

2023 年 08 月 22 日

相关研究

证券分析师

金倩婧 A0230513070004
jqj@swsresearch.com
冯晓宇 A0230521080005
fengxy2@swsresearch.com
王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com

研究支持

林遵东 A0230122080008
linzd@swsresearch.com

联系人

林遵东
(8621)23297818×
linzd@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

10Y 美债利率再破 4.3%，本轮和 22 年 10 月有何差异？

——全球资产配置每周聚焦（20230814-20230820）

本期投资提示：

- 10Y 美债利率不断冲高突破 4.3%，逼近 2022 年的高点，美元流动性再次趋紧，大类资产呈现 risk-off。与 2023 年 3 月份和 2022 年 11 月份相比，本轮美债利率创新高的背后逻辑有何差异？后续是否会进一步突破上行？有哪些因素值得关注？
- 本轮美债利率冲高相对于前面两轮美债冲高的不同：1) 本轮长端美债的利率上行主要由实际利率推升，通胀预期趋于下行；2) 本轮长短期期限利差明显上行。从驱动力来看，本轮美债利率上行的基础是美国经济数据好于预期，软着陆概率有所上升。而财政融资计划超预期引发市场对未来美债供需格局的担忧上升，同时财政扩张预期支撑需求韧性成为利率继续冲高的催化剂。美国二季度 GDP 环比折年率边际上行至 2.4%，其中私人投资回暖是主要原因，美国经济韧性较强，美国实现软着陆的概率上升。供需格局方面，8 月初美国财政部三季度发债预案显著超预期（目前的 10070 亿美元 VS 5 月份预计 7330 亿美元），并且发行计划中长期国债发行规模更大，显著高于其他期限的债券发行规模，集中在 10 年和 30 年长端债券。一级拍卖市场上，投资者对于超长期美债的需求偏弱，反映债券利率长期风险溢价的抬升。而美债需求端来看，今年主要增持方为海外投资者（除中国外其他地区普遍增持）和美国个人投资者，美联储缩表仍在继续，加速美债利率的上行。
- 展望未来，市场对 9 月加息预期与美联储表态仍存分歧，关注下周全球央行会议鲍威尔发言。同时美债的供给干扰风险仍存，美债利率维持高位震荡。短期来看，美债利率对前期经济数据好于预期和财政扩张超预期反映相对充分。下一阶段 10Y 美债利率再创新高需要短端加息预期上修或经济数据再度验证超预期来催化。我们建议市场对下周鲍威尔在全球央行会议的发言保持密切关注。同时，下周美国财政部将进行 20 年期债券和 30 年期通胀保值债券的拍卖，美债供给干扰风险仍存。
- 美元流动性未来仍将承压。本周美联储总资产继续收缩 625 亿美元，距离 3 月份的高点已经收缩了 5881 亿美元。未来预计硅谷银行危机以来的流动性支持将会逐渐消减：1) 银行业危机逐渐平缓，美联储提供的短期借贷逐步缩减。在美联储对银行救助工具使用量方面，新设贷款工具 BTFP 使用量本周小幅上升 3.78 亿美元，一级信贷工具的用量净增加 0.55 亿美元，但其他信贷扩张工具用量大幅减少 37.71 亿美元，主要是因为美国银行业危机已经逐渐平复，美联储预计今年年末将清零其他信贷扩张工具，同时一级贷款工具也将逐渐恢复到原来 3 月以前的水平。2) 财政部三季度发债预案大超预期，对于 TGA 账户的补充压力仍然较大。本周美联储 TGA 账户本周收缩 474 亿美元，而逆回购余额维持在 2.1 万亿美元左右，但是中期来看 TGA 账户的收缩不可持续，因为 7 月末财政部将三季度净发债规模提升到 1 万亿美元以上，并且美国财政部预计 9 月底的 TGA 账户将达到 6500 亿美元；3) 美强欧弱背景下，强美元压制全球风险偏好。短期来看，美国经济 Q2 GDP、7 月零售数据大幅好于预期+高利率环境下欧洲信贷条件加速恶化，同时欧美通胀预期趋于回落。在这样的背景下，未来短期美元指数的上升将进一步从美元系统中抽水，抑制美元流动性。
- 风险提示：欧美经济金融黑天鹅事件再起，欧美深度衰退时点早于预期。

图表目录

图 1: 本轮美债利率上行阶段中, 通胀预期反而下行	3
图 2: 本轮长短端期限利差明显上行, 并且 30Y-10Y 美债利差保持稳定	4
图 3: 2023 年 5 月-10 月各期限美债实际和预期拍卖规模 (十亿美元)	4
图 4: 美国财政部将 7 月至 9 月当季净借款预估上调至 1 万亿美元 (十亿美元) .	5
图 5: 今年美债的主要需求来自于外国投资者和美国国内个人投资者	5
图 6: 外国投资者中, 中国继续减持美债, 日本、英国等国家则增持美债	5
图 7: 本周美联储总资产规模收缩 625 亿美元, 准备金余额本周扩大 4 亿美元.....	6
图 8: 本周美联储逆回购余额维持在 2.1 万亿美元左右, TGA 余额收缩 474 亿美元	6
图 9: 美联储其他信贷扩张工具本周边际大幅缩小 37.7 亿美元	6
图 10: 本周美国货币市场基金本周扩张 397 亿美元; 截止 20230809, 银行存款边 际小幅下行 110 亿美元.....	7
图 11: 近期美元指数和美股呈现显著的负相关性	7
图 12: 全球股债商三杀, 美元指数上行	8
图 13: 美元指数、美债利率上行, 全球股市大幅下行, 港股领跌, 同时油价、金价 下行.....	9
图 14: A 股电子、计算机、传媒领跌; 港股汽车、零售业、保险领跌	10
图 15: 美国 7 月零售数据超预期上行, 并且新房开工边际大幅上行	11
图 16: 7 月经济数据显示消费、投资、出口增速再度走弱.....	11
图 17: 9 月加息 25BP 概率小幅上行至 11%.....	12
图 18: 年内整体美联储利率水平维持在 5.5%以上的概率较大	12
图 19: 整体加息概率相比上周小幅上行	12
图 20: 美联储发言偏鹰	12
图 21: 下周重点关注经济事件: 杰克逊霍尔全球央行年会、美国 PMI 和房地产数据、 中国 LPR 和工业企业利润数据	13
图 22: 本周资金加速流入货币市场 (单位: 亿美元)	14
图 23: 美股基金中资金重点流入医疗能源、基建、通信行业, 流出金融、医疗保健、 材料等行业; 中股基金中资金大幅流入科技行业 (单位: 亿美元)	14

1. 本周聚焦：本轮美债利率创新高背后逻辑有何差异？

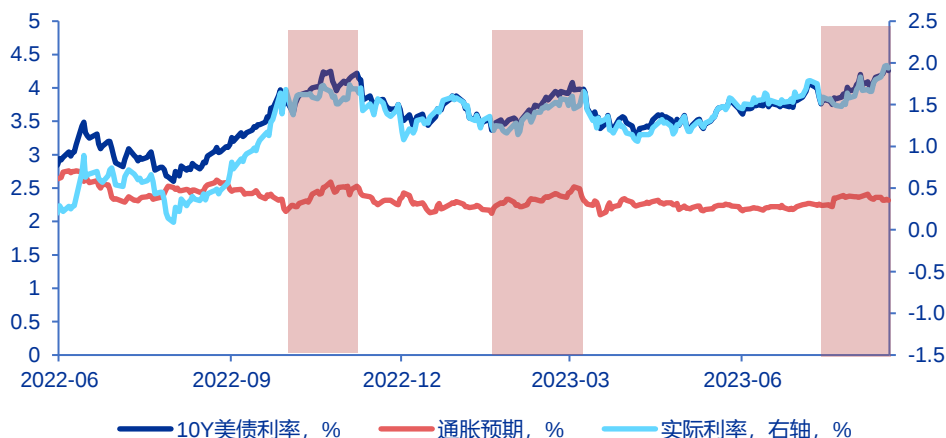
10Y 美债利率不断冲高突破 4.3%，逼近 2022 年的高点，美元流动性再次趋紧，大类资产呈现 risk-off。由于 7 月被市场认为是美联储本轮最后一次加息，且美国高频经济数据边际走弱，本轮美债利率上行速度和幅度超出预期。与 2023 年 3 月份和 2022 年 11 月份相比，本轮美债利率创新高的背后逻辑有何差异？后续是否会进一步突破上行？有哪些因素值得关注？

