联储降息如何影响大类资产与港股？

——广发港股策论 6 月第 2 期

报告摘要：

- **港股策略周论：联储降息如何影响大类资产和港股？**

6 月份以来，市场对美联储年内降息已形成一致预期，背后的原因是什么？对于大类资产和港股有何影响？本期策论我们对此进行简要探讨。

从“加息缩表”到重回宽松，市场预期“急转”。1）美国经济下行加速。制造业 PMI 走弱，消费数据不再强势，而通胀不及预期，失业率或于明后年进入回升阶段；2）鲍威尔 6 月初称将采取适当措施维持经济扩张。

联储降息与大类资产：1）短期股占优，中期债占优。首次降息后 3 个月内，股市表现较好，且新兴好于发达市场；随着时间推移，债市逐渐走强。2）大宗和美元更弱，波动率抬升。历次降息周期中，大宗商品跌多涨少；美元除极端避险情形多数下跌；而在降息周期后期，市场波动率飙升。

联储降息与港股：短期倾向于上涨，中期分化加剧。降息周期开启后，港股短期内均上涨，但长期表现有所分化；行业层面，保险、电信服务、食品饮料等弱周期的行业表现较好。

投资策略：宽松预期增强，等待贸易格局明朗。港股并不悲观，下半年存在不同贸易情形走势，建议“相机而动”。布局确定性：1）持有“弱周期”（**保险、食品、运动服饰**），关注早周期（**地产、汽车、博彩**等）；2）贸易基准情形下，关注港股**自主可控**；3）配置**高股息**，如**香港本地蓝筹**。

- **市场概览与情绪跟踪**

本周（6.10-6.14）恒生指数上涨 0.57%，板块方面，恒生一级行业多数上涨，消费者服务业领涨，电讯业跌幅最大。HVIX 指数、看跌看涨期权比例小幅上升，主板沽空比例小幅下降。

- **宏观流动性与估值跟踪**

本周（6.10-6.14）人民币兑美元汇率保持稳定。10 年期美债收益率在 2.1%附近震荡，中美利差 114BP。WTI 原油价格下跌至 52.5 美元/桶。恒生指数 PE 9.77 倍，低于历史均值。

- **一致预期 EPS 跟踪**

本周（6.10-6.14）彭博对于恒生指数和国企指数 19 年 EPS 一致预期增速小幅下调。

- **南下北上资金跟踪**

本周（6.10-6.14）北上资金大幅净流入 156.6 亿元，南下资金大幅净流入 118.5 亿元，港股成交额中南下资金参与占比小幅上升。

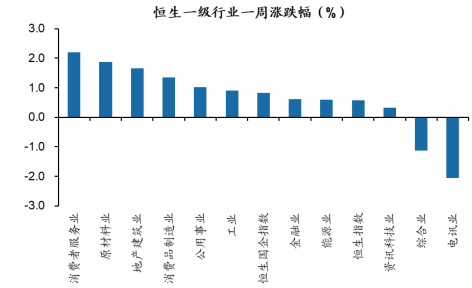
- **风险提示**

美元、美债利率上行；国内信用收紧；盈利不达预期、贸易格局恶化。

恒生指数及国企指数表现

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

恒生一级行业一周涨跌幅（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

分析师： 廖凌
SAC 执证号：S0260516080002
SFC CE No. BNH159
021-60750654
liaoling@gf.com.cn

相关研究：

港股 EPS 一致预期有何变化？:——广发港股策论 6 月第 1 期	2019-06-02
美国企业债市场的“灰犀牛”：——广发港股策论 5 月第 4 期	2019-05-26
外资对 AH 市场配置变化的思考:——广发港股策论 5 月第 3 期	2019-05-19

联系人： 朱国源
zhuguoyuan@gf.com.cn

目录索引

一、港股策略周论：联储降息如何影响大类资产与港股 5
1.1 经济下行、联储“放风”，降息预期大幅提升 5
1.2 降息与大类资产：短期内股市走强，长期债市表现最好 6
1.3 降息如何影响港股：短期内上涨概率高，中期分化加剧 8
1.4 宽松预期增强，等待贸易格局明朗 9
二、一周港股市场流动性、盈利预期与估值 10
2.1 市场概览与情绪跟踪 10
2.2 宏观流动性与估值跟踪 11
2.3 一致预期 EPS 跟踪 13
2.4 南下北上资金跟踪 14
风险提示 15

图表索引

图 1: 美国制造业 PMI 下行趋势明显 6
图 2: 近几个月美国消费数据不再强势 6
图 3: 美国通胀表现持续疲弱 6
图 4: 联储降息周期与美国失业率上升周期基本重合 6
图 5: 美国 1980 年以来降息周期 7
图 6: 历次降息周期中，美元指数多表现为走弱 7
图 7: 降息周期后期，VIX 指数上行斜率加大 7
图 8: 历次降息周期中恒生指数表现 8
图 9: 首次降息后短期内，恒指均出现上涨 8
图 10: 全球大类资产一周涨跌幅 10
图 11: 全球股市一周涨跌幅 10
图 12: 恒生指数与恒生国企指数走势 10
图 13: 恒生一级行业一周涨跌幅 10
图 14: 港股主板沽空比例变化 10
图 15: 港股看跌看涨期权比例 10
图 16: 近期人民币对美元汇率走势 11
图 17: 美港利差与港元对美元汇率走势 11
图 18: 中美利差与人民币汇率走势 11
图 19: 美德利差、美日利差与美元指数 11
图 20: 美国通胀预期与美债收益率走势 11
图 21: 原油价格与美债收益率走势 11
图 22: 全球主要股市最新 PE 分位情况 12
图 23: 全球主要股市最新 PB 分位情况 12
图 24: 恒生指数最新 PE 估值 12
图 25: 恒生国企指数最新 PE 估值 12
图 26: 恒生一级行业指数最新 PE 分位情况 12
图 27: 恒生一级行业指数最新 PB 估值分位情况 12
图 28: AH 溢价指数 13
图 29: 恒生指数股息收益率变化 13
图 30: 恒生指数 12M Forward PE/EPS 13
图 31: 恒生国企指数 12M Forward PE/EPS 13
图 32: 18 年以来，恒指、国企指数 EPS 一致预期 13
图 33: 18 年以来，沪指、沪深 300 EPS 一致预期 13
图 34: 历年恒生指数 EPS 增速一致预期 14
图 35: 历年上证综指 EPS 增速一致预期 14
图 36: 南下北上资金净买入（单位亿 RMB，下同） 14
图 37: 港股通成交占总成交比例变化 14
图 38: 南下资金净买入与美港利差 14
图 39: 南下资金净买入与人民币汇率 14

图 40: 南下资金月度净买入金额及恒生指数 15
图 41: 北上资金月度净买入金额及沪深 300 15
图 42: 南下资金持股市值及占流通市值比例 15
图 43: 北上资金持股市值及占流通市值比例 15

表 1: 美联储下半年议息会议降息概率预期 5
表 2: 首次降息后一年内股市、债市、大宗商品市场表现 7
表 3: 2001、2007 年降息周期中，保险、电信服务、食品饮料行业表现较好 8

一、港股策略周论：联储降息如何影响大类资产与港股

本周全球股市多数上涨，港股恒生指数、恒生国企指数分别上涨0.57%、0.83%。板块方面，恒生一级行业涨跌互现，消费者服务业领涨，电讯业跌幅较大。

6月份以来，市场对美联储年内降息已形成一致预期，分歧仅在与首次降息时间点与年内降息次数。**近期市场对美联储降息预期快速提升的原因是什么？历史上，美国进入降息周期后，大类资产和港股表现如何，是否具有借鉴意义？**我们将在本期策论中对此进行剖析。

