



A 股投资策略周报

策略专题研究报告
证券研究报告

策略组

分析师：张弛（执业 S1130523070003）

zhangchi1@gjzq.com.cn

分析师：吴慧敏（执业 S1130523080003）

wuhuimin@gjzq.com.cn

“双周期”框架体系下：如何有效“捕捉”风格与行业轮动？

前期报告提要与市场聚焦

前期观点回顾：如果美国经济“显著放缓”：全球资产配置或将“大洗牌”。如果美国经济“显著放缓”将导致 A 股基本面下行压力加大、“盈利底”延后。全球资产配置影响几何？1、权益类资产影响将是：先抑后扬。留意成长风格上下波动的弹性，最值得配置且长期持有的方向便是：创新药。2、构建了有色金属影响框架：寻找“弹簧”压制的低点。短期止盈“工业金属”，仅留黄金；在美国“流动性陷阱”解除或降息周期结束，开启弹性品种的“进攻”模式，优选：白银+铜，其次，黄金。3、亦构建了能源影响框架：寻找美国经济的温度。要想赚美国经济“困境反转”（硬着陆）的钱，往往需要更多耐性，但弹性与持续性亦会更好，静待降息周期结束原油方有较大趋势性机会。当下市场聚焦：1、如何构建逻辑严密且更加有效的“大势研判”框架体系？2、市场风格在经济与市场周期混沌影响下会如何演绎？3、如何构建稳定、有效的行业轮动框架，捕捉行业 Beta 机会？

如何结合“双周期”构建逻辑严密且更加有效的“大势研判”框架体系

国内经济周期通常指库存周期，约 3 年左右。我们采用十余类量化指标，用于描述、测度不同经济周期的形态，试图较为精确地构建国内经济周期。我们将国内经济分为：①复苏期，即被动去库周期；②繁荣期，即主动补库周期；③放缓（I）初期，即被动补库周期；④放缓（II）末期，即主动去库周期。将国内经济周期与市场“三底模型”结合：一）从“政策底”出发，寻找 A 股市场上升周期的框架与逻辑之路；二）A 股市场下行周期中各阶段跌幅贡献及其背后逻辑演绎与框架；三）当前“政策底”已现，“市场底”与“盈利底”在何方？我们再次强调：“市场底”隐含三大类行为逻辑：一是我们持续提示的三大风险：房地产、海外及通缩，需要明显暴露；二是处置风险相应的政策要落地、要见效；三是信用回升。维持谨慎，市场波动率或将趋于抬升，偏离度将取决于政策落地节奏及效果。

A 股风格演绎与行业配置节奏

市场上涨周期：1、行业配置轮动节奏：①见市场底，持有：贵金属，新增买入：“成长+消费”；②静待复苏开始，新增：“有色+券商”；③盈利底一旦确认，复苏末期风格第 1 次全面切换：贵金属、券商逢高止盈，保留：“成长+有色>消费”；④过热期，重心放在周期+成长，新增煤炭后，持仓：“成长+有色+煤炭>消费”，留意一旦信用指标明显回落，可以适度减持“成长+有色”；⑤一旦进入“放缓 I 起”，风格将第 2 次全面切换：成长+有色逢高止盈，保留：消费+煤炭，新增：银行+高股息。2、长期资产“Buy& Hold”的配置逻辑：贵金属+有色+成长>消费。

市场下跌周期：1、行业配置轮动节奏：继“放缓 I 起”配置：“消费+煤炭，银行+高股息”后；①见市场顶，剔除消费，保留：银行+高股息+煤炭；②进入“放缓 II”再剔除“煤炭”，仅保留：银行+高股息；③一旦出现“政策底”，风格将第 3 次切换：成长+有色“进攻”；④静待 1~2 个月政策影响退去（政策影响 End）、反弹行情结束；市场或再次调整，直至市场底。故“政策影响 End”再次触发风格第 4 次切换：银行+贵金属>高股息“再防御”。⑤静待市场底确认，最后一次风格切换（第 5 次）：保留：贵金属，新增成长+消费“进攻”——此时，将与“市场底-市场顶”行业配置轮动框架形成“闭环”。2、长期资产“Buy& Hold”的配置逻辑：银行。

此外，本篇报告还整理了整个市场周期中，8 类行业，包括成长、有色、消费、煤炭、贵金属、券商、银行及高股息等“买点”、持有周期及弹性、超额收益周期。

风格及行业配置：“政策底-市场底”坚定防御配置

维持建议“大盘价值防御”策略，重点推荐防御性较高、具备持续超额收益品种：银行+黄金，次选高股息。

风险提示

后续货币政策低预期；经济放缓超预期；美债收益率反弹超预期；历史经验具有局限性。



内容目录

一、前期报告提要与市场聚焦.....	4
二、策略观点及投资建议.....	4
2.0 引言.....	4
2.1 如何结合“双周期”构建逻辑严密且更加有效的“大势研判”框架体系.....	4
2.2 市场上涨周期：A 股风格演绎与行业配置节奏.....	7
2.3 市场下跌周期：A 股风格演绎与行业配置节奏.....	10
2.4 风格及行业配置：“政策底-市场底”坚定防御配置.....	12
三、市场表现回顾.....	13
3.1 市场回顾：宽基指数多数下跌，一级行业涨跌互现.....	13
3.2 市场估值：宽基指数、风格指数估值多数下跌.....	15
3.3 市场性价比：主要指数配置性价比相对较高.....	16
3.4 盈利预期：盈利预期多数下调.....	19
四、下周经济数据及重要事件展望.....	21
五、风险提示.....	22

图表目录

图表 1：经济周期叠加市场周期的框架体系一览.....	5
图表 2：市场流动性剩余再次收紧.....	7
图表 3：市场有效流动性持续下行.....	7
图表 4：市场上涨周期 A 股风格及行业轮动一览.....	9
图表 5：市场下行周期 A 股风格及行业轮动一览.....	11
图表 6：“双周期”体系下的风格与行业轮动框架.....	12
图表 7：本周（05.13-05.17）国内宽基指数多数下跌，海外宽基指数多数上涨.....	14
图表 8：本周（05.13-05.17）一级行业涨跌互现，房地产、建筑材料、建筑装饰等行业领涨.....	15
图表 9：本周（05.13-05.17）A 股主要指数估值多数下跌，海外主要指数估值全面上涨.....	15
图表 10：本周（05.13-05.17）各行业估值多数上涨.....	16
图表 11：万得全 A ERP 略高于“1 倍标准差上限”.....	16
图表 12：上证指数 ERP 低于“1 倍标准差上限”.....	16
图表 13：沪深 300 ERP 低于“1 倍标准差上限”.....	17
图表 14：创业板指 ERP 略低于“2 倍标准差上限”.....	17
图表 15：万得全 A 股债收益差低于“2 倍标准差下限”.....	17
图表 16：上证指数股债收益差高于“2 倍标准差下限”.....	17
图表 17：沪深 300 股债收益差高于“2 倍标准差下限”.....	17
图表 18：创业板指股债收益差低于“2 倍标准差下限”.....	17
图表 19：金融的 ERP 低于“1 倍标准差上限”.....	18
图表 20：周期的 ERP 低于“1 倍标准差上限”.....	18
图表 21：消费的 ERP 高于“2 倍标准差上限”.....	18
图表 22：成长的 ERP 低于“2 倍标准差上限”.....	18



图表 23: 金融股债收益差低于“1 倍标准差下限”	18
图表 24: 周期股债收益差低于“1 倍标准差下限”	18
图表 25: 消费股债收益差低于“2 倍标准差下限”	19
图表 26: 成长股债收益差低于“2 倍标准差下限”	19
图表 27: 本周 (05.13-05.17) 主要指数盈利预期多数下调	19
图表 28: 本周 (05.13-05.17) 多数行业盈利预期下调	20
图表 29: 下周全球主要国家核心经济数据一览	21
图表 30: 下周全球主要国家重要财经事件一览	21



一、前期报告提要与市场聚焦

前期观点回顾：如果美国经济“显著放缓”：全球资产配置或将“大洗牌”。如果美国经济“显著放缓”将导致A股基本面下行压力加大、“盈利底”进一步延后。全球资产配置影响几何？1、权益类资产影响将是：先抑后扬。留意成长风格上下波动的弹性，以及最值得配置且长期持有的方向便是：创新药。2、构建了有色金属影响框架：寻找“弹簧”压制的低点。短期止盈“工业金属”，仅留黄金；在美国“流动性陷阱”解除或降息周期结束，开启弹性品种的“进攻”模式，优选：白银+铜，其次，黄金。3、亦构建了能源影响框架：寻找美国经济的温度。要想赚美国经济“困境反转”（硬着陆）的钱，往往需要更多耐性，但弹性与持续性亦会更好，静待降息周期结束原油方有较大趋势性机会。

当下市场聚焦：1、如何构建逻辑严密且更加有效的“大势研判”框架体系？2、市场风格在经济与市场周期混沌影响下会如何演绎？3、如何构建稳定、有效的行业轮动框架，捕捉行业Beta机会？

二、策略观点及投资建议

2.0 引言

我们在此前报告《何时将见“市场底”？》曾介绍过市场周期框架：通过“三底模型”，包括：“政策底”、“估值底/市场底”和“盈利底”的定义、指标确认及周期长度等梳理，告诉投资者该如何通过市场周期做出对A股市场的“大势研判”及配置策略。本期报告拟将“三底模型”嵌入到国内经济周期当中，构建出复杂且更加有效的框架体系，以实现：1、对市场走势更加准确、有效的跟踪、判断；2、对风格演绎及行业Beta更敏锐地“捕捉”。

2.1 如何结合“双周期”构建逻辑严密且更加有效的“大势研判”框架体系

国内经济周期通常指库存周期，持续3年左右。我们采用：库存%、库销比、PPI%、PMI_MA3、10年期国债收益率、SHIBOR_3M、M1%、归母净利润%/工业企业利润%、中长期企业贷款%及M2%-社融%等十余个指标，用于描述、测度不同经济周期的形态，拟通过量化指标的方式较为精确地构建国内经济周期。我们将国内经济分为：