1) 本轮长端美债的利率上行主要由实际利率推升，通胀预期趋于下行。

202302~202303 和 202210~202211 两段美债利率上行的周期中，实际利率和通胀预期同步上升。其中 202302~202303 的主要因素：1 月非农就业超预期引发的美国衰退预期的修正+美国 1 月通胀超预期上行+美联储发言持续偏鹰（实际利率上行 46BP，通胀预期上行 23BP），2023 年 3 月 10Y 美债利率上行至 4.08%，直到硅谷银行破产打破利率上行趋势。而 202210~202211 的主要因素：主要是由于以 8 月美国通胀数据大幅超预期+全球央行会议中鲍威尔鹰派信号+美国经济保持韧性为主要因素（实际利率上行 31BP，通胀预期上行 29BP），而本轮在美国通胀压力显著缓解下，10Y 美债利率上冲 4.3%的动力来源主要来自于实际利率（实际利率上行 41BP，通胀预期上行 10BP）。

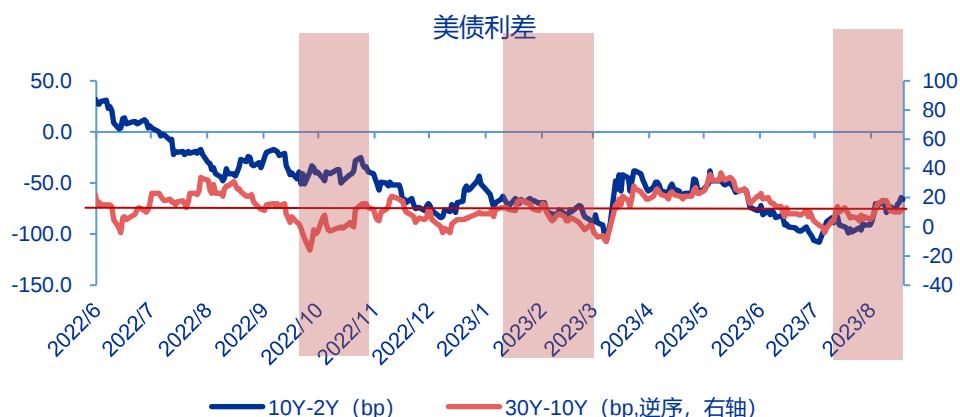
2) 本轮长短端期限利差明显上行，并且 30Y-10Y 美债利差高于去年年末。本轮上行周期中 10Y-2Y 美债利差上行 33BP，而 202302~202303 和 202210~202211 两阶段的期限利差分别下行 11BP 和 2BP，主要体现住本轮美债上行周期反映了美债供给端的问题；同时本轮 30Y-10Y 美债利差保持稳定，而 10Y-2Y 美债利差相比于去年年末显著降低，说明本轮更加长期的经济增长预期或仍保持稳定，而中期经济增长预期显著提升。

图 1：本轮美债利率上行阶段中，通胀预期反而下行



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 2：本轮长短端期限利差明显上行，并且 30Y-10Y 美债利差保持稳定



资料来源：Wind，申万宏源研究

从驱动力来看，本轮美债利率上行的基础是美国经济数据好于预期，软着陆概率有所上升。而财政融资计划超预期引发市场对未来美债供需格局的担忧上升，同时财政扩张预期支撑需求韧性成为利率继续冲高的催化剂。美国二季度 GDP 环比折年率边际上行至 2.4%，其中私人投资回暖是主要原因，美国经济韧性较强，美国实现软着陆的概率上升。供需格局方面，8 月初美国财政部三季度发债预案显著超预期（目前的 10070 亿美元 VS 5 月份预计 7330 亿美元），并且发行计划中中长期国债发行规模更大，显著高于其他期限的债券发行规模，集中在 10 年和 30 年长端债券。一级拍卖市场上，投资者对于超长期美债的需求偏弱，反映债券利率长期风险溢价的抬升。而美债需求端来看，今年主要增持方为海外投资者（除中国外其他地区普遍增持）和美国个人投资者，美联储缩表仍在继续，加速美债利率的上行。

展望未来，市场对 9 月加息预期与美联储表态仍存分歧，关注下周全球央行会议鲍威尔发言。同时美债的供给干扰风险仍存，美债利率维持高位震荡。短期来看，美债利率对前期经济数据好于预期和财政扩张超预期反映相对充分。下一阶段 10Y 美债利率再冲新高需要短端加息预期上修或经济数据再度验证超预期来催化。我们建议市场对下周鲍威尔在全球央行会议的发言保持密切关注。同时，下周美国财政部将进行 20 年期债券和 30 年期通胀保值债券的拍卖，美债供给干扰风险仍存。

图 3：2023 年 5 月-10 月各期限美债实际和预期拍卖规模（十亿美元）

	2-Year	3-Year	5-Year	7-Year	10-Year	20-Year	30-Year	FRN
May-23	42	40	43	35	35	15	21	22
Jun-23	42	40	43	35	32	12	18	22
Jul-23	42	40	43	35	32	12	18	24
Aug-23	45	42	46	36	38	16	23	24
Sep-23	48	44	49	37	35	13	20	24
Oct-23	51	46	52	38	35	13	20	26

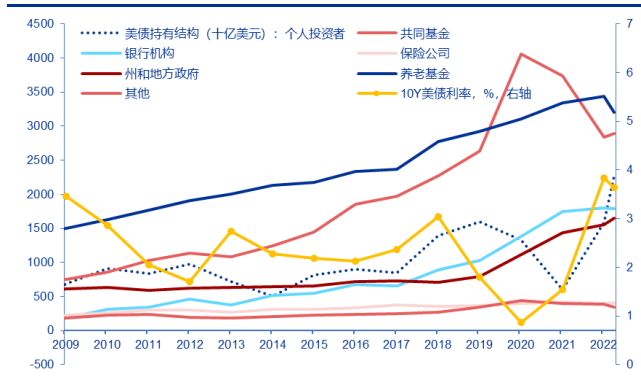
资料来源：美国财政部，申万宏源研究

图 4：美国财政部将 7 月至 9 月当季净借款预估上调至 1 万亿美元（十亿美元）

Quarter	Announcement Date	Financing Need	Marketable Borrowing	Financing All Other Sources	Total	Change in Cash Balance	End-Of-Quarter Cash Balance	Memo SOMA Redemptions
		(1)	(2)	(3)	(4) = (2) + (3)	(5) = (4) - (1)	(6)	(7)
Jan - Mar 2023	Actual	656	657	(270)	387	(269)	178	(221)
Apr - Jun 2023	May 1, 2023	112	726	(242)	485	372	550	(180)
	Actual	181	657	(251)	406	225	402	(180)
	Forecast Revisions	69	(70)	(9)	(79)	(148)	(148)	0
Jul - Sep 2023	May 1, 2023	438	733	(244)	488	50	600	(158)
	July 31, 2023	521	1007	(238)	769	248	650	(158)
	Forecast Revisions	83	274	6	281	198	50	0
Oct - Dec 2023	July 31, 2023	487	852	(265)	587	100	750	(171)