1.1 经济下行、联储“放风”，降息预期大幅提升

市场对联储年内降息已形成一致预期，分歧在于首次降息时间点与年内降息次数。根据彭博最新一致预期数据，年内美联储维持基准利率不变的概率仅为1%，而于6月、7月实施首次降息的概率分别为21%、68%。此外，市场预期9月前降息2次概率超过50%，12月前降息3次概率接近40%。

从“加息缩表”到重回宽松，市场预期仅在半年内实现“急转”，经济和通胀预期的放缓是主因——经济数据疲弱，美联储官员的不断“放风”，加速了降息一致预期的快速形成：

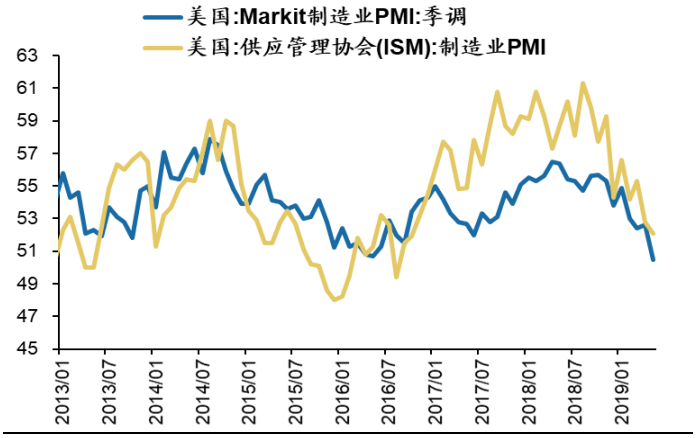
- 近期美国经济下行压力加大，制造业PMI继续走弱，整体下行趋势逐渐清晰，而年初以来韧性较强的消费数据，近期也不再强势；
- 从美联储关注的通胀和失业率两个指标看，年初以来通胀持续不及预期，最新核心PCE仅为1.6%，已连续多月低于2%的目标水平；另一方面，3月议息会议中，美联储已暗示失业率或于明后年进入回升阶段——而历史上，联储降息周期与美国失业率上升周期基本重合；
- 经济下行压力加大背景下，联储主席鲍威尔6月初讲话称将采取适当措施维持经济扩张，进一步加大市场对联储降息的预期。

表1：美联储下半年议息会议降息概率预期

美联储下半年议息会议降息预测（2019/6/14一致预期）					
预测议息会议后基准利率	1.50%	1.75%	2%	2.25%	2.50%
相较于当前累计降息次数	4次	3次	2次	1次	0次
2019/06/19				21%	79%
2019/07/31			17%	68%	14%
2019/09/18		14%	58%	25%	3%
2019/10/30	5%	29%	47%	17%	2%
2019/12/11	19%	39%	30%	8%	1%

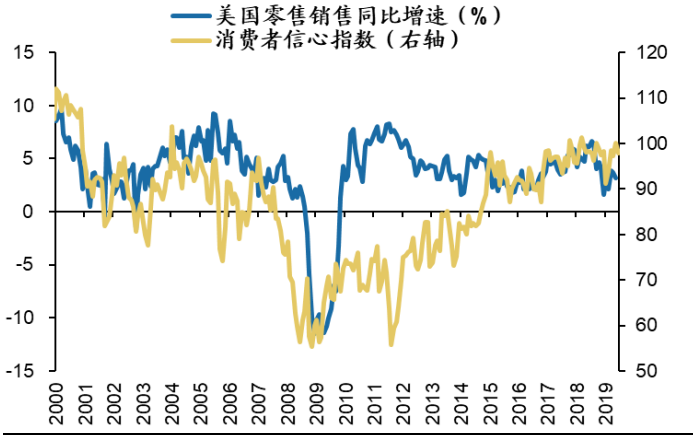
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图1：美国制造业PMI下行趋势明显



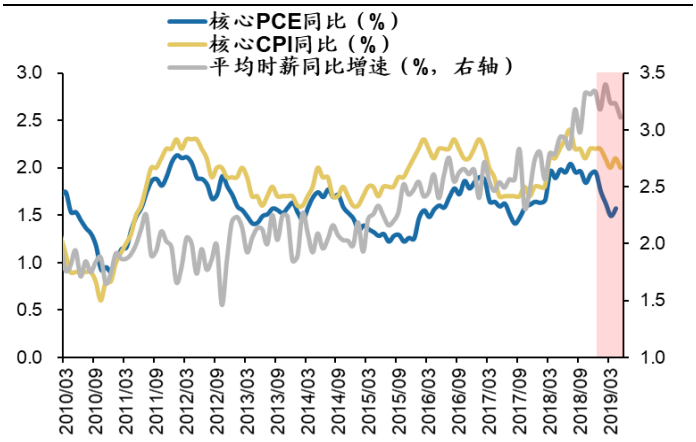
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：近几个月美国消费数据不再强势



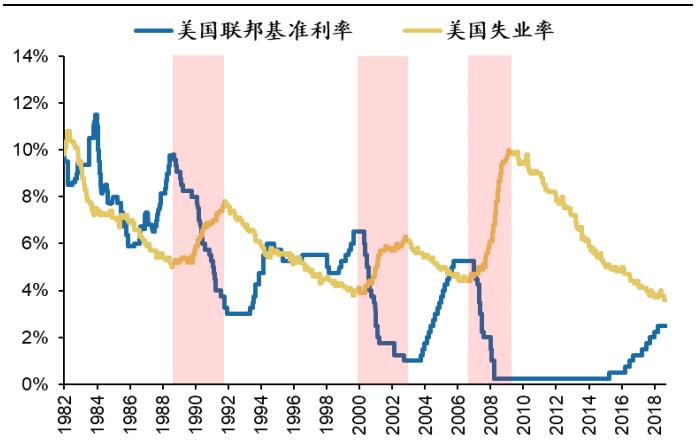
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：美国通胀表现持续疲弱



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：联储降息周期与美国失业率上升周期基本重合



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

1.2 降息与大类资产：短期内股市走强，长期债市表现最好

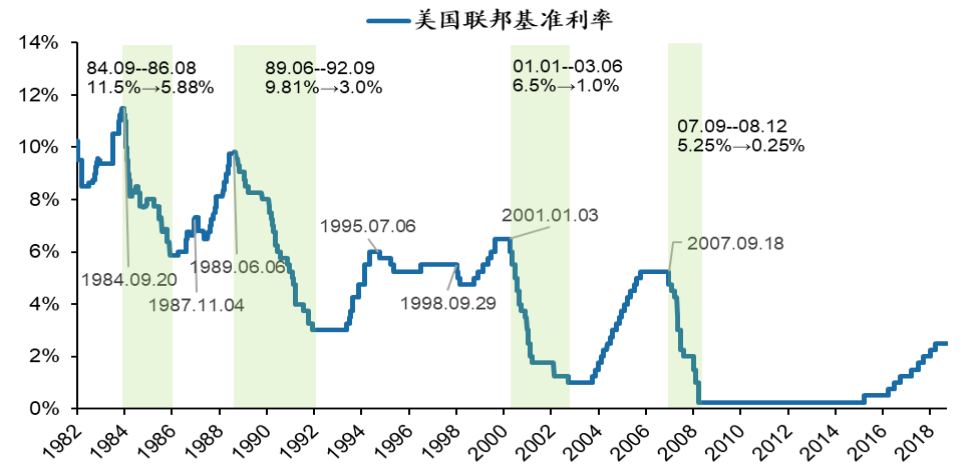
1980年以来，美国共有7轮降息周期，但1987、1995、1998年降息周期时间较短，降息幅度不大，且后续联储很快转入加息。以时间跨度大于1年、基准利率下调超过5%作为标准，我们选取出1980年以来美国4次典型的降息周期。**通过对以上4次降息周期中大类资产表现进行回溯，我们总结出以下启示：**

