

2022 年 10 月 10 日

美元与美债利率后续走势如何？如何看待地产与消费的改善空间？

——申万宏源关键假设表调整与交流精粹(2022 年 10 月)

相关研究

本期投资提示：

- 2022 年 9 月 26 日，研究所召开了体系协同的 2022 年 10 月月度观点交流会，具体讨论了近期强势美元、强势美债利率后续怎么看？国内货币政策将何去何从？地产恢复情况如何？将带来什么样的投资机会？各行业国产替代和自主可控机会有哪些？本次交流的亮点与各领域主要观点如下：
- 【美元流动性：美元和美债利率加速上行不断破新高，是否已在加速赶顶？全球加息潮愈演愈烈，国内货币政策何去何从？】9 月美联储议息会议鹰派加息后，10Y 美债利率和美元指数加速上冲，在 9 月底分别达到 4% 和 114 的年内高点。宏观分析师认为今年以来强美元的背后是“全球比差”过程中，美国相对其他经济体更具优势。欧洲能源危机尚未解决，欧元区、英国经济前景仍然较为悲观，本轮美元指数维持强势的时间或超预期。长端美债利率未来仍存上修空间，特别是当前美国居民超额储蓄仍支持美国需求韧性延续；债券分析师同样认为强美元和强美债利率的格局尚未结束。根据目前美联储给出的点阵图预测，本轮长端美债利率高点将在 2023 年上半年出现，年底前仍将震荡上行至 4% 的高位。策略分析师提示短期美联储的紧缩态度仍然是支撑美元和美债利率的关键，而政策预期依赖于通胀和就业的边际变化。市场抢跑通胀回落和就业疲软的预期与实际数据证伪不断反复，从而导致风险资产波动率较高。在强美元格局下，9 月 28 日美元兑人民币突破 7.2，创下 2015 年“811 汇改”后的新高。宏观分析师认为人民币汇率阶段性存在一定的贬值压力，但人民币相对一揽子货币仍然坚挺，资金外流压力目前可控。国内经济下行压力仍大，关注后续降准的可能性，时间点上或需等待美联储紧缩预期缓解之后。银行分析师认为银行息差已经处于历史低位，有必要通过降准操作来管控银行负债端成本。另外，存款端可能推出类似 2021 年推出的存款报价改革、限额管理调整等积极政策。
- 【内需：地产刺激政策是否仍有发力空间？未来地产同比数据的改善和实质性需求疲弱的矛盾对投资而言意味着什么？消费场景是否在慢慢恢复？】宏观分析师认为前期二、三线城市地产政策放松力度较大，但效果甚微，销售回暖速度较慢导致大宗消费普遍较弱。从投资端来讲，“房地产金融化泡沫化得到了实质性扭转”定调意味着保障房、竣工的改善，但项目投资的可持续性存疑。房地产分析师表示由于基数快速下行，2022Q2 将是全年房地产销售同比数据的低点，后续将逐步改善。但传统的“金九银十”明显弱于历史季节性，全年销售面积预计为 12 亿平方米，同比下降约 30%。建议关注 Q4 是否有更加积极的政策出台，预计政策方向集中于提振一、二线城市的改善型需求，而供给端将从保项目为核心逐步切换至保主体为核心。策略分析师认为从中期来看，地产投资、销售数据后续将逐步改善，政策刺激的实际改善效果将无法证伪，地产股投资机会仍然值得密切关注。食品饮料分析师认为 9、10 月白酒的动销数据偏弱，后续需求恢复需等待消费场景的改善。纺织服装分析师认为 Q2 是内需最悲观的时点，Q3 逐步好转，特别是服装销售数据明显超预期。轻工分析师指出家居销售 Q3 较 Q2 有所恢复，但是幅度微弱，并且结构上体现出消费降级现象。
- 【大宗商品：需求疲软拖累工业金属，俄乌冲突最新变化对原油和高耗能品种有何影响？】有色分析师表示需求疲软叠加海外加息导致铜、铝等工业金属价格整体偏弱，而欧洲能源危机下，高耗能品种如铝在成本支撑下价格仍然存在一定韧性。另外部分小金属如工业硅、锂价格仍有优势。石油化工分析师认为最新的俄乌局势显示欧洲对俄罗斯石油依赖最悲观的预期已经过去。后续观察美国中期选举后，美国石油抛储结束的同时页岩油生产较慢带来的供给侧冲击。另外，需求侧不必过度悲观，预计 Q4 布伦特原油价格中枢维持在 90 美元/桶。公用事业分析师表示短期天然气价格回落主因是欧洲天然气库存达到高位，但 2023 年缺口问题依然严峻，能源价格存在反复的可能。而国内方面，8 月用电数据超预期，单月增速为 10.7%，主因是高温天气下居民端贡献了 5.1 个百分点，而工业用电需求仍然较弱。国内生产替代欧洲高耗能产业的趋势尚未明确观测到，后续有待进一步验证。煤炭分析师表示随着施工旺季的到来，近期煤价出现限价政策实施后的首次上涨。但限价的刚性约束叠加下游采购意愿偏弱，煤炭价格的上涨空间相对有限，全年中枢维持在 1200~1300 元/吨。
- 【国产替代：各行业国产替代和自主可控情况如何？】医药分析师认为对于设备而言，国产替代的痛点不在于价格，而在于技术需求是否达标；对于耗材和药品而言，能否实现国产替代依赖于采购端政策的倾斜程度。计算机分析师表示行业国产替代能够释放业绩的主要有 CPU、办公软件和数据库等，重点关注价格是否稳定，产品标准化程度。电子分析师表示行业国产替代空间较大，但是受到全球消费电子低迷的冲击，建议更多挖掘自身品类能够得到拓展的 alpha 机会。
- 【其他领域精彩观点：各行业三季报业绩前瞻以及 2023 年格局展望如何？】汽车分析师认为 Q3 在补库需求的影响下，零部件和主机厂将维持环比高增。然而近期市场对后续新能源车销量预期不断下修，叠加产能释放后市场进入价格战拼销量阶段，整体产业链盈利增速明年将明显下滑，特别是中下游环节业绩压力相对更大。医药分析师认为医药三季报业绩环比二季报将有所改善，但回升力度相对有限，特别是手术类医药、耗材、生长激素、医药保健品等压力仍然较大。传媒分析师认为互联网公司的业绩与消费周期性相关，收入增速于 Q2 见底 Q3 将逐步企稳，而利润端亮点集中在降本增效的结果。影院方面，原先市场预期值较高的“国庆档”项目普遍推迟至 2023 年上映，业绩拐点仍需等待。计算机分析师认为智能车行业本身景气度较高，叠加零部件提前采购备货需求使得相关公司三季报业绩预计表现亮眼，另外值得关注的是国产替代、网络安全、云计算等困境反转方向。

证券分析师

王胜 A0230511060001
wangsheng@swsresearch.com
金倩婧 A0230513070004
jinjq@swsresearch.com
林丽梅 A0230513090001
linlm@swsresearch.com
冯晓宇 A0230521080005
fengxy2@swsresearch.com
刘雅婧 A0230521080001
liuyj@swsresearch.com

联系人

冯晓宇
(8621)23297818×转
fengxy2@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

目录

各领域观点汇总..... 5

宏观：国庆假期国内外宏观经济情况回顾.....5

策略：阳光总在风雨后.....5

金融工程：风格强弱顺序为：消费>金融=科技>周期.....6

债券：10月债市利多难觅，关注风险偏好的修复.....6

各行业观点汇总..... 7

1、金融地产.....7

银行：当前处于布局银行股左侧的好时机..... 7

证券：个人养老金等增量资金入市，公募行业长期成长性确定..... 8

保险：关注 NBV 增长拐点，开门红有望超预期..... 8

房地产：短期基本面底已现，后续改善路径或将呈现“√”型..... 8

2、材料业.....8

基础化工：10月需求有望维持强势..... 8

3、能源.....8

环保：8月水电发电量远好于市场预期，煤电气电仍将快速建设..... 8

石油化工：短期内基本面将支撑油价走势.....10

新能源光伏：短期扰动不改长期需求，降本增效为未来发展主路线..13

电气设备：电动车震荡筑底，外部不确定性待消.....13

4、消费品..... 13

农业：秋粮丰收产量有保障，畜禽养殖景气正兑现.....13

食品饮料：国庆消费延续分化，继续优选确定品种.....14

医药：关注医疗新基建下医疗设备需求超预期.....14

5、制造业..... 15

国防军工：关注 Q3 业绩的确定性增长，以及股权激励兑现.....15

轻工造纸：地产政策持续托底，修复家居悲观预期，持续看好龙头整合格局改善.....15

家电：基本面拐点已现，把握 Q3 白电投资窗口期.....15

汽车：新能源出海势能渐起，全球市场成下一块试金石.....17

6、服务业..... 17

商贸零售：维持电商从政策底到业绩底再到估值底的观点不变.....17

交通运输：国庆期间海外油轮股及运价企稳反弹，OPEC 减产已被消化.....18

.....18

7、信息化	18
传媒/互联网：PICO4 发布 VRAR 迎催化，游戏版号常态化.....	18
计算机：特斯拉 Optimus 发布，人型机器人中期量产可期.....	19

