下载日志已记录，仅供内部参考

A 股贵了吗？

证券研究报告

2026 年 10 月 03 日

分析师

曹柳龙 S0800525010001

caoliulong@research.xbmail.com.cn

徐嘉奇 S0800525030002

xujiaqi@research.xbmail.com.cn

联系人

缪一宁

miaoyining@research.xbmail.com.cn

• 核心结论

美债利率快速上行，权益风险溢价骤降

市场在短暂交易“利空出尽”后，仍需面对长端美债收益率继续上升的现实。近期美债曲线上移，短端的抬升尤其明显。市场定价已经比点阵图显示得更鹰派。

“自相矛盾”的 ERP：A 股到底贵不贵？

美债收益率的全面上涨，加剧了市场对于美股、A 股估值的担忧。如果以美债利率为锚，A 股估值已经不低，但如果以中债利率为锚，A 股现在估值相对不贵，这两个结果显得“自相矛盾”。

单以美债利率计价的 ERP 存在偏差，事实上即便在美元视角下，A 股尚不贵

事实上，单纯以美债利率出发的视角是有偏的。这里面忽视了外汇掉期的问题。即便是海外投资者，持有人民币的成本也并非美债利率，而应该是美债利率-对应的外汇掉期。从这个视角出发，无论从内资还是“灵活资金”（例如 QFII 和北向）的视角，目前 A 股的 ERP 处于近两年均值附近，估值相对不贵。

美债利率是否影响 A 股的关键：汇率

基于此，就可以解释：为什么 A 股在过去几个月美债利率大涨的时候，跌幅并没有特别大？主要原因是外汇掉期点持续下降，抵消了部分来自美债利率上涨的影响。而为什么最近几天市场持续承压？这主要来自于人民币的即期汇率转向贬值，这使得快速上升的美债利率，影响到了美元资金的 A 股持有成本。因而，在加息周期中汇率尤为重要：它决定了美债利率的压力能否顺利传导至国内。

加息周期中，汇率是决定股市方向的关键变量

历史经验也证明，加息周期中，汇率是决定股市运行方向的关键变量：复盘过去两轮加息周期，可以明显看到，在人民币升值的月份中，A 股上涨的概率更大；而在人民币贬值的月份中，A 股大多下跌，且贬值的过程中，普遍价值风格占优。因而，加息周期中如果人民币贬值，往往对应到 risk-off，如果升值，则往往对应 risk-on。

结论：A 股估值相对不贵，人民币升值逻辑提升 A 股配置价值

短期看，美债短端利率对加息的反应已经比较充分，后续对人民币的进一步挤压也会相对有限。拉长时间看，人民币升值的空间更清晰，核心来自于购买力平价的相对优势。中国与全球其他主要经济体之间的商品价格的轧差是我国维持高速出口、结汇推动人民币升值的原因之一。目前中国与全球其他主要经济体之间的核心 CPI 之间的价格差距仍在扩张，因而我们认为可以对 A 股适度乐观。

配置建议：A 股短期面临一定波折，中期维持看多黄金/消费/港股互联网

一方面，建议把握筹码结构相对较好的港股互联网/半导体设备/国产芯片链；另一方面，仍需耐心等待内需顺周期的资产负债表修复和需求改善，继续把握商品涨价的周期和内需低估值的机会（有色/煤炭/石油/化工/地产/白酒）。

风险提示：国际局势变化风险，美债利率超预期上行，产业政策变化风险等。

下载日志已记录，仅供内部参考

索引

内容目录

引言 3
一、美债利率快速上行，权益风险溢价骤降 3
二、“自相矛盾”的 ERP：A 股到底贵不贵？ 4
三、单以美债利率计价的 ERP 存在偏差：忽略外汇掉期 5
四、美债利率是否影响 A 股的关键：汇率 7
五、加息周期中，汇率是决定股市方向的关键变量 8
六、结论：A 股估值相对不贵，人民币升值逻辑提升 A 股配置价值 9
七、配置建议：A 股短期面临一定波折，中期维持看多黄金/消费/港股互联网 12
八、风险提示 12

图表目录

图 1：美债收益率曲线整体上移 3
图 2：市场概率指向今年三次加息 3
图 3：美债基准 ERP 已降至零以下 4
图 4：中债基准 ERP 仍然在 2 年均值以上 4
图 5：2021 年以来人民币掉期点持续下行 5
图 6：锁汇后资金成本明显低于美债利率 6
图 7：锁汇调整后的 ERP 接近两年均值 6
图 8：美债利率和外汇掉期相向而行，往往互相抵消 7
图 9：美债与锁汇补偿共同决定资金成本 7
图 10：人民币转贬值后，美元资金的实际成本大幅上升 7
图 11：2015-2018 加息周期的股市经验规律 8
图 12：2022-2023 加息周期的股市经验规律 9
图 13：中美核心 CPI 轧差相较 2020 年扩大 22.9% 10
图 14：中美 PPI 轧差相较 2020 年扩大 10
图 15：中英核心 CPI 轧差相较 2020 年扩大 25.1% 10
图 16：中法核心 CPI 轧差相较 2020 年扩大 11.7% 10
图 17：中德核心 CPI 轧差相较 2020 年扩大 19.9% 10
图 18：中日核心 CPI 轧差相较 2020 年扩大 3.26% 10
图 19：2020 年以来，中国出口韧性凸显 11
图 20：人民币升值预期下，结汇需求上升 11

下载日志已记录，仅供内部参考

引言

美债市场并未如期交易“利空落地”，反而美债转向长短端利率齐升。但美债利率对 A 股的估值压力并不直接，压力能否传导至国内取决于汇率的反应。当前位置上无论是内资视角还是美元资金视角下，A 股估值相对不贵。**后市的关键锚点转向汇率：乐观看待人民币，往往可以乐观看待 A 股。我们认为：人民币短期承压，但中长期不具备贬值空间，可以对 A 股适度乐观。**