- **首次降息后3个月内，股市表现较好，且新兴市场好于发达市场。**降息周期开启初期，尽管经济仍面临压力但还出现衰退，降息释放流动性支撑估值，并抵消盈利下行的拖累；
- **随着时间的推延，债市逐渐走强。**以2001、2007年为例，尽管降息力度不断加大，但货币政策的调节未能对冲经济下行，基本面因素开始压制股市表现，而受益于利率下降，债市逐渐走强；
- **大宗商品多数情况下走弱。**历次降息周期中，受经济下行导致需求端疲弱影响，大宗商品跌多涨少；
- **美元走弱概率较高，但极端情形下，美元指数存在上升可能。**历次降息周期中，美元指数多表现为震荡或走弱，但极端情形下，美元的避险效应或将提振美元

指数，最典型的案例如2008年金融危机。

➢ **降息周期后期，市场波动率飙升。**基本面下行拖累降息周期后期股市表现，并抬升市场波动率。以美股为例，降息周期后期，VIX指数上行斜率明显加大。

图5：美国1980年以来降息周期



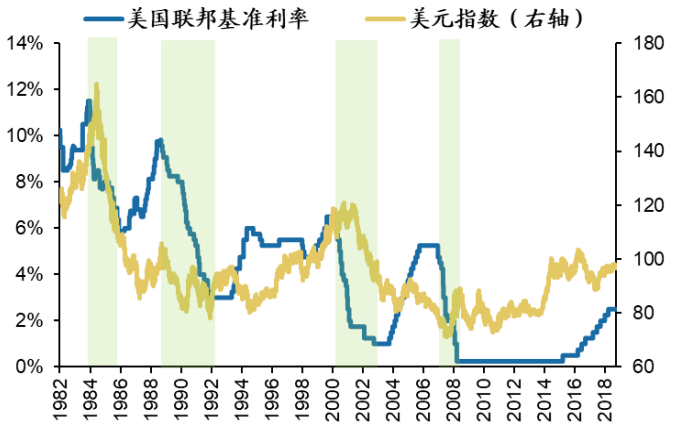
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

表2：首次降息后一年内股市、债市、大宗商品市场表现

降息周期首次降息后1年内大类资产表现						
	1984年降息周期			1989年降息周期		
	后1个月	后3个月	后1年	后1个月	后3个月	后1年
新兴市场股票指数	-	-	-	-10%	-2%	26%
发达市场股票指数	1%	2%	17%	3%	7%	6%
彭博全球债券指数	-	-	-	-	-	-
彭博全球大宗商品指数	-1%	-7%	-9%	1%	-1%	3%
	2001年降息周期			2007年降息周期		
	后1个月	后3个月	后1年	后1个月	后3个月	后1年
新兴市场股票指数	12%	-10%	-3%	15%	7%	-31%
发达市场股票指数	0%	-17%	-17%	5%	-2%	-25%
彭博全球债券指数	0%	-2%	1%	2%	3%	6%
彭博全球大宗商品指数	3%	-5%	-20%	3%	3%	-1%

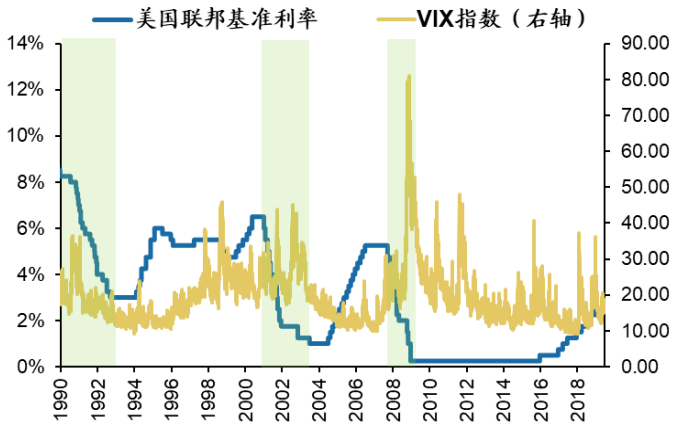
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图6：历次降息周期中，美元指数多表现为走弱



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图7：降息周期后期，VIX指数上行斜率加大



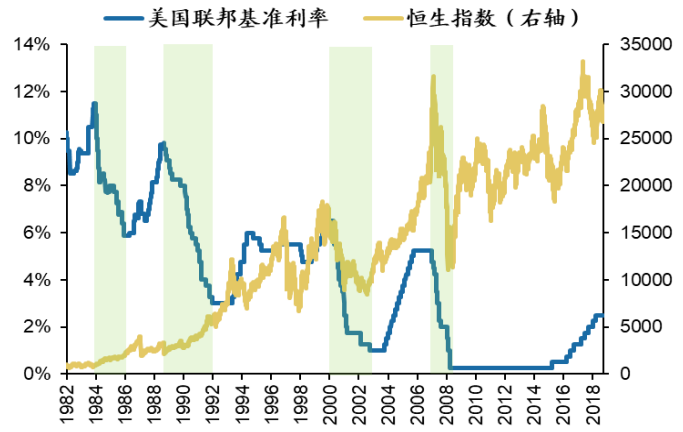
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

1.3 降息如何影响港股：短期内上涨概率高，中期分化加剧

从历次美联储开启降息周期后港股的表现来看，港股短期内均出现上涨，但长期表现有所分化；行业层面，保险、电信服务、食品饮料等弱周期的行业表现较好：

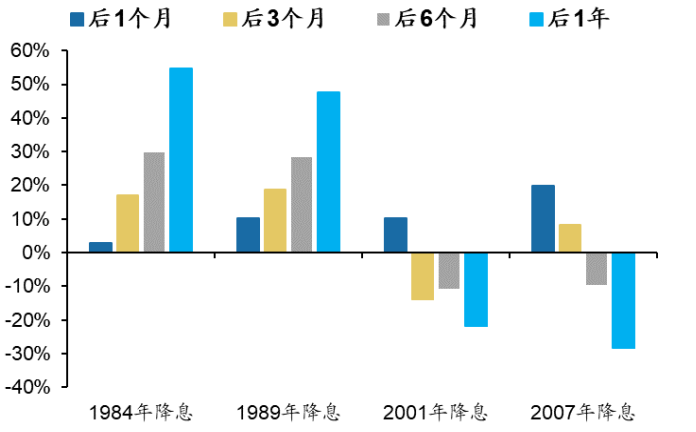
- **港股短期上涨确定性较高。**四轮降息周期开始后1个月内，恒生指数均出现上涨。
- **但中长期而言，港股的表现趋于分化。**1984、1989年首次降息后1年内，恒指涨幅逐渐加大，而2001、2007年降息周期中，恒指先涨后跌，且随着降息周期深入，恒指跌幅逐渐加大。
- **行业层面，弱周期板块表现占优。**2001年与2007年两轮降息周期中，表现较好的行业重合度较低，但仍存在少数行业在两轮降息周期中均表现较好，具体包括：**保险、电信服务、食品饮料**（*能源业在两轮降息周期中涨幅均较高，主要受益于油价上涨，此处未着重强调*）。

图8：历次降息周期中恒生指数表现



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图9：首次降息后短期内，恒指均出现上涨



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

表3：2001、2007年降息周期中，保险、电信服务、食品饮料行业表现较好

2001年降息周期开启1年内港股涨幅前五行业（GICS二级）				
	降息后1个月	降息后3个月	降息后6个月	降息后1年
1	半导体与生产设备	能源	能源	能源
2	技术硬件与设备	保险	技术硬件与设备	保险
3	电信服务	食品、饮料与烟草	保险	技术硬件与设备
4	食品、饮料与烟草	材料	制药、生物科技与科学	商业和专业服务
5	媒体	制药、生物科技与科学	材料	家庭与个人用品
2007年降息周期开启1年内港股涨幅前五行业（GICS二级）				
	降息后1个月	降息后3个月	降息后6个月	降息后1年
1	电信服务	电信服务	电信服务	公用事业
2	能源	能源	能源	银行
3	多元金融	软件与服务	媒体	软件与服务
4	保险	家庭与个人用品	公用事业	食品、饮料与烟草
5	材料	零售业	零售业	保险

