

增长回归趋势，成长有望胜出

2021 下半年 A 股市场展望

市场对全球经济复苏的预期日趋一致，美债收益率在经历了一季度的飙升之后逐渐企稳，经济复苏进入实质阶段的海外股市表现出对盈利恢复的乐观展望。中国市场仍得到海外资金的青睐，上半年北上资金累计净流入超千亿元。在经历了一季度的大起大落之后，A 股市场热度逐渐回暖，二季度价值股与成长股的表现回归均衡。

各国间不均衡的经济复苏步调放大，海外经济加速期对部分偏外需的周期行业有利。但美国的经济、就业和通胀预期也加大了美联储政策的复杂性，增加了下半年的变数。面对国内报复性消费退潮、商品出口降速、大宗商品涨价和地产限制政策等因素的影响，中国国内经济增长逐渐趋向长期趋势，经济增速的放缓意味着内需对周期行业的拉动力度减弱。同时在货币政策正常化的背景下，经济下行风险累加、保供稳价压力、碳中和政策以及国内信用风险等均加大了政策求稳的难度。

在经济增速回落和货币政策回归常态的背景之下，我们认为下半年 A 股市场估值难有提升空间，超额收益将主要来自基本面业绩增长的贡献。诚然，板块间的估值差距依然悬殊，但这更多是反映中长期的转型预期。我们分别上调 2021 年、下调 2022 年沪深 300 盈利增速预测至 17.9% 和 7.9%，对应 2021 年末沪深 300 指数点位 5500，存在约 5.3% 的上行空间。我们认为，短期来看超额收益空间正在收窄，下半年关注行业性价比、注重防御性是更有利的配置思路。中长期来看，建议关注老龄化趋势下消费、医药和科技行业的高成长机会（参见报告《中日人口结构的四点差异》，2021 年 6 月 10 日）。

证券研究报告

2021 年 07 月 05 日

分析师

策略研究团队

宋劲

jin.song@nomuraai-sec.com

SAC 执业编号：S1720519120002

增长回归趋势，成长有望胜出

2021 年下半年 A 股市场展望

证券研究报告

2021 年 07 月 05 日

分析师

策略研究团队

宋劲

jin.song@nomuraai-sec.com

SAC 执业编号: S1720519120002

■ **上半年市场回顾：徘徊在成长和价值之间的全球股市。** 二季度的 A 股市场“休养生息”之下，成长与价值、周期与防御等不同风格之间的表现更加均衡。与今年一季度时周期行业独占鳌头所不同的是，海外经济复苏在二季度从预期变为现实，且中国的经济增速回归中长期趋势也得到了基本面的确认。市场在修复了一季度的大起大落后表现平稳，期间各类新旧主题此起彼伏，各类题材和市场风格争舟，驱动市场风格在成长和价值间反复徘徊。

■ **国内外宏观经济：全球复苏错位，国内回归长期趋势。** 除经济已基本实现疫后复苏的中国外，海外国家的疫苗接种程度、经济复苏进度和经济增长速度参差不齐。与此同时，愈演愈烈的通胀压力开始更加受到各国央行的关注，美国经济的强劲表现也使得美联储的货币政策决议变得更加复杂。我们认为中国经济将面临更大的下行压力。虽然野村证券中国宏观团队仍维持中国实际 GDP 全年增长 8.9% 的预测不变，但认为下半年经济或面临更大的下行风险。在我们看来，政策求“稳”的难度可能会加大。在当前货币政策正常化的背景下，中国央行的货币政策的调整空间受限，预计大宗商品价格、国内债务风险等都将作为货币政策关注的重点。

■ **下半年市场展望：维持 2021 年末沪深 300 指数达 5500 点的目标，上行空间 5.3%。** 结合今年宏观经济的几点特征（PPI 高通胀率、国内经济步入疫后复苏的后期、海外复苏不趋同等）以及上半年国内上市公司盈利的特征（非金融净利率修复、上游资源品提价、金融业表现整体弱于预期等），我们分别上调 2021 年、下调 2022 年沪深 300 净利润增速预期至 17.9%/7.9%（此前的净利润增速预测为 16.8% 和 10.1%）。结合我们对年末动态及静态 PE 合理区间的判断，我们给予沪深 300 指数 2021 年末 13.3 倍的静态 PE 目标（当前为 14.6 倍，过去五年均值 13 倍），对应年末指数点位 5500 点，存在 5.3% 的上行空间。主要的上行风险为：大宗商品涨价超预期、美联储货币政策宽松期延长、国内经济好于预期以及居民入市偏好提升。主要下行风险为：美联储提前收回宽松政策、国内需求下行幅度超预期、国内信用风险和地缘政治风险。

■ **投资建议：短期的风格徘徊与中长期的成长。** 当前 A 股整体估值在历史均值附近，行业间的分化虽再度加剧，但这更多反映的是中长期的行业增长预期，A 股整体并未进入泡沫化阶段。反观海外，在美联储货币政策日趋复杂化、全球经济复苏逐渐拉开差距的影响下，全球股市的风格偏好很难出现类似去年疫情期间以及今年一季度的高一致性，风格的徘徊期使得短期押注成长或价值、周期或防御的超额收益在减少。我们认为下半年关注行业性价比和注重防御性是更有利的配置思路，其中关注建筑装饰、机械设备、通信和公用事业的性价比，以及房地产板块的估值防御性。中长期来看，我们认为基于国内人口结构变化带来的投资机会确定性和空间最大，建议投资者对此相关的消费、医药及科技行业进行持续的跟踪和挖掘。

正文目录

上半年回顾：全球股市徘徊在成长和价值之间.....	5
全球复苏错位，国内回归长期趋势.....	8
全球宏观政策进入下半场.....	13
下半年展望：维持 2021 年末沪深 300 指数达 5500 点目标.....	17
投资机会：短期的风格徘徊与中长期的成长胜出.....	22

图表目录

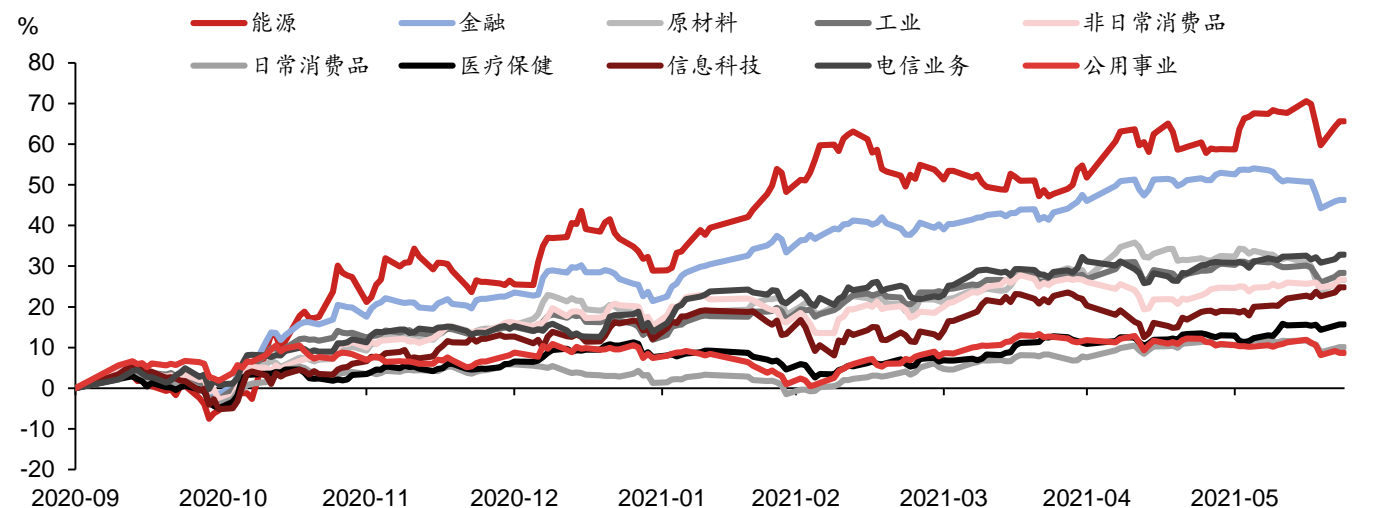
图表 1: MSCI 发达国家一级行业指数 2020 年四季度至今的累计涨跌幅.....	5
图表 2: 标普 500 指数 GICS 行业季度表现（按二季度涨幅排序）.....	6
图表 3: 标普 500 指数 GICS 行业季度表现（按一季度涨幅排序）.....	6
图表 4: 沪深 300 指数 GICS 行业季度表现（按二季度涨幅排序）.....	6
图表 5: 沪深 300 指数 GICS 行业季度表现（按一季度涨幅排序）.....	6
图表 6: A 股市场成交额.....	7
图表 7: 陆股通及融资余额.....	7
图表 8: 公募基金份额.....	7
图表 9: 全球新冠疫苗每百人接种量.....	8
图表 10: 美国 PMI.....	8
图表 11: 欧元区 PMI.....	8
图表 12: 日本 PMI.....	9
图表 13: 除中国外主要新兴市场国家 PMI.....	9
图表 14: 对中国宏观经济的预测.....	9
图表 15: 中国进出口金额累计同比增速.....	10
图表 16: 中国分国别出口金额累计同比增速.....	10
图表 17: 固定资产投资增速.....	10
图表 18: 房地产销售及开发增速.....	10
图表 19: 社会消费品零售总额增速.....	11
图表 20: 城乡消费增速.....	11
图表 21: 商品及餐饮消费增速.....	11
图表 22: 分品类限额以上消费增速.....	11
图表 23: 工业增加值增速.....	12
图表 24: 制造业工业增加值增速.....	12
图表 25: 原油及大豆价格.....	13
图表 26: 铁矿石及螺纹价格.....	13
图表 27: 铜期货价格.....	13
图表 28: 铝期货价格.....	13
图表 29: 美国 CPI.....	14
图表 30: 日本及欧元区 CPI.....	14
图表 31: 3 月 FOMC 联邦基金基准利率预测点阵图.....	14
图表 32: 6 月 FOMC 联邦基金基准利率预测点阵图.....	14
图表 33: 北美钻机数量与 NYMEX 原油期货价格.....	15
图表 34: 美国陆地钻机数量和 WTI 原油现货价.....	15
图表 35: 国内债券违约金额.....	15
图表 36: 国内分地区债券余额违约率.....	15
图表 37: 货币供应量.....	16
图表 38: 十年期国债利率.....	16
图表 39: 申万一级行业净利润增速.....	18

图表 40: 我们对沪深 300 净利润增速的预测.....	19
图表 41: 我们对沪深 300 非金融行业净利润增速的预测.....	19
图表 42: 沪深 300 静态 PE.....	19
图表 43: 沪深 300 动态 PE.....	19
图表 44: 申万一级行业“成长/消费/新趋势”与“价值/金融/资源品”行业相对 PB 倍数	20
图表 45: 沪深 300E/P 与十年期国债到期收益率之差.....	20
图表 46: 盈利预测及上下行风险.....	21
图表 47: 申万一级行业基本面与估值对比表	23

上半年回顾：全球股市徘徊在成长和价值之间

自 2020 年 11 月拜登胜选美国总统大选后，在疫苗接种推进顺利及美国宏伟基建计划的刺激下，周期行业开始在海外股市初露峥嵘，发达国家能源及金融行业股价的大幅上涨体现了全球市场对通胀和利率上行的强烈的一致预期。时至今日，在 6 月 FOMC 会议之后，市场对美国经济复苏的预期日趋一致，但逐渐展露出更多对当前宽松货币政策终点的担忧；同时，欧洲及日本经济复苏力度较弱，部分发展中国家仍深陷疫情困扰，其中如中国台湾及韩国等去年经济表现亮眼的经济体也难独善其身。整体来看，海外经济体的复苏态势各异。

