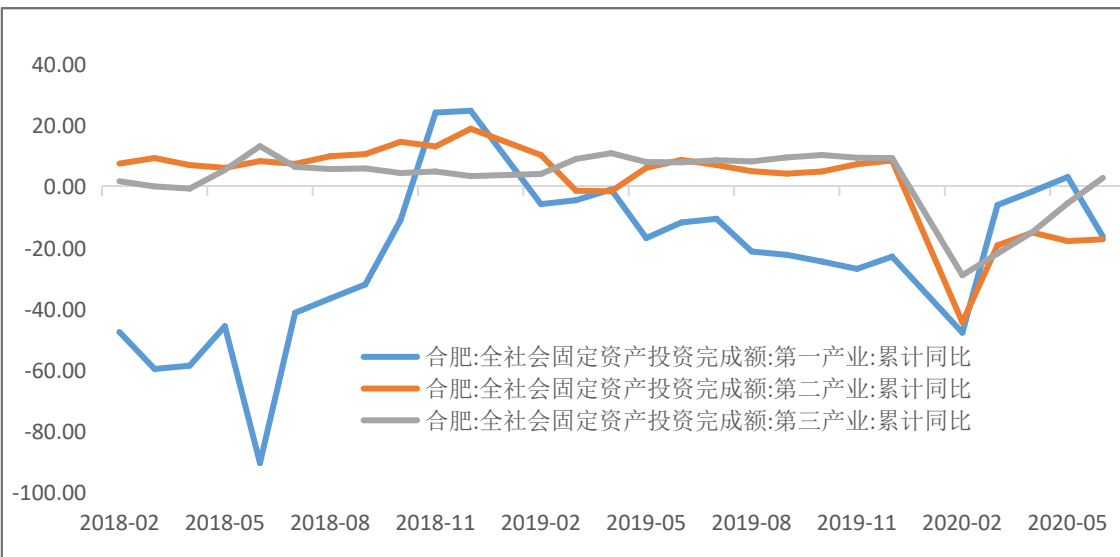
- 上半年，合肥市生产总值（GDP）达4419.7亿元，按可比价格计算，同比增长0.2%，较一季度加快10.0个百分点。在30座重点城市中，合肥上半年生产总值排名第22名，按二季度经济反弹幅度排位，合肥排名第二。
- 第一产业增加值118.6亿元，与上年同期持平；第二产业增加值1487.7亿元，同比下降1.2%；第三产业增加值2813.4亿元，同比增长1.1%。
- 生产总值4300亿至4700亿的梯队有8座城市，这些城市中，基本以全年生产总值“破万亿”为目标，合肥排名其中第5位。

工业生产：

- 上半年，全市规模以上工业增加值同比增长1.2%，比前5个月、一季度分别加快2.9和11.4个百分点，高于全国2.5个百分点。
- **先进制造业高地蓄势崛起。**上半年，全市战略性新兴产业产值同比增长5.6%，占规上工业比重达52.5%，同比提升2.1个百分点；新型显示、集成电路、智能语音产业基地产值均实现两位数增长，增速分别为12.7%、13.2%和13.1%。高技术制造业增加值增长14.7%，连续3个月实现两位数增长。太阳能电池、智能手表、智能手环等新产品产量分别增长28.9%、71.8%和18.0%；集成电路3.36亿块、增长8.9%。

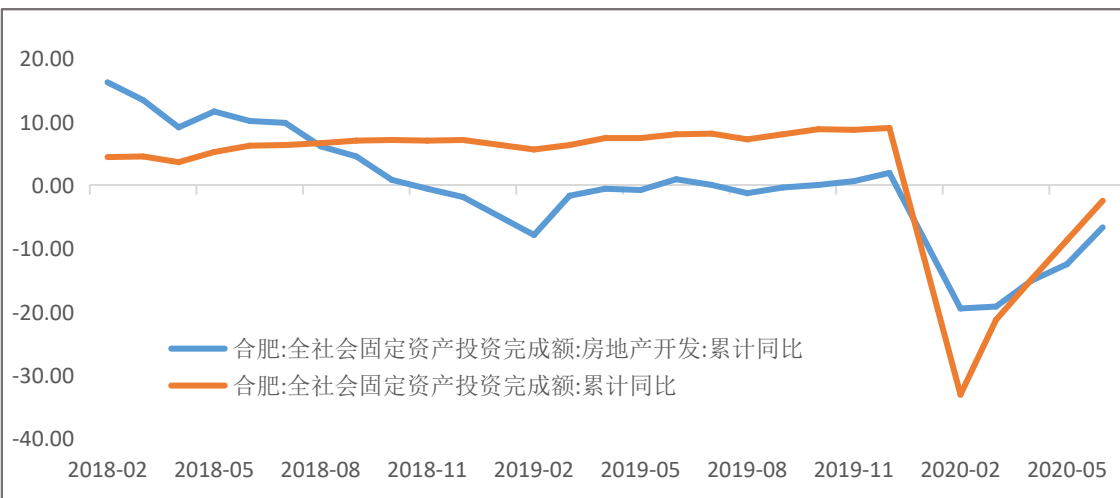


□合肥市项目建设持续提速



投资逐月向好:

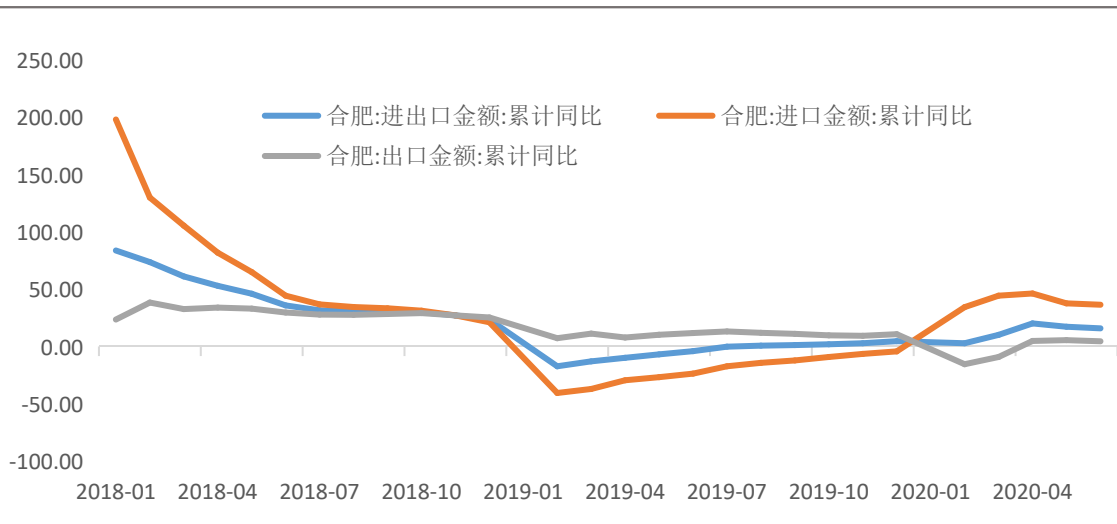
- 上半年，全市固定资产投资下降2.5%，降幅较前5个月、一季度分别收窄6.2和18.8个百分点。从月度走势来看，固定资产投资增速自3月起逐月向好，当月增速分别为-4.7%、-2.2%、8.2%和20.6%。
- 从投资领域看，基础设施投资由负转正，增速由前5个月下降14.7%转为增长4.9%；工业投资下降17.0%，其中高技术制造业投资增长9.4%。
- **数字经济高地潜力彰显**。上半年，数字经济投资增长9.8%，比前5个月加快2.5个百分点，占全市投资的12.7%，同比提高1.4个百分点，新建5G基站突破5000个、完成投资约15亿元。



