

**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

证券研究报告  
2024年12月20日  
行业：宏观经济

# 宏观平稳、微观改善

## ——2024年宏观经济、金融展望

分析师：胡月晓      SAC编号：S0870510120021

## 国际经济与金融环境：经济分化、政策分道

西方经济大涨薪后大涨价，大涨价后高加息，2024年欧美主要经济体或面临利率持续高位后果：经济下行、市场波动。得益于疫情期间储蓄积累的美国经济面临较大回落压力；受基数效应变化影响，欧美经济体正式迎来“高物价、低通胀”年代，国际经济冲突压力紧环境延续。伴随通胀指标下行及经济增长压力上升，西方将进入降息通道；我们认为FED降息进程或超市场预期的更早、更快，货币政策结构化特征更趋显著。新兴经济体整体运行平稳偏暖，通胀平稳偏弱。经济和通胀的不同走向，或使国际货币格局生变，强势美元地位趋下降。

## 中国经济前景：宏观平稳、微观改善

西方高利率造成世界经济下行压力呈现下，大宗商品价格或延续平稳偏弱局面。持续高顺差表明，中国在世界经济格局中制造中心地位不断稳固；中央金融工作会议强化金融支持实体经济的政策定位，高质量发展目标下经济发展方向更趋明确：向绿色经济、数字经济转型，建立现代产业体系等。产业周期变化决定中国物价平稳中通胀将逐渐走出“通缩”状态，“降成本”下融资利率下行趋势不变；投资结构改善带来资本形成率提升，债务风险管理遵循显性化逻辑有序推进，政策储备空间足、市场回旋余地大，与极端斯坦点较远。

## 中国资本市场：估值提升、踟蹰前行

经济增速或因基数效应消除而略降，实质平稳有韧性，宏观平稳中微观改善，企业效益上升。“降成本”下利率下降趋势持续；叠加货币升值趋势，有利资本市场资产价格估值水平整体提升。利率曲线和信用利差双下行，将带来资本市场运行基准提高。大类资产配置建议：增配股债、减配商品和房地产，债市仍有较高确定性。汇率回升，经济新方向呈现，或提升股市活跃度和结构性。

**风险提示：**俄乌冲突、中东冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变；中国通胀超预期上行，中国货币和楼市政策超预期变化。



# 目录

## Content

---

- 一、国际经济和金融：经济分化，政策分道
- 二、中国经济前景：宏观平稳，微观改善
- 三、中国资本市场：估值提升，踟蹰前行
- 四、风险提示

# 目录

## 一、国际经济和金融：经济分化，政策分道

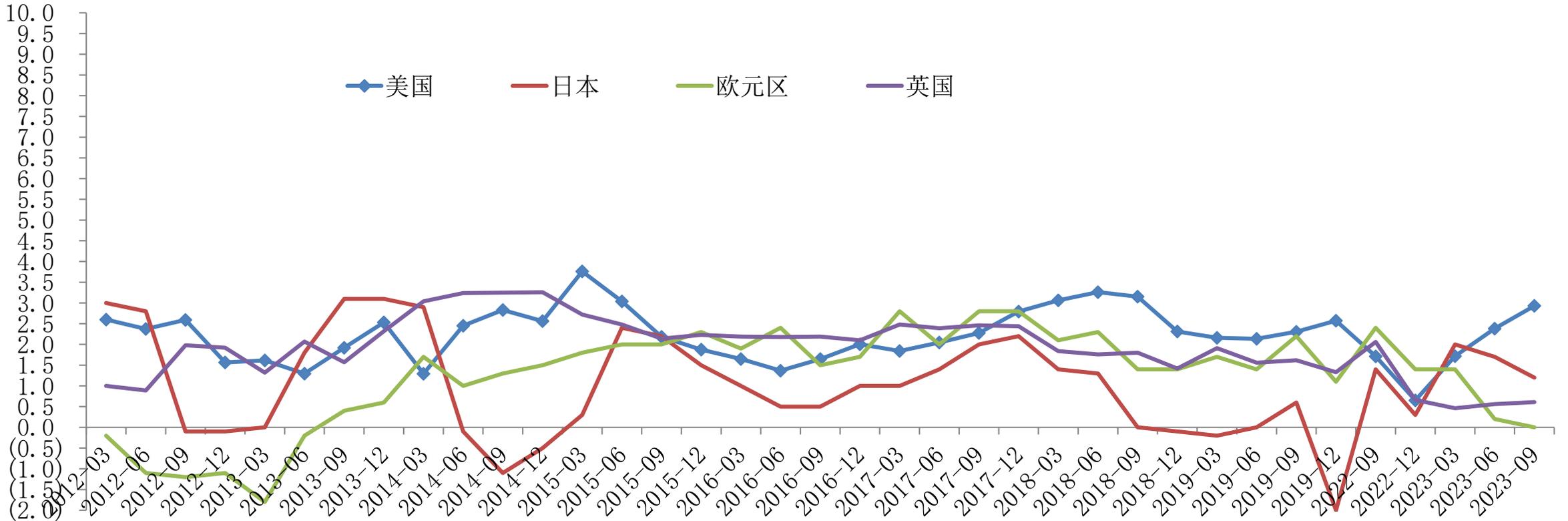
---

1. 世界经济：下行中分化
2. 西方世界：通胀回落，降息开启
3. 新兴市场：经济平稳，通胀改善

## 1.1 世界经济格局：西方回落，东方平稳

- ◆ 疫情后西方主要经济体走势分化，美国经济走势最为强劲，基本恢复到疫情前2019年水准。
- ◆ 疫情期间政策差异及地缘政治因素等，带来了欧美经济间经济运行的不同表现。

图1 发达经济体经济增长变化（当季GDP, 不变价, %）



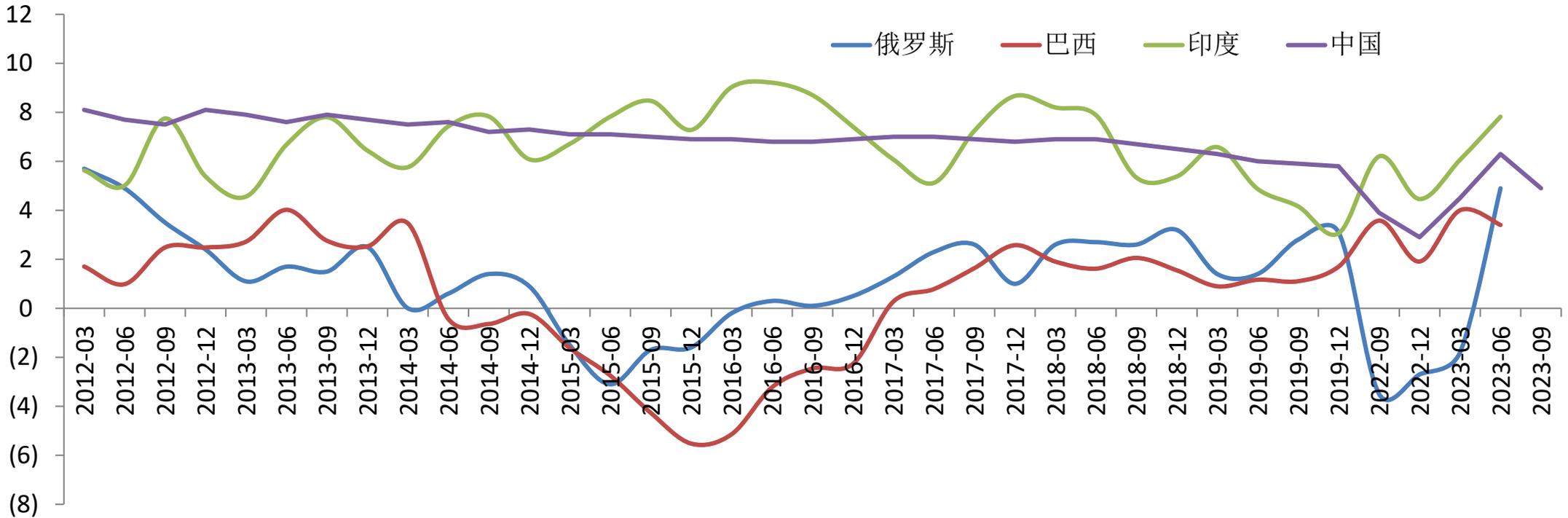
资料来源: wind, 上海证券研究所



## 1.2 新兴经济体增长恢复常态

- ◆ 新兴市场经济体经济增速基本恢复至疫情前水平，预计未来将延续平稳。
- ◆ 即使世界经济整体态势偏软，新兴市场经济体中资源型经济体和制造业主导的生产型经济体，平稳运行仍可期。

图2 全球主要经济体GDP增速变动：新兴市场（当季实际，%）



资料来源：wind, 上海证券研究所



### 1.3 发达经济体通胀一致回落

- ◆ 2023年，发达经济体通胀一致快速回落走势形成，核心通胀走势相同，但相对平缓。
- ◆ 我们认为，核心通胀相对平稳，主要反映了工资上涨的扩展态势。

图3 发达国家通胀集体回落（CPI同比/月，%）

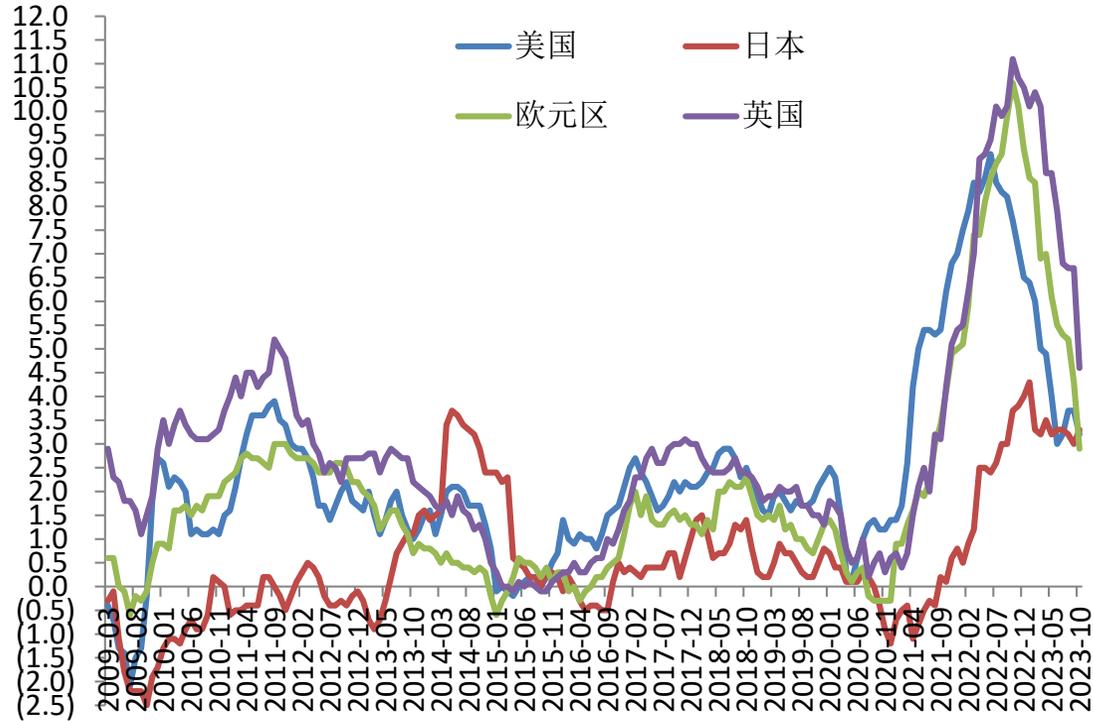
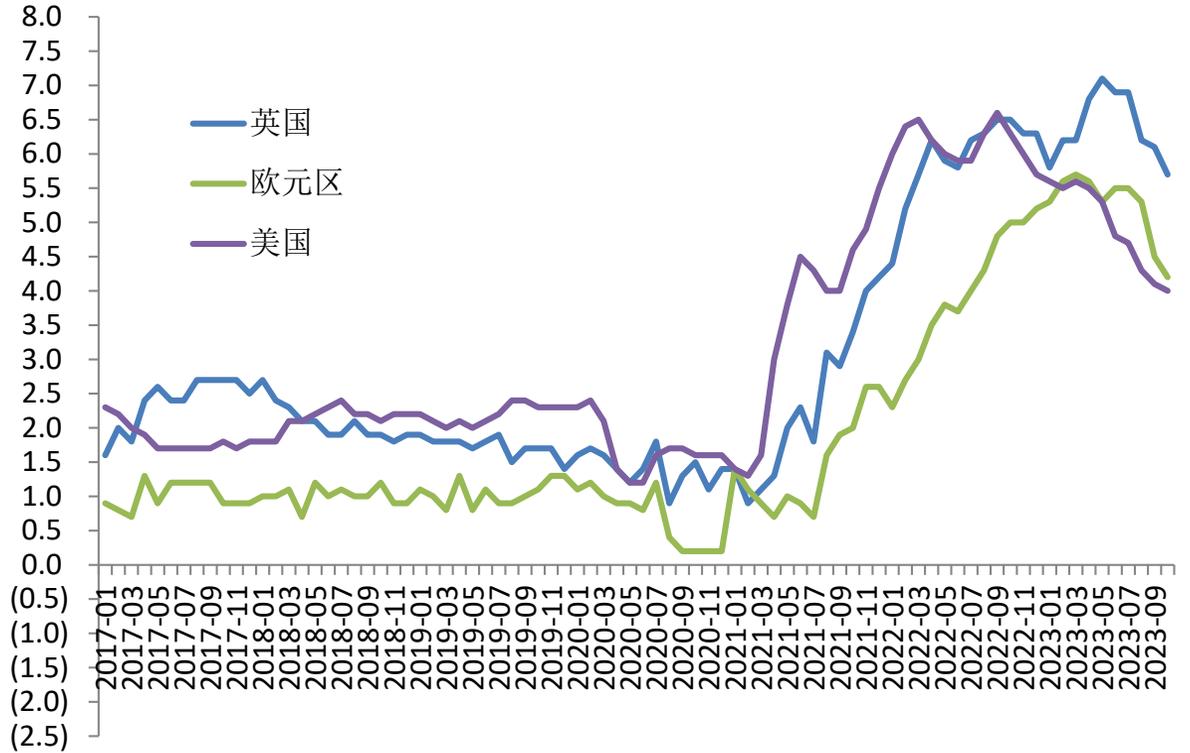


图4 发达经济体通胀的真实压力下降（核心CPI同比/月，%）



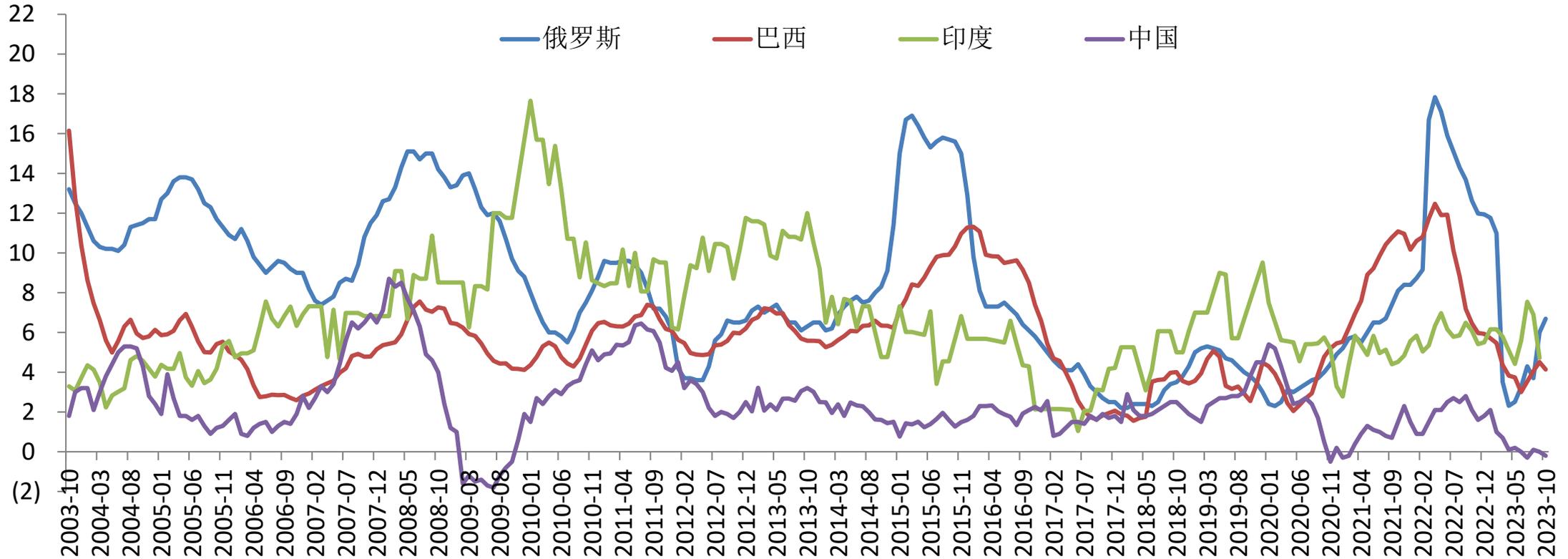
资料来源：wind, 上海证券研究所



## 1.4 新兴市场经济体通胀分化延续

- ◆ 新兴经济体的通胀格局延续分化态势，高通胀回落；偏软经济形势决定了通胀的平稳性。
- ◆ 发展中国家发展差异性较大，通胀平稳中运行基准也差异较大。

图5 新兴市场国家通胀延续分化 (CPI同比/月, %)