图表 1：MSCI 发达国家一级行业指数 2020 年四季度至今的累计涨跌幅

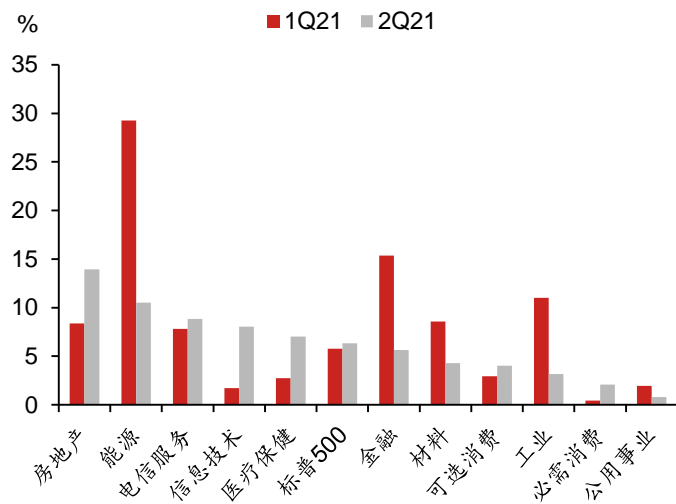


资料来源：Wind、野村东方国际证券

与此同时，二季度的全球股票市场摆脱了之前两个季度的高一致性，即周期股持续跑赢成长风格。不论标普 500、亦或沪深 300 指数，代表成长行业的 IT 和医疗等板块在二季度的表现都好于综合股指，同时周期板块出现较为明显的分化。对于 A 股市场而言，伴随国内政策侧重保供稳价，并且内需增速逐渐下滑，偏重外需的周期行业录得了更良好的表现。

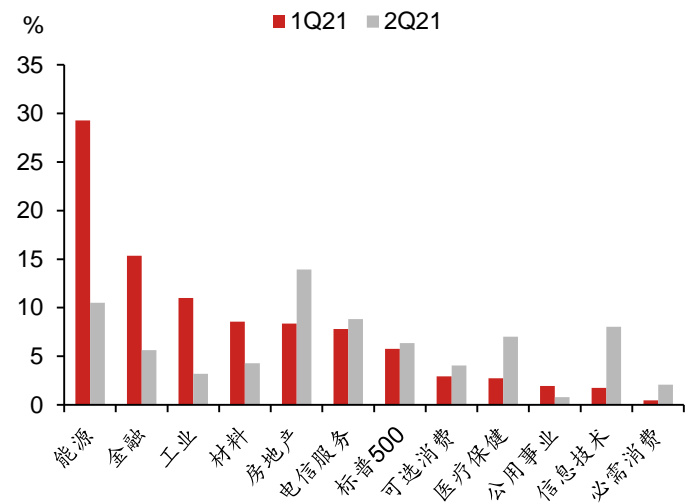
在 10 个 GICS 行业中，二季度跑赢沪深 300 指数的数量从一季度的 5 个增加到了 7 个，其中信息技术和医药领涨，反映出市场在经历前期下跌后的逐步修复。风险偏好得到修复的同时，基本面在经历过去四个季度的复苏后趋向常态化增长趋势，使得成长与价值、周期与防御的市场风格在二季度回归均衡。

图表 2：标普 500 指数 GICS 行业季度表现（按二季度涨幅排序）



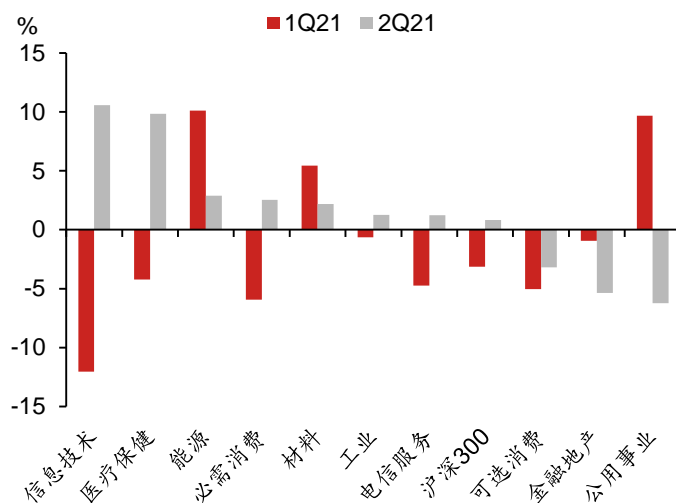
资料来源：Bloomberg、野村东方国际证券

图表 3：标普 500 指数 GICS 行业季度表现（按一季度涨幅排序）



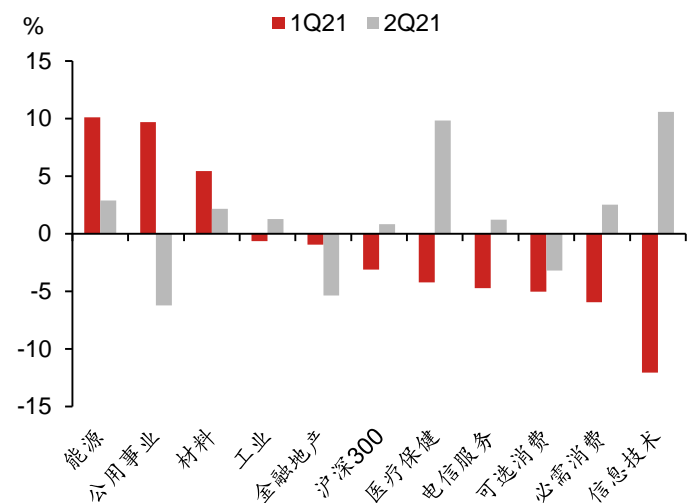
资料来源：Bloomberg、野村东方国际证券

图表 4：沪深 300 指数 GICS 行业季度表现（按二季度涨幅排序）



资料来源：Wind、野村东方国际证券

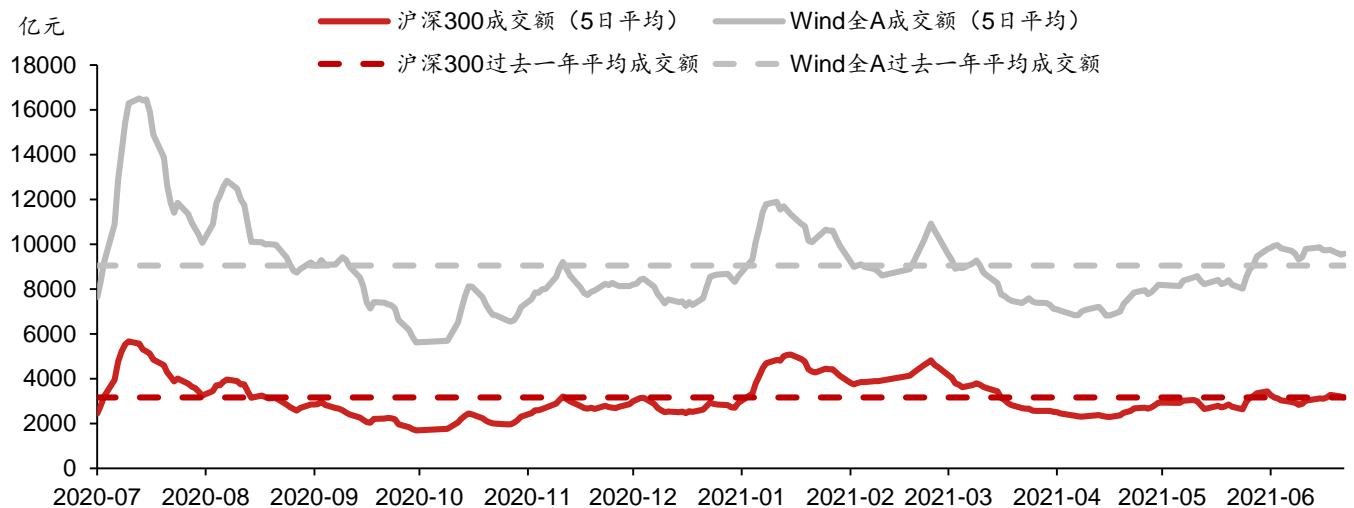
图表 5：沪深 300 指数 GICS 行业季度表现（按一季度涨幅排序）



资料来源：Wind、野村东方国际证券

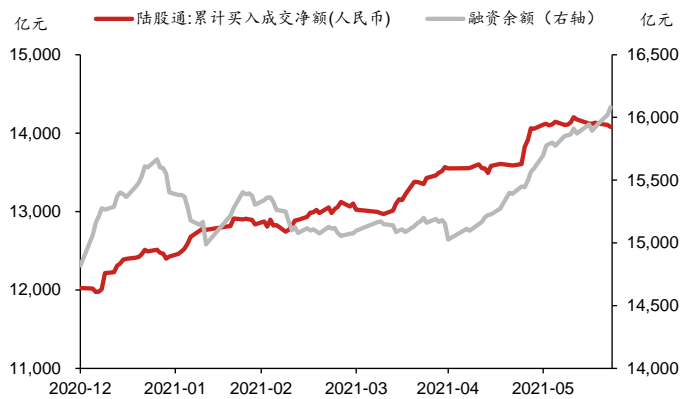
在经历上半年的波折后，两市的日均成交额恢复至过去一年的平均水平。在全市场“休养生息”的进程中，二季度融资余额和北上资金分别累计增加 1237.7 亿及 1184.4 亿元，较一季度环比增加 907.5 亿和 238.8 亿元。混合型和股票型公募基金份额累计增加 3017.8 亿份，较一季度大幅减少了 5338.2 亿份。一季度市场的大幅波动影响了居民入市的偏好，作为市场表现的滞后指标，在市场整体企稳的二季度，公募基金发行进度出现了较明显的放缓。

图表 6: A 股市场成交额



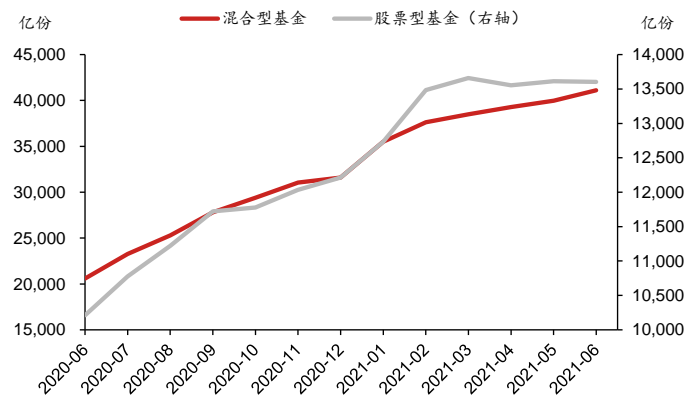
资料来源: Wind、野村东方国际证券

图表 7: 陆股通及融资余额



资料来源: 野村东方国际证券

图表 8: 公募基金份额



资料来源: Wind、野村东方国际证券

与今年一季度时周期行业独占鳌头所不同的是,海外的经济复苏在二季度从预期变为现实,且中国的经济增速回归中长期中枢越发得到基本面的确认。市场在修复一季度的大起大落后表现较为平稳,期间各类市场风格此起彼伏,驱动市场风格在成长和价值间反复徘徊。

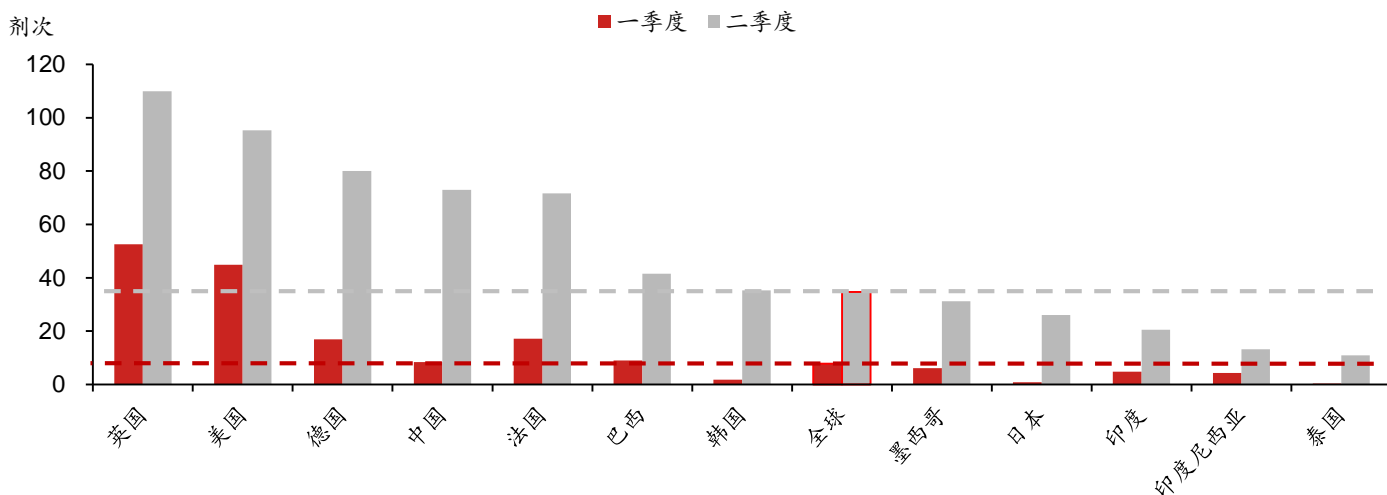
展望下半年,海外的复苏差异预计将进一步拉大,海外的货币政策宽松“盛宴”迫近尾声,同时国内经济的基本面特征与疫情前更加相似。正常化下的政策意味着估值上行空间整体受限,超额收益将更多来自经济结构转型下的基本面业绩增长。但 A 股市场或将伴随国内货币政策防范化解金融风险、保供稳价和碳中和等政策的方向不断小幅微调,创造出更多波段交易机会。