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

1.4 宽松预期增强，等待贸易格局明朗

6月份以来，市场对美联储年内降息已形成一致预期。从“加息缩表”到重回宽松，市场预期仅在半年内实现“急转”，美国经济和通胀预期的放缓是主因：

其一，美国经济下行压力加大。制造业PMI继续走弱，年初以来韧性较强的消费数据不再强势；通胀不及预期，加上联储暗示失业率或于明后年进入回升阶段；

其二，联储官员释放宽松信号。联储主席鲍威尔6月初讲话称将采取适当措施维持经济扩张，进一步加大市场对联储降息的预期。

从降息与大类资产表现的关系来看，我们得出以下结论：

其一，短期股占优，中期债占优。首次降息后3个月内，股市表现较好，且新兴市场好于发达市场；随着时间的推延，债市逐渐走强。

其二，大宗和美元更弱，波动率抬升。历次降息周期中，大宗商品跌多涨少；美元走弱概率较高，但极端的全球避险情形下，美元指数仍存在上升可能；此外，降息周期后期，市场波动率飙升。

那么，若美联储进入降息周期，对于港股影响如何？从历次美联储开启降息周期后港股的表现来看，港股短期内均出现上涨，但长期表现有所分化；行业层面，保险、电信服务、食品饮料等弱周期的行业表现较好。

市场走势：港股并不悲观，“相机而动”。下半年，我们基于贸易假设，对港股行情走势的推演为：

1）基准情形（当前关税征收情形）。EPS短期下调压力有限，G20后市场短期反弹概率较高，行情相对积极；

2）恶化情形（全部商品征收25%情形）。“经济底”后移，市场短期承压，布局时点或在海外流动性宽松之际，Q4概率更高。

配置结构：波动中凸显价值，围绕“确定性”主线：

1）经济和通胀主线，关注消费（食品、运动服饰、地产、汽车）、医疗、保险、博彩；

2）应对“逆全球化”，自主可控突围，关注港股科技龙头，但需关注贸易风险；

3）波动率上升时，配置港股中高股息率蓝筹个股。

市场概览与情绪跟踪：本周（6.10-6.14）恒生指数上涨0.57%，板块方面，恒生一级行业多数上涨，消费者服务业领涨，电讯业跌幅最大。HVIX指数、看跌看涨期权比例小幅上升，主板沽空比例小幅下降。

宏观流动性与估值跟踪：本周（6.10-6.14）人民币兑美元汇率保持稳定。10年期美债收益率在2.1%附近震荡，中美利差114BP。WTI原油价格下跌至52.5美元/桶。恒生指数PE 9.77倍，低于历史均值。

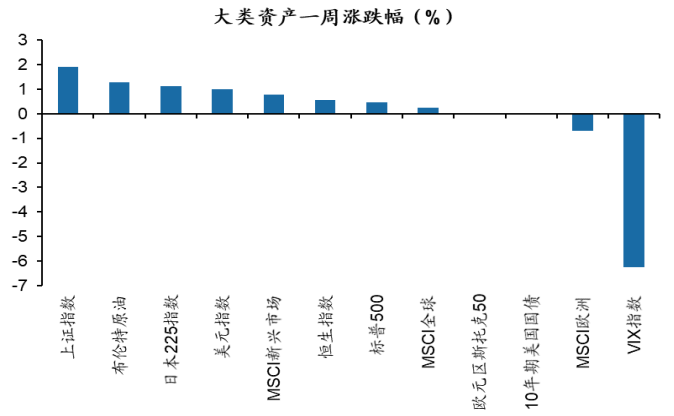
一致预期EPS跟踪：本周（6.10-6.14）彭博对于恒生指数和国企指数19年EPS一致预期增速小幅下调。

南下北上资金跟踪：本周（6.10-6.14）北上资金大幅净流入156.6亿元，南下资金大幅净流入118.5亿元，港股成交额中南下资金参与占比小幅上升。

二、一周港股市场流动性、盈利预期与估值

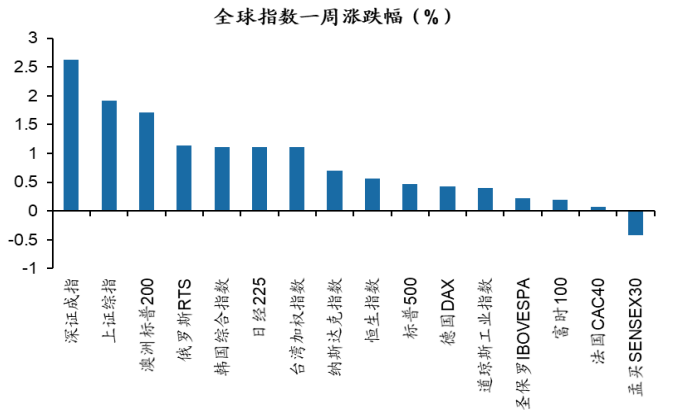
2.1 市场概览与情绪跟踪

图10：全球大类资产一周涨跌幅



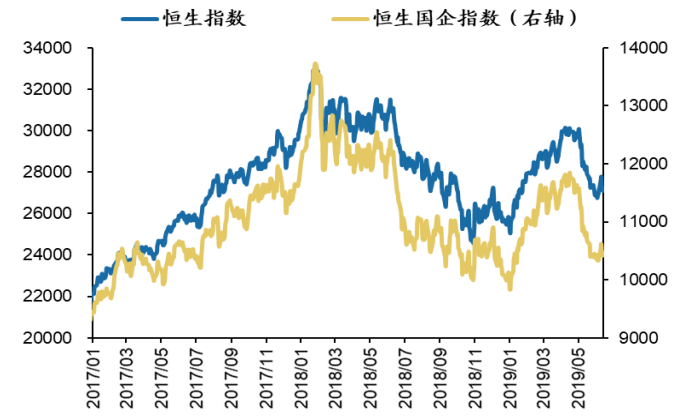
数据来源：Bloomberg，Wind，广发证券发展研究中心

图11：全球股市一周涨跌幅



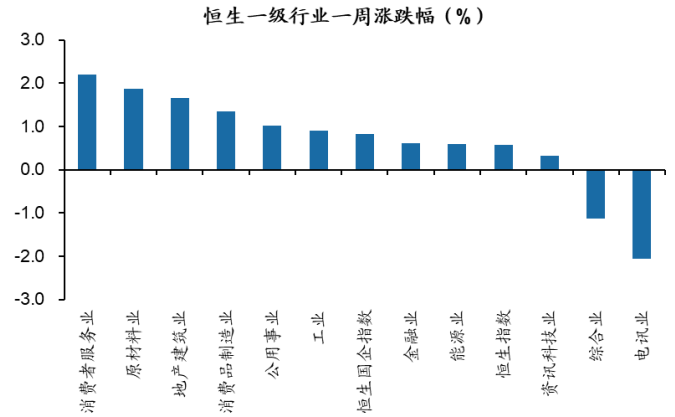
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图12：恒生指数与恒生国企指数走势