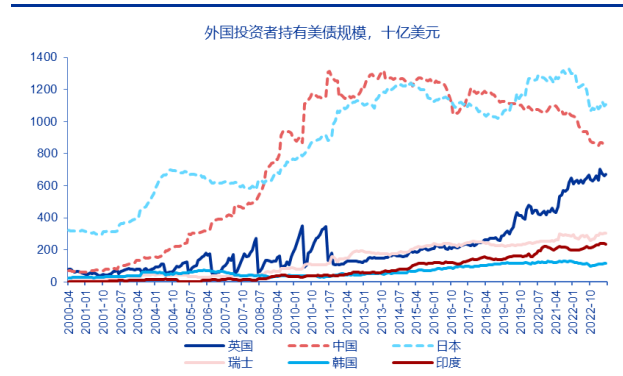
资料来源：美国财政部，申万宏源研究

图 5：今年美债的主要需求来自于外国投资者和美国国内个人投资者



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 6：外国投资者中，中国继续减持美债，日本、英国等国家则增持美债



资料来源：Wind、申万宏源研究

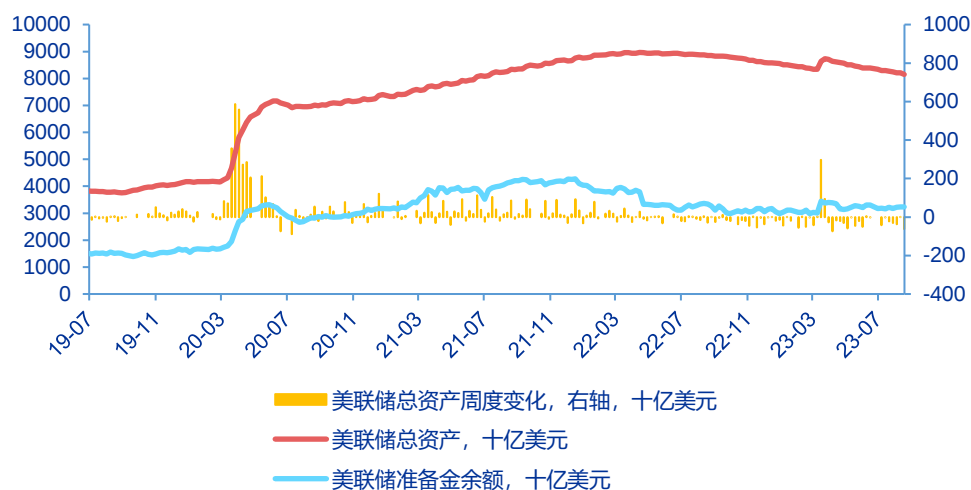
美元流动性未来仍将承压。本周美联储总资产继续收缩 625 亿美元，距离 3 月份的高点已经收缩了 5881 亿美元。未来预计硅谷银行危机以来的流动性支持将会逐渐消减：

1) 银行业危机逐渐平缓，美联储提供的短期借贷逐步缩减。在美联储对银行救助工具使用量方面，新设贷款工具 BTFP 使用量本周小幅上升 3.78 亿美元，一级信贷工具的用量净增加 0.55 亿美元，但其他信贷扩张工具用量大幅减少 37.71 亿美元，主要是因为美国银行业危机已经逐渐平复，美联储预计今年年末将清零其他信贷扩张工具，同时一级贷款工具也将逐渐恢复到原来 3 月以前的水平。

2) 美国财政部三季度发债预案大超预期，TGA 账户的补充压力仍然较大。本周美联储 TGA 账户本周收缩 474 亿美元，而逆回购余额维持在 2.1 万亿美元左右，但是中期来看 TGA 账户的收缩不可持续，因为 7 月末财政部将三季度净发债规模提升到 1 万亿美元以上，并且美国财政部预计 9 月底的 TGA 账户将达到 6500 亿美元（截止 8 月 16 日 TGA 账户仅有 3848 亿美元，还有接近 2650 亿美元左右的补充压力）；

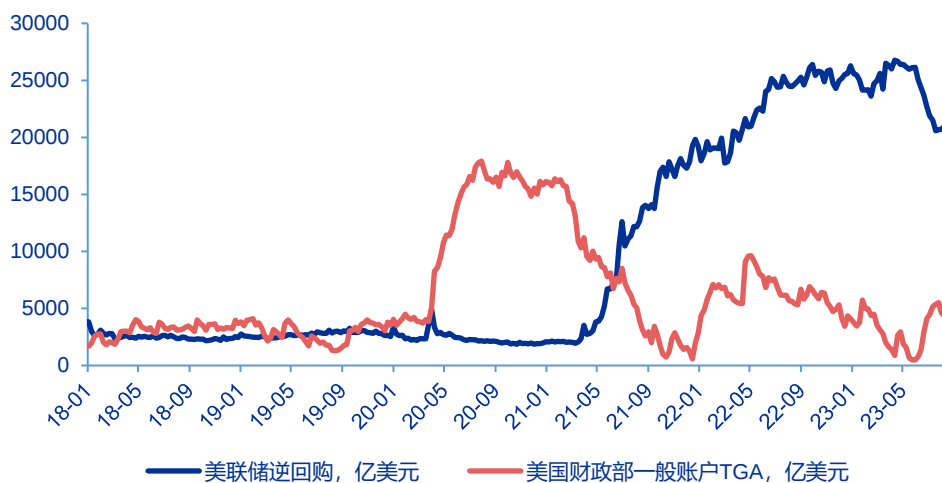
3) 美强欧弱背景下, 强美元压制全球风险偏好。短期来看, 美国经济 Q2GDP、7 月零售数据大幅好于预期+ 欧元区经济仍处于衰退边缘下, 本轮欧元加速贬值而美元维持强势。欧美通胀预期趋于回落, 而高利率环境下欧洲信贷条件加速恶化。在这样的背景下, 未来短期美元指数的上升将进一步从美元系统中抽水, 抑制美元流动性。

图 7: 本周美联储总资产规模收缩 625 亿美元, 准备金余额本周扩大 4 亿美元



资料来源: Wind, 申万宏源研究

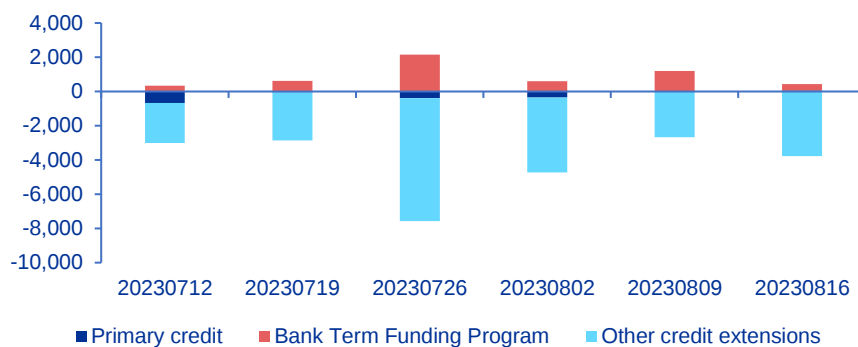
图 8: 本周美联储逆回购余额维持在 2.1 万亿美元左右, TGA 余额收缩 474 亿美元