资料来源: wind, 上海证券研究所



## 1.5 2024年美国经济增长动力消退

- ◆ 2023年美国经济增长受益于收入和储蓄提升：疫情期间美国居民家庭储蓄额外增长，薪资脱离长期低迷格局增长。
- ◆ 强势美元延续与否成为美联储政策变化的重要考量：决定强势的基础因时势而变。
- ◆ 大涨薪→大涨价，两者均为非周期因素。

图6 美国储蓄的变化（个人净储蓄:季调, 10亿美元）

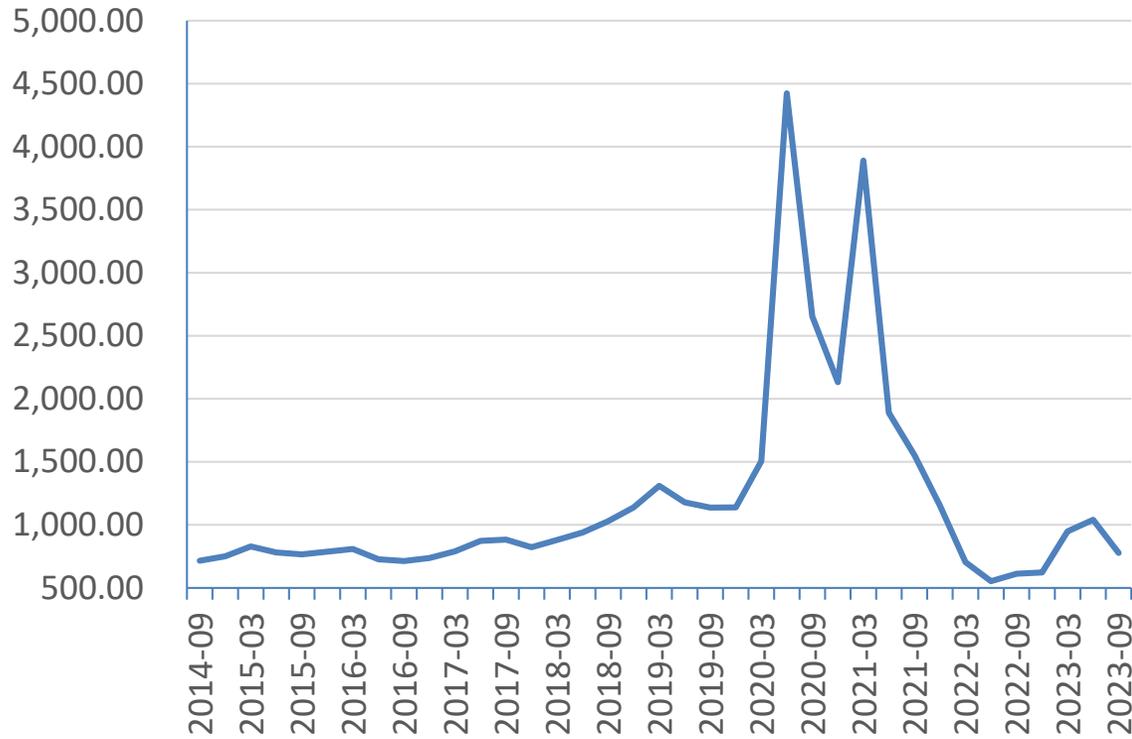
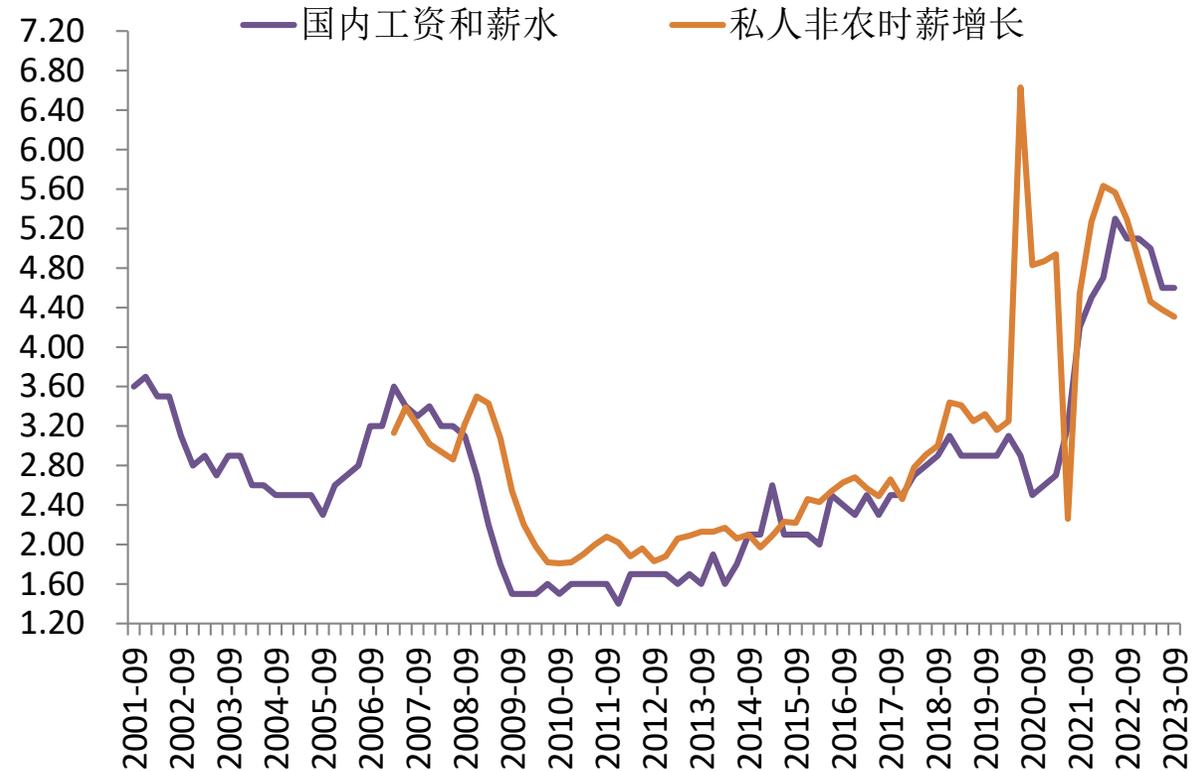


图7 美国薪水增长（当季同比, %）



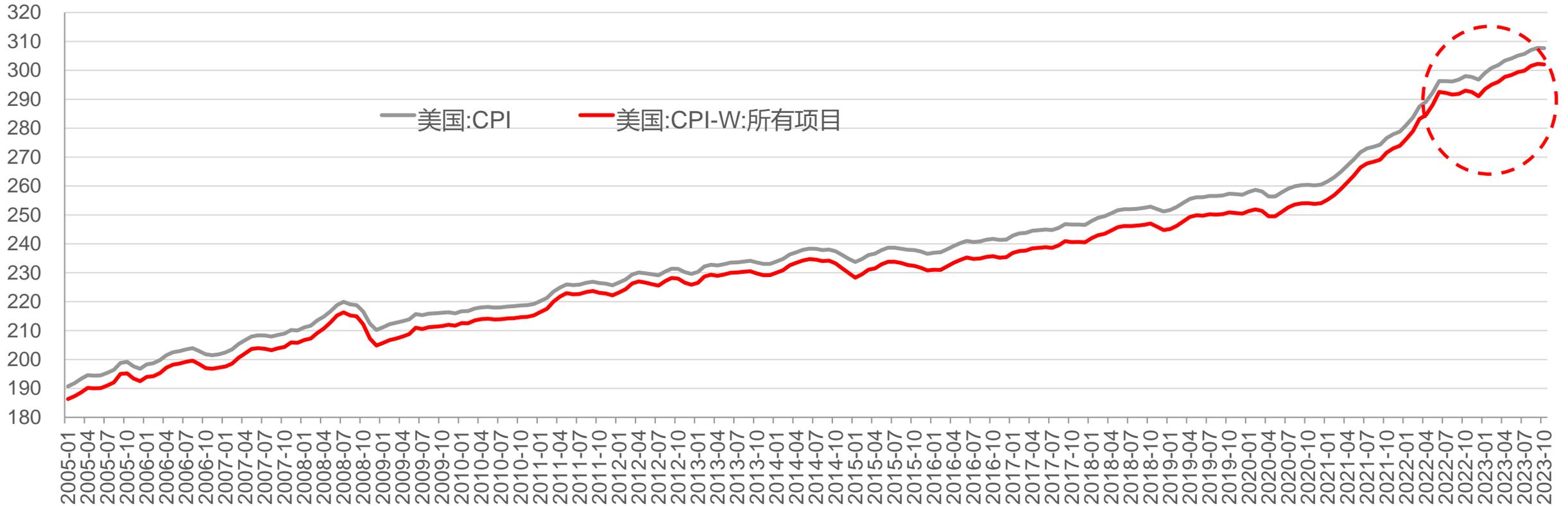
资料来源: Wind, 上海证券研究所



## 1.6 美国通胀下行趋势已确立

- ◆ 美国通胀态势：物价水准提升后的高物价、低通胀。
- ◆ FOMC对通胀前景评估的内容：劳动力市场、通胀压力、通胀预期、金融和国际发展。

图8 美国通胀的定基指数变化（1982-84年=100）



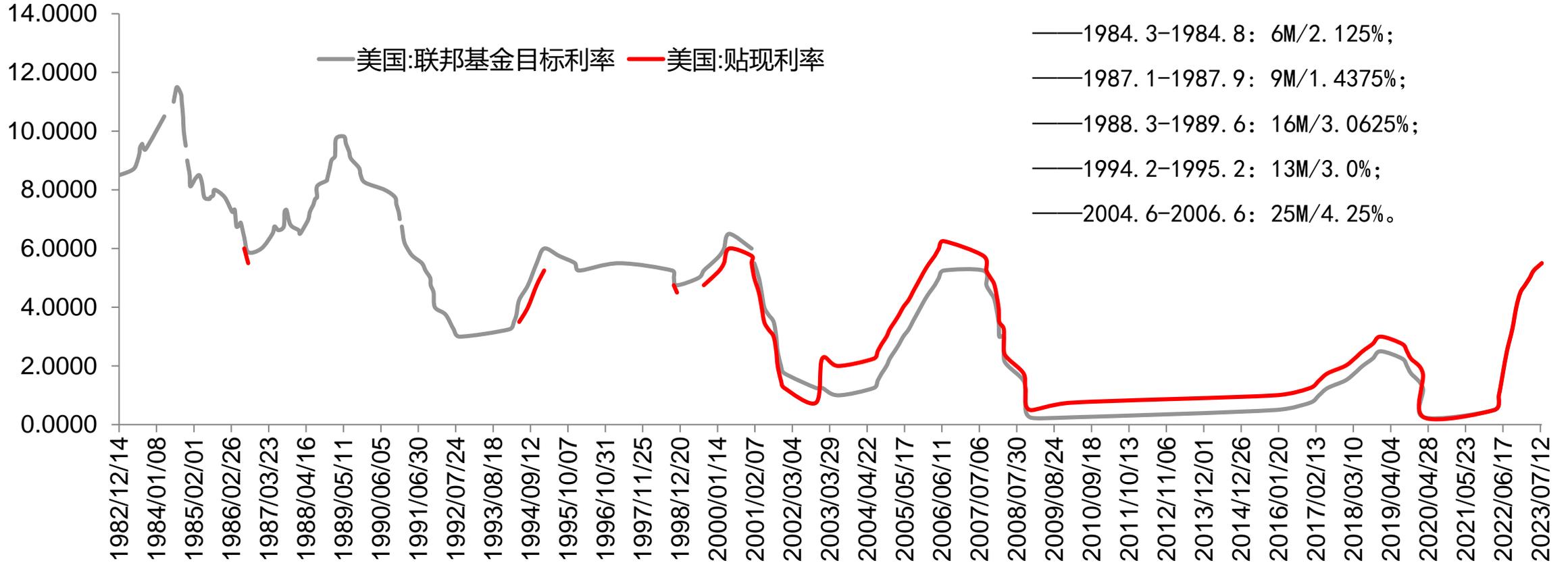
资料来源：wind, 上海证券研究所



## 1.7 FED或再度重演快速降息

◆ 美元历史上多次快速、大力度加息，但随后的降息速度更快，在顶时间很短。

图9 美元基准利率的变化 (%)



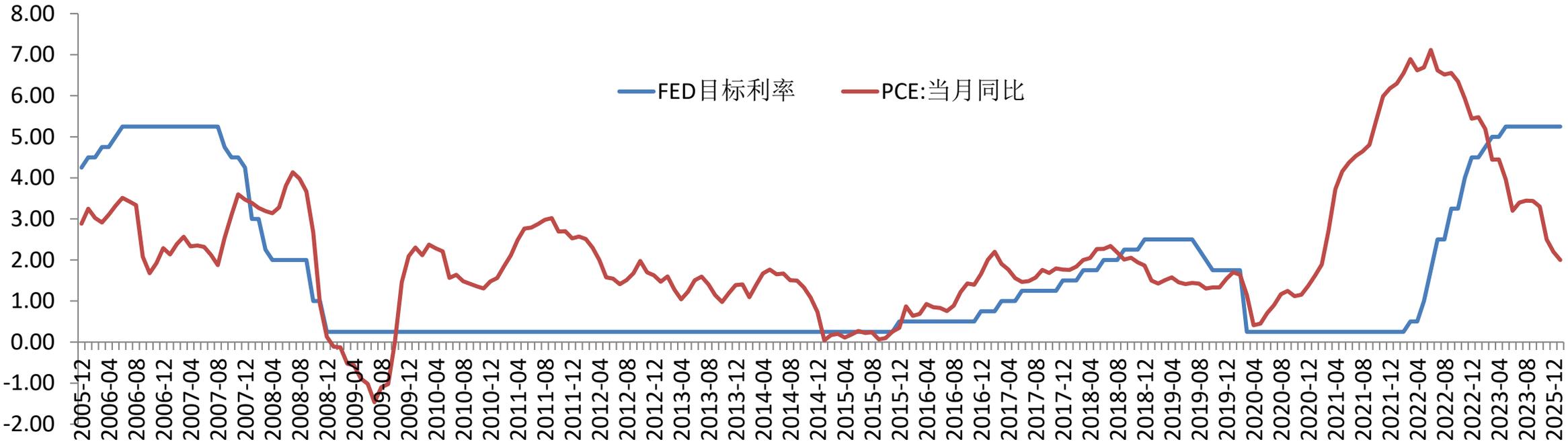
资料来源: wind, 上海证券研究所



# 1.8 通胀目标并非FED决策不可逾越

- ◆ PCE是FED利率决策框架中更在意目标；→2024年降息或超出预期至3.5%。
- ◆ FED货币政策决策并非严格遵循通胀目标制，并不遵循泰勒规则。

图10 美国通胀和利率基准的变化走势 (%)



