



大类资产月报第 13 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

分析师：李欣越（执业 S1130523080006）

lixinyue@gjzq.com.cn

6 月展望：“预期”或将起变化？

5 月，国内外风险资产均现“倒 V 型”走势，市场预期反复“摇摆”。预期变动背后的解释、后续演绎的方向？供参考。

热点思考：6 月展望，“预期”或将起变化？

一、5 月海外市场的主线？美债收益率再现“过山车”，风险资产均“倒 V 型”跌宕

5 月，海外市场再现“过山车”，美债利率、美元指数“V 型”反转，风险资产均呈“倒 V 型”走势。权益市场，标普 500 一度大涨 5.7% 在 5 月 21 日创历史新高，随后调整。债券市场，5 月 15 日前 10Y 美债利率大幅回落 33bp，随后反弹 15bp 至 4.5%。汇率市场，伴随美德利差回落，美元指数小幅走弱。商品市场，彭博商品指数同样“倒 V 型”震荡。市场在“再通胀”预期与“降息预期”间的反复摇摆，是 5 月市场“跌宕”的主因。5 月上中旬，疲软的基本面数据下，市场预期的年内降息次数由 1.1 次升至 2.2 次；美债利率随之快速下行，支撑风险资产的强势。5 月下旬，美联储“放鹰”与经济数据回暖，导致降息预期再度后移，风险资产受到压制；但英伟达财报超预期下，纳指仍相对坚挺。

二、5 月国内市场的焦点？市场预期一度改善，但经济数据的“波折”对情绪有扰动

5 月，国内市场的风险资产同样也呈现了“倒 V 型”走势，但震荡之中也有一些积极信号。权益市场，截至 5 月 20 日，上证指数、恒生指数一度上涨 2.1%、10.5%，全月分别微跌 0.6%、上涨 1.8%。汇率与商品市场则出现了一些积极信号：5 月以来南华综合指数上涨 1.7%；而远期汇率的走强、风险逆转因子的走低，均释放了人民币延续升值的信号。“强预期”与“弱现实”之间的矛盾，是投资者情绪与市场表现反复的主要原因。4 月经济数据超预期，一度吹响了国内基本面“复苏”的号角，5 月上中旬国内市场的强势表现，主因前期低迷预期的边际改善。但“预期”向“现实”的修复仍有时滞，基本面的修复在 5 月下旬经济数据中未有明显体现，导致市场情绪再度小幅回落。

三、6 月市场如何演绎？海外“降息交易”或将重燃，国内基本面改善或提振市场情绪

海外市场，随着美国劳动力市场的降温、通胀粘性的趋缓，6 月美联储议息会议后，“降息交易”或将重燃。基本面，随着薪资增速放缓，核心服务通胀有望继续降温。交易面，美债供给压力已现缓和、需求端未现恶化，冲高风险相对有限。历史回溯来看，正式降息落地前 1 个季度，美元或步入弱势区间；以 9 月降息为基准，“降息交易”有望重启。国内市场，不必对 PMI 回落过于悲观，基本面复苏叠加外部压力缓和，或带动市场风险偏好的提升。当下，“稳增长”等政策效果已有体现，外需改善还在延续。经济基本面的改善，叠加外部扰动的缓和，或将支撑人民币走向升值；而汇率与北上资金的“共振”，对国内权益等资产也构成利好。而债券市场，流动性、基本面等利空影响仍需关注。

月度回顾：发达市场股指多数上涨，商品市场走势分化（2024/05/01-2024/05/31）

股票市场：发达市场股指普遍上涨，新兴市场股指走势分化。发达市场股指，纳斯达克指数上涨 6.88%，标普 500 上涨 4.8%，德国 DAX 上涨 3.16%；新兴市场股指，伊斯坦布尔证交所全国 30 指数上涨 4.60%，上证指数下跌 0.58%。

债券市场：发达国家 10 年期国债收益率多数上行。美国 10 年期国债收益率下行 18bp 至 4.51%，德国 10 年期国债收益率上行 15bp 至 2.71%，英国 10 年期国债收益率上行 3bp 至 4.4%，日本 10 年期国债收益率上行 18.7bp 至 1.07%。

外汇市场：美元指数下行，人民币兑美元贬值。美元指数下行 1.60% 至 104.63。美元兑人民币升值 0.02%，美元兑在岸人民币和离岸人民币分别为 7.24 和 7.26。欧元兑美元升值 1.71%，英镑兑美元升值 1.99%，日元兑美元升值 0.3%。

商品市场：有色和贵金属全线上涨，原油全线下跌。LME 铝上涨 5.28% 至 2712 美元/吨，WTI 原油下跌 6.03% 至 76.99 美元/桶，焦煤下跌 26.35% 至 1117 元/吨，COMEX 黄金上涨 1.36% 至 2326.1 美元/盎司，通胀预期回落至 2.35%。

风险提示

俄乌冲突再起波澜；大宗商品价格反弹；美欧工资增速放缓不达预期



内容目录

一、热点思考：6月展望，“预期”或将起变化？	6
（一）5月海外市场的主线？美债收益率再现“过山车”，风险资产均“倒V型”跌宕	6
（二）5月国内市场的焦点？市场预期一度改善，但经济数据的“波折”对情绪有扰动	8
（三）6月市场如何演绎？海外“降息交易”或将重燃，国内基本面改善或提振市场情绪	11
二、大类资产高频跟踪（2024/05/01-2024/05/31）	14
（一）月度回顾：发达市场股指多数上涨，商品市场走势分化	14
（二）股市跟踪：发达市场股指多数上涨，新兴市场股指走势分化	15
（三）债市跟踪：发达国家10年期国债收益率多数上行，中国国债收益率多数下行	16
（四）汇市跟踪：美元指数下行，其他货币兑美元升值	17
（五）商品市场跟踪：有色和贵金属全线上涨，原油全线下跌	19
三、报告精选	20
（一）美国服务通胀的压力有多大？	20
（二）原油价格，何时止跌？	23
风险提示	25

图表目录

图表 1：5月，美债收益率V型反转，美股倒V型震荡	6
图表 2：5月，发达市场多数上涨，新兴市场部分回调	6
图表 3：近期，伴随美德利差回落，美元指数小幅走弱	6
图表 4：5月，彭博大宗商品指数先涨后跌	6
图表 5：4月，非农数据显著低于市场预期	7
图表 6：4月，美国核心CPI延续回落	7
图表 7：4月，美国制造业、非制造业PMI均跌破荣枯线	7
图表 8：基本面数据的疲弱，带来了市场降息预期的升温	7
图表 9：美联储官员：谨慎和持续关注通胀趋势	8
图表 10：5月，纳斯达克指数上涨的驱动力拆解	8
图表 11：剔除Magnificent7后，纳指5月下旬明显回调	8
图表 12：5月，港股与A股均呈现“倒V型”走势	9
图表 13：南华商品指数同样先涨后跌	9
图表 14：人民币汇率即期与3个月远期的动态相关性	9
图表 15：离岸人民币3个月远期升水率明显走高	9



图表 16:	5 月初, A 股情绪指数大幅改善.....	10
图表 17:	4 月, 工业增加值有明显抬升.....	10
图表 18:	近期, 地产政策密集出台.....	10
图表 19:	5 月, 地产等行业迎来明显的修复行情.....	10
图表 20:	5 月, 沥青开工率仍在走低.....	10
图表 21:	5 月, 专项债发行进度仍相对较慢.....	10
图表 22:	5 月, 国内制造业 PMI 再度低于市场预期.....	11
图表 23:	5 月, 债市收益率下行, 短端下行幅度较大.....	11
图表 24:	LMCI 显示, 失业率上行概率占优.....	11
图表 25:	失业率大于 4%和 4.5%的州的个数均在上行.....	11
图表 26:	最后一次加息到首次降息期间的美债收益率走势.....	12
图表 27:	最后一次加息到首次降息期间的美元指数走势.....	12
图表 28:	财政支出“主导”经济修复节奏.....	12
图表 29:	广义财政支出与工业生产的关联度强化.....	12
图表 30:	年初以来主要基建上市公司订单持续改善.....	13
图表 31:	近年来新出口订单对出口增速的指引弱化.....	13
图表 32:	汇率与北上资金的共振或带来风险偏好改善.....	13
图表 33:	二季度政府债券供给压力边际回升.....	13
图表 34:	汽车、通用设备固定资本形成供给较高.....	14
图表 35:	2024 年以来, 我国船舶出口大幅增长.....	14
图表 36:	5 月以来大类资产涨跌幅.....	15
图表 37:	本月, 发达市场股指全线上涨.....	15
图表 38:	本月, 新兴市场股指走势分化.....	15
图表 39:	本月, 美国标普 500 行业多数上涨.....	16
图表 40:	本月, 欧元区行业多数上涨.....	16
图表 41:	本月, A 股各类宽基指数全线下跌.....	16
图表 42:	本月, 行业方面走势分化.....	16
图表 43:	本月, 恒生指数走势分化.....	16
图表 44:	本月, 行业方面全线上涨.....	16
图表 45:	本月, 发达国家 10 年期国债收益率多数上行.....	17
图表 46:	本月, 美英德 10Y 收益率.....	17
图表 47:	本月, 新兴市场 10 年期国债收益率走势分化.....	17
图表 48:	本月, 土耳其、巴西 10Y 利率.....	17
图表 49:	本月, 中国国债收益率多数下行.....	17
图表 50:	本月, 3 个月、2 年期与 10 年期国债收益率.....	17



图表 51:	本月, 美元指数下行, 其他货币兑美元升值	18
图表 52:	英镑和欧元兑美元贬值	18
图表 53:	本月, 主要新兴市场兑美元走势分化	18
图表 54:	土耳其里拉, 雷亚尔和韩元	18
图表 55:	本月, 日元兑人民币贬值	18
图表 56:	本月, 美元兑在岸人民币升值, 兑离岸贬值	18
图表 57:	本月, 有色和贵金属全线上涨, 原油全线下跌	19
图表 58:	原油价格全线下跌	19
图表 59:	本月, 焦煤价格下跌 26.35%	19
图表 60:	本月, 铜价格上涨, 铝价格上涨	20
图表 61:	本月, 通胀预期回落至 2.35%	20
图表 62:	本月, COMEX 黄金、COMEX 银均上涨	20
图表 63:	本月, 10Y 美债实际收益率回落至 2.16%	20
图表 64:	美国 CPI 同比及各分项拉动	21
图表 65:	美国 CPI 核心服务各分项贡献率	21
图表 66:	核心商品通胀与劳动力市场不相关	21
图表 67:	核心服务通胀与劳动力市场相关	21
图表 68:	核心服务通胀与主动辞职率、薪资相关	21
图表 69:	辞职率领先核心服务通胀 9 个月	21
图表 70:	工资上涨向医院服务价格传导	22
图表 71:	MEI 已于 2023 年一季度峰值回落且继续下行	22
图表 72:	房价领先租金领先租金通胀	22
图表 73:	房价、租金分别领先租金通胀 15、12 个月	22
图表 74:	美联储决策四象限: 从 Lower 到 Longer, 再到 Higher	23
图表 75:	年初以来, 美国商业原油库存快速回补	23
图表 76:	4 月, 美国制造业、非制造业 PMI 双双下行	23
图表 77:	花旗美国经济意外指数近期快速回落	24
图表 78:	4 月中旬以来, 地缘局势也有一定缓和	24
图表 79:	全球需求改善领先美国出口增速	24
图表 80:	一季度美国处于去库尾声, 补库早期	24
图表 81:	拜登就任后, 美国页岩油钻井许可明显减少	24
图表 82:	过往, OPEC+ 减产往往伴随着份额的流失	24
图表 83:	2020 年四季度, 铜油价格共振上涨	25
图表 84:	拜登交易相关的标的有明显超额收益率	25
图表 85:	今年特朗普政策或更关注对内改革、对外贸易	25



图表 86: 若特朗普当选, 或首先撤销拜登推出的政策..... 25



5月，国内外风险资产均现“倒V型”走势，市场预期反复“摇摆”。预期变动背后的解释、6月可能演绎的方向？本文分析，可供参考。

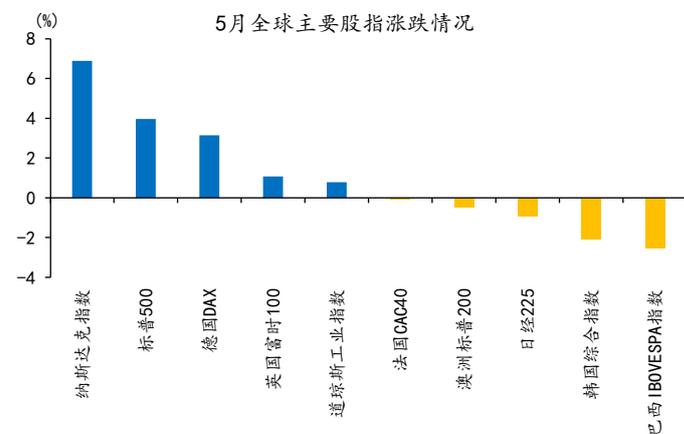
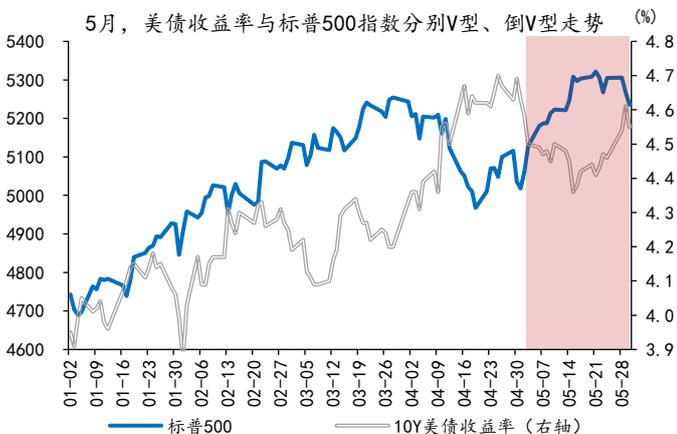
一、热点思考：6月展望，“预期”或将起变化？

