

2024年10月07日

## “量在价先”的消费地产回暖

宏观研究团队

### ——国庆全球宏观见闻

**何宁（分析师）**

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

**陈策（分析师）**

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

**潘伟楨（分析师）**

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524040006

#### ● 全球宏观要闻：中东冲突多线升级、日本选出新首相

以色列在黎巴嫩、加沙等地持续发动袭击，中东冲突多线升级。以军目前正面临着巴勒斯坦约旦河西岸、加沙地带、黎巴嫩、叙利亚、也门5条战线同时作战的情况，中东局势正面临非常大的不确定性，或将对全球政治局势产生重要影响。石破茂成为日本新首相。当地时间10月1日，日本自民党新总裁石破茂正式当选日本第102任首相，并表示将全面推进与中国的战略互惠关系。

欧盟对华电动汽车关税表决投票结果出炉，相关提议或将继续推进。中国电动车出口到欧盟，需在正常10%的关税基础上，被额外加征17%~36.3%的关税。美国副总统辩论举行，特朗普民调有所上升，但选情仍焦灼。在7个关键的摇摆州，哈里斯与特朗普的民调差距仍处于误差范围内，双方选情仍然非常焦灼。

#### ● 全球经济：美国就业大幅回升、欧日经济偏弱，主要央行表态中性偏鸽

美国新增非农就业大幅反弹，美联储继续大幅降息可能性下降。9月新增非农就业25.4万人，较8月份初值大幅反弹，美国劳动力市场总体保持强劲。在此背景下，美联储继续大幅降息的可能性下降，总体降息或也将收窄。

美国非制造业PMI走强，欧日制造业PMI仍偏弱。9月美国ISM非制造业PMI录得54.9%，连续3个月回升。9月日本与欧元区制造业PMI分别录得49.7%、45%，不仅处于荣枯线以下，且相较于8月均有不同程度下降。

主要央行官员表态中性偏鸽。美联储主席鲍威尔及其他官员的表态较为中性，并没有明显的鸽派或者鹰派倾向；欧央行释放出了较为明确的进一步宽松信号；日本央行表态较为鸽派；英国央行也意外展现了鸽派表态。

#### ● 国内宏观：政策面与经济面或确认“双底”

1、央行降准降息落地，降准50bp、7天逆回购利率下调20bp。  
2、9月29日，央行宣布允许存量房贷重新约定加点幅度，促进降低存量房贷利率。

3、北上广深进一步优化房地产市场政策措施。非沪籍居民购买外环外住房，所需缴纳社保或个税年限由“满3年”调减到“满1年”；广州彻底退出限购政策。深圳取消商品住房和商务公寓转让限制，取得不动产权登记证书后，即可上市交易。北京购房社保或个税缴纳年限缩短至3年。北上深下调房贷首付款比例。

4、9月29日，国常会宣布研究部署一揽子增量政策的落实工作。要求及时研究新的增量政策，不断优化完善政策举措。

5、央行货币政策委员会召开第三季度例会。会议强调，要加大货币政策调控力度，提高货币政策调控精准性。

#### ● 国庆消费与高频跟踪：商品消费好于服务消费，以价换量特征仍趋延续

1、消费场景：消费品以旧换新加快发力，四川省前四天家电以旧换新的收入、人次、均价分别同比变动+80%、+90%、-5%；观影遇冷，收入、人次、均价较2023年同期分别下滑23%、20%、4%；旅游方面，六省市合计接待游客1.2亿人，测算较2019、2023年同期分别增长约20%、14.8%。

2、人流：大幅超过2019年、小幅强于2023年。(1)全社会、营运性、小客车流动量分别较2019年同期变动23%、-35%、57%，较2023年同期变动+4%、+12%、+2%，但机票价格承压，国内经济舱较2019、2023年下滑了8.0%、23.0%，国际经济舱分别下滑了12.9%、30.4%。(2)前6日百度迁徙指数均值为942、较2023年同期增长了0.2%。(3)出入境加速回暖，国际航线创近年来新高。

