

2023 年 08 月 27 日

美国制造业回流对经济的刺激作用 仍需等待

——全球资产配置每周聚焦（20230821-20230827）

相关研究

证券分析师

金倩婧 A0230513070004
jinjq@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

本期投资提示：

- 本周聚焦：近期美国经济中投资数据不断超预期，资本市场中工业股也有相对表现，反映美国投资端出现一定亮点，而市场对于美国制造业回流的关注度正在上升。本轮美国制造业回流有何特征？当前进程如何？未来是否能支撑美国经济软着陆并带来新的需求拉动？
- 从经济数据来看，投资端超预期成为美国经济仍具韧性的原因之一。2021 年以来美国制造业非住宅建设投资持续上升，并且 2023 年 Q2 美国 GDP 超预期的主要原因是私人投资回暖，其中以交运设备、制造业建筑投资改善为主。从资本市场的反应来看，仅有建筑与工程在去年和今年均保持强势上涨。今年以来，美股表现更多呈现困境反转行情，领涨的汽车、半导体产品与设备、互动媒体与服务均为 2022 年跌幅靠前行业，唯独建筑与工程实现了 2022 年（24%）和 2023 年（44%）的同步上涨。
- 当前美国投资端的改善主要集中在建筑业投资，特别是制造业相关的厂房建设，这一快速上升的趋势与拜登政府的两大法案支持密不可分（美国芯片法案和通胀削减法案）。2022 年 8 月之后，美国制造业建筑/厂房投资额显著上升（产能扩张），其中增量计算机/电子/电气占比超过 50%，从时间点和投资重点来看，这与拜登政府的产业政策支持导向密不可分：芯片法案（2022 年 7 月 27 日）、2022 通胀削减法案。从就业结构来看，当前建筑业就业人数仍然高增，而制造业就业较为疲软。美国 3 月以来建筑业新增非农就业人数快速上升，但是制造业新增非农就业人数仍然较低，7 月建筑业新增非农就业人数为 1.9 万人，保持稳定，而制造业新增非农就业人数为-2000 人。但是建筑业时薪同比 2023 年以来始终保持高位，显示出建筑业劳动市场的紧张，而制造业时薪近期大幅上升，或代表制造业劳动力市场的供需逐渐紧张。从 PPI 的结构来看，近期美国 PPI 走强更多来自于核心服务和食品能源商品的价格反弹所推动，核心商品价格并未显著上行。2023 年以来，建筑业最终需求同比增速持续维持高位，并且延后 PPI 同比 3 个月才开始高位回落，而 2023 年以来在商品分项持续下行的背景下，建筑业 PPI 仍然维持高位，验证了美国建筑业投资的高景气。结构上看，近期美国 PPI 的上行更多来自于服务类价格改善，如投资服务、批发贸易服务、仓储服务、旅行服务等。而非服务类分项价格普遍在边际下行，环比上行的有商品租赁、皮革相关制品、机械设备、非金属矿物制品、运输设备。
- 展望未来，我们认为受到政治因素，长期美国制造业回流仍是大方向。根据科尔尼，美国从亚洲 14 个低成本国家或地区进口的制成品总额占美国国内制造业总产值的比例从 2021 年的 14.49%下降到 14.1%，2022 年制造业回流指数（RI）转负为正，RI 值为 39。结构上来看，美国对中国的进口/对中国亚洲低成本国家或地区（LLC）的进口大幅下降，特别是在 2018 年特朗普启动贸易战，随后越南、印度逐渐成为美国亚洲替代供应链的主力军。而中期来看，制造业投资的全面企稳改善仍有待观察。从传导逻辑来看，产业趋势较强的芯片和新能源领域从当前的厂房建设到未来的设备投资或将逐步增加，结合 AI 产业趋势不断强化以及二季报美股大厂对未来资本开支的规划，信息技术行业的设备和知识产权投资的边际催化仍然较强。不过当前加息周期尚未完全结束，高利率对终端需求的压制作用仍在，商品需求回暖对制造业的全面拉动仍需等待。
- 全球资产价格回顾：本周（20230818-20230825）鲍威尔鹰派发言增加分母端压力，但是英伟达业绩再超预期提振分子端导致美股震荡偏强。1) 利率和汇率方面，美债方面，美元指数走强，美国长端利率保持稳定但是短端收益率明显上升，中债方面，1 天和 7 天回购利率出现大幅上升。2) 股市方面，本周全球股市震荡偏强，为恒生科技(1.29%)> 标普 500(0.82%)> 新兴市场(0.68%)> 日经 225(0.55%)> 发达市场(0.50%)> 恒生指数(0.03%)> 沪深 300(-1.98%) 3) 大宗商品方面，本周原油价格小幅下行，金价上行。
- 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: 2023 年 Q2 美国 GDP 超预期的主要原因是私人投资回暖, 其中以交运设备、制造业建筑投资改善为主.....	4
图 2: 美国固定投资中, 2023Q2 美国建筑类和设备类私人投资同比均边际上行 ..	5
图 3: 从行业结构来看, 美股建筑与工程是 2022 年和 2023 年两年均同步显著上涨的行业	5
图 4: 2022 年 8 月之后, 美国制造业投资额显著上升 (产能扩张), 增量中计算机/电子/电气占比超过 50%	6
图 5: 芯片法案大幅刺激美国半导体行业发展, 并且《2022 通胀削减法案》也补贴美国能源安全建设, 加速新能源行业发展	6
图 6: 美国 3 月以来建筑业新增非农就业人数快速上升	7
图 7: 美国建筑业非农时薪同比维持高位.....	7
图 8: 2022 年中以来, 建筑业同比保持高位并且延后下行.....	7
图 9: 结构上看, 近期美国 PPI 的上行更多来自于服务类价格改善, 而非服务类分项价格普遍在边际下行	8
图 10: 美国制造业进口比率边际小幅下降至 14.1%.....	9
图 11: 2022 年制造业回流指数 (RI) 转负为正	9
图 12: 2018 年以来美国对中国的进口在亚洲 LCC 进口总额的比例下降速度大幅上升	9
图 13: 美国从越南和印度占亚洲 LCC 进口的占比大幅上升	9
图 14: 发达国家房市股市反弹明显, 原油价格小幅下行, 金价上行	11
图 15: 全球股市震荡偏强; 中国 R007 快速上升; 黄金大幅上涨.....	12
图 16: A 股全行业普跌, 仅环保上涨; 港股制药、技术硬件领涨, 食品、媒体领跌; 全球主要股市信息技术涨幅明显	13
图 17: 美国新房销售同比边际大幅上行	14
图 18: 7 月中国工业企业利润同比边际上行.....	15
图 19: 9 月加息概率大幅上升至 20%.....	15
图 20: 9-11 月份加息 25BP 的概率大幅上升至 46.7%	15
图 21: 整体加息概率相比上周明显上移	15
图 22: 杰克森霍尔会议上鲍威尔明确表示仍有加息空间, 欧央行下半年货币政策将审慎进行.....	16

