

2024年01月01日

熊心牛胆：胆子大点选科技！

SDIC

策略定期报告

证券研究报告

林荣雄

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520010001

linrx1@essence.com.cn

报告摘要：

本周上证指数上涨 2.06% 修复至 2950 水平，创业板指上涨 3.59%，沪深 300 上涨 2.81%，大盘蓝筹领涨，全 A 成交量回升至 8000 亿的水平。我们认为随着风险偏好的修复，市场短期阶段性底部探明，我们宜将“熊心”换“牛胆”的观点得到初步验证。事实上，在上周周报《熊心牛胆：熬过去！》中，我们及时鲜明确认：在交易情绪降低到冰点之后，当前大盘指数已较长期底部均衡位置偏低，明显处于超跌状态。站在当前，我们认为超跌板块有望迎来轮动修复，科技成长 TMT 有望再次引领。

面对本轮元旦节前市场大涨，我们倾向于超跌反弹属性，目前暂无法明确其与“春季躁动”的直接联系，A 股“躁动”指数到目前并未释放躁动“春季躁动”启动的信号。在此，我们反复强调：结合 2012 年末-2013 年初，2018 年末-2019 年初以及 2022 年末-2023 年初三轮行情来看，岁末年初市场出现 W 型底部反弹明显行情，要么年底有足够强的稳增长政策支持，要么是今年年初经济数据开门红。如果两者都没有，那么市场多数情况在内外部环境维持稳定的情况下维持窄幅震荡。站在当前，岁末年初大幅反弹开启的经济基本面条件和政策信号还有待观察。

站在当前，我们认为超跌板块有望迎来轮动修复，结构上科技成长 TMT 有望再次引领。我们去年底强调“大盘价值高股息+小盘成长 TMT”双主线，意味着击败小盘成长的大概率是大盘价值高股息策略，击败高股息策略的大概率小盘成长。从中证红利指数和 TMT 指数近年超额收益走势可以看出，2022 年开始两者基本呈现交替上涨的格局。整体而言，在市场下跌的阶段，中证红利指数会相对跑赢；在市场风险偏好回升，短期反弹阶段，TMT 指数会相对跑赢。这种交替上涨一方面反映市场定价逻辑停留在弱现实，弱现实下资金持续流出顺周期板块（消费、地产链等）而流入对经济周期不敏感板块（高股息、TMT）；另一方面，反映在存量博弈的环境下，市场交易逻辑在 TMT 和高股息之间反复摇摆。

在情绪的自然修复之外，我们尤为关注且紧盯一点：全球资本动向，尤其是对中国资产配置意愿的跟踪，核心的指标是 FDI（外商直接投资）。本周北向资金累计净买入 186.69 亿元，目前北向资金流入过程还得观察跟踪。同时，11 月境外机构大幅度增持中国债券，截至 2023 年 11 月末，境外机构在中国债券市场的托管余额环比增加 2500 亿元，创下有数据记录以来（2014 年以来）的新高。值得高度重视的是，事实上 2022 年初开始境外机构持续减持中国债券，这一现象在 2023 年 9 月开始有所好转。历史上外资大幅增持中国债券均发生在经济复苏的阶段（2017 年、2020 年），体现出海外投资者对于人民币资产的信心正在修复。此前，我们提出：市场向上的重要 beta 来自美元外溢的开启，主要观察美联储降息与 FDI 资金流入。在近 20 年来 FDI 有四轮比较集中流入，对应中国经济和 A 股市场均是四轮大周期。在 FDI 并不持续流入的阶段，即便有北向流入，对于 A 股定价并不持续，整体空间不大（2016 年-2018 年）。

短期超配行业：科技股美股映射（TMT+医药+人形机器人）；产业全球竞争力（机器人零部件、汽车零部件、创新药、光模块、白电、纺服、跨境电商、智能物流）、高股息（能源、电力、家电和运营商、出版）；消费平替（智能手机、预制菜、冷冻食品、智能家居、零糖饮料）。指数投资关注科创 100 指数。

风险提示：国内政策不及预期、海外货币政策变化超预期。

相关报告

透视 A 股：周度全观察	2023-12-27
熊心牛胆：熬过去！	2023-12-24
透视 A 股：周度全观察	2023-12-20
宜将熊心换牛胆	2023-12-17
中央经济工作会议总量解读 及行业投资机会分析	2023-12-14

目 录

1. 内部因素：高频数据显示 12 月经济修复斜率较平缓，但政策托底下大幅下行的风险较低.....	23
2. 外部因素：市场降息预期加码，维持“宽松交易”没那么快转入“衰退交易”预判..	29
2.1. 11 月 PCE 数据超预期降温，强化美联储“转鸽”信心.....	29
2.2. 美国 11 月房地产销售不堪乐观，消费端风险或影响“软着陆”前景.....	30
2.3. 经济数据持续验证市场降息预期，10 年期美债利率持续下行.....	31
2.4. 欧元区 11 月通胀放缓符合预期，货币政策转向尚需等待.....	32

目 录

图 1. 本周全球权益市场有涨有跌，恒生科技指数领涨.....	6
图 2. 本周低估值风格占优.....	7
图 3. 本周主要指数涨跌幅一览.....	7
图 4. 本周涨幅居前或跌幅居前的细分板块.....	7
图 5. 本周万得全 A 换手率(%)和成交额有所上升.....	8
图 6. 本周的上涨主要是内外资机构资金对于重仓股的回流驱动的.....	8
图 7. 本周北向净卖出个股 TOP10.....	8
图 9. 本周行业轮动.....	10
图 10. 各行业北向资金周度净买入.....	10
图 12. 本周北向资金净流入.....	10
图 13. 本周 DR007(%)小幅回落.....	11
图 14. 一年期国债收益率(%)有所回落.....	11
图 15. 信用利差提示当前大盘相对小盘短期或将占优.....	11
图 16. 2012 年末政策发力偏温和，但经济向上修复动能强.....	12
图 17. 2012 年末至 2013 年初多项经济数据持续改善.....	12
图 18. 2018 年末至 2019 年初经济数据小幅改善，主要以稳增长政策底带动为主.....	12
图 19. 2018 年末至 2019 年初基建投资带动社融触底回升.....	12
图 20. 2022 年末至 2023 年初疫情防控转向后，经济数据短期明显改善.....	13
图 21. 2022 年末至 2023 年初政策转向后积压式需求释放.....	13
图 22. 2012 年岁末-2013 年年初 A 股行情复盘.....	13
图 23. 2018 年末-2019 年初 A 股行情复盘.....	14
图 24. 2024 年大 Beta 核心因素观察：美元外溢的开启与活跃资本市场.....	14
图 25. 11 月境外投资机构持有中国债券的规模提升 2500 亿元.....	15
图 26. 2022 年以来，高股息和 TMT 呈现交替向上的格局.....	15
图 27. 2022 年底以来三轮反弹及催化因素复盘.....	16
图 28. 历史上大小盘分化行情复盘：类比于 2013-2016 年、2017-2021 年大小盘分化-收敛周期，最终大小盘分化-收敛要形成一个巨大的喇叭口，目前评估中期小盘成长占优格局并未被逆转.....	17
图 29. 2022 年三轮大盘蓝筹反弹行情回顾.....	18
图 30. 当前“躁动”指数相较上周有明显的环比回升，但目前未达到春季躁动启动的阈值.....	18
图 31. A 股“躁动”指数，较为准确的判断了历次春季躁动行情的节奏.....	19
图 32. 近一周中美利差处于底部回升状态.....	20
图 33. 10 年期美债收益率下行.....	20
图 34. 本周美元指数先降后升，总体持续下行走势.....	20

图 35. 本周金价呈现震荡上行的走势	21
图 36. 本周原油价格整体呈现震荡上涨态势	22
图 37. 11 月工业企业利润率同比增速回升 (%)	24
图 38. 1-11 月工业企业利润降幅持续收窄 (%)	25
图 39. 历史上看, 工业企业利润增速变化与 PPI 走势有较强相关性	25
图 40. 工业企业产成品存货增速有所回落 (%)	26
图 41. 12 月制造业 PMI 继续回落, 新出口订单和新订单分项明显回落	26
图 42. 供需两端数据四季度以来均有回落, 新出口订单 PMI 指数创下年内新低	26
图 43. 建筑业商务活动指数为整体非制造业 PMI 指数提供支撑	27
图 44. 12 月 BCI 数据基本环比持平	27
图 45. 近期 12 月整体高频数据较去年同期有所回升	28
图 46. 美国 11 月 PCE 超预期降温	29
图 47. 12 月密歇根通胀预期终值保持大幅下滑 (%)	30
图 48. 11 月美国成屋销售数据处于历史低点	30
图 49. 11 月美国新屋销售大幅下跌	31
图 50. 10 年期美债利率 (%) 本月持续下行	32
图 51. CME 降息预期 (12 月 28 日更新)	32
图 52. 11 月欧元区通胀持续放缓 (%)	33
表 1: 本周热点概念	9

本周上证指数上涨 2.06% 修复至 2950 水平，创业板指上涨 3.59%，沪深 300 上涨 2.81%，大盘蓝筹领涨，全 A 成交量回升至 8000 亿的水平。我们认为随着风险偏好的修复，市场阶段性底部探明，我们宜将“熊心”换“牛胆”的观点得到初步验证。事实上，在上周周报《熊心牛胆：熬过去！》中，我们及时鲜明确认：在交易情绪降低到冰点之后，当前大盘指数已较长期底部均衡位置偏低，明显处于超跌状态。站在当前，我们认为超跌板块有望迎来轮动修复，科技成长 TMT 有望再次引领。

面对本轮元旦节前市场大涨，我们倾向于是超跌反弹属性，目前暂无法明确其与“春季躁动”的直接联系，A 股“躁动”指数到目前并未释放躁动“春季躁动”启动的信号。在此，我们反复强调：结合 2012 年末-2013 年初，2018 年末-2019 年初以及 2022 年末-2023 年初三行情来看，岁末年初市场出现 W 型底部反弹明显行情，要么年底有足够强的稳增长政策支撑，要么是今年年初经济数据开门红。如果两者都没有，那么市场多数情况在内外环境维持稳定的情况下维持窄幅震荡。站在当前，岁末年初大幅反弹开启的经济基本面条件和政策信号还有待观察。具体而言：

第一、从目前来看，虽然有诸多现象可以作为本次超跌反弹的一种解释，但本质应该更多是基于大盘指数超跌之后基于情绪层面自然修复导致的反弹。如果缺乏实质性政策和经济数据的持续验证，基于纯情绪修复的大盘指数空间有限，毕竟沪指长期底部均衡水平也就不远处。

第二、我们在去年初推出“春季躁动”独家跟踪指标——A 股“躁动”指数，较为准确地判断 2022 年末-2023 年初春季躁动行情。具体而言，A 股“躁动”指数通过计算 60 日新高与 60 日新低股票数量的差值占比，刻画市场赚钱效应，从而反映出投资者情绪和交易结构。在实战应用层面，A 股“躁动”指数在由负值区间上穿 0 轴较大概率是行情的启动信号。12 月 29 日，A 股“躁动”指数从前一周的-44% 回升至-16%，但仍未上穿 0 轴春季躁动尚未启动。

在情绪的自然修复之外，我们尤为关注且紧盯一点：全球资本动向，尤其是对中国资产配置意愿的跟踪，核心的指标是 FDI（外商直接投资）。本周北向资金累计净买入 186.69 亿元，目前北向资金流入过程还得观察跟踪。同时，11 月境外机构大幅度增持中国债券，截至 2023 年 11 月末，境外机构在中国债券市场的托管余额环比增加 2500 亿元，创下有数据记录以来（2014 年以来）的新高。值得高度重视的是，事实上 2022 年初开始境外机构持续减持中国债券，这一现象在 2023 年 9 月开始有所好转。历史上外资大幅增持中国债券均发生在经济复苏的阶段（2017 年、2020 年），体现出海外投资者对于人民币资产的信心正在修复。此前，我们提出：市场向上的重要 beta 来自美元外溢的开启，主要观察美联储降息与 FDI 资金流入。在近 20 年来 FDI 有四轮比较集中流入，对应中国经济和 A 股市场均是四轮大周期。在 FDI 并不持续流入的阶段，即便有北向流入，对于 A 股定价并不持续，整体空间不大（2016 年-2018 年）。自 2022 年开始，FDI 流入持续放缓，2023 年 10 月 FDI 同比降幅达到-9.4%，接近上一轮的低位（2020 年 3 月：-10.8%）。我们认为外资作为增量资金，尤其是 FDI 流入是后续市场迎来大级别上涨周期的重要条件。

站在当前，我们认为超跌板块有望迎来轮动修复，结构上科技成长 TMT 有望再次引领。我们去年底强调“大盘价值高股息+小盘成长 TMT”双主线，意味着击败小盘成长的大概率是大盘价值高股息策略，击败高股息策略的大概率是小盘成长。从中证红利指数和 TMT 指数近年超额收益走势可以看出，2022 年开始两者基本呈现交替上涨的格局。整体而言，在市场下跌的阶段，中证红利指数会相对跑赢；在市场风险偏好回升，短期反弹阶段，TMT 指数会相对跑赢。这种交替上涨一方面反映市场定价逻辑停留在弱现实，弱现实下资金持续流出顺周期板块（消费、地产链等）而流入对经济周期不敏感板块（高股息、TMT）；另一方面，反映在存量博弈的环境下，市场交易逻辑在 TMT 和高股息之间反复摇摆。

在结构层面，最核心的依然是大小盘分化的问题，年初小盘是否要向大盘作切换。我们认为：当前中小盘成长波动性在增强，目前评估中期小盘成长占优格局并未被逆转。从中期视角看，相比于 2013-2016 年、2017-2020 年大小盘分化-收敛周期，一般这种分化的周期在 4 年左右，最终大小盘分化-收敛往往需要经历“喇叭口”式分化所带来的“至暗时刻”才会出现风

格的回摆，通常对应一个中期矛盾（例如 2013-2016 年并购重组大潮；2017-2020 年内部去杠杆；2021 至今新旧动能转换过程的房地产问题）。具体而言：A 股中小盘和大盘的分化又来到历史极值水平（最新国证 2000 指数/沪深 300 指数比值为 2.22，创近 6 年新高；个股估值分化指数为 36.33%，接近新高），交易指标意味着当前中小盘成长波动性在增强。客观而言，大小盘风格真正的切换不是一蹴而就的，预计 2025 年之前大盘价值高股息+小盘成长双主线大概率维持占优格局，小盘成长对应的产业主题投资依然很重要，大盘成长偏向是波段性机遇。