房地产市场持续复苏:

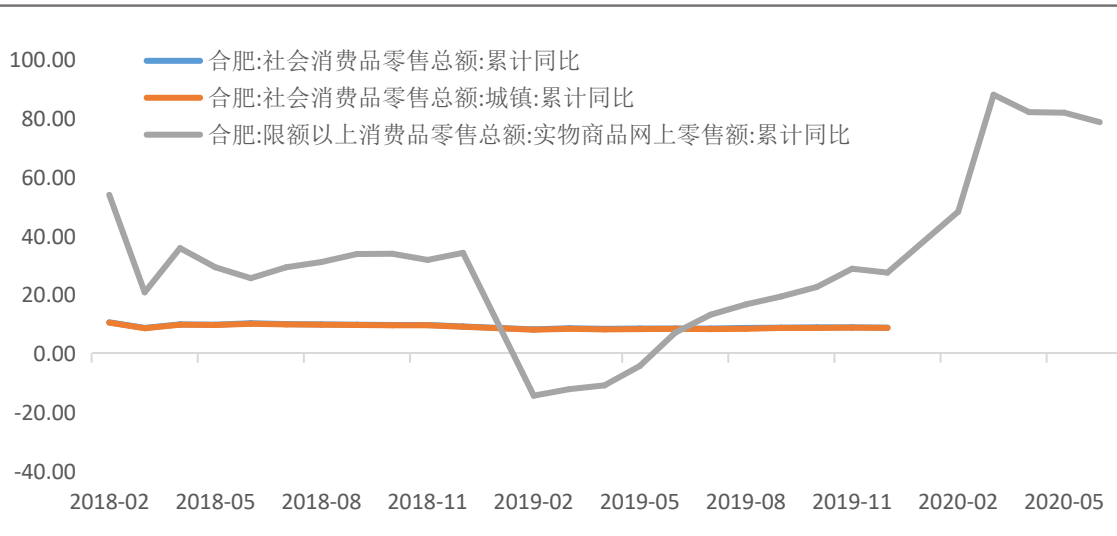
- 上半年，合肥房地产投资下降6.7%，降幅较前5个月、一季度分别收窄5.8和12.5个百分点。但**量跌价升，平均地价创“五年新高”**。上半年供地较少，多为居住地，平均地价相对较高，叠加房企受疫情影响，拿地更加谨慎，在热门地块频频加码，导致2020年上半年合肥市平均地价高达797.19万元/亩，创“五年新高”。
- 下半年，合肥市将把握好市场调控与发展、住房销售与租赁、政策长远与近期、商品房市场与住房保障问题，促进高质量发展。
- 政策方面，合肥市将坚持今年两会和政治局会议重申的“房住不炒”原则，保持调控政策的连续性、稳定性。

□ 合肥市外贸逆势增长 消费潜力有效释放



外贸逆势增长:

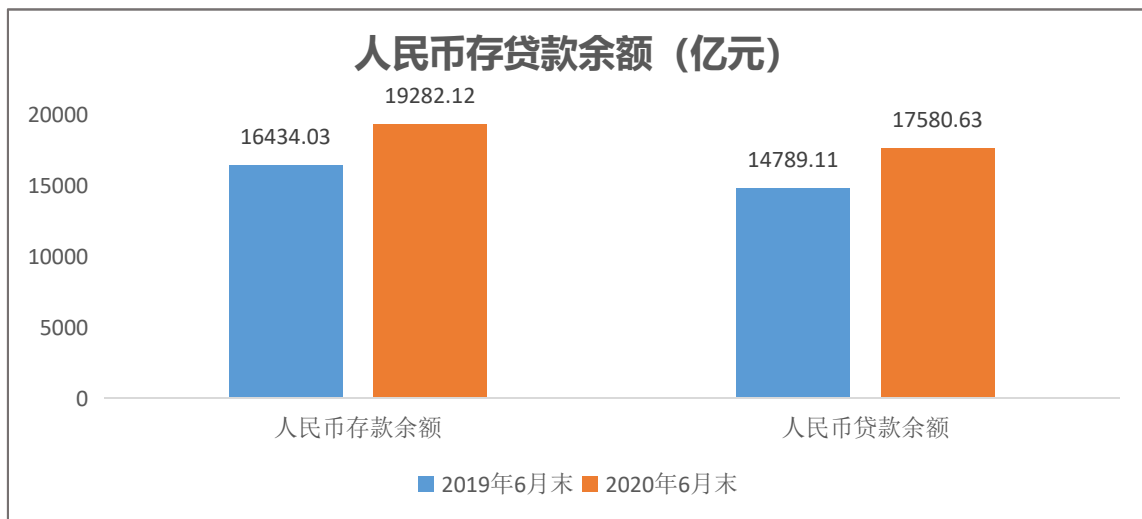
- **开放高地奋力前行。**上半年，全市进出口总额169.35亿美元，同比增长15.8%，分别高于全国、全省22.4和10.3个百分点。其中，出口98.40亿美元，同比增长4.5%，连续3个月正增长；进口70.95亿美元，增长36.4%，今年以来始终保持30%以上高速增长。
- 上半年，中欧班列累计开行237列，占全国的4.6%；发行量在全国62个开通班列的城市中位居全国第8、长三角地区第2位。
- 上半年合肥市进出口增速居全国省会城市第7位，进出口总值在全国省会城市排第8位。**外贸呈现增速“快”、位次“稳”、趋势“好”三大特点。**



消费潜力有效释放:

- 上半年，全市社会消费品零售总额2138.12亿元，同比下降3.2%，较一季度收窄11.6个百分点，降幅分别低于全国、全省8.2和0.3个百分点。其中限额以上消费品零售额879.66亿元，增长0.4%，较一季度加快14.8个百分点，增幅分别高于全国、全省10.7和2.7个百分点。消费市场较快复苏得益于消费券的助力，上半年发放的三轮消费券共拉动和刺激餐饮、百货等各类消费超4亿元。
- 上半年，限上实物商品网上零售额同比增长78.5%，连续4个月保持70%以上增长；1-5月，规上互联网相关服务业营业收入增长36.5%，连续3个月保持两位数增长。