图表目录

表 1：申万宏源研究关键假设表宏观策略类指标（2022/10/10）	21
表 2：申万宏源研究关键假设表中国产业指标（2022/10/10）	22
表 3：申万宏源研究关键假设表全球配置类指标（2022/10/10）	23

各领域观点汇总

宏观：国庆假期国内外宏观经济情况回顾

【国庆假期国内外宏观经济情况回顾】OPEC+决定自11月减产并强化持续性，原油Q3供给过剩扭将转为Q4供不应求。预计油价至年底将整体维持在100美元/桶（布油）的较高区间。与此同时，美国非农就业超预期，11月加息75BP概率提升，能源危机+欧央行紧缩，欧洲经济前景黯淡。国内方面，国庆旅游延续弱势，地产销售仍在走低。

【货币政策内外均衡的两个新信号】外汇市场自律机制电视会议（9.27）明确要求加强预期管理，遏制投机炒作，货币当局的预期管理对当前外汇交易的传导效率明显较强，人民币有效汇率有望维持在当前的历史较高水平附近；人民银行、银保监会阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限，因城施策促进地产需求政策进一步深化，货币政策将维持中性偏松环境，发达国家普遍紧缩并非实质性掣肘。

【两大PMI分化折射投资消费冷热不均】9月中采PMI积极改善而财新PMI却大幅回落，8月以来连续第二个月分化，主因9月以来投资稳增长效果进一步凸显，拉动重工业占比更高、受投资驱动更直接的中采PMI改善，而散发疫情扰动消费、出口降温拖累轻工业占比更高的财新PMI回落明显。

【融资成本下降助推利润温和恢复】前期高油价形成的成本峰值掩盖了真实积极的利润恢复动能，贷款利率持续下行对企业财务费用的缓释以及前期缓缴社保费等政策陆续见效，助推利润温和修复，此外煤炭冶金产业链成本率已在下降。剔除PPI影响后，工业品需求整体转好推动实际营收增速趋于改善。

【当强势有效汇率遇到更强势的美元】强美元对于CNY被动压力或仍持续，但本次央行上调外汇风险准备金率或将起到较好的短期汇率预期引导效果，加之逆周期调节因子尚未启用，以及经常账户的稳健持续支撑有效汇率坚挺，人民币可能历史上首次出现一篮子汇率维持高位+对美元贬值同时出现的情况。

策略：阳光总在风雨后

1. **海外环境：**全球风险资产假期期间先涨后跌。只有悲观预期交易到极端状态后的脉冲式修复，暂时没有有效的中期拐点，问题尚未解决，保持耐心。

2. **国内房地产刺激再加码：**因城施策阶段性放松贷款利率下限 + 首套房公积金贷款利率下调，刺激首套房刚需；换购住房个税退税，刺激改善型需求。当前的房地产刺激，方向明确、力度受限、仍有空间。四季度房地产销售弱改善是当前的一致预期。

3. **A股“阳光总在风雨后”，短期市场性价比极高，有能力对国内稳增长加码做出**

积极反应。海外环境未来一段时间仍有扰动，但相对假期前确实是趋于稳定的。结构上，地产链 + 能源赢在当下，疫后恢复受益的消费服务行情循序渐进，先修复相对收益，岁末年初是实现绝对收益更好的窗口。

金融工程：风格强弱顺序为：消费>金融=科技>周期

根据申万金工风格四象限模型，按照行业相关性将市场划分为金融、周期、消费、成长四大风格板块，各板块相对强弱位置显示，金融、周期和消费处于超配区域，周期弱趋势，消费强复苏，科技板块位于低配区域。

短、中、长三维度风格信号加总显示，当前风格强弱顺序为：消费>金融=科技>周期。长期信号方面，A股整体盈利水平下行，但成长板块盈利水平改善好于价值板块。流动性指标方面，当前市场资金量比较充裕，短期利率释放宽松信号，提示成长风格；中期指标方面，整体来看，成长和价值信号各占一半；短期指标方面，市场风险偏好处于低位，小盘成长多空能量信号显示对成长标的的买方力量减弱，但交易指标显示当前交易情绪偏弱，提示当前是较好的入场机会，总体成长和价值得分各占一半。

可转债市场整体维持中高估值水平，波动增加，情绪尚好。建议均衡配置，一方面保留一定的仓位在新能源、新能源车等景气赛道，另一方面在后周期、消费和部分纯周期品种中布局。相对防御类品种可考虑银行、大秦、G三峡EB2。

债券：10月债市利多难觅，关注风险偏好的修复

9月债市如我们预期出现调整，10年期国债收益率已经达到2.76%，展望10月，预计国内债市调整压力仍在，重点关注：（1）10月资金中枢预计持稳，剔除跨季影响10月资金利率较9月有望边际回落，但是宽信用下资金利率中枢下移预计并不明显，难以回落到7-8月的极度宽松区间，对债市并非利好。（2）宽信用进程有望持续推进，9月地产销售表现较好，此外9月票据利率基本单边上行，预计信贷表现不差，重点关注非标回暖的持续性。（3）稳增长预期及风险偏好修复预计利空债市，近期房价下行压力持续显现，房地产政策不断加码落地，稳增长预期升温，同时关注美联储议息会议空档期带来的风险偏好的修复。

我们判断今年资本市场呈现三阶段走势：第一阶段国内外滞胀交易；第二阶段国内外分化，海外为衰退交易国内为复苏交易，（前两个阶段都已兑现），而我们判断第三阶段为衰退交易的修正，主要格局是经济走势仍强，通胀压力仍大，海外加息预期上修，对应美债收益率上行、美股下跌、美元走强，同时判断大宗虽有分化但整体呈现反弹。而国内7月中旬至8月份，经济悲观预期发酵，也将在年内剩余时间呈现悲观预期修复。8-9月，第三阶段的观点海外强力兑现，国内黑色系整体反弹，国内债券市场进入9月也呈现调整，但国内权益市场相对悲观。10月没有美联储议息

会议加之 9 月市场对美加息预期反映充分，关注 10 月风险偏好的修复以及对国内债市的压力。

10 月资金中枢预计以稳为主，难以回到 7-8 月低位，对债市难以形成有效利多。

8 月中下旬以来，政策狠抓宽信用政策的落实，加之海外第三阶段之下市场对美联储加息预期升温，美元强势而人民币汇率承压，伴随资金利率的小幅上升，国内宽货币预期降温明显。当前第三阶段格局仍在延续，一方面，宽信用持续推进之下资金利率有向上反弹压力，另一方面，市场宽货币预期很难再升温。

各行业观点汇总

1、金融地产

银行：当前处于布局银行股左侧的好时机

当前处于布局银行股的左侧好时机，系统性风险实质性化解、三季报业绩预期催化、社融表现有望回暖（9 月信贷也不会差）叠加资金换仓的年关窗口，关注年末四季度银行板块修复机会，绝对收益可观：

1、与历史上神似的阶段可能是 2014 年末，彼时经济疲弱、预期悲观、同处降息周期，但今年银行板块估值修复还需却决于地产政策是否明朗化（地产销售）和实体信贷需求的恢复。7 月以来一系列房地产纾困政策密集出台，地方政府正积极介入化解风险，在自上而下、一城一策化解房地产风险的过程中，预计风险最大时点已经过去。从预期不明朗到“政策浮出水面”，风险预期对银行股价的压制将迎来缓释。

2、实体需求恢复仍是进行时，维持下半年经济温和修复判断，在市场预期普遍悲观的情况下，任何一方正面的边际变化都有望带来正向催化。当前银行板块估值回落至 0.6 倍 22 年 PB，凸显充分的绝对收益空间。

3、银行“韧性”与“分化”同在，以江浙一带为代表的优质区域性银行在资产强、风险小两大方面体现得淋漓尽致。这对于绝大部分实体行业而言，银行中期成绩单已是“优等生”水平，预计三季报业绩韧性犹在，优质区域性银行不排除会持续超预期。

4、现阶段把握银行业绩成长性和基本面稳健性的投资逻辑不变，“资产强+风险小，在我国最优质区域上精选银行”主线不变：① 首推优质区域“小而美”银行。处于经济发达地区（尤其是江浙一带）的银行，区域需求好于全国，同时战略结构调整逐现成效亦可实现优于同业的息差表现。② 对于今年超跌、估值回落底部的股份行，预计四季度也会有补涨行情，值得关注，但基本面拐点逻辑仍待验证。

