策略研究

策略研究周报

申港证券股份有限公司证券研究报告

# 申港证券 2021 年 3 月第一周策略周报

——恐慌情绪放缓等待反弹

2021 年 03 月 07 日


曲一平 分析师

SAC 执业证书编号：S1660521020001

quyiping@shgsec.com


## 投资摘要：


A 股在 3 月的第一周继续保持震荡，此前大幅跑输指数的小盘股（如国证 2000 和中证 1000）表现坚挺，上证红利指数也开始翻红。创业板 50、深证 100 和中证 100 等蓝筹龙头股继续震荡回调，年初至今核心蓝筹股的指数涨幅出现高开低走的态势。

从主要一级行业涨跌幅来看，近一周涨幅靠前的分别是钢铁、公用事业、纺织、商贸、采掘等板块。近一周跌幅靠前的是有色、食品饮料、化工、房地产、电气设备等板块，上一周走强板块出现大幅调整，市场热点非常散乱持续性差，只有碳中和题材下的钢铁股出现持续性。

**从资金流入来看，顺周期的钢铁、机械、有色、公用事业和高股息的防御板块银行都延续了主力资金净流入，市场关注度依然在经济复苏周期受益板块。**

**申万一级行业估值角度继续保持大幅分化。**目前处于过去十年高估值区间的是休闲服务、食品饮料、家用电器、汽车、交运等行业。目前处于过去十年低估值区间的是建筑装饰、农林牧渔、房地产、公用事业、通信等行业。

**从股债轮动角度，本周万得全 A 股息率维持在达 1.433%，十年期国债收益率下降了 4bp 到达 3.24%，十年期国债收益率-万得全 A 股息率数值到达 1.81%，离警戒值 2.5%还有 69bp。**

上证 50 和沪深 300 处于历史股债轮动相对高位，上涨乏力。而中证 500 处于历史股债轮动较低位置，后续有更大投资价值。

**美债收益率快速提升给市场带来诸多恐慌，对于美联储何时收紧流动性和未来加息节点的预测，市场有着不同声音，我们认为根据历史美联储加息前经济复苏度对比，本轮美国经济恢复常态可能大幅快于市场预期，最早至 2021 年二季度前即可实现。**

**我们预期本轮美债收益率大幅提升后续对于 A 股的冲击也将逐步衰减。**

**从商品市场来看，化工品和非金属建材（水泥、玻璃）高度景气呈现最强态势。一方面原油的上涨预期进一步传导至石油化工产业链主要生产品种，另外一方面对于水泥玻璃的大量需求并抬升价格已经释放了房地产产业链的全面回暖信号。**而焦煤焦炭动力煤等黑色产业链出现回调。农产品食用油领域呈现强于谷物的预期。**目前中游工业品正在全面掌握定价权，这是经济复苏的明显表现。**

本周更新的宏观数据来看，主要呈现有色金属加速补库存，能源化工补库供不应求。**在中国经济全面复苏的背景下，美国和欧盟经济数据也呈现出极强的复苏状态，这一轮全球性的经济大复苏带来的力度可能远超想象。**

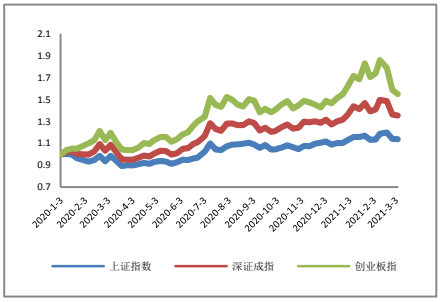
**下周投资策略：在全球经济大复苏和货币政策可能同步收紧的背景下，寻找低估值及高股息的滞涨板块防御为主要方向，在反弹期建议向大幅低估的顺周期板块建筑装饰、建筑材料、钢铁、机械、有色、公用事业布局。**

**风险提示：海外流动性风险、国内货币政策收紧风险。**


**大盘基本资料**

| | |
|---|---|
| 股票家数 | 4207 |
| 上证 50 平均市盈率 | 14.01 |
| 万得全 A 平均市盈率 | 23.03 |

**大盘走势图**




*资料来源：Wind，申港证券研究所*

**相关报告**

1、《美联储加息预期提前指引 A 股抱团新方向：高股息率大市值股受到青睐》2021-03-05

2、《申港证券 2021 年 2 月第四周策略周报：抱团行情遭遇剧烈冲击》2021-03-01

3、《基金抱团行情瓦解后的应对措施：市场风格切换迎来转机》2021-02-26

4、《补库存周期主导节后市场风格切换：强烈关注有色金属、化工、机械设备、农林牧渔行业龙头》2021-02-24

5、《当前可转债市场调整到了什么位置？：或输时间，但赢未来，关注双低可转债》2021-02-18

# 内容目录

1. 市场概览 ..... 4
2. 市场估值概览 ..... 6
3. 股债轮动风格 ..... 9
4. 海外市场扰动因素探究 ..... 11
4.1 美联储过去 20 年两次加息回顾 ..... 11
4.2 美联储加息前最显著考虑因素 ..... 12
4.2.1 核心通胀 ..... 12
4.2.2 充分就业 ..... 13
4.2.3 美国 PMI 景气度 ..... 15
4.2.4 房地产情况 ..... 15
4.2.5 消费者信心指数 ..... 16
4.3 美债收益率短期拉升反馈一年后加息预期不断提升 ..... 17
4.4 中国国债收益率主要遵从国内货币政策导向 ..... 18
5. 国内主要商品市场表现 ..... 20
6. 中观数据周度更新概览 ..... 20
7. 财经大事 ..... 25
7.1 中国 2021 年政府工作报告 ..... 25
7.2 美联储鲍威尔讲话 ..... 26
8. 投资策略 ..... 27
9. 风险提示 ..... 27

# 图表目录

图 1： 一级行业涨跌幅 ..... 5
图 2： 一级行业主力资金流向 ..... 5
图 3： 上证 50PE 和 PB 所处位置 ..... 6
图 4： 沪深 300 PE 和 PB 所处位置 ..... 7
图 5： 中证 500 PE 和 PB 所处位置 ..... 7
图 6： 万得全 A（除金融、石油石化）PE 和 PB 所处位置 ..... 8
图 7： 一级行业过去十年估值四分位 ..... 8
图 8： 一级行业所处过去十年估值百分位 ..... 9
图 9： 股债轮动概览 ..... 9
图 10： 主要指数股债强弱对比 ..... 10
图 11： 大小盘轮动 ..... 10
图 12： 美国:国债收益率:10 年 ..... 11
图 13： 美联储利率回顾 ..... 11
图 14： 美国核心通胀 ..... 13
图 15： 美国失业率和新增非农就业 ..... 13
图 16： 美国确诊病例:当日新增 ..... 14
图 17： 美国 PMI ..... 15
图 18： 美国房价指数 ..... 15
图 19： 美国消费者信心 ..... 16
图 20： 美国国债收益率 ..... 17
图 21： 美国十年期国债利差 ..... 18

图 22： 中国国债收益率 ..... 19
图 23： 美国中国十年期国债利差 ..... 19

表 1： 核心指数概览 ..... 4
表 2： 目前指数所处过去十年百分位情况 ..... 6
表 3： 过去 20 年两次加息节点 ..... 12
表 4： 美国就业数据（千人） ..... 14
表 5： 美联储加息前美债出现提前反馈 ..... 17
表 6： 主要商品表现 ..... 20
表 7： 重要财经数据更新 ..... 20

# 1. 市场概览

A 股在 3 月的第一周继续保持震荡，此前大幅跑输指数的小盘股（如国证 2000 和中证 1000）表现坚挺，上证红利指数也开始翻红。创业板 50、深证 100 和中证 100 等蓝筹龙头股继续震荡回调，年初至今核心蓝筹股的指数涨幅出现高开低走的态势。

**表1：核心指数概览**

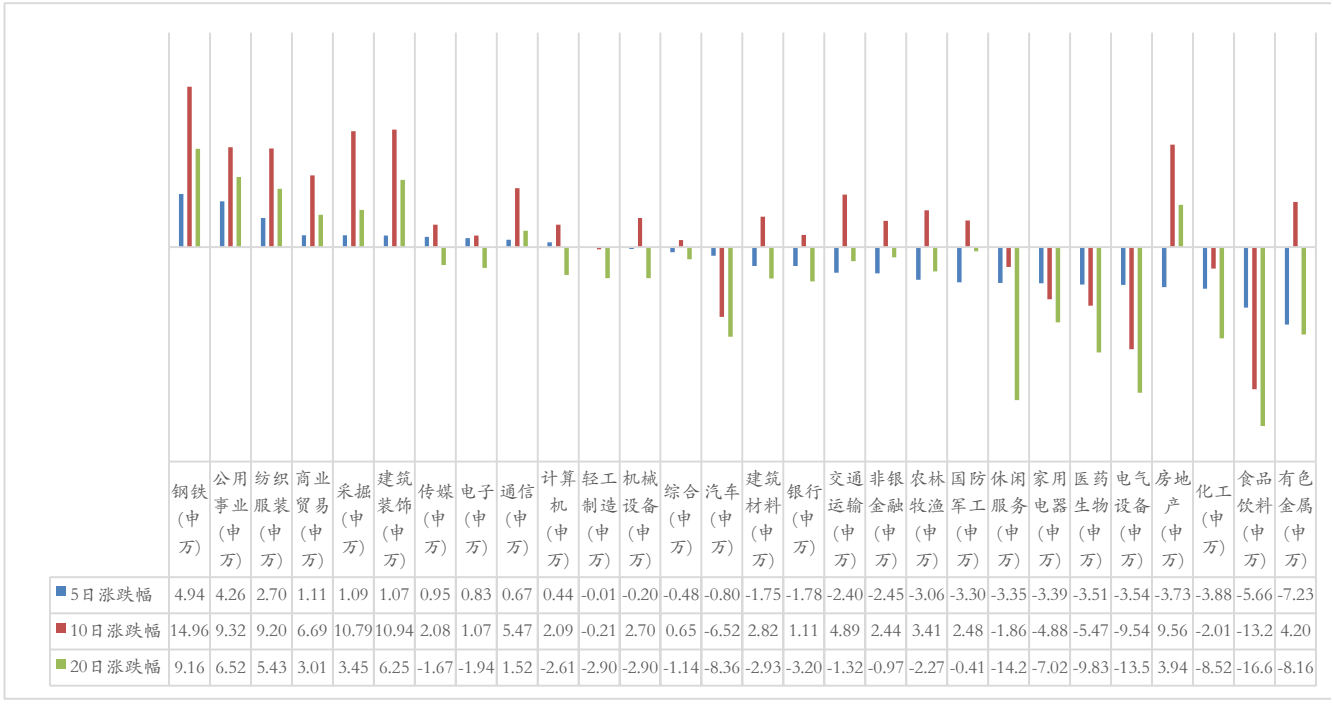
| 名称 | 总市值(万亿) | 5 日涨跌幅 | 10 日涨跌幅 | 20 日涨跌幅 | 年初至今 |
|---|---|---|---|---|---|
| 国证 2000 | 11.17 | 2.9% | 1.5% | 5.4% | -2.1% |
| 上证红利 | 10.47 | 2.4% | 1.1% | 8.4% | 3.7% |
| 中证 1000 | 9.81 | 2.1% | -1.1% | 2.4% | -2.9% |
| 中小板综 | 14.06 | 0.7% | -5.8% | -0.3% | 1.1% |
| 中证 500 | 11.34 | 0.6% | -4.5% | 0.9% | 0.6% |
| 科创 50 | 1.89 | 0.3% | -6.9% | -6.5% | -4.5% |
| 深证综指 | 34.88 | 0.2% | -6.9% | -1.6% | -1.3% |
| 深证 A 指 | 34.52 | 0.2% | -6.9% | -1.6% | -1.3% |
| 创业板综 | 10.47 | 0.1% | -7.2% | -3.7% | -4.2% |
| 上证 380 | 7.68 | 0.0% | -4.8% | 1.6% | 0.4% |
| 中小板指 | 8.00 | 0.0% | -9.2% | -2.9% | 1.7% |
| 万得全 A | 87.40 | -0.1% | -6.0% | -0.1% | -0.2% |
| 上证指数 | 49.73 | -0.2% | -5.3% | 0.5% | 0.8% |
| 上证 A 指 | 49.46 | -0.2% | -5.3% | 0.5% | 0.8% |
| 深证成指 | 25.10 | -0.7% | -8.9% | -2.8% | -0.4% |
| 国证 1000 | 67.63 | -0.9% | -8.0% | -1.3% | 0.4% |
| 中证 800 | 61.95 | -1.0% | -8.0% | -1.1% | 0.9% |
| 深创 100 | 10.76 | -1.2% | -11.0% | -6.4% | -1.3% |
| 沪深 300 | 50.61 | -1.4% | -8.9% | -1.7% | 1.0% |
| 上证 180 | 34.50 | -1.4% | -7.9% | -0.8% | 1.1% |
| 创业板指 | 6.14 | -1.5% | -12.6% | -8.2% | -3.2% |
| 深证 100 | 16.09 | -1.5% | -11.5% | -4.3% | -0.1% |
| 中证 100 | 34.77 | -1.6% | -9.2% | -1.5% | 1.6% |
| 上证 50 | 21.08 | -1.8% | -8.1% | -0.7% | 1.3% |
| 创业板 50 | 4.29 | -2.0% | -13.7% | -8.6% | -2.5% |
| 创成长 | 4.20 | -2.5% | -15.9% | -12.9% | -3.7% |
| 创业蓝筹 | 3.07 | -2.6% | -12.4% | -6.5% | -4.3% |