□合肥市信贷投放、直接融资稳步提升

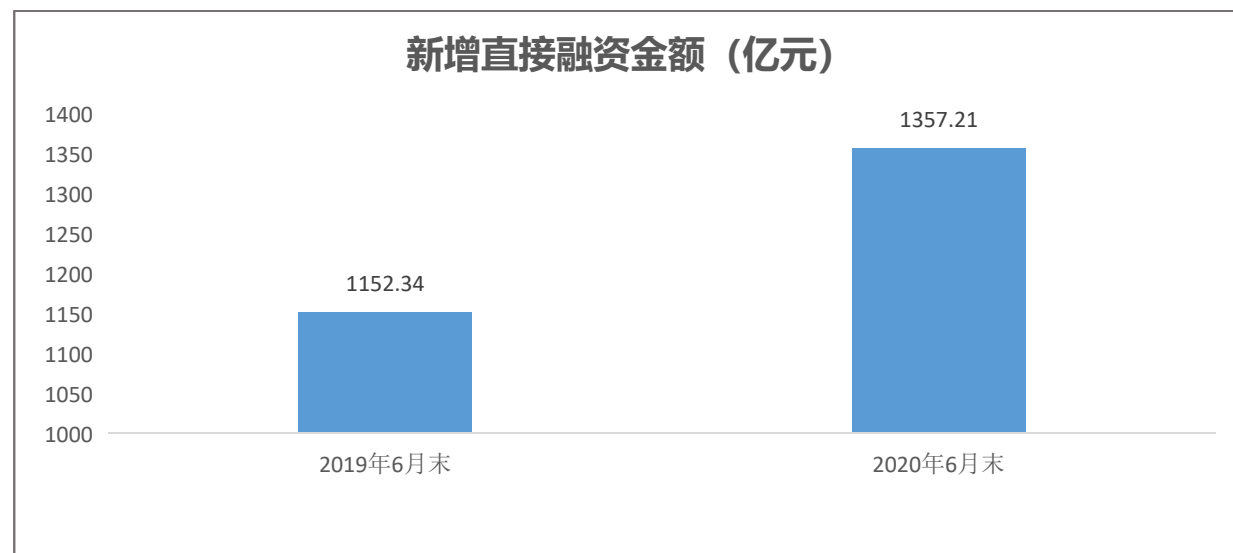


直接融资:

- 上半年全市新增直接融资1357.21亿元，同比上升17.78%，占全省比重54.62%。其中，股权融资29.27亿元、同比下降51.69%，债权融资1327.94亿元、同比上升21.63%，包括各类债券融资572.94亿元，发行同业存单755亿元。

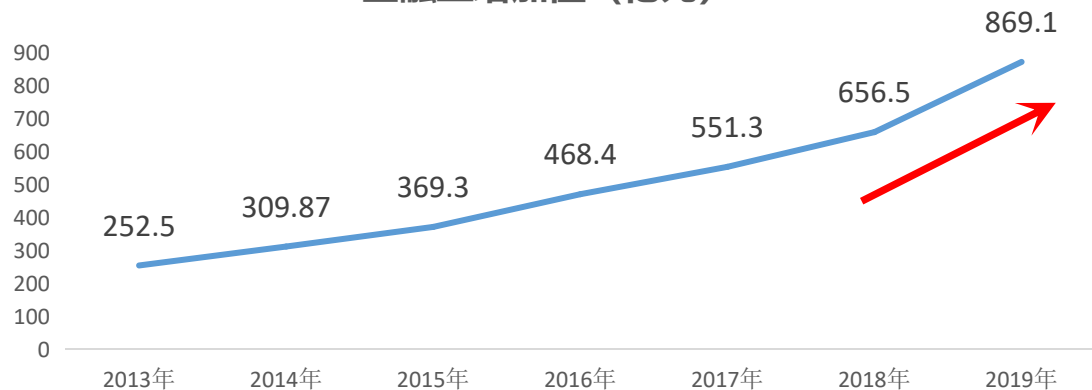
信贷投放:

- 截至2020年6月末，合肥市人民币存、贷款余额分别为19282.15亿元、17580.63亿元，分别占全省32.39%、35.66%，同比分别增长10.10%、15.2%，全市存贷比91.18%，高于全省8.34个百分点。人民币存贷款余额同比增长12.47%，高于2019年（10.02%）同期增速2.45个百分点。

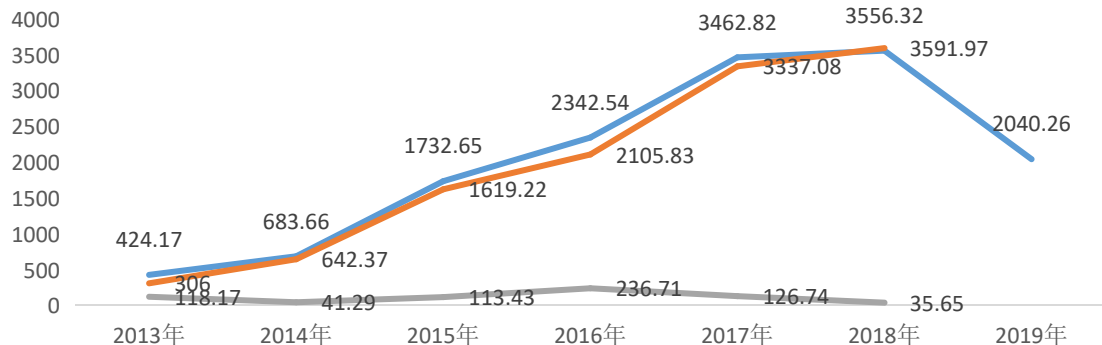


□合肥市金融业增加值逐年提升

金融业增加值 (亿元)



合肥历年融资规模 (亿元)



- 2013年以来合肥市金融业增加值增长了616.6亿元，增幅为244%，**金融业增加值逐年上升**。
- 金融业增加值占GDP比重也稳步提升，2019年金融业占GDP比重为9.2%。合肥市金融业发展势头良好，金融产业规模在不断做大做强。
- 2019年末，上海、南京、杭州的金融业分别为6600.6、1598.5和1791.0亿元，占GDP的比重分别为17.2%、11.3%和11.3%，也落后于西安（9231.2亿元、10.7%）、福州（9392.3亿元、10.7%）等GDP位次在合肥之后的城市，合肥市金融业增加值和在GDP的比重还有较大的提升空间，金融业发展任重道远，前景广阔。但与南京、成都、杭州有较大的差距，也落后于西安、福州等GDP排名在合肥之后的城市。
- 2013年以来合肥市**直接融资规模不断提升**，近两年上升势头趋缓，2020年上半年全市新增直接融资1357.21亿元，同比上升17.78%，占全省比重54.62%。
- 股权融资29.27亿元、同比下降51.69%，股权市场波动较大，规模呈下降趋势。一方面反映合肥市企业发展水平有待提升，另一方面说明当前合肥市股权融资市场并不成熟，股权融资规模稳步提升，债权融资1327.94亿元、同比上升21.63%，反映了债权融资市场发展潜力较大。

