

PPI上行期的资产价格与行业轮动

——2月复盘与3月展望

分析师: 高明
执业资格: S0130522120001
联系电话: 010-80927606
电子邮件: gaoming_yj@chinastock.com.cn
报告日期: 2023年3月1日

中国银河证券股份有限公司
CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

结论、重要事件与风险提示

2023年2月，由于美国就业、零售、通胀数据都强于预期，导致美联储加息预期回升（停止加息时间从5月延后至6月，次数从2次延长至3次，幅度从50BP提升至75BP），美国国债收益率与美元指数反弹，全球股市与大宗商品大面积回调，仅欧洲股市小幅收涨，主要反映了欧元区经济也好于预期。

- **美国经济好于预期、通胀反弹、加息预期升温：**1月美国PCE反弹至5.4%（前值5.3%）、核心PCE反弹至4.7%（前值4.6%）。同时经济也好于预期：由于劳动力供需缺口仍然较大，因此失业率再创新低（1月3.4%，再创新低，且为连续第3个月下降），薪资增长也保持较高增速（1月商品生产时薪同比5.9%、私人服务时薪同比5.0%），这也支撑了美国经济最主要部分——消费的持续增长（1月零售环比3.0%，同比6.4%），同时新屋销售套数也连续第2个月反弹（成屋销售仍在下行）。
- **欧洲经济体现韧性，通胀继续回落：**欧元区四季度GDP环比+0.1%，避免了收缩。“经济的韧性超过预期，且应该在未来的几个季度恢复”。拉加德关于经济活动的表述明显更乐观，似乎已经开始期待经济恢复。同时1月HICP同比8.6%（前值9.2%），核心HICP同比5.3%（前值5.2%），但环比下降0.2%。
- **中国全年将不断出现复苏信号：**其中Q1出现消费和社融增速的底部，Q2出现PPI的底部，Q3出现出口的底部，同时房地产销售进一步改善，Q4出现工业品库存周期的底部，全年复苏交易接续。2月以来中央多次强调扩大内需，财政政策已经有所行动，但货币政策预计更多会通过结构性、政策性金融工具发力，同时人口政策已经成型，各地正加快出台措施。全球层面，上半年中国经济见底之后，美国经济下半年也将出现底部，欧元区更晚一些，所以全球也是中美欧复苏接续和复苏交易共振格局。