3、地产：一线城市地产成交同比大幅上升。新房市场，节中6天一线城市成交面积同比+17%，好于30大中城市的-17%；二手房市场，节中6天北京、上海、深圳成交面积分别同比+31%、+739%、+197%。

大类资产：全球股市表现震荡，恒生指数、原油价格上涨较多。外资纷纷上调对中国市场的预期。

● 风险提示：国内政策不及预期，俄乌冲突反复超预期，美国经济超预期衰退。

#### 相关研究报告

《政策面与基本面或确认“双底”——兼评9月PMI数据》-2024.9.30

《新建房成交量有所回升——宏观周报》-2024.9.29

《两新明显见效，企业利润有望筑底回升——兼评8月企业利润数据》-2024.9.28

## 目 录

1、 全球宏观要闻：中东冲突多线升级、日本选出新首相.....	4
1.1、 以色列在黎巴嫩、加沙等地持续发动袭击，中东冲突多线升级.....	4
1.2、 石破茂成为日本新首相.....	4
1.3、 欧盟对华电动汽车关税表决投票结果出炉，相关提议或将继续推进.....	4
1.4、 美国副总统辩论举行，特朗普民调有所上升，但选情仍焦灼.....	4
2、 全球经济：美国就业大幅回升、欧日制造业 PMI 偏弱，主要央行表态中性偏鸽.....	5
2.1、 美国新增非农就业大幅反弹，美联储继续大幅降息可能性下降.....	5
2.1.1、 新增非农就业大幅反弹，劳动力市场总体保持强劲.....	5
2.1.2、 劳动参与率维持不变、失业率连续下降.....	7
2.1.3、 薪资同比增速反弹、工作时长略有减少.....	8
2.1.4、 劳动力市场供需关系已基本完成再平衡.....	9
2.1.5、 美联储大幅降息可能性下降，总降息幅度或也将收窄.....	9
2.2、 美国非制造业 PMI 走强，欧日制造业 PMI 仍偏弱.....	10
2.3、 主要央行官员表态中性偏鸽.....	11
3、 国内宏观：政策面与基本面或确认“双底”.....	11
3.1、 国庆前夕央行降准降息落地.....	11
3.2、 存量房贷利率下调落地.....	11
3.3、 北上广深发文优化地产政策.....	12
3.4、 929 国常会，不断优化完善政策举措，及时研究新的增量政策.....	12
3.5、 央行三季度货币政策例会.....	12
3.6、 8 月工业企业利润数据：两新明显见效，企业利润有望筑底回升.....	13
3.7、 9 月 PMI 数据：政策面与基本面或确认“双底”.....	15
4、 国庆消费和高频数据跟踪：商品消费好于服务消费，以价换量特征仍存.....	17
4.1、 消费场景：商品消费好于服务消费，以价换量特征仍存.....	17
4.2、 人流：强于 2023 年中秋国庆双节，出入境延续回暖.....	18
4.3、 地产：一线城市地产成交同比大幅上升.....	20
5、 大类资产：全球股市表现震荡，恒生指数、原油价格上涨.....	21
6、 风险提示.....	22

## 图表目录

图 1： 特朗普近期民调有所上升.....	5
图 2： 美国新增非农就业人数有所回升.....	6
图 3： 9 月失业率继续下行、劳动参与率维持不变.....	7
图 4： 9 月 25-54 岁区间人口劳动参与率边际下降.....	7
图 5： 9 月暂时性失业占比略有回升.....	7
图 6： 9 月因经济原因从事兼职工作人员数量减少.....	7
图 7： 9 月时薪增速同比增速反弹、环比增速下行.....	8
图 8： 9 月美国周工作时长略有下降.....	8
图 9： 制造业、专业和商业服务薪资同比增速较高.....	8
图 10： 8 月职位空缺数、空缺率均上行.....	9
图 11： 8 月员工离职率与裁员率均下降.....	9
图 12： 8 月美国劳动力缺口略有反弹.....	9

