信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

证券研究报告 Research Report

2021年04月08日

再通胀的故事还能持续多久？

——基于宏观逻辑和微观结构的分析

李一爽 分析师

编号：S1500520050002

电话：18817583889

邮箱：liyishuang@cindasc.com

核心观点

- **再通胀的预期生变。**大宗商品价格自2020年11月以来连续大幅上行，关于其将进入长达10年的超级周期的观点络绎不绝。但3月后随着油价的反复，市场对于再通胀的可持续性产生了质疑。
- **不同商品背后的需求驱动逻辑。**由于服务价格管制、国内农业结构变化等因素，2012年以来PPI与CPI的关系减弱，而PPI周期几乎与经济周期一致，显示需求决定商品价格趋势，供给决定商品价格弹性，我们将PPI作为研究重点。而PPI主要由周期行业价格决定，可以分成建材、黑色、煤炭、原油、化工、有色六类商品。从最终需求的角度看，前三者主要受国内建筑需求推动，后三者中国需求占比偏低，主要受海外定价。从其轮动周期中可以观察全球经济的驱动因素。
- **本轮PPI的驱动因素可能更受海外因素影响。**2009年后，海外经济进入去杠杆周期，国内为维持自身经济增速推动建筑投资，使得中国经济成为全球领先指标，国内PPI变化几乎与地产周期同步。但本轮国内政策领先退出，海外财政政策扩张前所未有，PPI未来的变动可能更加容易受到海外因素影响。本轮海外经济复苏受到了疫情与刺激政策的扭曲，以往偏稳定的服务需求衰退，商品消费创下新高，设备投资滞后改善，地产销售维持高位，库存降至新低。
- **CPI上行空间存疑，建筑链条商品价格上行趋势受限，但能化与有色产品的韧性可能更强。**展望未来，海外服务需求恢复可能推动CPI走高，但尚未观察到工资与物价螺旋上升的迹象，其上行空间存疑，且服务品对中国的传导有限，更多依靠驱动能源价格上行；海外商品消费在财政退坡影响下将逐步触顶回落，但设备投资的上行可能持续更长；当前美国无房可卖状态下，地产开工趋势将继续在向上，基建计划也将推动建筑走强。但在海外建筑投资需求整体占全球比重有限的背景下，建筑链条商品价格仍将受国内信用收缩的影响，上行趋势料将受限，但能化与有色产品的上行趋势有望维持更长。
- **商品超级周期有待商榷，但本轮商品价格回升的趋势可能尚未结束。**从历史上看，大宗商品的超级周期主要仍受需求趋势驱动，如1950年代美国的城镇化进程、1970年代西欧与日本的崛起、2000年代中国加入全球体系，当前海外的刺激政策能否驱动商品超级周期仍然有待商榷。但是在海外服务需求、设备投资、地产开工仍有回升动力的背景下，本轮商品价格的上行趋势可能尚未终结。
- **风险提示：疫情反复，财政刺激力度持续，商品价格传导效率大幅提升**

目录

01 **微观拆解：大宗商品价格应由谁驱动；**

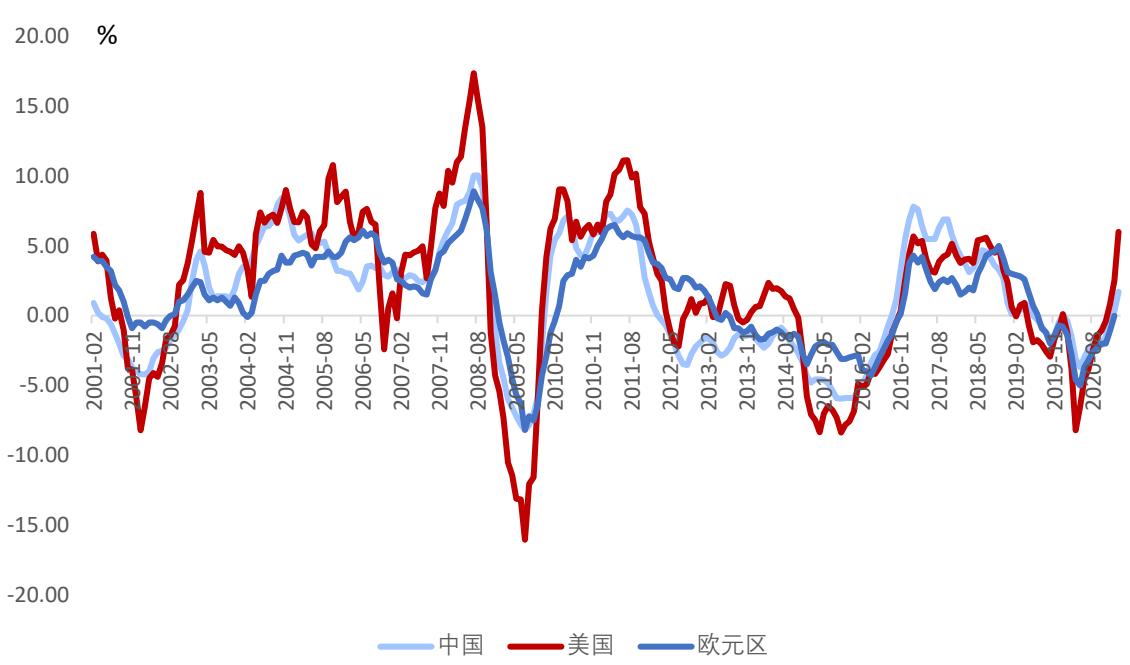
02 此消彼长：本轮价格回升的动力差异；

03 冲击仍在：商品通胀的故事未完待续。

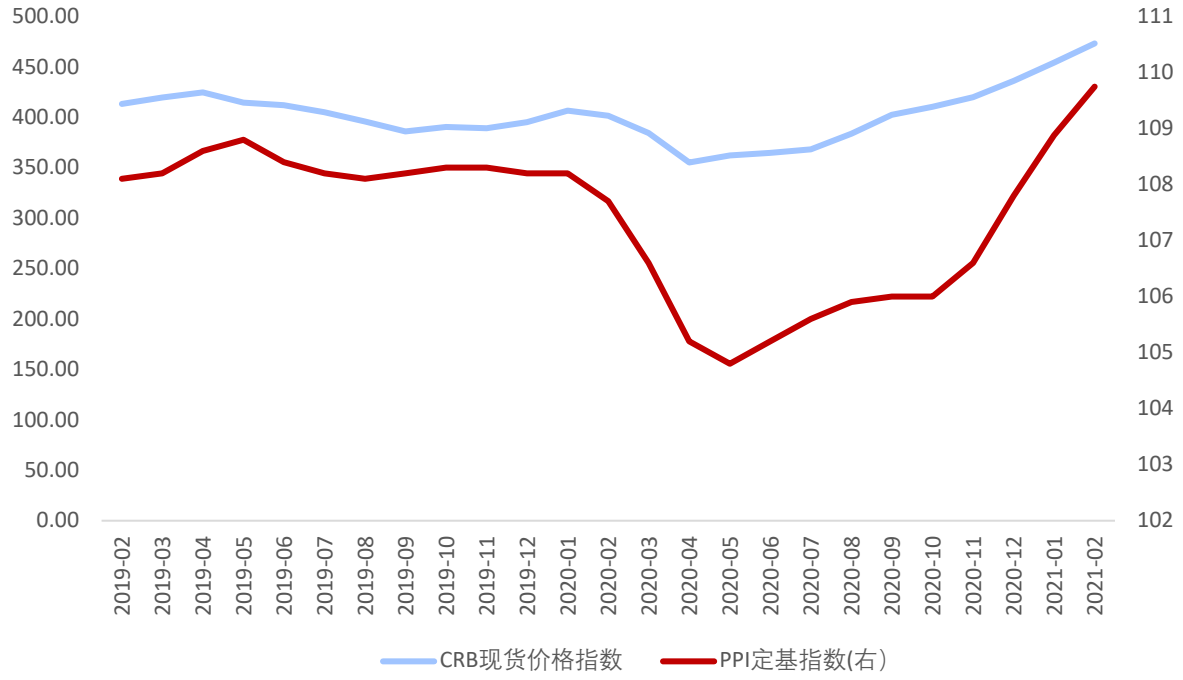
大宗商品已恢复至疫情前水平 但近期再通胀预期有所降温

- 随着11月拜登当选美国总统以来，引发了对于美国财政扩张的预期，大宗商品价格出现了一轮快速上行，一度增加市场对大宗商品价格将出现超过10年超级周期的预期；
- 由于商品价格的一价定律，国内外PPI呈现联动关系，当前CRB现货价格指数与PPI定基指数均已超过疫情前的水平，海外再通胀预期也带动国内PPI增速转正；
- 随着近期原油价格回落，市场开始质疑再通胀的可持续性。

商品一价定律，全球主要经济体PPI指数基本呈现联动关系

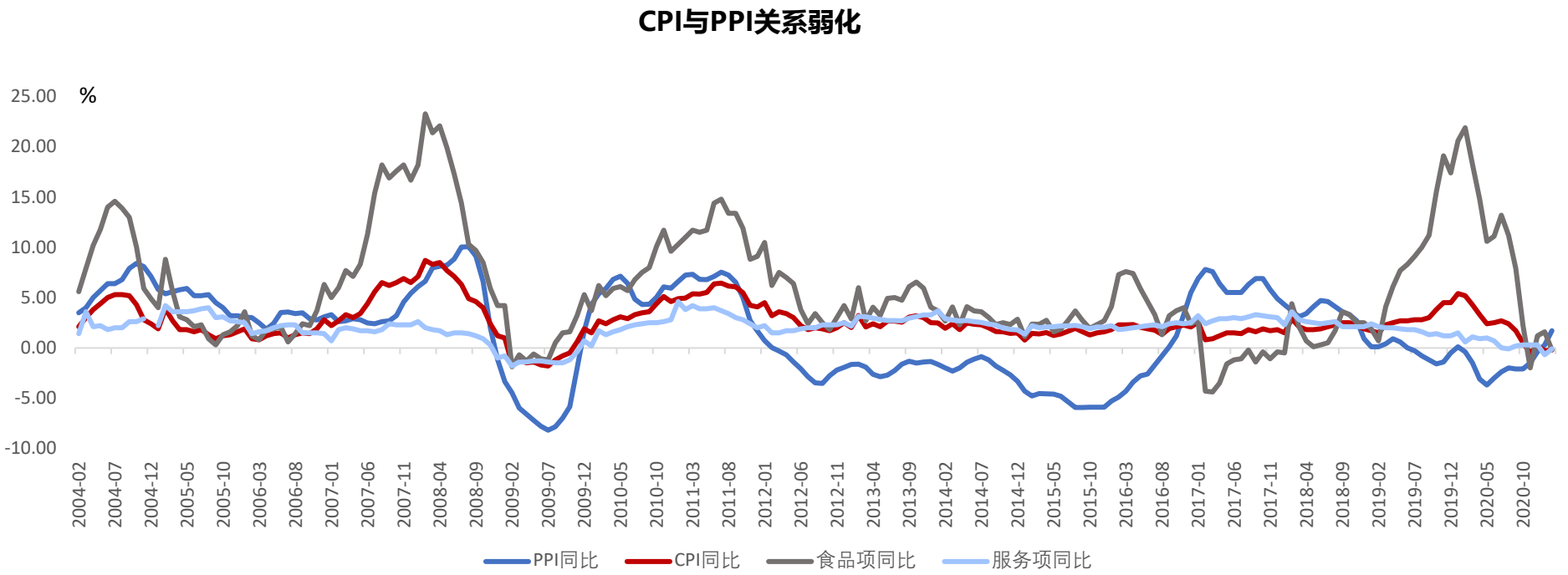


CRB现货价格指数与PPI定基指数均已超过疫情前水平



CPI与PPI：究竟是谁的通胀？

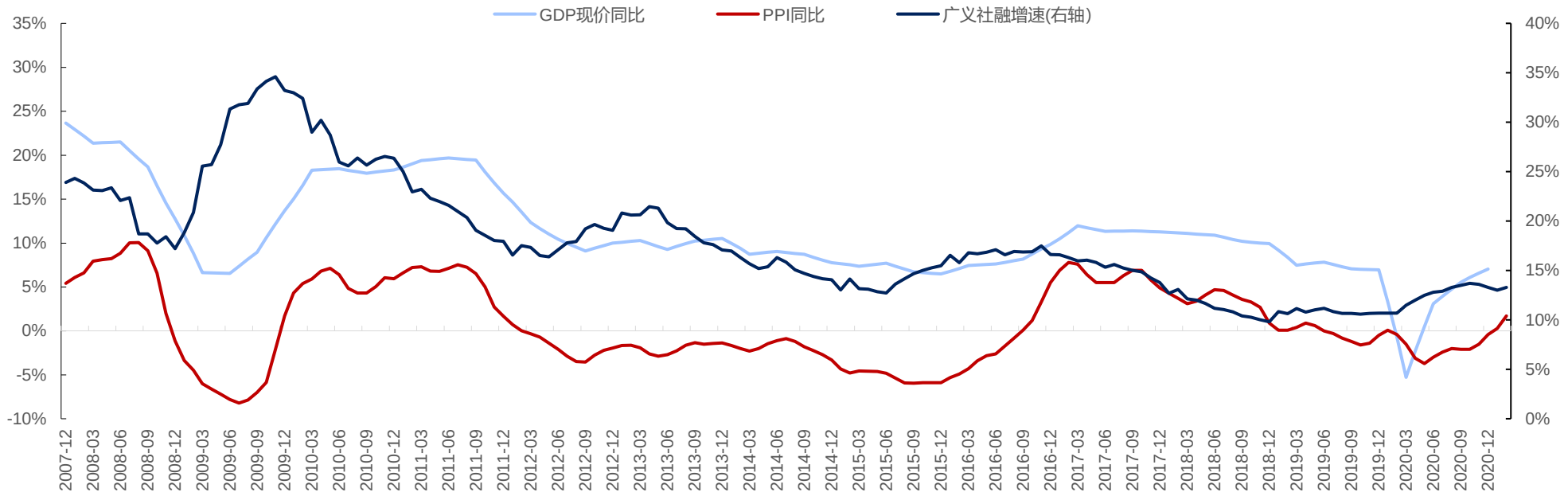
- 2012年以来PPI的走势与CPI走势背离，这主要由于食品价格与工业品价格之间发生背离；
- CPI可以分解为食品、日用消费品与服务项，日用消费品波动有限；
- 国内CPI中的服务项占比较高，但价格受到管制，变化相对稳定；
- 食品项占比20%左右，但波动较大，是CPI的决定项；其在2012年后与PPI相关性减弱，这与国际粮价偏弱、国内生猪养殖结构变化、国内农业政策变化等多方面因素相关，当前食品价格下行压力下，CPI的下行压力偏弱；
- 当前PPI上行对CPI传导能力偏弱，我们仍然把PPI作为主要的研究变量。



PPI：需求决定趋势 供给决定弹性

- 在2012年以后，GDP的波动性明显下降，PPI成为了对于经济高度敏感的变量；
- PPI滞后于社融增速，与名义GDP增速大致同步，其波动本质上是经济周期的反映。
- 08年以来3轮社融周期与PPI周期大致同步，但高度并不一致，显示需求决定PPI的趋势，供给决定PPI的弹性。