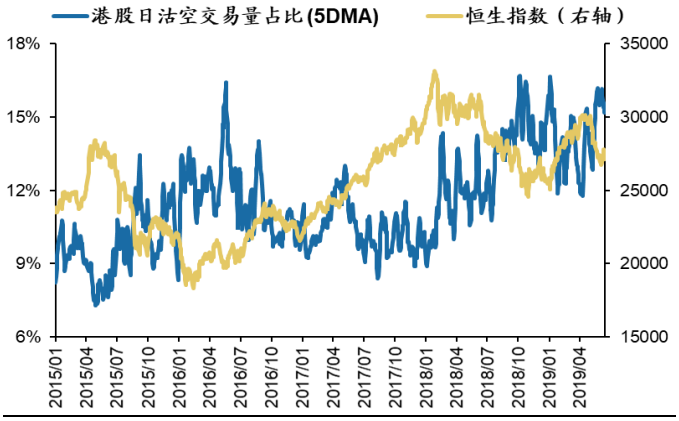
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图13：恒生一级行业一周涨跌幅



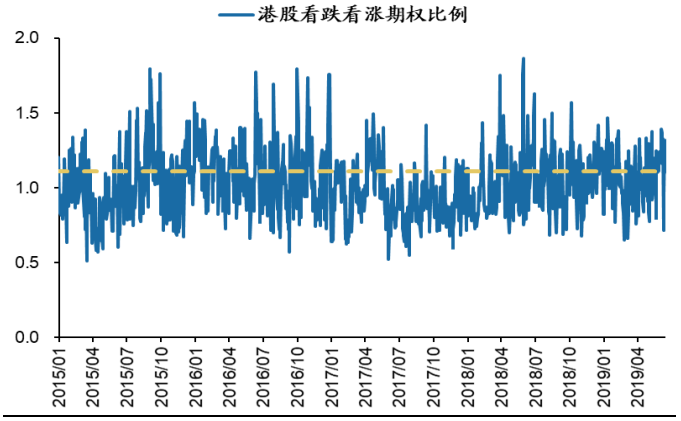
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图14：港股主板沽空比例变化



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

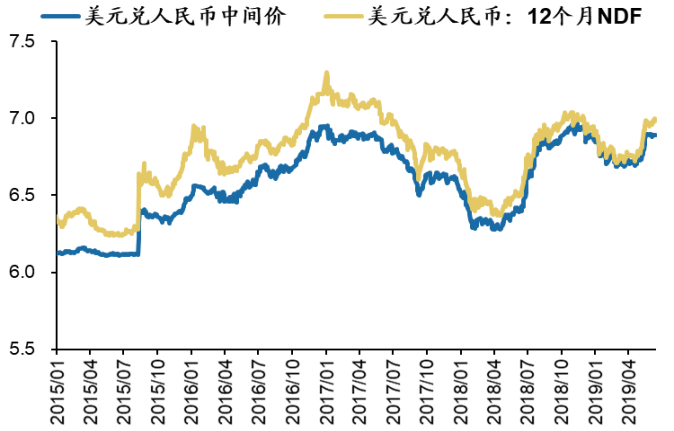
图15：港股看跌看涨期权比例



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

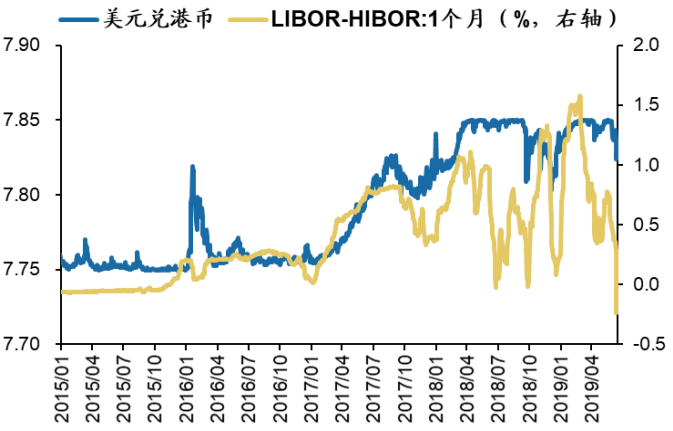
2.2 宏观流动性与估值跟踪

图16：近期人民币对美元汇率走势



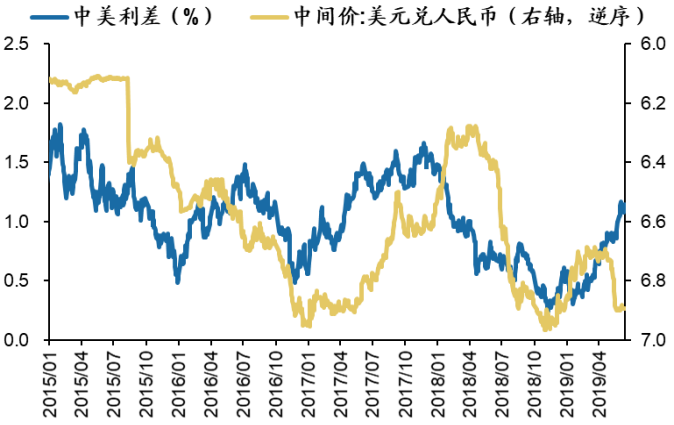
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图17：美港利差与港元对美元汇率走势



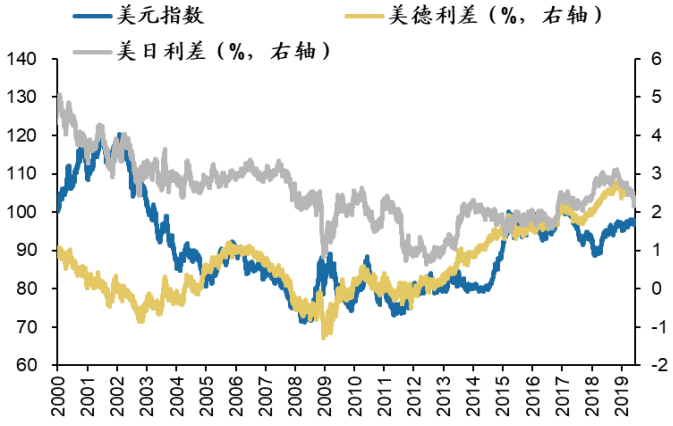
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图18：中美利差与人民币汇率走势



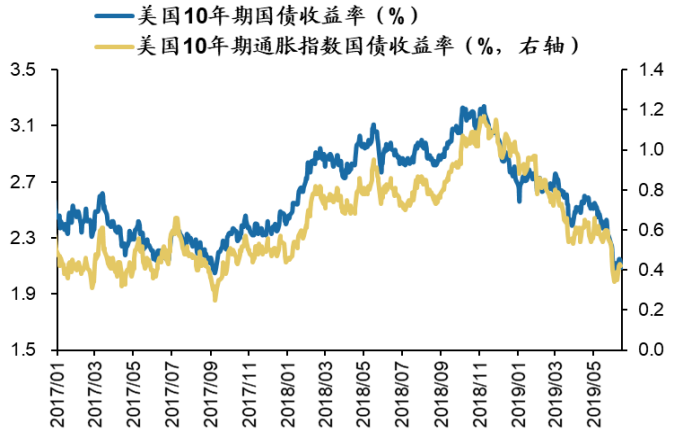
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图19：美德利差、美日利差与美元指数



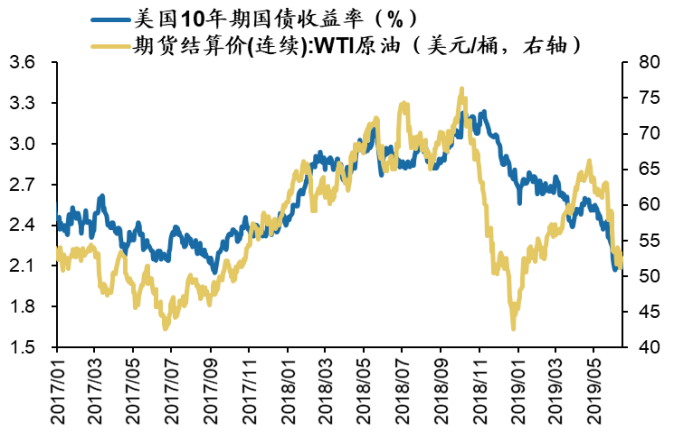
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图20：美国通胀预期与美债收益率走势



