

大类资产月报第 1 期

宏观专题研究报告

证券研究报告

宏观经济组

分析师: 赵伟 (执业 S1130521120002)
 zhaow@gjzq.com.cn

联系人: 李欣越
 lixinyue@gjzq.com.cn

5 月卖出法则，还适用吗？

东西方股谚“Sell in May”与“五穷六绝”，均指向市场表现的季节性“规律”，这一经验背后的原因？是否具有现实参考意义？本文分析，供参考。

热点思考：五月卖出法则，如今还适用吗？

一问：“五月卖出法则”成立吗？海外市场普遍存在，疫情期间有所减弱

1950 年以来，“五月卖出法则”在美股市场长期应验，但近些年有所减弱；流动性与交易行为等季节性变化可以辅助解释“五月卖出效应”，而疫情的扰动打破了这一规律。从标普 500 指数来看，1950 年以来，11 月至次年 4 月的市场平均表现，优于 5 月至 10 月，两者分别为 6.9% 和 1.8%，差异显著；流动性的季节性波动、机构投资者“度假”带来的交易行为变化或是主要原因。新冠疫情爆发后，市场季节性规律受到明显扰动，“5 月效应”也变得不再明显。

二问：A 股市场，5 月的历史表现为何偏弱？业绩预期的波动或是主要原因

A 股股谚“五穷六绝七翻身”也显示了与海外相似的季节性；A 股 5 月表现的相对弱势，更多受到上市公司业绩发布中“早报喜晚报忧”择机行为的拖累。2000 年以来，5 月至 7 月间，A 股市场月均收益率分别为 -0.7%、-1.5% 和 1.3%，“五月卖出效应”同样显著。国内上市公司业绩披露的择机行为，导致 4 月底扎堆发布的业绩，更易对市场造成负面冲击。业绩披露的冲击，容易促成 A 股市场 4-5 月的 V 型走势，当业绩预期整体向好时，无需过虑季节性扰动。

三问：“5 月效应”会重演吗？疫后修复过程中，市场回归基本面

疫后修复过程中，市场或重新回归基本面：分子端矛盾是美股博弈的关键，“杀盈利”压力下，美股或将维持高波动；而伴随经济内生增长动能增强，国内企业利润有望加快恢复，财报业绩偏弱带来的“季节性效应”有望被打破。不同于过往，美债利率的回落或对二季度的美股有所支撑；但“杀盈利”压力显现下，美股高波动或将延续。年初以来，微观数据拖累下 A 股表现疲软；当下经济复苏刚刚开启，一季度多数行业利润已有修复，市场有望受益经济改善。

月度回顾：欧美股指多数上涨，10 年期国债利率全线上行，美元走弱，商品涨跌分化

市场主线：自 3 月中旬，市场对欧美银行业爆发系统性风险的担忧明显缓和，情绪修复下，风险资产价格上涨、美债利率则在阶段性超调后再度反复；4 月上旬，这一交易主线得到延续。4 月下旬，美国经济前瞻性指标走弱、就业市场紧张程度缓和，引发市场对经济衰退担忧再度升温；“衰退交易”或重归主线，期间美债利率回落，大宗商品普跌。

股票市场：全球主要股票指数多数上涨，港股领跌。发达国家股指中，英国富时 100、日经 225、法国 CAC40、澳大利亚普通股指数、德国 DAX 和标普 500 指数领涨，分别上涨 3.13%、2.91%、2.20%、1.91%、1.88% 和 1.46%。A 股各类宽基指数下行为主，创业板指和万得全 A 分别下跌 3.12% 和 1.44%；香港市场下行，恒生指数下跌 2.48%。

债券市场：发达国家 10 年期国债收益率全线上行。美国 10Y 国债收益率上行 5.00bp 至 3.44%，德国 10Y 国债收益率上行 23.00bp 至 2.35%；意、英、法和日 10Y 国债收益率分别上行 33.10bp、26.85bp、19.40bp 和 0.40%。

商品市场：大宗商品价格涨跌分化，原油、农产品涨跌分化，贵金属价格上涨，有色、黑色多数下跌。在对欧美持续收紧货币政策和经济衰退的担忧下，需求不旺是当前工业金属包括黑色、有色的价格走势偏弱的核心原因。受前期交易拥挤的影响，COMEX 金价在 4 月 4 日触及 2024 美元/盎司高位后，震荡下跌至 1988 美元/盎司，向价值中枢回归。

汇率市场：英镑和欧元兑美元分别升值 1.88% 和 1.64%，日元、挪威克朗和加元兑美元分别贬值 2.58%、1.69% 和 0.22%。在岸、离岸人民币兑美元分别贬值 0.63%、0.77% 至 6.9120、6.9273。

风险提示

俄乌冲突再起波澜；大宗商品价格反弹；工资增速放缓不达预期

内容目录

一、热点思考：五月卖出法则，还适用吗？	6
一问：“五月卖出法则”成立吗？海外市场普遍存在，疫情期间有所减弱	6
二问：A股市场，5月的历史表现为何偏弱？业绩预期的波动或是主要原因	8
三问：“5月效应”会重演吗？疫后修复过程中，市场回归基本面	10
二、月度回顾：欧美股指多数上涨，10年期国债利率全线上行，美元走弱，商品涨跌分化	13
（一）市场主线：从银行业风波后市场情绪修复，到经济衰退担忧的升温	13
（二）月度回顾：欧美股指多数上涨，10年期国债利率全线上行	14
三、报告精选	22
（一）美股调整，A股能否“独善其身”？	22
（二）美国地产风险有多大？在哪里？	24
风险提示	26

图表目录

图表 1：1950 年来，标普 500 收益率多冬季占优	6
图表 2：标普 500 指数的“Sell in May”效应	6
图表 3：美股主要指数的“Sell in May”效应	6
图表 4：标普 500 价值股与成长股的平均收益率	6
图表 5：美国 10 年期国债收益率的月度均值	7
图表 6：美国 M2 同比增速的月度均值	7
图表 7：“Sell in May”异象在亚欧市场也普遍存在	7
图表 8：5 月至 8 月期间美股成交活跃度较低	7
图表 9：标普 500 各行业的“Sell in May”效应	8
图表 10：1950 年以来，各月 CRB 现货指数同比均值	8
图表 11：新冠疫情对美股走势形成明显扰动	8
图表 12：疫情以来，联储货币政策对美股走势影响显著	8
图表 13：2002 年以来，上证综指 3 年移动平均收益率	9
图表 14：2010 年以来，上证指数各月平均收益率	9
图表 15：2022 年各周 A 股上市公司年报发布数占比	9
图表 16：万得全 A 的平均收益率在 5 月呈现 V 型修复	10
图表 17：业绩超预期公司比例与 5 月上半月涨幅相关	10
图表 18：万得全 A 涨跌幅 4 月至 5 月的 V 型走势	10

图表 19: 银行业风波再起, 市场对联储降息预期升温.....	11
图表 20: 加息周期结束, 美债利率多趋于下行.....	11
图表 21: 贷款的收紧或将加速经济的衰退.....	11
图表 22: 美 PMI 领先标普 500 未来 12 个月 EPS 约 1 季度.....	11
图表 23: 2023 年初, 中国经济数据持续超预期.....	11
图表 24: A 股上市公司 2022 年盈利超预期情况.....	11
图表 25: 花旗意外指数与沪深 300 指数涨跌情况.....	12
图表 26: 国内多数行业利润已开启修复.....	12
图表 27: 企业招工、经营状况明显改善.....	12
图表 28: 13 省市重大项目规模快速增长.....	12
图表 29: 系统性重要银行的 CDS 利差.....	13
图表 30: 货币市场利率高位回落.....	13
图表 31: 欧美银行股在风波后有所修复.....	13
图表 32: 美联储加息预期再度升温.....	13
图表 33: 3 月美国 PMI 录得 46.3%, 延续走弱.....	14
图表 34: 3 月新增非农为 2021 年 1 月以来最小增幅.....	14
图表 35: 美债利率高位回落.....	14
图表 36: 4 月下旬, 铜油价格普遍快速走弱.....	14
图表 37: 4 月大类资产涨跌情况.....	15
图表 38: 美联储加息预期再度升温.....	15
图表 39: 美国国债总额 1 月已突破债务上限.....	15
图表 40: 情绪冲击下, 外资大幅流出 A 股市场.....	16
图表 41: TMT 成交额占比达历史极值状态.....	16
图表 42: 本月, 发达国家股指全线上涨.....	16
图表 43: 本月, 新兴市场股指涨跌分化.....	16
图表 44: 本月, 美股行业多数上涨.....	16
图表 45: 本月, 欧元区行业多数上涨.....	16
图表 46: 本月, A 股市场下行为主.....	17
图表 47: 本月, A 股行业多数下跌.....	17
图表 48: 本月, 恒生指数全线下跌.....	17
图表 49: 本月, 恒生行业多数下跌.....	17
图表 50: 本月, 主要发达国家 10Y 国债收益率全线上行.....	18
图表 51: 本月, 美德英 10Y 收益率均上行.....	18
图表 52: 本月, 主要新兴国家 10Y 国债收益涨跌不一.....	18
图表 53: 本月, 土耳其、巴西 10Y 利率分别上行、下行.....	18

图表 54:	本月, 主要新兴国家 10Y 国债收益涨跌不一	18
图表 55:	本月, 土耳其、巴西 10Y 利率分别上行、下行	18
图表 56:	本月, 美元指数下跌	19
图表 57:	本月, 英镑、欧元兑美元均升值	19
图表 58:	本月, 主要新兴市场兑美元涨跌分化	19
图表 59:	土耳其里拉和韩元兑美元贬值, 雷亚尔升值	19
图表 60:	本月, 美元、英镑和欧元兑人民币升值	20
图表 61:	本月, 美元兑在岸和离岸人民币均升值	20
图表 62:	本月, 商品价格走势涨跌分化	20
图表 63:	WTI 原油、布伦特原油价格分别上涨、下跌	21
图表 64:	本月, 动力煤价格持平, 焦煤价格大跌	21
图表 65:	本月, 铝价、铜价均下跌	21
图表 66:	本月, 通胀预期降温	21
图表 67:	本月, 黄金、白银价格均上涨	21
图表 68:	本月, 10Y 美债实际收益率上行	21
图表 69:	历轮衰退中, 标普 500 指数的走势	22
图表 70:	历轮衰退中, 美股最低点均出现在衰退开始后	22
图表 71:	历轮美国经济衰退中, 港股市场难逃一跌	22
图表 72:	2000 年以来标普 500 大跌期间, A 股多数下跌	22
图表 73:	2000 年以来, 有过 4 次美股大跌而 A 股上涨	23
图表 74:	美股大跌期间, A 股估值越高, 冲击越明显	23
图表 75:	3 次 A 股“逆势上行”均处股债性价比的高位	23
图表 76:	2000 年以来标普 500 大跌期间, A 股多数下跌	23
图表 77:	美 PMI 领先标普 500 未来 12 个月 EPS 约 1 季度	23
图表 78:	当下, 中美经济基本面分化	23
图表 79:	中国市场兼具高增长、低估值优势	24
图表 80:	经济“东升西落”下, 人民币升值预期走强	24
图表 81:	地产周期领先美国债务周期	24
图表 82:	地产大幅下行容易引发债务风险	24
图表 83:	地产价格增速大幅下降	25
图表 84:	美国银行资产中的抵押贷款占比降低	25
图表 85:	美国房价收入比上升至 8 倍左右	25
图表 86:	金融危机后, 美国地产建设始终不足	25
图表 87:	美国家庭负债率较低	25
图表 88:	居民住房贷款拖欠情况较低	25

图表 89: 美国商业地产建造支出占比.....	26
图表 90: 美国工作场合的人流恢复较差.....	26
图表 91: 美国写字楼空置率明显提高.....	26
图表 92: 小型银行的商业贷款占比更高.....	26

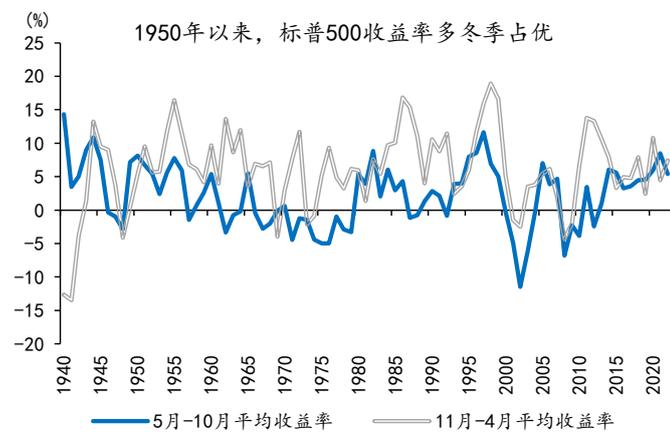
东西方股谚“Sell in May”与“五穷六绝”，均指向市场表现的季节性“规律”，这一经验背后的原因？是否具有现实参考意义？本文分析，供参考。

一、热点思考：五月卖出法则，还适用吗？

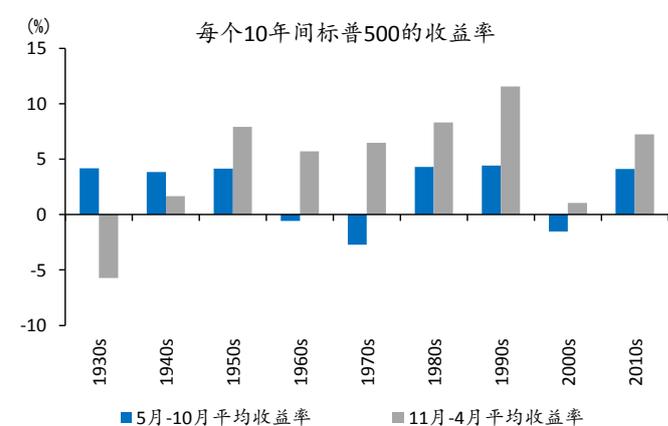
一问：“五月卖出法则”成立吗？海外市场普遍存在，疫情期有所减弱

1950年以来，“五月卖出法则”在美股市场长期应验。“Sell in May and go away”刻画了自5月开始，股票市场开始整体走弱的现象；西方市场在11月至次年4月表现，较5月至10月更强。历史回溯来看，1950年以来标普500指数在11月至4月表现均优于5月至10月，两者分别为6.9%和1.8%。从市值规模来看，“5月效应”在构成罗素2000指数的小盘股上更明显，5月至10月与11月至4月期间月均收益率分别为1.4%和9.4%；从风格来看，价值股“5月效应”较成长股更显著，5月至10月与11月至4月期间月均收益率分别为1.3%和9.0%。