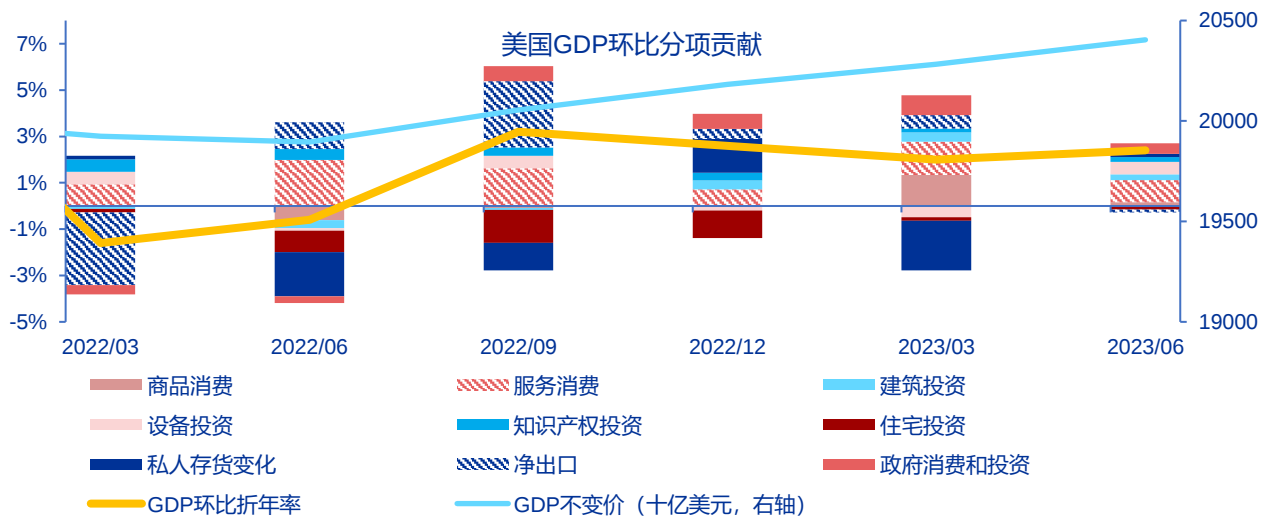
图 23：下周关注美国 7 月非农、消费数据；中国 8 月 PMI；欧元区通胀数据.....	17
图 24：本周全球资金掉头流出货币市场，加速流出发达市场股市，流入新兴市场股市边际放缓，流入政府债边际增加（单位：亿美元）	18
图 25：美股基金中资金重点流入医疗能源、科技、通信行业，流出金融、消费、能源等行业；中股基金中资金大幅流入科技行业（单位：亿美元）	18

1. 本周聚焦：美国制造业回流对经济的刺激作用 仍需等待

近期美国经济中投资数据不断超预期，资本市场中工业股也有相对表现，反映美国投资端出现一定亮点，而市场对于美国制造业回流的关注度正在上升。本轮美国制造业回流有何特征？当前进程如何？未来是否能支撑美国经济软着陆并带来新的需求拉动？

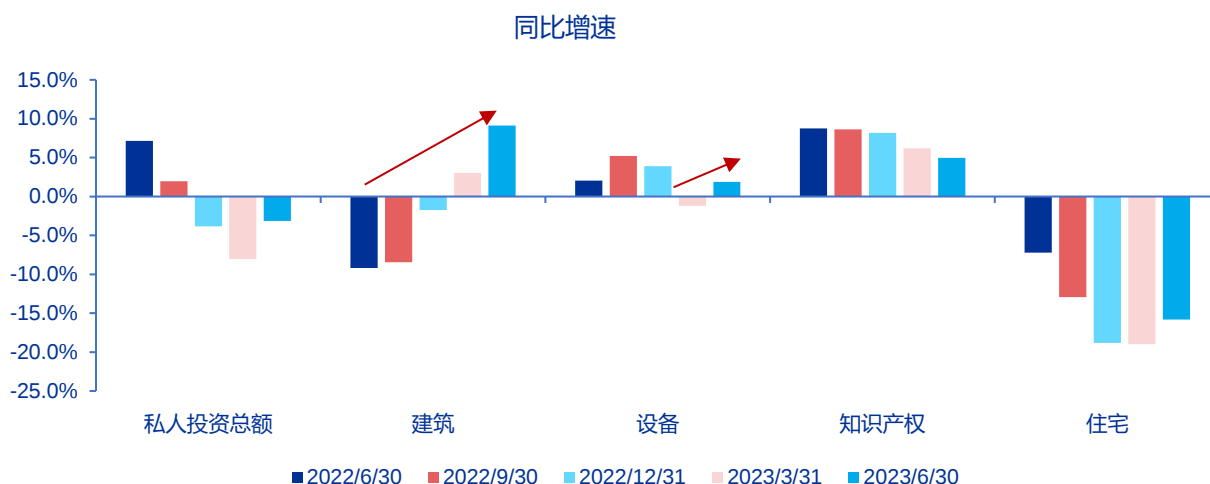
从经济数据来看，投资端超预期成为美国经济仍具韧性的原因之一。2021年以来美国制造业非住宅建设投资持续上升，并且2023年Q2美国GDP超预期的主要原因是私人投资回暖，其中以交运设备、制造业建筑投资改善为主。从资本市场的反应来看，仅有建筑与工程在去年和今年均保持强势上涨。今年以来，美股表现更多呈现困境反转行情，领涨的汽车、半导体产品与设备、互动媒体与服务均为2022年跌幅靠前行业，唯独建筑与工程实现了2022年（24%）和2023年（44%）的同步上涨，一定程度上反映了当前美国建筑投资行业的景气度。

图 1：2023 年 Q2 美国 GDP 超预期的主要原因是私人投资回暖，其中以交运设备、制造业建筑投资改善为主



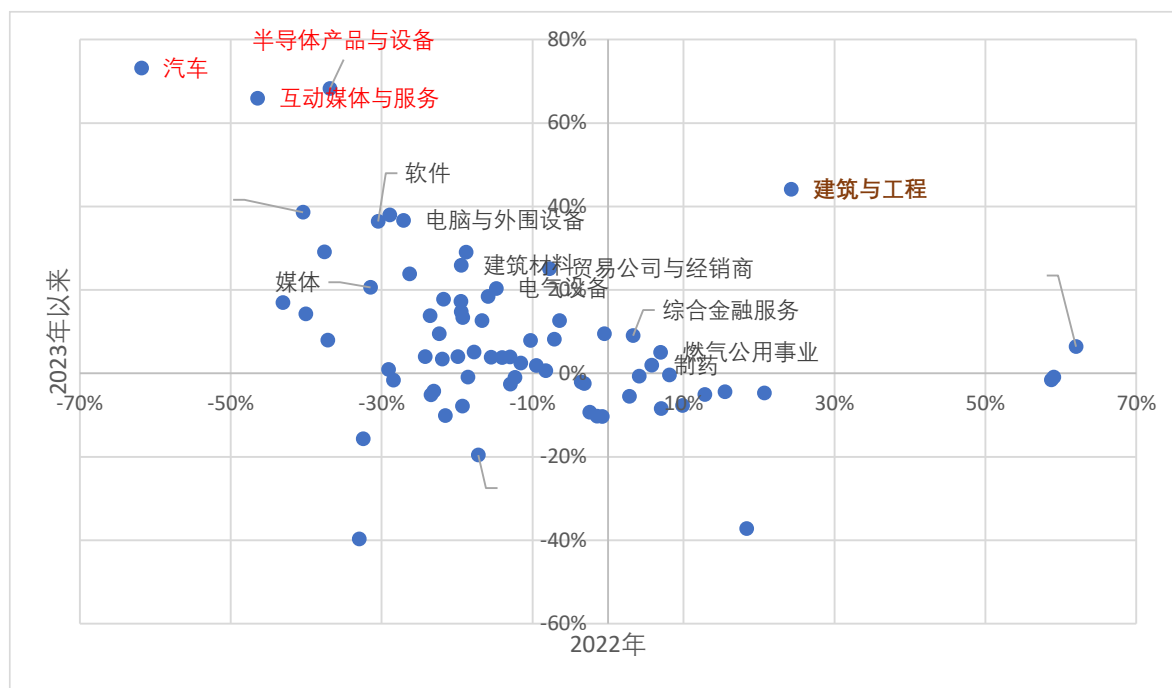
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 2：美国固定投资中，2023Q2 美国建筑类和设备类私人投资同比均边际上行



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 3：从行业结构来看，美股建筑与工程是 2022 年和 2023 年两年均同步显著上涨的行业