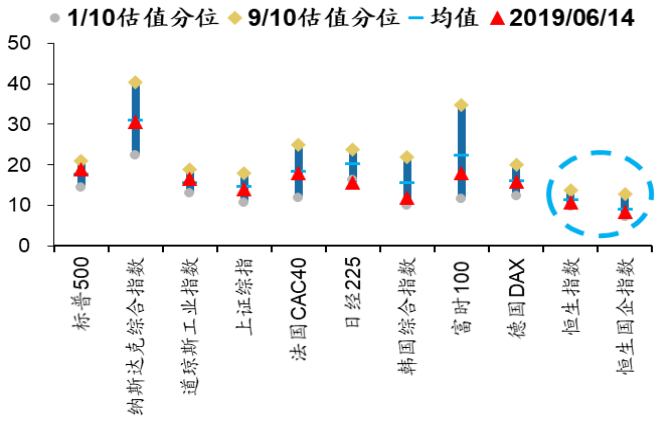
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图21：原油价格与美债收益率走势



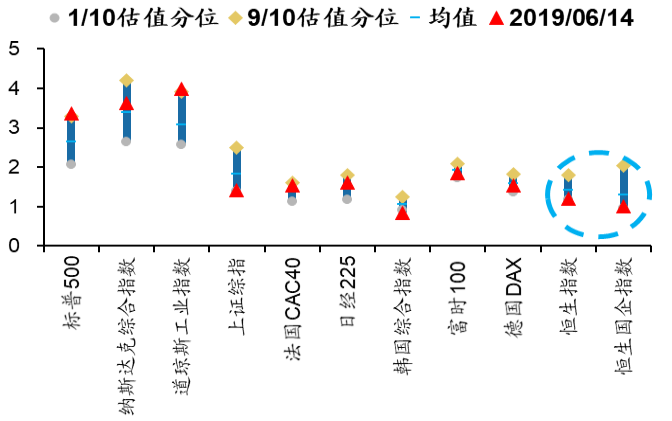
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图22：全球主要股市最新PE分位情况



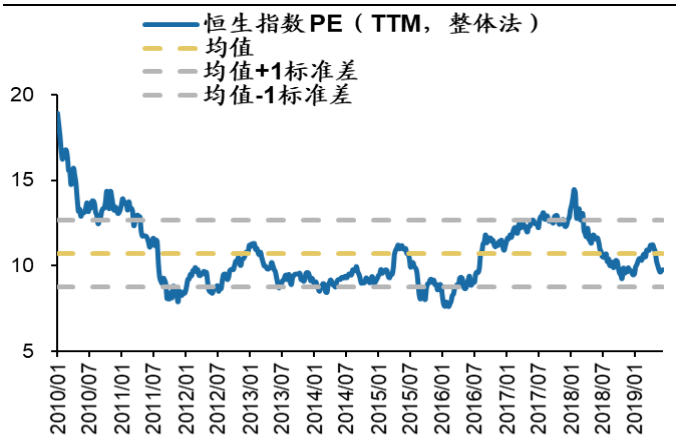
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图23：全球主要股市最新PB分位情况



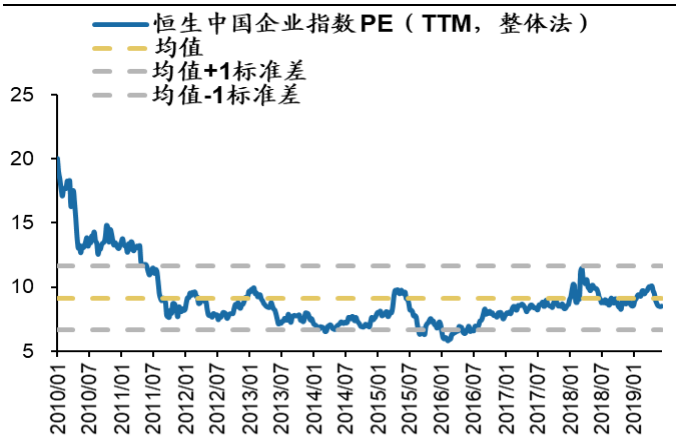
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图24：恒生指数最新PE估值



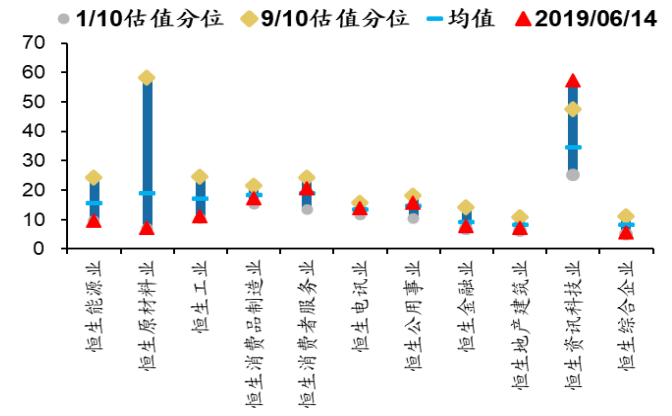
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图25：恒生国企指数最新PE估值



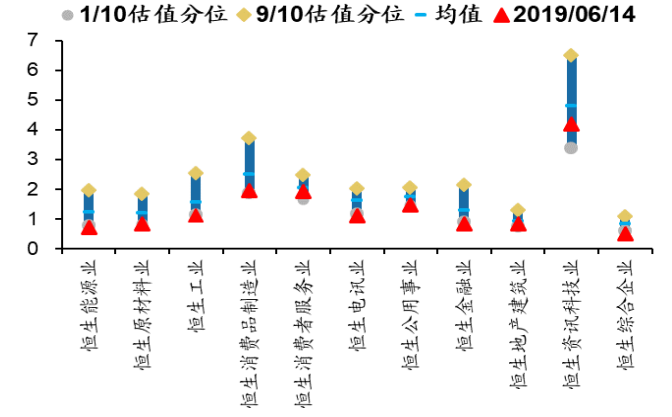
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图26：恒生一级行业指数最新PE分位情况



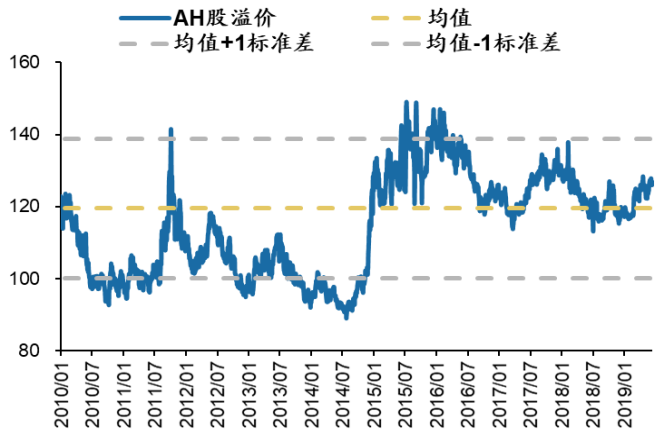
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图27：恒生一级行业指数最新PB估值分位情况



