

2023 年 10 月 08 日

相关研究

证券分析师

傅静涛 A0230516110001
fujt@swsresearch.com
王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com

研究支持

黄子函 A0230520110001
huangzh2@swsresearch.com

联系人

程翔
(8621)23297818x
chengxiang@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

美国从供给侧治理通胀，可能是中美股市共同的机会

——申万宏源策略一周回顾展望(23/09/29-23/10/08)

本期投资提示：

- 一、透过数据看本质，美国经济其实处于困局中：经济有韧性就有再通胀，美联储只能保持加息威胁。新增长点尚未确立，存量动能总有耗尽时，中期衰退担忧挥之不去。美国经济摆脱困局，需从供给侧治理通胀，政治和外交力量已经开始调动。中美贸易摩擦或再次迎来缓和窗口。这可能支撑四季度 A 股有效反弹。
- 国庆假期期间，全球大类资产表现出现了较多重要变化；美国非农就业数据验证及其市场实验，也备受关注。我们对海外环境的后续推演也做了重要更新，核心结论是：美国经济其实处于困局中，而摆脱困局，需要从供给侧治理通胀，这需要政治和外交力量的配合，中美贸易摩擦或迎来缓和窗口，这可能是支撑四季度 A 股有效反弹的重大潜在变化。
- 二、A 股窄幅震荡市已延续较长时间，不在沉默中爆发，就在沉默中死亡。历史规律指向变盘窗口临近。打破窄幅震荡市，需要重大宏观变化出现。中美贸易摩擦阶段性缓和，内外需企稳回升可能一通百通，是值得重点跟踪的潜在积极变化。
- 国庆假期，旅游出行数据基本回到了 2019 年的水平之上，但房地产市场热度仍较低。国内经济预期依然是，短期依靠内生动力恢复，但持续性存疑。更值得关注的潜在积极变化，可能就是中美贸易摩擦阶段性缓和。短期国内稳增长加码，面临汇率约束，让一部分悲观的投资者存疑。短期外需有韧性，持续性也存疑。若中美贸易摩擦阶段性缓和，人民币汇率压力缓和，内外需预期都将改善，经济乐观预期发酵“一通百通”，可能成为助力 A 股打破窄幅震荡格局的关键变化。后续中美高层领导对话，以及出口数据验证情况值得重点跟踪。
- 三、继续围绕着潜在重大拐点做结构布局：1. 出口链景气恢复有望延续，首推电子，关注汽车和工程机械。2. 稳定 A 股市场预期，可能强化中特估逻辑。3. 中期持续看好 AI 和数字经济。
- 结构选择上，我们提示继续围绕着有潜在重大拐点逻辑的方向布局。我们提示三个思路：1. 出口链景气恢复可能延续，现阶段可以基于自身高景气 + 中美贸易摩擦缓和上行期权做布局。重点关注电子，二季报业绩增速不再恶化，存货周转率见底回升，困境反转线索显现。近期华为链创新已在密集催化(华为链消费电子和汽车智能化，短期仍是重点主题)，后续继续关注消费电子换机周期 + AI 驱动全球半导体周期的验证情况。另外，关注出口链有独立景气逻辑的汽车和工程机械。2. 稳定 A 股市场预期，可能强化中特估逻辑。以高股息投资为抓手，完善上市公司治理，正在形成一种思潮。3. AI 应用端拓展的催化已经在增加，中期继续关注美股映射的投资机会。重点是机器人、汽车智能化和游戏。交易中美贸易摩擦潜在缓和，顺周期可能短空长多，短期能源价格承压，但中期需求预期改善。工业金属机会好于能源商品，内需周期(重点是煤炭)也可能提前出现。
- 风险提示：海外经济衰退超预期，国内经济复苏不及预期

图表目录

图 1：9 月美国新增非农就业人数 33.6 万人超预期，但数据质量确实偏低.....	4
图 2：9 月美国全职就业人数减少，兼职就业人数增加，这种情况已持续了 3 个月.....	4
图 3：美国就业市场供需加速回归均衡的趋势未变.....	5
图 4：9 月美国非农平均时薪同环比维持下行趋势	5
图 5：23Q2 美国居民支出意愿再次提升的主要驱动力是财政刺激加码	6
图 6：国庆期间全球大类资产表现	7
图 7：量化情绪指标跟踪	9
图 8：重点 ETF 跟踪	11

一、透过数据看本质，美国经济其实处于困局中：经济有韧性就有再通胀，美联储只能保持加息威胁。新增长点尚未确立，存量动能总有耗尽时，中期衰退担忧挥之不去。美国经济摆脱困局，需从供给侧治理通胀，政治和外交力量已经开始调动。中美贸易摩擦或再次迎来缓和窗口。这可能支撑四季度 A 股有效反弹。