PPI与名义GDP增速相关度较高

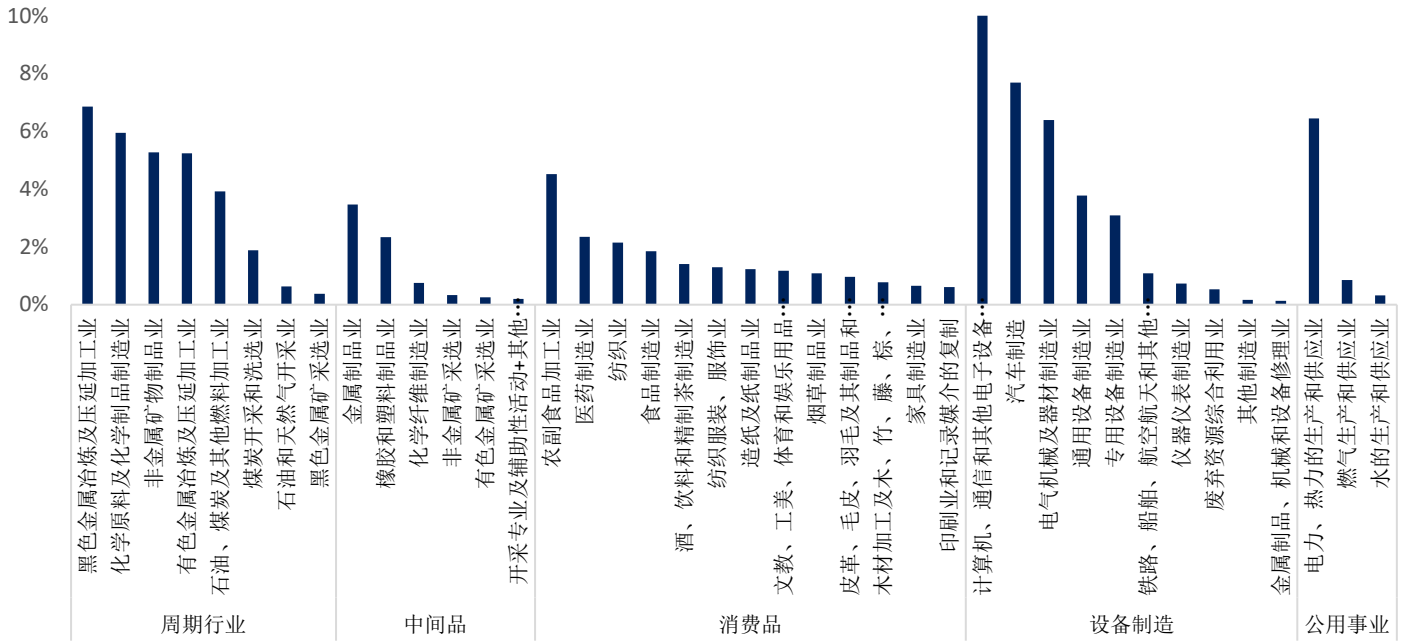


数据来源：Wind,信达证券研发中心

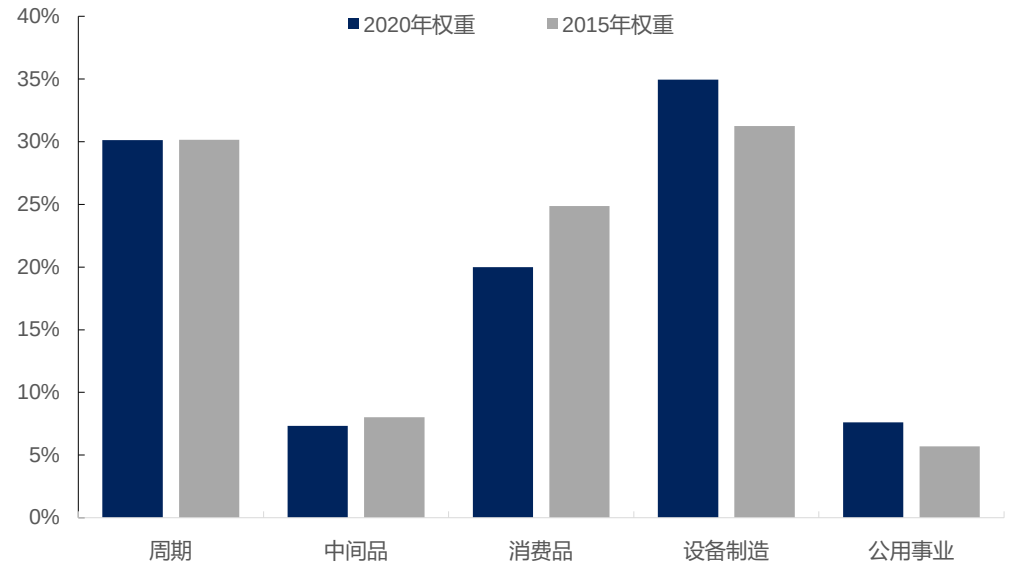
PPI的微观结构

- 我国PPI是工业品的出厂价格指数，不包含服务。
- PPI按照各行业工业销售产值的权重进行加权平均，我们使用2020年各行业的营业收入对于PPI权重的基础进行替代。
- 在2020年的基期权重轮换后，周期性与消费品行业权重下降，设备制造行业权重上升，基本反映了经济结构的变化。

各行业2020年基期权重分布



分行业权重变化比较

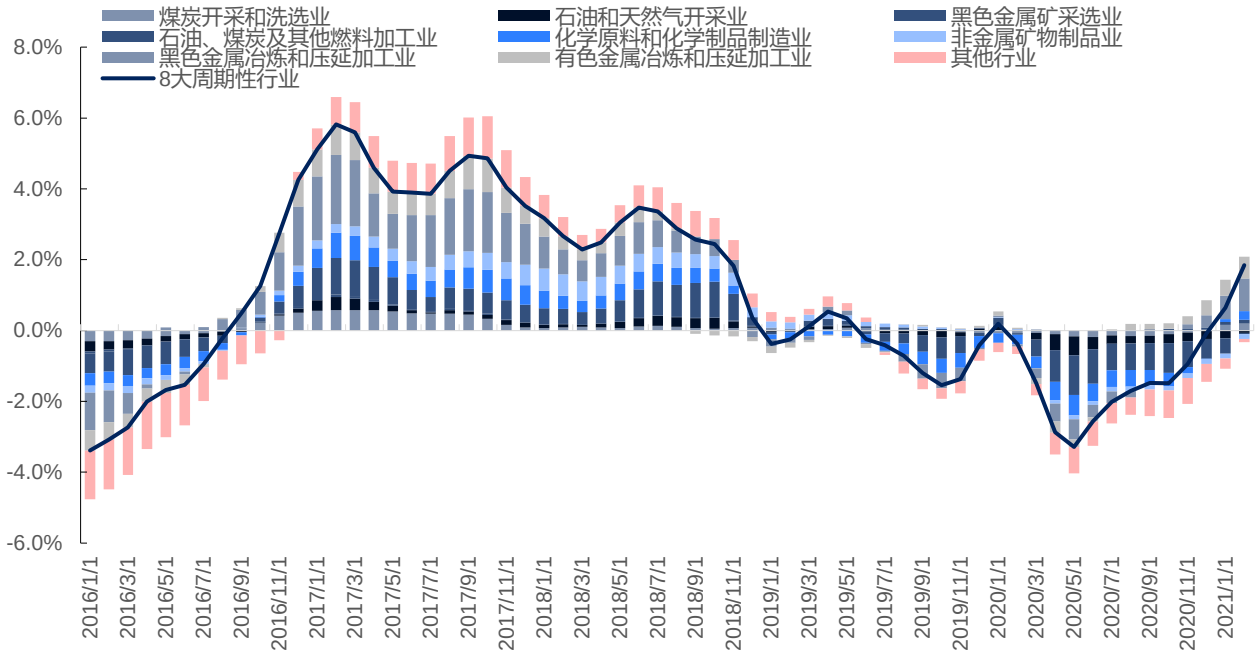


数据来源：Wind,信达证券研发中心

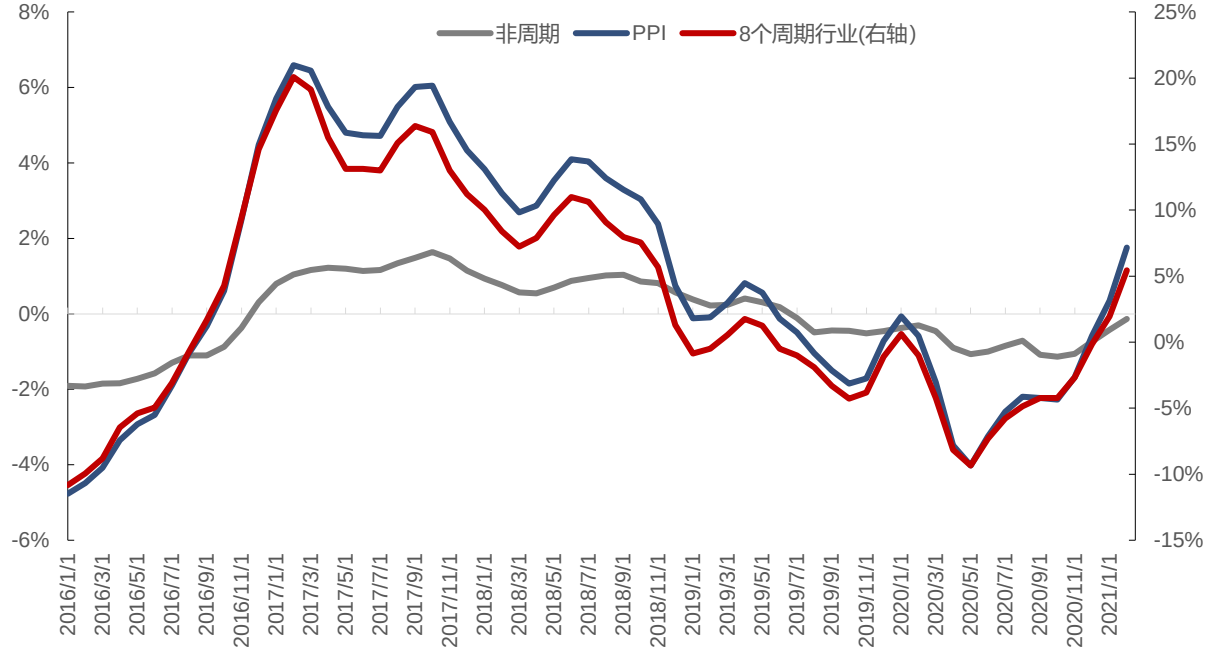
PPI的波动几乎完全由八个周期性行业贡献

- 尽管8个周期性行业权重大约仅占到全部权重的30%左右，但由于其波动较大，其变化是PPI变动的核心因素。
- 其他非周期性行业的PPI走势也与周期性行业PPI的走势高度相关。

波动较大的八个周期性行业决定了PPI走势



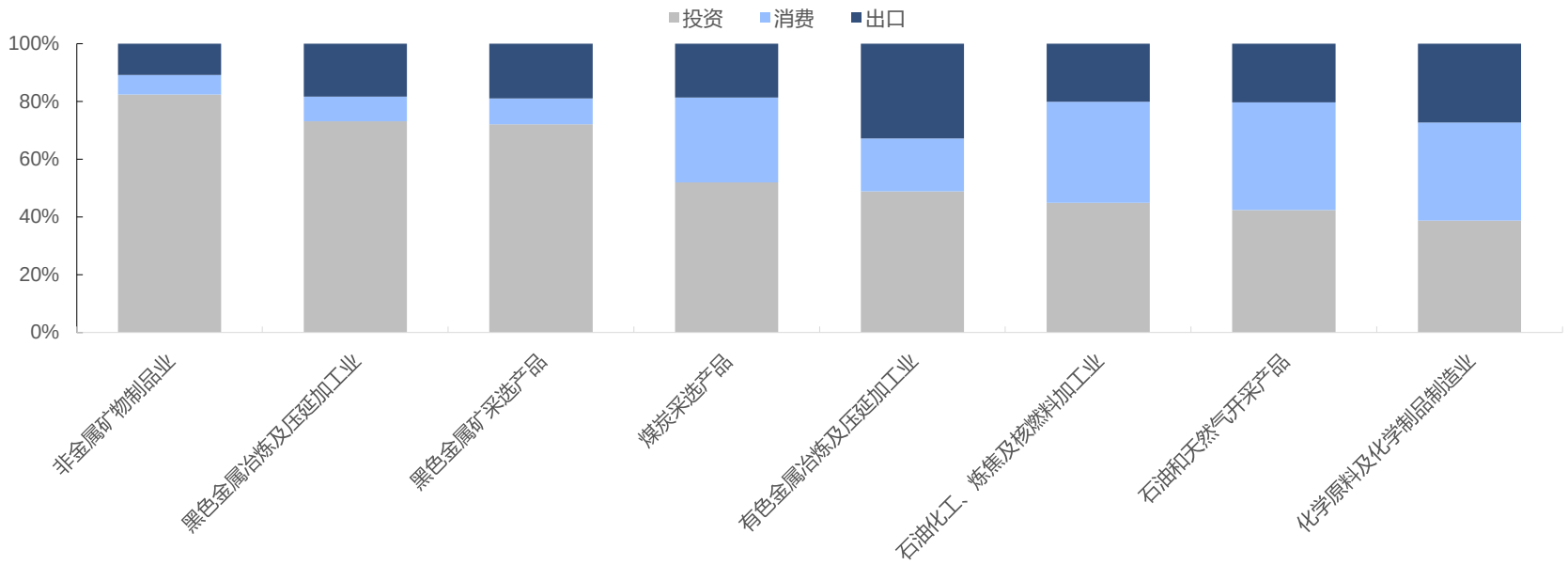
其他行业PPI走势受到周期行业影响



周期性行业的需求受谁驱动：投资、出口、还是消费

- 按照前文“需求决定趋势，供给决定弹性”的逻辑，判断PPI的驱动因素，就要研究这些行业的需求主要受到何种影响；
- 由于这8大周期性行业基本均为中间品，投入到其他行业的生产之中，为了更好的判断最终需求的拉动，我们根据2017年合并后56个部门的投入产出表， 根据各行业的投入产出关系，研究不同行业与类型的最终需求对于各行业生产的拉动。
- 从三大需求分类上看，投资需求几乎是所有周期性行业最大的拉动项，但在各行业之间有所差别，建材、黑色、煤炭行业受投资需求影响更大，有色、原油、化工受投资需求影响较低。
- 有色与化工行业受出口影响相对较大。
- 能源与化工行业受消费需求影响相对较大。