证券：个人养老金等增量资金入市，公募行业长期成长性确定

股市波动影响公募短期景气度，但随着个人养老金等增量资金入市，公募行业长期成长性确定，重申推荐券商板块。资本市场仍然处于改革周期（降低交易过户费、创业板做市等），9/26 国常会决定对个人养老金实行个人所得税优惠：投资收益暂不征税，领取收入实际税负由 7.5% 降为 3%，融资端全面注册制改革预期逐步增强，有望形成催化。

保险：关注 NBV 增长拐点，开门红有望超预期

寿险：1) 23 年开门红有望超预期：降存款利率+储蓄需求旺盛+22 年低基数+队伍质态改善，行业 NBV 有望实现集体转正；2) 保险开门红计划：①国寿：部分分公司已启动，10/20 全系统启动；②平安：11/8；③太保：12/8；④新华：12/12。产品策略基本为短期缴年金+增额终寿+万能险。4Q22 进行开门红人力储备，人力预计环比增长。3) 除国寿因启动开门红较早外，其余公司 22 年 NBV 同比降幅将延续收窄趋势。

房地产：短期基本面底已现，后续改善路径或将呈现“√”型

中短期来看，我们认为目前房地产基本面底已现，后续基本面改善路径或将呈现“√”型走势，并将演绎出强于以往的结构弹性，包括核心城市和优质房企，并预计一二线城市将进入政策销量共振，优质房企将进入长短期成长共振。从中长期来看，我们认为我国房地产行业后续发展路径或将类似于美国房地产行业和中国白酒行业“总量趋弱+格局优化”的模式，并预计格局优化后优质房企成长空间将再次打开，有望实现量质双升。

2、材料业

基础化工：10 月需求有望维持强势

节日前后受 OPEC+ 减产预期，原油价格持续上行。国内化工品 9 月旺季需求复苏，受油价影响，化工品仍存在短期补库存需求，展望 10 月需求有望维持强势，如聚氨酯、氯碱、煤化工产品等均出现反弹，主要因为之前价格超跌，旺季来临，下游库存周期显著。建议重点关注煤化工。此外受海运费价格大幅回调以及国内需求复苏，低毛利的汽车产业链（轮胎及耗材）有望持续受益。氟化工供给格局预计年底前落地，制冷剂价格有望底部回升。

3、能源

环保：8 月水电发电量远好于市场预期，煤电气电仍将快速建设

电力：

中电联近日发布 1-8 月全社会用电量数据详细数据, 1-8 月累计用电量同比增长 4.4%, 其中 8 月单月同比增长 10.7%。分产业来看, 8 月单月第三产业用电增速达到 33.5%、第三产业用电增速达到 15%, 我们判断一方面与极端高温气候有关, 另一方面近年来受人民生活水平提升、再电气化提高等因素影响, 第三产业及城乡居民用电增速持续保持高位。

但是从发电量来看, 水电出力远远好于市场预期, 全国多地电力短缺的根本原因仍然是需求高速增长, 火电仍然是危机情况下的保供主力。受极端干旱影响, 8 月长江流域多条河流断流, 水库干涸新闻频上报端。市场由此将缺电问题归结于水电出力大幅下滑, 但是从统计数据上看, 8 月单月水电发电量同比下滑 11.0%, 好于此此前市场预期的 20%-30%降幅, 考虑到 8 月水电发电量占全国总发电量的比例仅约 15%, 因此水电发电量减少量占全国总用电量的比例不足 2%, 全国多地电力短缺的根本原因仍然是需求高速增长, 1-8 月水电累计用电增速仍然正增长 11.4%, 从累计数据来看, 2022 年来水整体并不算“极端偏枯”。火电 8 月单月发电量增速达到 14.8%, 1-8 月累计增速为-0.2%, 体现出火电仍然是危急情况下的保供主力, 我们分析 8 月缺电事件有望扭转政策层对火电的态度。

从分省水电发电量增速来看, 水电大省 8 月单月仅广西、江西发电量实现正增长, 其余主要省份水电发电量均下滑, 但是四川省 8 月单月水电发电量仅下滑 2.2%, 远远好于此此前市场预期的下滑 30%-50%。我们强调, 水电发电量与来水情况之间存在明显的滞后, 短时间内水库可以释放前期存水进行保供发电, 我们分析这是四川省水电发电量数据与降雨数据出现明显偏差的原因。预计当前我国西南地区的水库水位偏低, 发电量下滑具有滞后性, 冬季保供压力明显加大。

今年冬季拉尼娜现象偏强, 冷冬概率较高, 缺电情况可能卷土重来。除上述水库存水原因外, 今年夏季长江流域的干旱属于明显的拉尼娜现象, 学术机构预测今年冷冬概率较高。10 月 2 日中央气象台发布寒潮预警, 这是中央气象台发布的史上最早寒潮预警。如果今年冬季证实为冷冬, 电采暖负荷或大幅提升, 叠加水电出力受限, 缺电情况可能卷土重来。

电网:

9 月 26 日, 广州市人民政府发布《广州市能源发展“十四五”规划》。作为我国四大一线城市之一, 广州市面临着用电需求旺盛、用电负荷高、能源自给率低等问题, 在双碳背景下能源发展需要兼顾安全和清洁等方方面面。

广州市面临着较为严峻的供电紧张问题。从 2021 年 5 月开始, 由于高温、来水减少、煤价高企等诸多原因, 广州市先后遭遇了数次有序用电情况。而广州市现有电力具有如下特点: (1) 外来电比例高; (2) 新能源比例低; (3) 煤电比例快速下降, 天然气发电比例快速上升。 (4) 电源和负荷分布不均匀。

负荷过高成为广州市缺电的重要原因之一, 因此十四五期间广州市重要目标是增加本地骨干电源, 其中气电新增装机达 812 万千瓦成为最主要的增量来源。在天然

气价格高企的背景下，广州市将探索研究调峰电价、“两部制”电价、气电联动电价浮动机制，解决价格传导问题。此外广州市将进一步完善 500kV 网架并建设大湾区柔直背靠背中通道工程。柔直在输电效率和可控性上均优于传统交流工程，在类似广州这种高人口密度地区将拥有广泛应用空间。

环保：

能源保供下，8-9 月全国煤电核准项目显著增加，2 个月新增核准及公示规模即达 3720 万千瓦。根据北极星电力网不完全统计，从 8 月开始，广东等地煤电项目开始密集核准，9 月核准项目数进一步显著增加，仅 8-9 月，全国共计 24 个煤电项目获得核准或相关公示，累计规模即达 3720 万千瓦（8 月及 9 月分别为 1466 及 2254 万千瓦），显著高于 2021 年全年全国煤电装机水平（2803 万千瓦）。今年 1-9 月，全国新增 43 个新增核准或公示项目，累计规模达 6382 千瓦，同时 12 个项目开工，总计 55 个大型煤电项目取得重要进展，煤电投资额同比去年增长幅度超过 50%。

石油化工：短期内基本面将支撑油价走势

1. 原油市场：原油风险溢价回吐，预计短期内基本面将支撑油价走势

国际油价中短期仍将保持高位震荡。我们上一期强调 8 月 OPEC+ 增产协议落地后，供给和需求都成为影响油价的重要因素。8 月，俄乌冲突持续，在经济衰退预期的影响下，国际原油均价跌破 100 美元/桶关口，至 97.7 美元/桶，环比下降 7.4 美元/桶，整体震荡下行。短期来看，地缘政治紧张导致的原油风险溢价，已基本回吐完毕。近期油价波动主要因其金融属性方面受到的冲击，如美联储今年以来的持续加息，全球原油供需基本面没有明显变化，但原油供应偏紧的趋势不改。根据 EIA 的预计，欧盟制裁将影响 200 万桶/天的俄罗斯原油供应，即使下半年 OPEC 原油产量增加 80 万桶/天，俄油供应仍有缺口，支撑年内油价维持相对高位。中长期来看，资本开支不足、产能和库存偏低，将推动油价持续走强。供给端，OPEC+ 因利比亚等少数国家供应出现问题，整体产量上升幅度较缓，美国石油库存持续回落，但仍处于历史较低水平。长期看 8 月已钻但未完井(DUC)的库存数持续下降至 2017 年 11 月以来的最低水平，新增钻井数不足可能影响美国原油供给，短期油价或仍维持相对高位。至 9 月 16 日收盘，Brent 原油期货收于 96.35 美元/桶，NYMEX 期货价格收于 90.84 美元/桶。展望未来：1) 地缘政治局势紧张，叠加全球疫情反复，IMF 下调 22 年全球经济增速预期，预计对全球需求复苏形成一定影响；2) 俄乌冲突持续，俄罗斯油气资源出口受到制裁影响，短期内原油供应缺口仍存在；3) 美伊核谈判再次搁置，或导致短期内无法达成，伊朗原油产量回归时间待定；4) 8 月俄罗斯原油出口量增加 22 万桶/天至 760 万桶/天，比战前水平下降 39 万桶/天，欧洲加大从美国和伊拉克、挪威等国的采购力度。

