

● 证券研究报告 ●

美债利率上升引发调整，美股AI巨头债务压力如何？

全球资产配置每周聚焦 (20260508-20260515)

证券分析师：金倩婧 A0230513070004 冯晓宇 A0230521080005

林遵东 A0230524100005 王胜 A0230511060001

2026.5.18

报告摘要

- **全球资本市场回顾:** 上周 (20260508-20260515) 美国通胀超预期, 全球流动性紧缩, 宏观流动性影响全球风险偏好, 全球股债双杀。1) 固收方面, 10Y美债收益率边际大幅上行21BP至4.59%, 美元指数大幅上行1.45%; 2) 权益方面, 全球主要股指普跌, 韩国KOSPI 200仍持续小幅上涨, 上证指数小幅下行; 3) 商品方面, 全球原油库存快速下行, 同时美国大型炼厂爆炸, 油价大幅上升9.2%。
- **热点聚焦:** 降息预期大幅回落背景下, 美债利率大幅上行, 全球股债市场普遍调整。近期美国非农数据整体好于预期 (新增非农人数11.5万人VS预期6.5万人), 同时上周美国通胀数据整体大幅超预期上行 (美国4月CPI同比3.8%VS预期3.7%, 4月PPI同比6%VS预期4.8%), 经济韧性与远超预期的通胀导致美联储降息预期大幅回落, 叠加沃什上台后“降息+缩表”措施预期发酵和美国低库存, 全球宏观流动性逆转, 美债利率大幅上行 (30Y美债利率到5.1%, 10Y美债利率为4.59%), 拆分美债利率结构, 上周实际利率上行17BP, 通胀预期上行4BP, 10Y美债利率总共上行21BP。期限结构来看, 上周2Y美债利率上行19BP, 而期限利差上行2BP, 显示本轮美债利率上行主要来源于降息预期的变化。
- **美股一季度业绩大幅超预期是前期美股上行的重要驱动之一, 伴随着美股财报季接近尾声, 重回高位的市场对于流动性等非业绩因素变得更为敏感。** 截止2026年5月15日, 美股一季报的业绩披露率为91%, eps超预期比例为84%。标普500指数2026年Q1盈利增速从季报前的13.1%上修至27.7%, 为2021年以来最高值, Alphabet、亚马逊、Meta是核心贡献。分行业来看, 所有行业收入均实现同比正增长, 且高于业绩前预期, 其中信息技术、通信服务、公用事业增速领先。盈利方面, 除医疗保健外其他行业均同比增长, 科技、通信、材料、可选消费贡献较高, 能源较业绩前整体下修, 其他行业均上修。展望后续, 分析师预期2026年全年营收增速预计为10.3%, 下半年增速或将小幅放缓, Q2-Q4 营收增速分别为11.4%、10.1%、9.7%。2026年全年盈利增速预计为21.5%, 全年节奏稳定, Q2~Q4盈利增速分别为20.5%、23.6%、21.1%。
- **未来市场对于未来美债利率上行的敏感度如何? 美股AI巨头债务压力边际增加, 融资成本尚且可控, 尾部违约风险边际上升。** 根据本轮财报后的指引, 美股4大Hyperscaler (谷歌、微软、亚马逊、Meta) 的capex在2026年预计6307亿美元, 同比2025年增速为76%, 自由现金流合计793亿美元 (谷歌和微软为主要正贡献, Meta小幅为正, 亚马逊为负)。而Hyperscaler已经从2025年开始发行公募债+私募债。公募债方面, 2025年起谷歌合计发行约815亿美元公司债券, Meta合计发行约550亿美元债券, 亚马逊合计发行约570亿美元债券。融资币种上, 谷歌从2025年的美元和欧元债券为主, 2026年开始发行以英镑计价的百年债, 4月新增发行加拿大元计价债券, 5月发行日元计价债券。融资成本上, 2025年11月5日发行的2035券规模35亿美元, 融资成本4.7% (高于同期美债~60bp), 2026年2月发行的2036券规模为42.5亿美元, 融资成本为4.8% (高于同期美债~70bp), 2026年4月发行的欧元债, 2034券高于同期欧债利率20~40bp左右。私募债方面, Meta在2025年10月发行的成本为6.58%, 高于无风险利率约200bp。尾部风险对冲方面, 本轮美股自4月以来的股价反弹, 四大Hyperscaler的CDS未能有效回落, 整体仍维持高位, 显示市场对杠杆风险以及再融资风险仍有担忧。
- **全球资金流向跟踪: 过去一周, 全球层面, 资金流入货币市场基金, 新兴股市流出而发达股市流入。** 其中, 固收基金方面, 美国股市流入明显, 上周流入190.0亿美元; 权益基金方面, 中国股市流出203.2亿美元, 外资过去一周流入4.5亿美元, 内资流出207.7亿美元。海外资金内部出现分化, 海外主动基金过去一周流出8.7亿美元, 而海外被动基金过去一周流入13.2亿美元。此外, 富时3倍做空中国ETF出现流入。**行业层面, 美股资金大幅流入科技、房地产和医疗保健, 而金融板块出现较大流出, 中国股市资金流入通信、金融和医疗保健。****全球资产性价比指标: 市盈率分位数角度上看, 截止到2026/5/15, 市盈率分位数角度上看, 上证指数的估值高于韩国KOSPI200、法国CAC40、标普500, 达到过去10年来的94.3%, 但是从PE的绝对水平来看, 上证指数、沪深300和恒生国企的估值依旧大幅低于美股。****ERP角度上来看, 巴西圣保罗、沪深300和上证指数的ERP分位数仍然较高, 从股债性价比的角度来说, 中国股市相比全球仍有较好的配置价值。****风险调整后收益分位数来看, 标普500的风险调整后收益所处分位数上升至61%, 纳斯达克的风险调整后收益所处分位数由36%上升至66%。沪深300的风险调整后收益分位数从72%上升至75%。GSCI综合指数的风险调整后收益分位数保持在90%分位数。****全球资产风险情绪指标:** 美股方面, 指数层面, 上周标普500收于7408.5; 期权的认沽认购层面, 截止到5月16日, 标普500认沽认购比例较上周有所上升。A股方面, 期权持仓层面, 截至2026/5/16, 沪深300的6月到期看涨期权4800-5000点区间持仓边际下行, 高位持仓情绪回落。隐含波动率层面, 截至2026/5/16, 沪深300期权各价位隐含波动率较2026/5/8整体上行, 市场短期波动预期有所抬升。**全球经济数据: 美国4月通胀数据大幅超预期, 中国出口增速边际上行。****美国经济:** 美国4月CPI同比超预期边际大幅上行至3.8%, PPI同比超预期边际上行至6%, 其中能源分项是核心上涨原因; **中国经济:** 4月出口同比大幅上升, 体现了全球制造业周期回暖驱动的外部需求韧性。**美联储降息预期:** 截止//, 年月保持在.-%的概率为.-%, 美联储降息预期大幅回落。
- **风险提示:** 资产价格短期波动或无法代表长期趋势; 欧美经济深度衰退或超预期; 特朗普执政期间美国政策方向出现重大转变。

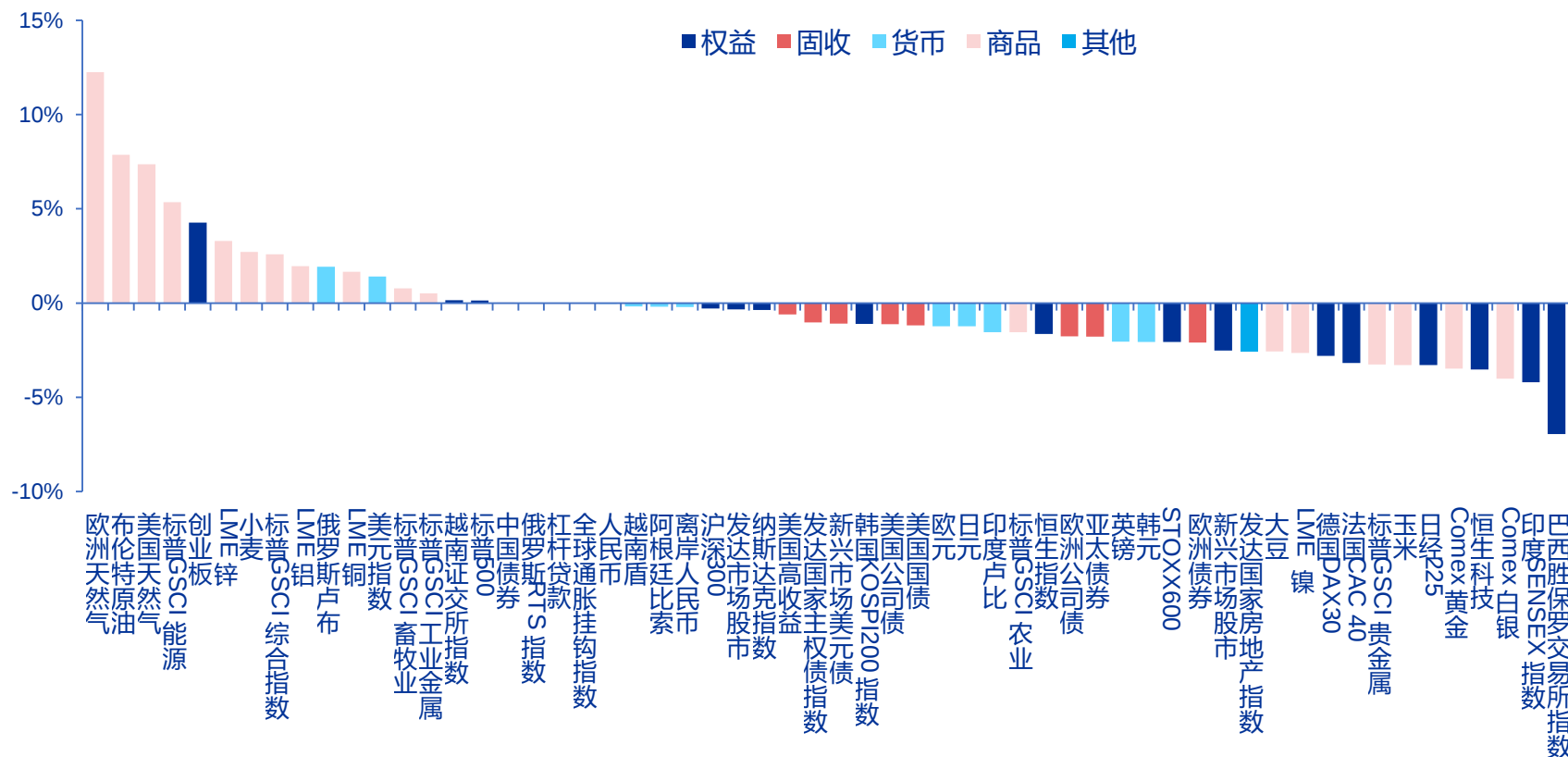
主要内容

1. **每周热点聚焦：美债利率上升引发调整，AI巨头债务压力如何？**
2. 全球资金流向：权益资金继续流入发达市场，流出新兴市场
3. 资产估值指标：全球股市估值偏高，A股ERP位于中性水平
4. 资产风险情绪：美股认沽/认购比例上升，A股隐含波动率上行
5. 全球经济数据：美国通胀数据大幅上行，中国出口边际上行
6. 风险提示

