

# 印度与越南股市缘何持续上涨：借鉴与展望

## 投资要点：

自 21 世纪初以来，印度、越南股市涨幅明显。印度 SENSEX30 指数点位于 2024 年初创历史新高，越南胡志明指数点位于 2022 年 3 月创历史新高后持续调整。按美元计价下，印度孟买 SENSEX30 指数涨幅约 8.2 倍，越南胡志明股市指数涨幅约 6.1 倍。市场投资者高度关注两地股市持续上涨背后的深层次原因，特别是同为新兴市场发展中国家，印度与越南的发展对于中国有何借鉴意义。我们总结了以下几点原因：一是人口红利推动经济增长，二是政治稳定有利于改革创新，三是印度 IT 外包服务受益于数字经济，四是越南承接制造业转移加速发展。

### ➤ 人口红利有利于宏观经济增长

印度和越南作为亚洲的重要发展中国家，其人口结构年轻化和劳动力充足的特点，为两国的经济发展提供了巨大的潜力和优势。与越过刘易斯拐点的发达国家相比，这两个国家的人口红利尚未充分释放，经济增长的动能依然强劲。劳动力成本优势是支撑经济增速和股市行情的重要因素。

### ➤ 政治稳定有利于实现改革创新

政治环境是否稳定在很大程度上决定了经济改革能否成功。20 世纪下半叶，印度历经多次政府更迭、政党纷争、地方族群冲突以及恐怖主义威胁，1970-1995 年印度全要素生产率陷入停滞状态，甚至在 1970-1979 年出现了长达近十年的下降趋势。进入 21 世纪，印度政治环境逐渐稳定，2004 年以来印度全要素生产率显著提升。2014 年莫迪政府经济改革为印度带来新增长动能。

### ➤ 印度外包服务受益于数字经济

与中国被称为“世界工厂”不同，印度被形象地称为“世界办公室”。印度发展模式的独特之处在于绕过工业直接发展服务业，在全球范围内提供低成本、高质量的 IT 服务和商务流程外包服务。这一现象与印度的教育资源、基础设施、语言优势等因素相关。在数字经济的快速发展之下，印度信息技术 IT 相关产业收入快速增长。但 IT 产业难以实现广泛的就业创造，未来印度仍需要加大力度调整产业结构，实现多元化、可持续的发展。

### ➤ 越南承接制造业转移加速发展

越南经济改革始于 80 年代初，1986 年推出了具有里程碑意义的“革新开放”政策。越南积极融入全球经济体系，制造业和服务业得到快速发展，外国直接投资持续增长，外资部门在越南经济中的占比持续提升。越南股市的顶层设计与中国证券市场有着相似的发展轨迹。两国都在经济改革开放的大背景下，逐步建立起了现代证券市场体系。越南政府积极推动股市发展，希望通过股市来吸引外资、优化资源配置、促进企业改革和经济增长。通过分析越南股市的发展，可以更好地理解新兴市场的发展规律，从而为中国股市的投资决策提供借鉴。

### ➤ 风险提示

历史经验不代表未来、经济政策变化风险、汇率大幅波动风险、技术进步放缓影响生产率、地缘政治风险等。

## 团队成员

分析师：金晗(S0210523060002)

jh30159@hfzq.com.cn

分析师：燕翔(S0210523050003)

yx30128@hfzq.com.cn

## 相关报告

- 1、宏观周报：关注美国房地产周期变化——2024.03.25
- 2、警惕降息预期的“假摔”：3月FOMC会议点评——2024.03.21
- 3、日特估的中场故事：日央行退出负利率点评——2024.03.19



## 正文目录

1 印度、越南股市的历史和现状.....	3
1.1 印度股票指数点位近期创历史新高.....	3
1.2 印度、越南总市值占全球比例提升.....	4
1.3 印度、越南股市金融行业占比最高.....	6
2 印度、越南股市持续上涨原因剖析.....	8
2.1 人口红利有利于宏观经济增长.....	8
2.2 政治稳定有利于实现改革创新.....	9
2.3 印度外包服务受益于数字经济.....	11
2.4 越南承接制造业转移加速发展.....	12
3 风险提示.....	15

## 图表目录

图表 1: 2000 年以来印度、越南股市按本币计价的涨幅十分显著.....	3
图表 2: 2000 年以来印度、越南相较美元的汇率均出现贬值.....	4
图表 3: 2006-2020 年印度、越南股市按美元计价的收益表现不佳.....	4
图表 4: 2022 年印度占全球上市公司总市值的比重约 3.85%.....	5
图表 5: 2022 年越南上市公司体量较小总市值约 1700 亿美元.....	5
图表 6: 目前越南股市资本化率仍有较大提升空间.....	6
图表 7: 2020 年底印度股票市场的行业构成（按市值）.....	6
图表 8: 孟买证券交易所的行业区间涨跌幅（2014/12/31-2024/3/1）.....	7
图表 9: 2020 年底越南股票市场的行业构成（按市值）.....	7
图表 10: 2024 年印度人口结构分布.....	8
图表 11: 印度、越南人口中位数预估值与其他国家对比十分年轻.....	9
图表 12: 1970-1995 年印度全要素生产率陷入停滞状态.....	9
图表 13: 2004 年以来印度相较美国的全要素生产率比值迅速提升.....	10
图表 14: 2014 年在莫迪经济改革带动下印度股市开始回升.....	11
图表 15: 2020 年以后印度吸收的外商直接投资金额大幅提升.....	11
图表 16: 印度农业、制造业与金融地产商业服务业的 GDP 占比.....	12
图表 17: 21 世纪以来越南劳动力从农业向工业和服务业转移的趋势明显.....	13
图表 18: 1990 年以来越南的外商直接投资驱动越南经济发展.....	13
图表 19: 2005 年以来外资部门在越南经济中的占比持续提升.....	14



## 1 印度、越南股市的历史和现状

自 21 世纪初以来，印度、越南股市涨幅明显。市场投资者高度关注两地股市持续上涨背后的深层次原因，特别是同为新兴市场发展中国家，印度与越南的发展对于中国有何借鉴意义。但在解答这个问题前，有必要考虑：①剔除汇率因素后的股市实际收益率表现；②股市收益率主要在什么时期取得，这一时期的经济环境有何特殊性；③两地股市按市值分类的板块结构，以及股市收益率主要由哪些板块贡献。