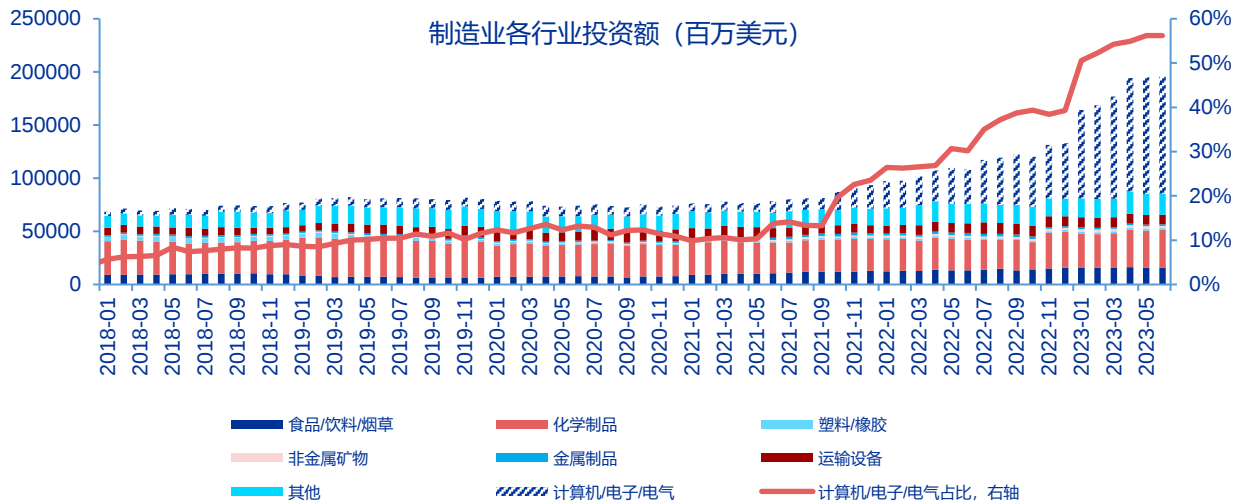


资料来源：Wind，申万宏源研究

当前美国投资端的改善主要集中在建筑业投资，特别是制造业相关的厂房建设，这一快速上升的趋势与拜登政府的两大法案支持密不可分（美国芯片法案和通胀削减法案）。2022 年 8 月之后，美国制造业建筑/厂房投资额显著上升（产能扩张），其中增量计算机/电子/电气占比超过 50%，从时间点和投资重点来看，这与拜登政府的产业政策支持导向密不可分。1) 芯片法案（2022 年 7 月）：该法案主要通过拨款和税收减免来引导半导体生产的本土化，预计 527 多亿美元用于提供资金支持+

对半导体头部企业提供 240 亿美元的投资税收减免+未来数年内约 2000 亿美元的科研经费支持；2) 2022 通胀削减法案 (2022 年 8 月)：预计将投资在能源安全和气候变化 3690 亿美元。

图 4：2022 年 8 月之后，美国制造业投资额显著上升（产能扩张），增量中计算机/电子/电气占比超过 50%



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 5：芯片法案大幅刺激美国半导体行业发展，并且《2022 通胀削减法案》也补贴美国能源安全建设，加速新能源行业发展

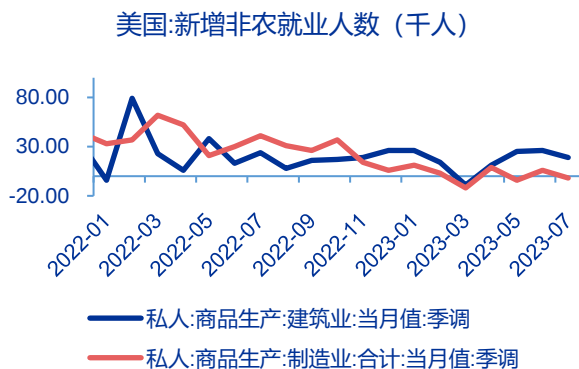
芯片法案部门和项目	5年预算（亿美元）	预算方案
半导体制造激励计划	390	5年内拨款390亿美元，其中60亿美元可能用于直接贷款和贷款担保的成本。2022财年将拨款190亿美元，其中20亿美元用于传统芯片生产，优先考虑汽车行业等关键制造业。在先进芯片制造方面，提供25%的投资税收抵免
商业研发和劳动力发展计划	110	5年内拨款110亿美元，包括国家半导体技术中心、国家先进封装制造计划以及其他研发和劳动力发展计划。2022财年将拨款20亿美元用于国家科学技术委员会（NSTC）、25亿美元用于先进封装
劳动力和教育基金	2	由NSF分期五年提供2亿美元资金，以促进半导体劳动力的增长。
国防基金	20	用于实施微电子军民共享计划，加速将实验室成果应用到军事等领域
美国国际技术安全与创新基金	5	资金将在5年内分配给国务院与美国国际开发署等，旨在与外国政府合作伙伴协调通讯、电信、半导体等先进技术的协作

《通胀削减法案》重点目标	《通胀削减法案》支持项目	主要内容	预算（亿美元）
保障美国能源安全和国内制造业	生产税收抵免	加速美国太阳能电池板、风力涡轮机、电池和关键矿物加工制造的生产税收抵免	300
	投资税收抵免	建设清洁技术制造设施，如制造电动汽车、风力涡轮机和太阳能电池板	100
	国防生产设施	生产热泵和加工关键矿物	5
	清洁汽车赠款	改造现有汽车，制造清洁车辆，创造就业机会	20
	清洁汽车贷款	建设全国各地新的电动汽车制造设施	200
	科研经费	加速国家实验室突破性能源研究	20

资料来源：《2022 年芯片和科学法案》、中科院科技战略咨询研究院、《2022 年通胀削减法案的能源安全和气候变化投资概述》、申万宏源研究

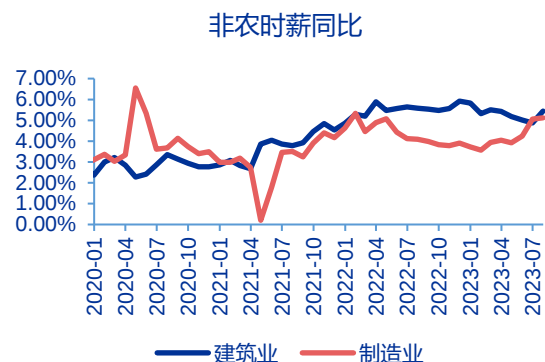
从就业结构上一定印证建筑业改善或逐渐扩散至制造业整体。美国 3 月以来建筑业新增非农就业人数快速上升，但是制造业新增非农就业人数仍然较低，7 月建筑业新增非农就业人数为 1.9 万人，保持稳定，而制造业新增非农就业人数为-2000 人。但是建筑业时薪同比 2023 年以来始终保持高位，显示出建筑业劳动市场的紧张，而制造业时薪近期大幅上升，或代表制造业劳动力市场的供需逐渐紧张。

图 6：美国 3 月以来建筑业新增非农就业人数快速上升



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 7：美国建筑业非农时薪同比维持高位

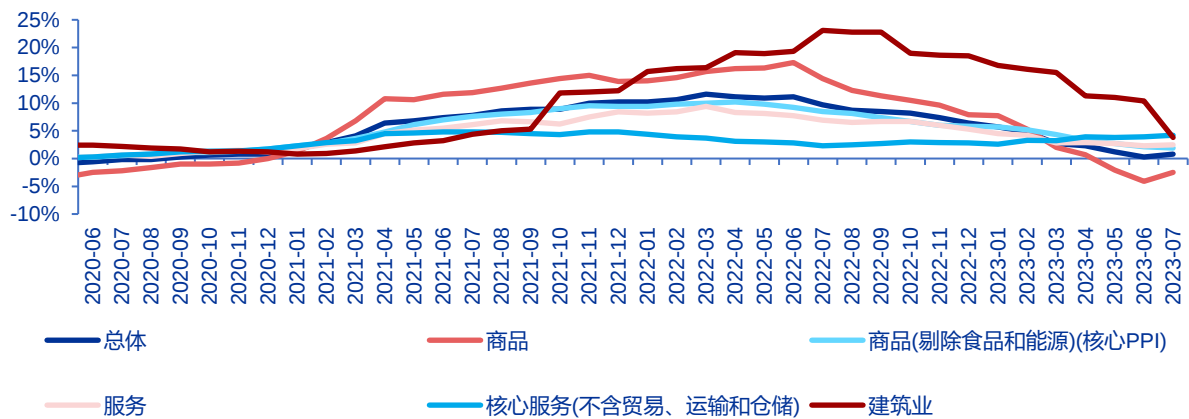


资料来源：Wind、申万宏源研究

从 PPI 的结构来看，近期美国 PPI 走强更多来自于核心服务和食品能源商品的价格反弹所推动，核心商品价格并未显著上行。两大法案对于美国制造业回流的加速作用也体现在 PPI 同比上，2023 年以来，建筑业最终需求同比增速持续维持高位，并且延后 PPI 同比 3 个月才开始高位回落，而 2023 年以来在商品分项持续下行的背景下，建筑业 PPI 仍然维持高位，验证了美国建筑业投资的高景气。结构上看，近期美国 PPI 的上行更多来自于服务类价格改善，如投资服务、批发贸易服务、仓储服务、旅行服务等。而非服务类分项价格普遍在边际下行，环比上行的有商品租赁、皮革相关制品、机械设备、非金属矿物制品、运输设备。