国庆假期期间，全球大类资产表现出现了较多重要变化；美国非农就业数据验证及其市场实验，也备受关注。我们对海外环境的后续推演也做了重要更新，核心结论是：美国经济其实处于困局中，而摆脱困局，需要从供给侧治理通胀，这需要政治和外交力量的配合，中美贸易摩擦或迎来缓和窗口，这可能是支撑四季度 A 股有效反弹的重大潜在变化。

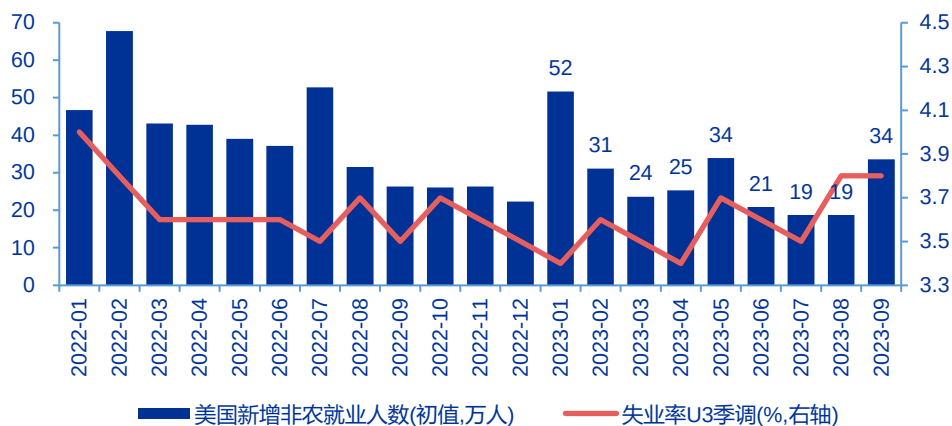
近期，我们从全球再通胀的讨论入手，反复提示了美国经济的困局：美国经济有韧性，中国稳增长加码，全球大宗商品价格便出现了明显上涨。再通胀仍容易出现，美联储只能保持加息威胁。而美国劳动力供给释放加速，就业市场供需快速回归均衡，薪酬增速回落。这指向中期美国居民收入增速和边际消费倾向都可能回落。美国经济新增长点尚未确立(美国制造业投资还未转化为产出；AI 应用规模尚小，对总量经济贡献有限)，存量动能总有耗尽时(美国居民超额储蓄仍在持续消耗)，中期衰退担忧挥之不去。我们理解，国庆假期前美股全面走弱，价值跑输成长，反映的就是对美国经济困局的认知。

美联储已经加息至限制性水平之上，但再通胀的威胁并未真正消失，中短期内美国货币政策更宽和更紧的空间都不大。稳定总需求，避免经济加速衰退，主要依赖于财政政策。2024 年财政预算案将是大选年两党博弈的第一战，10 月就是关键窗口。而美国财政刺激也绝非“万能钥匙”，两个潜在问题客观存在：一是大宗商品价格上涨可能加速，加剧再通胀。二是美债市场供需可能进一步恶化，进一步推高美债收益率。在美债收益率绝对高位区域做财政扩张，长期来看，似乎不是一个明智的选择。

所以，美国经济摆脱困局，释放货币和财政政策空间，需要从供给侧治理通胀。美国政治和外交力量正在被调动。美国和沙特的关系正在改善(国庆期间油价大幅调整，我们认为既反映了需求回落的担忧，也反映了国际关系的变化)，中美贸易摩擦也完全可能迎来实际缓和(美国进口海外商品的意愿可能全面回升，中国 PMI 新出口订单已经在验证持续改善)。这可能成为，四季度全球股市有机会的潜在驱动力。

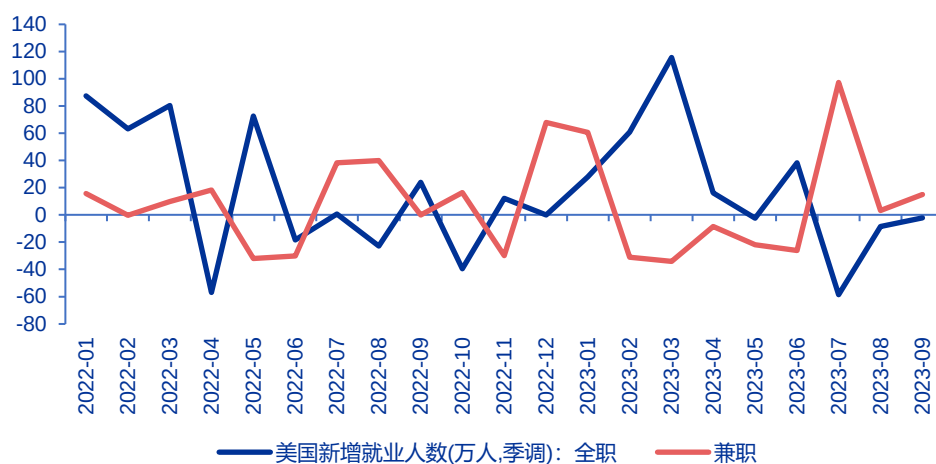
基于以上的推演，我们再来看 9 月美国非农就业数据验证和国庆假期全球大类资产表现，提示如下要点：(1) 9 月美国新增非农就业人数 33.6 万人超预期，但数据质量确实偏低，全职就业人数减少 & 兼职就业人数增加的情况已持续了 3 个月。(2) 美国就业市场供需加速回归均衡的趋势未变。9 月劳动参与率维持 62.8%；8 月职位空缺率小幅回落至 5.9%，中期下行趋势延续。9 月美国非农平均时薪同环比维持下行趋势。