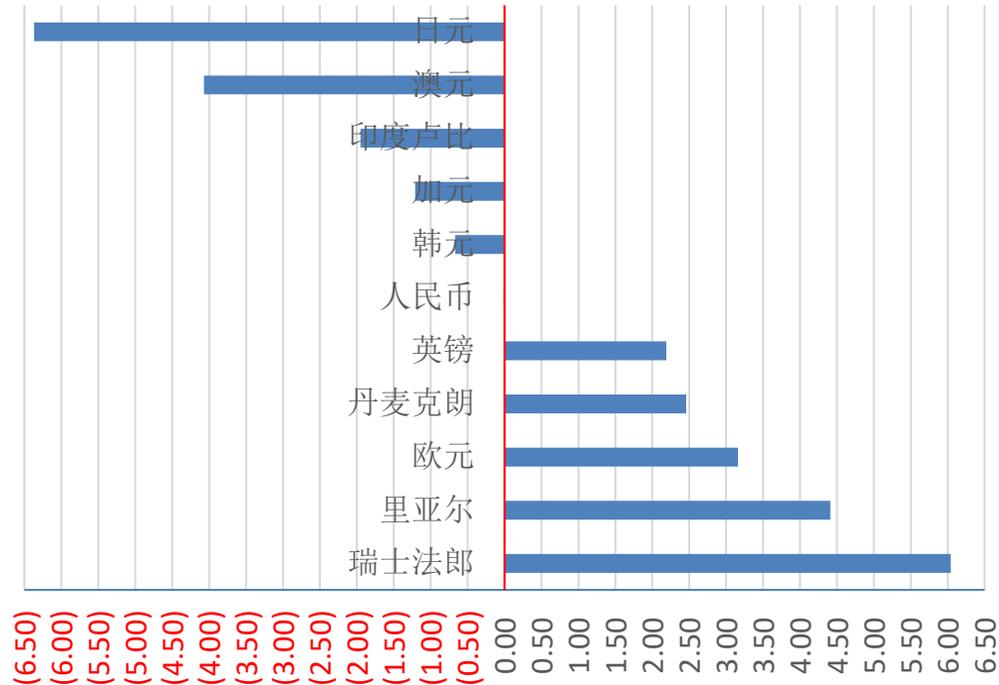
资料来源: wind, 上海证券研究所



## 1.9 2023年FED政策目标完美实现

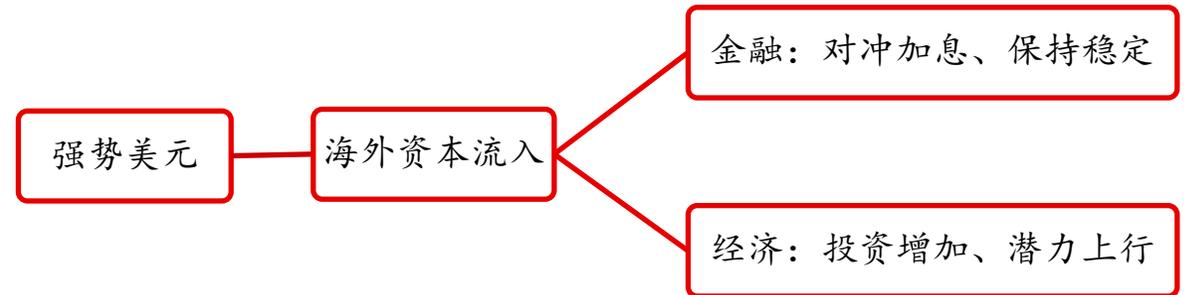
- ◆ FED的真正目标是“强美元”。2022年非美货币普遍贬值，2023年美元指数总体强势依旧。
- ◆ 强势美元延续与否成为美联储政策变化的重要考量：决定强势的基础因时势而变。

图11 2023年国际主要货币兑美元汇率变动（%，截止11月27日）



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图12 强美元对美国经济、金融的影响效应



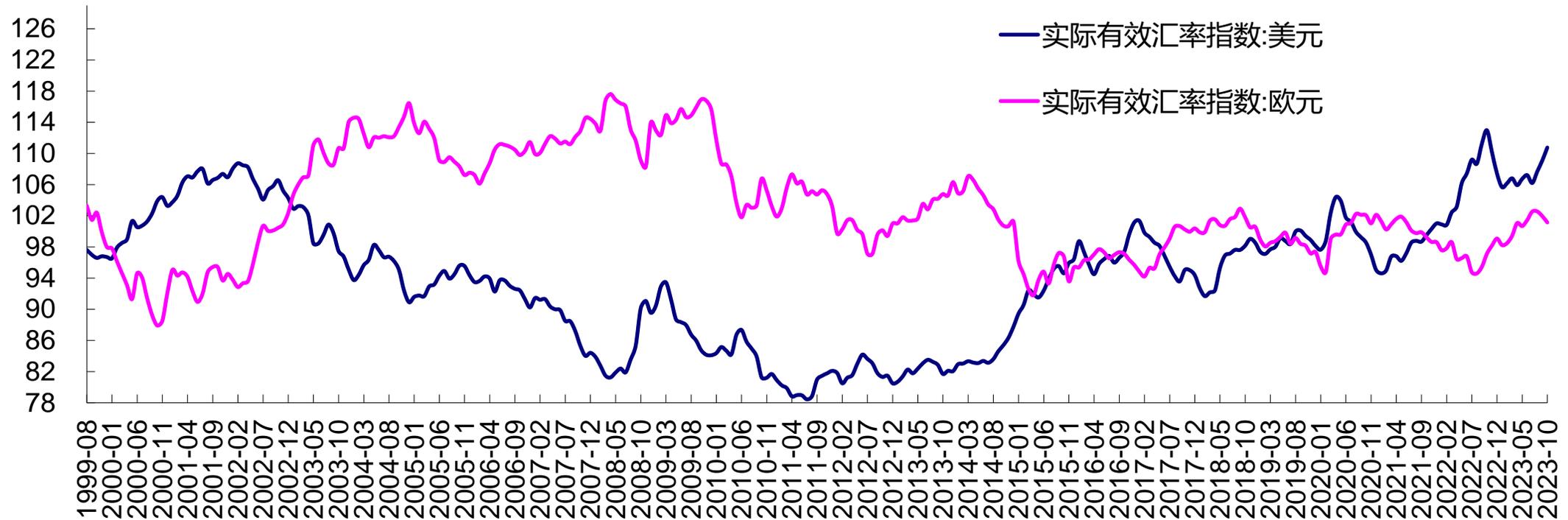
资料来源: 上海证券研究所



## 1.10 美元强势地位或临终结

- ◆ 高利率带来了2023年强美元地位的延续。
- ◆ 美元进入降息通道后，美元强势地位或临改变。

图13 国际主要货币指数走势（月）



资料来源: wind, 上海证券研究所



## 1.11 FED货币政策结构化调整倾向

◆ 2023年，FED已进入缓缩表中的结构调整阶段，货币政策的结构化操作趋势显著。

图14 FED货币政策操作的新变化



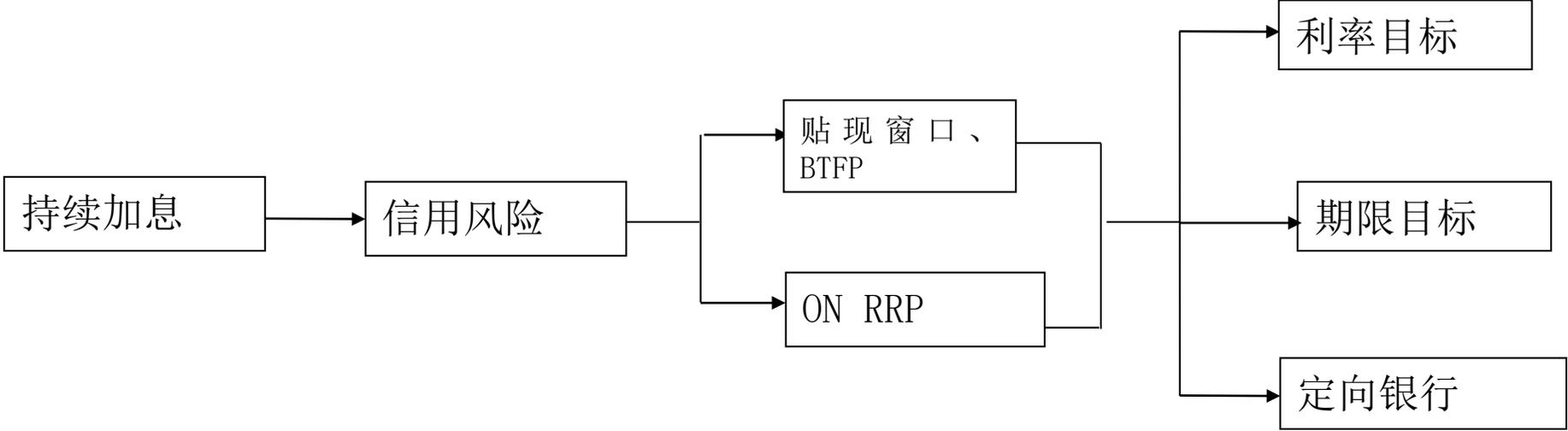
资料来源：FED，上海证券研究所



# 1.12 风险应对或为FED货币政策结构化直接缘由

- ◆ 体现FED货币政策结构化的结果是资产结构变化；
- ◆ FED资产结构的最大变化是信贷资产比重上升，转折时间点2023年3月份，美商业银行信用体系风险高发之际。

图15 美联储货币政策结构化的逻辑体系



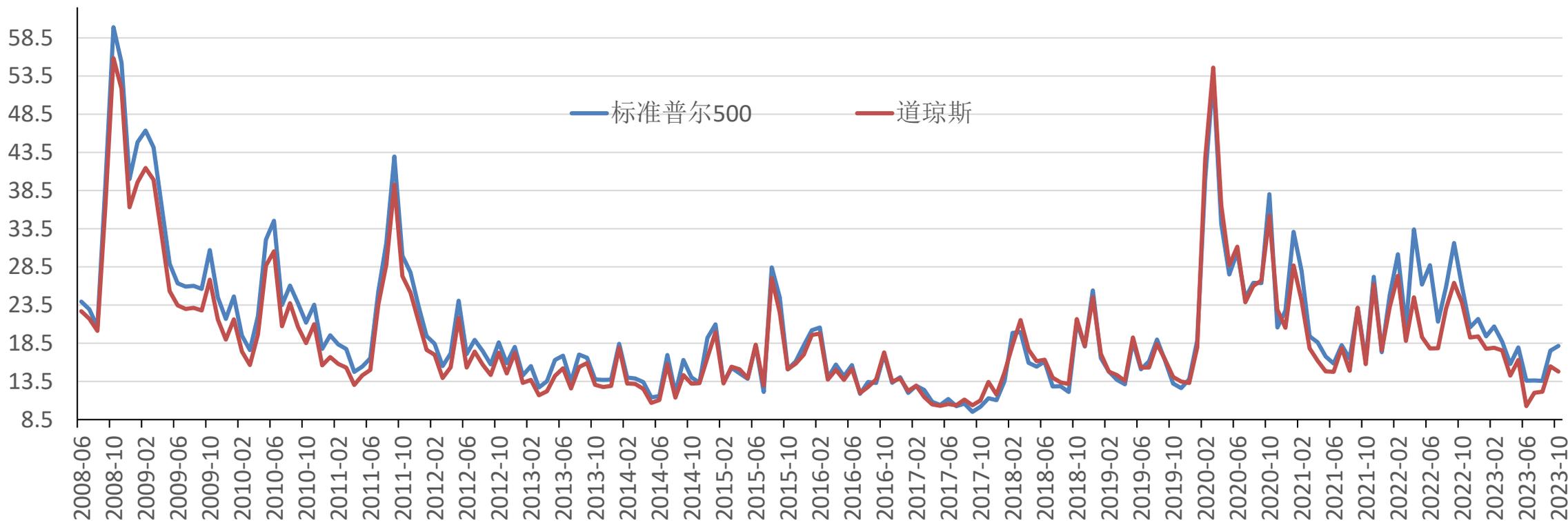
资料来源：FED, 上海证券研究所



## 1.13 FED货币政策结构化的表征和影响

- ◆ 特征：结构化操作寓于总量调控之中；结构化操作主要调整流动性在金融市场间的分布。
- ◆ 影响：维护了货币乘数的稳定，降低了金融风险；但经济效应提升作用有限——非针对实体。

图16 美股市场指数波动率变化（%，月）



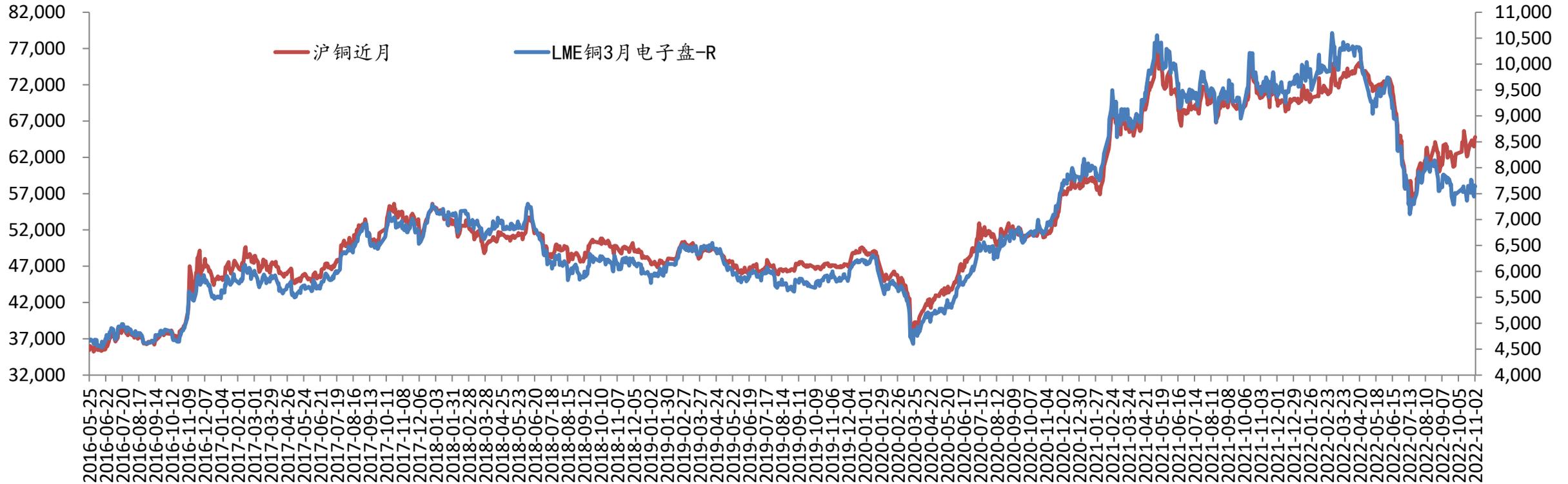
资料来源：Wind，上海证券研究所



## 1.14 大宗商品市场：下台阶后或延续稳中偏软态势

- ◆ 2022年，“铜博士”带头撤退，2021年高铜价维持的市场“理解”——新能源车等新产业需求强劲。
- ◆ 实质：博士头衔来自金融属性。

图18 铜期货价格变化走势（收盘价，日）



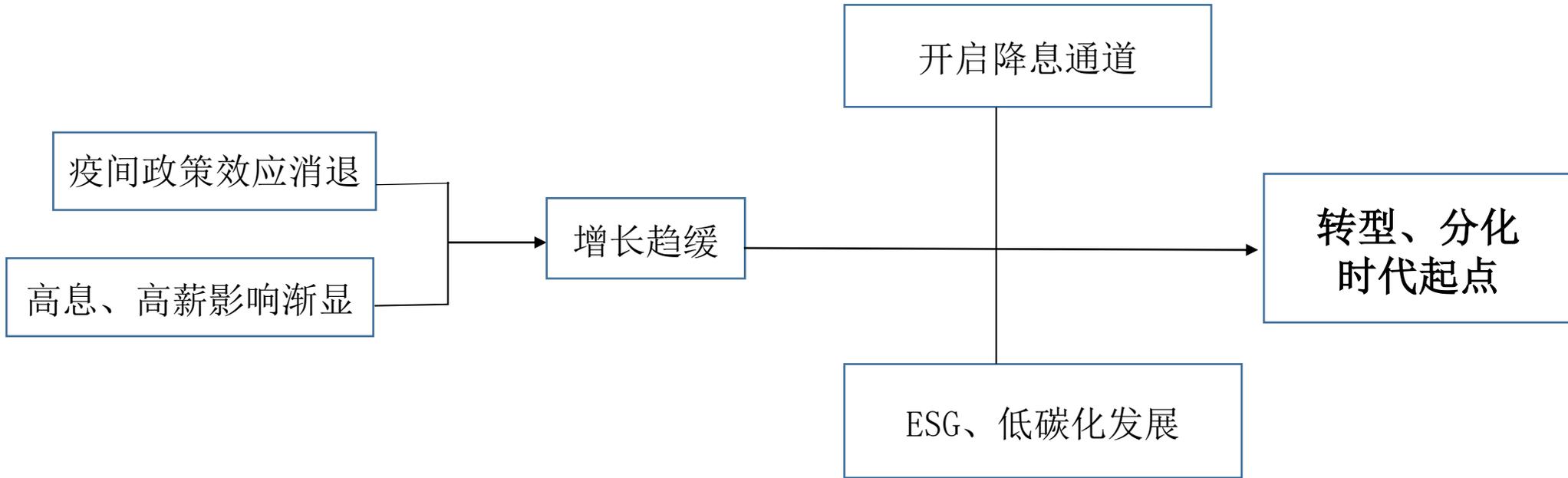
资料来源：wind，上海证券研究所



## 1.15 站在不一样的时代门前：2024或是转型分化时代起点

- ◆ 一方面，一体化、全球化继续进展；另一方面，不同转型、发展路径下冲突或上升。
- ◆ 国际经济竞争格局继续发生演变，我们认为传统成本比较或逐渐向产品生命周期碳足迹转变。