国内热点

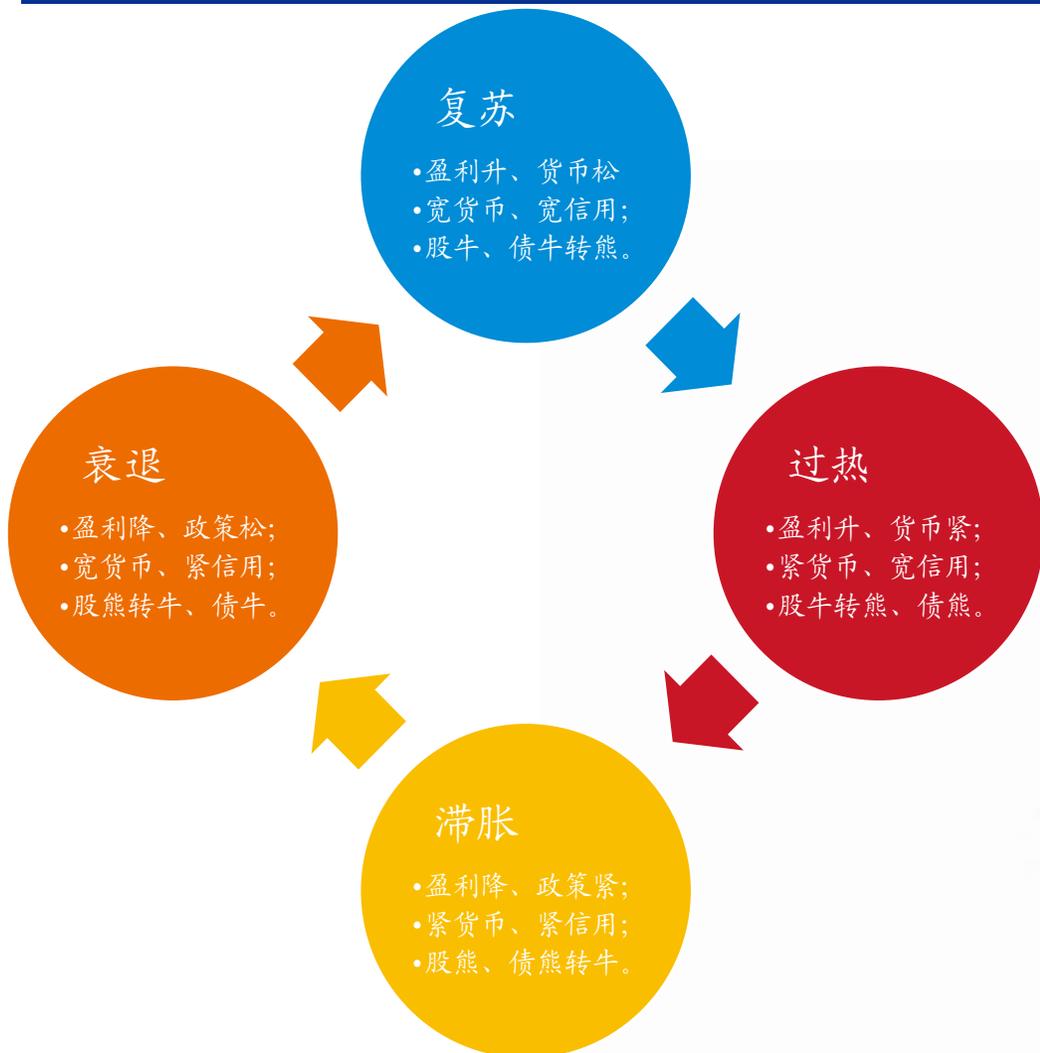
- 3月上旬：《政府工作报告》
- 4月下旬：中央政治局会议

海外事件

- 3月22日：美联储加息25BP
- 5月03日：美联储加息25BP
- 6月14日：美联储加息25BP

风险提示

- 美联储更鹰派
- 地缘政治冲突
- 地方政府债务
- 新冠病毒复阳



1. 全球流动性影响全球风险资产价格。
2. 通过“货币+信用”框架对中国经济周期进行定位。其中，货币因素是指中央银行向金融机构的货币投放情况，以同业存单利率衡量；信用因素是指金融机构向企业和居民的信用投放，以社会融资增速及其结构（特别是中长期贷款）衡量。
3. 通过“企业盈利+政策方向”对中国经济周期进行定位：在实际GDP增速平稳时期，企业盈利主要取决于价格，因此PPI是有效指标。政策因素衡量以货币供应量及降息等货币政策操作更为领先；但在货币政策微调时期，财政政策的影响可能会上升。
4. 普林格（Pring）六阶段模型：利率、股指、商品价格的接续关系。

1.1. 全球风险资产分析与展望（截至2月28日）

- A股、港股、中概股：**自2022年11月以来的反弹告一段落，市场等待下一阶段驱动。港股与中概股跌幅更大，期间受“气球事件”之后布林肯取消访华、“俄乌冲突”等地缘政治不确定性的影响。
- 美股：**2月PCE出现反弹，同时就业、零售等数据好于预期，美联储加息预期上升至3次共计75BP，美股反弹中止。
- 欧股：**经济数据体现韧性，通胀仍在回落，未来加息空间仍为75BP，加息预期没有变化，但经济景气预期改善。
- 商品：**2月国际原油、铜、金；国内螺纹钢价格都有所回落，主要受美联储加息预期再次升温的影响。目前国内复苏仍处在初期，全球衰退预期仍未解除，能源材料并无大机会。

图：美联储加息预期

MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600	600-625
2023/3/22	0.0%	73.0%	27.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2023/5/3	0.0%	0.0%	69.3%	29.3%	1.4%	0.0%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	21.7%	56.8%	20.5%	0.9%	0.0%
2023/7/26	0.0%	0.0%	14.7%	45.5%	32.2%	7.3%	0.3%
2023/9/20	0.0%	0.0%	14.7%	45.5%	32.2%	7.3%	0.3%
2023/11/1	0.0%	2.0%	19.0%	43.7%	28.8%	6.3%	0.3%
2023/12/13	0.7%	8.2%	27.9%	38.3%	20.6%	4.1%	0.2%