全球复苏错位，国内回归长期趋势

全球复苏错位，美国一枝独秀

二季度全球新冠疫苗接种均出现了大幅增长，虽然日本等国家的接种量仍不及预期，但英国和美国的接种已分别突破/逼近每人一针剂。即使考虑到变种毒株的肆虐，发达国家快速的疫苗接种仍为经济复苏奠定了基础。反观多数发展中国家，疫情仍是阻碍其经济复苏的最大不确定因素。

图表 9：全球新冠疫苗每百人接种量

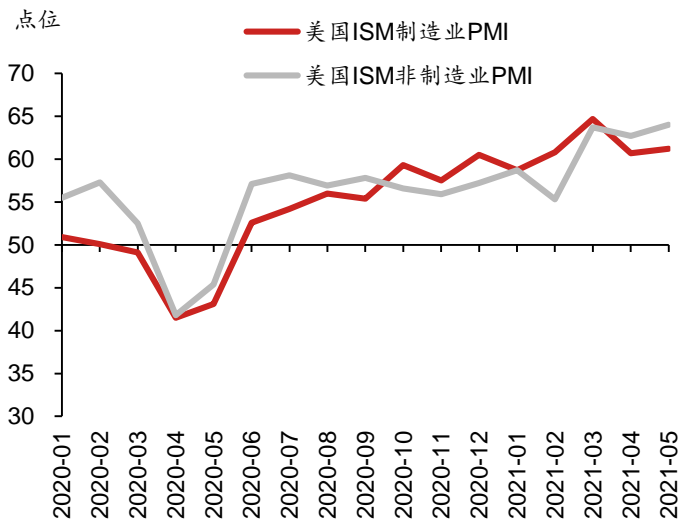


资料来源：Wind、野村东方国际证券

疫苗接种进度的差距在一定程度上导致了全球经济的不均衡复苏。除经济已基本实现疫后复苏的中国外，海外国家的经济复苏进度和增长速度参差不齐。美国、英国和法国均有望在今年实现更强劲的经济复苏，但日本等国家以及欧盟整体的复苏或将较为疲软。

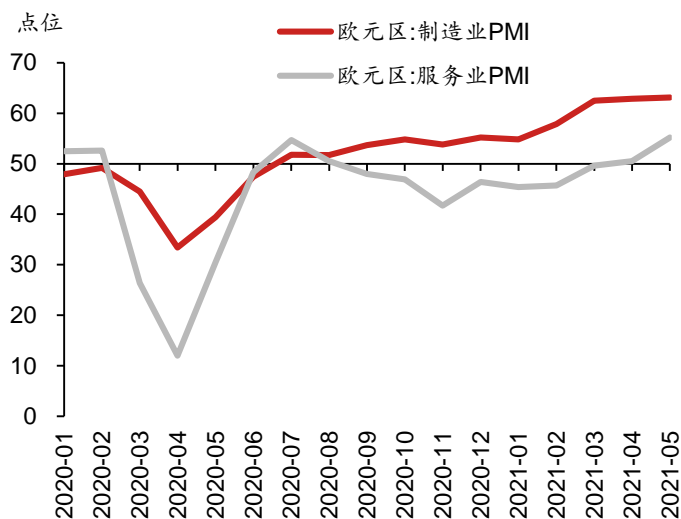
从 PMI 数据看，各国的复苏速度差异在二季度持续扩大。其中美国经济表现最为强劲，自去年下半年至今持续高速扩张，且随着疫苗接种的推进，美国的服务业复苏速度不断提速。在疫苗接种率提升的背景之下，欧元区服务业 PMI 也于今年二季度开始有所起色。反观日本，其经济复苏进度较慢。

图表 10：美国 PMI



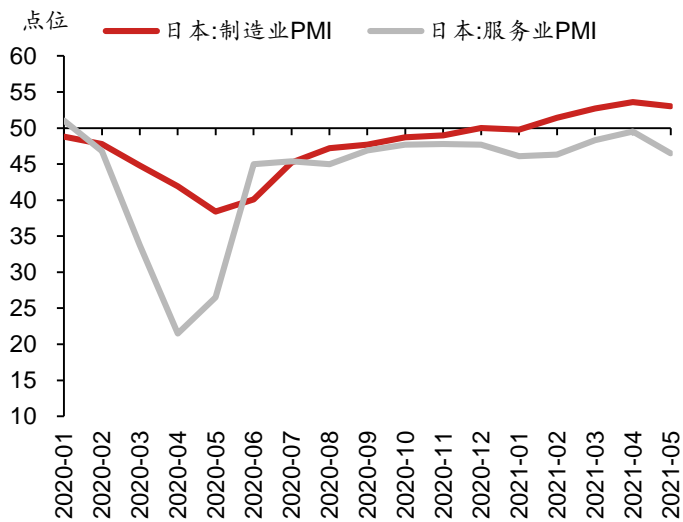
资料来源：Wind、野村东方国际证券

图表 11：欧元区 PMI



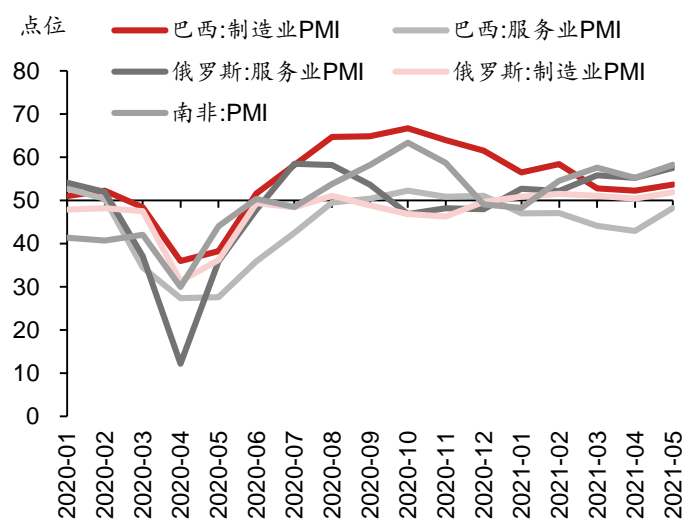
资料来源：Wind、野村东方国际证券

图表 12: 日本 PMI



资料来源: Wind、野村东方国际证券

图表 13: 除中国外主要新兴市场国家 PMI



资料来源: Wind、野村东方国际证券

中国经济回归中长期趋势，经济增速预计将持续趋缓

据野村证券中国宏观团队的预测，下半年中国经济面临的下行压力将加大，尤其是在四季度。预计实际需求的减弱主要源于：1) 被疫情抑制的需求释放后逐渐消退（尤其是服务业及线下社交类消费）；2) 发达国家商品需求增速下滑而带来的出口疲软；3) 国内对房地产的一系列紧缩措施的影响逐渐显露，影响地产投资及地产链消费的表现；4) 上半年原材料价格的大幅上涨对下游需求的抑制。

（详见报告《下半年宏观经济前瞻：阻力、挑战及应对之策》，2021 年 6 月 4 日）

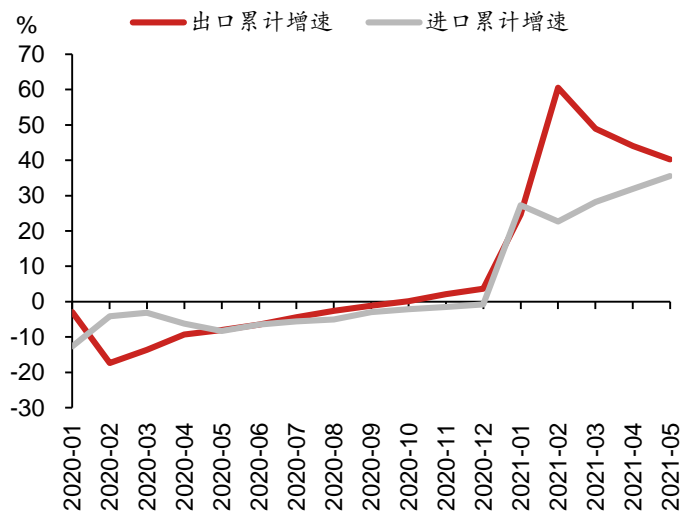
图表 14: 对中国宏观经济的预测

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2020	2021	2022
实际 GDP (环比增速)	0.6	2.0	1.3	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2			
实际 GDP (同比增速)	18.3	8.1	6.4	5.3	6.0	5.2	5.1	4.9	2.3	8.9	5.3
CPI	0.0	1.3	1.7	2.8	2.3	2.4	2.0	1.8	2.5	1.5	2.1
核心 CPI	0.0	1.0	1.2	1.7	1.7	1.5	1.4	1.4	0.8	1.0	1.5
PPI	0.0	1.0	1.2	1.7	1.7	1.5	1.4	1.4	0.8	1.0	1.5
零售销售额	33.9	14.3	9.2	6.4	8.8	6.9	5.9	4.9	-3.9	14.5	6.5
固定资产投资	25.6	13.0	10.1	8.5	5.1	5.1	5.2	5.2	2.9	8.5	5.2
工业增加值	24.5	8.5	6.0	4.5	4.4	5.2	5.0	4.9	2.8	9.9	4.9
出口额	48.9	26.9	9.4	0.0	-2.2	1.7	8.0	8.7	3.6	18.0	4.2
进口额	28.2	38.7	21.1	25.0	13.9	12.0	14.2	9.2	-0.7	27.8	12.2
贸易余额 (十亿美元)	115.0	137.1	103.0	65.6	16.7	72.6	69.2	67.7	533.7	420.7	226.2
经常账户余额 (GDP 占比%)	2.0	2.0	1.0	0.2	-1.1	0.3	0.0	0.1	1.8	1.3	-0.2
人民币贷款余额	12.6	12.0	11.8	11.8	11.6	11.4	11.3	11.3	12.8	11.8	11.3
社会融资规模	12.3	11.1	11.0	11.0	10.8	10.6	10.5	10.5	13.3	11.0	10.5
货币供应量 (M2)	9.4	8.7	8.7	8.7	8.5	8.4	8.3	8.3	10.1	8.7	8.3
1 年期 MLF 利率 (%)	3.0	3.0	3.0	3.0	3.1	3.1	3.3	3.3	3.0	3.0	3.3
央行 7 天逆回购利率 (%)	2.2	2.2	2.2	2.2	2.3	2.3	2.5	2.5	2.2	2.2	2.5
大型银行存款准备金率 (%)	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5
汇率 (美元/人民币)	6.6	6.4	6.4	6.3	6.3	6.3	6.2	6.2	6.5	6.3	6.2