### 1.1 印度股票指数点位近期创历史新高

印度股票市场代表性指数有孟买 SENSEX30 指数（发布于 1986 年初）、国家证交所 NIFTY 指数（发布于 2010 年初），越南股票市场代表性指数有胡志明股市指数（发布于 2000 年 7 月）、VN30 指数（发布于 2012 年 2 月）。考虑到股市收益率计算的对比需要，我们以越南胡志明指数的发布日期作为计算股市收益的开始日期。自 2000 年 7 月底至 2024 年 2 月底，印度孟买 SENSEX30 指数上涨约 16 倍，越南胡志明股市指数上涨约 11.3 倍，远高于同期上证指数（+49%）、万得全 A 指数（+186%）的涨幅。

图表 1：2000 年以来印度、越南股市按本币计价的涨幅十分显著



来源：Wind，华福证券研究所

注：印度参考 SENSEX30 指数，越南参考胡志明指数，两者均以 2000 年 7 月底为 100 点

但在计算新兴市场股市收益率的时候，汇率问题是个不可忽视的重要变量。截至 2024 年 3 月初，美元兑印度卢比汇率从 21 世纪初的 43.6 升至 82.9，美元兑越南盾汇率从 21 世纪初的 14029 升至 24757。这也意味着，自 2000 年至 2024 年，印度卢比兑美元贬值 47.4%，越南盾兑美元贬值 43.3%。按美元计价的话，印度与越南股市的累计收益率需要扣除贡献占比略小于一半的汇率影响。自 2000 年 7 月底至 2024 年 2 月底，印度孟买 SENSEX30 指数按本币计价的 16 倍涨幅将缩窄至 8.2 倍，越南胡志明股市指数按本币计价的 11.3 倍涨幅将缩窄至 6.1 倍。


**图表 2：2000 年以来印度、越南相较美元的汇率均出现贬值**


来源：Wind，华福证券研究所

按美元计价的话，印度股市自 2006 年底至 2020 年 3 月涨幅甚微，越南股市在此期间甚至是下跌的，两者在本币计价下取得的股市收益率大都被汇率贬值所抵消。不过自 2020 年 4 月以来，印度股票市场持续大涨，印度 SENSEX30 指数点位位于 2024 年初创历史新高。2020 年 4 月至 2022 年 3 月，越南股票市场也开启大涨，胡志明指数点位位于 2022 年 3 月创历史新高，但按美元计价的话，当时点位并未超过 2007 年 2 月的历史高点。从 2022 年 4 月开始，越南股票市场持续调整，回吐部分涨幅。

**图表 3：2006-2020 年印度、越南股市按美元计价的收益表现不佳**


来源：Wind，华福证券研究所

注：印度参考 SENSEX30 指数，越南参考胡志明指数，两者均以 2000 年 7 月为 100 点，汇率采用月度平均值

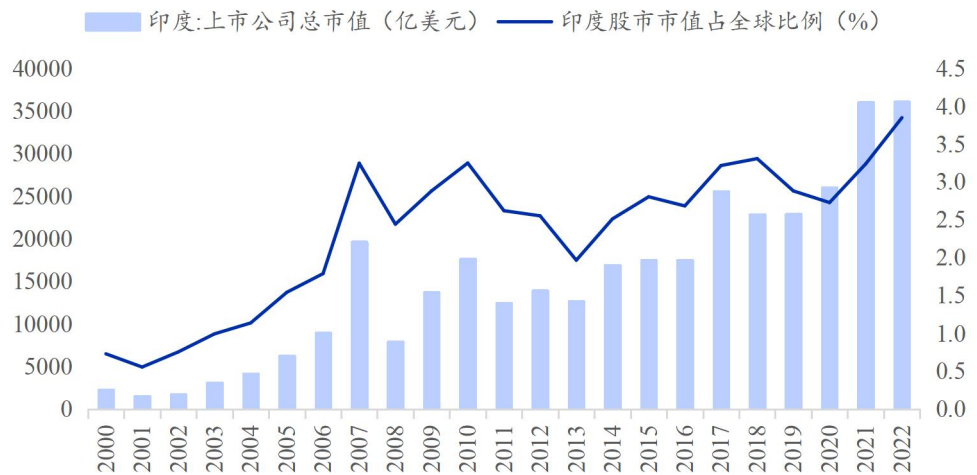
## 1.2 印度、越南总市值占全球比例提升

自 21 世纪初以来，印度、越南股市总市值占全球比例明显提升，但股市资本化率（上市公司总市值占 GDP 比重）仍有较大提升空间。截至 2022 年，印度上市公司总市值达 3.6 万亿美元，占全球上市公司总市值的比重约 3.85%，越南上市公司总市值为 1700 亿美元，占全球上市公司总市值的比重约 0.18%。2022 年越南股票市场



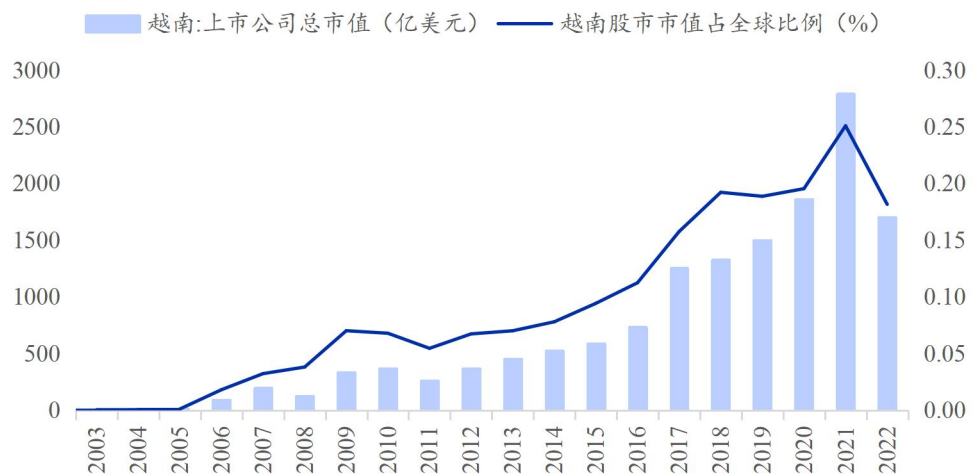
总市值较 2021 年底大幅缩水，目前越南股票市场规模仍然较小，当前时点或难以独立承载巨额海外资金的配置需求。