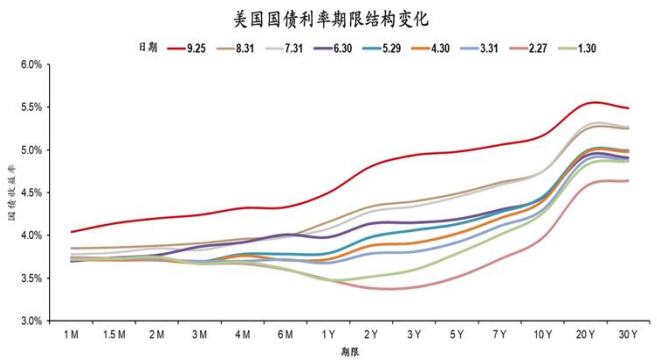
一、美债利率快速上行，权益风险溢价骤降

加息落地，并不意味着高利率的压力也随之落地。市场在短暂交易“利空出尽”后，仍需面对长端美债收益率继续上升的现实。正如我们自 2026.6.22《达摩克里斯之剑》以来反复提示的，美债高利率仍是悬于全球风险资产头顶的“达摩克里斯之剑”：如果这一回报门槛继续提高，股票、商品和其他风险资产就需要重新回答为什么值得被持有。

9 月以来，美债曲线整体上移，短端的抬升尤其明显。8 月底至 9 月 25 日，2 年期美债收益率由 4.34%升至 4.81%，上行 47 个基点；10 年期由 4.75%升至 5.17%，上行 42 个基点，2 年与 10 年利差收窄 5 个基点，呈现阶段性的“熊平”。而从 9 月 15 日议息前到 25 日，2 年、10 年和 30 年收益率仍分别上行 14、17 和 13 个基点。加息未能带来市场期待的长端利率回落，长短两端都在提高资金的回报要求。

市场已经开始定价今年三次加息，从结果看已经比点阵图显示得更鹰派。CME 会议概率分布显示，2026 年 12 月会议最可能对应的政策利率区间为 4.25%—4.50%，概率为 51.0%；到 2027 年 3 月，概率最高的区间进一步升至 4.50%—4.75%。这不是一条确定的政策路径，但说明市场在加息落地后，反而进一步开始定价紧缩。

图 1：美债收益率曲线整体上移



资料来源：Wind、美国财政部，西部证券研发中心

图 2：市场概率指向今年三次加息

会议日期	375—400	400—425	425—450	450—475	475—500	500—525
2026/10/28	35.8%	64.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/09	7.3%	41.6%	51.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/01/27	3.6%	24.3%	46.3%	25.8%	0.0%	0.0%
2027/03/17	1.2%	10.3%	31.4%	39.6%	17.4%	0.0%
2027/04/28	0.7%	7.0%	23.7%	36.6%	25.5%	6.3%
2027/06/09	0.5%	4.6%	17.2%	31.6%	29.8%	13.8%
2027/07/28	0.4%	4.1%	15.8%	30.0%	30.0%	15.6%
2027/09/15	0.4%	3.7%	14.4%	28.3%	30.0%	17.3%
2027/10/27	0.4%	3.7%	14.4%	28.3%	30.0%	17.3%
2027/12/08	0.6%	4.5%	15.5%	28.5%	29.0%	16.3%

仅展示3.75%—5.25%六档；棕色为所列区间最高概率。

资料来源：Wind，西部证券研发中心
注：仅展示 3.75%—5.25%六档；利率区间单位为 bp

WESTERN SECURITIES 西部证券

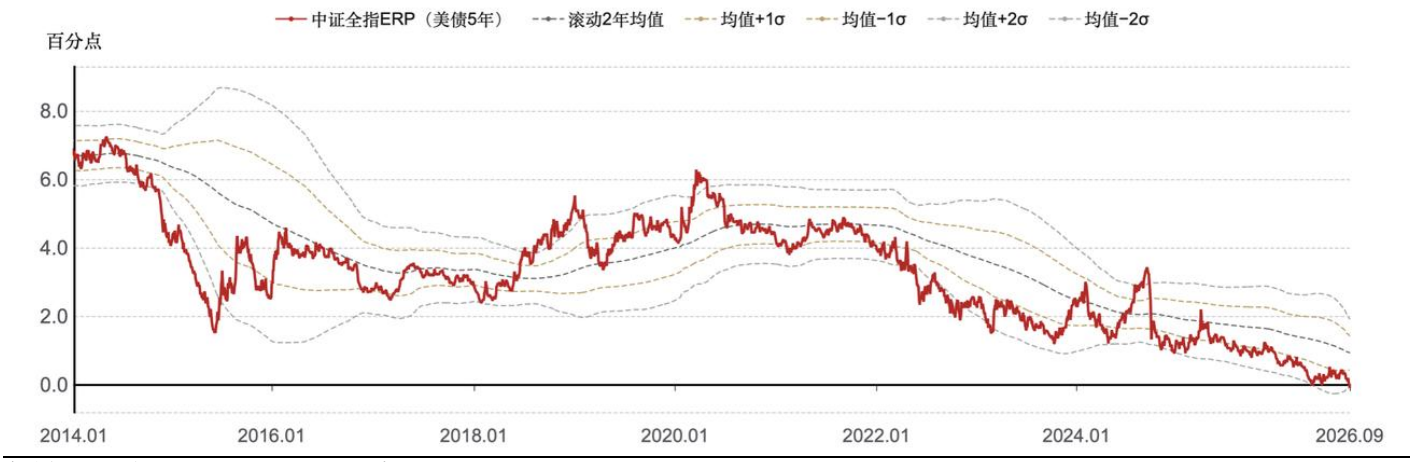
下载日志已记录，仅供内部参考

二、“自相矛盾”的ERP：A股到底贵不贵？

衡量权益风险的一个方式是通过 ERP，但从中债利率出发和从美债利率出发，观察 A 股的 ERP（股权风险溢价）能得到不同的结果。我们用“盈利收益率减去国债收益率”观察股权风险溢价，即 ERP。为与后文的锁汇期限一致，接下来的比较统一采用 5 年期国债：截至 9 月 23 日，中证全指市盈率为 20.37 倍，盈利收益率约 4.91%。减去 4.99%的美债 5 年期收益率，ERP 为−0.08 个百分点；减去 1.41%的中债 5 年期收益率，ERP 则为 3.50 个百分点，仍接近过去两年的均值 3.40 个百分点。