总结而言，我们在近期年度策略会上提出：市场向上的小 beta 在于对东升预期的观察，主要是对于当前-今年上半年房价与财政力度的观察；市场向上的大 beta 来自美元外溢的开启，主要在今年下半年观察降息节奏与 FDI 资金流入。在此，我们维持判断：当前岁末年初若有一波行情，那么胜负手在于再次定价“东升”的预期。当前建议宜将“熊心”换“牛胆”，对于岁末年初，建议通过铜金比、中美十年期国债利差和人民币汇率三大指标持续跟踪。结构上：1、情绪面定价基于年初经济数据和今年两会经济政策预期，结构上偏向顺周期，定价核心是超跌大盘成长，对应创业板指数+沪深 300 指数；2、利率面定价基于海外高利率进入降息宽松预期交易，偏向科技成长，例如 TMT+医药，对应科创 100 指数；3、基本面定价基于国内房地产价格、销量和投资转好，偏向地产链消费金融，对应沪深 300 指数。

值得高度重视的是经过年初至今的跟踪观察，当前市场赚钱的投资策略主要是四种方法：1、科技股美股映射（小盘成长）；2、制造业就看产业全球竞争力（大盘成长）；3、消费股第四时代就看消费的“平替”；4、高股息策略（大盘价值）。2024 年产业赛道的核心抓手是科技+出海，对应科技股美股映射和制造业全球竞争力是 2024 年超额主线。

1、大盘价值的核心是高股息策略，重点在能源、电力、运营商和出版领域：需要意识到的是高股息策略短期波动性明显增强，不建议通过择时手段解决，更好的方法是通过深度价值解决，通过估值的提升对冲高股息投资的波动性。换句话说：深度价值投资=持续高股息+估值持续提升。

2、大盘成长的胜负手是制造业产业全球竞争力：例如 2023 年的叉车、客车、汽车零部件、家电、纺织服装、矿产、船舶等。在此，我们提出产业全球竞争力五要素：第一是全球竞争力要高，第二是能够顺利走出去，第三产品是全社会的普遍需求，第四结束价格战走出去的企业是几经淘汰留下来的企业，第五出海时候不是第一产品出海而是全矩阵产品出海。

3、小盘成长的核心是在于科技股美股映射：从历史经验看，创新的爆款产品的上市发布往往能够有效带动相关板块行情。下游以 C 侧为主的爆款产品整体定价体现将更为明显。在此，我们对 2024 年或发布/上市的创新品进行梳理，其中发现：TMT+医药领域存在较多 2024 年值得期待的 C 端创新优质产品。围绕科技股美股映射投资投资方法建议参考此前专题《为梦想而战！——科技成长产业主题投资总论》。

4、消费平替：消费波段行情时选择高价消费品，低价消费品或者消费的“平替”持续性更强。事实上，在债务收入比迅速攀升阶段，消费呈现“买买买”的特征，大致呈现消费升级的定价；在消费增速正增长时期且债务收入比进入到缓慢爬升阶段，消费定价呈现 K 型定价；在消费增速进入零增长且债务收入比进一步攀升，消费定价只有消费的平替。

5、泛新能源：对于泛新能源，投资命题主要是集中关注以下三个方面：1、汽车智能化定价大 beta 的开启明确需要汽车产业的盈利重心向智能化环节转移；2、电动化趋势看好还能够引领技术创新和产品迭代的大盘成长，对应“如何找到 2016 之后的立讯精密”。3、满足制造业全球竞争力定价五大要素的出海环节。

短期超配行业：科技股美股映射（TMT+医药+人形机器人）；产业全球竞争力（机器人零部件、汽车零部件、创新药、光模块、白电、纺服、跨境电商、智能物流）、高股息（能源、电力、家电和运营商、出版）；消费平替（智能手机、预制菜、冷冻食品、智能家居、零糖饮料）。指数投资关注科创 100 指数。

结合近期与市场投资者的交流，复盘本周全球和 A 股的行情与市场环境，有以下几个特征值得关注：

本周全球权益市场有涨有跌，恒生科技指数领涨。本周主要美股指中标普，纳指，道指普涨。标普上涨 0.32%，道指上涨 0.81%，纳指上涨 0.12%。盘面上，本周只有四个板块累跌，原油下跌拖累的能源跌近 1.4%，特斯拉所在的非必需消费品和谷歌所在的通信服务跌约 0.4%，材料跌近 0.2%。2023 年只有三个板块累跌，公用事业跌超 10%，能源跌 4.8%，必需消费品跌超 2%，累涨的八个板块中，IT 涨超 56% 表现最好，通信服务涨超 54%，非必需消费品涨约 41%，凸显科技股强劲涨势。经济方面，美国三季度 GDP 增长超预期下修，增长势头正在减弱。美国三季度实际 GDP 年化季环比终值超预期下修至 4.9%，低于预期的 5.2%，此前发布的修正值为 5.2%。美国劳动力市场依旧紧俏，截至 12 月 16 日的一周，美国首次申请失业救济金的人数为 20.5 万人，和前一周修正后首次申请失业救济金的人数相比增加 2000 人。美国 11 月新屋销售降幅远超预期，销售创一年新低，房价同比跌 6%，库存继续增加。11 月耐用品订单环比初值为 5.4%，为 2022 年 12 月以来最大增幅，高于预期的 2.4%。美国通胀超预期降温，美联储首选通胀目标、剔除食物和能源后的 11 月核心 PCE 物价指数同比增速回落至 3.2%，前值为 3.5%，不及市场预期的 3.3%，为 2021 年 4 月以来的最低水平；环比增长 0.1%，同样不及预期的 0.2%，与前值修正值一致。

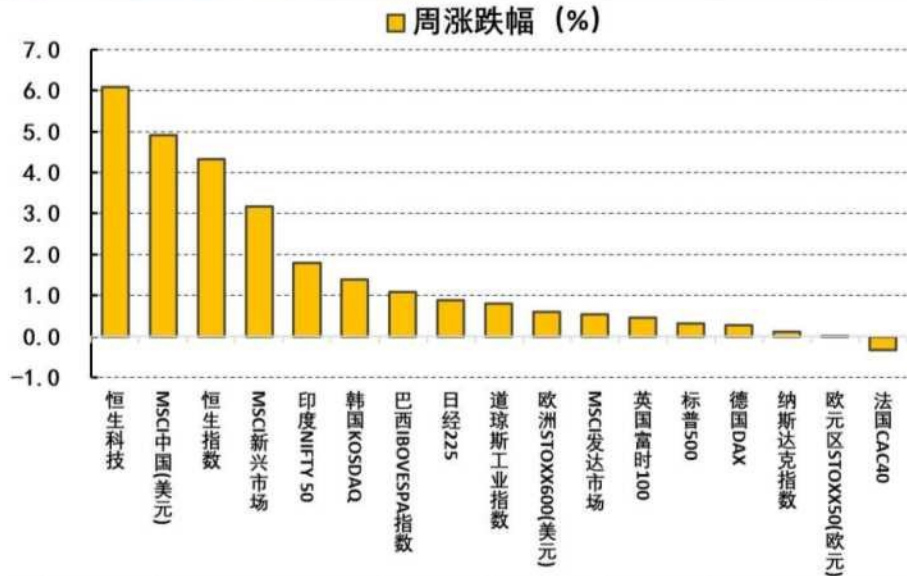
我们认为，本周标售需求强劲推动美债反弹，2023 年最后一次美债拍卖惨淡，美债收益率起伏较大。但本周内公布的美国 11 月成屋签约销售指数不佳，多家地方联储数据强化美联储降息预期，美国经济软着陆预期持续升温，推动美债利率震荡走弱，带动主要美股指仍延续 10 月末以来的单周持续涨势。全年来看，经历美联储决策不确定、经济衰退威胁、硅谷银行危机、巴以冲突等地缘政治风险加剧的多重冲击，美股大盘仍强势反弹，纳斯达克 100 创上世紀末互联网泡沫时代以来最佳表现。短期内，美债收益率持续下降将推动美股走高。

本周，欧股方面，英国富时 100 指数和德国 DAX 30 指数收涨，法国 CAC 40 指数收跌。英国富时 100 指数收涨 0.46%，法国 CAC 40 指数收跌 0.34%，德国 DAX 30 指数收涨 0.27%。欧元区 12 月综合 PMI 初值连续七个月萎缩，地区最大经济体德国的 12 月综合 PMI 连降六个月、和第二大经济体法国的 PMI 均超预期下降，发出衰退的警报。本周周四止步两连涨的泛欧股指反弹。欧洲斯托克 600 指数收涨 0.2%，刷新周三所创的去年 1 月 20 日报 483.35 点以来收盘高位。周四回落的主要欧洲国家股指周五齐反弹。

本周，港股方面，本周两大指数均呈现上涨走势，恒生指数上涨 4.33%，恒生科技指数上涨 6.09%，实现领涨。盘面上，核心科技股涨跌不一，汽车股普遍上涨、物管股全线上涨，医药 B 类股涨幅居前，环保、影视、军工等板块活跃。经济面上，中国 11 月房地产销售进一步恶化，并为七年来首次销售额低于 10 月份。尽管最近北京及上海放宽住房政策，或带来一至两个月的销售反弹，但可能难以在短期内重振全国的情绪。同时，美国劳动力市场依旧紧俏，截至 12 月 16 日的一周，美国首次申请失业救济金的人数为 20.5 万人，同比增加 2000 人。美国通胀降温超预期，11 月核心 PCE 物价指数同比增速回落至 3.2%，前值为 3.5%，不及市场预期的 3.3%，为 2021 年 4 月以来的最低水平。美联储的态度偏鸽，随着美债利率趋势性回落，港股承压下跌。此外，上周公布的中国的经济数据显示中国经济仍然处于企稳阶段，回升还需一定的政策层面的发力，港股承压下跌。

我们认为，美联储的态度偏鸽，通货膨胀持续降温，加息基本宣告结束。短期来看，预计美元指数和美债利率将偏弱震荡，随着美债利率趋势性回落，增量资金有望恢复流入，从而推动港股估值实现修复。长期来看，随着中国经济的企稳回升以及美联储降息预期，我们预期今年港股将呈现底部回升的走势。

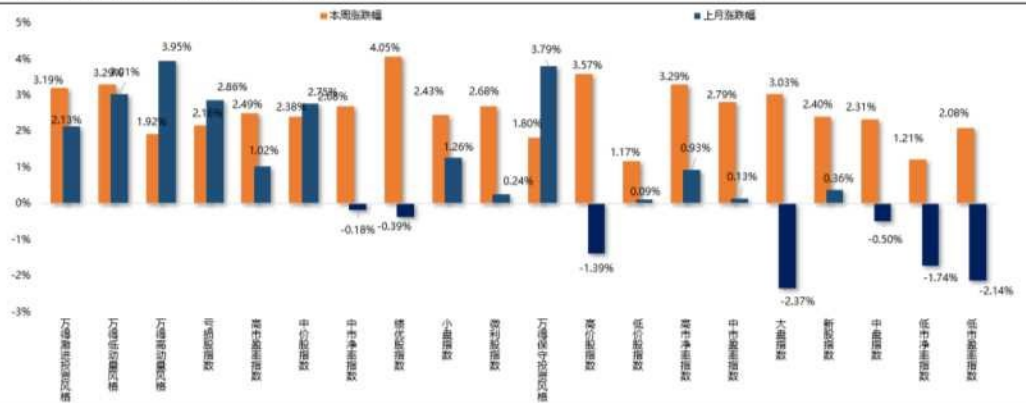
图1. 本周全球权益市场有涨有跌，恒生科技指数领涨



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

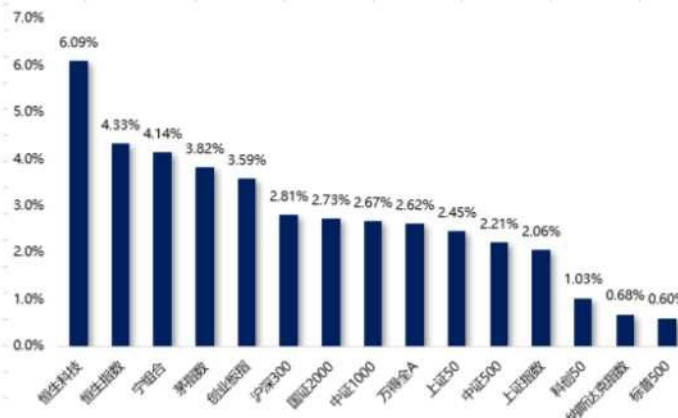
第一, 本周市场情绪有所回升, 主要指数中, 恒生科技、恒生指数、宁组合表现较强; 标普500、纳斯达克、科创50相对弱势。本周上证指数上涨2.06%, 创业板指上涨3.59%, 沪深300上涨2.81%。沪指回升至2954.7点, 全A成交量回升至8000亿的水平。

图2. 本周低估值风格占优



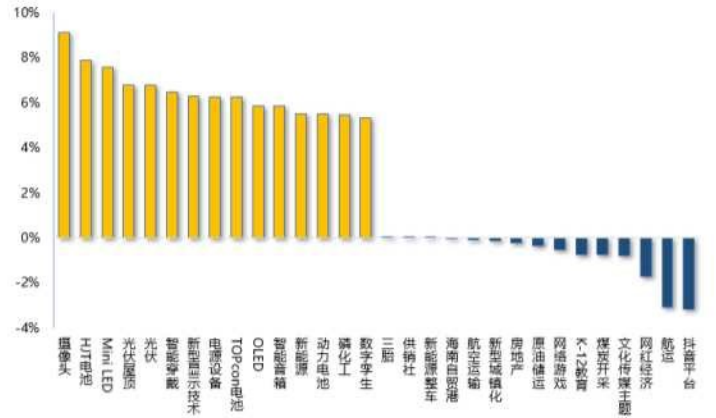
资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图3. 本周主要指数涨跌幅一览



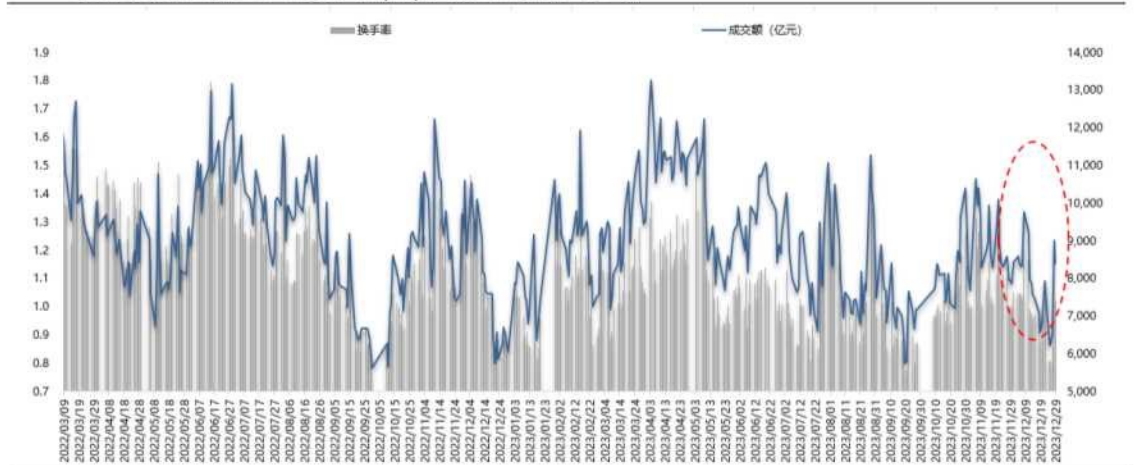
资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图4. 本周涨幅居前或跌幅居前的细分板块



