

海外与大类周报

证券研究报告

2024年03月26日

如何观察美股与美债相关性

作者

吴开达 分析师
SAC 执业证书编号：
S1110524030001
wukaida@tfzq.com

港股市场：等待更多积极信号

1) 恒指震荡走弱，主要宽基指数普遍回调。1-2月经济数据可圈可点，消费、投资等分项同比实现边际改善，港股予以积极回应，而后在人民币波动放大的扰动下，多数行业悉数回吐前期涨幅。3月18日至22日，风格层面，恒生科技下跌2.65%，仅高股息风格录得上涨为0.13%；行业层面，科技板块逆势亮眼，电讯与资讯科技分别上涨1.53%、0.06%，地产建筑(-4.18%)与医疗保健(-6.15%)行业领跌市场；

2) 房地产领域仍面临较大下行压力，若后续政策端能从投融资等方面熨平风险，市场风险偏好或得到提升。1-2月房地产开发投资同比回落9%，商品房销售额与销售面积跌幅均扩大至20%以上，行业景气度尚处低位。考虑到房地产行业在经济体量中依旧占据较大的比重，保障其平稳运行的重要性不言而喻。往后看，我们认为若相关领域的局部风险得到有效遏制，相关经济主体的融资与生产积极性都有可能得到提振，扭转企业信贷脉冲的偏弱状态，届时港股有望凝聚更多共识并打开向上空间；

3) 配置方面，在经济数据持续性等待验证以及港元贬值压力尚未缓解的背景下，建议仍以高股息策略为主。短期内股息率较高的公用事业、能源、金融、电信等板块，即使未来市场波动率有所上升，也能在该环境中提供可观的相对收益；中长期而言，以半导体、互联网为代表的科技行业仍将是产业转型的主抓手，有望从政府支持以及国产替代中受益。

美股市场：关注债市波动下降的可能

1) 美股消化前期调整并展开强势反弹，三大股指皆创历史新高。3月21日凌晨美联储召开3月议息会议，声明中维持当前联邦基金目标利率5.25-5.50%区间不变，并认为年初通胀压力无虞、整体下行趋势不变，经济预测大幅上修向“不着陆”演化，进一步提升市场风险偏好。3月18日至22日，纳斯达克指数涨幅显著达2.85%，标普500与道琼斯工业指数涨约2%，三大股指皆创历史新高。风格层面，大盘与成长风格表现占优，标普500纯成长指数上涨3.24%；行业层面，以通信服务(+4.78%)、信息技术(+2.92%)为代表的科技板块涨幅居前，部分消费板块如日常消费(+0.88%)、医疗保健(+0.38%)表现靠末，仅房地产录得负收益(-0.44%)；

2) 美联储的鸽派指引下仍需警惕二次通胀风险，降息空间或受限。3月议息会议营造出经济不着陆、通胀可控的图景。我们认为尽管当前美联储在经济乐观的预期下依旧保留全年75bp的降息空间，但若出现二次通胀压力，降息空间有概率受到压制。美国科技革命以及劳动力市场偏紧将从供需两端增加美国再通胀概率，宽松的货币政策或推动通胀值远离美联储2%的长期目标水平，因此对于未来降息空间仍需保持谨慎；

3) 加息周期以来债券波动率指数与美股的拟合效果更好。MOVE指数与标普500保持较好的负相关性，部分时间段内也具备一定的领先性，潜在解释是MOVE指数上升代表利率中枢的预期不稳定，暗含市场存在可能的流动性或其他冲击，并间接影响股票市场；MOVE指数回落反映了经济强劲的现实，市场不确定性消弭，推动美股走高。鉴于当前MOVE指数仍偏离历史均值相当水平，我们认为若美国经济韧性得到更多证明，市场的不确定性或将进一步下降，美股有望走高；

4) 投资策略上，短期内部分市场技术指标仍存在过热迹象，经济数据与产业趋势暂无更多向上催化，对美股可保持适当谨慎。配置层面围绕三条主线展开，一是美国经济软着陆的基准假设下，通胀存在回升可能，能源、原材料等顺周期板块或具备一定收益空间；二是市场仍保留年内降息预期，关注医疗保健等利率敏感型板块；三是人工智能产业趋势尚处在验证阶段，关注部分科技细分板块的配置机会。

风险提示：海外流动性快速收紧；美国经济硬着陆风险；国际局势复杂化。

相关报告

- 《投资策略：近期大类资产表现的深度思考-A股策略周报》2024-03-25
- 《投资策略：嘉实中国电建清洁能源REIT成立-周观REITs2024年3月第3周》2024-03-24
- 《投资策略：通胀数据指向的美股线索-海外与大类周报》2024-03-18