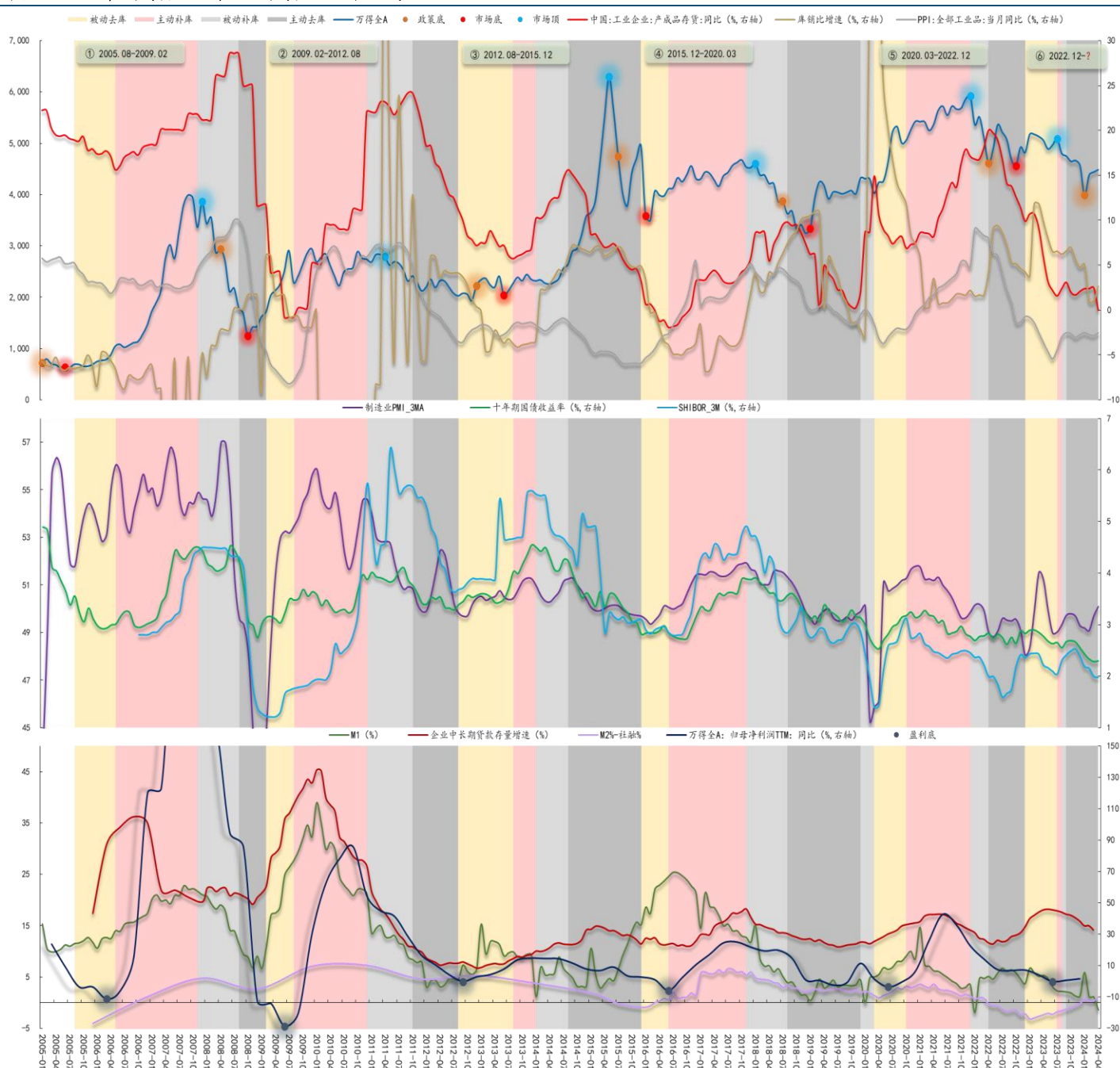
- 复苏期，即被动去库周期：“2005.8~2006.5”、“2009.2~2009.8”、“2012.8~2013.8”、“2015.12~2016.6”、“2020.3~2020.10”及“2022.12~2023.7”共计六轮。对应指标特征描述如下：1、库存周期形态仍在寻底中。（1）虽然库存增速继续向下；（2）库销比继续向下，甚至已经降至较低水平；但（3）PPI进入下行尾声，期间实现筑底回升。2、先行指标均筑底回升。（4）PMI筑底回升；（5）10年期国债收益率筑底回升；（6）SHIBOR_3M筑底回升。3、信用指标加速上行。（7）M1%加速上行；（8）中长期企业贷款加速回升。4、盈利指标期间筑底回升。（9）工业企业利润或归母净利润增速均于期间筑底，不难发现其与PPI几乎同步实现筑底。5、流动性剩余逐步开始收紧。重要判断：盯住先行指标拐头回升、PPI筑底及“盈利底”兑现，方可视为复苏期。
- 繁荣期，即主动补库周期：“2006.5~2007.11”、“2009.8~2010.12”、“2013.8~2014.1”、“2016.6~2017.11”、“2020.10~2021.12”及“2023.7~2023.8”共计六轮。对应指标特征描述如下：1、库存周期拐头向上。（1）库存增速底部拐头向上；（2）库销比会有波动，但总体处于较低水平；（3）PPI加速回升、“转正”。2、先行指标均处于加速上行通道或已高企。（4）PMI在50荣枯线以上高企；（5）10年期国债收益率加快上行；（6）SHIBOR_3M加快上行。3、信用指标见顶放缓，但增速依然较高。（7）M1%见顶，增速放缓；（8）中长期企业贷款见顶放缓。4、盈利指标高企。（9）工业企业利润或归母净利润增速于期间均保持较高增速水平。5、流动性剩余明显收紧。重要判断：在经济复苏的基础上，只要库存增速拐头回升、PPI%转正便开启主动补库的繁荣期。
- 放缓（1）初期，即被动补库周期：“2007.11~2018.8”、“2010.12~2011.10”、“2014.1~2014.8”、“2017.11~2018.8”、“2019.12~2020.3”、“2021.12~2022.4”及“2023.8~2023.9”，因“公共卫生事件”冲击影响新增一轮，共计七轮。对应指标特征描述如下：1、库存周期继续向上，但需求明显减弱。（1）库存增速持续走高；（2）库销比明显上升、转正，总体处于较高水平；（3）PPI见顶、拐头向下。2、先行指标均见顶、回落。（4）PMI见顶趋于回落；（5）10年期国债收益率见顶、趋于回落；（6）SHIBOR_3M见顶、趋于回落。3、信用指标“阶梯式”下行、跌幅明显。（7）M1%加速向下；（8）中长期企业贷款加速向下、甚至将至负值。4、盈利指标



“阶梯式”回落。(9) 工业企业利润或归母利润增速拐头迅速回落。5、流动性剩余逐步宽松。重要判断：虽然库存仍在上行，但经济先行指标、PPI%均见顶回落，信用更是“阶梯式”下行——被动补库的“经济放缓初期”到来，往往对应市场周期框架中：“市场顶”与企业盈利增速拐头迅速回落。

- 放缓（11）末期，即主动去库周期：“2018.8~2019.2”、“2011.10~2012.8”、“2014.8~2015.12”、“2018.8~2019.12”、“2022.4~2022.12”及“2023.9~至今”，共计六轮。对应指标特征描述如下：1、库存周期拐头向下。(1) 库存增速见顶回落；(2) 库销比波动，但总体维持在较高水平；(3) PPI 加速下行，且转负值。2、先行指标均低位运行。(4) PMI 长期处于 50 荣枯线以下；(5) 10 年期国债收益率进入加速下行通道，且最终处于较低水平；(6) SHIBOR_3M 处于较低水平。3、信用指标筑底回升。(7) M1%拐头、筑底回升；(8) 中长期企业贷款拐头回升，但仍处于较低水平。4、盈利指标继续下行。(9) 工业企业利润或归母利润加速下行至负增长。5、流动性剩余趋于扩张。重要判断：库存拐头向下、先行指标持续低迷、信用指标从探底到筑底、流动性开启宽松等均反应主动去库的“经济放缓末期”；先、后对应市场周期框架中的“政策底”与“市场底”。

图表1：经济周期叠加市场周期的框架体系一览





来源：Wind、国金证券研究所

上述结合“国内经济周期”与“A股市场周期”构建的复杂却更加有效的框架体系，对于我们判断市场有哪些重要启示？

一) 从“政策底”出发，寻找A股市场上升周期的框架与逻辑之路。一个非常关键的经济周期，便是1、主动去库的“经济放缓末期”，期间将先、后出现：政策底与市场底。

(1) 政策底，往往对应流动性剩余指标转向。比如：“M2%-社融%”扩张了，伴随央行降准、降息，财政支出发力等。①市场便开启上涨行情，但持续性不长，一般在1~2个月结束。(2) 市场底，又称估值底，往往对应信贷指标筑底回升。比如率先筑底回升的概率是M1%，反应企业、居民风险偏好、消费意愿双双回升，订单需求回暖；往往意味着系统性风险已经筑底，基本面均在边际改善的动力。②“政策底”-“市场底”期间，五轮周期中平均传导周期约6个月，期间wind全A指数普遍下跌，平均跌幅20%，意味着1~2个月反弹周期结束后，市场多数情况将二次探底。③“市场底”一旦出现，新一轮趋势性上涨行情便已开启。比如：“市场底”-“经济放缓末期”结束期间，即便尚未进入到复苏周期，wind全A依然平均涨幅在23%；“市场底”-“盈利底”期间，wind全A平均涨幅更是扩大至42%——显然，“市场底”出现而“盈利底”未至期间，A股上涨的主要贡献均来自于：估值扩张。2、紧接着进入被动去库的“经济复苏期”，期间“盈利底”逐步显现。(3) 盈利底，往往对应PPI筑底回升。企业净利率、资产周转率均迎来趋势性改善，盈利弹性及贡献的“戴维斯双击”逻辑将开始演绎。④“盈利底”开启的“戴维斯双击”往往集中表现在经济主动补库的“繁荣期”，A股进入加速上涨通道、弹性更大。比如：从“盈利底”-“繁荣期”结束，wind全A平均涨幅高达95%。3、最后“市场顶”阶段往往对应被动补库的“经济放缓初期”。从“盈利底”-“市场顶”期间，wind全A平均涨幅高达113%，而从“市场底”-“市场顶”整个A股上升周期，平均涨幅也不过177%——显然，自触及“盈利底”后A股市场方进入“主升浪”环节，“戴维斯双击”俨然已成为整个上升周期中的最重要的组成部分。

二) A股市场下行周期中各阶段跌幅贡献及其背后逻辑演绎与框架。1、“市场顶”往往出现在国内经济周期的“放缓初期”，并伴随着先行指标拐头回落及信用“阶梯式”下行；随后，亦可见到PPI见顶回落及企业盈利迅速下滑。2、从“市场顶”-经济放缓初期结束，wind全A在六轮周期中的平均跌幅高达23%，而从“市场顶”-“市场底”平均跌幅也不过38%。显然在经济“放缓初期”A股市场受到经济基本面“由升转降”、波动影响较大，叠加M1“阶梯式”下行，导致上市公司的盈利与估值遭到“双重冲击”。3、紧接着，进入到国内经济“放缓末期”，该阶段从开始到触及“市场底”，wind全A跌幅也不过14%，倘若考虑：“市场底”-“经济放缓末期”约23%涨幅，整个经济“放缓末期”A股平均收益率甚至为正值（约0.32%）。这意味着，整个“经济放缓末期”受益于“政策底”引入的流动性预期改善；再加上之后“市场底”出现，基本面预期亦开始边际修复，从而较大程度平滑了该阶段风险。具体来看，wind全A分别于：①从“市场顶”-“政策底”期间平均跌幅21%；政策出台之前，市场既无“基本面”亦无“流动性”，呈现恐慌性下跌；②“政策底”-“市场底”期间平均跌幅20%。政策出炉虽然短时间内（1~2个月）提振了市场信心，但政策推行需要传导周期，难以在短期内对修复市场基本面、流动性等方面起到显著效果——直至信用回升，方可使市场见到曙光、开始筑底止跌。

三) 当前“政策底”已现，“市场底”与“盈利底”在何方？基于前文的分析结论，本轮国内经济周期自2022/12/31起，截至2024/4/30历时仅1年4个月，而当前正处于主动去库的“经济放缓末期”。随着2月5日、2月20日降准、降息陆续落地，意味着在该经济周期下，我们看到了流动性预期改善——“政策底”已现。

1、市场底何时可见？三条路径跟踪与推演：①信用筑底回升。静待M1企稳回升，甚至逐步看到中长期信贷筑底回暖，方可预见“市场底”；②“政策底”向“市场底”传导周期一般在6月左右，故按此推演最快可能在今年三季度中期（7月底~8月）方可出现“市场底”。③逻辑满足。我们再次强调所谓“市场底”一定是风险暴露最彻底的时候，往往对应“最差的时候”已现且政策见效，未来将大概率趋势性修复。这隐含两大类行为逻辑：一是我们持续提示的三大风险：房地产、海外及通缩，需要明显暴露；二是处置风险相应的政策要落地、要见效。从风险暴露角度，4月M1降至-1.4%，企业单位活期存款降至-3.7%，通缩风险暴露阈值已经达到；然而，房地产“主动去库”的压力有多大？仍在持续演绎；海外风险，只有在美国失业率出现在4%以上，降息开启之后方可进一步评估。从政策落地及效用角度，房地产风险处置需要钱、刺激内需对冲通缩需要钱、防范海外流动性陷阱亦需要钱；然而，“M2%-社融%”剩余流动性再次收紧，降至-1.1%，创下2021年年底以来新低。同时，自4月M1降至负值后新一轮降准、降息预期明显升温，但尚未落地——显然，一方面，当前的三大风险尚未完全暴露，市场估值仍有继续收缩的空间，即“最差的时候”尚不能确认；另一方面，应对政策尚未全面落地，难以评估就算“最差时候”出现，未来是否能够出现趋势性、边际改善。故，“市场底”仍需

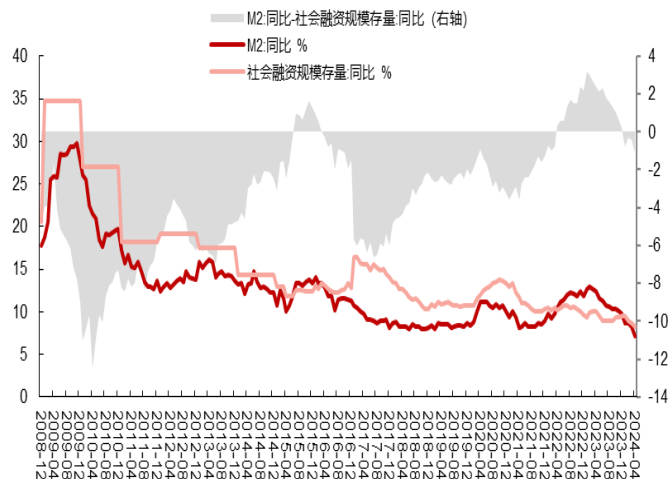


静待时候。

2、盈利底何时可见？三条路径跟踪与推演：①先行指标回升+PPI 筑底。PMI、10 年期国债收益率、SHIBOR_3M 等先行指标底部回升，且看到 PPI 筑底回暖，方可确认“盈利底”降至；②新一轮复苏周期开启，尚需至少本轮周期终结，耗时最快 2.5 年以上。基于前文的分析结论，本轮经济周期自 2022 年 12 月 31 日起至今仅耗时 1 年 4 个月，经济周期结束最快也要到 2024 年年底，甚至要延后至 2025H1。故“盈利底”预计最快也要到今年年底至明年上半年。③逻辑满足。当前 M1 降至-1.4%，预计未来 6~9 个月 PPI 大概率继续向下；考虑到 2024H2 海外风险加大，将可能导致 M1 继续下探，意味着 PPI 筑底将进一步被延后，即“盈利底”受海外风险影响或将被持续延后。另外，当前企业实际回报率已经从 2021 年约 12%降至 0.7%的较低水平。随着内外需持续疲弱，产能利用率、价格等下跌，将导致企业净利率、资产周转率下降；叠加企业实际融资成本被动上升，意味着企业实际回报率将继续下降，甚至到负值——这将进一步明显降低企业“花钱意愿”、抑制经济活力，故若看不到企业实际回报率企稳回升，亦难见“盈利底”迹象。