图 13: 工资总额增速有所下滑 .....	10
图 14: 就业扩散指数连续回升 .....	10
图 15: 美国 9 月非制造业 PMI 回升 .....	10
图 16: 日本与欧元区制造业 PMI 相对疲软 .....	10
图 17: 8 月工业企业景气度走弱 .....	13
图 18: 分拆来看, 工业增加值贡献放缓, 价格和利润率负贡献扩大 .....	13
图 19: 公用利润占比延续提升 .....	14
图 20: 上游、中游利润增速受高基数拖累较大 .....	14
图 21: 截至 9 月 25 日汽车报废更新申请达到 113 万份 .....	14
图 22: 以旧换新提速, 对 2024 年汽车零售的拉动有望上调至 3566-4168 亿元 .....	14
图 23: 9 月重点消费品同比大幅增长 .....	15
图 24: 9 月制造业 PMI 筑底回升 .....	15
图 25: 9 月建筑业 PMI 企稳、新订单向下 .....	16
图 26: 9 月专项债发行进一步提速 .....	16
图 27: 9 月服务业新订单 PMI 走弱 .....	16
图 28: 预计 Q3 GDP 约 4.6% .....	17
图 29: 2024 年国庆消费场景恢复水平一览 .....	17
图 30: 估计 2024 年国庆接待游客可能修复至 2019 年同期的 120% .....	18
图 31: 国庆档票房收入约为 2023 年同期的 77% .....	18
图 32: 国庆档观影人次约为 2023 年同期的 80% .....	18
图 33: 全社会跨区域流动量强于 2023 年中秋国庆双节 .....	19
图 34: 五一迁徙指数的峰值创新高 .....	19
图 35: 国际航班创新高 .....	19
图 36: 节前 6 天新建房平均成交面积同比下降 23% .....	20
图 37: 节中 6 天新建房成交面积同比下降 17% .....	20
图 38: 节前 6 天一线城市新建房成交面积同比下降 27% .....	20
图 39: 节中 6 天一线城市新建住房成交面积同比上升 17% .....	20
图 40: 节前 6 天北京二手房成交同比+3% .....	21
图 41: 节中 6 天北京二手房成交同比+31% .....	21
图 42: 节前 6 天深圳二手房成交同比+33% .....	21
图 43: 节中 6 天深圳二手房成交同比+197% .....	21
表 1: 9 月非农新增就业细项及变动 .....	6
表 2: 全球各类资产假期表现 .....	22

## 1、全球宏观要闻：中东冲突多线升级、日本选出新首相

### 1.1、以色列在黎巴嫩、加沙等地持续发动袭击，中东冲突多线升级

自9月27日以色列通过空袭杀死黎巴嫩真主党领导人纳斯鲁拉，以色列与黎巴嫩真主党之间的冲突骤然升级。以色列持续在黎巴嫩首都贝鲁特进行轰炸，杀死了真主党部分高级官员，并造成较多人员伤亡。与此同时，伊朗于当地时间10月1日晚，对以色列进行了大规模导弹袭击（约200枚导弹）。伊朗伊斯兰革命卫队发布声明称，此次袭击是在长时间的自我克制后，对哈尼亚、纳斯鲁拉以及革命卫队高级将领等多人被以色列暗杀事件的回应，是一次“合法的防御行动”。并警告说，如果以色列对伊朗的行动进行反击，以方将面临“毁灭性的攻击”。而以色列总理内塔尼亚胡称“伊朗犯下大错，并将为此付出代价”。目前以色列尚未进行报复行动，但局势并不乐观，据央视新闻报道，以军目前正在面临着巴勒斯坦约旦河西岸、加沙地带、黎巴嫩、叙利亚、也门5条战线同时作战的情况，中东局势正面临非常大的不确定性，其冲突升级程度或将对全球大宗商品及政治局势产生重要影响。