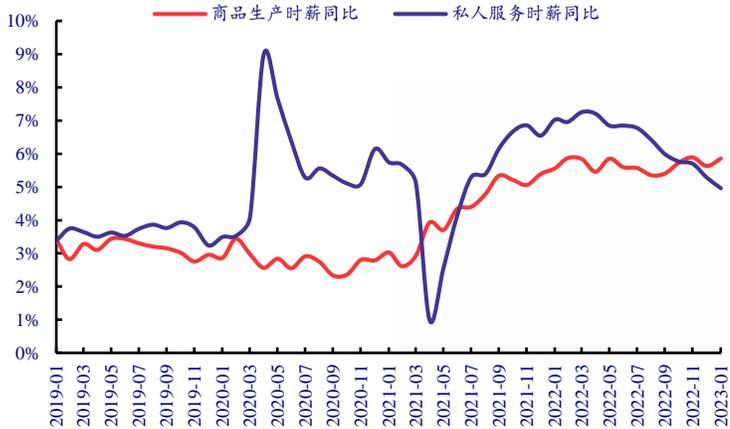
图：全球风险资产月度涨幅

大类	风险资产	2022年全年涨幅	2022M11涨幅	2022M12涨幅	2023M1涨幅	2023M2涨幅
A股 港股	万得全A	👇 -18.2	7.8	-2.1	7.4	-0.4
	上证综指	👇 -14.6	8.1	-1.9	5.4	0.3
	沪深300	👇 -21.3	8.8	0.6	7.4	-3.1
	创业板指	👇 -29.4	4.2	0.3	10.0	-7.1
	恒生指数	👇 -14.4	25.1	8.7	10.4	-10.3
美股	万得中概股100指数	👇 -30.2	42.1	10.6	18.5	-10.7
	道琼斯指数	➡ -8.9	5.3	-2.1	2.8	-3.1
	标普500	👇 -19.7	4.6	-3.0	6.2	-1.2
	纳斯达克指数	👇 -33.5	3.3	-4.7	10.7	0.5
欧股	英国富时指数	➡ 0.7	7.5	-0.8	4.3	1.2
	法国CAC40指数	➡ -9.8	7.4	-2.9	9.4	2.6
	德国DAX指数	➡ -12.3	8.7	-3.0	8.7	1.6
亚太	日经225指数	➡ -9.4	3.2	-6.9	4.7	0.0
	韩国综合指数	👇 -24.9	9.0	-8.1	8.4	-1.5
	富时新加坡指数	➡ 4.0	7.6	-0.8	3.5	-3.4
	富时马来西亚指数	➡ 4.1	0.4	-2.3	-0.2	-0.4
商品	CRB工业指数	👇 18.7	2.6	0.8	0.1	-1.7
	布伦特原油	👇 10.2	-10.8	2.9	-2.7	-2.6
	LME铜	➡ -13.6	9.7	4.2	10.8	-2.5
	螺纹钢	➡ -5.0	6.6	8.7	1.4	-1.4
	伦敦金	➡ 0.4	7.5	4.2	5.8	-5.0
货币 债券	美元指数	👇 7.8	-4.2	-3.1	-1.3	2.7
	中债国债总财富指数	➡ 3.4	-1.1	0.6	0.0	0.1

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

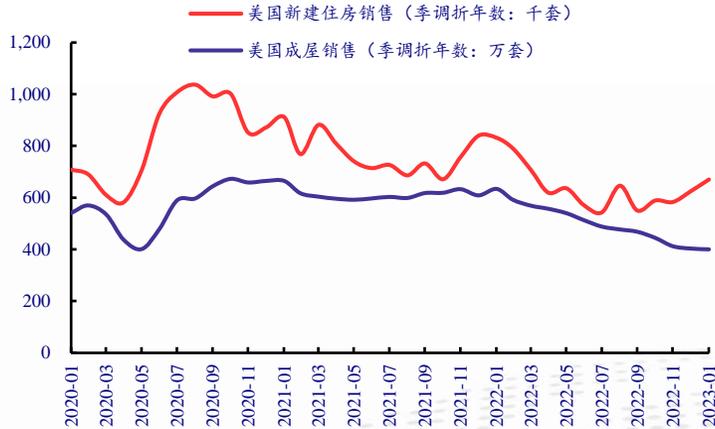
1.2. 美国经济与通胀

图：美国薪资增速仍保持较高增速，是消费韧性的原因之一



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：美国成屋销售仍在回落，但新屋销售已经开始反弹



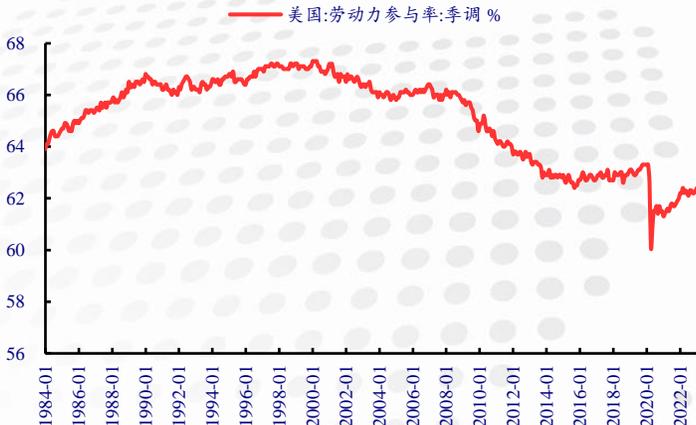
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：2023年1月美国PCE出现反弹



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

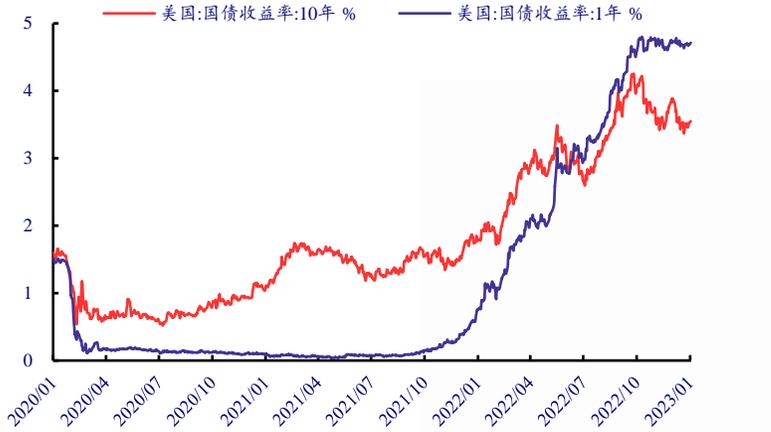
图：缩减劳动力供需缺口，既能控通胀，又能实现经济软着陆



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

1.3. 美国国债利率、美元指数、原油与金价

图：2月美国10年期、1年期国债收益率分别突破3.9%、5.0%



资料来源：中国银河证券研究院

图：2月美国10年期TIPS收益率反弹至接近1.6%，金价回落



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：2月布伦特原油价格、CRB工业品指数都出现了回调



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：2月美元指数反弹至接近105，USDCNY即期收于6.95