图 1：9 月美国新增非农就业人数 33.6 万人超预期，但数据质量确实偏低



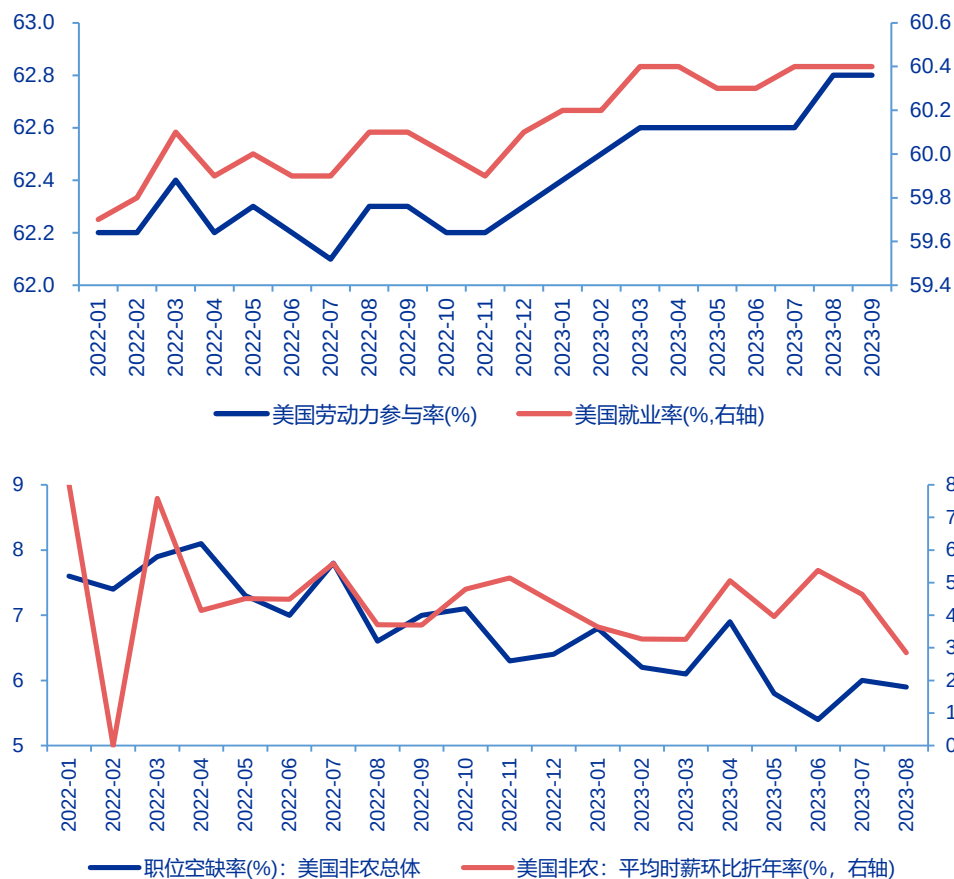
资料来源：Wind 申万宏源研究

图 2：9 月美国全职就业人数减少，兼职就业人数增加，这种情况已持续了 3 个月



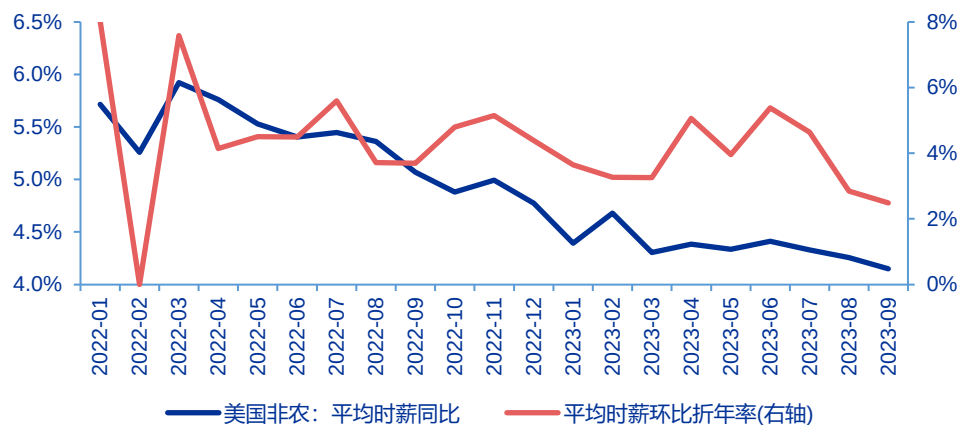
资料来源：圣路易斯联储 申万宏源研究

图 3：美国就业市场供需加速回归均衡的趋势未变



资料来源：Wind 申万宏源研究

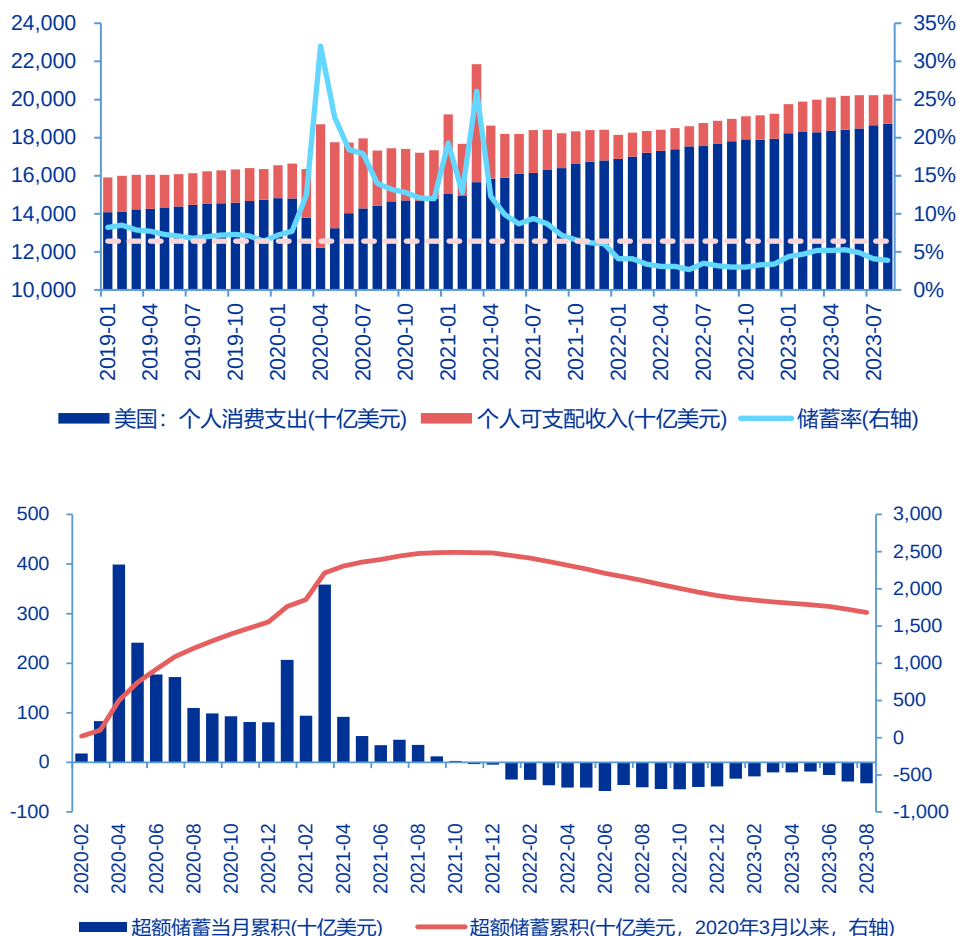
图 4：9 月美国非农平均时薪同环比维持下行趋势



资料来源：Wind 申万宏源研究

(3) 23Q2 以来，美国居民支出意愿再次提升，存量超额储蓄消耗重新加速，主要驱动力是财政刺激加码。10 月 2024 年财政预算案是两党博弈的要点，也是后续维持美国居民收入预期和边际消费倾向的关键点。

图 5：23Q2 美国居民支出意愿再次提升的主要驱动力是财政刺激加码



资料来源：Wind 申万宏源研究

(4) 国庆假期期间，全球股市普遍先跌后涨，科技成长跑赢价值周期，港股和中概股假期期间小幅上涨。股市反映的经济预期偏弱，通胀预期也趋于缓和。

(5) 油价大幅调整，而工业金属率先止跌回升。当美国政治和外交力量被调动起来，短期能源价格难免承压。而中期可调用的稳增长手段增加，中期需求预期是边际改善的。

(6) 美元指数持续走弱，反映短期需求预期快速下修 + 非农就业数据实际偏弱的影响。而美债收益率高位震荡，并未与美元指数同步回落。这直接反映了美债供给压力对收益率的推升作用。