*资料来源：Wind, 申港证券研究所*

从主要一级行业涨跌幅来看，近一周涨幅靠前的分别是钢铁、公用事业、纺织、商贸、采掘等板块。近一周跌幅靠前的是有色、食品饮料、化工、房地产、电气设备等板块，上一周走强板块出现大幅调整，市场热点非常散乱持续性差，只有碳中和题材下的钢铁股出现持续性。

从资金流入来看，顺周期的钢铁、机械、有色、公用事业和高股息的防御板块银行都延续了主力资金净流入，市场关注度依然在经济复苏周期受益板块。

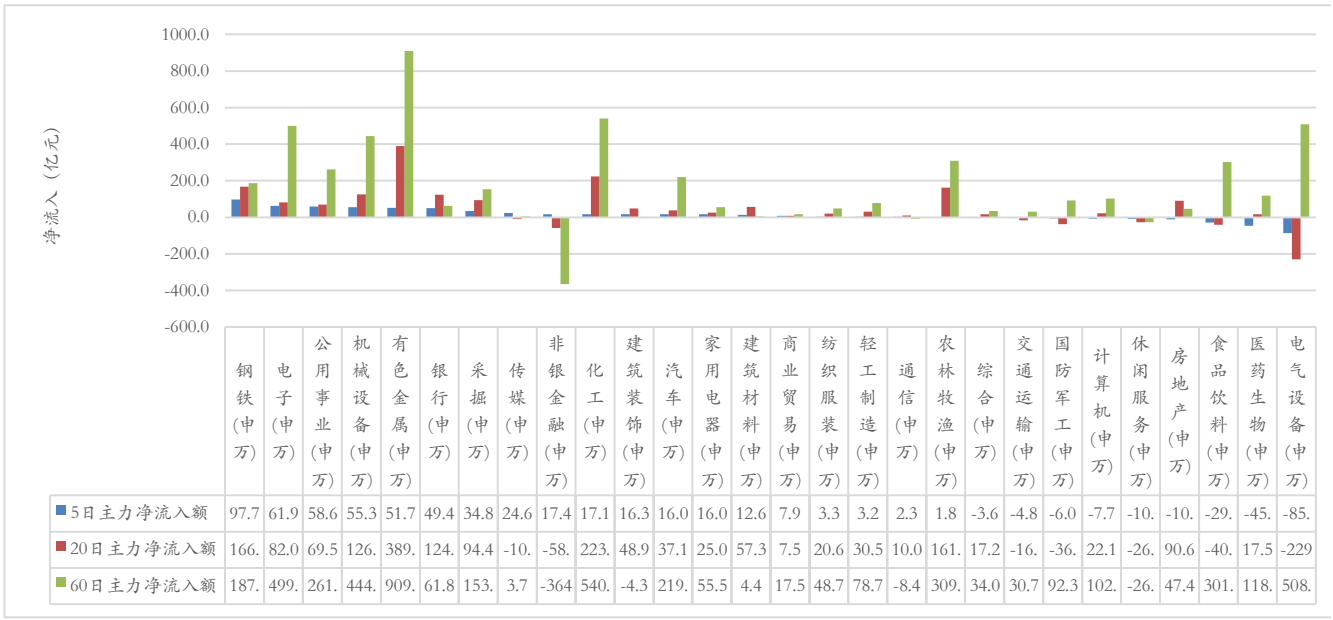
**图1：一级行业涨跌幅**



| | 钢铁(申万) | 公用事业(申万) | 纺织服装(申万) | 商业贸易(申万) | 采掘(申万) | 建筑装饰(申万) | 传媒(申万) | 电子(申万) | 通信(申万) | 计算机(申万) | 轻工制造(申万) | 机械设备(申万) | 综合(申万) | 汽车(申万) | 建筑材料(申万) | 银行(申万) | 交通运输(申万) | 非银金融(申万) | 农林牧渔(申万) | 国防军工(申万) | 休闲服务(申万) | 家用电器(申万) | 医药生物(申万) | 电气设备(申万) | 房地产(申万) | 化工(申万) | 食品饮料(申万) | 有色金属(申万) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 5日涨跌幅 | 4.94 | 4.26 | 2.70 | 1.11 | 1.09 | 1.07 | 0.95 | 0.83 | 0.67 | 0.44 | -0.01 | -0.20 | -0.48 | -0.80 | -1.75 | -1.78 | -2.40 | -2.45 | -3.06 | -3.30 | -3.35 | -3.39 | -3.51 | -3.54 | -3.73 | -3.88 | -5.66 | -7.23 |
| 10日涨跌幅 | 14.96 | 9.32 | 9.20 | 6.69 | 10.79 | 10.94 | 2.08 | 1.07 | 5.47 | 2.09 | -0.21 | 2.70 | 0.65 | -6.52 | 2.82 | 1.11 | 4.89 | 2.44 | 3.41 | 2.48 | -1.86 | -4.88 | -5.47 | -9.54 | 9.56 | -2.01 | -13.2 | 4.20 |
| 20日涨跌幅 | 9.16 | 6.52 | 5.43 | 3.01 | 3.45 | 6.25 | -1.67 | -1.94 | 1.52 | -2.61 | -2.90 | -2.90 | -1.14 | -8.36 | -2.93 | -3.20 | -1.32 | -0.97 | -2.27 | -0.41 | -14.2 | -7.02 | -9.83 | -13.5 | 3.94 | -8.52 | -16.6 | -8.16 |

*资料来源：Wind，申港证券研究所*

**图2：一级行业主力资金流向**




| | 钢铁(申万) | 电子(申万) | 公用事业(申万) | 机械设备(申万) | 有色金属(申万) | 银行(申万) | 采掘(申万) | 传媒(申万) | 非银金融(申万) | 化工(申万) | 建筑装饰(申万) | 汽车(申万) | 家用电器(申万) | 建筑材料(申万) | 商业贸易(申万) | 纺织服装(申万) | 轻工制造(申万) | 通信(申万) | 农林牧渔(申万) | 综合(申万) | 交通运输(申万) | 国防军工(申万) | 计算机(申万) | 休闲服务(申万) | 房地产(申万) | 食品饮料(申万) | 医药生物(申万) | 电气设备(申万) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 5日主力净流入额 | 97.7 | 61.9 | 58.6 | 55.3 | 51.7 | 49.4 | 34.8 | 24.6 | 17.4 | 17.1 | 16.3 | 16.0 | 16.0 | 12.6 | 7.9 | 3.3 | 3.2 | 2.3 | 1.8 | -3.6 | -4.8 | -6.0 | -7.7 | -10. | -10. | -29. | -45. | -85. |
| 20日主力净流入额 | 166. | 82.0 | 69.5 | 126. | 389. | 124. | 94.4 | -10. | -58. | 223. | 48.9 | 37.1 | 25.0 | 57.3 | 7.5 | 20.6 | 30.5 | 10.0 | 161. | 17.2 | -16. | -36. | 22.1 | -26. | 90.6 | -40. | 17.5 | -229 |
| 60日主力净流入额 | 187. | 499. | 261. | 444. | 909. | 61.8 | 153. | 3.7 | -364 | 540. | -4.3 | 219. | 55.5 | 4.4 | 17.5 | 48.7 | 78.7 | -8.4 | 309. | 34.0 | 30.7 | 92.3 | 102. | -26. | 47.4 | 301. | 118. | 508. |

*资料来源：Wind，申港证券研究所*

## 2. 市场估值概览

本周过后，上证 50PE 为 14.08，沪深 300PE 为 16.19，中证 500PE 为 27.93，万得全 A（除金融、石油石化）PE 为 38.84，分别处于历史 94%、93%、29%、78%百分位。呈现出蓝筹估值高企，小盘股估值较低的态势。上证 50PB 为 1.54，沪深 300PB 为 1.76，中证 500PB 为 2.04，万得全 A（除金融、石油石化）PB 为 2.92，分别处于历史 68%、72%、20%、67%百分位。

**表2：目前指数所处过去十年百分位情况**

| 目前指数所处过去十年百分位情况 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 名称 | 上证 50 | 沪深 300 | 中证 500 | 万得全 A(除金融、石油石化) |
| PE 值 | 14.08 | 16.19 | 27.93 | 38.84 |
| PE 百分位 | 94% | 93% | 29% | 78% |
| PB 值 | 1.54 | 1.76 | 2.04 | 2.92 |
| PB 百分位 | 68% | 72% | 20% | 67% |

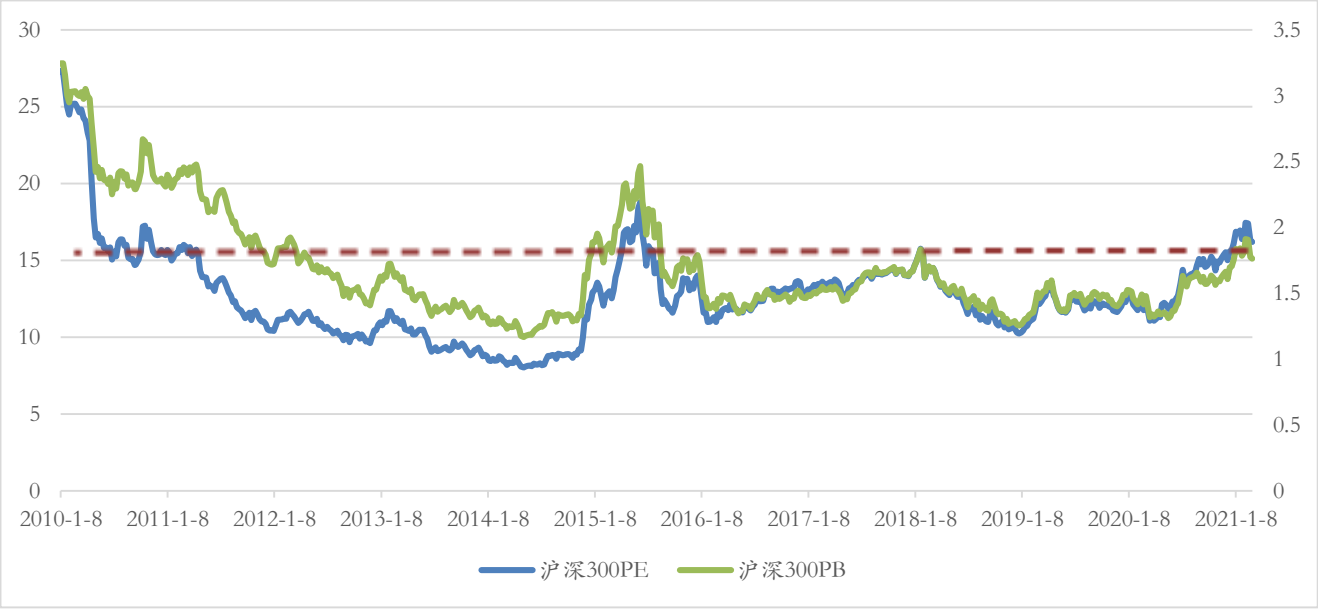
*资料来源：Wind, 申港证券研究所*

**图3：上证 50PE 和 PB 所处位置**



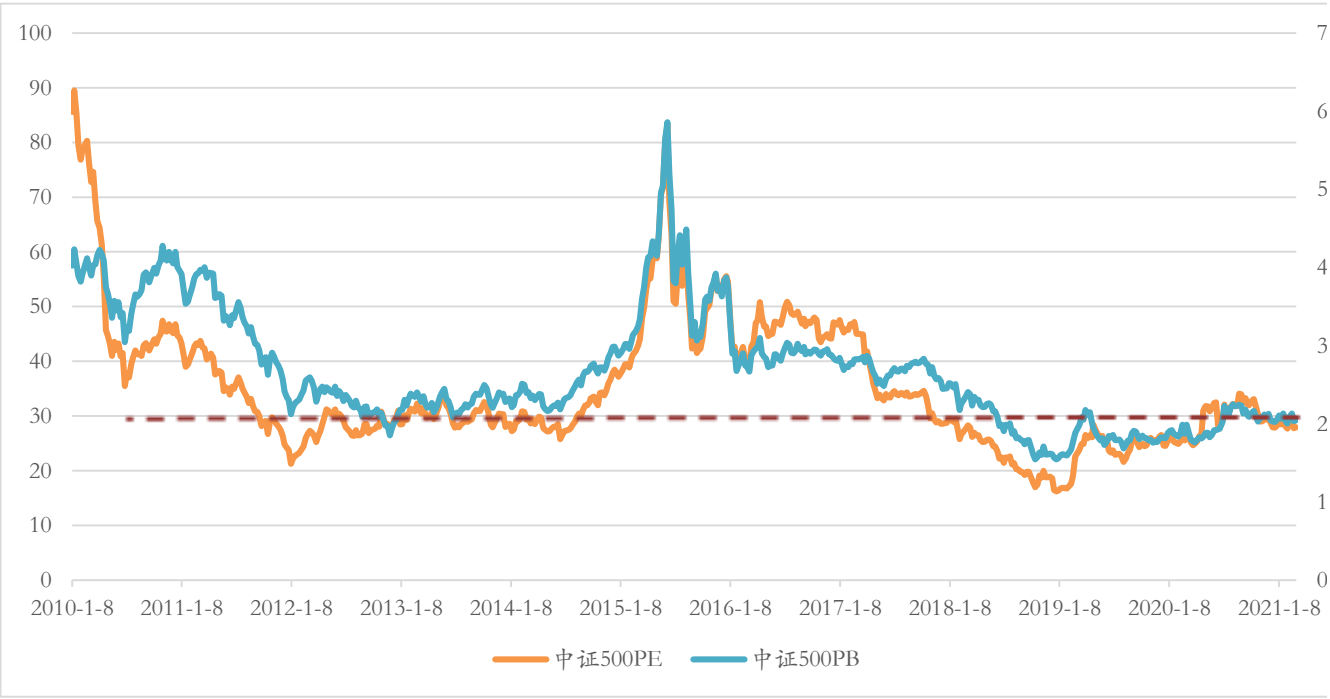

*资料来源：Wind, 申港证券研究所*

**图4：沪深 300 PE 和 PB 所处位置**



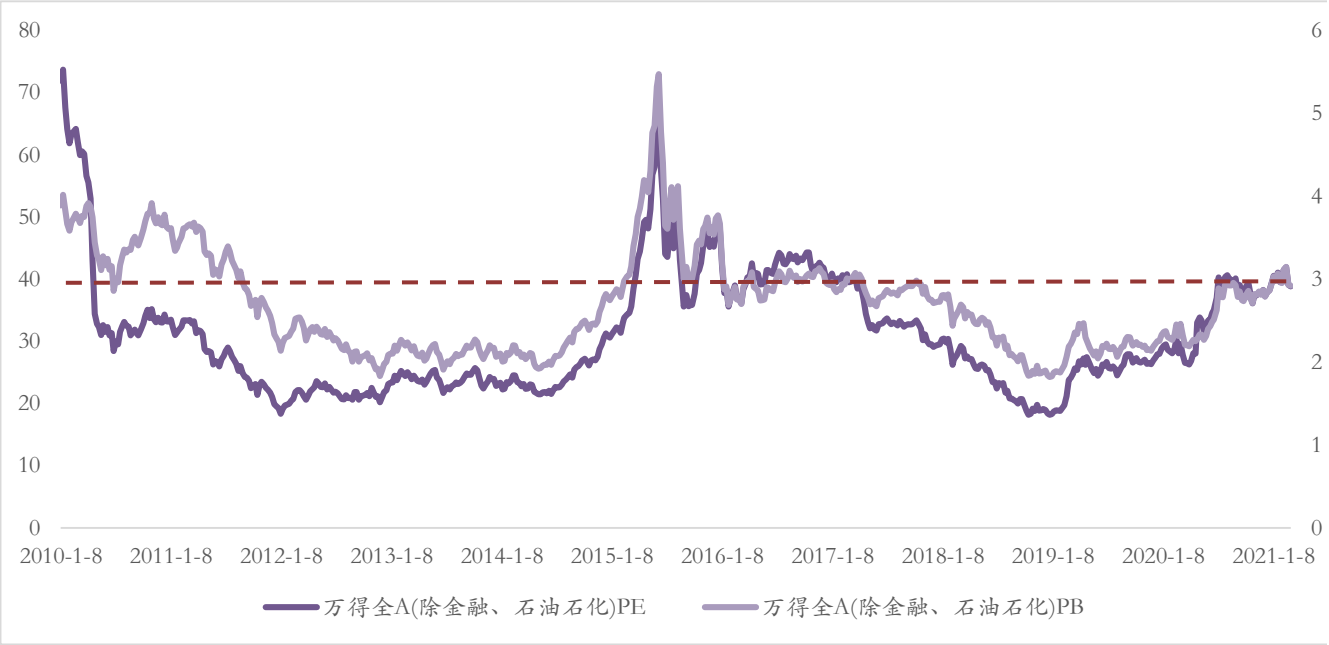

*资料来源：Wind, 申港证券研究所*

**图5：中证 500 PE 和 PB 所处位置**




*资料来源：Wind, 申港证券研究所*

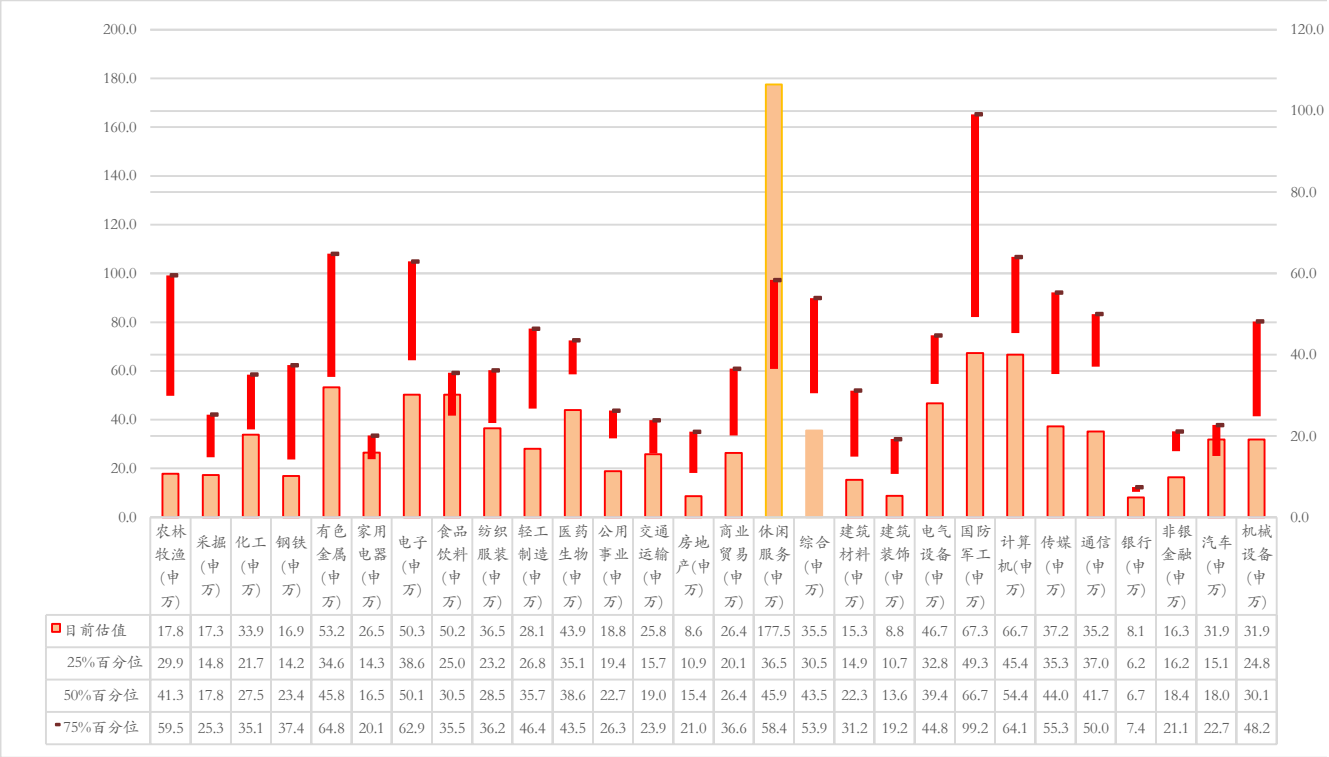
**图6：万得全 A（除金融、石油石化）PE 和 PB 所处位置**




*资料来源：Wind, 申港证券研究所*

**申万一级行业估值角度继续保持大幅分化。**目前处于过去十年高估值区间的是休闲服务、食品饮料、家用电器、汽车、交运等行业。目前处于过去十年低估值区间的是建筑装饰、农林牧渔、房地产、公用事业、通信等行业。

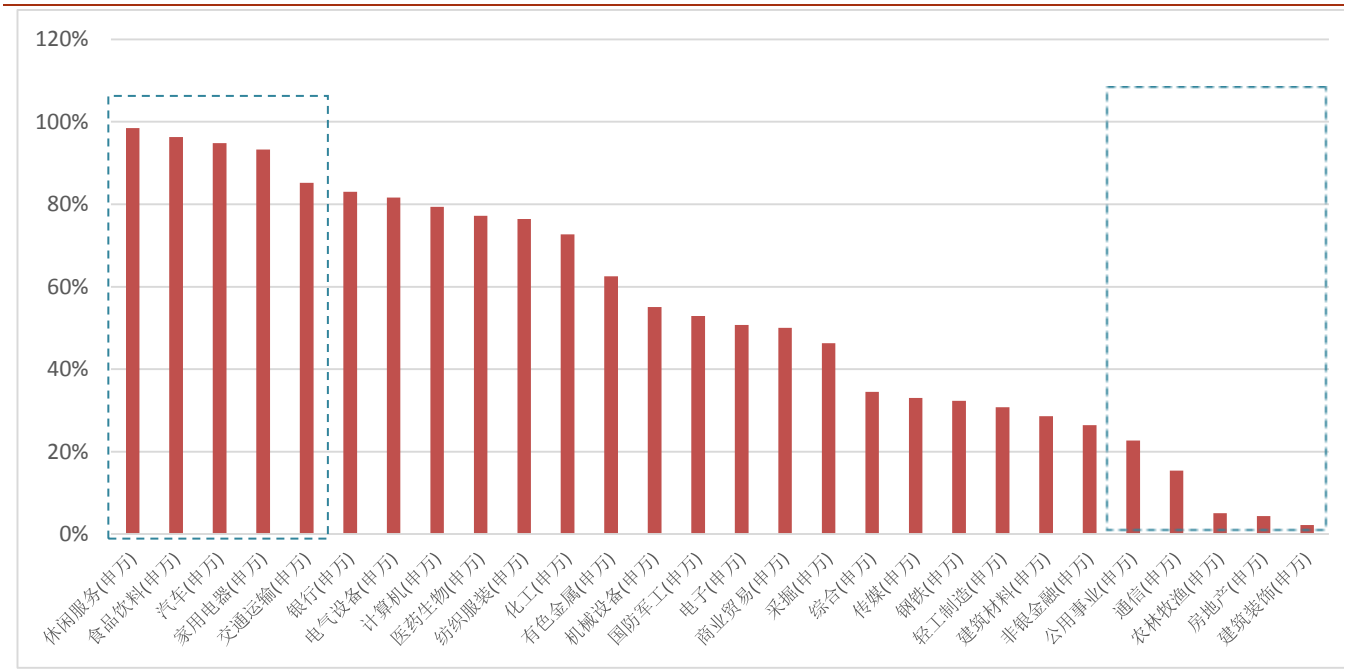
**图7：一级行业过去十年估值四分位**




| | 农林牧渔(申万) | 采掘(申万) | 化工(申万) | 钢铁(申万) | 有色金属(申万) | 家用电器(申万) | 电子(申万) | 食品饮料(申万) | 纺织服装(申万) | 轻工制造(申万) | 医药生物(申万) | 公用事业(申万) | 交通运输(申万) | 房地产(申万) | 商业贸易(申万) | 休闲服务(申万) | 综合(申万) | 建筑材料(申万) | 建筑装饰(申万) | 电气设备(申万) | 国防军工(申万) | 计算机(申万) | 传媒(申万) | 通信(申万) | 银行(申万) | 非银金融(申万) | 汽车(申万) | 机械设备(申万) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 目前估值 | 17.8 | 17.3 | 33.9 | 16.9 | 53.2 | 26.5 | 50.3 | 50.2 | 36.5 | 28.1 | 43.9 | 18.8 | 25.8 | 8.6 | 26.4 | 177.5 | 35.5 | 15.3 | 8.8 | 46.7 | 67.3 | 66.7 | 37.2 | 35.2 | 8.1 | 16.3 | 31.9 | 31.9 |
| 25%百分位 | 29.9 | 14.8 | 21.7 | 14.2 | 34.6 | 14.3 | 38.6 | 25.0 | 23.2 | 26.8 | 35.1 | 19.4 | 15.7 | 10.9 | 20.1 | 36.5 | 30.5 | 14.9 | 10.7 | 32.8 | 49.3 | 45.4 | 35.3 | 37.0 | 6.2 | 16.2 | 15.1 | 24.8 |
| 50%百分位 | 41.3 | 17.8 | 27.5 | 23.4 | 45.8 | 16.5 | 50.1 | 30.5 | 28.5 | 35.7 | 38.6 | 22.7 | 19.0 | 15.4 | 26.4 | 45.9 | 43.5 | 22.3 | 13.6 | 39.4 | 66.7 | 54.4 | 44.0 | 41.7 | 6.7 | 18.4 | 18.0 | 30.1 |
| 75%百分位 | 59.5 | 25.3 | 35.1 | 37.4 | 64.8 | 20.1 | 62.9 | 35.5 | 36.2 | 46.4 | 43.5 | 26.3 | 23.9 | 21.0 | 36.6 | 58.4 | 53.9 | 31.2 | 19.2 | 44.8 | 99.2 | 64.1 | 55.3 | 50.0 | 7.4 | 21.1 | 22.7 | 48.2 |

*资料来源：Wind, 申港证券研究所*

图8：一级行业所处过去十年估值百分位



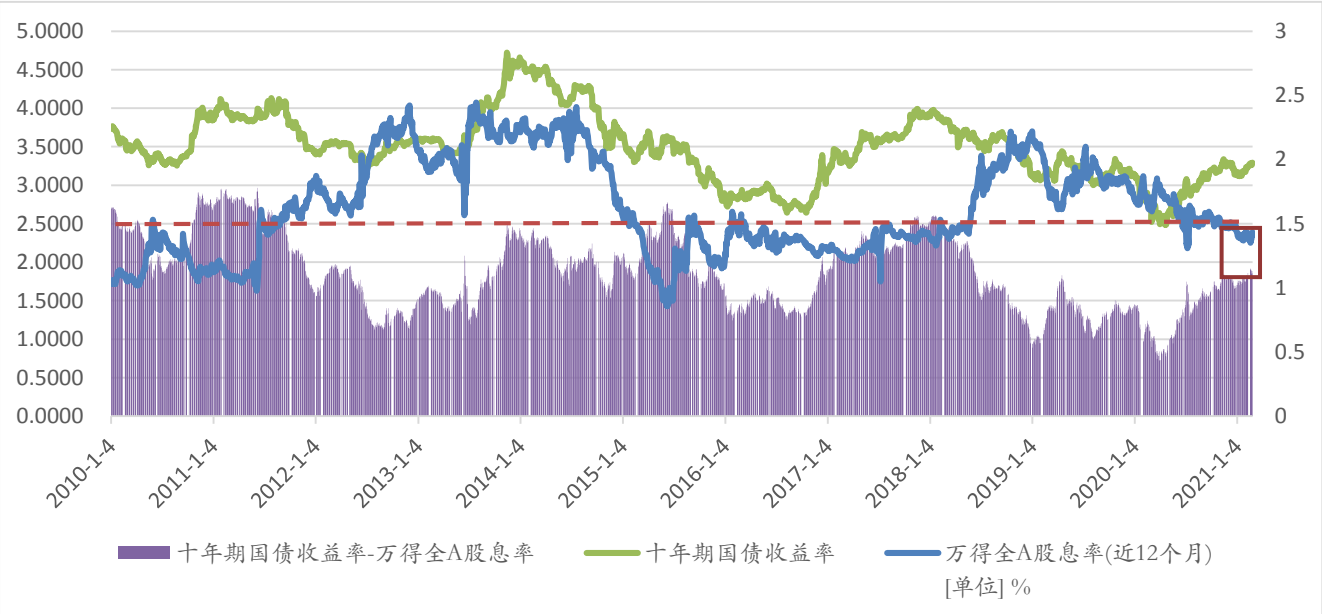

资料来源：Wind,申港证券研究所

## 3. 股债轮动风格

**从股债轮动角度，本周万得全 A 股息率维持在达 1.433%，十年期国债收益率下降了 4bp 到达 3.24%，十年期国债收益率-万得全 A 股息率数值到达 1.81%，离警戒值 2.5%还有 69bp。**

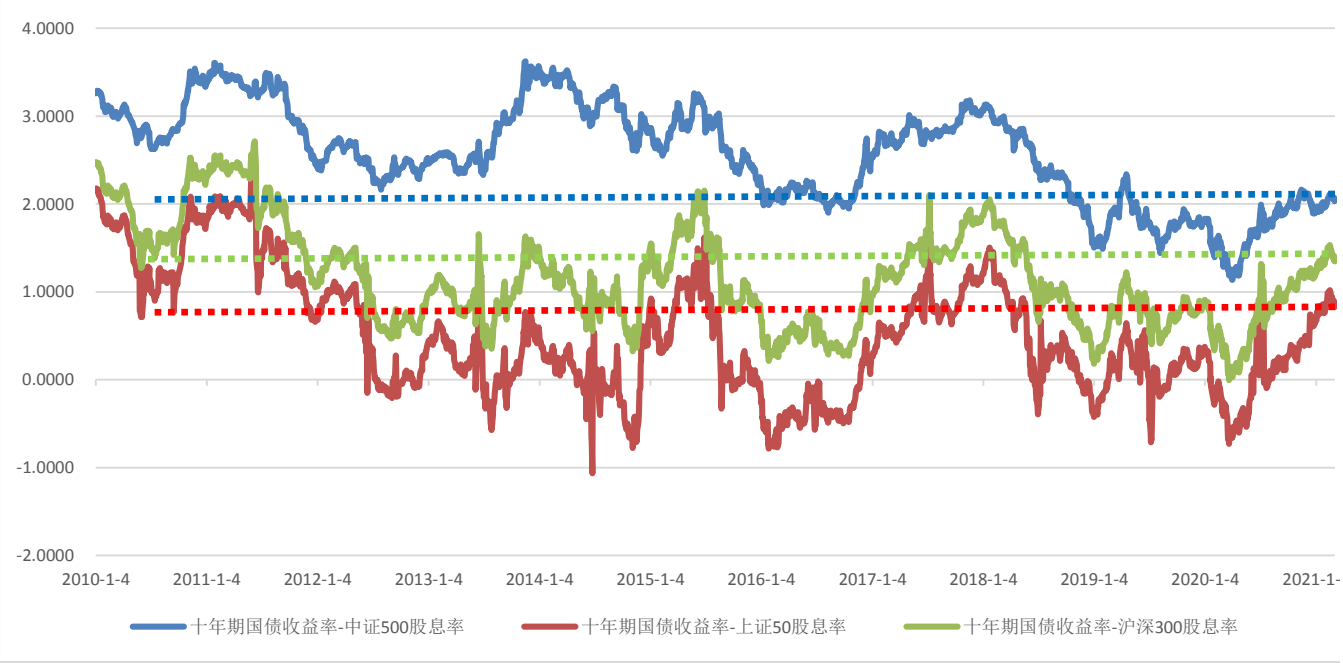
**上证 50 和沪深 300 处于历史股债轮动相对高位，上涨乏力。而中证 500 处于历史股债轮动较低估值位置，后续有更大投资价值。**

图9：股债轮动概览




资料来源：Wind,申港证券研究所

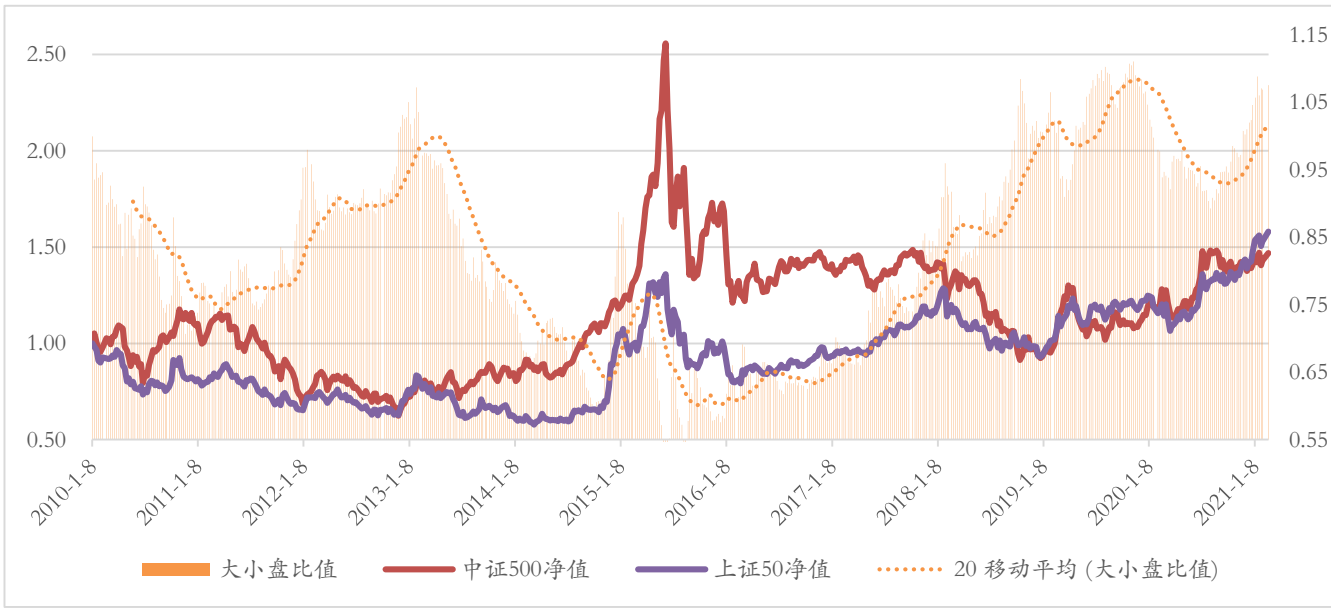
**图10：主要指数股债强弱对比**




*资料来源：Wind，申港证券研究所*

大小盘轮动角度，大盘为主的风格还未改变，大小盘比值继续保持在 2 年内高点，小盘股行情还远未到来。

**图11：大小盘轮动**



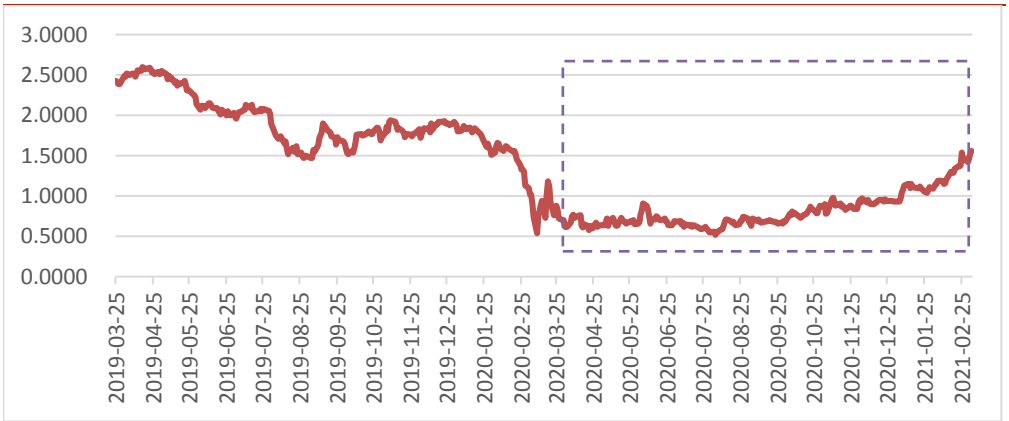

*资料来源：Wind，申港证券研究所*

## 4. 海外市场扰动因素探究

**美债收益率快速提升给市场带来诸多恐慌，对于美联储何时收紧流动性和未来加息节点的预测，市场有着不同声音，我们认为根据历史美联储加息前经济复苏度对比，本轮美国经济恢复常态可能大幅快于市场预期，最早至 2021 年二季度前即可实现。**

**而且我们预期本轮美债收益率大幅提升对于 A 股的冲击也将逐步衰减。**

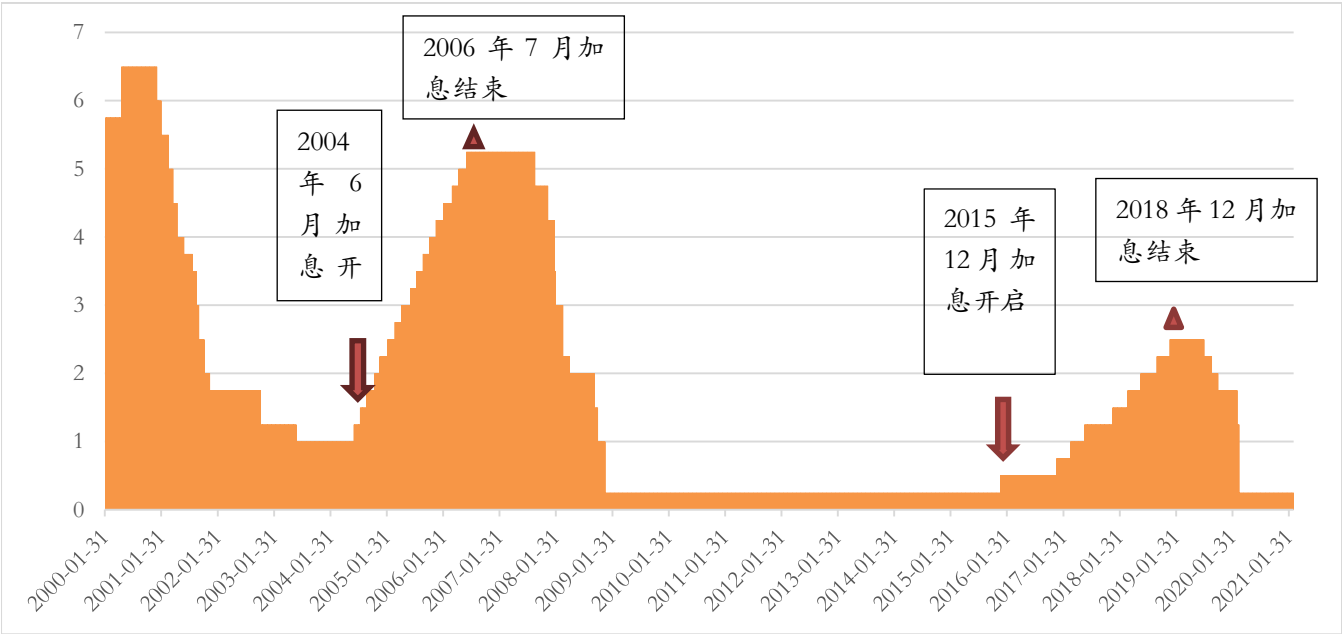
**图12：美国:国债收益率:10 年**




*资料来源：Wind，申港证券研究所*

### 4.1 美联储过去 20 年两次加息回顾

**图13：美联储利率回顾**




*资料来源：Wind，申港证券研究所*

表3：过去 20 年两次加息节点

| 加息开启节点 | 加息开始前利率 | 持续时间 | 结束时点 | 加息结束时利率 |
|---|---|---|---|---|
| 2004 年 6 月 | 1% | 25 个月 | 2006 年 7 月 | 5.25% |
| 2015 年 12 月 | 0.25% | 36 个月 | 2018 年 12 月 | 2.5% |

*资料来源：Wind，申港证券研究所*

**2004.6-2006.7 加息周期：**2001-2003 年的大幅降息激发了美国的房地产泡沫，20 中大城市房价同比增速都进入 15%高泡沫区间，需求快速上升拉动通胀和核心通胀抬头，2004 年 6 月美联储开始从 1%位置加息，在 25 个月时间里连续 17 次加息各 25 个基点累计 425 基点，直至 2006 年 6 月的 5.25%。随着 2008 年美国次贷危机引发全球金融危机，美联储再次开始降息至接近零的水平。

**2015.12-2018.12 加息周期：**基于 2009 年开始延续长达 6 年的 QE 量化宽松政策逐渐退出。2015 年美国核心通胀出现持续上升态势，就业充分恢复并且失业率不断下降，美国住房价格指数全面上涨超过次贷危机时高点，并且 10 大和 20 中大成熟房价同比增速连续突破 10%以上。美联储 2015 年 12 月开始从 0.25%位置加息，在 36 个月时间里连续 9 次加息各 25 个基点累计 225 基点，使得利率一直上行至 2.5%，直到 2019 年下半年开始三次降息至 2020 年 1 月到达 1.75%，并在 2020 年 3 月美国疫情爆发股市连续熔断后，急速 2 次大规模降息共 150 基点至 0.25%利率，回到历史最低值并维持至今。

## 4.2 美联储加息前最显著考虑因素

**我们认为美联储加息前考虑因素重要性排序为：1 核心通胀；2 充分就业；3PMI 景气度；4 房地产市场景气度；5 消费者信心恢复度。当前美国经济复苏中的条件 1、3、4、5 都实现了初步复苏，还需要条件 2 完成充分就业预期，本轮宽松周期的核心目标就初步实现。**

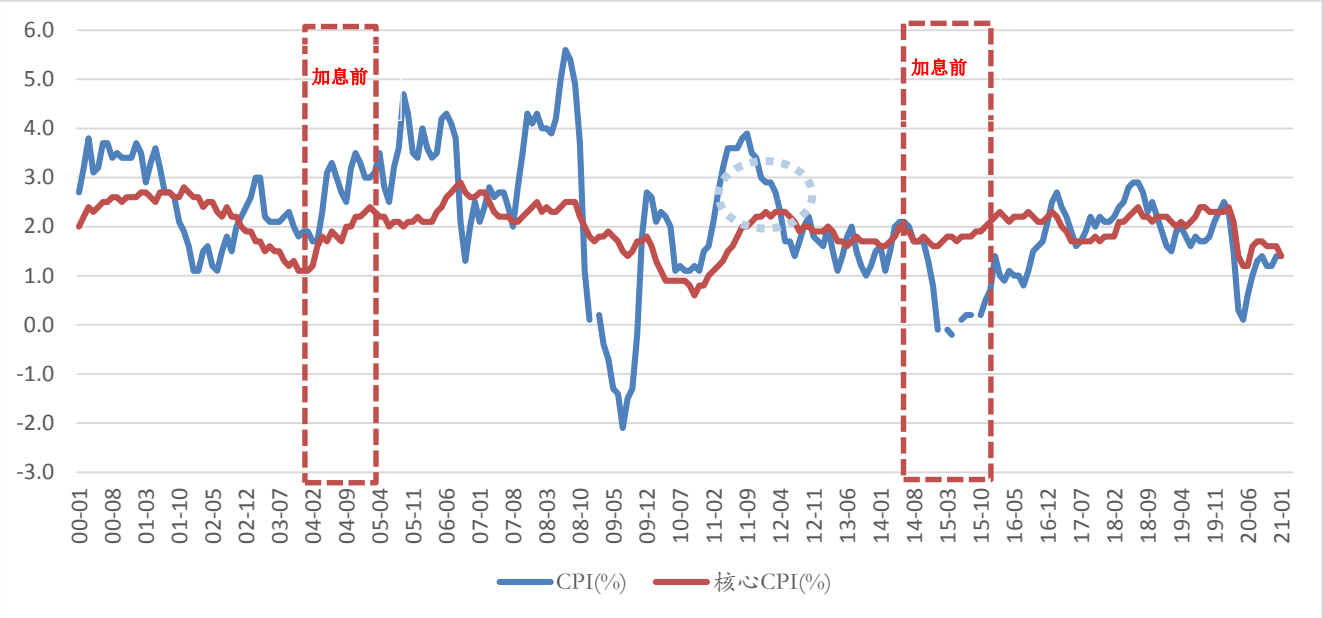
### 4.2.1 核心通胀

在美国构成 CPI 指数的商品共有 8 类，其中包括：食品酒和饮品、住宅、衣着、教育和通讯、交通、医药健康、娱乐、其他商品及服务。而美国核心 cpi 指数的计算是剔除了食品、石油等容易被季节气候影响的类型。

美国 CPI 各部分权重是 2011 年新修订的，其中住房(Housing)价格的权重为 41.02%、交通价格的权重为 16.87%、食品价格的权重是 15.25%、医疗价格的权重是 7.06%、教育和通讯价格的权重是 6.79%(其中教育价格的权重为 3.21%)、娱乐价格的权重是 6.04%。

核心 CPI 是美联储过往最为高频提及的衡量经济过热程度的指标，在 2004 年下半年，核心 CPI 大幅上升至 2%以上触发了经济过热担忧。2012 年初，虽然核心 CPI 有突破 2%节点，但充分就业尚未恢复，所以经济复苏尚未完成。2015 年下半年在美联储加息前，核心 CPI 持续性突破 2%区间，并且市场即将实现充分就业，所以符合加息前置条件。**核心 CPI 中住房价格是最大扰动因素，按照目前美国住房价格高度复苏情况，核心通胀在今年底达到 2%区间可能性大增。**

图14：美国核心通胀



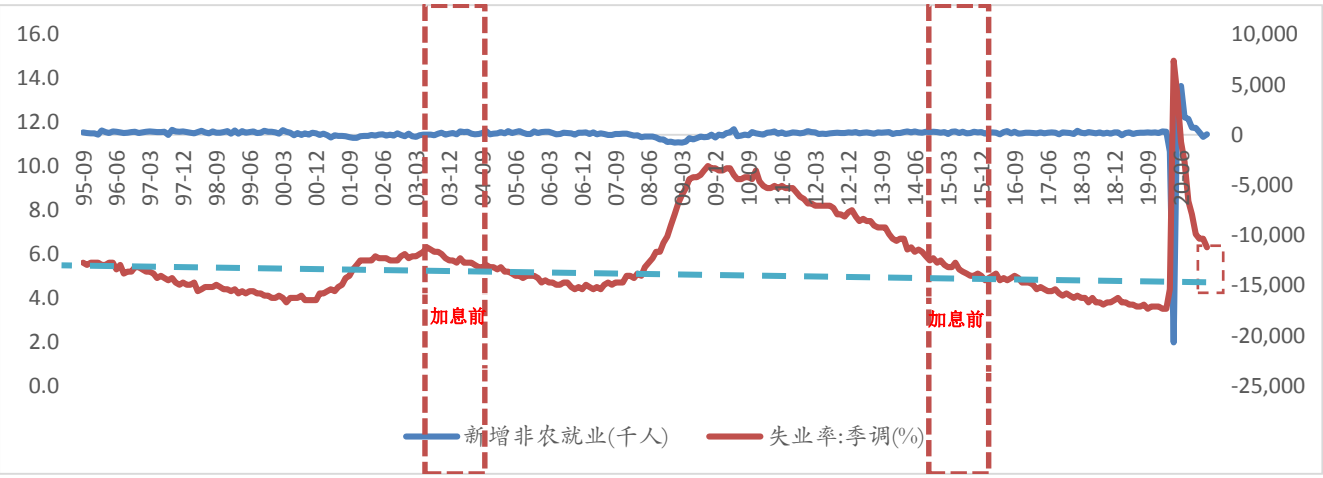

资料来源：Wind，申港证券研究所

### 4.2.2 充分就业

**美联储高度关注失业率和新增非农就业，当市场达到充分就业和稳定新增非农就业人口，经济复苏的第一目标就得以实现。**

在 2003 年 7 月至 2004 年 6 月加息前的一整年，失业率从 6.3%降至 5.5%，并且在后续一年中逐渐降至 5%以下，实现充分就业预期。在美联储大规模 QE 的期间，从 2009 年 10 月到 2015 年 12 月，失业率从 10%缓慢降至 5%，也是达到充分就业预期后才开始加息。美国疫情爆发后的 2020 年 4 月达到了近三十年失业率峰值 14.8%，但随着重启量化宽松的巨量经济刺激，目前失业率已经降至 6.3%。

图15：美国失业率和新增非农就业



资料来源：Wind,申港证券研究所

表4：美国就业数据（千人）

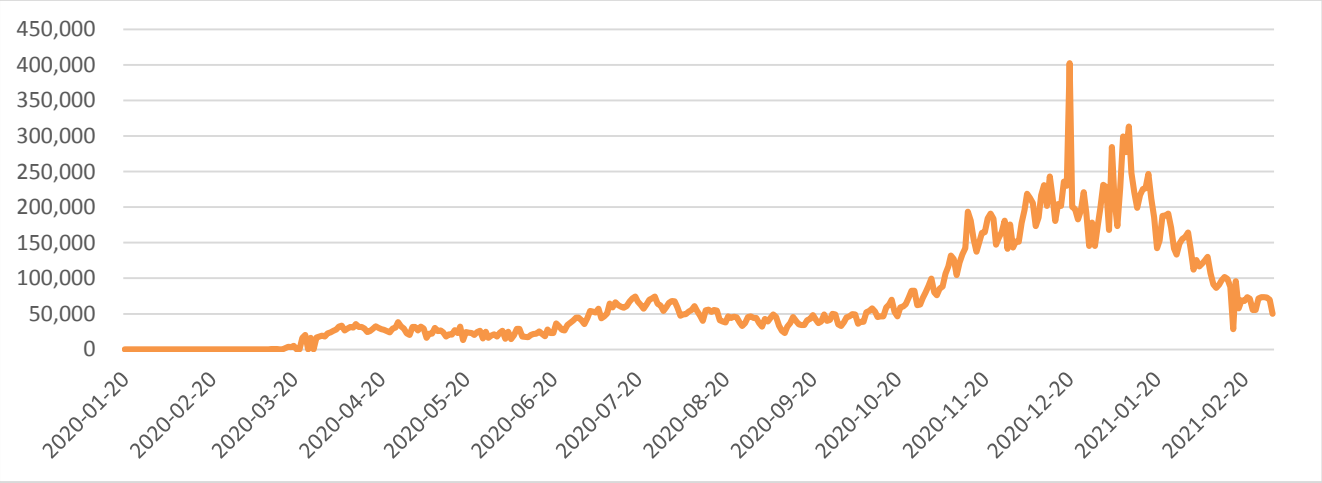
| 美国 劳动力 | 近期数据 | 前次数据 | 近一年最高 | 近一年最低 |
|---|---|---|---|---|
| 失业率 | 6.20 | 6.30 | 14.80 | 2.50 |
| 非农就业数据 | 379.00 | 166.00 | 4846.00 | -20679.00 |
| 非农就业私人 | 465.00 | 90.00 | 4807.00 | -19731.00 |
| 政府就业 | -86.00 | 76.00 | 517.00 | -948.00 |
| 制造业就业人数 | 21.00 | -14.00 | 655.00 | -1715.00 |
| 首次申请失业救济人数 | 745.00 | 736.00 | 6867.00 | 162.00 |
| 持续申请失业救济人数 | 4295.00 | 4419.00 | 24912.00 | 988.00 |
| ADP 就业人数变化 | 117.00 | 195.00 | 4350.00 | -19392.00 |
| 就业人数 | 150239.00 | 150031.00 | 158735.00 | 57172.00 |
| 失业人员 | 9972.00 | 10130.00 | 23109.00 | 1596.00 |

资料来源：申港证券研究所

**从现在开始计算，基于美国就业人口 1.5 亿人，使得美国失业人口从目前的 1000 万降低到 750 万人，才能实现 5%失业率状态充分就业。而以 2009-2015QE 期间非农就业人口稳态增加的速率，美国复苏度最早在 2021 年二季度就可以达到这一目标。**

而随着疫苗大规模推广，美国目前新增确诊病例正在急速减少，预计美国在三季度有望开始全面解封，届时恢复常态的美国月度非农新增就业人口如果达到 15 万人以上，用四个季度时间恢复充分就业的目标可能性大增，也因此我们预计加息节点至早可以提升到 2021 年二季度。

图16：美国确诊病例:当日新增

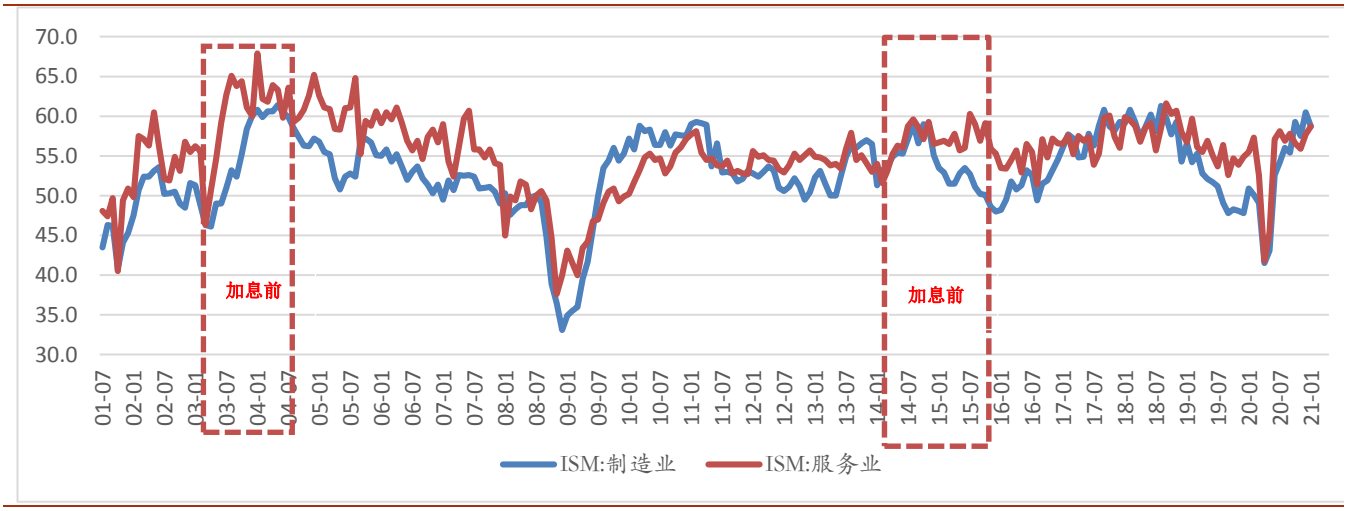



资料来源：Wind，申港证券研究所

### 4.2.3 美国 PMI 景气度

**美国制造业和服务业经济复苏已经保持两个季度，并且景气度有望持续恢复。**衡量美国制造业和服务业景气度的 ISM 指数，也是美联储经济复苏的一项重要指标。在 2004 年中旬加息前，美国制造业和服务业 PMI 都持续超过 5 个季度大幅飙升，并且处于 50 以上扩张区间。虽然 2015 年美国制造业 PMI 呈现先升后降，但服务业 PMI 自 2014 年初呈现连续 2 年的扩张，体现了第三产业高度复苏，2015 年 12 月依然开启加息周期。目前美国 PMI 在 2020 年 9 月才全面转正，扩张区间还不足两个季度，如果至 2021 年上半年持续高景气，保持扩张的周期就达到了 8 个季度，也实现了充分复苏的检验周期。

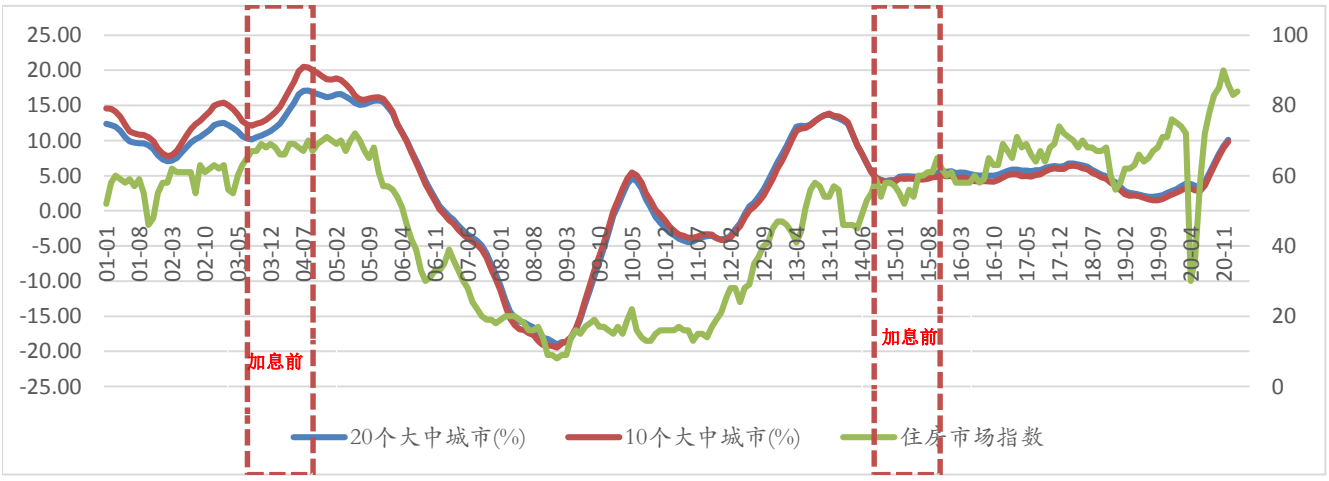
**图17：美国 PMI**




*资料来源：Wind，申港证券研究所*

### 4.2.4 房地产情况

**图18：美国房价指数**




*资料来源：Wind，申港证券研究所*

**目前美国房地产复苏度远超预期，并且 20 个中大城市及 10 个中大城市房价上涨同**

**比增速向着过热方向发展。**

全国住宅建筑商协会（NAHB）房地产市场指数（HMI）说明了住宅房屋销售和未来住宅建筑预测。 它是通过对约 900 家住宅建筑商进行调查而获得的。 高出 50 的指标表示美国房地产市场前景看好。

在 2004 年 6 月加息节点前美国 20 个和 10 个中大城市同比增速触碰到了 15%泡沫区间，住房市场指数复苏超过 2 年符合加息需求。而 2015 年 12 月加息前，美国住房价格指数进入扩张区间超过 2 年，符合全面复苏初步预期。

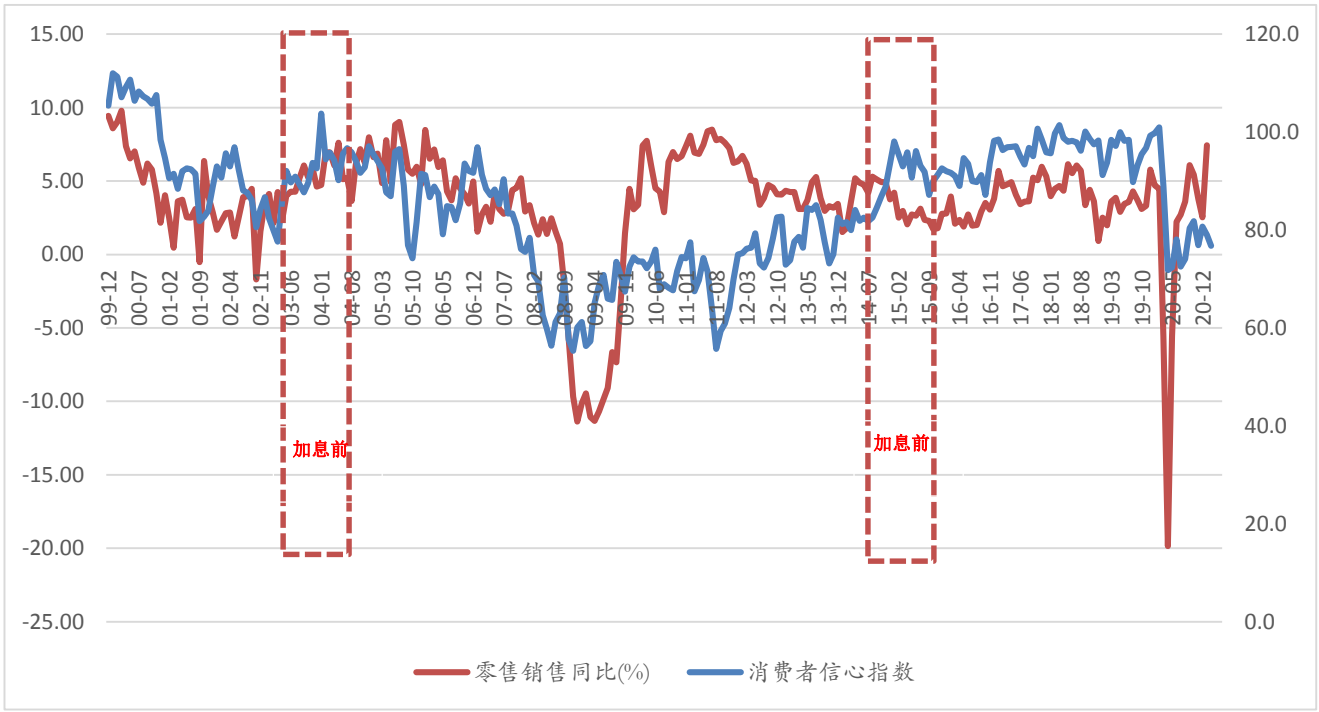
进入 2021 年，美国住房价格指数创 10 年新高，从 2020 年 4 月低位 30（严重收缩），至 6 月即进入扩张区间并一路升至 84，主要城市同比房价增速即将突破 10%，房地产资产泡沫也在蔓延，尤其对于核心 CPI 通胀提升会有显著影响。

**尤其在高度注重民生的拜登政府上台后，抑制房价过快上涨和房租过快上涨，将成为美国施政目标中的重要组成部分。**

### 4.2.5 消费者信心指数

在美联储近 20 年的历史 2 次加息前，消费者信心指数保持了四个季度在 80 以上（强复苏）。在复苏周期零售同比增速往往先行于消费者信心指数，最新一期，美国零售销售同比增速已经达到 7.43%，消费者信心指数目前为 76.8，有望在一季度实现突破 80 这一区间。

**图19：美国消费者信心**




*资料来源：Wind，申港证券研究所*

美国新一轮 1.9 万亿美元刺激法案已于 2 月 27 日在众议院表决通过，议程正式迈

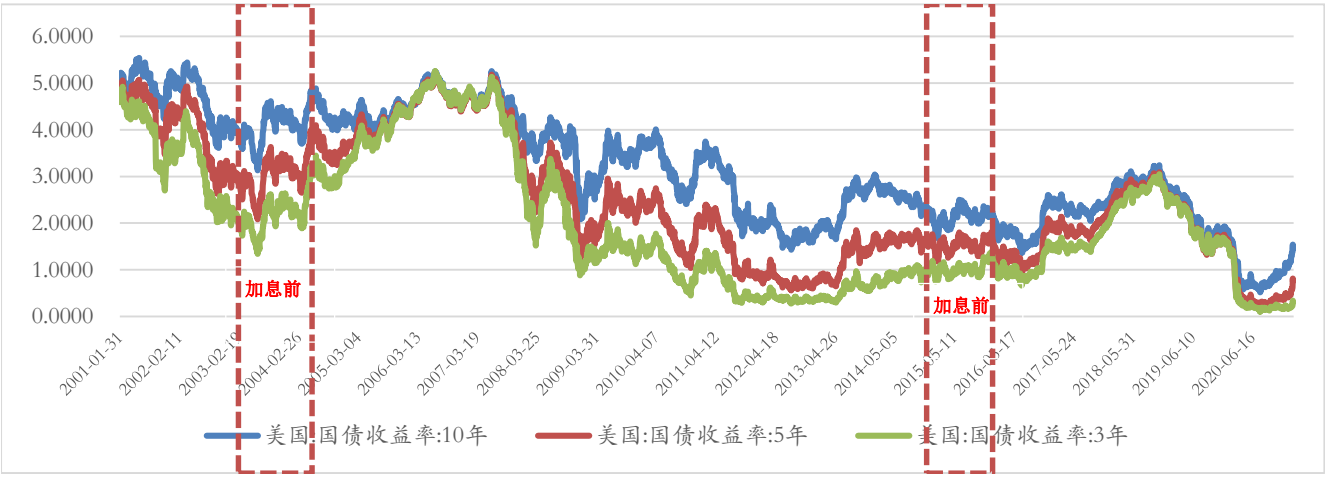
向最后一步。按照立法流程，法案本周将在美国参议院进行表决。

此次通过的经济刺激计划包括向符合规定（年收入低于 75000 美元）的美国民众发放每人 1400 美元补助。这项补助将惠及大多数美国人。此外，该计划还将每周失业救济额外福利提高至 400 美元(至 8 月)；为新冠疫苗接种计划注资 200 亿美元；提供 500 亿美元用于新冠病毒检测和感染者追踪；为州和地方政府提供 3500 亿美元；为学校重新开放提供 1700 亿美元等。

**进一步的刺激法案落地有利于助推美国消费进一步恢复，如果后续消费者信心指数持续在 80 以上扩张区间，可以视为下游消费的复苏初见成效。**

## 4.3 美债收益率短期拉升反馈一年后加息预期不断提升

**图20：美国国债收益率**




*资料来源：Wind，申港证券研究所*

**表5：美联储加息前美债出现提前反馈**

| | | 美国十年期国债收益率期间低点 | 美国十年期国债收益率期间高点 | 期间最大变化幅度 |
|---|---|---|---|---|
| 2003.6-2004.6 | 加息前一年 | 3.1 | 4.85 | 175bp |
| 2004.6-2006.7 | 加息后阶段 | 4.06 | 5.23 | 117bp |
| 2014.12-2015.12 | 加息前一年 | 1.68 | 2.2 | 54bp |
| 2016.1-2018.12 | 加息后阶段 | 1.6 | 3.22 | 162bp |

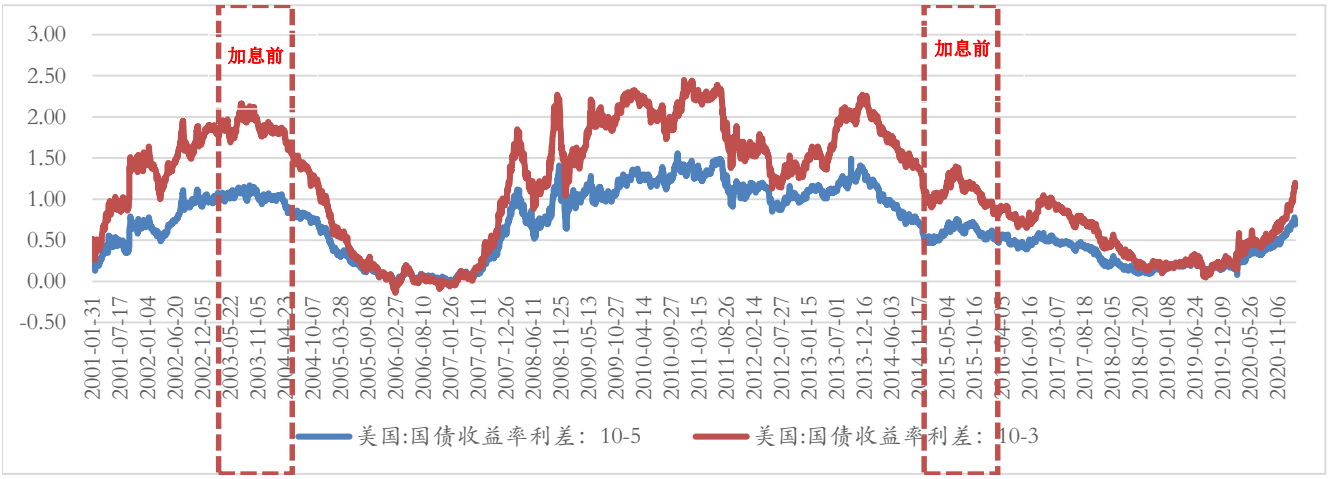
*资料来源：Wind，申港证券研究所*

**总体来看，美联储历次加息前一年时间里，美国十年期国债收益率提升都已经提前反馈在了市场中，并且反馈幅度基本匹配加息后第一年度的利率提升幅度。**美联储 2004.6 开始后加息第一年利率提升了 200bp，在之前一年美国十年期国债收益率已经提升 175bp。美联储 2015.12 后加息第一年利率提升了 50bp，在之前一年美国十年期国债收益率已经提升 54bp。

**近三个月美国十年期国债收益率快速提升了超过 70bp，实际是在反馈一年后美国可以实现初步加息的一致预期正在提升。**

在加息周期之前一年，美债利差会呈现先走高后走低的态势。现阶段美国国债收益率利差正在迅速恢复至 2009-2014QE 期间利差下线区间。等待利差由高到低再次收敛趋势将代表加息的预期逐渐落地。

**图21：美国十年期国债利差**




*资料来源：Wind，申港证券研究所*

## 4.4 中国国债收益率主要遵从国内货币政策导向

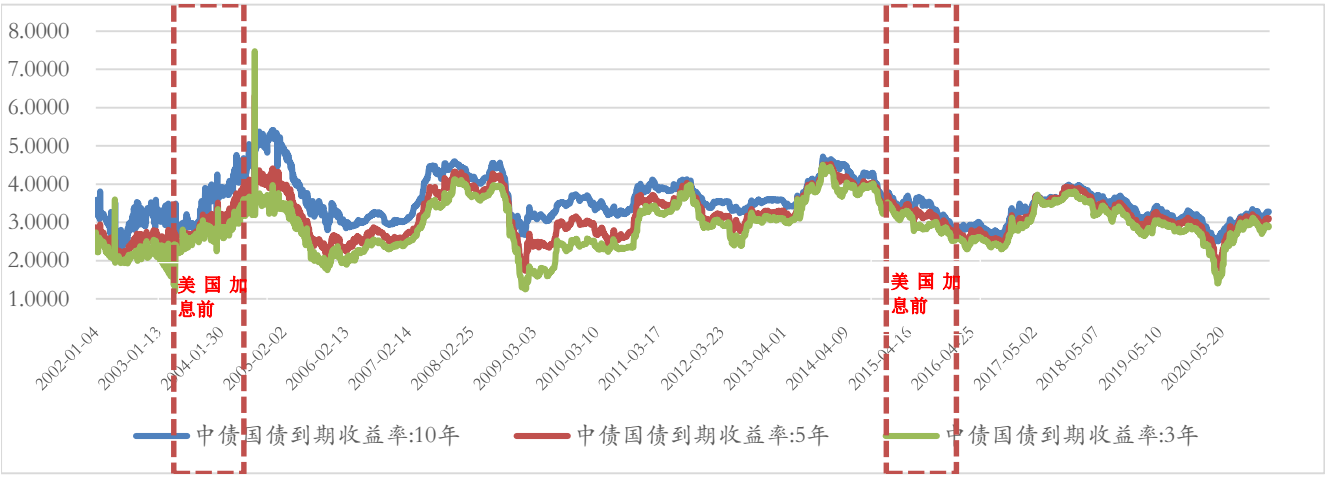
**中国国债收益率的走势在美联储加息前依然遵从国内货币政策导向，没有完全匹配美债规律，这是中国货币政策相对独立特点而决定的。**

比如 2003.6-2004.6 中国十年期国债收益率从 2.7%上升到 4.7%上升了 200bp，大背景是从 2002 年 4 季度开始生产价格就以高于 CPI 的幅度快速上涨，其间受“非典”影响一度回落，2003 年 9 月份以后部分原材料和能源出现瓶颈制约，同时出现了粮食供求关系趋紧，固定资产投资增长过猛，货币信贷投放过多，煤电油运供求紧张等问题，通胀压力凸显。2004 年，中央根据经济运行中出现的投资膨胀加剧、物价回升加快等新情况，在“两会”以后果断提出要紧紧把握土地、信贷两个闸门，及时加大了调控力度。

2014.12-2015.12 期间中国正逢持续降息降准，中国十年期国债收益率 3.8%降至 2.8%降低超 100bp，没有跟随这期间的美国国债收益率的大幅上升加息预期反馈。央行除了要应对经济下行潜在风险之外，还要解决经济增长和国际收支平衡之间的矛盾。当时面临着应对资本外流和国内经济下行压力的两难选择时，依然选择使用降准降息操作工具，央行货币政策整体为稳健略宽松状态。

**根据去年 12 月中央经济工作会议和近期中央政治局会议中的表述，2021 年两会可能重申“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”这一总的货币方针。随着疫情相关的影响降低经济恢复常态、房地产泡沫化受到政府关注，影响货币政策正常化恢复度更加依赖两会期间政府在防风险和控杠杆方面的总体评估。目前需要等待全年的货币政策大方针逐渐落地。**

**图22：中国国债收益率**

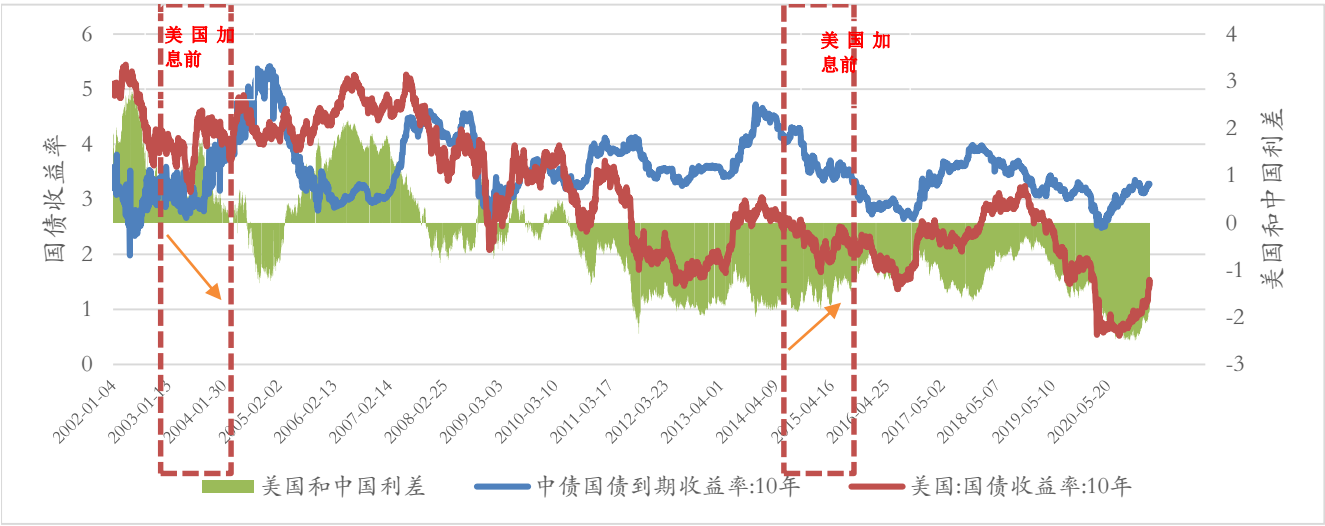



*资料来源：Wind,申港证券研究所*

从美国国债和中国国债利差角度，2004.6 加息前出现美国和中国利差大幅走弱，2015.12 加息前美国和中国利差大幅上升，美国加息前利率变化没有规律性冲击到中国利率市场。

**本轮中国国债收益率提升的拐点快于美国接近 5 个月，中国十年期国债收益率在 2020 年 5 月就开始出现上升趋势恢复常态化，而美国十年期国债收益率快速提升是在 2020 年 10 月份以后。**即使如此，美国十年期国债收益率仍然低于 2020 年 2 月疫情爆发前的水平，目前的美国国债的快速拉升，是利率恢复常态的正常表现。美国和中国国债利差也从 4 个月前的历史最低-2.48%上升到-1.83%，这依然是过去五年相对低点。

**图23：美国中国十年期国债利差**




*资料来源：Wind,申港证券研究所*

## 5. 国内主要商品市场表现

**从商品市场来看，化工品和非金属建材（水泥、玻璃）高度景气呈现最强态势。一方面原油的上涨预期进一步传导至石油化工产业链主要生产品种，另外一方面对于水泥玻璃的大量需求并抬升价格已经释放了房地产产业链的全面回暖信号。**而焦煤焦炭动力煤等黑色产业链出现回调。农产品食用油领域呈现强于谷物的预期。目前中游工业品正在全面掌握定价权，这是经济复苏的明显表现。

**表6：主要商品表现**

| 名称 | 年初至今 | 5 日涨跌幅 | 10 日涨跌幅 | 20 日涨跌幅 | 60 日涨跌幅 | 120 日涨跌幅 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Wind 非金属建材 | 22% | 4% | 12% | 23% | 16% | 13% |
| Wind 化工 | 20% | -1% | 5% | 14% | 18% | 26% |
| Wind 能源 | 17% | 5% | 8% | 15% | 29% | 28% |
| Wind 有色 | 11% | -3% | 0% | 10% | 12% | 18% |
| Wind 油脂油料 | 7% | 3% | 6% | 8% | 15% | 26% |
| Wind 软商品 | 6% | -1% | 0% | 7% | 10% | 15% |
| Wind 商品指数 | 4% | -1% | 2% | 7% | 11% | 13% |
| Wind 谷物 | 2% | 1% | 0% | 3% | 6% | 21% |
| Wind 农副产品 | 0% | -3% | -4% | 3% | 4% | 7% |
| Wind 煤焦钢矿 | -2% | -3% | -2% | 4% | 11% | 23% |
| Wind 贵金属 | -8% | -4% | -4% | -6% | -2% | -15% |