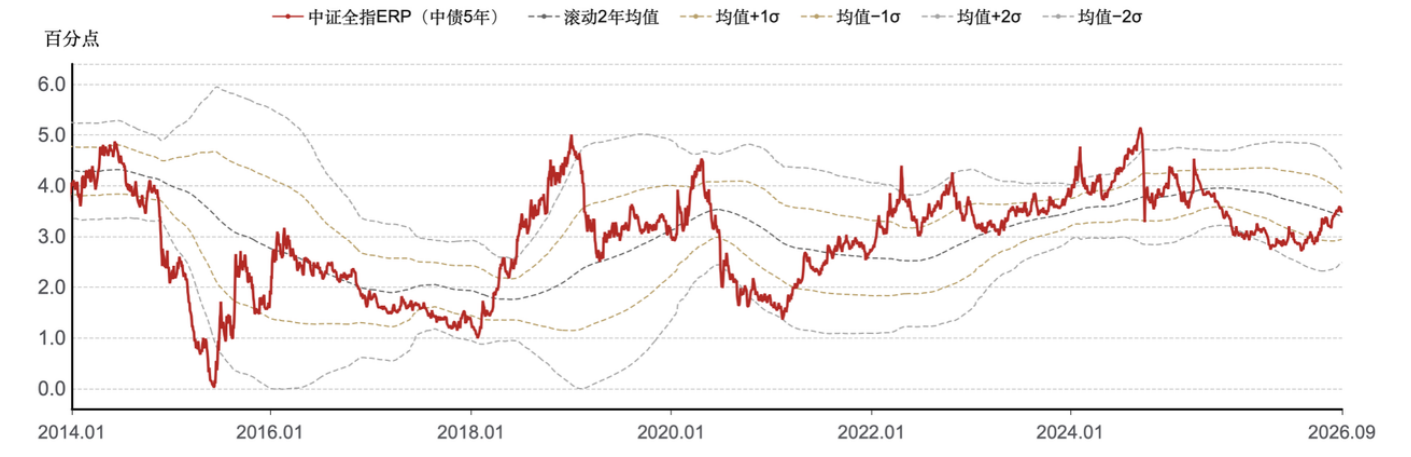
如果以美债利率为锚，A 股估值已经不低，但如果以中债利率为锚，A 股现在估值相对不贵。

图 3：美债基准 ERP 已降至零以下



资料来源：米筐/RQData、FRED，西部证券研发中心
注：5 年期美债基准；ERP 单位为百分点；截至 9 月 23 日。

图 4：中债基准 ERP 仍然在 2 年均值以上



资料来源：米筐/RQData、FRED，西部证券研发中心
注：5 年期国债基准；ERP 单位为百分点；截至 9 月 23 日。

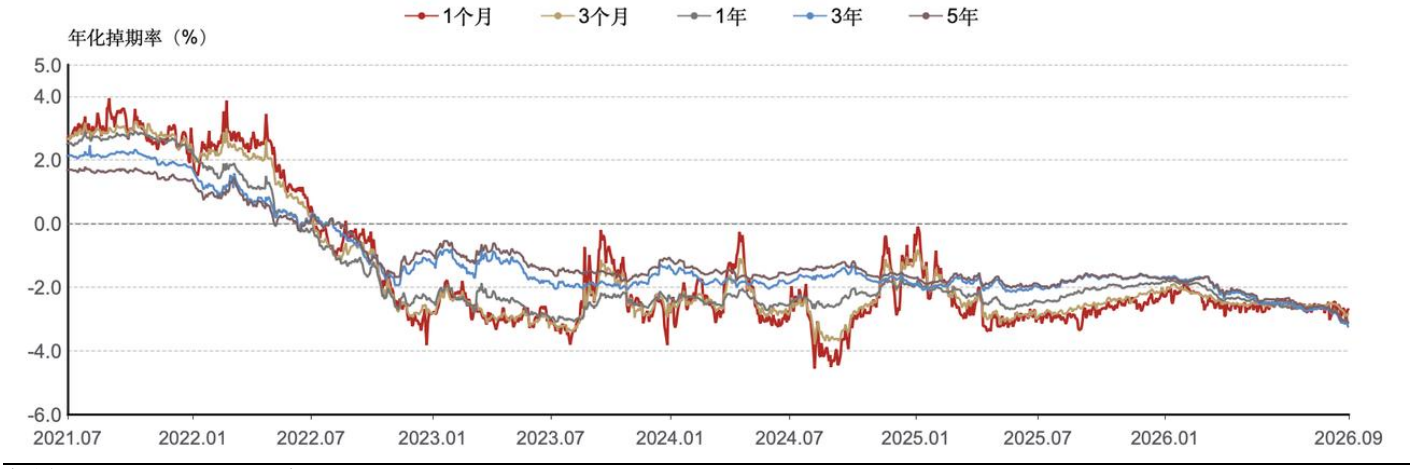
下载日志已记录，仅供内部参考

三、单以美债利率计价的ERP存在偏差：忽略外汇掉期

事实上，单纯以美债利率出发的视角是有偏的。之所以有这两个视角，就是从中国投资者和海外投资者的角度出发，但里面忽视了外汇掉期的问题，即：即期持有人民币资产，远期换回美元资产，可以额外获得一个锁汇的补偿，这部分就体现在外汇掉期点上。投资者虽然失去了中美利差的收益，但是在远期市场上，可以获得人民币升水的收益。