3、市场影响几何？三个维度探讨：①从市场周期角度来看，当下我们既看不到“市场底”，更看不到“盈利底”。复盘过去 5 轮“政策底”-“市场底”期间，平均跌幅在 20%，意味着继“政策底”带动的反弹行情结束之后，在“市场底”出现之前，A 股市场出现“二次探底”，至少期间波动率明显上升的概率依然较大。②具体基本面与流动性驱动的角度，一方面，中国经济尚处于“主动去库”的放缓末期，内、外需疲弱进一步验证，且面临着价格明显下行的压力；微观层面，企业盈利增速、盈利能力均将维持在下行通道，甚至经营性现金流已出现走弱迹象。另一方面，“M2%-社融%”再次下滑，反应剩余流动性趋紧；同时，“M1%-短融%”降幅扩大，反应市场有效流动性较差，缺乏增量内资。其中，短期融资增速回升，反应企业经营现金流再次出现走弱迹象，或进一步挤压金融市场流动性；此外，考虑到全球经济“比差”逻辑下，各国央行陆续放水，而这些钱或因避险逻辑流向美国、推升美元走强，意味着人民币汇率大概率依然偏弱，难以吸引外资持续流入。③考虑到 4 月政治局会议定调偏积极且近期已有相关政策持续出台，政策层面的积极因素正在逐步增多，或将有助于提振市场风险偏好，一定程度降低市场的波动率。综上，我们维持谨慎，市场波动率或将趋于抬升的判断，波动率偏离幅度将取决于政策落地节奏及其效果。

图表2：市场流动性剩余再次收紧



来源：Wind、国金证券研究所

图表3：市场有效流动性持续下行



来源：Wind、国金证券研究所

2.2 市场上涨周期：A 股风格演绎与行业配置节奏

前文我们提到：A 股市场上涨周期中，从“市场底”到“市场顶”，我们将依次经历国内经济“放缓末期”-“复苏期”-“繁荣期”-“放缓初期”。不同经济周期环境，赋予了 A 股市场各类风格、行业不同的驱动方向与波动弹性。我们基于市场上涨周期的三个关键节点，将其分为“市场底-盈利底”和“盈利底-市场顶”两大阶段；同时，又纳入经济上行周期各个节点，进一步细化 A 股上涨行情区间，使其扩大至 8 个小阶段。试图通过勾勒不同阶段下的经济与市场特征，解释长期风格形成与占优行业背后的逻辑，归纳并用于预判未来某个阶段下风格演绎及捕捉行业机遇。

一) 市场底-盈利底



市场底-盈利底期间，包括：“2005.6~2006.3”、“2008.10~2009.6”、“2016.1~2016.6”及“2019.1~2020.6”。驱动 A 股市场上涨的动力更多来自“情绪面+流动性”，因此估值的趋势性、显著修复成为该区间股价上涨的最主要贡献。四轮上涨周期中，该阶段平均弹性最大的大类行业包括：1、贵金属（63%）+有色（50%）；2、成长（43%）+消费（42%）和 3、券商（33%）。

市场底-盈利底期间，又可细分为“市场底-放缓 II 末期结束”和“复苏开始-盈利底”两个阶段。这样我们便可以将上述大类行业进一步细化到每个小阶段中，更加集中凸显了各行业在不同阶段下的特征与弹性。

- “市场底-放缓 II End”，弹性最强：成长+消费。常出现在“主动去库周期”后半段，“市场底”已现但经济层面仍未满足复苏要求，参考：“2005.6~2005.8”、“2008.10~2009.2”及“2019.1~2019.12”。背后逻辑：一方面，受益流动性明显回升，包括：M2%-社融%趋于改善，以及 M1%底部回升等；另一方面，市场底/估值底出现，表面基本面“最差时期”已经过去，经济修复预期增强。
- “复苏起-盈利底”，弹性最强：贵金属+有色+券商。常出现在“被动去库周期”前半段，经济虽然已开启复苏，但尚未见到“盈利底”，参考：“2005.8~2006.3”、“2009.2~2009.6”、“2016.1~2016.6”及“2020.3~2020.6”。期间，成长（18.7%）、消费（18.5%）依然较强，但券商（24%）、有色（45%）、贵金属（63%）表现更为凸显。背后逻辑：一方面，一旦复苏开启，说明上涨确定性增强，“牛市旗手”券商往往开始表现。另一方面，有色受益于经济、流动性“双属性”增强。

二) 盈利底-市场顶

盈利底-市场顶期间，包括：“2006.3~2007.12”、“2009.6~2011.4”、“2016.6~2018.1”及“2020.6~2021.12”。驱动 A 股市场上涨的动力既有“流动性”亦有“盈利贡献”，“戴维斯双击”推动市场迎来主升行情。四轮上涨周期中，该阶段平均弹性最强的行业包括：1、周期类：有色（83%）+煤炭（57%）+传统周期¹（48%）；2、成长（41%）>消费（36%）。

盈利底-市场顶期间，又可细分为“盈利底-复苏期结束（End）”、“过热期”和“放缓 I 开始-市场顶”三个阶段。这样我们便可以将上述大类行业进一步细化到每个小阶段中，更加集中凸显了各行业在不同阶段下的特征与弹性。

- “盈利底-复苏 End”，弹性最强：消费+券商。常出现在“被动去库周期”后半段，参考：“2006.3~2006.5”、“2009.6~2009.8”及“2020.6~2020.10”。背后逻辑：一方面，在未进入到过热阶段前，总量剩余及有效流动性依然明显扩张，推动券商行情；另一方面，下游加速改善，继续利好消费；而此时 PPI 刚出现向上拐点，周期类仅开始上涨，涨幅并未盖过消费。
- “过热期”，弹性最强：成长+周期。常出现在“主动补库周期”整个阶段，经济进入加速复苏，甚至走向过热，流动性贡献趋于放缓，参考：“2006.5~2007.11”、“2009.8~2010.12”、“2016.6~2017.11”及“2020.10~2021.12”。期间，周期平均弹性排序依次：有色（78%）>煤炭（45%）>传统周期（38%）；成长（45%）亦明显大于消费（35%）。背后逻辑：一方面，（1）PPI 转正且加速上升，周期类业绩弹性显著，成为股价主要贡献动力；（2）由于 PPI-CPI 扩张，周期涨幅明显盖过消费；（3）留意一旦观察到期间中长期企业信贷见顶放缓，周期品“大顶”已至（可适度减仓）。另一方面，总量剩余流动性趋于收紧，但有效流动性则受到市场看涨热情带动依然持续冲高，继续推动成长估值扩张；叠加“盈利底”影响下成长业绩贡献明显增强，促其迎来了“第三浪”主升行情。
- “放缓 I 初期开始-市场顶”，弹性最强：消费+银行+高股息+煤炭。常出现在“被动补库周期”前半段，经济见顶回落、有效流动性拐头向下，参考：“2007.11~2007.12”、“2010.12~2011.4”及“2017.11~2018.1”。背后逻辑：一方面，因盈利波动幅度相对较小，具备韧性的行业，包括：消费、高股息、银行仍会继续赶顶，走完上涨行情的最后一阶段；另一方面，PPI 见顶、M1 显著回落等，意味着周期、成长当“止盈”，准备迎接全面防御。

——事实上：无论是“盈利底-过热结束（End）”还是“盈利底-市场顶”，弹性最强风格均未改变，依然是：成长+周期，其中前者区间，成长、周期的弹性明显扩大；而后者区间成长、周期弹性均有所缩减。这给予我们三点重要启示：

1、“过热期”占到市场主升行情结构中的绝大部分，其影响具备“绝对话语权”，因此，

¹ 传统周期类：剔除高股息品种后，包括：钢铁、基础化工、建筑材料及建筑装饰。



一旦“盈利底”出现，风格应该迅速切换，把投资重点放在“过热”阶段受益的核心品种：成长+周期。

2、盈利底后，股价边际贡献的最大变量转向“盈利”，选择利润增长弹性方向，亦指向：成长+周期。

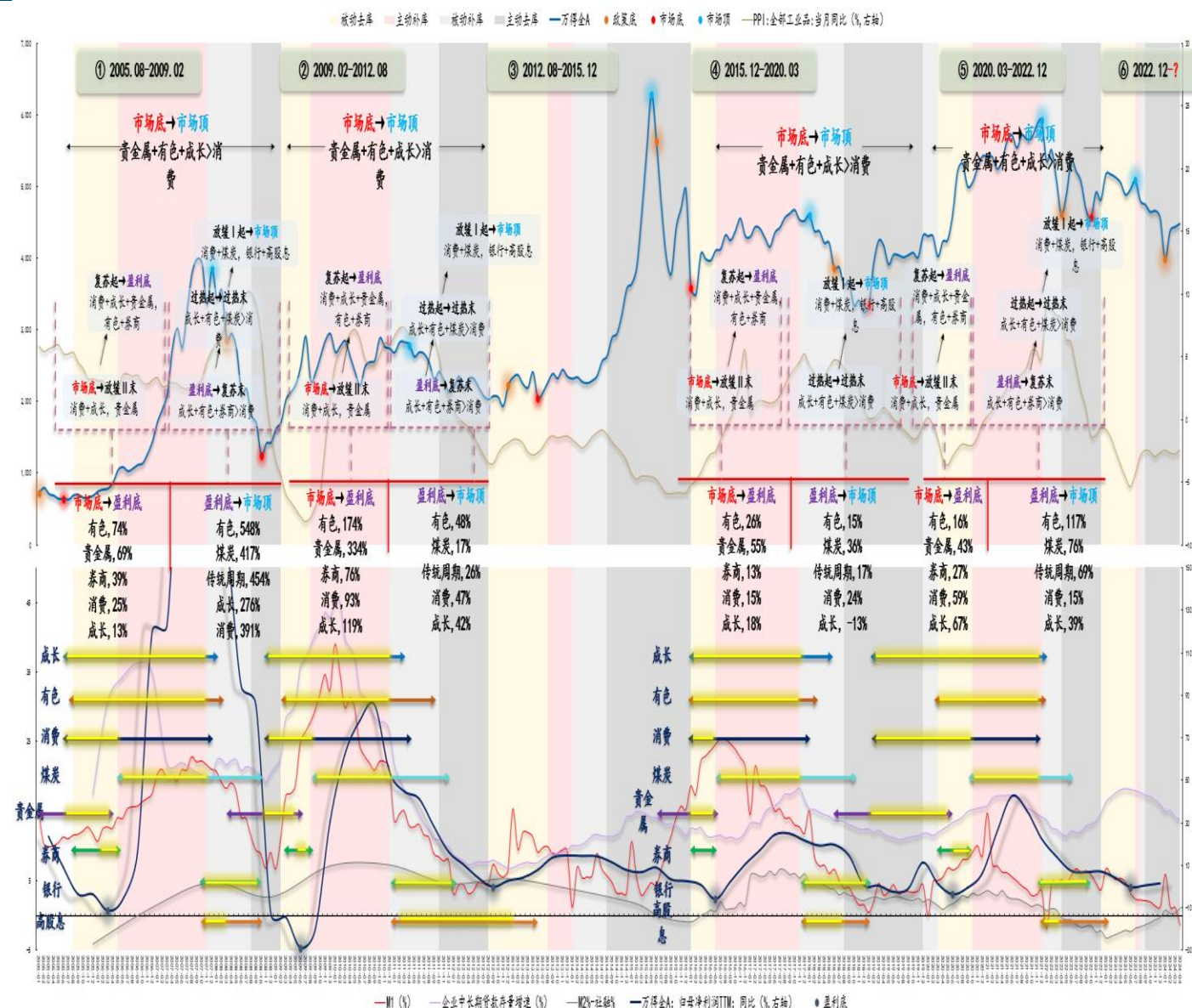
3、一旦进入“被动补库”的放缓 I 初期，“赶顶模式”下，讲究的是盈利韧性与防御属性开启，故成长、周期弹性的幅度缩减。