内容目录

1. 权益市场回顾.....	4
1.1. 港股市场：等待更多积极信号.....	4
1.2. 美股市场：鸽声嘹亮？.....	5
2. 大类资产回顾.....	8
2.1. 股票市场.....	8
2.2. 债券市场.....	10
2.3. 外汇市场.....	11
2.4. 大宗商品.....	12
3. 全球宏观经济回顾.....	13
4. 主要经济体重要数据与事件日历.....	14
5. 风险提示.....	14

图表目录

图 1：港股主要风格指数涨跌幅(3.18-3.22).....	4
图 2：恒生综合行业指数涨跌幅(3.18-3.22).....	4
图 3：基建与地产上市公司的长期借款比例占全 A 约 60%.....	4
图 4：地产竣工压力或在后续显现.....	4
图 5：美股主要风格指数涨跌幅(3.18-3.22).....	5
图 6：标普 500 一级行业指数涨跌幅(3.18-3.22).....	5
图 7：美联储对 2024 年经济预测变化.....	5
图 8：美联储鹰派-鸽派指数与经济乐观指数.....	5
图 9：标普 500 与美债利率的相关性不明显.....	6
图 10：降息预期与美股走势贴合不佳.....	6
图 11：本轮加息周期以来标普 500 与 MOVE 指数负相关.....	6
图 12：MOVE 指数与 VIX 指数.....	6
图 13：美国信用利差与 MOVE 指数正相关.....	7
图 14：2020 年以来美国通胀预期推动 MOVE 指数走高.....	7
图 15：全球股票市场指数涨跌幅(3.18-3.22).....	8
图 16：恒生风格指数估值与历史分位.....	8
图 17：恒生行业指数估值与历史分位.....	8
图 18：港股通单周净买入规模(3.18-3.22).....	8
图 19：恒生行业指数单周港股通净流入(3.18-3.22).....	8
图 20：港股卖空额占市场成交总额比例.....	9
图 21：恒生指数 6 日 RSI 指数.....	9
图 22：标普 500 市场宽度指标.....	9
图 23：美股主动投资仓位指数.....	9
图 24：中国公开市场操作货币净投放.....	10
图 25：7 天资金拆借利率.....	10

图 26: 十年国债与国开债到期收益率	10
图 27: 中美长债利差	10
图 28: 中国信用利差与期限利差	10
图 29: 美国信用利差与期限利差	10
图 30: 美元指数	11
图 31: 人民币汇率	11
图 32: 美元兑人民币即期询价成交量	11
图 33: 美元兑人民币掉期报价	11
图 34: 欧元兑美元与英镑兑美元	11
图 35: 港元汇率与美港利差	11
图 36: 全球主要大宗商品涨跌幅(3.18-3.22)	12
图 37: 布伦特与 WTI 原油价格	12
图 38: 美国 API 原油库存	12
图 39: 伦敦金与沪金	12
图 40: LME 铜价	12
图 41: CME 加息概率	13
图 42: 亚特兰大联储预估 2024Q1 GDP 环比变化	13
图 43: 美国当周初次申请失业金人数	13
图 44: 美国已获得批准的新建私人住宅折年数	13
图 45: 德国 3 月制造业与服务业 PMI	13
图 46: 法国 3 月制造业与服务业 PMI	13
图 47: 日本 3 月 CPI 与核心 CPI 同比	14
图 48: 日本 10 年期国债基准收益率	14
图 49: 韩国出口金额前 20 日同比	14
图 50: 韩国 2 月 PPI 同比	14
表 1: 标普 500 一级行业指数宽度指标	9
表 2: 下周重点数据与事件	14

1. 权益市场回顾

1.1. 港股市场：等待更多积极信号

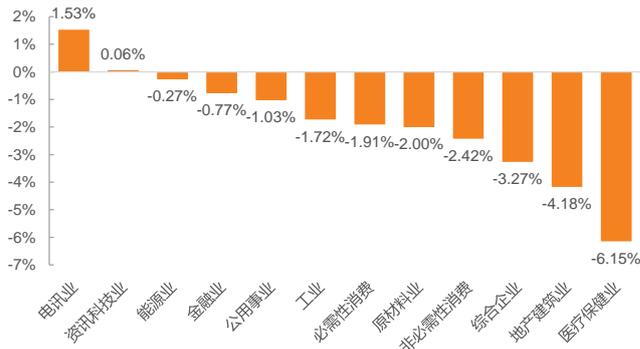
恒指震荡走弱，主要宽基指数普遍回调。1-2 月经济数据可圈可点，消费、投资等分项同比实现边际改善，港股予以积极回应，而后在人民币波动放大的扰动下，多数行业悉数回吐前期涨幅。3 月 18 日至 22 日，风格层面，恒生科技下跌 2.65%，仅高股息风格录得上涨为 0.13%；行业层面，科技板块逆势亮眼，电讯与资讯科技分别上涨 1.53%、0.06%，地产建筑(-4.18%)与医疗保健(-6.15%)行业领跌市场。

图 1：港股主要风格指数涨跌幅(3.18-3.22)