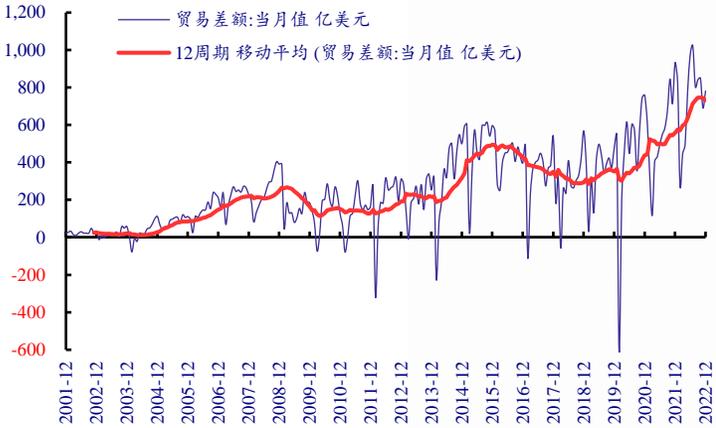
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

1.4. 海外小结：海外形势对中国有什么影响？

全球环境变化对中国有三方面的影响：

- 从经常账户来看：**中国出口增速下行，叠加国内消费与房地产都还处在复苏初期，上半年经济下行压力仍然较大，扩大内需成为首要任务。但进入2023年以来美国、欧元区经济数据都好于预期，出口下行预期有所缓解。
- 从金融账户来看：**随着美联储退出加息，中美利差倒挂程度将持续缓解，有利于资金流入，人民币资产重估。但2月以来美国就业、零售、CPI等均好于预期，指向美联储进一步加息控通胀，美国利率、美元指数反弹。
- 金融市场共振：**2023年中国经济开启复苏，“盈利底”即将出现。2023年下半年美国也将出现“盈利底”，之后欧元区与其他经济体进入“盈利底”。全球金融市场可能形成复苏交易的接续与共振。