美国通胀超预期，全球流动性紧缩，全球股债双杀

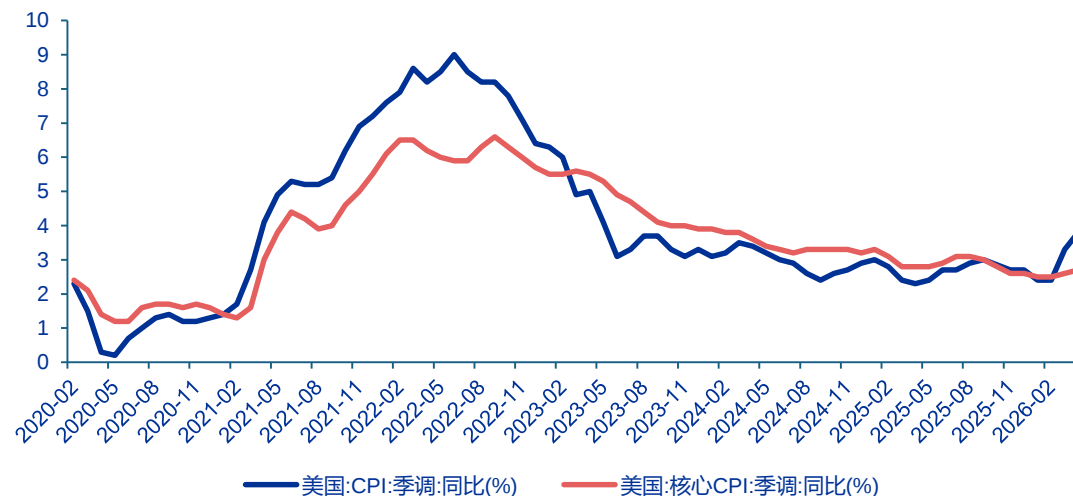
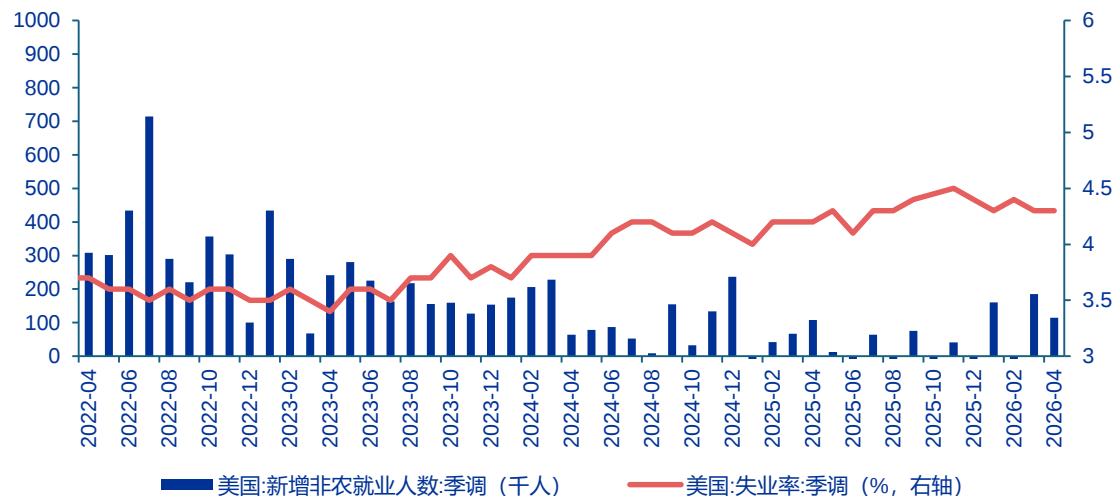
- 全球资本市场回顾：上周 (20260508-20260515)美国通胀超预期，全球流动性紧缩，宏观流动性影响全球风险偏好，全球股债双杀。1) 固收方面，10Y美债收益率边际大幅上行21BP至4.59%，美元指数大幅上行1.45%；2) 权益方面，全球主要股指普跌，韩国KOSPI 200仍持续小幅上涨，上证指数小幅下行；3) 商品方面，全球原油库存快速下行，油价大幅上升9.2%。

全球大类资产涨跌幅(2026/05/08~2026/05/15)美元计价



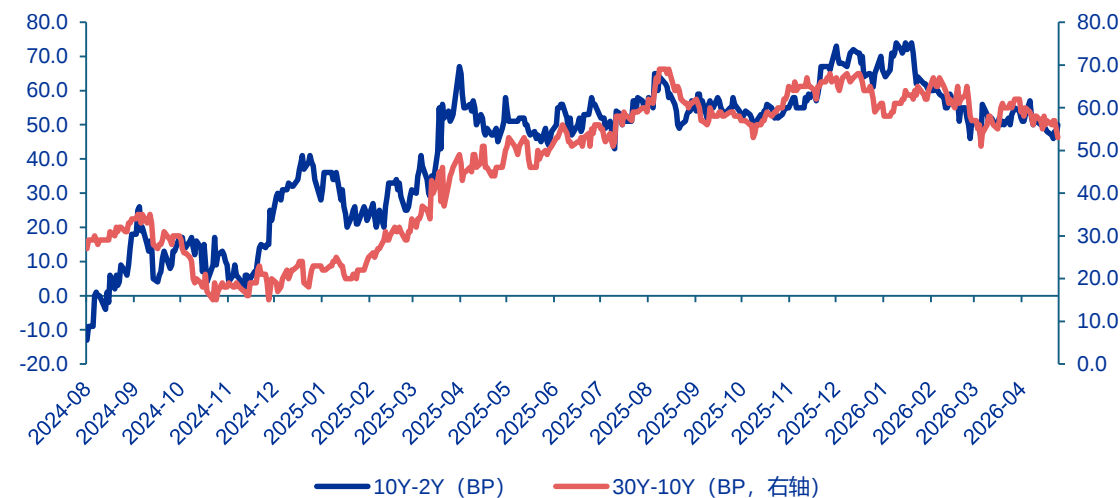
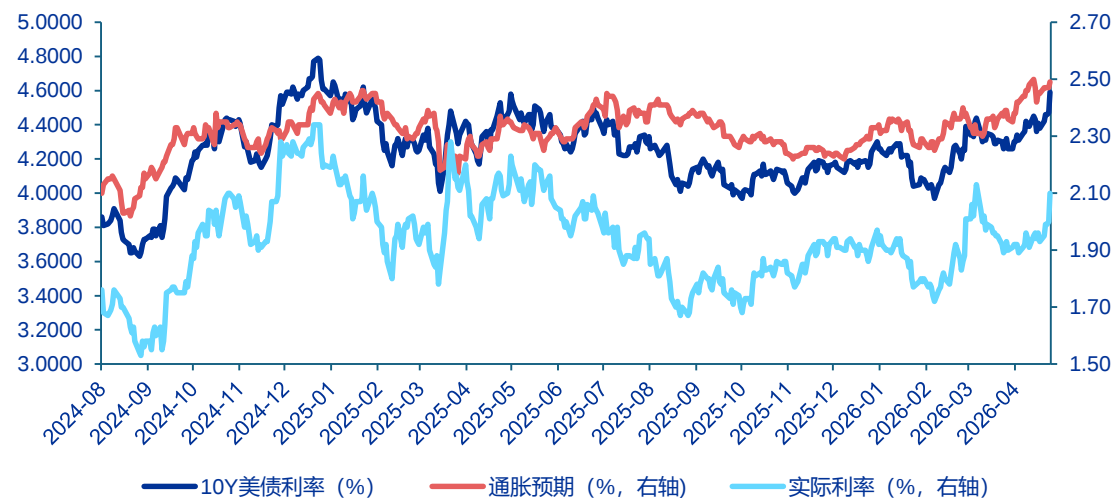
经济韧性与远超预期的通胀导致美联储降息预期大幅回落

- 近期美国非农数据整体好于预期（新增非农人数11.5万人VS预期6.5万人），同时上周美国通胀数据整体大幅超预期上行（美国4月CPI同比3.8%VS预期3.7%，4月PPI同比6%VS预期4.8%），经济韧性与远超预期的通胀导致美联储降息预期大幅回落，叠加沃什上台后“降息+缩表”措施预期发酵和美国低库存，全球宏观流动性逆转，美债利率大幅上行（30Y美债利率到5.1%，10Y美债利率为4.59%）。



拆分美债期限结构，短端利率上行是核心驱动因素

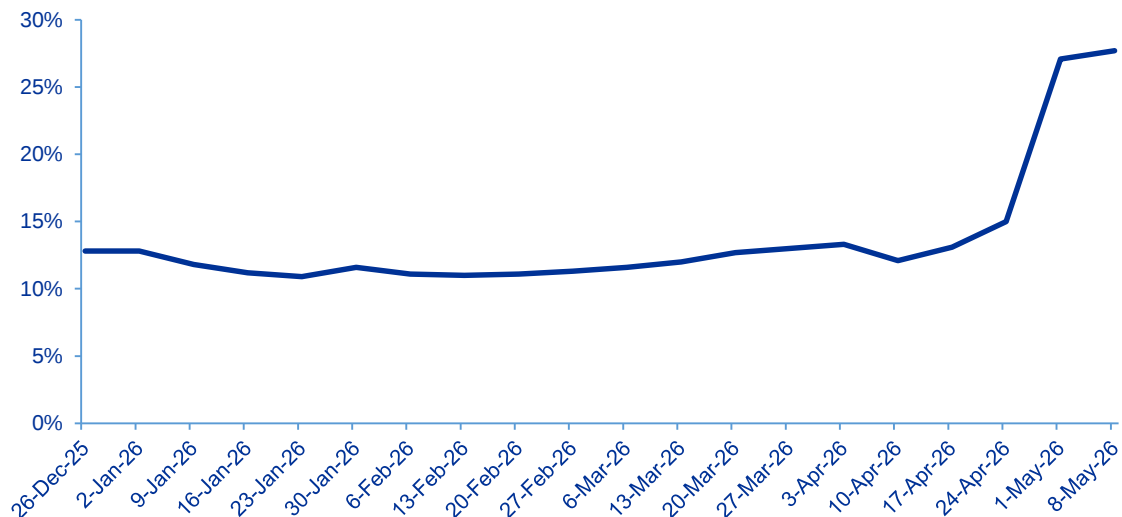
- 拆分美债利率结构，上周实际利率上行17BP，通胀预期上行4BP，10Y美债利率总共上行21BP。
- 拆分期限结构，上周2Y美债利率上行19BP，而期限利差上行2BP，显示本轮美债利率上行主要来源于降息预期的变化。



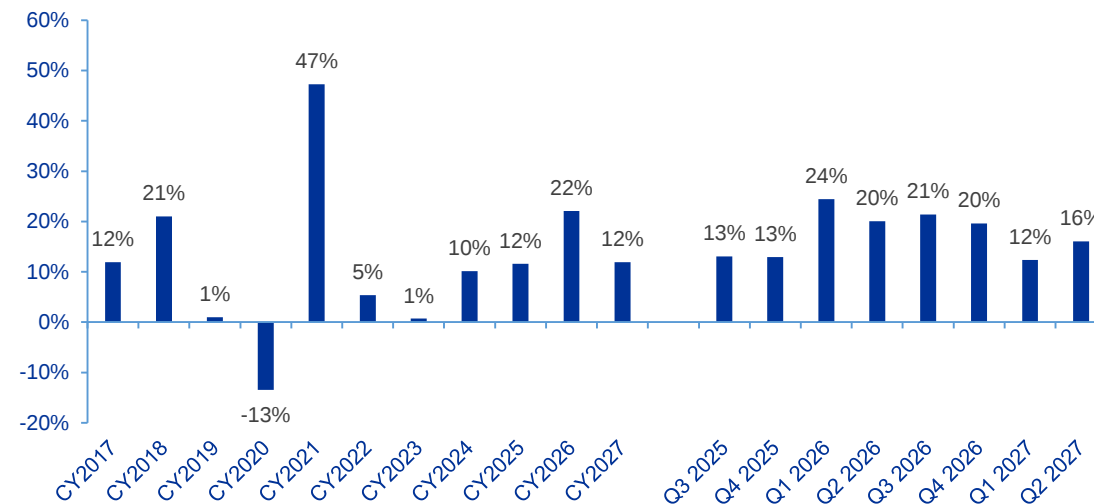
美股盈利一季报大幅上修，未来4个季度仍为双位数增长

- 美股财报总结：截止2026年5月15日，美股一季报的业绩披露率为91%，eps超预期比例为84%。标普500指数2026年Q1盈利增速从季报前的13%上修至27.7%，为2021年以来最高值，谷歌、亚马逊、Meta是核心贡献。