图19 2024年全球经济格局的演进



资料来源：上海证券研究所



# 目录

## 二、中国经济：宏观平稳，微观改善

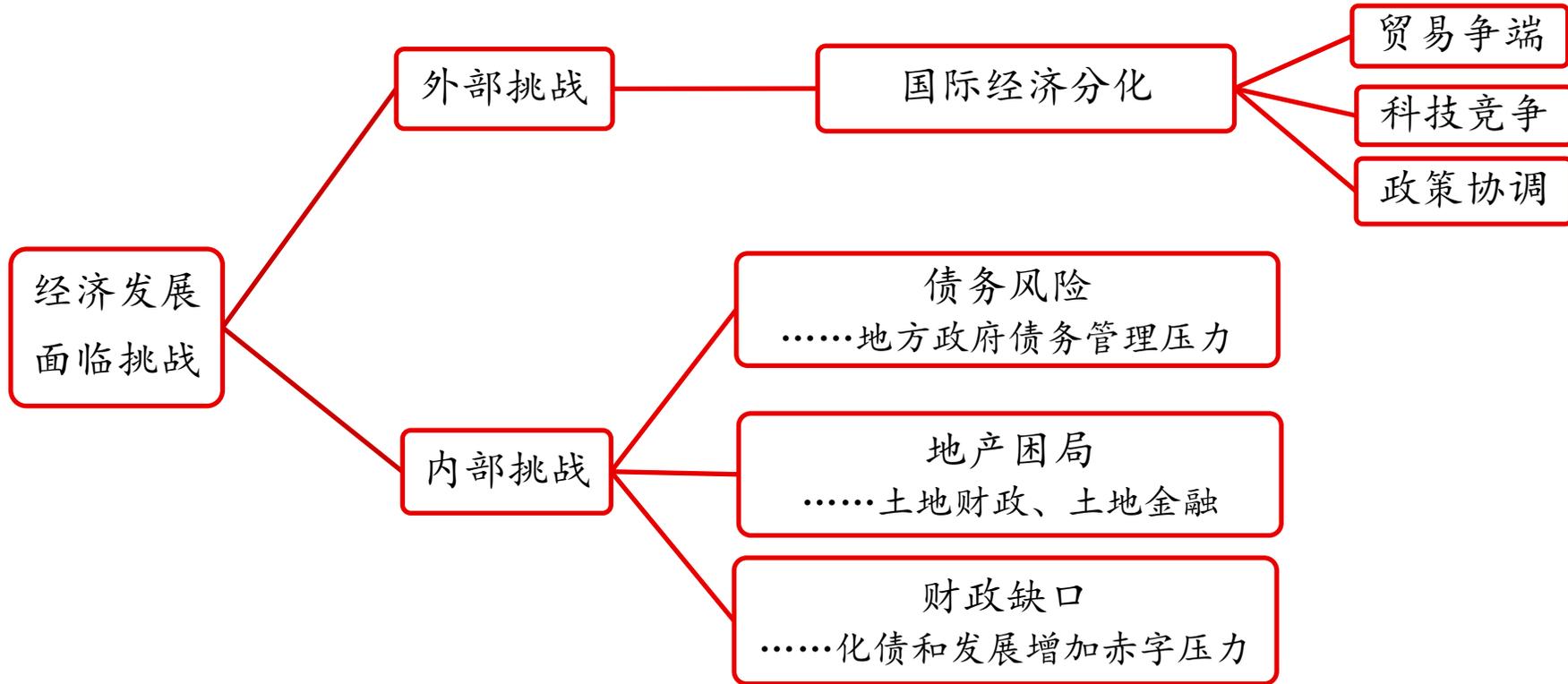
---

1. 中国经济：增长平稳，结构改善
2. 中国物价：平稳改善，趋势延续
3. 中国货币：汇率上行，利率下行

## 2.1 当前中国经济发展面临的挑战

- ◆ 内部挑战——经济发展和疫情防控的平衡艺术如何把握；
- ◆ 外部挑战——全球地缘政治局势紧张态势不减，周边有事可能性上升。

图20 中国经济中短期面临的内外部挑战



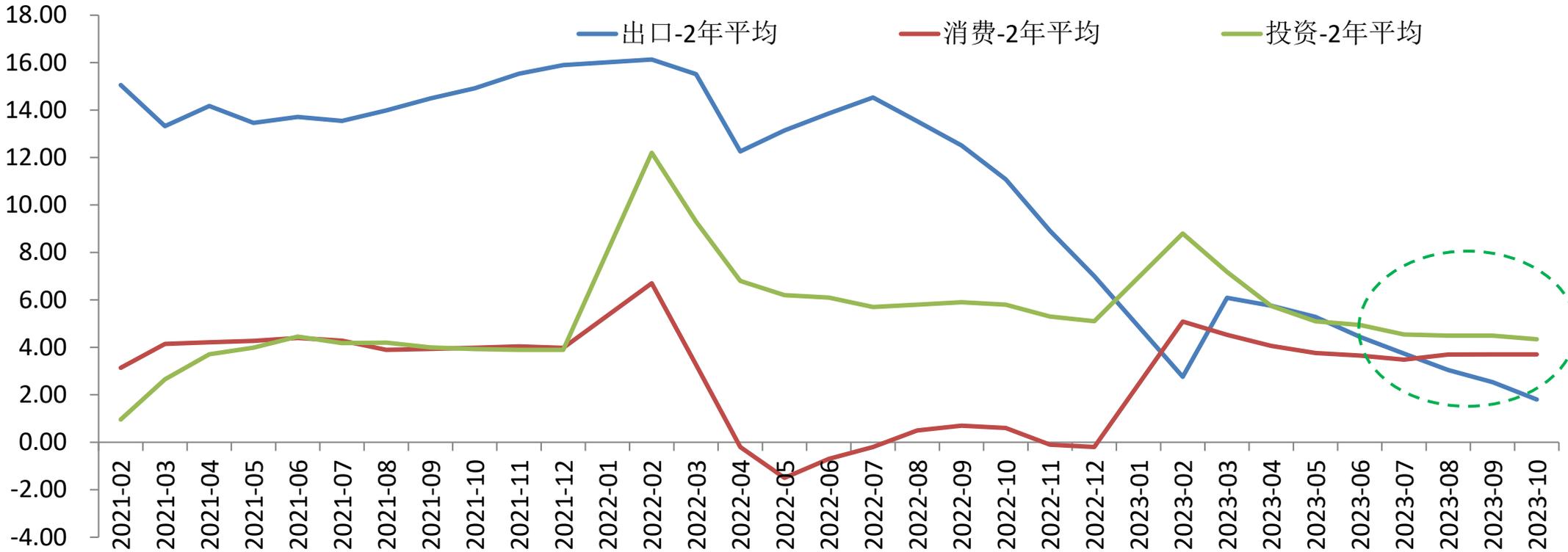
资料来源：上海证券研究所



## 2.2 中国经济的现状：平稳有韧性

- ◆ 将经济增速消除疫情造成的波动后——2年几何平均消除基数效应，显见经济虽弱却稳；
- ◆ 经济偏软的原因显然是疫情后出口回落，消费和投资双弱；得益于基数效应消除，2024年“三架马车”有望稳中偏升。

图21 中国经济增长主要指标变化（累计同比，%）



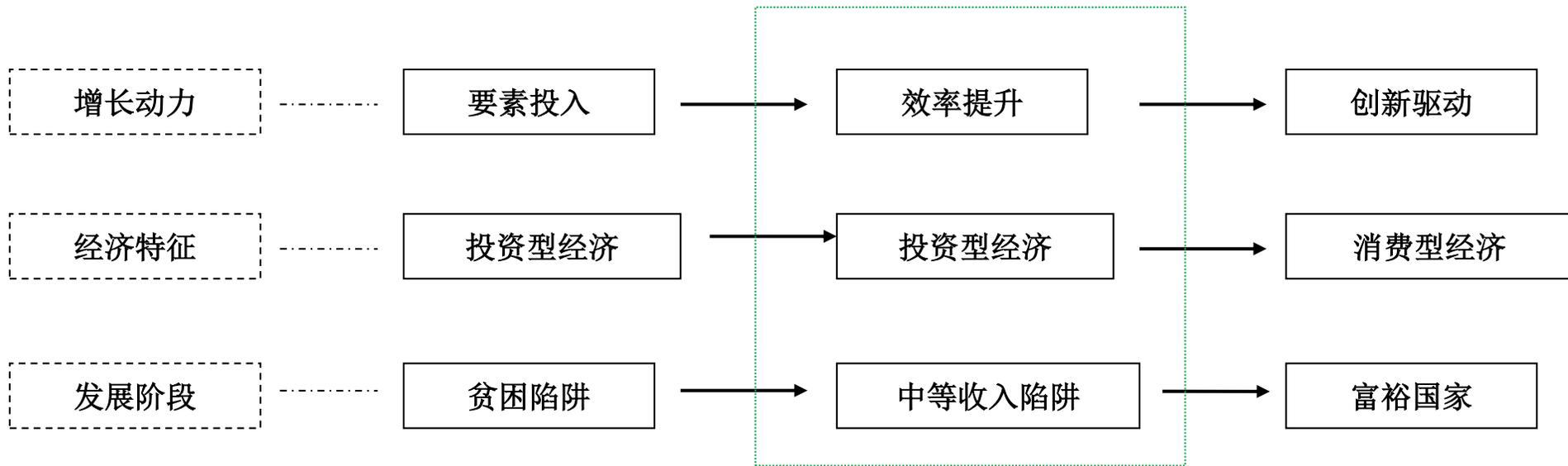
资料来源：wind, 上海证券研究所



## 2.3 投资仍为第一增长动力

- ◆ 投资内涵和形式变化:提高效率成为重要投资经济目的。
- ◆ 效率提升需要投资跟进,当前重点: 基础设施投资→ 经济新增长点并重。
- ◆ 信心成为关键影响变量

图22 中国经济正处中间发展阶段



资料来源: 上海证券研究所



## 2.4 中国经济前景信心并不悲观

- ◆ 从经济增长主要指标变化看，消除基数效应后，2024年中国经济运行平稳。
- ◆ 市场预期通货紧缩缓解，货币环境保持稳定。

表1 中国经济主要指标POLL (2024年11月)

项目	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2023Avg.	2024Avg.	2025Avg.
GDP YOY%	5.00%	3.90%	4.60%	4.50%	5.20%	4.50%	4.50%
CPI YOY%	0.30%	0.90%	1.20%	1.30%	0.40%	1.70%	1.90%
PPI YOY%	-2.30%	-1.20%	0.50%	1.20%	-2.90%	0.60%	1.50%
IP YOY%	4.80%	4.60%	4.50%	4.60%	4.40%	4.50%	4.20%
FAI YOY%	3.00%	4.00%	4.50%	4.50%	3.60%	4.50%	4.40%
M2 YOY%	10.30%	10.20%	10.20%	9.70%	11.10%	9.80%	8.70%
Export Trade YOY%	-2.50%	-1.70%	1.60%	3.70%	-4.20%	2.60%	3.00%
Import Trade YOY%	-0.40%	1.30%	2.90%	3.00%	-5.30%	2.80%	2.50%
Retail Sales YOY%	8.80%	5.50%	5.50%	6.00%	7.50%	6.20%	5.20%
Unemployment rate	4.20%	4.20%	3.80%	3.60%	4.10%	4.00%	3.90%
Surveyed unemployment	5.00%	5.10%	5.10%	5.00%	5.20%	5.00%	5.00%

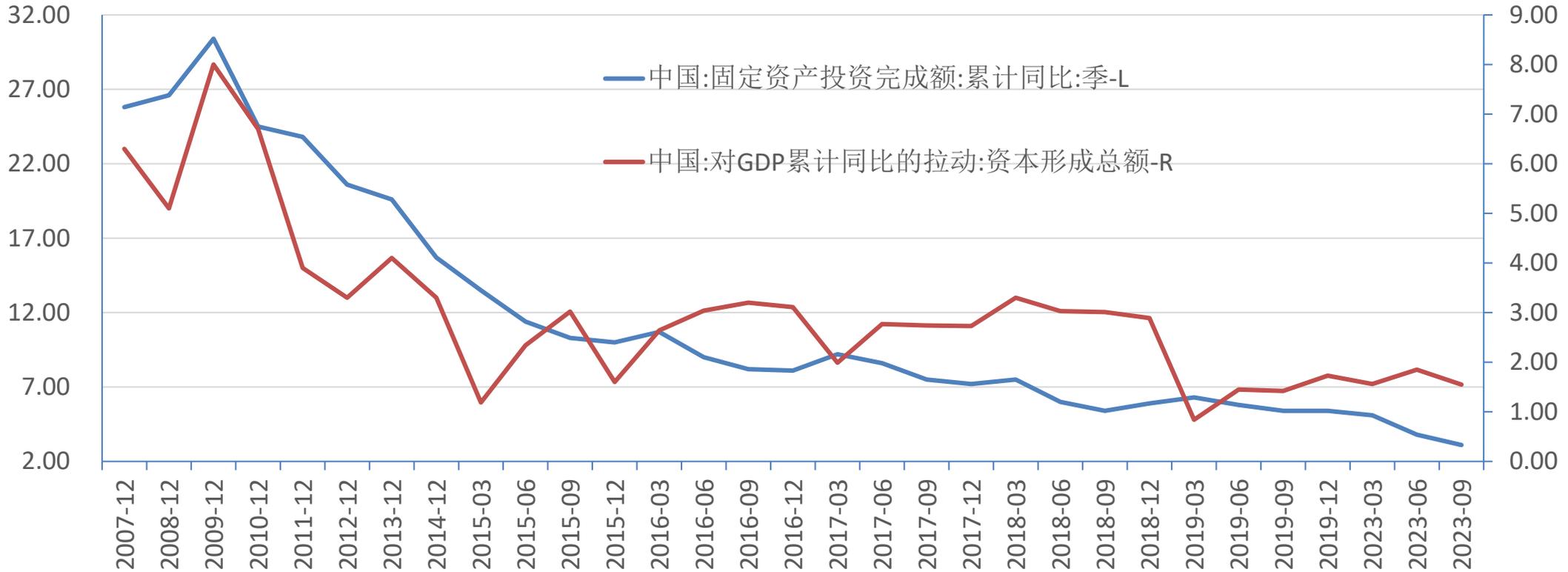
资料来源：彭博，上海证券研究所



## 2.5 投资对经济增长拉动提升

- ◆ 2008金融危机后投资增长变化对经济增长影响经历了3个时期：2008-2014，2015-2018，2019 - 。
- ◆ 我们认为，投资增长对经济增长影响变化的背后根源，是房地产在国民经济中作用的变化：高房价后期对经济抑制作用增大。

