

## 俄乌冲突影响渐弱，美联储加息落地在即，超配股市和大宗

### ——大类资产配置月报第 8 期：2022 年 3 月

报告日期：2022-03-01

分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

联系人：潘广跃

执业证书号：S0010121060007

电话：18686823477

邮箱：panggy@hazq.com

联系人：任思雨

执业证书号：S0010121060026

电话：18501373409

邮箱：rensy@hazq.com

联系人：张运智

执业证书号：S0010121070017

电话：13699270398

邮箱：zhangyz@hazq.com

联系人：黄子崧

执业证书号：S0010121090007

电话：19117328906

邮箱：huangzy@hazq.com

#### 相关报告

1. 策略月报《均衡之下成长为先》  
(2022-02-27)

2. 美债收益率系列报告 3《美债收益率  
登顶的时间、节奏和影响》(2022-02-  
22)

3. 大类资产配置月报第 7 期《加息预  
期落地，全球经济确认向好，超配股市  
与大宗商品》(2022-02-09)

#### 主要观点

##### ● 资产配置建议：增长向好叠加加息，股市与大宗商品仍有超配价值

俄乌冲突影响渐弱，美国经济维持强势，国内经济一季度“开门红”无忧，经济复苏叠加利率上行，建议超配股市与大宗商品，低配债券。

**股指：全球股市重获支撑。**①国内股市外围风险逐步释放，经济筑底向好支撑股市上行，可在均衡配置下逐步向成长倾斜。②俄乌冲突影响渐弱、美债收益率上行风险已释放，美股有望反弹，但 3 月中旬加息落地制约反弹幅度。

**债券：利率上行建议减配。**国内经济复苏预期升温，市场已对后续货币政策计价。3 月国内债券市场长端利率延续上行，短端预计进入震荡。美通胀数据创 40 年新高，3 月美联储加息在即，市场预期缩表节奏或将加快，美债长、短端预计均持续上行。

**大宗商品建议超配原油和农产品。**美欧对俄制裁及乌克兰局势不稳定下，俄乌相关出口商品供应可能遭受扰动，国内发改委保供稳价政策加码、地产链条延续下行态势，对国内玻璃、螺纹钢的需求形成一定抑制。综合来看，建议重点关注俄乌供应扰动品种的投资机会，即原油与农产品。

**美元维持强势、人民币小幅走弱。**根据历次战争前后大宗商品价格走势复盘，战争局势明朗后美元重获支撑，预计美元走强、人民币小幅走弱。

##### ● 配置逻辑：俄乌冲突影响渐弱，预计美联储不改加速加息

**俄乌冲突影响渐弱，全球风险偏好显著回暖。**美欧均表态不会对乌克兰实施军事援助，只提供军售和人道主义援助，俄乌双方在巨大的军事实力差距下，战争局势已明朗，推动全球风险偏好显著回暖，2 月 24 日和 25 日，黄金价格和原油价格在冲高后迅速回落至战前水平，预示着风险偏好已经显著回暖。全球新冠确诊人数下降也促进风险偏好回暖。

**美联储首次加息已基本确定在 3 月，预计幅度大概率为 50BP。**制约美联储加息 50BP 的关键因素俄乌冲突影响渐弱，各国对于释放石油战略储备响应并不积极，通胀问题依旧难以缓解，暂未发现能够让美联储调整加息幅度的其他因素。

**国内复苏态势延续，一季度“开门红”无忧。**消费复苏具有较强内生动力，春节后有序复工，工业生产向好态势不变。基建发力对冲地产下行，商品房销售依旧弱势但边际有所改善，2 月投资端已有企稳迹象。只待宏观数据进一步提供佐证，GDP 增速大概率强于去年四季度。

##### ● 风险提示

对各国经济复苏预测存在偏差；国内外政策收紧超预期；中美关系超预期恶化；新冠疫情超预期发展等。

## 正文目录

1 配置逻辑：俄乌冲突影响渐弱，预计美联储不改加速加息	5
1.1 俄乌冲突影响渐弱，全球风险偏好显著回暖	5
1.2 美联储首次加息已基本确定在 3 月，幅度大概率为 50BP	6
1.3 国内经济一季度“开门红”无忧	7
2 全球股市重获支撑	8
2.1 国内股市建议均衡配置之下以成长为先	8
2.2 风险释放后，美股反弹可期	10
3 国内长债利率震荡向上，美债 3 月承压	11
3.1 利空因素增多，减配中债利率长债	11
3.2 鹰派预期持续升温，美债震荡上行	13
4 大宗商品建议关注俄罗斯遭受制裁后可能受影响的原油与农产品	14
4.1 国际大宗商品建议超配原油，低配黄金和铜	14
4.2 保供稳价下国内大宗商品预计再次进入阶段性震荡中	18
5 俄乌局势明朗后美元重归强势，人民币或小幅走弱	20

## 图表目录

图表 1 2022 年 3 月大类资产配置建议	4
图表 2 俄罗斯典型出口商品	5
图表 3 全球新冠确诊人数开启逐步回落	6
图表 4 国内新冠确诊人数再度迎来小高峰	6
图表 5 联储观测工具（下次 FOMC 会议调整利率概率）显示市场已确认 3 月首次加息	7
图表 6 美国失业率基本达到了美联储长期目标	7
图表 7 2 月成长风格已从低点出现显著反弹，阶段性调整大概率已经结束	8
图表 8 水泥熟料价格节后持续回升	9
图表 9 2 月全国水泥熟料库容比保持低位	9
图表 10 2 月下旬乳制品零售价格继续上涨、成本继续下降	10
图表 11 2 月下旬农产品期货价格继续飙升	10
图表 12 纳斯达克指数市盈率分位数以跌至 50 分位附近	11
图表 13 E/P 与 10Y 美债收益率同步上行，差值整体稳定	11
图表 14 美国经济延续复苏态势	11
图表 15 利率回顾（1Y 国债右轴坐标）	12
图表 16 国债利差后续预计震荡上行	13
图表 17 2015 年 12 月美联储开启加息，国内 10 年期国债到期收益率在加息周期开始初期表现为震荡向上	13
图表 18 中美利差后续预计进入震荡	14
图表 19 长端美债上行，后续延续	14

图表 20 OPEC 预测原油需求小幅下降	15
图表 21 OPEC+对于增加产量相对谨慎，去库存延续	15
图表 22 EIA 和 API 库存仍在低位	15
图表 23 WTI 非商业多空仓位均有所下降	15
图表 24 COMEX 铜库存增加、LME 铜库存企稳	16
图表 25 国内现货铜供应偏紧情况有所增加	16
图表 26 LME 铜现货库存小幅抬升	16
图表 27 COMEX1 号铜非商业净多头触底回升	16
图表 28 美债实际利率快速抬升	17
图表 29 美国通胀水平继续向上	17
图表 30 非商业多头明显下降	17
图表 31 黄金 ETF 出现小幅流入	17
图表 32 金油比持续下行	18
图表 33 金铜比整体趋稳，分位数有所波动加剧	18
图表 34 PMI 维持在荣枯线之上	18
图表 35 “稳增长”压力集中于 2022 年一季度	18
图表 36 唐山产能利用率节后有所回复	19
图表 37 粗钢产量整体平稳	19
图表 38 2 月商品房销售面积小幅改善，但同比依然偏弱	19
图表 39 建筑相关指数整体持平	19
图表 40 春节期间食用农产品与猪肉价格下行	20
图表 41 玻璃出口景气延续，但产量同比继续下降	20
图表 42 1990 年海湾战争开战前后美元走弱	21
图表 43 1999 年科索沃战争开战前美元走强	21
图表 44 2001 年阿富汗战争开战前美元走弱	21
图表 45 2003 年伊拉克战争开战前美元走弱	21
图表 46 2011 年叙利亚内战、利比亚战争战前美元走弱	22
图表 47 2022 年俄乌冲突下美元走弱	22
图表 48 外汇储备流出压力加大	22
图表 49 中美利差快速收窄，加剧资本外逃压力	22

**展望3月，俄乌冲突影响渐弱，全球范围内增长逐步向好，在经济复苏叠加利率上行期内，股市与大宗商品仍有超配价值，低配债券。**①全球股市重获支撑。国内股市外围风险逐步释放，经济筑底向好支撑股市上行，可在均衡配置下逐步向成长倾斜。俄乌冲突影响渐弱、美债收益率上行风险已释放，美股有望反弹，但3月中旬加息落地制约反弹幅度。②债券方面，国内经济复苏预期升温，市场已对后续货币政策计价。3月国内债券市场长端利率延续上行，短端预计进入震荡。美通胀数据创40年新高，3月美联储加息在即，市场预期缩表节奏或将加快，美债长、短端预计均持续上行。③大宗商品方面，仍需关注俄乌相关出口商品供应可能遭受扰动，国内发改委保供稳价政策加码、地产链条延续下行态势，对玻璃、螺纹钢的需求形成一定抑制。综合来看，建议重点关注俄乌供应扰动品种的投资机会，即原油与农产品。④战争局势明朗后美元重获支撑，预计美元走强、人民币小幅走弱。