图 6：国庆期间全球大类资产表现

	最新收盘价(10月6日)	期间涨跌幅 (相对9月28日)	9月29日	10月2日	10月3日	10月4日	10月5日	10月6日	走势
全球主要指数									
发达市场指数	2,845	-0.4%	-0.1%	-0.5%	-1.4%	0.4%	0.2%	1.0%	
新兴市场指数	937	-0.7%	0.9%	-0.1%	-1.3%	-1.2%	0.3%	0.8%	
道琼斯工业指数	33,408	-0.8%	-0.5%	-0.2%	-1.3%	0.4%	0.0%	0.9%	
标普500	4,309	-0.2%	-0.3%	0.0%	-1.4%	0.8%	-0.1%	1.2%	
纳斯达克指数	13,431	-0.7%	0.1%	0.7%	-1.9%	1.4%	-0.1%	1.6%	
罗素2000	1,746	-0.7%	-0.5%	-1.6%	-1.7%	0.1%	0.1%	0.8%	
富时100	7,495	-0.4%	0.1%	-1.3%	-0.5%	-0.8%	0.5%	0.6%	
德国DAX	15,230	-0.6%	0.4%	-0.9%	-1.1%	0.1%	-0.2%	1.1%	
法国CAC40	7,060	-0.8%	0.3%	-0.9%	-1.0%	0.0%	0.0%	0.9%	
日经225	30,995	-0.8%	0.0%	-0.3%	-1.6%	-2.3%	1.8%	-0.3%	
孟买SENSEX30	66,037	0.8%	0.5%	0.0%	-0.5%	-0.6%	0.9%	0.5%	
俄罗斯MOEX	183	-0.7%	1.0%	1.7%	-0.2%	-0.3%	0.4%	0.4%	
圣保罗IBOVESPA指数	114,170	-0.3%	0.7%	-1.3%	-1.4%	0.2%	-0.3%	0.8%	
A股可比资产									
上证综指	3,110	-	-	-	-	-	-	-	
沪深300	3,690	-	-	-	-	-	-	-	
创业板指	2,004	-	-	-	-	-	-	-	
中概股金龙	6,606	0.3%	1.2%	-0.6%	-2.2%	-0.3%	-0.2%	2.6%	
恒生指数	17,486	0.7%	2.5%	0.0%	-2.7%	-0.8%	0.1%	1.6%	
A50期货	12,309	-0.5%	1.8%	-0.7%	-1.5%	-1.2%	0.3%	0.7%	
大宗商品									
ICE布油	84	-0.3%	-1.1%	-1.9%	0.4%	-5.3%	-1.9%	0.4%	
NYMEX原油	83	-0.8%	-1.0%	-2.4%	0.7%	-5.4%	-2.0%	0.6%	
COMEX黄金	1,847	-0.8%	-0.7%	-1.2%	-0.4%	-0.3%	0.0%	0.8%	
LME铜	8,045	-0.1%	0.7%	-2.5%	-0.6%	-1.1%	-0.8%	1.8%	
LME铝	2,242	-0.7%	3.2%	-0.9%	-1.2%	-2.0%	-0.6%	0.4%	
债券(涨跌绝对值/BP)									
美债收益率(10年)	4.78%	19	0	10	12	(8)	(1)	6	
美债收益率(3年)	4.87%	4	(3)	8	7	(10)	(3)	5	
美债收益率(2年)	5.08%	4	(1)	9	3	(10)	(2)	5	
美债收益率(1年)	5.43%	(3)	0	3	0	(7)	(3)	4	
美债收益率(3个月)	5.63%	7	(1)	7	0	(1)	0	2	
美债期限利差(10年-3年)	-0.09%	12	0	2	5	2	2	1	
美债期限利差(10年-2年)	-0.30%	15	1	1	9	2	1	1	
美债期限利差(10年-1年)	-0.65%	22	0	7	12	(1)	2	2	
美债期限利差(10年-3个月)	-0.85%	12	1	3	12	(7)	(1)	4	
美国通胀指数国债(TIPS, 5年)	2.58%	23	3	11	10	(5)	0	4	
中美利差(10年期)	-1.91%	-	-	-	-	-	-	-	
其他									
美元指数	106.11	0.0%	0.1%	0.8%	0.0%	-0.3%	-0.4%	-0.2%	
CBOE波动率	17.45	0.6%	1.0%	0.5%	12.3%	-6.1%	-0.5%	-5.6%	

资料来源：Wind 申万宏源研究

二、A股窄幅震荡市已延续较长时间，不在沉默中爆发，就在沉默中死亡。历史规律指向变盘窗口临近。打破窄幅震荡市，需要重大宏观变化出现。中美贸易摩擦阶段性缓和，内外需企稳回升可能一通百通，是值得重点跟踪的潜在积极变化。