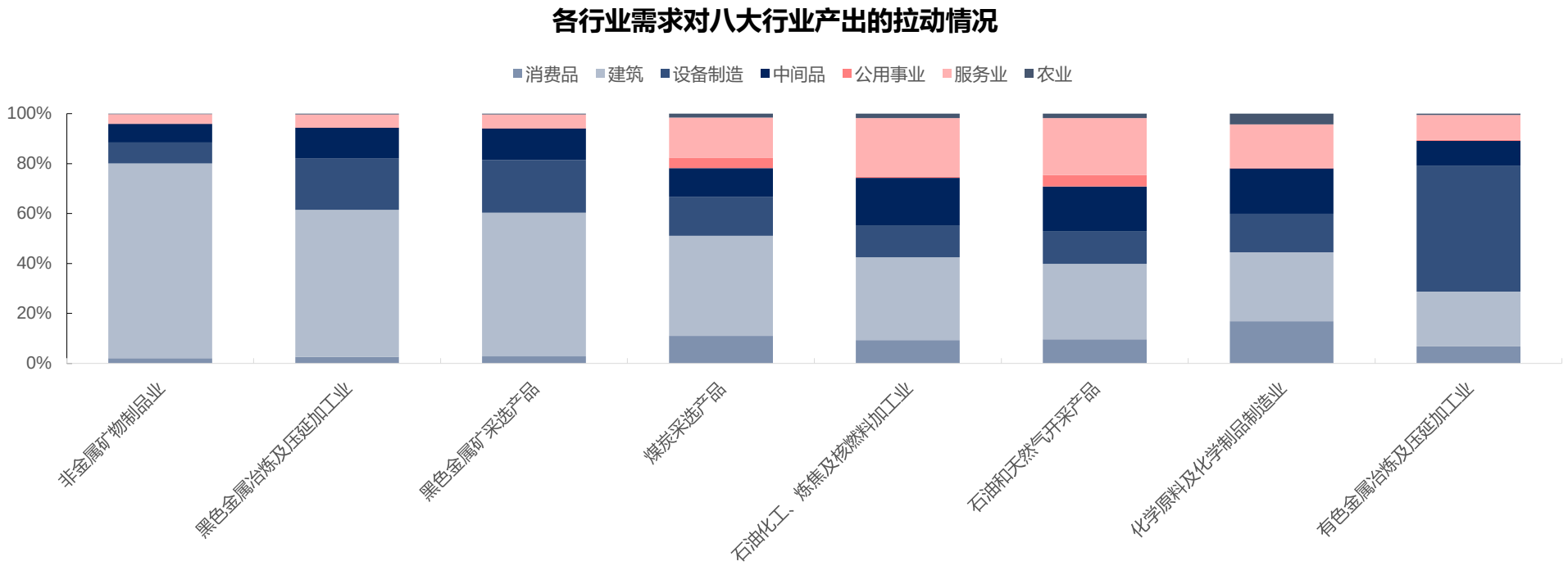
三大需求对八个行业产出的拉动分布



数据来源：Wind,信达证券研发中心

周期性行业的需求受谁驱动：建筑业是最重要的需求来源

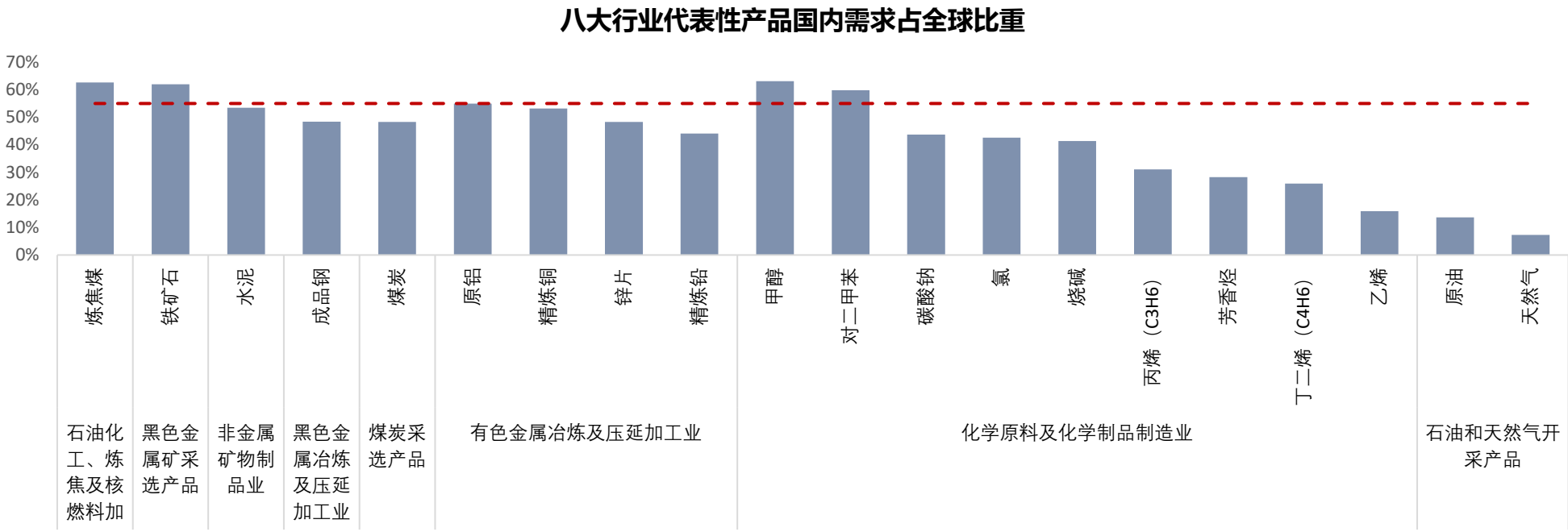
- 从分行业的需求结构上看，非金属建材、黑色受建筑需求拉动极高，占比均超过50%；
- 煤炭、原油相关产业受建筑业需求拉动在30%-40%之间，受服务业（包括交通）的影响相对较大；
- 有色的最终需求集中在设备制造业，占比达到50%，建筑业占比仅占20%左右；
- 化工行业最终需求最为分散，消费品、建筑、设备、服务业需求最为广泛。



数据来源：Wind,信达证券研发中心

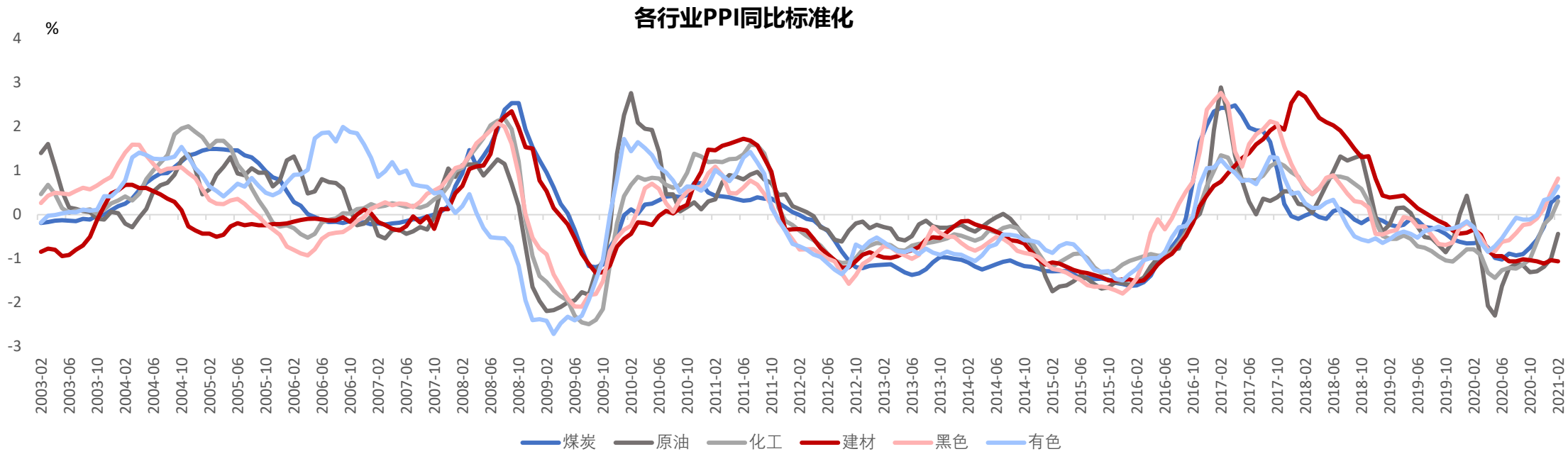
周期性行业的需求受谁驱动：国内需求与海外需求

- 通过8大行业代表性产品国内需求占全球的比重，判断中国国内需求变化对于该行业PPI的影响；
- 需求结构上，越依赖于国内建筑需求的品种，如铁矿石、钢材、水泥占比较高；
- 化工与原油相关产品国内需求占比相对较低。



微观通胀结构上的对应

- 2008年外需下滑带动经济周期向下——有色、原油先行回落，其次是化工、黑色，最后是煤炭、建材；
- 2009与2016年两轮大宗向上的周期——黑色、煤炭先行启动，其次是建材、有色、最后是原油、化工；
- 下行的顺序也大致相当。



数据来源：Wind,信达证券研发中心

目录

01 微观拆解：大宗商品价格应由谁驱动；

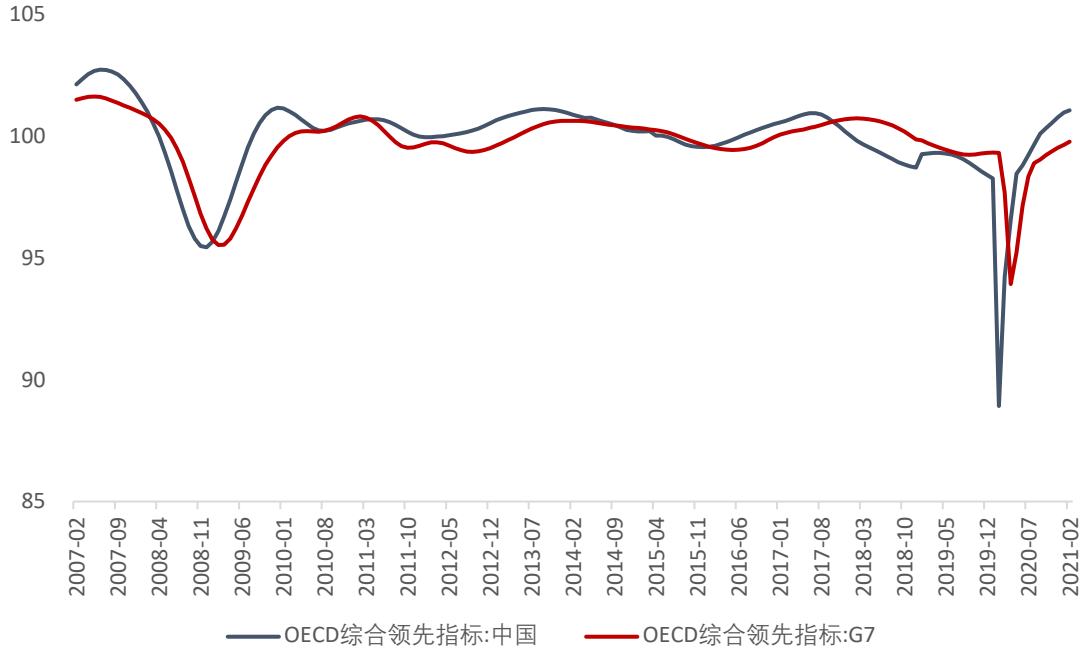
02 **此消彼长：本轮价格回升的动力差异；**

03 冲击仍在：商品通胀的故事未完待续。

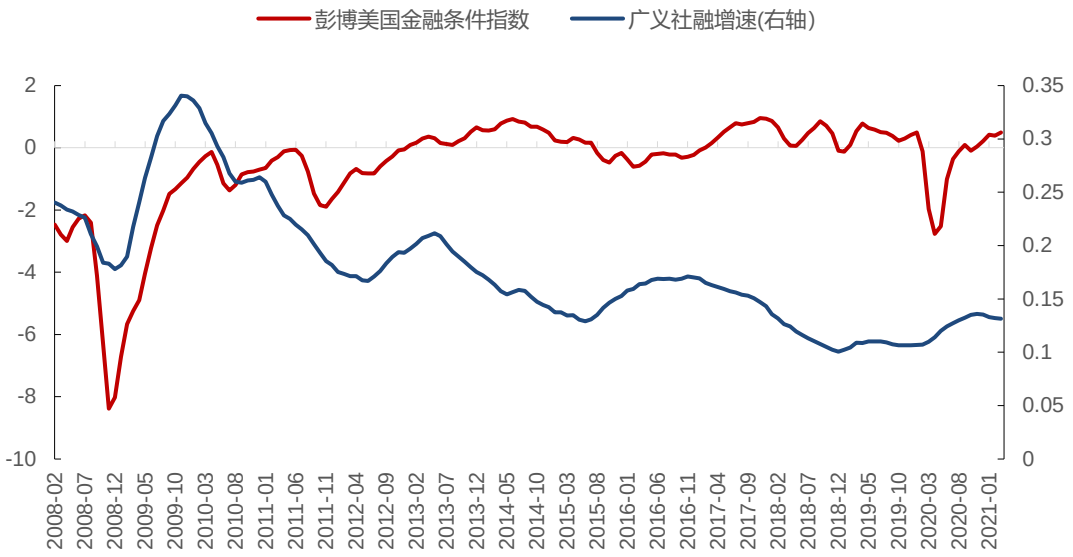
2008年后中国经济成为全球领先指标

- **2008年后中国一直是全球经济的领先指标；**
- **从美国金融条件指数与中国广义社融增速上看，中国的融资政策变动也持续领先于海外。**

OECD综合领先指标：中国2007年一直领先海外



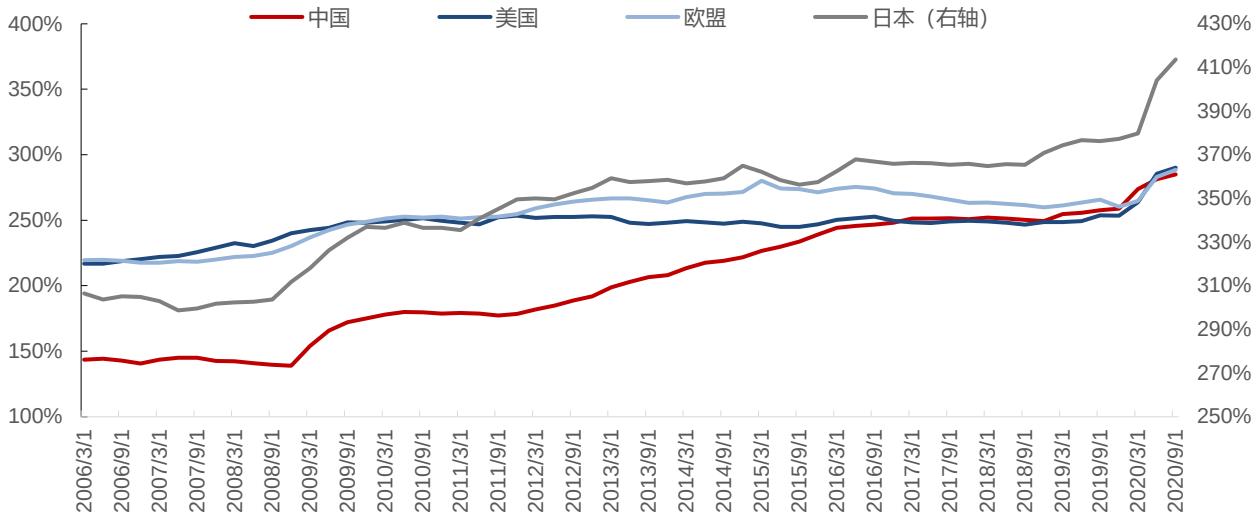
中国金融环境变化同样领先于海外



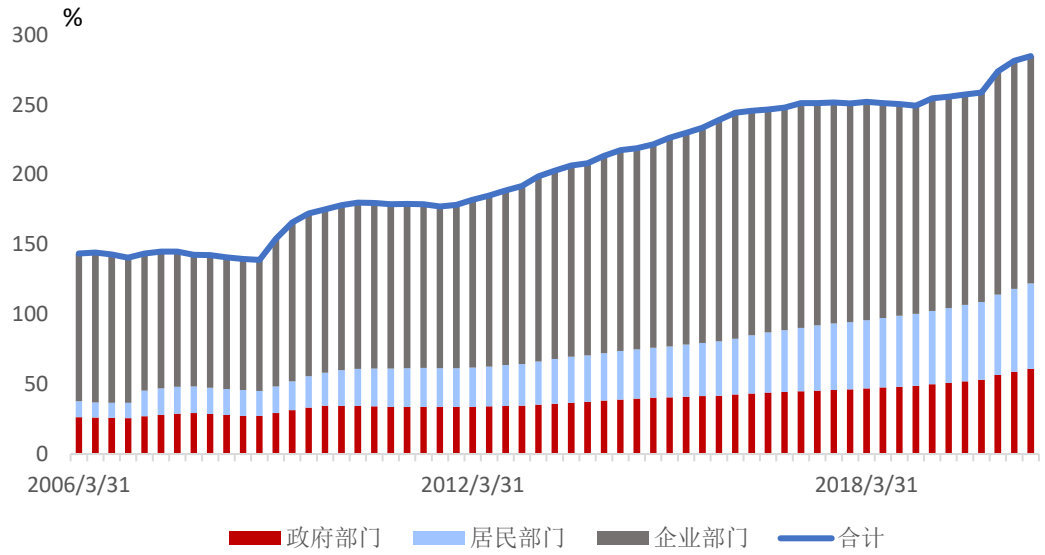
宏观杠杆率的此消彼长

- 2008年金融危机后，海外经济进入去杠杆周期；
- 中国为自身经济增速，通过加杠杆带动建筑投资，推动经济增长；
- 地产与基建投资的大幅提升使得我国对于资源品的消耗持续提升。