2026年Q1盈利增速预期变动

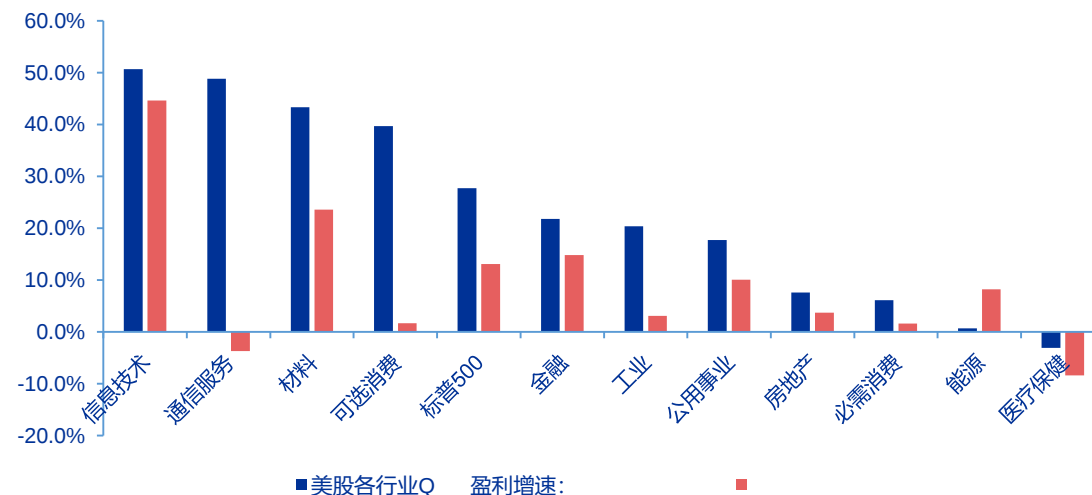
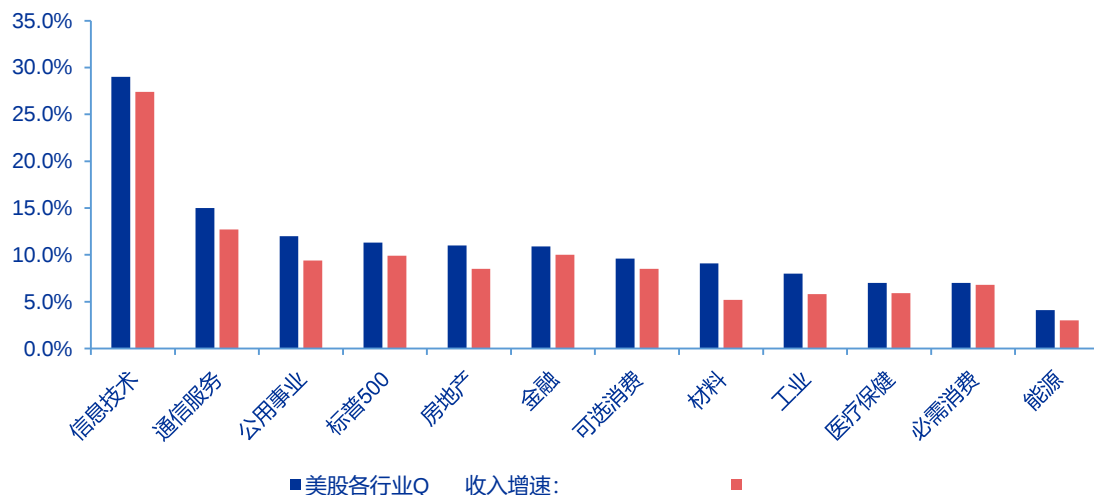


标普500EPS增速



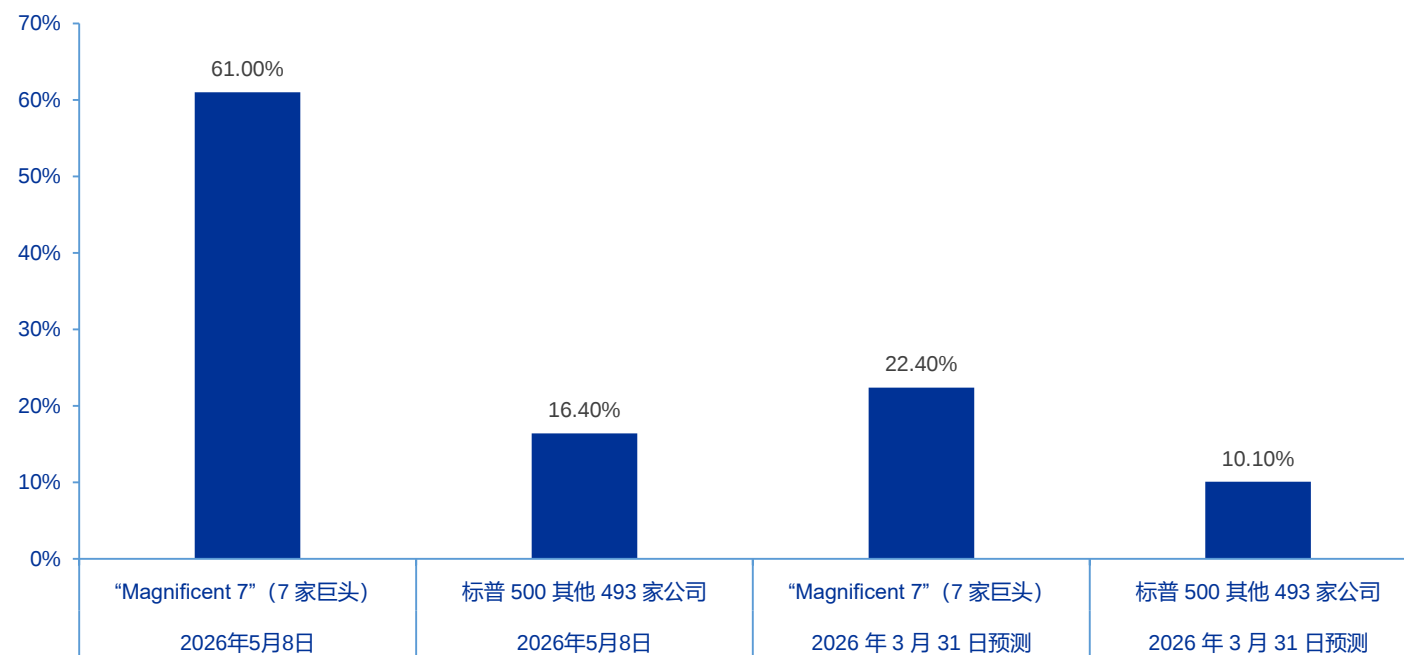
行业上，科技、通信依然是盈利贡献更高的

- 收入方面，所有行业收入均实现同比增长，信息技术、通信服务、公用事业增速领先
- 盈利方面，除医疗保健外其他行业均同比增长，科技、通信、材料、可选消费贡献更高。



2026年Q1 M7的业绩预期大幅上修，非M7同样业绩上修

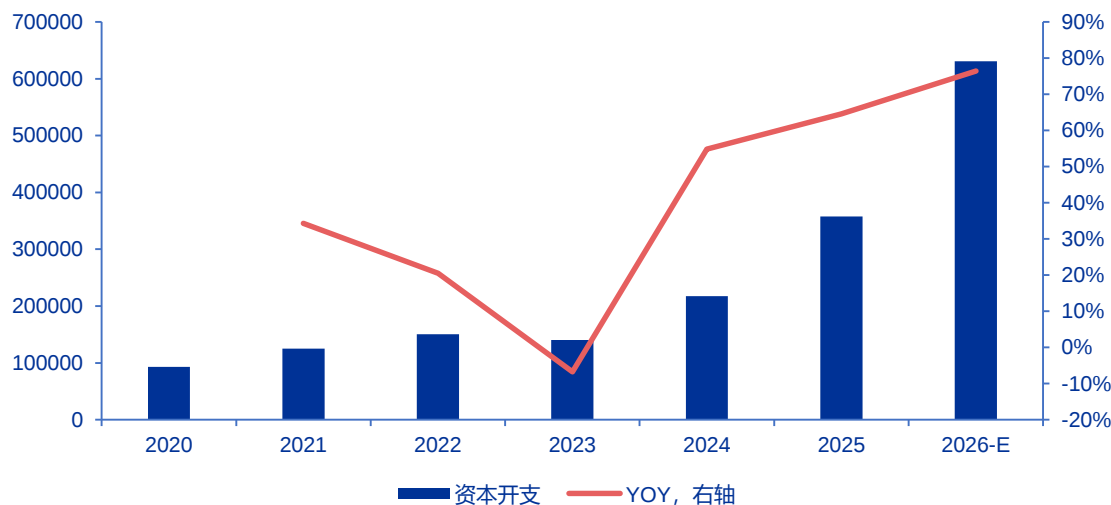
■ 2026年Q1 M7的业绩预期大幅上修，非M7同样业绩上修



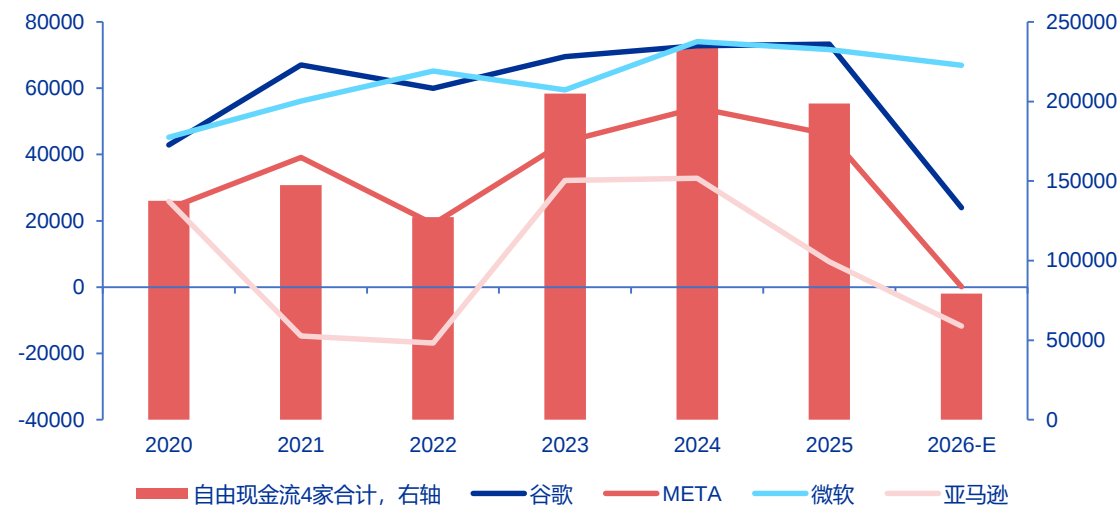
美股4家数据中心：谷歌和微软为主要正贡献，Meta小幅为正，亚马逊为负

- 根据本轮财报后的指引，美股4大Hyperscaler（谷歌、微软、亚马逊、Meta）的capex在2026年预计6307亿美元，同比2025年增速为76%，自由现金流合计793亿美元（谷歌和微软为主要正贡献，Meta小幅为正，亚马逊为负）。

4家数据中心/云厂资本开支，百万美元



4家数据中心/云厂资本开支，百万美元



Hyperscaler已经从2025年开始发行公募债+私募债

- **公募债方面，2025年起谷歌合计发行约815亿美元公司债券，Meta合计发行约550亿美元债券，亚马逊合计发行约570亿美元债券。融资币种上，谷歌从2025年的美元和欧元债券为主，2026年发行以英镑计价的百年债，另有欧元、瑞士法郎、加拿大元，以及最新的日元券。融资成本上，2025年11月5日发行的2035券规模35亿美元，融资成本4.7%（高于同期美债~60bp），2026年2月发行的2036券规模为42.5亿美元，融资成本为4.8%（高于同期美债70bp），而2026年4月发行的欧元债，2034券高于同期欧债利率20~40bp左右。**

公司	时间/公告日	融资类型	规模(亿美元)	利率/票息	穆迪评级
Amazon	2025/11/20	高级无担保债券	150	3.900%-5.550%	A1
	2026/3/12	高级无担保债券	420	2.800%-6.050%	
Oracle	2025/9/26	高级无担保债券	180	4.450%-6.100%	Baa2
	2026/2/2	高级无担保债券	250	4.550%-6.850%	
Coreweave	2025/5/28	高级无担保债券	37.5	9.000%-9.250%	B1
	2025/12/9	可转换高级票据	22.5	1.75%	
	2026/4/10	可转换高级票据	35	1.75%	
	2026/4/9	高级无担保债券	27.5	9.75%	
Alphabet	2025/4/25	高级无担保债券	50	4.000%-5.300%	Aa2
	2025/4/29	高级无担保债券	75	2.500%-4.000%	
	2025/11/6	高级无担保债券	175	3.875%-5.700%	
	2025/11/6	高级无担保债券	75	2.375%-4.375%	
	2026/2/10	高级无担保债券	75	4.125%-6.125%	
	2026/2/12	高级无担保债券	200	3.700%-5.750%	
	2026/5/5	高级无担保债券	60	3.650%-5.000%	
	2026/5/7	高级无担保债券	105	3.200%-4.800%	
Meta	//	高级无担保债券		.%-.%	Aa
	2026/4/30	高级无担保债券	250	4.550%-6.450%	

融资成本方面，私募债融资成本较票据融资高2~5%

- 一般而言，非银贷款中一半左右来自商业信贷中介和私募股权基金。结合今年在AI基建投资加速的趋势，可见私募信贷的扩张规模不低。具体来看，Meta发行270亿美元的私募债，xAI发行50亿美元的债务融资。

公司名称	发行日期	发行金额	融资成本	用途
Meta (通过与 Blue Owl Capital 的合资项目 Hyperion)	2025 年 10 月	270 亿美元	收益率 6.58%	为路易斯安那州的 “Hyperion” 数据中心开发提供资金
xAI	2025 年 6 月 30 日	50 亿美元 (债务融资部分)	包含 30 亿美元年利率 12.5% 的债券、10 亿美元年利率 12.5% 的固定利率定期贷款，以及 10 亿美元基准利率上浮 7.25 个百分点的定期贷款	支持开发尖端人工智能解决方案，包括建设大型数据中心、开发旗舰大模型 Grok
Tempus AI	2025 年 6 月 30 日	4 亿美元 (授予初始购买者额外购买最多 6000 万美元债券的期权)	未明确具体利率，债券为可转换优先票据，利息每半年支付一次	偿还 2.747 亿美元的未偿还优先担保定期贷款；支付上限看涨期权交易成本；剩余部分用于一般公司用途，含可能的收购或战略投资
CoreWeave	2025 年 7 月	17.5 亿美元	票面利率 9.0%	一般公司用途，包括偿还现有债务以及支付与此次发行相关的费用
TeraWulf (全资子公司 WULF Compute LLC)	2025 年 10 月 23 日	32 亿美元	年利率 7.750%	为纽约巴克的 Lake Mariner 园区的数据中心扩建项目提供部分资金