资料来源: Wind, 申万宏源研究

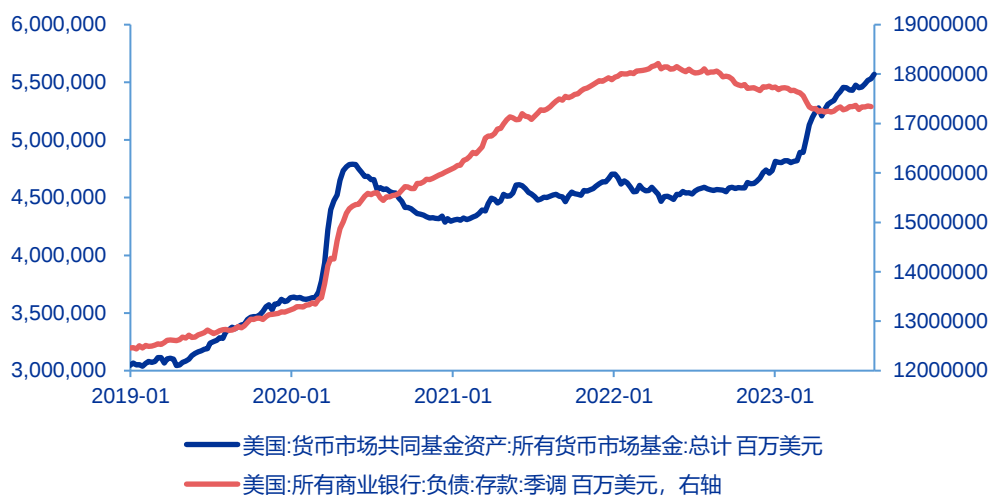
图 9: 美联储其他信贷扩张工具本周边际大幅缩小 37.7 亿美元

美联储资产端新增贷款拆分, 百万美元



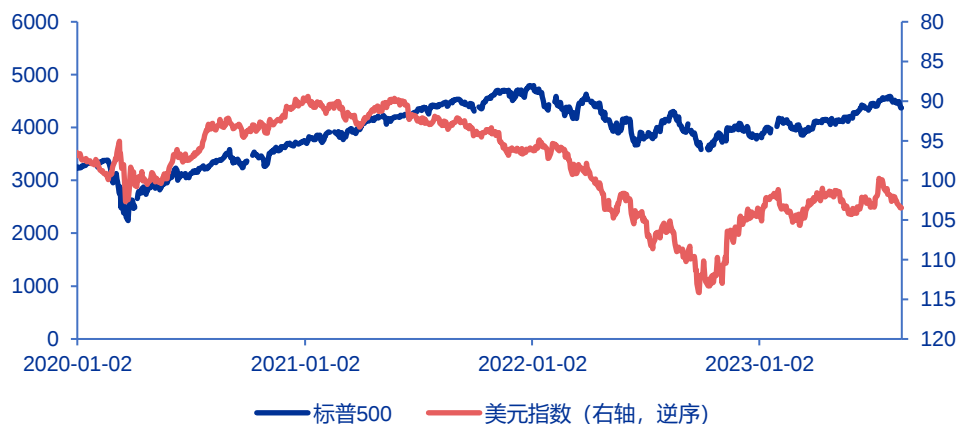
资料来源: 美联储, 申万宏源研究

图 10: 本周美国货币市场基金本周扩张 397 亿美元; 截止 20230809, 银行存款边际小幅下行 110 亿美元



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 11: 近期美元指数和美股呈现显著的负相关性



资料来源: Wind, 申万宏源研究

2. 全球资产价格回顾：美元指数上行，全球股债商三杀

全球资产价格回顾：本周（20230814-20230820）美联储纪要偏鹰+美国零售数据超预期+工业生产数据好于预期，美元指数、美债利率上行，而股市、商品市场下行。

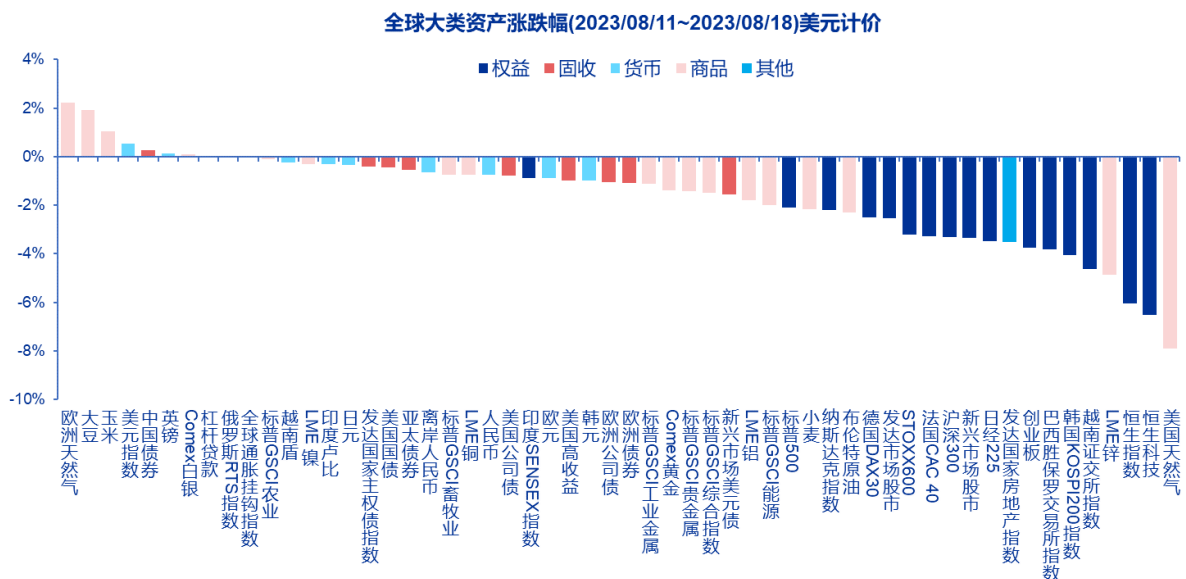
1) 利率和汇率方面，全球债市走熊，美债利率上行，其中 10 年美债利率上升 10BP, 实际利率上升 14BP, 但是 MLF 降息导致 10Y 中债利率下行 7BP 至 2.56%。

2) 股市方面，本周全球股市均走弱，但是阿根廷股市表现亮眼，总体表现为标普 500(-2.11%)>欧洲 STOXX600(-2.34%)>发达市场(-2.53%)>沪深 300(-2.58%)>日经 225 (-3.15%)>新兴市场(-3.34%)>恒生指数(-5.89%)。

3) 大宗商品方面，夏季需求高峰即将结束的需求下行预期压制油价继续上行，同时美联储纪要偏鹰，加息或利率维持高位对经济的负面影响进一步抑制油价再创新高。

图 12：全球股债商三杀，美元指数上行

		期间涨跌幅 (2023/08/11~20 23/08/18)	近一月回报	近三月回报	近六月回报	本年回报
全球市场综合排名	美元指数	0.52%	3.4%	-0.2%	-0.5%	0.1%
	中国债券总指数	0.27%	0.3%	0.8%	1.5%	1.3%
	欧洲债券总指数	-0.19%	-1.4%	-0.1%	-0.5%	0.7%
	亚太债券总指数	-0.20%	-0.6%	-1.3%	0.4%	0.5%
	发达国家主权债指数	-0.41%	-1.7%	-2.1%	-1.3%	0.8%
	美国债券总指数	-0.57%	-2.5%	-2.6%	-2.1%	1.3%
	全球投资级公司债	-0.61%	-2.0%	-1.3%	-1.4%	0.0%
	全球高收益公司债	-0.80%	-1.0%	0.8%	0.1%	2.2%
	标普GSCI综合指数	-1.48%	3.2%	6.8%	0.1%	4.6%
	新兴市场美元债券总指数	-1.56%	-2.6%	-0.8%	-1.5%	0.6%
	发达市场股市指数	-2.32%	-3.7%	2.2%	4.3%	1.6%
	发达国家房地产指数	-2.64%	-2.2%	-2.3%	-11.1%	5.2%
	新兴市场股市指数	-2.85%	-3.5%	-0.4%	-2.1%	2.5%