**图表 4：2022 年印度占全球上市公司总市值的比重约 3.85%**



来源：Wind，华福证券研究所

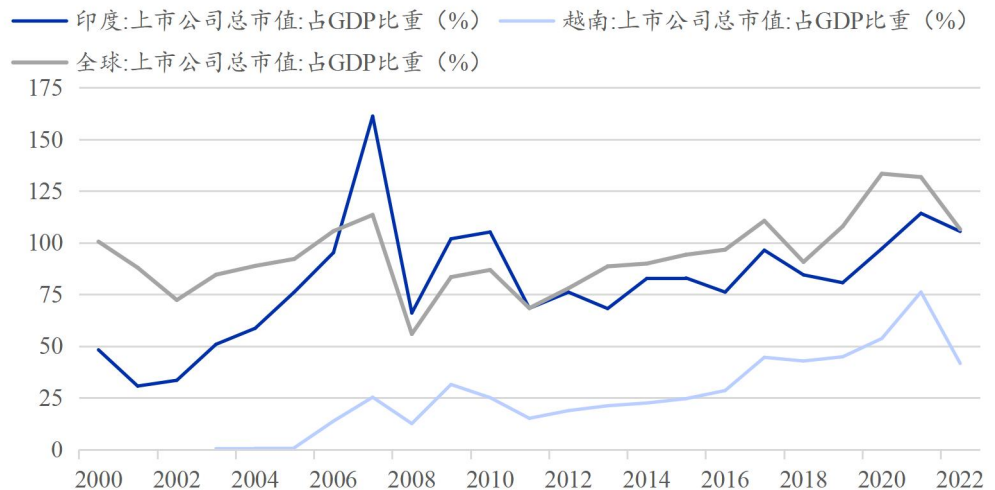
**图表 5：2022 年越南上市公司体量较小总市值约 1700 亿美元**



来源：Wind，华福证券研究所

从股市资本化率（上市公司总市值占 GDP 比重）来看，2022 年，全球上市公司总市值占 GDP 比重约为 106%，印度上市公司总市值占 GDP 比重约为 105%，越南上市公司总市值占 GDP 比重约为 42%。

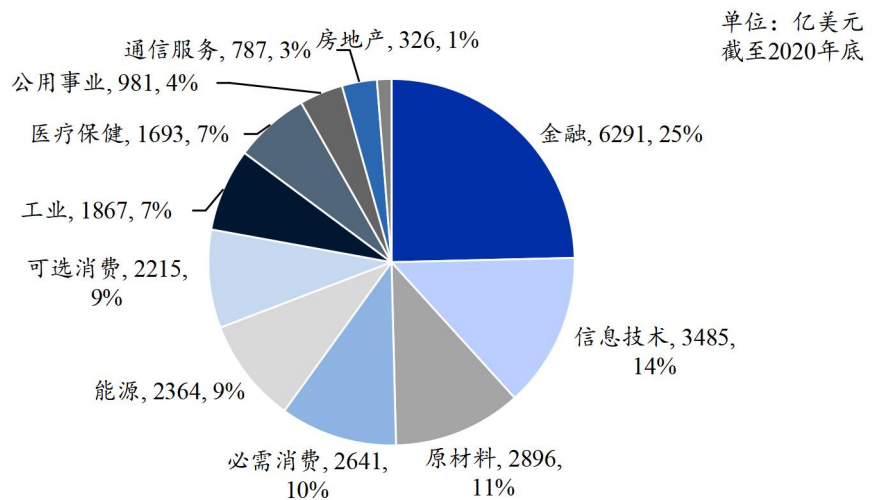
越南股票市场虽然近年来发展迅速，吸引了国际投资者的关注，但越南股市资本化率仍有较大提升空间。越南的上市公司数量有限，缺乏大型蓝筹股，可能限制了大规模资金的配置空间。目前越南的资本市场正在逐步扩容，包括鼓励更多的企业进行 IPO、发展衍生品市场、吸引外国投资者等。近年来越南经济显示出强劲的发展动能，随着新兴产业的发展，预计会有更多高增长潜力的企业进入股市，这将有助于提升整体市场的资本化率。


**图表 6: 目前越南股市资本化率仍有较大提升空间**


来源: Wind, 华福证券研究所

### 1.3 印度、越南股市金融行业占比最高

从印度股市行业构成来看,金融、信息技术行业市值占比最高。截至 2020 年底,金融、消费(包括可选消费和必需消费)、信息技术类公司市值分别为 6291 亿美元、4856 亿美元、3485 亿美元,占总市值比重分别为 25%、19%、14%。此外,能源与原材料行业在印度股市中的占比较高。