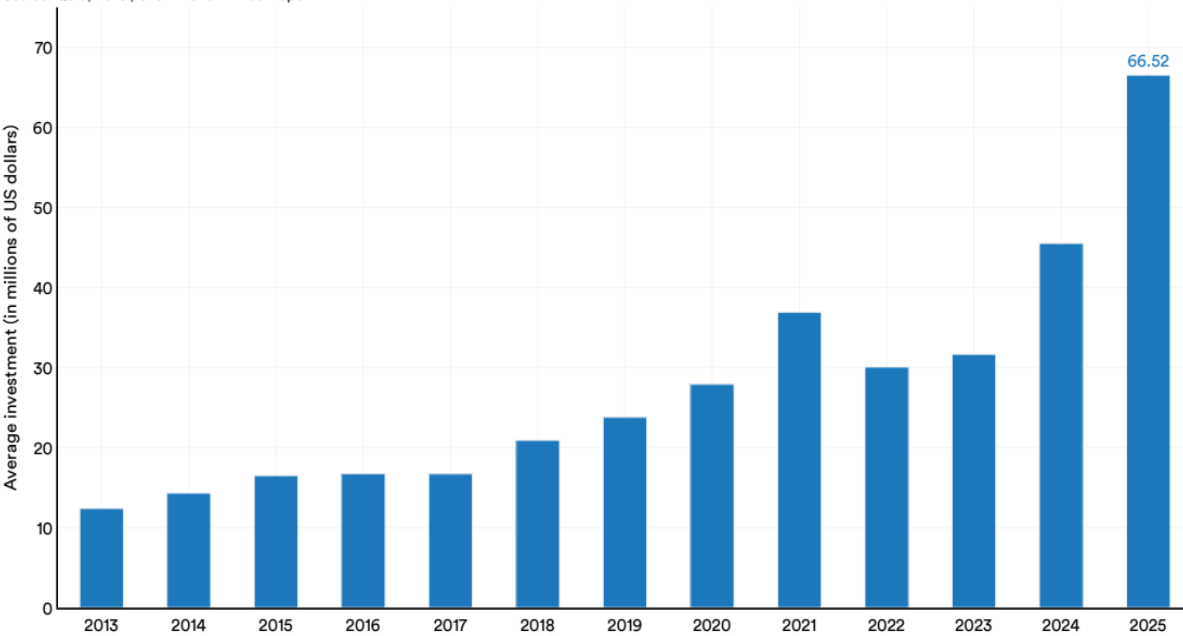
融资结构方面，私募债投资于AI的资金集中度提高

- 从融资结构来看，私募投资市场呈现广度扩张、集中度进一步提升的特征。2025 年新增获投人工智能企业数量同比增长70.8%，但资金分布集中度显著提升，绝大部分资金集中于少数大额交易。与 2024 年相比，2025 年人工智能行业平均单笔私募投资额增长46%，至6650 万美元。各规模区间投资活跃度均有所提升，但头部大额交易增长最为突出：单笔超 10 亿美元的大额融资达 28 笔，高于 2024 年的 15 笔，标志着行业融资格局持续向头部倾斜。

融资规模 (美元)	2024	2025	同比 (%)
超10亿	15	28	86.7
5亿-10亿	20	30	50.0
1亿-5亿	146	286	95.9
5000万-1亿	197	373	89.3
低于5000万	2,951	4,464	51.3
未披露			.

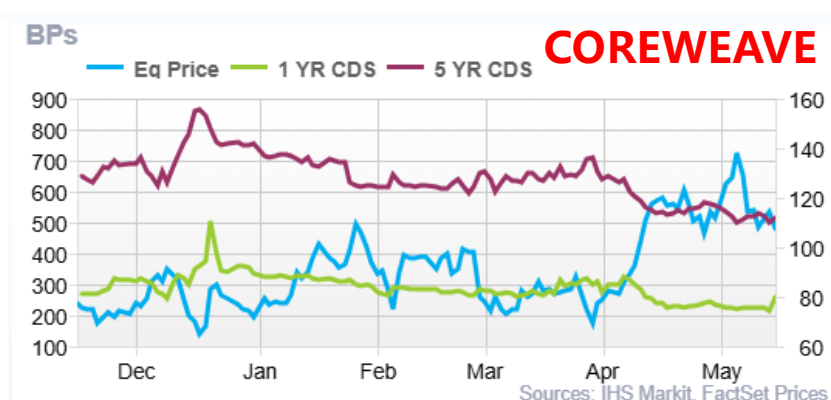
Average size of global AI private investment events, 2013-25

Source: Quid, 2025 | Chart: 2026 AI Index report



本轮美股AI行情反弹并未带动相关公司的信用担忧有效降温

- 本轮美股自4月以来的反弹, 并没有带动AI相关公司CDS的有效回落, 市场对AI融资以及债务的担忧仍是约束。具体而言, 四大Hyperscaler的CDS整体仍维持高位, 这对应其最新财报在债务结构上未能证明优化格局。



上周A股指数小幅下跌，创业指数、科创50涨幅显著；韩股继续上行

		最新收盘价格 (2026/05/15)	期间涨跌幅 (2026/05/08~2026/05/15)	近一月涨跌幅	近三月涨跌幅	近六月涨跌幅	年初以来涨跌幅	ERP
A股+港股+转债	上证指数	4135	-1.07%	2.7%	1.3%	3.6%	21.4%	35%
	沪深300	4860	-0.5%	3.7%	4.3%	5.0%	21.5%	44%
	创业板指	3929	3.5%	11.8%	19.9%	26.3%	78.1%	81%
	上证50	2958	-1.5%	0.8%	-2.5%	-2.7%	8.8%	53%
	中证1000	8683	-0.7%	7.1%	5.8%	15.7%	41.3%	59%
	科创50	1696	3.4%	20.6%	15.4%	24.6%	66.2%	40%
	恒生指数	25963	-1.6%	0.1%	-2.3%	-2.3%	29.5%	2%
	恒生科技	4941	-3.2%	0.6%	-7.8%	-15.0%	9.8%	38%
	恒生中国企业指数	8691	-2.2%	-0.3%	-3.8%	-7.5%	19.4%	10%
	中证转债	509	-2.8%	0.2%	-3.4%	3.5%	21.8%	
	北证50	1378	-4.0%	4.2%	-9.9%	-9.0%	31.7%	32%
	印度SENSEX30	75238	-2.7%	-3.7%	-8.9%	-11.0%	-3.8%	20%
全球股指	德国DAX	23951	-1.6%	-0.5%	-3.9%	0.3%	20.3%	5%
	法国CAC40	7953	-2.0%	-3.9%	-4.3%	-2.7%	8.7%	0%
	西班牙IBEX35	17623	-1.5%	-3.1%	-0.3%	7.8%	52.8%	13%
	英国富时100	10195	-0.4%	-3.4%	-2.4%	5.1%	25.5%	23%
	标普500	7409	0.13%	5.5%	8.4%	10.0%	25.4%	1%
	欧洲STOXX600(欧元)	607	-0.9%	-1.7%	-1.7%	5.6%	20.2%	1%
	日经225	61409	-2.1%	5.6%	7.8%	21.9%	53.9%	6%
	泰国SET指数	1518	1.2%	0.7%	6.1%	19.6%	8.4%	16%
	韩国综合股价200	1162	1.0%	26.8%	42.7%	106.3%	265.7%	1%
	沪深300	4860	-0.5%	3.7%	4.3%	5.0%	21.5%	44%
	巴西IBOVESPA指数	177284	-3.7%	-10.3%	-4.9%	12.4%	47.4%	53%
	胡志明指数	1922	0.3%	6.7%	5.3%	17.5%	51.1%	3%
	恒生指数	25963	-1.6%	0.1%	-2.3%	-2.3%	29.5%	2%
	阿根廷MERY	2707869	-2.2%	-7.2%	-3.8%	-9.5%	6.9%	
	发达市场	4742	-0.5%	3.3%	5.1%	9.2%	27.5%	
	新兴市场		-.%	.%	.%	.%	.%	%

10Y美债利率大幅上行4.59%，美元指数上行至99.3

			期间涨跌幅 (2026/05/08~2 026/05/15,BP)	近一月涨跌幅 (BP)	近三月涨跌幅 (BP)	近六月涨跌幅 (BP)	近一年涨跌幅 (BP)	百分位数
美国债市	美国10年国债收益率	4.59%	21	30	54	46	1	96%
	10年美债实际利率	2.10%	17	20	31	25	-14	83%
	10年美债通胀预期	2.49%	4	10	23	21	15	94%
	2年美债收益率	4.09%	19	33	66	49	-16	83%
	1年美债收益率	3.82%	7	12	34	13	43	77%
	美债期限利差 (10年-2年)	0.50%	2	-3	-12	-3	17	42%
	美债期限利差 (10年-3个月)	0.90%	21	32	54	74	69	48%
	10年中债收益率	1.77%	0	-2	-4	-5	9	5%
	1年中债收益率	1.21%	2	5	-11	-20	12	2%
	3个月中债收益率	1.09%	0	-8	-24	-29	18	1%
	期限利差: 国开债 (10年期-1年期)	0.46%	0	2	8	14	-6	25%
	信用利差: 5年AAA企业债-5年国开债	0.22%	2	7	6	0	-19	8%
	等级利差: 5年企业债 (AA-AAA)	0.31%	3	-3	-1	-3	-10	5%
	息差: 1年AAA级同业存单-FR007	0.07%	0	1	12	-2	70	14%
	R007	1.33%	-5	-9	3	-16	-81	6%
	R001	1.02%	-30	-29	-19	-22	-152	12%
	中美利差 (10年中债利率-10年美债利率)	-2.82%	-21	-32	-58	-51	8	1%
	中美利差 (1年中债利率-1年美债利率)	-2.61%	-5	-7	-45	-33	-31	17%
			期间涨跌幅 (2026/05/08~2 026/05/15,BP)	近一月涨跌幅	近三月涨跌幅	近六月涨跌幅	年初以来涨跌幅	动态风险调整后收益
大宗商品	LME铝 (美元/吨)	3572.0	20%	-1.4%	16.1%	25.0%	40.0%	87%
	Comex黄金 (美元/盎司)	4543.6	-3.81%	-5.8%	-10.6%	8.4%	62.3%	66%
	LME铜 (美元/吨)	13544.5	0.07%	2.2%	5.2%	24.8%	52.0%	90%
	ICE布油 (美元/桶)	109.5	9.20%	22.2%	78.8%	92.6%	86.3%	88%
	NYMEX天然气 (美元/百万英热单位)	3.0	7.67%	7.4%	-11.5%	-4.0%	-23.1%	17%
其他	美元指数	99.3	1.45%	1.2%	2.5%	0.0%	-8.1%	29%
	美元兑人民币	7.3	0.00%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.6%	
	欧元兑美元	1.2	-1.35%	-1.5%	-2.1%	0.0%	11.7%	68%
	CBOE波动率	.	0%	0%	-0%	-0%	0%	0%