□ 合肥市类金融市场运行情况

融资租赁

6月末，全市融资租赁机构18个，资产总额210.72亿元

融资担保

截至6月末，全市正常经营的20家融资性担保公司合计（包括融资性担保和非融资性担保）在保户数14976户，在保余额413.3亿元。

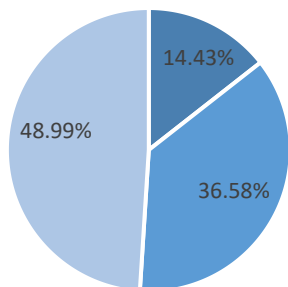
小额贷款

截至6月末，全市小额贷款余额笔数7617笔，金额1627396万元。

典当公司

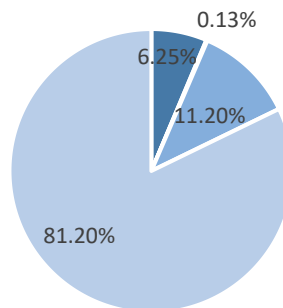
截至6月末，全市典当余额30.75亿元，同比增长0.2%，典当总额39.5亿元。

融资担保期末数金额



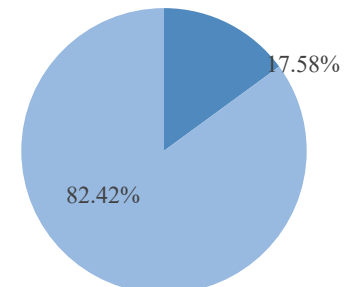
■ 兴泰融资担保 ■ 国控担保 ■ 合肥市其他融资担保

小额贷款发放金额



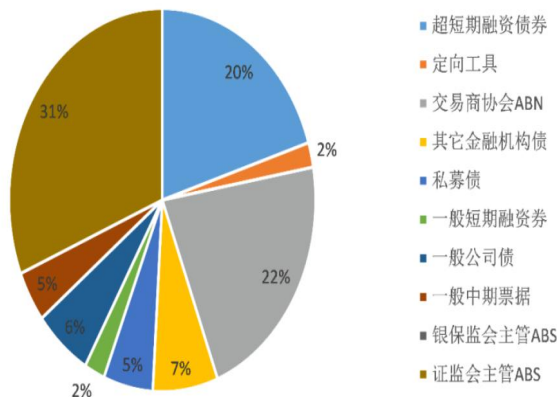
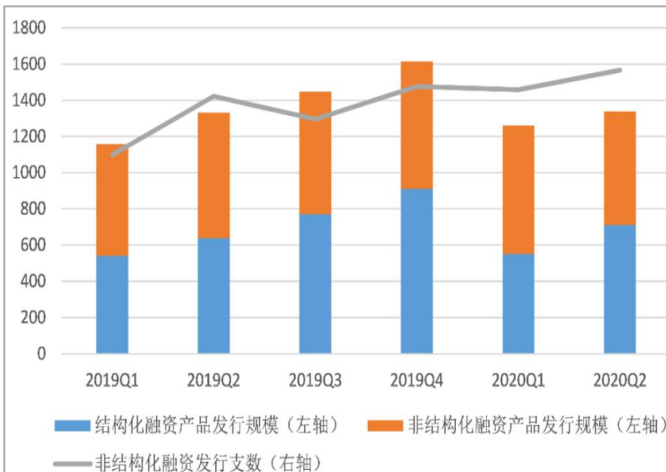
■ 兴泰小贷 ■ 兴泰时雨小贷 ■ 兴泰科技小贷 ■ 合肥市其他小贷

典当余额



■ 兴泰典当余额 ■ 合肥市其他典当余额

□ 融资租赁行业首现负增长



- 截至2020年3月底，全国融资租赁企业(不含单一项目公司、分公司、SPV公司和收购海外的公司，包括一些地区列入失联或经营异常名单的企业)总数约为12145家，较上年底的12130家只增加了15家。
- 全国融资租赁合同余额约为64680亿元人民币，比2018年底的66540亿元减少约1860亿元；

上半年，疫情给租赁公司业务带来的冲击尚在缓释之中，行业新规出现更迭，我国融资租赁业依然保持着平稳发展势头。行业层面，监管趋严推动行业加速洗牌，配套的外部发展环境也在持续完善。业务层面，多家租赁公司因疫情错失的租赁业务在逐步恢复中，同时在变化的环境中做好准备，加快在资本市场发力，以拓宽融资渠道，提升流动性，应对可能出现的风险。

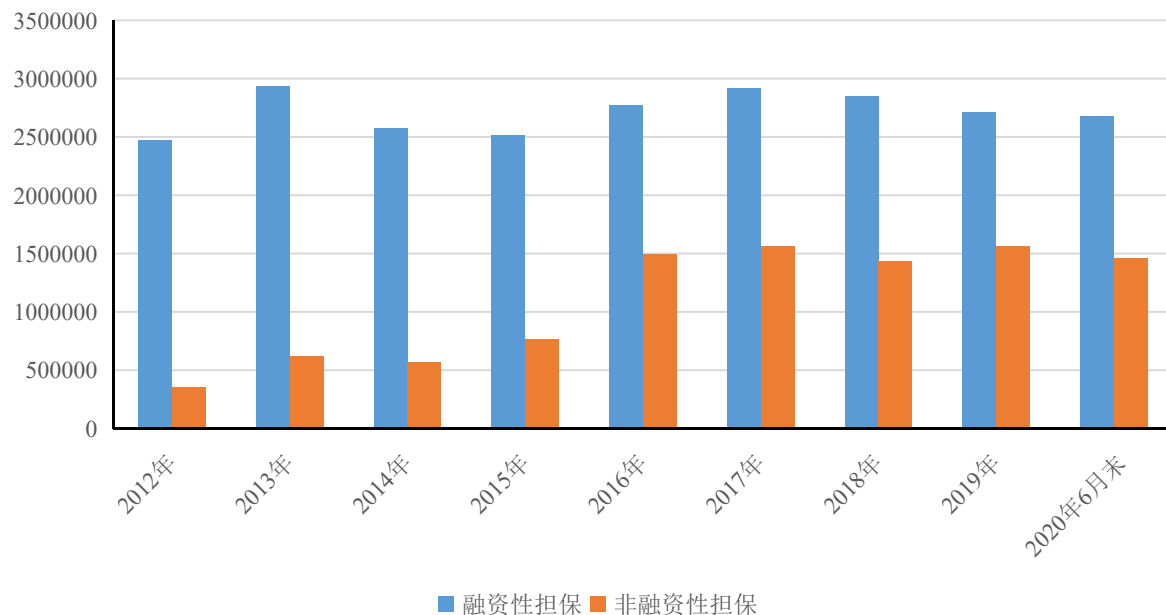
两头受压的融资租赁业，流动性风险突显。当前融资租赁公司的授信受到很大限制，特别是在疫情冲击下，融资租赁公司经营情况变差，承租人中不少中小企业出现逾期，融资租赁公司不得不给予延期，导致回款出现困难。在负债端，融资租赁公司大多也无法从银行获得展期，流动性出现隐忧。