市场总体的选股胜率(买入持有1月,获得正收益的概率)已连续回落了7个月,从历史经验上看,这对应窄幅震荡行情已处于中后段。这一阶段,不在沉默中爆发,就在沉默中死亡,市场选择方向的时点可能已经不远。终结窄幅震荡行情通常需要看到宏观的重大变化:2014年7月降息触发杠杆资金正循环,2017年8月供给侧改革行情引发了经济的乐观预期,2020年2月疫情影响,2022年2月俄乌冲突+全球通胀。

国庆假期,旅游出行数据基本回到了2019年的水平之上,但房地产市场热度仍较低。国内经济预期依然是,短期依靠内生动力恢复,但持续性存疑。更值得关注的潜在积极变化,可能就是中美贸易摩擦阶段性缓和。短期国内稳增长加码,面

临汇率约束，让一部分悲观的投资者存疑。短期外需有韧性，持续性也存疑。若中美贸易摩擦阶段性缓和，人民币汇率压力缓和，内外需预期都将改善，经济乐观预期发酵“一通百通”，可能成为助力 A 股打破窄幅震荡格局的关键变化。后续中美高层领导对话，以及出口数据验证情况值得重点跟踪。

三、继续围绕着潜在重大拐点做结构布局：1. 出口链景气恢复有望延续，首推电子，关注汽车和工程机械。2. 稳定 A 股市场预期，可能强化中特估逻辑。3. 中期持续看好 AI 和数字经济。

结构选择上，我们提示继续围绕着有潜在重大拐点逻辑的方向布局。我们提示三个思路：1. 出口链景气恢复可能延续，现阶段可以基于自身高景气 + 中美贸易摩擦缓和上行期权做布局。重点关注电子，二季报业绩增速不再恶化，存货周转率见底回升，困境反转线索显现。近期华为链创新已在密集催化(华为链消费电子和汽车智能化，短期仍是重点主题)，后续继续关注消费电子换机周期 + AI 驱动全球半导体周期的验证情况。另外，关注出口链有独立景气逻辑的汽车和工程机械。

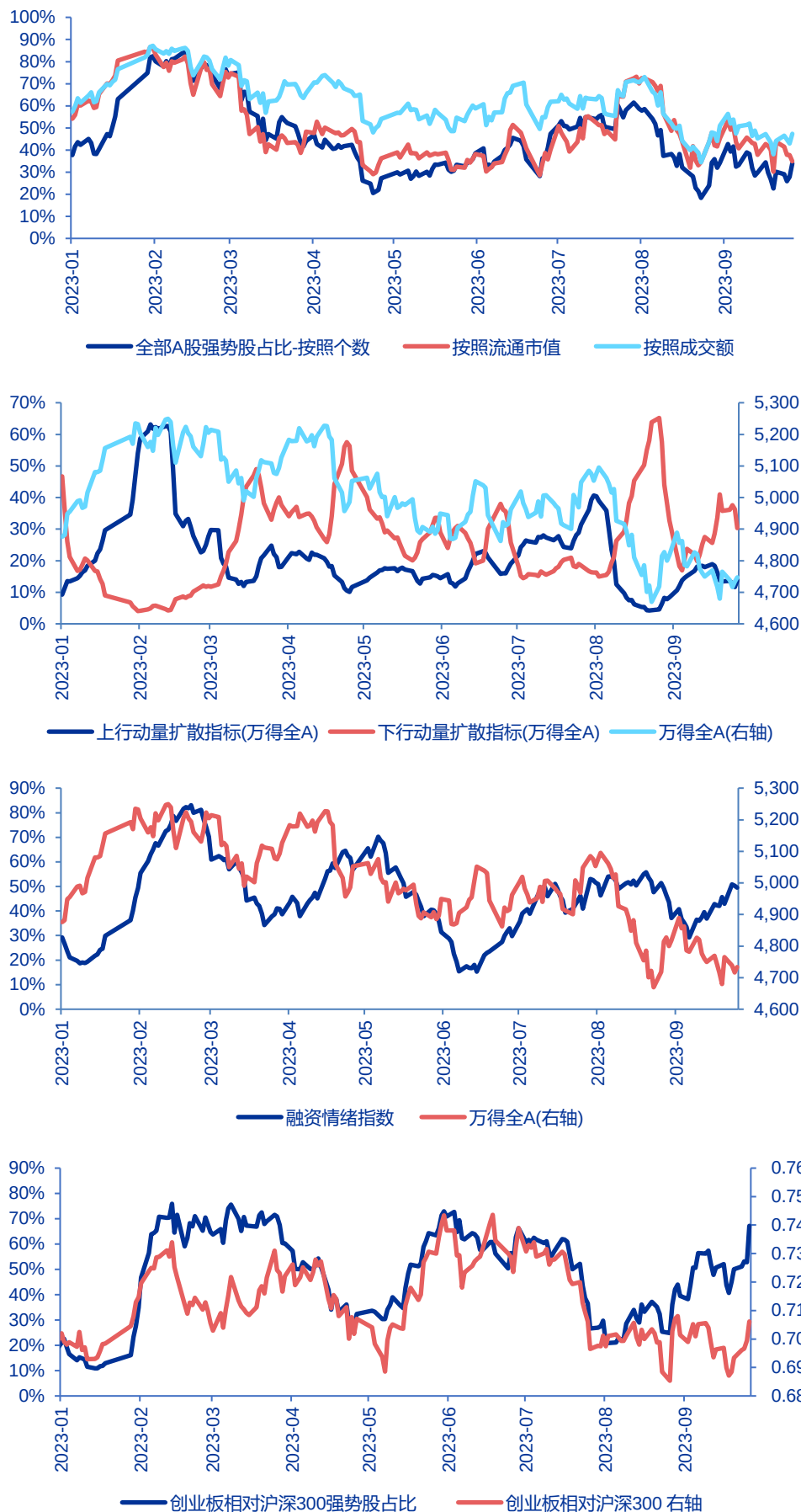
2. 稳定 A 股市场预期，可能强化中特估逻辑。以高股息投资为抓手，完善上市公司治理，正在形成一种思潮。