上周A股行业中通信领涨，有色钢铁领跌；港股地产上涨，资本货物跌幅较大

A股行业	期间涨跌幅 (2026/05/12~2026/05/16)	PE所处历史分位数	动态风险调整后 收益所处分位数	ERP所处分位数	A股行业	期间涨跌幅 (2026/05/12~2026/05/16)	PE所处历史分位数	动态风险调整后 收益所处分位数	ERP所处分位数
通信	3.38%	97.9%	98.6%	67.8%	社会服务	-3.09%	44.6%	46.3%	88.8%
公用事业	0.12%	52.6%	84.0%	83.1%	电力设备	-3.15%	58.1%	93.5%	80.8%
家用电器	0.06%	56.9%	50.3%	77.3%	农林牧渔	-3.71%	57.6%	56.2%	74.5%
电子	-0.03%	94.6%	98.5%	63.5%	传媒	-3.85%	52.1%	68.3%	84.0%
机械设备	-0.34%	83.2%	95.8%	47.0%	商贸零售	-4.05%	80.7%	48.4%	61.8%
银行	-0.84%	32.4%	20.1%	73.6%	医药生物	-4.26%	33.1%	52.9%	87.9%
石油石化	-1.23%	74.5%	91.0%	54.7%	计算机	-4.63%	87.2%	59.1%	88.5%
煤炭	-1.38%	80.9%	83.2%	30.2%	房地产	-4.92%	69.8%	79.6%	45.5%
汽车	-1.90%	84.9%	59.1%	45.0%	综合	-5.06%	99.7%	91.7%	44.4%
基础化工	-1.94%	78.3%	86.3%	56.5%	美容护理	-5.08%	30.5%	7.4%	94.4%
纺织服饰	-2.24%	56.8%	81.4%	83.3%	建筑材料	-5.18%	92.9%	92.6%	35.6%
轻工制造	-2.47%	75.8%	86.8%	63.5%	非银金融	-5.42%	0.3%	42.3%	100.0%
环保	-2.57%	50.2%	90.1%	68.8%	国防军工	-6.16%	68.4%	86.9%	90.4%
交通运输	-2.71%	54.9%	41.7%	74.7%	钢铁	-6.18%	74.6%	68.0%	44.8%
建筑装饰	-2.76%	72.9%	85.2%	38.3%	有色金属	-7.42%	20.8%	92.9%	82.7%
食品饮料	-2.95%	20.8%	0.7%	93.5%					
港股行业	期间涨跌幅 (2026/05/12~2026/05/16)	PE所处历史分位数	动态风险调整后 收益所处分位数	ERP所处分位数	港股行业	期间涨跌幅 (2026/05/12~2026/05/16)	PE所处历史分位数	动态风险调整后 收益所处分位数	ERP所处分位数
房地产	0.89%		69.9%		食品、饮料与烟草	-2.80%	19.1%	57.1%	30.7%
能源	0.41%	53.1%	98.6%	20.6%	多元金融	-3.20%	3.8%		81.4%
保险	0.00%	0.0%		91.6%	汽车与汽车零部件	-3.45%	91.8%	15.3%	4.7%
软件与服务	-0.32%	8.4%	34.6%	20.5%	食品与主要用品零售	-3.89%	54.7%	54.5%	8.8%
银行	-0.36%	73.2%	85.0%	9.6%	商业和专业服务	-3.97%		88.6%	
零售业	-0.63%	72.4%	52.7%	7.9%	媒体	-4.60%	4.5%	33.7%	67.4%
电信服务	-0.86%	46.1%	52.4%	2.0%	技术硬件与设备	-4.61%	79.2%		4.6%
公用事业	-0.90%	29.3%	91.0%	8.9%	医疗保健设备与服务	-4.65%	24.4%		13.9%
半导体与半导体生产设备	-1.63%		100.0%		制药、生物科技与生命科学	-4.93%	78.9%	61.7%	3.1%
消费者服务	-2.32%	18.8%		31.3%	家庭与个人用品	-6.51%	6.8%	0.0%	31.2%
材料	-.%	.%	.%	.%	耐用消费品与服装	-.%	.%	.%	.%
运输	-2.73%	30.7%	80.8%	38.1%	资本货物	-7.12%	80.2%	43.3%	5.7%

主要内容

1. 每周热点聚焦：美债利率上升引发调整，AI巨头债务压力如何？
2. **全球资金流向：权益资金继续流入发达市场，流出新兴市场**
3. 资产估值指标：全球股市估值偏高，A股ERP位于中性水平
4. 资产风险情绪：美股认沽/认购比例上升，A股隐含波动率上行
5. 全球经济数据：美国通胀数据大幅上行，中国出口边际上行
6. 风险提示

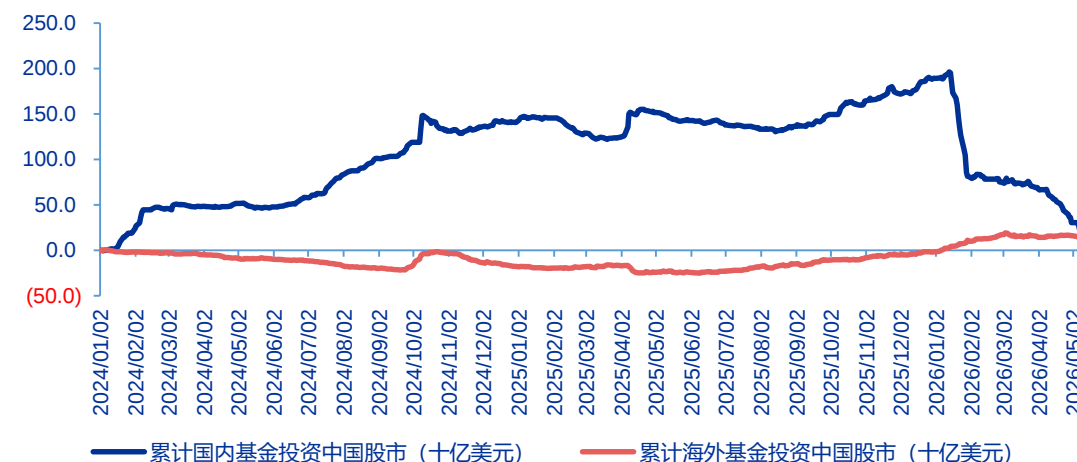
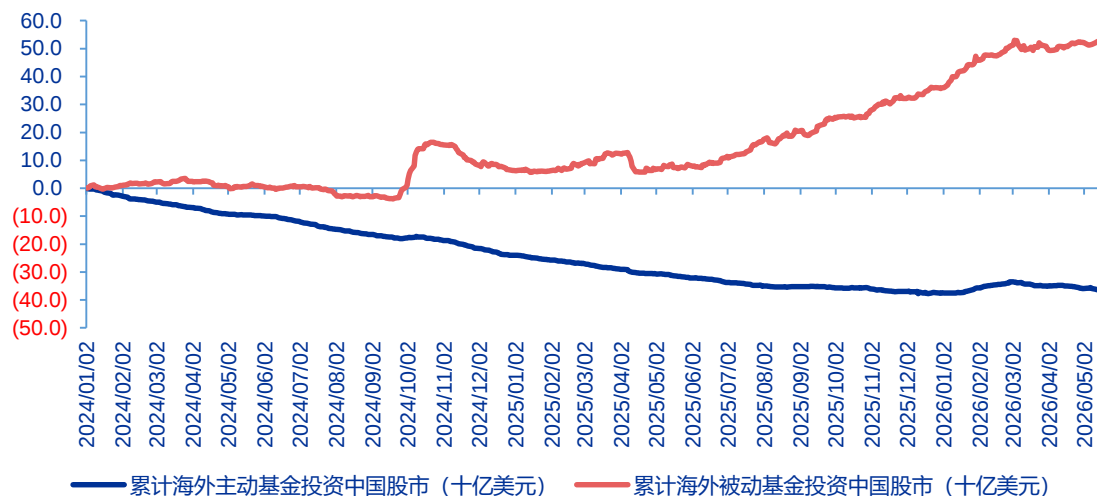
过去一周, 全球资金流入货币市场基金, 新兴股市流出而发达股市流入; 固收基金方面, 美国股市流入明显, 上周流入190.0亿美元; 权益基金方面, 中国股市流出203.2亿美元

- 过去一周, 全球资金流入货币市场基金, 新兴股市流出而发达股市流入; 固收基金方面, 美国股市流入明显, 上周流入190.0亿美元; 权益基金方面, 中国股市流出203.2亿美元
- 相对资金流入方面, 最近一周, 中国权益基金相对流出明显, 富时3倍做空中国ETF出现明显流入

大类资产类别基金(亿美元)										大类资产类别基金									
	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2	2025Q1	2024Q4		近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2		
全球货币市场	57.6	296.5	3401.0	3510.5	3907.4	3451.4	1010.0	3260.0	3567.6	全球货币市场	0.1%	-1.9%	1.0%	2.3%	3.7%	3.4%	1.0%		
发达市场股市	458.4	1472.9	4780.5	2824.5	2617.2	1266.2	1073.7	2096.8	2350.1	发达市场股市	0.2%	0.5%	1.8%	1.1%	1.1%	0.6%	0.5%		
新兴市场股市	-253.8	-540.0	-771.9	-132.8	899.3	220.2	272.0	-188.6	256.7	新兴市场股市	-0.8%	-1.8%	-2.3%	-0.5%	3.6%	0.9%	1.4%		
全球政府债券	65.6	51.2	755.6	477.7	442.9	417.5	361.6	335.8	23.9	全球政府债券	0.4%	0.6%	4.0%	2.7%	2.6%	2.5%	2.4%		
新兴市场债券	23.0	70.8	164.1	-0.2	351.2	278.4	192.0	6.0	-143.2	新兴市场债券	0.3%	2.3%	2.2%	0.0%	5.4%	4.7%	3.5%		
投资级企业债	43.7	22.7	337.6	205.9	509.8	517.1	116.7	200.5	218.5	投资级企业债	0.3%	0.6%	1.9%	1.2%	3.2%	3.4%	0.8%		
高收益债券	17.2	74.3	-52.1	-91.2	30.0	222.5	-26.0	119.9	68.5	高收益债券	0.2%	1.1%	-0.7%	-1.3%	0.4%	3.3%	-0.5%		
固收类基金, 分国家/地区(亿美元)										固收类基金, 分国家/地区									
	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2	2025Q1	2024Q4		近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2		
发达欧洲国家	46.5	144.1	369.2	228.2	341.0	436.6	303.3	269.0	295.8	发达欧洲国家	0.2%	0.7%	1.7%	1.0%	1.6%	2.2%	1.6%		
美国	190.0	549.3	2298.0	1638.1	1509.9	1760.1	390.1	1254.3	1059.3	美国	0.3%	0.9%	3.9%	2.8%	2.7%	3.3%	0.8%		
日本	0.8	7.7	23.4	15.8	22.0	30.7	2.2	-2.9	8.3	日本	0.1%	0.8%	2.6%	1.8%	2.4%	3.5%	0.2%		
中国	1.3	54.8	-47.8	-129.7	229.6	135.7	183.3	15.3	7.1	中国	0.1%	3.5%	-3.4%	-8.7%	4.8%	11.8%	19.9%		
新兴市场	29.6	194.5	236.3	38.9	409.5	332.7	233.7	37.3	-100.8	新兴市场	0.3%	2.1%	2.6%	0.4%	4.7%	4.2%	3.2%		
印度	0.8	10.0	8.2	0.6	4.2	1.8	-3.1	-3.6	-7.4	印度	0.3%	3.8%	3.0%	0.2%	1.6%	0.7%	-1.6%		
权益类基金, 分国家/地区(亿美元)										权益类基金, 分国家/地区									
	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2	2025Q1	2024Q4		近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2		
发达欧洲国家	46.3	56.3	867.6	763.8	881.4	831.1	446.4	356.2	-176.9	发达欧洲国家	0.1%	0.1%	2.0%	1.7%	0.9%	0.9%	1.2%		
美国	308.0	1139.7	2806.4	1265.4	869.1	579.9	449.8	1493.4	2481.6	美国	0.2%	0.6%	1.6%	0.7%	1.1%	0.4%	0.3%		
日本	60.8	113.5	458.1	104.3	357.9	104.3	-1.7	120.2	-94.6	日本	0.3%	0.6%	2.6%	2.1%	0.7%	-0.2%	0.0%		
中国	-203.2	-516.8	-660.2	-982.4	563.2	150.9	121.8	-166.4	309.0	中国	-1.8%	-4.9%	-12.9%	-7.4%	4.3%	1.2%	1.5%		
新兴市场	-233.3	-584.7	-584.3	-19.6	969.6	274.6	330.3	-145.2	300.1	新兴市场	-0.6%	-1.6%	-1.7%	-0.1%	3.2%	1.0%	1.5%		
印度	2.8	-7.0	18.9	39.4	22.2	11.7	24.1	-40.0	-24.9	印度	-0.1%	-0.3%	0.3%	1.0%	0.7%	0.4%	0.8%		
全球投资中国基金/ETF(亿美元)										海外投资中国基金类别									
	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2	2025Q1	2024Q4		近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2		
主动型固收共同基金	0.2	-0.9	-15.7	-3.6	2.9	-0.2	3.7	-10.0	-6.2	主动型固收共同基金	0.0%	-0.2%	-3.8%	-0.9%	0.7%	-0.1%	0.9%		
被动型固收共同基金	0.5	1.6	2.2	0.6	0.1	0.9	-0.8	-0.5	3.1	被动型固收共同基金	0.9%	2.6%	3.6%	1.0%	0.1%	1.5%	-1.4%		
安硕中国ETF	-0.7	-1.4	-7.2	-5.8	-0.5	5.6	0.9	0.7	1.6	安硕中国ETF	-1.0%	-2.0%	-10.4%	-8.4%	-0.7%	8.1%	1.3%		
富时三倍做空中国ETF	0.1	0.0	-0.6	-0.8	-1.0	0.6	0.0	2.4	2.2	富时三倍做空中国ETF	12.3%	4.1%	-61.2%	-74.9%	-98.4%	57.8%	-4.7%		