2021 年以来，美元兑离岸人民币的 5 年期掉期点持续下行，并转入更深的负值区间。负掉期点对应美元远期贴水、人民币远期升水。这明显对冲了美债利率中枢上移带来的成本影响。

图 5：2021 年以来人民币掉期点持续下行

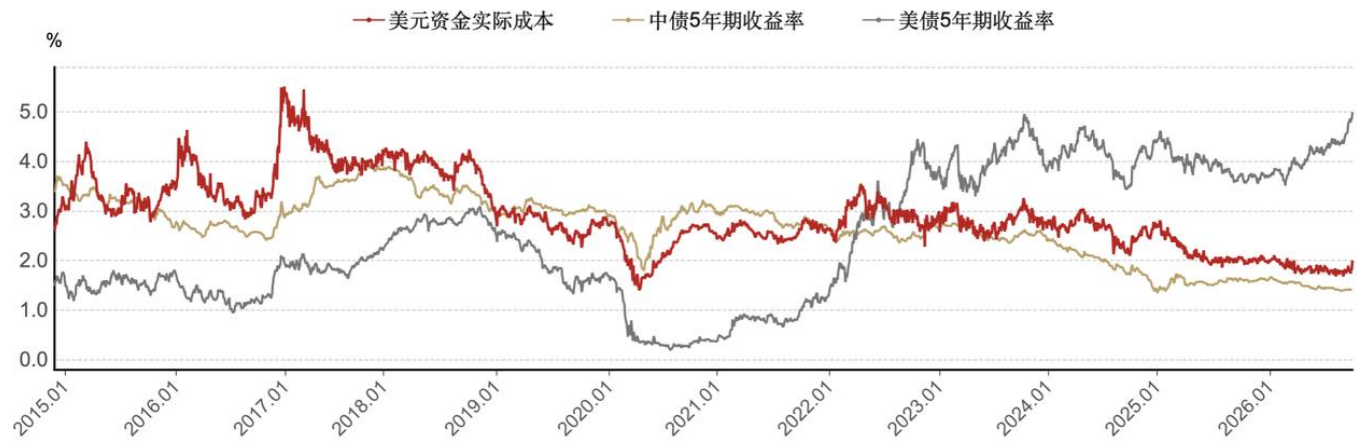


资料来源：Wind、ICE，西部证券研发中心
注：掉期点单位为 pips，1 点=0.0001 CNH/USD。

因而，即便是海外投资者，持有人民币的成本也并非美债利率，而应该是美债利率-对应的外汇掉期。沿用 5 年期简单年化口径，9 月 23 日美元兑离岸人民币即期约为 6.71145，5 年期掉期点为−10036.495 点，折算出的年化锁汇补偿约为 2.99 个百分点。用 4.99%的美债 5 年期收益率扣除这部分补偿，得到约 2.00%的人民币资金成本。**它仍高于同期约 1.41%的中债利率，但已经远低于直接使用美债利率得到的回报门槛，这才是真实的海外投资人的持有成本。**

下载日志已记录，仅供内部参考

图 6：锁汇后资金成本明显低于美债利率

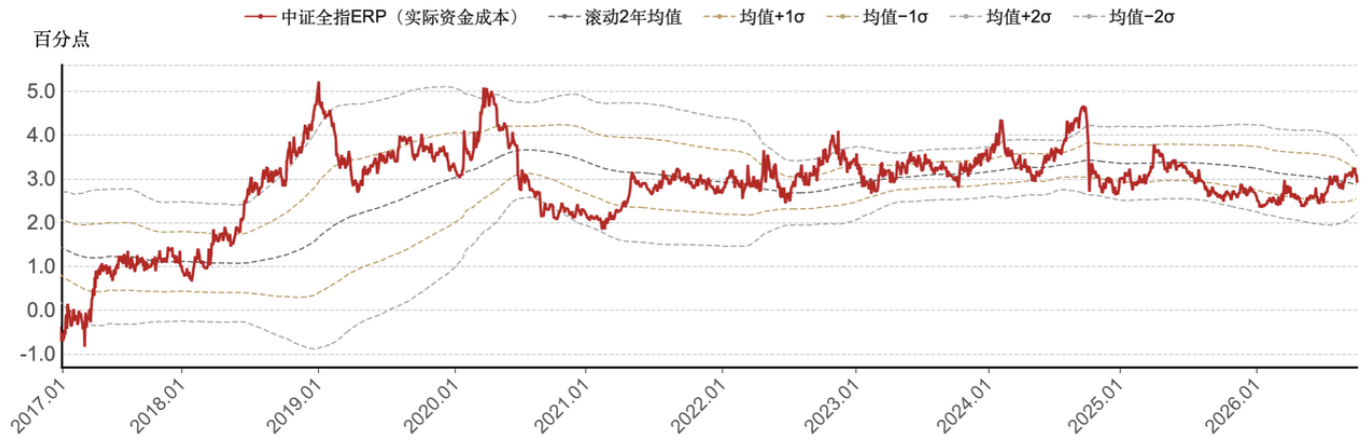


资料来源：米筐/RQData、FRED、Wind，西部证券研发中心
注：美债 5 年收益率扣除 5 年期锁汇补偿；简单年化近似口径，截至 9 月 23 日。

基于美元实际资金成本，我们可以构建美元资金视角下的 A 股 ERP，这个 ERP 也回到了均值附近。以中证全指约 4.91%的盈利收益率减去约 2.00%的锁汇后资金成本，得到的 ERP 为 2.91 个百分点，与两年均值 2.87 个百分点十分接近。国内投资者看到的 ERP 没有明显偏离均值，默认锁汇的海外投资者看到的 ERP 也没有明显偏离均值。