3. AI 应用端拓展的催化已经在增加，中期继续关注美股映射的投资机会。重点是机器人、汽车智能化和游戏。

交易中美贸易摩擦潜在缓和，顺周期可能短空长多，短期能源价格承压，但中期需求预期改善。工业金属机会好于能源商品，内需周期(重点是煤炭)也可能提前出现。

风险提示：海外经济衰退超预期，国内经济复苏不及预期

图 7：量化情绪指标跟踪



赚钱效应扩散指标 20230928	按照个数	相比 20230922	按照市值	相比 20230922	按照成交额	相比 20230922	状态
煤炭	72%	-8%	92%	-2%	87%	-5%	全面收缩
医药生物	66%	21%	57%	17%	78%	21%	继续扩散
银行	66%	-16%	85%	-5%	77%	-9%	全面收缩
石油石化	57%	7%	62%	-23%	70%	-1%	-
通信	56%	8%	38%	12%	66%	28%	继续扩散
纺织服饰	48%	2%	55%	8%	53%	-4%	-
轻工制造	46%	0%	47%	-13%	67%	-3%	-
家用电器	45%	0%	49%	-26%	61%	-10%	-
科创板	45%	13%	41%	9%	51%	17%	继续扩散
机械设备	44%	15%	29%	10%	59%	21%	继续扩散
电子	41%	8%	26%	4%	53%	11%	继续扩散
汽车	40%	10%	37%	5%	51%	3%	继续扩散
创业板	40%	10%	27%	4%	55%	14%	继续扩散
交通运输	39%	-2%	29%	-9%	42%	-9%	全面收缩
美容护理	37%	0%	10%	-2%	26%	2%	继续扩散
全部A股	34%	4%	35%	-9%	47%	3%	继续扩散
基础化工	31%	-4%	27%	-7%	38%	-5%	全面收缩
主板	31%	1%	36%	-11%	44%	-1%	-
计算机	28%	5%	19%	4%	44%	8%	继续扩散
建筑材料	28%	-1%	34%	-1%	47%	0%	全面收缩
中证500	27%	-3%	30%	-3%	42%	1%	聚焦龙头
沪深300	24%	-7%	36%	-13%	22%	-3%	全面收缩
环保	24%	6%	28%	8%	35%	2%	继续扩散
国防军工	24%	3%	13%	-5%	52%	6%	继续扩散
公用事业	23%	4%	49%	1%	30%	0%	-
钢铁	23%	-23%	17%	-34%	28%	-24%	全面收缩
有色金属	21%	-11%	21%	-31%	23%	-29%	全面收缩
商贸零售	21%	2%	20%	1%	51%	14%	继续扩散
建筑装饰	20%	3%	11%	1%	31%	7%	继续扩散
电力设备	18%	7%	8%	4%	18%	9%	继续扩散
社会服务	14%	4%	8%	1%	10%	0%	继续扩散
食品饮料	13%	-6%	12%	-49%	16%	-33%	全面收缩
传媒	12%	-1%	18%	-7%	32%	-1%	全面收缩
农林牧渔	12%	-5%	7%	-4%	14%	-32%	全面收缩
非银金融	11%	-25%	20%	-43%	15%	-53%	全面收缩
房地产	9%	-6%	10%	-5%	41%	-2%	全面收缩