全球主要经济体宏观杠杆率



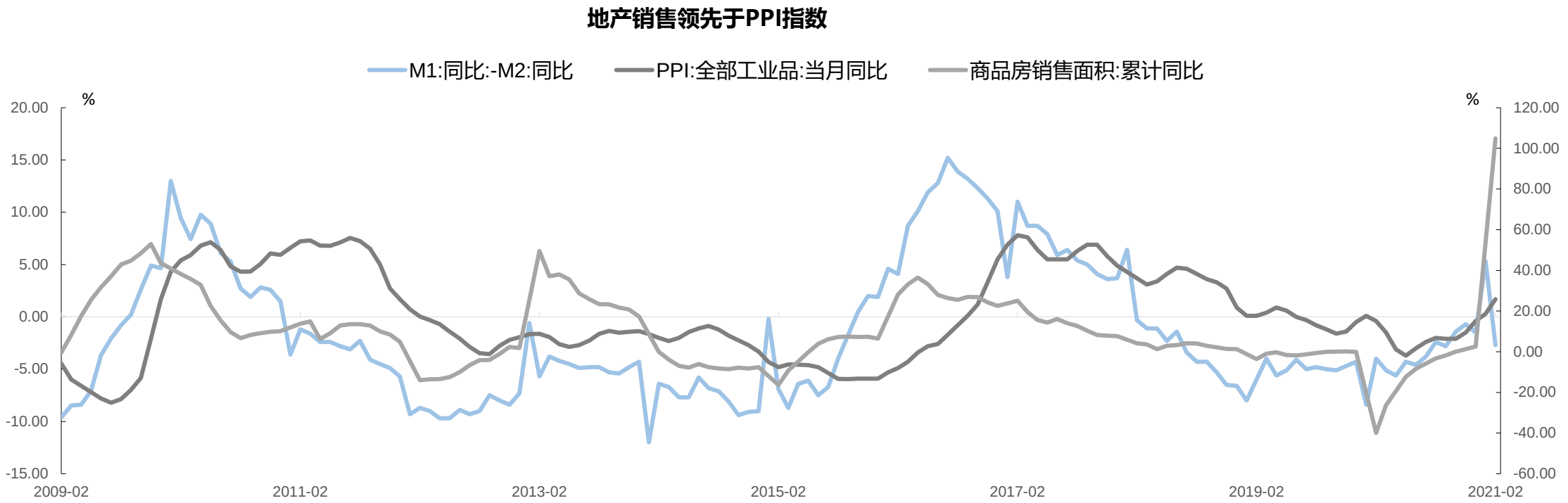
中国宏观杠杆率变化



数据来源：Wind,信达证券研发中心

PPI在2009年后长期由国内地产周期驱动

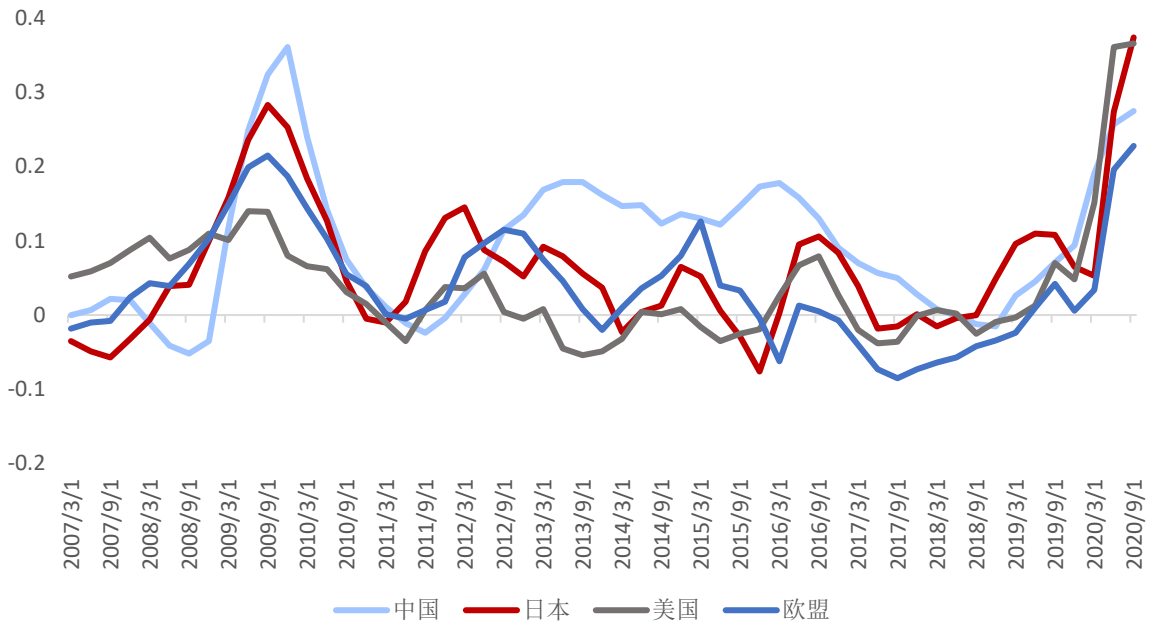
- **社融增速是PPI的领先指标，社融增速与国内地产销售高度相关；**
- **购房行为带来居民存款向企业存款转化，推升M1与M2剪刀差；**
- **2009年以来PPI增速变动一直受国内地产周期推动；**
- **社融增速拐点四季度已经到来，M1-M2增速在2月超季节性回落，地产销售上行受到基数因素影响，未来下行是大势所趋，这意味着按照传统逻辑，PPI增速已经据拐点不远。**



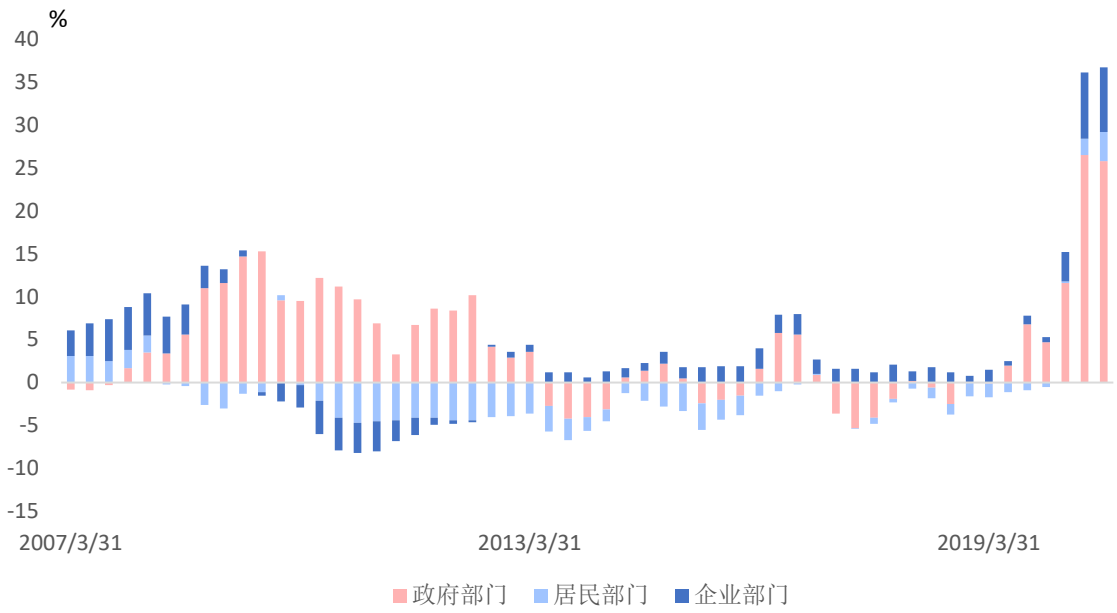
这次不一样？

- 在疫情后的刺激政策影响下，海外经济体的杠杆扩张速度已经超过国内；
- 从杠杆结构上看，政府部门杠杆率上升速度最快。

海外经济体杠杆率扩张速度超过中国



美国政府部门杠杆率扩张速度最快

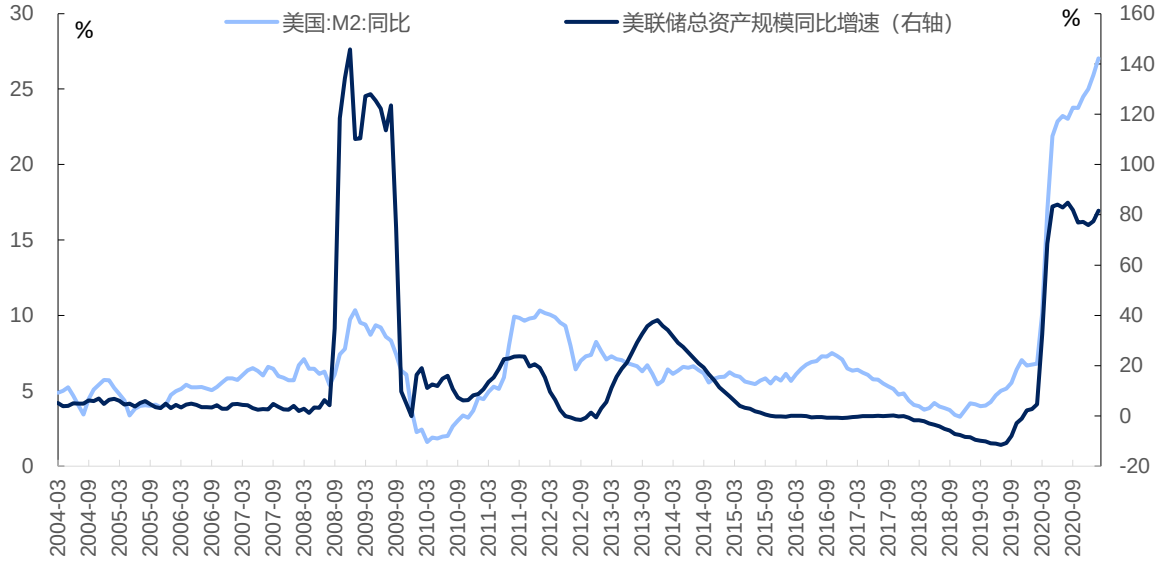


数据来源：Wind,信达证券研发中心

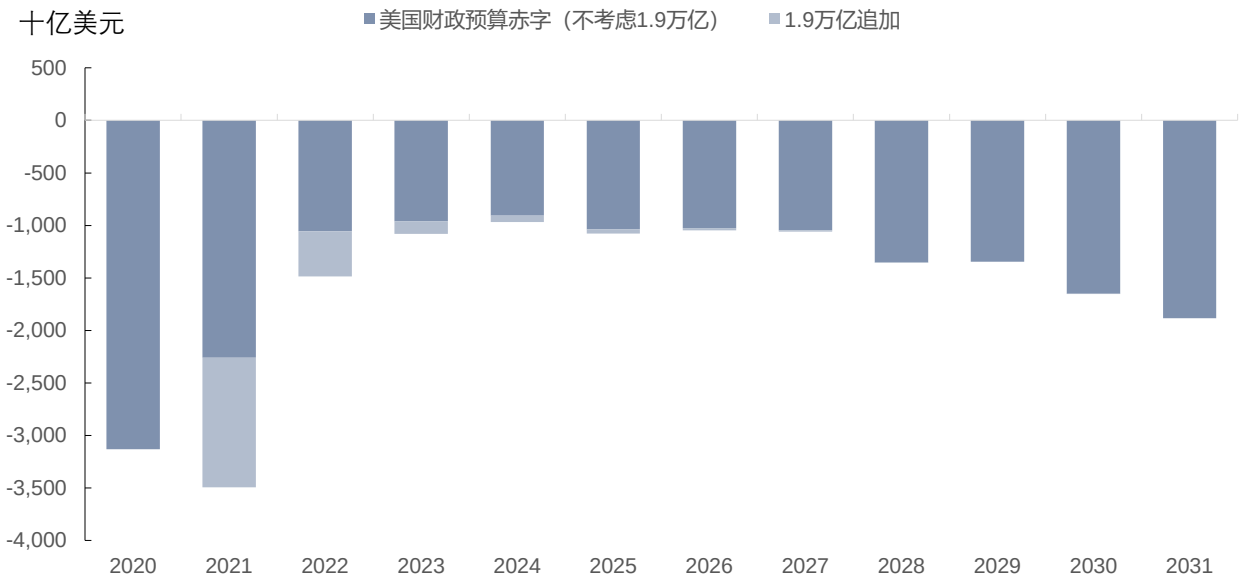
海外的财政赤字与货币扩张前所未有

- **为应对疫情，主要经济体政策扩张速度史无前例。**
- **美国财政赤字规模占GDP比重连续两年在15%左右。**
- 2020年美国财政赤字规模达到3.13万亿，而2021年将进一步增加至3.49万亿。
- **货币政策宽松力度甚至超过08年金融危机时期。**
- 美联储降至0利率，推出无限量QE，同时直接通过各类支持计划充当金融市场的直接中介。
- 美联储资产规模超过7万亿，与金融危机不同的是，由于财政扩张的影响，M2增速也同时出现了显著的上行。