过去一周, 内资持续流出中国股市, 外资流入中国股市

- 截止到2026/5/13, 外资持续流入中国股市, 而内资整体流出
- 海外资金主动和被动方面, 海外主动基金过去一周流出8.7亿美元, 而海外被动基金过去一周流入13.2亿美元
- 内资和外资方面, 外资过去一周流入4.5亿美元, 内资流出207.7亿美元



过去一周，美股资金大幅流入科技、房地产和医疗保健，而金融板块出现较大流出，中国股市资金流入通信、金融和医疗保健

美国权益基金行业资金流向(亿美元)	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2	2025Q1	2024Q4
科技	11.1	20.2	55.6	22.0	151.1	-45.4	-54.4	91.9	63.6
房地产	6.2	5.1	-12.9	-6.6	13.0	-2.4	2.6	-22.7	-1.7
医疗保健	2.9	-13.1	-20.0	0.2	48.2	-32.2	-44.5	-38.3	-52.0
基建	2.5	16.3	36.6	19.6	8.9	7.4	1.2	-10.4	12.3
材料	0.7	14.0	45.0	23.5	7.0	0.4	-4.0	-2.5	8.0
能源	-0.1	24.7	142.4	109.1	3.9	-23.2	-40.0	-38.9	-19.5
通信	-0.9	3.8	-16.9	-20.4	8.7	8.1	14.1	4.7	5.0
公用事业	-2.0	-15.4	-2.3	6.1	24.2	17.5	17.7	3.4	-9.1
消费	-3.4	-9.9	-31.2	-7.0	-21.8	-13.5	-3.0	32.9	-0.3
工业品	-5.5	23.0	121.9	81.6	43.8	50.3	2.2	-8.1	42.8
金融	-10.9	-6.3	-25.1	-3.0	-19.0	52.4	-82.7	27.2	103.4
全球中国权益基金行业资金流向(亿美元)	近一周流入	近一个月流入	年初以来	2026Q1	2025Q4	2025Q3	2025Q2	2025Q1	2024Q4
通信	5.0	21.2	59.0	39.2	6.8	11.7	-1.0	1.7	-1.1
金融	4.7	-8.0	7.6	23.6	30.7	99.3	1.0	16.2	-13.0
医疗保健	4.6	16.9	45.5	34.7	40.2	21.6	-24.1	3.1	16.3
房地产	0.4	-0.3	1.9	3.5	-3.2	-1.0	0.2	4.0	-1.0
基建	0.2	0.2	-0.1	-0.3	-0.4	0.2	-0.3	-0.1	0.1
公用事业	-0.5	1.7	6.7	5.2	0.6	0.1	-0.2	2.9	-0.1
能源	-2.2	-7.5	20.3	31.5	2.1	9.3	0.2	3.2	-1.7
消费	-2.2	-3.0	10.6	-6.1	2.3	26.7	-5.9	0.8	9.9
工业品	-2.5	2.7	68.2	65.9	11.0	7.2	-1.3	0.8	-0.3
材料	-	-	-	-	-	-	-	-	-
科技	-51.4	-169.4	-67.3	125.0	245.9	40.8	63.0	-18.6	-17.5

主要内容

1. 每周热点聚焦：美债利率上升引发调整，AI巨头债务压力如何？
2. 全球资金流向：权益资金继续流入发达市场，流出新兴市场
3. **资产估值指标：全球股市估值偏高，A股ERP位于中性水平**
4. 资产风险情绪：美股认沽/认购比例上升，A股隐含波动率上行
5. 全球经济数据：美国通胀数据大幅上行，中国出口边际上行
6. 风险提示

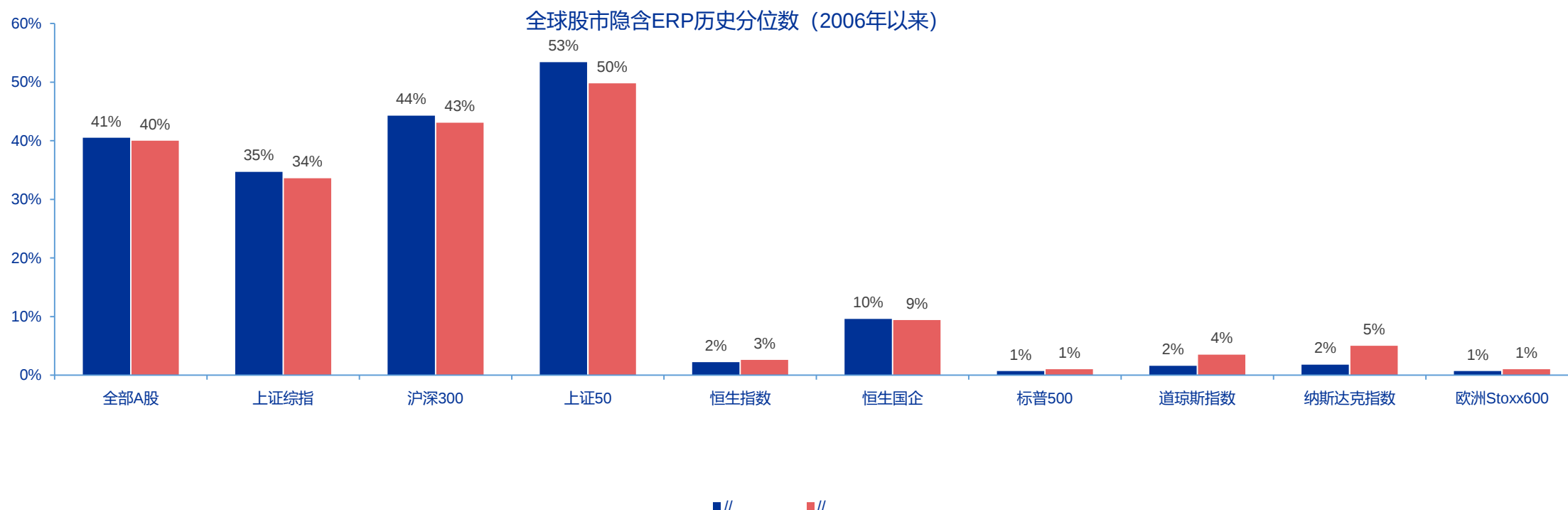
上证指数的PE分位数位于历史的94.3%，但绝对水平相比美股差距仍然明显

- 截止到2026/5/15，市盈率分位数角度上看，上证指数的估值高于韩国KOSPI200、法国CAC40、标普500，达到过去10年来的94.3%，但是从PE的绝对水平来看，上证指数、沪深300和恒生国企的估值依旧大幅低于美股。
- ERP角度上来看，巴西圣保罗、沪深300和上证指数的ERP分位数仍然较高，从股债性价比的角度来说，中国股市相比全球仍有较好的配置价值。

市场名称	PE所处分位数	2026-05-15的PE	2025年4月PE	2022年4月PE	2018年12月PE	市场名称	ERP所处分位数	2026-05-15的ERP	2025年4月ERP	2022年4月ERP	2018年12月ERP
上证指数	94.3%	17.5	13.8	11.9	11.0	巴西圣保罗交易所指数	53.0%	4.8%	6.0%	12.3%	3.1%
韩国KOSPI200	92.9%	21.1	11.4	12.3	8.5	沪深300	44.3%	5.1%	6.6%	5.6%	6.5%
法国CAC40	92.3%	22.8	16.6	14.7	14.4	上证指数	34.7%	3.9%	5.6%	5.5%	5.9%
标普500	90.1%	28.3	24.2	21.4	17.7	富时100	22.5%	1.1%	1.8%	4.1%	6.2%
沪深300	84.9%	14.6	12.1	11.8	10.2	印度Sensex	20.1%	0.3%	0.2%	1.1%	1.5%
恒生指数	80.2%	12.3	9.4	9.5	9.5	泰国证交所100	15.5%	2.0%	2.2%	2.4%	4.0%
恒生国企	78.4%	10.2	8.8	8.4	8.5	西班牙IBEX35	13.1%	2.0%	4.6%	8.2%	6.5%
德国DAX	73.6%	16.7	15.0	14.0	12.2	恒生国企	9.6%	5.2%	6.9%	9.0%	9.0%
斯托克600	71.0%	17.9	14.5	15.1	13.7	日经225	5.8%	0.2%	1.6%	3.7%	4.5%
西班牙IBEX35	64.7%	15.2	11.0	9.0	10.8	德国DAX	5.0%	1.4%	2.2%	4.3%	5.4%
富时100	62.6%	17.5	15.8	14.3	11.2	富时大马吉隆坡综合指数	3.8%	1.8%	1.4%	3.4%	2.5%
日经225	61.5%	20.9	16.5	15.2	13.8	越南证交所指数	3.1%	2.4%	4.0%	3.6%	3.6%
越南证交所指数	59.4%	14.4	11.9	15.5	15.8	恒生指数	2.2%	3.5%	6.2%	7.6%	7.9%
富时马来西亚	33.4%	15.7	16.9	15.9	19.2	韩国KOSPI200	1.3%	0.2%	4.3%	5.2%	9.0%
巴西圣保罗交易所指数	28.7%	10.6	9.6	6.6	17.3	标普500	0.7%	-1.1%	-0.4%	1.8%	2.9%
印度Sensex	19.7%	20.4	21.2	24.9	23.7	标普500	0.7%	-1.1%	-0.4%	1.8%	2.9%
泰国证交所100	13.4%	15.1	14.9	19.0	14.8	法国CAC40	0.0%	-0.2%	1.6%	3.9%	4.2%

美股ERP达到历史极端低位，中国股市ERP维持中性位置

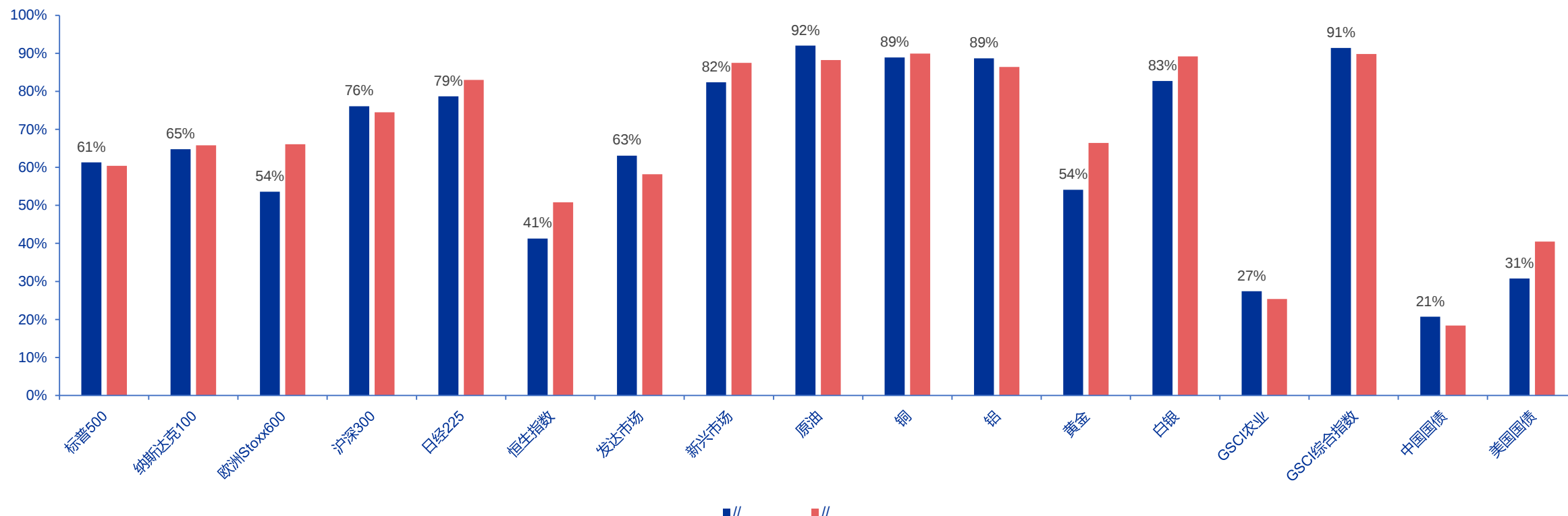
- **全部A股的ERP边际较上周上升，处于历史中性水平。**全部A股的ERP分位数上周录得41%，上周为40%，上证综指的ERP分位数上周录得35%，相较上周上升1%。
- **截止到2026/5/15**，标普500、道琼斯指数、纳斯达克指数和欧洲斯托克600指数的ERP分位数分别为1%、2%、2%、1%。



上周权益类资产的动态风险调整后收益分位数多数上升

- 截止到2026/5/15，标普500的风险调整后收益所处分位数上升至61%。沪深300的风险调整收益分位数从75%上升至76%。GSCI综合指数的风险调整后收益分位数上升至91%分位数。