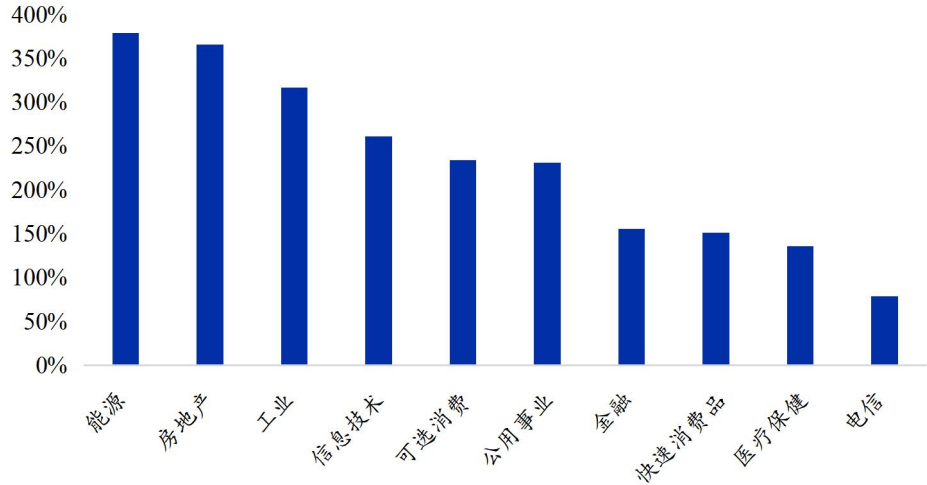
**图表 7: 2020 年底印度股票市场的行业构成(按市值)**


来源: Wind, 彭博, 华福证券研究所

从行业涨跌幅表现来看,自 2014 年以来,印度孟买证券交易所发布的行业指数中,能源、房地产、工业指数领涨,近十年区间累计涨幅分别达 379%、366%、317%,而电信、医疗保健、快速消费品(类似于 GICS 分类下的必需消费,也可以称为日常消费)涨幅靠后,区间累计涨幅分别达 79%、136%、151%。印度近十年的领涨行业有些类似于我国 2006-2007 年快速工业化时期的股市表现。



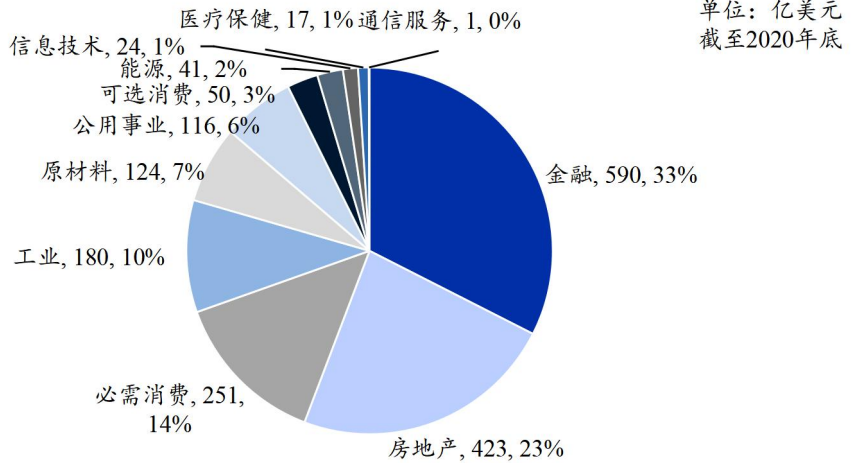
图表 8: 孟买证券交易所的行业区间涨跌幅 (2014/12/31-2024/3/1)



来源: Wind, 华福证券研究所

从越南股市行业构成来看, 金融、房地产行业市值占比最高。截至 2020 年底, 金融、房地产、必需消费类公司市值分别为 590 亿美元、423 亿美元、251 亿美元, 占总市值比重分别为 33%、23%、14%。此外, 工业与原材料行业在越南股市中的占比较高。

图表 9: 2020 年底越南股票市场的行业构成 (按市值)



来源: Wind, 彭博, 华福证券研究所

截至 2020 年底, 越南市值排名靠前的上市公司以银行和房地产为主, 还有一些日常消费与能源公司。例如: 越南外贸股份商业银行、越南投资发展股份商业银行、越南工商股份商业银行、越南科技商业股份银行以及 Vingroup、Vinhomes、Vincom Retail、Novaland 等房地产公司。此外还有越南乳制品公司、西贡啤酒、Masan 集团 (食品、零售等) 等消费公司以及和发集团 (钢铁公司)、越南石油天然气公司、越南国家石油公司、越南越捷航空、越南国家航空等重要龙头公司。



## 2 印度、越南股市持续上涨原因剖析

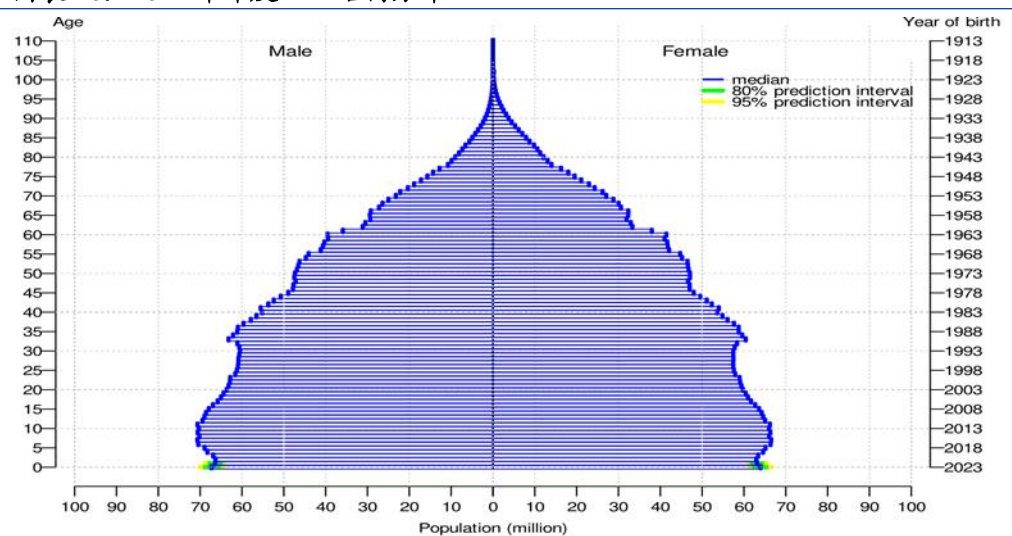
印度、越南同属亚洲地区的新兴市场国家，其股市上涨原因有着许多相同的共性，例如：正值人口红利期、经济快速增长、工业化需求驱动等，但同时印度与越南存在显著不同的政治体制，因此股市背后也反映出不同国家经济制度的各自特性，例如：对外资投资范围的限制、产业结构与产业政策选择、深化改革开放措施等。