总结（I）“市场底-市场顶”配置建议：

一是行业配置轮动节奏：①见市场底，持有：贵金属，新增买入：“成长+消费”；②静待复苏开始，新增：“有色+券商”；③盈利底一旦确认，到复苏末期风格第 1 次全面切换：贵金属+券商逢高止盈，保留：“成长+有色>消费”；④过热期，重心放在周期+成长，新增煤炭后，持仓：“成长+有色+煤炭>消费”，留意一旦信用指标明显回落，可以适度减持“成长+有色”；⑤一旦进入“放缓 I 起”，风格将第 2 次全面切换：成长+有色逢高止盈，保留：消费+煤炭，新增：银行+高股息。

二是长期资产“Buy& Hold”的配置逻辑：寻找可以穿越经济与市场整个上行周期的资产，包括：贵金属+有色+成长>消费，期间平均涨幅分别高达：270%、230%、170%和 140%。

图4：市场上涨周期 A 股风格及行业轮动一览



来源：Wind、国金证券研究所



2.3 市场下跌周期：A股风格演绎与行业配置节奏

前文我们已经基于经济、市场“双周期”的重要节点，构建了整个A股市场上涨周期配置框架与行业轮动模型。接下来，我们将结合市场下跌周期，进一步完善风格与行业轮动的配置体系。

三）市场顶-政策底

市场顶-政策底期间，包括：“2007.12~2008.3”、“2011.4~2012.12”、“2018.1~2018.6”、“2021.12~2022.4”及“2023.7~2024.1”。从宏观到微观基本面均现“向下拐点”且加速放缓，信用指标加速下行，市场遭到盈利、估值的双重调整压力。五轮下跌周期中，平均防御属性最强的大类行业有：1、银行（-5%）；2、高股息（-17%）。

市场顶-政策底期间，又可细分为“市场顶-放缓 I 结束（End）”和“放缓 II 起-政策底”两个阶段。这样我们便可以将上述大类行业进一步细化到每个小阶段中，更加集中凸显了各行业在不同阶段下的特征与防御属性。

- “市场顶-放缓 I 结束”，防御属性较高：银行+高股息+煤炭。常出现在“被动补库周期”后半段，“市场顶”已现，但经济基本面仅刚刚出现下行拐点、企业盈利增长仍具备一定韧性；同时，总量剩余流动性维持收紧，而市场有效流动性则先行“阶梯式”放缓、甚至下滑。参考：“2007.12~2008.8”、“2011.4~2011.10”、“2018.1~2018.8”、“2021.12~2022.4”及“2023.7~2023.9”。背后逻辑：一是成长+有色等对于流动性敏感度较高的行业，估值明显承压下挫；二是银行、高股息受益于现金流充裕及盈利波动率较低；三是部分周期，比如煤炭依然受益上游价格韧性，盈利增长依然具备相对优势。
- “放缓 II 起-政策底”，防御属性较高：银行+高股息。常出现在“主动去库周期”前半段，经济放缓压力加大，流动性维持收紧。参考：“2011.10~2012.12”、“2023.9~2024.1”。背后逻辑：一方面，“现金牛”+“低波动率”依然是市场防御属性最强的方向；另一方面，随着经济下行压力加大，煤炭价格明显下降，其毛利率呈现趋势性、明显下滑，利润增速亦明显回落。

四）政策底-市场底

政策底-市场底期间，可细分为“政策底-政策对市场影响结束（End）”和“政策影响结束 End-市场底”两个阶段，相关阶段特征及对市场影响均各异。

- “政策底起-政策影响 End”，市场反弹，弹性最强：成长+有色。常出现在“主动去库周期”中间段，一旦政策底出现，市场往往迎来反弹，持续期约1~2个月。参考：“2012.12~2013.2”、“2018.6~2018.7”、“2022.4~2022.7”及“2024.1~2024.3”。背后逻辑：一方面，政策宽货币，带动市场流动性预期改善；另一方面，市场预期基本面预期修复。故，我们看到成长、有色等品种在分子端相对稳定预期的基础上，受益于分母端估值扩张。
- “政策影响 End-市场底”，市场再次调整，防御属性较高：银行+贵金属>高股息。常出现在“主动去库周期”后半段。政策出台之后，短时间难以对经济基本面有明显影响，叠加信用持续创出新低，“宽货币”未能“宽信用”导致市场有效流动性亦趋于收紧。参考：“2008.4~2008.10”、“2013.2~2013.6”、“2015.7~2016.1”、“2018.7~2019.1”及“2022.7~2022.10”。背后逻辑：一是银行受益于“现金牛”及盈利“低波动”；二是贵金属受益中、美经济共振调整，（1）美国实际利率下行；（2）避险属性；三是高股息防御属性减弱。当信用磨底之时，投资者往往预期市场将筑底回升，届时：一方面，而高股息则因估值扩张之后、股息率下降，出现滞涨；另一方面，“左侧买家”开始布局成长、消费等品种，资金快速流出往往导致高股息在“黎明前”出现补跌。

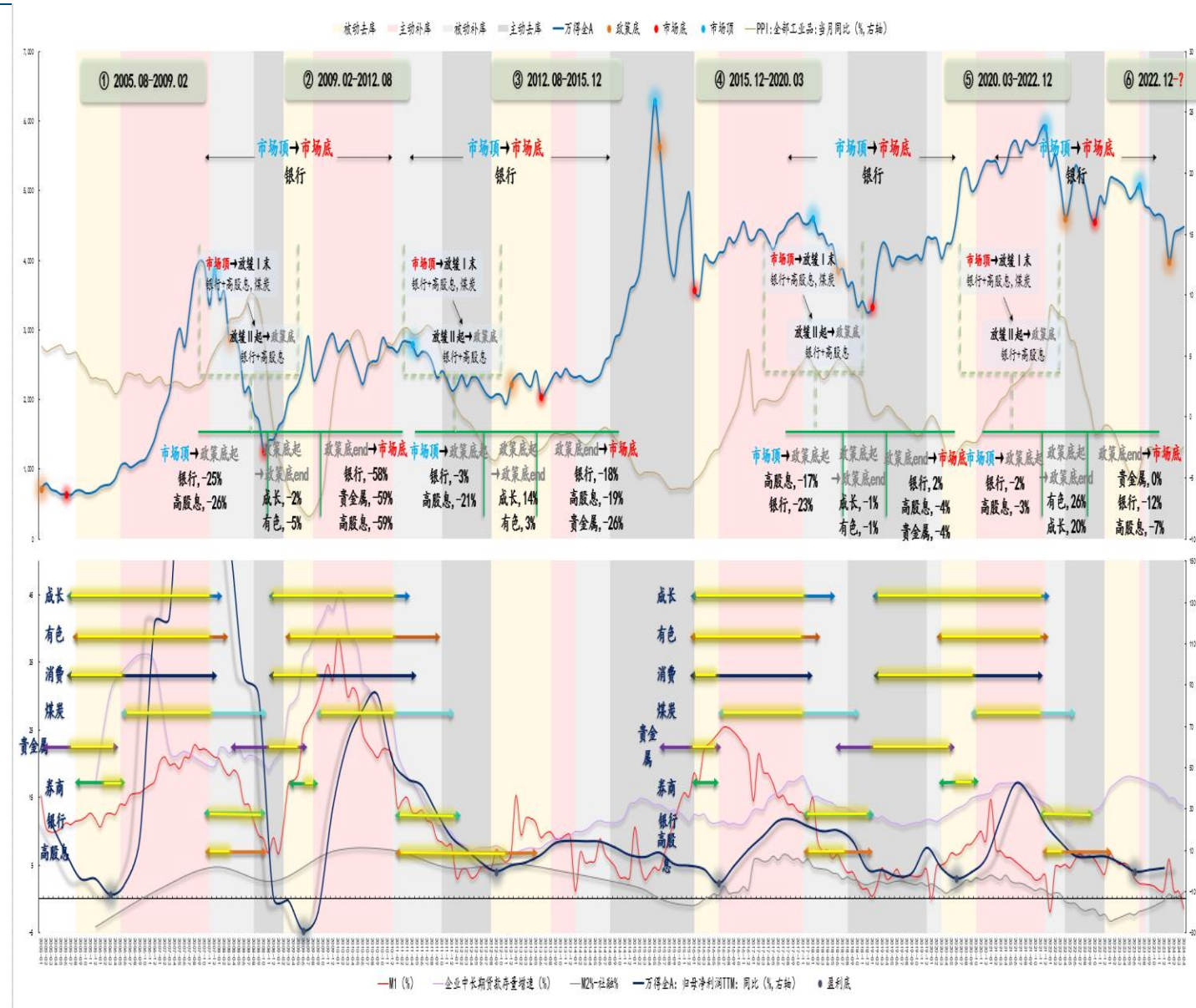
总结（II）“市场顶-市场底”配置建议：

一是行业配置轮动节奏：基于前文分析结论，继“放缓 I 起”配置：“消费+煤炭，银行+高股息”后；①见市场顶，剔除消费，保留：银行+高股息+煤炭；②进入“放缓 II”再剔除“煤炭”，仅保留：银行+高股息；③一旦出现“政策底”，风格将第3次切换：成长+有色“进攻”；④静待1~2个月政策影响退去（政策影响 End）、反弹行情结束；市场或再次调整，直至市场底。故“政策影响 End”再次触发风格第4次切换：银行+贵金属>高股息“再防御”。⑤静待市场底确认，最后一次风格切换（第5次）：保留：贵金属，新增成长+消费“进攻”——此时，将与“市场底-市场顶”行业配置轮动框架形成“闭环”。



二是长期资产“Buy& Hold”的配置逻辑：寻找可以穿越经济与市场整个下行周期的资产，仅有：银行，期间平均涨幅为-19%，远胜于wind全A约-40%水平。期间，消费、成长及高股息平均表现均在-30%左右。