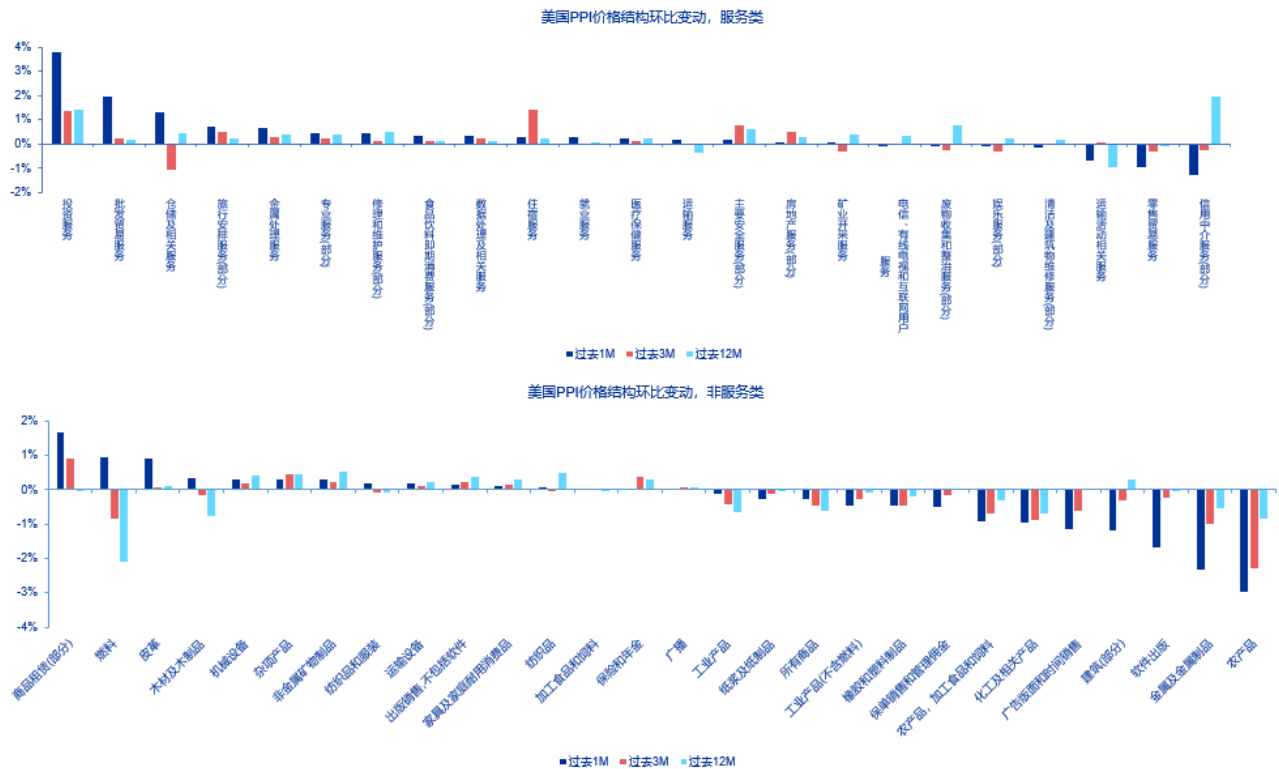
图 8：2022 年中以来，建筑业同比保持高位并且延后下行

PPI最终需求季调同比



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 9: 结构上看, 近期美国 PPI 的上行更多来自于服务类价格改善, 而非服务类分项价格普遍在边际下行



资料来源: Wind, 申万宏源研究

从中长期趋势来看, 2022 年美国制造业回流趋势快速升温。根据科尔尼, 美国从亚洲 14 个低成本国家或地区进口的制成品总额占美国国内制造业总产值的比例从 2021 年的 14.49% 下降到 14.1%, 这表示 2019 年以来美国国内制造业增长首次超过从亚洲低成本国家或地区进口的增长, 2022 年制造业回流指数 (RI) 转负为正, RI 值为 39。结构上来看, 美国对中国的进口/对中国亚洲低成本国家或地区 (LLC)

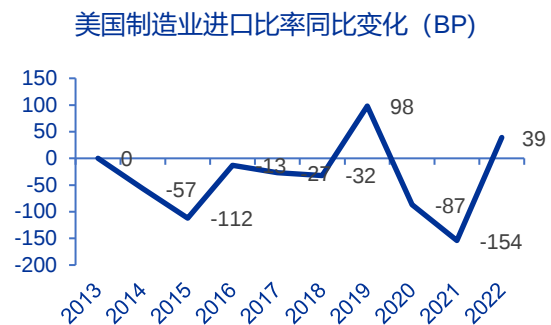
的进口大幅下降，特别是在 2018 年特朗普启动贸易战，随后越南、印度逐渐成为美国亚洲替代供应链的主力军。2018 年以来，美国对中国的进口在亚洲 LCC 进口总额的比例下降速度大幅上升。其实美国从该指数从 2013 年就已经开始下降，不过 2018 年特朗普挑起中美贸易战，该下降趋势开始加速，从 2018 年 Q3 的 66% 到 2022 年 Q4 的 48%。同时在该比例下降的同时，越南、印度的占比大幅上升。