图表1 2022年3月大类资产配置建议

大类	项目	本期：2022-2-25 至 2022-4-1			上期：2022-1-28 至 2022-2-25	
		投资建议	较上期变化	核心观点与逻辑支撑	指数变动	涨跌
股 指	上证综指	震荡上行	↓	外围风险逐步释放，经济筑底向好	3361.44-->3451.41	2.68%
	创业板指	上行	↑	支撑股市上行。	2908.94-->2855.8	-1.83%
	成长(风格.中信)	震荡上行	↓	成长风格阶段性调整大概率已经结	7445.78-->7642.74	2.65%
	周期(风格.中信)	震荡	↓	束，3月可积极参与成长第三阶段	4560.77-->4795.77	5.15%
	金融(风格.中信)	震荡上行	↓	行情。整体配置上建议均衡为主，	7030.49-->7042.03	0.16%
	消费(风格.中信)	震荡上行	→	逐步向成长倾斜。	11766.95-->11798.16	0.27%
	NASDAQ 指数	震荡上行	→	俄乌冲突影响渐弱、美债收益率上	13770.57-->13694.62	-0.55%
	DSJ 平均指数	震荡上行	→	行风险已释放，但加息落地在即。	34725.47-->34058.75	-1.92%
	1Y 国债到期收益率 (%)	震荡	↑	复苏预期升温，但市场已对货币政	1.951-->2.024	7BP
	10Y 国债到期收益率 (%)	震荡上行	↑	策调整计价，长端利率延续上行。	2.702-->2.775	7BP
债 券	2Y 美债收益率 (%)	震荡上行	→	美通胀数据创40年新高，3月美联	1.15-->1.55	40BP
	10Y 美债收益率 (%)	震荡上行	→	储加息，市场预期缩表节奏加快。	1.78-->1.97	19BP
大 宗 商 品	布伦特原油 (美元/桶)	震荡上行	→	俄乌冲突对原油供给产生扰动，同	90.03-->97.93	8.77%
	COMEX 铜 (美元/磅)	震荡	↑↑	时抑制欧盟铜需求。避险情绪退散	4.325-->4.478	3.54%
	COMEX 黄金 (美元/盎司)	下行	↓	叠加实际利率上行，金价开启下行。	1790.1-->1892.4	5.71%
	南华工业品指数	震荡上行	→	成本上行仍支撑工业品涨价。地产	3489.51-->3515.09	0.73%
	南华螺纹钢指数	震荡下行	↓↓	链条下行影响将在春节复工后逐步	1701.87-->1627.16	-4.39%
汇 率	南华农产品指数	震荡上行	↑↑	显现，对玻璃、螺纹钢需求形成一	1078.36-->1142.83	5.98%
	南华玻璃指数	震荡	↓	定抑制。农产品则面临供应扰动。	3054.02-->2578.19	-15.58%
	美元指数	震荡上行	↑↑	历史复盘显示局部地区冲突局势明	97.21-->96.54	-0.69%
	美元兑人民币	震荡上行	↑↑	朗后美元开始走强。	6.37-->6.33	-0.63%

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点、%。表内所指投资建议（以涨跌幅衡量，除债券以BP变动衡量、美元指数为定性判断）含义如下：（1）“大幅上行”是指预计未来一个月该指标涨幅在5%（50BP）以上；（2）“上行”是指预期未来一个月该指标涨幅在2%至5%（25BP至50BP）之间；（3）“震荡”是指预期未来一个月该指标涨跌幅在-2%至2%（-25BP至25BP）之间；（4）“下行”是指预期未来一个月该指标跌幅在-2%至-5%（-25BP至-50BP）之间；（5）“大幅下行”是指预期未来一个月该指标跌幅在-5%（-50BP）以上。

# 1 配置逻辑：俄乌冲突影响渐弱，预计美联储不改加速加息

2 月份市场主要受到俄乌冲突造成的风险事件扰动，但随着美国、欧盟宣布不会直接派出军事力量干预俄乌局势，市场此前担忧大幅度缓解。根据我们在研究报告《1990 年以来，六次战争对资产价格影响复盘》（2022-01-26）中显示，局部冲突局势明朗后，各类资产走势将回归此前的趋势不变。我们认为，美联储在 3 月份加息 50BP 仍是大概率事件，美国经济依旧维持强势，国内经济“一季度”开门红无忧，在经济复苏叠加利率上行期内，仍建议超配股市与大宗商品，低配债券。

## 1.1 俄乌冲突影响渐弱，全球风险偏好显著回暖

**俄乌冲突影响渐弱，全球风险偏好显著回暖。**2 月 24 日拜登政府明确表态不会派兵进入乌克兰，但会对俄罗斯实施“有史以来最广泛的制裁”，同时对乌克兰提供军事援助。之后，欧盟也表态不会对乌克兰实施军事援助，只提供武器和人道主义援助。这意味着俄乌双方在巨大的军事实力差距下，基本上战争局势已经非常明朗，不会进一步引发战争扩散，战争也有可能在短期内迅速结束。俄乌局势明朗推动全球风险偏好显著回暖，2 月 24 日和 25 日，黄金价格和原油价格在冲高后迅速回落至战前水平，预示着风险偏好已经显著回暖。但后续仍需要关注对俄制裁可能产生的影响，目前来看，俄罗斯出口中石油天然气、小麦、化肥、镍等占比较高，有可能对相关产业造成一定冲击。

图表 2 俄罗斯典型出口商品

商品大类	4 位 HS 代码	商品	俄罗斯出口（亿美元）	全球份额（%）
石油、天然气	2709	原油	725.6	11.9%
	2710	天然气等提取产品	453.6	9.5%
铝、镍等金属	7110	铂/钯/铑/铱/钽/钨等	78.4	12.3%
	7601	未锻造铝	42.2	9.2%
	7502	裸镍（未加工的镍）	18.6	20.8%
	7501	硫化镍、氧化镍	10.6	18.7%
化肥	3105	含氮/磷/钾中两种元素的化肥	27.3	14.1%
	3102	含有氮元素的化肥	24.8	11.5%
	3104	钾矿、钾肥	17.8	15.5%
农产品	1001	小麦	79.2	17.6%
	1512	葵花油、红花油、棉子油	24.7	18.3%
	0303	冻鱼	23.7	10.5%
	1003	大麦	9.0	12.1%

资料来源：UNcomtrade，华安证券研究所。单位：亿美元、%。



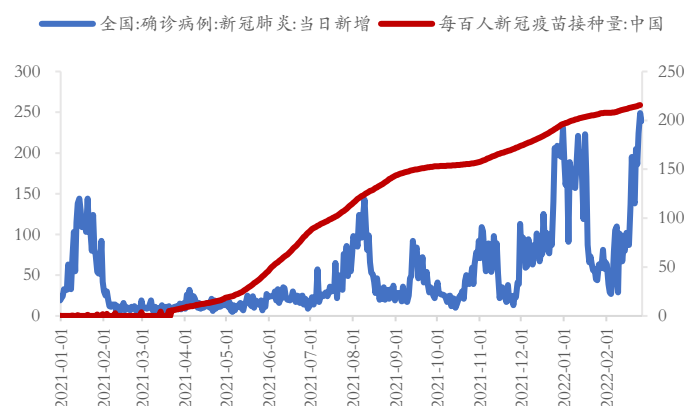
全球新冠确诊人数下降，但国内新冠确诊迎来小高峰。全球范围内新冠确诊人数在 1 月达到峰值后开始逐步下降，有可能出现 1 月份《柳叶刀》杂志预计 3 月新冠大流行结束的情况，进一步提振风险偏好。但国内新冠确诊有所提高，尤其是武汉某培训课程学员流动的影响还需要一段时间才能得到全面控制，预计各地有可能上调相应的防疫举措，对国内消费复苏仍有不利影响。

图表 3 全球新冠确诊人数开启逐步回落



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：例

图表 4 国内新冠确诊人数再度迎来小高峰

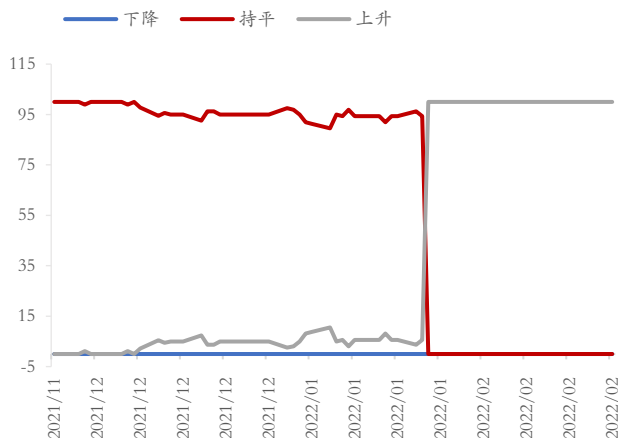


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：人

## 1.2 美联储首次加息已基本确定在 3 月，幅度大概率为 50BP

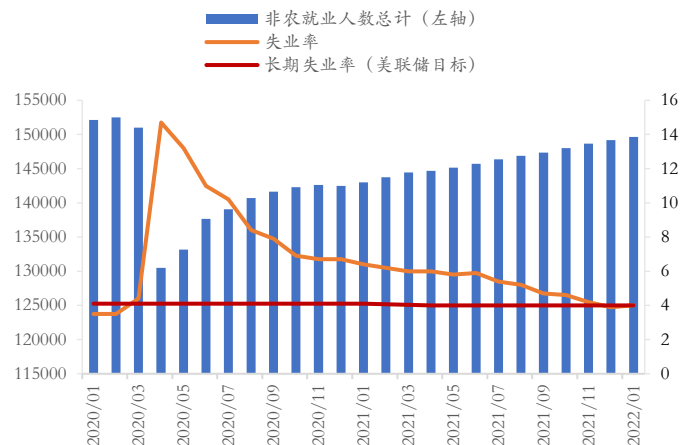
美联储首次加息已基本确定在 3 月，预计幅度大概率为 50BP。美国 1 月 PCE 物价指数同比上涨 6.1%，创 1982 年以来最大单月涨幅；1 月核心 PCE 物价指数同比上涨 5.2%，达 1983 年以来最高水平。我们在 2021 年 10 月的大类资产月报中就指出，本轮全球经济主要是疫情造成的扰动，而非 2008 年系统性的经济问题，因此美联储加息节奏将显著快于 2015 年，美联储目前的政策路径符合我们的判断。我们认为，制约美联储加息 50BP 的关键因素俄乌冲突影响渐弱，各国对于释放石油战略储备响应并不积极，通胀问题依旧难以缓解，暂未发现能够让美联储调整加息幅度的其他因素。但美联储目前在加息幅度上呈现出明显的“相机决策”特点，不排除 3 月初就业数据公布后，美联储可能在加息幅度上有所调整。后续市场关注重点将放在缩表节奏上。