中国和欧美国家疫情好转，IEA 小幅下调 22 年需求预期。随着疫苗接种率的不断提升与抗疫工作不断落实，中国的疫情呈现明显好转态势，日均新冠病例确诊数持续下降：8 月中国日均新增确诊人数为 2.53 万人、印度为 1.32 万人、英国为 0.57

万人、德国为 4.04 万人、美国为 9.25 万人，环比变动-11.4%、-28.0%、-71.3%、-52.9%、-26.9%；德国、印度、英国、法国、美国、意大利疫情环比缓解。9 月，1) 9 月 7 日，EIA 预计 2022 年全球石油需求将增加 210 万桶/天（较上月预测持平）；预计 2023 年需求将增加 200 万桶/天（较上月预测下调 10 万桶/天）；2) 9 月 13 日，OPEC 预计 2022 年全球石油需求增长为 310 万桶/天（较上月预测持平），至 10000 万桶/天。预计 2023 年全年石油需求增长为 270 万桶/天（较上月预测持平），至 10270 万桶/天；3) 9 月 14 日，IEA 预计 2022 年需求增长 200 万桶/天（较上月预测下调 10 万桶/天），达到 9960 万桶/天；预计 2023 年需求将增加 210 万桶/天。预计 22Q4 和 23Q1 全球石油需求平均增速皆为 70 万桶/天。

OPEC+8 月增产仍不及预期，俄乌军事行动影响持续，俄罗斯能源出口受到制裁

8 月 OPEC 产量 2964 万桶/日，环比增加 59 万桶/日，产量增长主要来自于利比亚、沙特、阿联酋、科威特、安哥拉、刚果、阿尔及利亚，委内瑞拉、尼日利亚等遭遇生产问题，产量出现不同程度下滑。其中，沙特 8 月份生产原油 1096 万桶/日，环比增产 18 万桶/日，伊朗生产原油约 252 万桶/日，环比持平。7 月 18 日，OPEC+ 主要产油国达成初步协议，从 8 月份起每月增加 40 万桶石油，预计至 2022 年 5 月结束 580 万吨/日减产量，并将 OPEC+ 石油产量总基线上调 163 万桶/日至 4548.5 万桶/日，以缓和全球原油供给不足的状态。OPEC+ 部长们在 9 月 5 日召开的会议上决定在 10 月小幅减产 10 万桶/天。此外，若伊朗与美国和解，或导致伊朗新增 140 万桶/日左右的原油供给，届时将再讨论增产协议。与此同时，俄乌政治紧张局面自进入 2 月以来愈演愈烈，且俄罗斯于 2 月 24 日对乌克兰发动军事行动，七国领导人和美国宣布对俄罗斯实施严厉制裁，影响其原油出口。目前俄罗斯原油通过黑海运输和哈萨克斯坦 CPC 管道运输受限，预计影响其共计 200 万桶/天的原油供应。

美国原油钻机数小幅下降，EIA 下调 2023 年美国原油产量预测

9 月美国原油钻机数小幅，9 月 16 日降至 599 台，较 2021 年 8 月 13 日增加 188 台。美国原油生产维持平稳，对于增产的节奏仍维持相对克制，9 月 9 日当周原油产量为 1210 万桶/日，较 8 月 12 日持平，2022 年以来采油钻机数持续回升，产量逐步复苏，9 月以来产量稳定在 1200 万桶/天左右的水平。9 月，1) EIA 预计 2022 年美国原油产量将达到平均 1180 万桶/天（较上次预测下调 10 万桶/天）；2023 年美国原油产量将增至 1260 万桶/天（较上次预测下调 10 万桶/天）；2) OPEC 预计 2022 年非 OPEC 石油供应量增长为 210 万桶/天（较上月预测持平），至 6580 万桶/天；预计 2023 年非 OPEC 石油供给增长为 170 万桶/日（较上月预测持平），至 6750 万桶/天；3) IEA 表明随着利比亚产量的强劲复苏以及沙特与阿联酋的产量小幅增长，被尼日利亚、哈萨克斯坦和俄罗斯的产量下降所抵消，8 月全球原油供应量增加 79 万桶/天至 10130 万桶/天。预计 8-12 月全球产量增速将放缓，仅增加 28 万桶/天至 10160 万桶/天。预计 2022 年全球原油供应量将增加 480 万桶/天至 10010 万桶/天，2023 年将增加 170 万桶/天至 10180 万桶/天。

美国炼厂开工率先跌后升，进入 9 月以来原油库存回升。9 月美国炼厂开工率较 8 月末有所下跌后小幅回升，原油库存小幅回升：9 月 9 日当周，美国原油库存 4.30 亿桶，较 8 月 12 日增加 467.9 万桶，与过去五年同期低 2%；汽油库存 2.13 亿桶，较 8 月 12 日减少 263.4 万桶，与过去五年同期低 6%；馏分油库存 1.16 亿桶，较 8 月 12 日增加 376.4 万桶，比过去五年同期低 21%。

地缘政治紧张叠加疫情反复，供需双双下降，预计短期油价仍将宽幅震荡。基本盘面来看，2020Q4 疫情反复，OPEC+ 减产下市场维持弱平衡，2020 年 Brent 原油均价 43 美金/桶。2021 年 OPEC+ 原油定价权提升，且全球上游资本开支受限，供给端不足导致全球原油供需紧平衡推升油价，美国页岩油企业短期内倾向于分红而不是大规模提升资本开支，印度疫情环比明显改善，叠加全球天然气价格高位或刺激原油需求，2021 年 Brent 原油均价在 70.9 美金/桶。2022 年来看，供给端：全球原油库存持续降低，并维持在历史较低水平，同时 OPEC+ 维持增产政策不变，闲置产能水平较低的情况下，整体供给增量较为有限。同时俄油出口受限，预计每月减少 200 万桶/天的出口量；需求端：俄乌战争影响叠加全球疫情反复，IMF 下调对 22 和 23 年全球经济增速预期。整体来看，2022 年原油供需双双出现下降，但需求的降幅低于供给的降幅，原油仍维持供需偏紧的状态原油处于供弱需强的状态。

2. 行业中长期与短期逻辑

1、石化周期：与上轮石化产能投放周期对比，2009-2011 年间是全球乙烯投产的高峰期，主要是来自于中国和中东的产能，三年总计新增乙烯产能超 2200 万吨；随后 2012-2015 年间新增产能明显放缓，19 年前新增产能仍紧张。上一轮由于中东低成本的石化产能扩张，加上中国的需求增速放缓；当时中东的配额制乙烷成本极低，后由于没有新增配额，中东的石化产能放缓，即使新增也是以石脑油为主。

1) 美国的产能规划大多是在 2011-2013 年间规划，预计在 2017-2018 年间投产。但美国的石化产品有预销售，预计现货产品冲击较少。同时中国对于聚乙烯、聚丙烯的进口关税较高，对中国市场的影响较小。

2) 石化产品需求的体量增加，中国的新增石化产能预计在 2019 年以后影响市场，油品方面有望通过出口来平衡国内市场。

3) 石化产品的需求弹性是长期弹性大于短期弹性，在低油价背景下，需求的恢复相对滞后。同时国内的石化产品的需求消费属性有望增强。

虽然石油化工短期价格波动性加大，但仍建议关注长期盈利的持续性。由于过去五年石油化工行业新增资本开支增速的下降，导致了新增产能供给有限，而同时下游需求的消费属性增强，盈利持续改善。但随着 2019 年以来炼化产能的投产，部分化工品可以实现进口替代，甚至部分产品出现阶段性过剩，石油化工产品盈利可能会下一台阶。投资主线仍然是具备明显低成本优势等竞争力、资产负债表健康、行业低谷抗压能力强的龙头企业。

新能源光伏：短期扰动不改长期需求，降本增效为未来发展主路线

1、上游硅料将在四季度迎来放量，预计硅料价格在四季度会出现松动，当上游原材料价格出现拐点之后，国内地面电站装机有望起量。

2、海外市场虽然偶有负面新闻，但只要全球发展光伏新能源的趋势不变，中国的光伏组件依然是全球最具有竞争力的产品。海外光伏制造崛起需要较长的时间，中国光伏产业的全球龙头地位稳固。

3、今年装机无论是国内还是欧洲都是以分布式为主，预计四季度以及明年积压的地面电站装机需求将迎来释放。三季度由于硅料价格整个季度都处于高位，组件往下游电站的成本传导不顺畅，预计三季度组件企业的盈利能力受到影响。未来随着上游原材料价格下降，叠加地面电站放量，下游主材及辅材企业四季度以及明年的盈利能力有望提高。

4、新能源发展的主线是降本增效，即使光伏产业链竞争加剧，高效电池凭借优异的产品性能依然可以获得超额利润。持续看好 23 年 N 型 TOPCON 电池量产带来的利润提升。