图：2020年至2022年中国贸易顺差持续上升，但2023年中国进口将明显回升，而出口已经于2022年下半年趋于回落



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：中美利差倒挂程度扩大，可能对A股形成压制

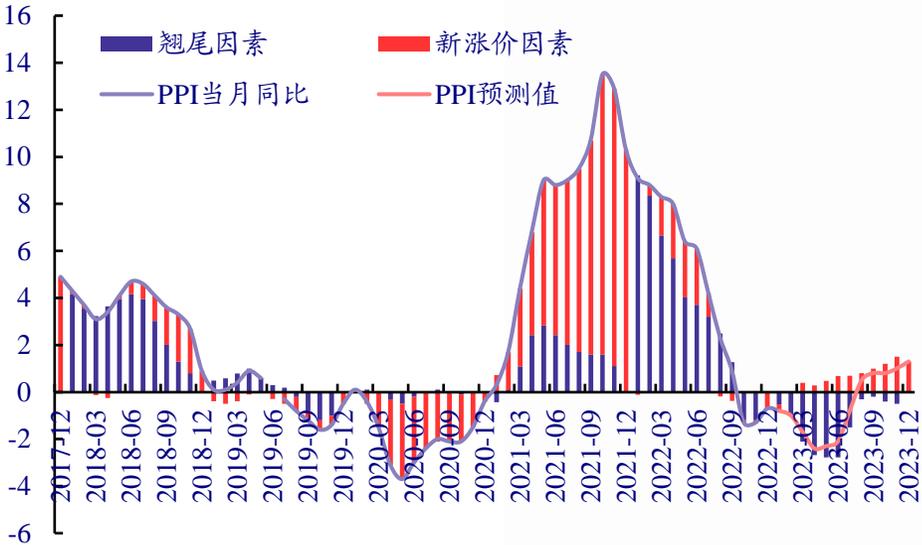


资料来源：中国银河证券研究院

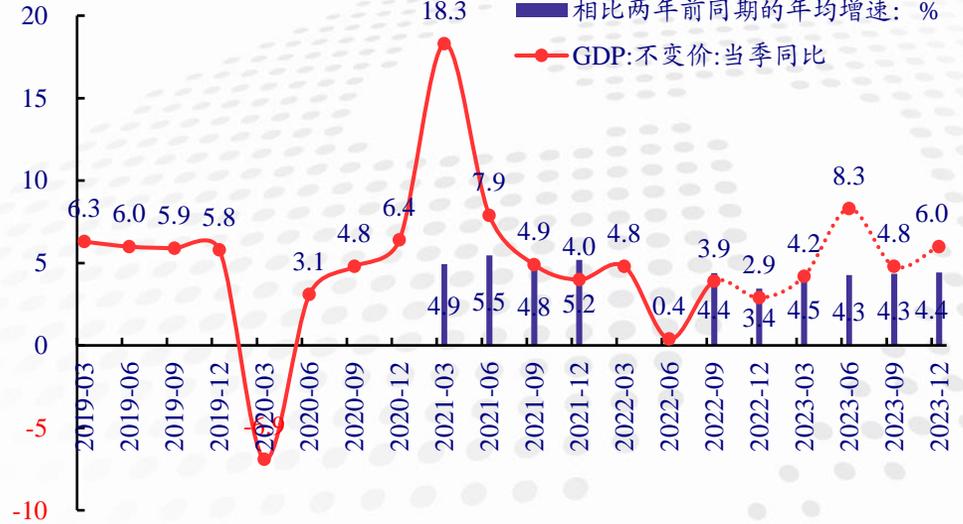
2.1. 中国经济复苏节奏：PPI与GDP的月度预测

- 2023年PPI预测：**底部在4月或5月出现，原因是去年Q2全球能源价格显著上行，形成基数效应。2022年11月以来能源和材料价格稳中有升。
- GDP增长5.8%=真实增长4.6%+基数效应1.2%。**需求侧：2023年社会消费品零售增速7.5%左右，固定资产投资增速6.2%左右，扣除外需回落的影响，名义GDP增长可预估为6.6%；通胀平减指数可能降至0.8%（CPI年度增速2.6%、PPI年度增速-1.6%），对应实际GDP增速为5.8%。供给侧：2023年工业增加值增速提升至5.5%左右，服务业指数增速明显回升至6.0%左右。

图：2023年PPI走势预测：预计4月至5月转正



图：2023年中国GDP预计增长5.8%（2022年12月10日预测）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

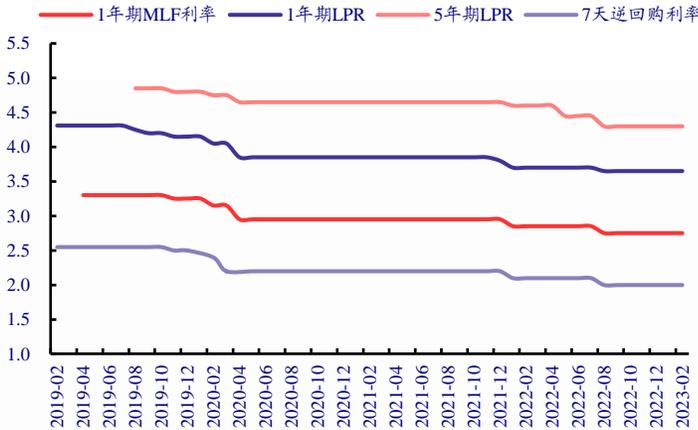
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2.2. 货币政策与信用扩张

综合判断：紧货币、宽信用

1. **货币政策：**2022年11月以来没有降息，同业存款利率趋于上行。2022年降息发生在1月、5月、8月，都是中央政治局会议之后的月份。而从四季度货币政策执行报告来看，下一阶段将以结构性工具和政策性金融工具为主。
2. **信用扩张：**社会融资增速从2022年6月的10.8%持续降至2023年1月的9.4%。同期贷款增速维持在11.0%左右，但专项债、企业债余额增速都出现持续下行。今年财政部顶格提前下达的地方政府新增专项债额度总规模达到2.19万亿元。随着财政政策的发力，社会融资增速将在2023Q1企稳。