资料来源：Wind、Factset、申万宏源研究

图 13：美元指数、美债利率上行，全球股市大幅下行，港股领跌，同时油价、金价下行

		最新收盘价格 (2023/08/18)	期间涨跌幅 (2023/08/11~2 023/08/18)	近一月涨跌幅	近三月涨跌幅	近六月涨跌幅	年初以来涨跌幅	ERP历史分位数
A股+港股+转债	中证转债	408.6	-0.34%	0.3%	0.5%	1.4%	4.1%	
	上证指数	3132.0	-1.80%	-2.1%	-5.0%	-2.9%	1.4%	76.4%
	上证50	2507.6	-2.39%	-0.2%	-5.2%	-7.6%	-4.8%	80.2%
	沪深300	3784.0	-2.58%	-1.8%	-4.3%	-6.2%	-2.3%	81.2%
	北证50	802.0	-2.88%	-6.6%	-14.9%	-21.7%	-14.9%	100.0%
	中证1000	6117.1	-2.97%	-6.0%	-7.1%	-10.9%	-2.6%	80.9%
	创业板指	2118.9	-3.11%	-3.7%	-7.0%	-13.5%	-9.7%	100.0%
	科创50	904.2	-3.68%	-7.7%	-12.6%	-8.3%	-5.8%	98.7%
	恒生指数	17950.9	-5.89%	-5.6%	-9.0%	-13.4%	-9.3%	48.3%
	恒生中国企业指数	6147.0	-6.02%	-4.0%	-8.5%	-12.1%	-8.3%	54.5%
全球股指	恒生科技	4007.4	-6.22%	-3.0%	2.3%	-5.9%	-2.9%	33.3%
	阿根廷MERV	584293.2	21.66%	27.9%	76.4%	134.7%	189.1%	
	印度SENSEX30	64948.7	-0.57%	-2.8%	5.5%	6.6%	6.8%	0.5%
	泰国SET指数	1519.1	-1.04%	-1.0%	-0.5%	-8.0%	-9.0%	0.2%
	德国DAX	15574.3	-1.63%	-3.4%	-3.6%	0.6%	11.9%	42.6%
	西班牙IBEX35	9267.7	-1.77%	-2.0%	0.6%	-0.7%	12.6%	53.4%
	标普500	4369.7	-2.11%	-4.1%	4.1%	7.1%	13.8%	0.4%
	巴西BOVESPA指数	115408.5	-2.25%	-2.1%	4.8%	5.7%	5.2%	85.9%
	欧洲STOXX600(欧元)	448.4	-2.34%	-2.7%	-3.3%	-3.4%	5.5%	43.8%
	法国CAC40	7164.1	-2.40%	-2.1%	-3.8%	-2.5%	10.7%	14.6%
	发达市场	2897.5	-2.53%	-4.8%	2.0%	4.2%	11.3%	
	沪深300	3784.0	-2.58%	-1.8%	-4.3%	-6.2%	-2.3%	81.2%
	韩国综合股价200	328.4	-3.12%	-4.4%	0.2%	2.4%	12.8%	0.8%
	日经225	31450.8	-3.15%	-3.2%	2.9%	14.3%	20.5%	18.5%
	新兴市场	964.4	-3.34%	-5.6%	-1.4%	-3.5%	0.8%	
	英国富时100	7262.4	-3.48%	-2.6%	-6.2%	-9.3%	-2.5%	90.0%
中美债市	胡志明指数	1177.7	-3.78%	0.4%	10.6%	11.5%	16.9%	24.9%
	恒生指数	17950.9	-5.89%	-5.6%	-9.0%	-13.4%	-9.3%	48.3%
		最新收盘价格 (2023/08/18)	期间涨跌幅 (2023/08/11~2 023/08/18, BP)	近一月涨跌幅 (BP)	近三月涨跌幅 (BP)	近六月涨跌幅 (BP)	近一年涨跌幅 (BP)	百分位数
	美国10年期国债收益率	4.26%	10	46	61	31	47	99.9%
	10年美债实际利率	1.94%	14	37	52	41	41	97.6%
	10年美债通胀预期	2.32%	2	9	9	-10	6	78.2%
	2年美债收益率	4.92%	3	18	68	25	52	99.6%
	1年美债收益率	5.35%	-1	3	33	28	-46	99.2%
	美债期限利差 (10年-2年)	-0.66%	7	28	-7	6	-5	3.5%
	美债期限利差 (10年-3个月)	-1.29%	9	40	37	-38	-55	3.2%
	10年中债收益率	2.56%	1	-6	-15	-35	-27	0.5%
	1年中债收益率	1.83%	0	7	-24	-41	-26	4.6%
	3个月中债收益率	1.61%	8	-2	-32	-46	-44	5.9%
	期限利差：国开债 (10年期-1年期)	0.70%	2	3	11	6	-6	34.7%
	信用利差：5年AAA企业债-5年国开债	0.51%	3	3	8	3	-16	52.9%
	等级利差：5年企业债 (AA-AAA)	0.74%	2	1	6	-2	2	30.3%
大宗商品	息差：1年AAA级同业存单-FR007	0.26%	-3	-5	-27	-14	-23	10.8%
	R007	1.95%	16	5	-5	-62	-56	20.7%
	R001	1.91%	20	18	12	-54	-175	38.0%
	中美利差 (10年中债利率-10年美债利率)	-1.70%	-17	-52	-76	-66	-74	0.0%
	中美利差 (1年中债利率-1年美债利率)	-3.52%	1	4	-57	-69	20	0.9%
		最新收盘价格 (2023/08/18)	期间涨跌幅 (2023/08/11~2 023/08/18)	近一月涨跌幅	近三月涨跌幅	近六月涨跌幅	年初以来涨跌幅	动态风险调整后收益 历史分位数
	LME铜 (美元/吨)	8276.0	-0.2%	-2.3%	1.3%	-7.9%	-1.1%	58.0%
	Comex黄金 (美元/盎司)	1918.4	-1.4%	-3.2%	-2.1%	3.7%	5.0%	64.3%
	LME铝 (美元/吨)	2138.5	-1.8%	-2.9%	-6.3%	-10.4%	-10.1%	35.7%
	ICE布油 (美元/桶)	84.8	-2.2%	6.5%	11.8%	2.2%	-1.3%	32.6%
其他	NYMEX天然气 (美元/百万英热单位)	2.6	-7.6%	-2.1%	-0.7%	13.1%	-42.5%	0.2%
	CBOE波动率	17.3	16.6%	30.1%	7.8%	-13.6%	-20.2%	23.3%
	美元兑人民币	7.3	0.6%	1.5%	3.4%	6.0%	5.6%	79.4%
	美元指数	103.4	0.6%	3.5%	-0.1%	-0.4%	0.0%	18.0%
	欧元兑美元	1.1	-0.7%	-3.2%	1.0%	1.7%	1.6%	92.1%

资料来源：Wind、Factset、申万宏源研究 注：分位数计算范围为 2010 年以来，其中 ERP 计算中，A 股、港股以 10 年期国债利率为基础，而其他全球性指数以 10 年期美债利率为基础

图 14: A 股电子、计算机、传媒领跌；港股汽车、零售业、保险领跌

A股行业	期间涨跌幅 (2023/08/14~2 023/08/18)	PE所处历史分位 数	动态风险调整后收 益所处分位数	ERP所处分位数	A股行业	期间涨跌幅 (2023/08/14~2 023/08/18)	PE所处历史分位 数	动态风险调整后收 益所处分位数	ERP所处分位数
环保	1.27%	19.2%	23.3%	89.6%	石油石化	-1.83%	20.8%	39.7%	83.9%
纺织服饰	0.70%	38.2%	52.3%	87.6%	房地产	-1.83%	58.0%	42.1%	53.8%
轻工制造	0.54%	40.8%	43.9%	73.2%	食品饮料	-2.26%	39.2%	21.0%	81.0%
国防军工	0.47%	24.5%	23.4%	93.5%	基础化工	-2.38%	12.0%	3.2%	90.0%
建筑材料	0.02%	51.0%	15.3%	60.0%	商贸零售	-2.38%	71.8%	25.2%	49.7%
公用事业	-0.12%	56.1%	37.2%	64.9%	医药生物	-2.44%	8.1%	16.4%	96.8%
钢铁	-0.49%	61.6%	44.9%	52.5%	农林牧渔	-2.78%	19.2%	15.8%	89.2%
交通运输	-0.70%	11.0%	35.8%	91.8%	社会服务	-2.90%	81.1%	45.7%	57.3%
机械设备	-0.71%	50.1%	34.0%	73.2%	汽车	-3.36%	81.8%	20.9%	27.4%
银行	-0.81%	3.3%	51.1%	98.7%	通信	-3.64%	8.1%	76.2%	95.4%
建筑装饰	-0.83%	18.8%	68.6%	89.5%	电力设备	-3.76%	0.0%	14.2%	100.0%
美容护理	-0.83%	55.7%	11.9%	82.6%	有色金属	-4.06%	0.0%	14.4%	100.0%
综合	-1.41%	30.3%	28.4%	86.9%	传媒	-4.06%	52.5%	74.1%	76.2%
非银金融	-1.48%	30.1%	73.2%	79.1%	计算机	-4.26%	75.5%	62.0%	79.4%
家用电器	-1.48%	17.0%	32.1%	96.1%	电子	-4.77%	37.5%	17.4%	83.0%
煤炭	-1.63%	0.0%	17.9%	100.0%					