投资主线上我们建议关注 N 型 TOPCON 放量后带来的利润提升。

电气设备：电动车震荡筑底，外部不确定性待消

中长期看：全球汽车电动化和储能渗透率的提升仍在早期，锂电行业的政策和技术红利大有空间；

短期看：电动车高景气度维持，业绩普遍高增长，23 年销量增速及美国补贴政策的变化有待观察；储能处于加速渗透期，催化点看能源紧缺和政策推动。

市场目前关注的两个核心问题——明年电动车市场整体的增速情况和海外政策壁垒的影响发酵，仍存在不小的分歧。抑制电动车销量的关键因素：经济衰退带来消费疲软、上游原材料涨价推升成本，目前来看后者的影响已得到充分对冲消化，而前者的影响迄今为止在电动车市场也并不明显，谨慎的看法倾向于认为影响只是早晚的事，我们则更多关注供给侧的变化，因为电动车市场的核心变量在供给侧。

四季度新车型的更多上市以及三季报的业绩验证，将对板块景气度的边际变化提供更多例证，具备较好的盈利确定性和估值安全边际的标的，有望率先开启反弹。

4、消费品

农业：秋粮丰收产量有保障，畜禽养殖景气正兑现

秋粮丰收产量有保障，畜禽养殖景气正兑现。聚焦价格上涨驱动业绩增长主线。预计粮食、生猪、肉鸡、鳊鱼等价格持续上涨或维持高位。看好盈利水平好转子行业：

粮食种植、生猪养殖、黄羽肉鸡养殖、鳗鱼养殖等。关注部分行业主题：转基因玉米、新型非洲猪瘟疫苗。

食品饮料：国庆消费延续分化，继续优选确定品种

白酒方面，当前外部环境仍然存在不确定性，我们仍然认为业绩确定优先，基于以下三个条件选股：1、全年盈利预测不做调整或调整幅度较小；2、库存压力不大，渠道质量良性；3、中长期成长逻辑和空间仍然清晰。国庆假期结束，结合渠道反馈，22 年中秋国庆销售整体基本符合预期，但分化进一步加剧。库存方面，当前整体库存高于去年同期，但由于去年同期库存水平较低，当前大部分品牌库存仍然良性，预计渠道和终端压力有所加大。

大众品，关注四季度消费场景恢复和成本压力缓解带来的环比改善机会，现阶段推荐内生增长清晰，经营环比改善，估值具备安全边际的品种；中长期看好行业空间广阔，治理优秀的成长型品种。

医药：关注医疗新基建下医疗设备需求超预期

脊柱集采结果公布，降价符合市场预期。9 月 27 日，国家组织高值医用耗材联合采购办公室宣布国家组织骨科脊柱类耗材集中带量采购拟中选结果。本次骨科脊柱集中根据手术类型、手术部位、入路方式等，分为 14 个产品系统类别，29 个竞价单元，872 套系统。根据国家医保局数据，全国 6426 家医疗机构填报采购需求达到 120.84 万套，集采产品共涉及 173 家申报企业，平均降价 84%（可比冠脉支架降价 93%，关节降价 82%），降价幅度符合市场预期，预计节省 260 亿资金。

央行设立设备更新改造专项再贷款，额度 2000 亿以上。9 月 28 日，中国人民银行发布消息称，为贯彻落实国务院常务会议关于支持经济社会发展薄弱领域设备更新改造的决策部署，增加制造业和服务业现实需求、提振市场信心，人民银行设立设备更新改造专项再贷款，专项支持金融机构以不高于 3.2% 的利率向制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等设备更新改造提供贷款。设备更新改造专项再贷款额度为 2000 亿元以上，利率 1.75%，期限 1 年，可展期 2 次，每次展期期限 1 年，发放对象包括国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、中国邮政储蓄银行、股份制商业银行等 21 家金融机构，按照金融机构发放符合要求的贷款本金 100% 提供资金支持。

设备贴息贷款与医疗新基建协同配套，预计撬动千亿级别市场需求集中释放，国产龙头公司预计优先受益。建议关注国产医疗设备行业高景气。

5、制造业

国防军工：关注 Q3 业绩的确定性增长，以及股权激励兑现

从需求订单看：航天产业链上半年受各种原因进度不及预期，预计下半年会明显加快；高端飞机进展加快，预计重点型号订单等有望加速兑现，从而带动发动机等领域提速。

从业绩兑现看：1) 经过一二季度兑现后，我们认为军工三季度及全年业绩较去年会有确定高度增长，所以预计后续军工白马等持续切换明年估值，2) 预计股权激励加快兑现，也为后续军工企业增加业绩释放的主动能动性。

轻工造纸：地产政策持续托底，修复家居悲观预期，持续看好龙头

整合格局改善

1、地产托底政策逐步出台，修复家居悲观预期：9月29日，人民银行、银保监会发布通知，对于2022年6-8月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市，可自主决定在2022年底前阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限。9月30日，财政部、国家税务总局发布公告称，为支持居民改善住房条件，自2022年10月1日至2023年12月31日，对出售自有住房并在现住房出售后1年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。同日央行决定自2022年10月1日起，下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点，5年以下（含5年）和5年以上利率分别调整为2.6%和3.1%。中央层面“三箭齐发”，进一步反映地产政策的实质性改善，政策端持续边际向好。部分城市针对性首套房贷款利率下调，刚需住房需求有望得到支撑，有利于家居消费回暖。家居行业估值已降至底部，地产政策松绑有望修复行业过度悲观预期。

2、包装：竞争格局优化，盈利稳定成长的优质白马，重回战略布局期；受益于成本回落，包装龙头盈利有望企稳回升。

3、出口链情况更新：8月份出口整体放缓，各轻工出口细分子赛道增速出现不同程度的下滑，出口额同比平均下降2.6%。1-7月表现优异的部分户外用品（帐篷、割草机）和日用品（保温杯、塑料餐具、卫生护理用品）赛道仍相对坚挺，但增速均出现放缓。

家电：基本面拐点已现，把握 Q3 白电投资窗口期

长期逻辑：

空调一户多机配置属性拉动每百户保有量提升，仍有翻倍空间。中长期来看与日本家庭每百户空调保有量292台相比，2019年中国农村和城镇的每百户空调保有量分别只有71台和148台，分别只相当于日本1983年和1993年的保有量水平，我

们假设城镇空调每百户保有量对标日本、农村空调保有量对标当前城镇，中长期看我国城镇和农村空调保有量分别具有 97%和 108%的提升空间；按城镇化率加权计算，我国空调每百户保有量还有 100%上涨空间。

冰洗以更新需求为主，产品结构升级提升均价、龙头公司市场集中度不断提高。

在更新换代为主的需求拉动下，冰洗行业主要由产品结构升级带动均价提升；2009 年-2021 年间，**变频冰箱**零售量份额由 6.07%增加到 73.71%，复合增速达 23.13%；冰箱整体均价从 2788 元/台提升到 5482 元/台，涨幅达 96.63%。2009 年-2021 年间，**滚筒洗衣机**零售量份额从 19.66%提升至 61.80%，复合增速达 10.01%；洗衣机整体均价也从 1901 元/台提升至 3801 元，涨幅达 99.95%。

厨房小电线上空气炸锅一枝独秀，扫地机器人市场回暖。根据通联天猫数据，截至 2022 年 8 月，厨房小电中空气炸锅实现销额 31.20 亿元，同比增长 111.03%，其中 8 月单月实现销额 2.61 亿元，同比增长 46.80%。除了空气炸锅外，电饭煲、破壁机、养生壶、榨汁机、豆浆机等品类销额均呈现不同幅度下滑，截止 8 月分别同比-7.85%、-7.76%、-27.36%、-22.67%、-29.09%。环境家居小家电中，骚鸡机器人截至 2022 年 8 月线上累计销额同比提升 0.54%；8 月单月扫地机器人线上销售额同比增长 5.99%，受益于客单价持续提升，线上市场景气度回暖。

短期逻辑：

空调出货端：空调内销强势回暖，外销市场同比降幅收窄。根据产业在线披露，2022 年 8 月空调行业实现产量 1125 万台，同比增长 8.71%；销量 1205 万台，同比上升 10.58%，其中内销 876 万台，同比增长 20.03%，出口 329 万台，同比下滑 8.58%。产量方面，疫情影响逐渐消退，2022 年 8 月空调产量回暖，同比恢复增长；内销方面，受益于天气影响，空调单月内销量双位数提升；外销方面，行业出口降幅收窄。**重点公司方面**，根据产业在线数据，2022 年 8 月份美的、格力、奥克斯、海尔的内销同比分别变化+27.19%、-12.50%、+194.44%、+11.76%；美的、格力、奥克斯和海尔外销同比分别-24.07%、-17.81%、+12.50%、+23.08%。

空调零售端：8 月线下销售同比转正，线上量额增长势头延续。根据中怡康线下数据，8 月份空调线下零售量/额分别同比提升 21.9%/25.3%，线下销售同比转正并大幅增长。根据通联天猫数据显示，8 月份空调线上零售量/额分别同比增长 30.85%/36.10%。**价格方面**，根据中怡康数据，8 月线下终端零售均价同比上涨 3.62%；线上行业零售均价同比提升 4.02%，双线均价均延续上涨趋势。