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图5. 本周万得全 A 换手率(%)和成交额有所上升



资料来源: Wind、国投证券研究中心

我们认为, 本周的上涨主要是内外资机构资金对于重仓股的回流驱动的, 从市场表现来看, 万得全 A 上涨 2.04%, 代表内资重仓股的茅指数和偏股型混合指数分别上涨 3.71%和 1.89%, 代表外资重仓股的陆股通重仓指数和恒生科技指数分别上涨 2.48%和 1.46%。从资金流向来看, 本周北向资金净买入最多的个股是格力电器(+7.47 亿)、隆基绿能(+5.65 亿)、贵州茅台(+4.82 亿)等, 均是消费、医药和新能源等核心资产, 而净流出的个股则以 TMT 和高股息方向为主。以上可以看出上周机构资金的偏好短期出现明显的切换, 结合我们上周判断的市场已进入超跌的状态, 共同促成了本周市场的反弹。

图6. 本周的上涨主要是内外资机构资金对于重仓股的回流驱动的



资料来源: Wind、国投证券研究中心

图7. 本周北向净卖出个股 TOP10

证券代码	证券简称	区间净卖出额(亿元)	区间涨跌幅(%)	所属行业
000625.SZ	长安汽车	-6.22	-1.05	汽车与汽车零部件
002230.SZ	科大讯飞	-3.70	-2.29	软件与服务
601857.SH	中国石油	-3.32	4.28	能源II
601360.SH	三六零	-3.26	4.90	软件与服务
600036.SH	招商银行	-3.06	1.01	银行
002456.SZ	欧普光	-2.72	1.32	技术硬件与设备
300045.SZ	华力创通	-2.62	11.34	技术硬件与设备
300002.SZ	神州泰岳	-1.96	-9.84	软件与服务
000333.SZ	美的集团	-1.88	3.90	耐用消费品与服装
000628.SZ	高新发展	-1.86	-7.15	资本货物

资料来源: Wind、国投证券研究中心

图8. 本周北向净买入个股 TOP10

证券代码	证券简称	区间净买入额(亿元)	区间涨跌幅(%)	所属行业
000651.SZ	格力电器	7.47	2.60	耐用消费品与服装
601012.SH	隆基绿能	5.65	6.91	半导体与半导体生产设备
000858.SZ	五粮液	5.54	4.47	食品、饮料与烟草
600519.SH	贵州茅台	4.82	3.29	食品、饮料与烟草
601138.SH	工商银行	3.75	1.58	技术硬件与设备
000063.SZ	中兴通讯	3.56	2.85	技术硬件与设备
300364.SZ	中文在线	3.43	-15.21	媒体II
000100.SZ	TCL科技	3.22	6.67	技术硬件与设备
603259.SH	药明康德	3.02	0.27	制药、生物科技与生命科学
300274.SZ	阳光电源	2.95	8.64	资本货物

资料来源: Wind、国投证券研究中心

- 第二，结构层面上，本周成长占优。新能源汽车、东数西算概念板块持续活跃，具体而言：
- 问界旗舰 SUV M9 发布，分为纯电与增程两个动力版本，售价区间为 46.98 万-56.98 万元。据悉，该车定位豪华 D 级 SUV，零百加速最快 4.3 秒；增程版本最大续航 1402 公里，纯电（100 度电池容量）续航 630 公里。将于 2 月 26 日开启交付。目前问界 M9 新车预订已超过 5.4 万台。受此影响相关板块新能源汽车（3.86%）受益。
 - 国家发改委等五部门近日发布《关于深入实施“东数西算”工程，加快构建全国一体化算力网的实施意见》。意见提出，充分利用国家枢纽节点算力资源，提升数值、文本、图形图像、音频视频等多类型数据的多样化处理能力，有效提升数据治理水平，大幅提高数据供给质量。建立健全算法开发利用机制，积极开展大模型创新算法及关键技术研究，提升数据分析能力，降低大模型计算的算力消耗水平。探索构建多源异构数据统一标识编码体系，开展跨地区跨行业多源数据标识互认，促进数据流通体系与算力支撑体系协同运行。受此影响东数西算主题受益，近一周涨幅 2.40%。

表1：本周热点概念

热点主题	近一周涨幅 (%)	近一月涨幅 (%)	主要事件
新能源汽车	3.86	-2.73	问界旗舰 SUV M9 发布，分为纯电与增程两个动力版本，售价区间为 46.98 万-56.98 万元。据悉，该车定位豪华 D 级 SUV，零百加速最快 4.3 秒；增程版本最大续航 1402 公里，纯电（100 度电池容量）续航 630 公里。将于 2 月 26 日开启交付。目前问界 M9 新车预订已超过 5.4 万台。
生物科技	2.79	-4.26	圣达生物、蔚蓝生物、播恩集团均 2 连板，大禹生物涨超 10%，新芝生物高开超 7%，消息面上，据科技日报报道，美国南加州大学研究人员发明的一项突破性新技术，或将彻底改变合成生物学领域，它可显著推进基因工程，并推动医学、生物技术、生物燃料生产甚至太空探索领域的进步。
半导体	3.05	-3.59	三星电子内部已经开始了智能传感器系统的研究与开发，预计未来将应用于无人驾驶和人工智能半导体制造过程。该项目据悉正在与有关伙伴和学术界合作进行。该公司现有的晶圆智能传感器大部分采购自国外厂商，耗资巨大。而近期，鉴于对提高产量和生产率的需求不断飙升，三星选择转向内部研发，降低对外国传感器的依赖程度。
东数西算	2.40	-0.57	国家发改委等五部门近日发布《关于深入实施“东数西算”工程，加快构建全国一体化算力网的实施意见》。意见提出，充分利用国家枢纽节点算力资源，提升数值、文本、图形图像、音频视频等多类型数据的多样化处理能力，有效提升数据治理水平，大幅提高数据供给质量。建立健全算法开发利用机制，积极开展大模型创新算法及关键技术研究，提升数据分析能力，降低大模型计算的算力消耗水平。探索构建多源异构数据统一标识编码体系，开展跨地区跨行业多源数据标识互认，促进数据流通体系与算力支撑体系协同运行。
新能源整车	0.01	-8.10	在 12 月 28 日小米汽车技术发布会上，小米集团创始人雷军表示，小米在汽车的核心技术上态度非常坚决，不管花多少时间，不管付出什么样的代价，在关注的核心技术领域里，一定要做到行业领先水平。在发布会一开始，雷军发布小米超级电机 V8s，转速达 27200rpm，刷新了全球电机转速的天花板，是全球最顶尖的电机。雷军称，小米超级电机 V8s 已量产，将于 2025 年上车。

资料来源：Wind、国投证券研究中心

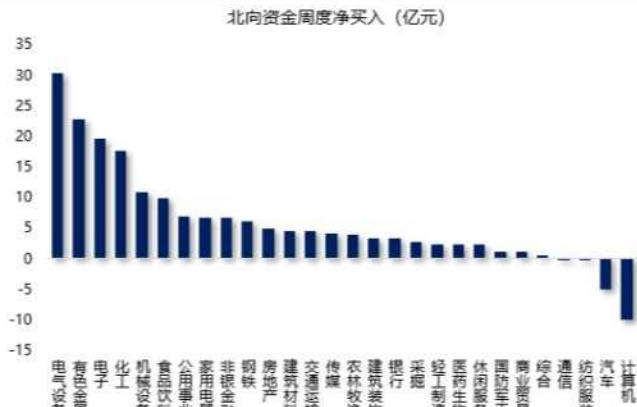
图9. 本周行业轮动

日期	周度领涨行业					领涨行业持续性		交易逻辑
	第一	第二	第三	第四	第五	前三同上重复行业	前五同上重复行业	
2023-08-25	农林牧渔	食品饮料	煤炭	银行	传媒	-	-	低位超跌反弹
2023-09-01	电子	煤炭	家电	计算机	轻工制造	煤炭	-	低位超跌反弹
2023-09-08	国防军工	煤炭	石油石化	银行	电子	煤炭	电子	低位超跌反弹
2023-09-15	医药	煤炭	钢铁	石油石化	有色金属	煤炭	石油石化	顺周期板块
2023-09-22	通信	非银行金融	银行	家电	计算机	-	-	低位超跌反弹
2023-09-28	医药	机械	电力设备	传媒	综合	-	-	低位超跌反弹
2023-10-13	电子	汽车	医药	通信	银行	医药	-	低位超跌反弹
2023-10-20	煤炭	非银行金融	综合金融	石油石化	纺织服装	-	-	低位超跌反弹
2023-10-27	农林牧渔	汽车	医药	食品饮料	综合	-	-	低位超跌反弹
2023-11-03	传媒	食品饮料	电子	农林牧渔	医药	-	食品饮料	科技产业主题投资
2023-11-10	传媒	计算机	通信	煤炭	房地产	传媒	-	科技产业主题投资
2023-11-17	计算机	汽车	通信	国防军工	钢铁	计算机、通信	-	科技产业主题投资
2023-11-24	房地产	农林牧渔	煤炭	综合金融	医药	-	-	低位超跌反弹
2023-12-01	煤炭	通信	传媒	计算机	电子	煤炭	-	顺周期板块
2023-12-08	传媒	计算机	通信	农林牧渔	有色金属	传媒、通信	计算机	科技产业主题投资
2023-12-15	综合	传媒	商贸零售	纺织服装	煤炭	传媒	-	科技产业主题投资
2023-12-22	煤炭	食品饮料	家电	电力设备	银行	-	煤炭	顺周期板块
2023-12-29	电力设备	有色金属	食品饮料	电子	机械	食品饮料	电力设备	低位超跌反弹

资料来源: Wind、国投证券研究中心

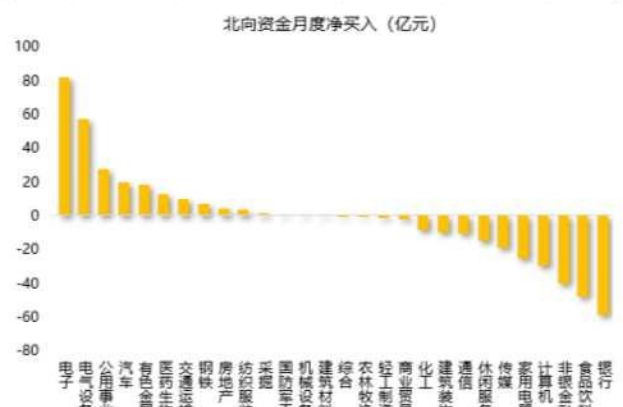
第三, 增量资金方面, 北向资金方面, 整体来看, 本周北向资金累计净买入 186.69 亿元, 环比上周增加 209.05 亿元。本月累计净流入达-376.36 亿元。月度视角来看, 近一月北向资金增配居前的行业有电子、电气设备、公用事业、汽车、有色金属; 北向资金卖出居前的行业有银行、食品饮料、非银金融、计算机、家用电器。周度视角来看, 近一周北向资金增配居前的行业有电气设备、有色金属、电子、化工、机械设备; 北向资金卖出居前的行业有计算机、汽车、纺织服装、通信、综合。

图10. 各行业北向资金周度净买入



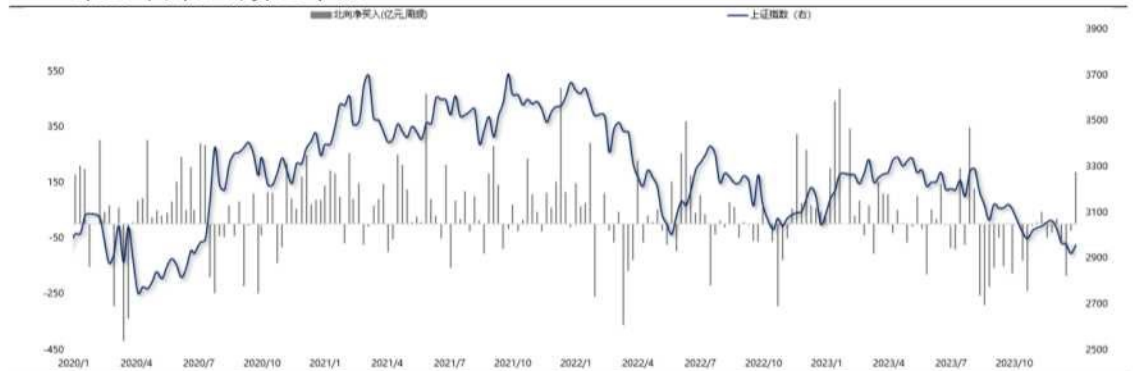
资料来源: Wind、国投证券研究中心

图11. 各行业北向资金月度净买入



资料来源: Wind、国投证券研究中心

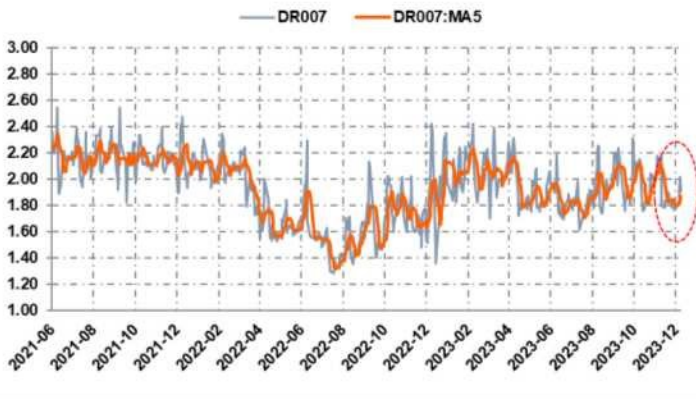
图12. 本周北向资金净流入



资料来源: Wind、国投证券研究中心

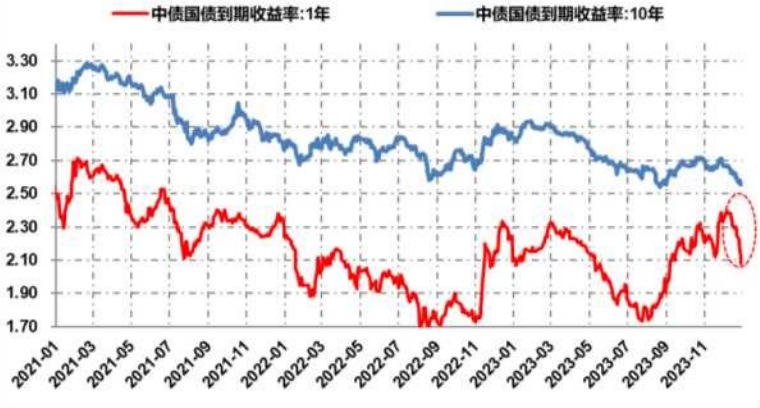
第四，流动性方面，进入 12 月资金面有所好转，DR007 维持震荡趋势。具体而言：本周 DR007(MA5) 从 12 月 25 日的 1.81% 回升至 12 月 29 日的 1.90%，回升幅度为 9BP。本周国债短端利率与长端利率均出现下行，一年期国债收益率本周环比下行幅度 17BP，报收 2.08%。十年期国债收益率环比下降幅度为 3BP，报收 2.56%。整体而言，由于银行存款利率的多轮调降，贷款利率有望进一步降低，长期来看流动性较为充裕。信用利差方面，近期企业债信用利差有所下行，本周报收 96.33bp。从历史规律看，信用利差的走势领先于沪深 300/中证 1000 的相对走势一个月左右。