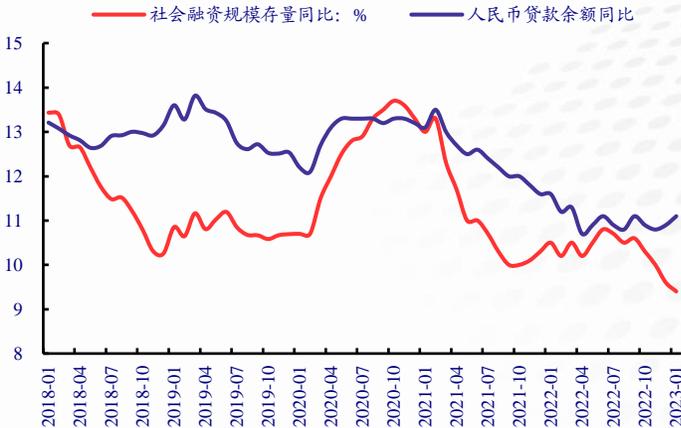
图：主要利率：OMO、MLF、LPR



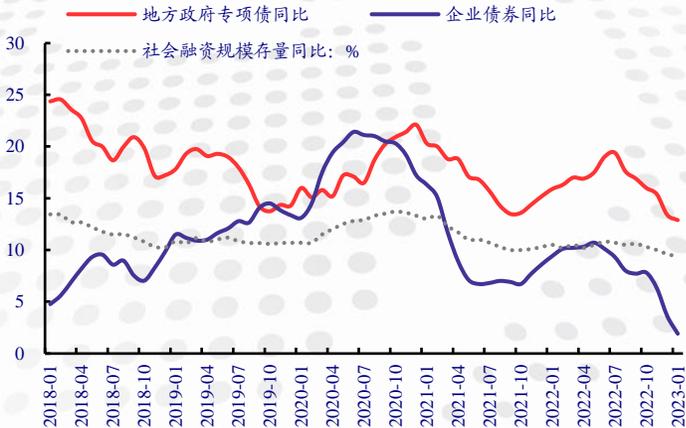
图：商业银行同业存单利率与10年期国债收益率



图：社会融资余额与人民币贷款余额增速



图：社会融资余额与专项债、企业债余额增速



2.3. PPI、M1与M2增速差对A股的解释力

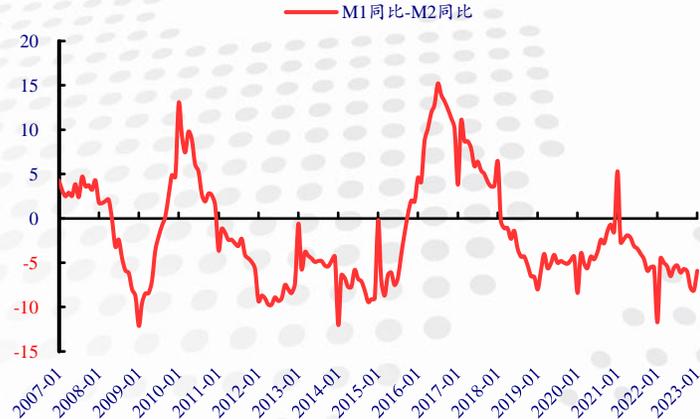
- 2016年至2018年：**2015年12月PPI见底回升（供给侧结构性改革启动，需求侧房地产进入上行期，基建投资保持高速增长），股市开启上行。2017年10月PPI见顶回落（房地产调控收紧，2018年基建投资增速明显回落、中美贸易摩擦爆发），股市回落。同期M1与M2增速差在2015年6月至2016年7月上行，2016年7月至2019年趋于下行。
- 2019年：**PPI持续下行，对应股市只是在2019Q1显著反弹，之后震荡。反弹期以通信和电子领涨，主要反映了2018年中美贸易摩擦后2019年中美进行第一阶段协议谈判，同期M1与M2增速差底部企稳。
- 2020年至2022年：**是2020年5月PPI见底回升（买入信号），之后股市加速上行；2021年10月PPI见顶回落（卖出信号），之后股市显著调整。同期M1与M2增速差快速上行但很快冲高回落。

图：PPI与沪深300指数之间的关系



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图：M1与M2增速差



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2.4. PPI上行期的市场风格与行业轮动

PPI上行期的三个阶段:

- 衰退末期至复苏初期:** 情绪性反弹加流动性宽松, 高弹性的小盘风格与TMT等行业反弹斜率较大
- 复苏中期:** 市场进入基本面驱动阶段, 需要业绩兑现。大盘风格、房地产产业链与消费逐渐占优。
- 复苏后期至初步过热:** 科技(小盘)、能源材料行业等最后一次上行, 牛市终结。
- 预测:** 2022年11月以来中国经济从衰退末期进入复苏初期, 情绪性反弹加流动性宽松预期推动市场上行。2023年2月市场进入基本面驱动阶段, 预计房地产下游与消费、大盘风格将逐渐占优。到下半年PPI转正之后, 科技、能源材料等将逐渐起势(3月1日观点)。