图表5 联储观测工具（下次FOMC会议调整利率概率）  
显示市场已确认3月首次加息



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

图表6 美国失业率基本达到了美联储长期目标



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：千人、%

### 1.3 国内经济一季度“开门红”无忧

国内复苏态势延续，一季度“开门红”无忧。典型可选消费品汽车消费展现韧性，服装类消费小幅走强，消费复苏具有较强内生动力，但居民对于可选消费品涨价承受能力不强表明消费态度仍偏谨慎、消费信心尚待持续修复。春节后有序复工，稳增长政策发力继续拉动各类工业品需求，PPI-CPI 剪刀差逐步缩小利好生产企业利润改善，工业生产向好态势不变。猪肉价格偏低、服务价格上行乏力，预计 CPI 仍维持低位，PPI 同比回落态势不改、下行速度依然较慢，通胀无显著压力不会对宽松货币形成掣肘。基建发力对冲地产下行，商品房销售依旧弱势但边际有所改善，2 月投资端已有企稳迹象。总的看，一季度“开门红”无忧，只待宏观数据进一步提供佐证，GDP 增速大概率强于去年四季度。

政治局会议要求加大政策实施力度，全国两会将统一增长目标和政策力度的市场预期。2022 年 3 月 4、5 日全国两会即将召开，会上将公布全年经济增长目标、赤字率、地方政府专项债、物价等重要经济数据，这将有助于统一市场预期。从中央经济工作会议到 2 月 25 日召开的中央政治局会议上，高层不断强调稳字当头、稳中求进的总基调，要求加大宏观经济政策调控力度，我们预计两会上整体经济目标、政策力度将略好于市场目前的预期，并且随着市场预期逐渐趋于一致，偏积极的增长目标意味着更宽松的宏观经济政策力度将有助于市场风险偏好底部回升。

## 2 全球股市重获支撑

### 2.1 国内股市建议均衡配置之下以成长为先

我们在3月策略月报《均衡之下成长为先》中指出，2月市场波动较大，交易主线在“稳增长”链条和成长风格间切换频繁。展望3月，一方面，在俄乌局势紧张对A股风险偏好冲击告一段落，全国两会召开有助于市场统一对经济、政策力度预期的背景下，A股风险偏好有望持续回暖。但另一方面，需要警惕美联储加息落地对A股形成的短期制约。因此两股力量“掰手腕”下，市场波动可能进一步加大，3月配置总体思路为均衡之下成长为先建议维持均衡配置，但仓位逐步向成长风格倾斜，积极参与成长第三阶段行情。

**主线一：成长风格阶段性调整大概率已经结束，3月可积极参与成长第三阶段行情。**2月成长风格已从低点出现显著反弹，从2月节后第一周的成长扩散板块表现亮眼，再到第二、三周成长主线的逐步回归，并结合《风格复盘系列2：假如成长步入调整一十六年成长良性调整行情全复盘》中历史7次成长良性调整幅度以及持续时间来看，我们判断12月中旬以来的成长风格阶段性调整大概率已经结束。此外，从流动性、催化剂、业绩三大因素来看，成长第三阶段占优行情的支撑均已满足。1) 当前市场流动性宽松。2) 成长类行业存在较多催化剂。3) 业绩层面，成长风格业绩仍将具备一定的比较优势。

图表7 2月成长风格已从低点出现显著反弹，阶段性调整大概率已经结束

良性调整时间	成长风格	周期风格	消费风格	金融风格	上证指数	万得全A
2009年7月末-2009年8月下旬	-18.61%	-19.66%	-15.10%	-21.27%	-18.91%	-18.33%
2010年4月初-2010年7月初	-24.99%	-27.18%	-19.15%	-23.60%	-23.40%	-22.67%
2013年5月底-2013年6月下旬	-15.65%	-11.34%	-16.73%	-17.22%	-14.38%	-15.51%
2014年2月中旬-2014年4月底	-16.92%	-12.13%	-10.76%	-1.48%	-5.45%	-15.03%
2019年4月初-2019年6月初	-19.53%	-19.10%	-11.74%	-11.02%	-12.90%	-15.41%
2020年2月底-2020年4月初	-14.93%	-10.54%	-5.46%	-10.96%	-10.04%	-11.94%
2021年1月下旬-2021年3月下旬	-15.16%	-6.51%	-12.19%	-2.57%	-7.19%	-9.73%
历史7次平均	-17.97%	-15.21%	-13.02%	-12.59%	-13.18%	-15.52%
2021年12月14日-2022年2月14日	-15.95%	-8.26%	-10.59%	-0.05%	-6.85%	-10.22%
2022年2月14日-2022年2月25日	4.62%	1.84%	0.24%	-5.33%	-0.33%	1.25%

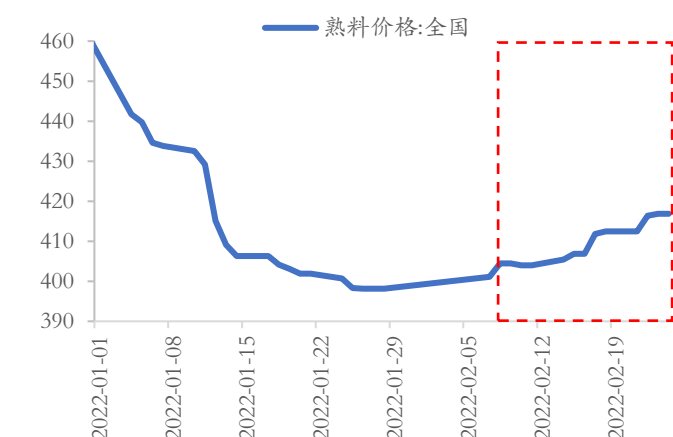
资料来源：Wind，华安证券研究所。

**主线二：短期回调下，可布局稳增长链条，预期差下重点关注新老基建、地产、银行相关产业链机会。**展望3月我们认为稳增长链条依然具备配置价值，1) 市场对于稳增长的“预期差”一直存在。可能出于中观水泥、螺纹钢价格未有表现等原因，市场对于稳增长效果抱有较大分歧。但在草根调研显示地方项目、资金充足且稳增



长态度积极的背景下，我们认为 3 月披露的 1-2 月经济数据有望超出市场预期，因此在预期差下可逐步布局稳增长链条。**2) 稳增长短期具备反弹动能。**2 月节后 3 周稳增长链条表现逐周减弱，从第 1 周的普涨到第 2 周的分化，再到第 3 周的全面回撤，因此稳增长链条在短期超跌后具备一定反弹动能。**3) 2 月第三周基建相关水泥上游熟料价格继续上涨。**节后水泥熟料价格已上涨约 10%，叠加库容比保持相对低位，后续价格有望逐步传导至水泥价格。稳增长链条可重点关注三个方向：

图表 8 水泥熟料价格节后持续回升



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 元/吨

图表 9 2 月全国水泥熟料库容比保持低位



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %

**主线三：消费方面，短期关注受益于行业纾困政策及新冠药物获批催化下的服务类出行链条及医药 CRO，中长期继续把握消费品涨价相关机会。**  
**1) 服务类出行链条主要受益于相关政策扶持。**2 月 18 日国家发展改革委等部门印发《关于促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策》，对餐饮、零售、旅游、运输业、民航业等服务领域困难行业均出台了相应的纾困政策，在政策扶持下可重点关注近期回调且估值较为合理的机场、旅游、餐饮、休闲等服务类出行链条。  
**2) 辉瑞获批下，医药 CRO 概念一季度业绩有望抬升，值得关注。**  
**3) 涨价主线，重点关注涨价传导顺利更为顺利的乳制品与种植业。**2021 年三季度以来，调味品、乳制品、次高端白酒等各类消费品均逐步提价，但 1 月商品零售价格指数 RPI 仅同比上涨 1.5%，已连续 2 个月回落，可能与部分消费品提价并不顺利有关（如春节档电影票价），因此建议关注提价确定性相对较高的乳制品以及种植业农产品相关机会。

图表 10 2 月下旬乳制品零售价格继续上涨、成本继续下降 图表 11 2 月下旬农产品期货价格继续飙升



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 元/升, 元/公斤



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 点

## 2.2 风险释放后，美股反弹可期

我们认为，俄乌冲突影响渐弱，对美联储加息影响也已经充分定价。从历史复盘来看，美股最终的决定因素在于美国经济失速风险，只有当美国季度 GDP 环比达 -0.8% 时才有回调，而美债收益率上行幅度难以触发月 50BP 对美股的抑制作用。因此，我们认为当前可以继续看多美股。