图23 投资增长对经济增长拉动的变化（%，季）



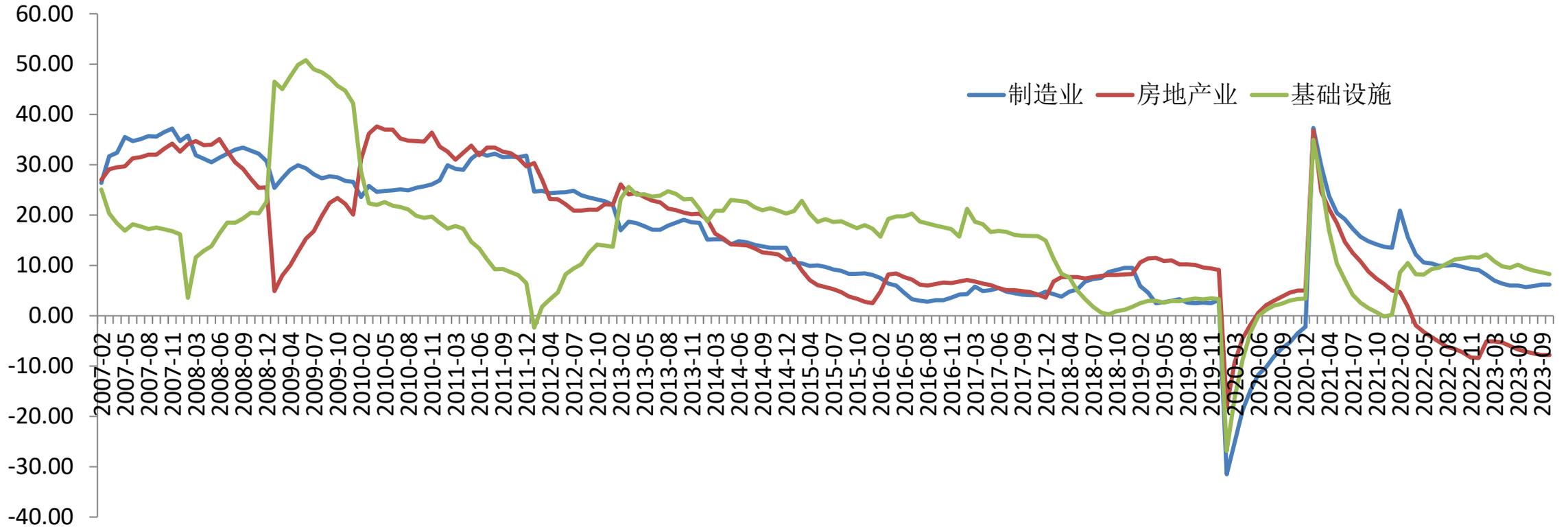
资料来源：wind，上海证券研究所



## 2.6 投资结构改善助力增长平稳

- ◆ 房地产投资增速放缓拖累了中国整体投资增速；保交楼等行业政策下地产投资下降态势将缓解。
- ◆ 中央财政发力有助基建投资平稳，民营经济信心恢复有助制造业投资进一步复苏。

图24 投资增长分行业变动（累计同比/%，月）



资料来源：wind，上海证券研究所



## 2.7 楼市放松主要为风险防控节奏需要

- ◆ 2020年末，我们曾预判，未来房地产行业的信用违约将是下一轮违约上升的重点。
- ◆ 房地产行业违约的增加，并非完全是政策变化的结果，更多的是行业产业周期演化的必然。

图25 产业周期依次演化带来信用违约变化

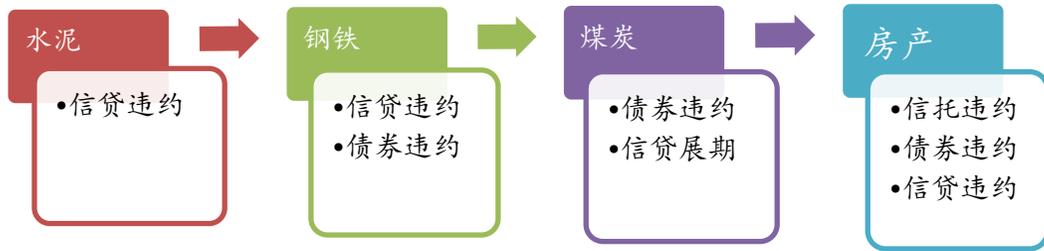
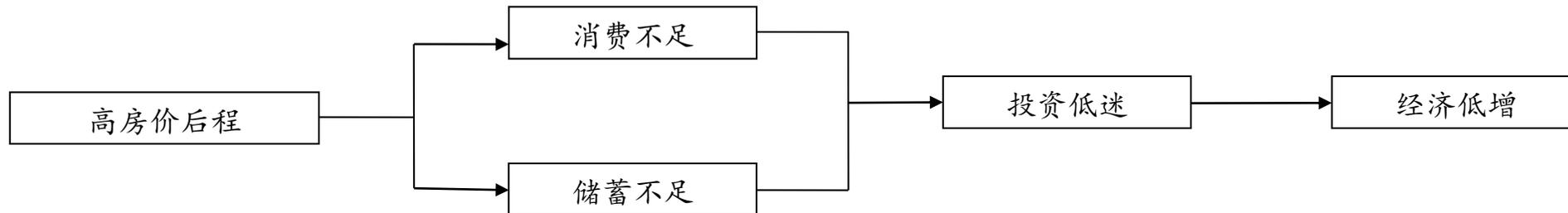


图26 中国楼市调控的演进



图27 高房价→低储蓄→低投资→低增长



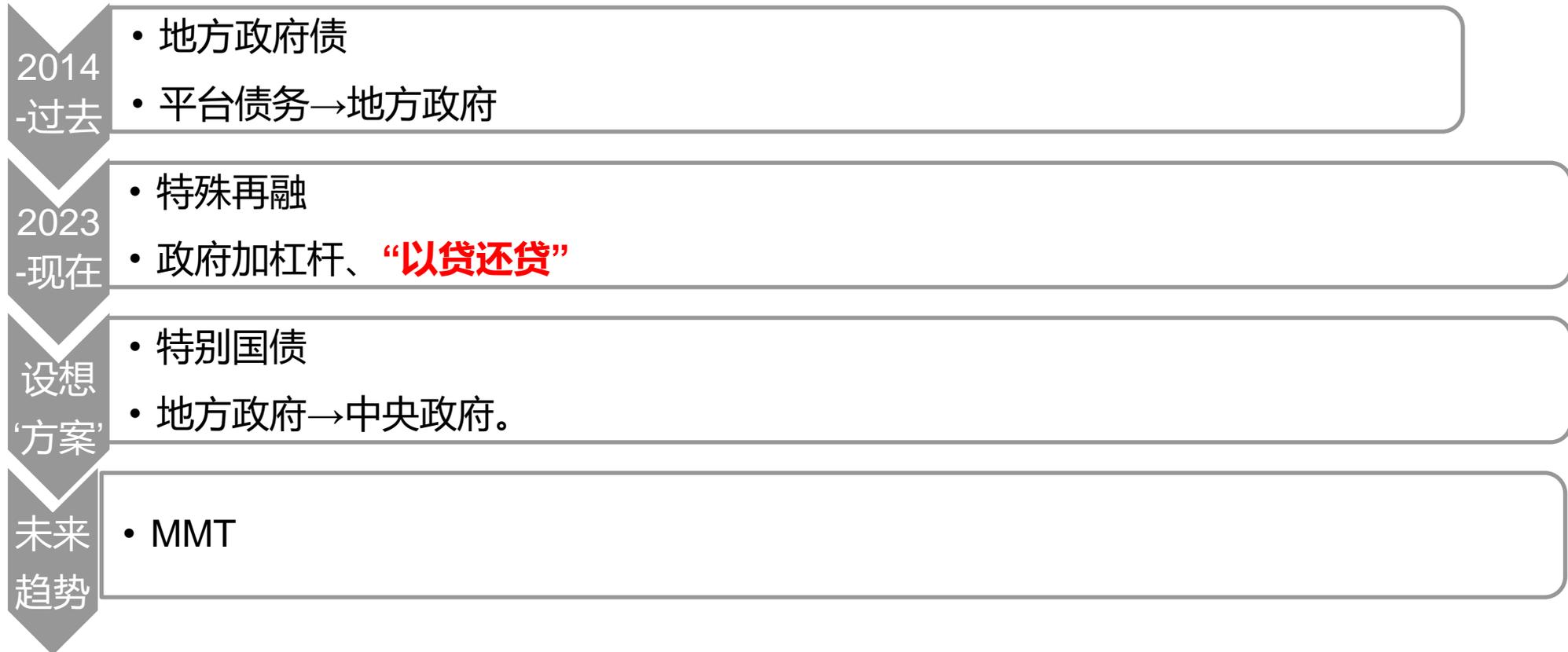
资料来源：《2020年信用违约变化：特征、原因和影响》（2020年11月18日），上海证券研究所



## 2.8 化债逻辑：债务显性化

- ◆ 国债发行的货币经济意义。
- ◆ 我们认为，从当今信用货币体系的演进看，未来中国财政货币体制或向MMT体系演进。

图28 中国式化债的演化路径

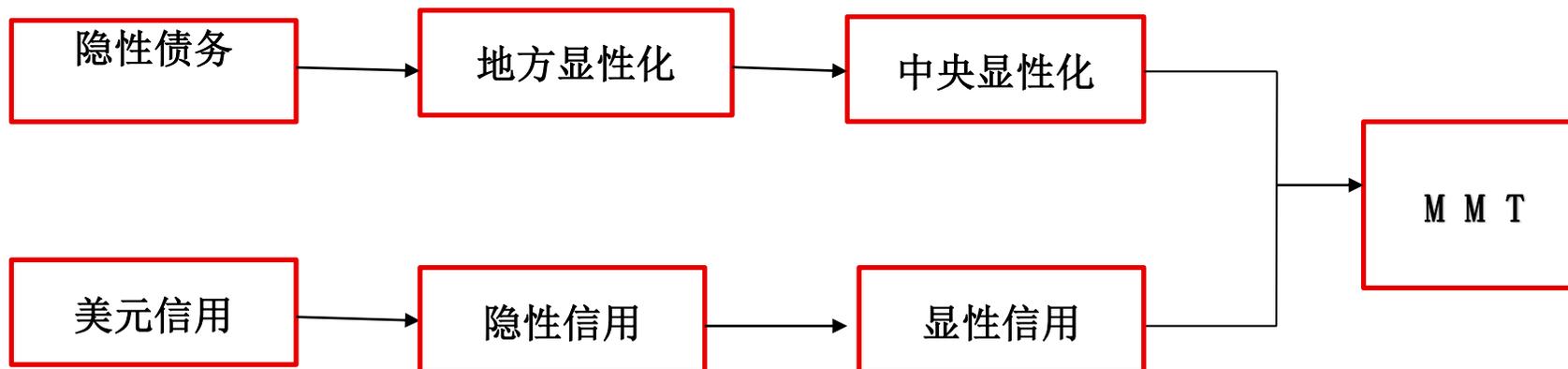


资料来源：上海证券研究所



- ◆ 显性债务优于隐性债务：更强约束、更透明、更公开……。
- ◆ 显性信用优于隐性信用：更高效、更福利、更稳固……

图29 中国财政和货币政策框架的演进设想



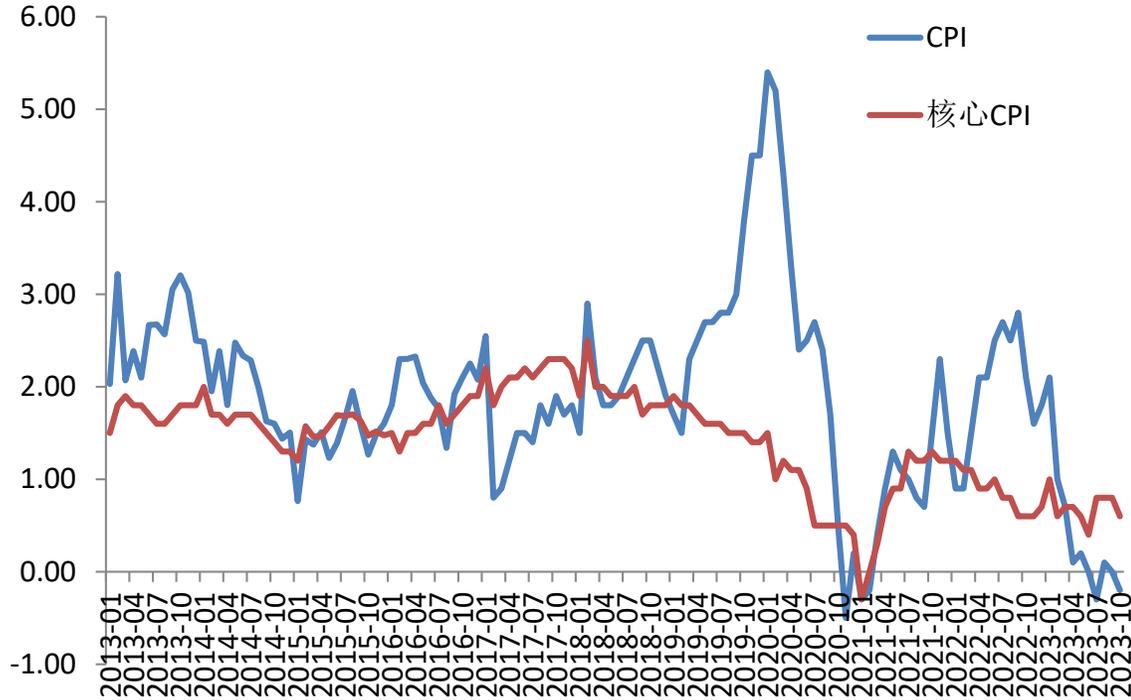
资料来源：上海证券研究所



## 2.10 中国物价：平稳中趋改善

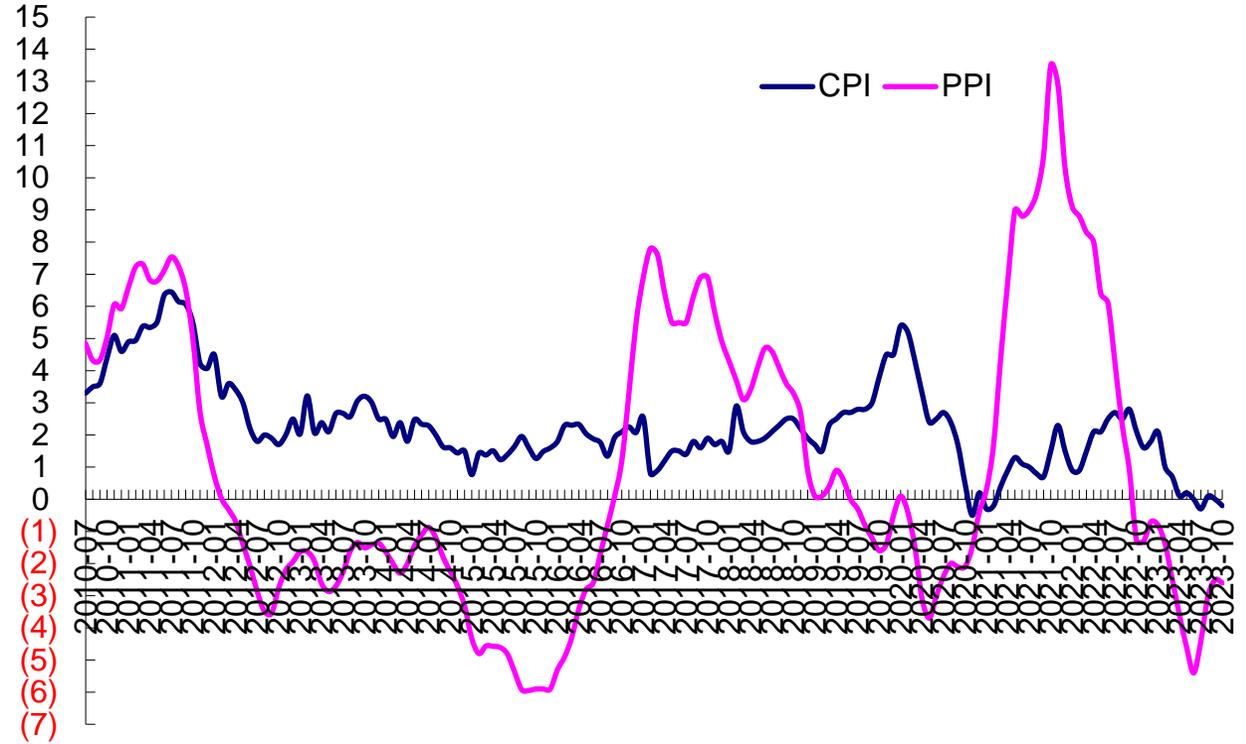
- ◆ 通胀的管理，需要兼顾预期、民生、经济增长三者间平衡；
- ◆ 通胀水平是否合适，既要看到是否有利于成长性资本形成，还要看成因。
- ◆ 中国物价低迷非周期性，产业周期决定物价平稳，我们认为同比指标将在基数效应下渐回升。