资料来源: Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

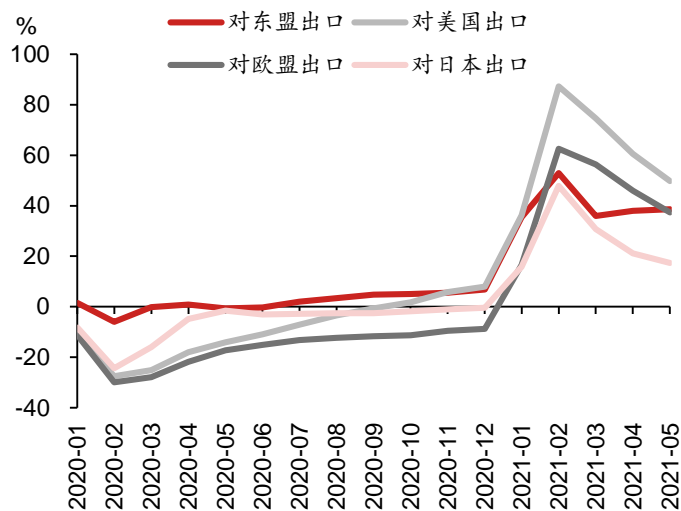
如前文所述，美国的经济复苏正从商品消费向服务消费复苏转变，结合去年下半年的高基数效应，其对商品的进口需求或将逐渐减弱。目前来看，除深陷疫情影响的东南亚等地区仍维持较高的对中国出口商品的需求外，美日欧等国对中国出口的拉动力度预计都将减弱。

图表 15：中国进出口金额累计同比增速



资料来源：Wind、野村东方国际证券

图表 16：中国分国别出口金额累计同比增速

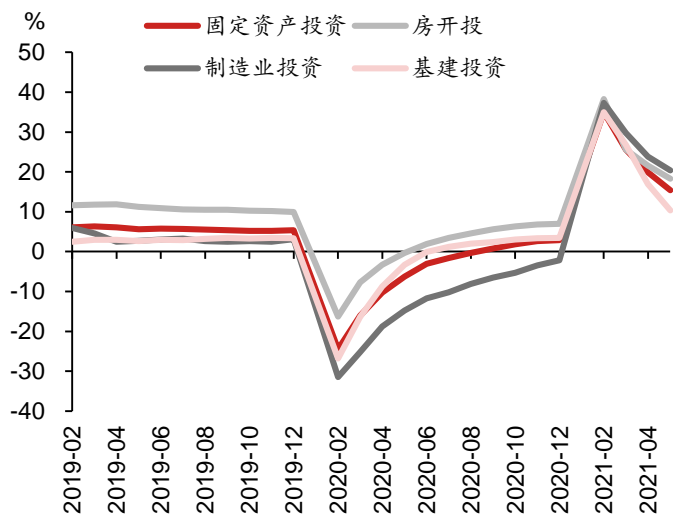


资料来源：Wind、野村东方国际证券

在中国，去年疫情后率先实现复苏的投资端目前已略显疲态。基建投资增速落后于固定资产投资整体，房地产开放投资增速也逐步回落。针对房地产企业的三道红线以及针对金融机构涉房的两道红线会影响房企的拿地及开发热情，预计其影响将在今年下半年逐渐显露，并进一步制约房地产投资增速。

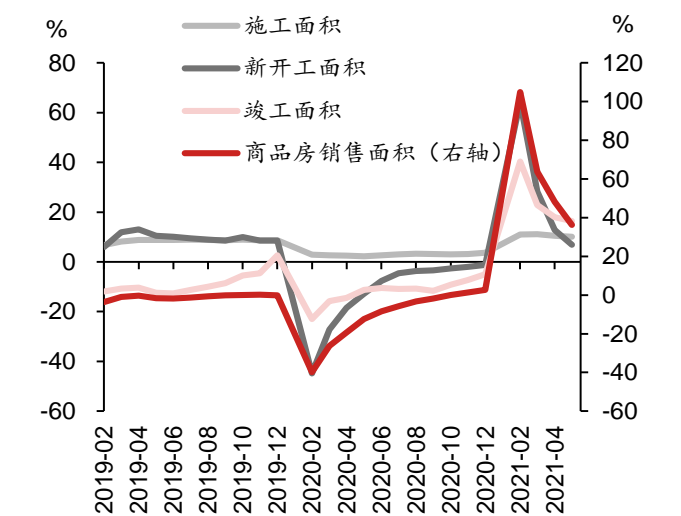
此外，内需的下滑将影响到周期板块的表现。考虑到目前铝、铜及黑色金属的下游需求仍以内需为主，国内投资增速的疲软显然将影响周期行业的业绩表现。考虑到上半年的涨价势头，预计资源品板块的上半年业绩有望实现大幅跃增，但若考虑到中央“保供稳价”的政策思路，以及近期一系列的调控和监管政策，预计周期板块的后续基本面驱动力可能将减弱。

图表 17：固定资产投资增速



资料来源：Wind、野村东方国际证券

图表 18：房地产销售及开发增速



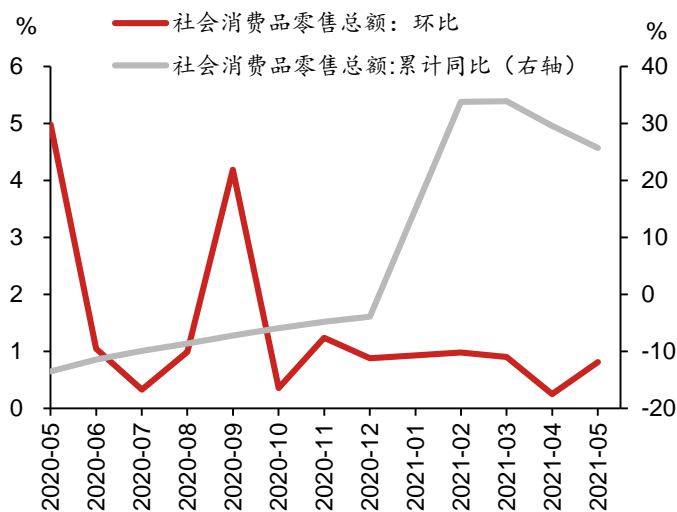
资料来源：Wind、野村东方国际证券

从国内消费数据来看，在疫情后受抑制需求得到释放的驱动下，二季度服

务消费（如餐饮）增速超过商品零售消费，同时城镇消费的复苏快过农村消费，一定程度上反映了上半年部分地区疫情防控趋严，部分外地务工群体留守就业所在地城镇的影响。广东、东北和江西等地区在上半年出现零星的疫情病例，这除了加速全国疫苗接种率之外，也影响了今年上半年受抑制需求的复苏。虽然社会消费品零售总额中的餐饮收入增速快过商品零售，但这更多体现的是去年超低基数的影响，疫情的反复使得线下社交及娱乐类消费的增速低于我们年初的预期。

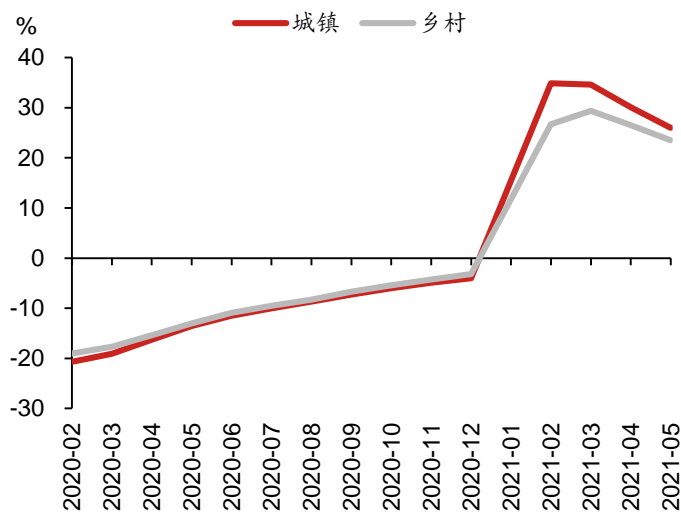
分品类来看，上半年可选消费的复苏力度显著强过必需消费，尤其是珠宝（奢侈品）和汽车等高单价消费品以及服饰类消费。药品和食品消费增速较低迷，主要因为去年受疫情冲击较小。地产链中的家电消费拖累整体消费增速，若考虑到中央对地产行业的调控举措，预计未来地产链消费的增长空间仍持续受限。

图表 19：社会消费品零售总额增速



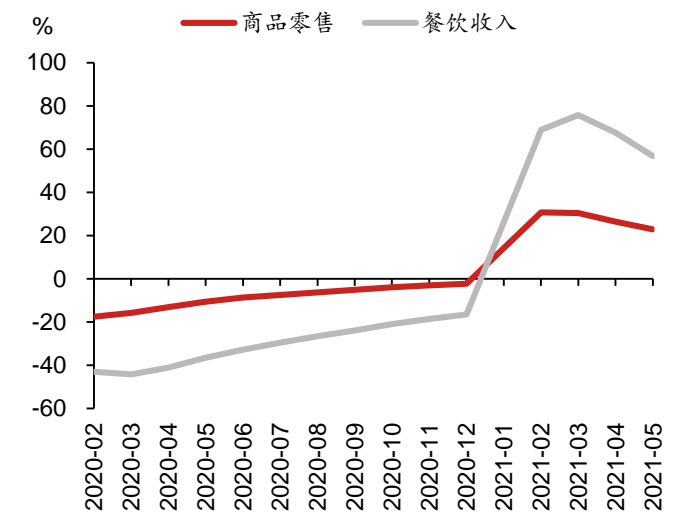
资料来源：Wind、野村东方国际证券

图表 20：城乡消费增速



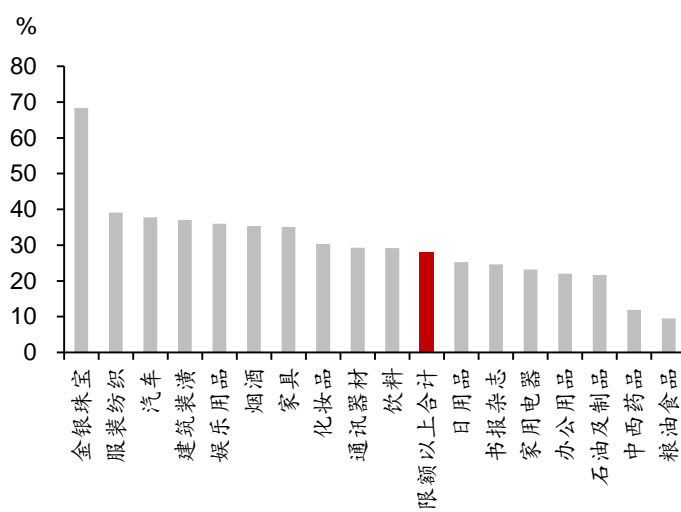
资料来源：Wind、野村东方国际证券

图表 21：商品及餐饮消费增速



资料来源：Wind、野村东方国际证券

图表 22：分品类限额以上消费增速

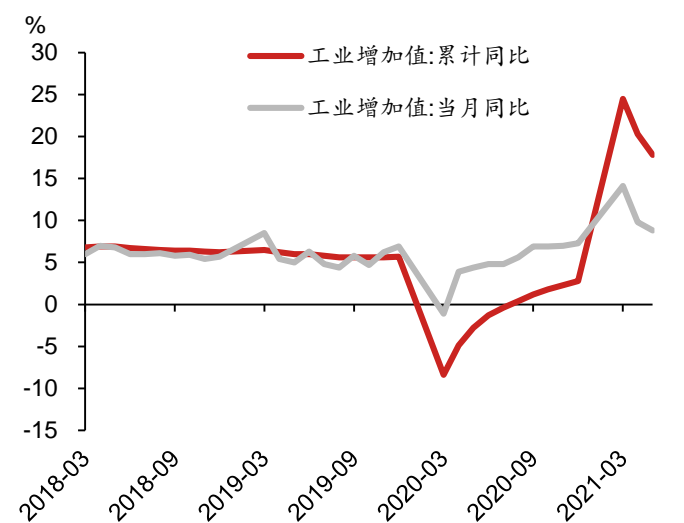


资料来源：Wind、野村东方国际证券

工业增加值增速回归疫情前增长中枢。1-5 月中国工业增加值累计同比增长 17.8%，其中 5 月工业增加值回落至 8.8%（2017-19 年的 5 月单月均值为 6.1%）。工业增加值逐渐回归疫情前的增长中枢，这体现出中国成功抗疫后的复