### 2.1 人口红利有利于宏观经济增长

在此前发布的报告《人口结构对资产价格的影响》中，我们发现人口结构对经济和资产价格存在长期影响。人口通过劳动力供应和消费者需求两个渠道对经济增长的长期趋势产生影响。当婴儿潮出生人口达到消费峰值年龄段时，供需释放推动经济繁荣。通常而言，出生人口的变化会滞后大约 20 年传导到劳动力市场，而劳动力人口在总人口中的比例上升大多会对宏观经济增长发挥积极作用。另外，在劳动年龄人口占比上升期，通常当地股市的估值有较大概率迎来长期提升，但反之不一定成立。在人口红利褪去的情况下，能否通过提高劳动生产率、发展科技创新、调整产业结构等途径实现经济增长，是影响股市表现的关键。对比来看，房地产市场与劳动力人口占比的相关性比股市与人口的关系更为密切。

印度和越南作为亚洲的重要发展中国家，其人口结构年轻化和劳动力充足的特点，为两国的经济发展提供了巨大的潜力和优势。与越过刘易斯拐点的发达国家相比，这两个国家的人口红利尚未充分释放，经济增长的动能依然强劲。2023 年，印度人口超过中国，成为世界上人口最多的国家。印度的人口增长率在过去几十年中一直保持在较高水平，这为印度提供了丰富的劳动力资源。根据人口结构的预测，印度人口老龄化进程明显慢于发达国家，在未来相当长的一段时间中青年劳动力仍是主导，人口红利带来的劳动力成本优势是支撑经济增速和股市行情的重要因素。

图表 10: 2024 年印度人口结构分布



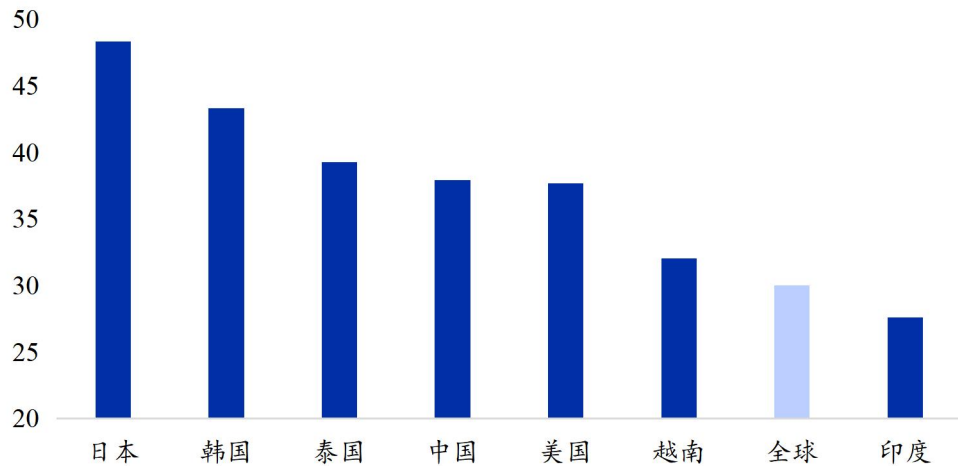
来源：联合国官网，华福证券研究所





越南的人口在 2023 年突破了 1 亿大关，是继印尼、菲律宾之后又一个人口破亿的东南亚国家，也是世界上第 15 个人口破亿的国家。越南拥有大量的年轻劳动力，这为其制造业和出口导向型经济的发展提供了坚实的基础。越南正处于人口红利期，劳动力的增长速度超过人口老龄化的速度，这有助于提高国民储蓄率和投资率，促进经济增长。

**图表 11：印度、越南人口中位数预估值与其他国家对比十分年轻**

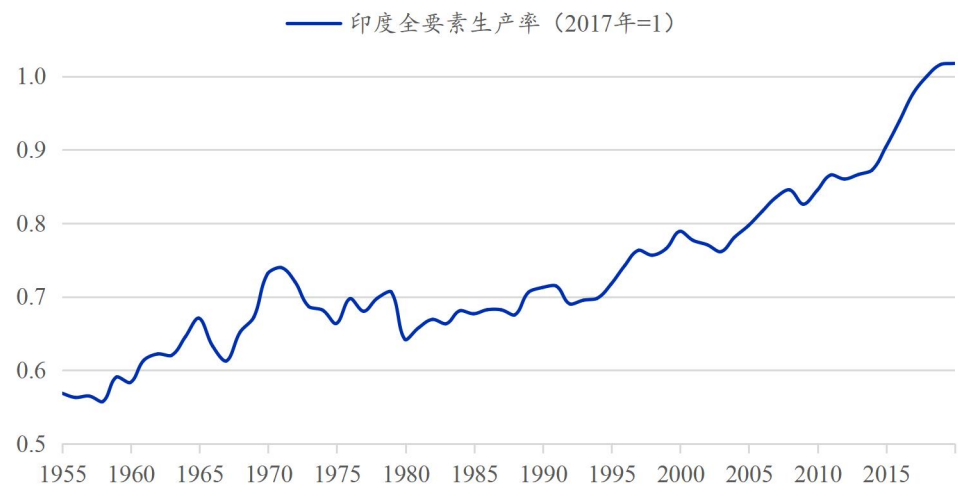


来源：iFind，华福证券研究所  
 注：数据截至 2021 年底

## 2.2 政治稳定有利于实现改革创新

印度自 1947 年独立之后长期由国大党统治，反对党曾在 1977 年至 1979 年、1989 年至 1991 年两次短暂执政。1996 年后印度政局不稳，到 1999 年先后举行 3 次大选，产生了 5 届政府。在整个 20 世纪下半叶，印度历经多次政府更迭、政党纷争、地方族群冲突以及恐怖主义威胁等事件。政治的不稳定也在相当大程度上影响了经济体制的改革，从印度全要素生产率看，1970-1995 年印度全要素生产率陷入停滞状态，甚至在 1970-1979 年出现了长达近十年的下降趋势。