因而，无论是从内资的视角，还是从“灵活资金”（例如 QFII 和北向）的视角，目前 A 股的 ERP 都在两年均值附近，估值相对不贵。

图 7：锁汇调整后的 ERP 接近两年均值



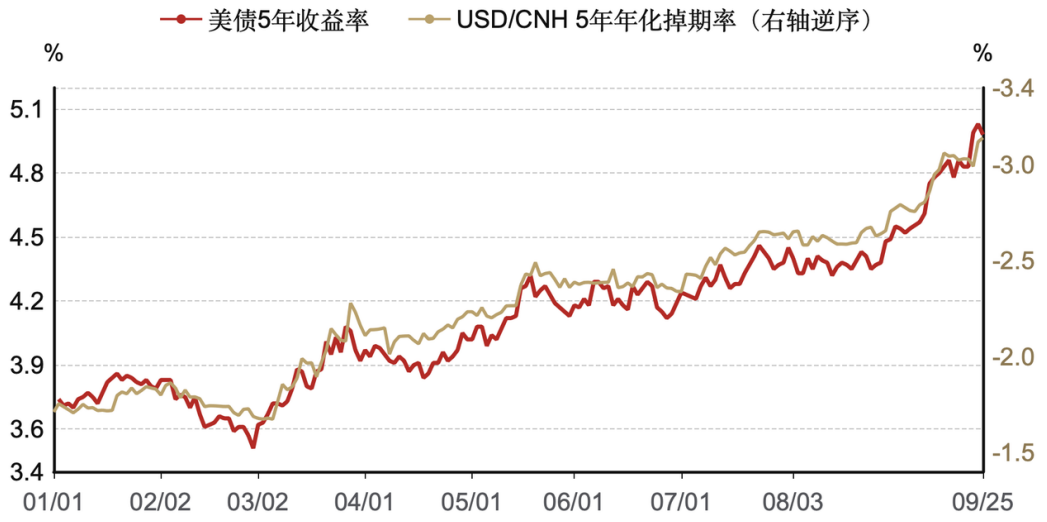
资料来源：米筐/RQData、FRED，西部证券研发中心
注：ERP=100/PE-锁汇后资金成本；灰虚线为均值±1σ、±2σ；截至 9 月 23 日。

下载日志已记录，仅供内部参考

四、美债利率是否影响A股的关键：汇率

基于此，我们就可以看到：为什么 A 股在过去几个月美债利率大涨的时候，跌幅并没有特别大？主要原因是外汇掉期点持续下降，抵消了部分来自美债利率上涨的影响。

图 8：美债利率和外汇掉期相向而行，往往互相抵消



资料来源：米筐/RQData、FRED、Wind，西部证券研发中心

而为什么最近几天市场持续承压（甚至是没看到什么明显利空的背景下）？这主要来自于人民币的即期汇率转向贬值，这使得快速上升的美债利率，影响到了美元资金的 A 股持有成本（影响了掉期点的降幅）。

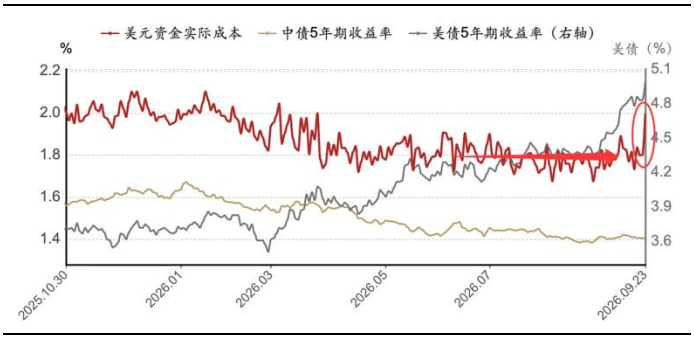
因而，在加息周期中，汇率尤为重要，因为它决定了来自美债利率的压力是否能够顺利传导至国内。

图 9：美债与锁汇补偿共同决定资金成本



资料来源：Wind，西部证券研发中心
注：右轴逆序；全 A 截至 9 月 24 日，汇率截至 9 月 25 日

图 10：人民币转贬值后，美元资金的实际成本大幅上升



资料来源：米筐/RQData、FRED、Wind，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

五、加息周期中，汇率是决定股市方向的关键变量

历史经验也证明，加息周期中，汇率是决定股市运行方向的关键变量——

复盘过去两轮加息周期，可以明显看到，在人民币升值的月份中，A 股上涨的概率更大；而在人民币贬值的月份中，A 股大多下跌，且贬值的过程中，普遍价值风格占优。在 2015～2018 年的加息周期中，大小盘风格对人民币升值与否并不敏感，但在 2022 至 2023 年的加息周期中，升值过程往往意味着大盘占优，而小盘往往在贬值过程中占优。

因而，加息周期中如果人民币贬值，往往对应到 risk-off 的阶段，而如果升值，则往往对应 risk-on。

图 11：2015-2018 加息周期的股市经验规律

2015–2018 加息周期

人民币升值月 16

月份	A股	美股	价值/成长	大盘/小盘	人民币
月末	中证全指	标普500	比值涨跌幅	比值涨跌幅	正值升值
本组月均	+0.92%	+1.05%	-0.01%	+1.70%	+0.97%
2016-02	-2.37%	-0.41%	+0.32%	+0.42%	+0.48%
2016-03	+14.64%	+6.60%	-3.18%	-4.89%	+1.23%
2016-09	-1.71%	-0.12%	+0.71%	-0.24%	+0.12%
2017-01	-0.35%	+1.79%	+1.99%	+5.91%	+1.04%
2017-02	+2.85%	+3.72%	+0.72%	-1.71%	+0.13%
2017-05	-3.09%	+1.16%	+0.76%	+10.41%	+1.12%
2017-06	+4.37%	+0.48%	+0.03%	+1.42%	+0.61%
2017-07	+1.07%	+1.93%	+0.55%	+2.22%	+0.75%
2017-08	+2.59%	+0.05%	-0.74%	-0.87%	+2.00%
2017-10	+1.19%	+2.22%	-1.06%	+7.33%	+0.30%
2017-11	-2.93%	+2.81%	+0.96%	+6.66%	+0.25%
2017-12	-0.30%	+0.98%	-0.75%	+2.57%	+1.52%
2018-01	+1.54%	+5.62%	+3.56%	+9.61%	+3.50%
2018-03	-0.17%	-2.69%	-2.86%	-6.46%	+0.96%
2018-11	+2.23%	+1.79%	-2.89%	-4.76%	+0.43%
2018-12	-4.82%	-9.18%	+1.66%	-0.43%	+1.13%