图表1：1950年来，标普500收益率多冬季占优



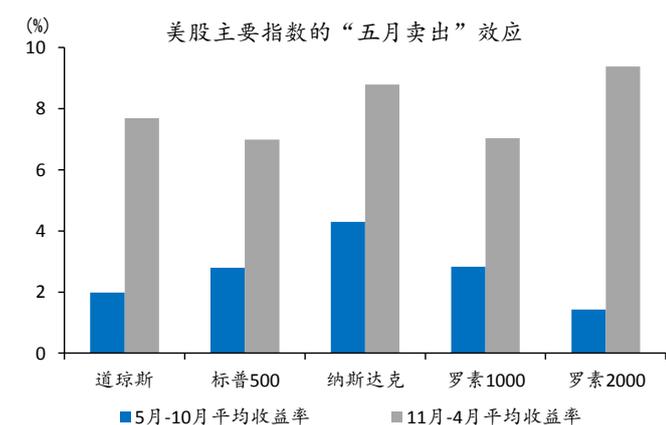
图表2：标普500指数的“Sell in May”效应



来源：Bloomberg，国金证券研究所

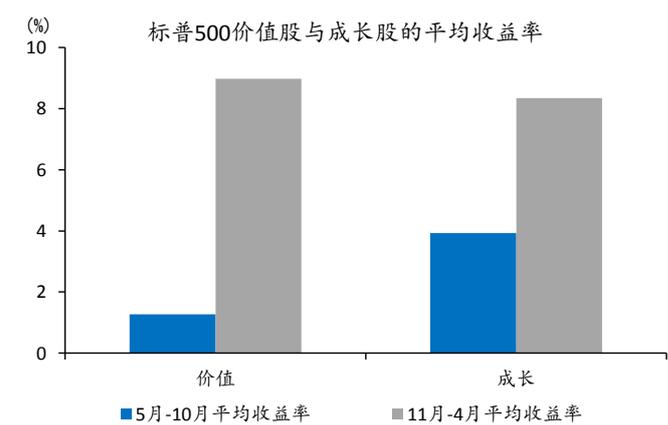
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表3：美股主要指数的“Sell in May”效应



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表4：标普500价值股与成长股的平均收益率



来源：Bloomberg，国金证券研究所

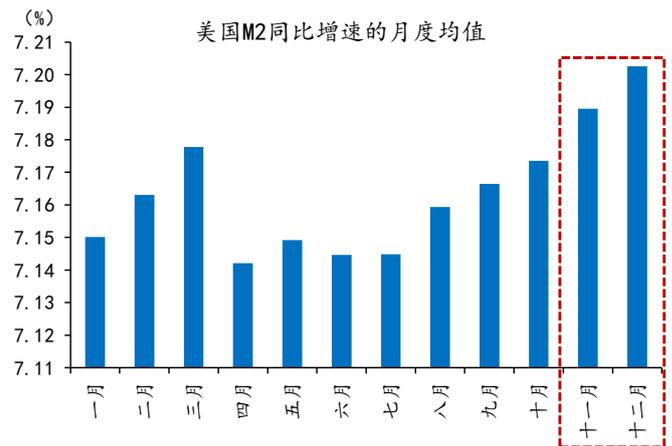
流动性的季节性波动是“5月效应”成因之一；疫情以来，美联储的天量放水打破了原有季节性规律。随着10月新财年的开启、圣诞季流动性需求的增加，美国往往会在岁末年初增加货币投放。从1950年以来各月M2同比增速来看，11月与12月是全年M2增速高点，而4月至7月的M2增速相对较低。这导致美国10年期国债收益率也呈现明显的季节性特征。5月至10月是国债收益率全年最高的6个月，相对较高的国债收益率对美股估值形成压制，进而加剧了“五月卖出效应”。新冠疫情则打破了原有的规律，量化宽松的重启、高通胀下“赶作业式”加息，对市场流动性形成明显扰动。

图表5: 美国 10 年期国债收益率的月度均值



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

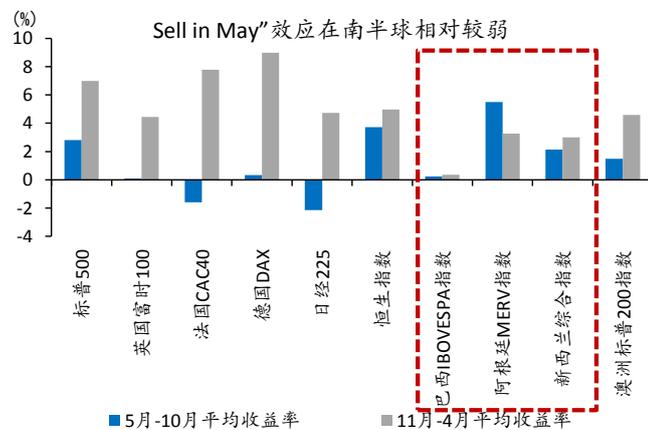
图表6: 美国 M2 同比增速的月度均值



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

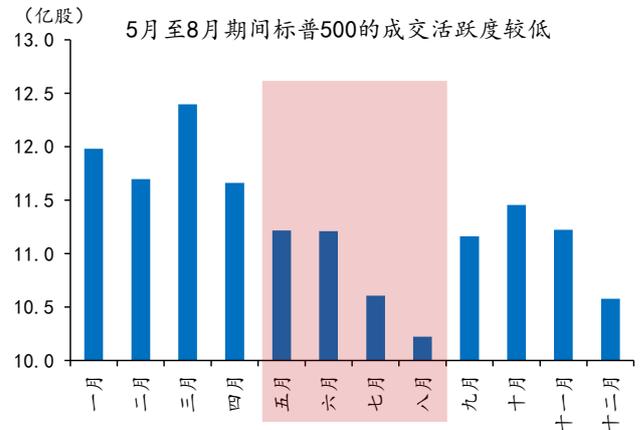
5月卖出效应还有其他几种常见的解释:如机构投资者的度假效应、商品价格的季节性波动等。1) 度假效应:“Sell in May”最初用来描绘伦敦金融城的银行家们在5月沽出股票,去乡间避暑,在赛马日之后重返伦敦进行交易的行为。数据上,巴西、阿根廷、新西兰等南半球国家夏季假期与欧美国家不同,这三个国家“五月效应”的确较弱;从日均成交量来看,5-8月的夏季,美股交易活跃度较低。2) 商品价格的季节性波动:从标普500各行业表现来看,以材料、能源、非必需消费为代表的周期性行业“五月卖出效应”更为明显,在商品价格季节性变化的驱动下,周期性行业在这一期间的表现相对突出。

图表7: “Sell in May” 异象在亚欧市场也普遍存在



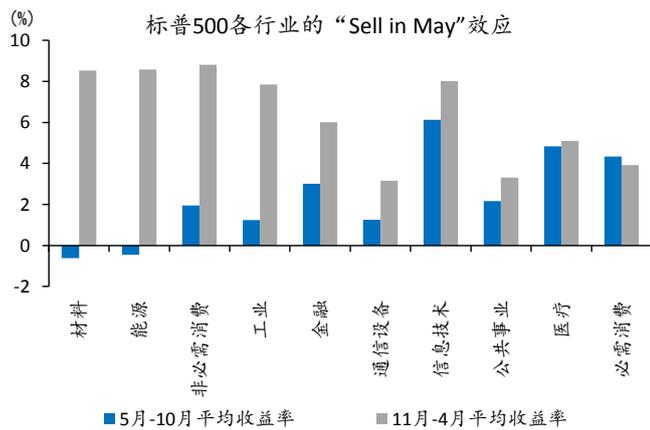
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表8: 5月至8月期间美股成交活跃度较低

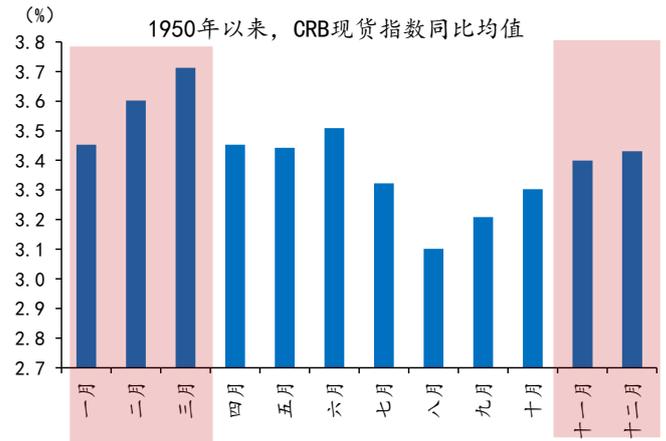


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表9: 标普500各行业的“Sell in May”效应



图表10: 1950年以来, 各月CRB现货指数同比均值

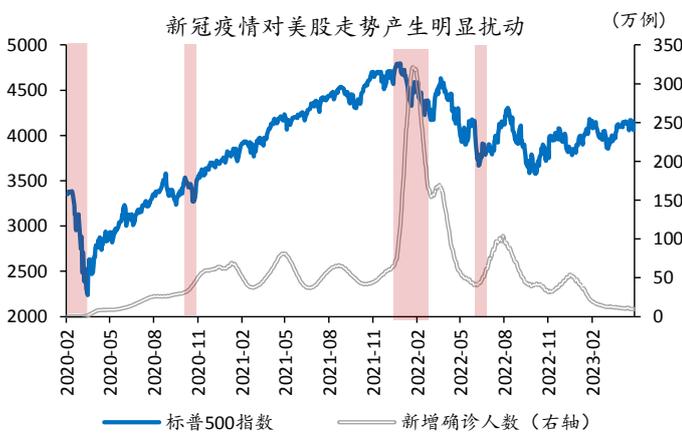


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

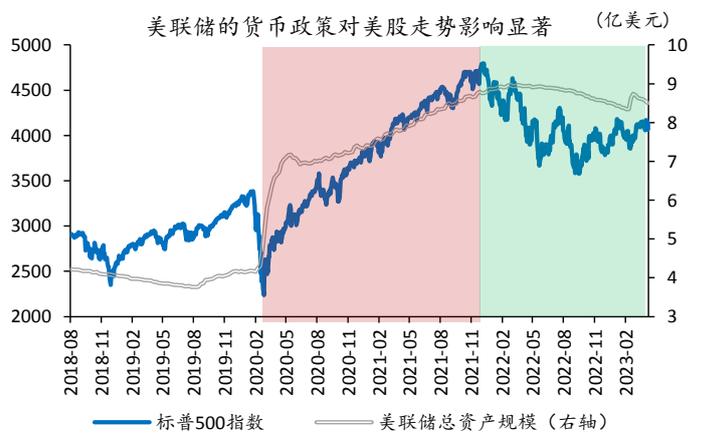
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

新冠疫情爆发后, 市场季节性规律受到明显扰动, “5月效应”也变得不再明显。2020年新冠疫情爆发以来, 市场旧有周期性规律被明显打破。1) 新冠疫情的脉冲式爆发接连对经济基本面和市场情绪造成冲击, 如新冠初始爆发阶段、Delta 起步阶段、Omicron 快速传染阶段, 美股均受到显著冲击; 2) 新冠疫情下, 美联储货币政策的大开大合也对权益市场形成明显扰动, QE 期间, 美股持续上行, 而货币政策紧缩阶段, 美股下行压力显现。

图表11: 新冠疫情对美股走势形成明显扰动



图表12: 疫情以来, 联储货币政策对美股走势影响显著



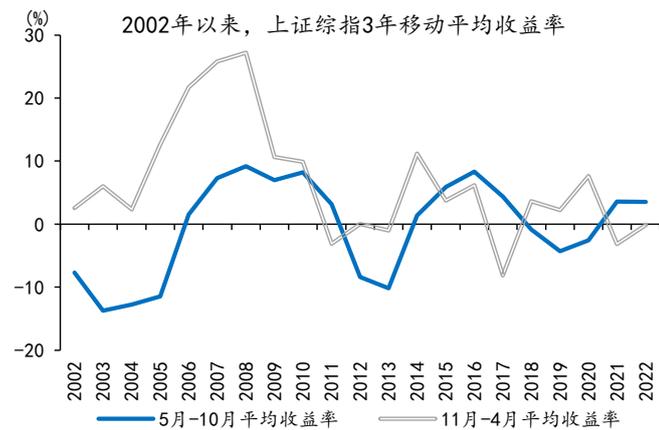
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

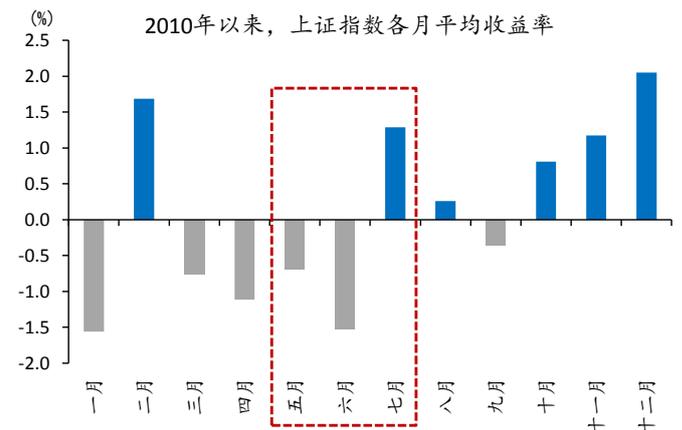
二问: A股市场, 5月的历史表现为何偏弱? 业绩预期的波动或是主要原因

A股股谚“五穷六绝七翻身”也显示了与海外相似的季节性; 从历史经验来看, 虽然近些年来, A股市场的“五月卖出效应”逐步减弱, 但季节性特征依然存在。2002-2011年间, 剔除2008年极端行情后, 上证指数5月至10月、11月至4月月均收益率分别为-0.9%和9.4%; 2012-2022期间, 两者则分别为0.7%和4.2%, A股市场的“五月卖出效应”逐步减弱。“五穷六绝七翻身”的季节性特征则依旧存在, 5月至7月, 剔除2015年极端行情后, 上证指数月均收益率分别为-0.7%、-1.5%和1.3%, 5月至6月的市场表现往往偏弱。

