



Research and
Development Center

宏观指标与资产定价

2024年1月3日

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观分析师
执业编号：S1500523030001
邮箱：xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

宏观指标与资产定价

2024年1月3日

宏观指标的变化如何影响A股、以及大类行业的表现？我们在本文中使用历史数据对该问题进行了探讨，并构建了一套宏观资产定价体系。

- **宏观变量与资产定价的关系。**资产定价的本质是未来自由现金流的折现。由现金流折现法可以引申出多个指标能够对股市的走向和波动产生影响。我们从四个维度选取了9个指标作为宏观观察指标。(1) 分子端：工业企业利润视角。选取工业增加值和PPI。(2) 分子端：支出法视角。选取固定资产投资完成额、社会消费品零售总额、经常账户差额。(3) 分母端：无风险利率。选取美债收益率、Shibor。(4) 分母端：风险溢价。选取信用利差与新增人民币贷款。
- **宏观指标与A股的相关性检验。**我们使用宏观指标与万得全A的48个月滚动相关系数检验两者的关联程度。从相关系数结果来看，分子端的宏观指标均与A股表现正相关。万得全A与工业增加值、PPI、固定资产投资、社零、经常账户差额的相关系数均为正，显示中长期而言，基本面上行对A股整体存在正向驱动。分母端，万得全A与十年期美债收益率呈现较为明显的负向关系；与国内流动性指标以及信用利差指标均为负相关，反映流动性环境收紧、或是企业违约风险加剧时，投资者对股市的偏好降低；万得全A与新增人民币贷款相关性达到了0.62，金融系统的信贷规模对权益资产走势有一定的参考作用。
- **宏观指标与大类行业定价。**(1) 中上游行业指数与PPI、固定资产投资两个宏观指标相关性较强，工业品价格的变化基本上决定了中上游盈利的变动。(2) 下游制造业指数与经常账户差额相关性较强，下游制造业各行业的出口依赖度普遍较高，(3) 下游消费指数与新增人民币贷款正相关程度较高，与Shibor3个月负相关，新增人民币贷款反映了居民部门的信心，与消费板块的景气度相关性较高。(4) 信用利差对金融地产的负面影响较为显著，信用利差走阔时，意味着企业违约风险加剧，金融地产相关行业受到的负面影响较为显著。
- **2024年权益市场有望好于2023年。**回顾2023年，权益市场表现一般。美联储持续加息背景下外资的流出压力较大，以及国内经济复苏节奏偏缓，对权益市场走强形成制约。展望2024年，分子端工业企业利润有望向上修复，主要驱动力在于价格回暖和利润率改善。分母端，美国紧缩接近尾声，2024年美债收益率的大方向下行，利好权益市场表现。综合来看，下一阶段A股的分子端、分母端边际上或均有所改善，2024年权益市场表现有望好于今年。关注三条投资主线。一是PPI回升对中上游行业形成利好；二是美债收益率下行的投资机会，计算机、电子、传媒等行业或相对跑赢。三是出口链受益于美国库存周期见底回升。
- **风险因素：**政策超预期收紧；历史数据及规律不能代表未来。

目录

一、宏观变量与资产定价的关系.....	4
1.1 分子端：工业企业利润视角.....	4
1.2 分子端：支出法视角.....	6
1.3 分母端：无风险利率.....	7
1.4 分母端：风险溢价.....	9
二、宏观指标与 A 股的相关性检验.....	9
三、宏观指标与大类行业定价.....	12
3.1 大类行业划分方法.....	12
3.2 宏观指标对大类行业定价的影响分析.....	13
四、2024 年权益市场有望好于 2023 年.....	18
4.1 2023 年权益市场表现回顾.....	18
4.2 2024 年权益市场有望好于 2023 年.....	21
4.3 关注三条投资主线.....	25
五、附录：宏观指标与细分行业的相关性检测.....	26
风险因素.....	27

表目录

表 1：宏观指标与万得全 A 的相关系数.....	10
表 2：宏观指标与原材料指数的相关系数.....	14
表 3：宏观指标与设备制造指数的相关系数.....	15
表 4：宏观指标与消费指数的相关系数.....	17
表 5：宏观指标与金融地产指数的相关系数.....	18
表 6：各行业产能利用率.....	23
表 7：宏观观察指标与申万一级行业的相关性检测（1）.....	26
表 8：宏观观察指标与申万一级行业的相关性检测（2）.....	27

图目录

图 1：现金流折现法.....	4
图 2：工业企业利润与 A 股非金融归母净利润累计同比走势一致.....	5
图 3：工业企业利润三因素框架.....	5
图 4：利润总额累计同比与工业增加值+PPI 累计同比+利润率累计同比.....	6
图 5：利润率与 PPI 有较强的关联性.....	6
图 6：长期而言，万得全 A 与名义 GDP 增长密切相关.....	7
图 7：美债收益率与沪深 300 负相关.....	8
图 8：中国国债收益率与经济基本面息息相关.....	8
图 9：国内信用危机短期推升信用利差.....	9
图 10：长期而言，工业增加值增速下降，而股市向上.....	10
图 11：工业增加值同比与万得全 A 相关性的时间变化.....	11
图 12：美债收益率与万得全 A 相关性的时间变化.....	12
图 13：大类行业划分.....	13
图 14：中上游行业指数与 PPI 同比相关性较强.....	14
图 15：出口的变化与“中信设备制造指数”表现出较为相同的节奏.....	15
图 16：制造业行业出口依赖度.....	16
图 17：消费指数与新增人民币贷款正相关程度较高.....	17
图 18：当信用风险发生时，金融地产指数会出现一定幅度的回调.....	18
图 19：2023 年 1-10 月工业企业利润负增长，累计增速逐月回升.....	19
图 20：2023 年利润率整体处于近年较低水平.....	20
图 21：，中美利差倒挂幅度走扩，引发外资流出.....	20
图 22：名义贷款利率和实际贷款利率.....	21
图 23：美国库销比拐点领先库存周期一年左右.....	22
图 24：PPI 同比预测.....	23
图 25：2022 年工业企业费用率全年都处于历史较低水平.....	24
图 26：2024 年工业企业利润增速预测.....	24
图 27：美国降息预期.....	25

一、宏观变量与资产定价的关系

资产定价的本质是未来自由现金流的折现。现金流折现法 (Discounted Cash Flow, DCF) 是一种用于估值和投资决策的财务方法, 在被广泛应用于企业评估、资产定价等领域。它基于现金流量的概念, 将未来的现金流量通过折现计算, 以反映时间价值和风险。遵循现金流折现法的逻辑, 在权益市场中, 分子是未来现金流或净利润; 分母是无风险收益率和风险溢价。

图 1: 现金流折现法

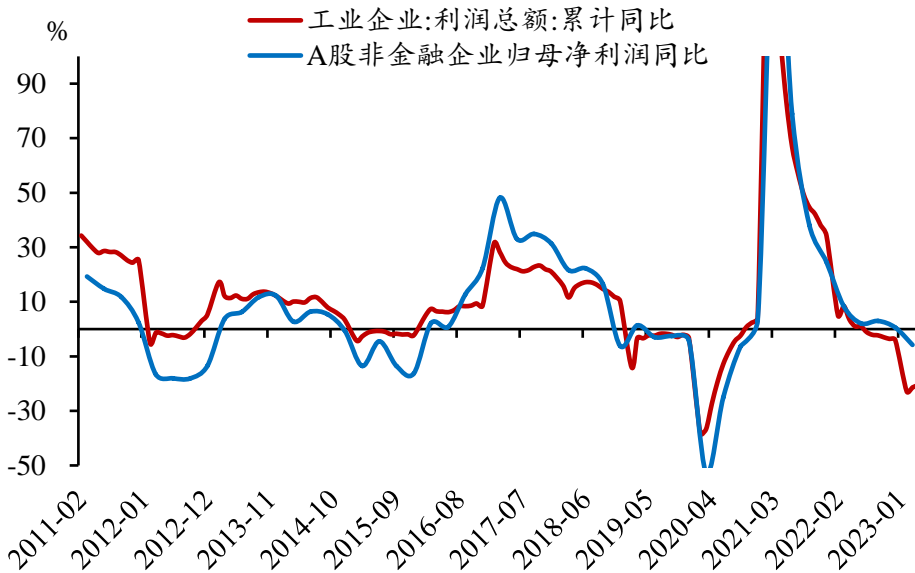
$$P = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} \approx \frac{\text{与宏观经济基本面相关的盈利或利息}}{\text{无风险利率} + \text{风险溢价}}$$

资料来源:《中国管理会计》, 信达证券研发中心

本文聚焦于探寻宏观指标变化对权益资产的影响。由现金流折现法可以引申出多个指标能够对股市的走向和波动产生影响, 包括宏观经济层面, 比如经济增速、价格走势等, 还有金融层面, 包括货币供应量、信贷规模等, 以及市场风险偏好层面。我们尝试从宏观的视角, 考察宏观指标变化对股市中各个行业、板块股价的影响。

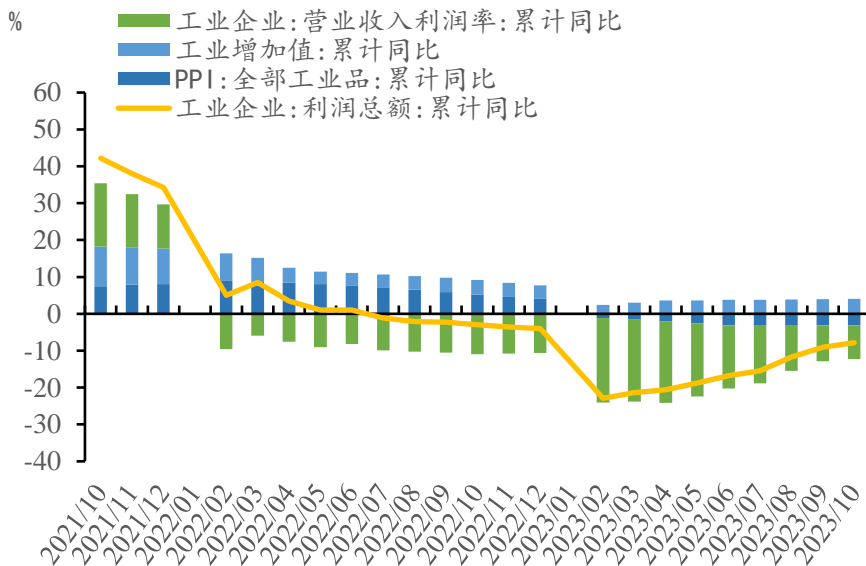
1.1 分子端: 工业企业利润视角

企业利润数据是权益资产定价的重要“标尺”。统计局月度公布的工业利润反映了工业经济运行走势特别是工业经济短期运行状况, 同时也是判断经济景气程度的重要指标。此外, 工业企业利润与 A 股非金融企业利润的同步性较高。月度发布的工业企业利润数据相对于季度发布的上市公司财报, 时效性更高, 因此工业企业利润数据可以帮助我们预测企业盈利的变动趋势。