（一）5月海外市场的主线？美债收益率再现“过山车”，风险资产均“倒V型”跌宕

5月，海外市场再现“过山车”，美债收益率、美元指数“V型”反转，风险资产均呈“倒V型”走势。权益市场，5月1日至5月21日，全球股指普遍上行，标普500指数一度大涨5.7%创历史新高，随后步入调整，全月上涨4.8%。债券市场，5月1日至5月15日，海外债市收益率多数回落，10年期美债收益率大幅回落33bp至4.36%，随后反弹15bp至4.51%。汇率市场，伴随着美德利差的回落，美元指数小幅走弱，全月回落0.02个百分点至104.6。商品市场，彭博商品指数同样“倒V型”震荡，5月1日至5月20日，彭博商品指数大涨5.5%；5月21日至5月31日，彭博商品指数回调3.0%。

图表1：5月，美债收益率V型反转，美股倒V型震荡

图表2：5月，发达市场多数上涨，新兴市场部分回调

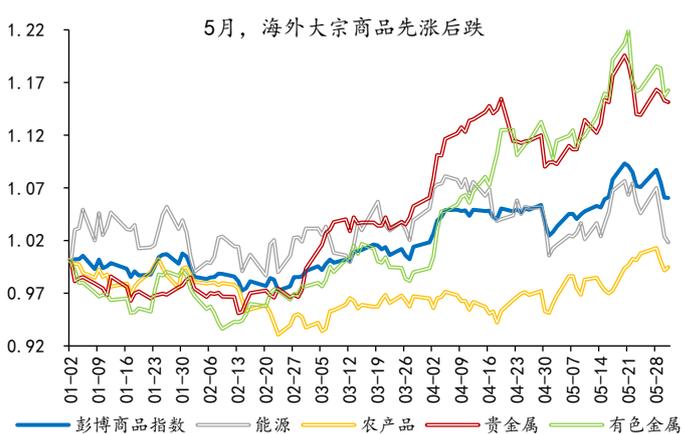


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表3：近期，伴随美德利差回落，美元指数小幅走弱

图表4：5月，彭博大宗商品指数先涨后跌



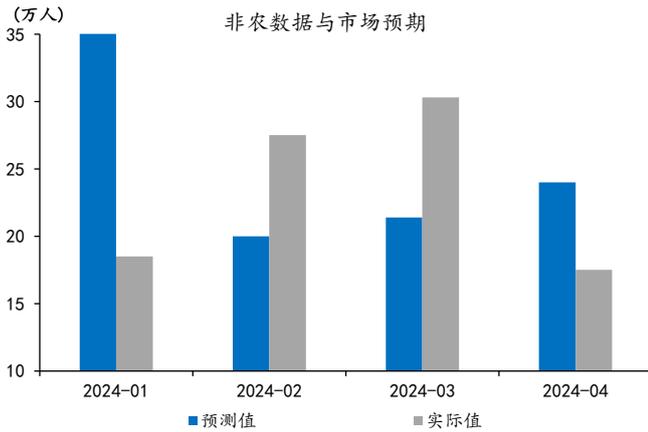
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

5月上中旬，美国基本面数据疲软的影响下，美债收益率的快速回落成为市场定价的主线。4月下旬至5月中旬，相继公布的基本面数据均呈疲弱态势。1) 劳动力市场，4月非农就业人数降至17.5万人、远低于市场预期的24万，职位空缺数更是降至近3年新低。2) 通胀数据，4月美国核心CPI回落至3.6%，与市场预期持平，通胀粘性有所减弱。3) 经济数据，4月美国制造业PMI、非制造业PMI双双跌破荣枯线。疲软的基本面数据带来了降息预期的快速下行，市场对年内的降息次数预期一度由1.05次上修至2.17次；美债收益率随之快速下行，对风险资产的估值端形成显著支撑。

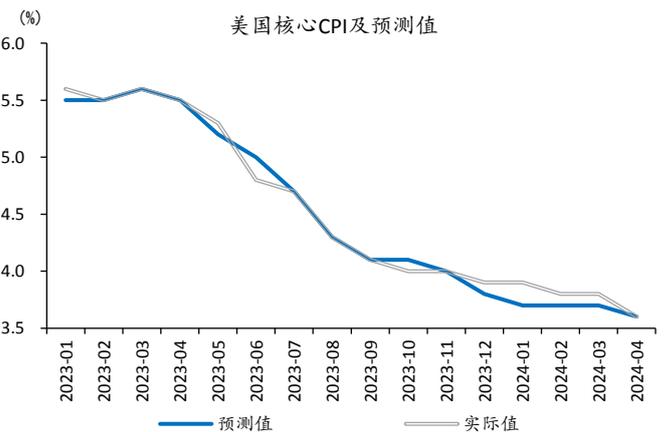


图表5: 4月, 非农数据显著低于市场预期



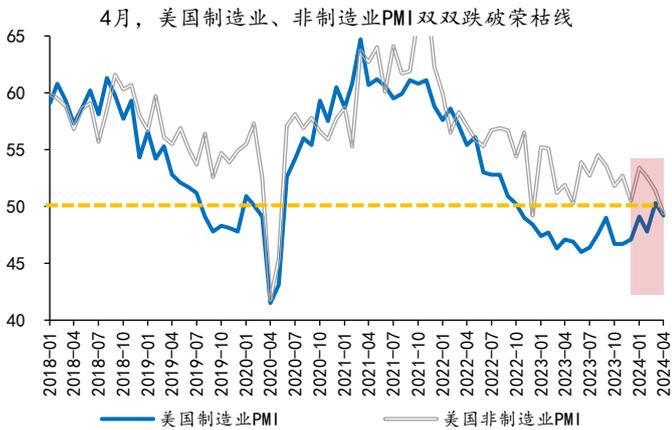
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表6: 4月, 美国核心CPI延续回落



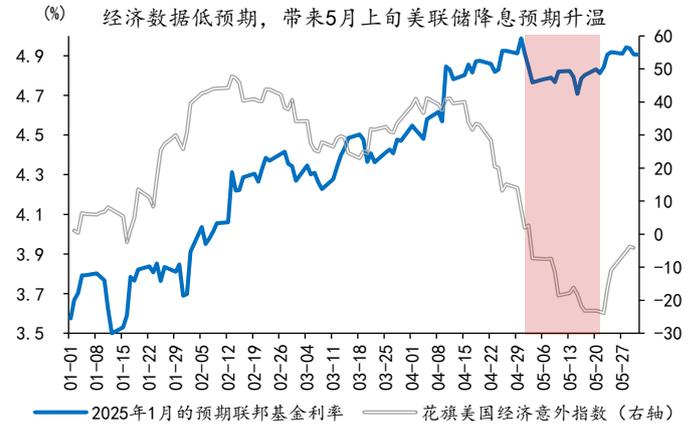
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表7: 4月, 美国制造业、非制造业PMI均跌破荣枯线



来源: Wind, 国金证券研究所

图表8: 基本面数据的疲弱, 带来了市场降息预期的升温



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

5月下旬, 美联储“放鹰”与经济数据的回暖, 导致降息预期再度后移, 对风险资产形成压制; 但英伟达财报超预期下, 纳指仍相对坚挺。5月下旬美债收益率的反弹是多方面因素的共振: 第一, 5月22日美联储公布5月会议纪要, 美联储官员指出今年第一季度的通胀数据令人失望, 纪要显示与会者对当前状况和经济前景的看法偏鹰。第二, 美国5月Markit PMI数据全线好于预期, 其中制造业PMI创两个月新高且突破50大关, 服务业PMI创12个月新高。第三, 美债拍卖表现不佳, 海外需求不足。美债收益率上行对风险资产形成集体压制, 但英伟达财报超预期等支撑下, 纳指仍在5月28日刷新历史新高。

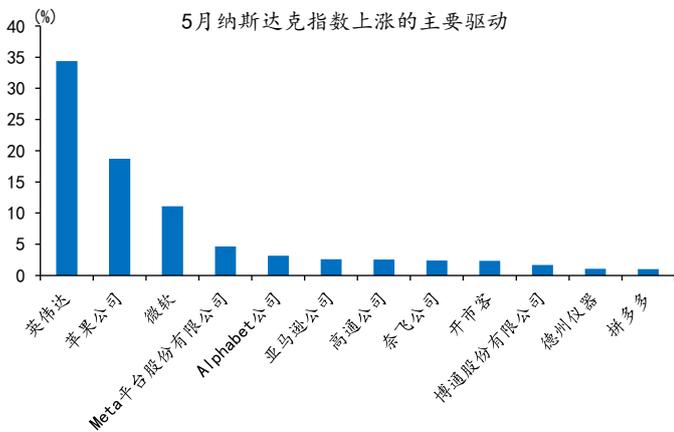


图表9: 美联储官员: 谨慎和持续关注通胀趋势

官员名称	职位	演讲主题	发言内容	发言时间 (美国时间)	态度倾向
巴尔	美联储理事	构建弹性监管框架	今年第一季度的通胀数据令人失望。这些结果并没有给我带来希望通过降低联邦基金利率来支持宽松货币政策的信心。这意味着我们需要让我们的 限制性政策再多一段时间才能继续发挥作用 。我认为我们处于有利地位, 可以保持稳定并密切关注形势的发展。	2024年5月20日	鹰派
杰斐逊	副主席	美国经济前景和房价动态	确实, 过去几个季度消费者支出一直表现强劲。不过, 我预计 今年晚些时候支出增长将放缓, 因为紧缩性货币政策对需求造成压力, 尤其是对利率敏感的消费 。 幸运的是, 预期数据表明, FOMC抗击通胀的可信度依然完好。 我们的政策利率处于限制性区域, 因为我们继续看到劳动力市场趋于平衡, 通胀下降, 尽管速度远没有我希望的那么快。 在判断未来适当的政策利率立场时, 我将仔细评估后续数据、不断变化的前景和风险平衡。 房地产行业是经济中对利率最为敏感的部分之一。 我们已经看到抵押贷款利率和抵押贷款发放量的敏感性 。	2024年5月20日	中性偏鸽
沃勒	美联储理事	进展似乎正在一点一点地恢复	但最近的经济数据显示, 紧缩性货币政策有助于冷却总需求 , 4月份的通胀数据表明通胀率可能已恢复至2%。央行行长们永远不应该说永远不会, 但数据显示通胀并没有加速, 我认为 进一步提高政策利率可能是不必要的 。 我确实认为经济活动会有所放缓。 一个月并不构成趋势, 但这些数据表明政策正在发挥作用, 缓和总需求, 这将支持通胀在降低方面取得新进展。	2024年5月21日	中性偏鸽
梅斯特	2024年FOMC票委, 克利夫兰联储主席	发表讲话	预计今年经济增长将高于趋势水平。 目前判断通胀走向为时尚早。通胀将会下降, 但需要更长时间。 考虑到就业市场的强劲势头, 目前保持利率的限制性并没有那么大的风险。 政策定位良好, 将需要监测数据。 在最新预测中上调了对长期中性利率预估, 目前的政策水平可能没有“预期的那么紧缩” 。 需要再看几个月的通胀回落, 同时也在关注预期来自地区的轱辘数据提供了前瞻性的视角。	2024年5月21日	中性偏鹰
博斯蒂克	2024年FOMC票委, 亚特兰大联储主席	发表讲话	对2023年通胀下降速度的快速降低感到惊讶。 后疫情时期的经济可能对利率的敏感性降低。 在通胀达到2%之前, 不会讨论调整美联储的通胀目标。 预计将于2025年开始对美联储框架展开新的讨论。 在调整政策利率之前, 可能需要更加耐心并对通胀达到2%的路径保持确定。 我们不会陷入更加紧缩的环境。	2024年5月23日	中性

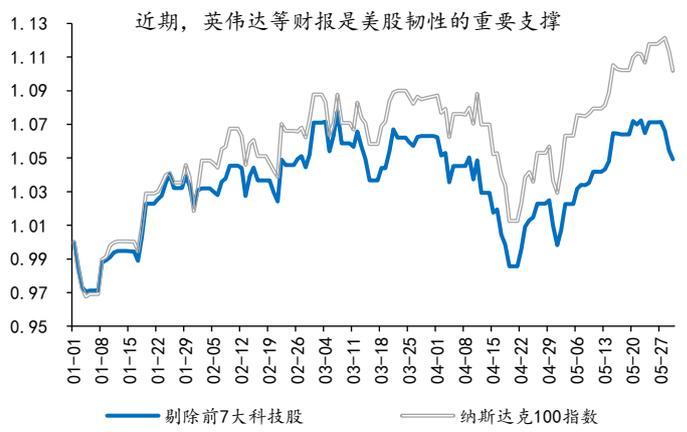
来源: FED, 金十数据, 国金证券研究所

图表10: 5月, 纳斯达克指数上涨的驱动力拆解



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表11: 剔除 Magnificent 7 后, 纳指 5 月下旬明显回调



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

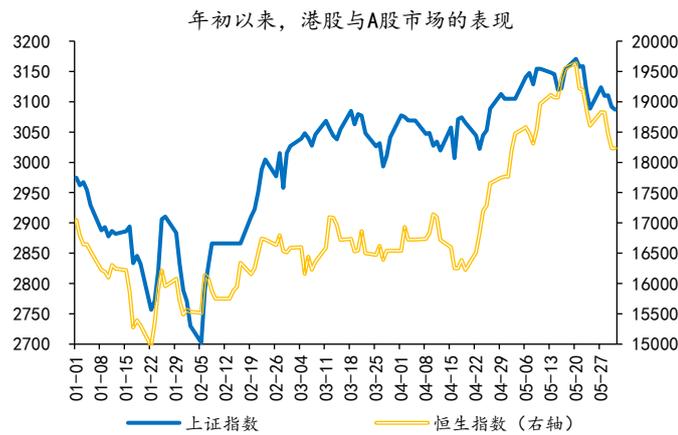
(二) 5月国内市场的焦点? 市场预期一度改善, 但经济数据的“波折”对情绪有扰动