图13. 本周 DR007(%)小幅回落



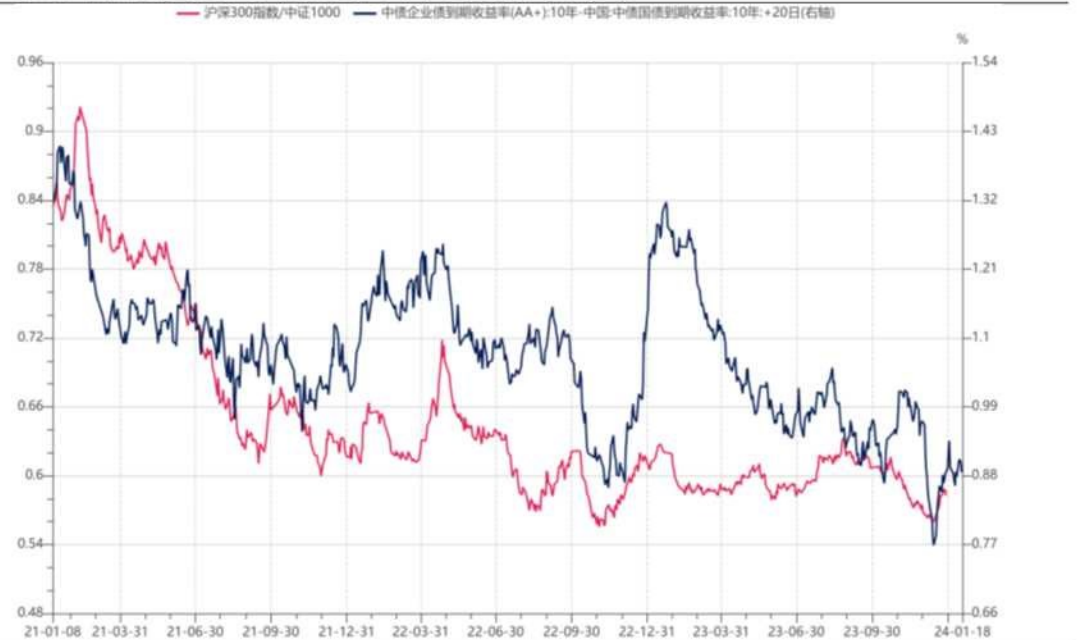
资料来源: Wind、国投证券研究中心

图14. 一年期国债收益率(%)有所回落



资料来源: Wind、国投证券研究中心

图15. 信用利差提示当前大盘相对小盘短期或将占优

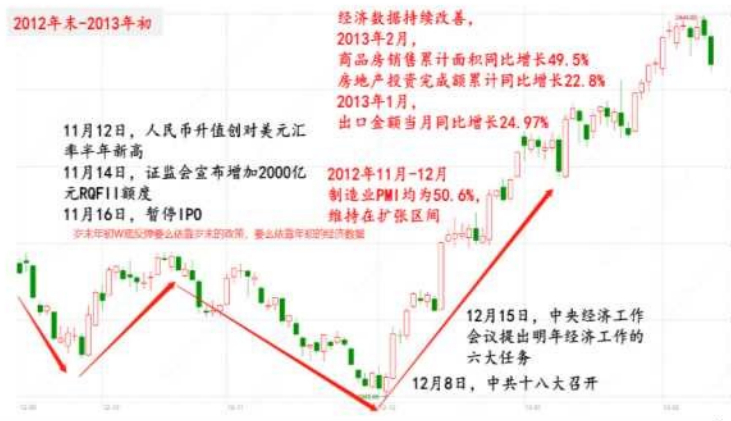


资料来源: Wind、国投证券研究中心

第五，复盘与当前经济环境接近的三个年份：2012年、2018年和2022年，我们发现岁末年初市场出现W型底部反弹的行情，要么年底有足够强的政策支持，要么是年初经济数据开门红，具体而言：

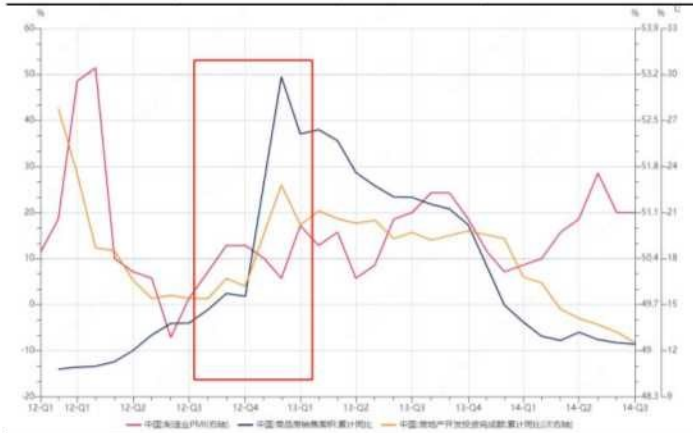
- 2012年末房地产政策边际放松，虽然整体发力偏温和，但随着2012年四季度PMI数据和次年1月出口数据的改善，以及房地产投资和销售数据的回暖，2013年初经济迎来开门红，市场底也出现在2012年12月份，随后开启反弹。
- 2018年末的稳增长政策力度显然更大，2018年10月和2019年1月两次全面降准，2018年11月召开民营企业座谈会，一系列支持措施相继出台，12月中美关系缓和后，财政政策开始加力：专项债额度提前下达，基建投资持续回升，次年开启大规模减税降费。市场也于2018年12月末见底后开启反弹，但经济数据方面除了2019年初社融和信贷有改善外，整体经济数据的改善并不明显。
- 2022年末-2023年初属于既有政策也有经济数据的典型例子，2022年末主要政策是金融十六条和防疫转向，疫情后积压式需求的集中释放叠加外需的回暖使得2023Q1的各项经济数据明显改善，政策和经济数据的共振下，市场于2022年12月中旬开启反弹。

图16. 2012年末政策发力偏温和，但经济向上修复动能强



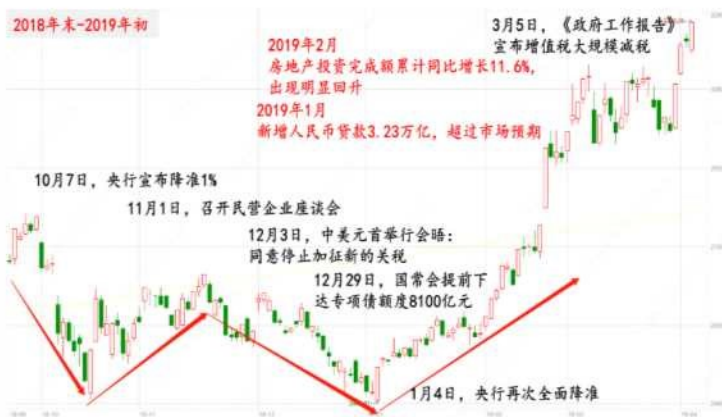
资料来源：Wind、国投证券研究中心

图17. 2012年末至2013年初多项经济数据持续改善



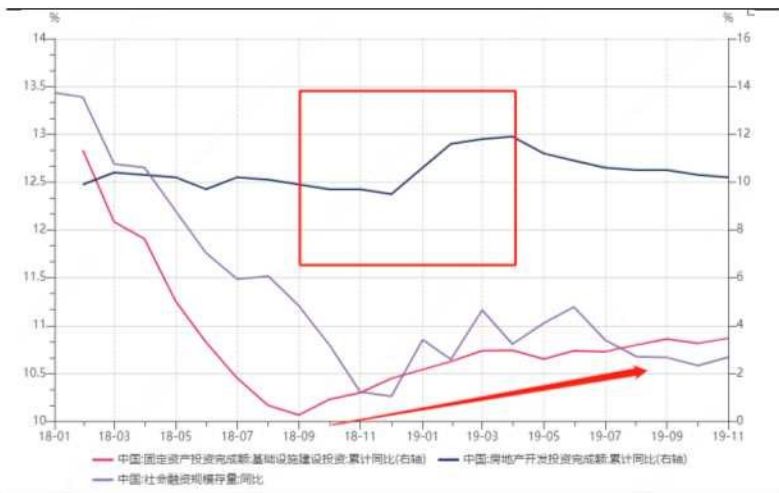
资料来源：Wind、国投证券研究中心

图18. 2018年末至2019年初经济数据小幅改善，主要以稳增长政策底带动为主



资料来源：Wind、国投证券研究中心

图19. 2018年末至2019年初基建投资带动社融触底回升



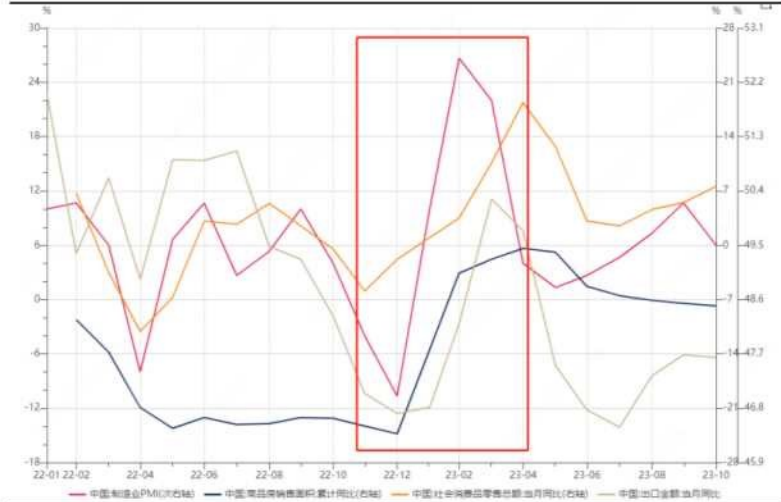
资料来源：Wind、国投证券研究中心

图20. 2022 年末至 2023 年初疫情防控转向后，经济数据短期明显改善



资料来源: Wind、国投证券研究中心

图21. 2022 年末至 2023 年初政策转向后积压式需求释放

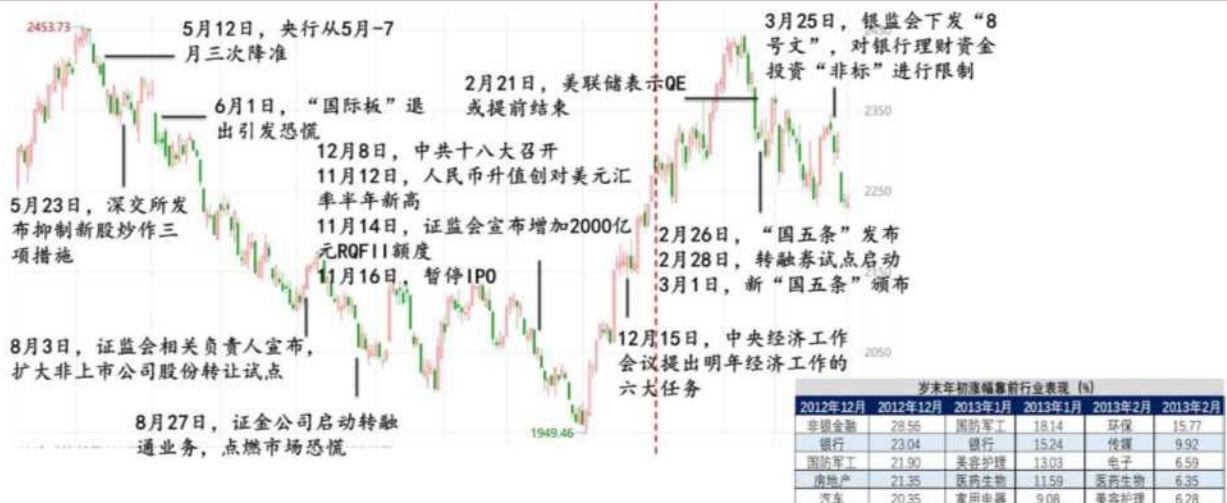


资料来源: Wind、国投证券研究中心

第六，根据统计，在政策平稳且没有突发外围风险的情况下，A股岁末年初爆发行情（岁末+年初+岁末年初三种情况）的可能性较大，近十年仅16年没有岁末年初行情（主要是因为推出熔断措施）。在岁末爆发行情和年初爆发行情的概率基本上相当（岁末+年初均有行情主要是2012-2013年、2014-2015年、2022-2023年），主要是依据当时市场的核心矛盾是否出现改善来判断。一般而言，岁末年初行情中稳增长政策预期扮演重要促发作用，行情体现为价值搭台、成长唱戏的特征。具体而言：

- 1、2012 岁末-2013 年初：岁末年初稳增长发力推动股市反弹，岁末反弹金融地产价值板块最为突出，年初转向军工、医药和电子成长领域。
- 2、2018 岁末-2019 年初：岁末处于政策底到市场底的最后一跌，年初内部去杠杆到稳杠杆外部中美贸易摩擦边际改善助股市回暖，呈现价值搭台、成长唱戏。