图表13: 2002年以来, 上证综指3年移动平均收益率



图表14: 2010年以来, 上证指数各月平均收益率

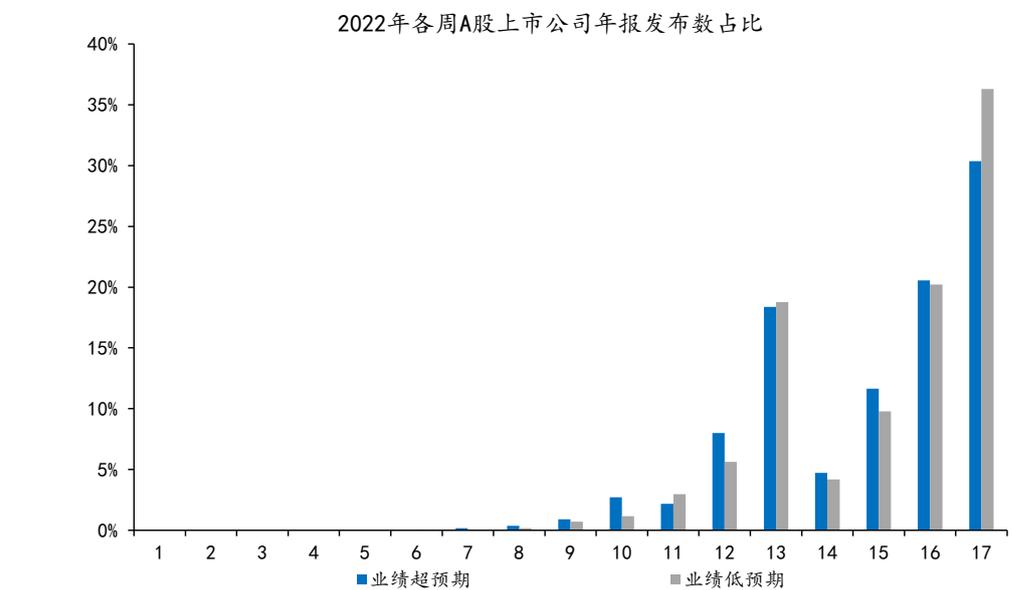


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

A股市场5月表现的相对弱势, 更多受到了4月底上市公司业绩发布中“早报喜晚报忧”择机行为的拖累。上市公司在业绩披露上显著存在着“早报喜晚报忧”的择机行为, 当业绩改善时, 上市公司倾向于提早与投资者分享这一喜讯, 而当业绩不及预期时, 上市公司倾向于推迟业绩披露时间, 以尽可能减少披露时的投资者关注。从2022年A股上市公司年报披露情况来看, 业绩低预期的上市公司中将年报披露拖延至最后一周的比例高达36.3%, 高于业绩改善上市公司30.4%的比例。上市公司于4月底扎堆发布的年报及一季报业绩更易对市场造成负面冲击。

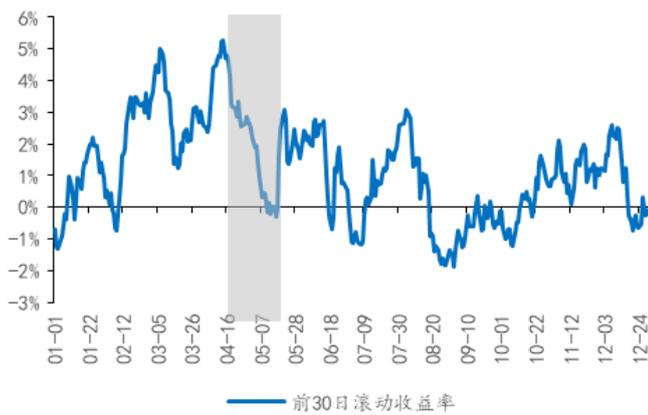
图表15: 2022年各周A股上市公司年报发布数占比



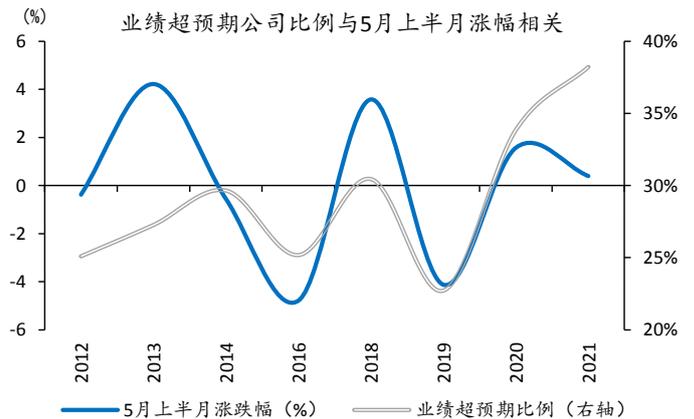
来源: Wind, 国金证券研究所

业绩披露的冲击, 容易促成A股市场4-5月的V型走势, 当业绩预期整体向好时, 无需考虑季节性扰动。随着4月下旬“业绩爆雷率”提高, 万得全A快速回落, 4月下半月平均收益仅为-2.6%。一方面, 4月底年报、一季报集中披露, 市场对已披露信息的消化速度较慢; 另一方面, 市场情绪冲击也有一定持续性, 5月上半月市场往往会延续弱势表现, 直至下半月开启修复。在2018、2020、2021等A股业绩超预期年份, 5月季节性弱势往往不会上演。此外, 转型过程中, 总量经济的趋势性减弱也是5月市场相对弱势的可能原因。

图表16: 万得全A的平均收益率在5月呈现V型修复



图表17: 业绩超预期公司比例与5月上半月涨幅相关



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表18: 万得全A涨跌幅4月至5月的V型走势

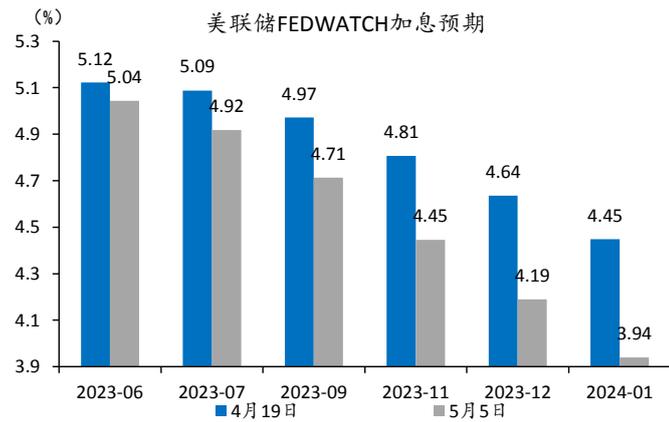
	4月上半月	4月下半月	5月上半月	5月下半月
2010	1.70	-9.24	-5.68	-2.78
2011	3.59	-4.78	-1.07	-4.97
2012	4.90	0.96	-0.38	0.34
2013	-2.70	0.63	4.22	5.35
2014	4.38	-4.93	-0.56	2.06
2016	3.58	-5.25	-4.79	4.55
2017	0.69	-3.60	-3.22	0.39
2018	-0.80	-2.94	3.58	-3.52
2019	2.66	-3.99	-4.13	-2.35
2020	3.43	1.74	1.57	-0.98
2021	-0.81	3.05	0.39	4.72
2022	-3.48	-6.25	2.11	3.70
平均涨跌幅	1.87	-2.58	-0.91	0.26

来源: Wind, 国金证券研究所

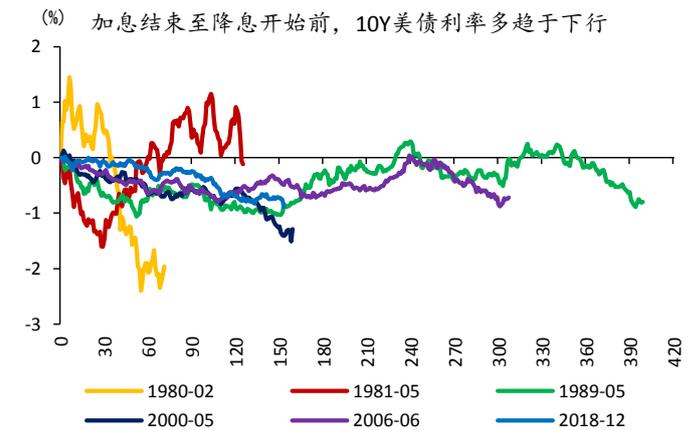
三问：“5月效应”会重演吗？疫后修复过程中，市场回归基本面

不同于过往，美联储加息周期或已结束，美债利率的回落或将对今年二季度的美股形成支撑；但当下，分子端矛盾才是美股博弈的关键，“杀盈利”压力下，美股或将维持高波动。近期，美国银行业风波再起，美联储加息周期或已结束，年底美联储降息预期明显升温。历史回溯来看，美联储加息周期结束、降息周期开启前，美债利率多趋于回落；流动性环境或不再是制约今年美股上行的主要因素。随着银行业危机的发酵，美国贷款条件明显收紧，或将加剧经济的衰退。从美国PMI对标普500未来12个月EPS约1个季度的领先性来看，美股“杀盈利”的压力或将显现，“Sell in May”的股谚或仍有参考意义。

图表19: 银行业风波再起, 市场对联储降息预期升温



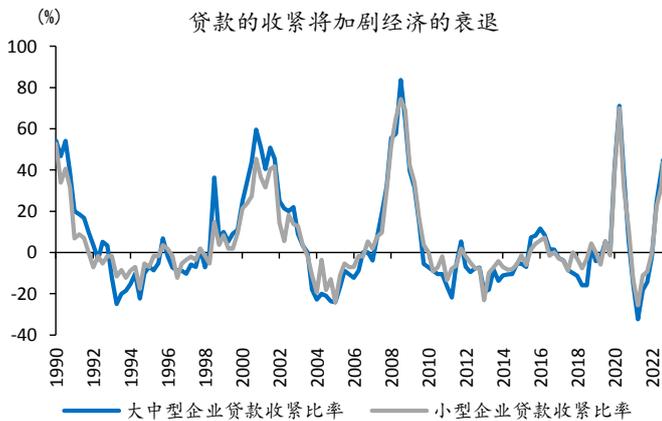
图表20: 加息周期结束, 美债利率多趋于下行



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

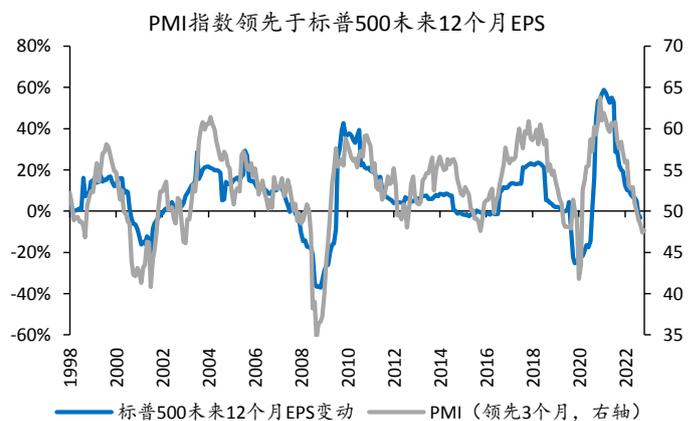
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表21: 贷款的收紧或将加速经济的衰退



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表22: 美 PMI 领先标普 500 未来 12 个月 EPS 约 1 季度



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

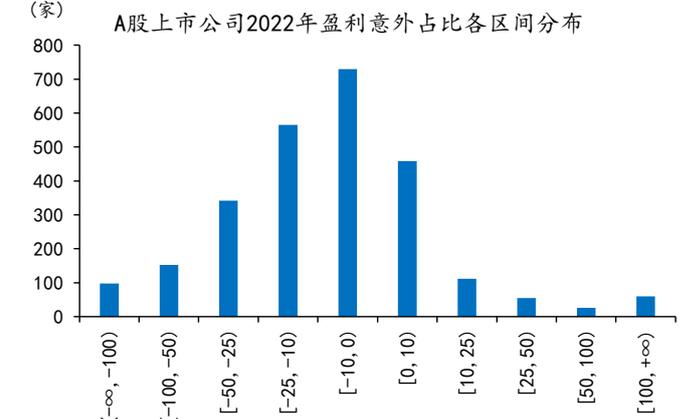
国内市场, 当下经济数据持续超预期, 但市场并未买账, 主要受到微观业绩不及预期的拖累。2022 年四季度、2023 年一季度 GDP 等经济数据持续超预期, 近 2 个月, 花旗中国经济意外指数也持续上行、一度攀升至 162.3, 接近 2006 年 6 月的历史极值; 但 A 股市场则受部分行业的业绩低预期拖累, 表现相对疲软。其中 2022 年年报有分析师预测的 2598 家上市公司中, 72.6% 的上市公司业绩均不及预期。

图表23: 2023 年初, 中国经济数据持续超预期



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

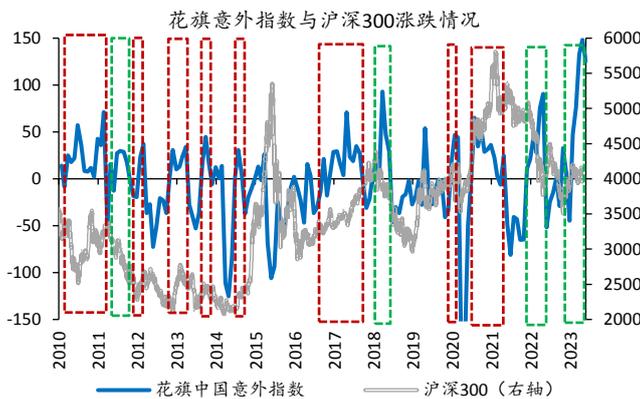
图表24: A 股上市公司 2022 年盈利超预期情况



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

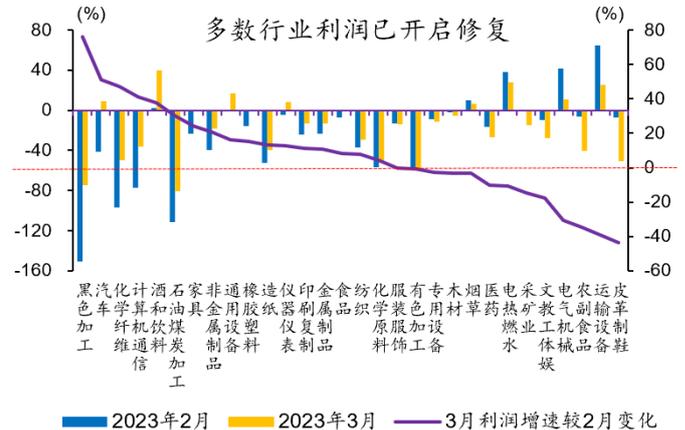
利润的修复是经济的滞后的指标，伴随经济内生增长动能增强，企业利润有望进入修复通道。过去 10 年回溯中，宏观数据持续超预期的过程中，除 2011 年欧债危机、2018 年中美贸易摩擦、2022 年疫情冲击外，市场通常会受益于经济改善。当下，疫后修复在企业经营、招工上已有所体现，从就业到消费的正反馈刚刚开始；2023 年地方重大项目等集中上马，可比省份年度投资同比增 18%，对经济的支持作用加速显现。经济复苏刚刚开启，一季度多数行业利润已启动修复，财报业绩偏弱带来的“季节性效应”或有望被打破。