图 10：美国制造业进口比率边际小幅下降至 14.1%



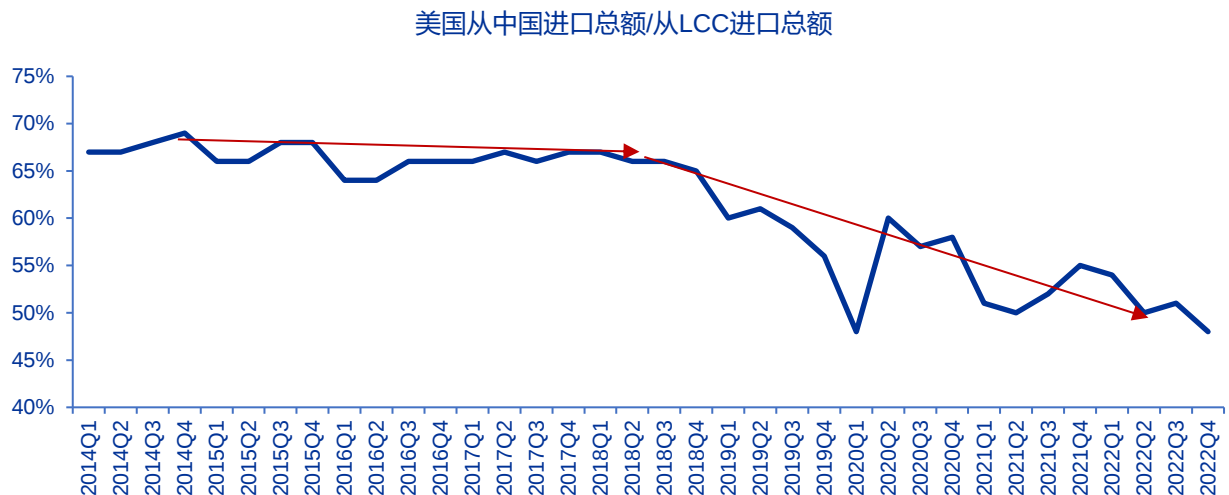
资料来源：科尔尼、申万宏源研究

图 11：2022 年制造业回流指数 (RI) 转负为正



资料来源：科尔尼、申万宏源研究

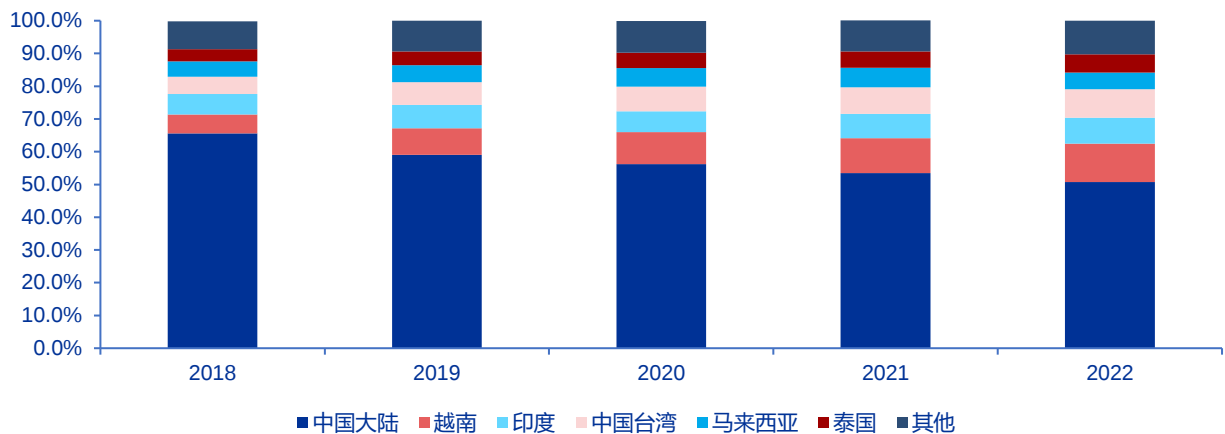
图 12：2018 年以来美国对中国的进口在亚洲 LCC 进口总额的比例下降速度大幅上升



资料来源：科尔尼、申万宏源研究

图 13：美国从越南和印度占亚洲 LCC 进口的占比大幅上升

美国从各国家/地区占亚洲LCC进口的占比



资料来源：科尔尼、申万宏源研究

展望未来，我们认为受到政治因素，长期美国制造业回流仍是大方向。而中期来看，制造业投资的全面企稳改善仍有待观察。从传导逻辑来看，产业趋势较强的芯片和新能源领域从当前的厂房建设投资到未来的设备投资或将逐步增加，结合 AI 产业趋势不断强化以及二季报美股大厂对未来资本开支的规划，信息技术行业的设备和知识产权投资的边际催化仍然较强。而随着当前加息周期尚未完全结束，高利率对终端需求的压制作用仍在，商品需求回暖对制造业的全面拉动仍需等待。

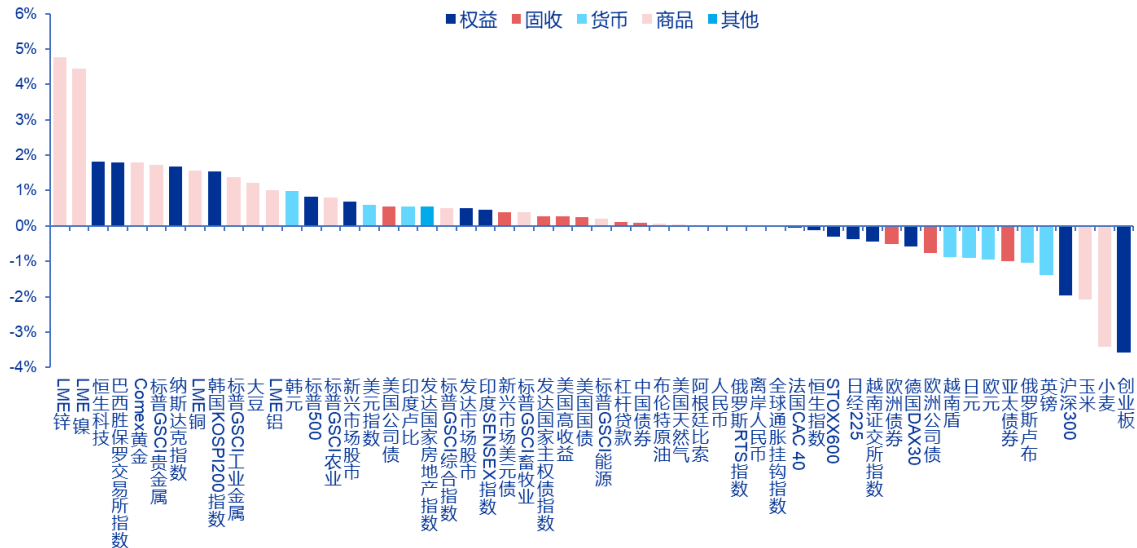
2. 全球资产价格回顾：鲍威尔鹰派发言，美联储年内仍有再次加息可能性

全球资产价格回顾：本周（20230818-20230825）鲍威尔鹰派发言增加分母端压力，但是英伟达业绩再超预期提振分子端导致美股震荡偏强。1) 利率和汇率方面，**美债方面**，美元指数走强，美国长端利率保持稳定但是短端收益率明显上升，**中债方面**，1天和7天回购利率出现大幅上升，原因中国央行8月23日开展3010亿逆回购操作，该笔规模创下3月份以来新高。2) **股市方面**，本周股市震荡偏强，为恒生科技(1.29%)>标普500(0.82%)>新兴市场(0.68%)>日经225(0.55%)>发达市场(0.50%)>恒生指数(0.03%)>沪深300(-1.98%)。3) **大宗商品方面**，本周原油价格小幅下行，金价上行。

图 14：发达国家房市股市反弹明显，原油价格小幅下行，金价上行

		期间涨跌幅 (2023/08/18~20 23/08/25)				
			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	发达国家房地产指数	1.50%	-4.0%	1.2%	-8.8%	-3.7%
	发达市场股市指数	0.76%	-3.5%	4.3%	7.6%	12.4%
	美元指数	0.59%	2.6%	-0.3%	-1.2%	0.4%
	标普GSCI综合指数	0.51%	-0.7%	8.1%	1.3%	-4.1%
	欧洲债券总指数	0.43%	-0.6%	0.5%	0.6%	1.1%
	全球投资级公司债	0.41%	-1.4%	-0.3%	-0.1%	0.4%
	新兴市场美元债券总指数	0.40%	-1.9%	0.1%	-0.7%	-0.2%
	美国债券总指数	0.29%	-1.8%	-1.4%	-0.9%	-1.0%
	新兴市场股市指数	0.28%	-4.4%	1.2%	0.7%	2.8%
	发达国家主权债指数	0.28%	-1.3%	-1.1%	-0.5%	-0.5%
	全球高收益公司债	0.22%	-0.7%	1.3%	0.8%	2.4%
	中国债券总指数	0.08%	0.4%	0.8%	1.7%	1.4%
	亚太债券总指数	-0.07%	-0.9%	-1.1%	0.3%	0.5%