图22. 2012 年岁末-2013 年年初 A 股行情复盘



资料来源: wind, 国投证券研究中心

图23. 2018 年末-2019 年初 A 股行情复盘

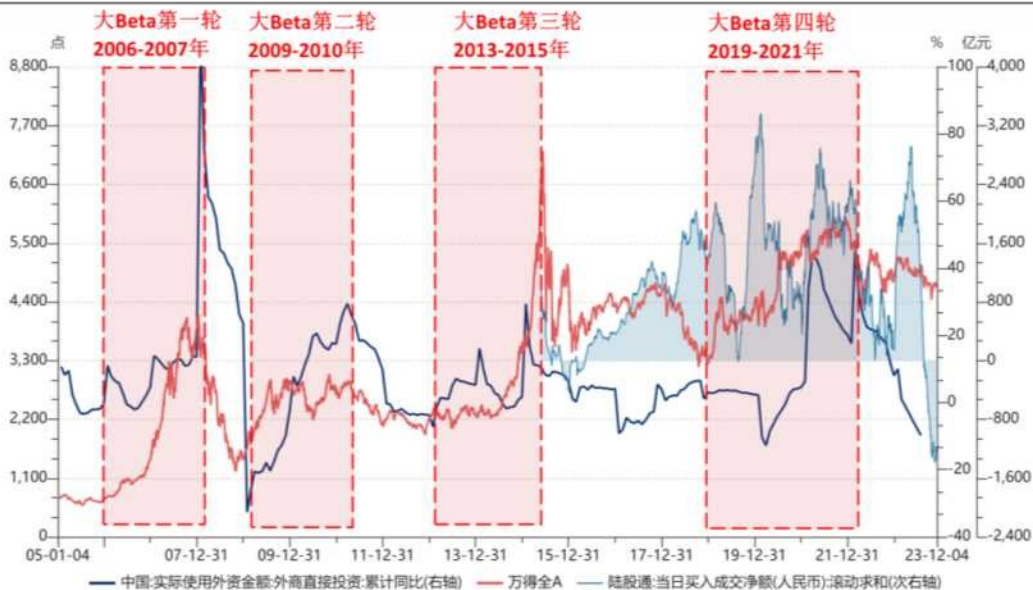


资料来源: wind, 国投证券研究中心

第七，对于 2024 年大 Beta 触发因素的观察，我们认为重点在于美元外溢的过程中重新提高对于中国资产的配置比例，核心的指标是 FDI（外商直接投资）。相较于北向资金而言，FDI 所代表的外资更注重中国作为一个经济体长期的发展潜力和投资价值，在近 20 年来 FDI 有四轮比较集中的流入，对应中国经济和 A 股市场均是四轮大周期。而自 2022 年开始，FDI 的流入持续放缓，2023 年 10 月 FDI 同比降幅达到-9.4%，接近上一轮的低位（2020 年 3 月：-10.8%）。我们认为，外资的重新流入，尤其是 FDI 的流入，是后续市场迎来大级别上涨周期的重要条件。

根据央行统计数据，截至 2023 年 11 月末，境外机构在中国债券市场的托管余额为 3.54 万亿元，占中国债券市场托管余额的比重为 2.3%，环比增加 2500 亿元，约合 350 亿美元，环比增长的规模创下有数据记录以来（2014 年以来）的新高。事实上，2022 年初开始境外机构持续减持中国债券，这一现象在 2023 年 9 月开始有所好转，11 月境外机构大幅度增持中国债券，历史上外资大幅增持中国债券均发生在经济复苏的阶段（2017 年、2020 年），体现出海外投资者对于人民币资产的信心正在修复。

图24. 2024 年大 Beta 核心因素观察：美元外溢的开启与活跃资本市场



资料来源: wind, 国投证券研究中心

图25. 11月境外投资机构持有中国债券的规模提升2500亿元



资料来源: wind, 国投证券研究中心

第八，回顾2023年以来A股的风格特征，基本符合我们在2023年初做出的判断“大盘价值高股息+小盘成长TMT双主线”，从两大指数（中证红利指数对应大盘价值高股息，TMT指数对于小盘成长TMT）近年的超额收益走势可以看出，2022年开始两者基本呈现交替上涨的格局。整体而言，在市场下跌的阶段，中证红利指数会相对跑赢，而在市场短期反弹的阶段，TMT指数会相对跑赢。这种交替上涨一方面反映了市场定价逻辑在强预期弱现实与弱预期弱现实之间来回切换，弱现实下资金持续流出顺周期板块（消费、地产链等）而流入对经济周期不敏感板块（高股息、TMT）；另一方面反映了在存量博弈的环境下，资金在刻意避开筹码拥挤的机构重仓股（白酒、医药、新能源等），而选择在机构资金较少的领域来回切换。

图26. 2022年以来，高股息和TMT呈现交替向上的格局



资料来源: wind, 国投证券研究中心

第九，在 2023 年的最后两个交易日，市场迎来了一轮超跌反弹，先由机构重仓股带头，北向资金大幅流入，推动权重板块集体上涨，后由 12 月以来调整较多的 TMT 板块引领，推高市场整体风险偏好和交易情绪。对于本轮反弹行情的持续性，我们维持判断：岁末年初市场出现 W 型底部反弹的行情，要么年底有足够强的政策支持，要么是年初经济数据开门红。如果两者都没有，那么多数情况在内外部环境维持稳定的情况下维持窄幅震荡。目前跟踪来看，当前经济基本面和政策的信号都不够清晰，更多是基于情绪面的反弹。在此，我们复盘了 2022 年底至今三轮不同背景大盘反弹行情作为参考对象：

- 2022 年底-2023 年初，疫情防控转向叠加金融十六条，政策支持力度较强，同时积压需求集中释放带动经济数据明显改善。在经济数据+政策支持双重驱动下，2022 年 11 月-2023 年 2 月，万得全 A 指数上涨 15.07%，持续时间三个月。
- 2023 年 8 月底，在 828 一揽子活跃资本市场措施的刺激下，市场迎来一波基于情绪面的反弹，典型的特征是 8 月 28 日上证指数高开 5%。但这轮反弹缺少基本面数据的验证和政策的进一步支持，8 月 28 日-9 月 4 日万得全 A 指数上涨约为 5%（4.69%），持续时间仅 6 个交易日。
- 2023 年 10 月底，稳增长政策进一步加码，代表性事件是万亿国债增发，在政策支持下市场迎来一轮反弹，10 月 24 日-11 月 15 日万得全 A 指数上涨近 10%，持续时间一个月。

从上面三轮行情的复盘可以看出，单纯基于情绪面的反弹在幅度和持续性上都是比较低的，经济数据验证或者稳增长政策加码可以明显提升反弹的幅度和持续性，最理想的情况是两者兼备，则可以类比于 2022 年底-2023 年初，两者有其一，则可以类比 2023 年 10 月底。

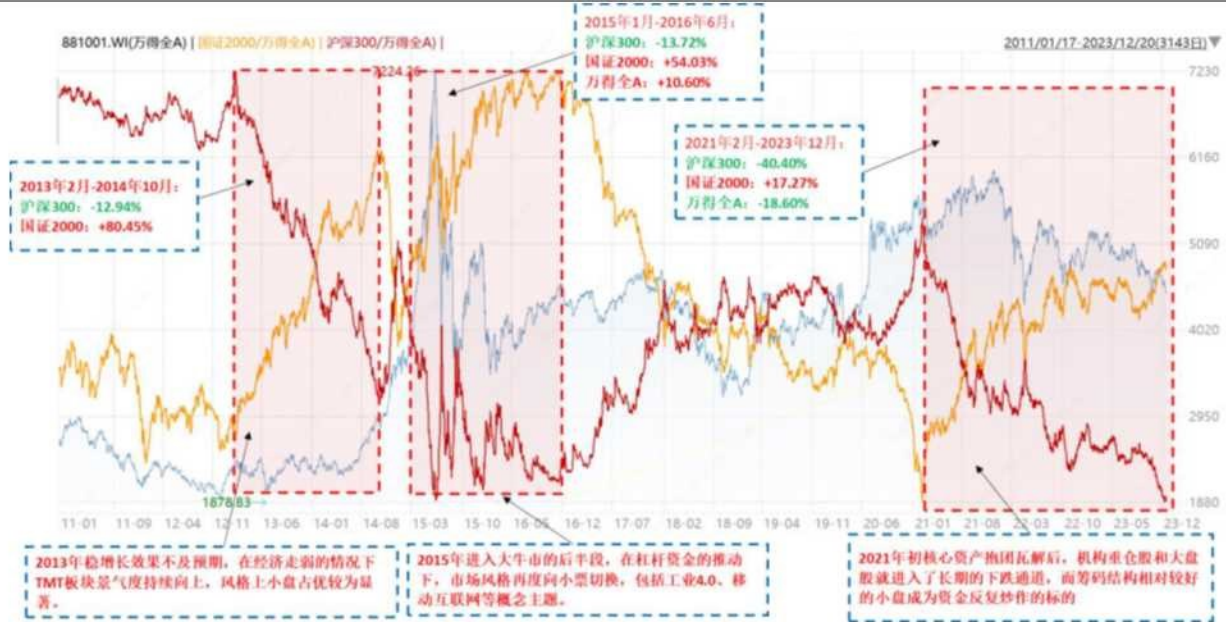
图27. 2022 年底以来三轮反弹及催化因素复盘



资料来源：wind，国投证券研究中心

第十，近期 A 股定价环境中市值下沉的特征愈发明显，从中证 1000 到中证 2000，从科创 100 到最近火热的北证 50，我们看到的是小盘甚至微盘风格的大幅跑赢。我们回顾 2005 年至今大小盘风格演绎的规律，从小盘指数和大盘指数相对比值来看，从近 6 年分位数的角度当前小盘占优的程度已经达到历史极端水平。根据历史经验，在这一比值达到历史极值后在短期会出现风格小幅切换的现象，但从长期视角看，比于 2013-2016 年、2017-2021 年大小盘分化-收敛周期，一般这种分化的周期在 4 年左右，最终大小盘分化-收敛要形成一个巨大的喇叭口，目前评估中期小盘成长占优格局并未被逆转。

图28. 历史上大小盘分化行情复盘：类比于 2013-2016 年、2017-2021 年大小盘分化-收敛周期，最终大小盘分化-收敛要形成一个巨大的喇叭口，目前评估中期小盘成长占优格局并未被逆转



资料来源：Wind, 国投证券研究中心

第十一、在本周的反弹过程中，结构上值得关注的是已经经历长期下跌的大盘蓝筹出现异动，尤其是在本周四（2023年12月28日），代表机构重仓和大盘蓝筹的茅指数上涨4%，我们回顾2021年春节后大盘蓝筹开始下跌至今的行情，在接近700个交易日中，茅指数上涨超过(含)3%的仅有18个交易日，上涨超过(含)4%的仅有4个交易日，除去本周四以外，剩余三次均出现在2022年（3月16日、3月30日、11月1日）。总结而言，大盘蓝筹发生异动的行情主要有以下三个特征：

- 第一，在连续大幅下跌后政策利好的出现，往往会出大盘蓝筹异动的反弹行情，驱动因素以超跌反弹和情绪修复为主。
- 第二，大盘蓝筹的异动大概率是整体性的，即使利好政策仅针对部分行业（2022年3月30日的各地楼市政策放松，2022年11月1月的酒业协会喊话），也会带动权重板块整体上涨，交易逻辑中情绪面和资金面占主导低位。
- 第三，大盘蓝筹的异动往往不是孤立出现的，例如2022年的3月中旬和3月底，4月底和5月初，10月底，均出现连续的大盘蓝筹异动，并且市场呈现出明显的筑底特征，随后开启一轮反弹行情。