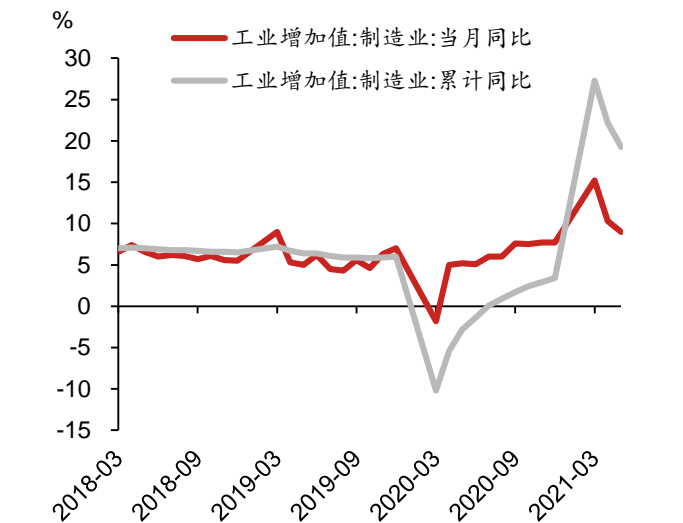
苏已接近尾声，结合下半年相对更高的基数，预计整体经济增长压力将加大。

图表 23：工业增加值增速



资料来源：Wind、野村东方国际证券

图表 24：制造业工业增加值增速



资料来源：Wind、野村东方国际证券

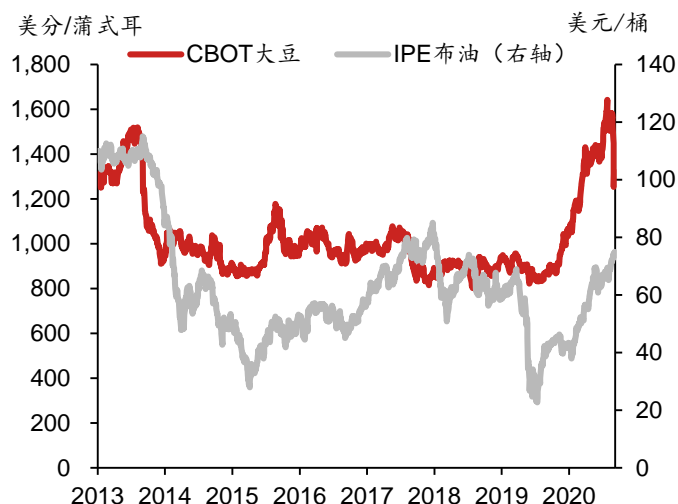
全球宏观政策进入下半场

在经历了半年的复苏后，海外市场多数开始计价经济复苏对业绩的提振，但同时海外经济体的政策决策难度也在逐渐提升。国内在经济逐渐向中长期增长中枢靠拢之下，也面临经济下行、通胀、投资和出口增速下滑等因素的考验。全球宏观政策进入下半场，海外的宽松货币和国内的跨周期调节政策均面临更多考验。

通胀预期加深，美联储货币政策变得更加复杂

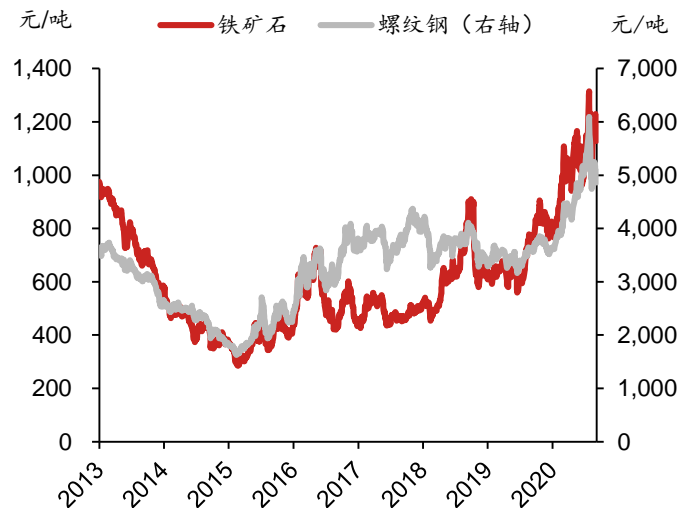
与此同时，愈演愈烈的通胀压力开始更加受到各国央行的关注。去年四季度开始，全球大宗商品价格伴随经济的逐渐恢复，在宽松的全球货币环境下开始上涨。如农产品中的大豆（CBOT）期货价格在今年二季度一度涨至 2013 年以来的最高水平，布伦特原油期货价格也涨超至疫情前的水平。结合有色和黑色金属价格的新高，使得通胀压力对全球经济从一季度的预期转为二季度的实质影响。

图表 25：原油及大豆价格



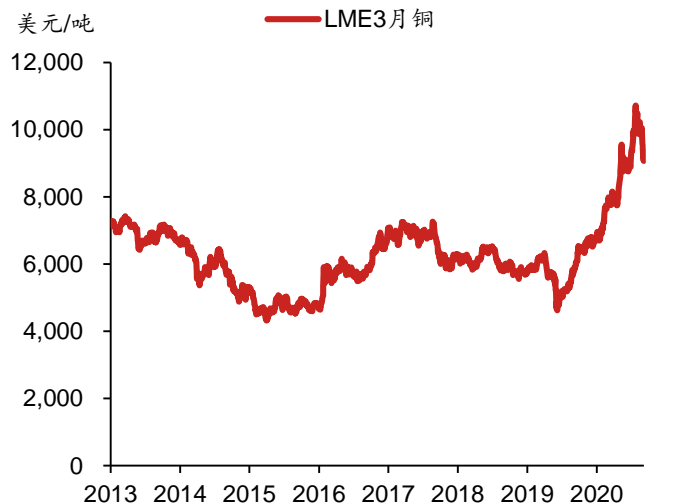
资料来源：Wind、野村东方国际证券

图表 26：铁矿石及螺纹钢价格



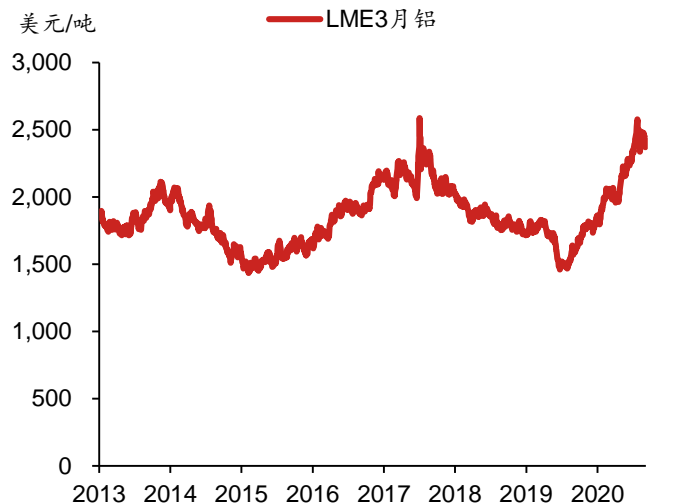
资料来源：Wind、野村东方国际证券

图表 27：铜期货价格



资料来源：Wind、野村东方国际证券

图表 28：铝期货价格



资料来源：Wind、野村东方国际证券

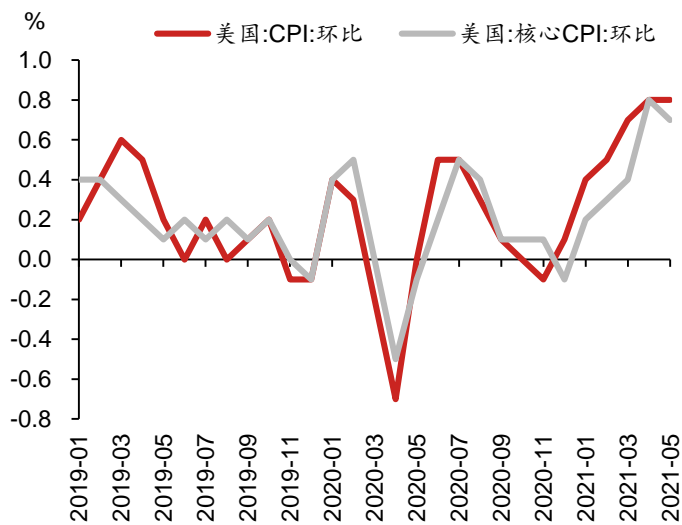
在此影响下，海外主要经济体的物价上行压力多集中于经济复苏趋势强势

“慧博证券”专业的投资研究大数据分享平台

请务必阅读报告正文后各项声明
点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

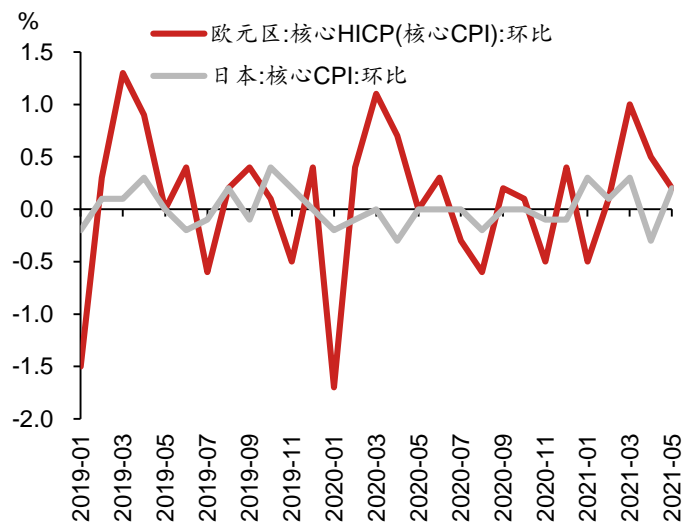
的国家。如美国的核心 CPI 环比涨幅便显著强过日本和欧元区。虽然其中不乏如车规半导体缺货带来的二手车涨价等结构性和暂时性因素，但对于经济复苏的信心和对于通胀的担忧在各国央行的决策中影响力逐渐提升。

图表 29：美国 CPI



资料来源：Wind、野村东方国际证券

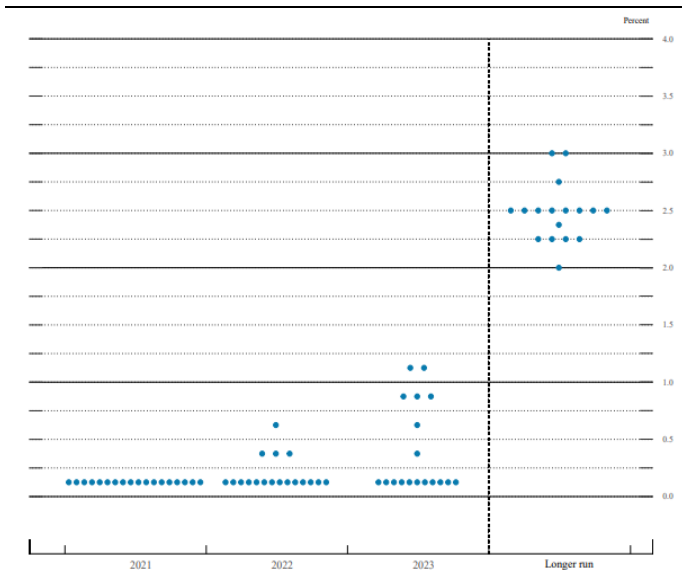
图表 30：日本及欧元区 CPI



资料来源：Wind、野村东方国际证券

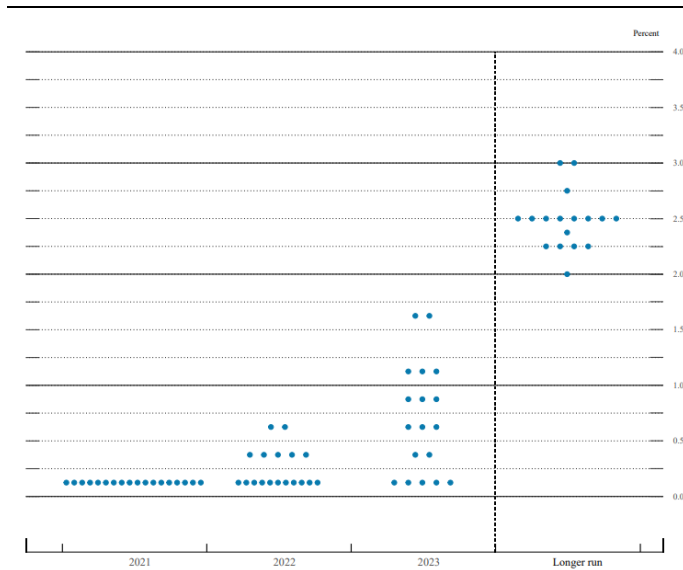
全球不同步复苏的背景下，美国经济一枝独秀，经济的强劲表现在驱动美股上市公司业绩增长之余，也在加大全球对美联储货币政策的担忧。从 6 月 FOMC 会议结果来看，对于经济的强劲信心使得美联储的利率预测变得更加鹰派。若美国经济超预期复苏，将带来额外的货币政策不确定性，并使得美联储在维持平均通胀目标和就业目标的决策过程面临更加复杂的局面，市场担心美联储将提前收回异常宽松货币政策等因素可能成为下半年影响全球股票市场的风险点。