人民币贬值月 21

月份	A股	美股	价值/成长	大盘/小盘	人民币
月末	中证全指	标普500	比值涨跌幅	比值涨跌幅	正值升值
本组月均	-2.45%	+0.18%	+0.98%	+1.97%	-1.06%
2015-12	+4.91%	-1.75%	-0.07%	-1.43%	-1.47%
2016-01	-25.71%	-5.07%	+4.66%	+13.48%	-1.30%
2016-04	-1.85%	+0.27%	+1.10%	-0.07%	-0.28%
2016-05	-0.70%	+1.53%	-0.11%	+1.56%	-1.51%
2016-06	+2.60%	+0.09%	-0.50%	-6.68%	-0.88%
2016-07	+0.04%	+3.56%	-0.20%	+4.45%	-0.17%
2016-08	+4.03%	-0.12%	+0.80%	-0.10%	-0.35%
2016-10	+2.73%	-1.94%	+0.52%	-0.32%	-1.49%
2016-11	+3.72%	+3.42%	+2.19%	+4.82%	-1.69%
2016-12	-5.56%	+1.82%	+0.51%	-0.67%	-0.90%
2017-03	-0.87%	-0.04%	+0.85%	+2.12%	-0.33%
2017-04	-2.99%	+0.91%	+0.67%	+5.84%	-0.08%
2017-09	+1.10%	+1.93%	-0.56%	-1.71%	-0.75%
2018-02	-4.73%	-3.89%	-2.07%	-2.64%	-0.66%
2018-04	-3.86%	+0.27%	+1.17%	+0.53%	-1.11%
2018-05	-0.32%	+2.16%	-1.29%	+4.45%	-0.89%
2018-06	-8.95%	+0.48%	+0.48%	+3.97%	-3.38%
2018-07	-0.33%	+3.60%	+1.72%	+1.38%	-2.94%
2018-08	-6.62%	+3.03%	+2.83%	+3.87%	-0.06%
2018-09	+1.27%	+0.43%	+1.41%	+4.59%	-0.75%
2018-10	-9.34%	-6.94%	+6.53%	+3.94%	-1.32%

资料来源：米筐/RQData，西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

图 12：2022-2023 加息周期的股市经验规律

2022–2023 加息周期

人民币升值月 5

月份	A股	美股	价值/成长	大盘/小盘	人民币
月末	中证全指	标普500	比值涨跌幅	比值涨跌幅	正值升值
本组月均	+2.92%	+2.45%	+1.21%	+3.19%	+2.08%
2022-11	+7.95%	+5.38%	+7.68%	+4.85%	+2.19%
2022-12	-2.08%	-5.90%	-1.81%	+5.42%	+2.74%
2023-01	+7.48%	+6.18%	-4.41%	-0.89%	+2.88%
2023-03	-0.81%	+3.51%	+0.66%	+0.70%	+0.99%
2023-07	+2.06%	+3.11%	+3.91%	+5.86%	+1.62%

人民币贬值月 12

月份	A股	美股	价值/成长	大盘/小盘	人民币
月末	中证全指	标普500	比值涨跌幅	比值涨跌幅	正值升值
本组月均	-1.95%	-0.38%	+1.66%	-1.12%	-1.87%
2022-03	-7.56%	+3.58%	+8.55%	+0.98%	-0.51%
2022-04	-9.50%	-8.80%	+2.49%	+12.32%	-3.69%
2022-05	+5.49%	+0.01%	-5.09%	-8.05%	-1.07%
2022-06	+9.16%	-8.39%	-8.85%	-0.45%	-0.55%
2022-07	-3.29%	+9.11%	+0.63%	-8.61%	-0.66%
2022-08	-3.05%	-4.24%	+4.35%	+3.12%	-2.20%
2022-09	-7.68%	-9.34%	+5.29%	+2.82%	-2.86%
2022-10	-2.84%	+7.99%	-1.95%	-10.24%	-2.81%
2023-02	+0.06%	-2.61%	+3.82%	-4.22%	-2.62%
2023-04	-1.48%	+1.46%	+10.98%	+1.72%	-0.82%
2023-05	-3.68%	+0.25%	+2.62%	-3.40%	-2.51%
2023-06	+0.94%	+6.47%	-2.92%	+0.54%	-2.14%

资料来源：米筐/RQData，西部证券研发中心

六、结论：A股估值相对不贵，人民币升值逻辑提升A股配置价值

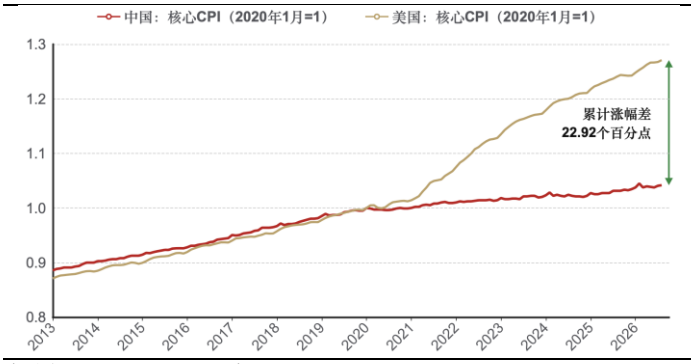
短期看，美债利率“熊平”的持续性不太可持续。美债短端利率的上行主要来自于对联储加息预期的升温，但目前市场已经逐渐开始定价三次加息，显著鹰于点阵图的指引。我们认为，美债短端利率对加息的反应已经比较充分，后续对人民币的进一步挤压也会相对有限。同时，如前文所述，无论是内资视角还是美元资金视角，A 股的 ERP 目前都在均值附近。ERP 不高+贬值空间不大，因而我们认为 A 股在当前位置可以适度乐观。