展望：随着新规陆续落地和地方金融监督管理部门已对辖区内融资租赁公司展开排查清理工作速度的加快，空壳和违规经营企业逐步退场，行业经营环境会得到显著净化。同时，国内实体经济融资需求逐步恢复，银行信贷投放节奏也逐步加快。**我国融资租赁行业未来依然还有很大的发展空间。**

2020年一季度融资租赁行业发展现状				
	总额	金融租赁	内资租赁	外资租赁
融资租赁数量(家)	12145	70	406	11169
较上年底增长(%)	0.12%	0	0.74%	0.1%
占比(%)		0.57	3.34	96.09
融资租赁合同余额(亿元)	64680	25030	20190	19460
较上年底增长(%)	-2.80	0	-2.98	-5.99
占比(%)		38.7	31.2	30.1

□ 融资担保行业保持稳定发展态势

合肥市融资担保期末余额 (亿元)



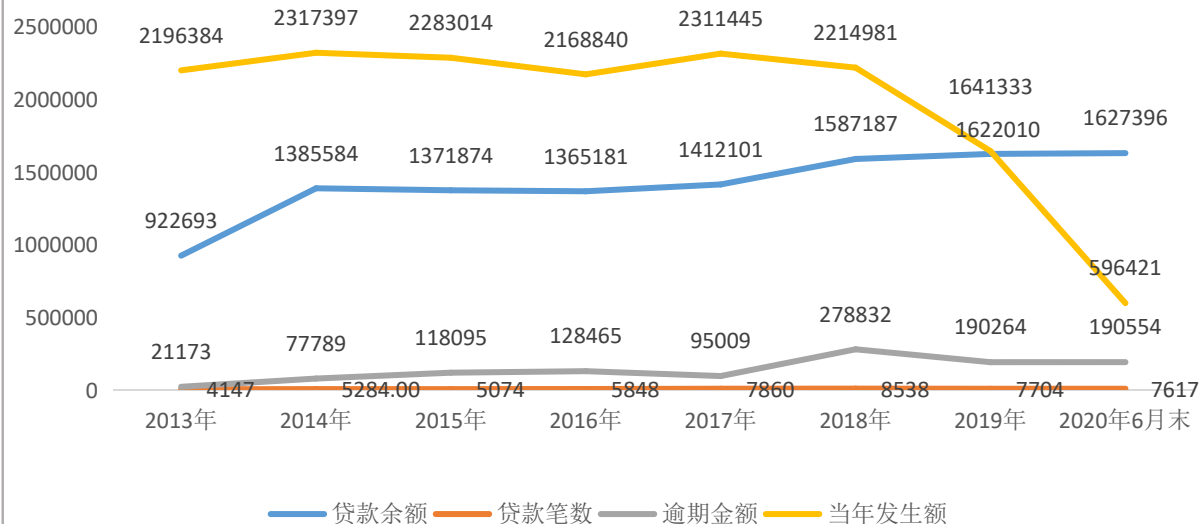
➤ 在各级政府及监管部门的大力推动下，融资担保业务的“准公共产品”属性日益凸显，政策性融资担保机构发展定位决定了融资担保业务将处低收益水平。长期来看，考虑到合肥市经济实力和产业规模，融资担保市场基于政策加持和现实需求，将继续保持稳定发展态势。

- 2012年-2020年6月，合肥市融资担保市场持续稳定发展，期末余额维持在合理区间。其中融资性担保期末余额在260亿区间值上下浮动。
- 融资担保政策性定位明确。近年来，合肥市通过整合省民营经济发展专项扶持资金、省市财政资金和省市担保集团参股等方式，建立了政策性融资担保机构国有资本持续补充机制。
- 2019年，在《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》指引下，担保公司的政策性定位愈加明显。

合肥市融资担保期末余额 (亿元)	融资性担保	非融资性担保
2012年	246947	35526
2013年	293354	62306
2014年	257416	57006
2015年	251590	76426
2016年	277072	149580
2017年	291790	156720
2018年	284983	144018
2019年	271404	156455
2020年6月末	267530	145837

□ 小额贷款市场趋于稳定

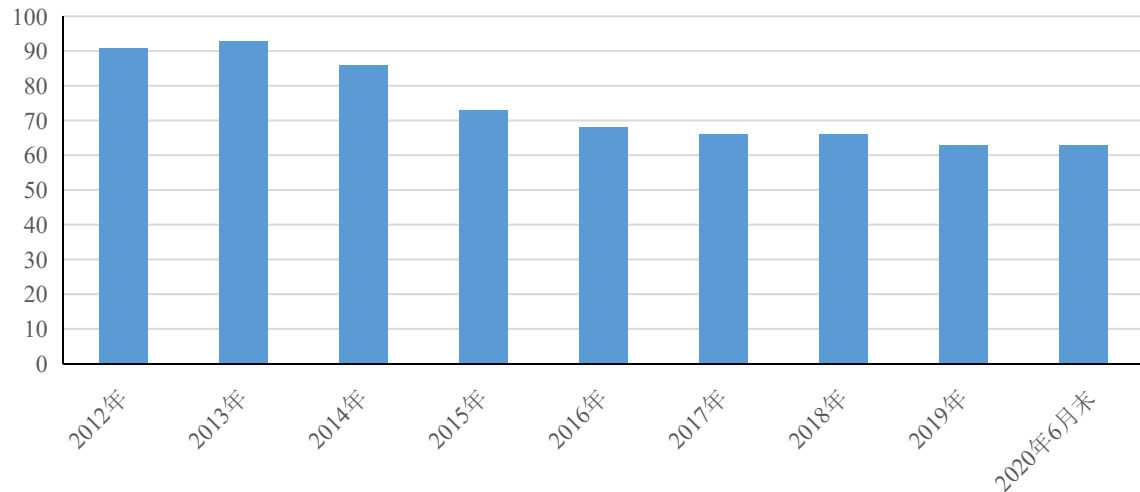
合肥历年小额贷款市场概况



- **小额贷款余额稳中有升。**在机构数量逐年下降的条件下，贷款余额稳步上升，说明合肥市小额贷款机构规模在不断壮大，形成规模分化，市场的竞争压力将进一步增强。
- **小额贷款市场风险有上升趋势。**2018年以来，小额贷款风险呈现集中爆发趋势，逾期金额高企，仅2020年上半年，全市逾期金额为19.05亿元，已超过2019年全年水平，市场风险值得关注，产品风险防控需要加强。
- **展望：**受到疫情影响，小贷公司资产质量下降，导致其获客难、风控难、筹资难，产生连锁反应，部分实力较弱的机构因此陷入经营困境。随着企业复产复工、现金流状况改善，小贷公司面临的经营困境也在**逐步缓解中**。