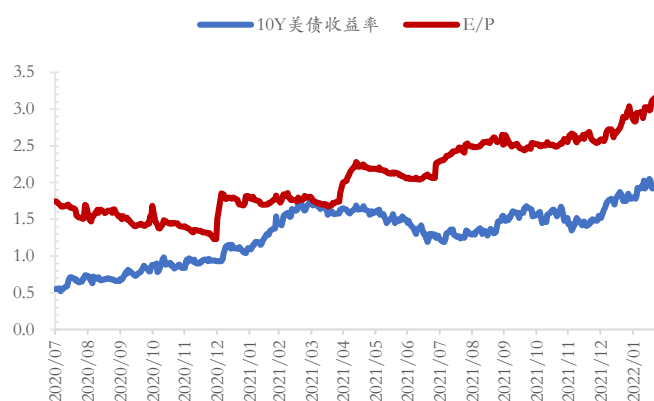
**美股：**俄乌冲突影响渐弱，美联储加息影响也已经充分定价，美债收益率阶段性快速上行不再构成美股回调制约因素，美股反弹可期。对于美股此轮下跌的性质，我们一直坚持强调是属于阶段性的调整而非熊市来临，本轮下跌的原因主要是加息预期、美债收益率阶段性快速上行以及俄乌局势紧张所致，均不符合美股熊市深调的条件。当下美国经济延续较好的复苏态势，支撑美股继续上行，美股股息率与 10Y 美债收益率同步上行，差值稳定。我们在系列报告《美债收益率登顶的时间、节奏及影响》（2022-02-22）中指出，本轮美债收益率阶段性顶部预计出现在 3 月末，顶点为 2.25% 左右，美债收益率目前已经不会出现月 50BP 的阶段性快速上行，对美股无法产生抑制。同时，2 月 24 日美股在拜登宣布不会出兵乌克兰后，由盘中一度大幅下跌 3% 转为上涨约 3%，也说明俄乌冲突的影响渐弱。因此，美股 PE 已经跌至 50 分位数左右，美股大概率将开启反弹。考虑到后续加息情况下，对于成长类企业的影响更大，预计加息对纳指的影响大于道指，在当前阶段依然建议超配道指。从历史复盘来看加息周期中首次加息对美股均有抑制作用，因此美股反弹幅度在 3 月份也不宜过度乐观。

图表 12 纳斯达克指数市盈率分位数以跌至 50 分位附近



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

图表 13 E/P 与 10Y 美债收益率同步上行，差值整体稳定



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

图表 14 美国经济延续复苏态势

	环比变动	2022-1	2021-12	2021-11	2021-10	2021-9	2021-8
ISM 制造业 PMI	-2.7	55	57.7	59.1	59.2	60.5	61.2
实际 GDP 环比折年数	4.9	-	6.9	-	-	2	-
就业							
新增非农人数 (千人)	268	467	199	210	531	194	235
失业率	0.1	4	3.9	4.2	4.6	4.7	5.2
私人企业周工资环比	-0.07	0.54	0.61	0.92	1.18	1.13	0.44
ADP 新增就业 (千人)	-1077	-301	776	496	563	526	310
消费 (十亿美元)							
个人服务消费折年数	51.7	10789.5	10737.8	10682.6	10617.3	10535.5	10469.4
环比	-0.04	0.48	0.52	0.62	0.78	0.63	0.77
个人非耐用品消费折年数	93.1	3645.3	3552.2	3631	3601.8	3544.8	3524.5
环比	4.79	2.62	-2.17	0.81	1.61	0.58	2.29
个人耐用品消费折年数	192.3	2181.2	1988.9	2096.2	2098.7	2008.5	1997.1
环比	14.79	9.67	-5.12	-0.12	4.49	0.57	0.87

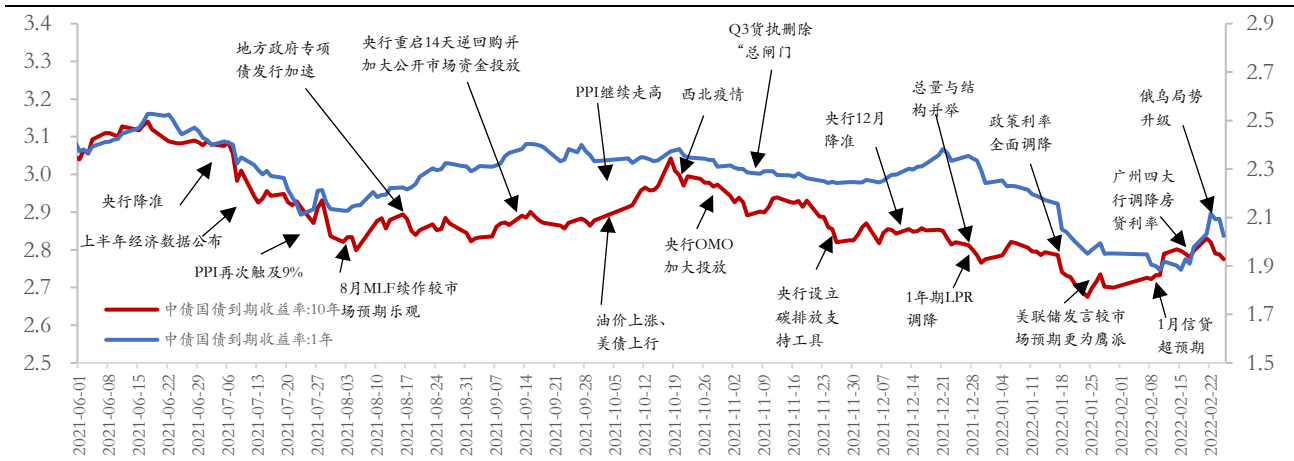
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：千人、%、十亿美元。

## 3 国内长债利率震荡向上，美债 3 月承压

国内经济复苏预期升温，市场已对后续货币政策计价。3 月国内债券市场长端利率延续上行，短端预计进入震荡。美通胀数据创 40 年新高，3 月美联储加息在即，市场预期缩表节奏或将加快，美债长、短端预计均持续上行。

### 3.1 利空因素增多，减配中债利率长债

图表 15 利率回顾 (1Y 国债右轴坐标)



资料来源: wind, 华安证券研究所。 单位: %

3月我们建议减配利率长债。10年期国债利率面临国内经济逐步复苏、美联储加息的两重压力，震荡向上概率增大。回顾2月，长端利率经历震荡上行，主要来自于：①市场对于基本面预期有所转变，经济增速逐步复苏的预期在发酵；②2月MLF小幅超额续作后，市场对于进一步的货币政策已计价；③四大行同步下调广州房贷利率、一线城市地产松绑释放“稳增长”强力信号。三者共同作用下长端利率打破2.7%后筑底开启反弹、持续上升至2.8%。但在地缘局势紧张的推动下再次转为震荡下行。后续来看3月长端利率预计震荡上行，主要来自于：①经济基本面的复苏对长端利率上行支撑逐步增强；②外部方面，面临美联储缩债完成、加息在即以及缩表预期升温的多重压力，将制约国内长端利率的下行空间，并且2015年12月美联储开启的加息周期中，国内10年期国债收益率持续上行；③市场已对进一步的货币政策宽松计价，降息的可能与否仍然需要关注经济增速能否企稳而相机抉择；④地缘局势的不确定性或成为长端利率的下行支撑，但目前来看仍以短期影响为主、且影响幅度较为有限。短期利率3月预计迎来波动，一是短期内资金到期量较大3月1日至4日逆回购到期量为8000亿元，；二是地方政府债券3月发行规模较2月增大，对短端利率造成扰动。利差方面，10-1年期国债利差3月预计仍有走阔，主要来自于长端利率震荡上行、幅度较短期更大。

图表 16 国债利差后续预计震荡上行



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %

图表 17 2015 年 12 月美联储开启加息, 国内 10 年期国债到期收益率在加息周期开始初期表现为震荡向上



资料来源: wind, 华安证券研究所。单位: %

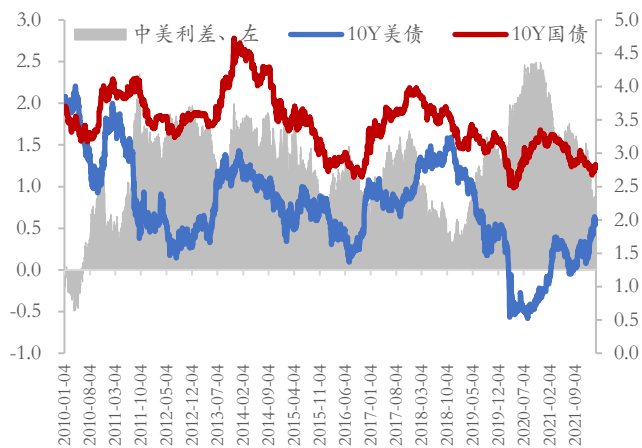
### 3.2 鹰派预期持续升温, 美债震荡上行

3 月美债预计震荡上行, 议息会议前后预计到达 2.25%。10 年期美债 2 月延续上升, 自 2 月 1 日的 1.81% 上行至目前的 1.97%, 其中在 2 月中旬后三次突破 2.0% 水平。后续来看美债上行趋势支撑主要来自于以下几个方面: ①通胀“新高”加剧市场对美联储收紧加快的担忧。美国 1 月 CPI 数据处于 40 年以来新高, PCE 物价指数同比上涨 6.1%, 1 月核心 PCE 物价指数同比上涨 5.2%。在 1 月通胀数据公布后, 市场已经开始普遍预期 2022 年将加息 6 次甚至 7 次; ②圣路易斯联储主席发言“鹰上加鹰”, 市场预期加息、缩表节奏更快, 支撑美债上行。近期美国圣路易斯联储主席布拉德在此前鹰派发言的基础上, 更是提出“7 月之前加息 100bps”, 强调对于 3 月议息会议“希望美联储能够尽快加息 50 个基点”, 并且赞成在第二季度就启动缩表。若美联储坚持 3 月会议的加息幅度为 25bps、而非首次就加息 50bps, 市场则预期在 7 月前有可能增加临时议息会议以进行加息。在鹰派预期升温的情况下, 美债预计持续上行。