**图表 12：1970-1995 年印度全要素生产率陷入停滞状态**

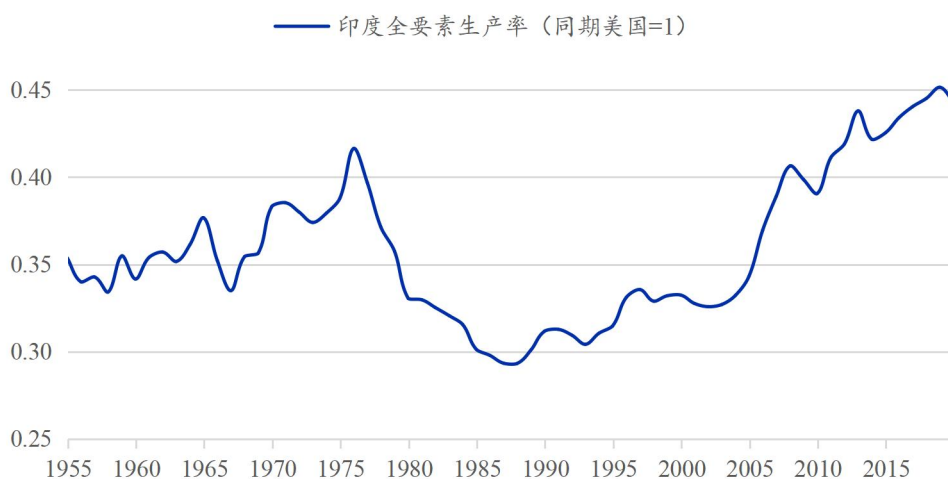


来源：Wind，华福证券研究所

进入 21 世纪以来，印度政治环境变得更加稳定。1999 年至 2004 年，印度人民党为首的全国民主联盟上台执政，瓦杰帕伊任总理。2004 年至 2014 年，国大党领导的团结进步联盟执政，辛格任总理。2014 年，印度人民党赢得人民院过半数席位，莫迪出任总理，2019 年莫迪总理成功连任。2024 年 4 月至 6 月，印度将举行全国大选，外界预计莫迪大概率将继续连任。

印度政府在 21 世纪以来保持了较高的连续性。随着印度中产阶级的壮大和城市化进程的加快，为政治稳定提供了经济基础和社会支持。此外，印度政府也在教育、卫生、基础设施等领域进行了大量投资，提高了民众的生活水平，从而增强了政治环境的稳定性。从印度全要素生产率可以看到，2004 年以来印度全要素生产率相较美国的比值迅速提升，这也意味着印度与美国的生产率差距在逐年缩小。

图表 13: 2004 年以来印度相较美国的全要素生产率比值迅速提升



来源：Wind，华福证券研究所

2014 年前后，印度原有的以服务业为主导的产业结构局限性明显，莫迪政府经济改革为印度带来新增长动能。莫迪经济改革强调对原有制造业短板的扶持，推出“印度制造”计划，改变过去对外开放、引入国际竞争的政策取向，全力保护国内市场，以进口替代路线扶持本土制造业。在莫迪经济改革带动下，印度股市转向回升。

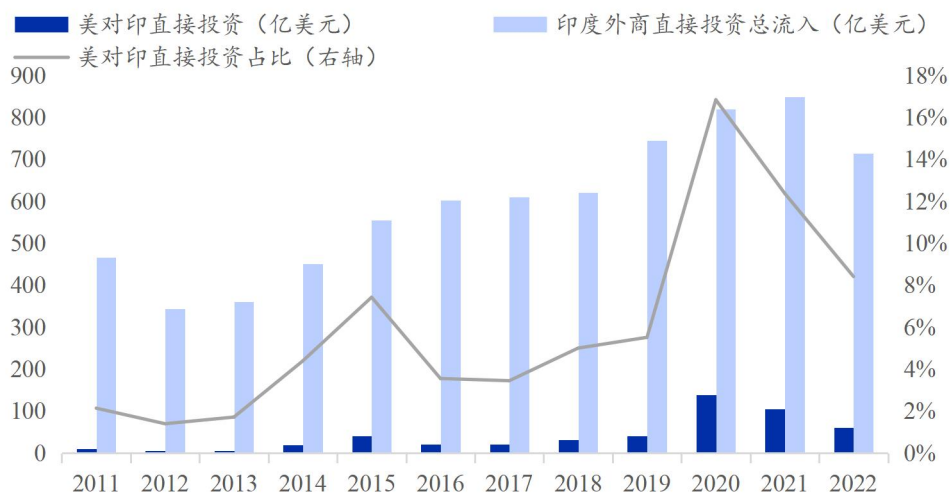
自 2020 年新冠疫情爆发以来，全球产业链经历了前所未有的挑战和变局。这场危机不仅暴露了全球供应链的脆弱性，也加速了已经进行中的全球产业链重构过程。这促使各国政府和企业重新考虑供应链的地理布局，更加重视供应链的本土化和区域化，以减少对单一国家或地区的依赖。在此期间，美国对印度的投资大幅上升，自从美国开始转移产业链后，印度因为具有更廉价的劳动力成本而备受青睐，2020 年后美国对印度的投资大幅提升，美国占印度外商直接投资的比例从 2019 年的 6% 到 2020 年的 17%，同时美国对印度出口金额也大幅上升，两者经济联系进一步强化。

图表 14: 2014 年在莫迪经济改革带动下印度股市开始回升



来源: Wind, 华福证券研究所  
注: 印度参考 SENSEX30 指数, 以 2000 年 7 月底为 100 点

图表 15: 2020 年以后印度吸收的外商直接投资金额大幅提升



来源: Wind, 华福证券研究所

### 2.3 印度外包服务受益于数字经济

印度在产业发展过程中, 第三产业的增长速度始终高于第二产业, 这主要归功于印度信息技术和商务流程外包产业的迅猛发展。印度被称为“世界办公室”, 在全球范围内提供低成本、高质量的 IT 服务和商务流程外包服务。这种发展模式的独特之处在于, 印度没有经历大多数国家从以制造业为核心的第二产业向以服务业为核心的第三产业转变的过程。

这一现象背后的主要原因与印度产业发展战略有关。印度高等教育发展较早, 有庞大的人才库, 拥有高质量的软件开发人员、工程师和其他专业人士, 满足了全球对 IT 服务的需求。而基础教育普及较晚、基础设施和工业设备基础薄弱, 因此第二产业发展长期滞后。此外印度官方语言包括英语, 这使得印度更能满足全球多元化的服务需求。因而印度选择绕过工业直接发展服务业的模式, 相较于第二产业,