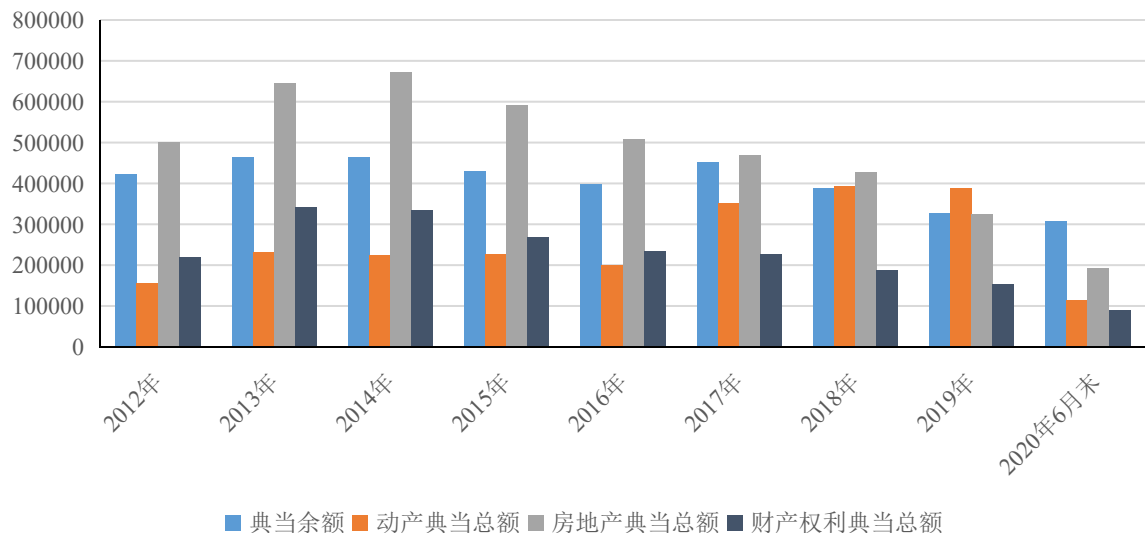
- **小额贷款机构数量逐年下降。**受P2P机构的冲击逐渐加强，叠加对牌照审核的收紧，小贷公司数量开始下降，合肥市小额贷款机构数量从2013年的93家，逐年递减，截至2020年6月末，小额贷款机构仅存63家，伴随市场对金融强监管政策的适应，小额贷款市场将逐步规范，机构数量将趋于稳定。此外，由于受近两年来市场行情下行的影响，伴随银行业务下沉，挤占了原有的小贷业务，从19年开始，小额贷款市场当年发生额开始下降。
- **小额贷款发生笔数始终保持稳步增长的势头。**仅2020年上半年就发生了贷款7617笔，已达2019年全年的98%，主要是受疫情影响，中小微型企业的贷款需求不断提升，同时也反映了小额贷款市场逐渐回归小额、分散、短期的资金需求，普惠金融的政策导向初见成效。

合肥市小额贷款机构数 (家)



□ 典当行面临转型压力

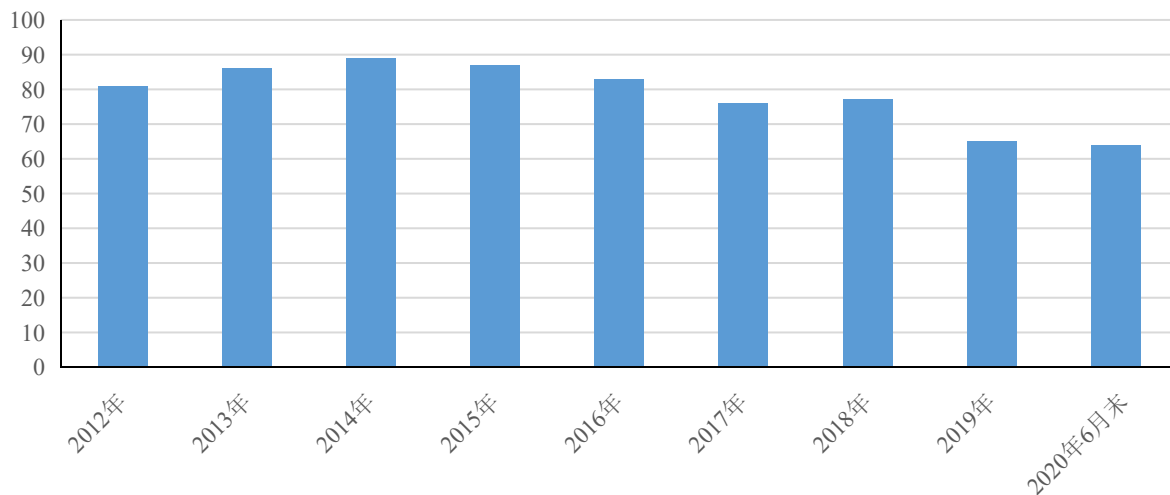
合肥市典当余额与总额 (万元)



- **典当市场萎缩、机构数量减少。**2012年以来，合肥市在当余额下降了522.5%，而机构数由2014年的89家下降到2020年6月的64家。特别是2013年后，合肥市典当市场逐年萎缩，典当行业面临转型升级。
- **房地产、财产权利典当总额不断下降，动产典当总额逆势上扬。**数据显示，截止2019年底，全市典当市场房地产业务和财产权利业务下降14.3%和35.3%，动产业务始终呈上升趋势，上升了148.9%。
- **今年业务量或呈现“先低后高”走势。**由于此次疫情发生在1月至4月份，期间典当行业业务量明显减少，典当行的业务会呈现“先低后高”的走势。

- 从全市及全行业的发展现状来看，典当行业面临严峻的生存危机，特别是在典当行业划归银保监管后，将面临较为严格的监管政策，叠加互联网的风口和新冠疫情的影响下，**全市典当行业普遍面临转型压力。**
- **建议：**在当前背景下，典当行业要寻求线上线下深度融合、加速金融科技对典当行的融合及加强信息化系统对典当行业的支撑，依托典当企业自身条件和能力，聚焦细分市场和目标客户群，并借助互联网金融的优势，从而实现精准营销。同时，坚持适当收缩规模，注重风险防控，挖掘和培育优秀人才，稳扎稳打发展。