拉长时间看，人民币升值的空间更清晰，因而可以对 A 股适度乐观。核心来自于购买力平价的相对优势，商品贸易是货币长期定价的重要基础。

2020 年以来，中美之间的商品价格轧差持续扩大。2020 以前，中美之间的商品价格维持着一定程度上的动态平衡。2020 年以后，美国大幅通胀，而中国通胀相对温和，导致同样的商品在美国的价格增速明显高于在中国的价格增速。同一篮子商品在中美之间的价差持续扩大，且远高于人民币升值幅度。如此一来，持续积累的轧差提升了我国商品相对美国商品的竞争力。

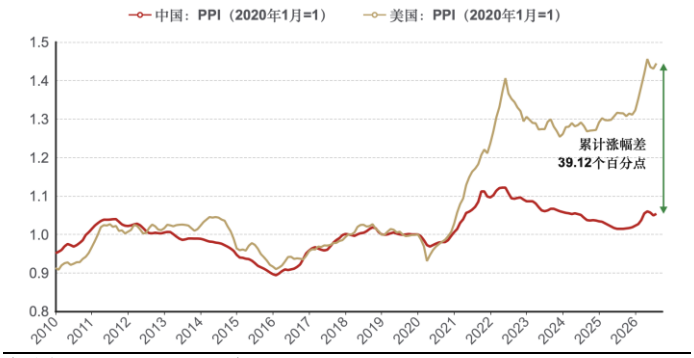
下载日志已记录，仅供内部参考

图 13：中美核心 CPI 轧差相较 2020 年扩大 22.9%



资料来源：Wind、西部证券研发中心

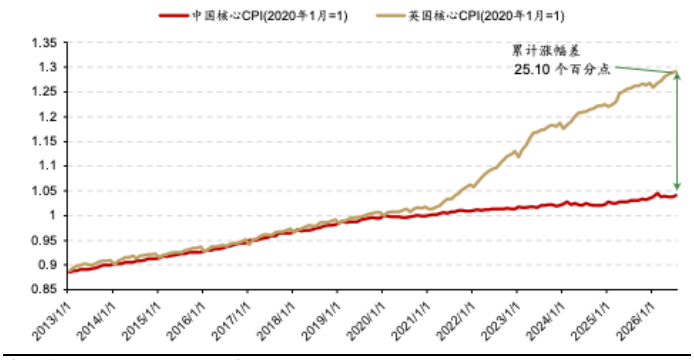
图 14：中美 PPI 轧差相较 2020 年扩大



资料来源：Wind、西部证券研发中心

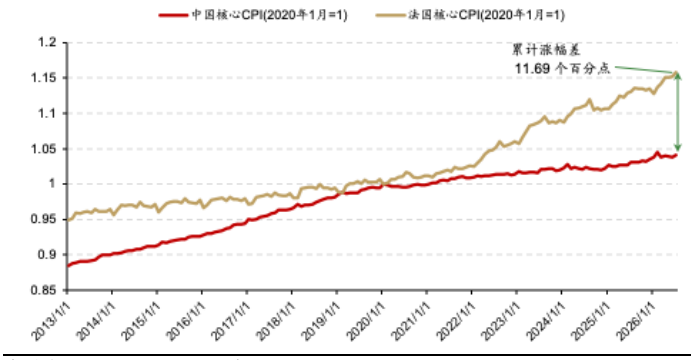
中国与其他主要发达经济体之间也存在明显的商品价格轧差。2020 年以来，英、法、德等经济体通胀中枢明显抬升；而中国通胀持续温和。因此，同一篮子商品在这些经济体的价格增速也普遍高于中国，中国与之同样形成了持续扩大的价格轧差，中英之间的核心 CPI 轧差甚至达到了 25.1%。这表明，以中美价格轧差衡量中国出口竞争力的逻辑，同样适用于中国对全球其他主要经济体的出口。