冰洗和厨小零售端：8 月冰洗零售同比下滑，均价同比上涨。根据中怡康数据，冰箱 8 月线下零售量/额分别同比下降 16.3%和 10.0%，洗衣机线下零售量/额同比下降 31.0%/20.6%。分品牌看，**1) 冰箱**：海尔零售量同比下降 11.7%，零售额同比下降 8.1%，零售量市占率同比上升 1.6 个 pcts 至 42.5%，零售额市占率同比上升 0.1 个 pcts 至 48.0%；美的零售量同比下降 32.4%，零售额同比下降 26.9%，零售量市占率同比上升 3.0 个 pcts 达 11.5%，零售额市占率同比下降 2.0 个 pcts 至 9.7%；

2) **洗衣机**: 海尔零售量/额分别同比下滑 25.6%/17.9%，零售量市占率同比上升 3.0 个 pcts 至 47.0%，零售额市占率同比上升 0.7 个 pcts 至 51.8%。**厨电方面，烟灶零售延续负增长，均价持续提升。**根据中怡康数据，2022 年 8 月油烟机线下零售量和零售额分别同比下降 23.9%和 19.4%，燃气灶零售量和零售额分别同比下降 20.4%和 16.2%，延续今年 3 月以来负增长态势。零售均价方面，2022 年 8 月油烟机市场整体均价同比提升 6.0%，燃气灶市场整体均价同比增长 6.2%。

汽车：新能源出海势能渐起，全球市场成下一块试金石

比亚迪召开新能源乘用车欧洲发布会，加速推进全球化布局。9 月 28 日比亚迪召开线上发布会，面向欧洲市场推出多款新能源车型，包括汉、唐、以及元 PLUS（海外命名为 ATTO3），预售价格分别为 7.2 万/7.2 万/3.8 万欧元，这三款车型将在欧洲多国交付，包括挪威、丹麦、瑞典、荷兰、比利时、德国等国家，年底前还将进一步开拓法国和英国市场。比亚迪作为全球唯一一家掌握电池、电机、电控等电动车核心技术并提供一站式新能源整体解决方案的企业，凭借刀片电池、DM-i 超级混动、e3.0 平台等技术领域突破在新能源汽车领域取得了全球领先的销量成绩。本次以相对高端的定价反向进军欧洲市场与此前的日本市场，彰显了比亚迪自身的硬核实力与信心，看好其在全球市场拓展与成长的潜力。

复盘历史，我们发现汽车行业“马太效应”在下行周期时作用显著。2016 至 2020 年随着经济增速放缓，汽车市场也进入了下行周期，德系、日系市场份额进一步扩张，而美系、韩系、欧系等份额有所收缩。这是因为在下行背景下，需求端消费者决策较为保守，更倾向选择已获得市场验证的德日系车。类比新能源车领域，若后续行业竞争加剧，我们相信比亚迪、特斯拉等头部新能源车企将受益于“马太效应”，作为市场领先者进一步扩张市场份额，而相对小众的品牌则可能面临洗牌。

需求复苏的道路上充满波折，但趋势不改。新能源、智能化、中国替代是确定性的长期机会。

6、服务业

商贸零售：维持电商从政策底到业绩底再到估值底的观点不变

自 3 月以来，我们始终认为电商 22 年的投资主线在于从政策底到业绩底，再到估值底。目前国内监管支持和鼓励平台经济长期规范健康发展态度已逐步明朗，中美审计合作取得进展，缓解中概被动退市风险，扰动股价非基本面因素逐步化解。业绩方面，头部互联网电商公司二季度面临复杂外部环境挑战，保持高质量增长态势，核心主业显现增长韧性，新业务加速减亏，各平台业绩全部超市场预期。我们看好下半年终端消费恢复性增长，电商、外卖和本地生活等行业快速修复。各头部平台持续夯实核心主业壁垒，加速降本增效，公司价值有望进一步回升。

交通运输：国庆期间海外油轮股及运价企稳反弹，OPEC 减产已被消化

OPEC 减产 200 万桶减产影响：参考克拉克森估算，OPEC 宣布相比 8 月 22 日目标产量减产 200 万桶（全球 2%），实际减产绝对额预计低于 1%，对海运贸易量的影响预计更低，对油轮供需的影响远低于 12.5 日欧盟对俄原油制裁的影响。

十一期间全球油轮表现及点评：十一期间全球油轮股在周三 OPEC 减产 200 万桶当天回落后持续反弹整体持平，VLCC 为主的 Okeanis Eco Tanker 上涨 4.7%，中远海能 H 回落 4.1%，DHT，EURN 基本持平。中小油轮 TNP 上涨 4.6%，TNK 上涨 1.1%，成品油轮 ASC 上涨 4.4%，STNG、Hafnia、STNG 基本持平。（1）运价方向，从十一前运价回调整体看跌运价，到运价企稳十一后看涨的过渡。（2）这一波周中调整 根本原因还是投资者对油轮周期的空间认知不足，边际交易者主导周三当天美股开盘的恐慌。（3）但后续油轮股连续两日上周，周线企稳，也反映出油轮供应链重构、碳达峰先于船达峰的长逻辑的支撑下，市场对短期利空的容忍度较高。

造船：克拉克森新造船指数 162 基本持平，扬子江公告新签 22 艘新船订单，今年签单 36 亿美元，超过年初 20 亿美元的目标。广船国际或 H-Line 追加的 3 艘 8600 车位 LNG 双燃料汽车船订单，总价 3 亿美元。

7、信息化

传媒/互联网：PICO4 发布 VRAR 迎催化，游戏版号常态化

PICO 4 新品舒适度全面提升，《舞力全开》独占。9 月 22 日晚，PICO 发布了新品 PICO 4 和 PICO 4 Pro。PICO 4 128GB 版本 429 欧元（约 2900+人民币），256GB 版本（约 3400+人民币）。PICO 4 Pro 价格未披露。1) 硬件：Pancake 光学方案下主机重量仅为 295g（上一代产品为 395g）。视场角 105°，分辨率双眼 4K。1600 万像素 RGB 摄像头实现全彩影像透视。PICO 4 Pro 配备 3 个红外摄像头，支持眼动追踪、面部识别、IPD 调节。棉采用 SuperSkin 面料，厚实且柔软，吸汗性好。设备后部衬有防滑 PU 皮革。同时将配备 VR 行业最大电池容量，支持快速充电。全新手柄内置宽频线性马达，打造真实触觉体验。2) 应用：ToC 覆盖健身、游戏、视频、社交四个场景，独占内容包括《Just Dance 舞力全开》（23 年独家发售）、帕梅拉 VR 健身、明星虚拟演唱会等。ToB，将打造全球领先的企业级 XR 平台 PICO Business，提供硬件和软件解决方案。3) 激励计划：创作者激励计划，主要针对视频创作者提供资金和技术支持。开发者激励计划，初始投资 1200 万美元，每个项目将会投入 200 万美元的资金支持，今年平台最佳项目会获得 100 万美元奖励。

9 月版号突破 70 款、网易在列，政策面预期有望改善。9 月版号下发，73 款获批，其中网易《全明星街球派对》、中手游《镇魂街：天生为王》、心动公司《模拟江湖》以及腾讯追梦计划旗下《健康保卫战》获取版号。20 款游戏审批变更信息发布，

变更信息包括出版/运营单位变更、多端版本增加、版本内容变更。涉及游戏包括网易《无尽的拉格朗日》、三七《叫我大掌柜》、盛趣《传奇世界》、完美《非常英雄》等。我们看到，1) 4月以来版号数量环比向上，4-9月分别为45/60/67/69/73款，且月度发放常态化。2) 网易、腾讯直接间接获取版号，市场担忧有望缓解。3) 通过审批变更增加多端版本，有利于提高审批效率，增强游戏多端延展性。整体看政策面预期转暖趋势较为确定。从行业基本面角度，1) Q2 手游增速首次下滑(-11%)，但网易、腾讯以及三七、吉比特等公司仍高于行业增速，格局持续改善。2) 1H22 中国出海增速6%，持续跑赢全球手游大盘(-7%)。3) 多款游戏在上半年创季度流水新高，游戏在疫情、宏观影响下韧性凸显，主要受供给影响而非需求。4) A 股游戏估值已位于10-15x左右底部区间，网易15-20x，性价比突出。5) VR等创新周期构成中长期催化。