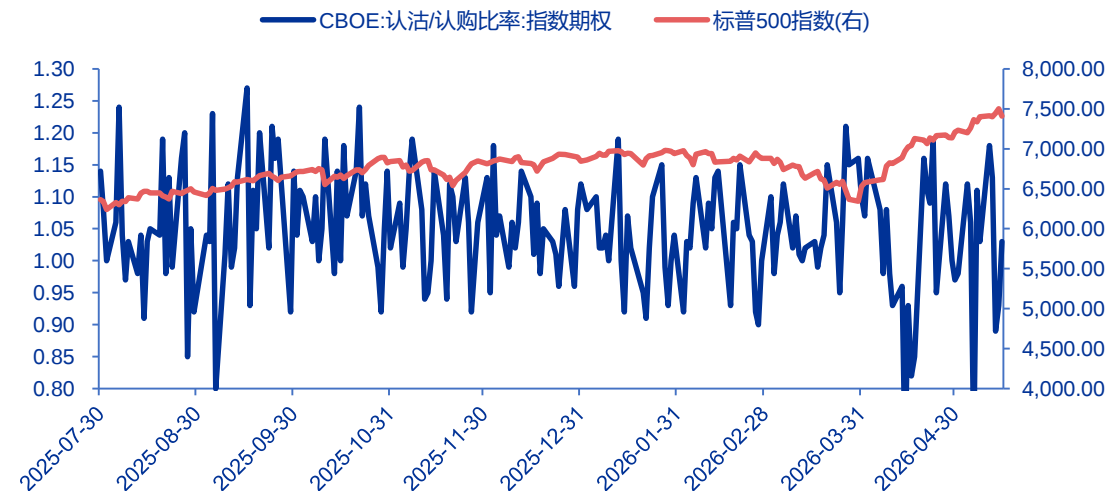
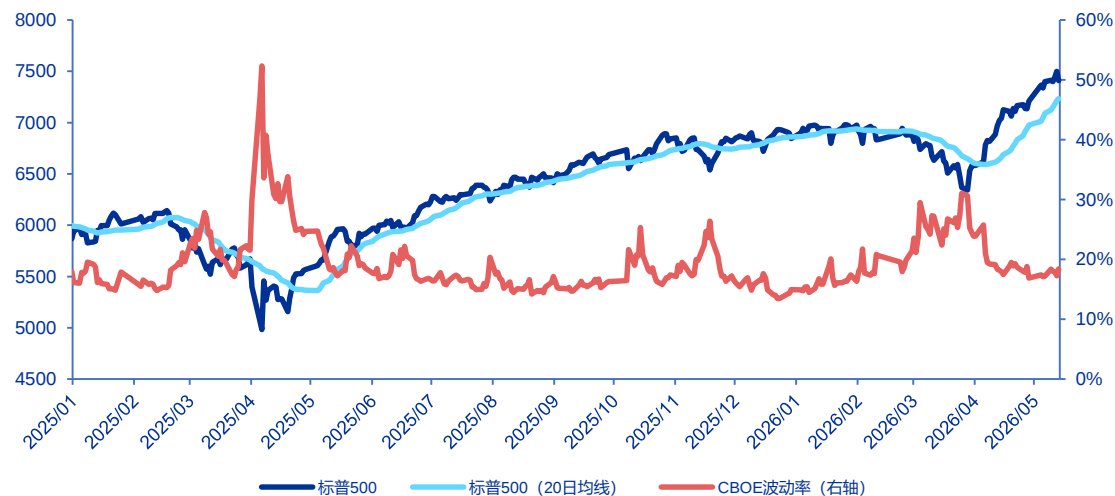
各大类资产动态风险调整后收益所处历史分位数



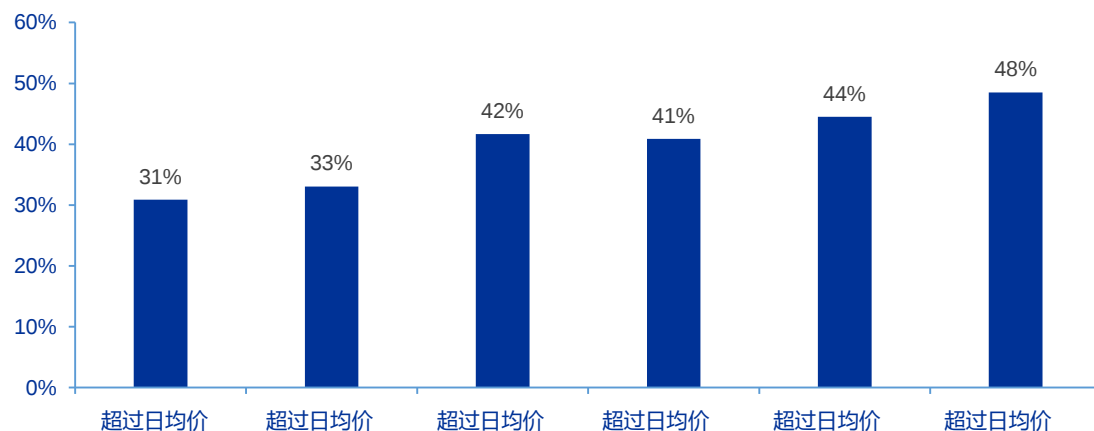
主要内容

1. 每周热点聚焦：美债利率上升引发调整，AI巨头债务压力如何？
2. 全球资金流向：权益资金继续流入发达市场，流出新兴市场
3. 资产估值指标：全球股市估值偏高，A股ERP位于中性水平
4. **资产风险情绪：美股认沽/认购比例上升，A股隐含波动率上行**
5. 全球经济数据：美国通胀数据大幅上行，中国出口边际上行
6. 风险提示

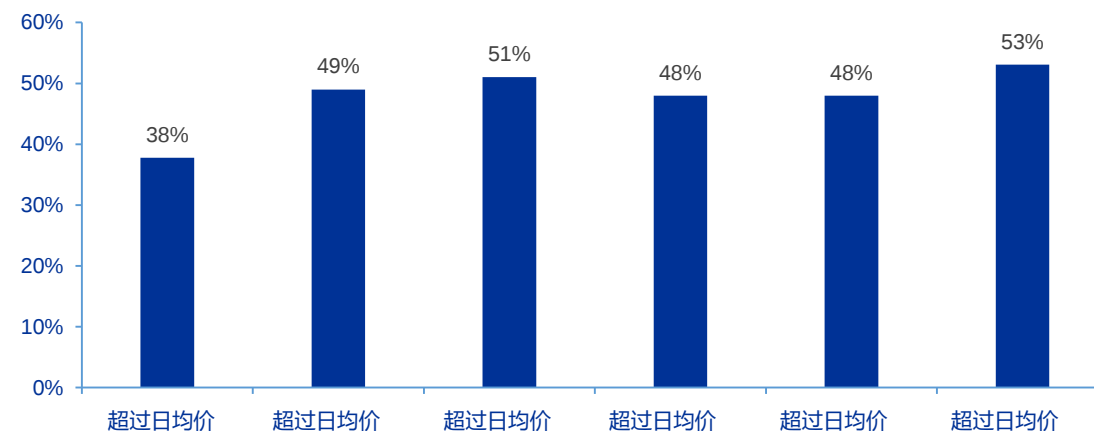
美股市场：上周认沽认购比例与上周相比上行



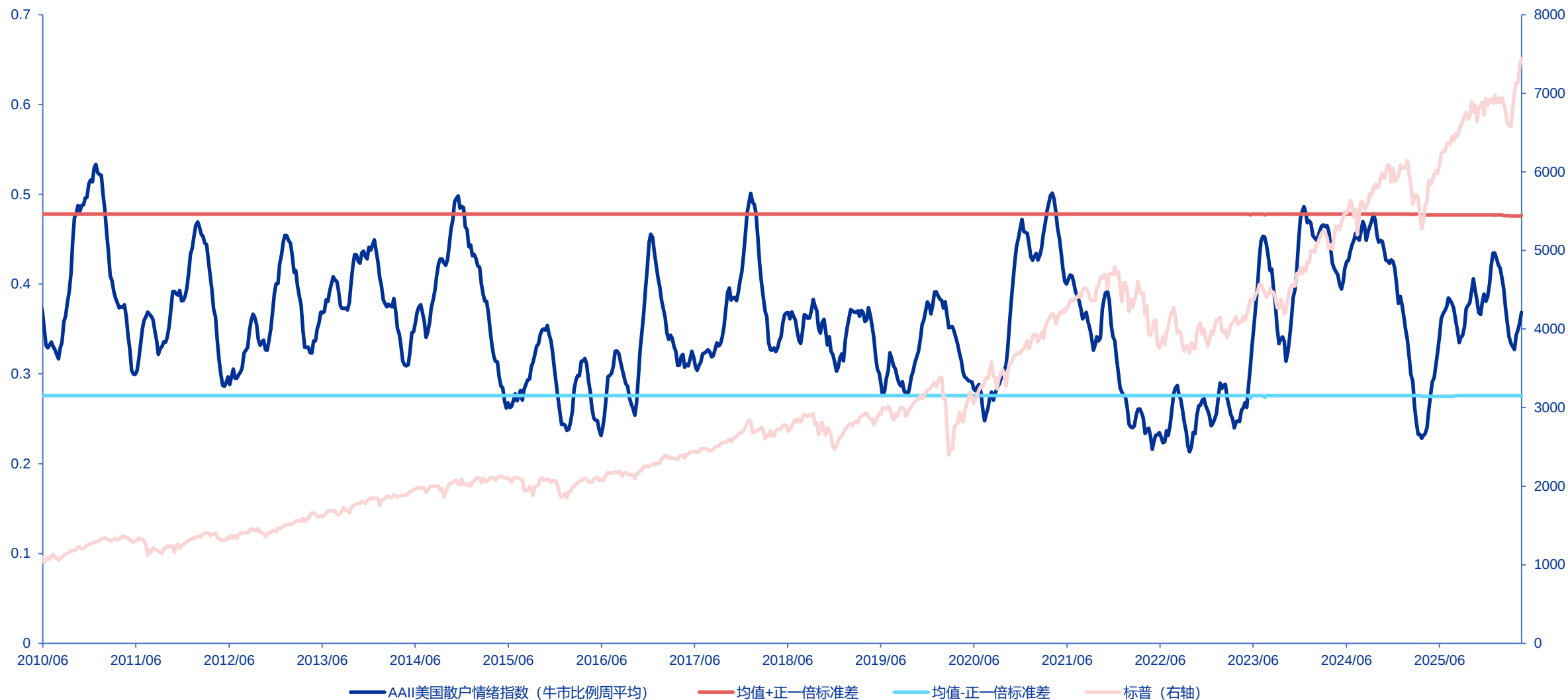
截止到2026-05-16标普500成分股超过均线的比例



截止到2026-05-16纳斯达克100成分股超过均线的比例

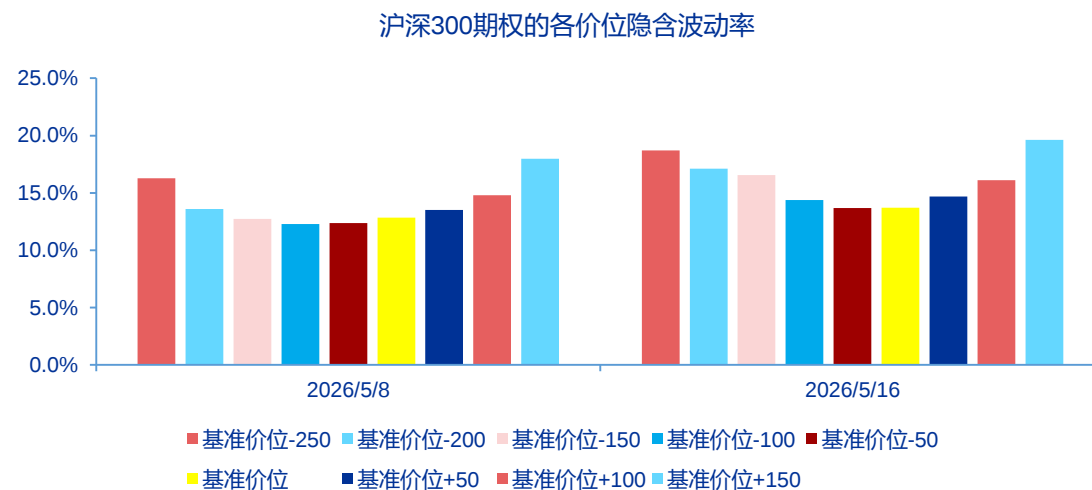
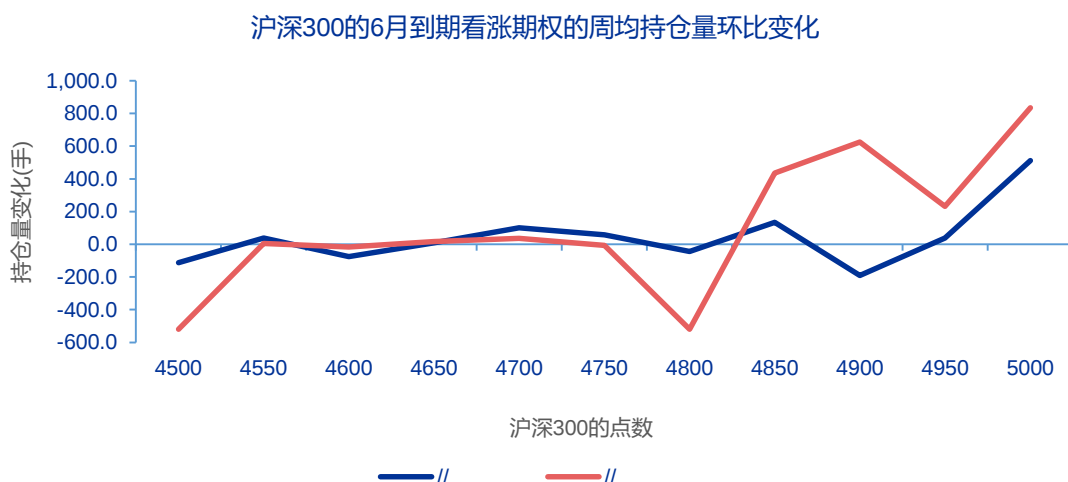