港股行业	期间涨跌幅 (2023/08/14~2 023/08/18)	PE所处历史分位 数	动态风险调整后收 益所处分位数	ERP所处分位数	港股行业	期间涨跌幅 (2023/08/14~2 023/08/18)	PE所处历史分位 数	动态风险调整后收 益所处分位数	ERP所处分位数
家庭与个人用品	-1.42%	70.9%	28.1%	2.0%	公用事业	-4.43%	11.4%	10.9%	37.3%
商业和专业服务	-2.12%	6.3%	11.3%	92.7%	制药、生物科技与生命科学	-4.48%	80.8%	26.4%	1.0%
技术硬件与设备	-2.40%	36.6%	39.0%	23.6%	耐用消费品与服装	-4.69%	41.5%	28.1%	13.7%
医疗保健设备与服务	-2.65%	82.2%	27.3%	3.7%	运输	-4.94%	31.2%	22.5%	42.3%
电信服务	-3.07%	16.6%	93.2%	59.7%	银行	-5.10%	0.5%	36.9%	99.2%
软件与服务	-3.35%	0.2%	35.1%	72.5%	材料	-5.64%	40.7%	38.7%	44.9%
媒体	-3.50%	65.6%	75.1%	1.4%	房地产	-6.18%		14.2%	
半导体与半导体生产设备	-3.55%	0.0%	13.1%	100.0%	食品与主要用品零售	-6.40%		48.5%	
食品、饮料与烟草	-3.82%	33.7%	20.6%	17.3%	消费者服务	-6.47%		44.9%	
能源	-3.90%	4.5%	96.1%	93.3%	保险	-7.45%	19.9%	39.3%	59.4%
多元金融	-4.24%	68.2%	36.6%	1.7%	零售业	-7.77%	66.4%	48.7%	10.3%
资本货物	-4.59%	3.7%	35.4%	86.2%	汽车与汽车零部件	-8.22%	99.5%	25.7%	0.4%

期间涨跌幅(23/8/11-23/8/18)	能源	材料	工业品	可选消费	必需消费	医疗健康	金融	信息技术	电信	公用事业
美国股市	-1.7%	-2.4%	-2.5%	-4.1%	-2.4%	-1.6%	-2.8%	-0.8%	-2.7%	-2.0%
日本股市	-7.5%	-3.4%	-3.8%	-3.6%	-2.8%	-3.7%	-1.6%	-1.6%	-1.9%	-1.9%
英国股市	-2.4%	-5.3%	-4.5%	-3.7%	-2.2%	-3.0%	-4.4%	-2.2%	-3.4%	-2.8%
欧洲股市	-1.1%	-2.6%	-2.9%	-3.3%	-0.9%	-1.3%	-3.3%	-1.7%	-0.7%	-1.6%
新兴市场	-1.3%	-4.8%	-4.0%	-5.8%	-2.1%	-3.7%	-3.1%	-2.0%	-3.4%	-2.2%
发达市场	-1.8%	-3.7%	-3.1%	-4.2%	-2.3%	-1.8%	-3.3%	-1.1%	-2.9%	-2.3%

资料来源: Wind、Factset、申万宏源研究 注: 分位数计算范围为 2010 年以来, 其中 ERP 计算中, A 股以 10 年期中债利率为基础, 而港股和美股以 10 年期美债利率为基础

3. 全球经济数据: 美国软着陆预期继续升温

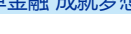
美国零售数据超预期, 美联储会议纪要偏鹰。1) 美国零售数据超预期。7 月美国零售同比边际大幅上行至 3.2%, 其中非耐用品、餐饮服务和线上销售持续拉动零售消费增长, 超额储蓄的影响力持续, 市场对美国经济软着陆预期大幅升温。2) 美联储会议纪要偏鹰。美国 7 月 FOMC 会议纪要提示美国通胀仍有上行风险, 货币政策仍有加息的可能性, 关注下周央行年会的鲍威尔讲话。截至 2023 年 8 月 19 日, 美联储 9 月暂停加息的概率仍维持 90%左右的高位。3) 美国工业总体产出指数边际好转。美国在需求端仍有韧性的同时, 生产端有所恢复, 7 月美国工业总体产出指数环比整体边际上行至 0.99%, 并且工业产能利用率边际上行至 79.3%。关注下周杰克逊霍尔全球央行年会、美国 PMI 和房地产数据、中国 LPR 和工业企业利润数据。

图 15：美国 7 月零售数据超预期上行，并且新房开工边际大幅上行

			2023-07-31	2023-06-30	2023-05-31	2023-04-30	2023-03-31	线性图
经济指标	经济景气度	实际GDP折年同比/%		2.6			1.8	
		实际GDP折年季调环比/%		2.4			2.0	
		制造业PMI/%	46.4	46.0	46.9	47.1	46.3	
		非制造业PMI/%	52.7	53.9	50.3	51.9	51.2	
		密歇根消费者信心指数	71.6	64.4	59.2	63.5	62.0	
	通胀	CPI同比/%	3.2	3.0	4.0	4.9	5.0	
		核心CPI同比/%	4.7	4.8	5.3	5.5	5.6	
		PCE同比/%		3.0	3.8	4.3	4.2	
		核心PCE同比/%		4.1	4.6	4.7	4.6	
		1年通胀预期/%	3.4	3.3	4.2	4.6	3.6	
供给	生产	制造业工业生产指数同比/%	-0.6	-0.8	-0.7	-0.8	-1.5	
		工业产能利用率/%	79.3	78.6	79.4	79.8	79.5	
		PMI——工业产出指数/%	48.3	46.7	51.1	48.9	47.8	
		新增非农就业人数/千人	187.0	185.0	281.0	217.0	217.0	
		失业率/%	3.5	3.6	3.7	3.4	3.5	
	劳动力市场	平均时薪环比/%	0.42	0.45	0.33	0.42	0.27	
		库存：库存总额：季调环比/%		0.0		0.1	-0.2	
	需求	个人实际可支配收入同比/%		4.7	4.1	3.6	3.5	
		个人实际消费支出同比/%	-0.6	-0.8	-0.7	-0.8	-1.5	
		零售和食品服务销售额同比/%	3.2	1.6	2.1	1.3	2.2	
需求	消费	PMI——新订单指数/%	47.3	45.6	42.6	45.7	44.3	
		新房销售同比/%		23.8	12.4	9.8	-9.5	
		成屋销售同比/%		-18.9	-20.4	-23.0	-22.1	
		新房开工同比/%	5.9	-10.4	2.6	-25.2	-19.4	
		成屋开工同比/%	-13.0	-15.3	-12.4	-21.1	-23.4	
	地产	M2同比/%		-3.6	-3.7	-4.5	-3.7	
		M1同比/%		-10.2	-9.9	-10.0	-8.3	
	信贷与杠杆							