图29. 2022年三轮大盘蓝筹反弹行情回顾

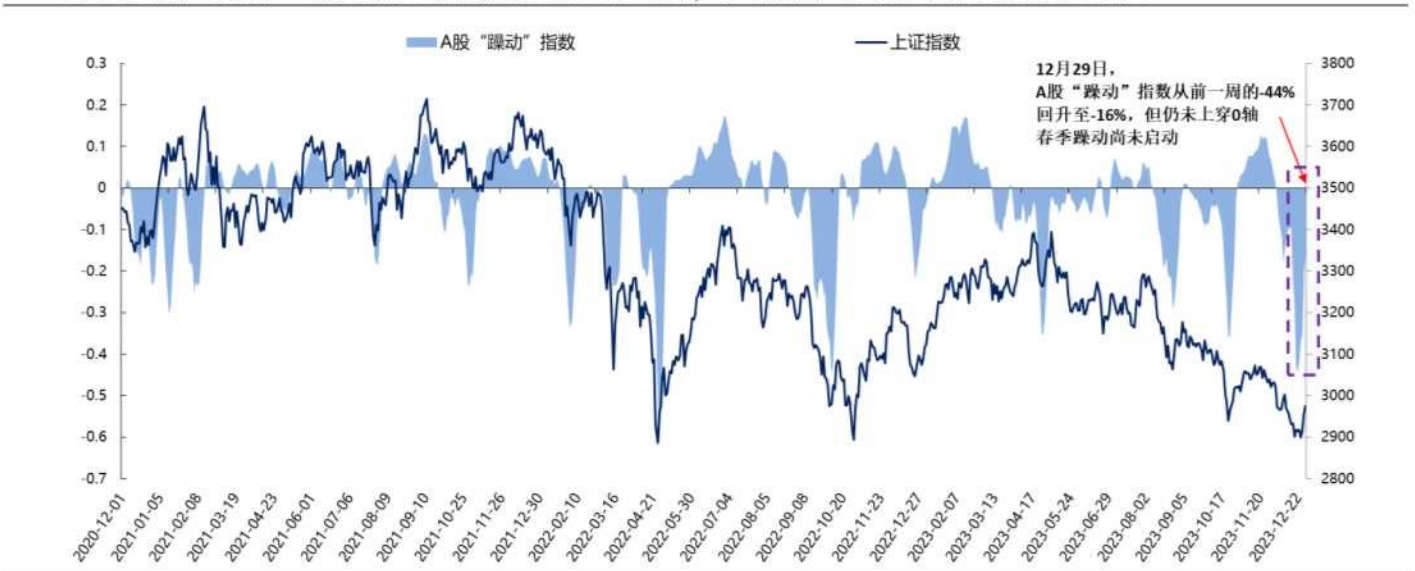


资料来源: wind, 国投证券研究中心

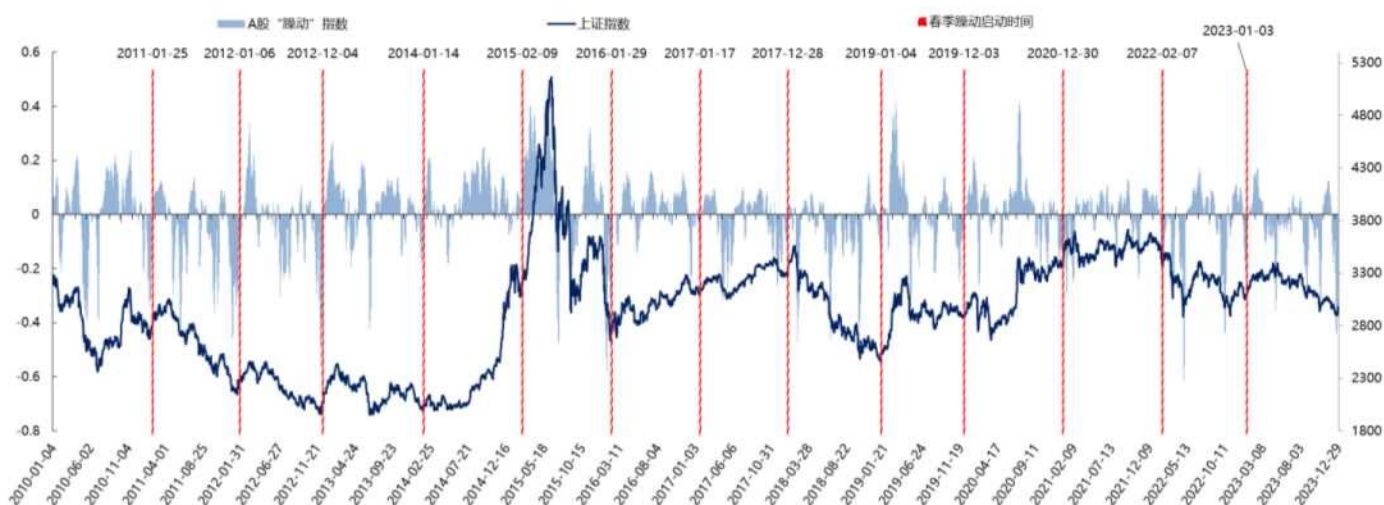
第十二，我们在去年推出的春季躁动跟踪指标——A股“躁动”指数（详情请参考外发报告《春季躁动跟踪指标：安信策略——A股“躁动”指数》），较为准确的判断了2023年春季躁动行情的节奏，具体而言，A股“躁动”指数通过计算60日新高与60日新低股票数量的差值占比，刻画市场赚钱效应，从而反映出投资者情绪和交易结构。这一指标在2023年以来曾出现三个底部，分别在2023年的4月、8月和10月，而在12月22日这一指标达到44.18%创下年内新低，已经与2022年10月底的水平相当，从赚钱效应的极度缺乏可以看出，当前市场已处于超跌环境当中，情绪修复和行情回暖或即将开启。

在实战应用层面，A股“躁动”指数在由负值区间上穿0轴较大概率是行情的启动信号，12月29日，A股“躁动”指数从一周的-44%回升至-16%，但仍未上穿0轴春季躁动尚未启动。

图30. 当前“躁动”指数相较上周有明显的环比回升，但目前未达到春季躁动启动的阈值



资料来源: wind, 国投证券研究中心

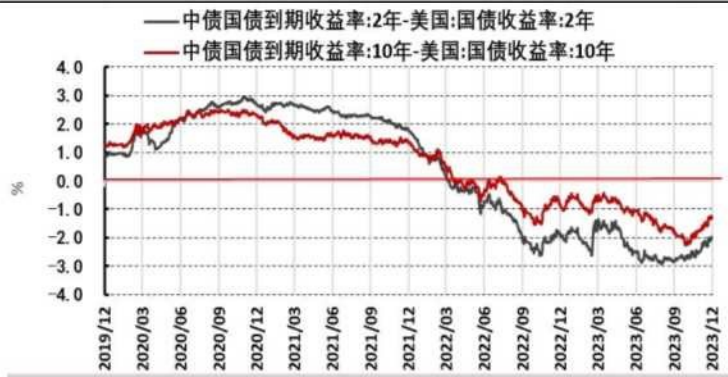
图31. A股“躁动”指数，较为准确的判断了历次春季躁动行情的节奏


资料来源: wind, 国投证券研究中心

第十三，本周美国3个月国债收益率报收5.40%，上周前值5.44%；10年期国债收益率报收3.88%，上周前值3.92%。本周美国国债收益率波动较大，周三美国10年期基准国债收益率下跌10.78个基点，报3.7889%后持续攀升，周五10年期美债收益率收报3.89%，日内升约4个基点。本周长短端美债收益率总体均呈现下行走势。

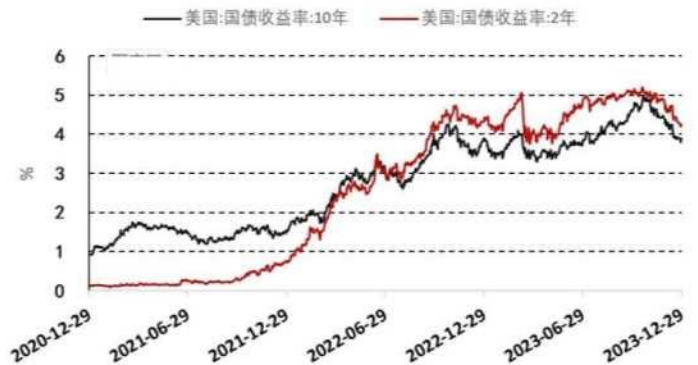
我们认为影响美债收益率的主要因素如下：一、本周三580亿美元规模的5年期美债标售得标利率创七个月新低，标售需求强劲推动美债大反弹，拉低美债收益率盘中降超10个基点。二、本周四，美国财政部七年期国债拍卖惨淡，体现需求疲软的“尾部利差”为2.2个基点，为去年11月以来最大，海外需求继续疲软，导致美债收益率于周四开始回升。三、美国11月成屋签约销售指数持平于71.6，为2001年有数据记录以来的最低，表明美国二手房市场受到库存匮乏和高房价的抑制。多家地方联储数据显示，美国劳动力的供需平衡正在改善，今年工资涨幅有望回落，进一步强化美联储降息预期，拉低美债利率：纽约联储的数据显示，辖区内制造业企业预期的就业率上升值为2017年3月以来的最低水平，服务业企业预期就业率上升值为三年来第二低的水平；里士满联储的工厂就业预期在12月份出现下滑，创下2020年5月以来的最低值，而服务业就业预期则有所改善；达拉斯联储表示，2021年的年工资增长率为7%，2022年的增长率更高，而今年将放缓至4.3%。堪萨斯联储的报告也显示，辖区内工资预期指标已降至三年来的最低点。此外，值得注意的是，在无明确消息刺激情况下，周三市场出现新信号，资金突然涌入避险资产。全球避险资产于周三忽然齐涨，瑞郎大涨1.5%、创下2015年1月以来的新高；各期限的美债收益率日内普遍大幅走低；金价涨超1%。而美元跌至2023年7月以来最低。推测可能是一场大规模的资本重新配置，资金从美元和美股撤离，转向避险资产。

图32. 近一周中美利差处于底部回升状态



资料来源: Wind、国投证券研究中心

图33. 10年期美债收益率下行



资料来源: Wind、国投证券研究中心

第十四、本周美元指数报收 101.3778，上周前值为 101.7031。这周美元指数与周三跌至 100.9438，后缓慢回升，本周跌约 0.3%，12 月跌 2%，四季度跌 4.5%，2023 年跌近 2.1%。我们认为，本周影响美元指数的主要因素如下：一、本周三 580 亿美元规模的 5 年期美债标售得标利率创七个月新低，标售需求强劲推动美债大反弹，拉低美债收益率盘中降超 10 个基点。二、本周四，美国财政部七年期国债拍卖惨淡，体现需求疲软的“尾部利差”为 2.2 个基点，为去年 11 月以来最大，海外需求继续疲软，导致美债收益率于周四开始回升。三、美国 11 月成屋签约销售指数持平于 71.6，为 2001 年有数据记录以来的最低，表明美国二手房市场受到库存匮乏和高房价的抑制。多家地方联储数据显示，美国劳动力的供需平衡正在改善，今年工资涨幅有望回落，进一步强化美联储降息预期，拉低美债利率。市场情绪变化影响美债收益率在本周起伏较大，带动美元呈现出走低后回升的趋势，但总体而言美元持续走弱。此外，部分由于企业活动的影响，年底美元通常会出现季节性趋弱。

本周美元相对于英镑、欧元和加元普跌，其中欧元兑美元本周报收 1.10374。非美货币中，瑞士法郎兑美元全年创 2010 年来最大年涨幅，美元兑瑞郎在美股盘前跌破 0.8360 刷新日低，靠近周四所创的 2015 年来低位，2023 年累跌近 9%。本周，离岸人民币报收 7.12475，上周前值 7.1065。我们认为，市场对美联储大幅降息的押注，长期美债收益率持续疲软，令美元承压。标售需求强劲推动美债反弹，2023 年最后一次美债拍卖惨淡，导致美债收益率先降后升。总体上，美国 11 月成屋签约销售指数不佳，多家地方联储数据强化美联储降息预期，美国经济软着陆预期持续升温，推动美债收益率下行，而我国大幅降息的可能性较小，中美利差并不会很快收窄。

图34. 本周美元指数先降后升，总体持续下行走势



资料来源: Wind、国投证券研究中心

第十五、本周 COMEX 黄金本周报收 2071.8 美元/盎司，上周前值 2053.2 美元/盎司。这周黄金价格上行。本周，影响金价波动的原因如下：一、本周三 580 亿美元规模的 5 年期美债标售得标利率创七个月新低，标售需求强劲推动美债大反弹，拉低美债收益率盘中降超 10 个基点。二、本周四，美国财政部七年期国债拍卖惨淡，体现需求疲软的“尾部利差”为 2.2 个基点，为去年 11 月以来最大，海外需求继续疲软，导致美债收益率于周四开始回升。三、美国 11 月成屋签约销售指数持平于 71.6，为 2001 年有数据记录以来的最低，表明美国二手房市场受到库存匮乏和高房价的抑制。多家地方联储数据显示，美国劳动力的供需平衡正在改善，今年工资涨幅有望回落，进一步强化美联储降息预期，拉低美债利率。市场情绪变化影响美债收益率在本周起伏较大，总体而言，美债收益率下行，美元持续走弱，使得以美元计价的黄金承压上涨。此外据世界黄金协会，2023 年三季度各国央行和其他机构共增持黄金 337.1 吨，季度环比上涨 93%。央行是市场的“风向标”。央行持续购金表明，在地缘政治局势等影响下，当前市场的避险情绪和紧张态势并没有完全缓解。

图35. 本周金价呈现震荡上行的走势

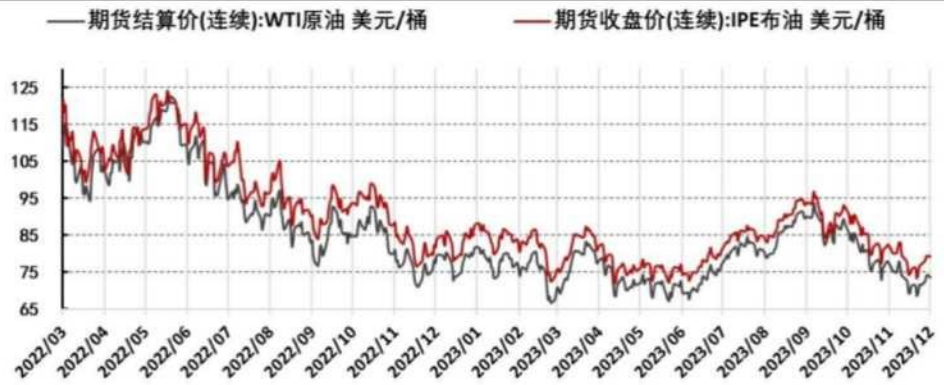


资料来源：Wind，国投证券研究中心

第十六、本周，国际油价整体呈现区间震荡的走势，周均价环比上涨。WTI 本周均价 74.28 美元/桶，较前一周上涨 1.65 美元/桶，或 2.28%。

周内，红海与中东地区的紧张局势存在升级的风险对油价起到提振作用，也门胡塞武装在红海附近海域袭击导致多家航运巨头公司宣布暂停红海航行或绕行非洲南端的好望角，与此同时，美国表示，一艘化学品货船在印度海岸附近遭到伊朗发射的无人机的袭击，不过伊朗方面对此表示否认。此外，虽然安哥拉退出 OPEC 引发了人们对其他非洲国家是否会效仿的猜测，但包括伊拉克、尼日利亚在内的多个 OPEC 产油国重申了 OPEC 减产承诺，这在一定程度上缓和了安哥拉退出 OPEC 带来的紧张情绪。但另一方面，安哥拉石油部长宣布安哥拉将退出石油输出国组织，并表示该国的 OPEC 成员国身份不再符合其利益。投资者对 OPEC 内部团结以及减产计划的前景产生担忧导致油价一度承压，反弹空间受限。

图36. 本周原油价格整体呈现震荡上涨态势



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

1. 内部因素：高频数据显示 12 月经济修复斜率较平缓，但政策托底下大幅下行的风险较低

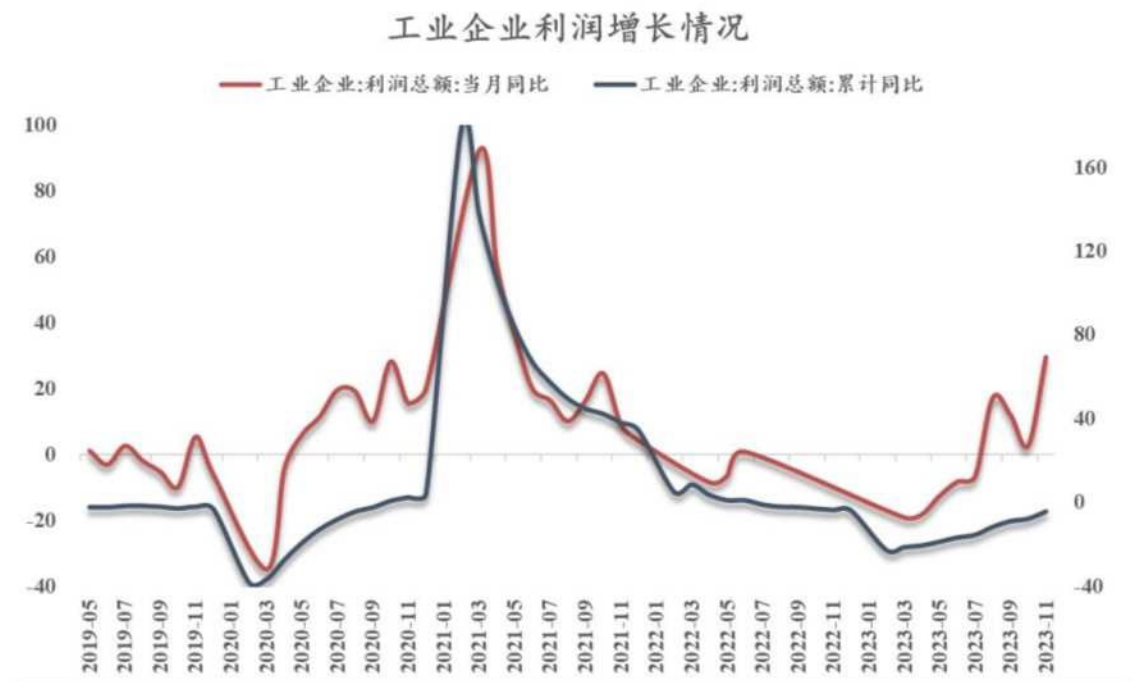
本周公布了 11 月工业企业相关数据以及 12 月的 PMI 数据。11 月工业企业利润持续修复，环比修复态势好于历史均值，累计同比延续 2023 年初以来的降幅收窄趋势，按照量价拆分来看，营收、利润率的改善均为此次 11 月工业企业利润修复的支撑因素，而价的因素仍为拖累。此前 11 月公布的 11 月工业增加值显示供给端仍具较强韧性，需求端有些许回落，此次工业企业利润数据基本与之前释放信号一致，我们认为在需求端仍未出现明显变化的情况下，经济修复基础尚不牢固，盈利增速中枢向上的进程或仍存在较大波折。另外，12 月 PMI 延续前期四季度回落趋势，产需两端均持续走弱，需求不足仍是主要制约项，其中出口新订单指数创下年内新低，显示当前外需仍较低迷。我们认为，未来实体经济的企稳、权益市场的触底，或许仍依赖于房地产市场政策的走向。具体而言：