图表 31：3 月 FOMC 联邦基金基准利率预测点阵图



资料来源：美联储、野村东方国际证券

图表 32：6 月 FOMC 联邦基金基准利率预测点阵图



资料来源：美联储、野村东方国际证券

考虑到美国就业数据尚未展现出持续性的超预期恢复，并且美联储对通胀上扬的观察期延长，因此依据当前的经济表现，对美联储会提前收回宽松政策的正反方观点都有充足的论据，要下断论尚为时过早。唯一能确定的是，美联储日渐复杂的货币政策决策将对下半年市场形成扰动。从时间点来看，市场尤

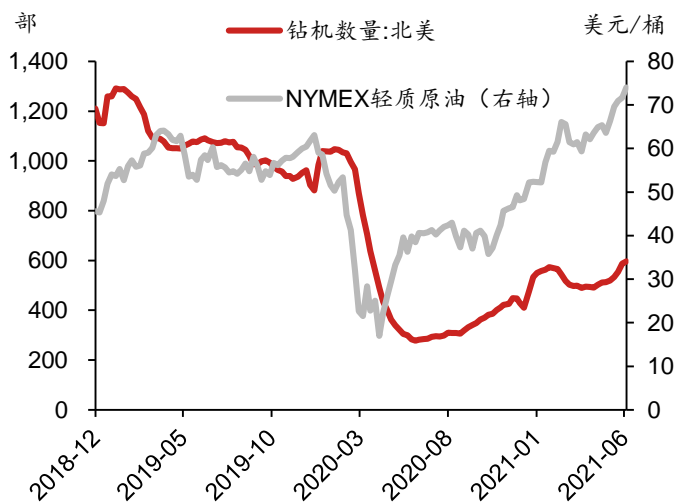
其需要警惕 9 月 FOMC 会议前后全球市场波动率加大的可能性。

全球上游行业生产恢复慢于预期

去年四季度至今全球大宗商品价格快速上涨，经济的逐渐恢复带动了对上游原材料的需求。但与之不相匹配的是，海外上游行业的生产恢复相对较慢。即使是在国内疫情对经济活动影响已日渐消退的美国，其页岩油钻机数量仍未能恢复到疫情前水平（但原油价格已突破疫情前的水平）。

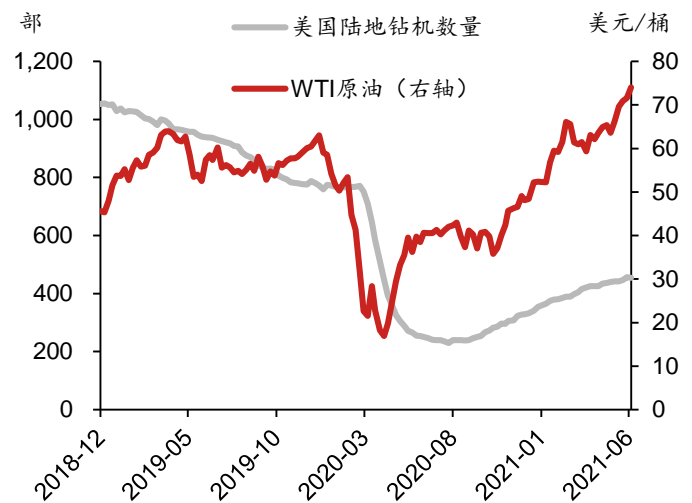
相较价格的回升，上游行业的产能恢复速度偏慢。除了生产性因素之外，很可能还隐含了疫情期间信用风险增高对企业的经营意愿的影响，部分原油公司或有意识地缩减了其产能扩张规划。

图表 33：北美钻机数量与 NYMEX 原油期货价格



资料来源：Wind、野村东方国际证券

图表 34：美国陆地钻机数量和 WTI 原油期货价格

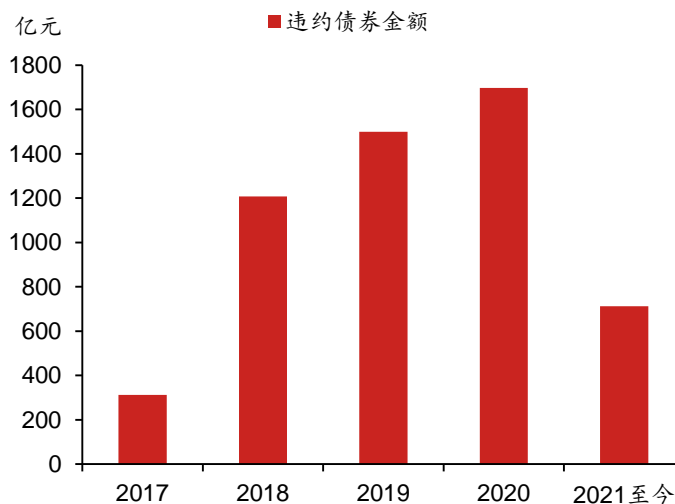


资料来源：Wind、野村东方国际证券

央行或加大对信用风险的关注

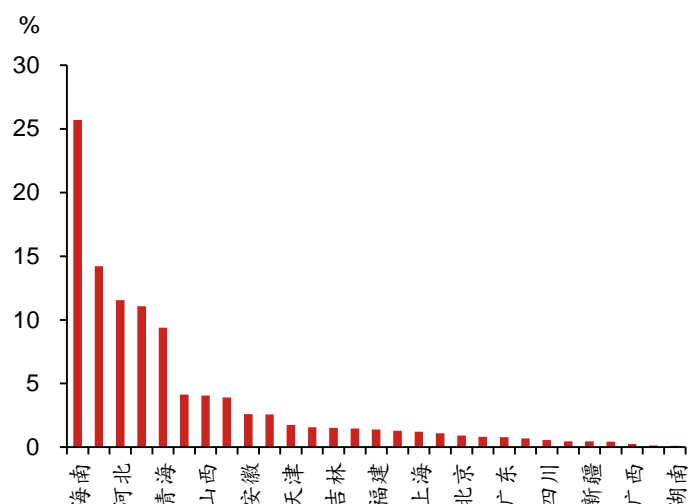
债券违约仍是央行将面临的挑战。我们认为违约金额和违约地区的不均衡（内陆省份和资源大省更容易出现违约）是主要问题。这将给央行下半年求稳的货币政策思路带来额外挑战。

图表 35：国内债券违约金额



资料来源：Wind、野村东方国际证券

图表 36：国内分地区债券余额违约率



资料来源：Wind、野村东方国际证券

下半年政策调整的可能性

在当前经济增速趋缓、大宗商品价格上涨、出口增速回落等因素的影响下，不排除年中经济工作会议和政治局会议对经济政策提出微调的可能性。我们梳理了存在微调可能性的相关政策，具体包括：

■ **碳中和政策：**受大宗商品涨价影响，下游企业（尤其是中小企业）的经营压力增大。二季度中央实施了“保供稳价”政策后，大宗商品涨价趋势得到了一定的遏制。但若不及时调整碳中和政策的力度和节奏，下半年经济下行压力将难以得到缓解。

■ **疫情防控隔离政策：**新冠变种毒株在全球的肆虐和境内对消费复苏的需求将对疫情防控提出更高要求。地方政府和卫计委需在两者之间权衡的难度仍在提升。

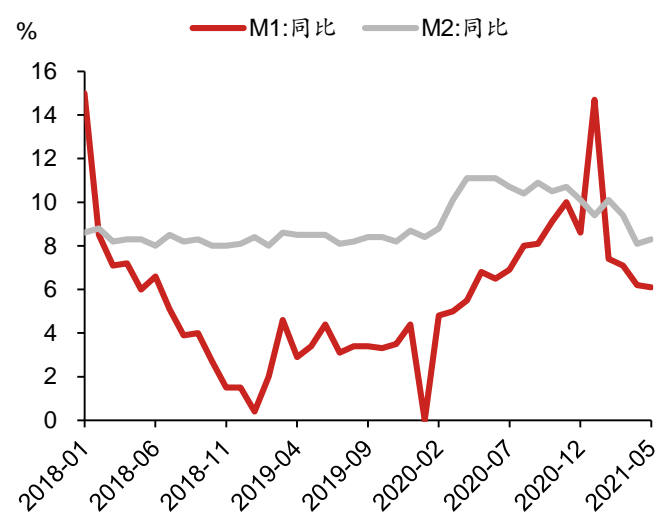
■ **货币和财政政策：**在大宗商品涨价和经济下行压力的背景下，货币政策若要实现全年维持“信贷增速和名义 GDP 增速相匹配”的目标，需适度放松对货币政策回归正常化趋势下的信贷调控力度。同时政府债券发行也需适当提速。

货币政策正常化趋势不动摇，政策求“稳”难度将加大

国内货币政策“跨周期调节”较充分应对了上半年的经济形势，且对于货币政策正常化的预期管理充分，预计下半年政策将保持大致稳定且持续向疫情前政策态势回归。

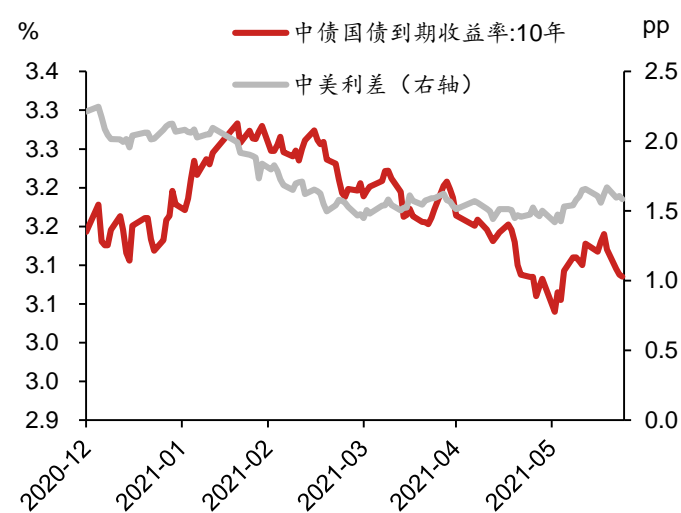
然而，鉴于今年错综复杂的海外经济形势，中国央行的货币政策正常化面临更多挑战。面对大宗商品价格的飙升，预计央行将在一定程度上微调货币政策来支持国内需求。在此背景下，我们预计国内利率仍具有下行空间。

图表 37：货币供应量



资料来源：Wind、野村东方国际证券

图表 38：十年期国债利率



资料来源：Wind、野村东方国际证券

整体而言，我们认为下半年经济的增长压力将加大。虽然全年仍维持 8.9% 的实际增速不变，但预计经济面临的下行风险将加大。在当前货币政策正常化趋势之下，货币政策的调整空间受限，预计大宗商品价格、国内债务风险等都将成政策关注的重点。政策求“稳”的难度预计将加大。尤其考虑到海外货币政策面临更加复杂的复苏、通胀与就业环境。

下半年展望：维持 2021 年末沪深 300 指数达 5500 点目标

一季度行业增长分化，周期与成长均走强

我们总结 A 股上市公司一季度财报的特征如下：

■ **疫情期间受益的必需消费行业增速下滑：**去年一季度受益于疫情影响的必需消费行业增速在今年一季度显著放缓，但即使去年基数较高，今年仍实现了双位数增长。必需消费行业在过去一年的市占率提升之后，其中长期的增速中枢可能出现了长期上移。

■ **资源品行业充分受益通胀预期：**全球通胀预期带动材料和能源行业的业绩高速增长。全球上游资源行业的业绩联动得到验证，但需注意中国已处在疫后复苏周期后端，与全球复苏并不完全同步，国内资源行业的弹性相对海外或更为有限。