### 1.2、石破茂成为日本新首相

当地时间10月1日，日本自民党新总裁石破茂正式当选日本第102任首相，并于4日在日本国会发表就职演说。其表示将继续推进政治改革，推进政治与金钱问题的解决，致力于恢复民众对政治的信任。经济方面，石破茂表示，日本经济正处于战胜通缩的边缘，将进行经济和财政管理，优先确保实现这一目标。希望宽松的货币政策能够作为一种趋势保持下去。不会评论利率问题，希望日本央行保持目前的立场，帮助日本战胜通缩。此外，石破茂还表示将全面推进与中国的战略互惠关系，在各层级保持沟通，并继续推进日中韩三边合作机制。

### 1.3、欧盟对华电动汽车关税表决投票结果出炉，相关提议或将继续推进

当地时间10月4日，欧盟对中国电动车加征关税的提议进行了表决投票。其中10个欧盟成员国投了赞成票，12个成员国选择了弃权。而德国、匈牙利、马耳他、斯洛伐克和斯洛文尼亚则明确投了反对票。事实上，在2024年6月欧盟便已针对中国电动车开展了所谓的“补贴调查”，中欧双方也就相关情况进行过多次磋商，欧盟内部反对声音也很大。但由于本次结果未能满足提议被正式搁置的条件（15个以上国家反对/成员国65%人口以上的国家反对），相关提议或将继续推进。这意味着中国电动车出口到欧盟，需要在正常10%的关税基础上，被额外加征17%~36.3%的关税，或将对我国的对欧出口形成一定负面影响。

### 1.4、美国副总统辩论举行，特朗普民调有所上升，但选情仍焦灼

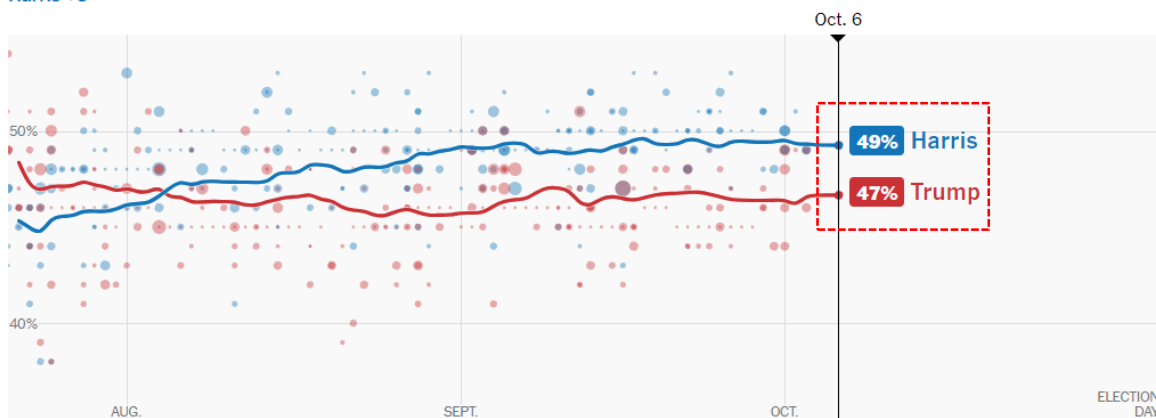
当地时间10月1日，美国共和党副总统候选人万斯（J.D.Vance）和美国明尼苏达州州长、民主党副总统候选人蒂姆·沃尔兹（Tim Walz）进行了2024年美国大选的唯一一场副总统候选人辩论，双方就一系列民众关切的问题进行了辩论，且并未进行人身攻击。民调显示万斯以微弱优势赢得了此次辩论，但本次辩论关注度相对较低。根据纽约时报最新的民调跟踪结果，哈里斯近期的民调略有下滑（50%→49%），特朗普的民调则略有上升（46%→47%）。在7个关键的摇摆州，两人的民调差距仍处于误差范围内。此外在最为关键的宾夕法尼亚州，哈里斯的民调则略落后于特朗普1个百分点，双方选情仍然非常焦灼。