美债 2.25% 预计出现在 3 月议息会议前后。根据我们在研究报告《美债收益率登顶的时间、节奏及影响——美债收益率影响系列研究 3》中提出: 测算预计上半年实际利率有望上行至 -0.2% 至 -0.25%, 内含通胀预期持平于 2.45% 左右, 据此本轮美债收益率上行的顶部位置 2.25% 左右有可能出现在 3 月底美联储议息会议附近。在目前 2.0% 的水平上, 后续美债长债利率上行幅度有 25bps。

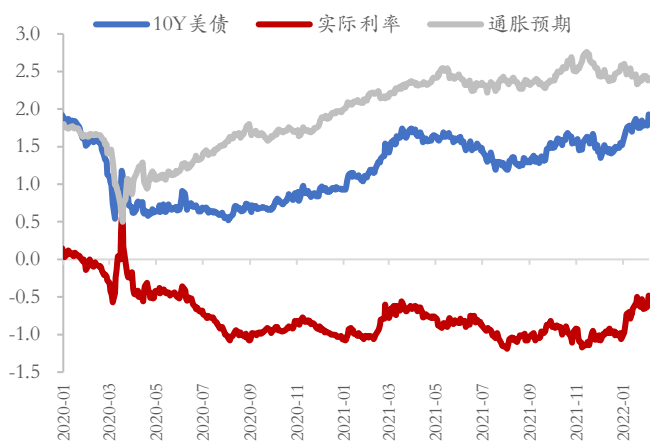


图表 18 中美利差后续预计进入震荡



资料来源：Wind，华安证券研究所。 单位：%

图表 19 长端美债上行，后续延续



资料来源：Wind，华安证券研究所。 单位：%

## 4 大宗商品建议关注俄罗斯遭受制裁后可能受影响的原油与农产品

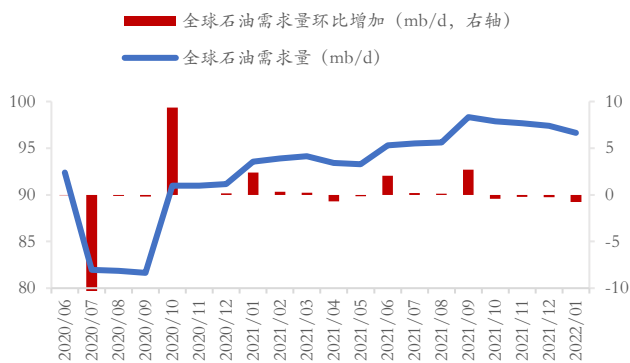
短期来看，俄乌冲突造成的影响仍将持续一段时间，随着美欧对俄制裁以及乌克兰局势不稳定，俄乌相关出口商品供应可能遭受明显扰动。国内大宗商品方面，地产链条延续下行态势，影响将在春节复工后逐步显现，对玻璃、螺纹钢的需求形成一定抑制。综合来看，建议重点关注俄乌供应扰动品种的投资机会，即原油与农产品。

### 4.1 国际大宗商品建议超配原油，低配黄金和铜

**原油：**释放战略储备数量有限恐难以对冲对俄制裁影响，OPEC+增产幅度不及预期，原油仍有上行空间。OPEC+在2月预测全球原油需求继续小幅走弱，去年10月以来已经连续下调全球需求，最新一期预测原油需求为96.65mb/d，较上月下调0.76mb/d。尽管需求小幅下降，但对于供给端的担忧仍是当下市场主导因素，EIA商业原油库存和API原油库存仍处于低位徘徊。①对俄制裁可能长期影响原油供应，释放战略储备数量有限。虽然2月日本也宣布释放石油战略储备，美国也持续呼吁各国释放战略储备，但整体上响应者较少。②OPEC+增产仍有可能不及预期。过去几年对于传统石油石化投资不足等问题持续显现，一些OPEC+成员国难以按照配额增产的问题更加突出。③OPEC+仍无意加速增产。以沙特和俄罗斯为首的OPEC+产油国联盟将于3月2日召开4月油产决策会议，从目前的情况来看，OPEC+大概率维持增产40万桶/日的原定计划。从投机情绪来看，WTI非商业多空头仓位都有所下降，俄乌冲突下避险情绪浓厚。总的看，当前主导原油价格的主要因素仍然是供给端扰动，但油价已处于95美元/桶的高位，突破100美元/桶后页岩气等替代能

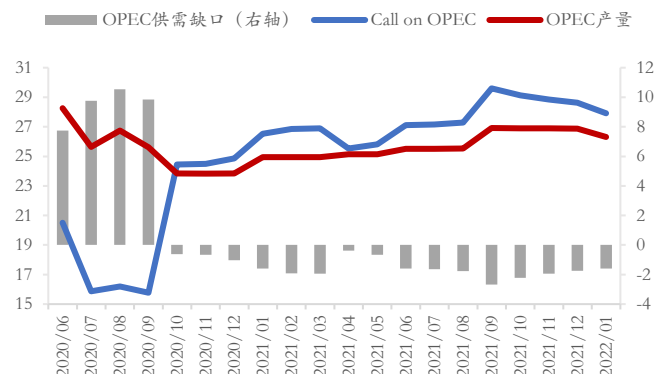
源经济性将逐步显现，可能会对油价上行构成制约。

图表 20 OPEC 预测原油需求小幅下降



资料来源：OPEC 月报，华安证券研究所。单位：mb/d

图表 21 OPEC+对于增加产量相对谨慎，去库存延续



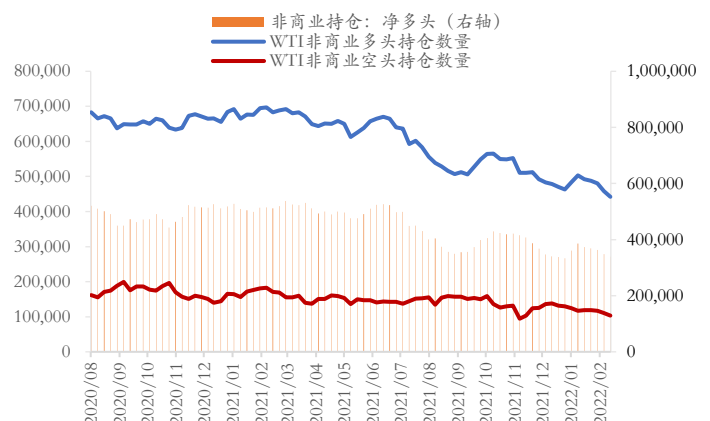
资料来源：OPEC 月报，华安证券研究所。单位：mb/d

图表 22 EIA 和 API 库存仍在低位



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

图表 23 WTI 非商业多空持仓均有所下降

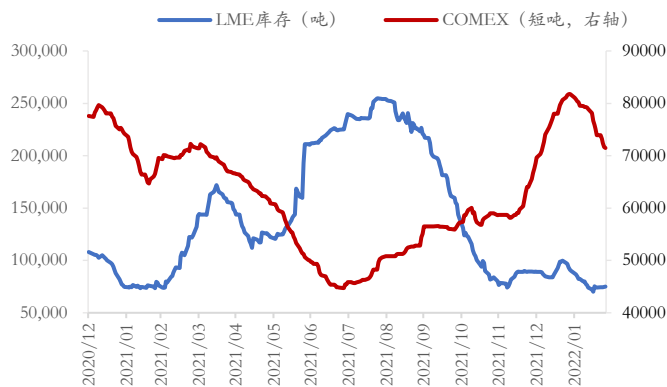


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：手

**铜：俄罗斯铜供应无碍全球供应恢复，需求略强于预期，预计铜价以震荡为主。**

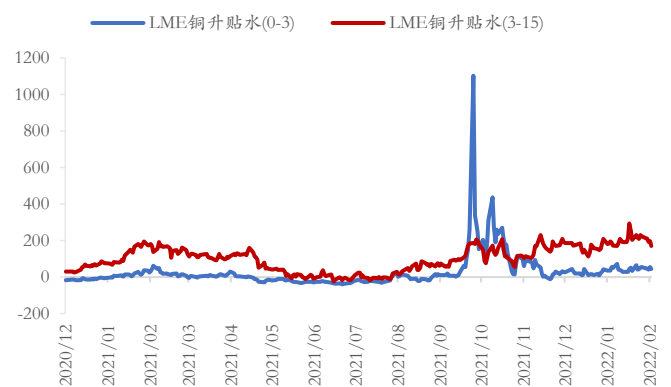
2020 年，俄罗斯生产铜矿 79.1 万吨铜，全球占比 3.9%，全球排名第 8，其中铜精矿 78.9 万吨铜，全球占比 4.7%；生产精铜 102.8 万吨，全球占比 4.6%，全球排名第 4。但整体上看，俄罗斯属于铜精矿净进口国，精炼铜净出口国，且铜矿整体供应量对世界范围内影响不大。而俄乌冲突可能影响欧盟经济复苏局势，进一步弱化铜需求。故两者对冲，俄乌冲突对铜整体基本面影响不大。目前，COMEX 铜前期库存快速上行情况有所缓解，欧盟 LME 铜库存和上海保税区铜库存低位企稳。从投机情绪来看，COMEX1 号铜非商业多头仓位有所提升，净多头有所在避险情绪下有所回复。总的看，在美联储加息以及全球经济增速放缓等大背景下，2023 年铜供大于求仍是大概率事件，铜价大趋势延续回落态势，但短期内全球铜库存低位、避险情绪增加仍给予铜价一定的支撑。