资料来源：Wind，天风证券研究所

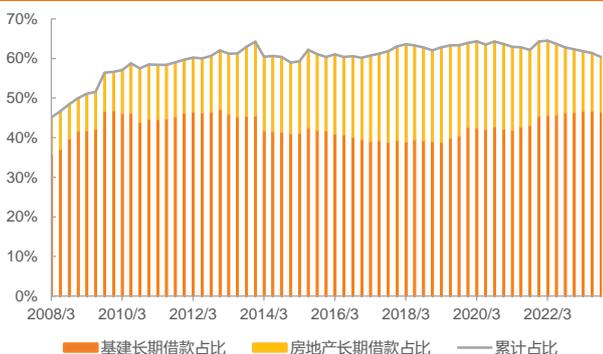
图 2：恒生综合行业指数涨跌幅(3.18-3.22)



资料来源：Wind，天风证券研究所

房地产领域仍面临较大下行压力，若后续政策端能从投融资等方面熨平风险，市场风险偏好或得到提升。1-2 月房地产开发投资同比回落 9%，商品房销售额与销售面积跌幅均扩大至 20%以上，行业景气度尚处低位。考虑到房地产行业在经济体量中依旧占据较大的比重，保障其平稳运行的重要性不言而喻。融资端上，全体上市公司中基建与地产板块的长期借款占比之和处于 60%左右水平，是企业中长贷与政府债券的杠杆主体；投资端上，由于地产开发商拿地意愿降低、土地储备相对不足，导致新开工面积持续下降，地产竣工压力或逐渐显现。往后看，我们认为若相关领域的局部风险得到有效遏制，相关经济主体的融资与生产积极性都有可能得到提振，扭转企业信贷脉冲的偏弱状态，届时港股有望凝聚更多共识并打开向上空间。

图 3：基建与地产上市公司的长期借款比例占全 A 约 60%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：地产竣工压力或在后续显现



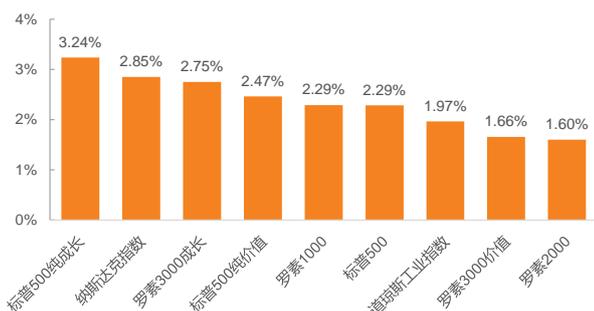
资料来源：Wind，天风证券研究所

配置方面，在经济数据持续性等待验证以及港元贬值压力尚未缓解的背景下，建议仍以高股息策略为主。短期内股息率较高的公用事业、能源、金融、电信等板块，即使未来市场波动率有所上升，也能在该环境中提供可观的相对收益；中长期而言，以半导体、互联网为代表的科技行业仍将是产业转型的主抓手，有望从政府支持以及国产替代中受益。

1.2. 美股市场：关注债市波动下降的可能

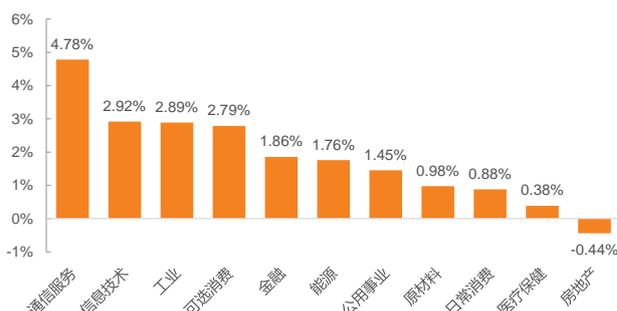
美股消化前期调整并展开强势反弹，三大股指皆创历史新高。3月21日凌晨美联储召开3月议息会议，声明中维持当前联邦基金目标利率 5.25-5.50% 区间不变，并认为年初通胀压力无虞、整体下行趋势不变，经济预测大幅上修向“不着陆”演化，进一步提升市场风险偏好。3月18日至22日，纳斯达克指数涨幅显著达 2.85%，标普 500 与道琼斯工业指数涨约 2%，三大股指皆创历史新高。风格层面，大盘与成长风格表现占优，标普 500 纯成长指数上涨 3.24%；行业层面，以通信服务(+4.78%)、信息技术(+2.92%)为代表的科技板块涨幅居前，部分消费板块如日常消费(+0.88%)、医疗保健(+0.38%)表现靠末，仅房地产录得负收益(-0.44%)。

图 5：美股主要风格指数涨跌幅(3.18-3.22)