美股情绪指标：上周美国散户看涨比例为39.32%，环比上周上升1.01Pct



中国期权市场：沪深300隐含波动率整体上行，高位看涨期权持仓回落

- **期权持仓层面**，截至2026/5/16，沪深300的6月到期看涨期权4800-5000点区间持仓环比回落，高位持仓情绪有所减弱。
- **隐含波动率层面**，截至2026/5/16，沪深300期权各价位隐含波动率较2026/5/8整体上行，市场短期波动预期有所抬升。



主要内容

1. 每周热点聚焦：美债利率上升引发调整，AI巨头债务压力如何？
2. 全球资金流向：权益资金继续流入发达市场，流出新兴市场
3. 资产估值指标：全球股市估值偏高，A股ERP位于中性水平
4. 资产风险情绪：美股认沽/认购比例上升，A股隐含波动率上行
- 5. 全球经济数据：美国通胀数据大幅上行，中国出口边际上行**
6. 风险提示

美国经济：美国通胀数据大幅上行

			2026-04-30	2026-03-31	2026-02-28	2026-01-31	2025-12-31	线性图
经济指标	经济景气度	实际GDP折年同比/%		2.7			2.0	
		实际GDP折年季调环比/%		2.0			0.5	
		制造业PMI/%	52.7	52.7	52.4	52.6	47.9	
		非制造业PMI/%	53.6	54.0	56.1	53.8	54.4	
		密歇根消费者信心指数	49.8	53.3	56.6	56.4	52.9	
	通胀	CPI同比/%	3.8	3.3	2.4	2.4	2.7	
		核心CPI同比/%	2.8	2.6	2.5	2.5	2.6	
		PCE同比/%		3.5	2.8	2.9	2.9	
		核心PCE同比/%		3.2	3.0	3.1	3.0	
		PPI同比/%	6.0	4.3	3.4	3.0	3.1	
		核心PPI同比/%	5.2	3.9	3.9	3.7	3.4	
		1年通胀预期/%	4.7	3.8	3.4	4.0	4.2	
		5年通胀预期/%	3.2	3.2	3.3	3.3	3.2	
供给	生产	制造业工业生产指数同比/%	1.4	0.7	1.1	2.0	0.9	
		工业产能利用率/%	76.1	75.7	76.0	75.6	75.7	
		PMI——工业产出指数/%	53.4	55.1	53.5	55.9	51.0	
	劳动力市场	新增非农就业人数/千人	115.0	185.0	-156.0	160.0	-17.0	
		失业率/%	4.3	4.3	4.4	4.3	4.4	
		平均时薪环比/%	0.16	0.21	0.32	0.35	0.05	
	库存	美国:库存总额:季调环比/%		0.9		0.0	0.0	
需求	消费	个人实际可支配收入同比/%				1.7	1.1	
		个人实际消费支出同比/%	1.4	0.7	1.1	2.0	0.9	
		零售和食品服务销售额同比/%	4.9	4.2	4.2	3.3	2.4	
		PMI——新订单指数/%	54.1	53.5	55.8	57.1	47.7	
	地产	新房销售同比/%		3.3	-1.1		1.4	
		成屋销售同比/%	0.0	-0.2	-0.5	-1.7	-0.5	
		新房开工同比/%		10.8	-9.0	2.9	-9.3	
		成屋开工同比/%		-8.0	5.8	-5.1	-1.7	
信贷与杠杆	M同比/%			.	.	.	.	
	M1同比/%			4.7	4.7	4.0	3.9	

中国经济：出口同比边际大幅上行

载日志已记录，仅供内部参考

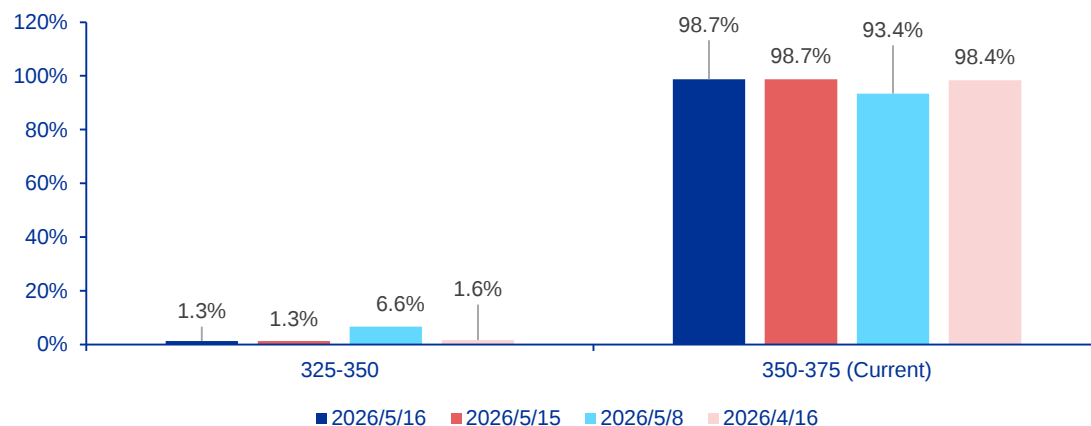


		2026-04-30	2026-03-31	2026-02-28	2026-01-31	2025-12-31	线性图
经济和通胀景气度指标	实际GDP当季同比/%		5			4.5	
	GDP季调环比/%		1.3			1.2	
	工业增加值增速/%		5.7	6.3	6.3	5.2	
	制造业PMI/%	50.3	50.4	49	49.3	50.1	
	服务业PMI/%	49.6	50.2	49.7	49.5	49.7	
	CPI同比/%	1.2	1	1.3	0.2	0.8	
	核心CPI同比/%	1.2	1.1	1.8	0.8	1.2	
	PPI同比/%	2.8	0.5	-0.9	-1.4	-1.9	
消费	社会消费品零售总额增速（%，当期）		1.7	2.8		0.9	
	PMI——新订单指数/%	50.6	51.6	48.6	49.2	50.8	
	房地产销售面积增速/%		-10.4	-13.5		-8.7	
	房地产新开工面积增速/%		-20.3	-23.1		-20.4	
投资	固定资产投资增速/%		1.7	1.8		-3.8	
	制造业投资增速/%		4.1	3.1		0.6	
	基建投资增速/%		8.9	11.4		0.6	
	房地产投资增速/%		-10.6	-10.7		-17.5	
	服务业投资/%		-1	-0.4		-7.4	
出口	出口同比/%	14.1	2.5	39.6	10.0	6.5	
	进口同比/%	25.3	27.8	13.9	25.7	5.7	
信贷与杠杆	M2/%	8.6	8.5	9	9	8.5	
	M1/%	5	5.1	5.9	4.9	3.8	
	社会融资存量同比/%	7.8	7.9	8.2	8.2	8.3	
	新增人民币贷款/亿元	-100	29900	9000	47100	9100	
	新增中长期人民币贷款/亿元	-					
利润	工业企业利润同比/%		15.5	15.2		0.6	

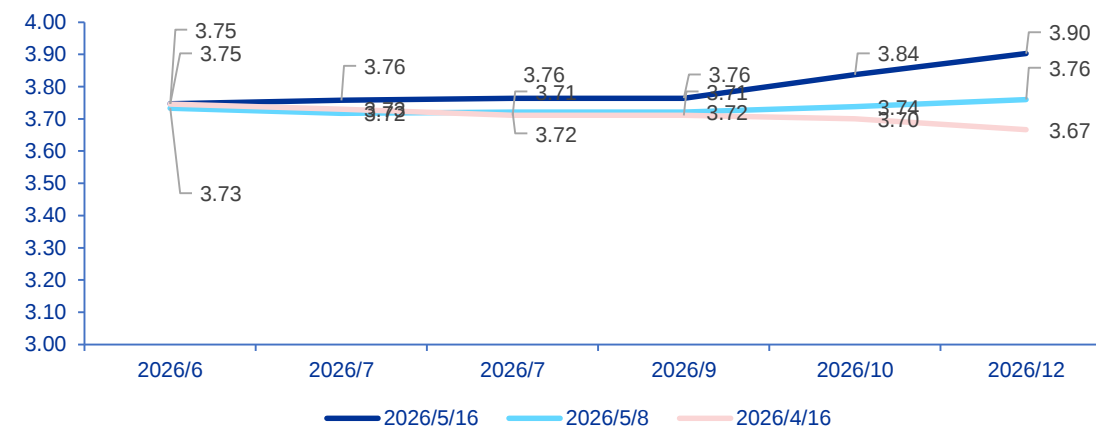
美联储降息预期：美联储降息预期大幅回落

- 美联储降息预期变化：截止2026/5/16，2026年6月保持在3.5%-3.75%的概率为98.7%，美联储降息预期大幅回落。

2026年6月议息会议，美联储加息概率变化



CME FED WATCH美联储加权预期利率水平，%



下周重要经济指标: 中国4月工业增加值、固定资产投资数据

日期	时间	国家/地区	指标名称
2026/5/18	10:00	中国	4月固定资产投资:累计同比(%)
	10:00	中国	4月社会消费品零售总额:当月同比(%)
	10:00	中国	4月工业增加值:当月同比(%)
	10:00	中国	4月城镇调查失业率(%)
	10:00	中国	4月就业人员平均工作时间(小时/周)
	10:00	中国	4月房屋新开工面积:累计值(万平方米)
	22:00	美国	5月NAHB住房市场指数
2026/5/19	4:00	美国	3月国际资本净流入(百万美元)
	20:55	美国	5月15日红皮书商业零售销售:周同比(%)
2026/5/20	9:00	中国	贷款市场报价利率(LPR):1年(%)
	9:00	中国	贷款市场报价利率(LPR):5年(%)
2026/5/21	20:30	美国	5月09日续请失业金人数:季调(人)
	20:30	美国	5月16日初请失业金人数:季调(人)
	20:30	美国	5月费城联储制造业新订单指数:季调
	20:30	美国	4月新屋开工:折年数(千套)
	23:00	美国	5月堪萨斯联储制造业综合指数:季调(%)
	23:30	美国	5月16日周度经济指数
//	:	中国	月中期借贷便利(MLF):投放:年:当月值(亿元)

风险提示

- **1、资产价格短期波动或无法代表长期趋势**，选取解读的资产价格具有幸存者和样本偏差，且资产价格短期波动对于长期基本面趋势的指示意义不全面；
- **2、欧美经济深度衰退或超预期**，欧美经济超预期衰退导致资本市场出现恐慌，市场波动增大后导致资产价格波动难以解读；
- **3、特朗普执政期间美国政策方向出现重大转变**，特朗普的后续政策方向出现重大转变。



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

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhyse.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhyse.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhyse.com

A股投资评级说明

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。
 本报告采用的基准指数：沪深300指数

港股投资评级说明

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）：股价预计将上涨20%以上；
 增持（Outperform）：股价预计将上涨10-20%；
 持有（Hold）：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
 减持（Underperform）：股价预计将下跌10-20%；
 卖出（SELL）：股价预计将下跌20%以上。

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。
 本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数（HSCEI）

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。

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

有信仰 敢担当 守正创新 追求卓越

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

金倩婧
jinqj@swsresearch.com

王胜
wangsheng@swsresearch.com

冯晓宇
fengxy2@swsresearch.com

林遵东
linzd@swsresearch.com



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号