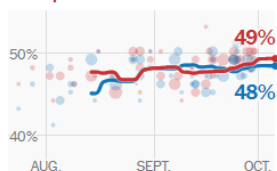
图1：特朗普近期民调有所上升

## Who's leading the polls?

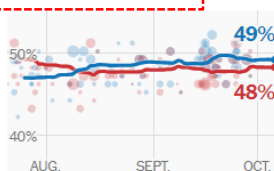
National polling average  
Harris +3



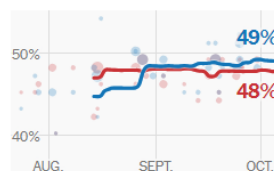
North Carolina >  
Trump +1



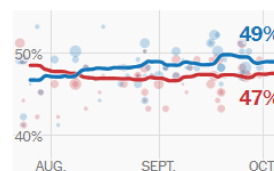
Pennsylvania >  
Harris <1



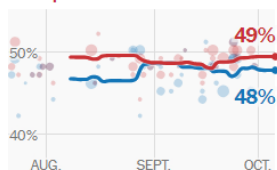
Nevada >  
Harris +1



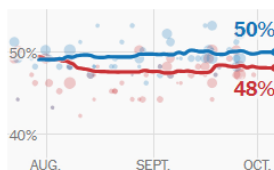
Michigan >  
Harris +1



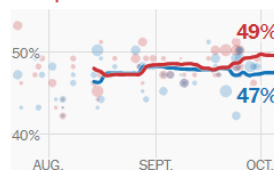
Georgia >  
Trump +2



Wisconsin >  
Harris +2



Arizona >  
Trump +2



Note: Individual poll results are shown as circles for each candidate. Polls with greater weight in the average have larger circles. Source: Averages by The New York Times; polls collected by FiveThirtyEight and The Times.

资料来源：纽约时报、开源证券研究所

## 2、全球经济：美国就业大幅回升、欧日制造业 PMI 偏弱，主要央行表态中性偏鸽

### 2.1、美国新增非农就业大幅反弹，美联储继续大幅降息可能性下降

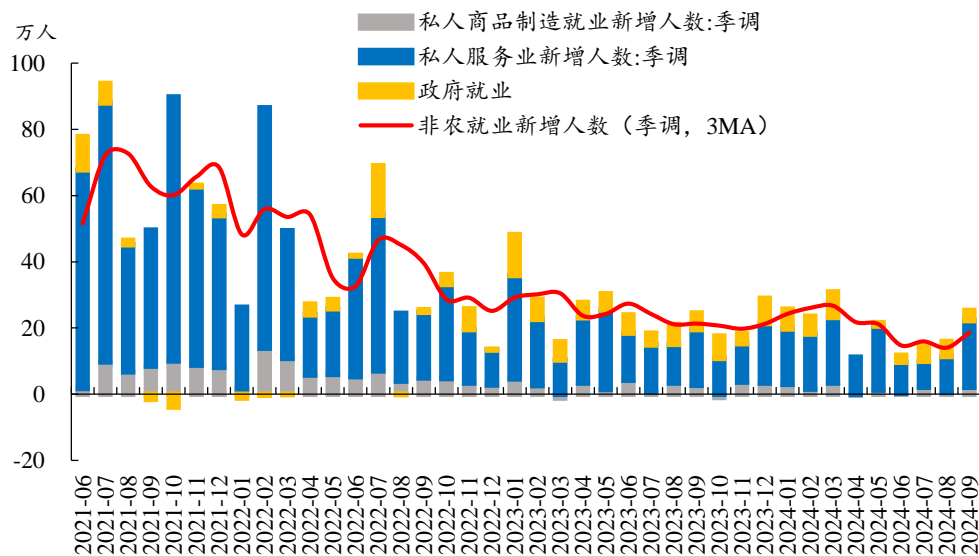
#### 2.1.1、新增非农就业大幅反弹，劳动力市场总体保持强劲

9月新增非农就业 25.4 万人，较 8 月份初值（14.2 万）大幅回升，远高于市场预期的 15 万。8 月、7 月新增非农就业分别上修 1.7 万、5.5 万，两个月累计上修 7.2 万，总体上修幅度相对较大<sup>1</sup>，且扭转了 2024 年以来数据频繁下修态势。趋势上看，近 3 个月平均新增就业 18.57 万人，较 6-8 月季调后数据有较大提升，目前已接近 20 万水平，美国劳动力市场总体保持强劲。