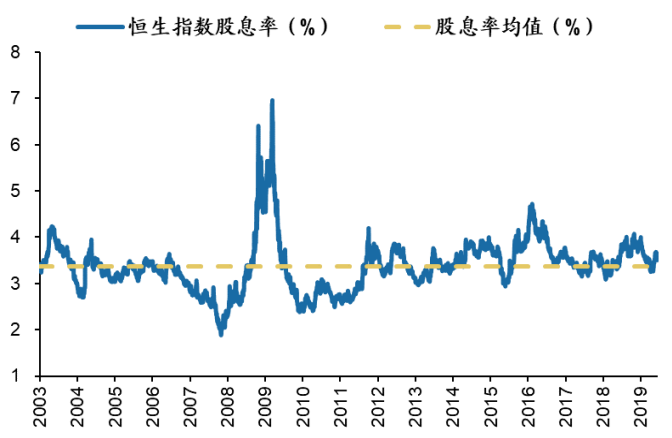
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图28：AH溢价指数



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

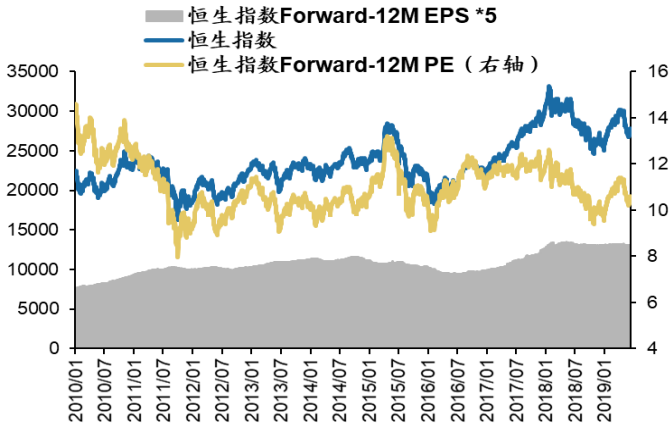
图29：恒生指数股息收益率变化



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

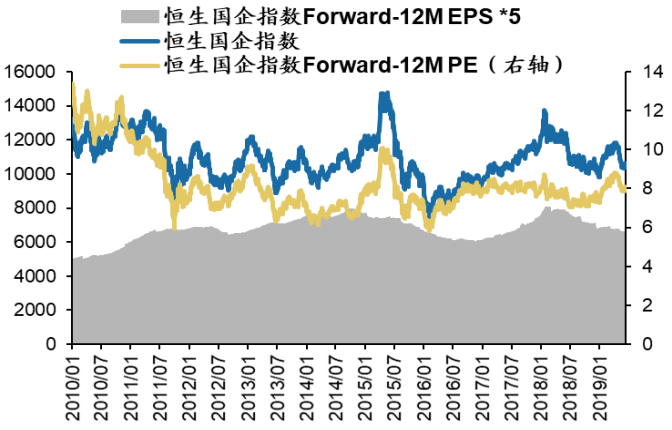
2.3 一致预期 EPS 跟踪

图30：恒生指数12M Forward PE/EPS



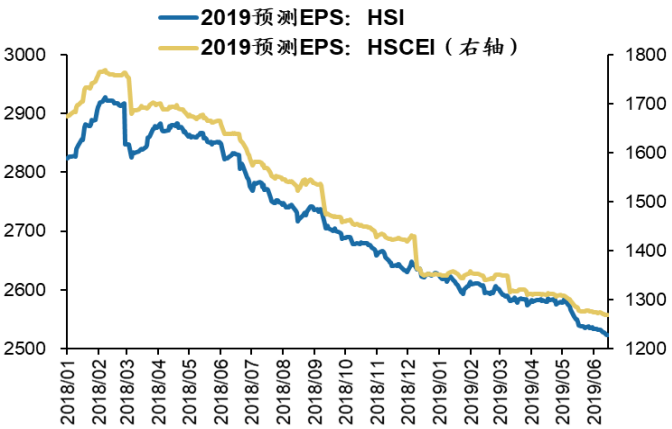
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图31：恒生国企指数12M Forward PE/EPS



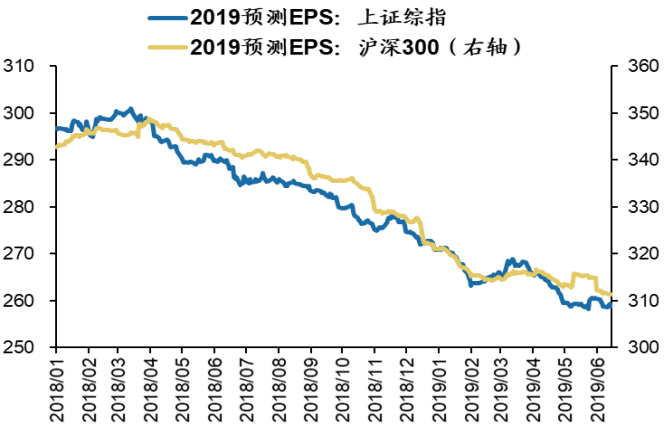
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图32：18年以来，恒指、国企指数EPS一致预期



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图33：18年以来，沪指、沪深300 EPS一致预期



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图34：历年恒生指数EPS增速一致预期

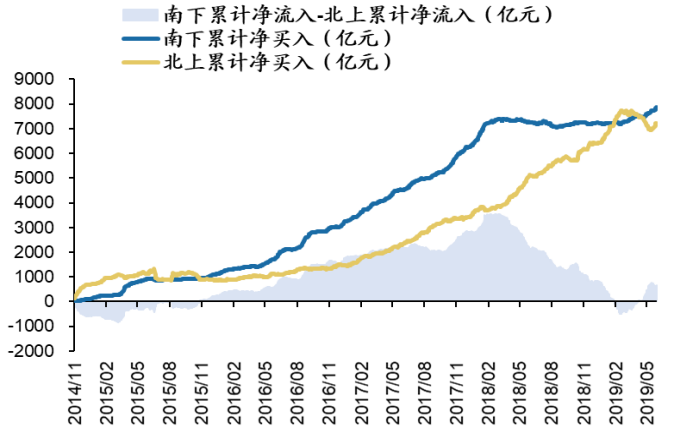
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图35：历年上证综指EPS增速一致预期

数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

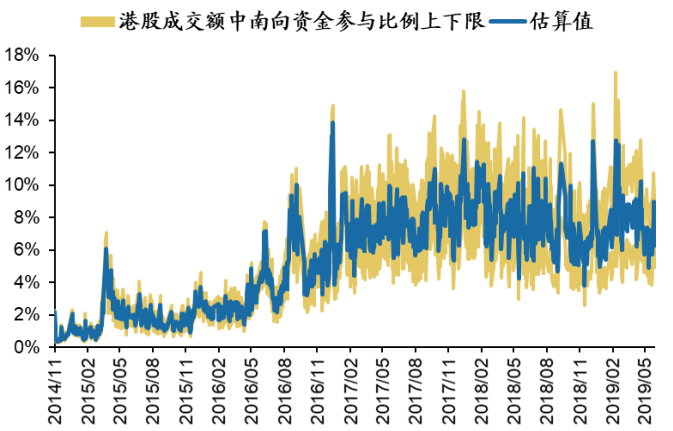
2.4 南下北上资金跟踪

图36：南下北上资金净买入（单位亿RMB，下同）



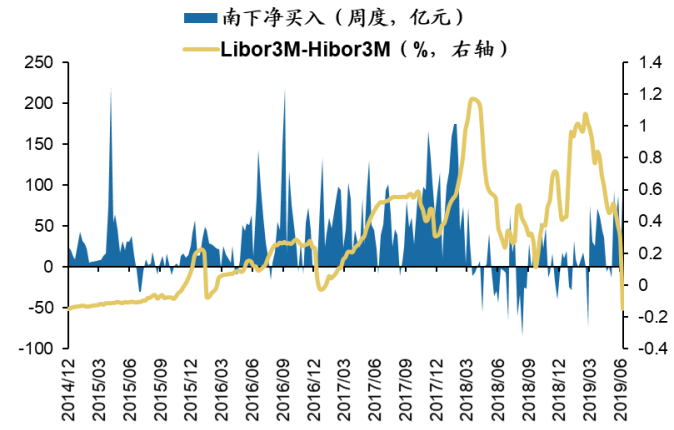
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图37：港股通成交占总成交比例变化