■ **消费医药科技仍表现出较好的成长性：**可选消费、医药和科技行业的业绩增速仍相对较快，体现出更好的成长性。疫情影响逐渐退却后，中国经济大概率将回归转型轨道，预计符合未来产业发展方向的行业将继续表现出超常的成长性。

图表 39: 申万一级行业净利润增速

同比, %	2017	2018	2019	2020	1Q2021	1Q2021 (较 2019 年同期, 年化)
农林牧渔	-31	-43.3	276	40.5	2.2	119.8
采掘	1140.8	48.6	3.6	-23.8	1168.7	27
化工	36.8	25	-34.9	29	1808.9	35.1
钢铁	381.5	34.8	-42.6	2.2	247.3	50
有色金属	136.7	-44	-49	161.1	361.3	47.5
建筑材料	51.4	61.5	25.1	11.4	89.5	8.6
食品饮料	30.2	31.9	14.8	16.4	26.7	12.3
纺织服装	-3.1	-34.8	-26.5	-60.7	420.1	-11.1
轻工制造	47.5	-39.3	8.1	23.7	166.3	42.9
家用电器	32	-9.6	8.9	5.9	105.1	-0.9
汽车	7.2	-23.5	-25.7	5.2	569	12.9
电气设备	47.1	-41.7	40.2	61.9	146.3	54.1
机械设备	107.8	-42.2	13.4	83	212.7	32.4
国防军工	93.6	-26.4	58.8	56.2	-20.7	38.5
医药生物	27.5	-6.6	-3	24.5	68.2	17.9
交通运输	60.8	-10.9	12.6	-94.8	349.3	-23.4
商业贸易	28.2	39.6	-21.7	-68	195.2	-10.7
休闲服务	30.8	7.6	-8.7	-106.4	208.9	-25.5
建筑装饰	22.8	7.3	5.6	4.9	76.6	11.6
传媒	-15.2	-170.4	-99.4	47	102	-5.9
电子	53.8	12.1	22.9	26.4	163.9	52.3
通信	32.6	-57.5	-271.3	221.5	129.3	0
计算机	-16	-48	-1.2	-11.6	292.1	-35.3
公用事业	-16.6	5	18	29	56.3	6
银行	4.9	6.5	12.9	0.6	4.6	5.1
非银金融	31.4	-6.7	66.3	-0.6	23.2	-3.6
房地产	31.5	14	14.9	-12.1	-15.2	-28.4
综合	61.4	-30.2	-51.7	-97.2	-2.2	-5.9

资料来源: Wind、野村东方国际证券

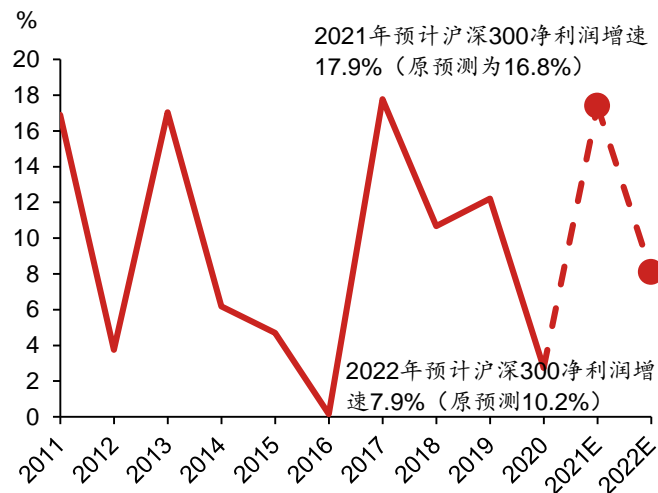
从 4/5 月份的经济数据以及 6 月先行经济指标来看, 我们认为周期股的盈利增长仍较为强劲, 但股价或接近本轮复苏及货币驱动的上行周期顶部。考虑到下半年内需可能走弱, 预计周期股的盈利环比增速峰值可能出现在今年二季度。对于成长股而言, 经济摆脱疫情回归中长期增长中枢意味着原有的经济转型趋势再度回归, 预计高增长行业的成长性将延续。

上调 2021 年沪深 300 净利增速预测至 17.9%, 并下调 2022 年净利增速预测至 7.9%

结合今年经济的几点特征 (PPI 高通胀率、国内经济步入疫后复苏期后、海外复苏不趋同等) 以及上半年国内上市公司盈利的特征 (非金融净利率修复、上游资源品提价、金融整体弱于预期等), 我们上调 2021 年沪深 300 营收增速和净利润增速预测至 16.1% 和 17.9% (此前的净利润增速预测为 16.8%)。考虑到 2022 年的海外流动性回笼、国内政策对于房地产和债务风险的调控等因素, 我们下调 2022 年沪深 300 营收和净利润增速预测至 5.8% 和 7.9% (此前的净利润增速预测为 10.1%)。

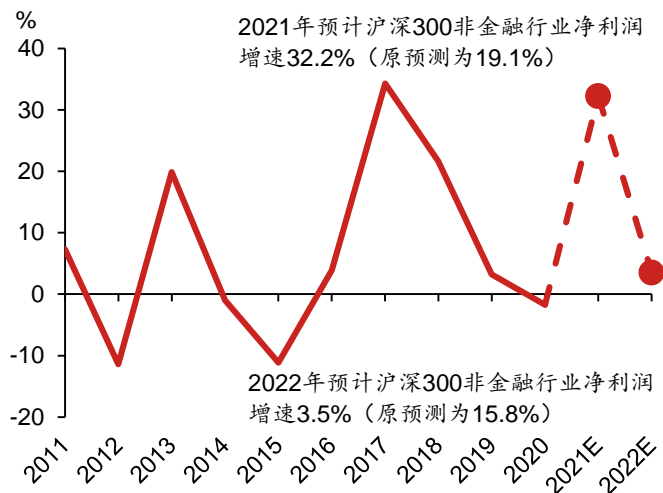
我们的预测隐含了对货币政策正常化背景下金融行业的经营展望。其中，鉴于今年非银行业受线下复苏不及预期及国内证券市场波动等影响，我们对这些行业的预测进行了下修。同时，预计非金融行业今年受大宗商品涨价影响较多，参考 2016-17 年经验，我们预测 2021 和 2022 年的沪深 300 非金融行业的净利润增速分别为 32.2% 和 3.5%（原预测分别为 19.1% 和 15.8%）。

图表 40：我们对沪深 300 净利润增速的预测



资料来源：Wind、野村东方国际证券

图表 41：我们对沪深 300 非金融行业净利润增速的预测



资料来源：Wind、野村东方国际证券

整体估值处于历史均值，但结构分化现象仍存

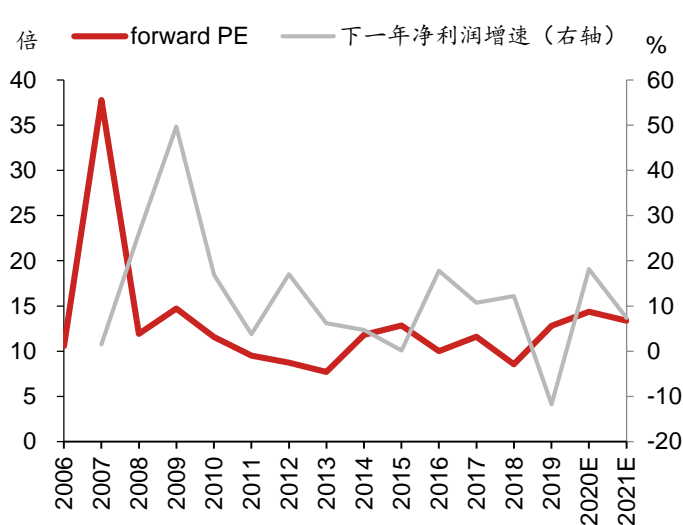
沪深 300 整体估值处于历史平均水平。当前沪深 300 静态 PE 约为 14.6 倍，略低于过去一年均值，但仍高于过去五年均值水平。从动态 PE 来看，当前市值对应 2022 年盈利预测的动态 PE 为 11.3 倍（2016-20 年均值为 10.6 倍）。然而，从我们根据申万一级行业划分的“成长/消费/新趋势”与“价值/金融/资源品”行业相对 PB 倍数指标来看，成长股相对价值股的估值仍偏高，A 股结构性的估值压力仍然存在。

图表 42：沪深 300 静态 PE



资料来源：Wind、野村东方国际证券

图表 43：沪深 300 动态 PE



资料来源：Wind、野村东方国际证券

图表 44: 申万一级行业“成长/消费/新趋势”与“价值/金融/资源品”行业相对 PB 倍数



资料来源: Wind、野村东方国际证券

A 股相较债券的估值较历史中长期均值偏低。沪深 300 指数 E/P 较十年期国债到期收益率高出 3.75 个百分点，处于过去一年的平均水平（均值为 3.63），但仍大幅低于过去 3 年的平均水平（4.75）。若中国经济和货币政策回归疫情前的常态化，我们认为这一差值将有望向此前的均值水平回归，沪深 300 指数的 E/P 与十年债收益率的差距扩大可能预示着沪深 300 估值的回归或国债到期收益率的走低。

图表 45: 沪深 300E/P 与十年期国债到期收益率之差



资料来源: Wind、野村东方国际证券

维持 2021 年末沪深 300 目标点位 5500 点不变，较 6 月 30 日收盘的上行空间为 5.3%

考虑到下半年货币政策整体回归正常化的趋势，虽然存在因大宗商品涨价等因素带来的腾挪空间，但鉴于当前 M2 增速维持 8-9% 区间，预计 A 股市场整体估值难有较大的上行空间。在货币政策回归常态，经济重回疫情前中长期增长中枢的背景下，我们预计沪深 300 的估值水位也将逐渐向疫情前的中长期均值回归。

根据我们的盈利预测，结合我们对年末动态及静态 PE 合理区间的判断，我

们给予沪深 300 年末 13.3 倍的静态 PE 目标（当前为 14.8 倍，过去五年均值 13 倍），对应 2021 年末目标点位 5500 点，存在 5.3% 的上行空间。

■ 指数的上行风险

大宗商品涨价超预期：大宗商品价格更显著上涨将带动周期行业股价上行。按照 2016-17 年经验，虽然部分行业存在利润收缩的风险，但预计将推动指数整体盈利上行。

美联储货币政策宽松期延长：若美联储货币宽松的持续时间加长，有望延长全球资本市场的估值扩张。同时，美元的走弱也将使得新兴市场资产更受欢迎。

国内经济好于预期：若受制造业投资和服务消费等的提振，国内经济复苏力度超预期，也将带来一定上行风险。

居民入市偏好提升：从资金面而言，国内居民对海外流动性变化的敏感度较低，且整体对权益类资产的配置仍具有长期需求。若居民入市偏好出现提升，也将从资金面推动 A 股市场上行。