2020年M2同比增速大幅上行



2021年美国财政赤字甚至超过2020

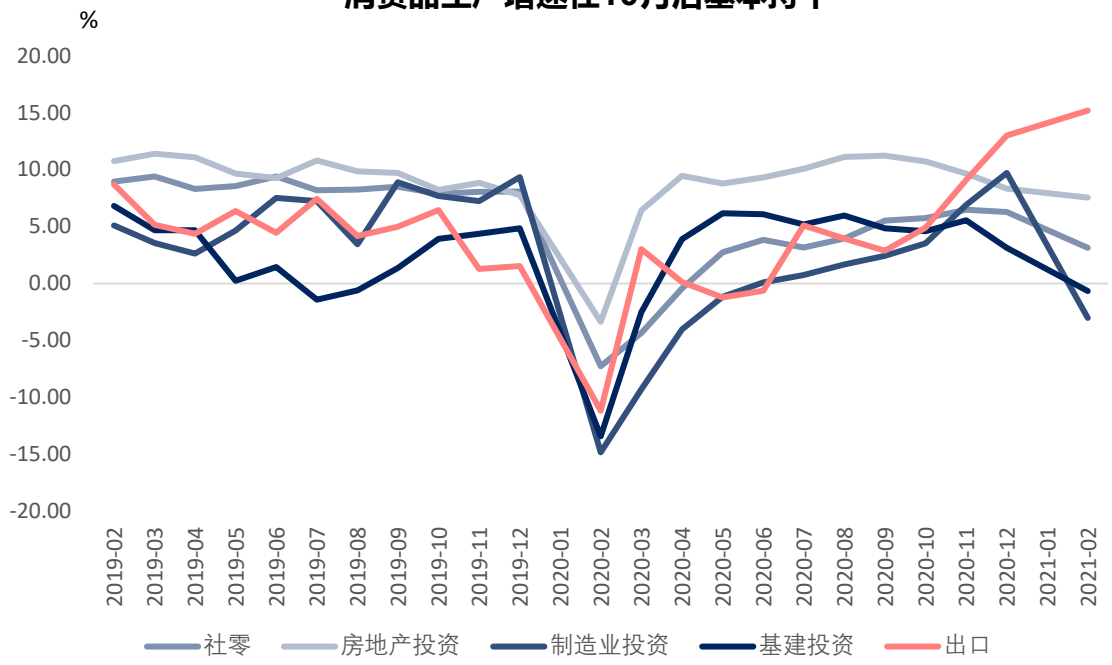


数据来源：Wind,信达证券研发中心

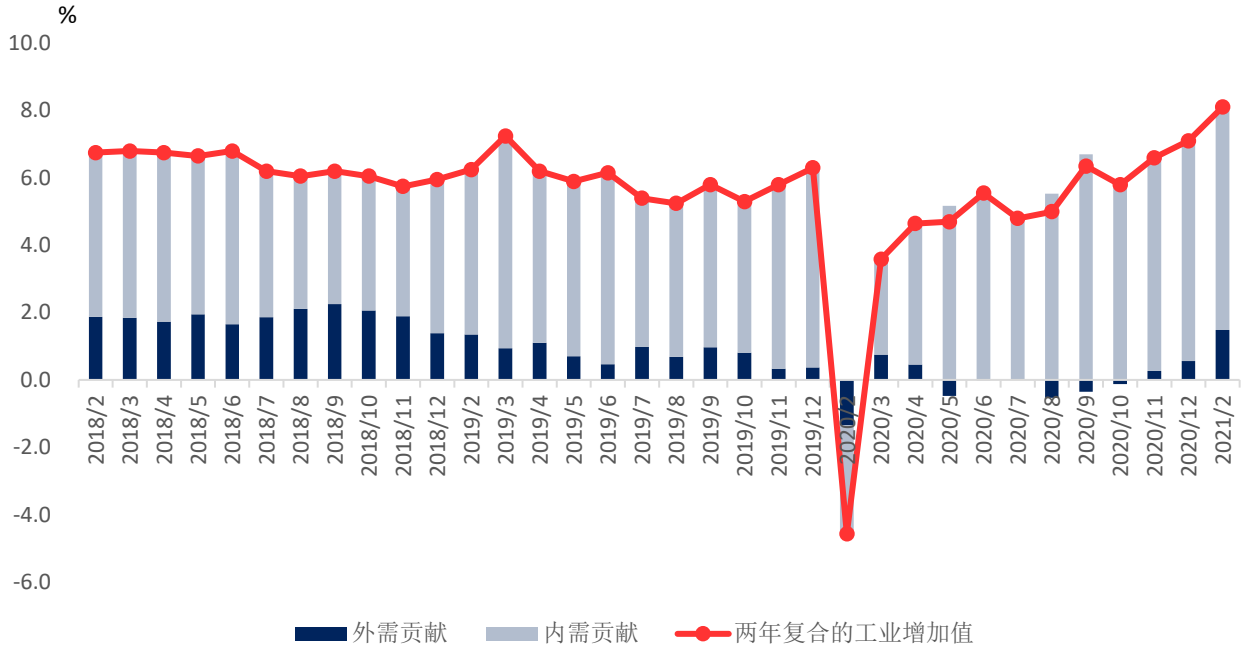
四季度以来国内经济的动力主要由出口带动

- 随着经济逐步恢复正常，国内经济恢复速度已经放缓；
- 四季度以来工业增加值维持高增几乎完全由出口带动；
- 但本轮海外经济周期的变化与历史周期有所区别。

消费品生产增速在10月后基本持平



1-2月工业增加值维持高增主要靠出口拉动



数据来源：Wind,信达证券研发中心

目录

01 微观拆解：大宗商品价格应由谁驱动；

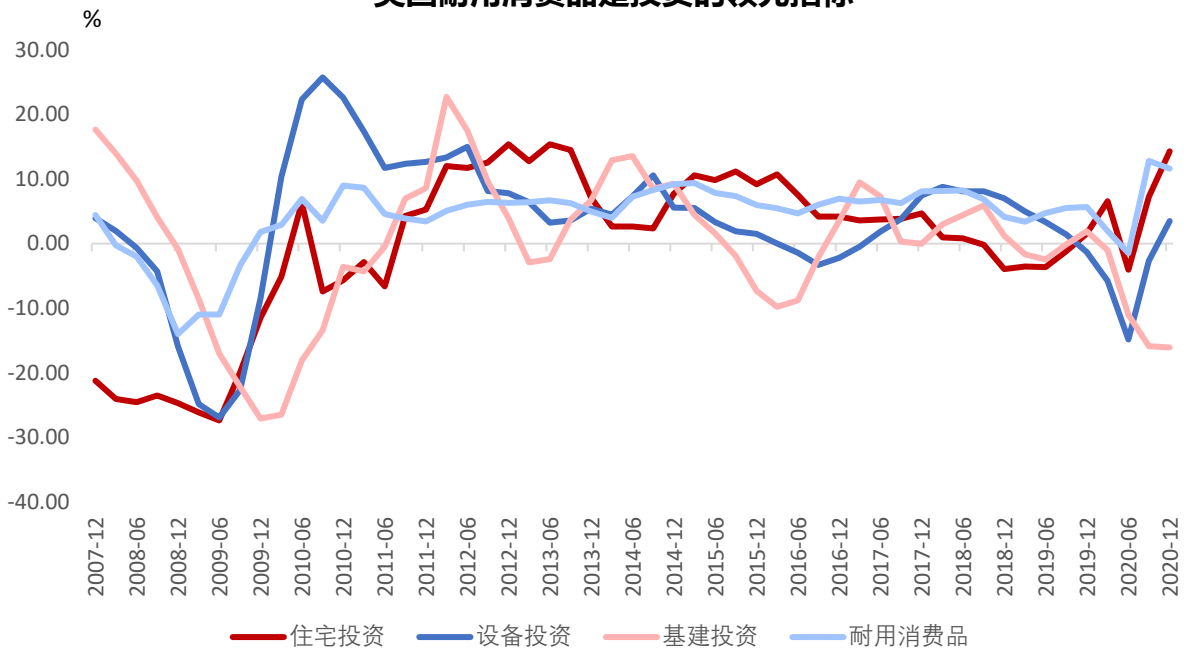
02 此消彼长：本轮价格回升的动力差异；

03 **冲击仍在：商品通胀的故事未完待续。**

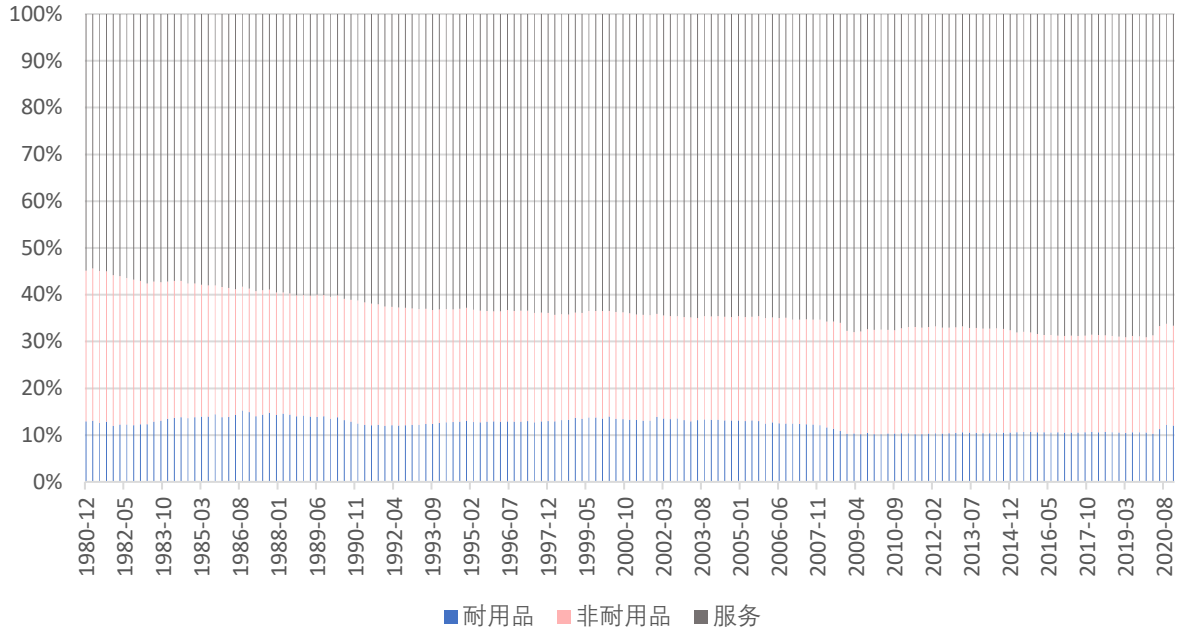
海外经济短周期变动的经验规律

- 当经济出现下行压力时，服务业需求相对稳定，成为经济的稳定器；
- 随着人口的上升和收入的增加，服务需求总是会出现扩张，在其他周期性需求走弱的背景下，推动经济企稳；
- 随着政策宽松带来的地产销售回暖，带动耐用消费品需求好转；
- 消费需求回升，推动设备投资需求改善，推动经济向上，进入新一轮景气周期；
- 随着政策收缩、利率上行，利率向下推动地产销售向下，使得这一过程逆转，经济开始逐步向下。

美国耐用消费品是投资的领先指标



占比较大，波动不大的服务业是美国经济的稳定器

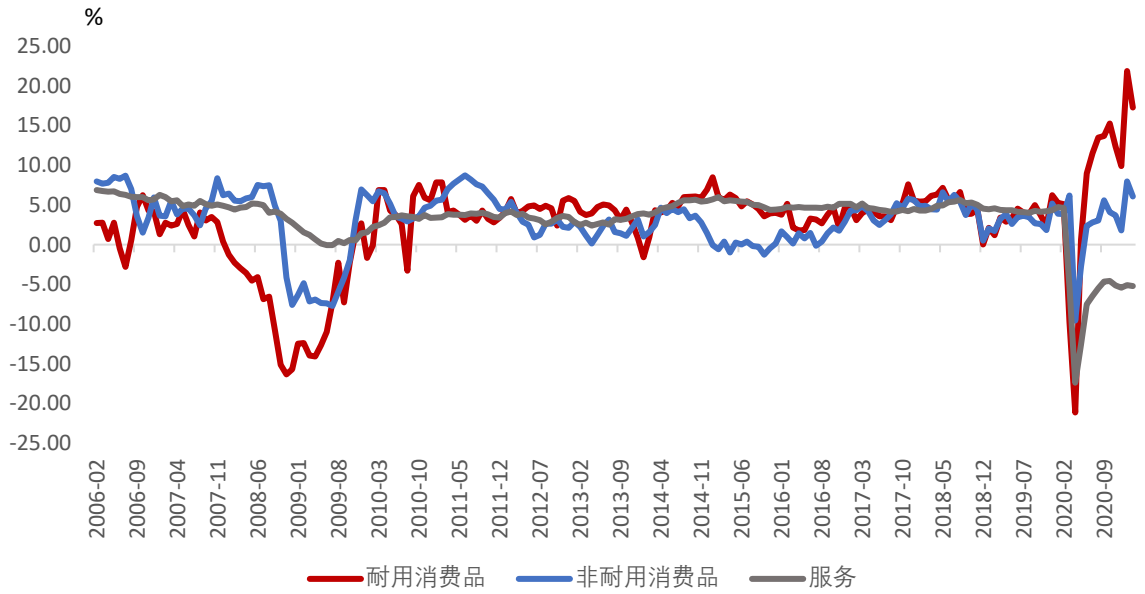


数据来源：Wind,信达证券研发中心

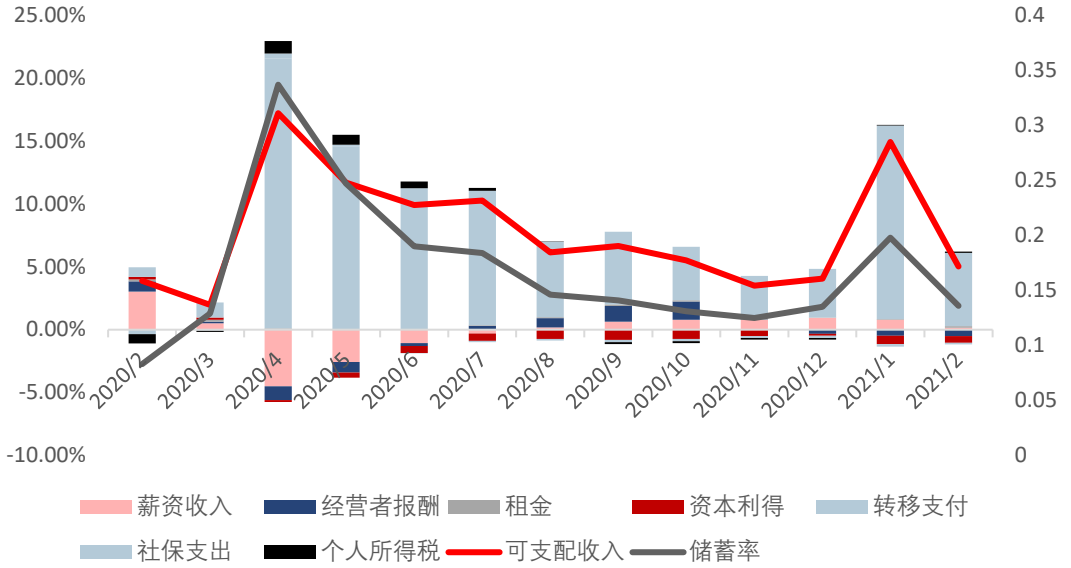
疫情与政策刺激下海外经济结构的扭曲

- 在疫情的封锁措施影响下，服务消费大幅下滑；
- 尽管失业现象严峻，但是居民收入不降反升，推动商品需求大幅扩张，耐用消费品增速创下30年新高。
- 宽松政策下，地产销售大幅改善，房地产严重供不应求；
- 随着生产恢复，设备投资增速已在不断提升。