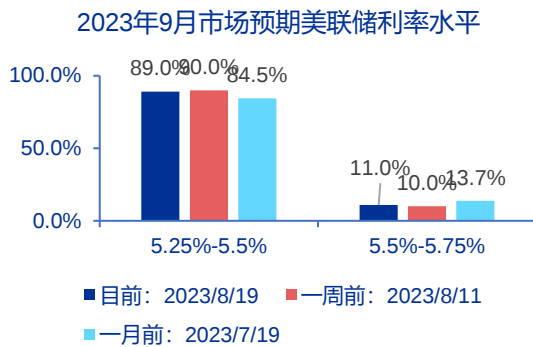
资料来源：Wind、Factset、申万宏源研究 注：红色底色表明边际上行，而绿色底色表明边际下行

图 16：7 月经济数据显示消费、投资、出口增速再度走弱

		2023/7/31	2023/6/30	2023/5/31	2023/4/30	2023/3/31	线性图
经济和通胀景气度指标	实际GDP当季同比/%		6.3			4.5	
	GDP季调环比/%		0.8			2.2	
	工业增加值增速/%	3.7	4.4	3.5	5.6	3.9	
	制造业PMI/%	49.3	49	48.8	49.2	51.9	
	服务业PMI/%	51.5	52.8	53.8	55.1	56.9	
	CPI同比/%	-0.3	0	0.2	0.1	0.7	
	核心CPI同比/%	0.8	0.4	0.6	0.7	0.7	
	PPI同比/%	-4.4	-5.4	-4.6	-3.6	-2.5	
消费	社会消费品零售总额增速（%，当期）	2.5	3.1	12.7	18.4	10.6	
	PMI——新订单指数/%	49.5	48.6	48.3	48.8	53.6	
	房地产销售面积增速/%	-6.5	-5.3	-0.9	-0.4	-1.8	
	房地产新开工面积增速/%	-24.5	-24.3	-22.6	-21.2	-19.2	
投资	固定资产投资增速/%	3.4	3.8	4	4.7	5.1	
	制造业投资增速/%	5.7	6	6	6.4	7	
	基建投资增速/%	9.4	10.2	9.5	9.8	10.8	
	房地产投资增速/%	-7.1	-6.7	-6	-5.3	-5.1	
	服务业投资/%	1.2	1.6	2	3.1	3.6	
出口	出口同比/%	-14.5	-12.4	-7.1	7.3	11.4	
	进口同比/%	-12.4	-6.9	-4.6	-8.1	-1.7	
信贷与杠杆	M2/%	10.7	11.3	11.6	12.4	12.7	
	M1/%	2.3	3.1	4.7	5.3	5.1	
	社会融资存量同比/%	8.9	9.0	9.5	10	10	
	新增人民币贷款/亿元	3459	30500	13600	7188	38900	
	新增中长期人民币贷款/亿元	2040	20563	9382	5513	27048	
利润	工业企业利润同比/%		-16.8	-18.8	-20.6	-21.4	

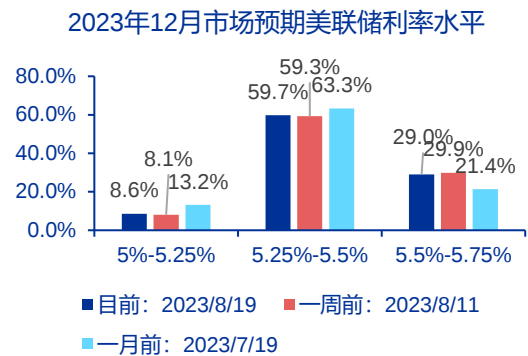
资料来源：Wind、Factset、申万宏源研究 注：红色底色表明边际上行，而绿色底色表明边际下行

图 17: 9月加息 25BP 概率小幅上行至 11%



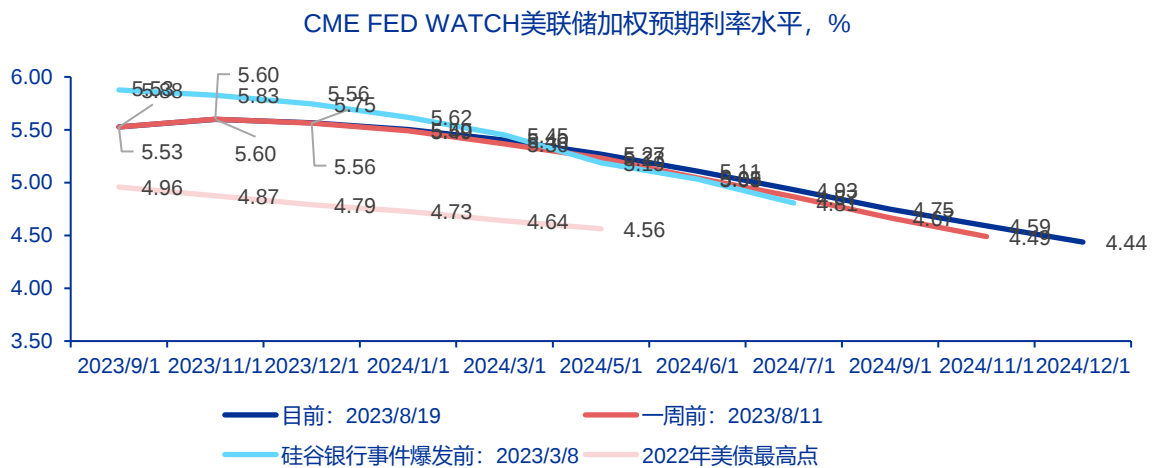
资料来源: 芝商所、申万宏源研究

图 18: 年内整体美联储利率水平维持在 5.5% 以上的概率较大



资料来源: 芝商所、申万宏源研究

图 19: 整体加息概率相比上周小幅上行



资料来源: 芝商所、申万宏源研究

图 20: 美联储发言偏鹰

当地时间		职位	人员	内容	鹰/鸽
美联储	2023/8/16	美联储会议纪要	全体美联储官员	美股核心通胀将在2025年年底达到2%；上半年经济增长温和，美联储不再预计今年的衰退，但是预计2024和2025年经济增长将低于预期。政策方面，美联储官员认为经济温和复苏，美国银行业保持坚挺，持续加息具有必要性。包括加息等一系列行动的政策得到了全票通过。	偏鹰
美联储	2023/8/7	美联储官员	Michelle W. Bowman	美联储政策的出发点，在于更好得平衡供给和需求以及稳定物价。如今，我们的工作已经取得了成果，但是通胀依然高于FOMC的目标，就业市场依旧紧俏，经济保持平稳增长。我预期会有更多的加息事件落地。	偏鹰
美联储	2023/8/5	美联储官员	Michelle W. Bowman	在经济向好和物价持续抬升的情况下，我支持美联储7月的加息决定，同时也认为美联储仍需加息以实现2%的物价增长目标。近期走低的通胀有积极影响，但是仍然需要更多交叉验证。实现2%的通胀目标非常重要。	偏鹰
日央行	2023/8/14	日本Q2经济活动和物价报告	日本央行公开	日本经济将在消费增长的驱动下得到明显复苏，但是可能会被海外需求拖累；通胀将先降后升，物价和经济活动仍有不确定性；日央行将继续量化宽松以及更灵活的YCC政策	中性
日央行	2023/8/2	日央行官员	UCHIDA Shinichi	对于周围经济体的高度不确定性，日央行将继续宽松政策并灵活应对经济活动、物价和金融环境，最终实现物价2%的温和上涨以及工资的增加。日央行将持续量化宽松和YCC政策。	偏鸽
欧央行	2023/8/3	欧央行执行委员	Fabio Panetta	为保证欧洲市场的物价压降，我们需要灵活调整政策。我认为货币政策的实施不只是利率的调整，也可以是在较长的时间保持当前的利率。利率的持续性和持续水平一样重要。持续性有利于减少利率上升对经济的风险。	偏鸽