资料来源：Wind 申万宏源研究；截至 2023/9/28

图 8：重点 ETF 跟踪

ETF类型	代码	简称	最新份额/亿份	份额变化%		涨跌幅%		折溢价率%	近一周净值走势
				5个交易日	今年以来	5个交易日	今年以来	最新	
主题	159819.OF	易方达中证人工智能ETF	51.74	1.4	52.4	4.65	15.39	0.31	
主题	515050.OF	华夏中证5G通信主题ETF	80.85	0.2	-23.7	4.28	12.42	0.10	
计算机	516510.OF	易方达中证云计算与大数据ETF	10.82	5.0	275.8	4.18	21.22	0.16	
医药生物	516080.OF	易方达中证创新药产业ETF	4.75	1.0	27.0	2.95	17.49	-0.19	
医药生物	515120.OF	广发中证创新药产业ETF	59.85	1.5	147.2	2.92	19.24	-0.10	
电气设备	515790.OF	华泰柏瑞中证光伏产业ETF	134.81	1.4	34.9	2.88	15.44	0.09	
风格	159907.OF	广发中小板300ETF	0.96		49.1	2.63	14.81	-0.37	
主题	516800.OF	华宝智能制造ETF	2.17		-14.2	2.35	13.55	0.04	
计算机	515400.OF	富国中证大数据产业ETF	14.71	4.0	103.8	2.31	17.79	-0.16	
科技	159939.OF	广发中证全指信息技术ETF	39.90	1.9	72.9	1.95	15.07	-0.06	
科技	515000.OF	华宝中证科技龙头ETF	26.07		-7.3	1.87	12.57	-0.10	
医药生物	159837.OF	易方达中证生物科技主题ETF	33.09	2.0	25.6	1.82	13.05	-0.26	
医药生物	512290.OF	国泰中证生物医药ETF	47.71	2.6	46.1	1.49	17.85	0.03	
电子	159995.OF	华夏国证半导体芯片ETF	281.78	2.00	37.88	1.24	15.36	0.03	
主题	516160.OF	南方中证新能源ETF	89.85	0.6	214.2	1.24	17.10	0.04	
指数	159915.OF	易方达创业板ETF	202.05	1.1	123.5	0.83	14.28	-0.02	
主题	512650.OF	汇添富中证长三角一体化发展ETF	4.67	1.3	-0.0	0.77	10.90	-0.12	
指数	159949.OF	华安创业板50ETF	214.34	0.0	97.8	0.77	13.45	0.14	
主题	515150.OF	富国中证国企一带一路ETF	5.81	1.0	-6.9	0.56	12.02	0.44	
指数	159902.OF	华夏中小企业100ETF	1.97		4.1	0.52	11.25	0.20	
主题	512970.OF	平安粤港澳大湾区ETF	0.63		-3.1	0.03	15.79	0.03	
机械设备	159886.OF	富国中证细分机械设备产业ETF	0.95	1.2	67.3	0.12	13.30	0.38	
指数	515800.OF	汇添富中证800ETF	85.53	1.1	390.0	-0.17	12.10	0.03	
指数	510310.OF	易方达沪深300ETF	163.56	1.7	80.9	-0.43	12.53	0.06	
指数	159919.OF	嘉实沪深300ETF	80.55	1.3	51.2	-0.44	12.82	-0.15	
指数	510330.OF	华夏沪深300ETF	89.44	1.6	41.4	-0.44	12.83	0.01	
指数	510300.OF	华泰柏瑞沪深300ETF	319.16	1.2	62.1	-0.44	12.94	0.08	
风格	159990.OF	银华巨潮小盘价值ETF	0.49	2.9	-25.0	-0.52	11.23	0.01	
主题	515090.OF	博时可持续发展100ETF	0.50		-60.7	-0.60	10.74	0.79	
主题	510810.OF	汇添富中证上海国企ETF	88.74	-0.0	5.6	-0.64	11.30	-0.07	
主题	515030.OF	华夏中证新能源汽车ETF	74.27	0.5	33.9	-0.78	13.05	-0.05	
指数	512150.OF	汇安富时中国A50ETF	0.42	2.4	-4.5	-1.08	12.16	0.29	
指数	512550.OF	嘉实富时中国A50ETF	1.92	0.5	-8.1	-1.20	10.61	0.13	
化工	159870.OF	鹏华中证细分化工产业主题ETF	43.37	1.7	263.2	-2.32	15.66	-0.06	
采掘	515220.OF	国泰中证煤炭ETF	11.86	5.0	-44.2	-2.55	11.64	0.08	
周期	510410.OF	博时自然资源ETF	3.57	2.7	-1.9	-2.62	11.67	0.12	
钢铁	515210.OF	国泰中证钢铁ETF	11.68	5.7	10.8	-2.77	10.30	-0.04	
有色金属	512400.OF	南方中证申万有色金属ETF	45.13	0.7	64.9	-3.45	17.05	0.14	

资料来源：Wind 申万宏源研究；截至 2023/9/28

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@swsresearch.com
华东 B 组	谢文霓	021-33388300	xiewenni@swsresearch.com
华北组	肖霞	15724767486	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	李昇	15914129169	lisheng5@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

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。