图30 中国消费物价变化 (%)



资料来源: wind, 上海证券研究所

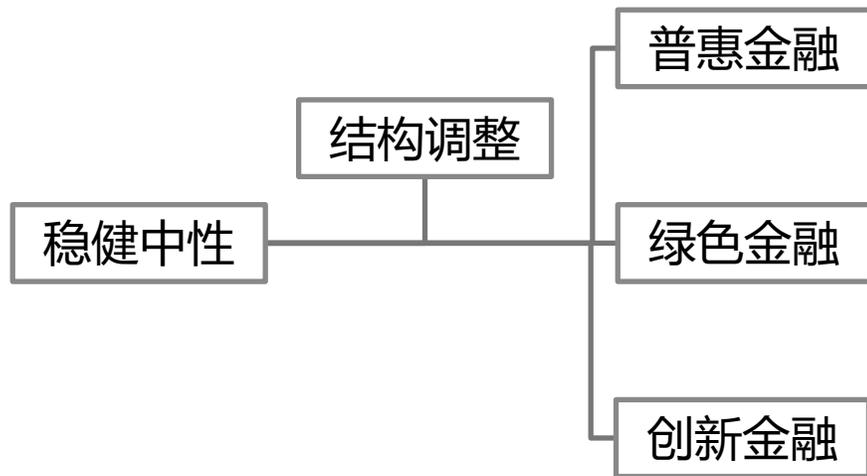
图31 中国通胀整体变化 (当月同比, %)



## 2.11 中国货币政策发展：结构内容拓展

- ◆ 经济进入了债务经济时代，货币体系已由外生转内生。
- ◆ 结构性货币政策内容新变化：普惠→普惠+绿色。直达实体方式：企业→项目

图 32 中国货币政策框架



资料来源：上海证券研究所

图 33 中外货币政策着眼点差异



资料来源：上海证券研究所



## 2.12 中国货币政策结构化领先全球风气之先

表2 中国结构性货币政策工具情况表（截至2022年9月末）

	工具名称	支持领域	发放对象	利率（1年期） /激励比例	额度 （亿元）	余额 （亿元）
长期性工具	支农再贷款	涉农领域	农商行、农合行、农信社、村镇银行	2%	7600	5587
	支小再贷款	小微企业、民营企业	城商行、农商行、农合行、村镇银行、民营银行	2%	16400	13863
	再贴现	涉农、小微和民营企业	具有贴现资格的银行业金融机构	2%（6个月）	7050	5449
阶段性工具	普惠小微贷款支持工具	普惠小微企业	地方法人金融机构	2%（激励）	400	127
	抵押补充贷款	棚户区改造、地下管廊、重点水利工程等	开发银行、农发行、进出口银行	2.40%		26481
	碳减排支持工具	清洁能源、节能减排、碳减排技术	21家全国性金融机构	1.75%	8000	2469
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	3000	578
	科技创新再贷款	科技创新企业	21家全国性金融机构	1.75%	2000	800
	普惠养老专项再贷款	浙江、江苏、河南、河北、江西试点，普惠养老项目	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	400	4
	交通物流专项再贷款	道路货物运输经营者和中小微物流（含快递）企业	工农中建交、邮储、农发行	1.75%	1000	103
	设备更新改造专项再贷款	制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户	21家全国性金融机构	1.75%	2000	0
合计						55461

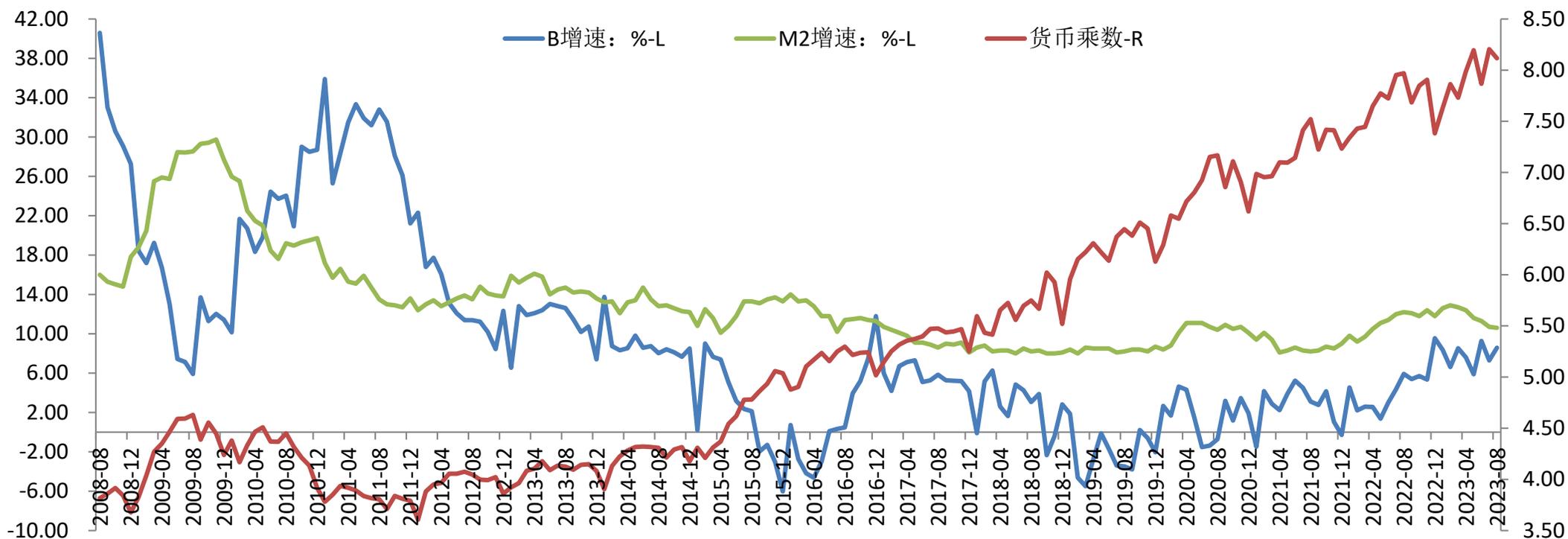
资料来源：PBC，上海证券研究所



## 2.13 货币政策展望：“双降”或仍可期

- ◆ 中国货币环境：总量过多，增量不足；基本问题：投放能力不足，基础货币（B）增长长期低于广义货币（M2）。
- ◆ M2增速平稳有赖货币乘数再提升；已接近西方成熟体系危机前高点，难再提高；
- ◆ 预期2024年降准1-2次、下调RRR0.5%，降息1-2次。

图34 中国基础货币与货币乘数增长 (%)



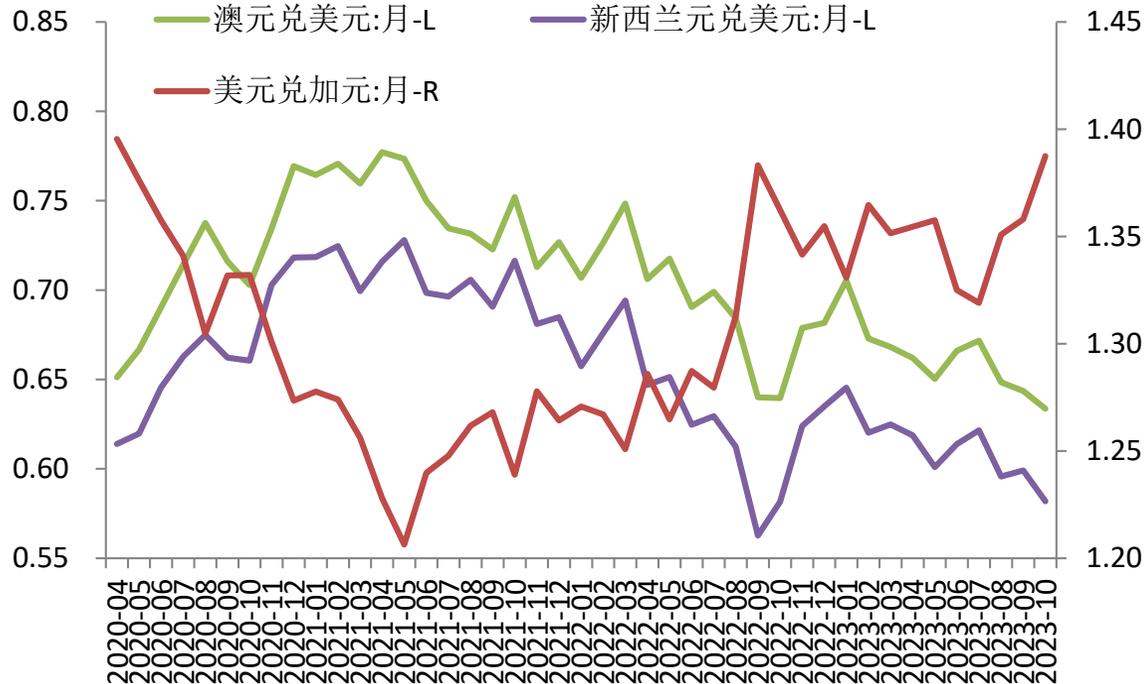
资料来源: Wind, 上海证券研究所



## 2.14 汇率前景：人民币或将重拾升势

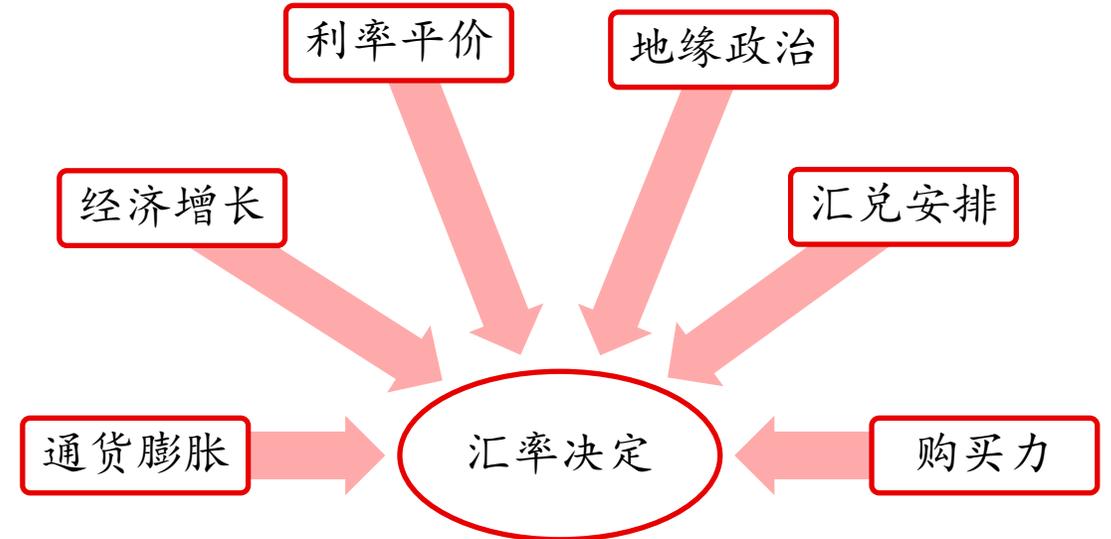
- ◆ 决定汇率走向的因素将发生变换，经济因素将重回主角，金融因素退居次位。
- ◆ 汇率决定机理：2020年，购买力；2021年，经济+利率；2022-2023年，利率平价；2024年，通胀和经济。

图35 主要商品货币汇率的变化



资料来源：Wind、上海证券研究所

图36 汇率决定的影响因素



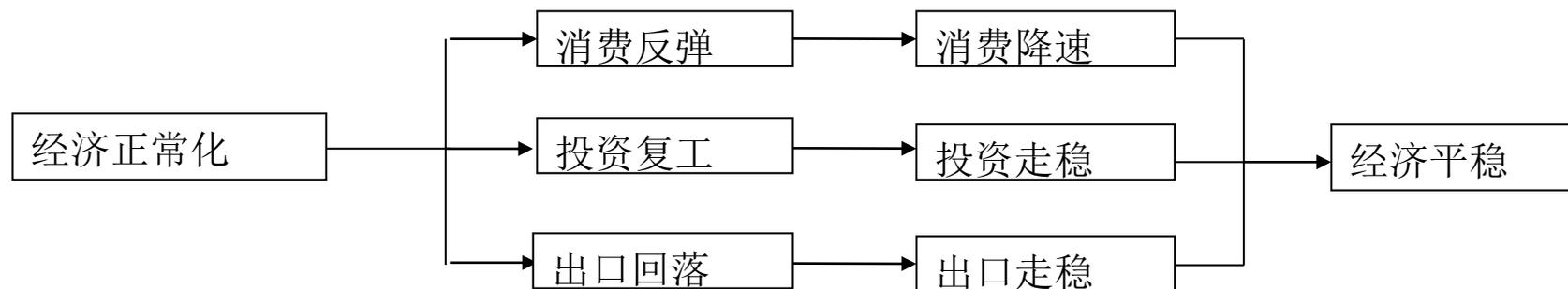
资料来源：上海证券研究所



## 2.15 经济格局将演绎“宏观平稳、微观改善”

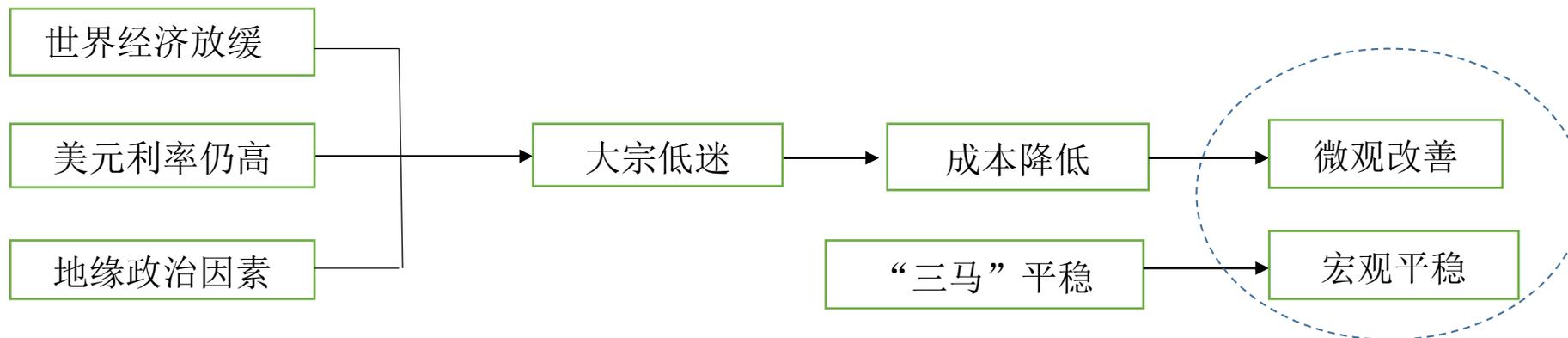
◆ 经济短期前景趋于边际改善。

图37 2023年中国经济运行——“J形”变化



资料来源：上海证券研究所

图38 2024年中国经济格局的演进



资料来源：上海证券研究所



# 目录

## 三、资本市场：估值提升，踟蹰前行

---

1. 信用体系：YC下行，趋势再启
2. 运行表现：估值提升，结构变化
3. 资产配置：理性态度，乐观选择

### 3.1 货币环境维持平稳是当前市场主流预期

◆ 当前市场主流预期：货币政策利率缓降态势延续；货币市场利率维持稳中偏降趋势。

表3 2023年11月中国货币市场POLL（中位值/%，季末）

	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2
<b>RRR</b>	10.25%	10.25%	10.13%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
<b>逆回购-7D</b>	1.75%	1.70%	1.70%	1.70%	1.65%	1.65%	1.60%
<b>1-Year LPR</b>	3.45%	3.45%	3.40%	3.35%	3.35%	3.35%	3.40%
<b>1-Year MLF</b>	2.50%	2.43%	2.40%	2.40%	2.40%	2.38%	2.35%
<b>10-Year Bond</b>	2.63%	2.63%	2.68%	2.60%	2.65%	2.65%	2.60%