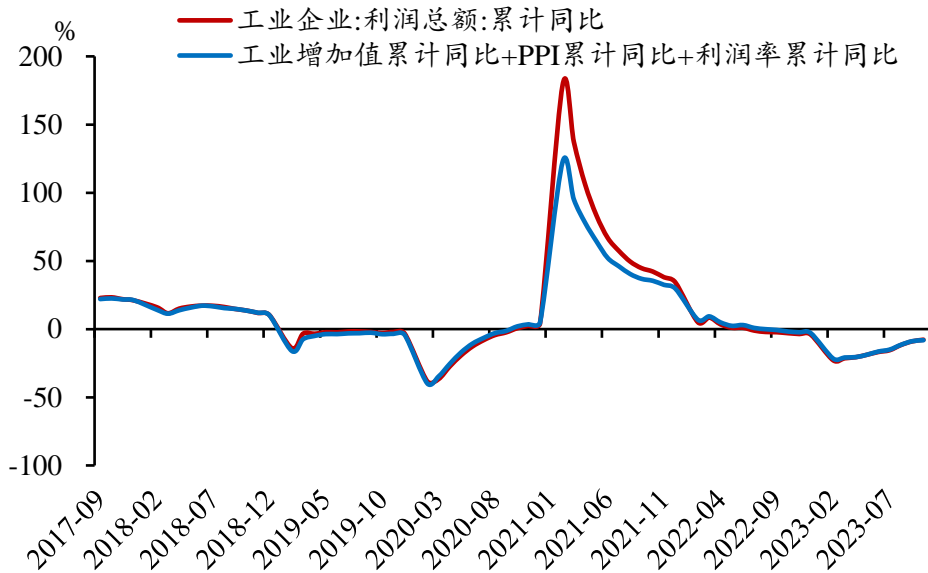
图 2：工业企业利润与 A 股非金融归母净利润累计同比走势一致


资料来源：万得，信达证券研发中心

工业企业利润的变化可以拆分为三个部分：**工业增加值（量）、PPI（价格）、利润率**。我们可以把每一期的工业企业利润同比增速拆分为，工业增加值同比+PPI 同比+利润率同比。研究工业企业利润就是观察这三个分项的变化，并进一步深挖它们变化背后的原因。使用 2017 年 9 月至 2023 年 10 月的数据计算，利润总额累计同比与工业增加值+PPI 累计同比+利润率累计同比的拟和优度相当高，达到了 0.99，验证了这一公式的正确性。

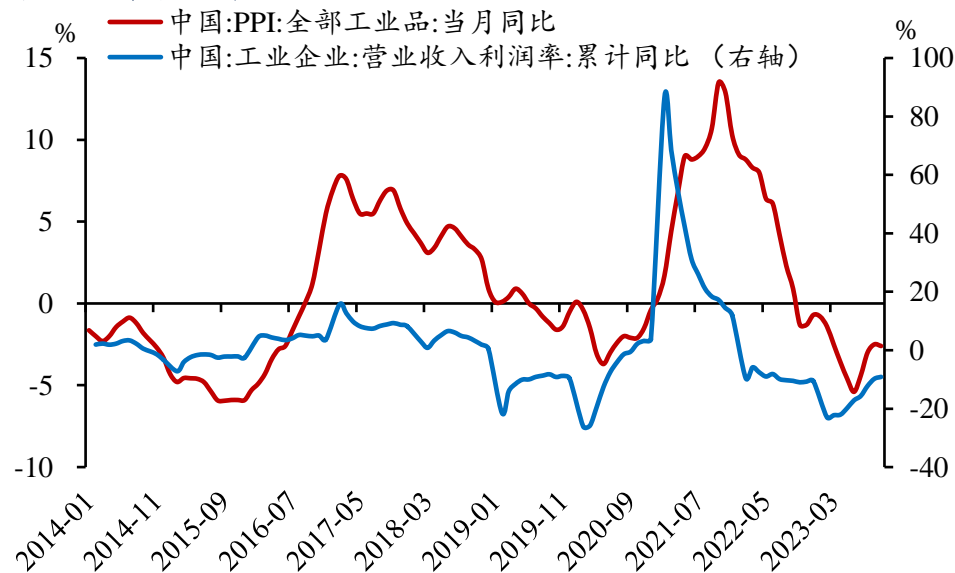
图 3：工业企业利润三因素框架


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：利润总额累计同比与工业增加值+PPI 累计同比+利润率累计同比


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

从工业企业利润视角，我们选取工业增加值和 PPI 作为宏观考察指标。利润率一方面与 PPI 有较强的关联性，从历史情况来看，PPI 与利润率的变动趋势一致性较强。大宗商品的价格的上涨主要影响上游采掘业、中游原材料加工业的产品价格，从而提高企业的盈利能力。另一方面，利润率取决于终端需求的强弱，如果终端需求旺盛，企业可以转嫁成本至消费者，从而赚取更多利润。综合来看，利润率更偏向于一个复合指标，因此我们不将利润率直接作为考察指标。

图 5：利润率与 PPI 有较强的关联性


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

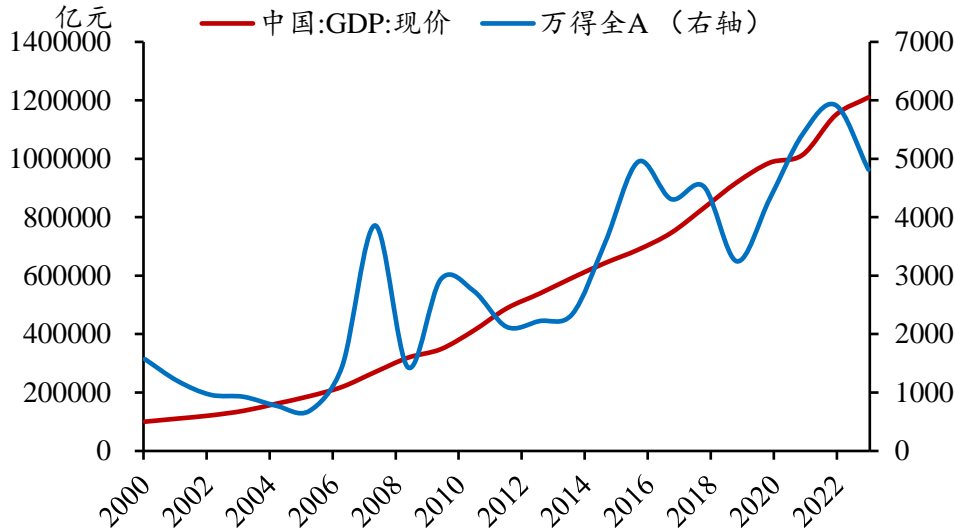
1.2 分子端：支出法视角

对于宏观基本面，最全面、代表性最强的指标是 GDP 同比增速，但该指标公布频率较低。名义 GDP 的增长决定了国内上市公司利润长期变化趋势。可以看到 2005-2022 年我国名义 GDP 复合增速在 11.6%，万得全 A 复合增速为 12.2%，两者相近。但考虑到 GDP 增速为季度数据，时效性不足，因此我们从其构成出发，挖掘其分项指标。一般而言，国内生产总值有三种表现形态，即价值形态、产品形态和收入形态，分别对应三种计算方法，即生

产法、支出法和收入法。

支出法 GDP 从需求层面观察经济的运行状态，且分项均有月频指标跟踪。支出法 GDP 包含三大子项，投资、消费、净出口，即通“三驾马车”。其中，投资对应 GDP 构成中的资本形成总额，一般采用固定资产投资完成额作近似替代；消费对应 GDP 构成中的最终消费支出，采用社会消费品零售总额做近似替代；净出口对应 GDP 构成中的货物和服务净出口，可以用经常账户差额（海关总署公布的出口-进口）近似替代。

图 6：长期而言，万得全 A 与名义 GDP 增长密切相关



资料来源：万得，信达证券研发中心

1.3 分母端：无风险利率

美债收益率代表全球无风险利率。美债收益率被称为“全球资产定价之锚”。一般而言，美债收益率主要通过两条路径对 A 股产生影响。一是美债收益率作为全球无风险利率的参照，能够影响全球资产在财务模型下的贴现率。二是从外资流向，美债利率上行带动美元资产回报上升，吸引海外资金流入美国市场；美债利率下行时，美元资产回报率相对下降，引发外资流入，从而为 A 股提供增量资金。历史数据显示，十年期国债收益率和沪深 300 指数具有较强的一致性，尤其在美联储加息期间 A 股指数会对美债收益率更加敏感，可以看到 2022 年以来两者的负相关较为明显。

图 7：美债收益率与沪深 300 负相关


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

中国国债收益率是国内资产的无风险利率，但不作为我们的宏观考察指标。直觉上，中国的国债收益率对国内风险资产定价有着重要的作用。但在我们的模型当中，中国国债收益率与经济基本面息息相关（与名义 GDP 正相关），因此前文中分子中的各项指标对国债收益率已经有一定的解释力。另外，债券市场和权益市场的重要区别在于，债券市场流动性主要取决于狭义流动性，股票市场则与广义流动性联系更为紧密，如果狭义和广义流动性松紧不一的情况发生，股债的相对表现会受到影响。