图表 24 COMEX 铜库存增加、LME 铜库存企稳



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

图表 25 国内现货铜供应偏紧情况有所增加



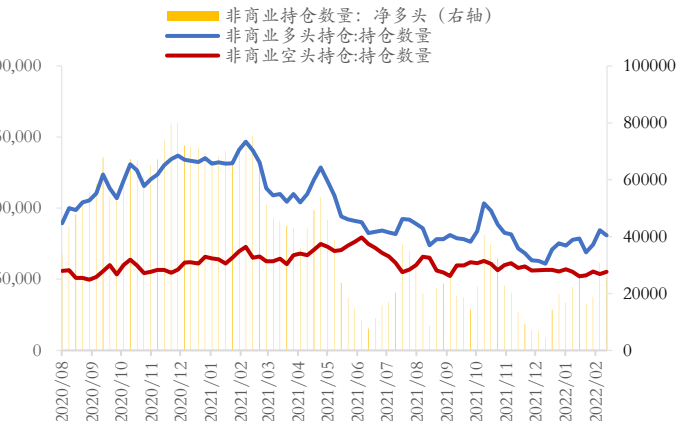
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

图表 26 LME 铜现货库存小幅抬升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

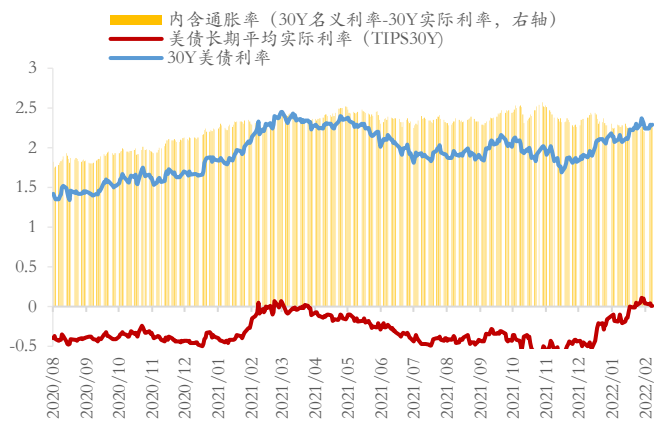
图表 27 COMEX1 号铜非商业净多头触底回升



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：手

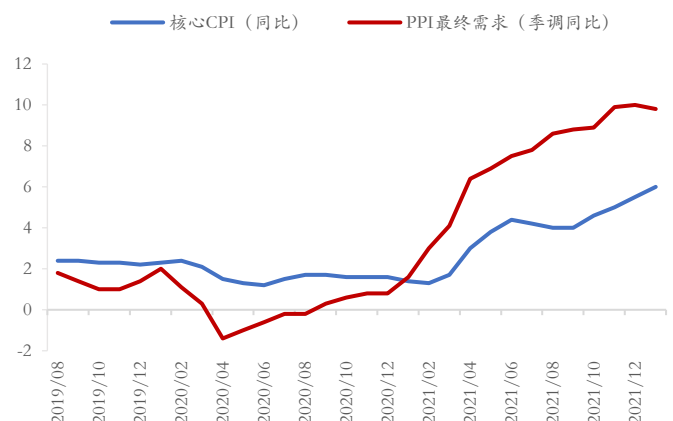
**黄金：避险情绪退散叠加实际利率抬升将抑制金价，美联储加息后金价有望阶段性止跌。**近期黄金价格大幅上涨，一方面是美国历史性高通胀刺激了黄金保值需求，另一方面则是俄乌冲突推高了避险情绪。但随着俄乌冲突影响渐弱，叠加 30Y 美债实际收益率突破 0% 关口，黄金转变为净持有成本，一旦长期平均实际利率超过 0%，回归正值区间，黄金作为无息资产的吸引力将大幅下降。以上都将抑制黄金价格，尤其是俄罗斯炸毁乌克兰军事设施、美国表态不进行军事干预后，黄金价格已经基本回落至俄乌冲突早期阶段，意味着避险情绪已经不再是短期内主导黄金价格的主要因素。总的看，随着美联储进入加息周期，金价大概率进入下行周期。但正如我们在《美债收益率登顶的时间、节奏及影响》中指出，首次加息后实际利率短期内维持震荡或者小幅下行，对金价的抑制作用有望环节，金价有望在美联储加息后企稳。

图表 28 美债实际利率快速抬升



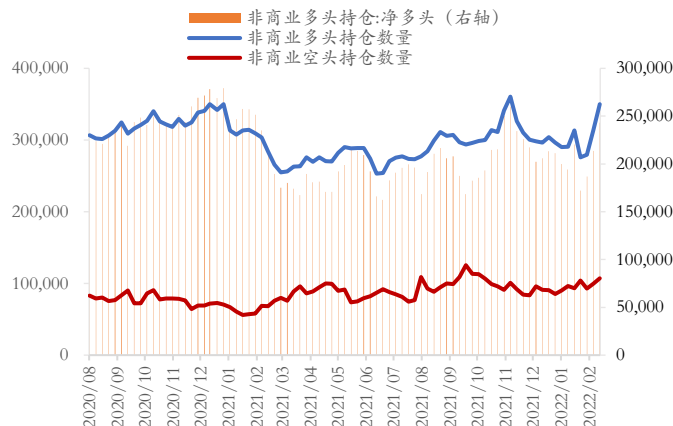
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

图表 29 美国通胀水平继续向上



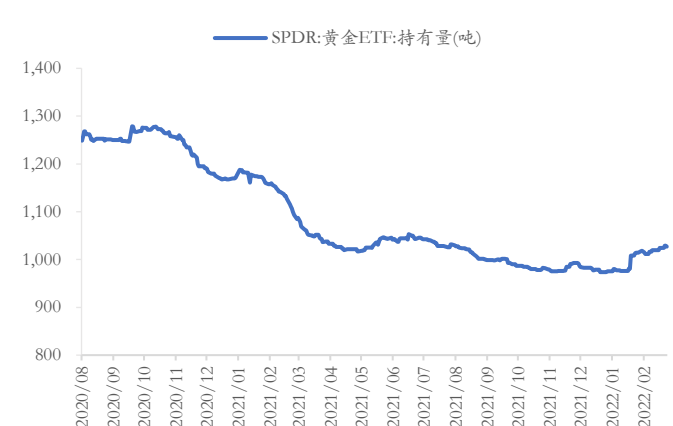
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

图表 30 非商业多头明显下降



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：手

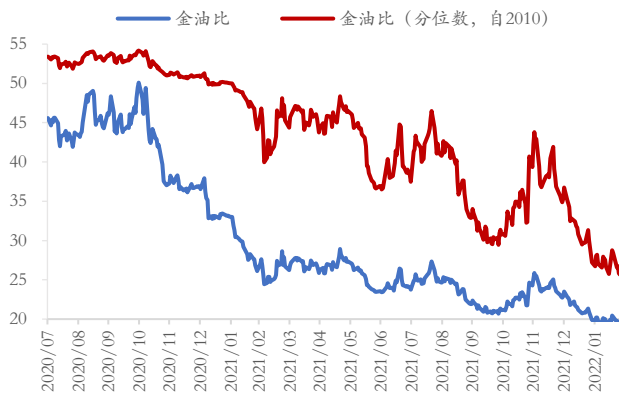
图表 31 黄金 ETF 出现小幅流入



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：吨

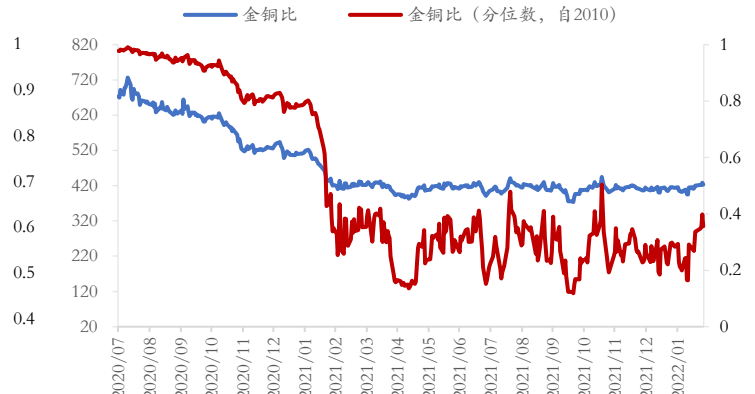
**建议超配原油，低配黄金和铜。**从金油比和金铜比两个指标来看，金油比持续下行，金铜比仍然维持震荡趋势不变。短期来看，原油仍有上行空间，而铜维持震荡，而黄金下行压力较为突出，预计原油在未来一段时间内优于黄金和铜，整体上维持上个月观点，即原油>铜>黄金。

图表 32 金油比持续下行



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %

图表 33 金铜比整体趋稳, 分位数有所波动加剧

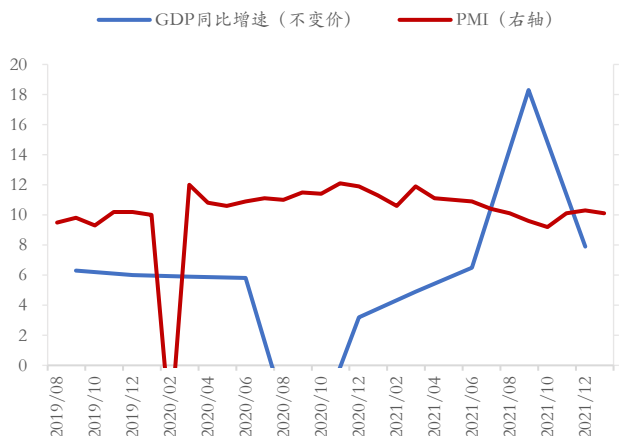


资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %

## 4.2 保供稳价下国内大宗商品预计再次进入阶段性震荡中

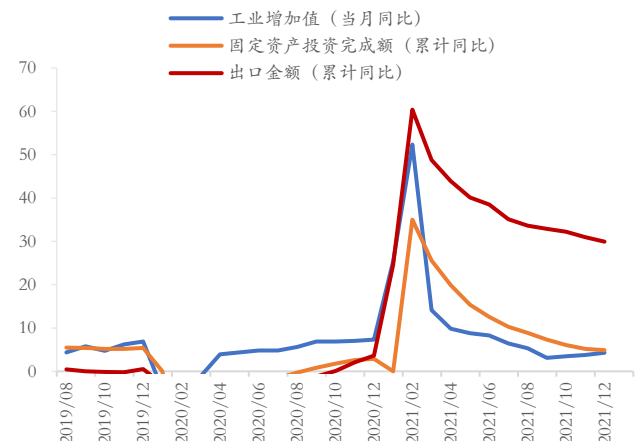
**南华工业品指数:** “稳增长”政策拉动各类工业品需求, 但原材料价格上涨进一步助推指数上行。一方面, 一季度“稳增长”政策逐步发力, 将拉动各类工业品需求。另一方面, 大宗商品价格逐步回升, Q5500 秦皇岛动力煤(山西产)2 月份日均价格升至 992 元/吨, 较上月提高了 47 元/吨, 铁矿石、金属、原油等能源和原材料价格环比均有不同程度上行。但近期发改委密集发布调控政策, 除了之前已经取得一定调控下过的铁矿价格之外, 对于煤炭、电力等价格调控态度进一步明确。总的看, 南华工业品指数预计以震荡小幅上行为主。