资料来源：Wind，天风证券研究所

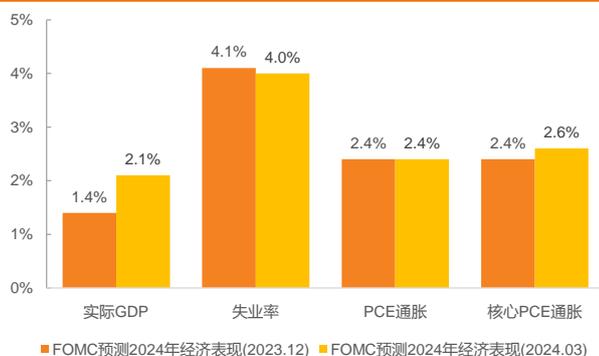
图 6：标普 500 一级行业指数涨跌幅(3.18-3.22)



资料来源：Wind，天风证券研究所

美联储的鸽派指引下仍需警惕二次通胀风险，降息空间或受限。对比今年 3 月与去年 12 月美联储对 2024 年的经济预测，实际 GDP 从 1.4% 大幅上修至 2.1%，失业率微降 0.1% 至 4.0%，PCE 通胀保持不变，核心 PCE 通胀上调 0.2% 至 2.6%，整体营造出经济不着陆、通胀可控的图景。美联储的经济定量预测与其议息声明基调具有一致性，根据文本生成的鹰派-鸽派指数自 2023 年 2 月见顶后持续回落，经济乐观指数也于 2023 年 5 月触底反弹，反映美联储更为鸽派的倾向以及对于美国经济保持韧性的判断。我们认为尽管当前美联储在经济乐观的预期下依旧保留全年 75bp 的降息空间，但若出现二次通胀压力，降息空间有概率受到压制。前期报告《通胀数据指向的美股线索》(2024.3.18) 中曾指出，考虑到 AI 投入对经济与劳动生产率的支撑，以及就业市场依旧偏紧的现状，美国再通胀概率仍有上升可能，宽松的货币政策或推动通胀值远离美联储 2% 的长期目标水平，因此对于未来降息空间仍需保持谨慎。

图 7：美联储对 2024 年经济预测变化



资料来源：美联储，天风证券研究所

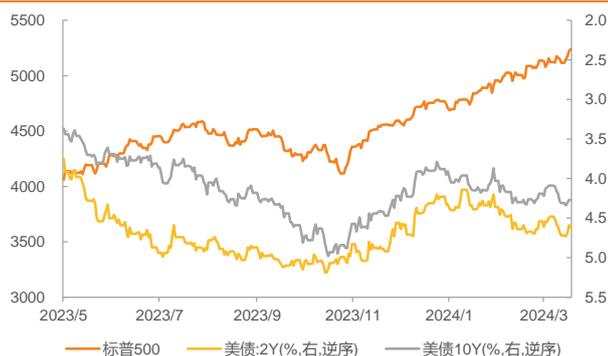
图 8：美联储鹰派-鸽派指数与经济乐观指数



资料来源：MM，天风证券研究所

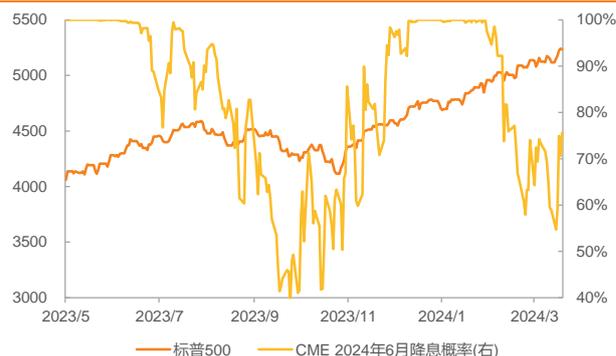
美债利率与降息预期均难以解释美股运行节奏。短端利率代表市场对于政策利率的预期，长端利率反映市场对经济前景的判断，理论上资金成本的下降或远期基本面的改善均会对权益资产形成促进作用。尽管过去几年中市场经历了经济衰退、银行爆雷、人工智能等直击人心的叙事，这些因素也对利率曲线结构形成一定的影响，投资者们希望从利率的变化中找到降息或软着陆的线索进而指导美股投资，但从去年5月以来美股与美债的相关性看，二者关系并不稳定，如标普500从2023年5月持续上行至8月高点，期间2年期与10年期美债利率同步上行，此后直到10月底美股在美债利率抬升压力下发生回撤，11月至12月美债回落对应股指上涨，但2024年以来各期限美债上行与美股上涨形成背离。同样地，市场通过交易联邦基金利率期货所得到的降息概率也难以贴合美股运行节奏。