图表5：市场下行周期A股风格及行业轮动一览



来源：Wind、国金证券研究所

总结（III）整个市场上涨与下跌周期中，各大类行业的“买入+持有”周期：

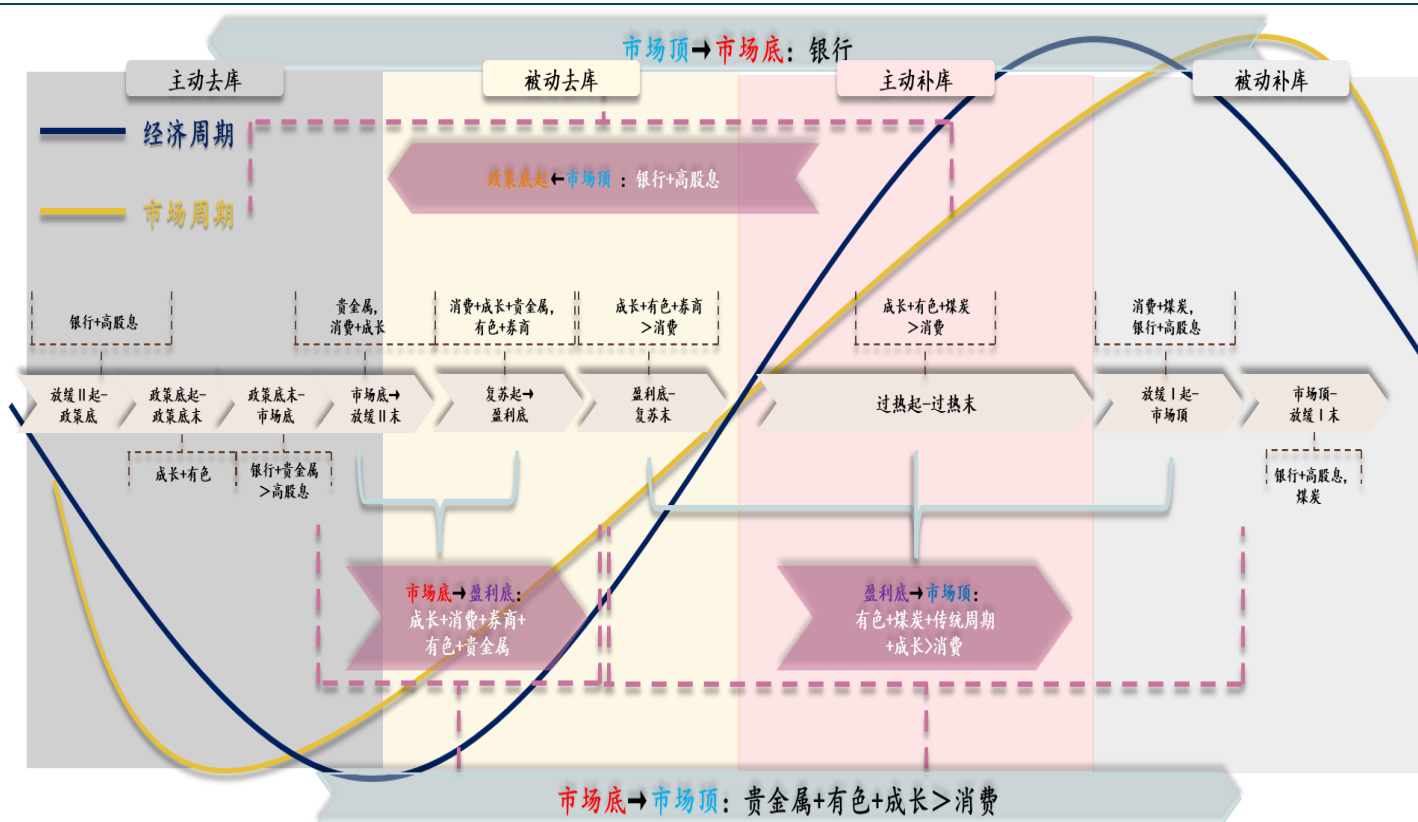
- 1、成长：①市场底(买入)——“经济过热末期”叠加信用指标高位回落(减持)——“经济放缓 I 期”(止盈)，一轮价值投资周期结束。②其中，“市场底-过热末”期间，成长弹性最大、超额收益最为明显，且弹性表现周期最长，反应其既具备较高流动性敏感度，亦有较高业绩弹性；③政策底(买入)——持有 1~2 个月经济及信用数据继续走弱(止盈)，一轮反弹投机周期结束。
- 2、有色：①复苏开启(买入)——“经济过热末期”叠加信用指标高位回落(减持)——“经济放缓 I 期”(止盈)，一轮价值投资周期结束。②其中，“复苏起-过热末”期间，有色弹性最大、超额收益最为明显，且弹性表现周期较长，反应其既具备较高流动性敏感度，亦有较高业绩弹性；③政策底(买入)——持有 1~2 个月经济及信用数据继续走弱(止盈)，一轮反弹投机周期结束。
- 3、消费：①市场底(买入)——“市场顶”(止盈)，一轮价值投资周期结束，消费盈利的韧性促使其持有周期最长。②其中，“市场底-复苏末”期间，消费弹性最大、超额



收益最为明显，一旦进入“过热期”消费表现将逊于周期等品种。

- 4、煤炭：①“经济过热”起(买入)——“经济放缓 II 起”(止盈)，一轮价值投资周期结束。②其中，整个“过热期”煤炭弹性最大、超额收益最为明显；即便过热期结束，进入经济放缓 I 期(被动补库)煤炭依然保持相对韧性，具备超额收益。
- 5、贵金属：①“政策影响 End”(买入)——“盈利底”(止盈)，穿越“熊市末期”与“牛市初期”。②其中，“市场底-盈利底”期间黄金弹性、超额收益最为明显；远胜于“政策影响 End-市场底”下行周期期间水平。
- 6、券商：①复苏起(买入)——“复苏 End”(止盈)，一轮价值投资周期结束。②其中，“盈利底-复苏 End”券商弹性及超额收益最大。显然，券商无论是持仓周期，还是弹性表现周期相对都比较短，仅适合配置型需求。
- 7、银行：①“放缓 I 起”(买入)——“市场底”(止盈)，一轮价值投资周期结束。②其中，“放缓 I 起-市场底”，整个持仓周期与市场下行周期中，银行均表现出长期、持续的超额收益。
- 8、高股息：①“放缓 I 期起”(买入)——“市场底”(止盈)，一轮价值投资周期结束。②其中，“经济放缓 I 期-政策底”，高股息弹性及超额收益最大。③政策底出现后，1~2 个月期间高股息会调整，而代政策影响结束(End)后高股息相对收益再次回升，但临近“市场底”时，高股息亦将再次调整，因此，“政策底-市场底”期间并非是高股息最佳配置区间。

图表6：“双周期”体系下的风格与行业轮动框架



来源：Wind、国金证券研究所

2.4 风格及行业配置：“政策底-市场底”坚定防御配置

当前我们处于经济放缓 II 期(“主动去库”)，未来将经历“政策影响 End-市场底”阶段，市场波动率或再次上升，维持建议“大盘价值防御”策略，重点推荐防御性较高、具备持续超额收益品种：银行+黄金，次选高股息。扩散策略包括：一是对于国内经济敏感度较低、受益于全球流动性剩余大宗品，包括：黄金、白银、铜、铝等，尤其黄金可能比市场预期走得更高更远；同时，静待美国降息，医药(中药、医药商业、创新药)将继续受益。二是具备“困境反转”逻辑，供给出清、需求稳定甚至回升的行业：通信、农林牧渔、环保、中药、旅游及景区、饮料乳品、黑色家电和面板，尤其是猪周期、面板



等，具备涨价逻辑，以及通信叠加了高股息逻辑；三是对于价格敏感度较低的高股息行业：国有银行、公用事业（核电）、通信、建筑装饰和交通运输等；四是具备“相对收益”受益于海外较强的基本面及流动性，出海+港股，尤其平价消费类出海的纺织服装。

三、市场表现回顾

3.1 市场回顾：宽基指数多数下跌，一级行业涨跌互现

A 股方面，本周（05.13-05.17）主要宽基指数多数下跌，上证 50（+0.6%）、沪深 300（+0.3%）、中证 800（0%）、上证综指（0%）等指数涨幅居前，而科创 50（-1.7%）、中证 500（-0.8%）、创业板指（-0.7%）等指数跌幅领先。主要风格指数中，仅大盘价值（+1.5%）实现上涨，而宁组合（-2.2%）、大盘成长（-0.7%）等指数跌幅领先。本周市场小幅上涨，尤其是后半周才逐步开启上涨行情，其原因在于本周五中央出台一揽子地产政策，包括何副总理强调扎实推进保交房、消化存量商品房等重点工作；央行连发三条新政等等，整体政策基调较为积极，有助于提振市场风险偏好，带动市场在周五纷纷实现收涨。

行业方面，本周（05.13-05.17）一级行业涨跌互现，房地产（+12.6%）、建筑材料（+5%）、建筑装饰（+3%）、银行（+2.9%）、轻工制造（+2.8%）等行业领涨，而家用电器（-2.4%）、医药生物（-2.1%）、煤炭（-2.1%）、汽车（-1.8%）等行业跌幅居前。领涨行业原因：房地产、建筑材料、建筑装饰等，集中于地产链条，其主要原因在于本周地产一揽子政策出台，或有助于激发潜在需求、同时供给端侧重于保交付和去库存，体现出政策对于稳地产的决心和力度，有助于改善预期并提振信心，地产链相关板块受益。领跌行业主要集中于前期表现较好的出海和高股息方向，积极的政策信号或将带动内需修复，相比之下该板块的相对优势或有所下降，短期内形成扰动。

海外权益市场方面，本周（05.13-05.17）全球主要经济体权益指数多数上涨，恒生国企指数（+3.2%）、恒生指数（+3.1%）、纳斯达克（+2.1%）、标普 500（+1.5%）等涨幅居前；法国 CAC40（-0.6%）、德国 DAX（-0.4%）等指数相对偏弱。

大宗商品方面，本周（05.13-05.17）大宗商品价格涨多跌少，天然气（+17.1%）、COMEX 白银（+11.5%）、LME 镍（+11.3%）等大宗商品价格领涨，而波罗的海干散货指数（-13.4%）、CBOT 玉米（-3.6%）、CZCE 白糖（-2.4%）等领跌。领涨大宗商品的主要原因：（1）天然气，近期在行业运营压力之下，各地纷纷出现上调天然气价格；（2）白银，近期在美国 CPI 如期放缓及零售数据不及预期等数据的带动下，带动本周贵金属价格继续上涨。领跌大宗品的主要原因：（1）波罗的海干散货指数：短期扰动因素风险释放之后，价格出现回落；（2）玉米，美国玉米出口销售数量未达到市场预期，以及美国中西部地区因降雨导致玉米播种推迟。



图表7：本周（05.13-05.17）国内宽基指数多数下跌，海外宽基指数多数上涨

板块	简称	最新值	涨跌幅(%)				过去5年历史分位数(%)	过去20年历史分位数(%)
			周环比(%)	月环比(%)	年初以来(%)	2023年(%)		
A股	上证50	2524.2	0.6	4.6	8.5	-11.7	17.0	63.7
	沪深300	3678.0	0.3	4.8	7.2	-11.4	15.3	65.2
	中证800	3976.5	0.0	5.0	5.6	-10.4	26.8	62.9
	上证综指	3154.0	0.0	4.9	6.0	-3.7	44.4	67.6
	中证1000	5563.2	-0.2	9.8	-5.5	-6.3	19.9	58.5
	深证成指	9709.4	-0.2	6.1	1.9	-13.5	18.1	40.8
	创业板指	1864.9	-0.7	6.0	-1.4	-19.4	20.4	54.7
	中证500	5491.9	-0.8	5.8	1.2	-7.4	26.8	62.9
	科创50	754.4	-1.7	2.9	-11.5	-11.2	4.5	4.5
	大盘价值	7390.4	1.5	4.7	16.1	-2.1	63.8	87.3
风格指数	小盘价值	6728.0	-0.2	5.2	11.4	-2.9	79.6	90.5
	茅指数	419684.0	-0.4	7.9	2.5	-14.3	31.4	82.8
	小盘成长	4465.2	-0.6	8.3	-3.2	-10.6	17.7	55.9
	大盘成长	3889.6	-0.7	3.2	1.7	-20.1	16.2	69.4
	宁组合	31365.4	-2.2	7.1	-4.3	-25.6	33.7	76.9
海外权益	恒生国企指数	6934.7	3.2	20.7	20.2	-14.0	34.2	20.2
	恒生指数	19553.6	3.1	20.3	14.7	-13.8	25.7	27.5
	纳斯达克	16686.0	2.1	5.2	11.2	43.4	99.8	99.9
	标普500	5303.3	1.5	5.0	11.2	24.2	99.8	99.9
	日经225	38787.4	1.5	0.8	15.9	28.2	97.0	99.2
	道琼斯	40003.6	1.2	5.8	6.1	13.7	99.8	99.9
	澳洲	7814.4	0.8	2.7	2.9	7.8	99.2	99.8
	韩国综合	2724.7	-0.1	4.4	2.6	19.3	74.2	93.5
	英国富时	8420.3	-0.2	7.7	8.9	3.8	99.8	99.9
	德国DAX	18704.4	-0.4	5.3	11.7	19.1	99.6	99.9
商品	法国CAC40	8167.5	-0.6	3.0	8.3	14.4	99.1	99.7
	NYMEX天然气	2.6	17.1	52.3	4.9	-44.2	36.2	17.8
	COMEX白银	31.8	11.5	12.0	31.9	-0.1	99.8	91.6
	LME镍	21100.0	11.3	19.0	27.1	-44.7	64.6	72.2
	LME铜	10715.0	7.1	13.2	25.2	2.3	99.2	99.8
	LME锌	3043.0	3.8	9.8	14.5	-10.4	68.2	80.7
	LME铝	2621.0	3.6	2.3	9.9	0.4	82.8	85.9
	LME铅	2302.5	3.6	7.2	11.3	-9.9	89.6	79.7
	DCE铁矿石	891.5	2.8	6.8	-8.4	14.5	74.9	85.9
	COMEX黄金	2419.8	1.9	0.5	16.8	13.4	99.4	99.8
	ICE WTI原油	79.2	1.7	-6.7	10.2	-10.7	69.6	59.4
	ICE布油	84.0	1.5	-6.7	9.0	-10.3	69.3	66.8
	CBOT大豆	1227.3	0.7	7.2	-5.5	-14.9	37.9	63.9
	CBOT小麦	650.5	-2.0	15.2	3.6	-20.6	58.8	70.7
	CZCE白糖	6160.0	-2.4	-2.2	-2.6	9.1	76.7	78.2
	CBOT玉米	452.8	-3.6	5.0	-3.9	-30.6	38.1	63.9
	波罗的海干散货指数	1844.0	-13.4	3.7	-11.9	38.2	59.2	57.0