合肥市典当机构数 (家)



06

集团发展的对策建议

站在2020年经济发展路口的推断



兴泰控股集团

□中美摩擦升级及逆全球化下的挑战与机遇

新冠疫情爆发并开始全球蔓延，美国总统称之为“中国病毒”，试图将疫情政治化；7月21日，美国要求中国在72小时内关闭休斯顿总领事馆。24日，中方宣布撤销对美国驻成都总领事馆的设立和运行许可；

未来，中美摩擦将成为新常态？

中美关系进入新阶段。2020年5月15日美国商务部公布的最新禁令，任何企业供货含有美国技术的半导体产品给华为，必须先取得美国政府的出口许可。6月29日，美国商务部官网发布声明称，已取消对香港的特殊相关待遇，包括暂停出口许可证豁免，并正在进行差别待遇评估。7月20日，美国商务部工业和安全局（BIS）宣布将11家中国公司加入“实体清单”。

国际外部环境愈发不稳定。在英国宣布禁用华为5G设备之后，多个欧洲国家开始变相跟进。

继续坚持扩大对外开放。形势越困难，就越是要扩大开放，以高水平开放反制逆全球化、以改善营商环境反制“撤资论”、以超大市场的吸引力反制“脱钩论”。——2020年内先后发布了上海金融中心建设方案、临港自贸区金融支持50条和海南自由港总体方案。

充分利用集团在境外的优势，与境内子公司协同合作，积极导入产业资源；强化境外金融市场研判和嫁接，引导国际资金投资合肥市企业，提升区域关键产业高质量发展。

灵活开展跨境投融资业务，围绕合肥市重点发展的产业链上下游，进行全球化横向或纵向并购投资，获取境外优质资产，先进技术、金融牌照等。发挥租赁公司在保税区作用，为企业开展国际贸易提供有效的资金支撑。

**导入境外金融资源
开展跨境并购、
谋取金融牌照
金融支持国际贸易**

□ 财政政策更加注重资金效率

疫情以来，财政政策充分发挥了逆周期的调节作用，中央政治局会议**首次在“六稳”之外提出了“六保”目标。**

会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，**提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。**



- ✓ 增加赤字规模，明确释放积极信号，缓解财政收支矛盾，稳定并提振市场信心。
- ✓ 落实减税降费，对冲企业经营困难。
- ✓ 扩大政府投资，对冲经济下行压力。通过抗疫特别国债、地方政府专项债券等多种渠道，增加政府投资，发挥政府投资的撬动作用，有效支持补短板、惠民生、促消费、扩内需。
- ✓ 加大转移支付，对冲基层“六保”资金需求。进一步加大对地方转移支付力度，增加地方留用的现金流。
- ✓ 五是加强预算平衡，对冲疫情减收影响。全面盘活财政存量资金资产，增加调入中央预算稳定调节基金，大力压减一般性支出，有效对冲疫情带来的减收影响。

借助积极财政政策的导向，创新财政金融产品：疫情及后疫情时期，绿色、普惠金融、教育等民生领域的财政金融创新大有可为，要求财政金融不断创新服务模式。

精准聚焦重点领域和重大项目：有限的财政资金将投入到重点领域和重大项目中，应深度参与战新产业布局。

新基建项目融资担保与租赁：新基建涉及的信息基础设施如5G网络投资、大数据、人工智能、物联网、云计算、区块链等，将带来天量投资。



新基建项目融资担保与融资租赁
聚焦重点领域和重大项目
深度参与战新产业招引与股权投资

□ 疫情下的民营企业复工复产服务手段

2月5日，合肥市印发《关于应对新型冠状病毒感染的肺炎疫情鼓励中小企业持续发展的若干意见》（合办〔2020〕1号）

从加大信贷支持力度、降低企业融资成本、畅通金融服务绿色通道等方面拿出真金白银支持企业提振信心，稳定社会预期。

- ✓ **疫情防控专项再贷款政策：**银发〔2020〕29号、财金〔2020〕5号
- ✓ **再贷款再贴现支持复工复产专用额度：**银发〔2020〕53号
- ✓ **新增1万亿再贷款再贴现限额：**国务院第88次常务会议
- ✓ **强化中小微企业金融服务：**银发〔2020〕120号
- ✓ **普惠型小微企业贷款延期支持工具：**银发〔2020〕122号
- ✓ **普惠型小微企业信用贷款支持计划：**银发〔2020〕123号
- ✓ **存款准备金政策：**2020年5月15日，全国金融机构平均法定存款准备金率为9.4%，较2018年初已降低5.2个百分点。
- ✓ **金融支持疫情防控与企业生产民生保障：**皖银保监发〔2020〕1号
- ✓ **小微企业金融服务“增量扩面、提质降本”：**银保监办发〔2020〕29号

业务下沉：针对疫情及抗洪需求，优化产品设计、主动营销、业务下沉的方式，不断提高小微业务占比，通过大数据技术的应用解决信息不对称，降低小微业务信用风险。

技术革新和数字化转型：推动集团数字化转型，金融数据的汇聚整理共享开放，推进金融服务数字化、科技化转型，推进金融科技产品对外输出。

加大竞争性板块布局：在现有业务的基础上，更多的开展局部范围内的市场化业务试点，包括混合所有制改革试点、存量上市公司股权交易、市值管理、市场化资管业务等。

**市值管理
混合所有制改革试点
业务下沉
布局竞争性板块
数字经济**

□国内国际双循环的新经济格局

构建完整的内需体系：

- 要以稳定市场预期、提高社会资本投资积极性为着力点；
- 以供给侧结构性改革为主线，提高资源配置效率；
- 以就业扩大和居民收入的持续提高为基础；
- 更好发挥政府在扩大内需、维护市场中的作用；
- 内需外需兼容互补、国内国际双循环相互促进的新格局。



- ✓ 补短板、强弱项、激活力，打通支撑科技强国的全流程创新链条；
- ✓ 以新基建加快数字经济产业化、传统产业数字化，引领第四次工业革命；
- ✓ 疏通部分行业的政策性梗阻，以新需求消纳产能，促进供需平衡；
- ✓ 多措并举刺激消费、促进就业、提高保障，加快形成纺锤形收入分配格局：降低个人所得税，刺激个人消费，稳定小微企业所得税优惠政策，助力保民生保就业，盘活农村建设用地，增加农民财产性收入，增加社会事业支出，逐步提升社会保障水平；
- ✓ 培育区域发展新增长极和动力源，形成优势互补、高质量发展的区域经济布局；
- ✓ 深化关键性基础性体制改革，激活社会投资活力，加快构建高标准市场体系。