5月, 国内市场的风险资产同样也呈现了“倒V型”走势, 但震荡之中一些积极信号也在逐步显现。1) 权益市场, 截至5月20日, 上证指数、恒生指数一度上涨2.1%、10.5%, 全月分别微跌0.6%、上涨1.8%。2) 商品市场, 5月以来南华综合指数上涨1.7%, 其中贵金属、有色金属、能化品、黑色系分别上涨7.3%、3.7%、1.7%、0.3%。3) 汇率市场, 远期汇率的走强、风险逆转因子的走低, 均释放了人民币延续升值的信号。截至5月31日, 人民币兑美元3个月远期汇率与即期的动态相关性已低至0.95, 远期升水大幅走高。⁴⁾ 债券市场表现相对平淡, 2年期、10年期国债收益率继续走低, 分别下行11bp和1bp。

⁴⁾ 关于交易面指标的更多分析, 可参考2023年11月19日报告《人民币汇率, “变盘”的信号?》。

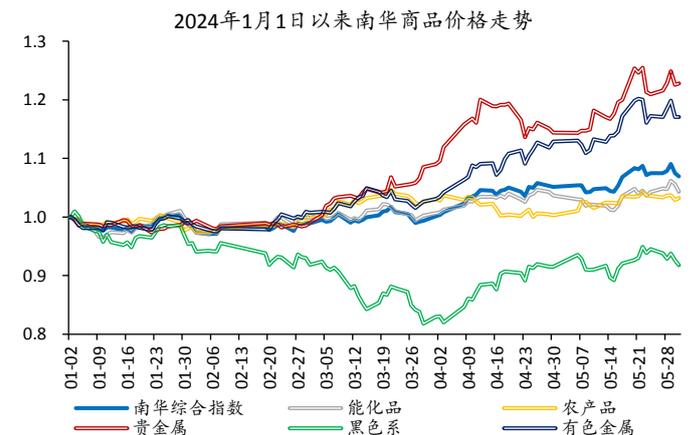


图表12: 5月, 港股与A股均呈现“倒V型”走势



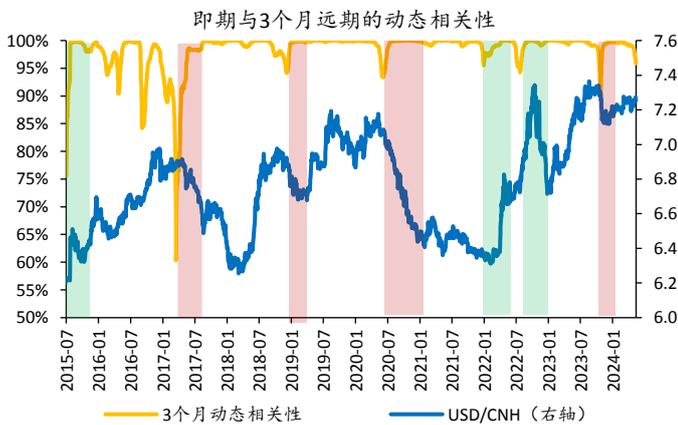
来源: Wind, 国金证券研究所

图表13: 南华商品指数同样先涨后跌



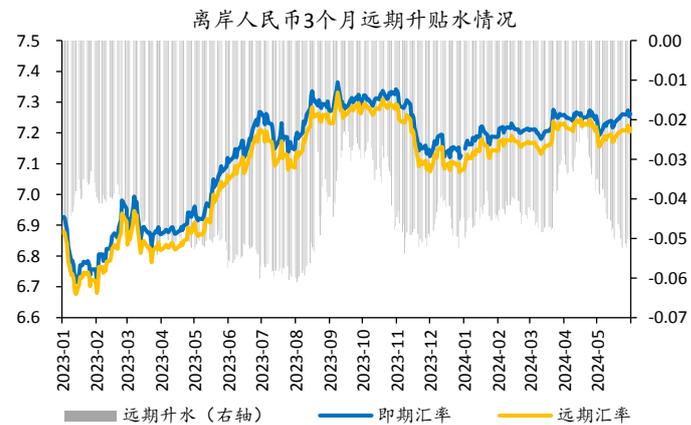
来源: Wind, 国金证券研究所

图表14: 人民币汇率即期与3个月远期的动态相关性



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表15: 离岸人民币3个月远期升水率明显走高

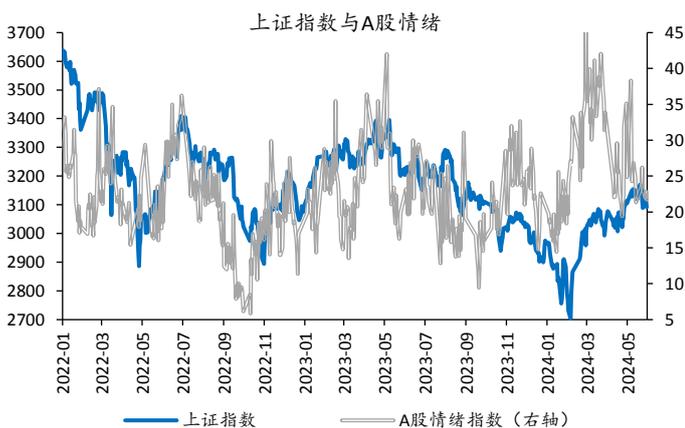


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

5月上中旬国内市场的强势表现, 主因前期低迷预期的边际改善。4月经济数据一度超预期, 吹响了国内基本面“复苏”的号角。1) 出口带动下, 制造业生产大幅走强、4月增加值边际提升2.4个百分点至7.5%; 2) 前期地产相关支持政策也有一定见效, 4月地产新开工、施工面积累计同比分别较上月回升3.2、0.3个百分点至-24.6%、-10.8%。同时, 4月底中央政治局会议强调“有效落实已经确定的宏观政策”, “稳增长”落地预期改善; 5月17日地产支持政策密集出台, 也为市场注入了积极信号。5月6日, 市场情绪一度由4月30日的24.8大幅走高至38.3。前期超跌的地产等部分板块, 市场情绪明显修复。

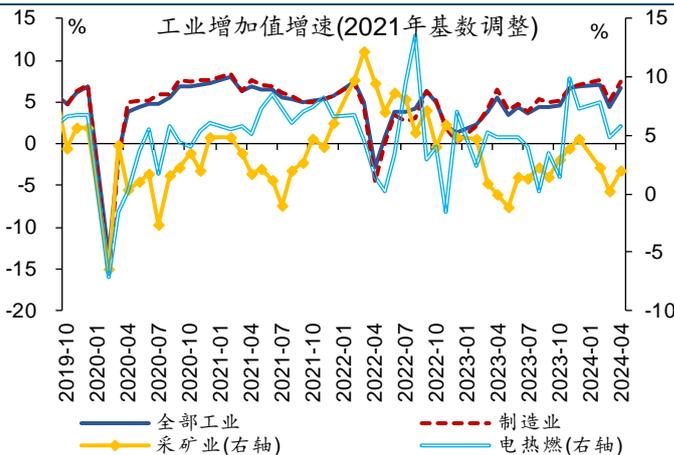


图表16: 5月初, A股情绪指数大幅改善



来源: Wind, 国金证券研究所

图表17: 4月, 工业增加值有明显抬升



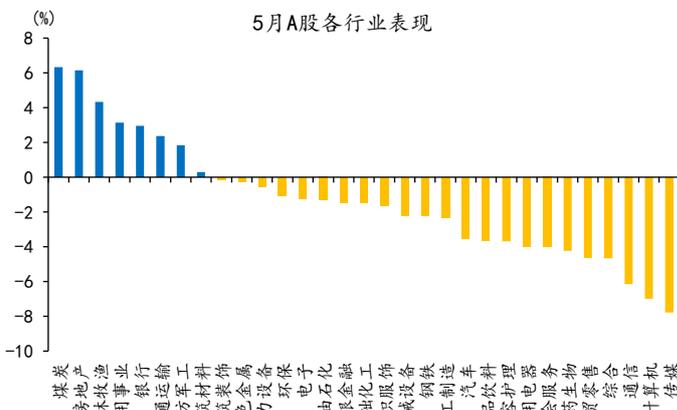
来源: Wind, 国金证券研究所

图表18: 近期, 地产政策密集出台



来源: 中国政府网站, 国金证券研究所

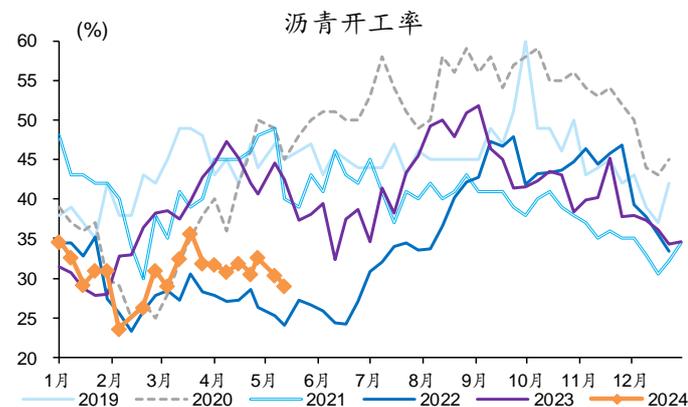
图表19: 5月, 地产等行业迎来明显的修复行情



来源: Wind, 国金证券研究所

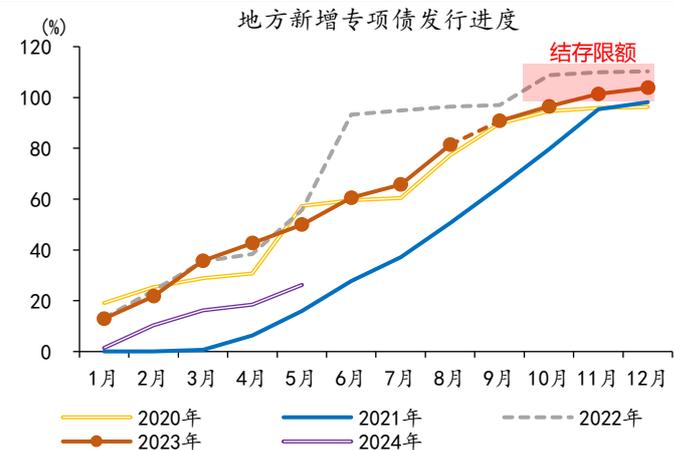
但“预期”向“现实”的修复仍有时滞, 基本面的修复在5月下旬经济数据中未有明显体现, 导致市场情绪再度小幅回落。5月, 地方新增专项债发行进度升至29.8%, 但整体仍相对偏慢。稳增长政策发力效果滞缓在宏观数据上均有显现: 高频数据上, 5月映射建筑业景气变化的沥青开工率指标呈现回落态势、且显著低于去年同期水平; 宏观数据上, 5月制造业PMI录得49.5%、低于市场预期的50.1%。“强预期”与“弱现实”的矛盾, 主导了债市的走势。5月, 10年期、2年期国债收益率分别回落1bp、11bp。

图表20: 5月, 沥青开工率仍在走低



来源: Wind, 国金证券研究所

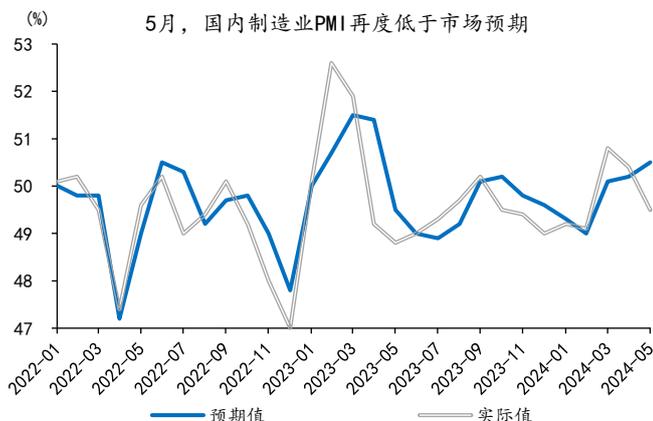
图表21: 5月, 专项债发行进度仍相对较慢



来源: Wind, 国金证券研究所



图表22: 5月, 国内制造业PMI再度低于市场预期



图表23: 5月, 债市收益率下行, 短端下行幅度较大



来源: Wind, Bloomberg, 百川盈孚, 国金证券研究所

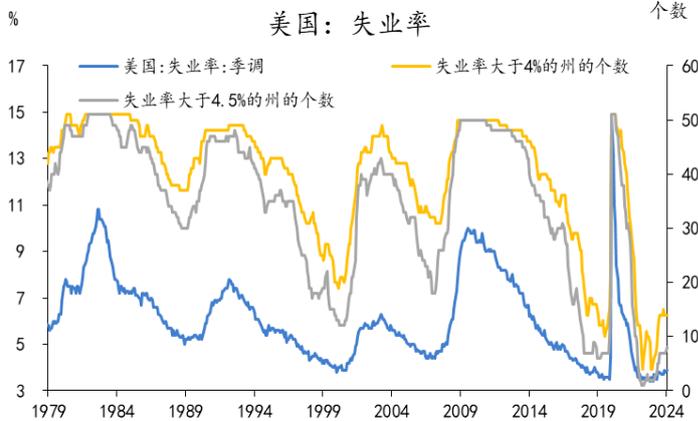
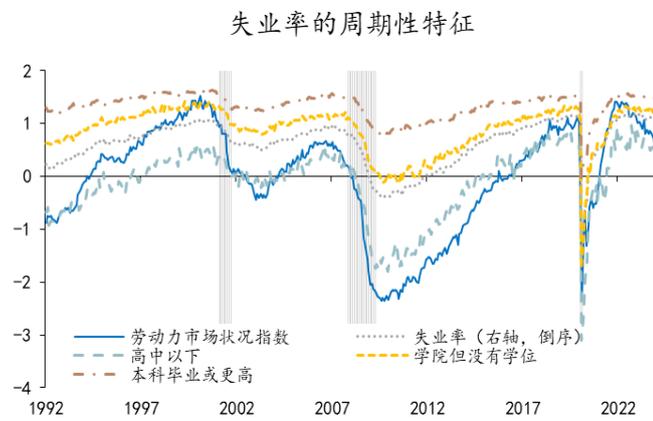
来源: Wind, 国金证券研究所