来源：Wind、国金证券研究所



图8: 本周 (05.13-05.17) 一级行业涨跌互现, 房地产、建筑材料、建筑装饰等行业领涨

板块	行业	最新值	涨跌幅 (%)				过去5年历史分位数	过去20年历史分位数
			周环比 (%)	月环比 (%)	年初以来 (%)	2023年 (%)		
金融	房地产	2245.5	12.6	27.6	1.9	-26.4	7.8	19.9
中游制造	建筑材料	4851.8	5.0	15.9	4.0	-22.6	8.9	57.9
中游制造	建筑装饰	1915.4	3.0	7.2	1.5	-5.4	11.6	40.8
金融	银行	3519.6	2.9	7.4	21.0	-7.9	57.6	80.9
下游消费	轻工制造	2141.3	2.8	15.1	-0.7	-7.3	20.2	55.0
下游消费	纺织服饰	1539.8	1.3	6.6	-2.5	0.8	8.9	23.6
下游消费	农林牧渔	2859.8	1.3	13.0	-0.1	-13.1	11.2	63.8
金融	非银金融	1454.1	1.2	10.8	1.4	-2.7	13.3	45.6
上游周期	交通运输	2197.7	1.1	7.3	10.1	-15.6	23.6	41.5
下游消费	商贸零售	1790.9	0.7	7.0	-9.1	-31.3	2.4	14.0
TMT	通信	2414.6	0.5	6.2	4.4	25.8	77.4	76.3
TMT	电子	3319.9	0.4	8.8	-11.2	7.3	15.6	74.8
中游制造	钢铁	2160.1	0.4	3.1	2.9	-8.2	33.6	36.4
-	综合	2242.0	0.3	6.7	-15.3	-12.2	23.7	59.0
下游消费	社会服务	7638.4	0.2	7.3	-9.3	-22.0	25.6	80.9
中游制造	环保	1579.3	0.0	11.4	-4.0	-7.0	5.7	28.7
TMT	计算机	3531.4	0.0	6.7	-16.3	9.0	3.7	55.4
下游消费	食品饮料	19766.0	-0.4	5.6	1.2	-14.9	32	83.0
上游周期	基础化工	3503.7	-0.6	11.9	1.4	-14.7	38.7	80.3
TMT	传媒	573.8	-0.6	4.1	-9.0	16.8	19.2	41.8
下游消费	美容护理	4838.3	-0.7	9.4	-0.5	-32.0	16.3	65.5
上游周期	石油石化	2430.8	-0.9	-1.8	11.5	4.3	88.8	75.0
上游周期	有色金属	4801.0	-0.9	3.4	14.7	-8.7	66.6	84.5
中游制造	公用事业	2362.6	-0.9	1.2	8.2	-1.2	85.2	73.0
中游制造	机械设备	1397.8	-1.2	7.6	-3.3	3.8	36	66.8
中游制造	国防军工	1306.9	-1.3	12.5	-5.1	-6.8	29.5	64.4
中游制造	电力设备	6603.1	-1.7	4.2	-4.3	-26.2	33.3	80.6
下游消费	汽车	5634.5	-1.8	5.8	2.1	3.3	59.3	88.1
上游周期	煤炭	3163.0	-2.1	-3.5	13.7	4.1	94.2	78.0
下游消费	医药生物	7638.6	-2.1	8.6	-9.4	-7.0	11.3	65.2
下游消费	家用电器	8101.5	-2.4	7.3	20.4	3.8	74.1	93.4

来源: Wind、国金证券研究所

3.2 市场估值: 宽基指数、风格指数估值多数下跌

A 股方面, 本周 (05.13-05.17) A 股主要宽基指数估值多数下跌。从过去 20 年 PE-TTM 历史分位数来看, 创业板指、中证 500 处于较低历史分位数水平。海外方面, 本周海外市场主要指数估值全面上涨, 道琼斯估值处于较高历史分位数水平, 恒生指数、日经 225 估值则处于较低历史分位数水平。

行业方面, 本周 (05.13-05.17) 各行业估值多数上涨。从 PE-TTM 来看, 房地产 (+13.8%)、建筑材料 (+5.7%)、轻工制造 (+4.4%) 行业估值涨幅领先, 而家用电器 (-3.7%)、公用事业 (-2.3%)、医药生物 (-1.4%) 估值跌幅居前。

图9: 本周 (05.13-05.17) A 股主要指数估值多数下跌, 海外主要指数估值全面上涨

板块	简称	PE最新值	PE涨跌幅 (%)				过去5年历史分位数 (%)	过去20年历史分位数 (%)	PB最新值	PB涨跌幅 (%)	
			周环比 (%)	月环比 (%)	年初以来 (%)	2023年 (%)				周环比 (%)	月环比 (%)
A股	中证1000	39.1	0.1	22.2	11.7	23.3	68.9	49.7	1.9	0.2	5.0
	深证成指	22.8	-0.2	9.3	10.6	-17.0	16.4	49.2	2.1	0.1	1.9
	上证50	10.6	0.4	2.6	16.2	-1.3	65.8	45.7	1.1	0.4	-1.7
	上证综指	13.8	-0.2	3.9	10.4	0.7	73.7	40.9	1.3	-0.1	-0.4
	科创板50	44.2	-1.7	2.4	-1.3	8.3	40.5	40.5	3.3	-1.7	-0.4
	中证800	13.5	-0.1	3.8	12.2	-4.7	51.8	39.1	1.3	0.0	-0.9
	沪深300	12.2	0.1	3.0	13.5	-4.6	52.0	37.9	1.3	0.1	-1.4
	中证500	23.9	-0.8	8.9	9.7	-4.9	56.6	23.2	1.7	-0.6	1.1
	创业板指	28.7	-0.6	7.2	5.1	-28.7	9.6	4.6	3.6	-0.4	3.5
	大盘成长	19.9	-1.0	12.7	26.0	-15.9	28.8	64.7	2.5	-1.0	-2.3
风格指数	小盘价值	17.9	-0.1	10.1	22.3	10.3	97.4	51.2	1.1	0.0	0.7
	茅指数	19.0	-0.5	3.1	3.1	-23.5	7.7	44.7	3.3	0.1	0.5
	小盘成长	26.4	-0.6	24.1	23.2	9.0	73.3	40.0	2.0	-0.5	3.9
	大盘价值	8.0	0.5	1.1	20.9	9.2	68.2	39.0	0.8	0.6	-3.4
	宁组合	24.1	-1.7	9.2	10.3	-46.4	8.8	3.1	4.2	-1.6	3.9
海外	道琼斯	26.8	1.2	4.3	5.4	24.9	80.3	94.9	6.7	2.1	5.1
	标普500	26.6	1.6	6.0	7.9	24.5	73.9	93.2	6.8	1.6	5.0
	纳斯达克	42.0	2.8	3.4	-0.8	51.1	69.0	87.5	6.0	2.3	6.0
	日经225	21.9	0.2	-0.6	10.9	40.5	68.7	63.4	1.6	-23.0	-27.5
	英国富时	16.3	1.3	13.2	58.3	-17.8	67.7	62.9	1.8	0.7	6.7
	恒生国企指数	8.9	3.3	19.3	27.1	-18.0	60.5	45.6	0.9	3.2	16.5
	恒生指数	10.0	3.3	18.9	23.6	-16.9	54.4	38.5	1.0	3.1	16.7

来源: Wind、国金证券研究所



图表10：本周（05.13-05.17）各行业估值多数上涨

板块	行业	PE最新值	PE涨跌幅(%)				过去5年PE历史分位数	过去20年PE历史分位数	PB最新值	PB涨跌幅(%)				过去5年PB历史分位数	过去20年PB历史分位数
			周环比	月环比	年初以来	2023年				周环比	月环比	年初以来	2023年		
A股	综合	61.5	0.6	20.2	24.2	41.3	93.7	76.1	1.3	0.8	8.7	-10.1	-29.1	6.1	1.9
	电子	53.3	1.3	30.2	15.5	60.2	93.0	66.2	2.6	0.4	12.4	0.0	1.1	15.0	24.8
	计算机	56.1	1.7	12.7	-7.1	21.5	46.0	64.3	2.9	0.0	5.1	-11.2	1.5	5.3	17.1
	汽车	23.6	-0.7	-1.9	-4.7	-20.1	22.8	63.0	2.1	-1.9	-1.0	0.0	-1.4	38.3	40.5
	机械设备	31.1	-0.2	12.3	9.8	-6.4	84.5	62.5	2.2	-1.4	1.4	-0.9	-5.5	31.2	27.8
	房地产	20.7	13.8	72.4	63.2	-2.0	100.0	60.2	0.7	13.8	29.8	7.2	-20.5	8.6	2.1
	农林牧渔	48.4	0.6	2.2	-5.0	-47.8	62.4	57.8	2.8	1.5	13.6	1.9	-12.1	19.2	24.4
	钢铁	20.3	0.6	0.9	-6.5	30.1	82.9	53.3	0.9	1.1	0.0	4.4	-11.0	35.8	18.4
	基础化工	24.6	0.6	20.7	13.9	51.2	76.9	46.8	1.9	-0.5	8.1	2.7	-19.8	26.5	14.0
	国防军工	55.9	0.1	21.4	11.2	-4.5	40.2	43.8	2.7	-1.1	8.8	-4.2	-14.8	29.3	34.6
	商贸零售	26.8	2.1	1.7	-5.4	-27.2	46.2	43.4	1.5	0.7	3.5	-8.1	-31.1	34.9	10.6
	建筑材料	20.3	5.7	20.7	17.1	23.7	98.8	43.3	1.2	5.1	11.8	4.2	-25.6	9.0	2.3
	煤炭	12.3	-1.1	16.8	35.8	37.7	99.3	43.1	1.5	-2.0	-7.5	4.3	2.3	77.0	38.1
	美容护理	36.7	0.5	31.3	23.5	-30.9	29.2	42.6	3.4	-0.6	7.2	-5.8	-30.5	23.7	35.6
	非银金融	16.9	1.3	14.5	17.3	-1.1	80.4	36.7	1.0	1.9	7.1	1.0	-7.9	6.6	1.7
	医药生物	33.3	-1.4	31.4	17.8	19.6	51.4	32.9	2.6	-1.9	9.7	-5.8	-13.2	5.6	14.4
	石油石化	15.8	-0.3	-5.8	50.0	36.6	70.5	31.4	1.3	-0.7	-5.7	7.3	0.8	45.4	12.1
	交通运输	16.0	0.2	3.1	12.3	21.5	54.6	30.9	1.3	1.5	1.5	5.6	-13.3	16.4	12.1
	轻工制造	24.6	4.4	-2.2	-13.3	-7.7	41.7	28.5	1.8	2.9	9.1	-2.7	-8.5	27.5	24.2
	家用电器	14.6	-3.7	4.4	18.2	-7.4	34.0	26.2	2.5	-2.3	2.0	15.1	-8.3	27.5	40.7
	通信	30.4	1.0	0.7	6.1	14.1	28.1	25.8	2.3	0.4	0.9	7.6	13.8	48.8	40.2
	有色金属	23.5	0.4	19.5	47.4	9.9	41.1	24.6	2.3	-0.9	-2.2	11.3	-20.0	39.6	24.9
	环保	22.2	0.4	1.2	8.4	-7.6	60.1	18.2	1.3	0.0	6.3	-2.9	-9.3	6.4	1.6
	银行	5.4	2.3	5.6	24.2	-10.5	37.9	17.3	0.5	4.2	2.0	16.3	-14.0	28.9	7.2
	电力设备	26.1	-1.1	51.4	54.3	-37.0	22.5	14.1	2.2	-1.8	-1.4	-5.6	-35.9	16.2	13.3
	传媒	30.6	1.3	-10.7	-17.6	14.2	30.6	13.3	2.1	-0.5	-0.9	-8.6	18.2	23.2	8.2
	食品饮料	23.4	1.3	-1.2	-5.1	-25.8	1.2	12.4	4.8	-0.2	-4.2	-8.1	-19.0	0.6	38.9
	纺织服装	19.9	1.0	-2.9	-14.2	-0.3	10.3	8.1	1.7	1.2	1.2	-4.0	-2.3	10.8	12.2
	公用事业	17.4	-2.3	-12.1	-9.3	-24.2	3.9	6.8	1.5	-1.3	-3.8	3.4	-9.3	49.6	14.7
	建筑装饰	8.9	2.8	-0.1	6.7	-8.1	24.8	6.2	0.8	2.7	1.3	2.7	-14.0	9.2	2.3
	社会服务	27.1	1.7	-33.7	-45.3	-58.4	0.5	2.3	2.7	0.4	6.3	-3.6	-22.3	5.9	12.5