图 8：中国国债收益率与经济基本面息息相关

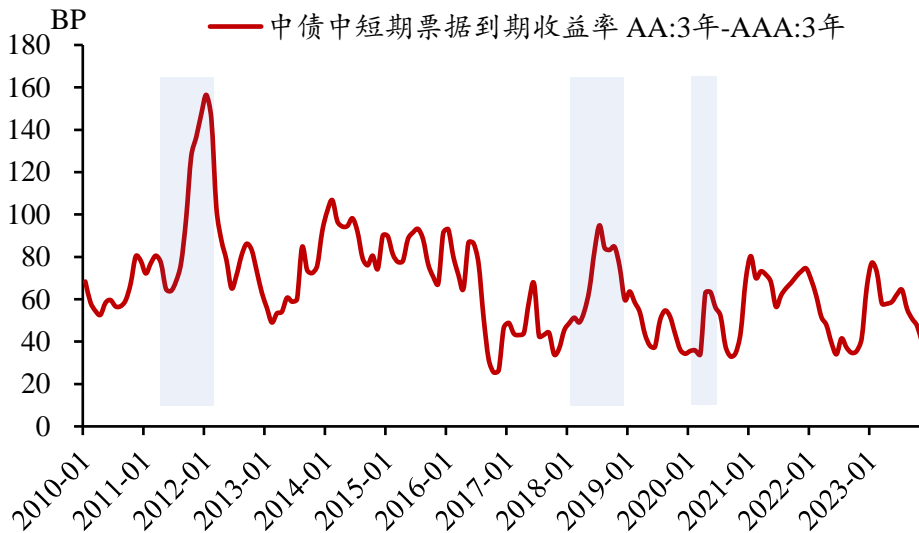

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

狭义流动性选择 Shibor (3 个月) 作为观测指标。上海银行间同业拆放利率 (Shibor) 是中国银行间市场的重要利率指标之一。Shibor 利率上涨，说明当时市场资金紧张，银行之间借钱需要支付更多的利息；Shibor 利率下跌，说明当时市场资金充足，银行间存款借款的利息下降。

1.4 分母端：风险溢价

投资者的风险偏好能够使用信用利差刻画。风险溢价一般与投资者情绪关联，当投资者情绪高涨时，风险溢价倾向于下行，反之倾向于上行。从经济含义上看，信用利差的变化可以一定程度上表征着风险溢价水平。利差收窄意味着风险溢价的回落，利差扩张则意味着风险溢价的上升。我们采用中债3年期AAA与AA级的利差作为观测指标。回顾历史，国内信用危机短期推升信用利差，并可能对股市风险偏好形成压制，如2011年城投信贷风险事件，2018年民企违约潮爆发，2020年永煤事件等。

图9：国内信用危机短期推升信用利差

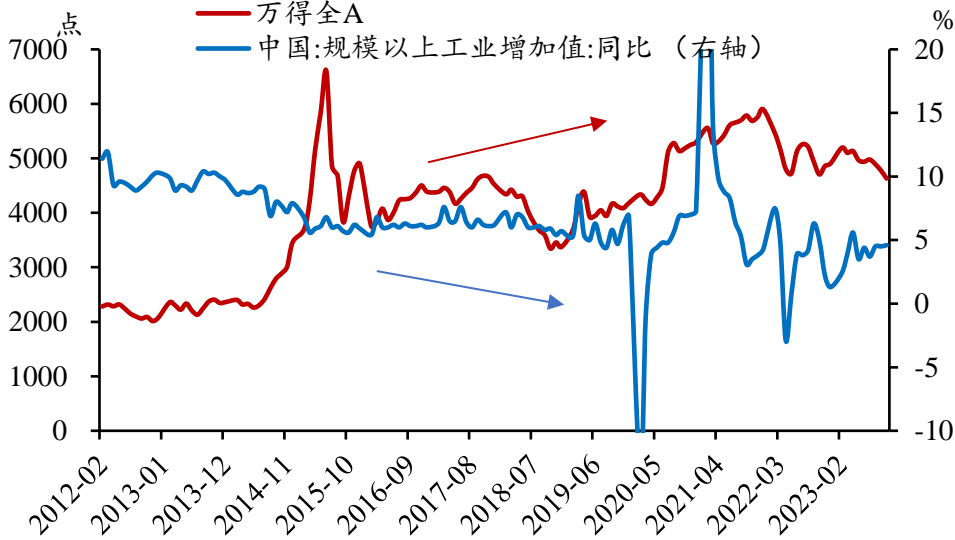


资料来源：万得，信达证券研发中心

另外，我们认为人民币贷款指标也能够体现风险偏好的变化。一是人民币贷款代表了实体经济融资需求，可以反映实体经济的活力，在人民币贷款扩张时，实体经济活力可能偏强，微观主体信心充足，企业盈利表现可能较好。企业盈利预期的改善有助于提振投资者的风险偏好。二是从广义流动性的角度，当人民币贷款增加时，广义流动性扩张，投资股票的资金更充裕，股市流动性可能偏宽。

二、宏观指标与A股的相关性检验

我们使用宏观指标与万得全A的48个月滚动相关系数检验两者的关联程度。如果直接使用宏观指标与A股指数的相关系数进行检验，可能会得出错误的结论。比如2012年1月至2023年11月，工业增加值同比与万得全A的相关系数为-0.14，这意味着当国内工业生产旺盛的时候，股市表现相对更弱，这是不符合逻辑的。事实上，其背后的问题在于工业增加值长期来看是向下的（对应国内经济增速每过几年要下一个台阶），而万得全A，以及许多行业指数是上涨的，这导致两者的长期相关系数为负。固定资产投资累计同比、社零同比、十年期美债收益率等指标均会出现类似的问题。我们的解决方法通过计算滚动相关系数进行优化，时间长度选择48个月。一轮库存周期的时长在三年半左右，四年时间可以完整覆盖一轮库存周期，能够保证足够的样本数量。

图 10: 长期而言, 工业增加值增速下降, 而股市向上


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

下表显示了宏观指标与万得全 A 的相关系数, 分别为 2012-2015, 2016-2019, 2020-2023 (截至 11 月) 的分段相关系数, 以及 2012-2023 年 48 个月滚动相关系数的中位数。可以看到 2012-2015 年的股市与基本面背离较为严重, 万得全 A 与工业增加值同比、PPI 同比等指标均为负相关, 同时其与 Shibor 三个月的负相关较为明显。现实中 2013-2015 年 A 股经历了一波主要由流动性驱动的牛市, 与相关系数的表现相符。而另外两个时间段, 股市与基本面的联系较为紧密。举例而言, 我们动态考察工业增加值同比与万得全 A 相关性的时间变化。从滚动 48 个月的相关系数来看, 两者在 2018 年之前相关系数持续为负, 但在 2018 年后出现了较为稳定的正相关性。

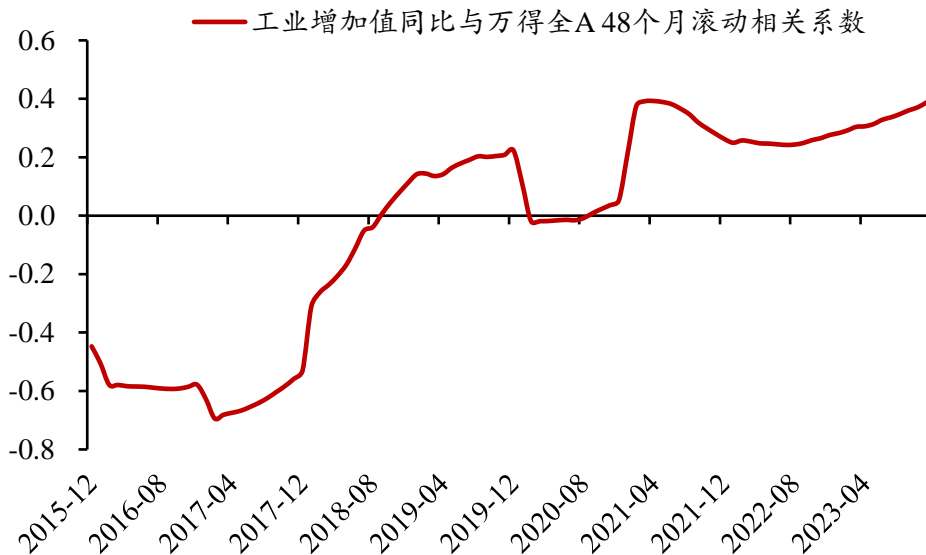
表 1: 宏观指标与万得全 A 的相关系数

宏观指标	2012-2015	2016-2019	2020-2023	中位数
工业增加值: 当月同比	-0.45	0.22	0.39	0.11
PPI: 全部工业品: 当月同比	-0.78	0.45	0.66	0.11
固定资产投资完成额: 累计同比	-0.89	0.31	0.63	0.11
社会消费品零售总额: 当月同比	-0.75	0.43	0.51	0.10
经常账户差额	0.53	-0.11	0.26	0.30
美国: 国债收益率: 10年	0.01	-0.24	-0.20	-0.30
SHIBOR: 3个月	-0.52	0.58	0.34	-0.16
信用利差	0.04	-0.63	0.53	-0.13
新增人民币贷款: 当月值 MA12M	0.83	-0.33	0.28	0.62

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

备注: 2023 年数据截至 11 月。

图 11：工业增加值同比与万得全 A 相关性的时间变化



资料来源：万得，信达证券研发中心

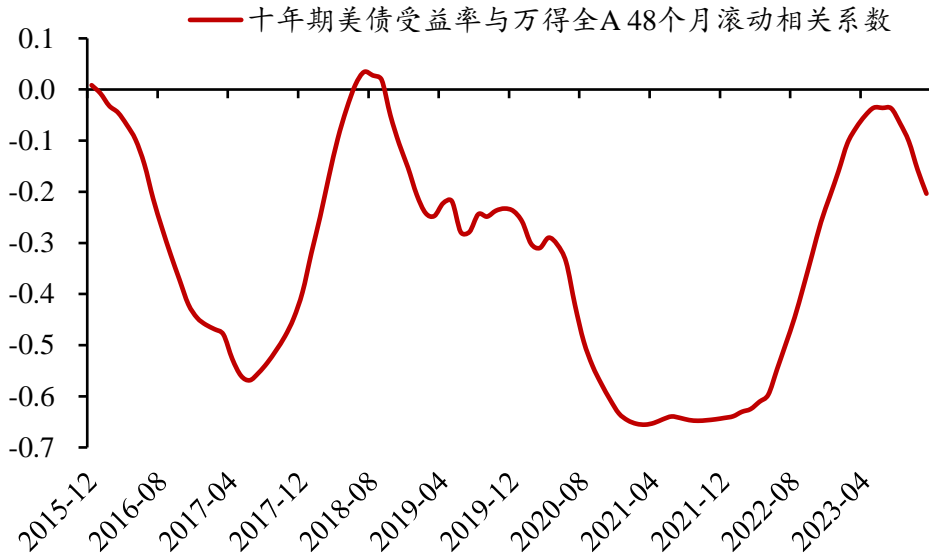
为了平衡各时间段宏观指标对股市的影响，在相关性检验中，我们使用 2012–2023 年 48 个月滚动相关系数的中位数作为判断依据。