(三) 6月市场如何演绎? 海外“降息交易”或将重燃, 国内基本面改善或提振市场情绪

海外市场, 随着美国劳动力市场的降温、通胀粘性的趋缓, 6月中旬美联储议息会议后, “降息交易”或将重燃。基本面, 随着薪资增速放缓, 核心服务通胀有望继续降温; 而住房通胀或继续下行, 年底前或难反弹。交易面, 美债供给压力已现缓和、需求端未现恶化, 冲高风险相对有限。历史回溯来看, 正式降息落地前的1个季度, 美债收益率多步入趋势性下行区间、美元指数也难维系强势; 以9月降息为基准, “降息预期”交易有望在6月12日美联储议息会议的点阵图指引下重启。

图表24: LMC1显示, 失业率上行概率占优

图表25: 失业率大于4%和4.5%的州的个数均在上行



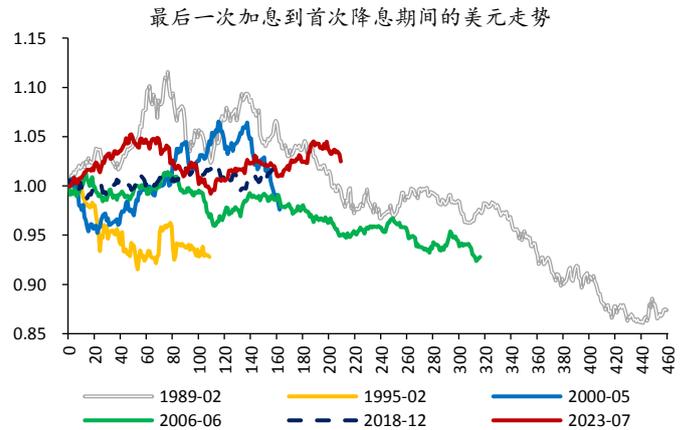
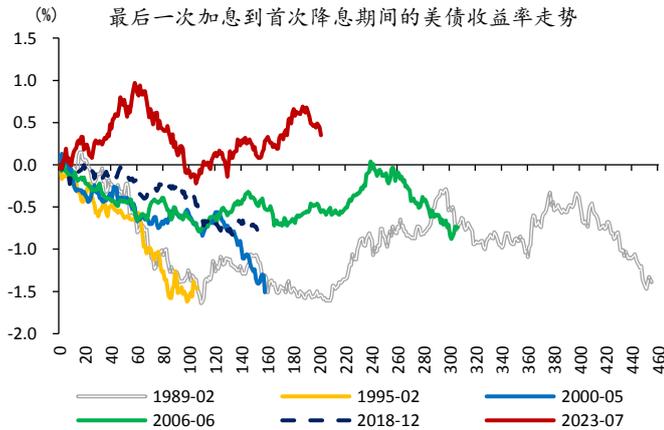
来源: CEIC, 国金证券研究所

来源: CEIC, 国金证券研究所



图表26: 最后一次加息到首次降息期间的美债收益率走势

图表27: 最后一次加息到首次降息期间的美元指数走势



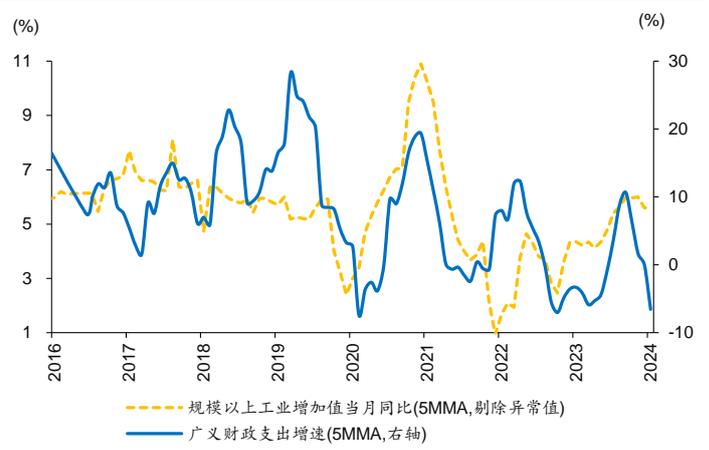
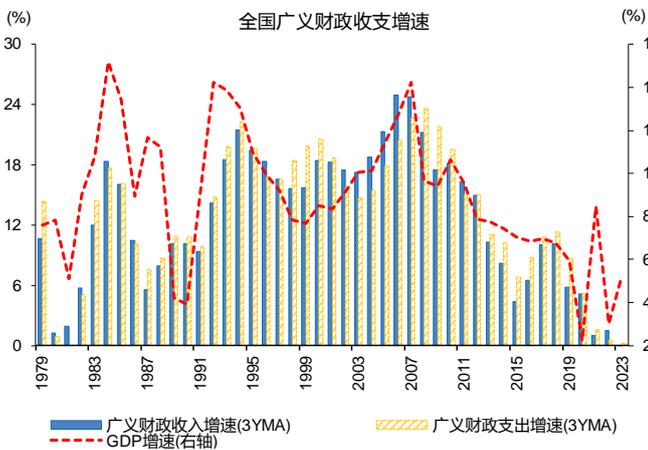
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

国内市场,“稳增长”等政策效果已有体现,外需改善还在延续,不必对 PMI 回落过于悲观。制造业景气修复出现波折,或与经济修复早期企业家信心不足、稳增长政策发力效果滞缓等有关。企业需要经历从现金流量表到资产负债表修复的过程,在修复早期信心容易出现反复,稳增长发力节奏的影响也更为直接。今年1-5月,新增专项债发行进度仅29.8%、明显低于正常年份的48.5%,对稳增长政策效果及企业信心修复或有直接影响。随着财政发力节奏加快,经济修复过程仍将延续,“稳增长”政策效果在微观层面已有体现。此外,5月以来高频数据映射的出口形势仍较为靓丽,港口货物吞吐量、航运价格等涨幅扩大。

图表28: 财政支出“主导”经济修复节奏

图表29: 广义财政支出与工业生产的关联度强化

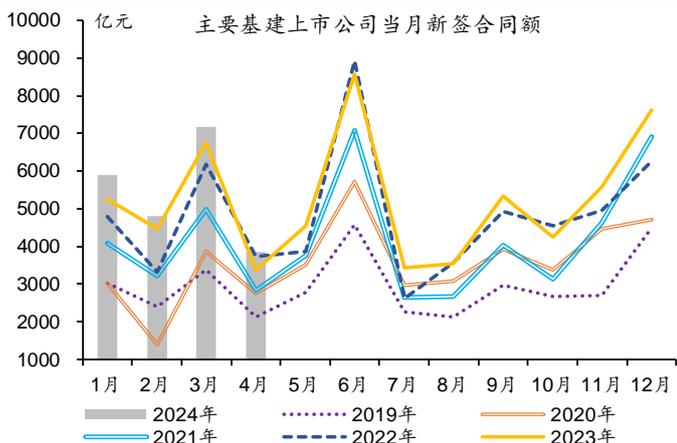


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

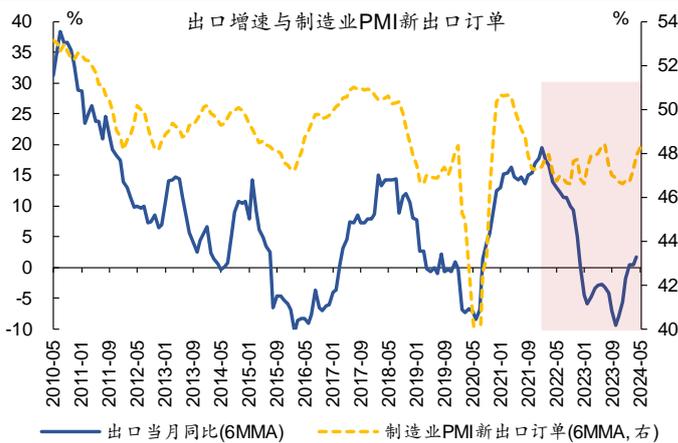


图表30: 年初以来主要基建上市²公司订单持续改善



来源: Wind、国金证券研究所

图表31: 近年来新出口订单对出口增速的指引弱化



来源: Wind、国金证券研究所

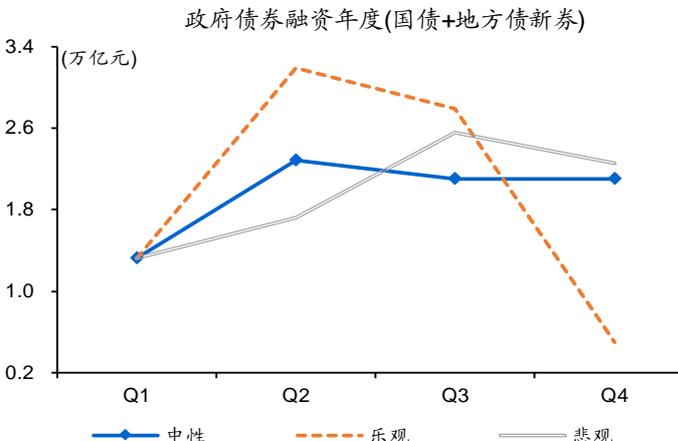
基本面改善与外部压力的缓和,或带动市场风险偏好的提升;而债市仍需警惕供给压力与基本面修复斜率回升等扰动。1) 股市方面,经济基本面的改善,叠加外部扰动的缓和,或将支撑人民币走向升值;而汇率与北上资金的“共振”,对国内权益等资产也构成利好。2) 债市方面,考虑到政府债券“错峰”等因素,供给压力或于二季度边际上升。流动性、基本面的利空影响或在二季度逐步凸显,中短期潜在风险或在累积。3) 商品方面,经济的企稳,叠加国内设备更新以及船舶出口增长对需求的提振,黑色系表现有望边际改善。

图表32: 汇率与北上资金的共振或带来风险偏好改善



来源: Wind、国金证券研究所

图表33: 二季度政府债券供给压力边际回升³



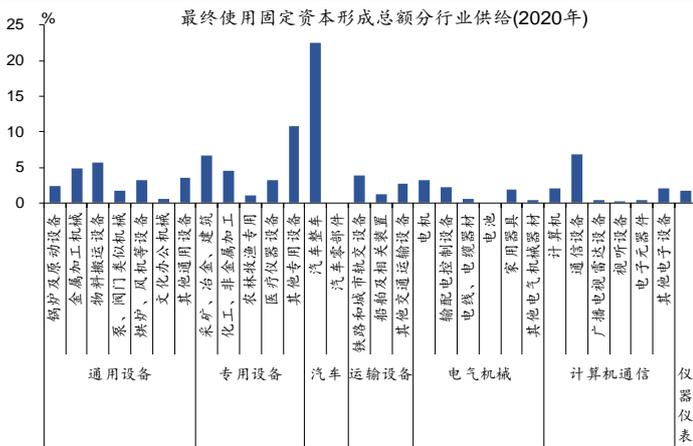
来源: Wind、国金证券研究所

² 说明:“主要基建上市公司”共包括中国建筑、中国电建、中国化学、中国中冶4家按月披露经营数据的公司。

³ 中性情景下,万亿超长国债于三季度开始发行,政府债券单季度融资平稳,二季度、三季度、四季度政府债券融资分别为2.3万亿元、2.1万亿元和2.1万亿元。乐观情景下,财政前置、万亿超长期特别国债于6月发行5000亿元,政府融资二季度或达3.2亿元,三季度维持高位、2.8万亿元,四季度剩余较少、0.5万亿元。悲观情景下,财政后置、万亿超长期特别国债年底发行,二季度政府债券融资相对较小、1.7万亿元,三、四季度供给压力相对较大,分别为2.6万亿元和2.3万亿元左右。

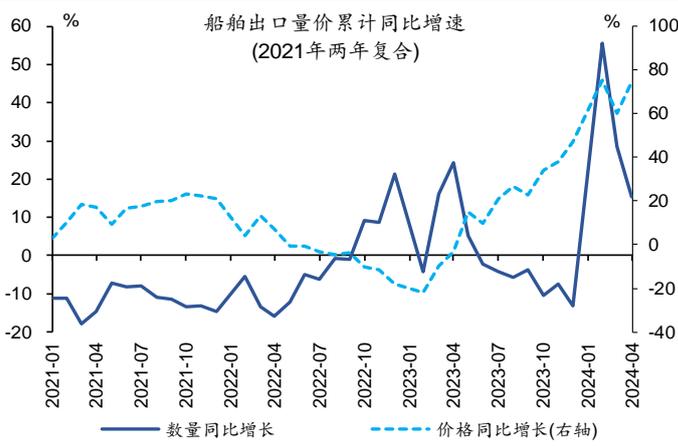


图表34：汽车、通用设备固定资本形成供给较高



来源：Wind，国金证券研究所

图表35：2024年以来，我国船舶出口大幅增长



来源：Wind，国金证券研究所

经过研究，我们发现：

- 1、5月，海外市场再现“过山车”，美债收益率、美元指数“V型”反转，风险资产均呈“倒V型”走势。市场在“再通胀”预期与“降息预期”间的反复摇摆，是5月市场“跌宕”的主因。5月上中旬，疲软的基本面数据下，市场预期的年内降息次数由1.1次升至2.2次；美债利率随之快速下行，支撑风险资产的强势。5月下旬，美联储“放鹰”与经济数据回暖，导致降息预期再度后移，风险资产受到压制。
- 2、5月，国内市场的风险资产同样也呈现了“倒V型”走势。“强预期”与“弱现实”之间的矛盾，是投资者情绪与市场表现反复的主要原因。4月经济数据超预期，一度吹响了国内基本面“复苏”的号角，5月上中旬国内市场的强势表现，主因前期低迷预期的边际改善。但“预期”向“现实”的修复仍有时滞，基本面的修复在5月下旬经济数据中未有明显体现，导致市场情绪再度小幅回落。
- 3、海外市场，随着美国劳动力市场的降温、通胀粘性的趋缓，6月美联储议息会议后，“降息交易”或将重燃。基本面，随着薪资增速放缓，核心服务通胀有望继续降温。交易面，美债供给压力已现缓和、需求端未现恶化，冲高风险相对有限。历史回溯来看，正式降息落地前1个季度，美元或步入弱势区间；以9月降息为基准，“降息交易”有望重启。
- 4、国内市场，不必对PMI回落过于悲观，基本面复苏叠加外部压力缓和，或带动市场风险偏好的提升。当下，“稳增长”等政策效果已有体现，外需改善还在延续。经济基本面的改善，叠加外部扰动的缓和，或将支撑人民币走向升值；而汇率与北上资金的“共振”，对国内权益等资产也构成利好。而债券市场，流动性、基本面等利空影响仍需关注。