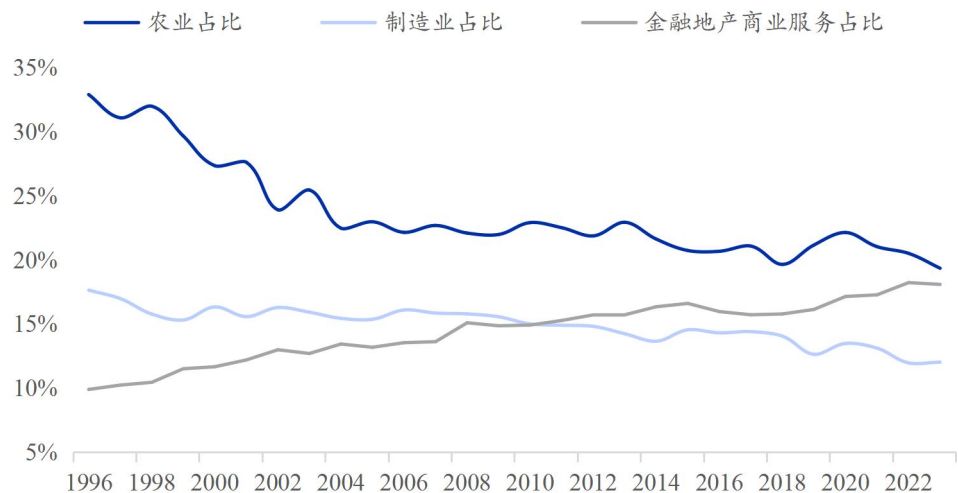


第三产业需求的基础设施建设更少，建设周期短，且利润表现往往更好。在数字经济迅速发展，离岸外包、跨国并购兴起等形势下，印度迅速承接海外产能，软件、金融等行业发展势头迅猛，带动经济发展。

印度信息技术发展，尤其是 IT 服务外包，是印度经济快速增长背后的主要源泉。印度政府高度重视软件产业和服务外包，早在 1986 年就制定了相关政策，明确了软件产业发展战略目标，并对从事 IT 外销的企业给予特别的优惠政策。这些政策支持为印度服务外包行业的发展奠定了坚实的基础。从 1990 年代开始，印度抓住了全球科技革命和西方软件外包的契机，通过 IT 软件业整体外包迅速发展本国服务业经济。在强劲的外包模式下，印度信息技术 IT 相关产业收入快速增长。随着数字经济的进一步发展，印度服务外包行业有望继续保持增长势头，为全球客户提供更多高质量的服务。

但信息技术产业发展的一枝独秀未能实现广泛的就业创造，导致印度工业化程度较低。未来印度仍需要加大力度调整产业结构，实现多元化、可持续的发展。

**图表 16: 印度农业、制造业与金融地产商业服务业的 GDP 占比**



来源: Wind, 华福证券研究所

## 2.4 越南承接制造业转移加速发展

越南经济改革始于 80 年代初，1986 年推出了具有里程碑意义的“革新开放”政策。1991 年，随着苏联的解体，越南失去了其传统的政治和经济支持，这迫使越南必须重新审视自身的发展模式。越南进一步深化革新开放政策，成为越南经济社会发展的重大转折点。越南开始更加积极地融入全球经济体系，寻求与国际社会的广泛合作。

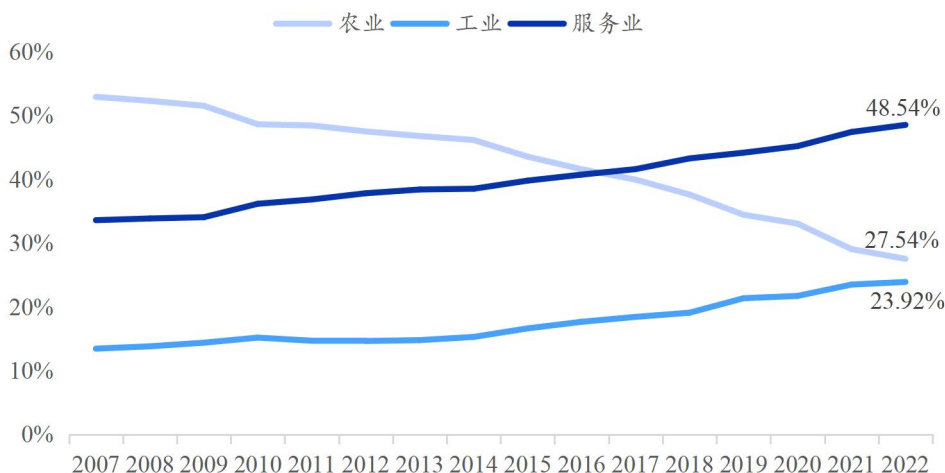
越南的经济改革从农业领域开始，通过引入市场机制和土地改革，激发了农业生产的活力，提高了农业生产效率。随后，改革的步伐逐渐转向国有企业，越南政府推动了一系列国企改革措施，包括企业股份制改造、提高企业自主权、引入竞争



机制等，这些改革有效地提升了国有企业的运营效率和市场竞争力。同时，越南还建立了股票市场，为企业融资提供了新的渠道，也为投资者提供了更多的投资选择，促进了资本市场的发展。

在经济体制转型的过程中，越南从中央计划经济体制逐步过渡到市场经济体制。为了促进经济增长，越南实施了进口替代与出口导向相结合的发展战略。这一战略的实施，使得越南的制造业和服务业得到了快速发展，越南逐渐成为全球重要的制造业基地和出口大国。越南产业结构持续由第一产业向第二、第三产业升级，劳动力经历了从农业向工业和服务业的快速转移。