从相关系数结果来看，分子端的宏观指标均与 A 股表现正相关。万得全 A 与工业增加值、PPI、固定资产投资、社零、经常账户差额的相关系数均为正，显示中长期而言，基本面上行对 A 股整体存在正向驱动。其中，经常账户差额、工业增加值、PPI 与 A 股的相关性数较高，说明 A 股对出口、工业生产景气度以及工业品价格较为敏感。

分母端美债收益率和新增人民币贷款与 A 股关联度较高。(1) 万得全 A 与十年期美债收益率呈现较为明显的负向关系，尤其是在 2017 年之后，两者负相关有所深化。另外，2014–2017 年、2018–2021 年两段时间 A 股与十年期美债收益率负相关较强，而 2015–2018 年负相关偏弱，这可能与两国经济周期、货币政策错位等因素有关。

(2) 万得全 A 与国内流动性指标以及信用利差指标均为负相关，反映流动性环境收紧、或是企业违约风险加剧时，投资者对股市的偏好降低。(3) 2012 年至 2023 年 11 月，万得全 A 与新增人民币贷款相关性达到了 0.62，金融系统的信贷规模对权益资产走势有一定的参考作用。

图 12：美债收益率与万得全 A 相关性的时间变化



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

三、宏观指标与大类行业定价

3.1 大类行业划分方法

本部分我们进一步将股票分为大类行业，探寻宏观指标对大类行业指数的影响，并找出每个行业的核心定价规律。

我们把工业企业中的 41 个行业，根据在产业链中的位置划分为上游、中游、下游。

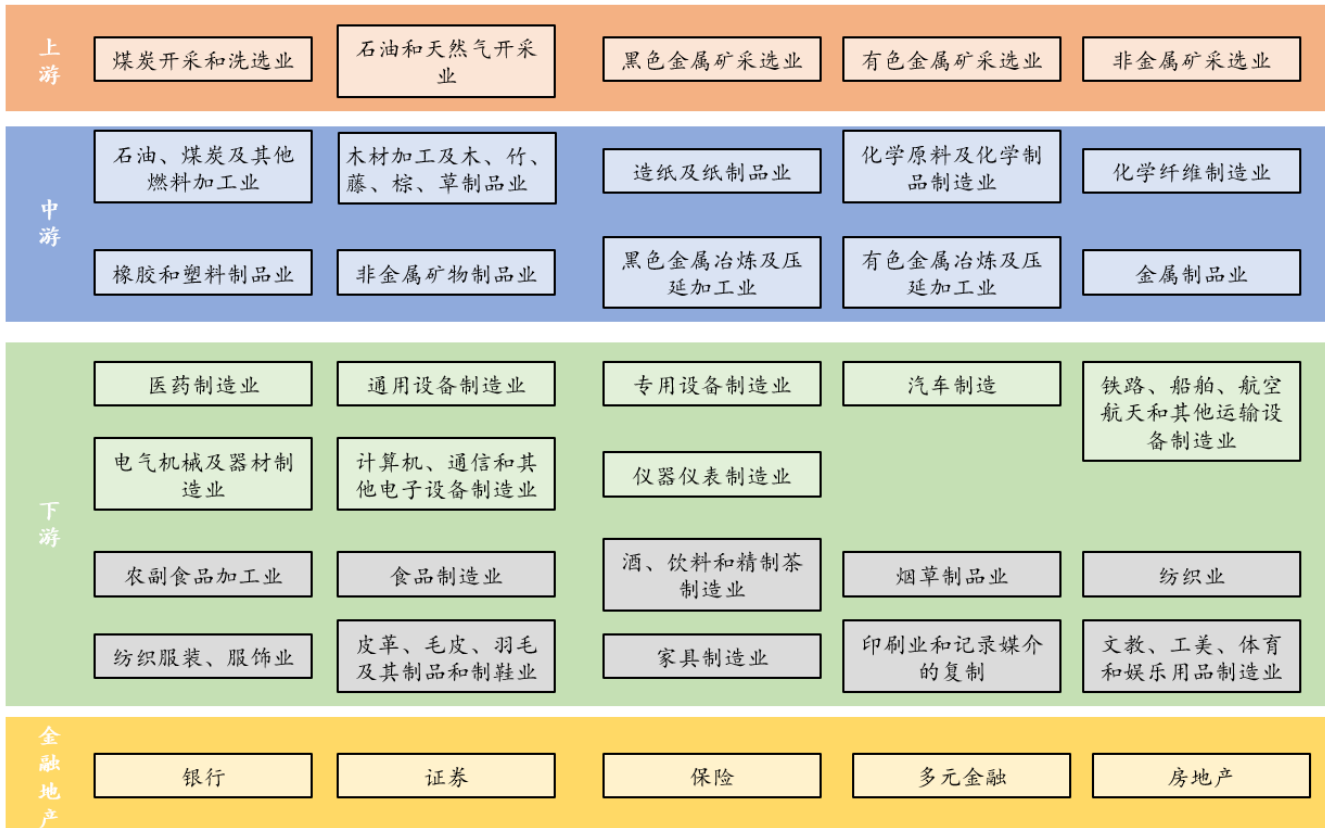
上游：重要资源和原材料的采掘，位于产业链的开始端，又称为上游采掘业。

中游：以上游采掘业提供的原材料进行再加工的产业为中游产业，又称为中游原材料加工业。

下游：中游产业提供的半成品作为原料进行深加工后，供应消费市场，为下游产业。下游又进一步分为较为靠近中游的下游制造业和离终端消费更接近的下游消费品。

金融地产在 A 股中也占据了重要地位，我们在工业之外再加入金融地产作为第五个大类行业。具体包含了银行、证券、保险、多元金融、房地产等子行业。

具体的行业划分可参考下图，下游中的浅绿色方框为下游制造业，灰色方框则为下游消费品。

图 13：大类行业划分


资料来源：信达证券研发中心

3.2 宏观指标对大类行业定价的影响分析

中上游行业指数与 PPI、固定资产投资两个宏观指标相关性较强。代表中上游资产的“中信原材料指数”与 PPI 同比、固定资产投资累计同比的相关系数（48 个月移动平均）分别为 0.33、0.32，明显大于其他大类行业的相关系数。这表明了当 PPI 同比水平走高、或是固定资产投资上升时，中上游股票资产的弹性更大，相对而言是回报较优的投资资产。

上游采掘业与中游原材料加工业的利润表现均由 PPI 的变化主导，我们可以将两大类行业合并为中上游。“三黑一色”（黑色金属、石化、煤炭，有色金属）是影响 PPI 走势的核心变量，PPI 上行意味着这些大宗商品的价格走高。而中上游企业在市场上具有一定的垄断性地位，集中度较高，因此价格的上升往往能够直接推动利润的高增。2012 年以来，代表中上游资产的“中信原材料指数”与 PPI 同比的走势具有一致性（除了 2014-2015 年），其背后的逻辑就在于中上游的利润增速与 PPI 同比具有较强的同步性，价格的变化基本上决定了中上游盈利的变动。

固定资产投资主要由基建投资、制造业投资和房地产投资组成，其中基建投资与地产投资波动较大，对固定资产投资整体走势有较强的影响力。而基建、地产对工业品的消费量较大，对国内定价的大宗商品起到了决定性的作用。

表 2：宏观指标与原材料指数的相关系数

宏观指标	原材料指数	万得全A
工业增加值:当月同比	0.14	0.11
PPI:全部工业品:当月同比	0.33	0.10
固定资产投资完成额:累计同比	0.32	0.07
社会消费品零售总额:当月同比	0.15	0.06
经常账户差额	0.28	0.30
美国:国债收益率:10年	-0.23	-0.30
SHIBOR:3个月	-0.18	-0.16
信用利差	-0.18	-0.13
新增人民币贷款:当月值 MA12M	0.58	0.63

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 14：中上游行业指数与 PPI 同比相关性较强


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

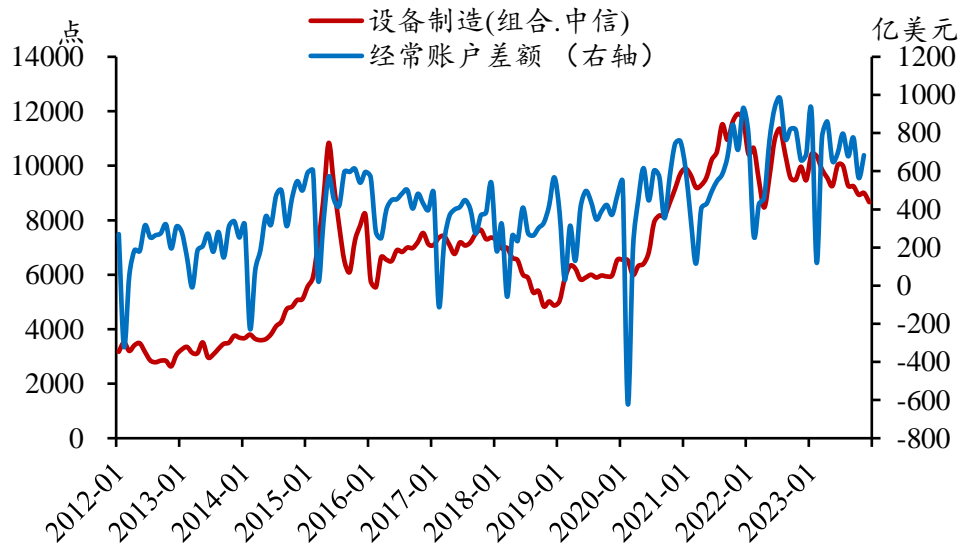
下游制造业指数与经常账户差额相关性较强。

我们把工业企业各行业根据其出口交货值占营业收入的比重，分为出口依赖行业和非出口依赖行业，出口依赖度超过 10% 的行业为出口依赖行业，其余则为非出口依赖行业。2023 年 10 月年数据显示，计算机通信、文教体育用品、皮革制鞋、家具、纺织服装出口依赖度排名靠前。此外，下游制造业各行业的出口依赖度普遍较高，如计算机通信、电器机械、通用设备、专用设备。再加上规模效应对下游制造业的盈利能力有着显著的正向作用，这些因素都决定了出口的量对于下游制造业的利润、以及定价有着深远的影响。历史数据显示，出口的变化与“中信设备制造指数”表现出较为相同的节奏。