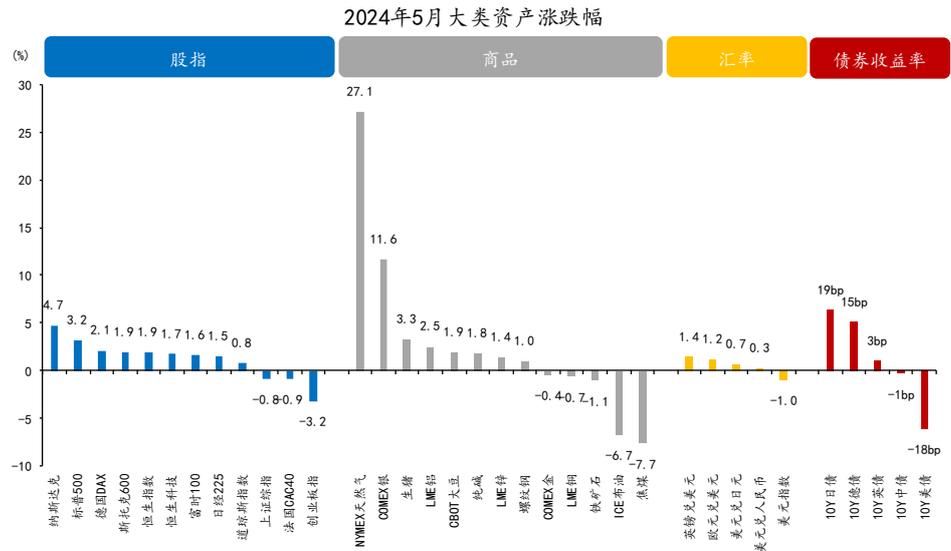
二、大类资产高频跟踪（2024/05/01-2024/05/31）

（一）月度回顾：发达市场股指多数上涨，商品市场走势分化

发达市场股指多数上涨，商品市场走势分化。1) 全球股市：纳斯达克上涨4.7%，标普500上涨3.2%，德国DAX上涨2.1%，创业板指下跌3.2%，法国CAC40下跌0.9%，上证综指下跌0.8%；2) 商品：NYMEX天然气上涨27.1%，COMEX银上涨11.6%，生猪上涨3.3%；3) 汇率市场：英镑兑美元上行1.4%，欧元兑美元上行1.2%，美元指数下行1%；4) 10年期国债利率：10Y日债上行19bp，10Y德债上行15bp，10Y美债下行18bp，10Y中债下行1bp。



图表36: 5月以来大类资产涨跌幅

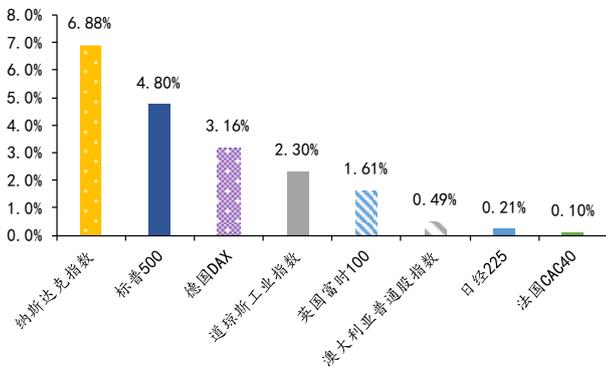


来源: Wind, 国金证券研究所

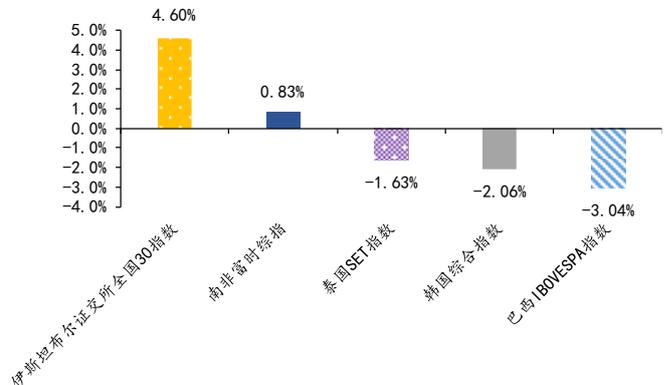
(二) 股市跟踪: 发达市场股指多数上涨, 新兴市场股指走势分化

发达市场股指普遍上涨, 新兴市场股指走势分化。发达市场股指, 纳斯达克指数上涨 6.88%, 标普 500 上涨 4.8%, 德国 DAX 上涨 3.16%; 新兴市场股指, 伊斯坦布尔证交所全国 30 指数上涨 4.60%, 南非富时综指上涨 0.83%, 巴西 IBOVESPA 指数下跌 3.04%, 韩国综合指数下跌 2.06%。

图表37: 本月, 发达市场股指全线上涨



图表38: 本月, 新兴市场股指走势分化



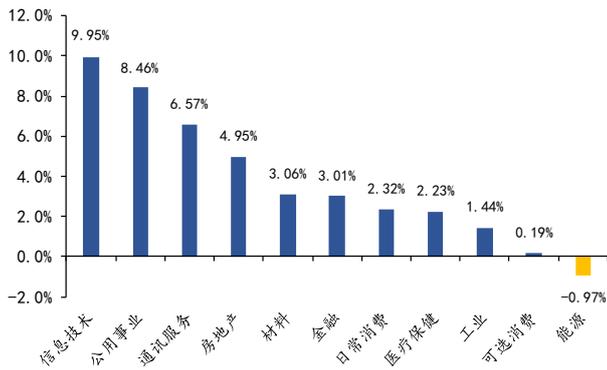
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

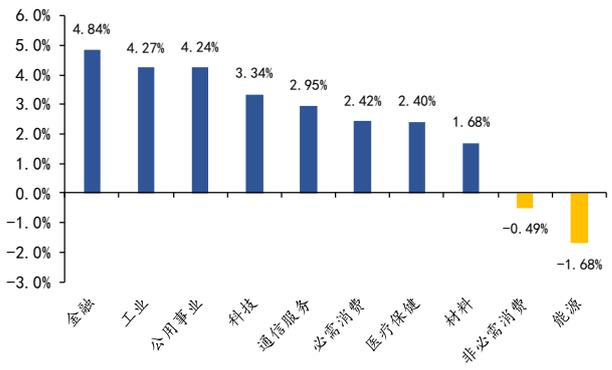
本月美国标普 500 行业多数上涨, 欧元区行业多数上涨。美国标普 500 行业, 信息技术上涨 9.95%, 公用事业上涨 8.46%, 通讯服务上涨 6.57%; 欧元区行业, 金融上涨 4.84%, 工业上涨 4.27%, 公用事业上涨 4.24%, 能源下跌 1.68%。



图表39: 本月, 美国标普500行业多数上涨



图表40: 本月, 欧元区行业多数上涨

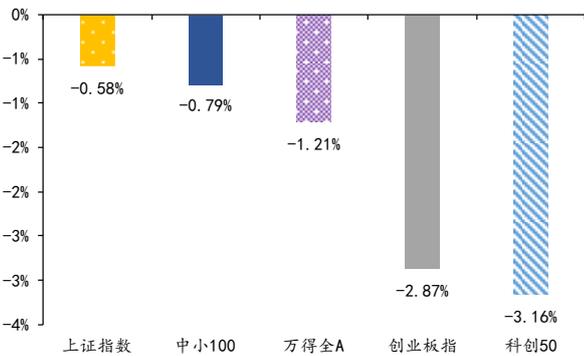


来源: Wind, 国金证券研究所

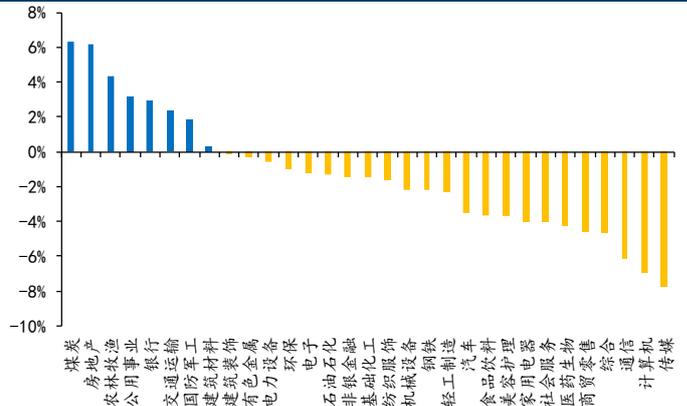
来源: Wind, 国金证券研究所

本月, A股各类宽基指数全线下跌, 行业方面走势分化。A股各类宽基指数, 科创50下跌3.16%, 创业板指下跌2.87%, 万得全A下跌1.21%; 行业方面, 煤炭上涨6.33%, 房地产上涨6.14%, 传媒下跌7.78%, 计算机下跌6.98%。

图表41: 本月, A股各类宽基指数全线下跌



图表42: 本月, 行业方面走势分化

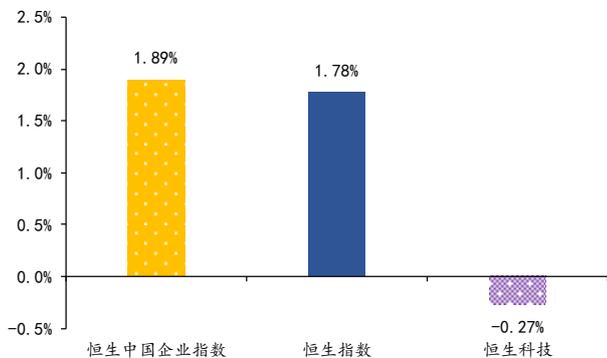


来源: Wind, 国金证券研究所

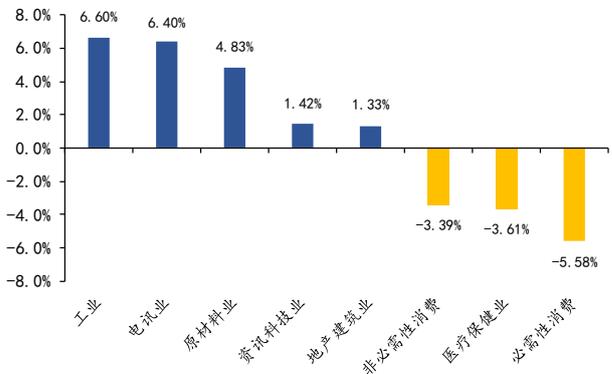
来源: Wind, 国金证券研究所

恒生指数走势分化, 行业方面走势分化。恒生指数, 恒生中国企业指数上涨1.89%, 恒生指数上涨1.78%, 恒生科技下跌0.27%; 行业方面, 工业上涨6.60%, 电讯业上涨6.40%, 必需性消费下跌5.58%, 医疗保健业下跌3.61%。

图表43: 本月, 恒生指数走势分化



图表44: 本月, 行业方面全线上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

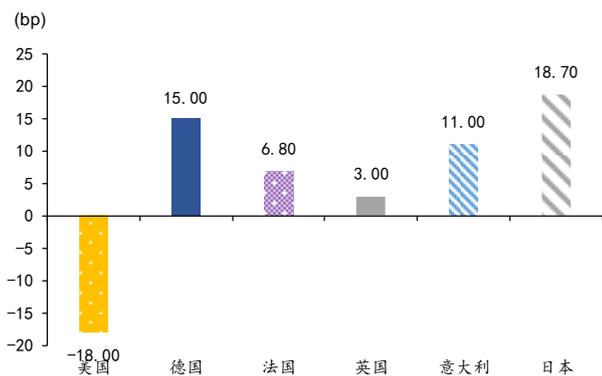
来源: Wind, 国金证券研究所

(三) 债市跟踪: 发达国家10年期国债收益率多数上行, 中国国债收益率多数下行

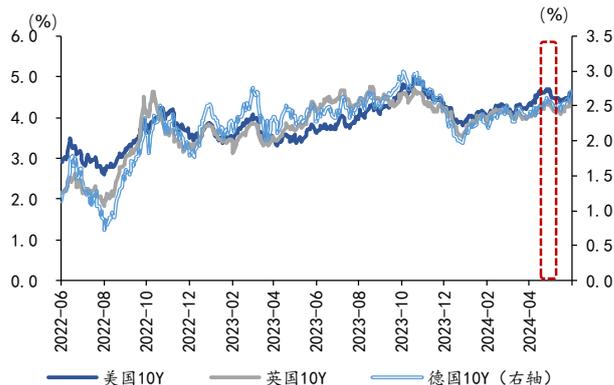
发达国家10年期国债收益率多数上行。美国下行18bp至4.51%, 德国上行15bp至2.71%, 法国上行6.8bp至3.15%, 英国上行3bp至4.4%, 意大利上行11bp至3.99%, 日本上行18.7bp至1.07%。