来源：Wind、国金证券研究所

3.3 市场性价比：主要指数配置性价比相对较高

指数方面，本周（05.13-05.17）主要宽基指数的 ERP 水平全面下行，股债收益差全面上行，按照五年滚动来看，上证指数、沪深 300 低于“1 倍标准差上限”，万得全 A 略高于“1 倍标准差上限”，创业板指略低于“2 倍标准差上限”。股债收益差方面，按照五年滚动来看，万得全 A、创业板指的股债收益差均低于“2 倍标准差下限”，沪深 300、上证指数的股债收益差均略高于“2 倍标准差下限”。

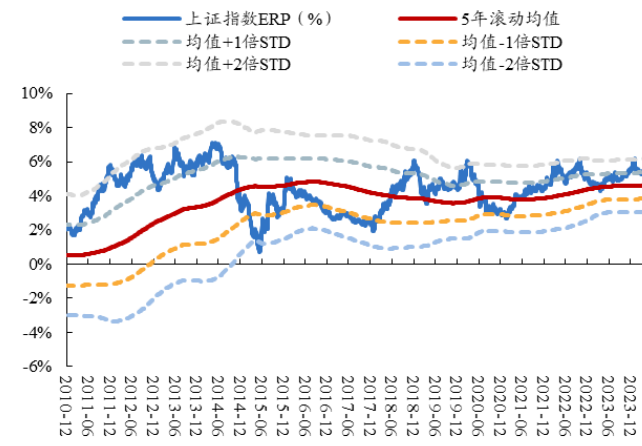
风格方面，本周（05.13-05.17）主要风格指数的 ERP 水平全面下行，股债收益差全面上行，按照五年滚动来看，金融、周期风格指数 ERP 低于“1 倍标准差上限”，成长风格指数 ERP 略低于“2 倍标准差上限”，消费风格指数 ERP 则高于“2 倍标准差上限”。股债收益差来看，消费、成长风格指数的股债收益差指标基本处于历史底部区间附近。按照五年滚动来看，金融、周期风格指数低于“1 倍标准差下限”，消费、成长风格指数低于“2 倍标准差下限”。

图表11：万得全 A ERP 略高于“1 倍标准差上限”

图表12：上证指数 ERP 低于“1 倍标准差上限”



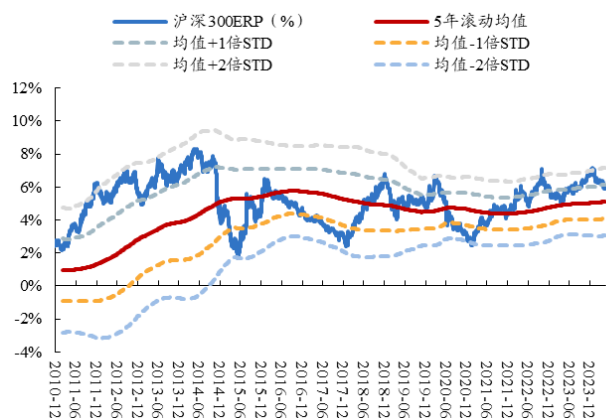
来源：Wind、国金证券研究所



来源：Wind、国金证券研究所

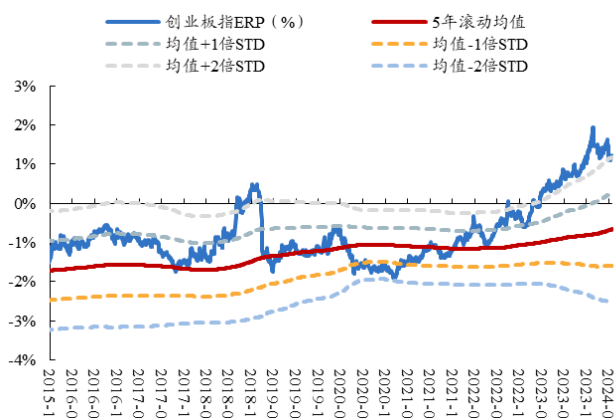


图表13: 沪深300 ERP 低于“1倍标准差上限”



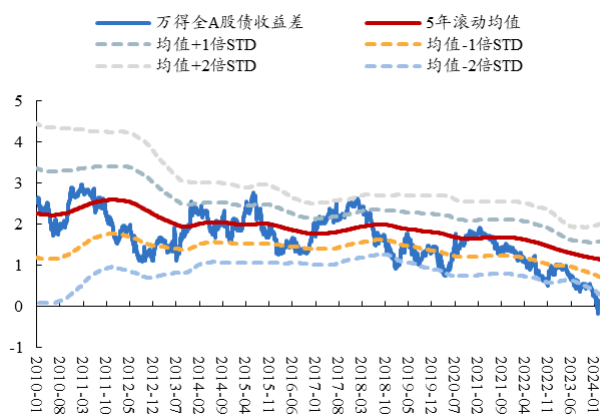
来源: Wind、国金证券研究所

图表14: 创业板指 ERP 略低于“2倍标准差上限”



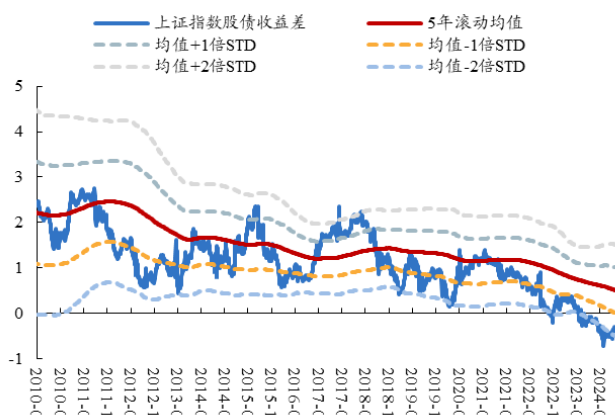
来源: Wind、国金证券研究所

图表15: 万得全A股债收益差低于“2倍标准差下限”



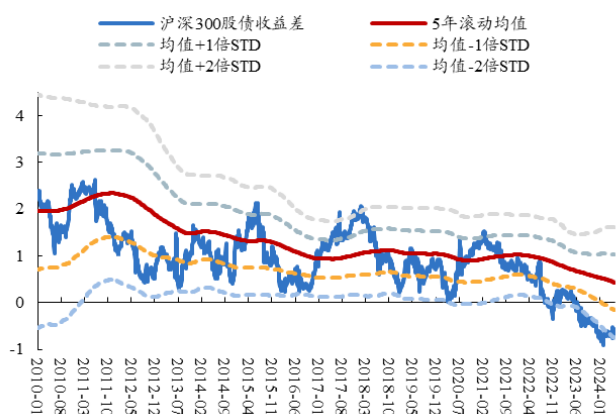
来源: Wind、国金证券研究所

图表16: 上证指数股债收益差高于“2倍标准差下限”



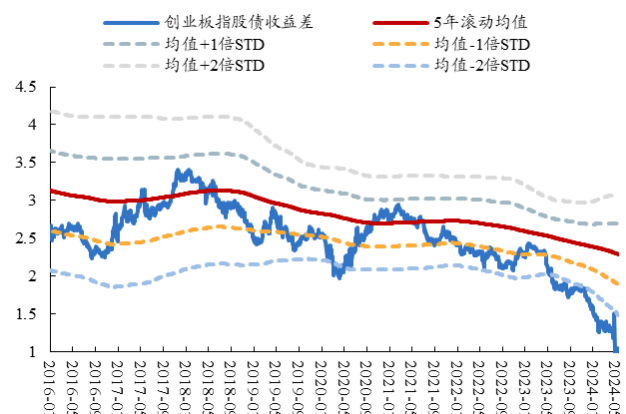
来源: Wind、国金证券研究所

图表17: 沪深300股债收益差高于“2倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

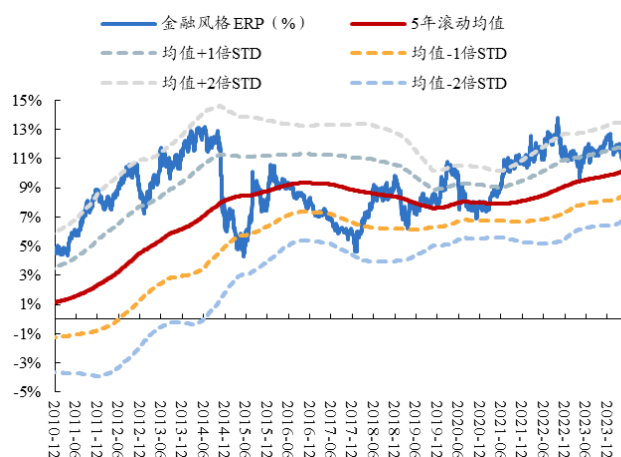
图表18: 创业板指股债收益差低于“2倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

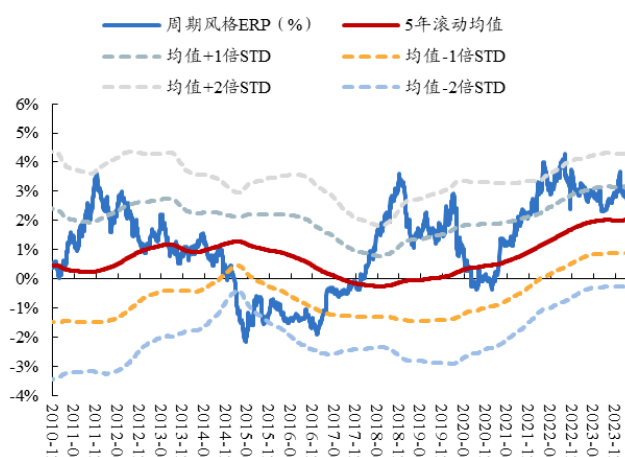


图表19: 金融的 ERP 低于“1 倍标准差上限”



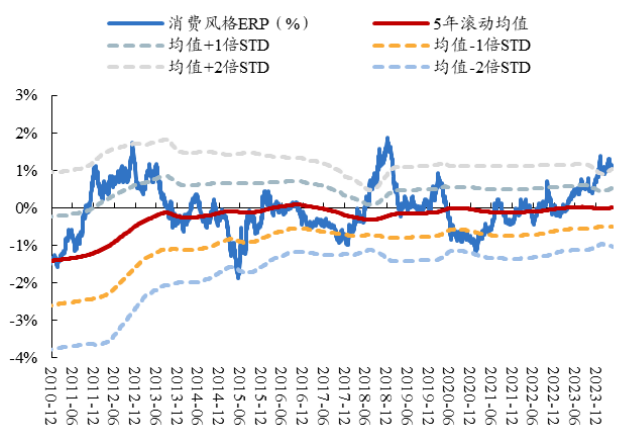
来源: Wind、国金证券研究所

图表20: 周期的 ERP 低于“1 倍标准差上限”



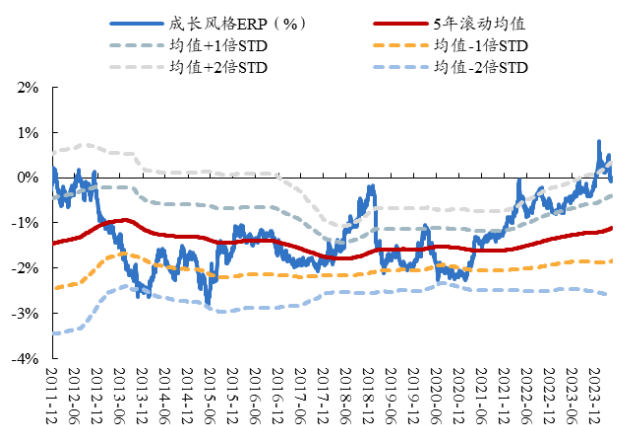
来源: Wind、国金证券研究所

图表21: 消费的 ERP 高于“2 倍标准差上限”



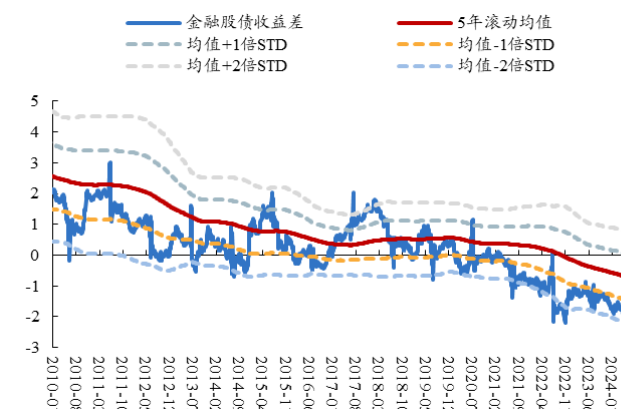
来源: Wind、国金证券研究所

图表22: 成长的 ERP 低于“2 倍标准差上限”