李佳琦复播提振行业信心。李佳琦在停播109天后复播，热度空前，在无预热情况下，10分钟场观15万，2小时场观6000万，GMV1.3亿。品类上，与此前美妆为主不同，本次直播主要以生活家居必需品为主，在开播第二、第三日美妆占比第一日有提升；行业格局上，李佳琦等超头部主播验证有独特性，难复制难替代。李佳琦等超头部主播自6月起纷纷停播后，东方甄选、刘畊宏在抖音成为现象级主播，但热度难与超头部相较，证明直播电商头部IP的用户心智实际非常稳固，现象级主播目前看尚未接住头部的流量；李佳琦复播提振行业信心。直播电商自21年底监管不断加强，主要整顿主播偷税漏税、产品质量造假等方面，此次李佳琦复播释放行业整顿规范后，仍能继续前行的积极信号，有利于缓解市场对直播电商行业，快手直播电商业务的担心，提振信心。

计算机：特斯拉 Optimus 发布，人型机器人中期量产可期

特斯拉人形机器人原型机亮相 AI Day，软硬件技术层面亮点颇多，外形设计及行动能力略低于预期。北京时间2022年10月1日 Tesla AI Day 上，特斯拉首款人形机器人 Optimus（擎天柱）原型机亮相，并完成走路、招手等动作，捡取、搬运物体、浇水等复杂动作在视频中呈现。第一代 Optimus 外形略显“粗糙”，行动略显“笨拙”，据称目前项目尚处于早期研发阶段。而后，技术团队充分展示了机器人的设计思路和技术方案，包括电池、大脑（计算机）、28个关节自由度及6种执行器、11个自由度的手部、视觉感知系统、导航及路径规划系统和运动规划方案等，亮点颇多。在应用层面，马斯克称未来3-5年有望量产，量产价格将低于汽车，低于2万美元。

硬件层面：6种关节执行器+11自由度手部充分展示，研发基础扎实，未来突破值得期待。研发团队基于仿生学设计，综合考虑成本、能耗、重量和量产等因素，采用6种关节执行器和肌腱驱动灵巧手：1) 旋转执行器：无框电机+谐波减速器+双编码器+力矩传感器的方案，类似于协作机器人关节；2) 线性执行器：无框电机+行星滚柱丝杠+力传感器的方案，承载能力、刚度和抗冲击能力强；3) 手部：空心杯电机+蜗轮蜗杆+金属肌腱驱动，兼具灵活性与刚性。总体来看，Optimus 在最快

速度量产的目标之下，机械结构基本采用现有较为成熟技术方案，但对待新技术保持开放的态度，未来技术迭代值得期待。

软件层面：人工智能技术复用自动驾驶技术方案，机器人运动规划进步神速。据开发人员称，Optimus 的人工智能控制技术与汽车的 FSD 自动驾驶技术同源。Optimus 利用视觉作为环境感知传感器，构建 3D 场景，识别目标物体的所在位置；由导航系统自动生成最佳路径；由运动规划器生成参照投影，产生步伐运动行走方案，再转化为机器人身上各个执行器的扭矩、速度输出。底层技术极为复杂，但 Optimus 进步飞速。2022 年 4 月到 9 月，从迈出第一步，到越来越多关节加入感应系统中，行走速度不断加快。

人形机器人行业发展趋势明确，长期可更加乐观看待。长期来看，如果未来是一个人工智能社会，那么人形机器人作为人工智能与硬件的最佳结合体，是最通用的造型，在技术成熟之后能够在各种场景中广泛应用。随着特斯拉、戴森、小米、腾讯等全球智能化巨头接连入局，产业趋势已然形成。随着未来研发投入的不断加大、产品不断更新迭代，人形机器人的产业化进程将持续不断的推进，向“可靠实用的人形机器人”的最终目标不断靠近。

表 1：申万宏源研究关键假设表宏观策略类指标（2022/10/10）

申万宏源研究关键假设表-KAT	最新预测			2022/10/10			本次调整相对于			2022/9/1			相关领域
一、中国市场宏观策略类指标	2021F	2022F	2023F	2021F	2022F	2023F	2021F	2022F	2023F				
1.1 经济总量													
GDP：实际（%，当期）	8.1	3.4	5.0	0.0	-0.8	5.0	宏观经济						
工业增加值增速（%，当期）	9.6	4.0	5.5	0.0	-1.1	0.0	宏观经济						
固定资产投资增速（%）	4.9	5.7	4.0	0.0	0.2	0.0	宏观经济、房地产						
制造业投资增速（%）	13.5	6.7	4.0	0.0	0.9	0.0	宏观经济						
基建投资增速（%）	0.5	10.5	6.5	0.0	3.0	0.0							
房地产投资增速（%）	4.4	-8.0	-4.0	0.0	-7.5	0.0	宏观经济、房地产						
服务业投资（%）	-0.2	16.6	8.0	0.0	6.5	0.0	宏观经济						
发电量增速（%）	11.0	5.0	0.0	0.0	0.0	0.0	电力						
出口（%，当期，美元计价）	30.0	11.0	7.0	0.0	-1.2	0.0	宏观经济						
进口（%，当期，美元计价）	30.2	4.0	5.0	0.0	-2.2	0.0	宏观经济						
社会消费品零售总额增速（%，当期）	12.5	1.5	7.5	0.0	-2.3	0.0	宏观经济、商贸						
网络购物市场规模增速（%）	14.0	4.0	10.0	0.0	0.0	0.0	宏观、商贸						
居民消费价格指数（CPI，均值，%）	0.9	2.0	1.8	0.0	-0.2	0.0	宏观经济						
生产资料价格指数（PPI，均值，%）	8.1	4.2	-1.0	0.0	-0.7	0.0	宏观经济						
1.2 信贷与杠杆													
当年全社会融资总量（万亿）	31.3	33.6	34.7	0.0	0.6	0.0	宏观经济、金融						
人民币贷款余额增速(%)	11.6	10.8	10.3	0.2	0.4	0.3	宏观、金融						
中长期信贷余额(%)	13.6	10.2	10.0	-0.2	-1.8	-2.0	金融、宏观						
中证800杠杆率（剔除金融）	62.4	60.0	63.0	0.0	0.0	0.0	策略						
M2（%）	9.0	10.6	9.6	0.0	0.4	0.0	宏观经济、金融						
M1（%）	3.5	6.4	5.9	0.0	-1.0	0.0	宏观经济						
1.3 财政													
财政总收入（%，当期）	10.7	-4.3	10.1	0.0	-7.0	0.0	宏观经济						
300城土地成交面积（平米）	-16.2	-43.0	5.0	0.0	0.0	0.0	房地产、宏观						
财政总支出（%，当期）	0.3	8.0	2.6	0.0	-0.4	0.0	宏观经济						
1.4 利率													
存款准备金率(%)	10.0	9.8	9.8	-0.5	-0.3	-0.3	宏观						
一年期MLF利率(%)	3.0	2.8	2.8	0.0	-0.2	-0.2	宏观、金融						
一年期银行理财产品预期年收益率（%）	3.5	3.1	3.0	0.0	0.0	0.0	宏观、金融						
一般贷款加权平均利率（%）	5.2	4.7	4.7	-0.1	-0.6	-0.6	金融、宏观						
10年国债收益率(%)	3.1	3.0	3.1	0.0	-0.4	-0.1	债券、宏观						
1年和10年国债利差（bp）	75.0	70.0	70.0	0.0	-5.0	0.0	债券、宏观						
银行7天回购利率(%)	2.4	2.1	2.3	0.0	-0.2	0.0	债券						
3年期AA企业债和国债利差（bp）	144.0	120.0	130.0	0.0	-10.0		债券						
1.5 汇率													
美元指数(期末)	94.0	117.0	0.0	0.0	19.0	0.0	宏观经济						
欧元/美元(期末)	1.2	0.9	0.0	0.0	-0.2	0.0	宏观						
美元/日元（期末）	114.0	147.0	0.0	0.0	32.0	0.0	宏观						
人民币/美元(期末)	6.4	6.9	6.5	0.0	0.5	0.0	宏观						
1.6 盈利估值													
工业企业利润增速（%）	35.0	3.0	4.0	0.0	0.0	0.0	宏观						
A股非金融石油石化净利润累计同比（%）	30.4	-5.0	10.0	0.0	0.0	0.0	策略						
重点上市公司剔除金融服务业利润增速-自下而上(%)	43.0	0.0	20.0	0.0	0.0	0.0	策略						
中证800净利润增速（%）	23.5	-10.0	5.0	0.0	0.0	0.0	策略						
HSCEI指数净利润增速-自上而下(%)	10.0	13.0	14.0	0.0	0.0	0.0	海外部						
中证800PE(TTM)	15.0	10.0	13.0	0.0	0.0	0.0	策略						
股权投资风险溢价（%）	4.8	5.5	5.2	0.0	0.0	0.0	策略						