疫情影响下服务消费恢复最慢，耐用消费品创下30年新高



财政补贴作用下居民的收入不降反升

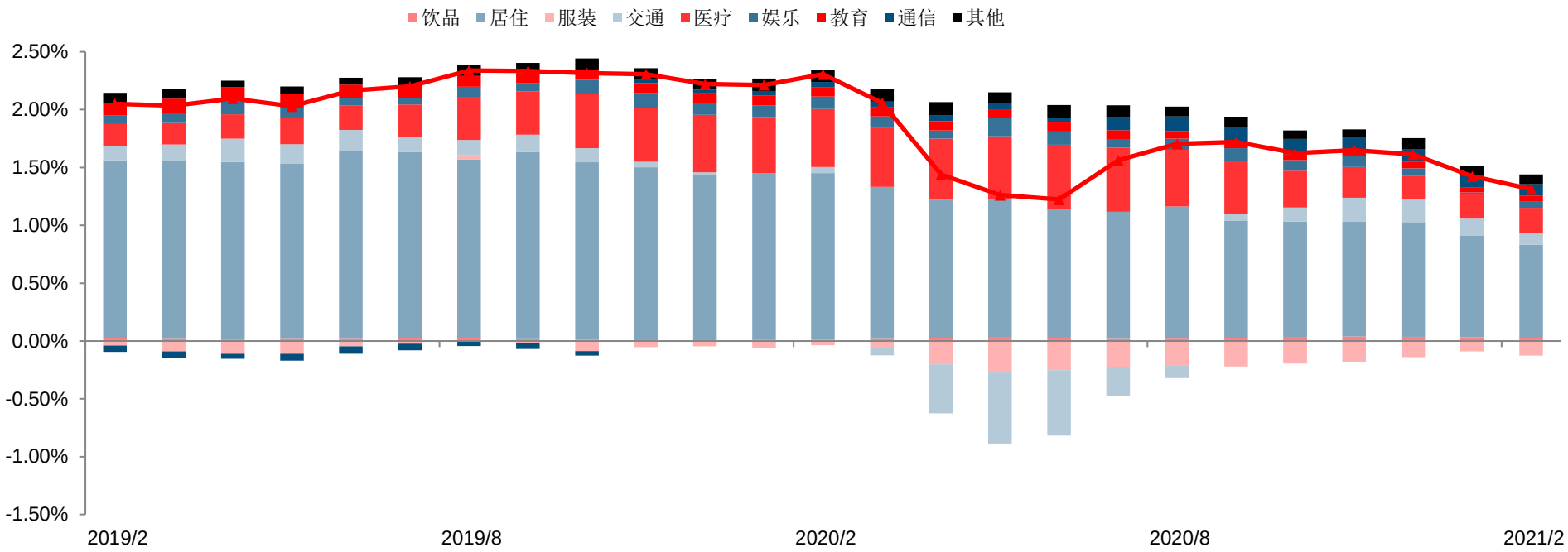


数据来源：Wind,信达证券研发中心

服务需求尚未恢复 核心CPI依然疲弱

- 美国核心CPI中，居住项权重占比达到1/3，服务项权重近8成；
- 服务消费尚未恢复的背景下，核心通胀当前难以趋势性走强；
- 2020年年中的走强仅是部分商品供需错配下的暂时性变化。

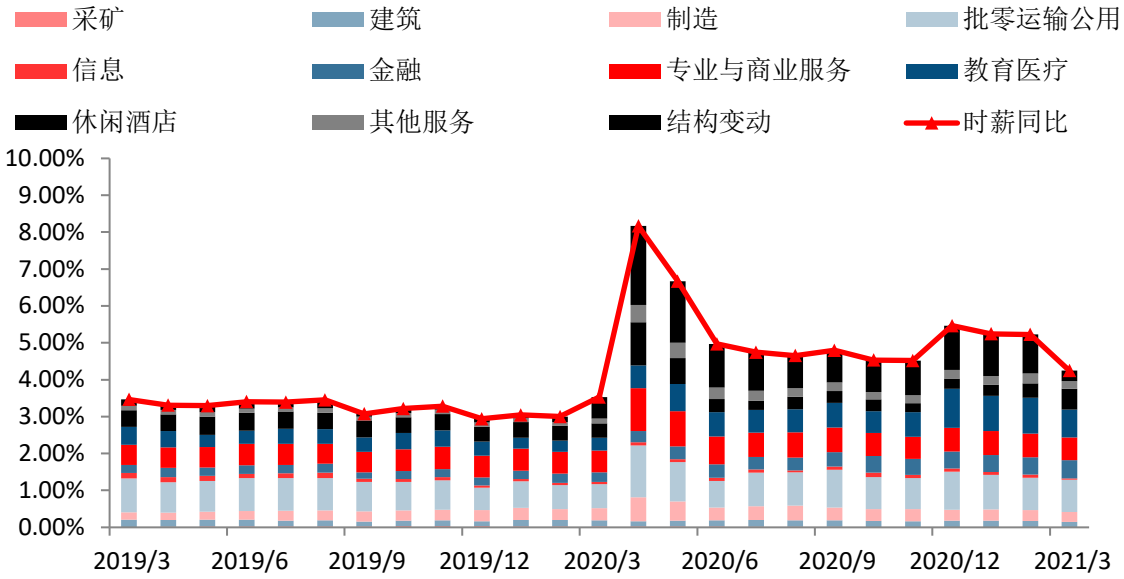
尚未恢复，核心CPI位于低位



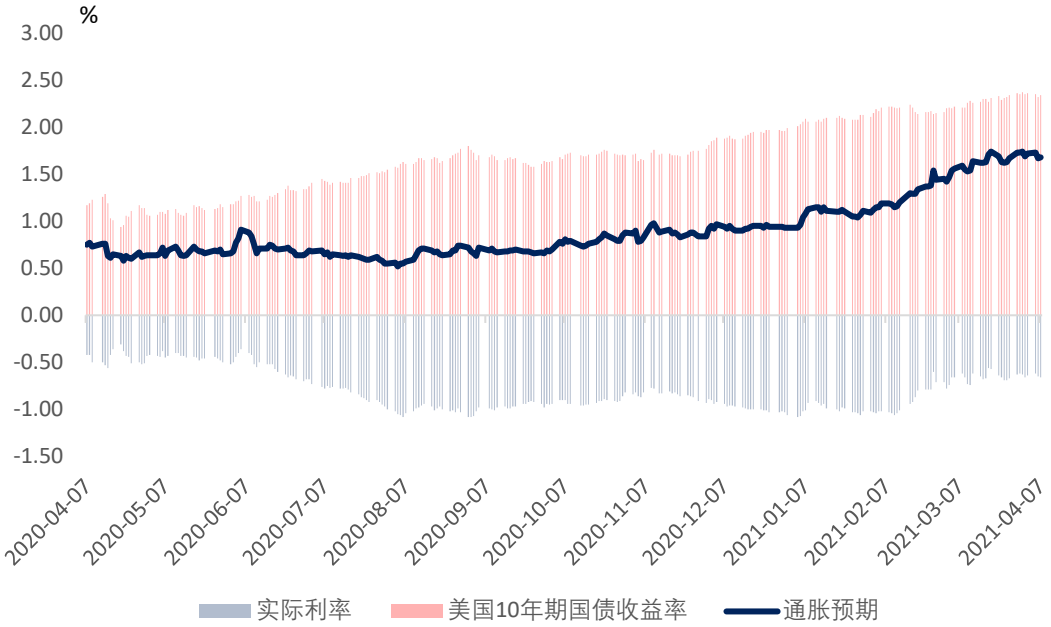
海外服务业需求回升可能带来CPI上行动力，但市场预期已经相对充分

- 随着疫情的逐步减轻，服务业的恢复是大势所趋，这可能导致核心CPI的压力增大；
- 但在当前美国相对疫情前仍然损失了近840万个工作岗位，工资增速的上行更多是疫情以及其带来的低薪岗位的缺失有关；
- 大幅通胀上行所需要的工资与物价螺旋上升的基础当前还不具备；
- CPI通胀预期在经历了2020年下半年以来的持续上行后已经逐步企稳，未来进一步上行的空间有限。

时薪增速的提升在很大程度上与疫情及带来的低薪岗位消失有关



市场对于美国通胀抬升已有较充分的认识

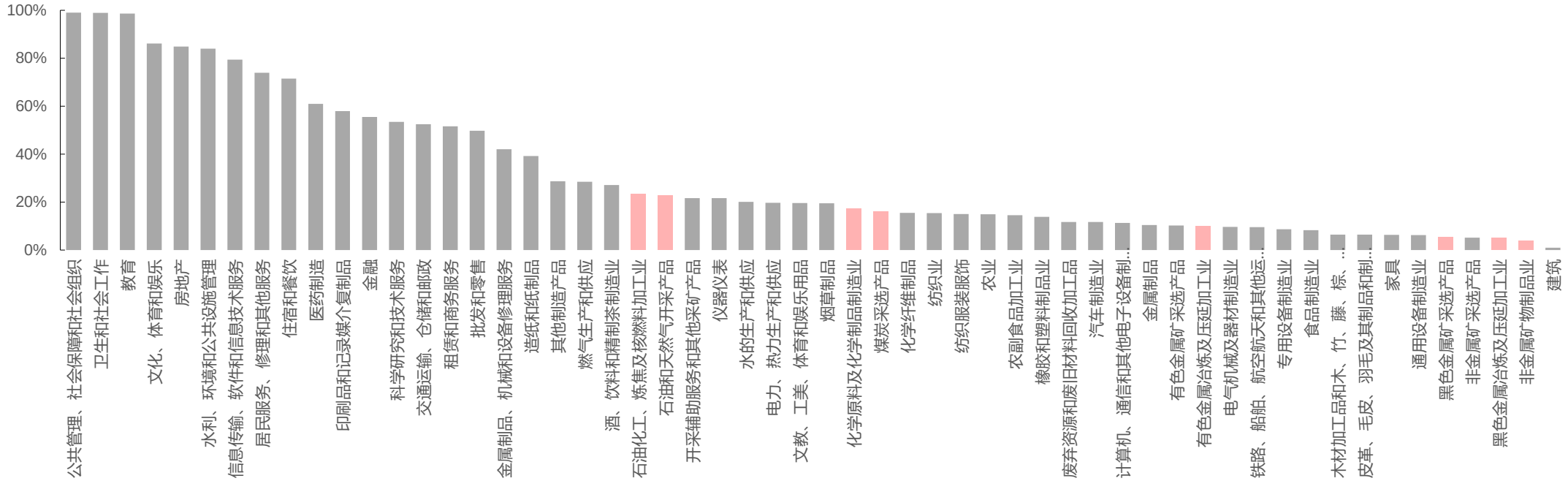


数据来源：Wind,信达证券研发中心

海外服务需求恢复对国内通胀的传导效应相对较弱

- **服务业对于其他制造业行业的拉动作用相对较低，其趋势性恢复主要对能化行业有正面影响；**
- **受国内政策提前收缩、服务品价格管制等因素影响，海外服务品价格改善对国内通胀的影响相对有限。**

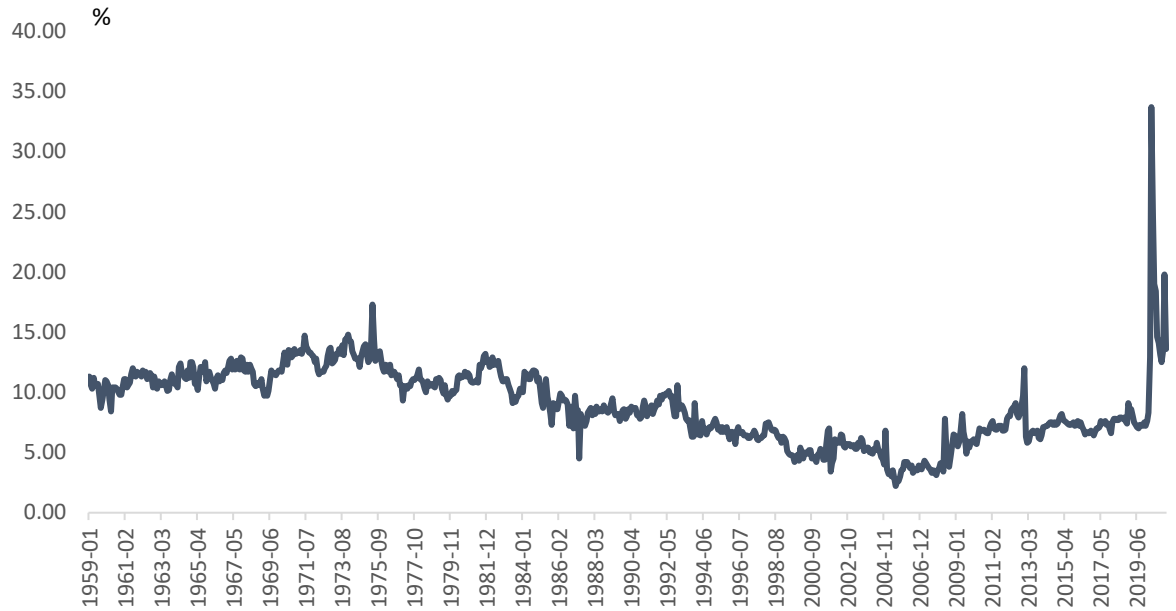
各行业需求受服务业拉动的比例



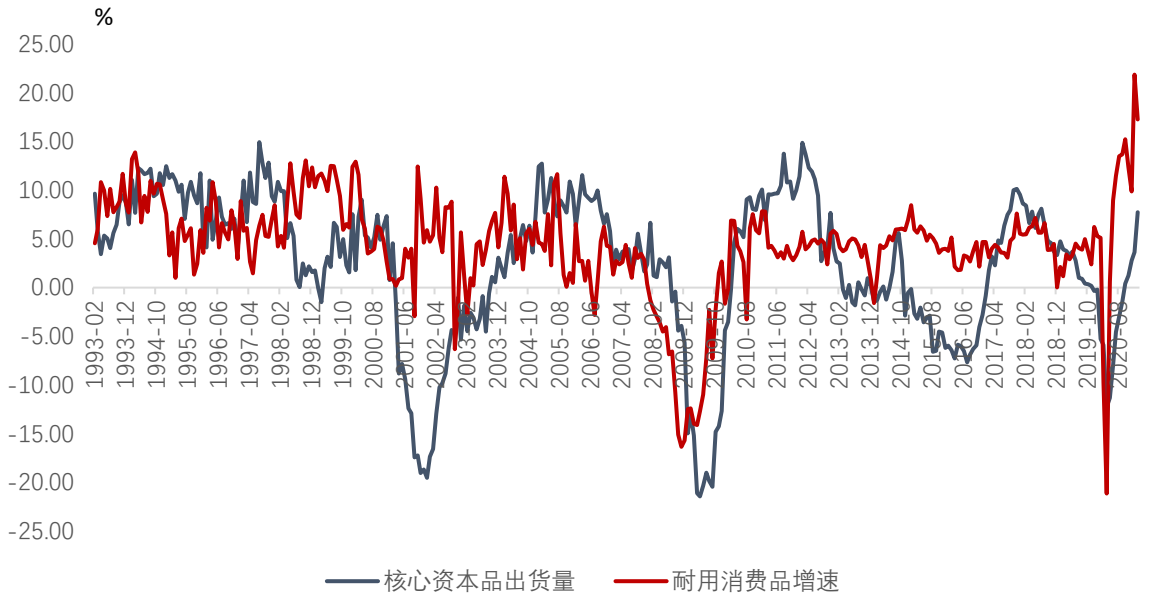
耐用消费品与设备投资的此消彼长

- 3-4月每人1400美元支票发放，对于美国居民商品消费有进一步的提振作用，但在当前耐用消费品增速已经达到30多年来的高点的背景下，进一步上行的空间有限；
- 预计随着财政退坡，耐用消费品增速将有所回落，不过考虑居民储蓄率较高，断崖式下降的概率不高，该部分需求可能逐步降至趋势增速水平；
- 较强的商品需求可能继续推升生产活动，设备投资需求的上行过程可能还要持续全年。