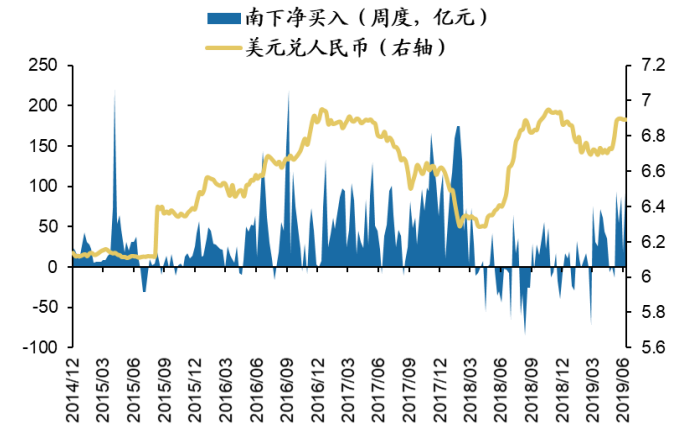
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图38：南下资金净买入与美港利差



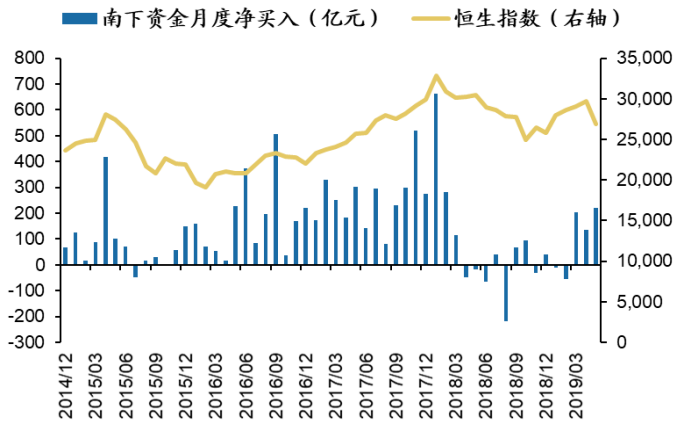
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图39：南下资金净买入与人民币汇率



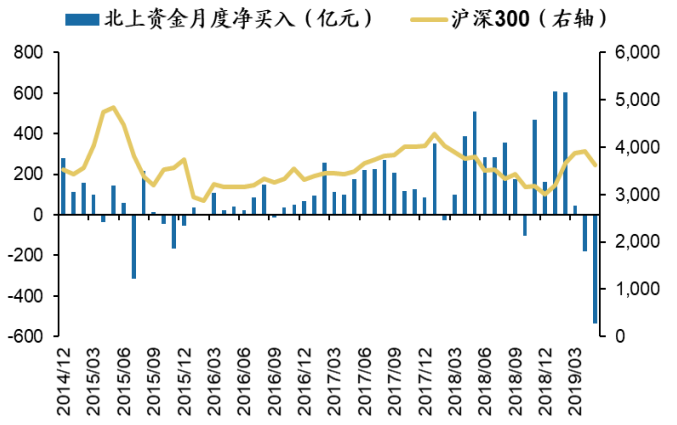
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图40：南下资金月度净买入金额及恒生指数



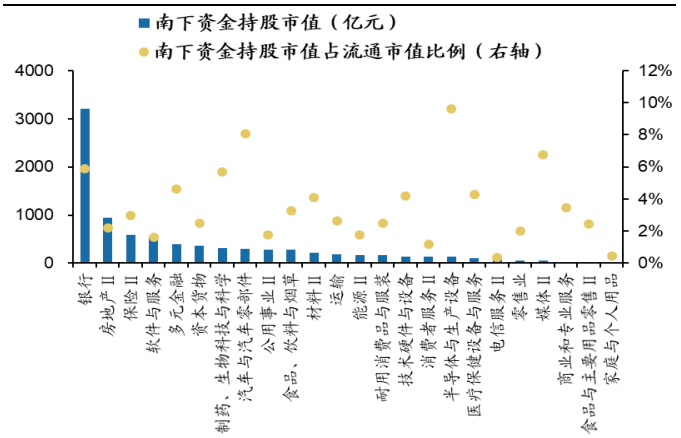
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图41：北上资金月度净买入金额及沪深300



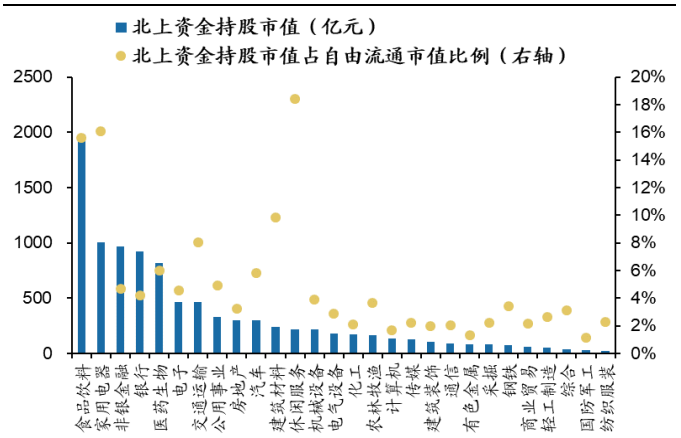
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图42：南下资金持股市值及占流通市值比例



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图43：北上资金持股市值及占流通市值比例



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

风险提示

美元指数、美债收益率大幅上行的风险

国内信用政策持续收紧的风险

经济和上市公司盈利不达预期的风险

中美贸易格局继续恶化的风险

广发海外研究小组

欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014 年新财富批发零售行业第三名,第二名,第二名和第三名，2015 年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017 年新财富最佳海外研究（团队）第五名。

廖　凌：海外策略首席分析师，2016 年新财富策略研究领域第 4 名，2017 年新财富策略研究领域入围。6 年策略及中小市值研究经验。

张静静：广发证券海外宏观首席分析师。南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。

蒲得宇：海外电子首席分析师，2015-2017 年 Asiamoney 最佳台湾硬体分析师，CFA。

胡翔宇：博彩旅游行业首席分析师，2014 及 2015 年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018 年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。

韩　玲：海外公用事业和新能源首席分析师，获 2010-2014 年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获 2015-2017 年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。

杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012~2014 年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第 3 名（团队）、第 4 名（团队）、第 2 名（团队）。

刘芷君：海外机械资深分析师，七年机械行业研究经验，2013 年加入广发证券发展研究中心。2017 年新财富最佳机械分析团队第三名、2016 年新财富机械分析团队第二名。

邓崇静：海外汽车行业高级分析师，2017 年《亚洲货币》（Asiamoney）香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016 年《亚洲货币》（Asiamoney）中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。

刘　峤：海外必须消费品高级分析师，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017 年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016 年进入广发证券发展研究中心。

陈蒋辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士， 2017 年加入广发证券。

周绮恩：海外电子行业分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4 年台湾 TMT 行业研究及投资银行经验，2018 年加入广发证券。

张晓飞：海外电子行业研究助理，统计学硕士，2017 年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016 年进入广发证券发展研究中心。

陈佳妮：海外博彩休闲行业研究助理，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017 年进入广发证券发展研究中心。

罗　捷：海外必须消费品研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

朱国源：海外策略组研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入:　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有:　预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。

卖出:　预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入:　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持:　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有:　预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。

卖出:　预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。