图表25: 花旗意外指数与沪深 300 指数涨跌情况



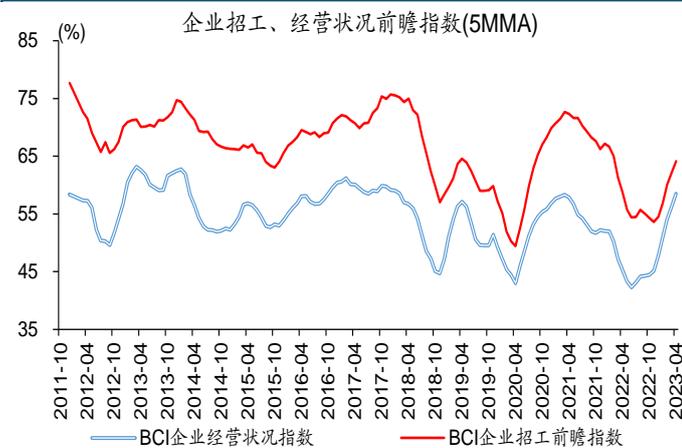
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表26: 国内多数行业利润已开启修复



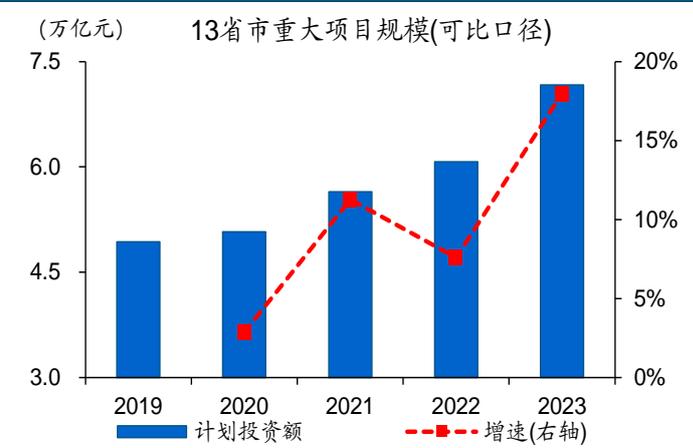
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表27: 企业招工、经营状况明显改善



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表28: 13省市重大项目规模快速增长



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

经过研究，我们发现：

1) 1950 年以来，“五月卖出法则”在美股市场长期应验，但近些年有所减弱；流动性与交易行为等季节性变化可以辅助解释“五月卖出效应”，而疫情的扰动打破了这一规律。从标普 500 指数来看，1950 年以来，11 月至次年 4 月的市场平均表现，优于 5 月至 10 月，两者分别为 6.9% 和 1.8%，差异显著；流动性的季节性波动、机构投资者“度假”带来的交易行为变化或是主要原因。新冠疫情爆发后，市场季节性规律受到明显扰动，“5 月效应”也变得不再明显。

2) A 股股谚“五穷六绝七翻身”也显示了与海外相似的季节性；A 股 5 月表现的相对弱势，更多受到上市公司业绩发布中“早报喜晚报忧”择机行为的拖累。2000 年以来，5 月至 7 月间，A 股市场月均收益率分别为 -0.7%、-1.5% 和 1.3%，“五月卖出效应”同样显著。国内上市公司业绩披露的择机行为，导致 4 月底扎堆发布的业绩，更易对市场造成负面冲击。业绩披露的冲击，容易促成 A 股市场 4-5 月的 V 型走势，当业绩预期整体向好时，无需过虑季节性扰动。

3) 疫情扰动下市场的季节性规律已发生明显变化：分子端矛盾是美股博弈的关键，“杀盈利”压力下，美股或将维持高波动；而伴随经济内生增长动能增强，国内企业利润有望加快恢复，财报业绩偏弱带来的“季节性效应”有望被打破。不同于过往，美债利率的回落或对二季度的美股有所支撑；但“杀盈利”压力显现下，美股高波动或将延续。年初以来，微观数据拖累下A股表现疲软；当下经济复苏刚刚开启，一季度多数行业利润已有修复，市场有望受益经济改善。

二、月度回顾：欧美股指多数上涨，10年期国债利率全线上行，美元走弱，商品涨跌分化

(一) 市场主线：从银行业风波后市场情绪修复，到经济衰退担忧的升温

自3月中旬开始，市场对欧美银行业爆发系统性风险的担忧明显缓和，情绪修复下，风险资产价格上涨、美债利率则在阶段性超调后再度反复；4月上旬，这一交易主线得到延续。截至4月18日，系统性重要银行的CDS利差从3月20日的高点回落23bp至79bp，美国货币市场利差大幅下降、流动性紧张有所缓解，欧美银行股从3月24日的低点分别回升14.1%和11.5%，银行业引发的市场恐慌情绪逐步修复。在本轮情绪修复逻辑下，4月中下旬，美联储5月加息预期再度升温、年内降息预期降温，美债收益率持续上行；风险资产价格持续回升，美、欧股市持续走强，铜油价格较3月16日低点分别反弹6.4%、20.7%。

图表29：系统性重要银行的CDS利差



图表30：货币市场利率高位回落



来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表31：欧美银行股在风波后有所修复



图表32：美联储加息预期再度升温



来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

4月下旬，美国经济前瞻性指标的走弱、就业市场紧张程度的缓和，引发市场对经济衰退担忧的再度升温；“衰退交易”或重归主线，期间美债利率回落，大宗商品普跌，而一季报亮眼的业绩则使美股免于下跌。3月美国PMI回落至46.3%，低于预期的47.5%；4月费城联储制造业指数创2020年5月以来新低；一季度GDP年化环比1.1%、大幅低于预期的2%；3月新增非农就业人数创27个月新低。美国经济数据的疲软、就业市场的缓和引发市场衰退担忧再度升温，2年和10年期美债分别从4月19日的高位回落17bp和7bp，LME铜和WTI原油价格分别下跌4.0%和10.2%；而在超预期一季报支撑下，美股相对坚挺。

图表33：3月美国PMI录得46.3%，延续走弱



图表34：3月新增非农为2021年1月以来最小增幅



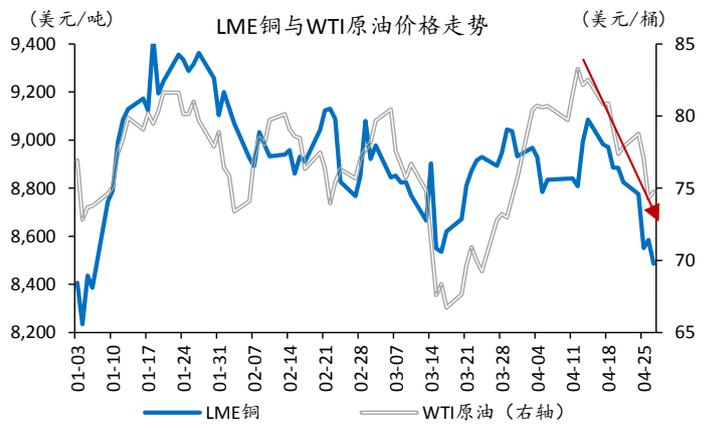
来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表35：美债利率高位回落



图表36：4月下旬，铜油价格普遍快速走弱



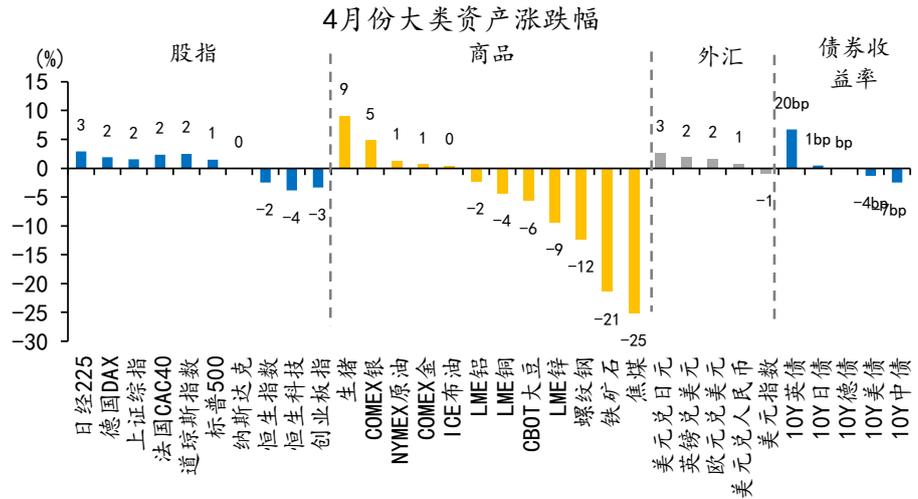
来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

（二）月度回顾：欧美股指多数上涨，10年期国债利率全线上行

欧美股指多数上涨，10年期国债利率全线上行，美元走弱，商品涨跌分化。1) 股票市场：发达国家股指多数上涨，港股领跌；A股各类宽基指数下行为主，创业板指和万得全A分别下跌3.12%和1.44%；香港市场下行，恒生指数下跌2.48%。2) 债券市场：发达国家10年期国债收益率全线上行。3) 商品市场：大宗商品价格涨跌分化，原油、农产品涨跌分化，贵金属价格上涨，有色、黑色多数下跌。4) 汇率市场：英镑和欧元兑美元分别升值1.88%和1.64%，在岸、离岸人民币兑美元分别贬值0.63%、0.77%至6.9120、6.9273。

图表37: 4月大类资产涨跌情况

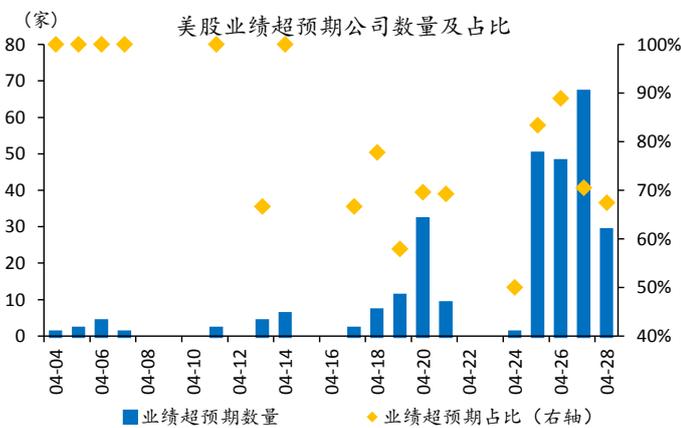


来源: Wind, 国金证券研究所

(1) 权益市场追踪: 全球资本市场多数上涨

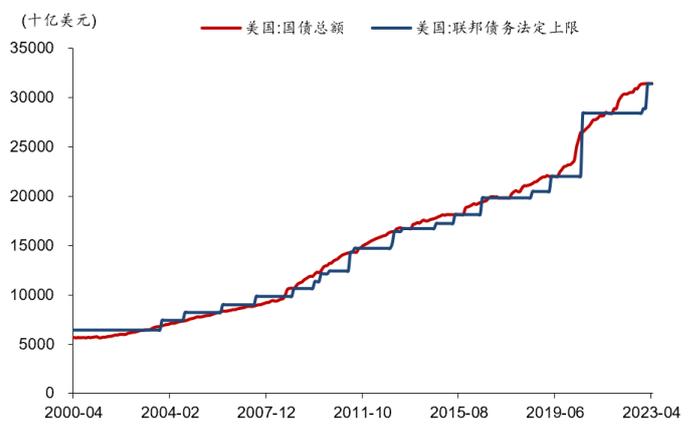
4月上旬, 美股市场延续银行业危机后的修复行情; 4月3日至4月18日, 标普500指数微涨1.11%。4月下旬, 宏微观数据的背离明显加剧美股的波动。一方面, 4月费城联储制造业指数、一季度美国GDP均低预期, 3月新增非农就业人数也创27个月新低; 另一方面, 4月下半月的一季报集中披露期, 超预期公司高达344家、占比高达74.4%, 又对美股形成有力支撑。宏微观数据背离下, 美股波动明显加剧, 标普500震荡收涨0.35%。

图表38: 美联储加息预期再度升温



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

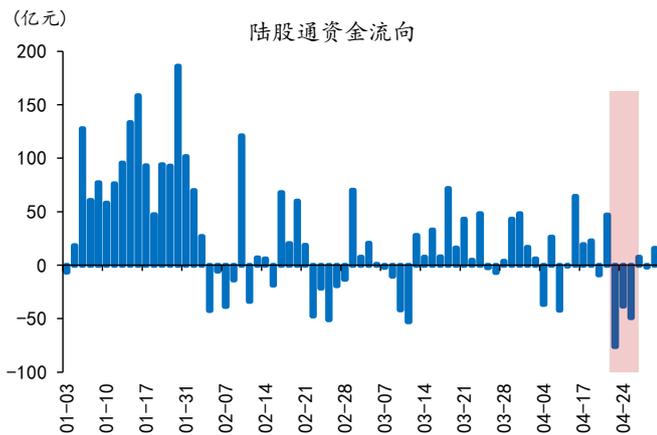
图表39: 美国国债总额1月已突破债务上限



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

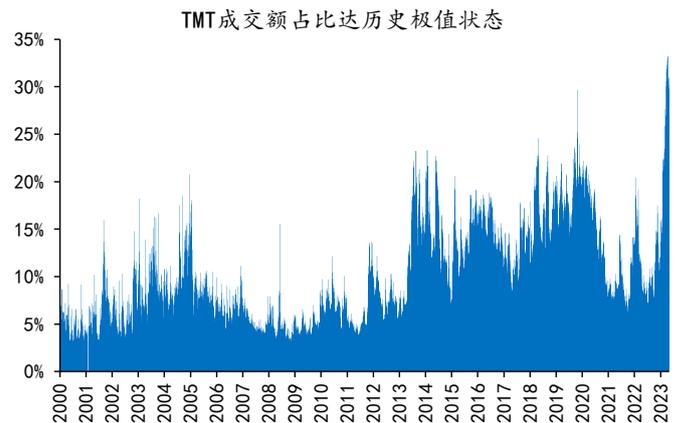
国内市场, 4月上中旬, 经济复苏预期升温成为行情主要驱动力, 截至4月18日, 上证指数上涨3.68%。4月下旬, 热门板块拥挤后的回调、一季报业绩低预期、中美贸易摩擦升温等, 对市场形成明显拖累; 上证指数震荡回调2.06%。