■ 指数的下行风险

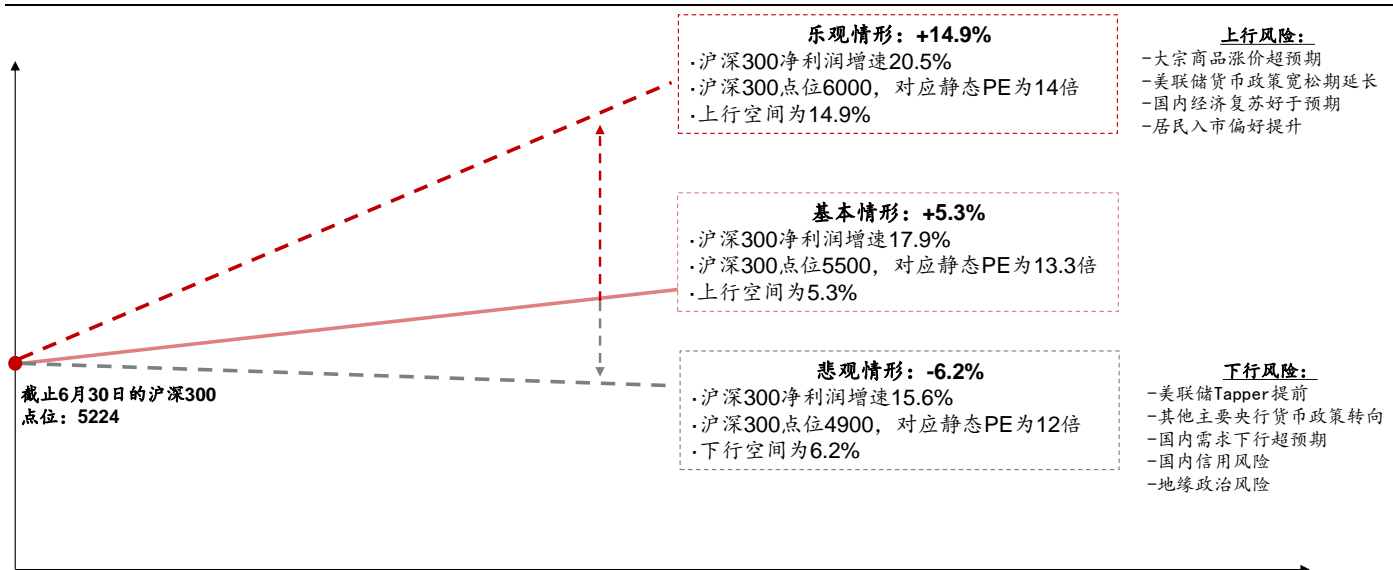
美联储提前收回宽松政策的风险：由于美国经济增长、通胀和就业等方面数据存在方向性背离，导致美联储货币政策决策面临更加复杂的局面。今年下半年全球市场可能将面临美联储提前开始退出高额资产购买计划的风险。

国内需求下行超预期：碳中和政策及大宗商品价格上涨预计将对中游产业盈利产生影响，并将抑制国内需求。此外，房地产调控措施的影响预计也将逐步显现。

国内信用风险：受房地产企业的红线监管、以及地方国企债务融资平台高负债和偿债压力的影响，国内信用风险若暴露，可能会对整体金融市场形成较大影响。

地缘政治风险：经历疫情影响后，逆全球化的格局可能将影响海外关系及产业链协作，对经济复苏带来额外不确定性。

图表 46：盈利预测及上下行风险



资料来源：Wind、野村东方国际证券

投资机会：短期的风格徘徊与中长期的成长胜出

综上所述，当前 A 股整体估值在历史均值附近，行业间的分化虽再度加剧，但这更多反映的是中长期的行业增长预期，A 股整体并未进入泡沫化阶段。反观海外，在美联储货币政策日趋复杂化、全球经济复苏逐渐拉开差距的影响下，全球股市的风格偏好很难出现类似去年疫情期间以及今年一季度的高一致性，风格的徘徊期使得短期押注成长或价值、周期或防御的超额收益在减少。我们认为下半年关注行业性价比和注重防御性是更有利的配置思路，其中关注建筑装饰、机械设备、通信和公用事业的性价比，以及房地产板块的估值防御性。

考虑到下半年国内经济降速、海外货币政策预期波动等影响，投资者应在中长期逐渐加大对成长和防御板块的配置比例，并基于内需的降速适当降低对周期股的业绩增长预期。中长期来看，我们认为基于国内人口结构变化带来的投资机会确定性和空间最大，建议投资者对此相关的消费、医药及科技行业进行持续的跟踪和挖掘（详见四篇报告《知日鉴中：中日人口结构的四点差异》，6 月 10 日；报告《从人口变化看消费趋势》，2021 年 6 月 19 日；报告《老龄化与产业升级、产业转移、人工替代、牛股》，2021 年 6 月 21 日；报告《日本老龄化对国内医药产业的借鉴》，2021 年 6 月 22 日）。

短期风格徘徊，关注行业性价比与防御性

我们综合整理了申万一级行业四个季度的滚动归母净利润增速在今年一季度和去年底的环比变化、一季度 ROE 与疫情前三年（2017-19 年）平均值之差，以及当前静态 PE 较过去三年均值的溢价水平三个指标。筛选后发现，一季度滚动归母净利润增长且 ROE 高出均值（即在去年的疫后复苏过程中获得了更好的复苏），同时估值低于过去三年均值的行业有 6 个，分别是：**建筑装饰、机械设备、通信、公用事业、有色金属和建筑材料**。

上述行业中周期行业的占比偏高，考虑到下半年经济环比降速对内需的影响，我们从中剔除了有色金属和建筑材料这两类上游资源相关的行业。从基本面和估值的角度来看，建筑装饰、机械设备、通信和公用事业这四个行业的性价比相对较高。

图表 47：申万一级行业基本面与估值对比表

单季度归母净利润增速（4 季度移动平均）			
申万行业	最近一期变化	一季度 ROE 较疫情前三年平均	PE 较过去三年均值溢价
农林牧渔	-27.8	1.4	-35.2
建筑装饰	7.8	0.0	-17.1
房地产	1.3	-1.2	-16.6
传媒	14.5	-0.4	-15.2
非银金融	6.1	-0.1	-14.5
机械设备	23.2	1.1	-11.3
通信	59.5	0.7	-10.0
公用事业	7.9	0.2	-7.6
有色金属	76.8	0.7	-7.1
计算机	35.1	-0.5	-6.9
建筑材料	6.1	0.3	-3.1
采掘	18.3	1.1	-1.5
国防军工	-7.1	0.5	-0.8
家用电器	9.8	-0.8	1.3
交通运输	13.6	-1.2	2.1
电子	15.9	1.1	3.9
医药生物	9.9	0.6	5.6
轻工制造	22.7	1.0	7.1
银行	-0.7	-0.6	8.4
化工	30.4	1.0	10.2
休闲服务	12.7	-0.7	15.8
纺织服装	24.0	-0.2	16.9
钢铁	16.6	0.9	18.4
商业贸易	17.7	-0.4	18.9
电气设备	13.7	1.3	31.5
食品饮料	3.7	0.5	31.6
汽车	38.3	-0.4	34.5
综合	2.9	-0.2	57.7

资料来源：Wind、野村东方国际证券

注：标红的是我们筛选后发现的业绩表现较好、估值相比历史水平偏低的 6 个行业。

中长期人口结构变化带来投资机遇

在老龄化的同时，中国还面临区域性的少子化问题。结合中日人口结构方面的四个差异（1）宏观背景差异：中国在老龄化加剧的同时面临更严重的全球老龄化，且中国的老龄抚养比较日本下滑得更剧烈；2）区域结构差异：除老龄化的跨区域差异更大外，少子化仅为中国部分地区的现象，此外中国城镇化率在老龄化背景下仍有提升空间；3）消费需求差异：未经历泡沫经济破裂影响的中国老年人较日本具有更强消费能力；4）劳动力供给差异：中国的高劳动力供给将加大对 AI 和智能制造应用的需求），我们总结了两点投资启示如下：

■ **中国老年人具备更强的消费能力和对社交消费的需求**：与 90 年代初遭受泡沫经济破裂影响的日本老龄群体不同，中国老年人并未遭受如日本一般规模的资产泡沫破裂的影响。结合其相较劳动人群更充裕的闲暇时间，“有闲有钱”的中国老年人群表现出明显的对社交消费的需求，因此可选消费和数字消费的相关领域如（社区团购、社交电商、网络社群、团体出游、社交游戏等）

在“银发经济”时代或具备更广阔的空间。

■ **中国劳动力供应压力较大，对 AI 和智能制造领域存在刚需：**出生率下降和已经偏高的女性就业率等意味着中国在老龄化过程中可能面对比日本更严重的劳动力供应压力，同时中国快速发展阶段累积的产能也因全球老化趋势的加剧和逆全球化而面临出海影响。我们认为中国将继续加大在 AI 和智能制造领域的投入。

此外，中日的老龄化也存在诸多相似之处，主要体现在老年人口对医疗保健和养老服务等存在较高需求，我们总结第三点投资启示如下：

■ **中日老龄化均带来更大的医疗保健及养老产业的投资机会：**相关医药医疗、养老服务和辅助生殖等领域的投资机会已被市场熟知。对中国而言，我们认为日本的医保控费经验和 GPIF 对社保基金的管理经验具备较强的政策研判价值。在行业领域，关注医药医疗和保健食品板块的相关细分投资机会。此外，与日本相比，中国在养老产业的服务标准化仍有待进步和完善，关注相关养老器械、养老地产和养老保险类投资机会。

附录

相关研究

《未来十年的中国股市》	2021.06.15
《莫道桑榆晚，为霞尚满天》	2021.06.10
《直击日本碳中和》	2021.05.13
《走出疫情，回归均衡》	2021.03.29
《走出疫情，新环境中重启转型》	2020.12.12

联系方式

李远帆 +86 21 66199094 yuanfan.li@nomuraai-sec.com	沈颖 +86 21 66199087 ying.shen@nomuraai-sec.com	吴琳 +86 21 66199037 lin.wu@nomuraai-sec.com
池雨点 +86 21 66199026 yudian.chi@nomuraai-sec.com	王彧 +86 21 66199146 yu.wang1@nomuraai-sec.com	孟丹 +86 21 66199042 dan.meng@nomuraai-sec.com
庞舒然 +86 10 56329370 shuran.pang@nomuraai-sec.com	朱研 +86 21 66199057 yan.zhu@nomuraai-sec.com	
沈云霞 +86 21 66199080 yunxia.shen@nomuraai-sec.com		

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职业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，本人不曾，也将不会因本报告的观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

本报告由野村东方国际证券有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认可的已公开资料，包括来自第三方的信息，例如来自信用评级机构的评级信息。野村东方国际证券有限公司及其关联机构（以下统称“野村东方国际证券”）对这些信息的准确性、完整性或时效性不做任何保证，也不保证这些信息不会发生任何变化。特别的，本报告不提供任何与税务相关的信息或意见。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或询价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的推荐或者投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的信息、意见进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的，财务状况和特定需求，并就该等决策咨询专业顾问的意见，同时自行承担所有风险。对于本报告中信息及意见的错误或疏漏（无论该等错误或疏漏因何原因而产生），以及对依据、使用或参考本报告所造成的一切后果，野村东方国际证券及/或其关联人士（包括各自的雇员）均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日（或报告内部载明的特定日期）的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，野村东方国际证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会在本报告中，或在与野村东方国际证券的客户、销售人员、交易人员、其他业务人员的不时交流中，针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的事件进行交易策略分析；这种对短期影响的分析可能与分析师已发布的关于标的证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致。无论该等交易策略分析是否存在上述相反或不一致，均不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

野村东方国际证券可能发出其他与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。本报告反映署名分析师的观点、见解及分析方法，并不代表野村东方国际证券。野村东方国际证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。野村东方国际证券没有将此意见及建议向本报告所有接收方进行更新的义务。野村东方国际证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据仅代表过往表现。过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收方是基于该接收方被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资者考虑而独立做出的。

本报告依据中华人民共和国的法律法规和监管要求于中国大陆提供。

特别声明

在法律许可的情况下，野村东方国际证券可能与在本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。野村东方国际证券及其关联人士（包括其雇员）在适用法律允许的范围内，可能自行或代理他人长期或短期持有、买入或卖出本报告涉及的标的证券或其他金融工具。野村东方国际证券亦可能就等证券或其他金融工具承担做市商或流动性提供者的身份。因此，投资者应当考虑野村东方国际证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告仅面向经野村东方国际证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收方才可以使，且接收方具有保密义务。野村东方国际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野村东方国际证券的客户。

本报告可能包含来自第三方的信息，例如来自信用评级机构的评级信息。野村东方国际证券重视和保护他人的包括人格权、知识产权在内的合法权益，并已尽最大努力审查信息来源的客观真实性，注明第三方信息来源与权利信息，保护第三方合法权益。当权利人发现本报告可能侵犯其合法权益，权利人可以向野村东方国际证券提出异议，经核实后野村东方国际证券将根据中国法律法规采取措施修改、移除或删除相关内容。除非有该等第三方的事先书面允许，该等信息

不得被再加工或转发。

本报告的版权仅为野村东方国际证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表、引用或再加工。未经野村东方国际证券授权或超出野村东方国际证券授权范围的任何使用，或非由野村东方国际证券作出的对本报告的修改，如果侵犯了第三方知识产权，责任由使用者承担，野村东方国际证券不承担任何责任。除本特别声明第三段所述情况外，野村东方国际证券不承担任何关于更新或修改本报告的义务。

野村东方国际证券对本报告及本免责条款具有修改权和最终解释权。