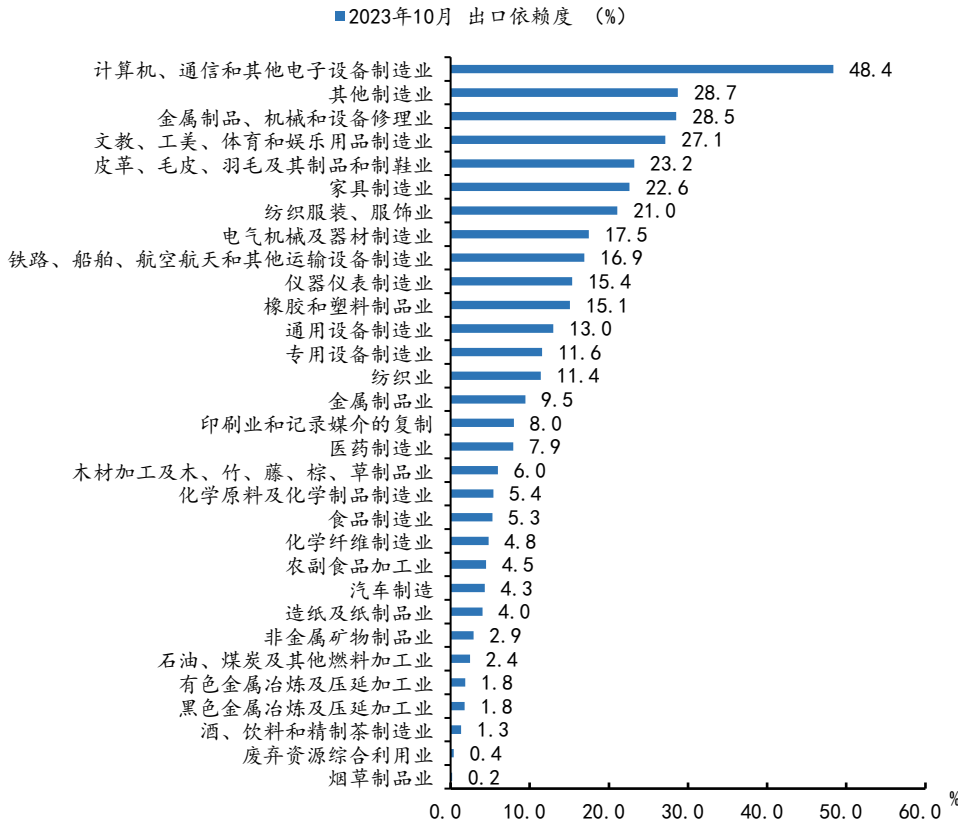
表 3：宏观指标与设备制造指数的相关系数

宏观指标	设备制造指数	万得全A
工业增加值:当月同比	0.11	0.11
PPI:全部工业品:当月同比	0.15	0.10
固定资产投资完成额:累计同比	0.20	0.07
社会消费品零售总额:当月同比	0.15	0.06
经常账户差额	0.32	0.30
美国:国债收益率:10年	-0.33	-0.30
SHIBOR:3个月	-0.23	-0.16
信用利差	-0.13	-0.13
新增人民币贷款:当月值 MA12M	0.64	0.63

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 15：出口的变化与“中信设备制造指数”表现出较为相同的节奏


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 16：制造业行业出口依赖度


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

下游消费指数与新增人民币贷款正相关程度较高，与 Shibor3 个月负相关。

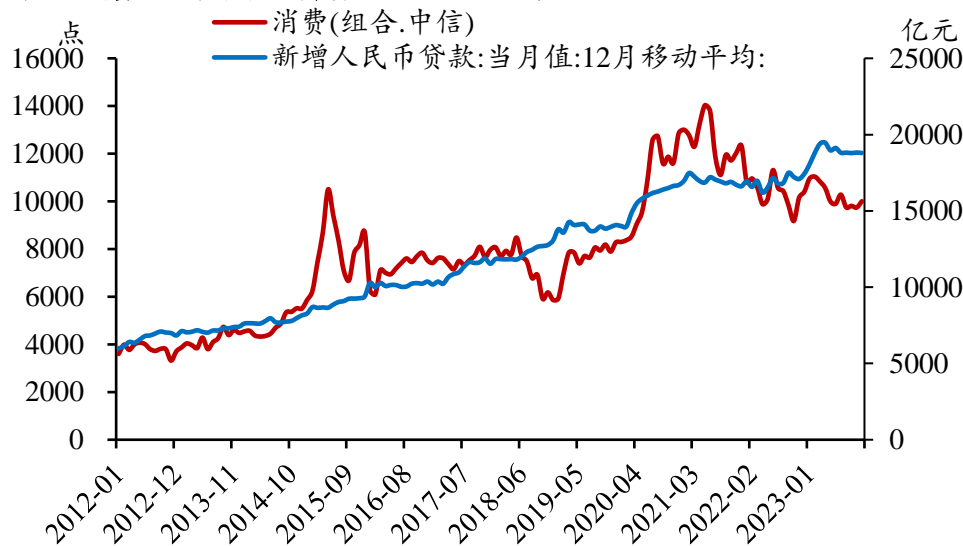
下游消费品行业与居民消费较为贴近，因此一般认为下游消费品的资产定价与社零联系紧密。然而事实上，消费板块的股价与社零的历史相关性非常低。我们推断，其原因在于 2020 年疫情发生之前社零同比增速十分平稳，相邻两个月的增速变化基本在 1 个百分点之内，导致其对于板块投资的指导能力偏弱。

代表下游消费品行业的消费指数与新增人民币贷款正相关程度较高。新增人民币贷款反映了居民部门的信心，与消费板块的景气度相关性较高，两者相关系数达到了 0.69。Shibor 与消费指数负相关，较低融资成本使得居民可选消费的需求增加，并促进相关行业基本面改善。另外，从流动性的维度，Shibor 和新增人民币贷款分别反映狭义与广义流动性，消费指数与两者均有较强的相关性意味着消费指数对流动性的变化有较高的弹性。

表 4：宏观指标与消费指数的相关系数

宏观指标	消费指数	万得全A
工业增加值:当月同比	0.07	0.11
PPI:全部工业品:当月同比	0.09	0.10
固定资产投资完成额:累计同比	-0.13	0.07
社会消费品零售总额:当月同比	-0.08	0.06
经常账户差额	0.30	0.30
美国:国债收益率:10年	-0.39	-0.30
SHIBOR:3个月	-0.36	-0.16
信用利差	-0.07	-0.13
新增人民币贷款:当月值 MA12M	0.69	0.63

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 17：消费指数与新增人民币贷款正相关程度较高


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

信用利差对金融地产的负面影响较为显著。

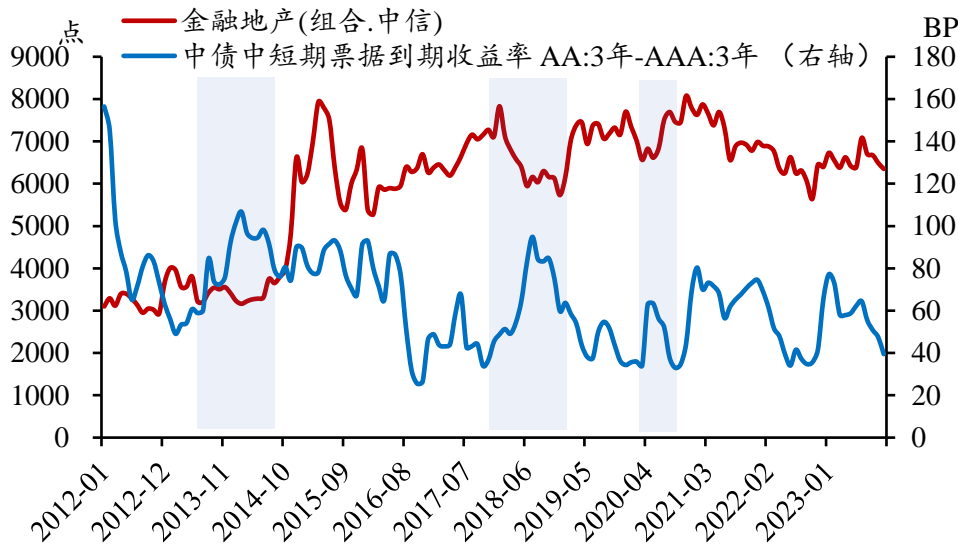
金融地产作为高负债行业，利率上行会增大偿债压力，降低盈利水平，因此一般认为流动性与金融地产板块负相关。但另一方面，利率上行也可以是因为经济景气度上升，银行的净息差可能因此扩大。相关性结果显示，金融地产指数与 Shibor 三个月没有展现出明显的负相关。我们发现，信用利差与金融地产行业的相关性相对较高。当信用利差走阔时，意味着企业违约风险加剧，金融地产相关行业受到的负面影响较为显著。历史数据显示，当信用风险发生时，金融地产指数会出现一定幅度的回调。

美债收益率与金融地产的负相关性也比较明显。中美利差上升时，会引发外资的流出，中美利差下降时则反之。另外，我们认为中美经济错位是两者负相关性高于其他大类行业的主要原因之一，比如 2021 年年中开始美国通胀高企且经济持续表现强劲，美联储于 2022 年年初开启加息；而国内地产 2021 年年中起进入下行周期，并对内需带来了明显压力。此消彼长之下，金融地产指数和美债收益率出现了较强的负相关。

表 5：宏观指标与金融地产指数的相关系数

宏观指标	金融地产指数	万得全A
工业增加值:当月同比	0.10	0.11
PPI:全部工业品:当月同比	-0.12	0.10
固定资产投资完成额:累计同比	-0.17	0.07
社会消费品零售总额:当月同比	-0.17	0.06
经常账户差额	0.03	0.30
美国:国债收益率:10年	-0.53	-0.30
SHIBOR:3个月	-0.08	-0.16
信用利差	-0.40	-0.13
新增人民币贷款:当月值 MA12M	0.52	0.63

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 18：当信用风险发生时，金融地产指数会出现一定幅度的回调


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

以上是宏观指标对大类行业股价的影响。在附录中我们补充梳理了宏观观察指标与细分行业的相关性检测，并将行业按照相关系数的大小进行排序，这可以帮助我们建立一套更完整的宏观资产定价图景。