图 9：标普 500 与美债利率的相关性不明显



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：降息预期与美股走势贴合不佳



资料来源：Wind，天风证券研究所

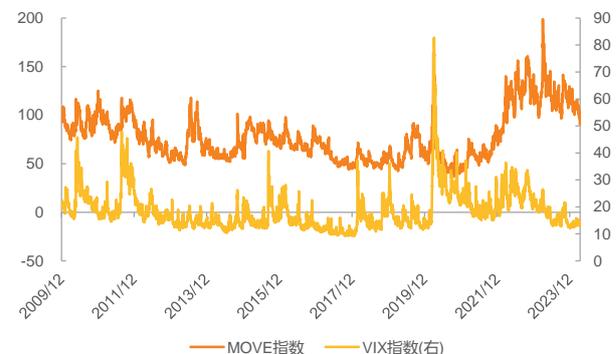
加息周期以来债券波动率指数与美股的拟合效果更好。美林编制的 MOVE 指数衡量了美债长期期权波动率的变化情况，与美股的 VIX 指数类似，编制方法按照 20%/20%/40%/20% 的权重分别对场外市场的 2/5/10/30 年期美债期权 1 个月隐含波动率进行标准化处理并加总得到，MOVE 越大代表美债收益率的波动越明显。自 2022 年美联储开启加息周期以来，MOVE 指数与标普 500 保持较好的负相关性，部分时间段内也具备一定的领先性，潜在解释是 MOVE 指数上升代表利率中枢的预期不稳定，暗含市场存在可能的流动性或其他冲击，并间接影响股票市场。另一佐证是 MOVE 与 VIX 指数走势较为吻合，由于从体量上看债市要远高于股市，因此 MOVE 对冲击事件的反应幅度也大于 VIX。

图 11：本轮加息周期以来标普 500 与 MOVE 指数负相关



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 12：MOVE 指数与 VIX 指数



资料来源：彭博，天风证券研究所

MOVE 指数回落反映了经济强劲的现实，市场不确定性消弭，推动美股走高。长端利率可拆分为短端利率、通胀预期与其他风险溢价之和，由于短期内短端利率预期难以发生大幅变化，因此利率波动更多为通胀预期与期限溢价所解释。我们从 MOVE 指数的绝对水平与变化趋势来理解美股变化：2022 年，在美联储加息、俄乌局势、新冠变种等多维冲击影响下，投资者为不确定性支付的溢价在上升，反映在信用利差与通胀预期持续提高，带动 MOVE 指数飙升，标普 500 承压。此后虽然通胀与利率水平依旧高企，但美国强劲的盈利增速不断消化成本端影响，利率溢价水平得以下降，推动美股触底反弹。鉴于当前 MOVE 指数仍偏离历史均值相当水平，我们认为若美国经济韧性得到更多证明，市场的不确定性或将进一步下降，美股有望走高。

图 13：美国信用利差与 MOVE 指数正相关



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 14：2020 年以来美国通胀预期推动 MOVE 指数走高



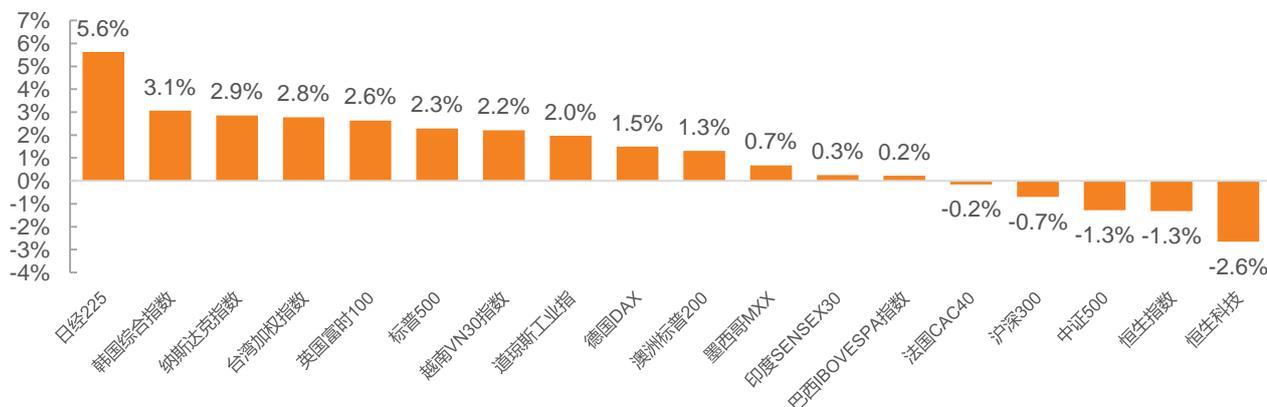
资料来源：彭博，天风证券研究所

投资策略上，短期内部分市场技术指标仍存在过热迹象，经济数据与产业趋势暂无更多向上催化，对美股可保持适当谨慎。配置层面围绕三条主线展开，一是美国经济软着陆的基准假设下，通胀存在回升可能，能源、原材料等顺周期板块或具备一定收益空间；二是市场仍保留年内降息预期，关注医疗保健等利率敏感型板块；三是人工智能产业趋势尚处在验证阶段，关注部分科技细分板块的配置机会。