图表45: 本月, 发达国家 10 年期国债收益率多数上行



图表46: 本月, 美英德 10Y 收益率

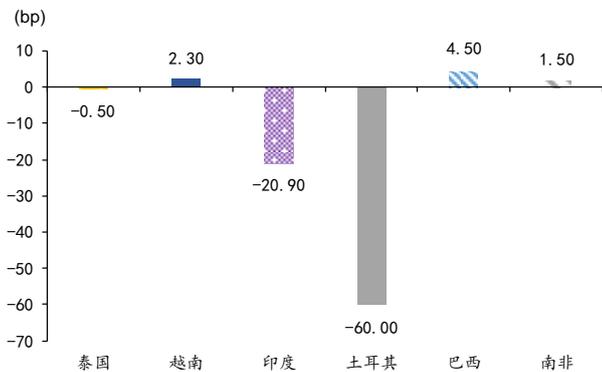


来源: Wind, 国金证券研究所

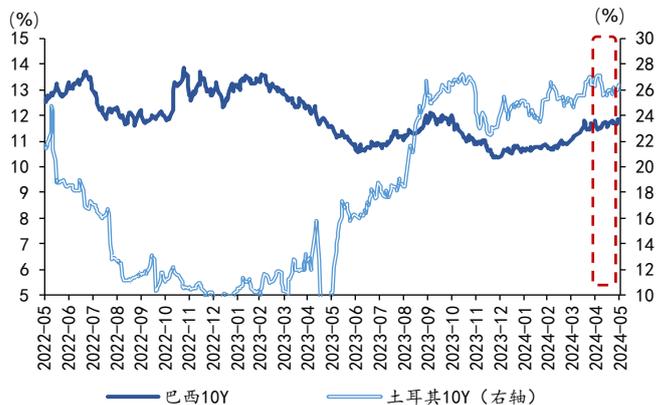
来源: Wind, 国金证券研究所

新兴市场 10 年期国债收益率走势分化。泰国下行 0.5bp 至 2.82%，越南上行 2.3bp 至 2.87%，印度下行 20.9bp 至 6.99%，土耳其下行 60bp 至 25.95%，巴西上行 4.5bp 至 11.84%，南非上行 1.5bp 至 10.96%。

图表47: 本月, 新兴市场 10 年期国债收益率走势分化



图表48: 本月, 土耳其、巴西 10Y 利率

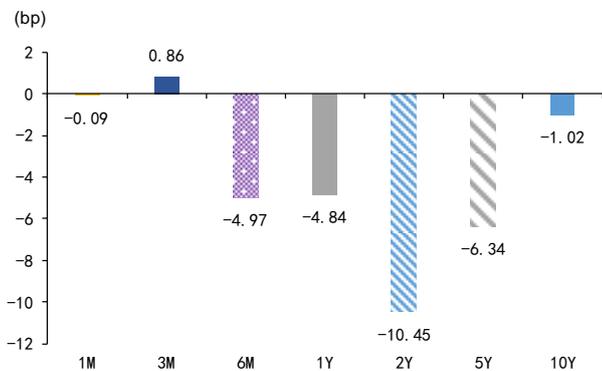


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

中国国债收益率多数下行。1 个月期国债收益率下行 0.09bp 至 1.49%，3 个月期国债收益率上行 0.86bp 至 1.54%，6 个月期国债收益率下行 4.97bp 至 1.61%，1 年期国债收益率下行 4.84bp 至 1.66%，2 年期国债收益率下行 10.45bp 至 1.8%，5 年期国债收益率下行 6.34bp 至 2.09%，10 年期国债收益率下行 1.02bp 至 2.29%。

图表49: 本月, 中国国债收益率多数下行



图表50: 本月, 3 个月、2 年期与 10 年期国债收益率



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

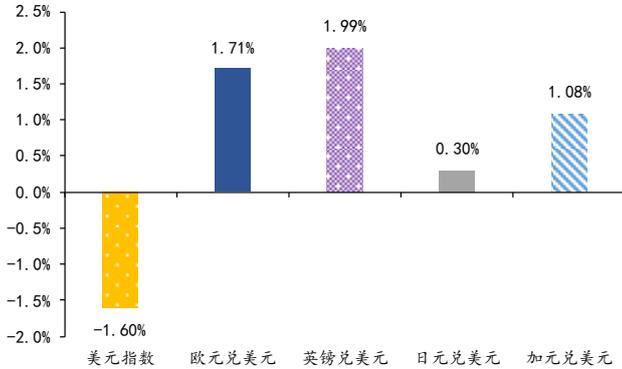
(四) 汇市跟踪: 美元指数下行, 其他货币兑美元升值

美元指数下行, 其他货币兑美元升值。美元指数下行 1.60% 至 104.63。欧元兑美元升值

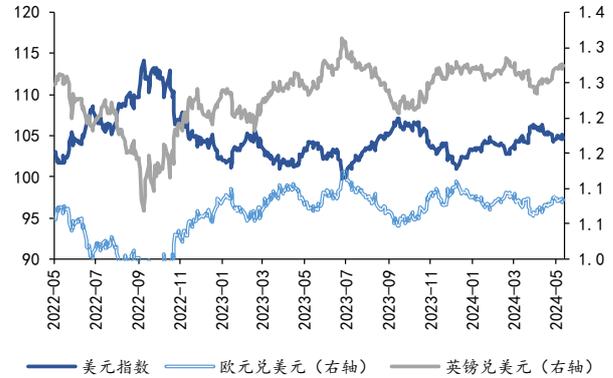


1.71%，英镑兑美元升值 1.99%，日元兑美元升值 0.3%，加元兑美元升值 1.08%；主要新兴市场兑美元走势分化，土耳其里拉兑美元升值 0.58%，印尼卢比兑美元升值 0.05%，菲律宾比索兑美元贬值 1.22%，雷亚尔兑美元贬值 0.98%，韩元兑美元升值 0.2%。

图表 51: 本月，美元指数下行，其他货币兑美元升值



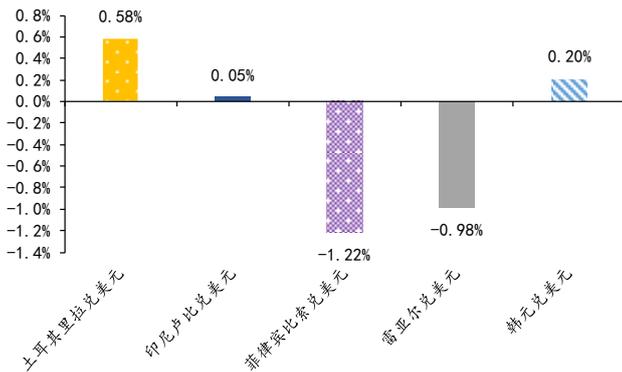
图表 52: 英镑和欧元兑美元贬值



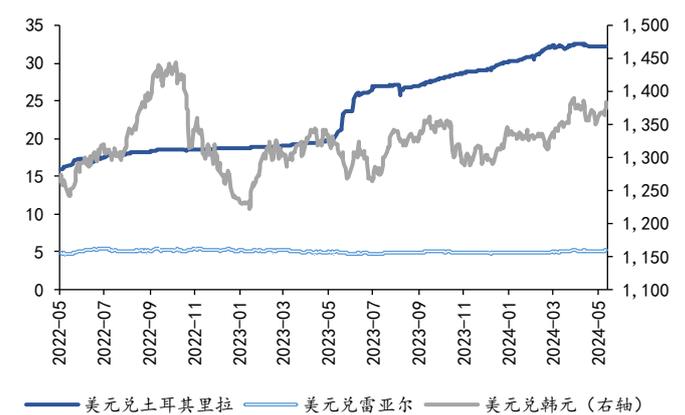
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 53: 本月，主要新兴市场兑美元走势分化



图表 54: 土耳其里拉，雷亚尔和韩元

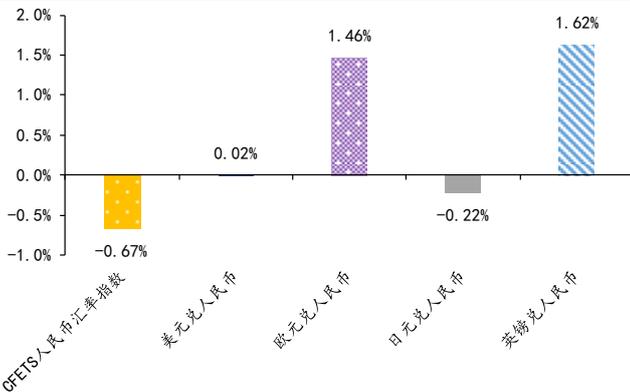


来源: Wind, 国金证券研究所

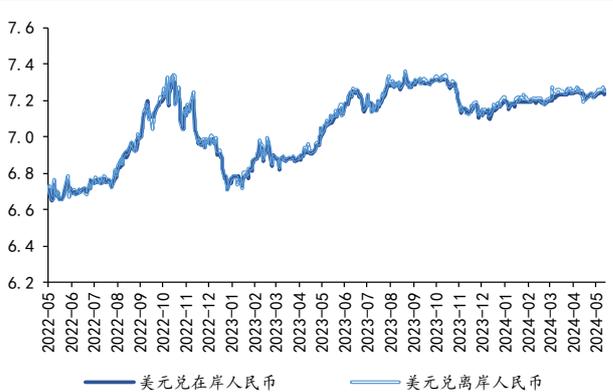
来源: Wind, 国金证券研究所

日元兑人民币小幅贬值，其他货币兑人民币升值。美元兑人民币升值 0.02%至 7.24，欧元兑人民币升值 1.46%，日元兑人民币贬值 0.22%，英镑兑人民币升值 1.62%。

图表 55: 本月，日元兑人民币贬值



图表 56: 本月，美元兑在岸人民币升值，兑离岸贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所



(五) 商品市场跟踪：有色和贵金属全线上涨，原油全线下跌

有色金属全线上涨。LME 铝上涨 5.28%至 2712 美元/吨，LME 镍上涨 4.78%至 20075 美元/吨，LME 锌上涨 3.77%至 3041 美元/吨，LME 铜上涨 0.38%至 10109 美元/吨。

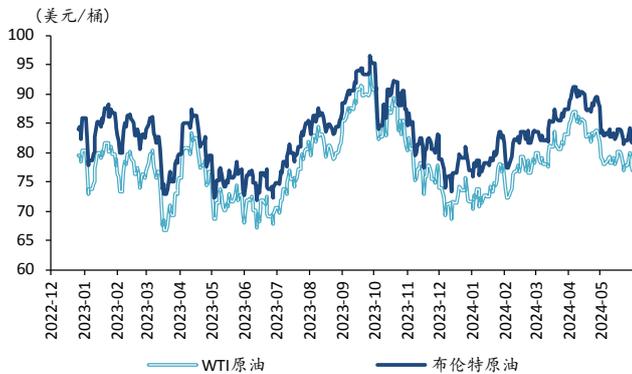
图表 57：本月，有色和贵金属全线上涨，原油全线下跌

类别	品种	2024年5月	2024年4月	2024年3月	2024年2月	2024年1月	2023年12月
原油	WTI原油	-6.03%	-1.49%	6.27%	3.18%	5.86%	-5.67%
	布伦特原油	-7.10%	0.43%	4.62%	2.34%	6.06%	-6.99%
贵金属	COMEX黄金	1.36%	2.72%	9.35%	0.27%	-1.65%	1.69%
	COMEX银	15.55%	6.00%	9.56%	-2.01%	-1.87%	-6.97%
有色	LME铜	0.38%	13.99%	4.30%	-1.74%	0.52%	1.85%
	LME铝	5.28%	11.49%	4.69%	-2.80%	-4.66%	8.38%
	LME镍	4.78%	14.59%	-5.54%	8.59%	-1.51%	-0.06%
	LME锌	3.77%	20.45%	0.54%	-5.28%	-3.69%	6.89%
黑色	焦煤	-26.35%	2.43%	-12.94%	7.53%	-19.71%	13.03%
	沥青	-2.13%	2.06%	-1.33%	-0.94%	3.16%	-0.17%
	铁矿石	1.32%	14.05%	-20.73%	-8.01%	1.16%	1.67%
	螺纹钢	0.74%	2.10%	-10.56%	2.00%	-6.46%	6.00%
农产品	生猪	14.26%	-3.39%	13.61%	-4.92%	1.57%	-6.36%
	棉花	-3.25%	-4.32%	0.22%	0.09%	4.19%	0.82%
	豆粕	2.88%	1.11%	6.51%	-1.92%	-18.40%	-2.08%
	豆油	5.55%	-2.80%	5.27%	1.37%	-6.86%	-4.86%

来源：Wind，国金证券研究所

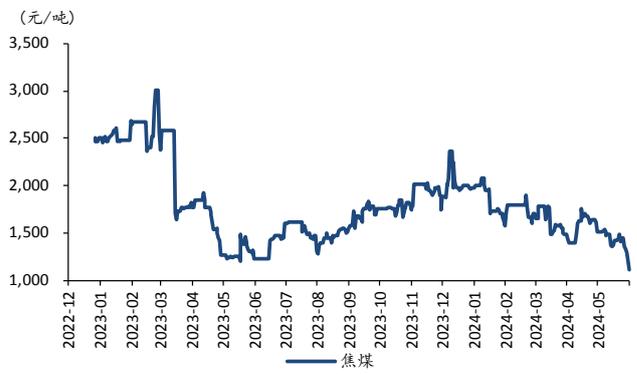
本月，原油全线下跌，黑色走势分化。WTI 原油下跌 6.03%至 76.99 美元/桶，布伦特原油下跌 7.1%至 81.62 美元/桶。铁矿石上涨 1.32%至 884 元/吨，焦煤下跌 26.35%至 1117 元/吨，沥青下跌 2.13%至 3634 元/吨。

图表 58：原油价格全线下跌



来源：Wind，国金证券研究所

图表 59：本月，焦煤价格下跌 26.35%

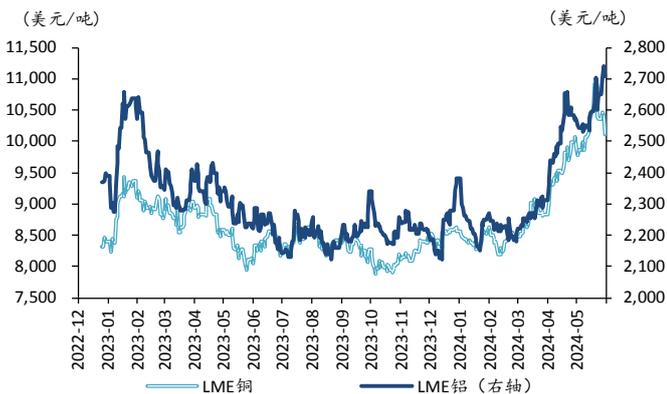


来源：Wind，国金证券研究所

本月，贵金属价格继续上涨，金价再创历史新高。COMEX 黄金上涨 1.36%至 2326.1 美元/盎司，COMEX 银上涨 15.55%至 30.4 美元/盎司，通胀预期从前值的 2.41%回落至 2.35%，10Y 美债实际收益率从前值的 2.28%升至 2.16%。