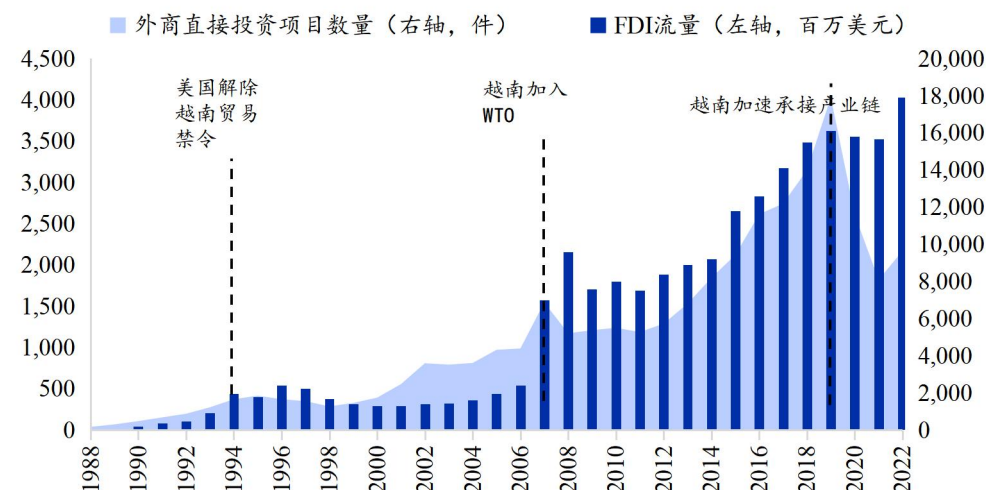
图表 17: 21 世纪以来越南劳动力从农业向工业和服务业转移的趋势明显



来源：越南统计局，华福证券研究所

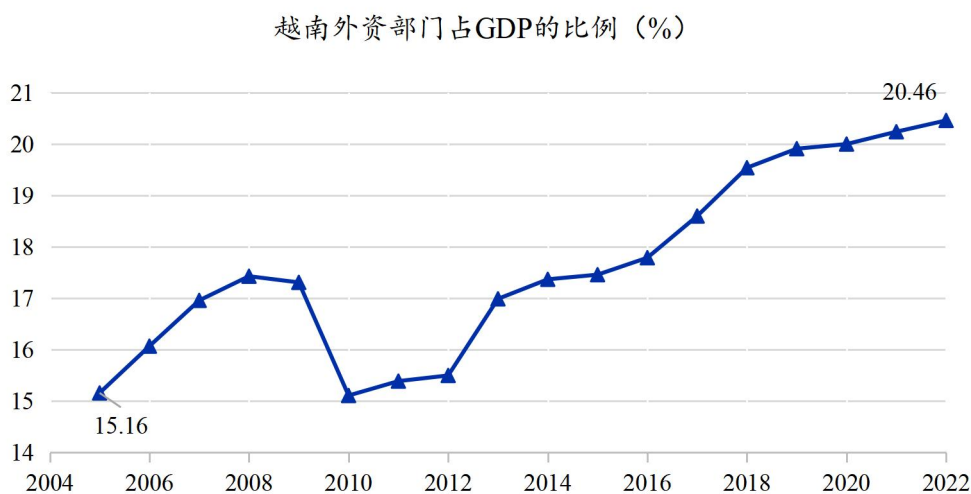
外国直接投资在推动越南出口贸易蓬勃发展中发挥着关键作用。由于越南和美国的经济与贸易往来持续加强，1994 年美国前总统解除了对越南长达 19 年的贸易禁令，越南与美国多年僵持的关系逐步正常化，带来越南对美出口的大幅增长。2006 年底，越南正式加入 WTO，对外商吸引力显著增强，外商直接投资金额快速上升。

图表 18: 1990 年以来越南的外商直接投资驱动越南经济发展



来源：iFind，华福证券研究所

图表 19: 2005 年以来外资部门在越南经济中的占比持续提升



来源: iFind, 华福证券研究所

总结来看, 印度股市的长期牛市主要基于自身经济的高速增长以及市场制度的不断完善。自 1992 年以来, 印度通过一系列改革措施, 如放宽外资限制、提高外资参股比例、强制低质量上市公司退市等, 加强市场监管, 提高了上市公司的盈利质量和透明度。中国股市可以借鉴印度的改革经验, 积极完善市场制度、提高市场效率和透明度, 同时进一步扩大开放, 吸引更多外资进入, 提升市场的国际化水平, 实现健康、稳定和可持续的发展。

越南股市的顶层设计与中国资本市场有着相似的发展轨迹。两国都在经济改革开放的大背景下, 逐步建立起了现代证券市场体系。越南政府积极推动股市发展, 希望通过股市来吸引外资、优化资源配置、促进企业改革和经济增长。中国资本市场也是在改革开放政策的推动下, 从无到有, 逐步发展成为全球重要的资本市场之一。越南和中国都经历了从初级阶段到成熟市场的过渡。在这个过程中, 两国市场都面临过类似的挑战, 如市场波动性大、投资者保护机制不完善、法律法规体系需要加强等。越南股市在发展过程中, 也借鉴了中国证券市场的经验, 如股权分置改革、市场监管加强等。越南经济发展阶段类似于 20 年前的中国, 这为中国投资者提供了一个可以参考的投资案例。通过分析越南股市的发展, 投资者可以更好地理解新兴市场的发展规律, 从而为中国股市的投资决策提供借鉴。



### 3 风险提示

**历史经验不代表未来。**基于历史经验的推断存在很多风险，随着时间的推移，市场环境会发生许多变化，包括政治、经济、科技和社会因素等，这些变化可能导致过去的投资经验在未来不再适用。

**经济政策变化风险。**经济政策的突然转变可能对股市产生不利影响，增加市场波动性，贸易保护主义政策可能对外国投资者产生不利影响。

**汇率大幅波动风险。**全球经济环境的变化，尤其是美元的走势，对新兴市场汇率有显著影响。在强美元周期下，新兴市场国家的美元融资成本上升，可能导致资本外流和汇率贬值压力增大。此外，风险偏好的变化也会对新兴市场汇率产生影响。

**技术进步放缓影响生产率。**当技术进步放缓时，会对生产率造成负面影响，进而对经济增长、企业竞争力、就业市场以及社会福利等多个方面产生风险。

**地缘政治风险等。**新兴经济体对外依赖度较高，与全球市场关联性较强，全球地缘政治环境可能对企业盈利和投资者信心产生不利影响，进而影响股票市场。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn