宏观研究

A 股 15 年，风格轮动回顾

宏观专题报告 | 2020 年 11 月 17 日

报告摘要：

- **周期股走势主要取决于经济好坏**

  当经济走强时，周期股通常上涨，当经济走弱时，周期股通常下跌。在2008年之前，由于我国处于工业化时代，周期股表现较为亮眼。但随着我国从工业化转向信息化、从投资驱动型转向消费驱动型、从第二产业主导转向第三产业主导，周期股表现逊色于其他板块，更多存在结构性机会。

- **消费股，投资价值高，趋势长牛**

  消费股具有较高投资价值。无论经济好坏，其表现都较为亮眼。行情好的时候消费股涨势不输给成长股，行情不好的时候消费股也因为避险属性最为抗跌。长期来看消费股收益远高于其他板块，且具有波动小的特性，长期投资价值较高。总体来看，消费股的相对收益率与周期股成反比，这是因为我国经济发展模式逐渐从投资驱动转向消费驱动，近几年来看，代表传统行业的周期股呈现出业绩熊的特征，代表消费行业的消费股则呈现业绩牛的特征。当风险偏好大幅回落或流动性收紧的时候可能会对消费股有一定冲击，使其走势较为疲软。

- **金融股走势取决于货币政策**

  由于中国银行业兼具商业属性和政治属性，因此以银行为代表的金融股走势不仅取决于经济形势，也取决于政策方向。当经济处于过热阶段时，央行往往会上调银根以收缩需求，银行可以享受较高的净息差，且信贷增速较高，金融股表现往往较好，典型的比如 2006 年-2007 年和 2016 年-2017 年。当经济处于萧条阶段和复苏阶段时，由于此阶段货币政策通常较为宽松，金融企业往往要承担一定让利属性，金融股走势往往较差，典型的比如 2009 年-2010 年，以及 2020 年。当经济处于衰退阶段时，此阶段虽然经济低迷，但由于货币政策不搞强刺激，银行不用承担让利任务，此阶段金融股走势较好。

- **成长股走势取决于估值**

  成长股往往短期盈利较弱，但由于前景较好所以未来可能会有较高的盈利能力，由于远期收益要考虑折现，因此对成长股来说估值非常重要。估值通常取决于无风险收益率和风险偏好，比如 2014 年-2015 年的大牛市是因为无风险收益率大幅下行叠加风险偏好抬升带来的。近几年来看，中美关系和疫情对风险偏好有较大影响，中美关系缓和的时候，由于风险偏好修复成长股表现通常较好；中美关系恶化的时候成长股通常表现较差。总体来看，成长股相对收益率和金融股呈反比，一部分原因是金融股大多数具有估值低、盈利稳等价值股具有的特征，而价值股和成长股具有替代效应。当风险偏好抬升的时候，资金会从价值股流向成长股；风险偏好恶化的时候则从成长股流向价值股。另外，通胀上行或流动性收紧的时候成长股表现往往较差，主要是因为二者都会对估值造成较大冲击。

- **风险提示：**

  疫苗普及超预期、欧美经济封锁超预期、中美关系走势等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号： S0100519040001
电话： 010-85127665
邮箱： xieyunliang@mszq.com

研究助理：顾洋恺

执业证号： S0100119110016
电话： 010-85127665
邮箱： guyangkai@mszq.com

相关研究

目录

一、2005-2007，工业化加速，金融、周期领涨 4
（一）宏观环境：经济好、流动性宽松、估值抬升 4
（二）板块表现：金融表现最好，成长表现最差 4
（三）行业表现：地产、金融、中上游周期、消费表现较好 5
二、2008 年，全球金融危机，金融和周期领跌 6
（一）宏观环境：经济差、流动性宽松、风险偏好回落 6
（二）板块表现：金融和周期板块跌幅最多 6
（三）行业表现：中上游周期、金融跌幅靠前，医药坚挺 7
三、2009，四万亿，周期领涨 8
（一）宏观环境：经济走强，流动性宽松，风险偏好稳定 8
（二）板块表现：周期板块涨势最好，金融上涨最少 8
（三）行业表现：周期行业和科技行业领涨 9
四、2010，政策收紧，消费和成长开始发力 10
（一）宏观环境：经济和流动性迎来下行拐点，风险偏好稳定 10
（二）板块表现：消费和成长表现较好 10
（三）行业表现：消费和科技表现较好 11
五、2011，经济收缩，股市遇冷 12
（一）宏观环境：经济走弱，流动性收紧，风险偏好回落 12
（二）板块表现：周期和成长板块跌幅最多 12
（三）行业表现：周期行业和科技行业领涨 13
六、2012—2014.6，结构性牛市 14
（一）宏观环境：经济走弱，流动性稳健，无风险收益率上升 14
（二）板块表现：成长领涨，周期领跌 14
（三）行业表现：科技和消费表现强劲 15
七、2014.6-2015.6，利率下行，股市改革牛 16
（一）宏观环境：经济走弱，流动性宽松，无风险利率下行 16
（二）板块表现：金融、周期、成长轮番领涨 16
（三）行业表现：周期、科技、金融均有较好表现 17
八、2015.6-2016.6，风险偏好回落，股市走熊 18
（一）宏观环境：经济弱复苏，流动性宽松，风险偏好回落 18
（二）板块表现：金融领涨、周期领跌 18
（三）行业表现：中上游周期跌幅较大 19
九、2016.6-2017，周期向上，结构性牛市 20
（一）宏观环境：经济复苏，流动性收紧，无风险利率上升 20
（二）板块表现：金融、消费领涨、成长领跌 20
（三）行业表现：周期、消费、金融表现较好 21
十、2018，去杠杆+贸易冲突，全面性熊市 22
（一）宏观环境：经济下行，流动性收紧，风险偏好回落 22
（二）板块表现：成长和周期领跌，金融抗跌 22

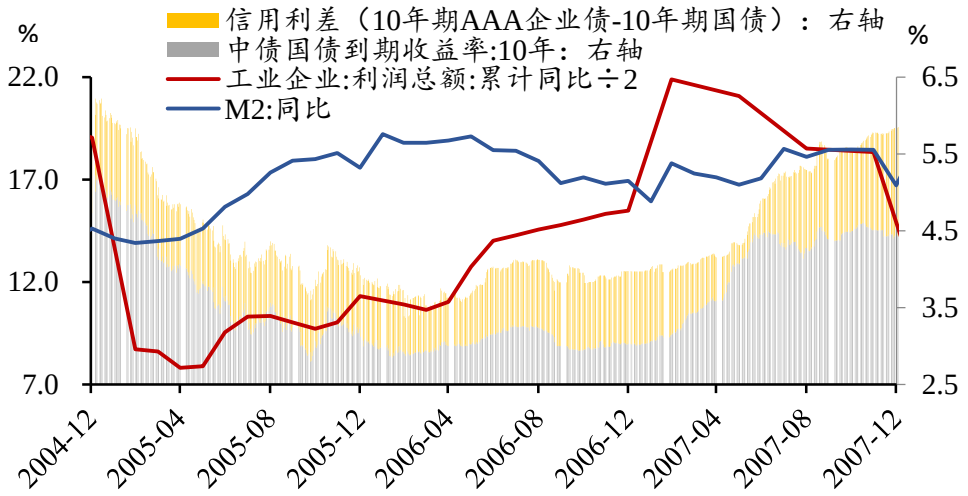
（三）行业表现：消费和金融抗跌，科技和中下游周期领跌 23
十一、2019，估值修复，结构性行情 24
（一）宏观环境：经济下行，流动性偏松，风险偏好回升 24
（二）板块表现：消费领涨，成长 N 型走势 24
（三）行业表现：食饮和电子表现最好，钢铁、建筑表现最差 25
十二、2020 年 1-5 月，大封锁，结构性行情 26
（一）宏观环境：经济下行，流动性宽松，无风险利率下降 26
（二）板块表现：消费和成长领涨，金融领跌 26
（三）行业表现：医药和食饮表现最好，能源、金融表现最差 27
十三、2020 年 6-10 月，经济复苏，股市走牛 28
（一）宏观环境：经济修复，流动性稳健，风险偏好抬升 28
（二）板块表现：消费成长周期均有较大涨幅，金融表现一般 28
（三）行业表现：新能源类、消费、军工表现最好 29
十四、A 股风格轮动的规律 30
（一）周期股走势主要取决于经济好坏 30
（二）消费股，投资价值高，趋势长牛 30
（三）金融股走势取决于货币政策 31
（四）成长股走势取决于估值 31
十五、不同宏观场景下该配置什么资产 33
（一）近 15 年来我国宏观场景可划分为 5 类 33
（二）复苏场景下，成长股表现最好、金融股表现最差 33
（三）过热场景下，金融股表现最好、成长股表现最不好 34
（四）紧缩场景下，金融股最抗跌、周期股和成长股表现最差 34
（五）低迷场景下，消费股和成长股表现最好、周期股表现最差 34
（六）萧条场景下，消费＞成长＞金融＞周期 34
十六、未来展望：大类资产配置怎么看？ 35
（一）2020 年底—2021 年初，经济预计仍处于复苏阶段 35
（二）复苏阶段看好成长、消费和周期 35
（三）2021 年二季度—2021 年底，经济或进入过热阶段 36
（四）过热阶段看好金融、消费、周期 36
风险提示 36

一、2005-2007，工业化加速，金融、周期领涨

（一）宏观环境：经济好、流动性宽松、估值抬升

2005 年-2007 年期间，我国工业化和城镇化加速，GDP 增速处于历史较高水平，工业利润持续走高。另一方面，受益于净出口高增长，外汇占款明显增加，被动投放货币，M2 增速保持较高水平，流动性宽松。另一方面，当时的货币政策一度较为宽松，特别是 2006 年期间，十年期国债处于较低水平，市场风险偏好抬升，对股市估值形成支撑。在经济向好、流动性宽松、估值利好的三重背景下，从 2006 年下半年开始股市走出一波超级长牛，上证从 1000 点左右上冲至 2007 年的 6000 点上方。这轮牛市结束的原因在于央行多次加息，无风险利率上行，对估值造成很大杀伤。且过度上涨带来一定泡沫，去泡沫化进程产生恐慌情绪。

图 1：05-07 年经济、流动性双双向好，带动股市走牛



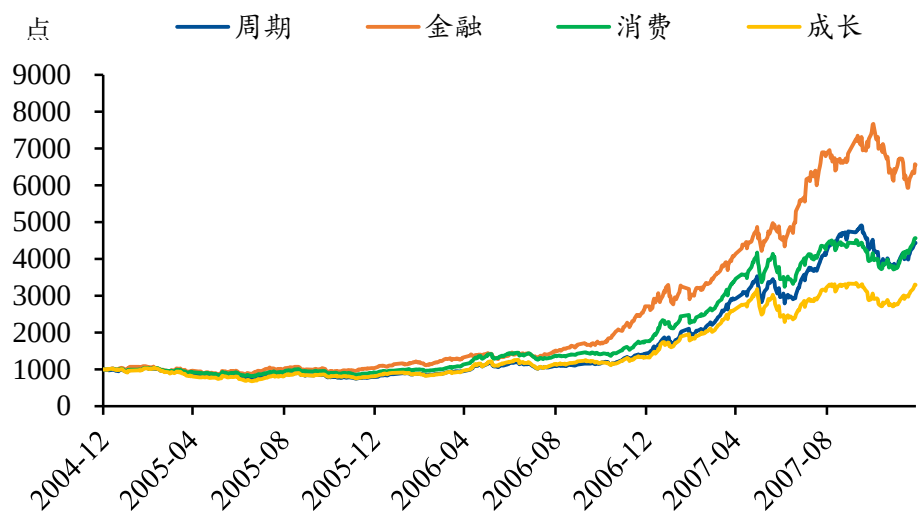
资料来源：wind，民生证券研究院

（二）板块表现：金融表现最好，成长表现最差

从各板块来看，金融板块表现最好，主要有几方面原因，首先，当时 GDP 和固定资产投资持续维持高增长，无论房地产还是制造业均有较强的融资需求，这带来了信用周期的扩张，这是量的保证。另一方面，那个时期存贷利差较高，银行可以享受丰厚的净息差，这是价的促进。再次，那一时期我国金融改革提速，无论是银行还是非银金融迎来兼并重组潮，也充分享受到改革的红利。

那一时期成长板块表现一般，原因是多方面的。首先，那一时期我国处于工业化阶段，相比现在的信息化阶段，那一时期更加依赖投资和传统工业。新兴经济还处于萌芽阶段，无论盈利能力还是估值都较低。另一方面，那一时期我国上市科技企业存在一定程度的造假现象，这拖累了整个板块的走势。

图 2：05-07 年经济、流动性双双向好，周期和金融股表现最好

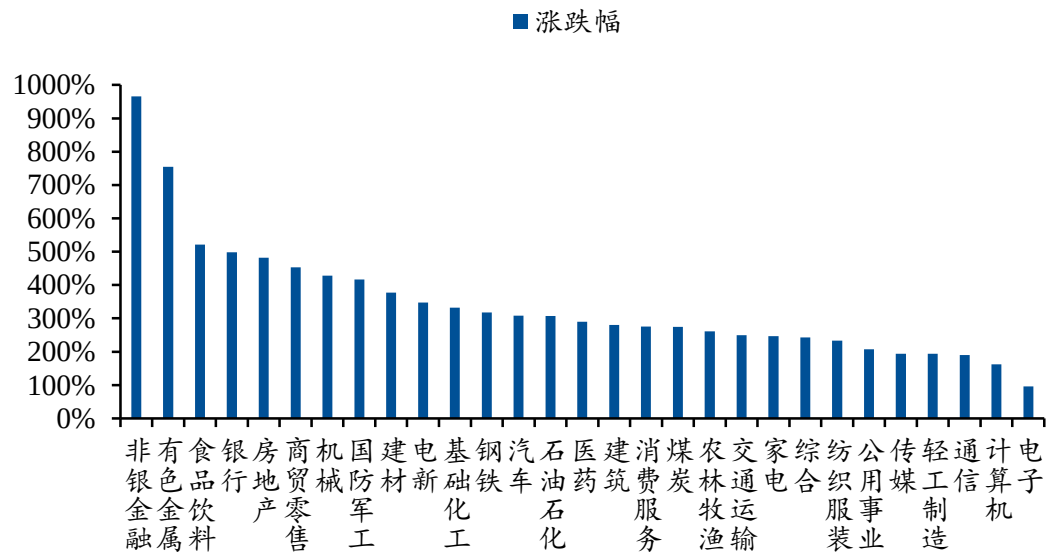


资料来源：wind，民生证券研究院

（三）行业表现：地产、金融、中上游周期、消费表现较好

从行业来看，金融、地产、中上游周期行业和消费表现较好。由于那一时期地产周期、信贷周期双双发力，叠加以煤炭、钢铁、有色、化工等为代表的中上游周期行业大力扩张产能，金融和周期行业均有较好表现。消费方面，作为趋势性行业，在经济强劲、流动性宽松的背景下消费也有较大涨幅。

图 3：05-07 年期间，金融、周期、消费行业均有较大涨幅



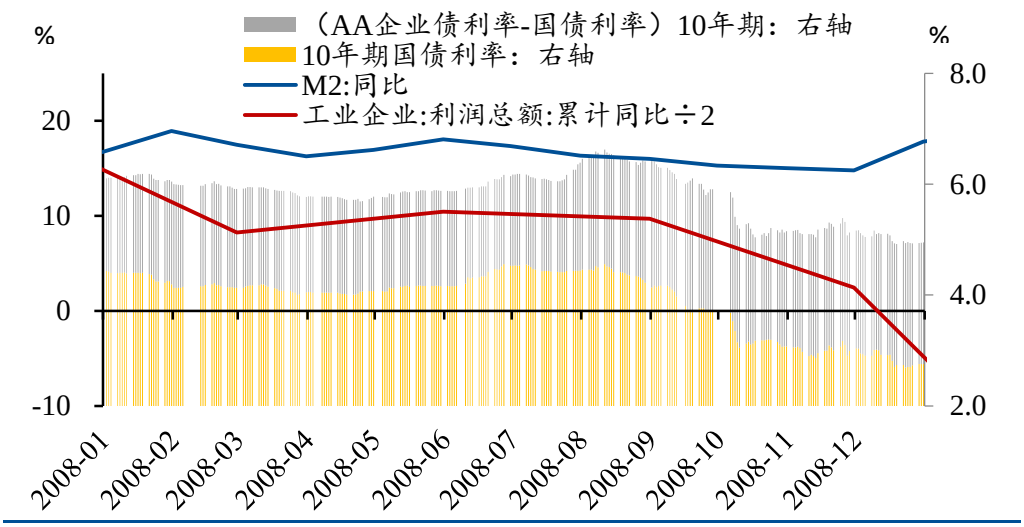
资料来源：wind，民生证券研究院

二、2008 年，全球金融危机，金融和周期领跌

（一）宏观环境：经济差、流动性宽松、风险偏好回落

2008 年年中，全球金融危机爆发，经济结束扩张期，进入收缩阶段，工业利润由正转负。为了保证经济增速维持在潜在产出之上，货币政策和财政政策均较为宽松，M2 保持高增长，流动性较为宽裕。估值方面，由于全球爆发金融危机，风险偏好回落，尽管央行多次降息，但企业信用利差上升。在此背景下，股市走熊，上证从 5000 多点跌破 2000 点。

图 4：08 年期间经济快速下滑

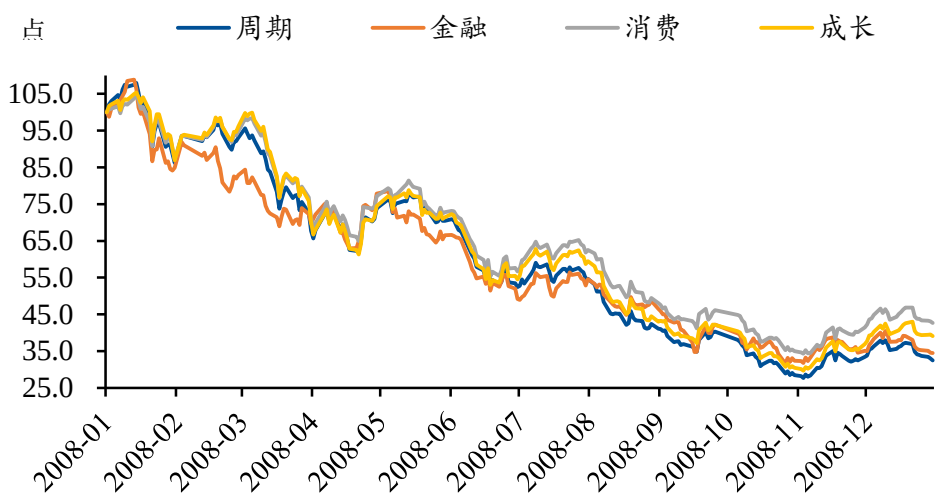


资料来源：wind，民生证券研究院

（二）板块表现：金融和周期板块跌幅最多

经济基本面恶化和风险偏好回落对股市造成明显杀伤，各类板块均明显下跌，其中金融和周期板块跌幅最多，这一方面是因为这两个板块在之前的牛市中积累的泡沫最多，另一方面也是因为经济基本面恶化导致其盈利收缩，对其股价影响最大。

图 5：周期和金融板块跌最多(初始值为 100)

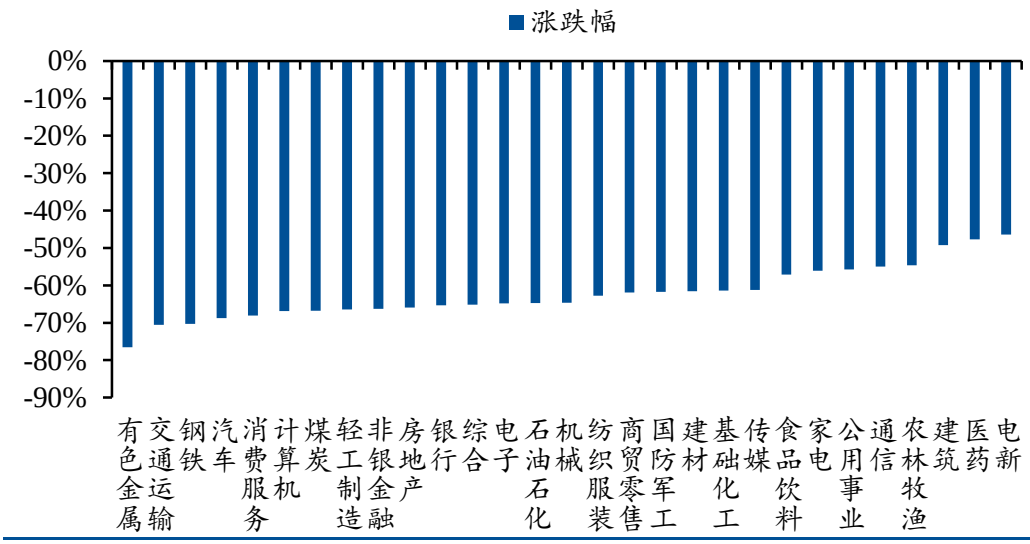


资料来源：wind，民生证券研究院

（三）行业表现：中上游周期、金融跌幅靠前，医药坚挺

08 年期间，以有色、钢铁、煤炭为代表的中上游周期性和金融、地产等行业跌幅靠前。原因在于其盈利快速收缩，EPS 大幅减少所致。电子和计算机等科技类行业跌幅也不小，原因在于科技类行业受估值面影响较大，风险偏好快速回落导致科技类板块走弱。另一方面以医药、公共事业为代表的防御性板块跌幅较小，凸显其避险价值。

图 6：08 年股市整体走熊



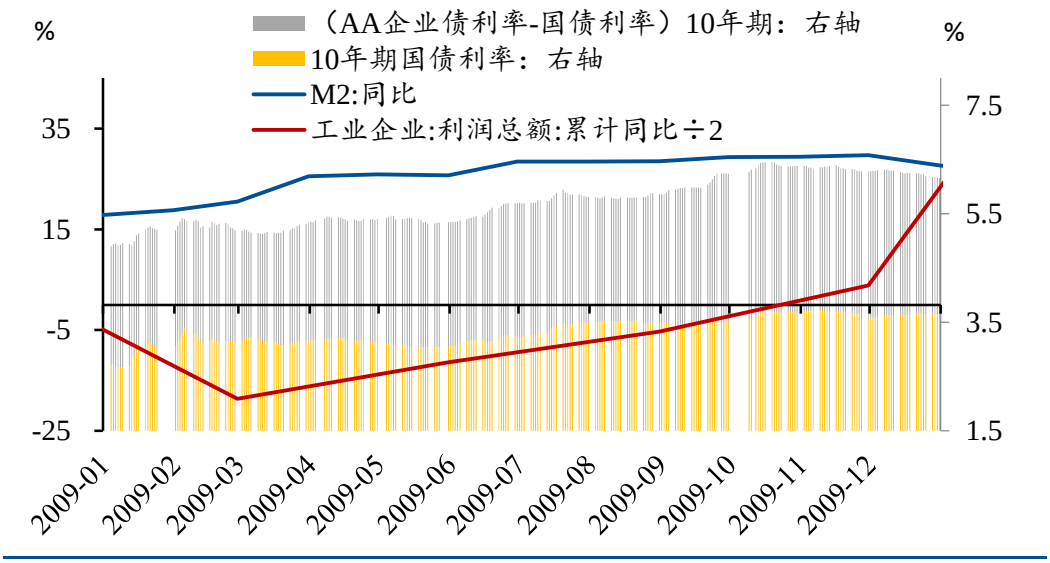
资料来源：wind，民生证券研究院

三、2009，四万亿，周期领涨

（一）宏观环境：经济走强，流动性宽松，风险偏好稳定

2009 年，我国出台“四万亿”经济政策，财政政策和货币政策双双发力，投资和基建取代出口成为经济拉动力，使经济快速反弹，工业利润增速由负转正。另一方面，由于货币和信用发力，流动性较为宽松。风险偏好方面，由于“四万亿”政策为经济复苏打下强心剂，但国际金融危机仍在发酵，风险偏好变动不大。在此背景下，股市走强，出现全面性牛市。

图 7：四万亿使经济快速反弹

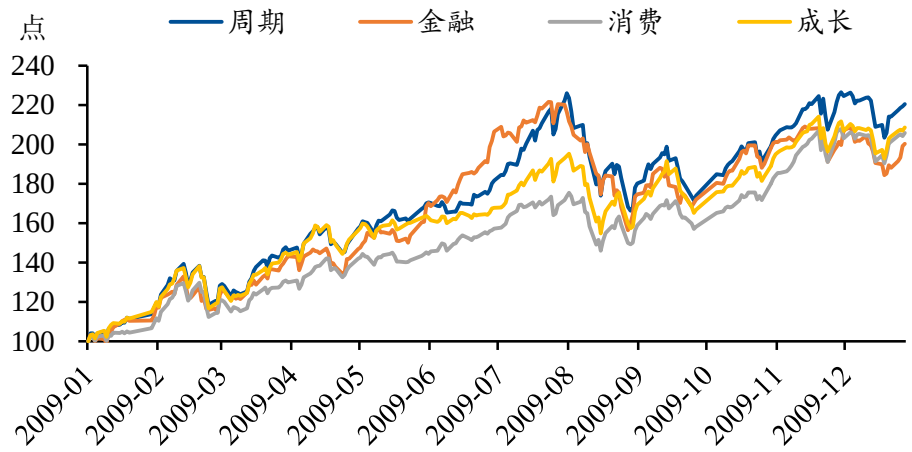


资料来源：wind，民生证券研究院

（二）板块表现：周期板块涨势最好，金融上涨最少

由于“四万亿”政策直接利好基建，叠加多次下调房贷利率有助于商品房销售。在房地产和基建双双发力的情况下，实体经济快速反弹，带动周期股走强。相比之下，由于多次下调利率，银行净息差被压缩，金融为实体让渡利润，金融板块涨幅最少。

图 8：周期板块领涨（初始值为 100）

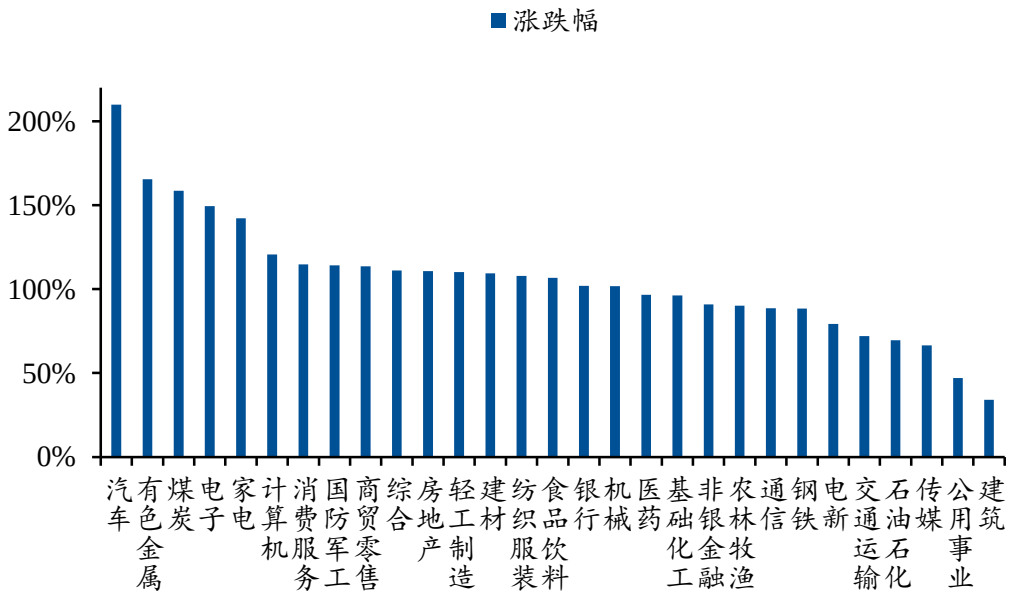


资料来源：wind，民生证券研究院

（三）行业表现：周期行业和科技行业领涨

“四万亿”政策下，多个行业均有较好表现。汽车行业受益于汽车销量暴增（09-10 年期间汽车购置税减免政策导致汽车销量大幅增长），领涨 A 股。有色、煤炭、家电、地产收益于房地产扩张周期，表现较为良好。以计算机和电子为代表的科技行业一方面受益于流动性宽松，另一方面受益于互联网在国内的大规模应用，表现较好。

图 9：周期行业和科技行业均有较好收益



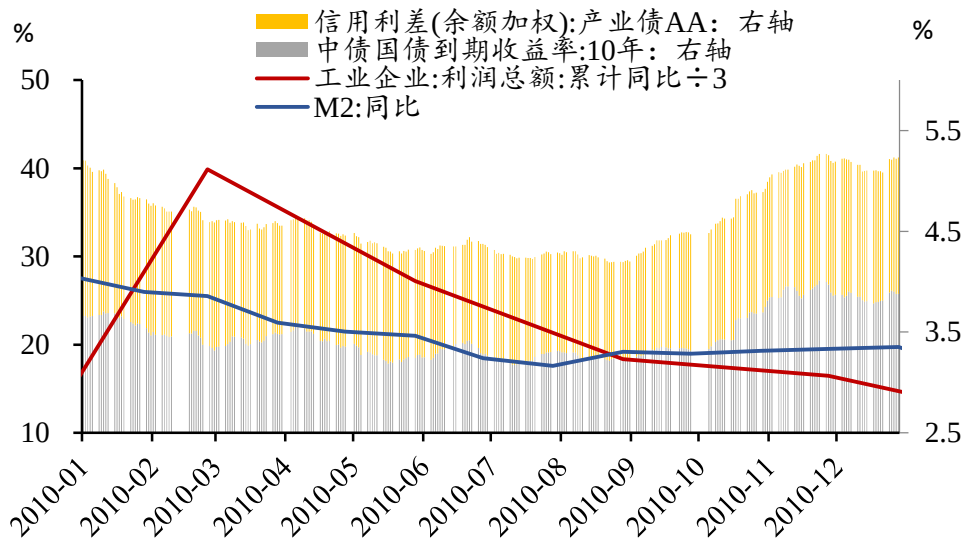
资料来源：wind，民生证券研究院

四、2010，政策收紧，消费和成长开始发力

（一）宏观环境：经济和流动性迎来下行拐点，风险偏好稳定

2010 年，由于“四万亿”政策导致经济过热，宏观政策逐渐收紧。房贷利率多次上调，加息升准多次应用。在此背景下，经济增速开始下行，工业利润逐渐收窄，M2 增速也明显回落，货币超发现象得到遏制。但总体来看，当时的经济环境处于过热阶段，流动性较为宽松，通货膨胀和境外热钱流入使股市迎来行情。

图 10：宽松政策逐渐退出，经济和流动性迎来拐点

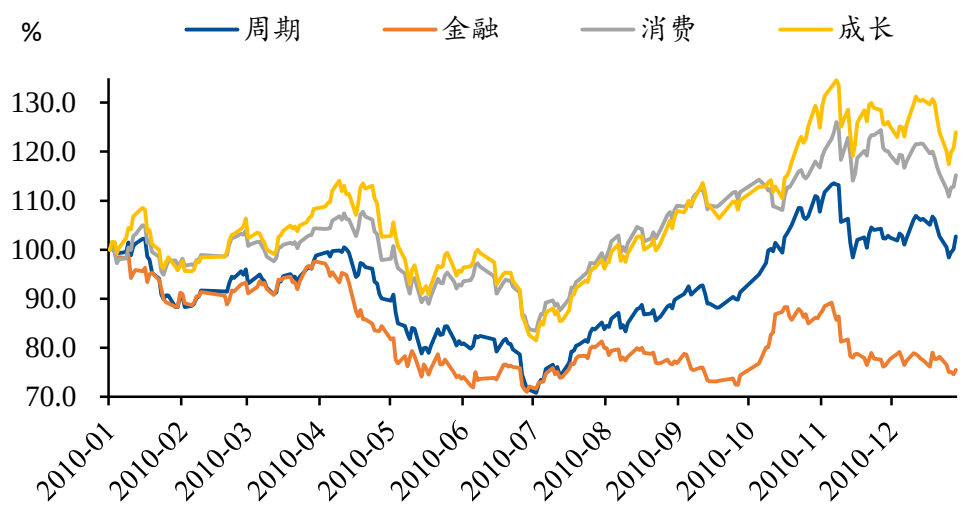


资料来源：wind，民生证券研究院

（二）板块表现：消费和成长表现较好

2010 年期间，消费和成长板块表现较好，涨幅一度达到 20%以上。一部分原因在于流动性宽松所致，另一方面，当时我国移动互联网开始发力，苹果 4 的推出开启了我国智能手机时代，科技股备受追捧。相比之下，受宽松政策退出和盈利下降影响，周期和金融板块表现较为颓势，特别金融板块，由于此期间银行坏账率有所上升，银行资产质量恶化，金融板块表现较差。周期板块则因为基建和地产收缩表现较为疲软。

图 11：成长和消费开始发力（初始值为 100）

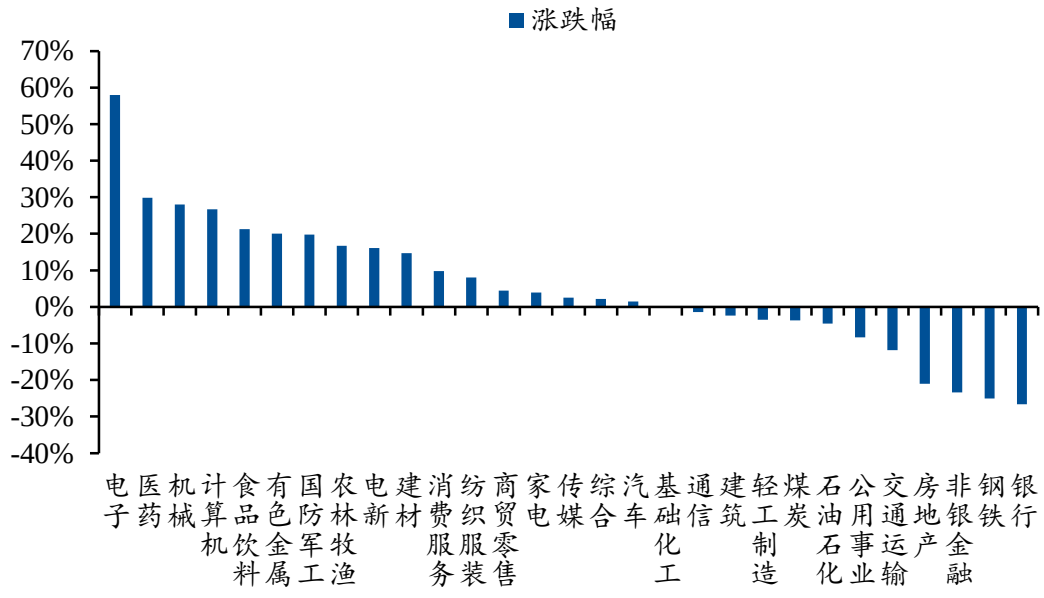


资料来源：wind，民生证券研究院

（三）行业表现：消费和科技表现较好

行业方面，以食品饮料、医药、消费服务为代表的消费行业和以电子、计算机、电新为代表的科技行业表现较好，跑赢了大盘。作为趋势性行业，消费盈利稳定而可观，在 2010 年，由于流动性宽松且风险偏好较高，消费备受追捧。而科技板块 EPS 久期较长，在风险偏好较高的 2010 年同样有较好表现。另一方面，以钢铁、地产、建筑、化工为代表的周期行业由于产能过剩，跌幅较为靠前，金融板块表现也较为疲软。

图 12：科技和消费涨幅居前，金融和周期疲软



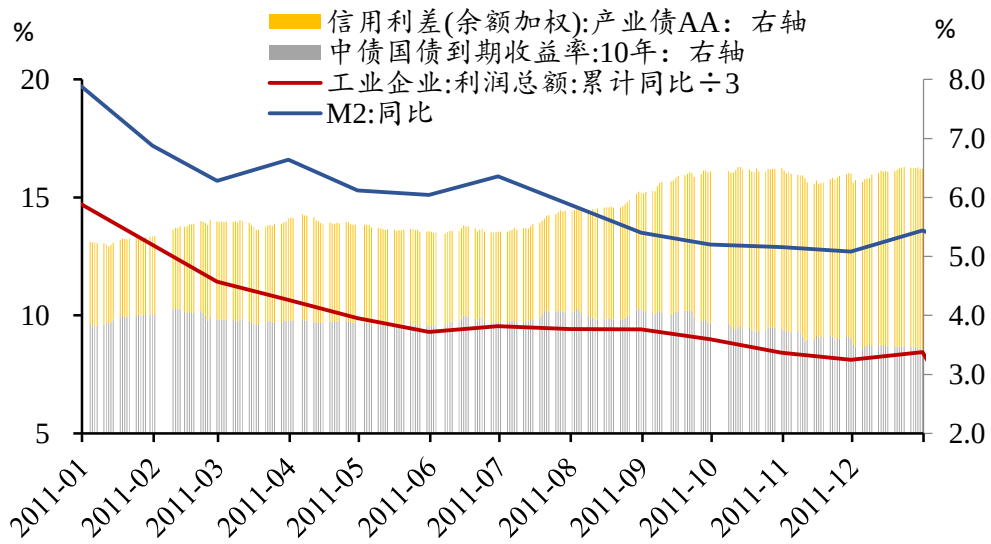
资料来源：wind，民生证券研究院

五、2011，经济收缩，股市遇冷

（一）宏观环境：经济走弱，流动性收紧，风险偏好回落

2011 年，由于宏观政策持续收紧，货币供应量迅速回落，投资增速明显下行，导致经济收缩，工业利润收窄。由于楼市调控趋严，商品房销售也大幅回落。由于流动性收紧，企业融资难度上升，企业债信用利差走阔，风险偏好回落。在这种背景下，股市走出一波熊市。

图 13：经济走弱，货币收紧

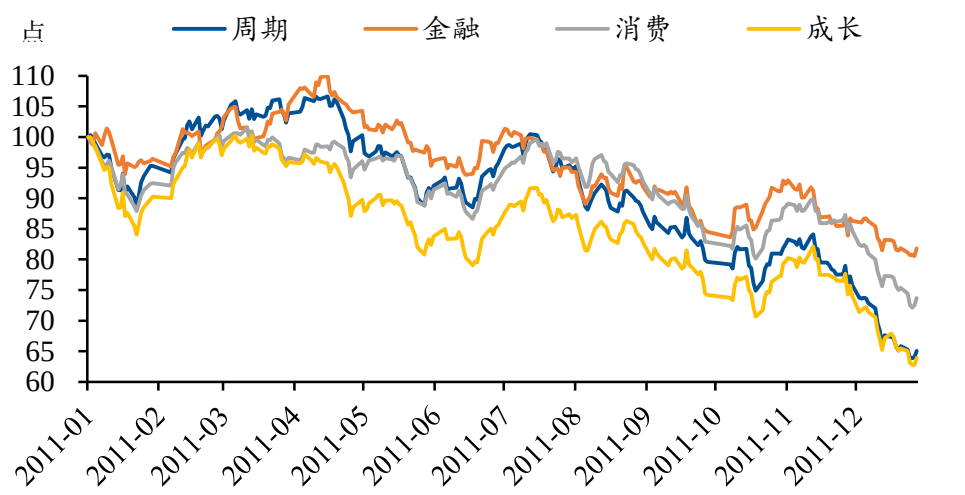


资料来源：wind，民生证券研究院

（二）板块表现：周期和成长板块跌幅最多

由于经济收缩，房地产调控趋严，企业盈利大幅下滑，周期板块跌幅较大。另一方面，随着货币政策收紧，叠加风险偏好回落，成长股也有较大跌幅。相比之下，金融板块由于在 2010 年就已有较大跌幅，估值已经较低，2011 年反而跌幅较小。

图 14：周期和成长板块领跌（初始值为 100）

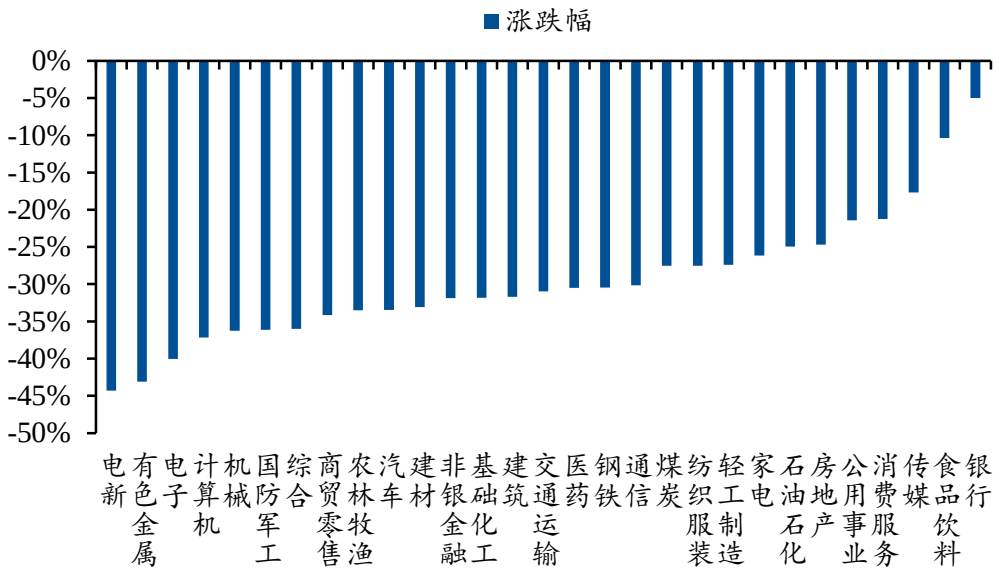


资料来源：wind，民生证券研究院

（三）行业表现：周期行业和科技行业领涨

由于经济收缩、流动性收紧，周期和科技均有较大跌幅。其中电新跌幅较多，主要受光伏板块大幅下跌所致。由于之前我国光伏产能扩张太快，导致光伏行业产能过剩，引起暴跌。以电子和计算机为代表的科技产业，受流动性收紧和风险偏好回落影响亦有所下跌。由于经济收缩，周期行业大多有较大跌幅。

图 15：科技和周期板块跌幅较多



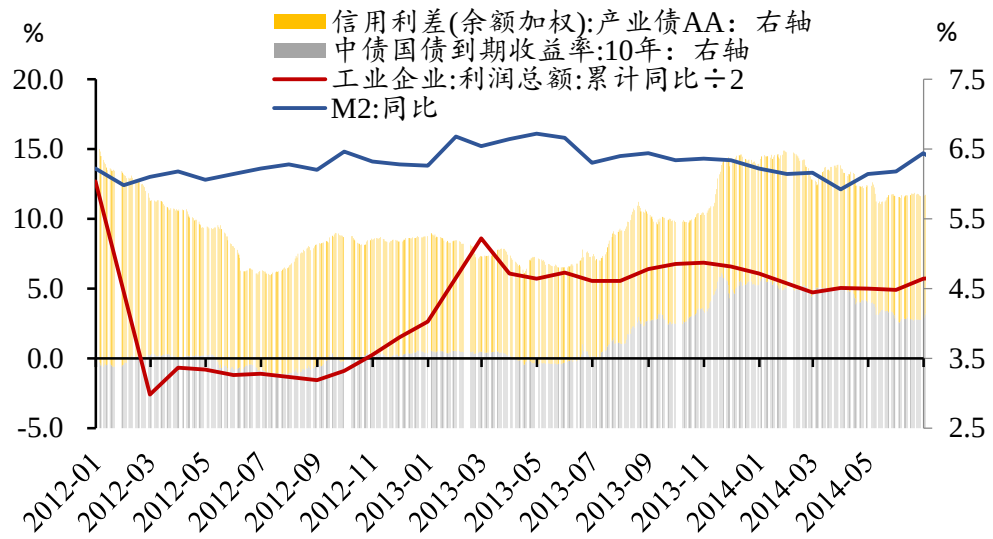
资料来源：wind，民生证券研究院

六、2012—2014.6，结构性牛市

（一）宏观环境：经济走弱，流动性稳健，无风险收益率上升

2012 年到 2014 年年中期间，中国经济面临旧增长模式拒绝出清的问题，房地产、地方融资平台、传统过剩工业依靠加杠杆负债循环，产生无效资金需求，这间接导致无风险利率长期维持高位。这就对股市估值造成冲击。另一方面，由于互联网革命加速，科技板块表现亮眼，风险偏好回升，股市呈现结构性牛市的特点。

图 16：无风险利率维持高位

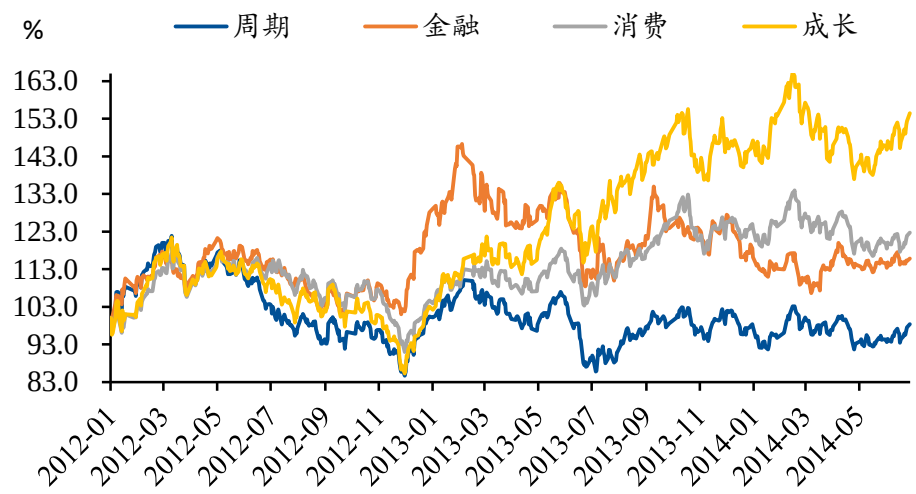


资料来源：wind，民生证券研究院

（二）板块表现：成长领涨，周期领跌

由于大量资金被传统过剩产业占用，叠加中国经济进入艰难的去产能阶段，PPI 跌入负数，周期板块表现疲软。但与此相对应，成长板块表现惊人，此阶段中国移动互联网革命加速，智能手机普及率大幅提高，催生了很多“新经济”题材，包括 BAT 等互联网公司迅速崛起升。金融板块先涨后跌，一部分原因是利差变动和坏账问题所致。

图 17：成长股一枝独秀（初始值为 100）

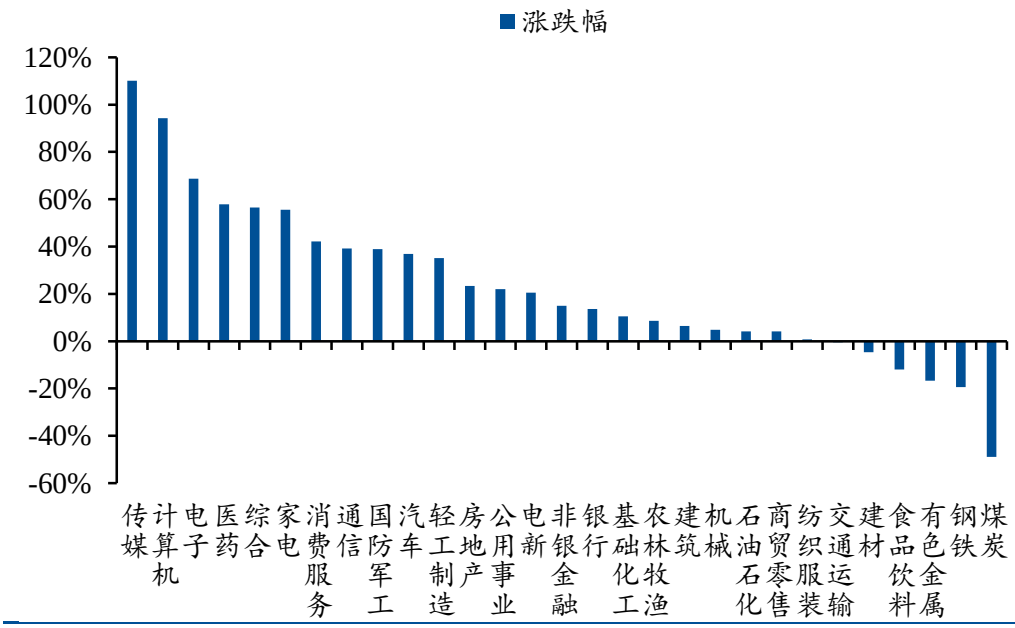


资料来源：wind，民生证券研究院

（三）行业表现：科技和消费表现强劲

从行业来看，以 TMT 为代表的科技行业和以医药、家电、消费服务为代表的消费行业涨幅较好，在移动互联网革命的背景下科技板块迎来较大行情。钢铁、煤炭、有色等周期行业表现异常差劲，这是因为当时全球大宗商品价格暴跌，导致其盈利大幅下滑，以螺纹钢为例，2013 年至 2014 年螺纹钢价格几近腰斩，食品饮料下跌主要受白酒拖累，反腐以及限制铺张浪费等活动对白酒消费造成一定打击。

图 18：科技和消费板块领涨



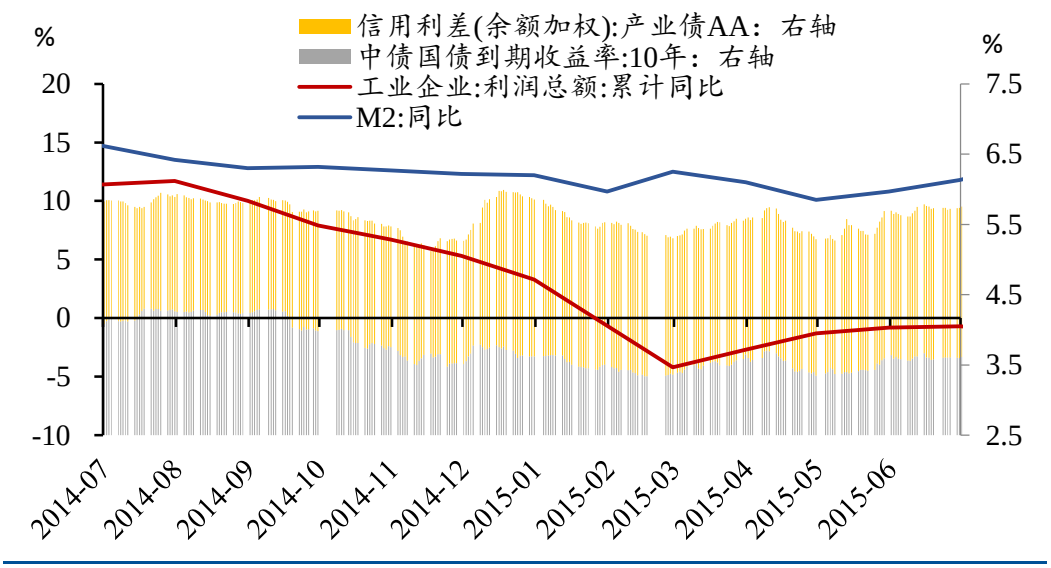
资料来源：wind，民生证券研究院

七、2014.6-2015.6，利率下行，股市改革牛

（一）宏观环境：经济走弱，流动性宽松，无风险利率下行

2014 年年中至 2015 年年中期间，受国际经济基本面恶化影响，叠加国内库存积压和产能过剩问题，实体经济表现疲软，工业利润增速一路下滑。为应对经济下行的压力，央行多次降息降准，流动性较为宽松。由于去产能取得一定进展，无风险利率有所下行，这对股市形成很大提振。另一方面这一时期全面深化改革有所加速，风险偏好回升，股市迎来牛市。

图 19：经济走弱，货币收紧

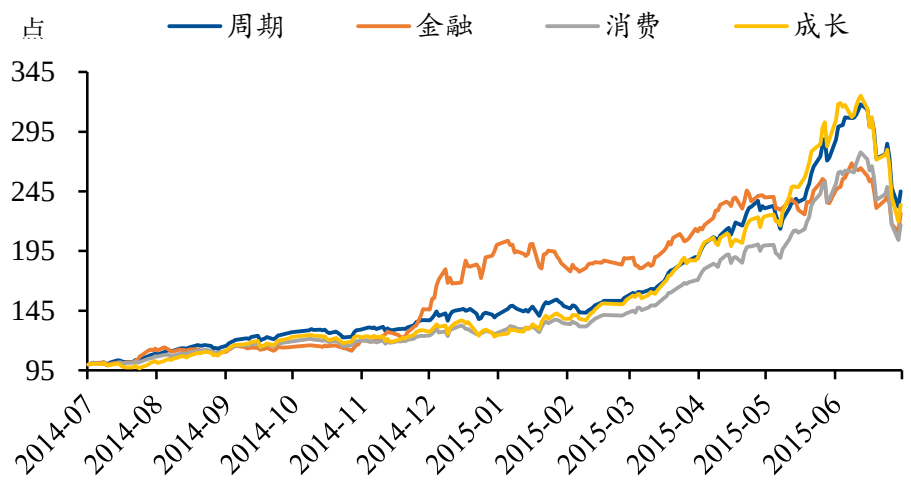


资料来源：wind，民生证券研究院

（二）板块表现：金融、周期、成长轮番领涨

作为牛市的旗手，14 年年底金融板块领涨 A 股，特别是非银金融更是连续涨停，多只券商股股价翻番。进入 2015 年后，周期板块和成长板块开始加速上涨，特别是成长板块，在 2015 年上半年翻了一番，领跑 A 股。但 2015 年股灾之后，成长和周期均有较大跌幅。

图 20：金融、周期、成长轮番领涨（初始值为 100）

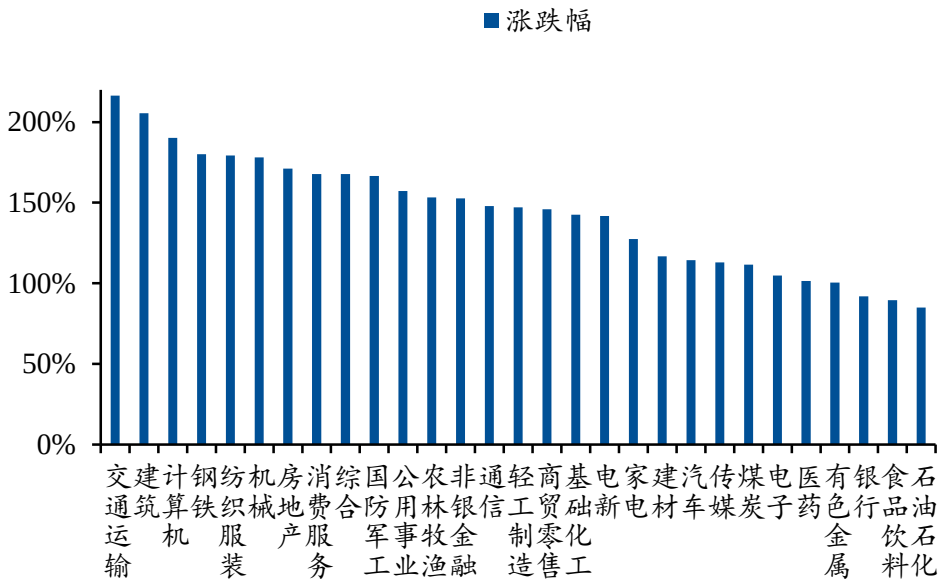


资料来源：wind，民生证券研究院

（三）行业表现：周期、科技、金融均有较好表现

行业来看，以钢铁、地产、机械、建筑为代表的中下游周期股和以计算机为代表的科技股均有较大涨幅，无风险利率下行对科技股有很大提振作用，非银金融和国防军工也有较好表现。相比之下，尽管是牛市，但以石油石化、有色、煤炭为代表的传统行业涨幅一般。这是 15 年牛市和 07 年牛市的一个重大区别，07 年牛市传统工业行业涨幅较大，但 15 年牛市涨幅靠前的很多是新兴产业。

图 21：科技和周期板块跌幅较多



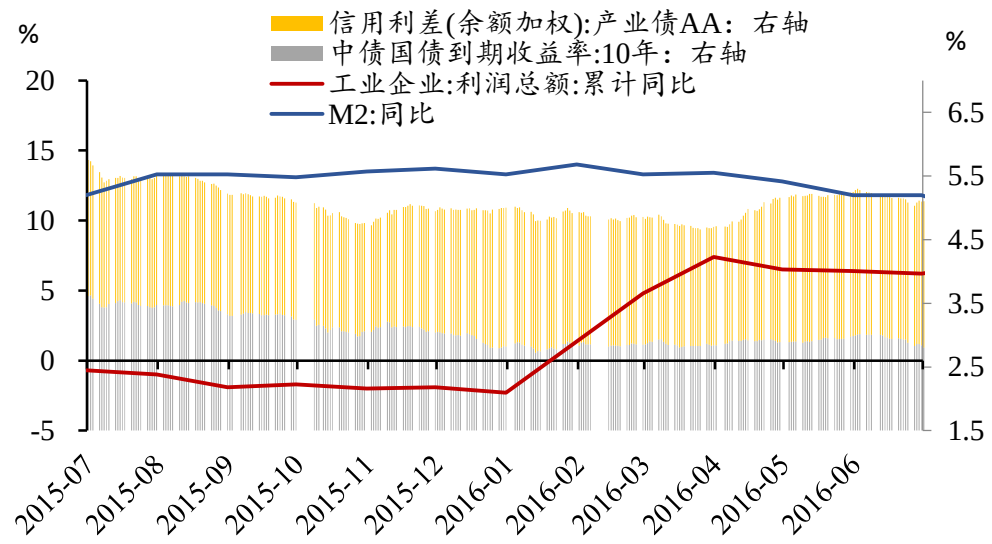
资料来源：wind，民生证券研究院

八、2015.6-2016.6，风险偏好回落，股市走熊

（一）宏观环境：经济弱复苏，流动性宽松，风险偏好回落

2015 年年中至 2016 年年中，我国开启房地产去库存进程，一线城市房价大幅上涨，二线城市也逐渐跟进，商品房销售放量，带动经济反弹。货币政策也较为宽松，信贷社融增速保持较高水平。但受股灾影响，风险偏好回落，导致股市较为疲软。

图 22：经济弱复苏，流动性宽松

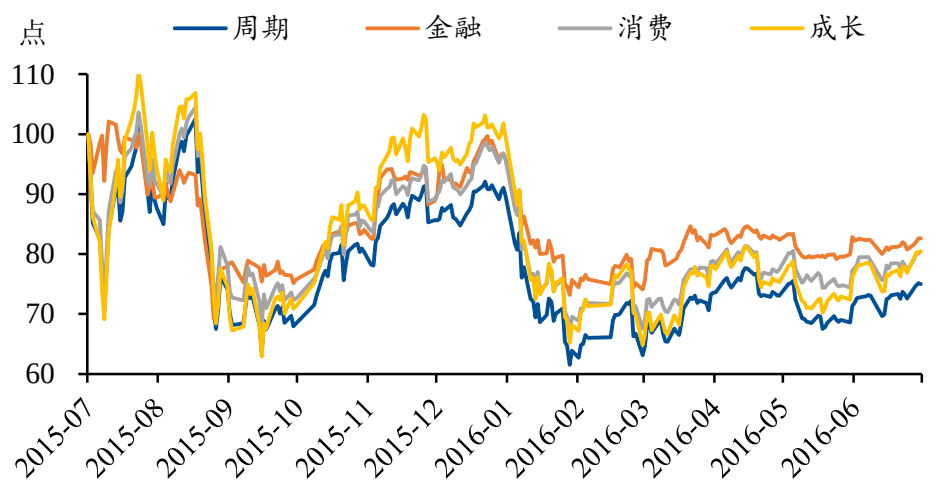


资料来源：wind，民生证券研究院

（二）板块表现：金融领涨、周期领跌

风格方面，金融板块跌幅较少，银行股由于估值较低、分红稳定备受追捧，自 2016 年开始银行股走出一波历时两年的牛市。周期股表现继续疲软，受制于产能过剩问题，叠加海外经济低迷，周期股盈利受到冲击。

图 23：金融领涨，周期领跌（初始值为 100）

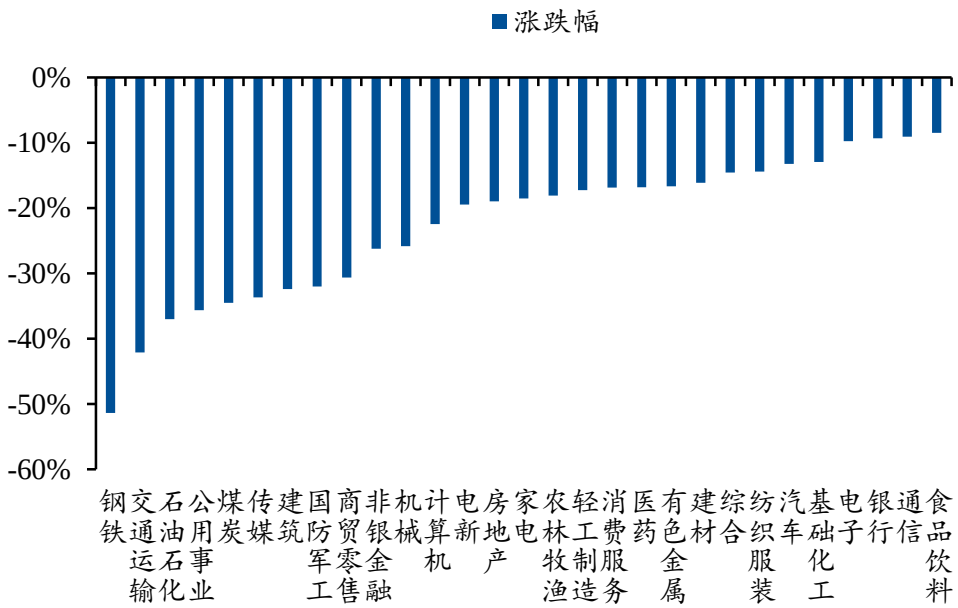


资料来源：wind，民生证券研究院

（三）行业表现：中上游周期跌幅较大

行业来看，以钢铁、石油石化、煤炭、建筑、机械为代表的中上游周期股跌幅最多，因为这一时期大宗商品价格仍在下跌。相比之下，食品饮料和银行股跌幅较小，以茅台为代表的食饮股由于增长强劲、业绩稳定备受追捧，开启长牛之路。由于无风险偏好下降，TMT 板块也受到冲击，但表现仍好于周期股。

图 24：中上游周期性行业跌幅较大



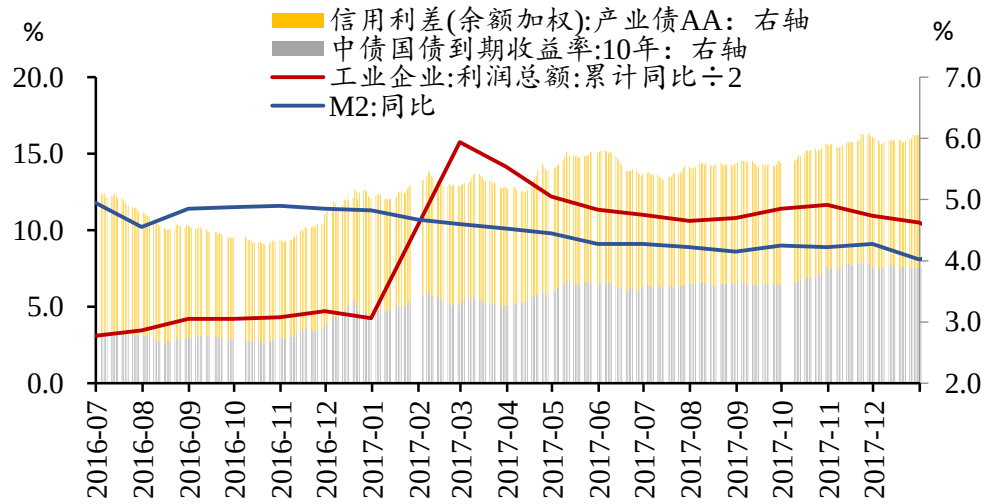
资料来源：wind，民生证券研究院

九、2016.6-2017，周期向上，结构性牛市

（一）宏观环境：经济复苏，流动性收紧，无风险利率上升

2016 年年中至 2017 年年底，供给侧改革快速推进，去产能、去库存取得重大效果。库存周期也重新开启，带动经济走强，工业利润迅速攀升，生产进入扩张周期。由于经济转入扩张阶段，货币政策边际收紧，2017 年央行开展金融去杠杆，对资金空转进行打击，引起无风险利率上行。在这种背景下，股市走出了一波结构性牛市。

图 25：经济复苏，货币收紧



资料来源：wind，民生证券研究院

（二）板块表现：金融、消费领涨、成长领跌

风格方面，金融和消费板块领涨。金融领涨的原因主要是银行板块持续上涨所致，由于 2015 年以后我国存贷款基准利率未调整过，银行负债端成本较为稳定，净息差更多取决于资产端收益。由于经济进入扩张周期，且利率有所上行，银行净息差走阔，资产质量也得以改善，银行股持续走牛。消费板块则受益于消费升级，在我国进入中等收入阶段后，居民对消费品质的需求越来越高，催生了很多消费子行业，消费型上市公司业绩持续改善，催生消费牛。

与此相对成长板块则有所下跌，原因有多方面。一方面是这一阶段我国 4G 建设周期告一段落，三大运营商资本开支大幅回落，科技板块进入低谷期。另一方面在于无风险利率快速上行对成长股估值有一定压制作用。

图 26：金融、消费领涨、成长领跌（初始值为 100）

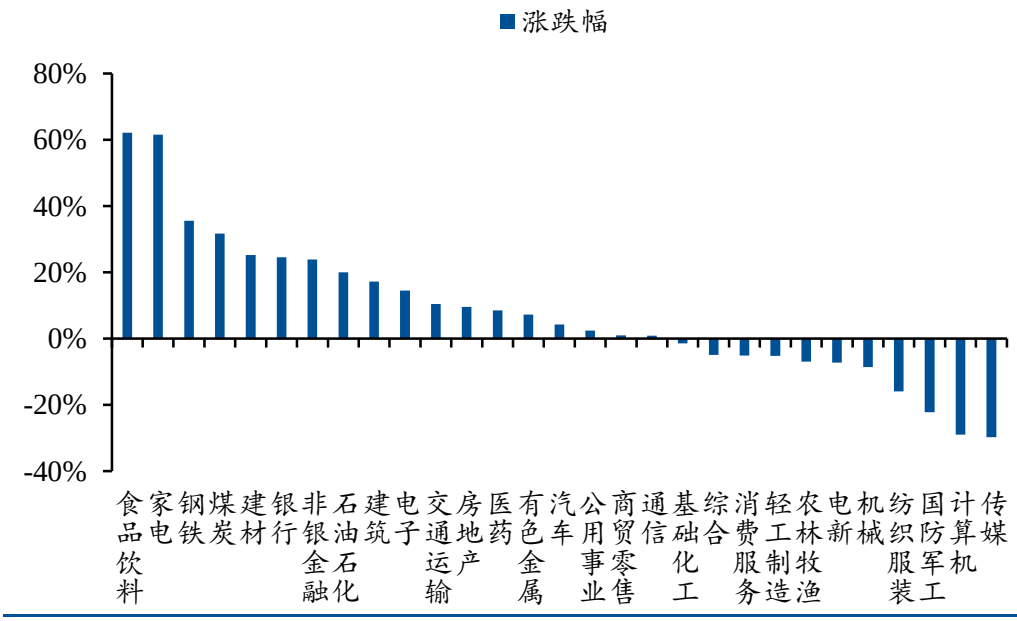


资料来源：wind，民生证券研究院

（三）行业表现：周期、消费、金融表现较好

行业来看，食品饮料、家电等消费行业涨幅最大，这是因为随着我国居民收入不断提升，对消费品质更加看重所致，这一时期消费升级的趋势较为明显，带动消费行业进行升级换代。受供给侧改革影响，煤炭、钢铁等行业盈利快速修复，信用利差有所下降，股价表现也较为良好。由于房地产去库存取得良好效果，房地产和建材等板块也有较好走势。受科技周期影响，TMT 行业表现较为疲软。

图 27：中上游周期性行业跌幅较大



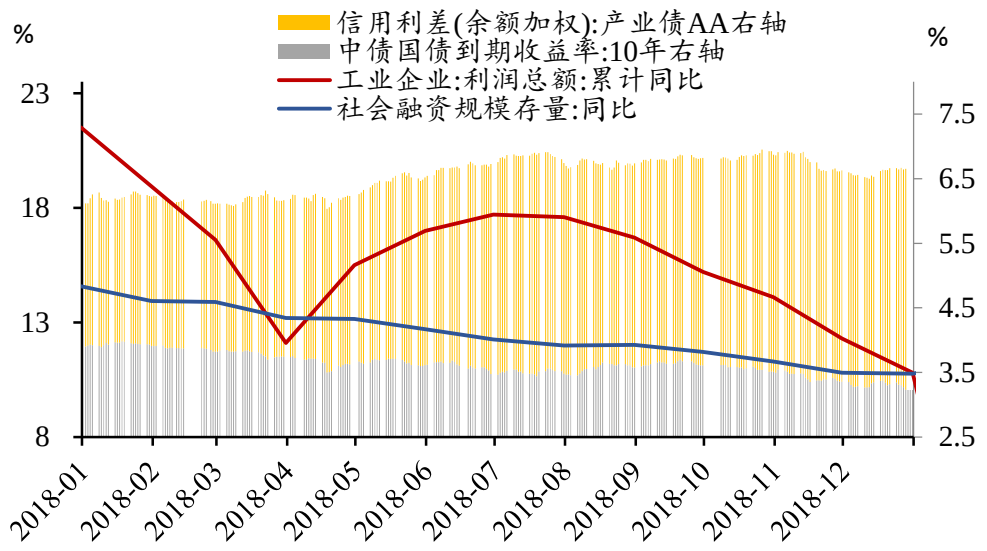
资料来源：wind，民生证券研究院

十、2018，去杠杆+贸易冲突，全面性熊市

（一）宏观环境：经济下行，流动性收紧，风险偏好回落

2018 年，实体开启去杠杆进程，信贷和社融增速被限制，房地产和基建融资均有所疲软。另一方面，中美贸易摩擦导致风险偏好大幅回落，对股市信心产生一定打击。经济和流动性方面，由于去杠杆的推进，工业利润快速回落，流动性明显收紧，导致民企信用利差走阔，债市出现爆雷潮。在经济低迷、流动性收紧、风险偏好回落的背景下，股市走出一波全面性熊市，各版块均受到不同程度冲击。

图 28：经济下行，流动性收紧，风险偏好回落



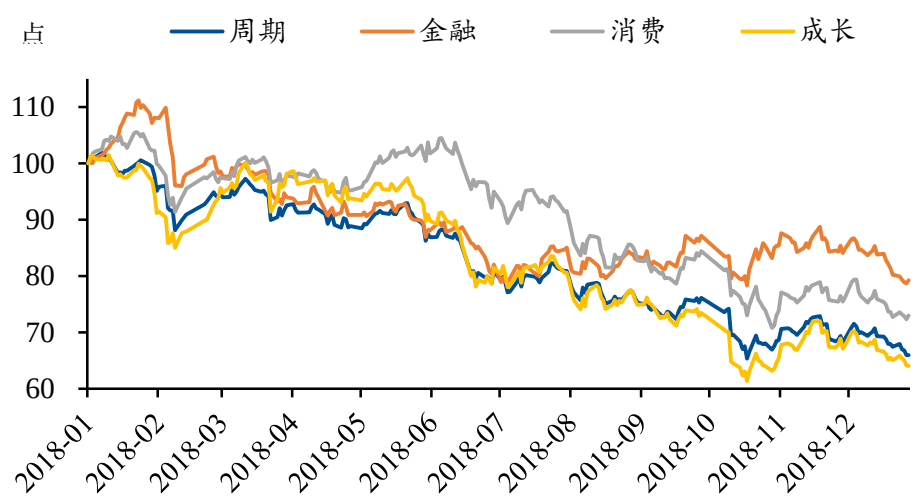
资料来源：wind，民生证券研究院

（二）板块表现：成长和周期领跌，金融抗跌

风格方面，成长板块和周期板块跌幅最多。成长板块跌幅较大的主要原因在于风险偏好大幅回落，由于中美关系恶化对科技行业特别是电子行业有很大冲击，科技板块估值受到很大限制。周期板块则由于去杠杆导致地产和基建走弱，叠加民企融资受阻使制造业疲软，周期板块有所下跌。

相对来看，金融板块较为抗跌，其中一个原因在于尽管 2018 年无风险利率有所下行，央行在紧信用的同时也采取宽货币手段对冲。但由于利率传导机制不畅通的情况下银行借贷利率并未大幅下行，银行仍能享受较高净息差，因此经济下行对银行板块冲击有限。

图 29：成长、周期领跌（初始值为 100）

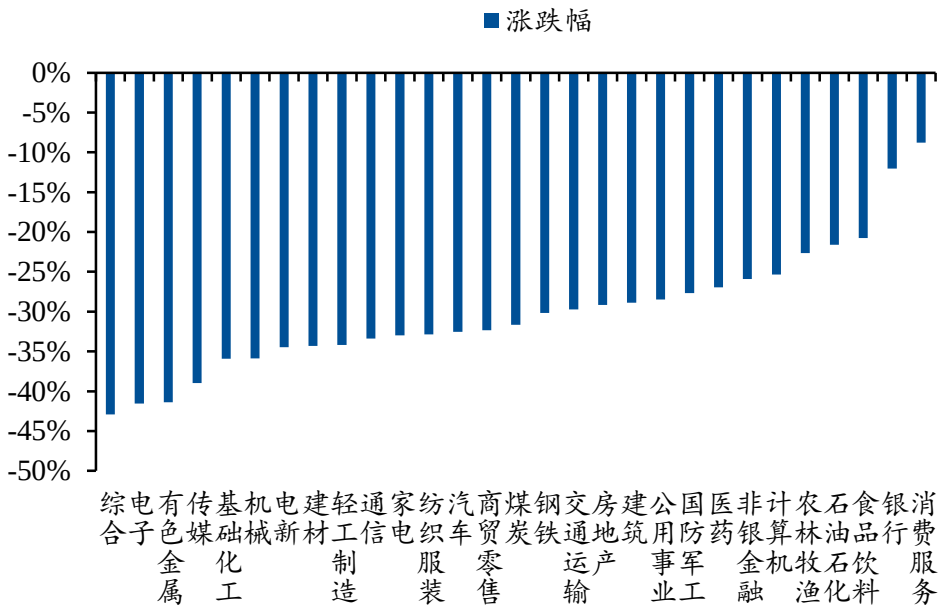


资料来源：wind，民生证券研究院

（三）行业表现：消费和金融抗跌，科技和中下游周期领跌

行业来看，包括电子、电新等在内的科技行业和包括有色、化工、建材、轻工在内的周期性行业跌幅较大。科技板块跌幅较大的原因在于中美关系恶化对其估值和盈利预期造成了较大冲击，中兴事件标志着美国对我国电子产业将开启一系列打击。周期性行业跌幅较大主要是去杠杆导致民企经营环境变差导致的，由于融资难度上升，民企信用利差走阔，爆雷事件多次发生，使民企主导的制造业受到一定影响。但相对来看，消费板块和金融板块跌幅较小，这与消费板块较为抗周期有部分关系。

图 30：科技行业和周期性行业跌幅较大



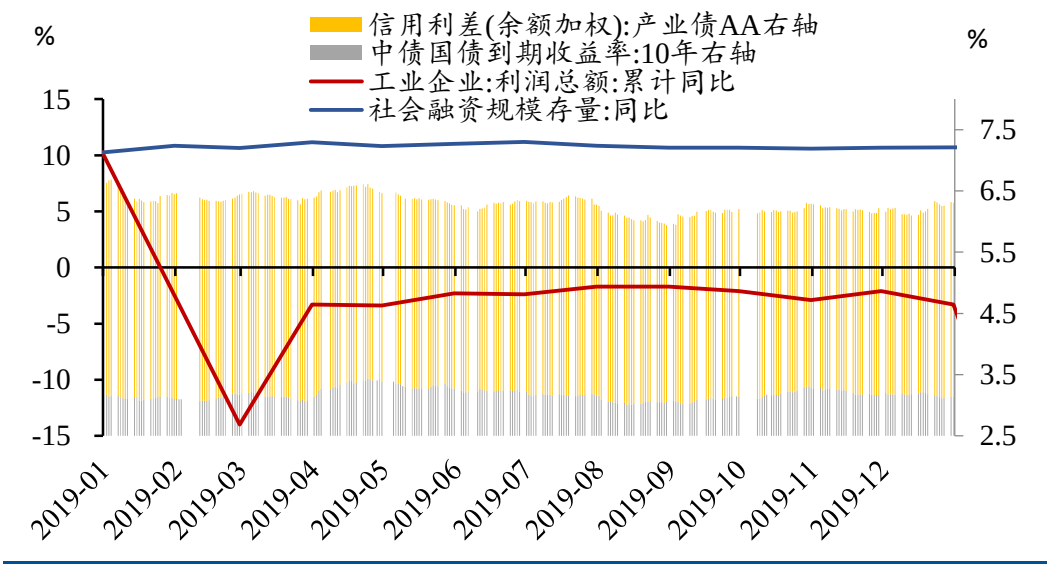
资料来源：wind，民生证券研究院

十一、2019，估值修复，结构性行情

（一）宏观环境：经济下行，流动性偏松，风险偏好回升

2019 年，去杠杆政策改为稳杠杆，社融增速有所反弹，流动性较之前边际改善。但国内外经济下行压力较大，工业利润增速跌入负数。另一方面，中美关系一波三折，上半年一度有达成协议的可能，但之后美国又重启加关税进程，风险偏好先升后降。但在年底中美达成协后风险偏好重新回升，且年底逆周期调节逐渐发力。在这种背景下，2019 年走出了一波结构性牛市。

图 31：经济下行，流动性偏松，风险偏好回升

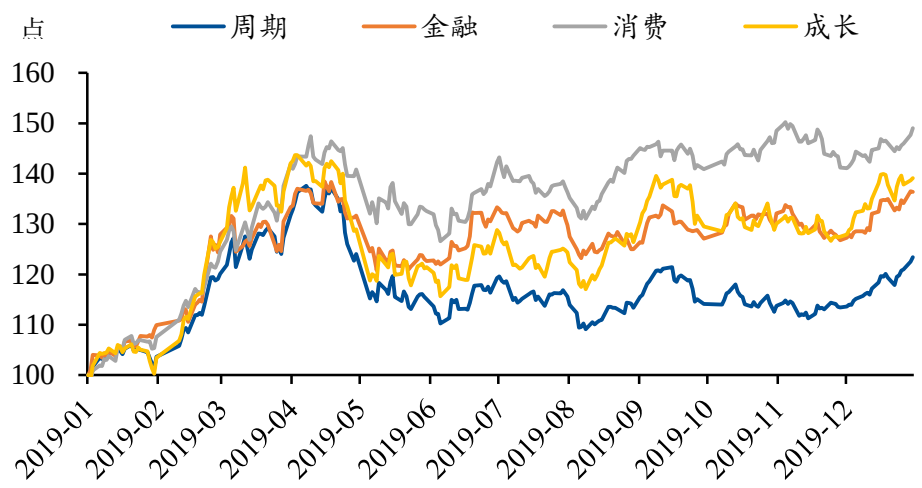


资料来源：wind，民生证券研究院

（二）板块表现：消费领涨，成长 N 型走势

风格方面，一季度由于信用边际宽松，叠加中美关系改善带动估值修复，所有板块均迎来上涨。二季度一方面是信用边际收紧，中美关系恶化，走势有所分化，周期大幅下跌，成长和金融业有所下跌，消费坚挺。下半年受 5G 周期带动和国家政策扶持，成长板块表现最好。消费也有一定程度上涨。

图 32：消费领涨，周期涨幅最少（初始值为 100）

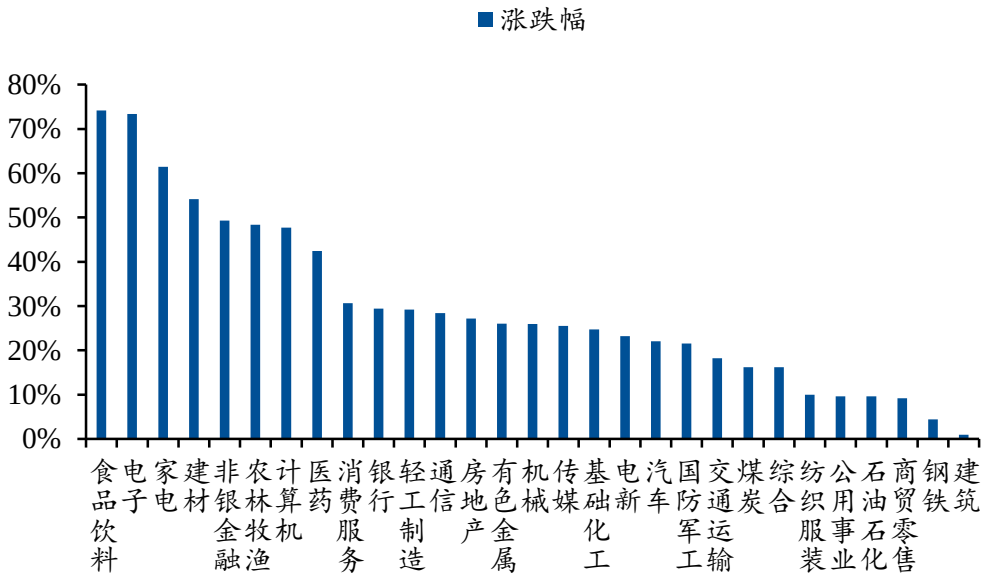


资料来源：wind，民生证券研究院

（三）行业表现：食饮和电子表现最好，钢铁、建筑表现最差

行业来看，以食品饮料、家电、医药、消费服务为代表的消费行业和以电子、计算机、通信为代表的 TMT 行业表现较好。我国消费升级的趋势不可逆转，消费作为业绩牛的代表走出一波长牛的趋势。科技股则收益于 5G 建设周期和国家大基金的支持，2019 年涨幅较大，特别是电子板块。此外非银金融也有较大涨幅，这与资本市场改革加速有关。钢铁、石化和建筑等传统行业涨幅较低，一方面是供给侧改革红利逐渐淡化，另一方面是地方隐性债务限制导致基建增速不及预期所致。

图 33：消费、电子和金融板块涨幅较大，传统工业行业涨幅一般



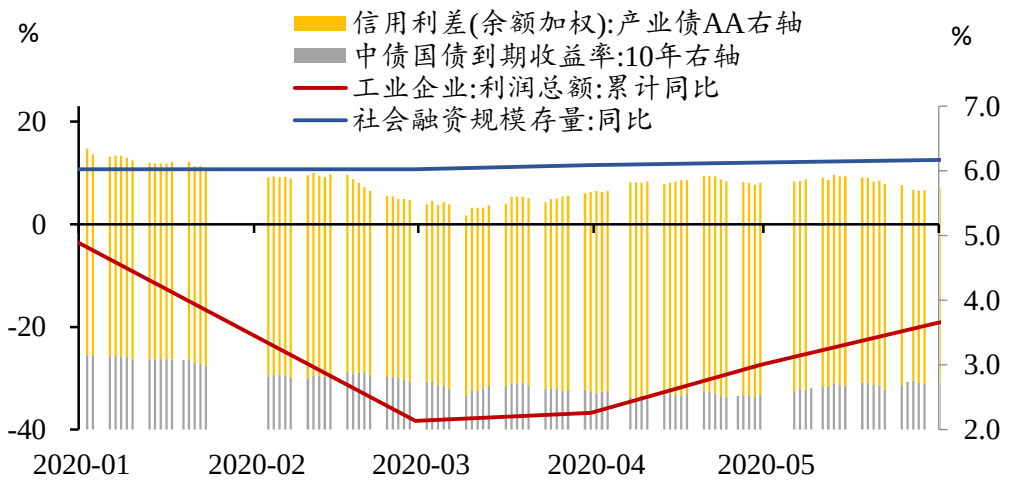
资料来源：wind，民生证券研究院

十二、2020 年 1-5 月，大封锁，结构性行情

（一）宏观环境：经济下行，流动性宽松，无风险利率下降

2020 年 1-5 月，受新冠疫情影响春节前后采取了大封锁政策，经济活动被严格限制，线下生产和消费受到冲击。经济上，工业企业利润大幅下跌，但在复工复产政策推进下宏观经济呈现生产恢复快于消费恢复的态势。为对冲经济下行，货币政策极为宽松，央行多次降准降息，无风险利率跌至历史低位。风险偏好方面，春节后一度有一波补涨的行情，但随着海外疫情扩散和欧美股市暴跌影响，风险偏好再次回落，股市整体走出结构性行情。

图 34：经济下行，流动性宽松，无风险利率下降

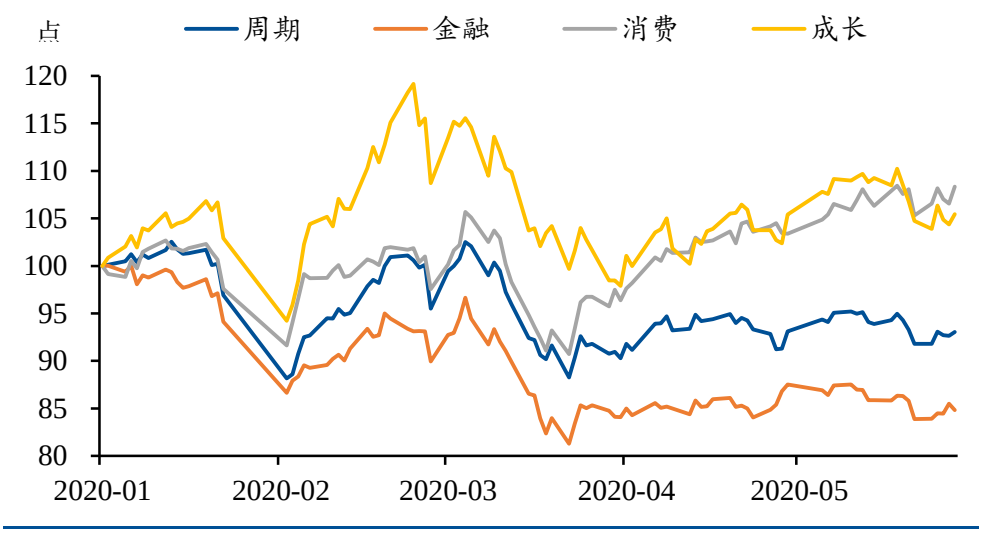


资料来源：wind，民生证券研究院

（二）板块表现：消费和成长领涨，金融领跌

风格方面，一季度受益于 5G 周期和半导体政策红利，成长板块一度领涨，金融板块由于货币宽松政策导致的让利行为跌幅较大。二季度受欧美股市暴跌影响，风险偏好回落，成长板块走弱，受益于流动性宽松和避险驱动消费板块走强，逐渐赶上成长板块。金融板块则由于为实体让利 1.5 万亿的政策，银行净息差收窄，不良贷款率上升，行情继续走弱。

图 35：消费和成长领涨，金融领跌（初始值为 100）

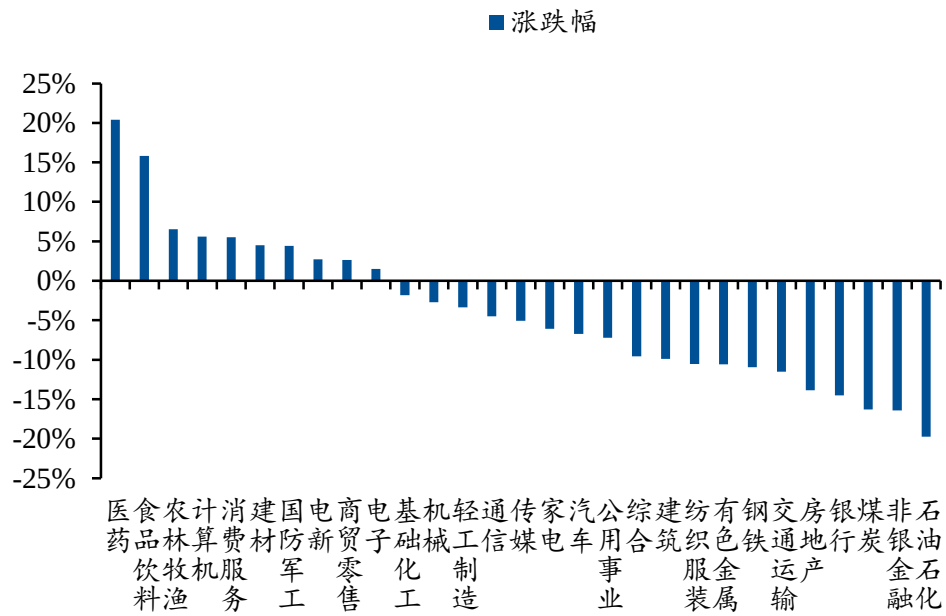


资料来源：wind，民生证券研究院

（三）行业表现：医药和食饮表现最好，能源、金融表现最差

行业来看，医药板块受益于疫情表现最好，生物疫苗和医用物资类上市公司表现较好。食饮则受益于业绩强劲和流动性宽松带来的避险行情表现也较好。科技类行业一度走强，但在欧美股市暴跌后涨幅回落。受油价暴跌影响，石油石化行业表现最差，由于经济封锁政策煤炭、地产、钢铁等传统行业表现也较差。由于金融让利非银和银行板块跌幅也靠前。

图 36：医药和食饮表现最好，能源、金融表现最差



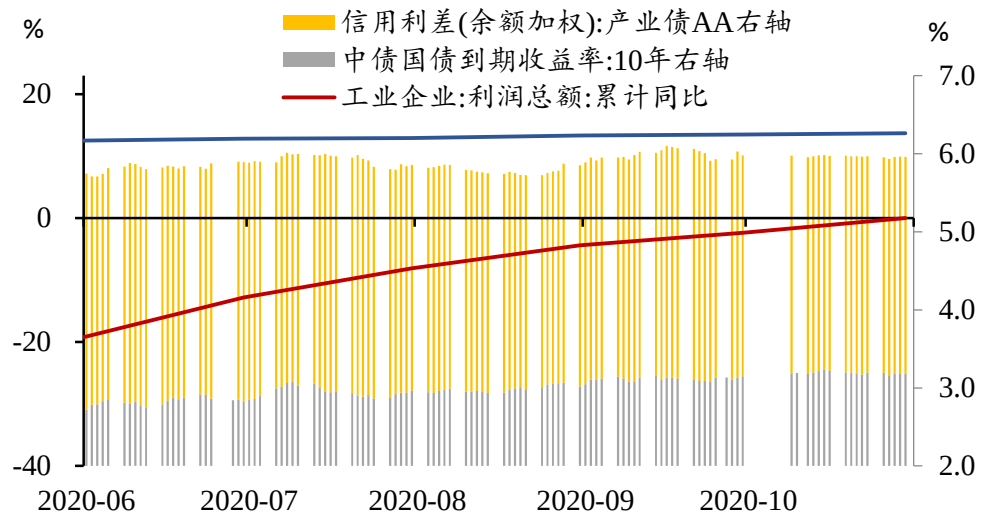
资料来源：wind，民生证券研究院

十三、2020 年 6-10 月，经济复苏，股市走牛

（一）宏观环境：经济修复，流动性稳健，风险偏好抬升

2020 年 6-10 月，随着复产复工的推进，中国经济逐渐走出低谷，工业利润单月同比由负转正，企业盈利回暖。货币政策也逐步退出宽松状态，向正常化迈进，无风险利率上升，但由于政府债券高供给和企业融资需求旺盛，社融增速逐渐走高，流动性较为宽松。另一方面，在海外疫情得到初步控制、国内改革加速的背景下，风险偏好抬升，股市走出一波牛市行情。

图 37：经济复苏，流动性稳健，风险偏好抬升

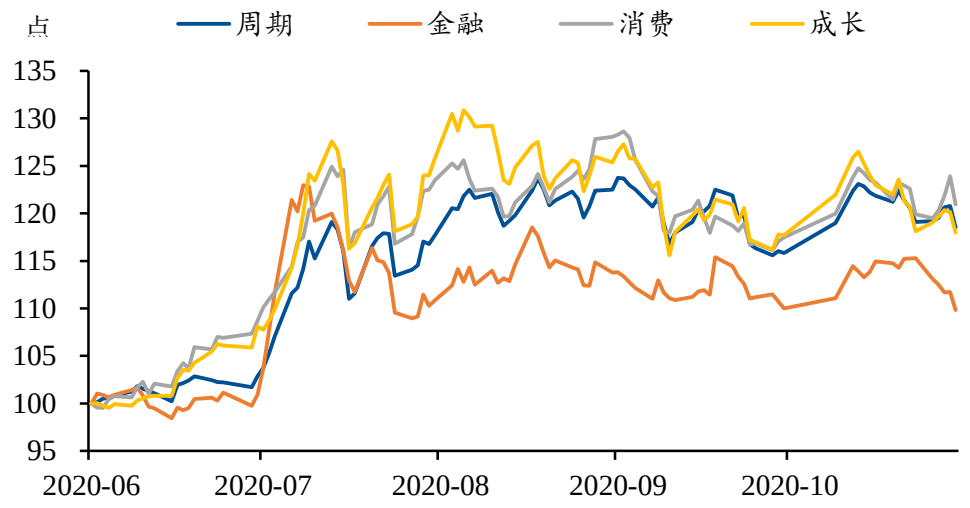


资料来源：wind，民生证券研究院

（二）板块表现：消费成长周期均有较大涨幅，金融表现一般

风格方面，7-8 月受益于风险偏好抬升，成长板块一度领涨。但由于中美关系恶化影响风险偏好回落，成长板块明显回落。周期板块受益于经济复苏带来的盈利修复，表现也较好。消费板块则延续趋势线上涨行情。金融板块受制于为实体让利 1.5 万亿的政策表现继续疲软，净息差被压缩，估值处于较低水平。

图 38：消费成长周期均有较大涨幅，金融表现一般（初始值为 100）

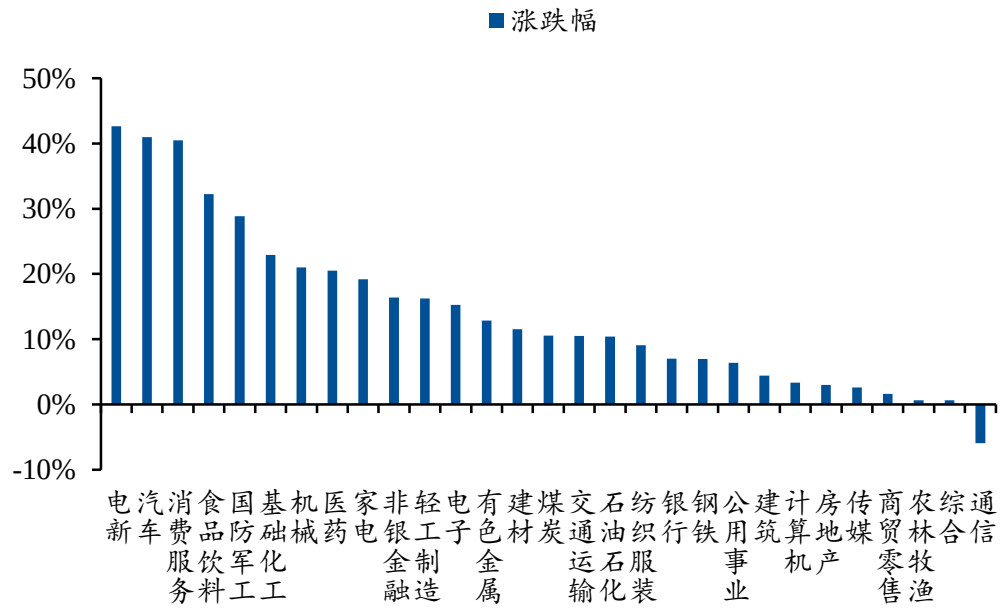


资料来源：wind，民生证券研究院

（三）行业表现：新能源类、消费、军工表现最好

行业来看，电新行业特别是新能源车板块受益于产业革命周期和拜登上台利好，涨幅最大，新能源车兼具成长和消费双重属性，既能享受风险偏好抬升的利好也能享受趋势向上的利好。消费服务和食饮则继续延续消费板块长牛的走势。由于政策更加强调安全问题，军工行业表现也靠前。农林渔牧受制于猪周期下半场，8 月以来有所下跌。总体来看，2020 年 6 月-7 月的牛市是风险偏好抬升、流动性宽松、盈利修复共同造成的。

图 39：新能源类、消费、军工表现最好



资料来源：wind，民生证券研究院

十四、A 股风格轮动的规律

（一）周期股走势主要取决于经济好坏

周期股走势主要取决于经济好坏，当经济走强时，周期股通常上涨，当经济走弱时，周期股通常下跌。在 2008 年之前，由于我国处于工业化时代，周期股表现较为亮眼。但随着我国从工业化转向信息化、从投资驱动型转向消费驱动型、从第二产业主导转向第三产业主导，周期股表现逊色于其他板块，更多存在结构性机会。

表 1：历年不同宏观场景对各风格股票影响

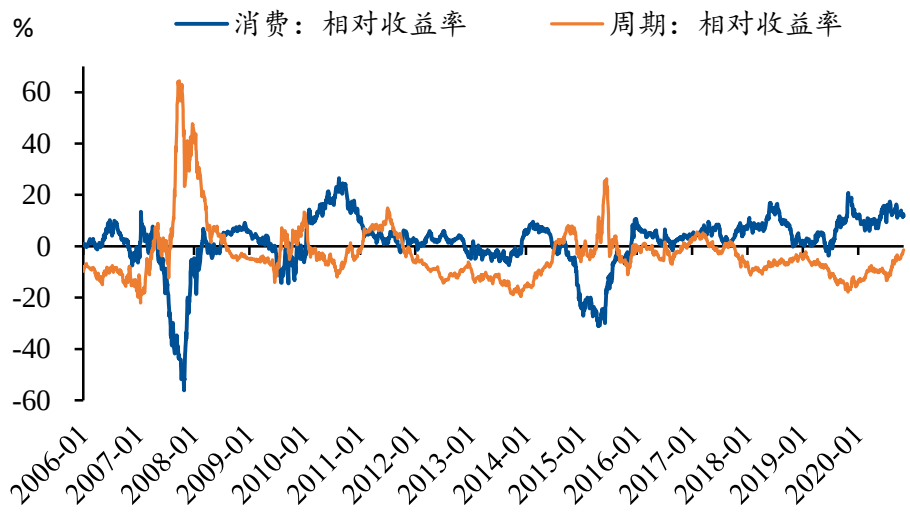
时间	宏观场景	经济	流动性	无风险利率	风险偏好	消费	成长	周期	金融
2005-2007	过热	好	宽松	降低	抬升	较好	最不好	较好	最好
2008	萧条	差	宽松	降低	回落	最不差	较差	最差	次差
2009	复苏	复苏	宽松	稳健	略升	较好	较好	最好	最不好
2010	低迷	下行	下行	回升	稳定	最好	最好	一般	最差
2011	紧缩	走弱	收紧	略降	回落	较差	最差	最差	最不差
2012-2014.6	低迷	低迷	稳健	上行	回升	较好	最好	最差	一般
2014.6-2015.6	改革	衰退	宽松	降低	回升	较好	最好	最好	较好
2015.6-2016.6	调整	复苏	宽松	降低	回落	较差	较差	最差	最不差
2016.6-2017	过热	走强	收紧	上行	稳健	最好	最差	一般	最好
2018	紧缩	衰退	收紧	下行	回落	较差	最差	最差	最不差
2019	低迷	低迷	偏松	稳健	抬升	最好	较好	最不好	较好
2020（1-5）	萧条	下行	宽松	下降	波动	最好	最好	较差	最差
2020（6-10）	复苏	复苏	宽松	上行	抬升	最好	最好	最好	最不好

资料来源： 民生证券研究院整理

（二）消费股，投资价值高，趋势长牛

消费股具有较高投资价值。无论经济好坏，其表现都较为亮眼。行情好的时候消费股涨势不输给成长股，行情不好的时候消费股也因为避险属性最为抗跌。长期来看消费股收益远高于其他板块，且具有波动小的特性，长期投资价值较高。总体来看，消费股的相对收益率与周期股成反比，这是因为我国经济发展模式逐渐从投资驱动转向消费驱动，近几年来看，代表传统行业的周期股呈现出业绩熊的特征，代表消费行业的消费股则呈现业绩牛的特征。当风险偏好大幅回落或流动性收紧的时候可能会对消费股有一定冲击，使其走势较为疲软。

图 40：消费股相对收益率与周期股呈反比



资料来源：wind，民生证券研究院

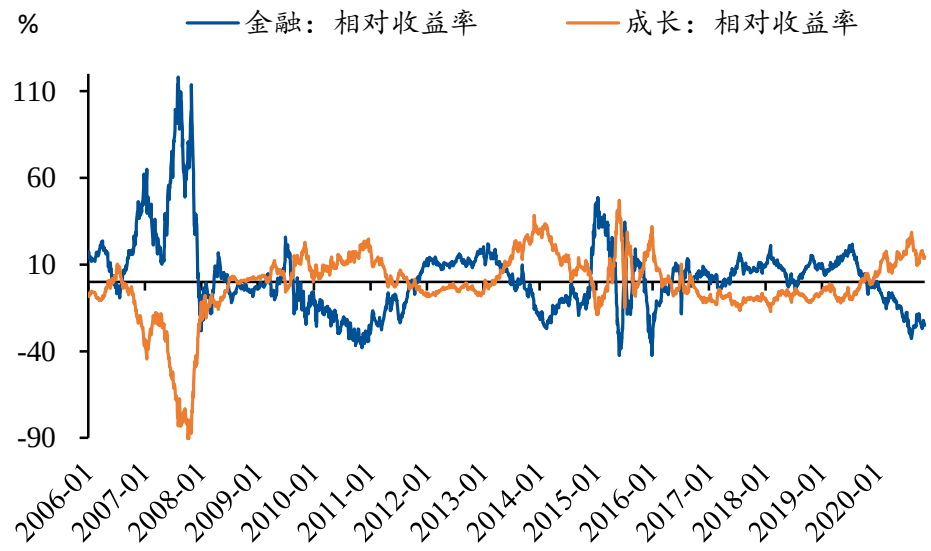
（三）金融股走势取决于货币政策

由于中国银行业兼具商业属性和政治属性，因此以银行为代表的金融股走势不仅取决于经济形势，也取决于政策方向。当经济处于过热阶段时，央行往往会上调银根以收缩需求，银行可以享受较高的净息差，且信贷增速较高，金融股表现往往较好，典型的比如 2006 年-2007 年和 2016 年-2017 年。当经济处于萧条阶段和复苏阶段时，由于此阶段货币政策通常较为宽松，金融企业往往要承担一定让利属性，金融股走势往往较差，典型的比如 2009 年-2010 年，以及 2020 年。当经济处于衰退阶段时，此阶段虽然经济低迷，但由于货币政策不搞强刺激，银行不用承担让利任务，此阶段金融股走势较好。

（四）成长股走势取决于估值

成长股往往短期盈利较弱，但由于前景较好所以未来可能会有较高的盈利能力，由于远期收益要考虑折现，因此对成长股来说估值非常重要。估值通常取决于无风险收益率和风险偏好，比如 2014 年-2015 年的大牛市是因为无风险收益率大幅下行叠加风险偏好抬升带来的。近几年来看，中美关系和疫情对风险偏好有较大影响，中美关系缓和的时候，由于风险偏好修复成长股表现通常较好；中美关系恶化的时候成长股通常表现较差。总体来看，成长股相对收益率和金融股呈反比，一部分原因是金融股大多数具有估值低、盈利稳等价值股具有的特征，而价值股和成长股具有替代效应。当风险偏好抬升的时候，资金会从价值股流向成长股；风险偏好恶化的时候则从成长股流向价值股。另外，通胀上行或流动性收紧的时候成长股表现往往较差，主要是因为二者都会对估值造成较大冲击。

图 41：成长股相对收益率与金融股呈反比



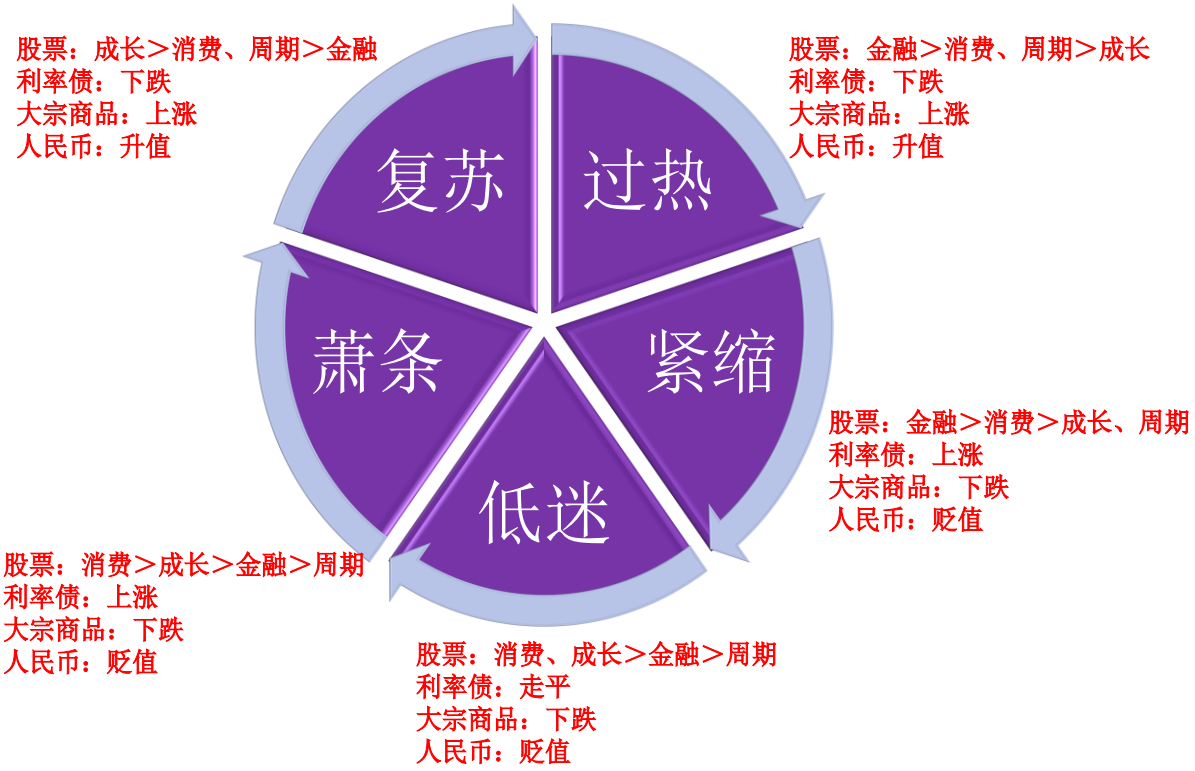
资料来源：wind，民生证券研究院

十五、不同宏观场景下该配置什么资产

（一）近 15 年来我国宏观场景可划分为 5 类

近 15 年来我国宏观场景可划分为 5 类，分别是复苏（比如 2009 年）、过热（比如 2007 年）、紧缩（比如 2018 年）、低迷（比如 2019 年）、萧条（比如 2008 年），相比传统的美林时钟模型，这里将衰退划分为紧缩和低迷，所谓紧缩，类似 2011 年和 2018 年，属于主动去杠杆式的经济下滑，包括信贷社融、财政开支和基建增速都有一定程度下降。所谓低迷，类似 2010 年、2012 年-2014 年和 2019 年，低迷并不是指经济不好，而是经济增速处于低位但并未出现大幅滑落的绩效，此阶段经济以调结构为主，经济增速的下降与经济增长质量的提高同时存在，且逆周期调控适度发力，货币环境略微宽松。

图 42：宏观周期轮动下的大类资产配置



资料来源：wind，民生证券研究院

（二）复苏场景下，成长股表现最好、金融股表现最差

复苏场景指经济刚刚走出萧条/低迷状态，经济增速逐步回升，此阶段宽松政策还未完全退出，流动性较为充裕，通胀尚未起来因此对估值影响较小，风险偏好也有所回升。复苏场景下由于风险偏好回升、通胀较低、流动性宽松，成长板块通常表现最好，消费股受益于流动性宽松和风险偏好回升也有不错表现，周期股则由于盈利恢复也有所上涨。相比之下，复苏行情对金融股最为不利，因为金融行业仍要承担一定为实体让利的任务，银根放松、银行净息差被压缩，因此此阶段金融板块表现最差。复苏场景典型的代表是 2009

年和 2020 年下半年。

（三）过热场景下，金融股表现最好、成长股表现最不好

过热场景指经济逐渐触顶，实体运行有过热现象，通胀开始走高，对估值有不利影响。为防止经济过热此阶段宏观调控趋严，银根上调，流动性收紧。过热场景下金融股表现最好，因为金融行业可以因为经济强劲和银根收紧享受较高的净息差和信贷增速，此阶段银行不良贷款率也有所下行。消费股和周期股则可以享受经济增长带来的好处，表现也不错。但成长股在过热场景下通常表现较差，一方面是因为流动性趋紧，对中小市值股造成冲击；另一方面是通胀走高会降低成长股估值，而估值是决定成长股股价最重要因素。过热场景并不是靠经济刺激形成的，而是经济自发向好运行的结果，典型的过热场景是 2007 年和 2017 年。

（四）紧缩场景下，金融股最抗跌、周期股和成长股表现最差

紧缩场景指经济有管理的放缓，这可能是为了控制宏观杠杆率、防止金融风险等因素而主动去杠杆，典型的比如 2011 年和 2018 年，信贷社融增速和财政举债幅度都被限制，投资和基建增速明显下行。紧缩场景下经济增速快速下行，流动性收紧，风险偏好回落，由于经济下行和信贷收缩利率债可能会上涨。紧缩场景下股市通常全面走低，但表现有所分化。金融股通常最为抗跌，这是因为紧缩场景下银根不会太松，银行可以享受一定净息差。但周期股和成长股表现最差，经济收缩对周期股有较大冲击，流动性收紧和风险偏好回落对成长股有较大冲击。

（五）低迷场景下，消费股和成长股表现最好、周期股表现最差

低迷不代表经济不好，而是指经济增速处于低位但并未大幅下行，此阶段虽然经济增速较低但经济结构不断合理优化，产业结构调整取得一定成效。低迷的场景下货币政策小幅宽松，风险偏好适度抬升，利率债走平。低迷也可能是未来中国经济新常态，虽然经济增速不再高增长，但经济发展质量却持续提高。在这种场景下，消费股和成长股往往表现最好，消费升级和产业创新取得成就。相比之下，低迷场景下传统工业处于持续整顿状态，周期股总体表现较差，但由于产业集中度提升存在一定龙头效应。典型的低迷场景是 2010 年、2012 年-2014 年和 2019 年。

（六）萧条场景下，消费＞成长＞金融＞周期

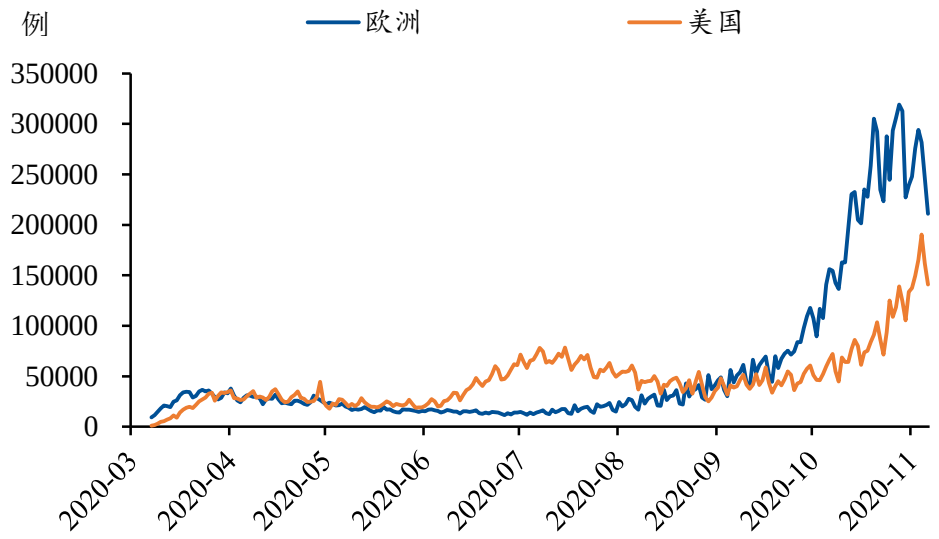
萧条场景并不常见，特别在中国经济增速走平、经济发展进入新常态阶段。典型的萧条场景比如 2008 年和 2020 年疫情封锁期，由于中国防疫取得成功，疫情封锁很快就结束，经济很快从萧条切换至复苏状态。萧条场景下，经济增速大幅下跌，流动性趋于宽松，无风险利率大幅下行，风险偏好回落。这种场景下消费股由于抗周期属性、避险属性备受追捧，消费股表现往往最好/最不差。由于流动性宽松和无风险利率下降，成长股表现仅此与消费。表现最差的是周期股，因为萧条场景下经济增速大幅下跌，削弱工业企业盈利能力，对周期股有较大冲击。

十六、未来展望：大类资产配置怎么看？

（一）2020 年底—2021 年初，经济预计仍处于复苏阶段

由于冬季来临，新冠病毒传播系数提升，欧美疫情再次反弹，一些城市被迫出台限制经济的政策，这在一定程度上压低了全球经济复苏节奏。另外美国大选可能出现拜登上台+民主党仅控制众议院的情况，在这种情况下新一轮财政刺激法案效力可能大打折扣。在这种情况下美联储可能不会轻易退出货币宽松政策，全球流动性依然会处于较为充裕的状态。中国方面，投资和消费预计仍将处于逐渐修复的节奏，在欧美生产受限、库存处于低位的情况下出口有望保持强劲，因此中国经济仍将处于复苏阶段。货币政策方面，央行副行长刘国强明确表示，政策调整不能仓促，不能出现“政策断崖”。因此货币政策不会快速收紧，虽然年底可能会迎来社融拐点，但之后社融增速预计不会快速下滑。因此实体流动性预计仍将处于略微宽松的状态。

图 43：冬季来临，欧美疫情处于扩散阶段，全球经济复苏斜率向下



资料来源：wind，民生证券研究院

（二）复苏阶段看好成长、消费和周期

复苏阶段下，经济处于逐渐修复的状态，实体流动性依然宽松，成长股、消费股、周期股均有机会。对成长股而言，一方面受益于 5G 周期和新能源车革命，另一方面受益于实体流动性依旧处于略为宽松的状态，再一方面受益于拜登上台、中美关系边际修复带来的风险偏好抬升，成长股存在一定机会，新能源、TMT 值得期待。对消费股而言，受益于风险偏好抬升和社融增速处于高位，消费股预计也能维持趋势性牛市。对于周期股而言，在复苏阶段工业企业盈利改善，带动周期股形成盈利牛。由于中国经济独善其身，人民币预计维持坚挺，吸引外资流入，对 A 股形成支撑。

（三）2021 年二季度—2021 年底，经济或进入过热阶段

明年一季度后，随着北半球天气转热，叠加发达国家疫苗普及率可能上升（取决于辉瑞疫苗产量和可靠度），发达国家疫情可能逐渐得到控制，海外经济进入全面复苏阶段。再次背景下欧美央行可能会逐渐收回流动性，美债利率上升。考虑到今年疫情以来欧美大量释放流动性，预计明年全球会面临一定的通胀压力，全球 PPI 可能会上行。中国方面，今年疫情提高了供应端加速整合的进度，相当于在生产端做了一次供给侧改革，叠加明年疫情得到控制后可能出现的报复性消费和投资反弹现象，明年中国经济预计走强。但通胀压力和去杠杆压力会导致货币政策收紧，社融增速预计下行，实体流动性收紧。总体来看明年二季度—明年年底中国经济可能会从复苏切换至过热阶段，经济走强，通胀上行，流动性收紧，场景类似 2017 年。

（四）过热阶段看好金融、消费、周期

过热阶段下，金融股迎来极大利好。一方面是经济走强带来的不良率改善，另一方面是货币信用政策收紧带来的净息差改善，银行板块结束让利使命，迎来盈利和估值修复。消费股和周期股则受益于经济强劲带来的盈利改善，消费股延续趋势牛的态势，周期股特别是资源品板块则受益于全球经济复苏。过热阶段成长板块表现可能较差，一方面在于明年社融增速走低，流动性收紧；另一方面在于通胀压力下估值可能受到一定冲击。因此明年二季度后金融＞消费、周期、＞成长。

由于欧美疫情可能得到控制，叠加美国库存周期开启，加速全球经济复苏斜率有望加速，预计油价中枢可能会从 40 美元/桶左右上升至 60 美元/桶左右，大宗商品走牛。由于全球流动性收紧，美债利率上升，黄金可能会有所下跌。

总体来看，短线建议配置 5G 板块、顺周期行业、估值较低的金融股，长线建议配置新能源板块、消费升级题材等。

风险提示

疫苗普及超预期、欧美经济封锁超预期、中美关系走势等。

插图目录

图 1：05-07 年经济、流动性双双向好，带动股市走牛.....4
图 2：05-07 年经济、流动性双双向好，周期和金融股表现最好.....5
图 3：05-07 年期间，金融、周期、消费行业均有较大涨幅.....5
图 4：08 年期间经济快速下滑.....6
图 5：周期和金融板块跌最多(初始值为 100).....7
图 6：08 年股市整体走熊.....7
图 7：四万亿使经济快速反弹.....8
图 8：周期板块领涨（初始值为 100）.....9
图 9：周期行业和科技行业均有较好收益.....9
图 10：宽松政策逐渐退出，经济和流动性迎来拐点.....10
图 11：成长和消费开始发力（初始值为 100）.....11
图 12：科技和消费涨幅居前，金融和周期疲软.....11
图 13：经济走弱，货币收紧.....12
图 14：周期和成长板块领跌（初始值为 100）.....13
图 15：科技和周期板块跌幅较多.....13
图 16：无风险利率维持高位.....14
图 17：成长股一枝独秀（初始值为 100）.....15
图 18：科技和消费板块领涨.....15
图 19：经济走弱，货币收紧.....16
图 20：金融、周期、成长轮番领涨（初始值为 100）.....17
图 21：科技和周期板块跌幅较多.....17
图 22：经济弱复苏，流动性宽松.....18
图 23：金融领涨，周期领跌（初始值为 100）.....19
图 24：中上游周期性行业跌幅较大.....19
图 25：经济复苏，货币收紧.....20
图 26：金融、消费领涨、成长领跌（初始值为 100）.....21
图 27：中上游周期性行业跌幅较大.....21
图 28：经济下行，流动性收紧，风险偏好回落.....22
图 29：成长、周期领跌（初始值为 100）.....23
图 30：科技行业和周期性行业跌幅较大.....23
图 31：经济下行，流动性偏松，风险偏好回升.....24
图 32：消费领涨，周期涨幅最少（初始值为 100）.....25
图 33：消费、电子和金融板块涨幅较大，传统工业行业涨幅一般.....25
图 34：经济下行，流动性宽松，无风险利率下降.....26
图 35：消费和成长领涨，金融领跌（初始值为 100）.....27
图 36：医药和食饮表现最好，能源、金融表现最差.....27
图 37：经济复苏，流动性稳健，风险偏好抬升.....28
图 38：消费成长周期均有较大涨幅，金融表现一般（初始值为 100）.....29
图 39：新能源类、消费、军工表现最好.....29
图 40：消费股相对收益率与周期股呈反比.....31
图 41：成长股相对收益率与金融股呈反比.....32
图 42：宏观周期轮动下的大类资产配置.....33
图 43：冬季来临，欧美疫情处于扩散阶段，全球经济复苏斜率向下.....35

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊、媒体。

顾洋恺，民生证券研究院宏观组研究助理。对外经济贸易大学金融硕士。擅长货币流动性研究、大类资产配置和国际政治分析，系统学习过社会学、历史学、国际关系等专业，曾从事过宏观策略和信用评级等岗位，有七年大类资产投资经验，2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。