图表60: 本月, 铜价格上涨, 铝价格上涨



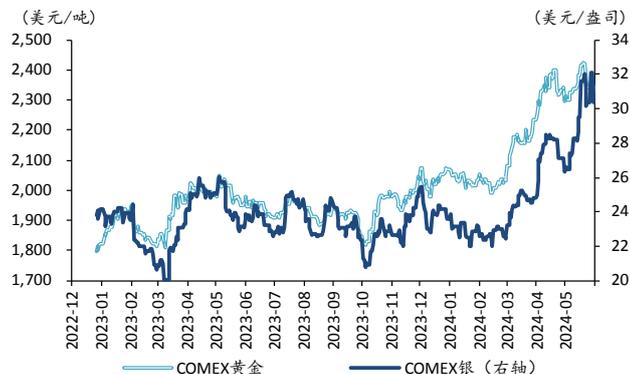
来源: Wind, 国金证券研究所

图表61: 本月, 通胀预期回落至 2.35%



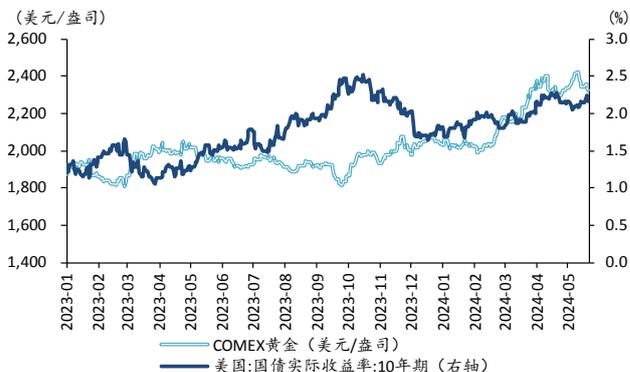
来源: Wind, 国金证券研究所

图表62: 本月, COMEX 黄金、COMEX 银均上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

图表63: 本月, 10Y 美债实际收益率回落至 2.16%



来源: Wind, 国金证券研究所

三、报告精选

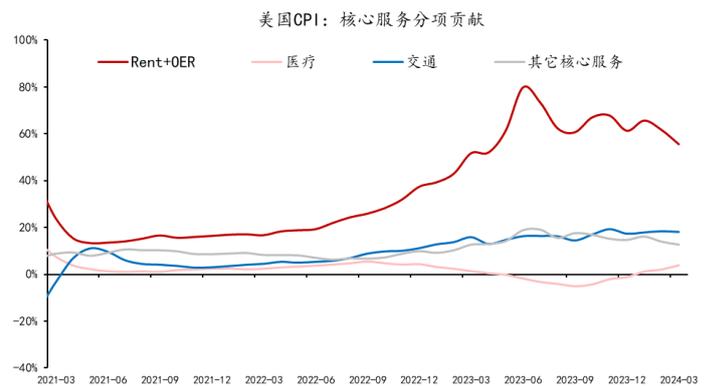
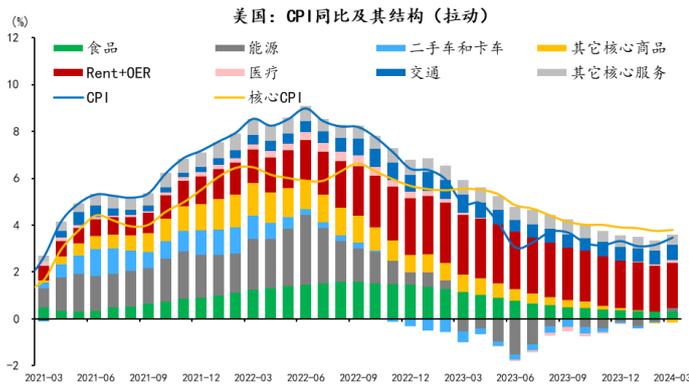
(一) 美国服务通胀的压力有多大?

美国“二次通胀”压力来源于核心服务。美国 CPI 结构中, 住房及非住房核心服务占比最高。核心服务占美国 CPI 通胀构成的 59.3%, 核心服务当中, 住房占 35.3%, 非住房核心服务 23.9%。截至 2024 年 3 月, 核心商品同比已处于通缩状态, 核心服务同比为 5.4%, 拉动 CPI 同比 3.1 个百分点, 贡献率达 90%, 住房和交通是主要贡献项。与其他发达经济体相比, 美国服务各分项通胀仍远高于 2020 年之前。核心服务通胀的中枢与劳动力市场密切相关。劳动力市场状况影响工资和企业成本, 进而影响核心服务通胀。当劳动力市场较为紧张时, 工资上涨压力加大, 推高企业的人力成本, 进而推高核心服务通胀水平。



图表64: 美国 CPI 同比及各项拉动

图表65: 美国 CPI 核心服务各项贡献率

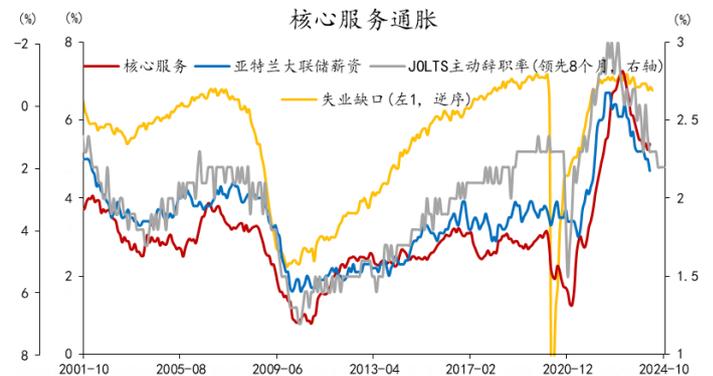


来源: CEIC、国金证券研究所

来源: CEIC、国金证券研究所

图表66: 核心商品通胀与劳动力市场不相关

图表67: 核心服务通胀与劳动力市场相关



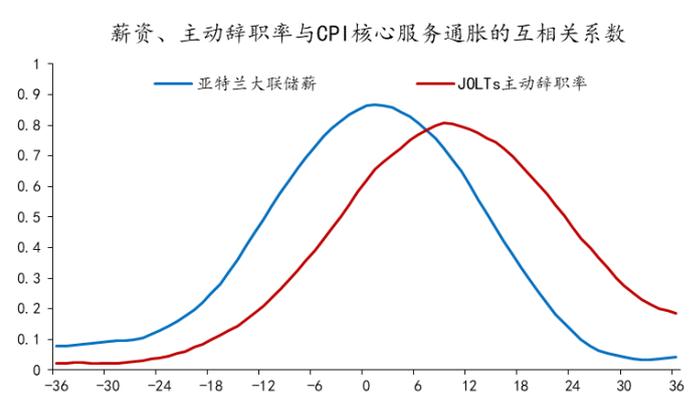
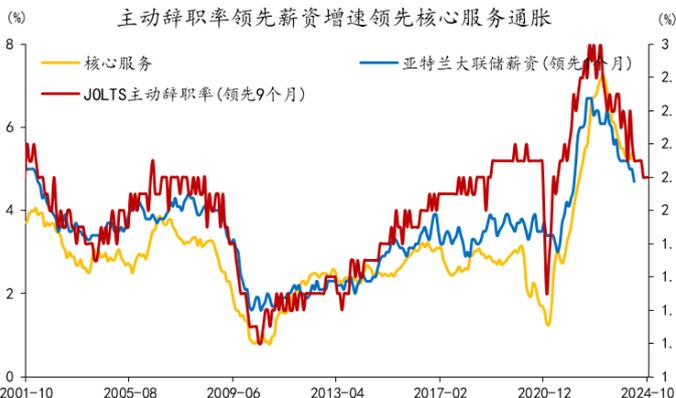
来源: CEIC、WIND、国金证券研究所

来源: CEIC、WIND、国金证券研究所

劳动力市场符合“供给侧叙事”，服务通胀仍处下行区间。主动辞职率和薪资增速领先核心服务通胀，反映了劳动力市场紧张对通胀的推动作用：一是主动辞职率上升推高服务业的人力成本和价格；二是薪资增速提高刺激消费需求；三是两者上升或削弱服务业的生产能力和服务质量，推高通胀压力。服务通胀分项当中，医疗服务、交通仍处于回落通道。整体来看，随着劳动力市场的再平衡和薪资增速放缓，职位空缺率或有所下行，核心服务通胀有望继续降温。我们预计 CPI 核心服务通胀将从 2024 年 3 月的 5.4% 下降至 2024 年 9 月的 4.7%-4.9%。至 9 月，预计核心服务对 CPI 的贡献将下行 0.38-0.26 个百分点。

图表68: 核心服务通胀与主动辞职率、薪资相关

图表69: 辞职率领先核心服务通胀 9 个月



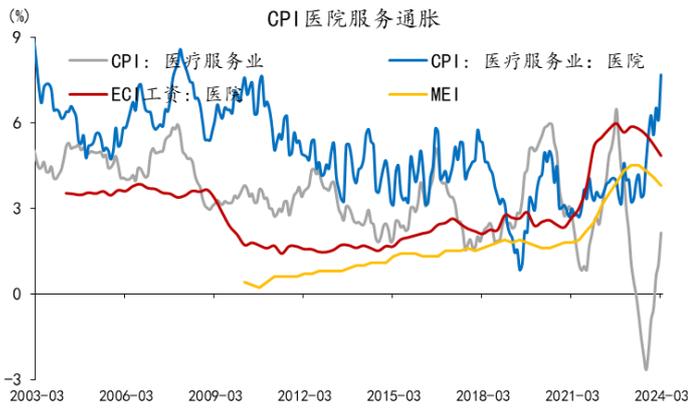
来源: CEIC、WIND、国金证券研究所

来源: CEIC、WIND、国金证券研究所



图表70: 工资上涨向医院服务价格传导

图表71: MEI 已于2023年一季度峰值回落且继续下行



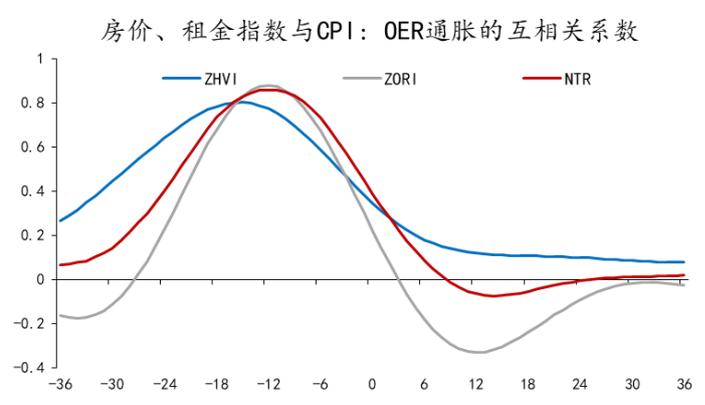
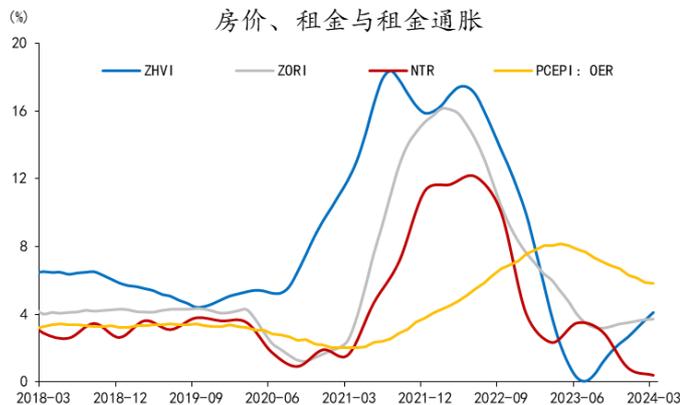
来源: CEIC、IHS Global Inc. 2023Q4 Forecast、国金证券研究所

来源: CEIC、IHS Global Inc. 2023Q4 Forecast、国金证券研究所

租金与房价“脱钩”，年内租金通胀反弹压力不高。住房通胀由主要住所租金(Rent)、业主等价租金(OER)驱动，二者走势较为一致，主要反映租金压力。美国房价、租金指数分别领先住房通胀15、12个月。我们c预计，主要住所租金、业主等价租金分别从2024年3月的5.7%、5.9%下降至2024年9月的4.9%、5%。宽松或紧缩交易已进入僵持阶段。9月前首次降息仍是我们的基准场景，短期情绪受原油价格扰动显著，但当市场越交易“不降息”，美联储越有可能降息。在通胀反弹之前，基准情形都是“longer”，而非“higher”。当美联储强调通胀上行风险占优时，或显著导致期限溢价上行和金融条件收紧。

图表72: 房价领先租金领先租金通胀

图表73: 房价、租金分别领先租金通胀15、12个月

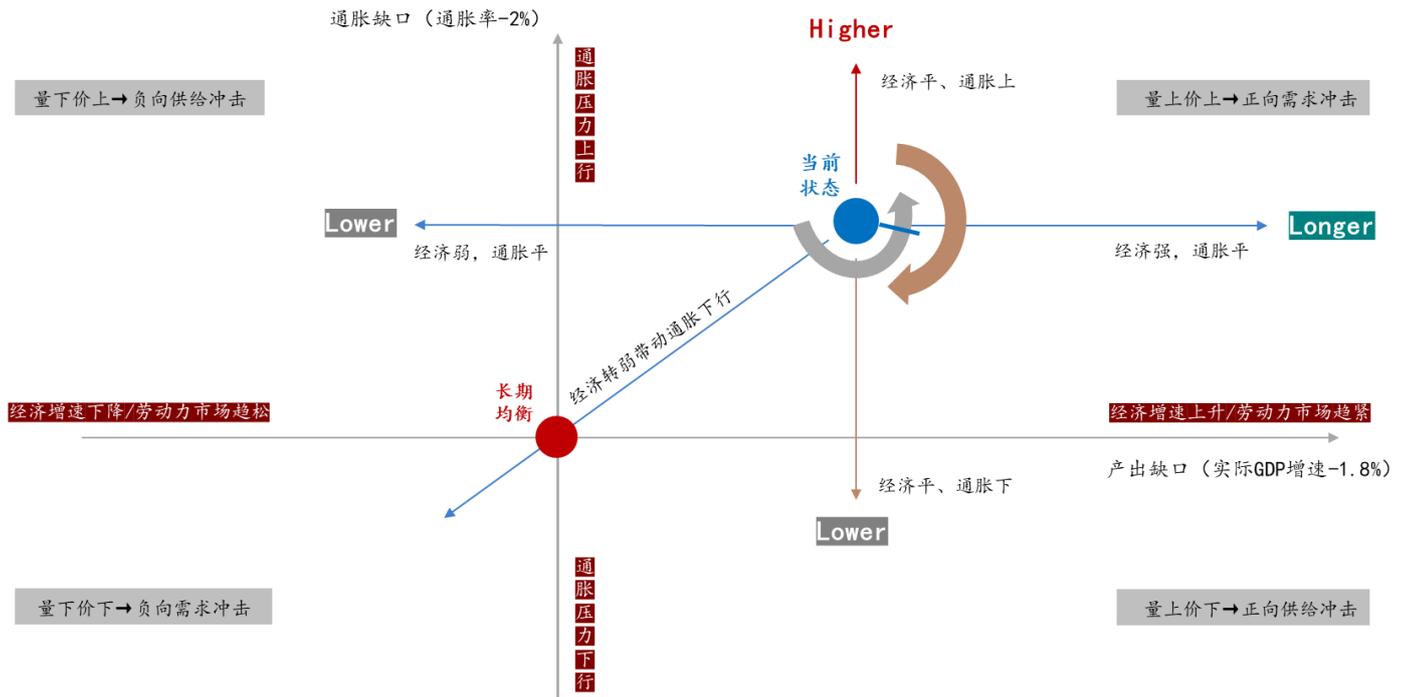


来源: BLS、CEIC、Zillow、国金证券研究所

来源: BLS、CEIC、Zillow、国金证券研究所; 注: 与其它租金通胀指标结果一致。



图表74: 美联储决策四象限: 从 Lower 到 Longer, 再到 Higher



来源: 笔者绘制; 国金证券研究所

(二) 原油价格, 何时止跌?