*资料来源：Wind, 申港证券研究所*

## 6. 中观数据周度更新概览

**本周更新的宏观数据来看，主要呈现有色金属加速补库存，能源化工补库供不应求，在中国经济全面复苏的背景下，美国和欧盟经济数据也呈现出极强的复苏状态，这一轮全球性的经济大复苏带来的力度可能远超想象。**

**表7：重要财经数据更新**

| 时间 | 国家/地区 | 指标名称 | 前值 | 今值 | 变化幅度 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2021 年 2 月 28 日 | 中国 | 2 月官方制造业 PMI | 51.3 | 50.6 | -1.4% |
| 2021 年 3 月 1 日 | 中国 | 3 月 01 日电解铝库存(万吨) | 106.9 | 112.3 | 5.1% |
| 2021 年 3 月 1 日 | | 3 月 01 日锌锭库存(万吨) | 22.9 | 23.89 | 4.3% |

| 时间 | 国家/地区 | 指标名称 | 前值 | 今值 | 变化幅度 |
|---|---|---|---|---|---|
| | 中国 | | | | |
| 2021 年 3 月 1 日 | 欧盟 | 2 月欧元区:制造业 PMI | 54.8 | 57.9 | 5.7% |
| 2021 年 3 月 1 日 | 美国 | 2 月制造业 PMI | 58.7 | 60.8 | 3.6% |
| 2021 年 3 月 2 日 | 中国 | 豆油港口库存(万吨) | 78.11 | 75.41 | -3.5% |
| 2021 年 3 月 2 日 | 中国 | 豆油商业库存(万吨) | 87.36 | 84.74 | -3.0% |
| 2021 年 3 月 2 日 | 中国 | 棕榈油港口库存(万吨) | 67.5 | 67.4 | -0.1% |
| 2021 年 3 月 3 日 | 中国 | 2 月 28 日豆粕库存量(万吨) | 72.69 | 76.25 | 4.9% |
| 2021 年 3 月 3 日 | 中国 | 3 月 03 日沥青库存率(%) | 38.41 | 39.01 | 1.6% |
| 2021 年 3 月 3 日 | 欧盟 | 1 月欧盟:PPI:同比(%) | -1 | 0.2 | 120.0% |
| 2021 年 3 月 3 日 | 美国 | 2 月 ADP 就业人数:环比:季调(%) | 0.16 | 0.1 | -37.5% |
| 2021 年 3 月 3 日 | 美国 | 2 月非制造业 PMI | 58.7 | 55.3 | -5.8% |
| 2021 年 3 月 3 日 | | 2 月 26 日 EIA 库存周报:商业原油增量(千桶) | 1,285.00 | 21,563.00 | 1578.1% |

| 时间 | 国家/地区 | 指标名称 | 前值 | 今值 | 变化幅度 |
|---|---|---|---|---|---|
| | 美国 | | | | |
| 2021 年 3 月 4 日 | 中国 | 3 月 04 日电解铝库存(万吨) | 112.3 | 115 | 2.4% |
| 2021 年 3 月 4 日 | 中国 | 3 月 04 日锌锭库存(万吨) | 23.89 | 24.25 | 1.5% |
| 2021 年 3 月 4 日 | 美国 | 2 月 26 日 EIA 库存周报:成品汽油(千桶)(千桶) | 24,437.00 | 22,482.00 | -8.0% |
| 2021 年 3 月 4 日 | 美国 | 2 月 26 日柴油产量:DOE(千桶/日) | 3,514.00 | 2,851.00 | -18.9% |
| 2021 年 3 月 4 日 | 美国 | 2 月 26 日俄克拉何马库欣原油库存量(千桶) | 47,823.00 | 48,308.00 | 1.0% |
| 2021 年 3 月 4 日 | 美国 | 2 月 26 日含渣燃料油产量:DOE(千桶/日) | 207 | 175 | -15.5% |
| 2021 年 3 月 4 日 | 美国 | 2 月 26 日含渣燃料油库存量:DOE(千桶) | 32,246.00 | 31,603.00 | -2.0% |
| 2021 年 3 月 4 日 | 美国 | 2 月 26 日航空煤油库存量:DOE(千桶) | 41,197.00 | 38,696.00 | -6.1% |

| 时间 | 国家/地区 | 指标名称 | 前值 | 今值 | 变化幅度 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2021 年 3 月 4 日 | 美国 | 2 月 26 日馏分燃料油产量:DOE(千桶/日) | 3,621.00 | 2,898.00 | -20.0% |
| 2021 年 3 月 4 日 | 美国 | 2 月 26 日馏分燃料油库存量:DOE(千桶) | 152,715.00 | 142,996.00 | -6.4% |
| 2021 年 3 月 4 日 | 美国 | 2 月 26 日汽油产量:DOE(千桶/日) | 7,736.00 | 8,301.00 | 7.3% |
| 2021 年 3 月 4 日 | 美国 | 2 月 26 日汽油库存量:DOE(千桶) | 257,096.00 | 243,472.00 | -5.3% |
| 2021 年 3 月 4 日 | 美国 | 2 月 26 日商业原油库存量(千桶) | 463,042.00 | 484,605.00 | 4.7% |
| 2021 年 3 月 4 日 | 美国 | 2 月 26 日原油产量:DOE(千桶/日) | 9,700.00 | 10,000.00 | 3.1% |
| 2021 年 3 月 4 日 | 美国 | 2 月 26 日原油和石油产品库存量(千桶) | 1,922,540.00 | 1,919,752.00 | -0.1% |
| 2021 年 3 月 4 日 | 中国 | 3 月 04 日石油焦港口库存(万吨) | 96.8 | 92.5 | -4.4% |
| 2021 年 3 月 4 日 | 中国 | 3 月 04 日苯乙烯工厂库存(吨) | 152,718.00 | 142,222.00 | -6.9% |
| 2021 年 3 月 4 日 | | 1 月欧盟:失业率 | 7.3 | 7.3 | 0.0% |

| 时间 | 国家/地区 | 指标名称 | 前值 | 今值 | 变化幅度 |
|---|---|---|---|---|---|
| | 欧盟 | (%) | | | |
| 2021 年 3 月 4 日 | 欧盟 | 1 月欧元区:失业率:季调(%) | 8.1 | 8.1 | 0.0% |
| 2021 年 3 月 4 日 | 美国 | 2 月 27 日当周初次申请失业金人数:季调(人) | 736,000.00 | 745,000.00 | 1.2% |
| 2021 年 3 月 4 日 | 美国 | 1 月耐用品:新增订单(百万美元) | 255,605.00 | 231,273.00 | -9.5% |
| 2021 年 3 月 4 日 | 美国 | 1 月耐用品:新增订单:季调:环比 | 1.25 | 3.38 | 170.4% |
| 2021 年 3 月 4 日 | 美国 | 1 月全部制造业:新增订单(百万美元) | 501,257.00 | 469,594.00 | -6.3% |
| 2021 年 3 月 5 日 | 中国 | 3 月 04 日国内铁矿石港口库存量(万吨) | 12,647.00 | 12,791.00 | 1.1% |
| 2021 年 3 月 5 日 | 中国 | 3 月 05 日氧化铝库存(万吨) | 46.8 | 42 | -10.3% |
| 2021 年 3 月 5 日 | 美国 | 2 月 26 日天然气库存(十亿立方英尺) | 1,943.00 | 1,845.00 | -5.0% |
| 2021 年 3 月 5 日 | | 2 月失业率:季调(%) | 6.3 | 6.2 | -1.6% |

| 时间 | 国家/地区 | 指标名称 | 前值 | 今值 | 变化幅度 |
|---|---|---|---|---|---|
| | 美国 | | | | |
| 2021 年 3 月 5 日 |  美国 | 2 月新增非农就业人数:季调(千人) | 166 | 379 | 128.3% |

*资料来源：Wind, 申港证券研究所*

# 7. 财经大事

## 7.1 中国 2021 年政府工作报告

**2021 年政府工作报告有以下三个亮点：**

**一是政策回归常态化。**年内经济运行目标包括增长、物价、就业等基本回归到疫情前水平。政策含义在于淡化经济增长“量”的目标，引导各方面集中精力推进改革创新、推动高质量发展。

**二是政策更贴近实际需要。**比如，延续普惠小微企业贷款延期还本付息政策、加大再贷款再贴现支持普惠金融力度、延长小微企业融资担保降费奖补政策、加强对中小外贸企业信贷支持等均体现政策在进一步解决融资难问题。

**三是宏观政策强调连续性、稳定性、可持续性。**在解决好大城市住房突出问题、规范发展第三支柱养老保险等方面继续保持了政策延续性。

**2020 年，中国取得经济数据如下：**

全年国内生产总值超过 100 万亿元(人民币，下同)，增长 2.3%。城镇新增就业 1186 万人，年末全国城镇调查失业率降到 5.2%。居民消费价格上涨 2.5%。

为市场主体减负超过 2.6 万亿元，其中减免社保费 1.7 万亿元。对新增 2 万亿元中央财政资金建立直达机制。大型商业银行普惠小微企业贷款增长 50%以上，金融系统向实体经济让利 1.5 万亿元。

对因疫情遇困群众及时给予救助，新纳入低保、特困供养近 600 万人，实施临时救助超过 800 万人次。年初剩余的 551 万农村贫困人口全部脱贫、52 个贫困县全部摘帽。实现高职院校扩招 100 万人目标。

**2021 年，中国提出了发展的新预期目标：**

国内生产总值增长 6%以上；城镇新增就业 1100 万人以上，城镇调查失业率 5.5%左右；居民消费价格涨幅 3%左右；进出口量稳质升，国际收支基本平衡；居民收入稳步增长；生态环境质量进一步改善，单位国内生产总值能耗降低 3%左右，主

要污染物排放量继续下降；粮食产量保持在 1.3 万亿斤以上。今年赤字率拟按 3.2%左右安排、比去年有所下调，不再发行抗疫特别国债。

中央本级支出继续安排负增长，进一步大幅压减非急需非刚性支出，对地方一般性转移支付增长 7.8%、增幅明显高于去年，其中均衡性转移支付、县级基本财力保障机制奖补资金等增幅均超过 10%。建立常态化财政资金直达机制并扩大范围，将 2.8 万亿元中央财政资金纳入直达机制、规模明显大于去年，为市县基层惠企利民提供更加及时有力的财力支持。

将小规模纳税人增值税起征点从月销售额 10 万元提高到 15 万元。对小微企业和个体工商户年应纳税所得额不到 100 万元的部分，在现行优惠政策基础上，再减半征收所得税。大型商业银行普惠小微企业贷款增长 30%以上。

中小企业宽带和专线平均资费再降 10%。取消港口建设费，将民航发展基金航空公司征收标准降低 20%。中央本级基础研究支出增长 10.6%。

延续执行企业研发费用加计扣除 75%政策，将制造业企业加计扣除比例提高到 100%。今年拟安排地方政府专项债券 3.65 万亿元，优先支持在建工程，合理扩大使用范围。中央预算内投资安排 6100 亿元。

政府投资更多向惠及面广的民生项目倾斜，新开工改造城镇老旧小区 5.3 万个，提升县城公共服务水平。北方地区清洁取暖率达到 70%。居民医保和基本公共卫生服务经费人均财政补助标准分别再增加 30 元和 5 元，推动基本医保省级统筹、门诊费用跨省直接结算。

## 7.2 美联储鲍威尔讲话

美联储主席鲍威尔（Jerome Powell）在当地时间 3 月 4 日接受采访时表示，随着新冠疫苗的广泛接种，美国新冠肺炎疫情有所缓解，预计在未来一段时间通货膨胀率将呈上涨趋势，但利率将基本保持不变。

**核心观点为：美联储不会过早收紧货币政策，美国经济复苏还很远，就业明年达不到充分就业状态，超低利率和量化宽松（每月购债 1200 亿美元）会继续。对于市场关心的美国十年期期国债收益率飙升问题，鲍威尔没有明确表示进行干预。**鲍威尔表示，“这是一件值得注意的事情，引起了我的注意”。投资者预期今年通胀和经济增长将会加速。影响消费者和企业长期借贷成本的 10 年期美国国债收益率近几周大幅上升。鲍威尔发表上述言论后，美国国债收益率进一步升至 1.545%，为疫情爆发前以来的最高水平，高于周四早些时候的 1.462%和今年年初的 0.92%。

美联储主席鲍威尔重申，他打算继续维持美联储的宽松货币政策，直到劳动力市场进一步大幅改善。

## 8. 投资策略

在全球经济大复苏和货币政策可能同步收紧的背景下，寻找低估值及高股息的滞涨板块防御为主要方向，在反弹期建议向大幅低估的顺周期板块的建筑装饰、建筑材料、钢铁、机械、有色、公用事业布局。

## 9. 风险提示

海外流动性风险、国内货币政策收紧风险。

## 分析师简介

**曲一平，**男，现任职于申港证券，研究方向为策略研究，证书编号：S1660521020001。浙江大学学士，新加坡南洋理工大学硕士。7 年策略研究工作经验。曾在上市公司东方财富（300168）进行策略研究工作，对于股票、商品期货、股指期货、期权、可转债、FOF 有着多年研究，对于风格轮动、大盘择时及行业政策分析有着长期研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

**申港证券行业评级体系：增持、中性、减持**

| | |
|---|---|
| 增持 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上 |
| 中性 | 报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间 |
| 减持 | 报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上 |

市场基准指数为沪深 300 指数

**申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持**

| | |
|---|---|
| 买入 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上 |
| 增持 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间 |
| 中性 | 报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间 |
| 减持 | 报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上 |