2. 大类资产回顾

2.1. 股票市场

图 15：全球股票市场指数涨跌幅(3.18-3.22)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：恒生风格指数估值与历史分位



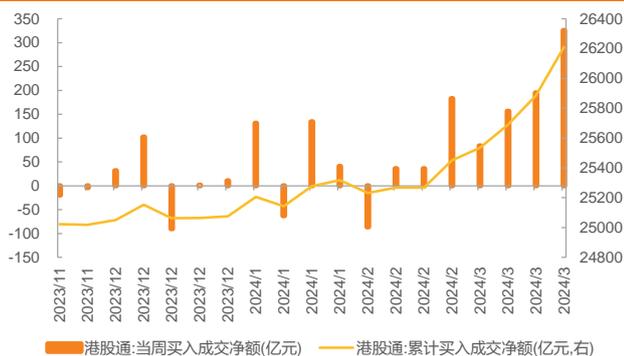
资料来源：Wind，天风证券研究所(截至 2024.3.22)

图 17：恒生行业指数估值与历史分位



资料来源：Wind，天风证券研究所(截至 2024.3.22)

图 18：港股通单周净买入规模(3.18-3.22)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：恒生行业指数单周港股通净流入(3.18-3.22)



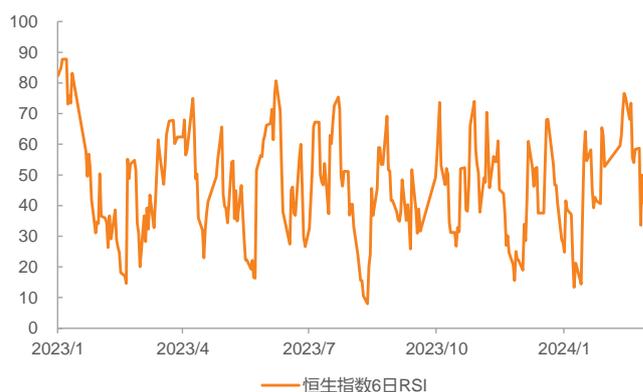
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：港股卖空额占市场成交总额比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：恒生指数 6 日 RSI 指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：标普 500 一级行业指数宽度指标

行业名称	50 日均线以上个股占比 (%)	100 日均线以上个股占比 (%)	200 日均线以上个股占比 (%)
能源	95.7	91.3	87.0
原材料	85.7	82.1	78.6
工业	87.2	89.7	89.7
公用事业	76.7	60.0	50.0
房地产	50.0	66.7	66.7
日常消费	76.3	84.2	55.3
可选消费	75.5	77.4	75.5
医疗保健	64.1	78.1	71.9
金融	86.1	93.1	97.2
通信服务	45.5	63.6	68.2
信息技术	71.9	79.7	89.1

资料来源：彭博，天风证券研究所（截至 2024.3.22）

图 22：标普 500 市场宽度指标



资料来源：彭博，天风证券研究所

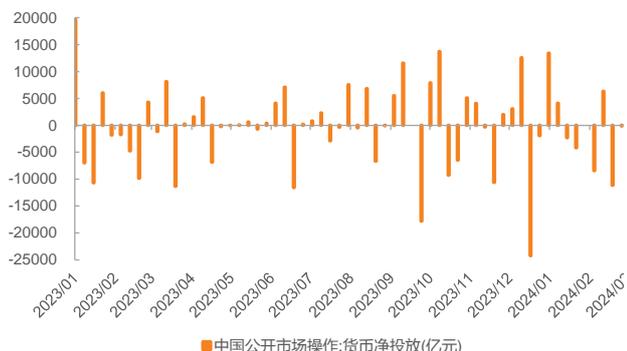
图 23：美股主动投资仓位指数



资料来源：NAAIM，天风证券研究所（截至 2024.3.20）

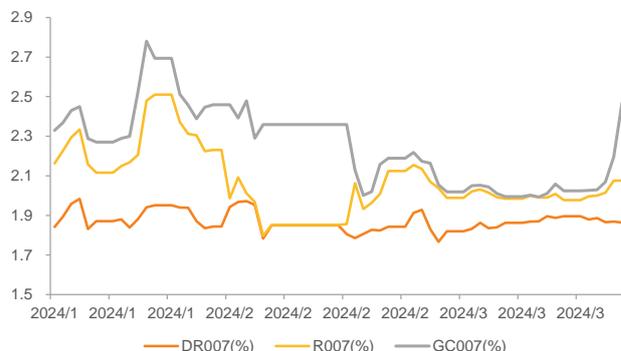
2.2. 债券市场

图 24：中国公开市场操作货币净投放



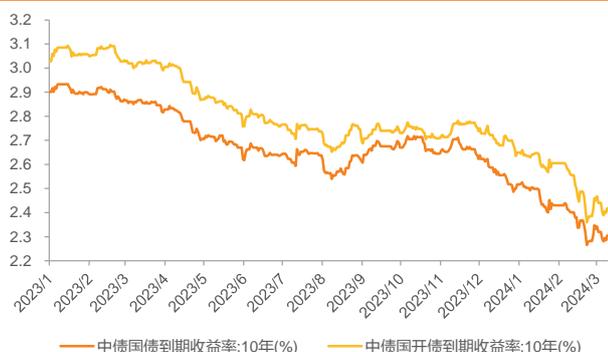
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：7天资金拆借利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：十年国债与国开债到期收益率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：中美长债利差