图表40: 情绪冲击下, 外资大幅流出A股市场



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

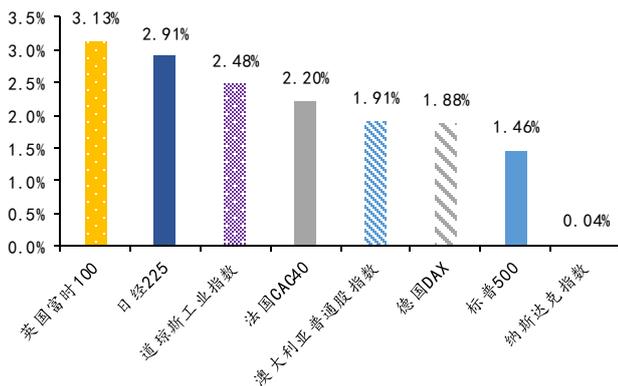
图表41: TMT成交额占比达历史极值状态



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

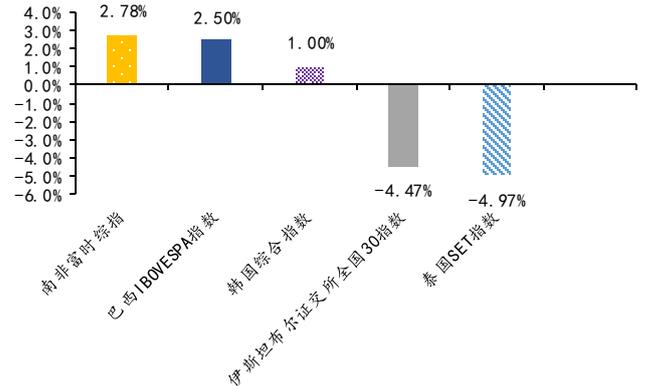
本月, 发达国家股指全线上涨。其中英国富时100、日经225、道琼斯工业指数、法国CAC40、澳大利亚普通股指数、德国DAX、标普500和纳斯达克指数分别上涨3.13%、2.91%、2.48%、2.20%、1.91%、1.88%、1.46%和0.04%。本月, 新兴市场股指涨跌分化。其中南非富时综指、巴西IBOVESPA和韩国综合指数分别上涨2.78%、2.50%和1.00%, 伊斯坦布尔证交所全国30指数和泰国SET指数分别下跌4.47%和4.97%。

图表42: 本月, 发达国家股指全线上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

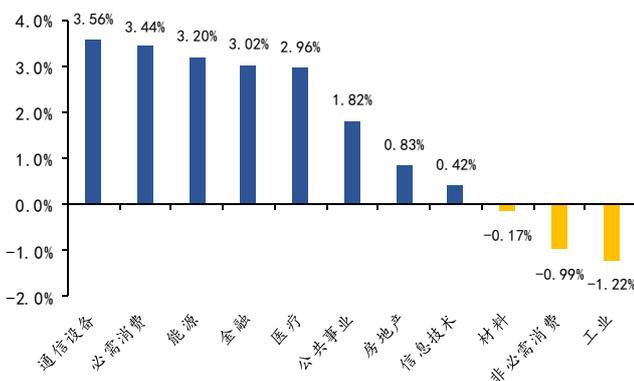
图表43: 本月, 新兴市场股指涨跌分化



来源: Wind, 国金证券研究所

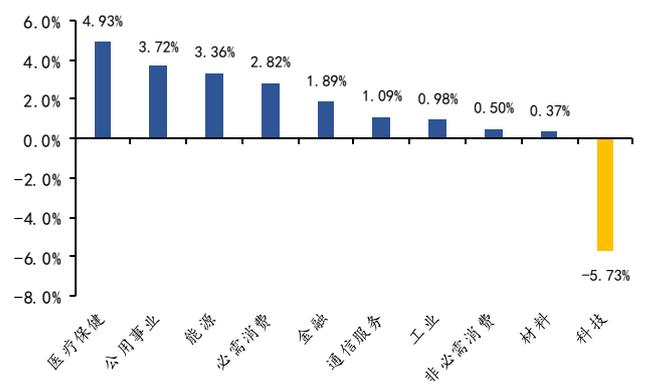
从美国标普500的行业跌幅来看, 本月, 美股行业多数上涨。其中通信设备、必需消费和能源领涨, 分别上涨1.97%、1.16%和0.66%; 仅医疗、金融和能源下跌, 分别下跌1.22%、0.99%和0.17%。本月, 欧元区行业普遍上涨。其中医疗保健、公用事业、能源和必需消费领涨, 分别上涨4.93%、3.72%、3.36%和2.82%; 仅科技下跌, 跌幅为5.73%。

图表44: 本月, 美股行业多数上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

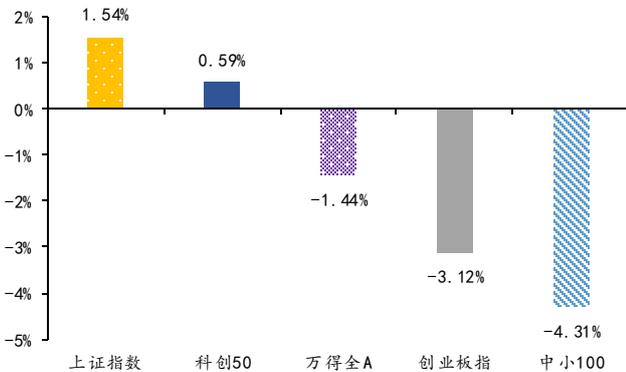
图表45: 本月, 欧元区行业多数上涨



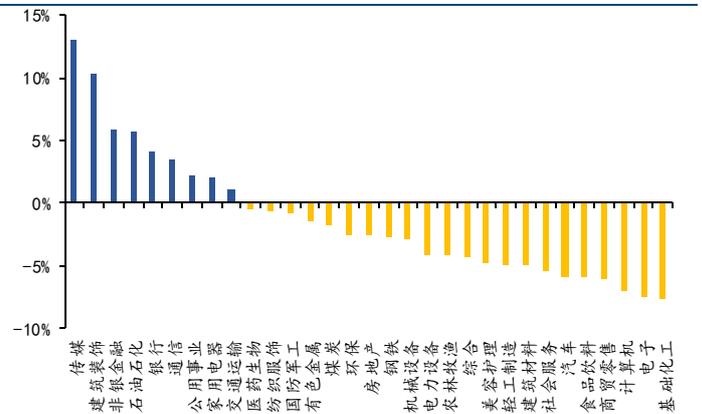
来源: Wind, 国金证券研究所

本月，A股各类宽基指数下行为主。中小100、创业板指和万得全A分别下跌4.31%、3.12%和1.44%；仅上证指数和科创50分别上涨1.54%和0.59%。行业方面多数下跌。其中基础化工、电子、计算机和商贸零售领跌，分别下跌7.74%、7.50%、6.99%和6.07%；传媒、建筑装饰、非银金融和石油石化领涨，分别上涨13.06%、10.33%、5.82%和5.75%。

图表46：本月，A股市场下行为主



图表47：本月，A股行业多数下跌

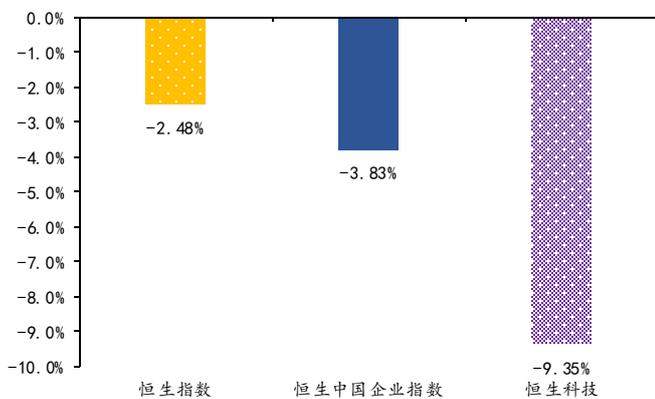


来源：Wind，国金证券研究所

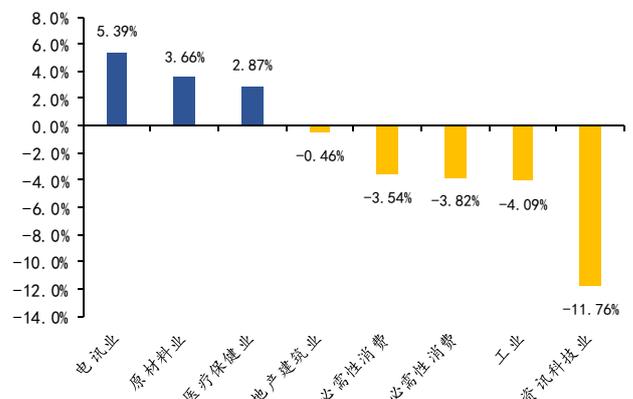
来源：Wind，国金证券研究所

本月，香港市场转向下行。恒生科技、恒生中国企业指数和恒生指数分别下跌9.35%、3.83%和2.48%。行业方面多数下跌。其中资讯科技业、工业、非必需性消费、必需性消费和地产建筑业分别下跌11.76%、4.09%、3.82%、3.54%和0.46%；仅电讯业、原材料业和医疗保健业上涨，涨幅分别为5.39%、3.66%和2.87%。

图表48：本月，恒生指数全线下跌



图表49：本月，恒生行业多数下跌



来源：Wind，国金证券研究所

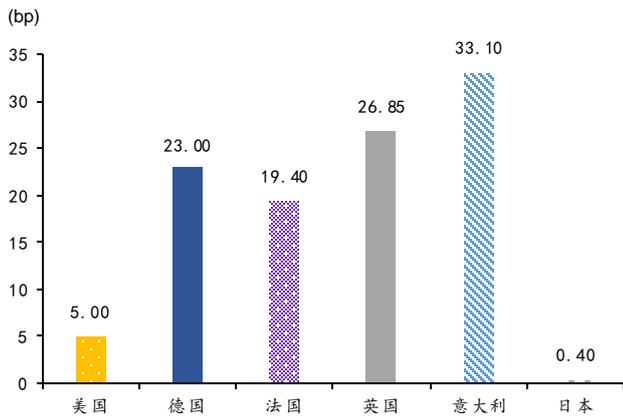
来源：Wind，国金证券研究所

（2）债券市场追踪：发达国家10年期国债收益率全线上行

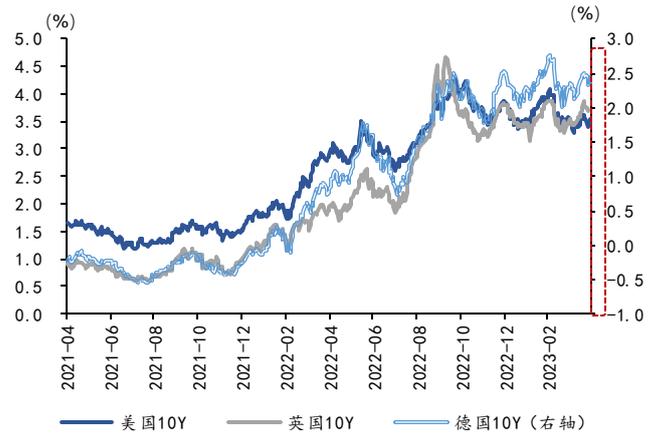
4月上旬，银行业风波后的情绪修复下，欧美债市收益率均快速上行；10Y美债利率、10Y德债利率分别由4月3日的3.43%、2.35%上行至4月19日的3.60%、2.52%。4月下旬，美国CPI低预期，经济衰退压力显现，美债利率快速回落至3.44%；而德国核心通胀拐点初现，叠加经济下行压力的担忧，10Y德债利率也快速下行16bp至2.36%。

本月，主要发达国家10Y国债收益率全线上行。美国、英国和德国10Y国债收益率分别上行5.00、26.85bp和23.00bp至3.44%、3.72%和2.35%。意大利、法国和日本10Y国债收益率分别上行33.10bp、19.40bp和0.40bp。

图表50: 本月, 主要发达国家 10Y 国债收益率全线上行



图表51: 本月, 美德英 10Y 收益率均上行

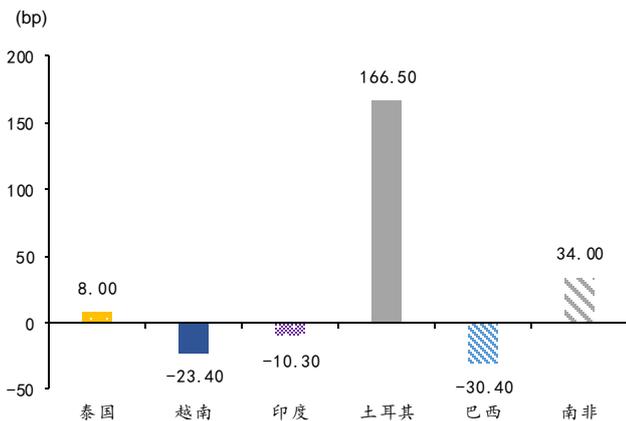


来源: Wind, 国金证券研究所

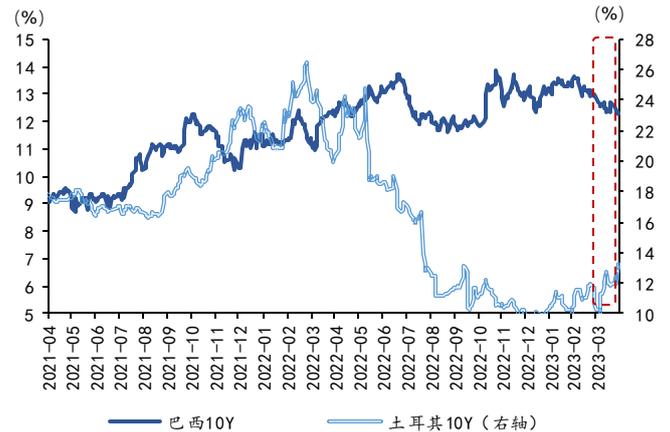
来源: Wind, 国金证券研究所

本月, 主要新兴市场 10Y 国债收益率涨跌分化。土耳其 10Y 国债收益率上行 166.50bp 至 12.94%, 巴西 10Y 国债收益率下行 30.40bp 至 12.35%。印度和越南 10Y 国债收益率分别下行 13.00bp 和 10.00bp; 南非和泰国 10Y 国债收益率分别上行 29.00bp 和 16.00bp。