全球大类资产涨跌幅(2023/08/18~2023/08/25)美元计价



资料来源：Wind、Factset、申万宏源研究

图 15：全球股市震荡偏强；中国 R007 快速上升；黄金大幅上涨

		最新收盘价格(2023/08/25)	期间涨跌幅(2023/08/18~2023/08/25)	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	恒生科技	4059.0	12.9%	-4.7%	10.0%	1.2%	-1.7%	36.4%
	恒生中国企业指数	6175.3	0.46%	-6.5%	-2.5%	-7.9%	-7.9%	54.0%
	恒生指数	17956.4	0.03%	-7.6%	-4.2%	-10.3%	-9.2%	50.0%
	上证50	2485.3	-0.89%	-3.6%	-3.1%	-8.9%	-5.7%	78.8%
	中证转债	403.4	-0.27%	-1.5%	0.1%	-0.5%	2.7%	
	沪深300	3709.2	-0.98%	-5.3%	-3.7%	-8.7%	-4.2%	83.1%
	上证指数	3064.1	-2.17%	-5.2%	-4.3%	-6.2%	-0.8%	78.7%
	创业板指	2040.4	-3.71%	-7.0%	-9.1%	-16.0%	-13.1%	100.0%
	科创50	870.4	-3.74%	-9.7%	-14.8%	-12.1%	-9.3%	98.8%
	中证1000	5879.0	-3.89%	-9.5%	-9.6%	-15.3%	-6.4%	82.2%
全球股指	北证50	754.2	-3.96%	-11.3%	-20.5%	-25.2%	-19.9%	100.0%
	阿根廷MERV	631166.1	8.02%	33.9%	84.7%	154.2%	212.3%	
	泰国SET指数	1560.2	2.70%	2.3%	1.6%	-4.5%	-6.5%	0.2%
	英国富时100	7338.6	1.05%	-4.6%	-3.1%	-6.9%	-1.5%	90.0%
	法国CAC40	7229.6	0.31%	-2.5%	0.0%	0.6%	11.7%	13.0%
	标普500	4405.7	0.32%	-3.5%	6.1%	11.0%	14.7%	0.5%
	西班牙IBEX35	9338.9	0.77%	-1.9%	2.4%	1.5%	13.5%	53.7%
	新兴市场	971.0	0.88%	-5.9%	0.7%	-0.1%	1.5%	
	欧洲STOXX600(欧元)	451.4	0.36%	-3.5%	-1.1%	-1.4%	6.2%	41.7%
	韩国综合股价200	330.3	0.36%	-4.3%	-2.0%	4.2%	13.4%	0.8%
	日经225	31624.3	0.35%	-3.2%	2.7%	15.2%	21.2%	18.0%
	发达市场	2912.0	0.30%	-4.4%	4.1%	7.6%	11.9%	
	胡志明指数	1183.4	0.16%	-1.0%	11.2%	13.8%	17.5%	23.3%
	巴西IBOVESPA指数	115837.2	0.37%	-5.1%	5.3%	9.5%	5.6%	85.6%
	德国DAX	15618.8	0.29%	-3.7%	-1.1%	2.7%	12.2%	42.4%
	恒生指数	17956.4	0.03%	-7.6%	-4.2%	-10.3%	-9.2%	50.0%
中美债市	印度SENSEX30	64886.5	-0.10%	-2.4%	4.9%	9.1%	6.6%	0.2%
	沪深300	3709.2	-0.98%	-5.3%	-3.7%	-8.7%	-4.2%	83.1%
		最新收盘价格(2023/08/25)	期间涨跌幅(2023/08/18~2023/08/25, 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年国债收益率	4.25%	-1	34	42	33	46	99.7%
	10年美债实际利率	1.92%	-2	40	34	36	39	91.6%
	10年美债通胀预期	2.33%	1	-6	8	-3	7	78.9%
	2年美债收益率	5.03%	11	18	53	25	63	99.9%
	1年美债收益率	5.44%	9	6	20	41	-47	99.9%
	美债期限利差 (10年-2年)	-0.78%	-12	16	-11	8	-17	1.9%
	美债期限利差 (10年-3个月)	-1.36%	-7	24	19	-39	-62	2.9%
	10年中债收益率	2.57%	1	-9	-14	-34	-27	0.7%
	1年中债收益率	1.90%	6	12	-8	-42	-20	6.3%
	3个月中债收益率	1.57%	4	-10	-15	-48	-48	4.9%
	期限利差: 国开债 (10年期-1年期)	0.62%	-8	-3	-10	3	-14	25.1%
	信用利差: 5年AAA企业债-5年国开债	0.44%	-6	2	-2	-3	-23	35.0%
	等级利差: 5年企业债 (AA-AAA)	0.73%	-1	-1	5	1	1	28.9%
	息差: 1年AAA级同业存单-FR007	0.11%	-16	-8	-23	1	-39	5.8%
	R007	2.20%	25	-6	-9	-80	-31	38.2%
	R001	2.07%	16	15	6	-309	-159	61.2%
大宗商品	中美利差 (10年中债利率-10年美债利率)	-1.68%	2	-43	-56	-67	-73	0.1%
	中美利差 (1年中债利率-1年美债利率)	-3.54%	-3	6	-28	-83	27	0.7%
		最新收盘价格(2023/08/25)	期间涨跌幅(2023/08/18~2023/08/25)	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
	NYMEX天然气 (美元/百万英热单位)	2.7	3.8%	-2.7%	7.9%	4.9%	-40.3%	1.1%
	Comex黄金 (美元/盎司)	1943.3	1.3%	-1.0%	0.0%	6.9%	6.4%	68.6%
	LME铜 (美元/吨)	8359.0	1.0%	-3.6%	5.0%	-4.1%	-0.2%	58.3%
	LME铝 (美元/吨)	2152.0	0.6%	-3.9%	-3.5%	-7.9%	-9.5%	30.6%
	ICE布油 (美元/桶)	84.3	-0.6%	1.3%	10.7%	1.8%	-1.9%	29.8%
	美元指数	104.2	0.7%	2.9%	0.0%	-1.0%	0.7%	18.2%
	美元兑人民币	7.3	0.1%	2.2%	3.0%	4.8%	5.7%	73.8%
其他	欧元兑美元	1.1	-0.7%	-2.4%	0.7%	2.4%	0.9%	92.1%
	CBOE波动率	15.7	-9.4%	13.1%	-18.1%	-27.6%	-27.6%	7.5%

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 16: A 股全行业普跌, 仅环保上涨; 港股制药、技术硬件领涨, 食品、媒体领跌; 全球主要股市信息技术涨幅明显

A股行业	期间涨跌幅(2023/08/21~2023/08/25)	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(2023/08/21~2023/08/25)	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	0.85%	17.9%	24.9%	90.5%	通信	-2.86%	6.1%	71.7%	96.1%
农林牧渔	-0.03%	19.2%	7.4%	89.0%	汽车	-3.28%	79.6%	18.0%	30.2%
食品饮料	-0.31%	38.4%	24.0%	81.3%	纺织服饰	-3.39%	31.8%	46.4%	89.6%
传媒	-0.38%	51.9%	74.2%	76.3%	房地产	-3.42%	56.8%	25.7%	57.1%
煤炭	-0.38%	0.0%	13.4%	100.0%	电子	-3.71%	34.7%	15.2%	85.7%
银行	-0.39%	2.5%	52.7%	98.9%	国防军工	-4.08%	21.8%	20.1%	94.1%
石油石化	-0.50%	20.6%	40.0%	83.9%	计算机	-4.20%	71.4%	61.5%	82.3%
家用电器	-1.15%	15.7%	30.6%	96.7%	美容护理	-4.21%	50.6%	12.2%	84.0%
有色金属	-2.18%	0.0%	15.8%	100.0%	综合	-4.33%	28.2%	21.2%	89.9%
社会服务	-2.43%	78.9%	43.9%	59.3%	商贸零售	-4.41%	68.7%	19.4%	53.9%
非银金融	-2.48%	25.2%	69.5%	80.6%	轻工制造	-4.65%	36.2%	34.8%	74.8%
医药生物	-2.62%	6.4%	17.4%	97.8%	交通运输	-4.84%	7.4%	24.9%	94.5%
公用事业	-2.72%	50.7%	23.6%	69.0%	机械设备	-4.99%	41.1%	26.4%	78.6%
基础化工	-2.72%	11.0%	2.8%	91.6%	电力设备	-5.40%	0.0%	10.0%	100.0%
建筑材料	-2.82%	49.6%	13.6%	61.8%	建筑装饰	-5.55%	8.1%	50.9%	95.1%
钢铁	-2.83%	58.1%	40.3%	54.8%					