美国居民储蓄率远高于疫情前水平



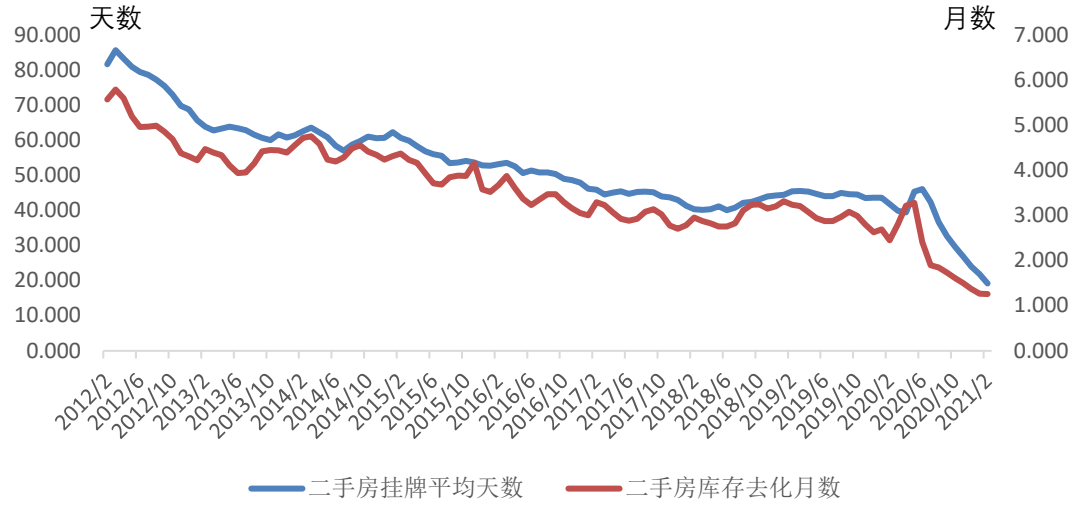
商品需求高增背景下，资本品仍有上行空间



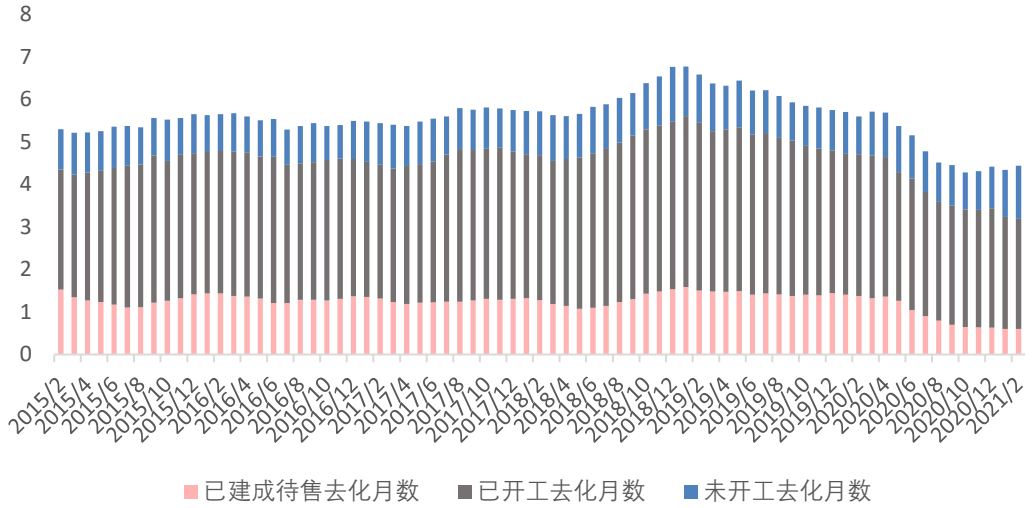
数据来源：Wind,信达证券研发中心

地产仍在供不应求状态

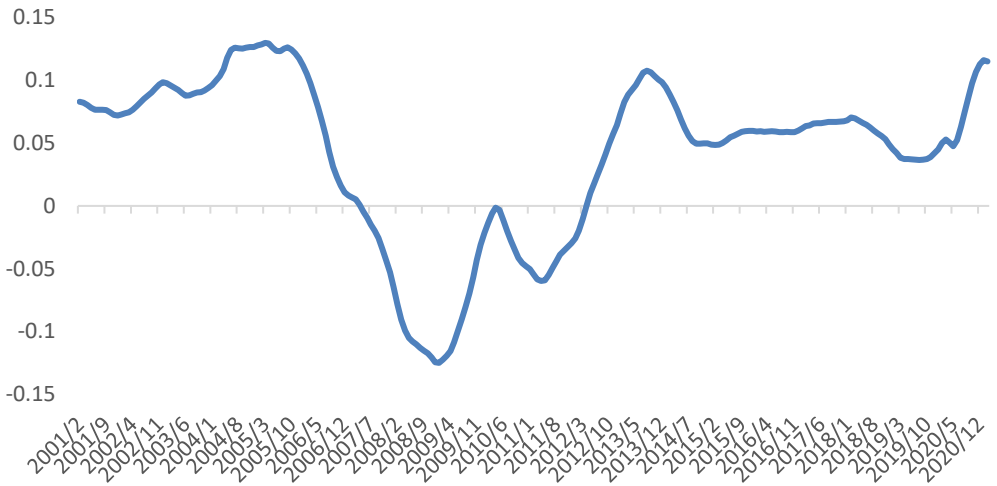
美国二手房平均挂牌天数快速下降



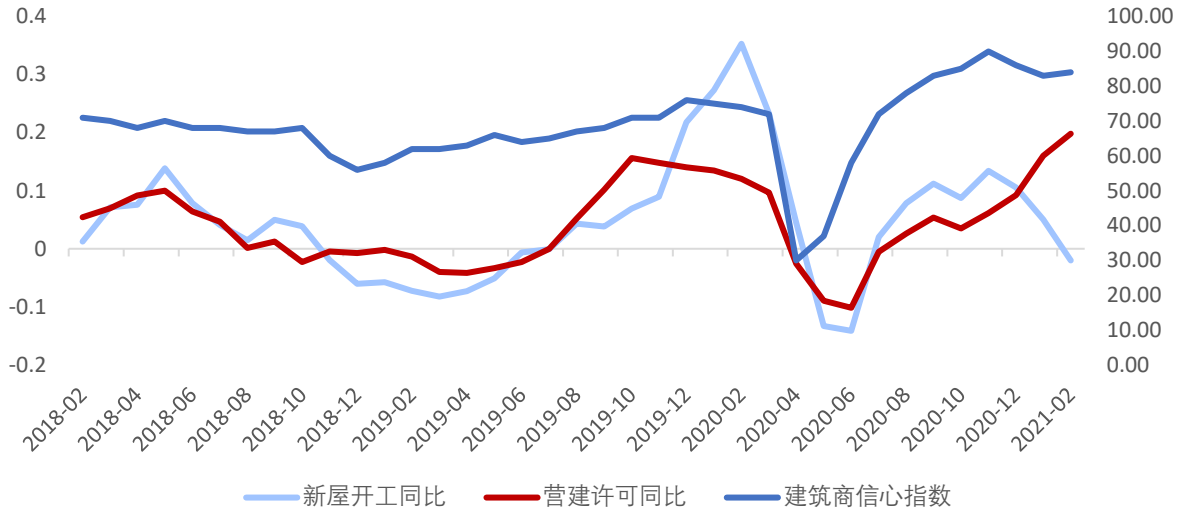
美国人很难买到现房



房价增速仍在加速上涨



疫情影响开工，但营建许可持续提升

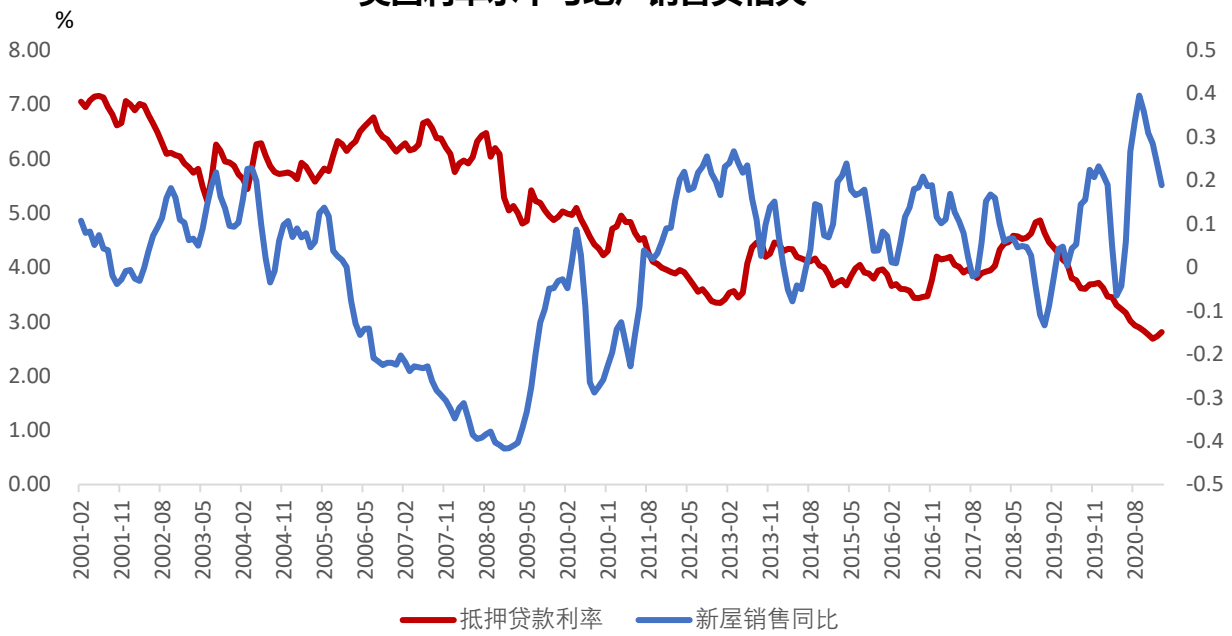


数据来源：Wind,信达证券研发中心

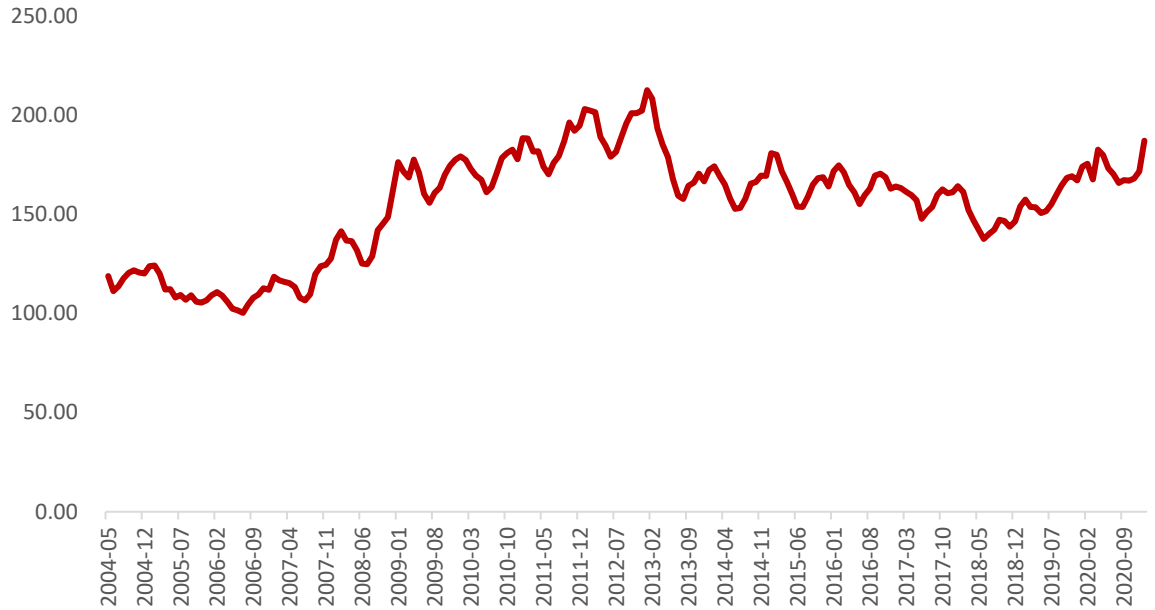
居民对房屋购买力仍强 后续开工仍有进一步上行空间

- 利率水平自2021年以来的抬升，对于地产销售带来一定的负面影响，但在大量财政补贴以及低利率的影响下，美国居民对地产的购买力仍强；
- 疫情以及寒潮影响美国地产开工，但从未开工的新屋库存上升来看，未来仍有进一步提升的空间。

美国利率水平与地产销售负相关



但当前美国居民购买力仍强，其对销售的影响仍然需要时间



数据来源：Wind,信达证券研发中心

新一轮基建计划呼之欲出

- **拜登政府预计将推出总规模达4万亿美元重建经济计划，其中传统意义基建计划规模约2.25万亿，将持续8年；**
- 基建计划总共分两部分，分别是以传统意义上的基础设施建设为主的“就业计划”和与人文关怀有关的“教育与医保计划”。就业计划” 包括传统基建，规模达2.25万亿美元，而“教育与医保计划”将于4月公布，总规模合计或将达到4万亿美元。
- **拜登声称资金来源以增税为主，但增加赤字可能仍然难以避免。**
- 资金来源方面，拜登的增税避开了富人税与资本利得税，主要征税措施包括将企业税率由21%提高至28%、提高全球最低企业税率等，希望在未来15年增税2万亿，甚至降低联邦赤字。
- 但拜登政府可能高估了加税的规模，共和党反对税收增加，其大规模加税在国内可能面临阻力。

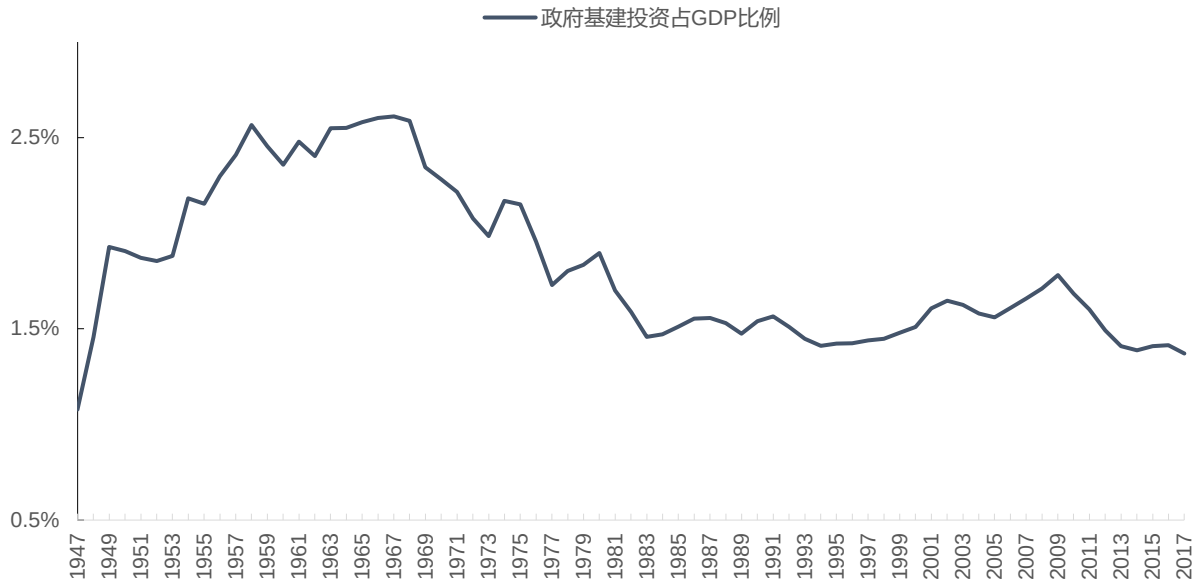
Build Back Better 重建美好计划		
领域	具体内容	资金支持规模
交通运输	现代化公共交通建设	1650
	改善桥梁、高速公路、公路等	1150
	改善道路安全	200
	美国铁路公司（用于东北走廊路段修理工程）	800
	改善航空机场	250
	改善水路和沿海港口	170
	电动车计划（建50万个充电站及电动车补贴和税收优惠）	1740
	其它	240
小计		*6200*
改善基础设施质量	建设高速宽带网络并扩大覆盖面积	1000
	升级电网	1000
	重建遭到自然灾害重创社区	500
	全国范围内更换铅管解决腐蚀问题	450
	农村水井和废水处理系统	100
	建造与翻修经济适用住房与可持续发展住宅	2130
	升级或建设新学校	1000
	退伍军人医院诊所现代化建设	180
	其它	140
小计		*6500*
制造业	投资研究发展项目——“最大非国防研发项目”，升级美国大学和联邦机构的研究基础设施和实验室	1800
	采购清洁能源、半导体制造等	3000
	改善工作环境	1000
小计		*5800*
老年人及残疾人护理基建	扩大为老人与身障者提供经济适用住房或社区照护	*4000*
合计		22500