图表 34 PMI 维持在荣枯线之上



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %

图表 35 “稳增长”压力集中于 2022 年一季度



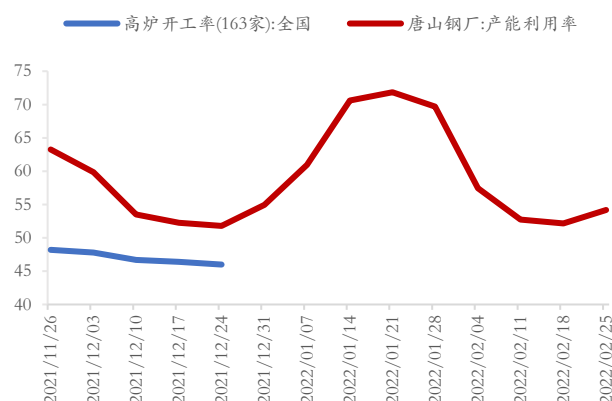
资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %

**南华螺纹钢指数:** 调控后铁矿价格开启回落, 基建虽有拉动作用但力度恐不及地产下行, 螺纹钢预计震荡下行。一月社融数据公布后, 出于对社融数据中长期企



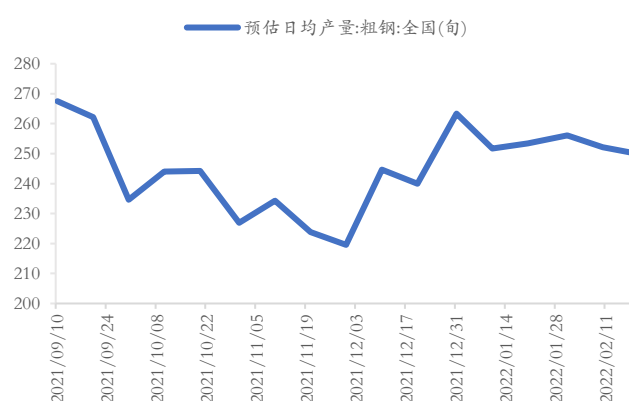
业贷款等结构性问题的担忧，螺纹钢价格开启下行。尽管“稳增长”政策下基建投资大概率在 2022 年 Q1 发力，地产调控边际回暖，能够对螺纹钢需求形成一定支撑，但目前来看，建筑相关指数整体以企稳为主，房地产去年以来新开工整体低迷，房地产销售略有回暖，但同比仍以下降为主，螺纹钢价格支撑因素还有待进一步验证。尤其是从中国钢铁协会公布的数据来测算，建筑用钢占粗钢表现消费量的 55%，进一步拆分测算 2021 年地产占比为 35%，基建只占 20%，基建拉动作用在同等情况下小于房地产。总的看，螺纹钢总需求可能有所下降，同时发改委调控铁矿和煤炭价格，预计螺纹钢价格可能小幅下行。

图表 36 唐山产能利用率节后有所恢复



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%

图表 37 粗钢产量整体平稳



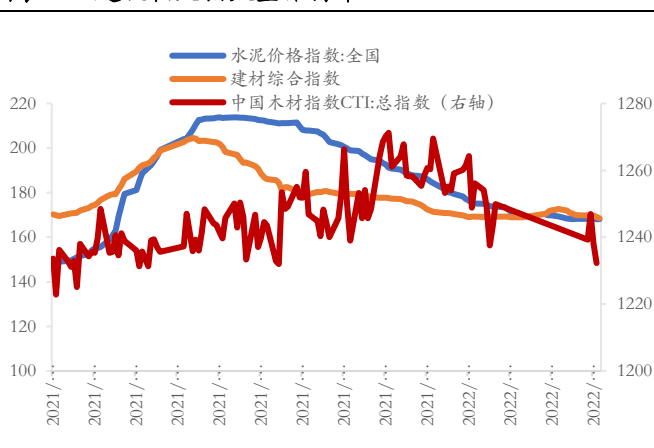
资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万吨

图表 38 2 月商品房销售面积小幅改善，但同比依然偏弱

指标	更新时间	T	环比	T-1	环比	T-2	环比
成交面积（万平方米）	2022-02-20	235.2	57.2	149.6	597.9	21.4	-92.8
同比	2021-02-21	91.9		62.6		-94.4	
其中：一线	2022-02-20	83.0	79.0	46.4	343.0	10.5	-88.5
同比	2021-02-21	163.0		171.1		-88.8	
二线	2022-02-20	104.6	42.1	73.6	798.3	8.2	-93.9
同比	2021-02-21	102.4		77.2		-95.5	
三线	2022-02-20	47.6	61.0	29.6	970.2	2.8	-96.2
同比	2021-02-21	21.1		-11.3		-97.5	

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：万平方米

图表 39 建筑相关指数整体持平

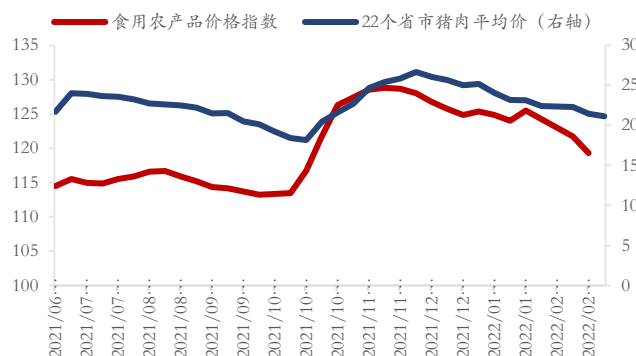


资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点

南华农产品指数：春节后猪肉价格有望小幅反弹，俄乌农产品、化肥出口可能对供应进一步造成扰动，预计农产品价格小幅上行。①能繁母猪存栏量进一步下行，叠加春节后保供稳价政策端可能有所放缓，猪肉价格有望在春节后迎来小幅反弹。

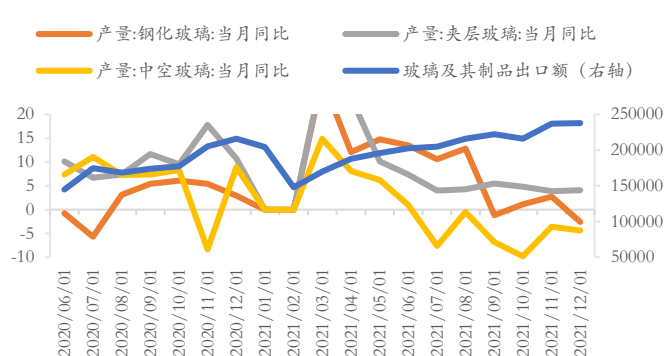
②俄乌农产品、化肥出口可能对供应进一步造成扰动。乌克兰历来被称为“欧洲粮仓”，俄罗斯小麦出口和化肥出口在世界范围内占据重要份额，俄乌冲突可能造成供应扰动对农产品价格上行形成一定支撑。

图表 40 春节期间食用农产品与猪肉价格下行



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：指数点、元/斤

图表 41 玻璃出口景气延续，但产量同比继续下降



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：%、万美元

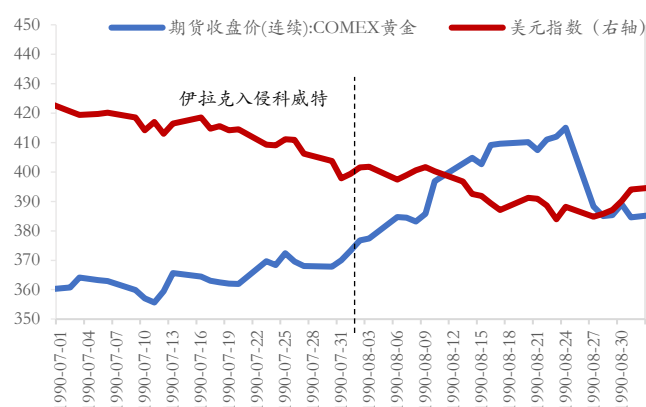
**南华玻璃指数：**地产和汽车产量回暖将进一步支撑玻璃价格上行，但 2 月预期差已现，预计价格以震荡为主。在上个月大类资产配置月报中，我们就指出，对于当前地产回暖预期可能与实际数据、地方政府放松调控力度之间存在预期差，需警惕价格回撤风险。这一点在 2 月份公布社融数据后，玻璃期货价格也出现了明显波动，我们的判断得到了验证。需求端看，地产和汽车产量回暖将进一步支撑玻璃价格上行：玻璃需求主要集中在地产竣工阶段，而竣工后销售回款仍是地产商缓解资金压力的最佳选择，因此政府“保交楼”和地产商“保竣工”之下，玻璃需求仍有支撑；汽车“缺芯”问题逐步缓解，汽车对玻璃的需求也将有所增加，也能够对玻璃需求形成支撑。但政策端来看，目前房地产政策刺激均在市场预期之内，没有超常规刺激之下，地产修复预期逐步衰减，预计价格难以再大幅上行。