- 1-11 月全国规模以上工业企业利润累计达到 69822.8 亿元，1-11 月同比下降 4.4%，连续 9 个月收窄，降幅比 1-10 月收窄 3.4%。当月同比上升 29.5%，较前值环比上升 26.8%（2012-2019 年平均环比回升 20.7%），已经连续四个月位于正增长区间，修复态势改善明显。营收方面，11 月规模以上工业企业营收累计同比回升 0.7%至 1%，单月同比增长 6.1%，均显示出积极信号，2023 年整体来看，二季度 4-5 月处于低位，三季度有所好转，进入四季度修复放缓，但 11 月回升态势好于 10 月。按照量价拆分来看，此次盈利增速超季节性主要由量推动，从量的方面来看，11 月工业增加值同比增速为 6.6%，显著高于前值的 4.6%，而价为拖累因素，11 月 PPI 同比降幅走阔为 -3.0%，价格因素的改善或是影响后续利润保持修复态势的关键；较为值得注意的是此次利润率的超预期抬升，根据统计局在利润数据中的解读，投资收益入账相对集中入账或是支撑此次利润率抬升的重要原因。此外，11 月工业企业产成品库存增速为 1.7%，较前值有进一步的回落，实际库存 11 月同比增速为 4.7%，较前值的 4.6%有小幅回升，我们认为当前仍处在库存周期的末尾，在需求相关指标没有显著改善的情况下，主动去库存的进程或仍存在反复。展望后续，基于低基数效应，我们认为 12 月工业企业利润当月同比或继续延续大幅正增趋势，但今年在需求端仍未出现明显变化的情况下，盈利增速中枢向上的进程或仍存在较大波折。
- 12 月份制造业 PMI 为 49.0%，低于前值的 49.4%，进入四季度以来制造业 PMI 持续回落。持续位于荣枯线以下。四季度以来进入部分行业传统淡季，叠加企业持续去库存以及需求不足的影响，制造业 PMI 景气水平再次有所回落。分项来看，制造业 PMI 整体分项数据在本月都有小幅回落的趋势，仅有生产经营活动预期指数在 12 月继续回升，显示制造业企业普遍对于市场前景仍有期待。从供需两端来说，供需指标均继续走弱，需求不足的问题依然突出，其中出口订单继 11 月回落后在本月继续有较大幅度的回落，是主要的拖累因素。生产端方面，生产 PMI 指数为 50.2%，较前值回落 0.5%，但仍位于扩张区间，主要原材料购进指数为 51.5%，较前值回升 0.8%；需求端方面，12 月新订单 PMI 指数持续回落 0.7%至 48.7%，进入四季度以来持续位于收缩区间，新出口订单 PMI 指数回落 0.5%至 45.8%，创下年内新低，连续 9 个月位于荣枯线之下。2023 年以来，出口需求的持续低迷以及国内内需不足制约着经济景气回升的延续，但从短期来看出口需求在高利率的大环境下外需缺乏根本性改善的基础。
- 12 月非制造业商务活动 PMI 指数为 50.4%，较前值回升 0.2%。其中服务业商务活动指数较前值持平为 49.3%，延续位于收缩区间，受淡季及极端天气影响，居民跨区域消费活动减少，住宿餐饮消费活动表现相对较弱，带动本月服务业 PMI 指数持续低迷，预期元旦假期有望带动上述行业消费重回升势。建筑业商务活动指数继续大幅上升至 56.9%，较前值增加 1.9%，为此次非制造业 PMI 的主要支撑。我们认为随着前期增发国债的逐步

落地，财政发力的作用已经初步显现，推动基建项目落地加快，但其中房地产市场低迷仍为重要拖累，展望今年，基建投资和制造业投资将继续托底经济增长，房地产市场的企稳仍需关注后续政策走向。

- 12月中国企业经营状况指数(BCI)为47.76，与前值的47.72基本持平，BCI已经连续五个月位于荣枯线以下，继三季度回落后四季度继续磨底，反映短期来看企业对经营的前景信心仍不明朗。分项指标来看，本月四项分指数呈现两升两降的局面，其中销售指数较前值略微回升，从55.47回升至55.49，2023年以来，销售端指数持续位于高位，为2023年以来的主要拉动项，值得注意的是库存前瞻指数有较大幅度的回升，由48.08大幅回升至53.28，反映企业短期去库速度或有提升，利润前瞻指数与融资环境指数在前期低值的情况下进一步回落，分别回落至41.63、44.10，显示企业对于未来经济景气预期仍处低迷，展望今年盈利能力的修复或仍有较大困难。价格指数方面，消费品价格前瞻指数回升但仍位于荣枯线之下，而中间品价格前瞻指数均出现了较大的跌幅，反映当下对于消费品与工业品价格预期仍不乐观。

图37. 11月工业企业利润率同比增速回升(%)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图38. 1-11月工业企业利润降幅持续收窄(%)

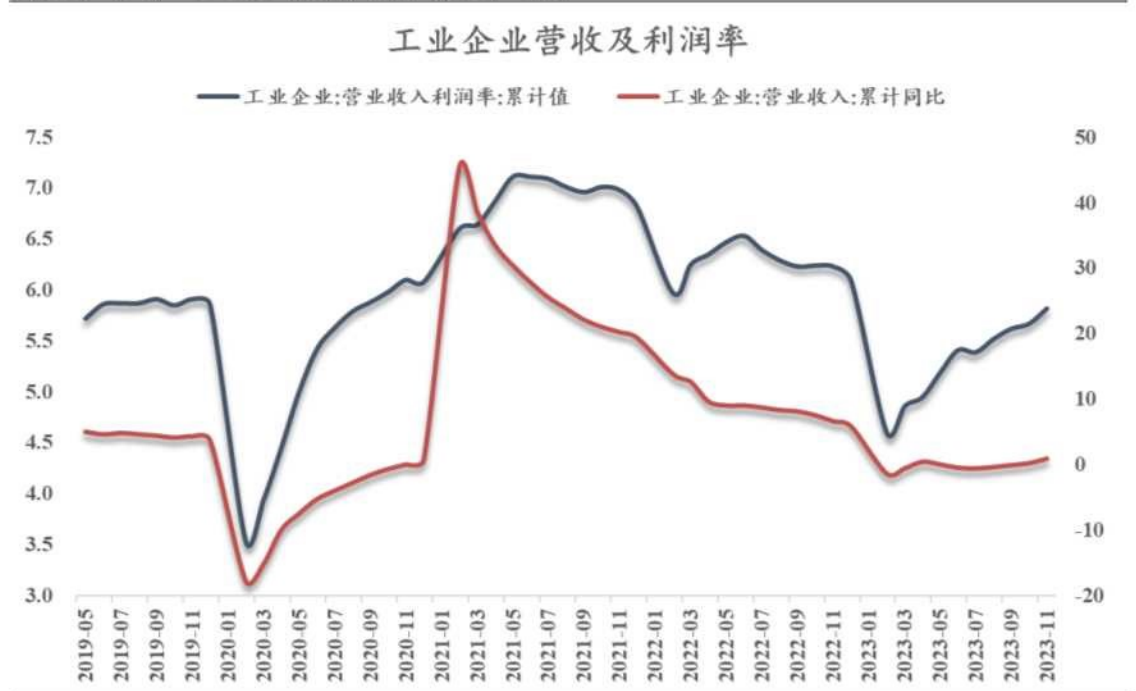


图39. 历史上看, 工业企业利润增速变化与 PPI 走势有较强相关性

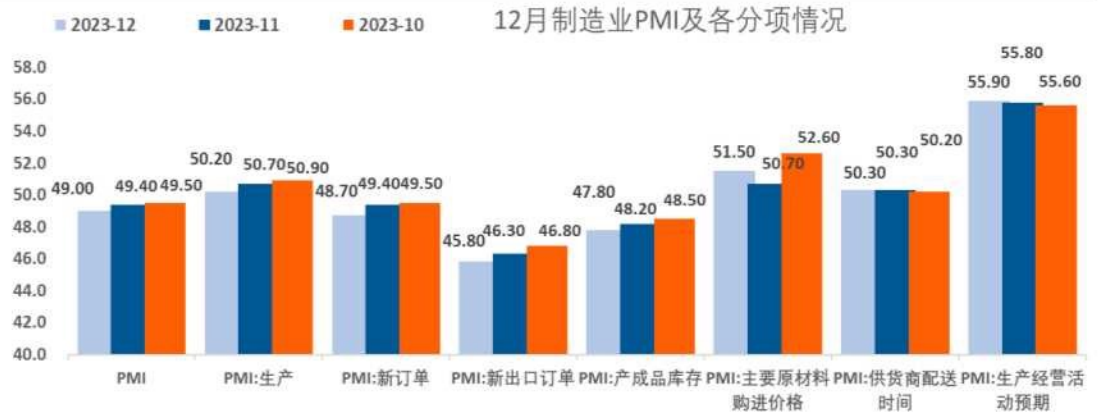


图40. 工业企业产成品存货增速有所回落 (%)



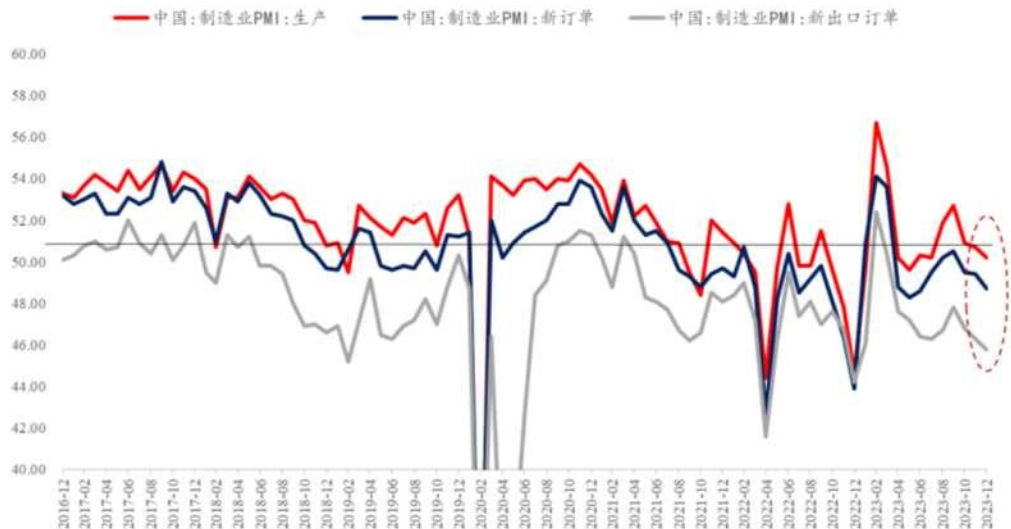
资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图41. 12月制造业 PMI 继续回落, 新出口订单和新订单分项明显回落



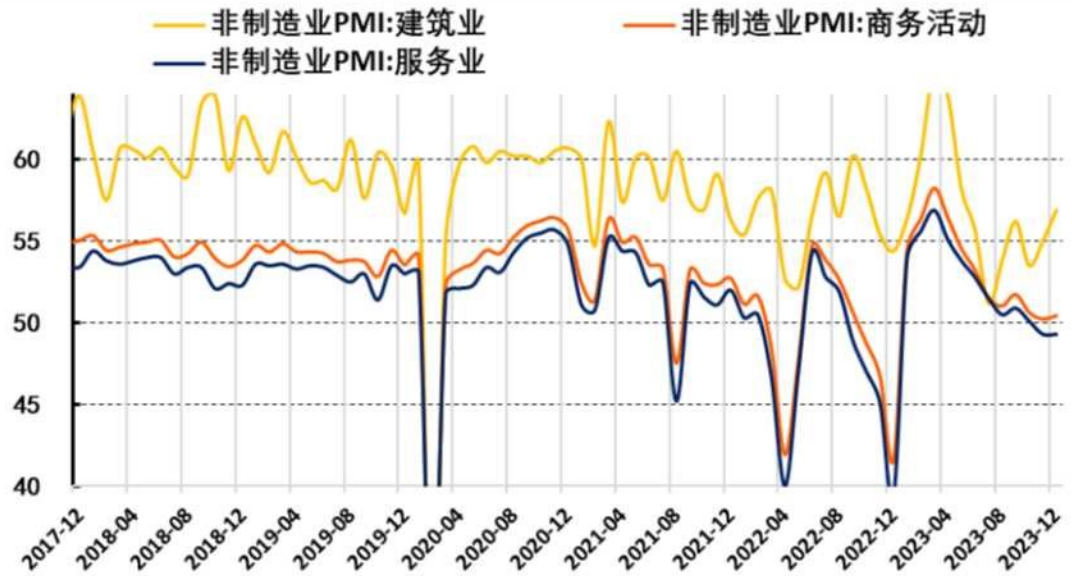
资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图42. 供需两端数据四季度以来均有回落, 新出口订单 PMI 指数创下年内新低



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图43. 建筑业商务活动指数为整体非制造业 PMI 指数提供支撑