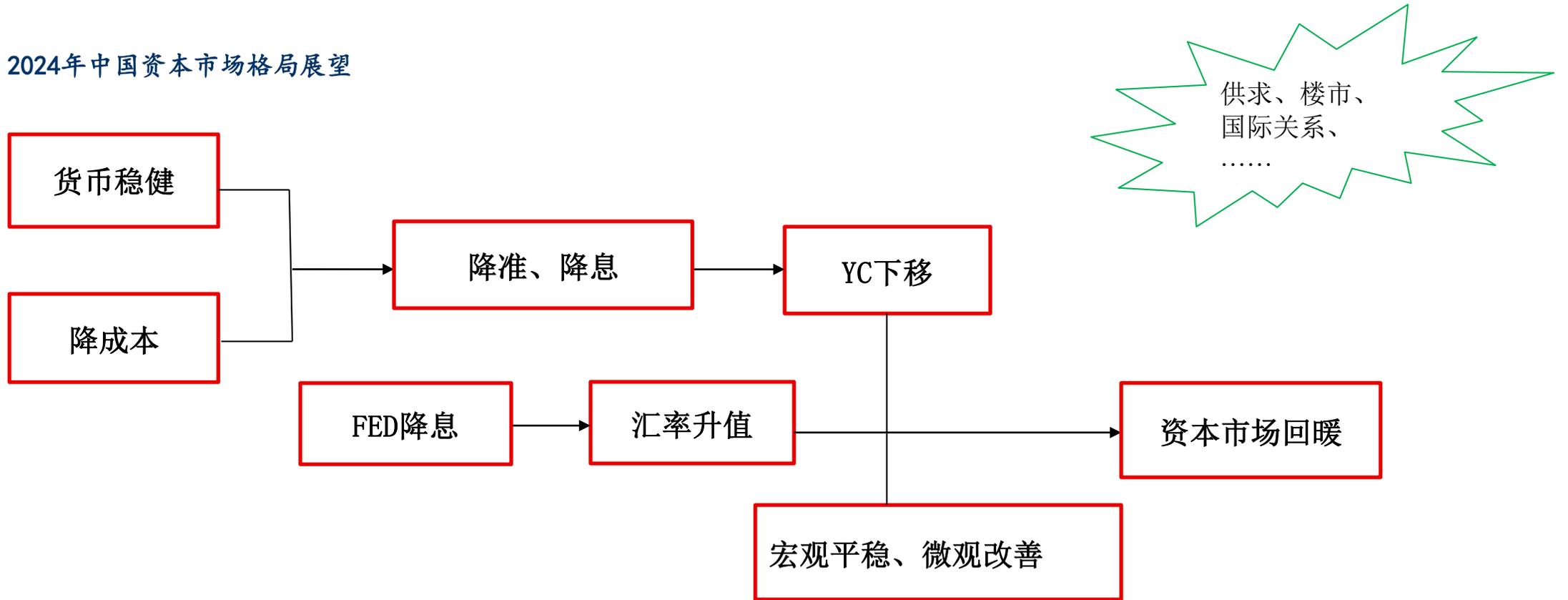
资料来源：彭博，上海证券研究所



### 3.2 资本市场格局展望：踟蹰中前行

- ◆ 经济增速或因基数效应消除而略降，实质平稳有韧性，宏观平稳中微观改善，企业效益上升。
- ◆ “降成本” 利率下降趋势持续；叠加货币升值趋势，有利资本市场资产价格估值水平整体提升。

图39 2024年中国资本市场格局展望



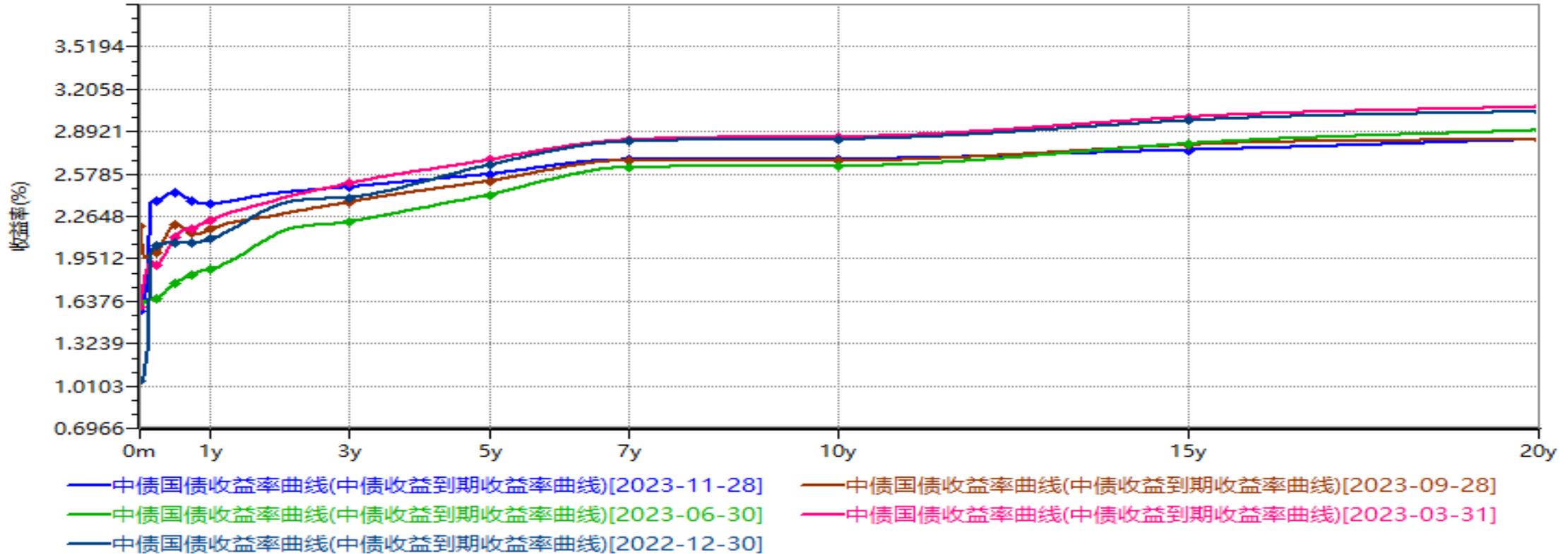
资料来源：上海证券研究所



### 3.3 期限结构 (YC) 下移趋势或临启动

- ◆ 2023年Q1，中国利率曲线处于相对高位，Q2下移后平稳。
- ◆ 2023年11月底，收益率曲线短端凸起，近零端下行，曲线形状或再临下行。

图40 中国期限结构的变动态势 (日)



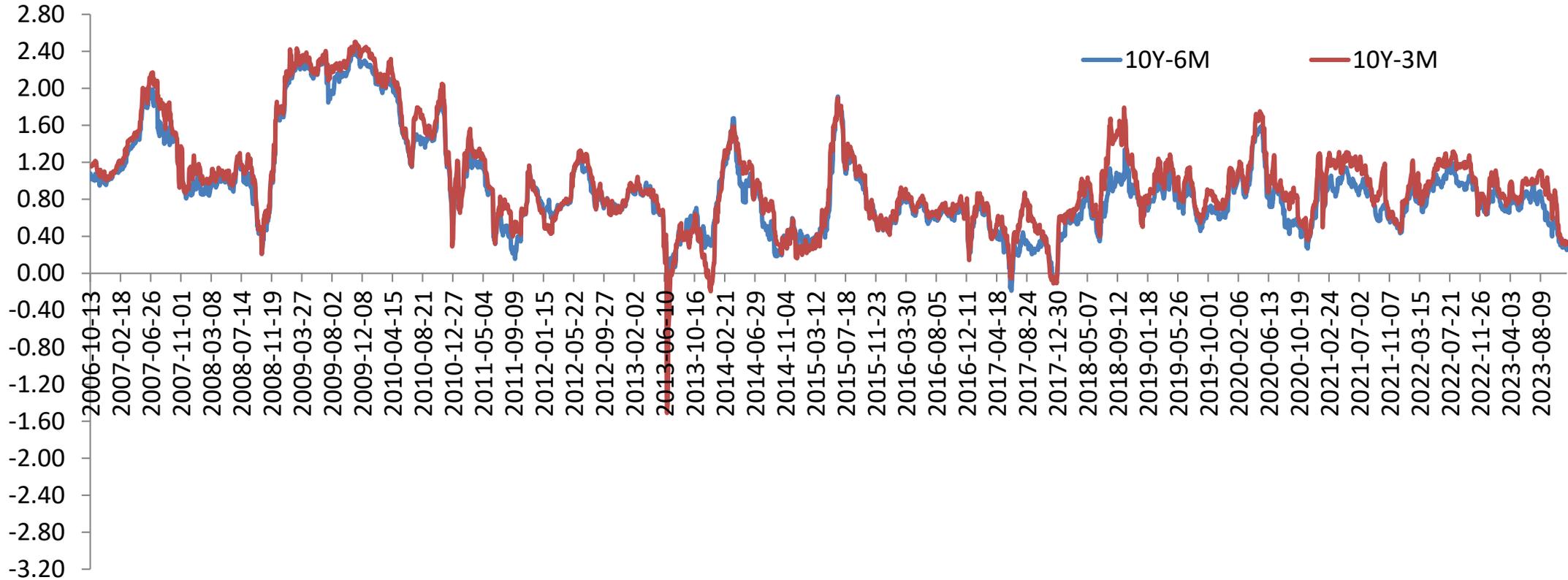
资料来源: Wind、上海证券研究所



### 3.4 中国利率期限利差缩小态势面临修正

- ◆ 2023年H2期限利差的下降主要来自短端的回升，周转性融资需求上行带来中短期利率上升。
- ◆ 当前期限利差位于正常波动下限，我们认为将因中短期利率下行而得到修正。

图41 中国国债期限利差发展变化（%，日）



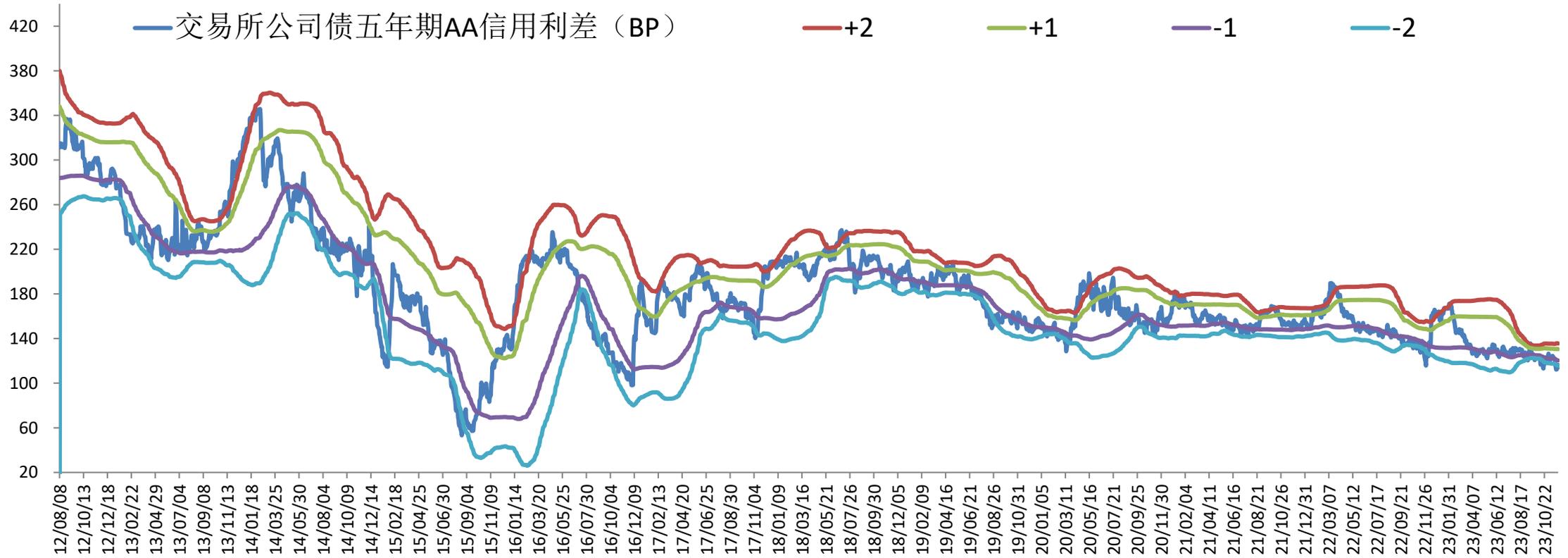
资料来源: Wind, 上海证券研究所



### 3.5 中国信用利差轨道下行趋势延续

- ◆ 2018年中国信用利差处于高位，为资管新规引入期市场变化；中国信用利差和利率曲线主要体现“共振”特征。
- ◆ 年内信用利差变化主要表现为Q1年内高位，Q2-Q4下降；信用利差波动轨道下降趋势不变。

图42 中国信用利差发展变化（1BP=0.01%，日，±标准差）



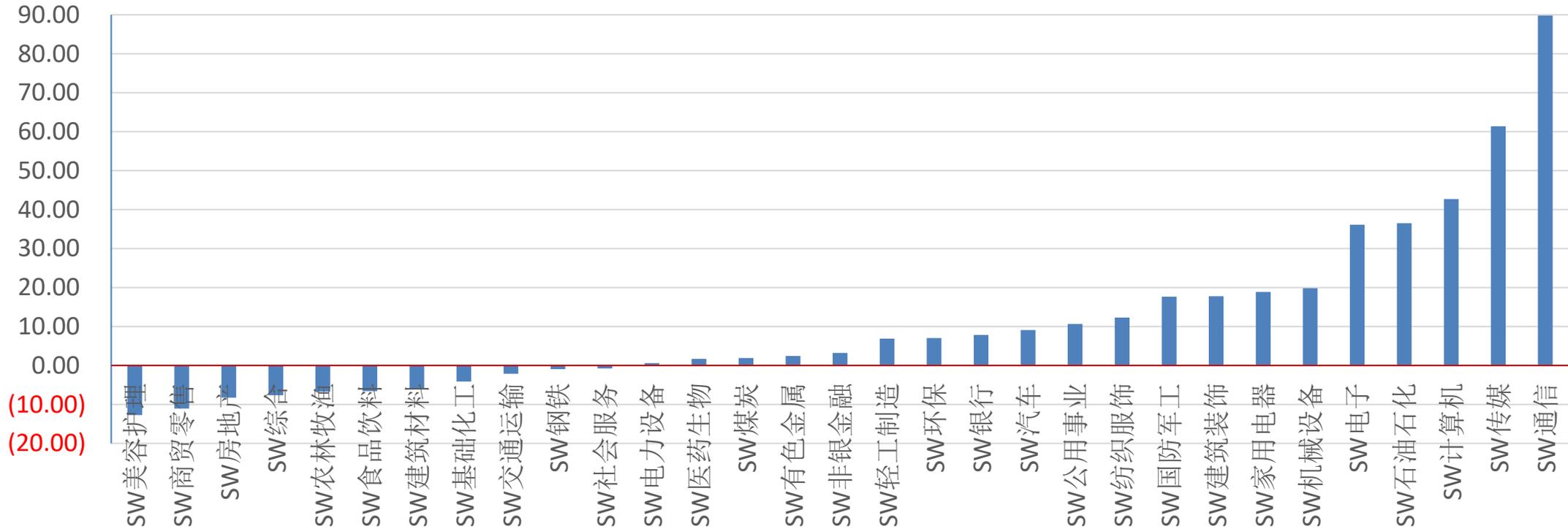
资料来源：Wind，上海证券研究所



### 3.6 2023年H1中国股市运行热点切合经济-产业视角

- ◆ 数字经济下的AI和新技术应用场景影响下，TMT在中国A股行业比较中，2023年上半年表现领先。
- ◆ 虽然传统行业表现相对较弱，但整体结构变化是涨多跌少。——体现经济复苏和增长方向