右图: 两次PPI上行期(复苏至过热)的A股主要指数与行业指数表现。

季度增幅 股指	PPI上行期: 2016Q1至2017Q3							PPI上行期: 2020Q2至2021Q3						
	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	
万得全A	-19.1	1.3	3.5	1.9	2.3	-0.8	6.2	15.0	10.1	8.2	-1.5	8.4	-0.1	
上证综指	-15.9	-2.4	2.5	3.5	3.8	-0.6	5.0	8.6	8.7	7.7	0.8	3.9	-0.1	
沪深300	-14.5	-1.9	3.2	2.0	4.4	6.7	4.6	13.3	11.6	13.5	-1.3	2.5	-6.2	
上证50	-11.4	-1.6	2.6	5.1	3.2	8.7	4.7	9.4	10.5	12.3	-1.0	-2.2	-8.2	
创业板指	-19.5	-0.9	-2.7	-8.6	-2.8	-4.0	2.9	31.1	8.5	15.7	-4.9	25.5	-4.7	
深证成指	-18.9	0.4	1.0	-3.2	2.5	1.8	5.5	21.1	9.8	12.2	-3.0	9.2	-4.6	
深证100	-16.9	-0.2	2.6	-2.6	5.7	7.9	5.9	23.0	12.6	18.6	-3.1	9.2	-7.7	
中证1000	-21.8	3.6	-1.0	-1.5	-1.8	-10.2	5.2	16.7	6.5	0.4	-3.6	12.4	5.7	
石油石化(中信)	-14.3	-2.5	6.0	11.9	0.6	-4.3	4.6	-0.3	9.6	14.2	7.0	6.0	14.4	
煤炭(中信)	-9.0	-1.3	9.4	1.4	7.3	1.7	15.3	-0.6	12.0	12.8	3.9	12.0	41.7	
有色金属(中信)	-12.1	6.1	-6.0	3.2	4.1	-5.3	26.0	11.7	9.7	28.5	1.8	12.6	28.4	
电力及公用事业(中信)	-21.5	-2.3	6.9	0.5	2.9	-0.0	-0.1	4.2	7.0	-1.1	11.3	-3.8	20.2	
钢铁(中信)	-19.0	-3.3	7.0	10.3	4.3	-2.5	17.1	6.1	4.2	13.5	16.2	7.0	23.5	
基础化工(中信)	-21.5	4.1	4.6	3.8	-0.0	-6.3	7.3	17.1	15.6	9.8	5.0	20.2	18.8	
建筑(中信)	-18.1	-5.6	9.0	14.1	6.0	-4.9	0.6	-4.4	7.8	-5.7	8.7	-1.6	12.0	
建材(中信)	-18.2	0.3	9.7	2.7	5.4	-3.1	10.3	7.4	17.7	2.5	8.2	-1.6	-3.5	
轻工制造(中信)	-21.3	0.3	7.1	1.5	1.2	-8.4	6.6	12.8	13.1	2.8	7.5	-1.5	-4.8	
机械(中信)	-23.4	3.7	-0.8	4.1	1.9	-10.1	2.8	12.1	17.1	10.1	0.2	5.4	4.5	
电力设备及新能源(中信)	-20.6	3.1	-0.4	1.6	0.5	-8.2	5.6	20.0	25.3	30.7	-3.1	31.1	15.9	
国防军工(中信)	-21.9	2.5	-4.4	0.5	4.8	-13.3	3.8	12.8	34.0	17.6	-15.3	6.2	8.6	
汽车(中信)	-16.6	4.1	2.3	2.1	3.7	0.0	5.0	10.4	21.8	22.8	-7.9	21.7	-1.9	
商贸零售(中信)	-22.3	-6.5	7.6	6.9	-2.9	-5.8	3.9	18.6	-1.0	-10.4	-0.0	0.8	0.6	
消费者服务(中信)	-20.0	-9.5	3.3	-4.2	3.5	-8.1	5.7	48.7	32.9	12.5	10.1	-7.7	-18.2	
家电(中信)	-16.5	7.7	10.5	3.0	13.3	16.1	1.0	19.5	9.2	21.5	-5.8	-6.7	-9.7	
纺织服装(中信)	-18.5	-2.4	1.9	7.2	-4.3	-9.4	-1.0	-2.3	5.4	-2.0	2.5	9.0	-10.5	
医药(中信)	-20.5	3.1	6.2	-1.9	1.2	0.9	0.3	31.8	4.0	4.6	-2.6	16.5	-14.5	
食品饮料(中信)	-8.5	11.5	1.1	6.2	9.1	9.7	12.1	34.9	20.8	26.6	-5.7	7.3	-12.7	
农林牧渔(中信)	-19.2	-1.9	3.6	4.1	-4.2	-11.6	3.8	6.9	2.0	-1.4	0.3	-9.2	-7.4	
银行(中信)	-8.1	1.4	6.2	0.8	4.0	5.8	5.6	0.9	4.3	9.7	11.9	-2.0	-6.0	
非银行金融(中信)	-14.6	-1.5	3.4	0.7	-1.0	9.0	9.3	5.5	18.2	1.7	-9.8	-6.7	-4.3	
房地产(中信)	-23.4	-3.6	12.2	-2.5	-2.0	1.8	1.2	5.5	7.3	-7.0	-1.3	-8.3	0.6	
交通运输(中信)	-22.6	-5.5	1.4	2.4	5.7	-3.0	2.6	8.3	12.4	4.9	2.3	1.0	-1.6	
电子(中信)	-21.3	10.2	-1.0	-3.4	6.1	3.3	10.4	29.4	4.7	5.8	-7.3	23.9	-4.3	
通信(中信)	-22.9	5.2	1.6	-1.7	-0.0	-1.3	11.3	7.1	-6.1	-9.0	-9.6	4.9	-3.2	
计算机(中信)	-30.4	2.4	-7.5	-5.7	-5.6	-8.0	3.9	19.0	1.2	-3.3	-7.0	14.9	-4.7	
传媒(中信)	-24.8	-8.7	-2.5	-7.1	-4.0	-7.7	-3.4	21.7	0.3	-12.1	-6.2	2.3	-8.5	
综合(中信)	-21.2	-2.5	7.0	0.3	-0.6	-3.2	7.7	2.0	4.1	-5.7	-0.8	23.6	-3.6	
综合金融(中信)	-	-	-	-	-8.6	-17.1	5.5	7.8	1.0	-14.6	-4.3	0.8	-5.4	

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2.5. A股及其行业分析与展望 (2月24日更新)