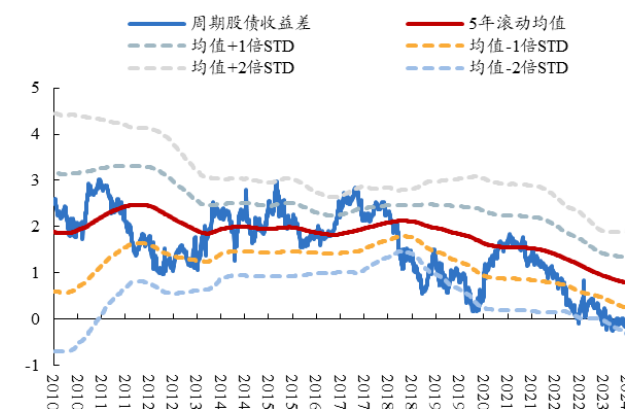
来源: Wind、国金证券研究所

图表23: 金融股债收益差低于“1 倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

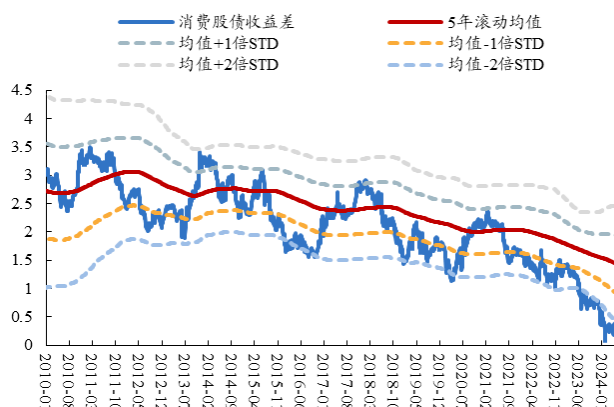
图表24: 周期股债收益差低于“1 倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

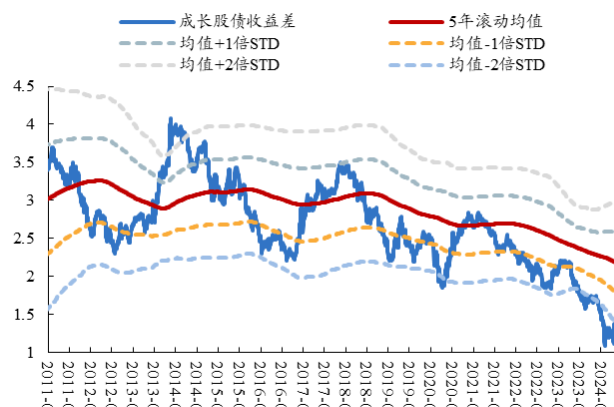


图表25：消费股债收益差低于“2倍标准差下限”



来源：Wind、国金证券研究所

图表26：成长股债收益差低于“2倍标准差下限”



来源：Wind、国金证券研究所

3.4 盈利预期：盈利预期多数下调

指数方面，本周（05.13-05.17）主要指数盈利预期多数下调。主要宽基指数中，上证指数（-0.1%）、沪深300（-0.2%）、上证50（-0.2%）等指数盈利预期下调较小；主要风格指数中，仅小盘价值（0.1%）盈利预期上调，而宁组合（-1.3%）、大盘成长（-0.7%）等指数盈利预期下调幅度较大。

行业方面，本周（05.13-05.17）多数行业盈利预期下调。传统消费中社会服务（1.4%）、轻工制造（0.3%）、汽车（0.1%）盈利预期上调幅度较大；周期板块中仅建筑材料（0.2%）盈利预期上调，煤炭、钢铁、公用事业盈利预期与上周持平；成长板块中通信（0%）、医药生物（-0.1%）等行业的盈利预期下调幅度较小；金融板块中，房地产（-5.1%）盈利预期显著下调。

图表27：本周（05.13-05.17）主要指数盈利预期多数下调

板块	指数	当前预测 2024EPS	近一周 变化	近一个月 变化	年初至今 变化	2025年预测 EPS	2023年实际 EPS
宽基 指数	上证指数	0.84	-0.1%	-16.4%	-21.3%	0.84	0.76
	深证成指	0.88	-0.4%	-16.6%	-23.1%	0.88	0.70
	沪深300	1.14	-0.2%	-3.5%	-9.8%	1.14	1.03
	创业板指	1.61	-0.5%	-8.4%	-17.0%	1.61	1.21
	中证500	0.52	-0.3%	-22.4%	-28.8%	0.52	0.41
	科创50	0.83	-2.2%	-33.7%	-40.3%	0.83	0.68
	上证50	1.14	-0.2%	-2.1%	-7.4%	1.14	1.08
	中证800	0.99	-0.3%	-7.8%	-14.0%	0.99	0.89
风格 指数	中证1000	0.40	-0.2%	-42.9%	-46.2%	0.40	0.27
	大盘成长	1.40	-0.7%	-8.2%	-16.4%	1.40	1.27
	大盘价值	1.14	-0.1%	-1.7%	-7.4%	1.14	1.11
	小盘成长	0.72	-0.3%	-22.3%	-28.3%	0.72	0.54
	小盘价值	0.48	0.1%	-25.3%	-27.9%	0.48	0.39
	茅指数	3.40	-0.4%	-2.8%	-7.2%	3.40	3.00
	宁组合	3.40	-1.3%	-8.4%	-16.7%	3.40	2.99

来源：Wind、国金证券研究所


图表28：本周（05.13-05.17）多数行业盈利预期下调

风格 板块	行业	当前预测 2024EPS	近一周 变化	近一个月 变化	年初至今 变化	2025年预测 EPS	2023年实际 EPS
周期	煤炭	1.25	0.0%	-23.2%	-27.1%	1.25	1.24
	有色金属	0.64	-0.1%	-22.1%	-32.4%	0.64	0.53
	交通运输	0.49	-0.2%	-17.6%	-24.9%	0.49	0.37
	基础化工	0.53	-0.5%	-48.1%	-52.5%	0.53	0.37
	石油石化	0.93	-0.2%	-3.7%	-12.6%	0.93	0.79
	钢铁	0.18	0.0%	-45.1%	-50.5%	0.18	0.13
	建筑材料	0.45	0.2%	-39.3%	-49.5%	0.45	0.40
	建筑装饰	0.68	-0.1%	-30.6%	-33.7%	0.68	0.62
	电力设备	0.84	-2.3%	-44.2%	-49.5%	0.84	0.73
	机械设备	0.44	-0.2%	-42.7%	-43.7%	0.44	0.33
	国防军工	0.42	-1.8%	-31.9%	-36.8%	0.42	0.26
传统 消费	公用事业	0.51	0.0%	-13.7%	-16.7%	0.51	0.40
	环保	0.36	-0.2%	-46.3%	-46.5%	0.36	0.25
	汽车	0.71	0.1%	-40.9%	-42.5%	0.71	0.54
	家用电器	1.58	0.0%	-16.3%	-19.7%	1.58	1.36
	纺织服饰	0.45	-0.3%	-40.9%	-40.4%	0.45	0.35
	商贸零售	0.17	-3.2%	-70.6%	-72.0%	0.17	0.11
	食品饮料	2.60	-0.1%	-20.9%	-20.0%	2.60	2.18
	社会服务	0.29	1.4%	-42.9%	-45.5%	0.29	0.18
	农林牧渔	0.44	-0.6%	-49.4%	-58.4%	0.44	-0.04
	轻工制造	0.46	0.3%	-50.5%	-49.9%	0.46	0.33
成长	医药生物	0.64	-0.1%	-43.2%	-45.7%	0.64	0.48
	美容护理	0.87	-1.6%	-43.9%	-46.0%	0.87	0.68
	电子	0.43	-1.1%	-41.7%	-47.8%	0.43	0.25
	计算机	0.32	-1.9%	-55.5%	-56.2%	0.32	0.14
	传媒	0.28	-1.1%	-51.5%	-51.9%	0.28	0.22
	通信	0.99	0.0%	-17.9%	-20.8%	0.99	0.85
金融	房地产	0.04	-5.1%	-94.9%	-95.6%	0.04	-0.12
	银行	1.11	-0.1%	-1.4%	-6.4%	1.11	1.11
	非银金融	0.79	-0.8%	-19.9%	-27.7%	0.79	0.65

来源：Wind、国金证券研究所



四、下周经济数据及重要事件展望

图表29：下周全球主要国家核心经济数据一览

日期	国家/地区	指标	前值	预测值
2024-05-20	中国	贷款市场报价利率 (LPR): 1年	3.5	
2024-05-20	中国	贷款市场报价利率 (LPR): 5年	4.0	
2024-05-20	德国	4月PPI: 环比 (%)	0.2	
2024-05-20	德国	4月PPI: 同比 (%)	-2.9	
2024-05-21	欧盟	3月欧盟: 商品出口金额: 同比 (%)	0.7	
2024-05-21	欧盟	3月欧盟: 商品进口金额: 同比 (%)	-9.0	
2024-05-21	欧盟	3月欧元区: 商品出口金额: 当月同比 (%)	0.3	
2024-05-21	欧盟	3月欧元区: 商品进口金额: 当月同比 (%)	-8.4	
2024-05-21	美国	5月18日红皮书商业零售销售: 周同比 (%)	6.3	
2024-05-22	英国	4月CPI: 同比 (%)	3.2	
2024-05-22	英国	4月核心CPI: 同比 (%)	4.2	
2024-05-22	美国	4月成屋销售量: 季调: 折年数 (万套)	419.0	481.0
2024-05-23	日本	5月制造业PMI (初值)	49.9	
2024-05-23	德国	5月制造业PMI (初值)	42.5	
2024-05-23	德国	5月服务业PMI (初值)	53.2	
2024-05-23	欧盟	5月欧元区: 制造业PMI (初值)	45.7	
2024-05-23	欧盟	5月欧元区: 服务业PMI (初值)	53.3	
2024-05-23	美国	5月18日初请失业金人数: 季调 ((人))	222000.0	
2024-05-23	美国	5月11日续请失业金人数: 季调 ((人))	1794000.0	
2024-05-23	美国	4月芝加哥联储全国活动指数	0.2	
2024-05-23	美国	5月堪萨斯联储制造业产出指数: 季调 (%)	-13.0	
2024-05-23	美国	5月堪萨斯联储制造业综合指数: 季调 (%)	-8.0	
2024-05-23	美国	5月Markit服务业PMI (初值)	51.3	
2024-05-23	美国	5月Markit制造业PMI (初值)	50.0	
2024-05-23	美国	4月新屋销售: 季调: 折年数 (千套)	693.0	680.0
2024-05-23	欧盟	5月欧元区: 消费者信心指数: 季调 (初值)	-14.7	
2024-05-23	美国	4月新屋销售: 季调: 折年数: 环比 (%)	8.8	
2024-05-24	日本	4月CPI (剔除食品): 同比 (%)	2.6	
2024-05-24	日本	4月CPI (剔除食品和能源): 同比 (%)	2.2	
2024-05-24	日本	4月CPI: 同比 (%)	2.7	
2024-05-24	德国	第一季度现价GDP: 季调 (百万欧元)	1053040.0	
2024-05-24	美国	5月密歇根大学1年期通胀率预期 (终值) (%)	3.2	3.5
2024-05-24	美国	5月密歇根大学5年期通胀率预期 (终值) (%)	3.0	3.1
2024-05-24	美国	5月密歇根大学消费者现况指数 (终值)	79.0	68.8
2024-05-24	美国	5月密歇根大学消费者预期指数 (终值)	76.0	66.5
2024-05-24	美国	5月密歇根消费者情绪指数 (终值)	77.2	67.4

来源: Wind、国金证券研究所

图表30：下周全球主要国家重要财经事件一览

日期	国家/地区	事件
2024-05-20	美国	5月美联储主席鲍威尔发表讲话
2024-05-20	美国	5月亚特兰大联储主席博斯蒂克致欢迎词
2024-05-20	美国	5月美联储理事巴尔发表讲话
2024-05-21	欧盟	5月欧洲央行行长拉加德发表讲话
2024-05-21	美国	5月美联储理事沃勒发表讲话
2024-05-21	美国	5月里奇蒙德联储主席巴尔金致欢迎词
2024-05-21	美国	5月纽约联储主席威廉姆斯致开幕词
2024-05-23	美国	5月美联储公布货币政策会议纪要

来源: Wind、国金证券研究所



五、风险提示

- (1) 国内经济放缓超预期，或导致 A 股基本面预期对市场形成负贡献；
- (2) 国内货币政策宽松力度低预期，或导致流动性驱动力不足，市场乏力；
- (3) 美债收益率反弹超预期，或导致海外流动性再次明显收紧，冲击市场表现；
- (4) 历史经验具有局限性，宏观因素等条件的变化可能导致历史经验的参考价值下降。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究