四、2024 年权益市场有望好于 2023 年

4.1 2023 年权益市场表现回顾

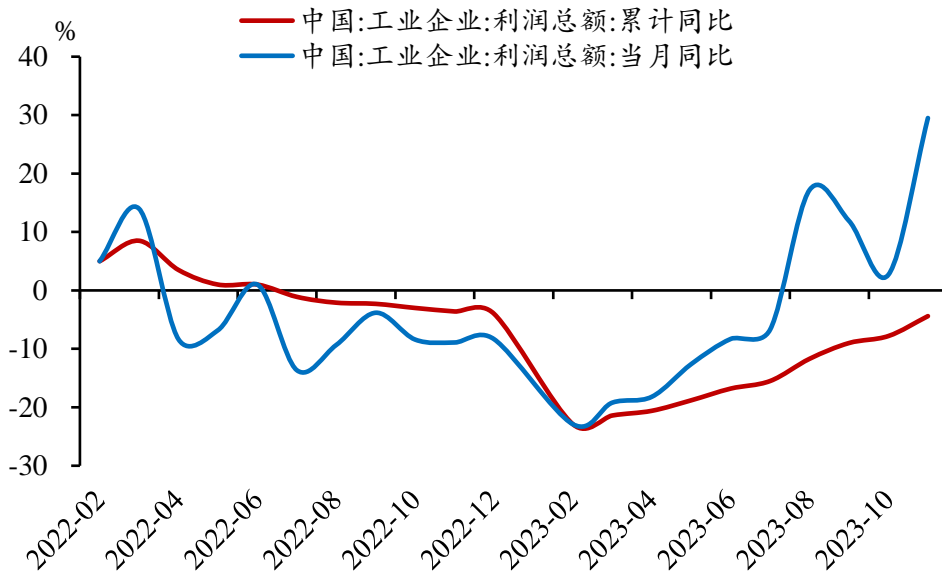
回顾 2023 年，权益市场表现一般。回顾 2023 年国内权益市场走势，A 股在年初冲高后，4 月后震荡回落。美联

储持续加息背景下外资的流出压力较大，以及国内经济复苏节奏偏缓，对权益市场走强形成制约。

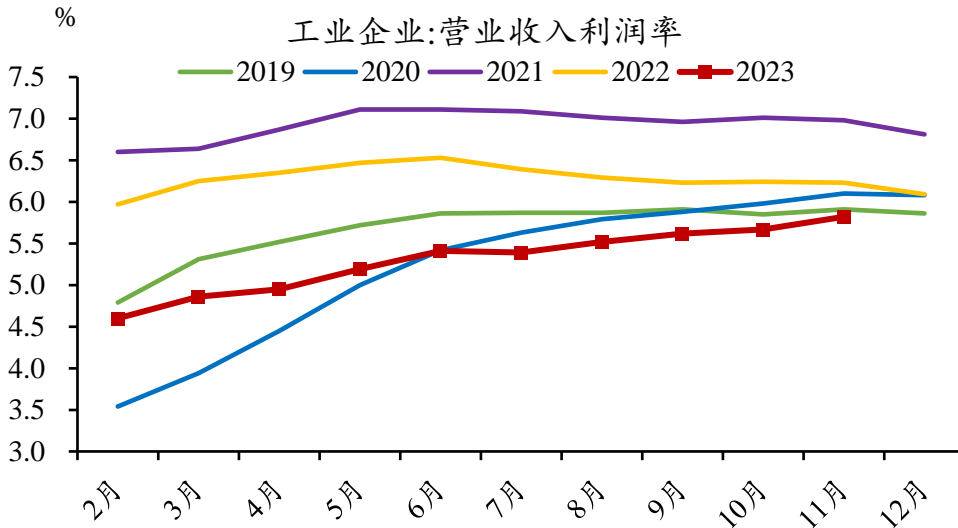
分子端，2023年1-11月工业企业利润负增长，累计增速逐月回升。2022年3月开始，工业企业利润同比持续下滑，2023年2月工业企业利润同比降幅达到了-22.9%，完成触底，随后逐步改善。截至11月利润降幅已收窄至-4.4%。

根据三因素框架拆解利润的变化，“价”先下后上，是主导利润边际变化的核心变量。(1)“量”平稳。1-11月工业增加值同比增长4.3%，全年走势较为平稳。4-7月内需、外需均疲弱的环境下，企业去库存导致工业增加值同比偏弱，8月起企业出现补库存的迹象，工业生产有所加快。(2)“价”先下后上。2022年10月PPI同比转负，2023年6月同比降幅扩大至5.4%，对利润产生了明显的拖累。7月PPI同比触底回升，并驱动利润改善，从利润单月增速来看，8月利润增速一度达到17.2%。但10月PPI同比降幅再次扩大，致使当月利润增速回踩(2.7%)。整体来看，2023年利润的走势与PPI同步性较高，“价”是主导利润边际变化的核心变量。(3)利润率整体处于近年较低水平。受到价格的压制，今年利润率持续低于去年水平，与2017年以来相比也处于较低分位(2020年上半年除外)。年内节奏而言，利润率的同比降幅是逐月收窄的，大宗商品价格低位运行，中下游行业原料成本压力有所减轻，工业企业单位成本总体改善，助推企业利润率年内缓步好转。

图 19：2023 年 1-11 月工业企业利润累计同比负增长，增速逐月回升

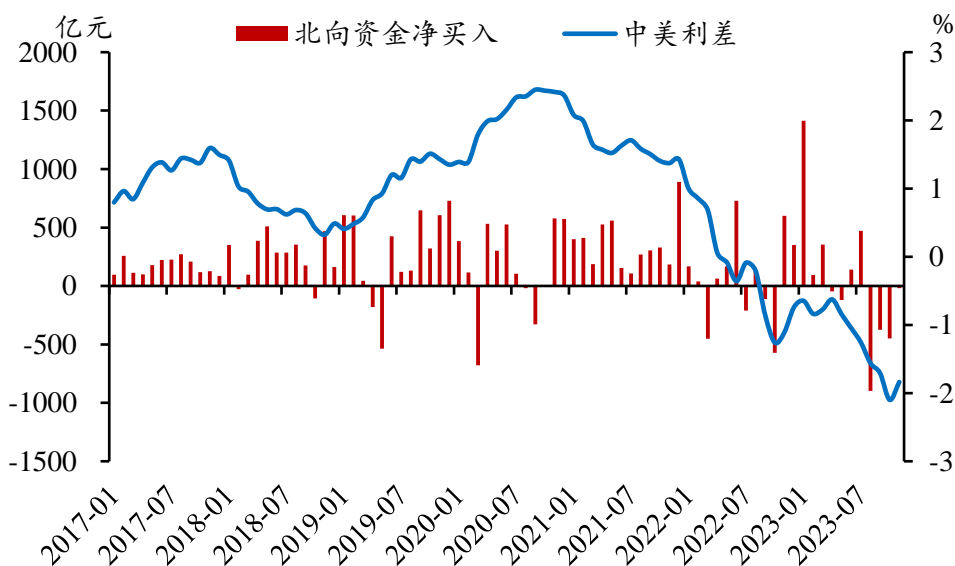


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 20：2023 年利润率整体处于近年较低水平


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

分母端，流动性呈现“内松外紧”格局，对 A 股形成压制。今年以来美国在超额储蓄与充分就业的劳动力市场的支撑下，消费需求尽显韧性，再叠加财政扩张力度较大，美国经济持续强劲。较强的经济基本面使得美联储不断收紧货币政策，十年期美债收益率震荡上行，并于 10 月一度突破 5%，为 2007 年 7 月以来高点。国内方面，2021 年下半年以来，随着基本面弱化信号逐渐显现，降准落地再度开启新一轮的货币宽松。2023 年 3 月、9 月各降准 25bp，6 月、8 月分别调降 MLF 利率 10、15 个 BP。除了个别时间段由于税期、季末、政府债供给等因素资金面收敛之外，国内流动性环境较为宽松。中美周期错位的大背景下，中美利差倒挂幅度走扩，引发外资流出，并使得国内风险资产承压。

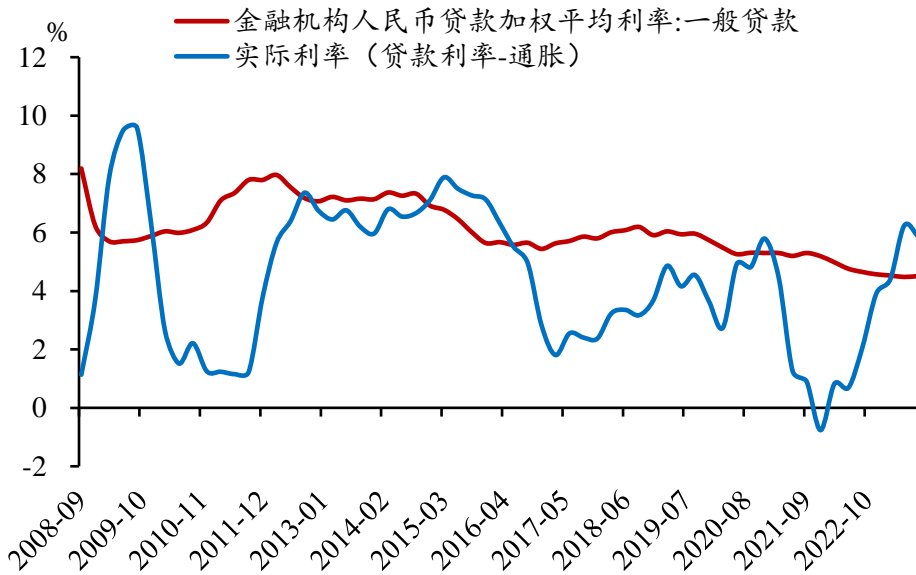
图 21：，中美利差倒挂幅度走扩，引发外资流出


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

人民币贷款增长受阻，症结主要在于居民、企业部门两大部门的贷款意愿与风险偏好较低。截至 11 月，人民币贷款余额同比上升 10.8%，增速较 4 月的高点 11.8% 下降明显。究其原因，客观上，虽然今年名义利率处于历史