图43 中国A股2023年H1行业涨跌幅 (%)



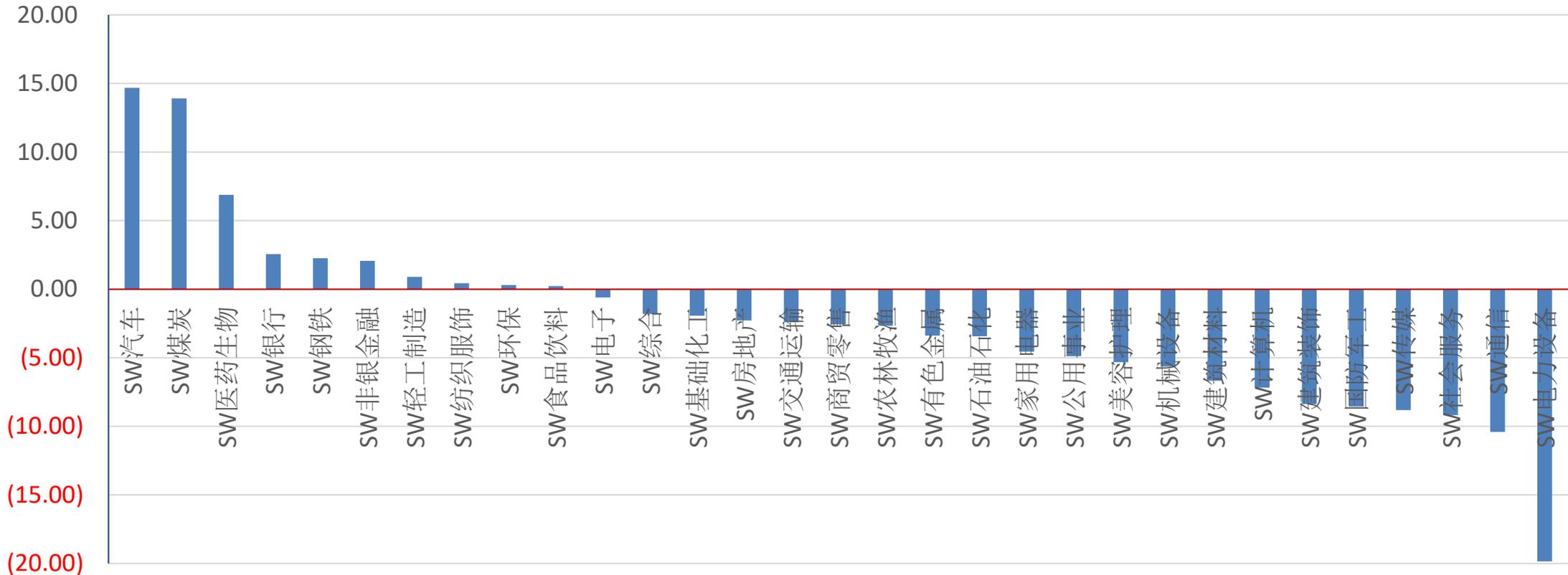
资料来源: Wind、上海证券研究所



### 3.7 2023年H2中国股市运行更重价值-产业视角

◆ 传统行业因其预期和估值优势，得到市场青睐。

图44 中国A股2023年H2（截止11月29日）行业涨跌幅（%）



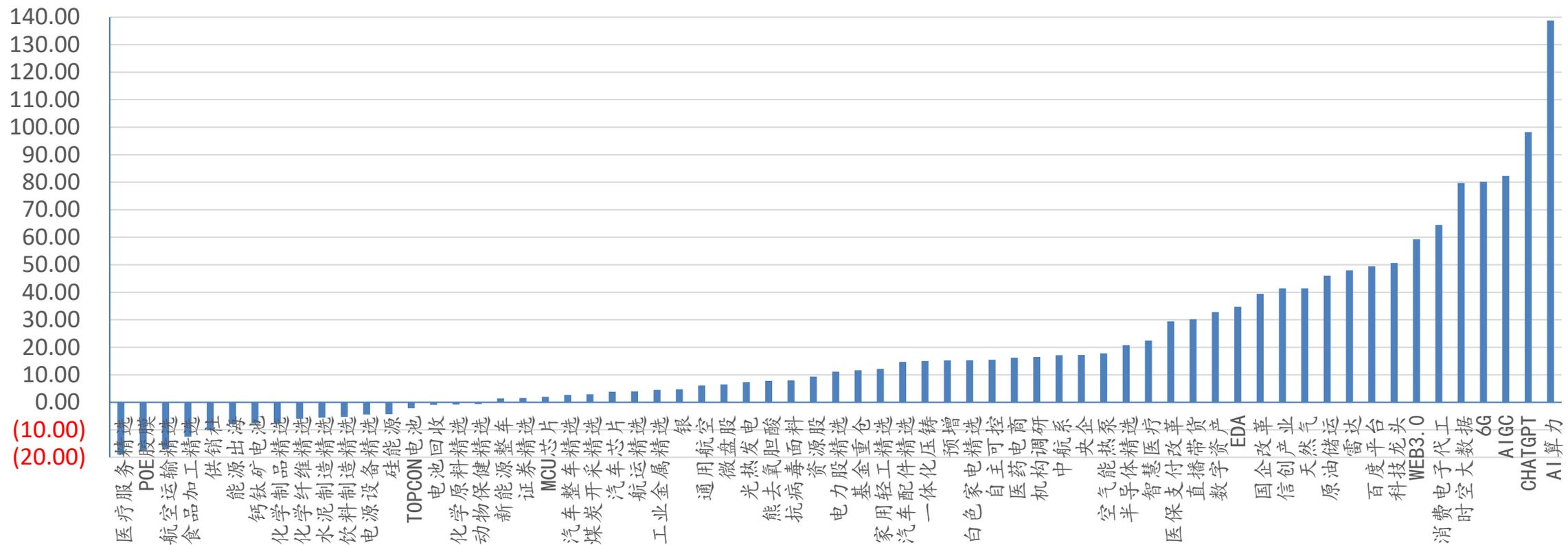
资料来源：Wind、上海证券研究所



### 3.8 2023年H1科技引领中国股市热点-概念视角

- ◆ 上半年涨幅前5概念板块：AI 算力、CHATGPT、AIGC、6G、时空大数据；跌幅前三：医疗服务、POE、航空。
- ◆ 概念板块同样表现为涨多跌少，印证市场回暖态势。

图45 中国A股2023年H1热门概念板块涨跌幅- 排除交易性概念板块 (%)



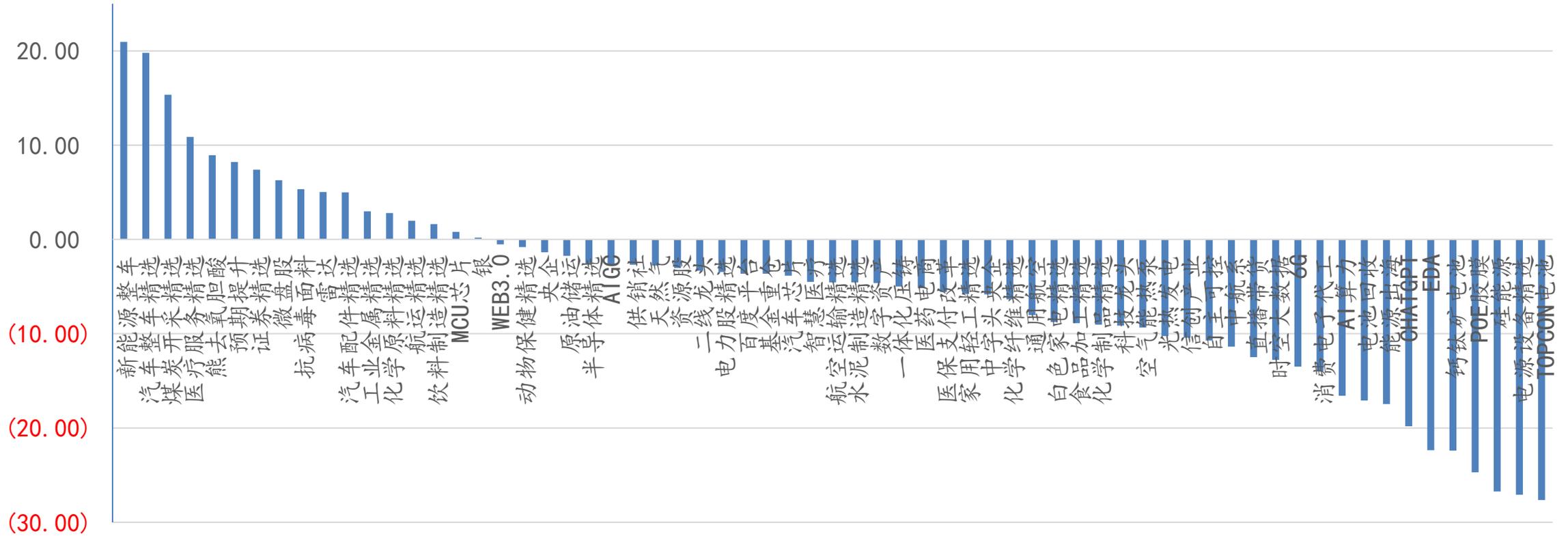
资料来源: wind, 上海证券研究所



### 3.9 2023年H2中国股市热点扩散-概念视角

- ◆ 概念具有持续性：扣除上半年高涨幅板块下半年的回调外，下半年跌幅靠前的上半年表现也不佳。
- ◆ 上半年平稳、下半年补涨：经济结构转型方向对市场预期有持续性影响。

图46 中国A股2023年H2（截止11月29日）热门概念板块涨跌幅- 排除交易性概念板块（%）



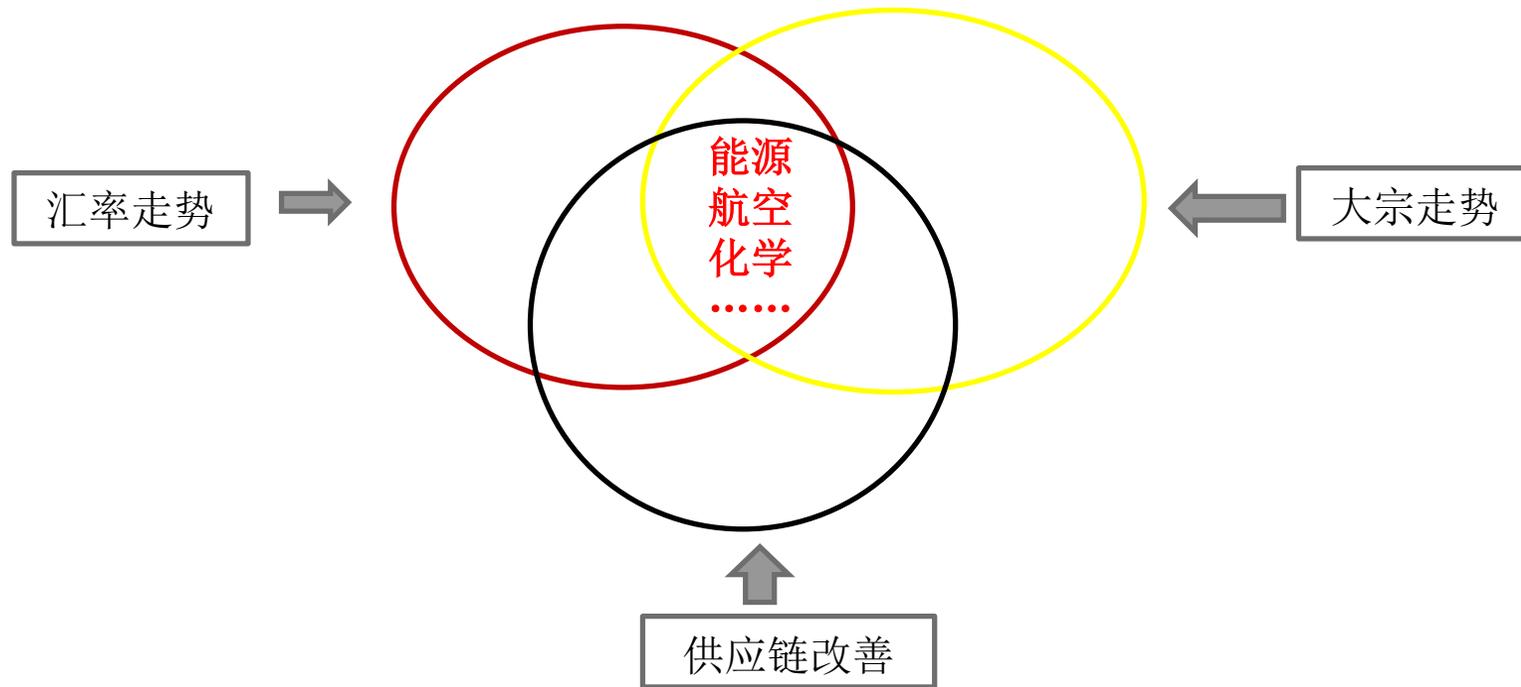
资料来源: wind, 上海证券研究所



### 3.10 寻找趋势的“合力点”

- ◆ 随着国际经济秩序进一步恢复，非高科技行业国内外供应链均处改善中，如更多的国际航班恢复等。
- ◆ 大宗商品的价格指导中枢由“财政均衡” → “新旧均衡”。

图47 各种趋势变化交汇“合力”决定市场表现



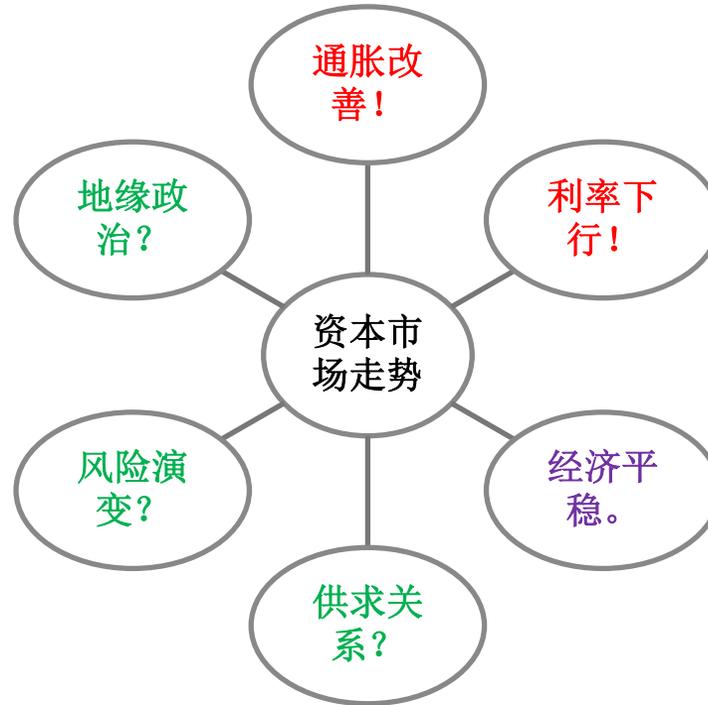
资料来源：上海证券研究所



### 3.11 2024年或有惊喜：理性态度、乐观选择

- ◆ 利率曲线和信用利差双下行：将带来资本市场运行基准提高。
- ◆ 大类资产配置建议：增配股债、减配商品和地产，债市仍有较高确定性。
- ◆ 汇率回升，经济新方向呈现，或提升股市活跃度和结构性。

图48 中国资本市场走势影响因素



资料来源：上海证券研究所



# 目录

## Content

---

- 一、国际经济和金融：经济分化，政策分道
- 二、中国经济前景：宏观平稳，微观改善
- 三、中国资本市场：估值提升，踟蹰前行
- 四、风险提示

1. **俄乌冲突、中东冲突等地缘政治事件恶化，国际金融形势改变：**俄乌、中东战争久拖不决并进一步扩大化，西方对俄罗斯制裁升级或引致国际大宗商品市场动荡，并对国际金融市场产生扰动。
2. **中国通胀超预期上行，中国货币和楼市政策超预期变化：**全球供应链不稳定冲击上升，楼市问题凸显，通货膨胀和经济运行前景的不确定性提高，或许带来中国货币政策的超预期改变。



## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数20%以上
	增持	股价表现将强于基准指数5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数5%以上
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。

## 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。



## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