- ✓ **创新是“引领”内循环发展的不竭动力：**立足合肥大科学中心建设和基础科研优势，重点关注产业升级，产业引导基金强化与科研院所联动合作，投资前移，助力科技成果转化跨越“死亡之谷”。
- ✓ **消费金融板块：**一是充分学习吸收信e贷开发经验，运用现代技术手段，占据竞争优势。二是重点关注个人消费领域，开发国内消费市场是国内循环成败的关键所在。
- ✓ **把握技术发展趋势：**积极探索区块链技术、5G在金融领域的应用，关注传统产业的数字化转型。



消费升级与房地产发展
存在较大冲突
产业结构转型升级消费
金融发展前景广阔
科技成果转化
信e贷

□寻找疫情下的金融安全“诺亚方舟”

上半年，金融监管趋于缓和，但受疫情影响，信托暴雷事件频发，企业和个人违约风险高企，金融安全存在高度不确定性。



- ✓ **信托产品连续暴雷：**四川信托200亿元资金窟窿、安信信托500亿元产品逾期、国投泰康踩雷31亿元通道业务、金凰珠宝假黄金案涉及恒丰银行和张家口银行两家银行，中航信托、四川信托、民生信托、东莞信托、长安信托和安信信托等六家信托公司，以及人保财险和大地保险两家保险公司。
- ✓ **9家金融机构被接管：**7月17日，为保护投资者合法权益，维护证券市场秩序，中国证监会决定对新时代证券、国盛证券、国盛期货依法实行接管；同日，鉴于天安险、华夏人险、天安人险、易安财险、新时代信托、新华信托触发了接管条件，中国银保监会决定对六家机构实施接管。
- ✓ **互联网金融风险专项整治：**根据安徽省监管部门要求，网贷行业在3月底前全面停标，互联网金融发展进入新时期。
- ✓ **典当迎来监管新规：**为进一步规范典当行经营行为，防范化解风险，促进典当行业规范发展，银保监会出台了《关于加强典当行监督管理的通知》。

- ✓ 强化风险管控，全面、定期摸排客户受疫情影响情况，积极开展风险管控，守住不发生金融风险的底线。
- ✓ 科学、合理地开展业务创新，积极开展疫情影响下，投融资动态研究与分析工作，不盲目扩张业务规模。
- ✓ 重点关注类金融版块业务风险，创新运用大数据技术开展风险防控。



**创新风险管控体制
机制建设
反对盲目扩张
关注典当行业
监管政策出台**

□类金融发展 “路在何方”

上半年，合肥市银行业等金融机构扩大信贷投放规模，强化信用贷款建设，提高贷款审批效率与服务水平，降低了信贷成本，类金融板块生存迎来了“至暗之时”。

- ✓ **信贷投放规模猛增：**2020年1-6月份，全市新增人民币各项贷款1901.41亿元，超过序时进度50.07个百分点，提前完成全年信贷任务（全年新增人民币各项贷款1900亿元），占全省37.89%，同比多增684.82亿元。
- ✓ **小微企业贷款规模不断扩大：**6月末，合肥市银行业小微企业贷款余额4005.42亿元，较年初增加439.97亿元，较年初增长12.34%，较去年同期多增长91.26亿元、1.29个百分点，同比增长14.29%。小微企业贷款户数21.29万户，较年初和去年同期分别增加3.71万户、3.87万户，户均贷款余额188.13万元。小微企业申贷获得率93.41%，较去年同期上升1.12个百分点。
- ✓ **线上信用贷款逐步增多：**针对小微企业融资需求，各家银行都推出了全线上、纯信用、高额度的融资服务产品，客户可通过在线申请，操作简单，系统自动审批，免担保，免抵押，纯信用。

- ✓ **业务创新与自救：**银行业务下沉挤压小贷、典当等类金融机构生存空间，类金融板块积极开展业务创新，突出一对一服务的品质。
- ✓ **融资担保拓展新业务：**受疫情影响，融资担保费率长期维持1%，加之免担保信用产品推广，融资担保在完成政策性任务的同时，积极探索债市担保业务。
- ✓ **债权板块业务整合：**子公司内部之间存在业务竞争，影响了整体的发展效率。

类金融板块的自救
融资担保进军债市
典当、小贷业务同质化
债权板块的业务整合

□站在区域金融一体化的风口

4月，合肥市政府印发《长三角地区更高质量一体化发展重点工作推进方案》

5月多部委联合出台《关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见》，部署了五大方面26项金融改革创新的工作



6月2020年度长三角地区主要领导座谈会在浙江湖州举行

- ✓ 统筹推进疫情防控和经济社会发展工作，共同做好“六稳”“六保”工作，奋力完成今年发展目标任务，为全国全面建成小康社会多作贡献；
- ✓ 共同优化和稳定产业链、供应链，共同打造世界级产业集群和标志性产业链；
- ✓ 共同加强现代化基础设施建设；协同推进交通基础设施互联互通
- ✓ 共同打造国际一流营商环境，以“一网通办”“最多跑一次”改革为牵引，深入推进长三角政务服务一体化；
- ✓ 共同强化公共服务便利共享。整体谋划、系统重塑、全面提升长三角一体化公共卫生体系。

- ✓ **强化引导基金作用，促进区域资本互惠合作：**以引导基金为抓手，广泛接洽长三角区域高端投资机构，撬动吸引社会资本，打造长三角产业创新的资本投资平台和资源整合平台。
- ✓ **运用金融科技手段，打造综合金融服务平台：**利用大数据等科技手段引领业务创新，借助信息技术实现资源配置精准化、服务渠道一体化、业务流程自动化、风险管理智能化。
- ✓ **打造滨湖金融小镇，集聚区域高端金融资源：**高标准建设合肥滨湖金融小镇，加快汇聚长三角高端金融资源。
- ✓ **“长三角+央企省企”：**争取区域类金融改革创新政策先行先试，加强与央企、省企各类资源、资金、业务的对接合作，争取更大范围、更宽领域、更深层次地嫁接优势资源。



“引进来+走出去”
金融科技
金融小镇
长三角+央企省企
招商引资

免责声明



兴泰智库成立于2016年8月，是由合肥兴泰金融控股（集团）有限公司（以下简称“公司”）发起，并联合有关政府部门、高等院校、研究机构、金融机构和专家学者组成的，以“汇聚高端智慧，服务地方金融”为宗旨的非营利性、非法人学术团体。《兴泰智库研究报告》是兴泰智库自主研究成果的输出平台，内容以宏观分析、政策解读、行业观察、战略研究为主，对内交流学习，对外寻求发声，致力于为合肥区域金融中心建设提供最贴近市场前沿的前瞻性、储备性、战略性智力支持。

本报告基于兴泰智库研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见仅代表研究人员观点，不构成对任何人的投资建议，公司不对本报告任何运用产生的结果负责。

本报告版权归公司所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、转载、刊发，需注明出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

THANKS

汇 聚 高 端 智 慧 服 务 地 方 金 融