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：中国信用利差与期限利差



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：美国信用利差与期限利差



资料来源：Fred，天风证券研究所

2.3. 外汇市场

图 30：美元指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：人民币汇率



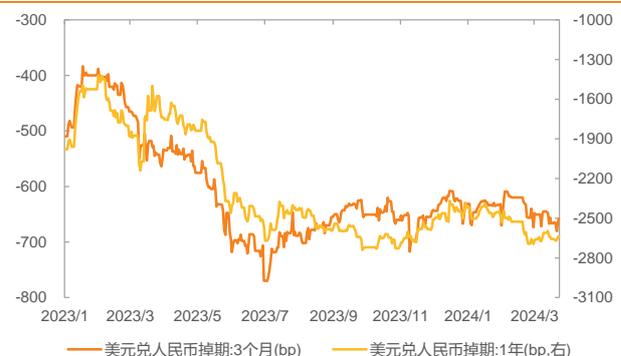
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：美元兑人民币即期询价成交量



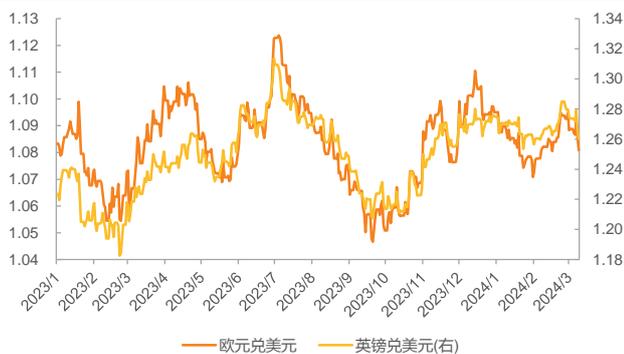
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：美元兑人民币掉期报价



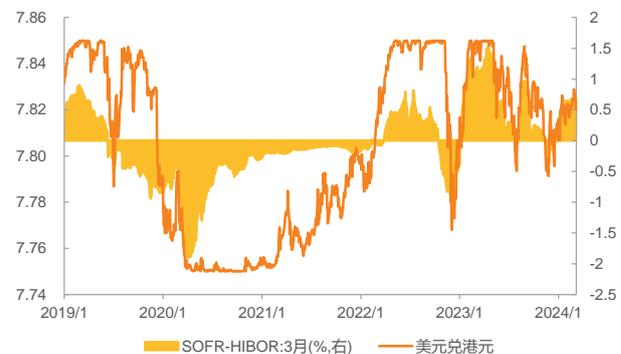
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：欧元兑美元与英镑兑美元



资料来源：Wind，天风证券研究所

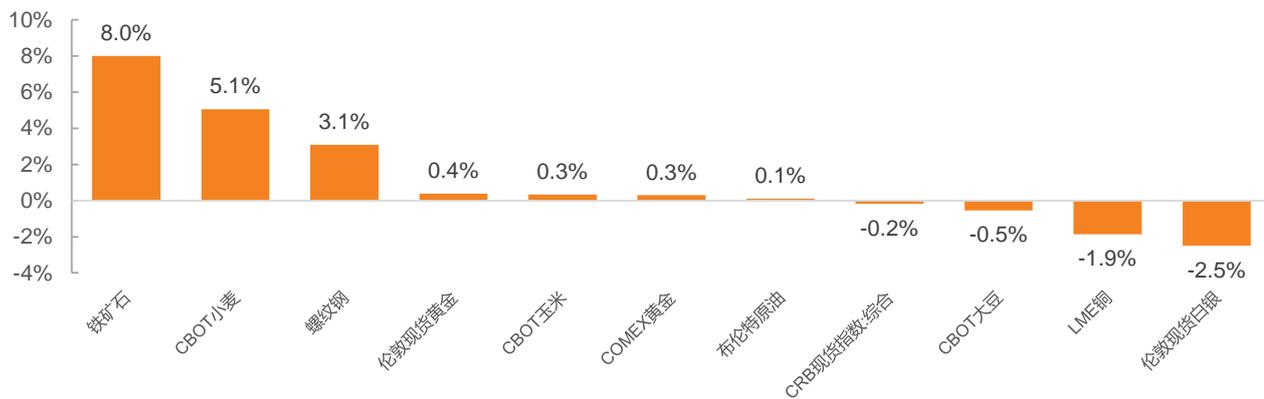
图 35：港元汇率与美港利差



资料来源：彭博，天风证券研究所

2.4. 大宗商品

图 36：全球主要大宗商品涨跌幅(3.18-3.22)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 37：布伦特与WTI 原油价格