较低位置，但减去通胀的实际利率其实并不低。使用金融机构一般贷款利率减通胀（ $0.4*PPI+0.6*CPI$ ）计算得到的实际利率处于 2017 年以来的高位，接近 2013-2014 年水平。由此可见，实体经济实际上面对着较高的融资成本。另一方面，微观主体加杠杆的动力不足。企业端，民营企业信心偏弱、预期不稳的问题仍然存在，企业扩大生产的意愿有限。居民端，地产低迷导致居民购房需求下降，居民存款规模增加，而贷款需求修复缓慢。

图 22：名义贷款利率和实际贷款利率



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

4.2 2024 年权益市场有望好于 2023 年

展望 2024 年，工业企业利润有望向上修复，主要驱动力在于价格回暖和利润率改善。

我们预计工业部门将对稳增长起到重要的支撑作用。2024 年工业生产存在三大拉动力。(1) 一是明年财政进一步发力。今年四季度增发 1 万亿国债，据《新闻和报纸摘要》12 月 19 日消息，财政部日前已下达第一批资金预算 2379 亿元。由此可以判断，1 万亿国债主要投放和实物工作量或在明年形成，我们预计明年基建大概率前置发力。另外，我们预计明年年初预算赤字 3% 左右，另外安排 1 万亿不计入赤字的特别国债，实际资金支持力度保持在与今年相比不减少的水平。(2) 二是“三大工程”的建设短期内有利于稳定地产投资，对冲地产行业的周期性下行压力，长期而言是房地产市场向新发展模式转型的重要方向。我们认为，可以期待央行考虑启动 PSL、或是其他专项借款工具支持“三大工程”建设。(3) 根据美国的库销比，我们预计美国制造业将于 2024 年一季度结束去库，并于二季度开始补库。美国补库存有望对我国出口形成一定的拉动。综合来看，我们认为 2024 年经济增长预期目标设置为 4.5%-5% 区间，据政策目标测算，预计 2024 年工业增加值同比增速在 5.0%-5.5% 附近。

图 23：美国库销比拐点领先库存周期一年左右

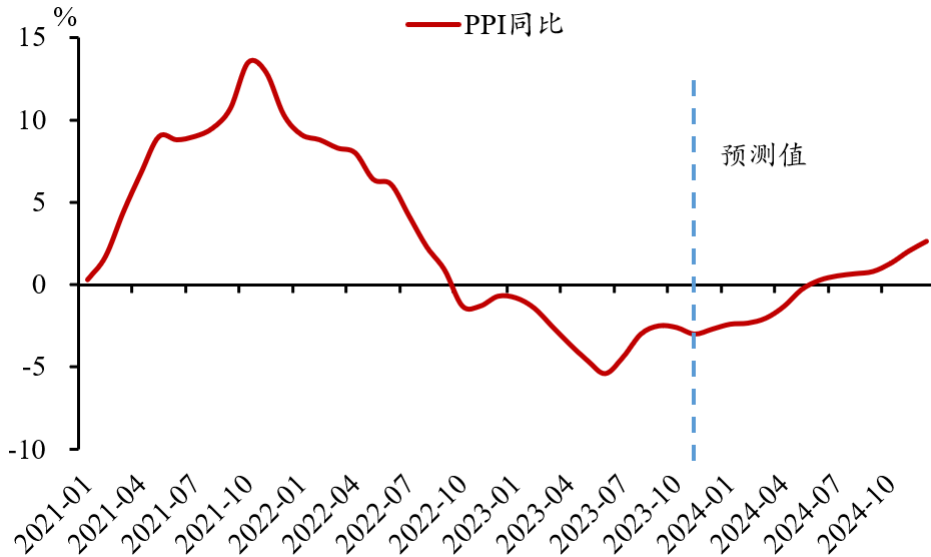

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

PPI 同比或将在明年摆脱负增长，温和上行。国内方面，稳增长政策发力，基建、三大工程、设备更新等一系列抓手有望带动国内定价的工业品需求回暖。除此之外，中上游行业产能利用率较高，产能周期有望触底回升。2022 年以来上游采掘业、中游原材料加工业的产能利用率维持在较高水平，这与 2016 年供给侧改革以来传统行业产能扩充力度相对克制有关。今年三季度，煤炭开采、石油和天然气开采、化学纤维、有色金属、黑色金属的产能利用率分位数均处于 2016 年以来的 60% 以上。中上游产能利用水平偏高，意味着当需求上升时工业品价格的上行存在一定的弹性。海外方面，目前原油价格已处于较低水平，OPEC+ 或进一步加大减产力度以推升油价，2024 年原油供需格局预计处于紧平衡状态。EIA 在 12 月的短期能源前景展望报告中预测 2024 年布伦特原油价格为 82.57 美元/桶，略高于 2023 年的 82.40 美元/桶。根据我们的测算，明年 PPI 同比前低后高，二季度末有望实现转正，全年中枢在 0% 左右。

表 6: 各行业产能利用率

产能利用率 (%)	2022-03	2022-06	2022-09	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09	分位数
煤炭开采和洗选	74.9	74.3	75.0	75.4	73.8	74.5	73.8	71%
石油和天然气开采	92.4	92.3	91.8	91.3	91.2	90.9	91.2	72%
化学纤维	84.2	83.8	82.0	79.2	82.1	84.1	85.1	92%
化学原料	77.9	77.7	75.3	76.0	75.5	74.3	74.6	28%
有色金属	79.0	79.0	79.6	79.4	77.8	80.3	80.2	72%
非金属矿物	65.8	66.7	68.2	67.2	63.9	65.1	65.0	8%
黑色金属冶炼	77.0	79.2	74.9	73.5	78.1	79.0	79.1	68%
通用设备	79.2	78.5	79.7	79.3	79.1	79.7	78.7	48%
汽车制造	72.1	69.1	75.7	73.2	72.0	73.3	75.6	40%
医药制造业	74.6	75.1	74.8	77.6	75.2	76.2	72.7	4%
计算机通信	77.0	77.5	78.1	78.5	73.7	74.6	76.5	12%
专用设备	77.8	77.5	77.6	77.5	77.0	78.1	77.5	22%
电气机械	77.3	76.0	76.7	79.0	75.8	77.1	77.8	32%
纺织业	78.2	77.8	76.7	76.2	75.5	76.9	76.9	28%
食品制造业	71.6	71.3	72.0	71.9	70.7	68.1	71.1	16%

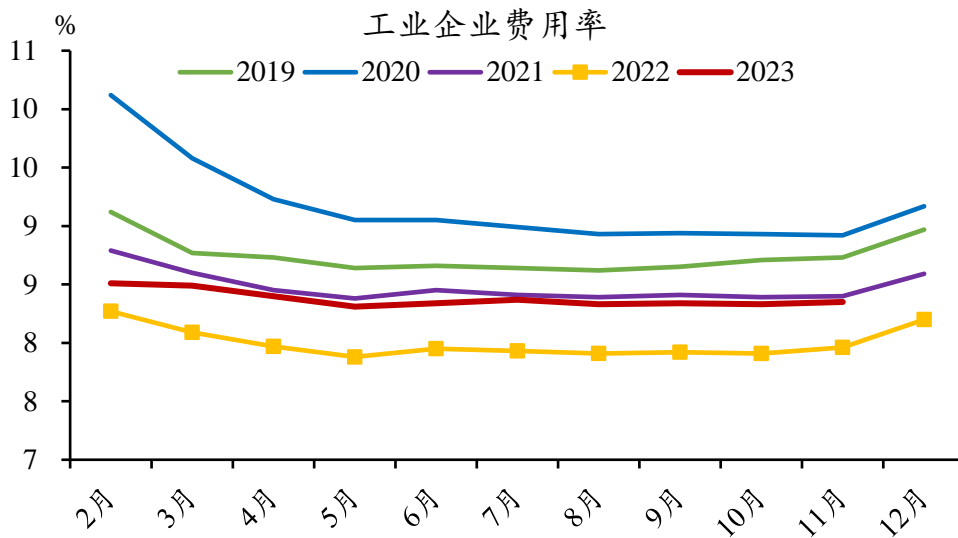
资料来源: 万得, 信达证券研发中心
 注释: 分位数为 2016 年以来。

图 24: PPI 同比预测


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

企业利润率有望小幅回升。“价”的上升能够扩大企业的盈利空间，驱动利润率回升。另外，12 月中央经济工作会议在部署明年积极财政政策时，提出要落实好结构性减税降费政策，重点支持科技创新和制造业发展。减税降费能够有效降低企业的费用支出，比如 2022 年，受益于四万亿减税降费，工业企业费用率全年都处于历史较低水平。2024 年减税降费侧重支持科技创新和制造业等领域，力度大概率小于 2022 年，但仍能起到减少企业费用的作用。我们预计，2024 年企业利润率同比增速为 2%-6%。

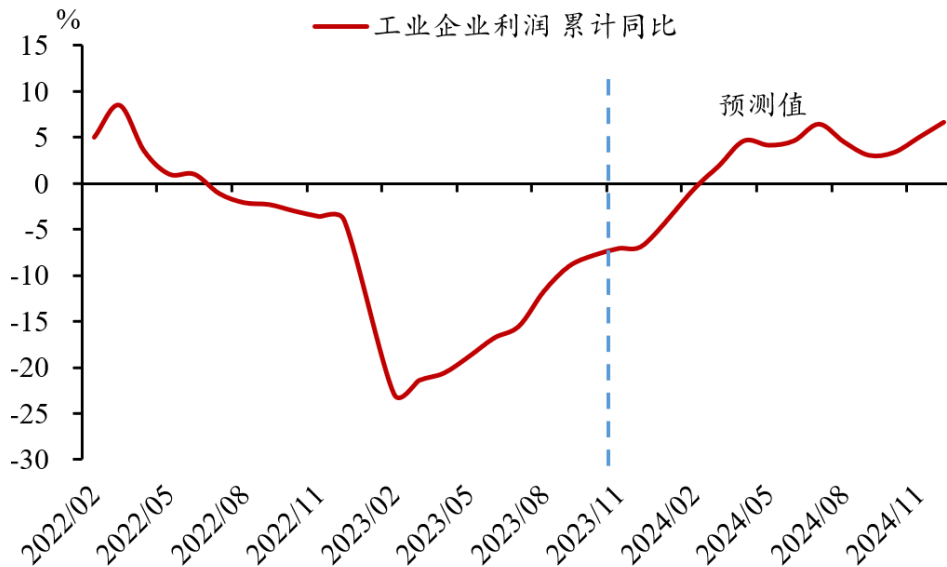
图 25：2022 年工业企业费用率全年都处于历史较低水平



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

通过量、价和利润率三因素框架进行测算，2024 年工业企业利润增速在 7%-11%。节奏上，我们预计年内利润同比前低后高，三季度由于高基数的影响同比增速小幅回落，四季度重新走高。