港股行业	期间涨跌幅(2023/08/21~2023/08/25)	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(2023/08/21~2023/08/25)	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
制药、生物科技与生命科学	2.45%	80.6%	32.1%	2.8%	多元金融	-0.68%	66.5%	38.7%	2.4%
技术硬件与设备	1.83%	40.9%	43.1%	20.6%	半导体与半导体生产设备	-1.00%	0.0%	13.6%	100.0%
家庭与个人用品	1.68%	74.0%	30.3%	1.5%	软件与服务	-1.06%	0.0%	33.7%	78.6%
电信服务	1.23%	17.5%	93.2%	55.0%	汽车与汽车零部件	-1.32%	96.2%	27.3%	0.5%
耐用消费品与服装	1.11%	43.6%	29.2%	12.6%	运输	-1.74%	27.9%	22.8%	46.8%
消费者服务	1.06%		49.3%		医疗保健设备与服务	-2.09%	72.9%	30.0%	6.9%
零售业	1.02%	63.8%	52.3%	11.1%	保险	-2.27%	8.7%	40.0%	71.5%
材料	0.98%	44.1%	43.9%	41.4%	商业和专业服务	-2.28%	20.1%	9.1%	74.3%
能源	0.83%	5.8%	97.4%	91.6%	资本货物	-2.38%	3.0%	30.6%	88.9%
食品、饮料与烟草	0.12%	33.8%	20.4%	17.3%	公用事业	-2.86%	9.7%	4.4%	54.0%
房地产	0.09%		13.3%		食品与主要用品零售	-2.98%		48.1%	
银行	-0.03%	0.7%	41.4%	99.1%	媒体	-7.24%	50.9%	72.1%	10.0%

期间涨跌幅(23/8/18-23/8/25)	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	-1.4%	0.0%	0.3%	1.1%	-0.8%	-0.1%	0.1%	2.6%	1.0%	0.3%
日本股市	2.6%	-0.3%	0.2%	0.1%	-0.3%	-0.2%	2.1%	0.4%	0.9%	1.9%
英国股市	0.7%	2.6%	1.3%	0.7%	1.2%	0.4%	0.1%	1.4%	0.3%	2.3%
欧洲股市	0.6%	0.4%	0.7%	0.2%	1.4%	1.3%	0.3%	0.1%	0.2%	2.6%
新兴市场	0.1%	1.5%	0.7%	0.5%	0.9%	0.7%	0.7%	1.4%	-0.9%	-0.1%
发达市场	-1.2%	-0.1%	0.0%	0.6%	-0.4%	0.0%	-0.2%	2.2%	0.7%	0.6%

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: 鲍威尔发言鹰派, 美联储年内再加息一次的概率大幅上升

鲍威尔在 2023 年杰克森霍尔会议上指出, 2% 的通胀仍是美联储经济政策制定的出发点, 声称美联储仍有加息空间。1) 美国通胀控制取得了实质性进展, 但是仍未达到目标。鲍威尔指出, 6 月和 7 月的核心通胀表现亮眼, 但是美联储仍不确定亮眼数据的可持续性。2) 美国经济增长超出预期。鲍威尔指出, GDP 增长超出预期和长期趋势, 消费支出尤为强劲, 地产持续复苏, 经济增长韧性仍在。3) 美联储无法准确预测中性利率的水平。鲍威尔指出, 2% 通胀仍是核心工作目标, 但是目前美联储没有能力指出中性利率水平, 这给货币政策的精确度带来了不确定性。最后鲍威尔说会在进

一步紧缩和维持利率不变上谨慎行事，在目标达成之前不会动摇。相比于鲍威尔，欧央行行长拉加德的态度则相对偏鸽，指出欧央行将会审慎评估欧洲的经济状况，从而采取更灵活的手段实现物价、经济增长和投资的平衡。截至 8 月 26 日，美联储 9 月加息 25BP 的概率上升至 20%，而 9 月-11 月加息 25BP 的概率快速上升道 46.7%。下周重点关注数据：美国 7 月非农、消费数据；中国 8 月 PMI；欧元区通胀数据。

图 17：美国新房销售同比边际大幅上行

			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	5年通胀预期/%	3.2	3.0	3.1	3.0	2.9	
		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	
	劳动力市场	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	
	库存	平均时薪环比/%	0.42	0.45	0.33	0.42	0.27	
需求	消费	美国:库存总额:季调环比/%		0.0		0.1	-0.2	
		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	
	地产	PMI——新订单指数/%	47.3	45.6	42.6	45.7	44.3	
		新房销售同比/%	31.5	21.5	10.7	11.1	-9.5	
		成屋销售同比/%	-16.6	-18.9	-20.4	-23.0	-22.1	
信贷与杠杆		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	
		M2同比/%	-3.7	-3.6	-3.7	-4.5	-3.7	
		M1同比/%	-10.4	-10.2	-9.9	-10.0	-8.3	

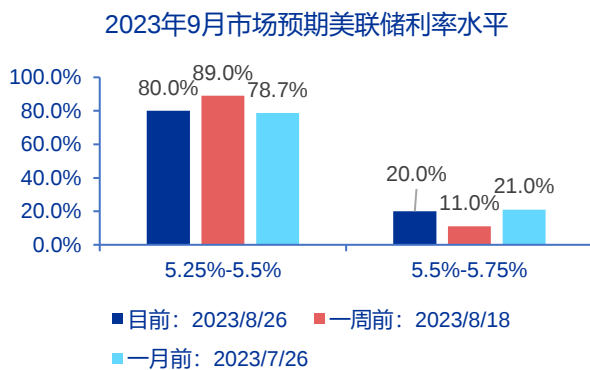
资料来源：Wind、Factset、申万宏源研究 注：红色底色表明边际上行，而绿色底色表明边际下行

图 18：7 月中国工业企业利润同比边际上行

		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	
消费	PPI同比/%	-4.4	-5.4	-4.6	-3.6	-2.5	
	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	
投资	房地产新开工面积增速/%	-24.5	-24.3	-22.6	-21.2	-19.2	
	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	
出口	服务业投资/%	1.2	1.6	2	3.1	3.6	
	出口同比/%	-14.5	-12.4	-7.1	7.3	11.4	
信贷与杠杆	进口同比/%	-12.4	-6.9	-4.6	-8.1	-1.7	
	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	
利润	新增中长期人民币贷款/亿元	2040	20563	9382	5513	27048	
	工业企业利润同比/%	-15.5	-16.8	-18.8	-20.6	-21.4	

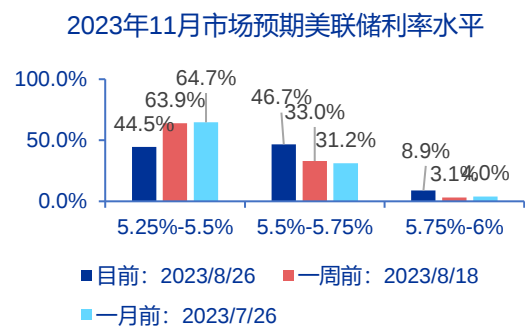
资料来源：Wind、Factset、申万宏源研究 注：红色底色表明边际上行，而绿色底色表明边际下行

图 19：9 月加息概率大幅上升至 20%



资料来源：芝商所、申万宏源研究

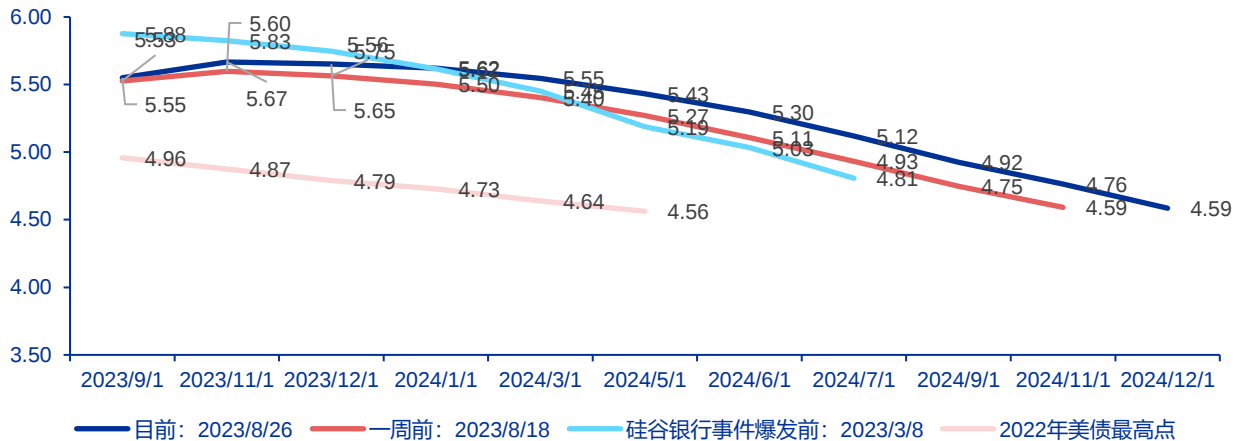
图 20：9-11 月份加息 25BP 的概率大幅上升至 46.7%



资料来源：芝商所、申万宏源研究

图 21：整体加息概率相比上周明显上移

CME FED WATCH美联储加权预期利率水平，%



资料来源：芝商所、申万宏源研究

图 22：杰克森霍尔会议上鲍威尔明确表示仍有加息空间，欧央行下半年货币政策将审慎进行

当地时间	职位	人员	内容	鹰/鸽
美联储	2023/8/25	杰克森霍尔会议	鲍威尔	偏鹰
欧央行	2023/8/25	杰克森霍尔会议	克里斯蒂娜·拉加德	中性
美联储	2023/8/22	美联储贴现7月17和26日贴现利率会议纪要	美联储官员	偏鹰
美联储	2023/8/22	FED Listens Event	Michelle W. Bowman	中性