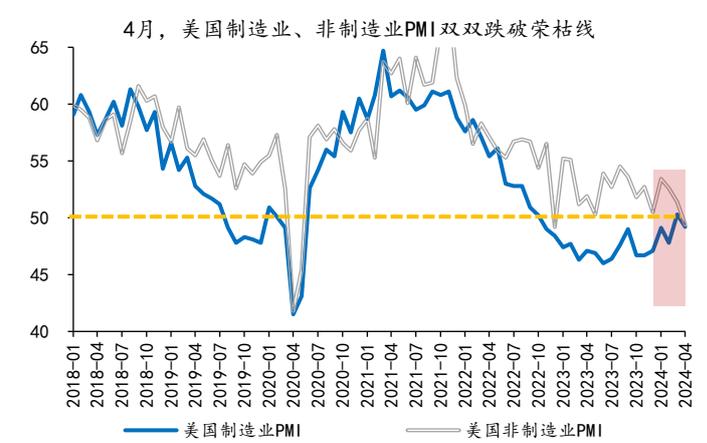
近期, 美油补库超预期、地缘局势缓和, 油价快速回调。4月前油价的上涨, 主因减产超预期、海外经济韧性和地缘局势升温等。1月1日至4月5日, 布油大涨18.3%的原因: 第一, OPEC+3月超预期将减产延迟到6月底; 第二, 全球制造业PMI回升至4月的50.3、连续4个月站上荣枯线; 第三, 伊朗与以色列冲突明显升温; 第四, 期货市场的交易行为也有扰动。4月6日以来, 布油快速回调9.2%的原因: 第一, 年初至今, 美国商业原油库存持续回补, 由4.3亿桶增至4.6亿桶。第二, 美国经济表现不佳, 制造业、非制造业PMI双双跌破荣枯线。第三, 近期地缘局势缓和, 也导致对原油的供给担忧有所降温。

图表75: 年初以来, 美国商业原油库存快速回补



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

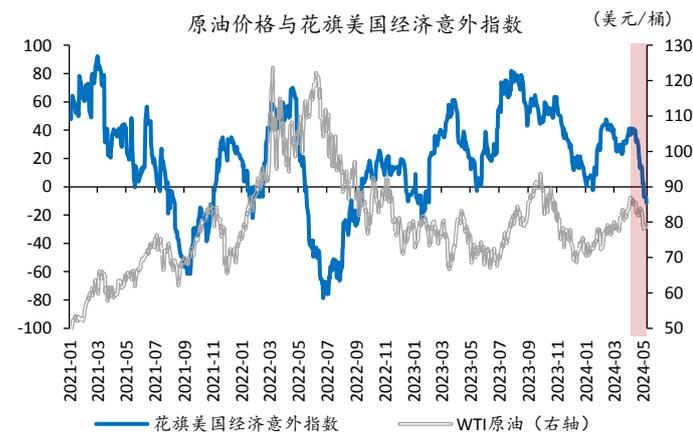
图表76: 4月, 美国制造业、非制造业PMI双双下行



来源: Wind, 国金证券研究所

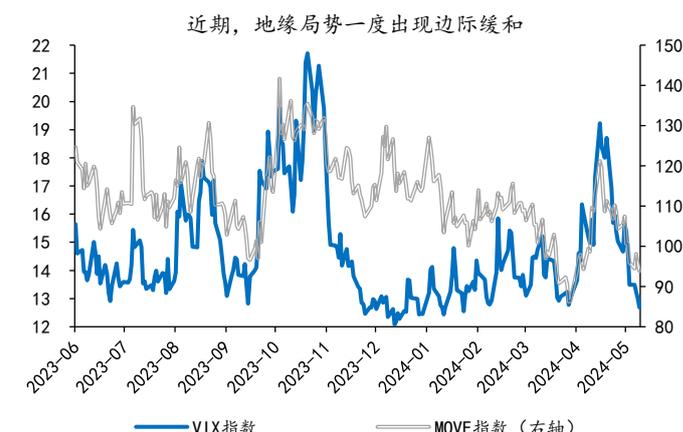


图表77: 花旗美国经济意外指数近期快速回落



来源: Wind, 国金证券研究所

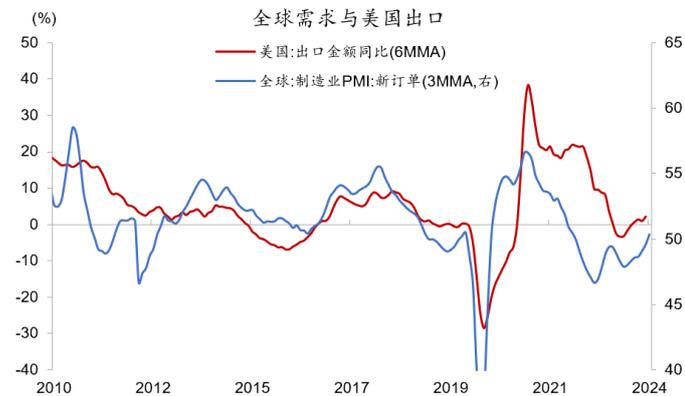
图表78: 4月中旬以来, 地缘局势也有一定缓和



来源: Wind, 国金证券研究所

短期, 需求端美国经济仍有韧性, 供给端 OPEC 减产有望延续。第一, 当下美国仍处于补库阶段, 后续补库或仍有提振作用。第二, 4月23日, 美国新通过了950亿美元的援助法案, 2024年美国财政支出或超预期。此外, 随着气温回升, 海外出行旺季即将来临, 成品油消费或将季节性改善。供给端, 随着美国库存的不断消耗, 美油增加供给能力受明显约束。当下, 美油剩余产能有限, 或强化 OPEC+ 的挺价意愿与能力。短期, 伊拉克和哈萨克斯坦或将从4-5月开始削减产量, 作为对年初以来增产部分的补偿; 而沙特等主导下, 6月会议上 OPEC+ 的减产或也有望得到延续。

图表79: 全球需求改善领先美国出口增速



来源: Wind, 国金证券研究所

图表80: 一季度美国处于去库尾声, 补库早期



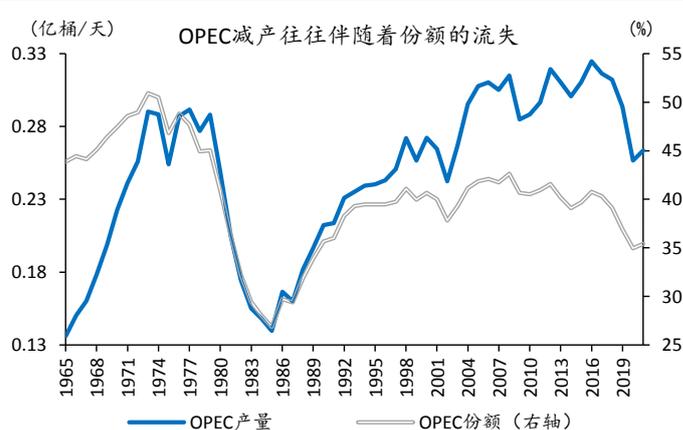
来源: Wind, 国金证券研究所

图表81: 拜登就任后, 美国页岩油钻井许可明显减少



来源: Wind, 国金证券研究所

图表82: 过往, OPEC+减产往往伴随着份额的流失



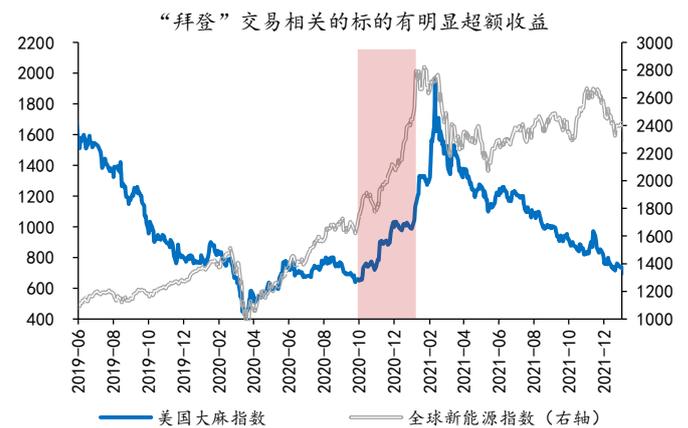
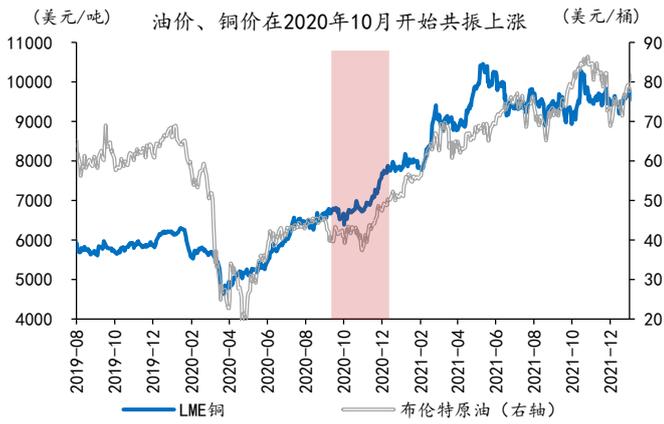
来源: Wind, 国金证券研究所



中期，“特朗普交易”或提前开启，约束油价的反弹空间。2020年的“拜登交易”始于10月，彼时拜登领先优势达到7.2个百分点；选情渐趋明朗后，铜油价格共振上涨，新能源指数也大涨42%。本轮中，特朗普与拜登均已锁定初选席位，施政纲领也为市场熟知；如特朗普民调优势进一步扩大，“特朗普交易”或提前开启。拜登任内关于气候能源等领域措施的撤销担忧，或是油价反弹的“悬顶之剑”。如特朗普成功当选，他或将再次退出《巴黎气候协定》、禁止ESG投资、撤销拜登政府实施的环保法规，并加快授予石油、天然气钻探许可证，鼓励旧能源生产，限制新能源发展，或将约束近期油价潜在的“反弹空间”。

图表83：2020年四季度，铜油价格共振上涨

图表84：拜登交易相关的标的有明显超额收益率

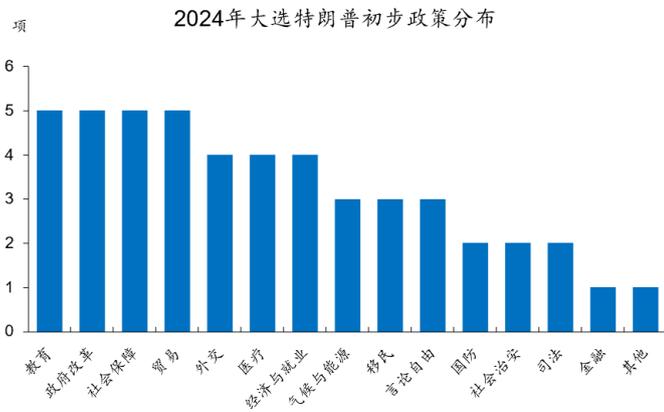


来源：Bloomberg、国金证券研究所

来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表85：今年特朗普政策或更关注对内改革、对外贸易

图表86：若特朗普当选，或首先撤销拜登推出的政策



领域	特朗普2024年大选初步拟定政策措施	拜登政府现行措施
气候与能源	禁止ESG投资	拜登允许退休金管理在选择投资时考虑ESG标准
	加快授予美国石油和天然气生产联邦钻探许可证	拜登采取了限制钻探的措施
	再次退出《巴黎气候协定》	拜登任内重新加入《巴黎气候协定》
	再次实现能源独立，取消民主党实施的阻碍能源生产的法规	推动新能源发展，推翻特朗普时代的多项环保法规
经济	结束拜登的郊区公共住房计划	2023年，拜登推出公平住房计划，在郊区修建公寓楼
移民	重新实施严格的移民控制措施，考虑终止非法移民子女公民身份，禁止非法外国人获取福利保障	缩减特朗普政府的移民执法行动
外交	和平结束乌克兰战争，不支持援助乌克兰	同样希望结束俄乌战争，但支持援助乌克兰

来源：Trump Agenda、国金证券研究所

来源：White House、Trump Agenda、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. 美欧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。

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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究