图表52: 本月, 主要新兴国家 10Y 国债收益涨跌不一



图表53: 本月, 土耳其、巴西 10Y 利率分别上行、下行

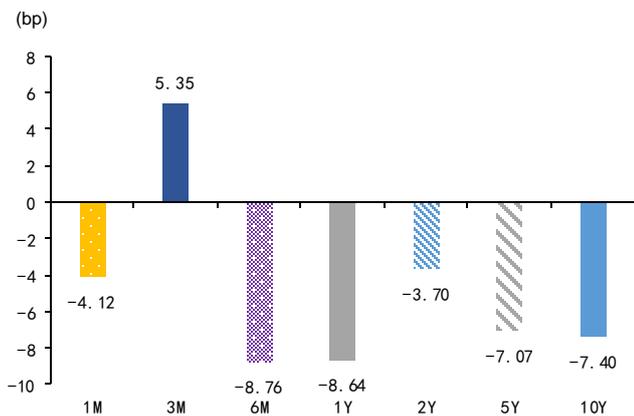


来源: Wind, 国金证券研究所

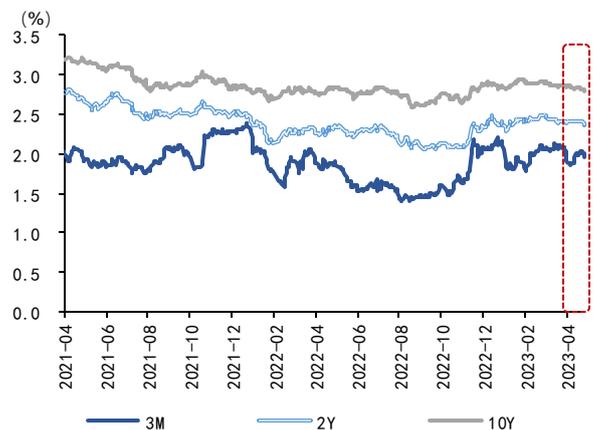
来源: Wind, 国金证券研究所

本月, 中国国债收益率普遍下行。3 个月期国债收益率上行 5.35bp 至 1.95%, 2 年期国债收益率下行 3.70bp 至 2.35%, 10 年期国债收益率下行 7.40bp 至 2.78%, 期限利差收窄。1M 和 6M 分别下行 4.12bp 和 8.76bp; 1Y 和 5Y 分别下行 8.64bp 和 7.07bp。

图表54: 本月, 主要新兴国家 10Y 国债收益涨跌不一



图表55: 本月, 土耳其、巴西 10Y 利率分别上行、下行



来源: Wind, 国金证券研究所

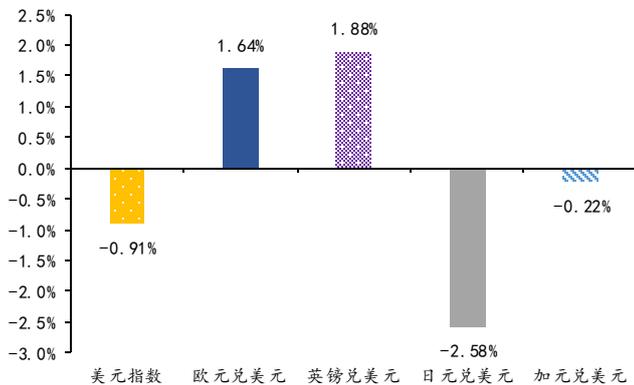
来源: Wind, 国金证券研究所

(3) 外汇市场追踪：美元指数走弱，人民币兑美元贬值、兑欧元和英镑均贬值

4月，美元汇率在震荡中延续下行态势；而受到中美贸易摩擦的情绪冲击，人民币兑美元出现小幅贬值。4月上中旬，银行业危机的情绪修复下，美元小幅上涨；而随着通胀低预期下美债利率的快速回落，美元指数再度下行。4月下旬，美元指数窄幅震荡。4月14日至月末，受贸易摩擦等情绪冲击，外资大幅流出下，人民币兑美元快速贬值0.64%。

本月，美元指数下跌0.91%。英镑和欧元兑美元分别升值1.88%和1.64%，日元、挪威克朗和加元兑美元分别贬值2.58%、1.69%和0.22%。主要新兴市场兑美元涨跌分化。菲律宾比索、韩元和土耳其里拉兑美元分别贬值2.37%、1.98%和1.38%，印尼卢比和雷亚尔兑美元分别升值2.02%和1.54%。

图表56：本月，美元指数下跌



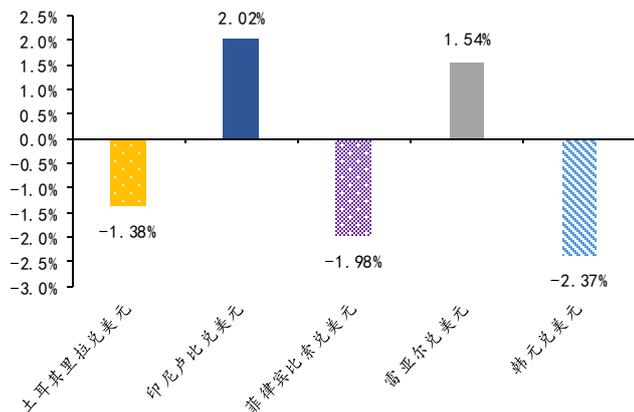
图表57：本月，英镑、欧元兑美元均升值



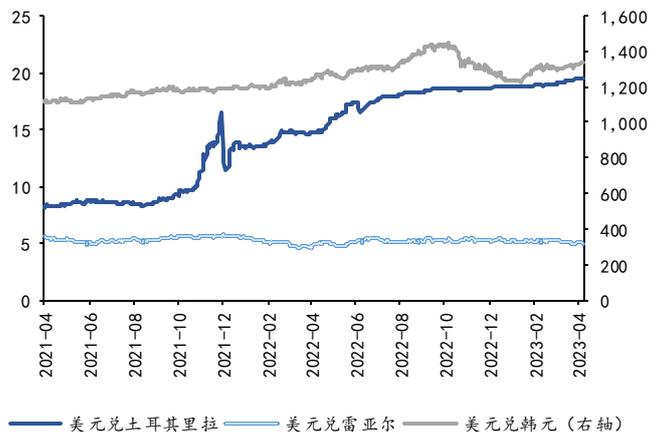
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表58：本月，主要新兴市场兑美元涨跌分化



图表59：土耳其里拉和韩元兑美元贬值，雷亚尔升值

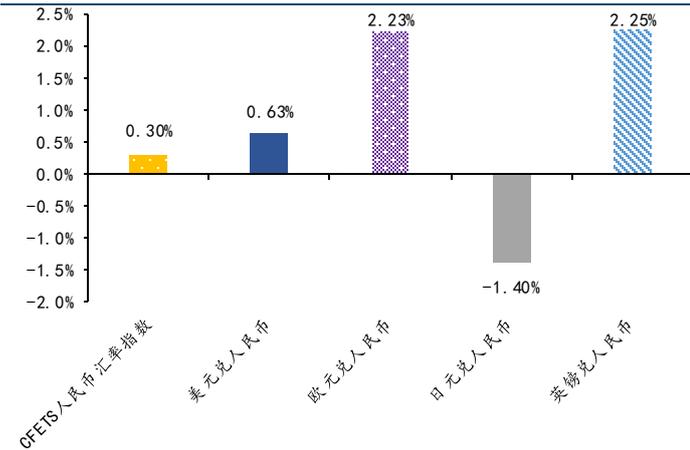


来源：Wind，国金证券研究所

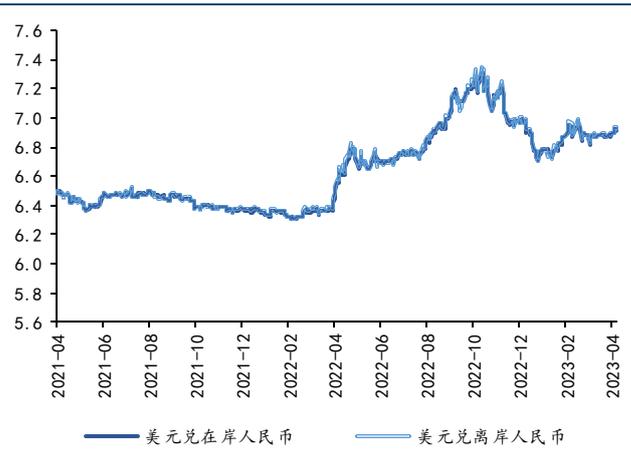
来源：Wind，国金证券研究所

本月，CEETS 人民币汇率指数上涨 0.30%。美元兑人民币升值 0.63%；英镑和欧元兑人民币分别升值 2.25%和 2.23%，仅日元兑人民币贬值 1.40%。美元兑在岸人民币汇率较上月环比上行 320bp 至 6.9120，美元兑离岸人民币汇率上行 430bp 至 6.9273。

图表60: 本月, 美元、英镑和欧元兑人民币升值



图表61: 本月, 美元兑在岸和离岸人民币均升值



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

(4) 商品市场追踪: 原油、农产品涨跌分化, 贵金属上涨, 有色、黑色多数下跌

4月上中旬, 在银行业危机缓和后的情绪修复行情中, 大宗商品集体上涨。截至4月12日, WTI原油、LME铜分别上涨10.03%、0.87%, 其中原油价格主要受到OPEC+4月限产协议达成的供给端冲击。4月下旬, 衰退担忧下, 商品价格一路下行, WTI原油、LME铜分别下跌6.73%、5.11%。受前期交易拥挤的影响, COMEX金价在4月4日触及2023.8美元/盎司的高位后, 震荡下跌至1988.0美元/盎司。

本月, 原油、农产品价格涨跌分化, 贵金属价格均上涨, 有色、黑色价格多数下跌。其中, 棉花、豆粕和COMEX银领涨, 分别上涨7.09%、4.07%和3.81%; 焦煤、螺纹钢和铁矿石领跌, 跌幅分别为28.54%、12.93%和10.49%。

图表62: 本月, 商品价格走势涨跌分化

类别	品种	2023年4月	2023年3月	2023年2月	2023年1月	2022年12月	2022年11月
原油	WTI原油	1.47%	-1.79%	-2.31%	-1.73%	-0.36%	-6.91%
	布伦特原油	-0.29%	-4.91%	-0.71%	-1.65%	0.56%	-9.91%
贵金属	COMEX黄金	1.03%	7.83%	-5.27%	5.82%	3.07%	7.98%
	COMEX银	3.81%	15.40%	-11.06%	-2.53%	9.13%	15.35%
有色	LME铜	-3.90%	0.93%	-2.78%	8.41%	2.41%	10.26%
	LME铝	-1.39%	1.28%	-8.88%	7.63%	-1.12%	9.66%
	LME镍	3.22%	-7.09%	-15.46%	-2.85%	15.09%	21.50%
	LME锌	-7.18%	-3.72%	-11.37%	13.11%	0.95%	9.18%
黑色	动力煤	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	4.66%	13.55%
	焦煤	-28.54%	-25.80%	-10.17%	5.98%	-24.97%	8.18%
	沥青	1.51%	-3.98%	-1.48%	2.75%	1.96%	-14.49%
	铁矿石	-10.49%	4.22%	3.36%	3.35%	12.05%	23.82%
	螺纹钢	-12.93%	-4.70%	4.58%	-0.27%	8.98%	13.84%
农产品	生猪	-3.88%	3.40%	0.17%	-4.24%	-25.80%	-13.42%
	棉花	7.09%	0.14%	-5.39%	6.29%	7.68%	-1.97%
	豆粕	4.07%	-12.88%	-7.04%	-7.53%	-2.03%	-2.35%
	豆油	-4.55%	-12.48%	0.87%	0.88%	-6.60%	0.14%

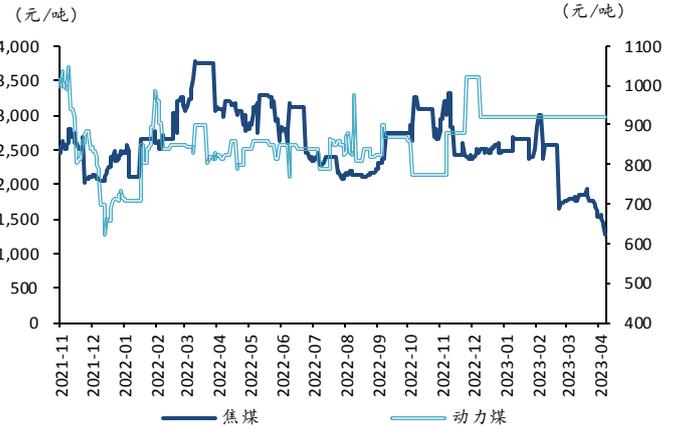
来源: Wind, 国金证券研究所

原油价格涨跌分化, 黑色价格多数下跌 WTI。原油价格上涨 1.47%至 76.78 美元/桶, 布伦特原油价格下跌 0.29%至 79.54 美元/桶。动力煤价格持平在 921 元/吨, 焦煤价格下跌 13.02%至 1536 元/吨; 铁矿石和螺纹钢价格分别下跌 10.90%和 6.97%至 858 元/吨和 3828 元/吨, 沥青价格上涨 5.82%至 3801 元/吨。

图表63: WTI 原油、布伦特原油价格分别上涨、下跌



图表64: 本月，动力煤价格持平，焦煤价格大跌

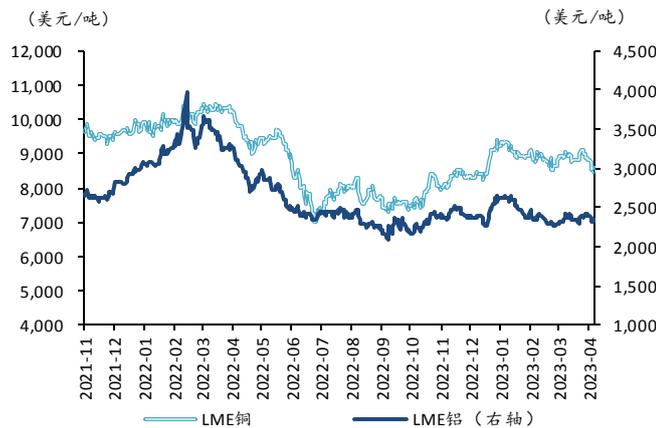


来源: Wind, 国金证券研究所

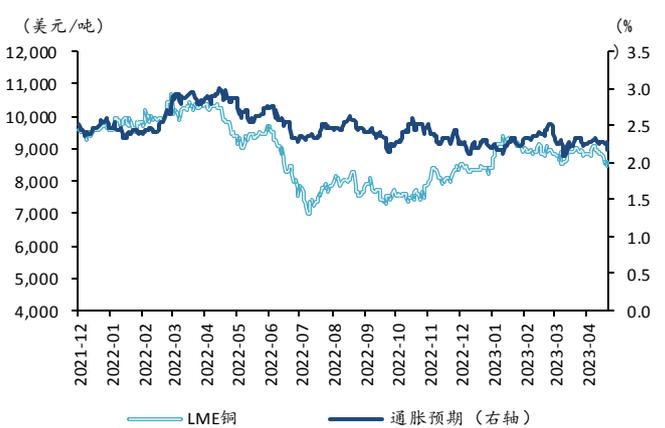
来源: Wind, 国金证券研究所

铜铝价格均下跌，贵金属价格均上涨。LME 铜价格下跌 3.90%至 8585 美元/吨，LME 铝价格下跌 1.39%至 2342 美元/吨。通胀预期从前值的 2.32%下行至 2.18%。COMEX 黄金上涨 1.03%至 1990.00 美元/盎司，COMEX 银上涨 3.81%至 25.09 美元/盎司。10Y 美债实际收益率从前值的 1.06%上行至 1.26%。