资料来源：Wind，申万宏源研究

图 23：下周关注美国 7 月非农、消费数据；中国 8 月 PMI；欧元区通胀数据

日期	时间	国家/地区	指标名称
8/28/2023	16:00	欧元区	欧元区7月M3货币供应同比(%)
8/29/2023	21:00	美国	美国6月S&P/CS20座大城市房价指数
	22:00	美国	美国8月谘商会消费者预期指数
8/30/2023	20:15	美国	美国8月ADP就业人数变动(万人)
	20:30	美国	美国7月零售库存环比(%)
	20:30	美国	美国二季度个人消费指数年化环比修正(%)
	20:30	美国	美国二季度实际GDP年化季环比修正(%)
	22:00	美国	美国7月成屋签售指数
	22:30	美国	美国8月25日EIA原油库存变动(万桶)
8/31/2023	9:30	中国	中国官方综合、制造业PMI
	17:00	欧元区	欧元区7月失业率(%)
	18:00	欧元区	欧元区8月调和CPI同比(%)
	20:30	美国	美国7月PCE物价指数
	21:30	美国	美国7月实际个人消费支出(%)
9/1/2023	9:45	中国	中国8月财新制造业PMI
	16:00	欧元区	欧元区8月PMI
	20:30	美国	美国8月失业率(%)
	21:45	美国	美国8月Markit制造业PMI
	22:00	美国	美国8月ISM制造业指数

资料来源：Wind，申万宏源研究

4.全球资金流向：货币基金市场转为流出，中日和新兴权益市场获得资金流入

本周全球资金掉头流出货币市场，加速流出发达市场股市，流入新兴市场股市边际放缓；流入政府债边际增加，流出投资级企业债边际放缓，持续流出高收益债券。

EPFR 资金流向：

1) 国家与地区层面，权益资金加速流出美欧发达市场，流入日本、中国和整体新兴市场边际放缓；固收资金加速流出欧洲，流入美国市场边际增加，持续流入日本，流出中国和整体新兴市场边际小幅增加；中国市场方面，主动型权益资金继续加速流出，被动型权益资金和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医疗保健、科技、通信行业，流出金融、消费、能源等行业；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、基建行业。

图 24：本周全球资金掉头流出货币市场，加速流出发达市场股市，流入新兴市场股市边际放缓，流入政府债边际增加（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	-1.2	1094.5	9251.4	2444.2	5077.6	2238.2	544.6	684.3	2085.4
发达市场股市	-82.1	-66.5	-131.9	-54.0	-15.5	154.4	187.2	327.8	151.4
新兴市场股市	21.0	195.4	894.4	299.0	373.6	49.5	-1.4	86.8	457.2
全球政府债券	42.5	174.6	1326.2	441.3	589.5	248.1	503.0	577.8	309.2
新兴市场债券	-25.9	-66.5	-131.9	-54.0	-15.5	154.4	187.2	327.8	151.4
投资级企业债	-7.4	40.7	412.2	172.5	180.7	49.3	100.6	-81.1	100.5
高收益债券	-13.9	-53.8	-91.3	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	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
发达欧洲国家	-22.0	33.1	464.8	212.9	201.3	10.4	-25.8	-265.6	-216.7
美国	52.7	260.8	1768.6	640.5	663.9	262.7	145.7	-644.5	-382.0
日本	0.2	1.2	6.1	1.2	-2.0	-2.9	-7.9	-10.4	-6.1
中国	-1.5	-8.2	-51.3	-9.9	-32.4	-89.4	-57.3	-120.1	-34.6
新兴市场	-23.8	-54.1	-56.2	-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	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
发达欧洲国家	-13.4	-90.1	-234.8	-204.2	102.9	-269.7	-305.8	-295.6	23.5
美国	-83.5	-60.0	-154.0	71.5	-383.3	182.8	178.1	102.2	1322.0
日本	12.4	56.5	139.4	59.9	-12.1	-0.1	-17.0	11.1	27.1
中国	26.7	204.8	667.9	258.3	189.5	138.6	119.8	114.9	302.2
新兴市场	22.3	200.3	919.2	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	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
主动型共同基金	-11.8	-32.6	-23.8	-43.3	64.9	-65.0	-23.5	-33.5	-26.4
被动型共同基金	-0.3	-1.1	20.0	9.2	11.4	-1.2	-5.5	-5.6	10.0
iShares MSCI China ETF	-0.3	-1.0	3.2	0.0	5.8	5.5	0.0	18.2	14.8
Direxion Daily FTSE China	0.0	0.3	0.0	0.0	-0.2	1.3	-1.4	0.8	0.7
Bear 3x Shares	0.0	0.3	0.0	0.0	-0.2	1.3	-1.4	0.8	0.7

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 25：美股基金中资金重点流入医疗能源、科技、通信行业，流出金融、消费、能源等行业；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	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
医疗保健	2.5	-2.9	-63.8	-5.4	-46.7	27.0	9.4	46.3	24.4
科技	2.0	-12.8	34.0	52.8	-29.7	3.8	-6.1	3.5	48.1
通信	0.7	7.9	37.5	21.8	0.8	2.0	-4.9	-4.9	-8.5
基建	0.6	4.2	12.4	2.5	2.7	-0.6	-7.2	4.4	-1.9
公用事业	0.2	-8.3	-13.3	-2.3	-3.6	-9.6	26.1	23.2	-2.9
材料	-0.3	6.5	-19.2	-15.5	0.8	-6.9	-30.3	-0.8	25.7
工业品	-0.9	3.1	30.1	1.4	11.0	6.3	-13.3	-28.2	-4.6
房地产	-2.0	-8.7	-59.1	-31.1	-26.2	-25.2	-6.7	-6.6	5.6
能源	-3.1	7.4	-125.7	-78.7	-58.1	-2.7	-28.9	-31.1	42.0
消费	-3.3	-7.0	36.0	26.8	2.4	7.3	0.3	-5.0	-12.0
金融	-6.4	-15.8	20.4	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	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
科技	19.2	80.2	185.2	61.1	25.0	63.1	28.1	52.0	100.7
医疗保健	5.6	17.5	82.2	47.4	11.3	4.2	23.5	10.1	7.6
能源	0.4	0.5	7.8	6.4	0.9	1.6	-0.7	2.2	-0.2
材料	0.1	2.5	7.8	2.2	2.5	0.5	-0.5	-0.1	0.3
工业品	0.1	0.0	-0.1	0.4	-0.3	0.9	0.0	-0.2	0.2
房地产	0.0	-0.7	3.1	2.0	1.4	-0.4	-4.0	7.5	0.9
通信	0.0	0.4	-0.5	-0.1	0.3	0.1	0.0	-0.3	0.2
公用事业	0.0	-1.1	1.5	2.4	0.6	-0.1	0.8	-0.1	2.3
基建	-0.2	0.2	0.0	0.6	-0.9	-0.3	-0.3	0.7	0.6
消费	-1.2	-1.7	28.3	18.6	8.8	-1.1	3.8	13.3	13.7
金融	-1.6	-25.8	-21.6	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。