数据来源：白宫官网，信达证券研发中心

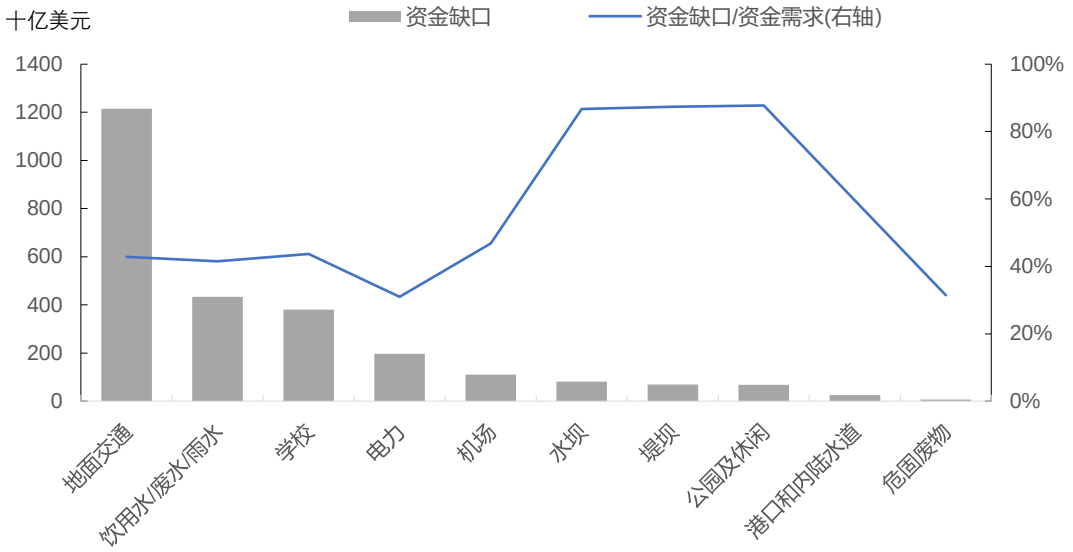
基建计划的长期影响大于短期

- 长期来看，政府部门主导的传统基建投资在2020年后已经持续下滑，当前占GDP的比重不足2%；
- 拜登2.25万亿基建计划由四部分组成，涉及传统基建领域的交通运输、基础设施质量改善累计达1.27万亿，但考虑每年投资的规模不大，其对于美国经济的短期拉动作用相对有限；
- 考虑总额超过4万亿的政府支撑计划，拜登可能希望通过疫情之后，民意对于财政扩张的支持以及低利率的环境，通过大财政计划，改变美国基础设施老旧、贫富差距加大等问题。如果美国财政扩张的倾向持续，可能对于经济带来长期影响。

美国政府基建投资在1968年后持续偏低



地面交通领域仍然存在较大的资金缺口

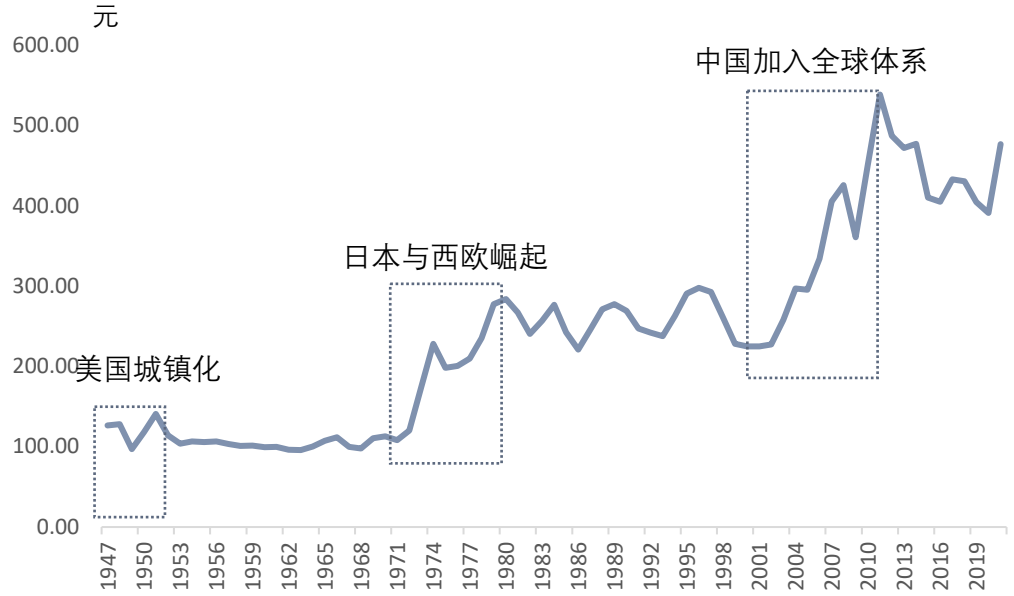


数据来源：Wind,信达证券研发中心

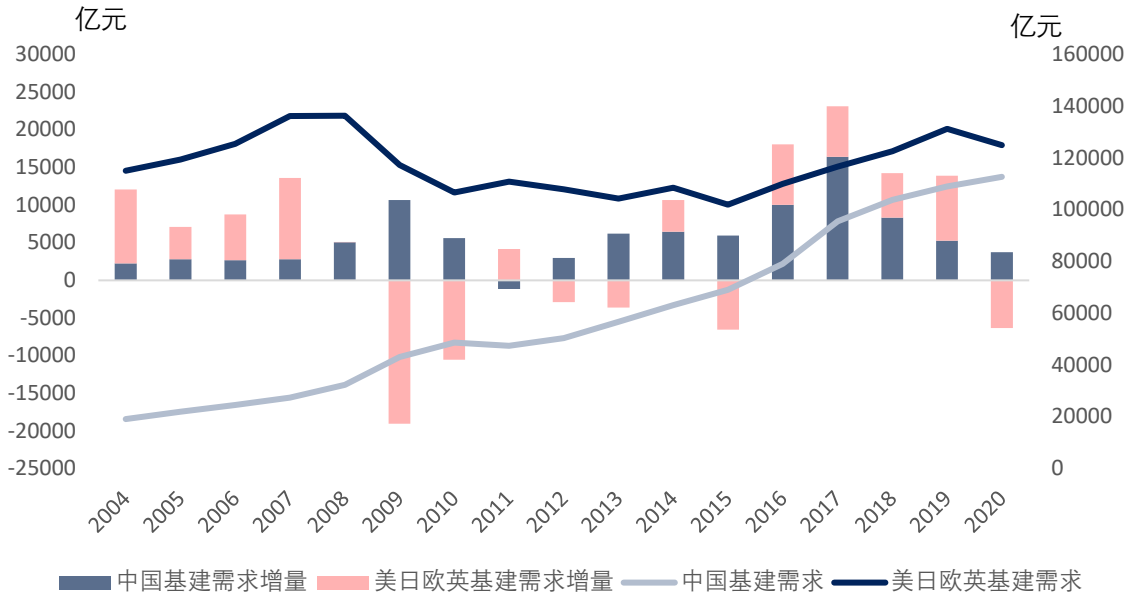
商品价格的超级周期是否存在值得商榷

- 历史上看，大宗商品的超级周期主要由需求驱动：1950年代美国的城镇化进程、1970年代日本与西欧的崛起、2000年代中国加入全球经济体系；
- 本轮海外的财政扩张是否能带来一轮超级周期需要观察：09年后中国基建投资规模接近美日欧英总和，住房市场进入存量时代，海外经济体的这一轮财政扩张能否带动商品价格的超级周期值得商榷；
- 美元指数的变化本质上是全球经济变化的结果，而非主要原因。

大宗商品的超级周期均由需求拉动



09年后中国基建投资接近美日欧英总和

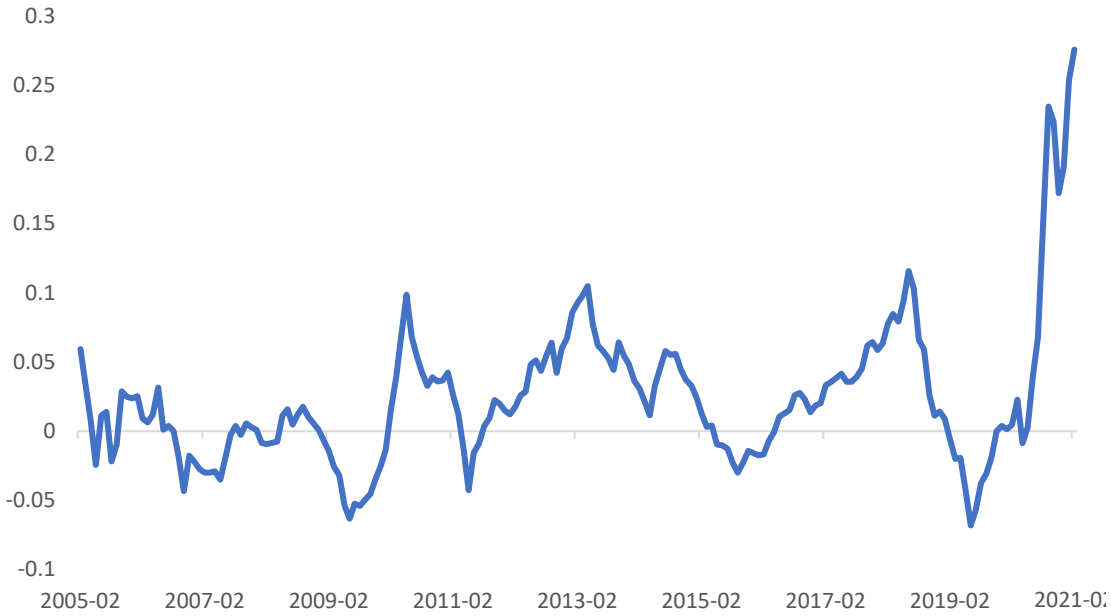


数据来源：Wind,信达证券研发中心

但本轮海外需求扩张推动的大宗商品价格升势可能尚未完结

- 海外当前的需求扩张，已经使得部分领域出现了价格的结构性上升；
- 美国木材价格大幅上行，钢材尤其是热卷价格国内外形成较大价差；
- 但考虑到钢材等内需为主的产品，中国需求占比过高，海外价格上涨可能难以向国内传导；
- 未来海外服务、设备投资以及地产投资改善，可能更多推升原油、化工与有色价格。

美国木制品PPI同比



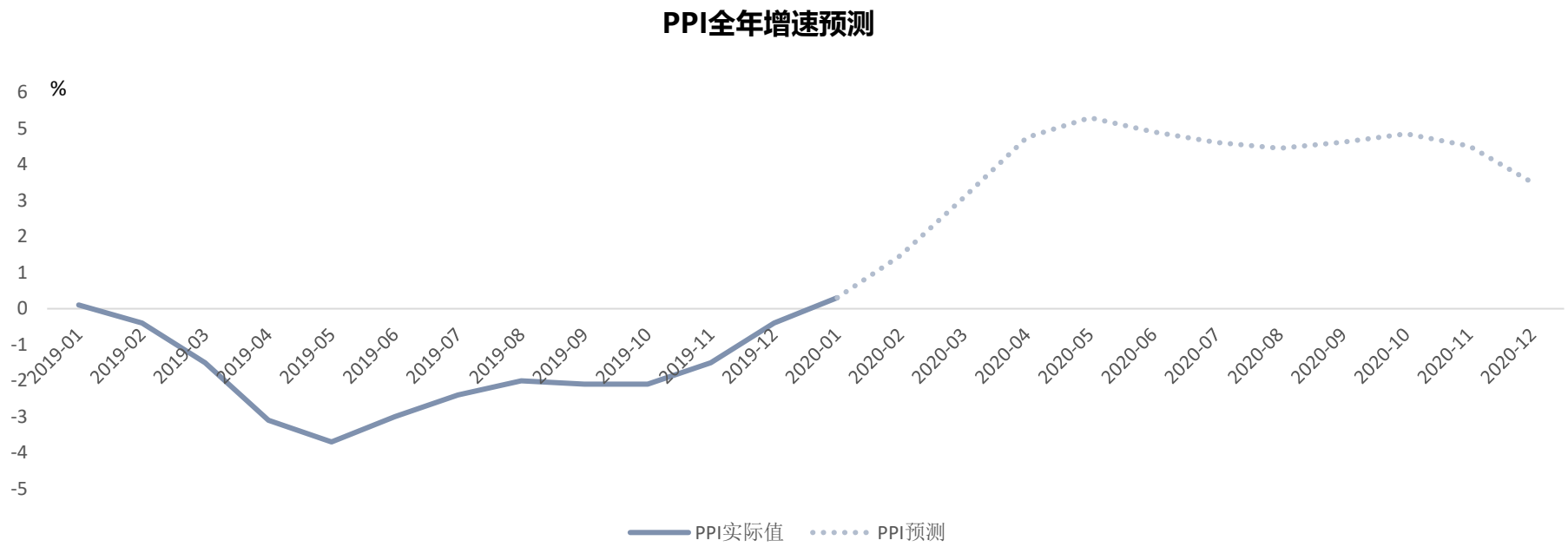
钢材国内外价差显著扩大



数据来源：Wind,信达证券研发中心

大宗商品再通胀的故事可能尚未结束

- 近期内外需商品态势逆转，国内建筑开工3月加快，海外疫情反复美元指数回升，国内定价的螺纹钢、动力煤等品种表现较强，海外定价的原油等品种出现了回调；
- 但在国内政策回归正常化的背景下，以及疫情减弱的大趋势下，这样的过程不会持续太久。
- 供给决定弹性，需求决定趋势——尽管我们并不认为大宗商品存在超级周期，且短期来看经过了前期的快速上行，大宗商品价格可能有所回调，但在海外需求扩张的预期下，再通胀的故事尚未结束。
- 假设煤炭、铁矿石与当前持平，有色价格，钢材价格较当前水平上升2%，化工品价格较当前水平上涨10%；
- 2021年原油价格均值达到63美元；
- PPI同比增速在5月将超过5%，下半年回落幅度可能持续维持在4%以上，全年PPI均值3.5-4%之间。



研究团队简介、机构销售联系人

李一爽，信达证券固定收益首席分析师， 复旦大学经济学硕士，6年宏观债券研究经验，曾供职于国泰君安证券、中信建投证券，在经济比较研究以及大类资产配置方面具有丰富的研究经验，团队曾获得新财富债券研究 2016 年第一名、 2017 年第四名。

周俚君， 新加坡国立大学数量金融学硕士， 曾供职于首席经济学家论坛从事宏观经济方向研究。

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼　　邮编：100031

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

免责声明

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时，提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数 ：沪深300指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

股票投资评级

买入： 股价相对强于基准20%以上；

增持： 股价相对强于基准5%～20%；

持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；

卖出： 股价相对弱于基准5%以下。

行业投资评级

看好： 行业指数超越基准；

中性： 行业指数与基准基本持平；

看淡： 行业指数弱于基准。