- 房地产、消费：**近期中央多次强调要大力实施扩大内需战略，住房改善与消费都是重要抓手。同时，各地鼓励生育政策正在加快落实，财政政策已开始行动，货币政策将通过结构性工具与政策性金融支持实体。因此2月在人工智能等主题之外，房地产产业链、消费也都有所表现。
- 制造：**出口下行预期有所缓解，但PPI仍在负值区间，盈利承压。需要等“两会”确定政策力度。但预计社会融资增速一季度见底，PPI在4月至5月见底，出口在三季度见底，工业品库存周期四季度见底。
- 科技：**美股科技公司“盈利底”可能在三季度到来，今年美整体盈利底由能源企业主导，不对科技盈利过度悲观。国内，自主创新的重要性暂时让位于扩大内需，但下半年经济稳住之后，最终会重回第一。
- 能源材料：**国内复苏仍处在复苏初期，全球经济衰退预期有所缓解但并没有完全解除，能原材料并无大机会。

日期	2023M02	2023M01	2022M12	2022M11	2022M10
	涨幅	涨幅	涨幅	涨幅	涨幅
上证50	-2.5%	6.6%	1.1%	13.5%	-12.0%
沪深300	-2.1%	7.4%	0.5%	9.8%	-7.8%
中证500	1.1%	7.2%	-4.7%	6.0%	1.6%
石油石化	1.9%	7.8%	-5.4%	10.3%	-8.4%
煤炭	2.8%	5.3%	-10.1%	7.2%	-12.6%
有色金属	-3.2%	14.8%	-5.5%	8.0%	-3.5%
电力及公用事业	1.8%	2.2%	-4.4%	8.2%	-3.9%
钢铁	4.3%	7.7%	-6.5%	8.3%	-2.2%
基础化工	0.1%	8.7%	-4.2%	7.7%	-5.6%
建筑	3.0%	5.4%	-7.0%	13.8%	-2.2%
建材	0.1%	8.7%	-3.6%	18.8%	-10.1%
轻工制造	6.4%	4.3%	1.4%	12.4%	-4.8%
机械	1.7%	10.1%	-5.6%	2.9%	4.3%
电力设备及新能源	-5.1%	10.6%	-4.0%	2.4%	-0.3%
国防军工	1.0%	6.2%	-4.1%	-6.3%	11.7%
汽车	-1.2%	11.3%	-6.7%	8.1%	-2.2%
商贸零售	1.0%	-0.7%	2.1%	18.7%	-2.3%
消费者服务	-1.3%	-1.4%	8.2%	18.7%	-9.4%
家电	1.2%	8.3%	1.4%	13.5%	-12.3%
纺织服装	5.5%	4.2%	1.3%	9.9%	-4.5%
医药	0.2%	5.6%	-2.6%	6.5%	6.5%
食品饮料	1.0%	5.2%	11.1%	16.5%	-22.1%
农林牧渔	0.4%	3.1%	1.3%	5.2%	-6.2%
银行	-3.7%	3.1%	1.1%	13.5%	-9.5%
非银行金融	-2.5%	8.7%	-1.0%	15.2%	-3.6%
房地产	-2.2%	3.1%	-7.2%	26.1%	-13.7%
交通运输	-0.7%	1.6%	0.6%	8.2%	-2.9%
电子	0.2%	8.7%	-4.1%	2.7%	3.3%
通信	8.2%	9.2%	-4.0%	2.9%	6.4%
计算机	5.3%	12.7%	-3.0%	-1.7%	16.9%
传媒	4.4%	5.2%	2.2%	14.5%	-2.0%
综合	2.4%	2.3%	-5.9%	11.9%	0.8%
综合金融	4.4%	4.8%	-0.8%	9.4%	1.5%

右图：2022年11月以来全球风险资产反弹之后的A股行业表现

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

3. 年度定位——基于普林格 (Pring) 六阶段模型

- 原理:** 1. 债券涨完股票涨 (政策持续发力, 经济从衰退转入复苏初期); 2. 股票涨完商品涨 (从复苏初期转入复苏后期); 3. 商品涨完债券跌 (从复苏后期转入过热, 政策开始收缩); 4. 债券跌完股票跌 (从过热转入滞胀阶段, 商品价格仍然保持高位, 但经济开始回落); 5. 股票跌完商品跌 (从滞胀转入衰退初期); 6. 商品跌完债券涨 (从衰退初期转入后期, 政策开始宽松)。
- 当前:** 综合判断2022年11月以来中国进入从衰退转入复苏初期的阶段, 对应资产价格是“债券涨完股票涨”; 2023年2月尽管出现美联储加息预期再次上行的冲击, 股市有所调整, 但中国经济仍然处于复苏初期阶段, 3月1日发布的制造业PMI上升至52.6% (前值50.1%), 非制造业PMI升至56.3% (前值54.4%), 其中生产指数改善最为明显, 新订单、新出口订单、进口指数都上升至临界值以上。

图：沪深300指数、国债收益率、南华商品指数的轮动关系



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

分析师承诺、简介；机构销售联系方式



本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

中国银河证券股份有限公司 研究院	机构请致电：
深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层	深广地区： 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn 程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层	上海地区： 何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn 陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦	北京地区： 唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn
公司网址： www.chinastock.com.cn	

评级标准、免责声明

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10% - 20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。



谢 谢!

创造财富 担当责任

股票代码：601881.SH 06881.HK