资料来源：申万宏源研究

表 2：申万宏源研究关键假设表中国产业指标（2022/10/10）

申万宏源研究关键假设表-KAT	最新预测			2022/10/10		本次调整相对于		2022/9/1		
二、中国市场产业指标	2021F	2022F	2023F	2021F	2022F	2023F	相关领域			
2.1 消费品										
生猪价格（元/公斤，均价）	21.3	18.8	16.0	0.0	0.5	0.0	农林牧渔			
白酒销量增速（%）	8.0	7.0	10.0	0.0	0.0	0.0	食品饮料			
医药工业总产值同比增速（%）	20.0	2.0	10.0	0.0	-5.0	0.0	医药生物			
基本医疗保险支出（%）	10.0	4.0	10.0	0.0	4.0	0.0	医药生物			
2.2 金融地产建筑										
A股上市银行不良贷款率（%）	1.3	1.3	1.3	0.0	0.0	-0.1	银行			
A股日均股基成交额（亿元）	11,370.0	9,811.0	10,800.0	0.0	0.0	0.0	证券			
保费收入增速（%，不含万能险）	-0.3	1.1	7.1	0.0	0.0	0.0	保险			
全国已开工未售库存去化月数（月）	11.3	11.3	11.3	0.0	0.0	0.0	房地产、宏观			
房地产销售面积增速（%）	1.9	-14.9	4.0	0.0	0.0	0.0	房地产、宏观			
房地产新开工面积增速（%）	-11.4	-24.8	5.0	0.0	0.0	0.0	房地产、宏观			
对外工程承包完成额增速（%）	-0.6	2.0	5.0	0.0	0.0	0.0	建筑			
2.3 制造业										
空调销量增速（%）	6.0	0.6	5.0	0.0	1.7	0.0	家电			
家具销售收入增速（%）	14.5	0.4	5.0	0.0	0.0	0.0	轻工制造			
铁路固定资产投资增速（%）	5.0	10.0	15.0	0.0	0.0	0.0	机械			
全球新船订单量（载重吨）	124,697,959.0	39,131,433.3	38,227,374.6	0.0	0.0	0.0	机械			
国防支出增速（%）	6.8	7.1	6.5	0.0	0.0	0.0	机械			
汽车整车销量增速（%，当期）	4.0	8.0	2.0	0.0	3.3	-2.0	汽车			
重卡销售增速（%，当期）	-20.0	-30.0	0.0	0.0	0.0	0.0	汽车			
全球新能源汽车销量增速（%，当期）	90.0	40.0	0.0	0.0	2.0	0.0	汽车			
国内新能源汽车销量增速（%，当期）	155.0	95.0	34.0	0.0	8.0	0.0	汽车			
2.4 现代服务业										
百家百货线下零售额增速（%）	9.9	4.5	5.6	0.0	0.0	0.0	纺织服装			
波罗的海干散货运价指数（BDI，均值）	2,943.0	2,650.0	0.0	0.0	0.0	0.0	交通运输			
中国出口集装箱运价指数（CCFI，均值）	2,612.0	2,950.0	0.0	0.0	0.0	0.0	交通运输			
国内航线综合票价指数	110.0	115.0	0.0	0.0	0.0	0.0	交通运输			
中等职业教育入学率（%）	40.1	43.1	46.3	0.0	0.0	0.0	教育			
高等职业教育入学率（%）	36.8	41.8	44.7	0.0	0.0	0.0	教育			
体育产业增加值占GDP比重（%）	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	纺织服装			
机构养老新增床位数（千张）	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	休闲服务			
国内旅游人次增速（%）	13.0	-17.0	20.0	0.0	0.0	0.0	休闲服务			
出境旅游人次增速（%）	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	休闲服务			
2.5 信息化										
三大运营商资本开支增速（%）	2.0	3.0	-5.0	0.0	0.0	0.0	通信			
互联网广告市场规模增速（%）	16.0	2.5	15.0	0.0	0.0	0.0	传媒			
中国总票房收入增速（%）	175.0	-17.0	28.0	0.0	0.0	0.0	传媒			
十大半导体设备生产商资本支出增速（%）	36.0	14.0	15.0	0.0	0.0	0.0	电子			
计算机上市公司薪酬增速（%）	25.0	15.0	15.0	0.0	0.0	0.0	计算机			
计算机上市公司营收增速（%）	16.0	17.0	16.0	0.0	0.0	0.0	计算机			
2.6 原材料										
螺纹钢现货价格（元/吨，均价）	5,100.0	5,075.0	0.0	0.0	0.0	0.0	钢铁			
全国平均425水泥价格（元/吨，均价）	485.0	510.0	500.0	0.0	0.0	0.0	建材			
黄金价格（美元/盎司，均价）	1,800.0	1,650.0	1,800.0	0.0	0.0	0.0	有色金属			
铜价（元/吨，均价）（长江现货市场）	69,000.0	61,000.0	63,000.0	0.0	0.0	0.0	有色金属			
铝价（元/吨，均价）（长江现货市场）	19,000.0	18,000.0	19,000.0	0.0	0.0	0.0	有色金属			
2.7 能源环保										
河北唐山焦精煤出厂含税价（元/吨，均价）	2,260.0	2,000.0	0.0	0.0	0.0	0.0	煤炭			
天然气表观消费量增速（%）	12.7	10.8	10.0	0.0	0.0	0.0	石化			
环渤海动力煤价格（元/吨，均价）	1,034.0	1,200.0	0.0	0.0	0.0	0.0	煤炭			
Brent原油（美元/桶，均价）	72.5	99.5	90.0	0.0	-6.5	0.0	化工			
电源基本建设投资完成额累计同比（%）	4.5	5.0	5.0	0.0	0.0	0.0	电力设备、电力			
电网基本建设投资完成额累计同比（%）	1.1	6.0	6.0	0.0	0.0	0.0	电力设备、电力			
全国发电设备累计平均利用小时	3,817.0	3,750.0	0.0	0.0	0.0	0.0	电力、电力设备			
光伏发电设备利用小时数	1,163.0	1,163.0	1,163.0	0.0	0.0	0.0	电力设备			
风电发电设备利用小时数	2,246.0	2,246.0	2,246.0	0.0	0.0	0.0	电力设备			
环保典型公司的营收增速（%）	15.0	15.0	15.0	0.0	0.0	0.0	环保			

资料来源：申万宏源研究

表 3：申万宏源研究关键假设表全球配置类指标（2022/10/10）

申万宏源研究关键假设表-KAT	最新预测 2022/10/10			本次调整相对于 2022/9/1			
三、全球资产配置类指标	2021F	2022F	2023F	2021F	2022F	2023F	相关领域
3.1 经济总量							
全球GDP增速（%）	5.8	2.5	2	0	-0.5	0	宏观
美国GDP增速（%）	5.7	1.7	0.7	0	-0.7	0	宏观
欧元区GDP增速（%）	5.2	2.5	1	0	-0.2	0	宏观
日本GDP增速（%）	1.7	1.6	1.5	0	-0.2	0	宏观
OECD国家GDP增速（%）	5	2	1	0	0	0	宏观
金砖四国GDP增速（%）	7.6	3.2	4.3	0	-1	0	宏观
世界贸易量增速（%）	25.1	7.2	0	0	0	0	宏观
3.2 财政							
四大央行合计总资产总额增速%（美联储、欧央行、日本央行、英国央行）	12	3.6	0	0	0	0	宏观
中国债务率（债务/GDP）	286.6	298.4	300	3.2	7.9	0	宏观
美国债务率（债务/GDP）	290.8	299.8	0	0	0	0	宏观
日本债务率（债务/GDP）	434.5	433.5	0	0	0	0	宏观
3.3 利率							
美国的基准利率（%）	0.25	3.25	3.5	0	2.25	2.5	债券
德国的基准利率（%）	0	0.05	0.05	0	0	0.05	债券
日本的基准利率（%）	-0.1	-0.1	-0.1	0	0	0	债券
美国10年期国债利率（%）	1.7	3	3.2	0	0.7	1	债券
德国10年期国债利率（%）	-0.2	1.05	1.2	0	0.85	1	债券
日本10年期国债利率（%）	0.1	0.22	0.28	0	0	0.13	债券
3.4 盈利估值							
SP500净利润增速（%）	20	5	8	0	0	0	海外部
新兴市场MSCI指数净利润增速（%）	12	5	8	0	0	0	海外部
Stoxx600净利润增速（%）	22	4	5	0	0	0	海外部
日经225净利润增速（%）	10	-3	7	0	0	0	海外部
SP500PE（TTM）	20	18	0	0	0	0	策略部
新兴市场MSCI指数PE（TTM）	16	15	0	0	0	0	策略部
Stoxx600PE（TTM）	28	26	0	0	0	0	策略部
日经225PE（TTM）	28	26	0	0	0	0	策略部
3.5 信贷与杠杆							
SP500杠杆率（总资产/净资产）	1.6	1.6	1.5	0	0	0	策略
新兴市场MSCI杠杆率（总资产/净资产）	1.4	1.4	1.5	0	0	0	策略
Stoxx600负债率杠杆率（总资产/净资产）	1.8	1.8	1.8	0	0	0	策略
日经225负债率杠杆率（总资产/净资产）	1.3	1.3	1.3	0	0	0	策略

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swsresearch.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swsresearch.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。