图表65: 本月，铝价、铜价均下跌



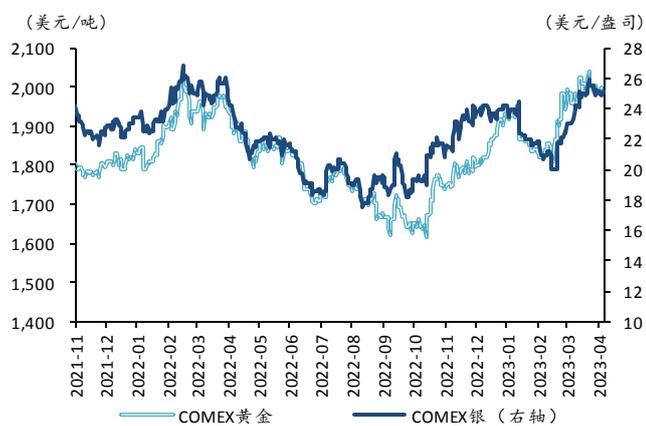
图表66: 本月，通胀预期降温



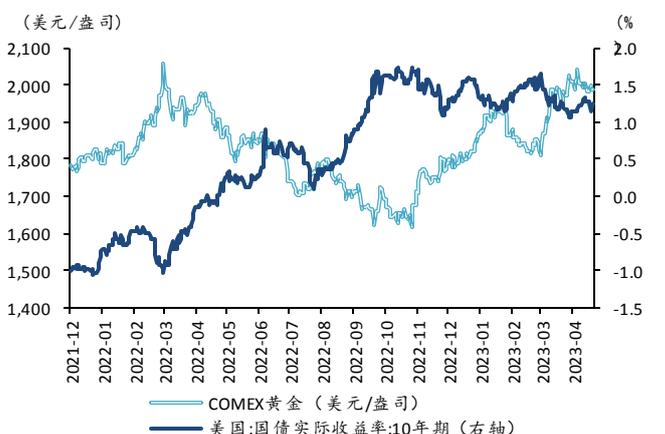
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表67: 本月，黄金、白银价格均上涨



图表68: 本月，10Y 美债实际收益率上行



来源: Wind, 国金证券研究所

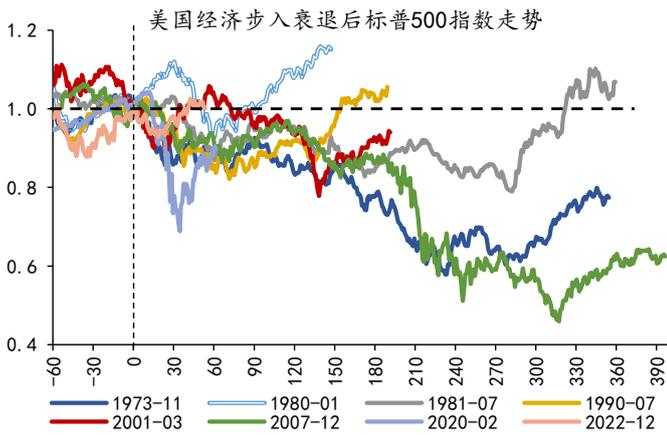
来源: Wind, 国金证券研究所

三、报告精选

(一) 美股调整，A股能否“独善其身”？

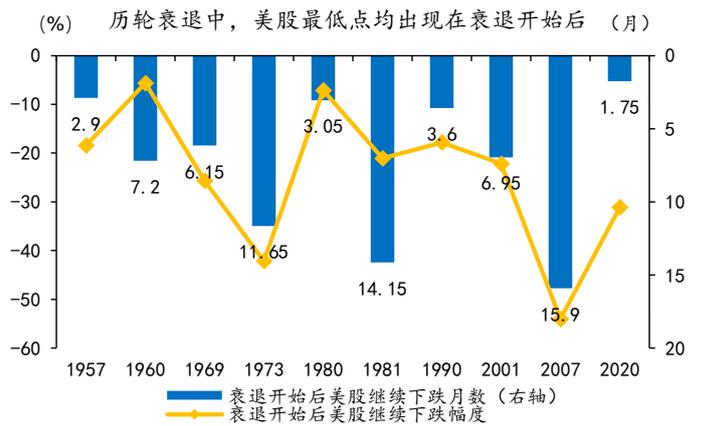
美国经济延续下行态势，或已接近“衰退”区间；历史规律显示，美股衰退初期的下跌从未“缺席”，“杀盈利”阶段“虽迟但到”。历史回溯来看，美股衰退期的调整中，港股均有“跟跌”；2000年以来美股大幅下跌过程中，A股也多有调整。美国衰退经出口链条对国内的基本面冲击、美股下跌对中国市场的情绪冲击、以及资金面扰动等，是美股下跌向国内市场传导的主要路径。

图表69：历轮衰退中，标普500指数的走势



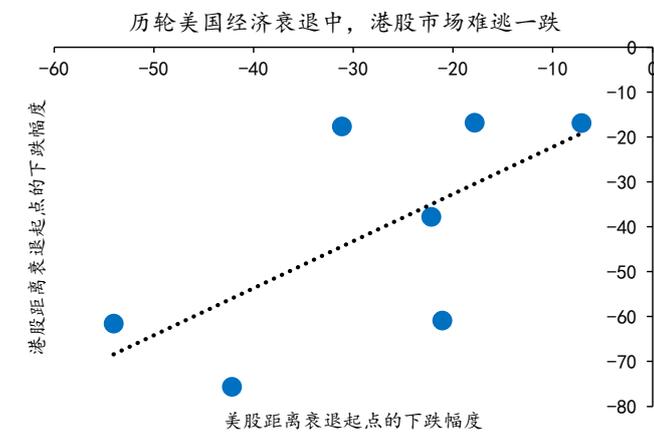
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表70：历轮衰退中，美股最低点均出现在衰退开始后



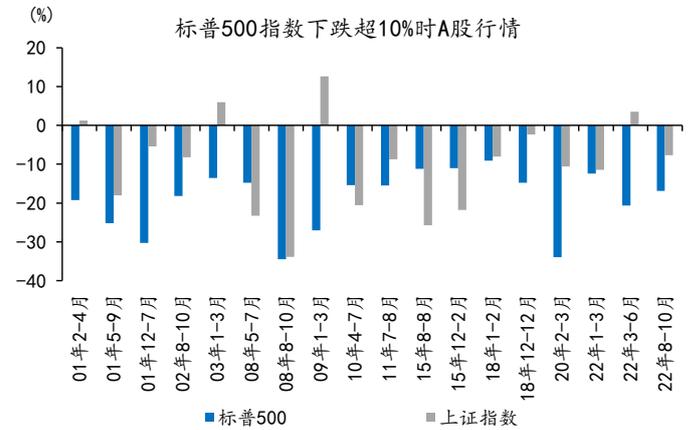
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表71：历轮美国经济衰退中，港股市场难逃一跌



来源：Bloomberg，国金证券研究所

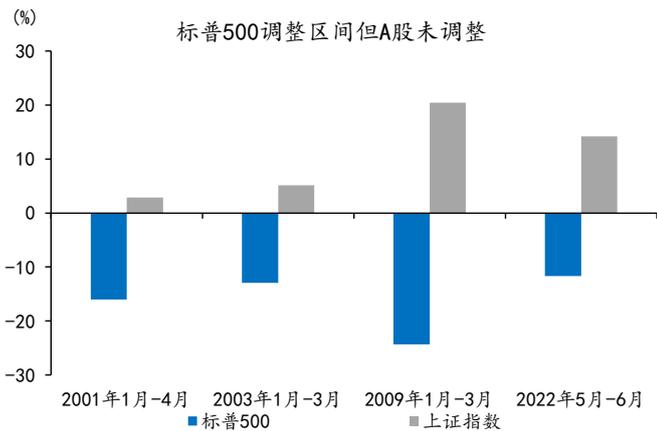
图表72：2000年以来标普500大跌期间，A股多数下跌



来源：Bloomberg，国金证券研究所

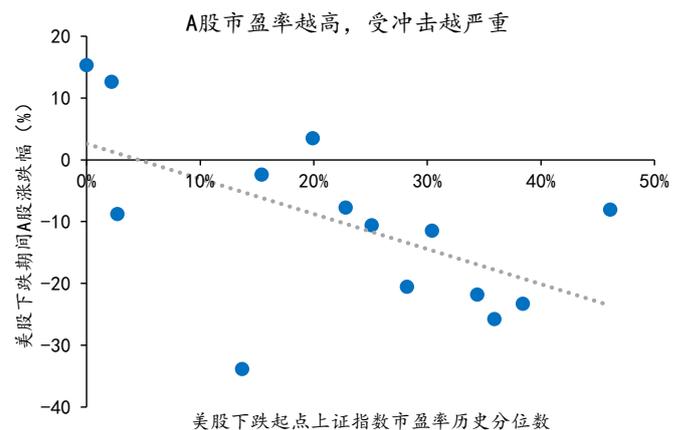
2000年以来，美股跌超10%的区间，A股曾有4次“风景独好”；而港股均受波及。基本面分化、估值低位、与资金面平稳，是4次A股“逆势而上”的共性特征。1) 基本面，4次美股大跌而A股“逆势上行”，均发生在中美经济阶段性分化窗口。2) 情绪面，A股以市盈率衡量的绝对估值、或以股债性价比衡量的相对估值较低时，受美股调整的冲击较弱。3) 资金面，历史上，北上资金阶段性大幅净流出主要易受中美“脱钩”担忧、人民币贬值预期、中美相对估值等因素影响，美股大跌对外资流向的影响、持续性不强。

图表73: 2000年以来, 有过4次美股大跌而A股上涨



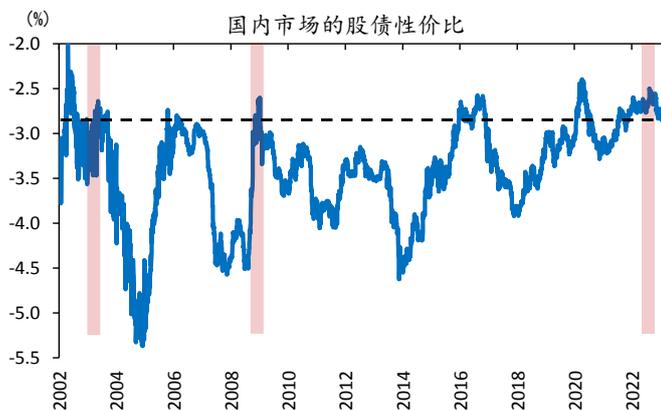
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表74: 美股大跌期间, A股估值越高, 冲击越明显



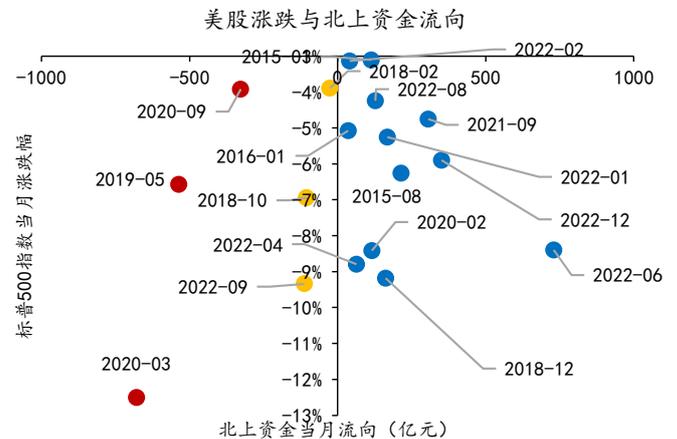
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表75: 3次A股“逆势上行”均处股债性价比的高位



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表76: 2000年以来标普500大跌期间, A股多数下跌



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

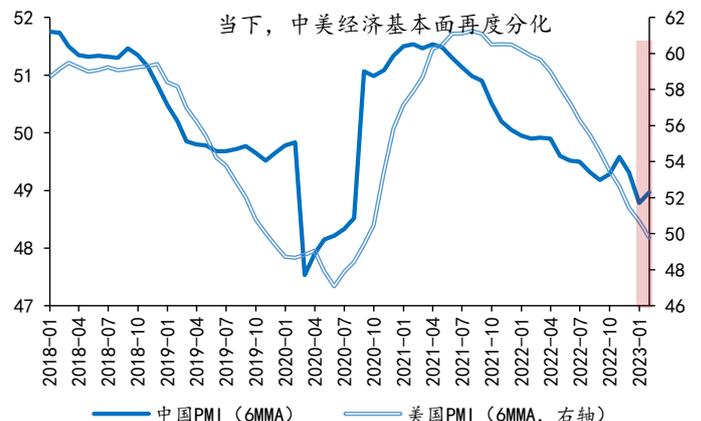
经济步入衰退的过程中, 本轮美股的回调风险不容忽视。经济周期“东升西降”或支撑A股走出“独立行情”; 本轮中港股更易“受伤”, 但考虑到紧缩周期已接近尾声, 港股所受的冲击或相对有限。中美经济周期的再度分化、市盈率相对低位对情绪冲击的缓和、经济向好与汇率企稳对外资的吸引, 或支撑A股摆脱美股下跌的影响。相较A股, 本轮中港股更易“受伤”, 但考虑到当下市场环境的三方面变化, 港股调整或相对有限: 1) 港股企业盈利的修复; 2) 港股相对较低的市盈率; 3) 美国紧缩周期的尾声。