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 38：美国 API 原油库存



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 39：伦敦金与沪金



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 40：LME 铜价



资料来源：Wind，天风证券研究所

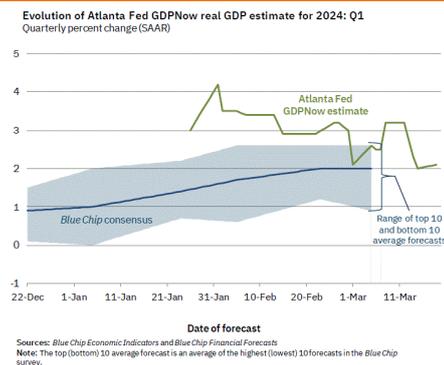
3. 全球宏观经济回顾

图 41：CME 加息概率

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
2024/5/1					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.3%	87.7%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.9%	66.7%	24.4%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	36.4%	46.6%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.4%	29.9%	44.6%	19.6%	2.6%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	16.5%	37.2%	32.2%	11.2%	1.3%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	11.7%	30.5%	33.8%	18.0%	4.5%	0.4%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.6%	6.5%	21.3%	32.2%	25.7%	11.1%	2.4%	0.2%
2025/3/19	0.0%	0.3%	3.8%	14.6%	27.2%	28.7%	17.7%	6.4%	1.2%	0.1%
2025/4/30	0.1%	1.8%	8.3%	19.8%	27.8%	24.1%	13.0%	4.2%	0.7%	0.1%

资料来源：CME，天风证券研究所(截至 3.24)

图 42：亚特兰大联储预估 2024Q1 GDP 环比变化



资料来源：亚特兰大联储，天风证券研究所

图 43：美国当周初次申请失业金人数



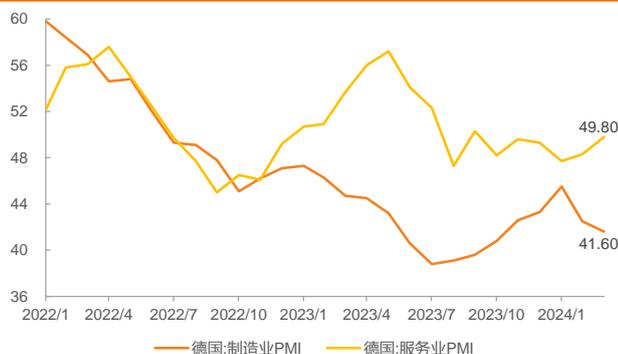
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 44：美国已获得批准的新建私人住宅折年数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 45：德国 3 月制造业与服务业 PMI



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 46：法国 3 月制造业与服务业 PMI



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 47：日本 3 月 CPI 与核心 CPI 同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 48：日本 10 年期国债基准利率



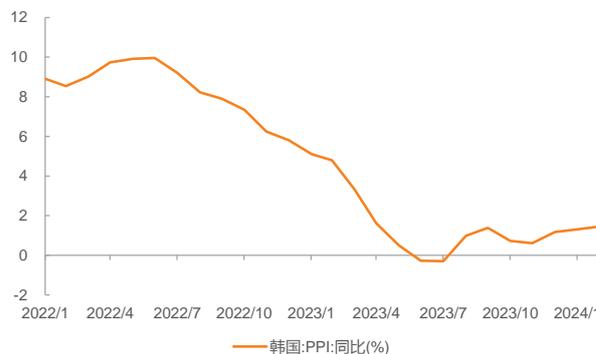
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 49：韩国出口金额前 20 日同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 50：韩国 2 月 PPI 同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 主要经济体重要数据与事件日历

表 2：下周重点数据与事件

下周重点数据与事件					
	2024/3/25	2024/3/26	2024/3/27	2024/3/28	2024/3/29
	周一	周二	周三	周四	周五
中国		2024 年博鳌亚洲论坛	2 月规模以上工业企业利润		
美国	2024 年 FOMC 票委、亚特兰大联储主席博斯腾克发表讲话；2 月新屋销售环比	1 月 S&P/CS20 座大城市房价指数同比；3 月谘商会消费者信心指数		四季度实际 GDP 年化季环比终值；3 月密歇根大学消费者预期指数终值	2 月核心 PCE 物价指数同比；2 月零售库存环比
欧洲			欧元区 3 月经济景气指数		法国 3 月 CPI 同比初值
英国				四季度 GDP 同比终值	
日本					2 月失业率；2 月工业产出同比初值

资料来源：华尔街见闻，金十数据，天风证券研究所

5. 风险提示

海外流动性快速收紧；美国经济硬着陆风险；国际局势复杂化。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com