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图44. 12月BCI数据基本环比持平



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图45. 近期 12 月整体高频数据较去年同期有所回升

高频数据跟踪							
行业	指标名称	最新日期	频率	最新值	单位	当期同比	当期环比
发电量	六大发电集团日均耗煤量	2023-12-21	周度	557	万吨	-4.95%	5.29%
	电厂发电量	2023-11-30	月度	7310	亿千瓦时	9.64%	3.78%
煤炭行业	煤炭库存	2023-12-29	日度	579	万吨	0.70%	-0.17%
石油化工行业	地炼开工率	2023-12-27	周度	63.92	%	-6.82%	-0.56%
	PTA开工率	2023-12-28	日度	82.18	%	27.85%	0.00%
	涤纶长丝开工率	2023-12-28	周度	84.93	%	61.86%	0.51%
钢铁行业	高炉开工率(247家)	2023-12-29	周度	75.17	%	-0.03%	-3.24%
	生铁日均产量	2023-12-20	旬度	181.46	万吨/天	2.37%	0.02%
	粗钢日均产量	2023-12-20	旬度	196.91	万吨/天	-1.78%	-0.14%
	钢材日均产量	2023-12-20	旬度	196.13	万吨/天	2.39%	2.55%
	建筑钢材品种库存	2023-12-29	周度	259.66	万吨	7.75%	-0.09%
汽车行业	高炉炼铁产能利用率	2023-12-29	周度	84.73	%	0.16%	-2.36%
	全钢胎开工率	2023-12-28	周度	49.74	%	11.28%	-13.71%
	半钢胎开工率	2023-12-28	周度	71.62	%	33.64%	-0.91%
房地产	乘用车销量	2023-12-24	周度	83244	辆	7.51%	24.67%
	30大城市商品房成交面积	2023-12-28	日度	78.53	万平方米	24.75%	8.26%
	一线	2023-12-28	日度	12.46	万平方米	7.14%	26.91%
	二线	2023-12-28	日度	48.00	万平方米	18.63%	4.45%
基建	三线	2023-12-28	日度	18.07	万平方米	66.41%	7.79%
	石油沥青开工率	2023-12-27	周度	31.30	%	13.82%	-2.80%
出口	挖掘机产量	2023-11-30	月度	18744	辆	-29.09%	9.07%
	中国出口集装箱运价指数	2023-12-29	周度	909.19		-28.48%	3.35%
	波罗的海干散货指数	2023-12-22	日度	2094		26.91%	0.34%

资料来源: Wind, 国投证券研究中心

2. 外部因素：市场降息预期加码，维持“宽松交易”没那么快转入“衰退交易”预判

2.1. 11月PCE数据超预期降温，强化美联储“转鸽”信心

12月22日，美国商务部最新数据显示，11月名义PCE环比下跌0.1%，低于预期和前值0%，这是自2020年4月以来首次出现单月环比下跌的情况。11月名义PCE同比涨幅为2.64%，相较上月2.94%出现显著下降，不及之前市场2.8%的预期。在更为重要的核心PCE方面，11月环比上涨0.1%，符合市场预期，同时也与前值持平；而11月核心PCE同比涨幅为3.16%，低于10月的3.4%和市场预期的3.3%，并且这一数据创下了2021年4月以来的最低水平。

具体来看，影响PCE的各项因素在本月均呈现明显的放缓态势。以同比数据为例，本月商品分项下跌0.3%，上月为上涨0.2%，并且耐用品分项已经连续6个月保持下跌状态；服务分项上涨4.1%，相较4.3%的前值显著下降，其中能源分项在10月下跌4.7%的情况下跌幅进一步扩大至6.0%，持续拉动PCE整体下行。

我们注意到，基于6月到11月核心PCE数据计算的年化核心PCE目前达到了1.9%，已经低于美联储2%的通胀目标。这意味着如果当前的通胀趋势能够保持稳定，那么美联储就成功实现了在本轮周期内控制通胀的目标。12月密歇根大学通胀预期终值显示，对未来一年的通胀预期维持初值3.1%不变，相较前值大幅下滑，是2021年3月以来的最低纪录。同时本月消费者信心指数也明显上升，环比增幅达到14%，反映出美国居民对经济发展前景的信心明显得到恢复。

我们认为，考虑到市场普遍认为通胀中的住房分项将在未来持续下降，美联储在看到本月PCE数据后对今年降息的信心应该有所增强，这也支持早些时候鲍威尔在FOMC会议中偏“鸽派”的发言。此外，当前快速宽松的金融环境叠加企业（尤其是制造业）扩张信心增强，投资端的相对强势可能会支撑美国经济今年实现“软着陆”。

图46. 美国11月PCE超预期降温



资料来源：Wind，国投证券研究中心

图47. 12月密歇根通胀预期终值保持大幅下滑(%)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

2.2. 美国11月房地产销售不堪乐观，消费端风险或影响“软着陆”前景

美国时间12月20日，根据美国全国房地产经纪人协会（NAR）公布的数据，11月美国成屋销售意外增加，总数年化约382万户，高于预期的378万户及前值的379万户，但仍处于2013年以来的历史低点。不过从涨幅上来看，本月成屋销售环比上涨0.8%，止住了上月下跌4.1%的颓势，同时也好于市场下跌0.4%的预期。然而，成屋市场的潜在走势可能更加令人悲观。按照即时的销售速度计算，目前113万套的成屋库存量是非常紧张的。同时，从本周四最新公布的11月成屋签约销售指数来看，其数值依然维持在71.6，处于2001年有数据记录以来的历史最低。这说明，美国成屋市场正受到库存匮乏和房价高企的双重抑制。此外，在新屋销售方面，数据呈现出的形势甚至更加严峻。11月美国的新屋销售仅仅59万套，环比下跌高达12.2%，远远低于预期的68.8万套和10月的67.2万套，唯一的好消息恐怕是相比去年同期的低谷还是保持了1.37%的上涨。

理论上来说，如果销售数据持续不理想，那么房地产商的建房意愿就势必会下降。在目前的建筑项目完工之后，更少的新增建筑项目无疑会对建筑工人的就业情况造成冲击，这可能就会对美国未来的经济发展有所拖累。

我们认为，当前美国房地产销售疲软的局面可能不会维持太久，因为目前美国消费方面的数据表现还是相对坚挺的，例如11月美国居民的可支配收入环比就依然有所上涨。随着今年利率的下降，房地产的需求会明显回升，从而为经济提供支撑。但考虑到一些房主早先已经锁定了较低的贷款利率，供应上的不足会使得房地产对消费的提振不及眼下的市场预期，从而影响今年美国经济“软着陆”的前景。

图48. 11月美国成屋销售数据处于历史低点



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图49. 11月美国新屋销售大幅下跌



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

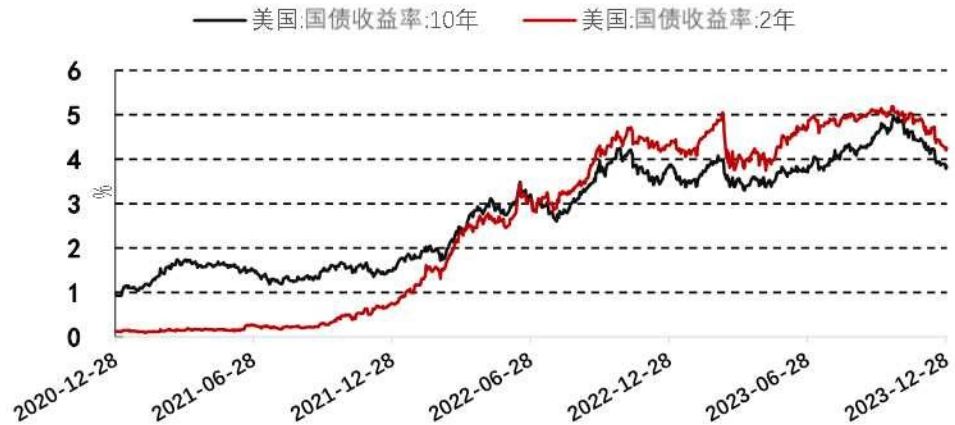
2.3. 经济数据持续验证市场降息预期，10年期美债利率持续下行

自美联储12月FOMC会议结束以来，官方公布的美国一系列基本面经济数据均对今年的“软着陆”预期起到了进一步的支撑作用。同时，美联储多名官员的讲话也对鲍威尔的“鸽派”表态有所补充，从而有力强化了市场对于今年降息的预期。其中，旧金山联储分行主席 Mary Daly 在采访中表示，“如果通胀按照过去几个月里的趋势下滑，那么就算按照点阵图指示降息三次，政策依然相当紧缩”。对此言论的普遍解读是，美联储今年或许有机会出现更多次数的降息，这与市场最近的预期也是一致的。此外，包括克利夫兰联储分行主席 Mester 和芝加哥联储分行主席 Goolsbee 在内的其他联储官员在本周的发言总体上都呈现比较鸽派的态度。除了提醒市场不要盲目乐观之外，他们发言大多假设了通胀下降和潜在的降息前景，同时还屡次提及过度紧缩的风险，这在某种程度上反映了美联储对于经济下行的担忧情绪有所提升。

在这样的背景下，市场对于今年降息预期的定价无疑得到了更加充分的调整。最新的 CME 预测显示，今年3月份降息的概率已经达到了70.1%，而在5月份第二次降息的概率则升至66.8%，全年降息幅度超过150BP的可能性过半。在如此乐观的降息预期影响下，10年期美债利率在FOMC会议结束后呈现持续下行态势，本周周中一度跌至3.8%以下，截至12月28日最新的收盘价为3.84%。

我们认为，美联储在FOMC会议中“放鸽”以及后续官员的表态，始终都在迎合市场对于降息的乐观预期。美债利率迅速下降带来的金融市场宽松环境对于投资来说是有利的，因此目前的基本面经济形势的确在朝着实现“软着陆”的目标前进。不过站在当下时点，我们不能忽视劳动力市场带来的潜在衰退风险，这或许是美国经济今年走势的另一种可能。

图50. 10年期美债利率(%)本月持续下行



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

图51. CME 降息预期 (12月28日更新)

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
1/31/2024					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.5%	83.5%
3/20/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.2%	70.1%	16.7%
5/1/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.5%	66.8%	19.7%	1.0%
6/12/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	16.2%	63.6%	18.4%	0.9%	0.0%
7/31/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	14.2%	57.3%	24.4%	3.2%	0.1%	0.0%
9/18/2024	0.0%	0.0%	0.7%	13.3%	54.3%	26.7%	4.7%	0.3%	0.0%	0.0%
11/7/2024	0.0%	0.4%	8.7%	39.4%	36.7%	12.7%	1.9%	0.1%	0.0%	0.0%
12/18/2024	0.4%	7.1%	33.4%	37.2%	17.4%	4.0%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 国投证券研究中心

2.4. 欧元区 11 月通胀放缓符合预期，货币政策转向尚需等待

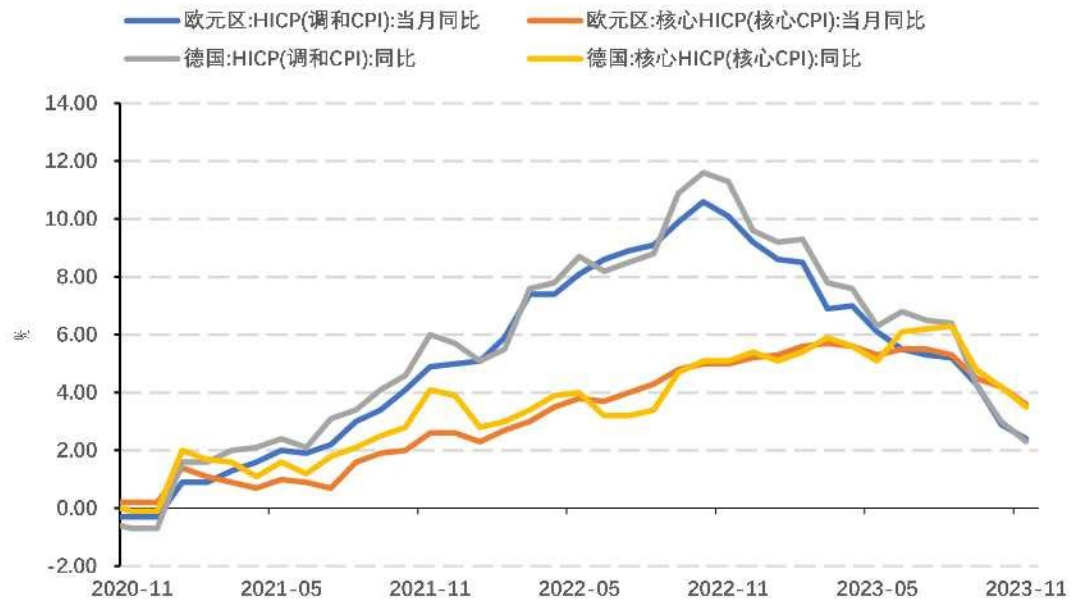
11月欧元区HICP同比为2.4%，较前值2.9%持续下降，已经接近2021年7月欧元区通胀快速上涨前的水平，同时也与市场预期持平；在核心HICP方面，本月同比涨幅为3.6%，较10月该项数据的4.2%下降0.6个百分点，实现连续四个月下滑。数据表明，欧元区通胀情况的持续改善，是与市场预期保持一致的。

分项来看，11月欧元区食品和烟酒价格同比上涨6.9%，非能源类工业产品价格上涨2.9%，服务价格上涨4.0%，能源价格下降11.5%。当月，剔除能源、食品和烟酒价格的核心通胀率为3.6%。从国别来看，欧盟主要经济体德国、法国、意大利和西班牙11月通胀率分别为2.3%、3.8%、0.7%和3.2%。

12月14日，在欧洲央行利率决议公布后举行的新闻发布会中，欧洲央行行长拉加德表示，“对于近期通胀降温，绝不当放松警惕”“欧洲央行根本没有讨论降息问题”。拉加德表示，欧洲央行会通过努力促使通胀早日回落至2%的目标，因此欧洲央行将需要2024年上半年的数据来判断欧元区通胀是否稳固。从当下的数据来看，欧元区面临的薪资压力并没有显著缓解。当然，拉加德承认融资条件的收紧会拖累经济，从而抑制劳动力需求。考虑到基数效应，12月份欧元区的通胀数据可能会有所回升，但今年通胀降温的速度整体依然会保持稳定。

我们认为，欧元区总体通胀降至近两年来的最低水平，同时最新HICP值2.4%已经接近欧洲央行2%的通胀目标水平。然而，2024年欧洲经济的发展依然面临包括地缘政治、主权国家债务危机在内的诸多严峻挑战。同时，如果欧元区降息晚于美国，那么欧元兑美元就将持续走强，这无疑会进一步削弱欧洲的出口，加剧欧元区经济衰退的可能性。因此，欧元区具体的降息时间仍与美联储何时降息密切相关，欧央行的“鹰派”言论有助于中和市场过早的降息预期。

图52. 11月欧元区通胀持续放缓（%）



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

。本公司不会因为任

何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034