图 15：中英核心 CPI 轧差相较 2020 年扩大 25.1%



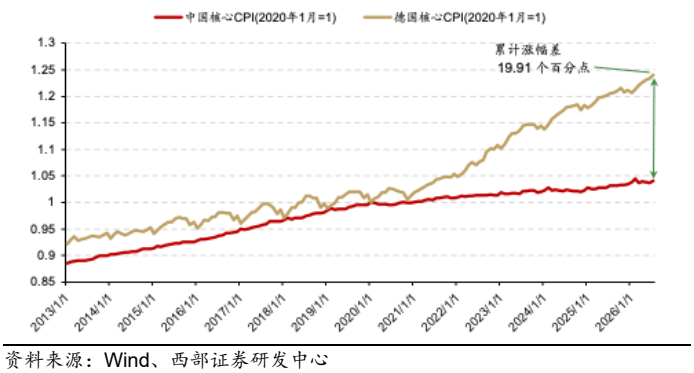
资料来源：Wind、西部证券研发中心

图 16：中法核心 CPI 轧差相较 2020 年扩大 11.7%



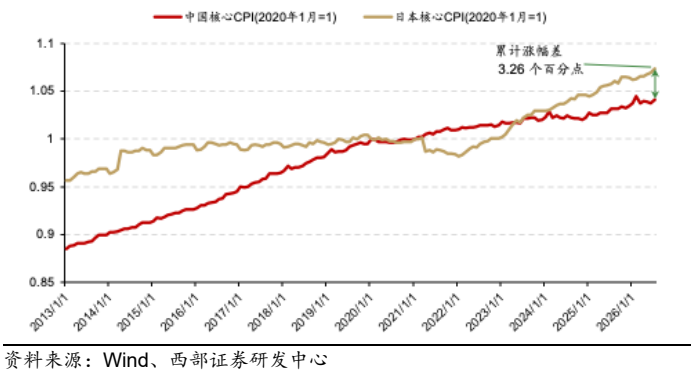
资料来源：Wind、西部证券研发中心

图 17：中德核心 CPI 轧差相较 2020 年扩大 19.9%



资料来源：Wind、西部证券研发中心

图 18：中日核心 CPI 轧差相较 2020 年扩大 3.26%

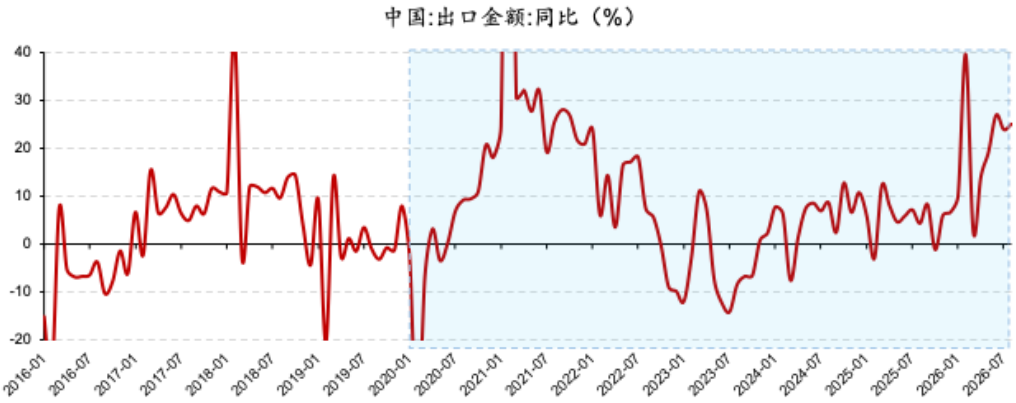


资料来源：Wind、西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

商品价格的轧差是我国出口优势稳固的原因之一。持续扩大的轧差使得中国商品的价格优势扩大，出口竞争力提升，推动我国出口高速增长与贸易利润稳定增加，形成外汇净流入。

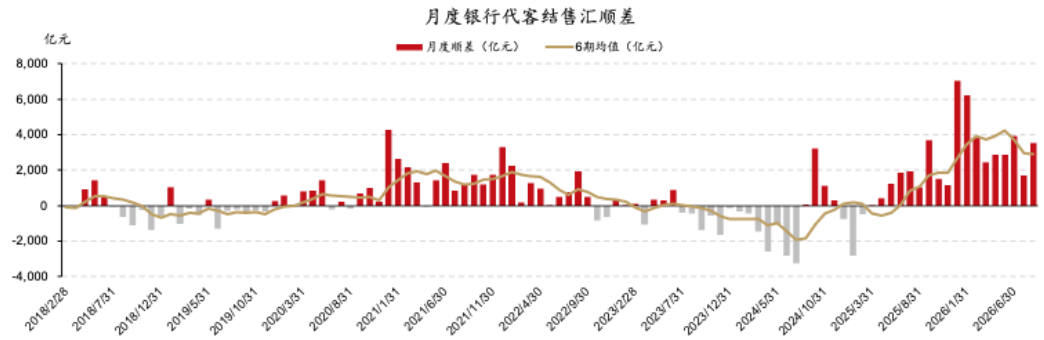
图 19：2020 年以来，中国出口韧性凸显



资料来源：Choice、西部证券研发中心

商品价格的轧差也是导致大量结汇推动人民币升值的原因之一。贸易顺差维持高位，持续的外汇净流入使得结汇需求不断提升，叠加人民币升值预期下，此前积累的未结汇存量资金的结汇需求释放，从而引发了结汇需求的快速增长，进一步支撑人民币汇率。然而由于汇率定价复杂，受多因素影响，购买力平价仅提供远期方向参考。因而，拉长时间看，人民币仍然具备较大的升值空间，相对应地，可以对 A 股适度乐观。

图 20：人民币升值预期下，结汇需求上升



资料来源：Wind、西部证券研发中心

下载日志已记录，仅供内部参考

七、配置建议：A股短期面临一定波折，中期维持看多黄金/消费/港股互联网

美债利率走高，带动人民币贬值，其影响初步渗透至 A 股。但人民币不具备大幅贬值的基础，同时 A 股的 ERP 处于历史均值附近，位置并不高，因而可以对 A 股适度乐观。

配置上，一方面 AI 利好渐次浮现，科技股的基本面确实仍在进步，但考虑到当前市场博弈情绪较重，建议转向筹码结构相对较好的港股互联网/半导体设备/国产芯片链；

另一方面，仍需耐心等待内需顺周期的资产负债表修复和需求改善，继续把握商品涨价的周期和内需低估值的机会（有色/煤炭/石油/化工/地产/白酒）。

八、风险提示

国际局势变化风险，美债利率超预期上行，产业政策变化风险等。国际局势变化可能引发避险与资金重配，美债利率超预期上行，推升美元资金实际成本，压制 A 股估值。汇率是决定美债压力能否传导的关键变量，但汇率定价受多因素影响，外汇掉期补偿能否持续、升值条件能否具备，均存在不可预知性。购买力平价与中美商品价格轧差仅提供长期方向参考。此外，产业政策变化可能影响相关板块盈利与筹码结构。

下载日志已记录，仅供内部参考

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配：	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配：	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配：	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与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。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。