## 5 俄乌局势明朗后美元重归强势，人民币或小幅走弱

**美元：**俄乌局势明朗后美元重归强势。我们在 2022 年 1 月 26 日发布的研究报告《1990 年以来，六次战争对资产价格影响复盘》中，对 1990 年以来战争对美元指数进行了复盘。总的来看，战争开启前局部地区冲突阶段呈现出避险资产黄金走强而美元走弱的情况（除科索沃战争），当局势明朗后美元才开始反弹。随着欧美表态不会进行军事干预，避险情绪逐步退散，短期美元有望重拾升势，人民币贬值压力提升。从美国经济来看，美联储 2022 年可能加息 3-4 次，美国经济强劲下预计全球资

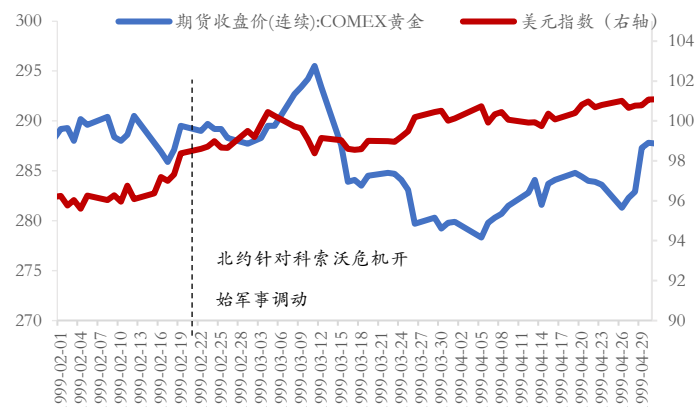
本仍将大概率向美国回流。1.短期来看，由于英国、欧盟等在高通胀面前也开始考虑采用加息的方式予以应对，美债与其他发达经济体利差可能不会扩大，在此预期下，美元可能不会有很强表现。2.中期来看，本轮俄乌冲突后美欧对俄罗斯的经济制裁，将主要影响欧盟能源等基础商品进口，预计欧盟经济复苏速度可能慢于美国。3.长期来看，美元指数主要取决于美国 GDP 占世界 GDP 的比重，根据 IMF 今年 1 月的经济展望数据，美国 GDP 增速可能低于世界 GDP 增速，这意味着美元走强的长期制约仍在。综合来看，美元短期内有望走强，但幅度有限。

图表 42 1990 年海湾战争开战前后美元走弱



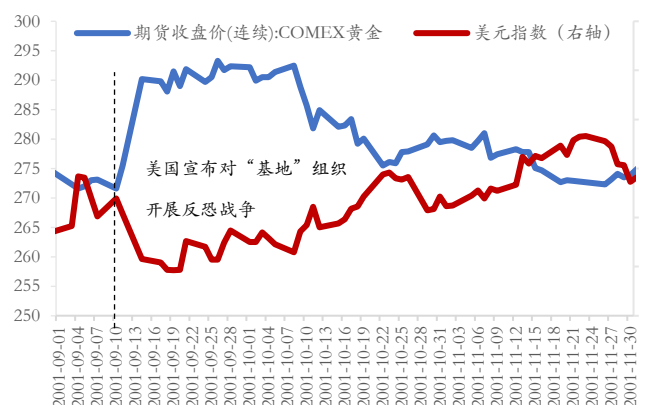
资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 美元/盎司、点

图表 43 1999 年科索沃战争开战前美元走强



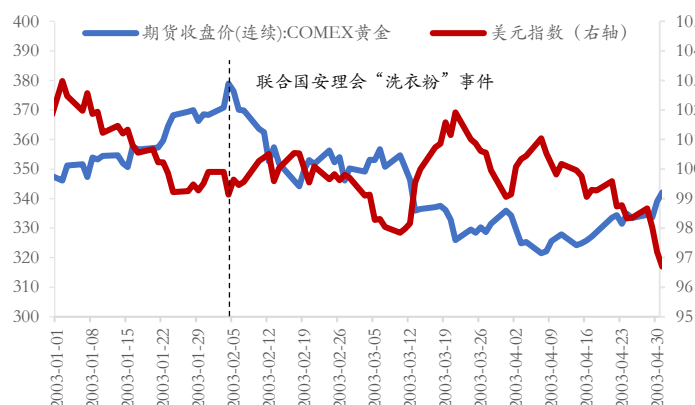
资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 美元/盎司、点

图表 44 2001 年阿富汗战争开战前美元走弱



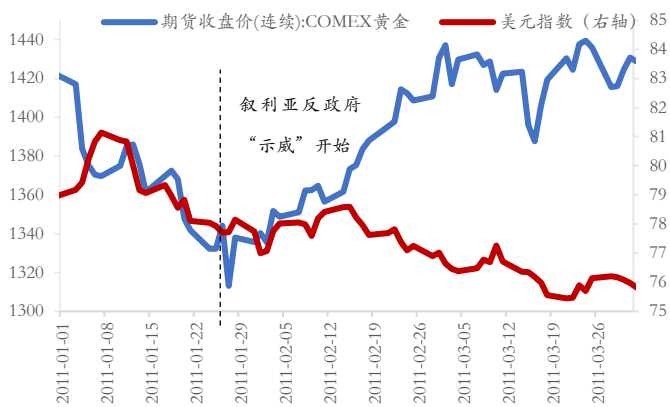
资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 美元/盎司、点

图表 45 2003 年伊拉克战争开战前美元走强

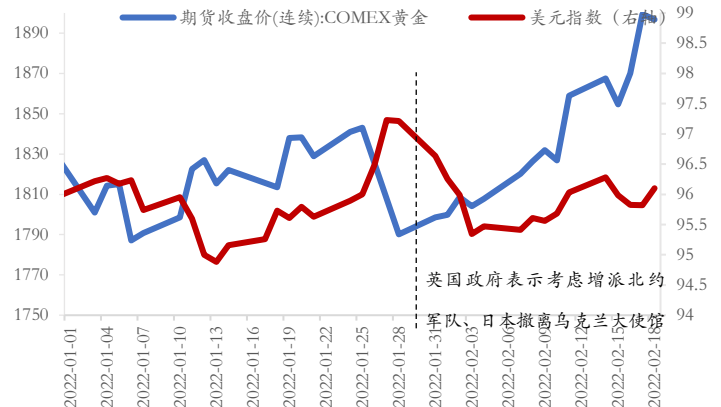


资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 美元/盎司、点

图表 46 2011 年叙利亚内战、利比亚战争战前美元走弱 图表 47 2022 年俄乌冲突下美元走弱



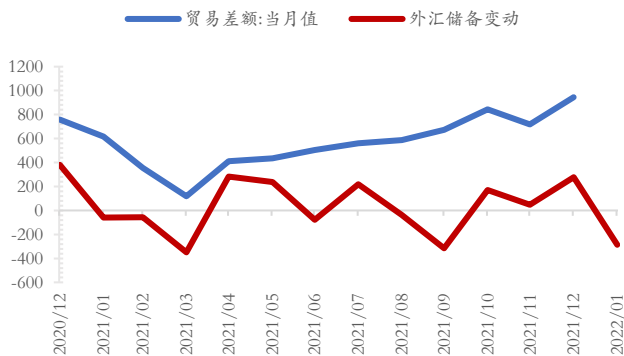
资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 美元/盎司、点



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 美元/盎司、点

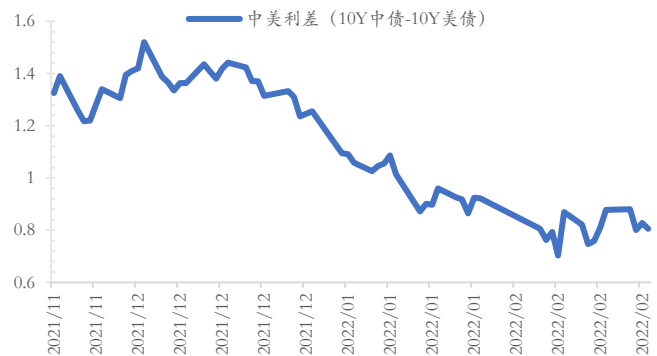
**人民币: 美元走强叠加出口压力下, 宽松货币政策下中美利差进一步收窄, 预计人民币短期内有望小幅走弱。**俄乌冲突后美元走强, 人民币存在贬值压力。同时, 在大宗商品价格持续上行, 今年出口压力有所增加的大背景下, 贸易差额恐难以支撑外汇储备规模整体稳定。今年 1 月份以来, 中美利差快速收窄, 外汇储备规模迅速下降预示着资本外逃压力较强。考虑到未来一段时期, 稳增长压力下国内货币政策有望维持合理宽松, 而美联储为了应对通胀压力将持续收紧货币, 中美利差有望进一步收窄, 从而加剧人民币贬值压力。从政策端角度来看, 人民币贬值有利于稳出口, 对此进行干预的动力偏弱。综上, 预计人民币短期内有望小幅走弱。

图表 48 外汇储备流出压力加大



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: 亿美元

图表 49 中美利差快速收窄, 加剧资本外逃压力



资料来源: Wind, 华安证券研究所。单位: %

## 风险提示:

对各国经济复苏预测存在偏差; 国内外政策收紧超预期; 中美关系超预期恶化; 新冠疫情超预期发展等。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。