图表77: 美PMI领先标普500未来12个月EPS约1季度



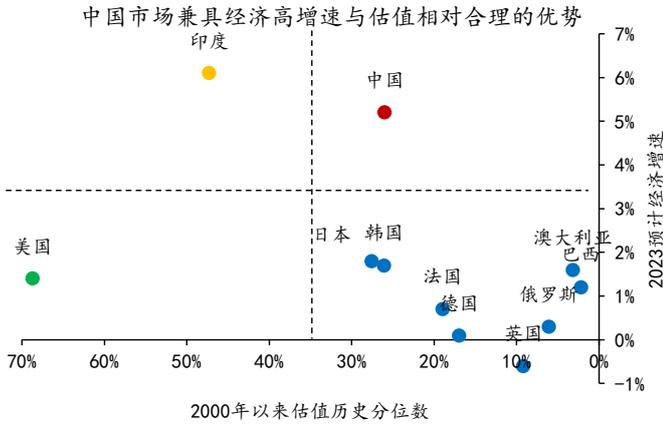
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表78: 当下, 中美经济基本面分化



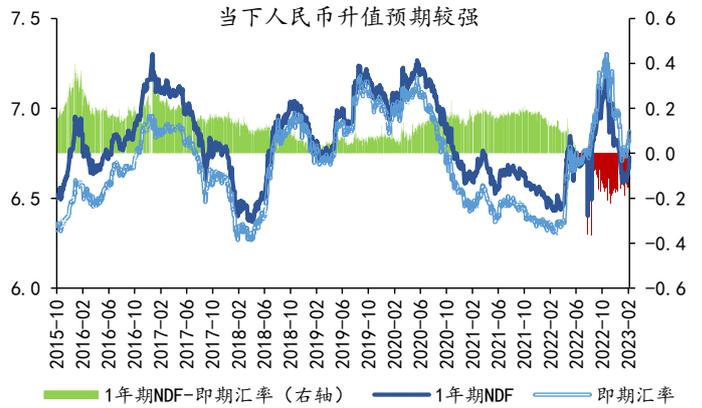
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表79：中国市场兼具高增长、低估值优势



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表80：经济“东升西落”下，人民币升值预期走强

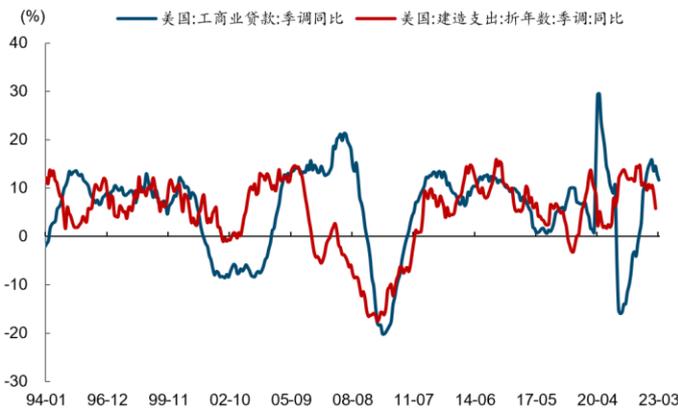


来源：Wind，国金证券研究所

（二）美国地产风险有多大？在哪里？

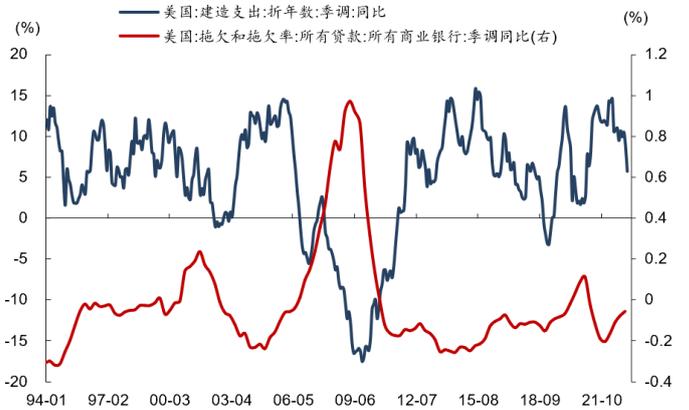
美国房地产出现系统性债务风险的可能性较低，但短期内仍可能下滑。美国地产周期领先于经济周期，地产的下行往往伴随着经济衰退。自 2022 年 3 月美联储加息以来，美国地产景气度大幅下滑，地产链条销售、建设、房价等环节下滑幅度均较深，短期内修复的难度较大。但与金融危机时期不同，当前 MBS 市场优级占比更高，房贷主要集中在评级更高的申请人中，拖欠率、违约率等均较低，出现债务系统性风险的可能性较低。

图表81：地产周期领先美国债务周期



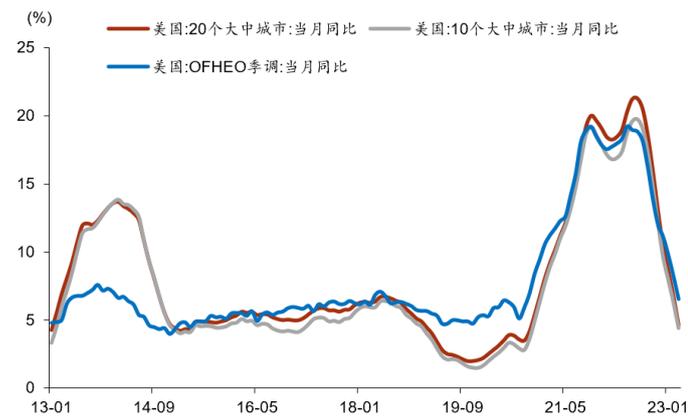
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表82：地产大幅下行容易引发债务风险



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表83: 地产价格增速大幅下降



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

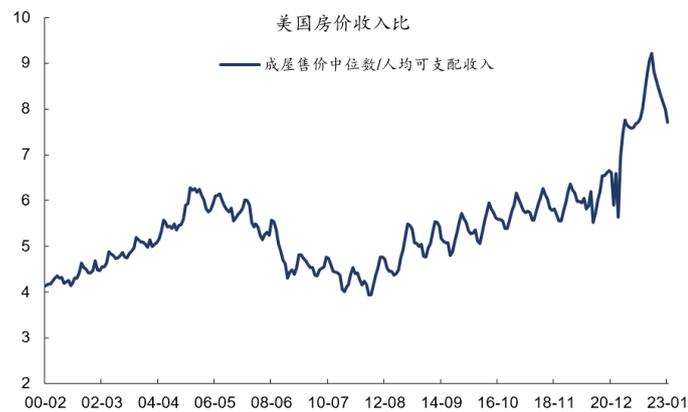
图表84: 美国银行资产中的抵押贷款占比降低



来源: Wind, 国金证券研究所

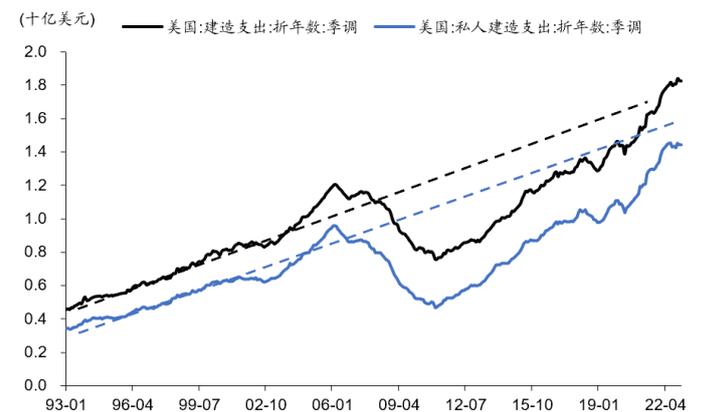
住宅地产供需紧平衡, 居民长期去杠杆, 债务违约风险较低。住宅地产需求方面, 由于房价增速远超过收入增速, 美国居民负担能力(房价-收入比)下降。供给端, 金融危机后, 美国房地产供给侧资本开支不足问题始终未能改善, 地产建造支出在金融危机后下降一个台阶, 目前仍未回到长期趋势上; 当下美国住宅库存下降, 空置率低, 市场呈现供需紧平衡的格局。债务视角来看, 2008 年全球金融危机后, 美国居民部门长期去杠杆, 杠杆率与本世纪初持平, 发生违约风险的概率偏低。

图表85: 美国房价收入比上升至 8 倍左右



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表86: 金融危机后, 美国地产建设始终不足



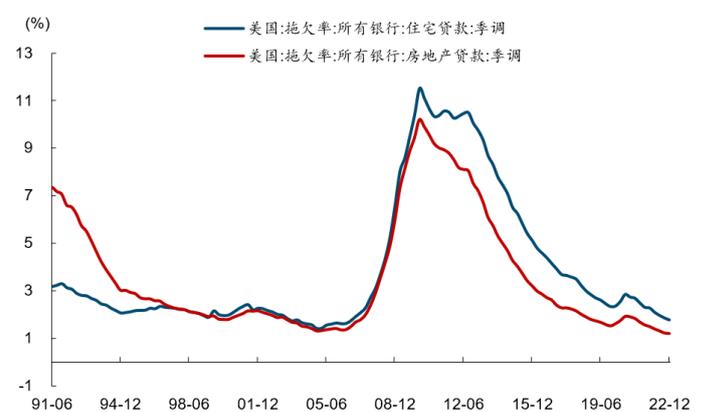
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表87: 美国家庭负债率较低



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

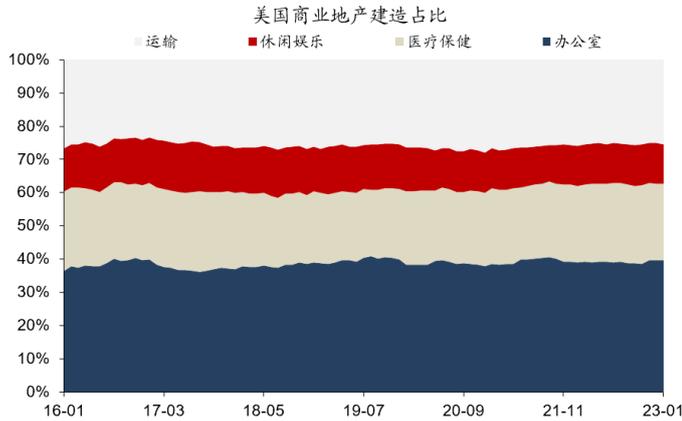
图表88: 居民住房贷款拖欠情况较低



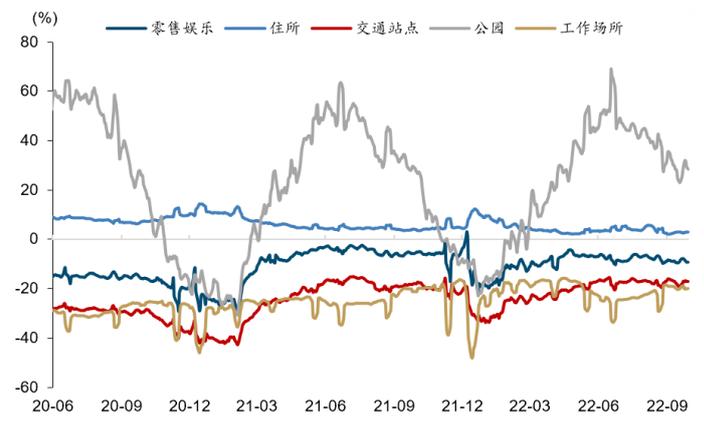
来源: Wind, 国金证券研究所

商业地产供给过剩，需求回落，企业长期加杠杆，债务风险可能传导至中小银行。美国商业地产以办公、商场、酒店等为主，企业是商业地产的主要使用群体。需求端，美国企业现金流、收入预期持续下降，杠杆率偏高，现场办公需求远未恢复，持续压制商业地产的新增需求。供给端，疫情以来美国商业地产供给增速偏高，空置率上升。从债务视角来看，小型银行对商业地产的风险敞口更大，现金储备也明显回落。商业地产的潜在风险可能会传导至银行业，小型银行受影响可能更大。

图表89：美国商业地产建造支出占比



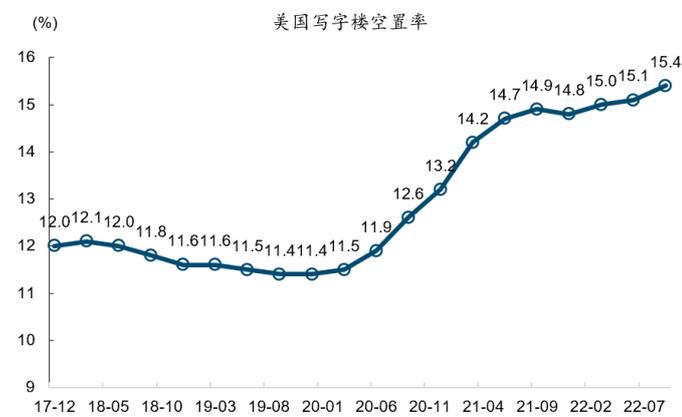
图表90：美国工作场合的人流恢复较差



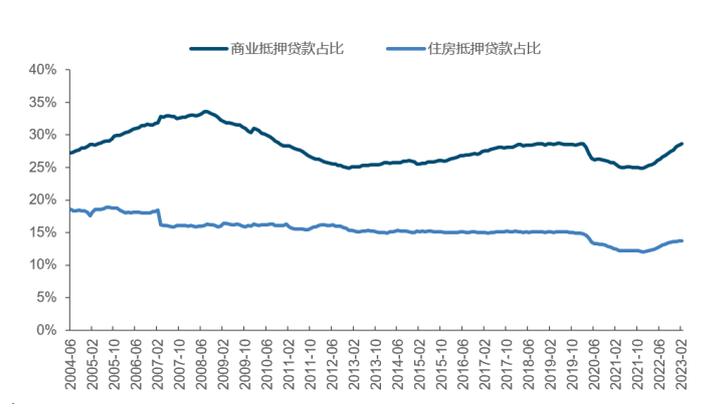
来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表91：美国写字楼空置率明显提高



图表92：小型银行的商业贷款占比更高



来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

1. 俄乌冲突再起波澜：2023年1月，美德继续向乌克兰提供军事装备，俄罗斯称，视此举为直接卷入战争。
2. 大宗商品价格反弹：近半年来，海外总需求的韧性持续超市场预期。中国重启或继续推升全球大宗商品总需求。
3. 工资增速放缓不达预期：与2%通胀目标相适应的工资增速为劳动生产率增速+2%，在全球性劳动短缺的情况下，美欧2023年仍面临超额工资通胀压力。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402