资料来源：Wind、申万宏源研究

图 21：下周重点关注经济事件：杰克逊霍尔全球央行年会、美国 PMI 和房地产数据、中国 LPR 和工业企业利润数据

日期	时间	国家/地区	指标名称
2023-08-21	09:15	中国	贷款市场报价利率(LPR):1年
2023-08-22	16:00	欧盟	6月欧元区:经常项目差额:季调(百万欧元)
	22:00	美国	7月成屋销售折年数(万套)
	16:00	欧盟	8月欧元区:综合PMI(初值)
	21:45	美国	8月Markit制造业PMI:季调
2023/8/23	22:00	美国	7月新房销售:环比(%)
	22:30	美国	8月18日EIA库存周报:商业原油增量(千桶)
	22:30	美国	8月18日EIA库存周报:成品汽油(千桶)
2023-08-24	20:30	美国	8月19日当周初次申请失业金人数:季调(人)
2023-08-25	17:00	中国	7月服务贸易差额:当月值(亿美元)
	22:00	美国	8月密歇根大学消费者现状指数
2023/08/24-2023/08/26		全球	杰克逊霍尔全球央行年会
2023-08-27	09:30	中国	7月工业企业利润:累计同比(%)

资料来源：Wind、申万宏源研究

4.全球资金流向：资金加速流入全球货币市场

本周全球资金风险偏好持续回落，主力资金加速流入货币市场，加速流出发达市场股市，流入新兴市场股市边际放缓；政府债资金流入边际减少，掉头流出投资级企业债，流出高收益债券边际小幅增加。EPFR 资金流向：1) 国家与地区层面，权益资金流出欧洲发达市场边际放缓，加速流出美国市场，流入日本、中国和整体新兴市场边际放缓；固收资金掉头流入欧洲，流入美国市场大幅增加，流入日本边际放缓，加速流出整体新兴市场；中国市场方面，主动型权益资金加速流出，被动型权益资金转小幅流入，固收类资金保持小幅流出。2) 风格与行业层面，美股基金中资金流入能源、基建、通信行业，流出金融、医疗保健、材料等行业；中股基金中资金大幅流入科技行业，同时流入医疗保健、能源等行业，流出金融、消费、材料等行业。

图 22：本周资金加速流入货币市场（单位：亿美元）

大类资产类别基金	近一周流入	近一个月流入	年初以来流入	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
全球货币市场	280.8	1170.8	9252.6	2444.2	5077.6	2238.2	644.6	684.3	2085.4
发达市场股市	-57.2	-37.8	-106.0	-54.0	-15.5	154.4	187.2	327.8	151.4
新兴市场股市	36.6	191.0	873.4	299.0	373.6	49.5	-1.4	86.8	457.2
全球政府债券	25.0	142.8	1283.8	441.3	589.5	248.1	503.0	377.8	309.2
新兴市场债券	-21.2	-37.8	-106.0	-54.0	-15.5	154.4	187.2	327.8	151.4
投资级企业债	-13.1	58.5	419.6	172.5	180.7	49.3	100.6	-81.1	100.5
高收益债券	-13.9	-32.7	-77.4	60.8	129.3	32.4	117.2	252.9	368.9
固收类基金，分国家/地区	近一周流入	近一个月流入	年初以来流入量	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
发达欧洲国家	-1.1	56.8	486.8	212.9	201.3	10.4	-25.8	-265.6	-226.7
美国	16.4	218.0	1715.9	640.5	663.9	262.7	145.7	-644.5	-352.0
日本	0.1	0.5	5.9	11.2	-2.0	-2.9	-7.9	-10.4	-6.1
中国	-11.1	-7.4	-49.9	-9.9	-32.4	-89.4	-57.3	-170.1	-34.6
新兴市场	-19.3	-27.2	-32.3	-23.7	19.7	-11.9	-17.6	-338.1	-138.8
权益类基金，分国家/地区	近一周流入	近一个月流入	年初以来流入量	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
发达欧洲国家	-11.7	-94.3	-221.4	-204.2	102.9	-269.7	-305.8	-295.6	23.5
美国	-54.8	-0.9	-70.5	71.5	-383.3	182.8	178.1	102.2	1322.0
日本	4.2	50.1	127.0	59.9	-12.1	-0.1	-17.0	11.1	27.1
中国	37.3	190.9	641.2	258.3	189.5	138.6	119.8	114.9	302.2
新兴市场	37.5	194.3	896.9	314.0	373.3	144.9	17.6	96.4	476.4
全球投资中国基金/ETF	近一周流入	近一个月流入	年初以来流入量	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
主动型共同基金	-8.9	-24.6	-11.9	-43.3	64.9	-65.0	23.5	-33.5	-26.4
被动型共同基金	0.0	-0.4	20.4	9.2	11.4	-1.2	-3.5	-3.6	10.0
iShares MSCI China ETF	-0.3	-0.7	3.5	0.0	5.8	5.5	0.0	18.2	14.3
Direxion Daily FTSE China	0.0	0.2	0.0	0.0	-0.2	1.3	-1.4	0.8	0.7
Bear 3x Shares									

资料来源：EPFR、Factset、申万宏源研究 注：除 ETF 数据截至当周五以外，其他数据均为截至当周三

图 23：美股基金中资金重点流入医疗能源、基建、通信行业，流出金融、医疗保健、材料等行业；中股基金中资金大幅流入科技行业（单位：亿美元）

美国权益基金行业资金流向	近一周流入	近一个月流入	年初以来流入量	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
能源	5.1	16.5	-122.7	-78.7	-58.1	-2.7	-28.9	-31.1	42.0
基建	0.9	5.2	11.7	2.5	2.7	-0.6	-7.2	4.4	-1.9
通信	0.4	12.7	36.8	21.8	0.8	2.0	-4.9	-4.9	-8.5
房地产	-0.9	-5.1	-57.1	-31.1	-26.2	-25.2	-6.7	-6.6	5.6
科技	-1.0	-4.3	32.0	52.8	-29.7	3.8	-6.1	3.5	48.1
工业品	-2.2	9.4	31.0	1.4	11.0	6.3	-13.3	-28.2	-4.6
消费	-2.4	5.9	39.3	26.8	2.4	7.3	0.3	-5.0	-12.0
公用事业	-3.5	-6.8	-13.4	-2.3	-3.6	-9.6	26.1	23.2	-2.9
材料	-3.9	-4.0	-18.9	-15.5	0.8	-6.9	-30.8	-0.8	25.7
医疗保健	-5.6	-4.6	-66.3	-5.4	-46.7	27.0	9.4	46.3	24.4
金融	-7.9	5.4	26.9	9.6	12.3	-27.5	-13.5	-176.1	11.0
全球中国权益基金行业资金流向	近一周流入	近一个月流入	年初以来流入量	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
科技	18.1	66.1	166.0	61.1	25.0	63.1	28.1	52.0	100.7
医疗保健	2.9	13.3	76.6	47.4	11.3	4.2	23.5	10.1	7.6
能源	0.3	0.5	7.4	6.4	0.9	1.6	-0.7	2.2	-0.2
工业品	0.0	-0.1	-0.1	0.4	-0.3	0.9	0.0	-0.2	0.2
通信	0.0	0.3	-0.4	-0.1	0.3	0.1	0.0	-0.3	0.2
基建	0.0	0.3	0.2	0.6	-0.9	-0.3	-0.3	0.7	0.6
房地产	0.0	-0.7	3.1	2.0	1.4	-0.4	-4.0	7.5	0.9
公用事业	-0.1	-1.7	1.5	2.4	0.6	-0.1	0.8	-0.1	2.3
材料	-0.1	3.1	7.7	2.2	2.5	0.5	-0.5	-0.1	0.3
消费	-1.2	-0.7	29.4	18.6	8.8	-1.1	3.8	13.3	13.7
金融	-1.3	-24.7	-20.0	5.7	0.5	-9.1	10.5	-0.9	13.3

资料来源：EPFR、Factset、申万宏源研究 注：除 ETF 数据截至当周五以外，其他数据均为截至当周三

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
华东 B 组	李庆	021-33388245	liqing3@swyhsc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swyhsc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swyhsc.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。