图 26：2024 年工业企业利润增速预测



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

美国紧缩接近尾声，2024 年美债收益率的大方向是下行。由于经济活动的增长已经从第三季度的强劲步伐转为放缓，2023 年 12 月议息会议美联储暂停加息，联邦基金利率目标区间维持 5.25%-5.50% 不变，是美国年内连续第三次暂停加息。根据最近的 CME FEDWatch 数据，市场预期美联储于明年 3 月开启降息，全年降息 6 次。但从

近期美国公布的各项数据来看，美国经济仍具韧性。美国 12 月 23 日当周红皮书商业零售同比从 3.6%回升至 4.1%；11 月零售和食品服务销售额环比上升 0.28%，上月为-0.22%；11 月美国制造业 PMI 持平，非制造业 PMI 小幅回升。12 月 14 日更新的 GDPNow 上调美国四季度经济增速预测至 2.6%，前值为 1.2%。我们认为，3 月开始降息过于乐观，美联储可能最早于 2024 年二季度降息。虽然对于降息时点可能存在预期差，但大方向上对于 A 股而言，2024 年美联储货币政策即将迎来转向，利好权益市场表现。

图 27：美国降息预期（截至 2024/1/2）

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.9%	87.1%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.1%	70.8%	19.2%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.7%	68.4%	21.1%	0.7%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	13.9%	65.1%	19.7%	0.7%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	11.8%	57.3%	26.6%	3.6%	0.1%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.5%	10.9%	53.6%	29.1%	5.4%	0.4%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.3%	7.1%	37.7%	38.2%	14.2%	2.3%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.3%	5.7%	31.7%	38.1%	19.0%	4.6%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: FEDwatch, 信达证券研发中心

综合来看，下一阶段 A 股的分子端、分母端边际上或均有所改善，2024 年权益市场表现有望好于今年。

4.3 关注三条投资主线

2024 年关注三条投资主线。

PPI 回升对中上游行业形成利好。在前文中我们判断 2023 年 PPI 同比或将温和上行，PPI 上行将推动中上游基本面改善。关注煤炭、油气油服、钢铁等行业。

美债收益率下行是第二条主线。参考细分行业与美债收益率的相关性检测结果（见附录），成长类资产与美债收益率有较强的负相关。在美债收益率下行阶段，计算机、电子、传媒等行业表现相对较好。

出口链受益于美国库存周期见底回升。WTO 预测 2024 年全球贸易增速将从 2023 年的 0.8%回升至 3.3%，2024 年北美、欧洲的进口增速分别为 2.2%、1.6%，均较 2023 年（北美-1.2%、欧美-0.7%）提升。我们判断，美国将于 2024 年年中左右开启补库存，中国出口链有望受益，关注电力设备、机械设备、汽车等行业的投资机会。

五、附录：宏观指标与细分行业的相关性检测

附录是宏观观察指标与申万一级行业的相关性检测，使用的方法是48个月滚动回归，与本文的第二部分保持一致。行业按照相关系数的大小进行排序，排名越靠前意味着该宏观指标上升时，细分行业指数上涨幅度相对较大；排名靠后则是宏观指标下行时，细分行业相对占优。

表 7：宏观观察指标与申万一级行业的相关性检测（1）

排名	工增同比	排名	PPI 同比	排名	固投同比	排名	社零同比	排名	经常账户差额
石油石化	0.253	钢铁	0.736	石油石化	0.549	交通运输	0.374	国防军工	0.389
轻工制造	0.185	石油石化	0.511	交通运输	0.384	石油石化	0.349	电力设备	0.344
机械设备	0.179	有色金属	0.497	轻工制造	0.383	轻工制造	0.324	公用事业	0.330
汽车	0.178	汽车	0.385	汽车	0.382	机械设备	0.266	机械设备	0.321
基础化工	0.158	食品饮料	0.384	机械设备	0.371	钢铁	0.229	食品饮料	0.319
交通运输	0.144	煤炭	0.362	有色金属	0.362	汽车	0.228	综合	0.308
国防军工	0.131	建筑材料	0.332	钢铁	0.358	煤炭	0.178	社会服务	0.297
银行	0.130	基础化工	0.289	基础化工	0.340	基础化工	0.167	汽车	0.285
建筑材料	0.120	公用事业	0.241	电力设备	0.330	有色金属	0.148	基础化工	0.282
钢铁	0.119	轻工制造	0.239	国防军工	0.285	国防军工	0.141	医药生物	0.243
美容护理	0.117	银行	0.231	煤炭	0.283	电力设备	0.126	电子	0.224
有色金属	0.116	美容护理	0.229	公用事业	0.249	公用事业	0.105	美容护理	0.213
电力设备	0.109	电子	0.220	综合	0.186	美容护理	0.098	建筑材料	0.204
煤炭	0.082	交通运输	0.195	美容护理	0.115	传媒	0.071	有色金属	0.203
家用电器	0.079	机械设备	0.194	社会服务	0.061	环保	0.061	交通运输	0.197
社会服务	0.058	环保	0.186	农林牧渔	-0.005	社会服务	0.047	农林牧渔	0.186
非银金融	0.058	建筑装饰	0.127	环保	-0.024	纺织服饰	0.047	传媒	0.170
医药生物	0.055	综合	0.123	建筑装饰	-0.035	房地产	0.024	轻工制造	0.170
房地产	0.034	家用电器	0.111	医药生物	-0.103	综合	0.021	计算机	0.160
传媒	0.030	医药生物	0.089	传媒	-0.104	商贸零售	0.004	石油石化	0.148
综合	0.023	国防军工	-0.023	建筑材料	-0.115	农林牧渔	-0.045	钢铁	0.139
食品饮料	0.019	电力设备	-0.025	电子	-0.143	建筑材料	-0.050	家用电器	0.122
农林牧渔	0.014	房地产	-0.060	房地产	-0.157	医药生物	-0.057	纺织服饰	0.096
电子	-0.004	纺织服饰	-0.065	商贸零售	-0.172	建筑装饰	-0.058	环保	0.075
商贸零售	-0.005	社会服务	-0.065	纺织服饰	-0.181	电子	-0.066	商贸零售	0.074
公用事业	-0.025	商贸零售	-0.161	非银金融	-0.188	银行	-0.159	非银金融	0.044
环保	-0.036	通信	-0.197	银行	-0.197	非银金融	-0.172	建筑装饰	0.019
计算机	-0.077	非银金融	-0.228	计算机	-0.251	通信	-0.293	煤炭	-0.007
纺织服饰	-0.088	农林牧渔	-0.264	家用电器	-0.430	计算机	-0.303	通信	-0.019
建筑装饰	-0.136	计算机	-0.292	通信	-0.544	家用电器	-0.367	房地产	-0.030
通信	-0.254	传媒	-0.372	食品饮料	-0.627	食品饮料	-0.531	银行	-0.087

资料来源：万得，信达证券研发中心

表 8：宏观观察指标与申万一级行业的相关性检测（2）

排名	美国国债收益率	排名	SHIBOR	排名	信用利差	排名	新增人民币贷款
石油石化	0.174	房地产	0.360	石油石化	0.158	食品饮料	0.871
钢铁	0.154	环保	0.261	国防军工	0.083	家用电器	0.726
煤炭	0.038	纺织服饰	0.244	社会服务	0.081	社会服务	0.723
建筑装饰	-0.024	建筑装饰	0.235	传媒	0.079	建筑材料	0.691
公用事业	-0.037	交通运输	0.233	钢铁	0.076	电子	0.678
交通运输	-0.087	商贸零售	0.223	公用事业	0.051	医药生物	0.626
银行	-0.117	银行	0.150	机械设备	0.016	基础化工	0.622
有色金属	-0.170	钢铁	0.089	电力设备	0.011	汽车	0.604
基础化工	-0.214	轻工制造	0.063	计算机	-0.024	电力设备	0.589
汽车	-0.237	石油石化	0.051	医药生物	-0.039	农林牧渔	0.572
环保	-0.261	通信	0.050	交通运输	-0.046	综合	0.545
房地产	-0.282	传媒	0.022	纺织服饰	-0.086	美容护理	0.532
商贸零售	-0.293	煤炭	-0.048	食品饮料	-0.121	机械设备	0.483
美容护理	-0.313	机械设备	-0.095	商贸零售	-0.145	银行	0.468
轻工制造	-0.324	非银金融	-0.105	轻工制造	-0.164	国防军工	0.458
通信	-0.324	家用电器	-0.106	建筑装饰	-0.167	非银金融	0.429
社会服务	-0.339	有色金属	-0.108	环保	-0.167	有色金属	0.410
机械设备	-0.345	汽车	-0.130	综合	-0.172	轻工制造	0.364
食品饮料	-0.346	公用事业	-0.165	非银金融	-0.175	计算机	0.350
国防军工	-0.363	建筑材料	-0.202	家用电器	-0.180	钢铁	0.232
纺织服饰	-0.388	国防军工	-0.206	汽车	-0.182	公用事业	0.153
电力设备	-0.396	基础化工	-0.210	基础化工	-0.187	交通运输	0.064
综合	-0.397	电子	-0.212	煤炭	-0.189	石油石化	0.058
传媒	-0.426	美容护理	-0.280	美容护理	-0.193	传媒	-0.098
家用电器	-0.448	电力设备	-0.298	有色金属	-0.231	煤炭	-0.157
电子	-0.450	医药生物	-0.304	电子	-0.267	环保	-0.236
医药生物	-0.472	社会服务	-0.326	银行	-0.277	通信	-0.292
非银金融	-0.475	综合	-0.330	建筑材料	-0.295	建筑装饰	-0.326
建筑材料	-0.486	计算机	-0.351	农林牧渔	-0.314	商贸零售	-0.459
农林牧渔	-0.618	食品饮料	-0.361	通信	-0.329	房地产	-0.553
计算机	-0.622	农林牧渔	-0.505	房地产	-0.334	纺织服饰	-0.564

资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

政策超预期收紧；历史数据及规律不能代表未来。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

肖张羽，信达证券宏观分析师。英国剑桥大学经济与金融硕士，英国伦敦大学学院经济学学士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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任何责任，投资者需自行承担风险。