结构上看，私人部门新增就业均有不同幅度回升，政府部门新增就业略有减少，

<sup>1</sup> 因非农数据会经历 2 次修正，本次 7 月新增数据为第 2 次修正。

其中服务业新增就业占比约 79.3%。9 月私人部门就业新增 22.2 万（商品制造 2.1 万，服务业 20.1 万），政府就业新增 3.1 万。分行业来看，建筑业、休闲和酒店业、教育和保健服务新增就业较多，分别新增 2.5 万、7.8 万、8.1 万。此外，休闲和酒店业、专业和商业服务 9 月新增就业较 8 月回升较多，运输仓储业就业大幅下降，服务业仍是当前美国经济的主要支撑。往后看，在 9 月数据超预期回升，7、8 月数据大幅上修的情况下，市场对美国经济衰退的担忧或将减轻，并修正对美联储继续大幅降息的期待。

**图2：美国新增非农就业人数有所回升**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**表1：9月非农新增就业细项及变动**

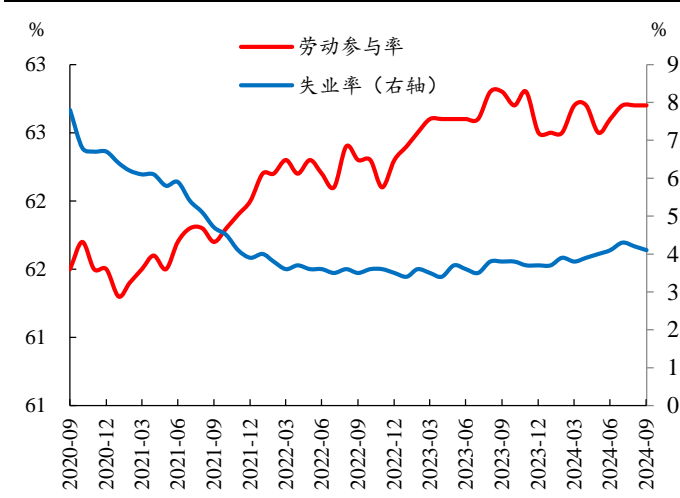
行业(千人)	占比 (%)	较8月变化	2024-09	2024-08	2024-07	近3月平均
<b>总体新增非农</b>	100.0	95	254	159	144	186
<b>私人部门</b>	<b>87.8</b>	<b>109</b>	<b>223</b>	<b>114</b>	<b>99</b>	<b>145</b>
采矿业	1.2	2	3	1	1	2
建筑业	9.8	-6	25	31	14	23
制造业	-2.8	20	-7	-27	6	-9
批发业	0.7	2	2	0	5	3
零售业	6.1	24	16	-9	-4	1
运输仓储业	-3.4	-12	-9	3	-2	-2
公用事业	1.3	3	3	0	0	1
信息业	1.6	11	4	-7	-16	-6
金融活动	2.0	-5	5	10	-4	4
专业和商业服务	6.7	21	17	-4	-4	3
教育和保健服务	31.9	21	81	60	67	69
休闲和酒店业	30.7	25	78	53	38	56
其他服务业	1.6	2	4	2	-3	1
<b>政府就业</b>	<b>12.2</b>	<b>-14</b>	<b>31</b>	<b>45</b>	<b>45</b>	<b>40</b>
联邦政府	0.8	1	2	1	0	1
州和地方政府	11.4	-15	29	44	45	39

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.1.2、劳动参与率维持不变、失业率连续下降

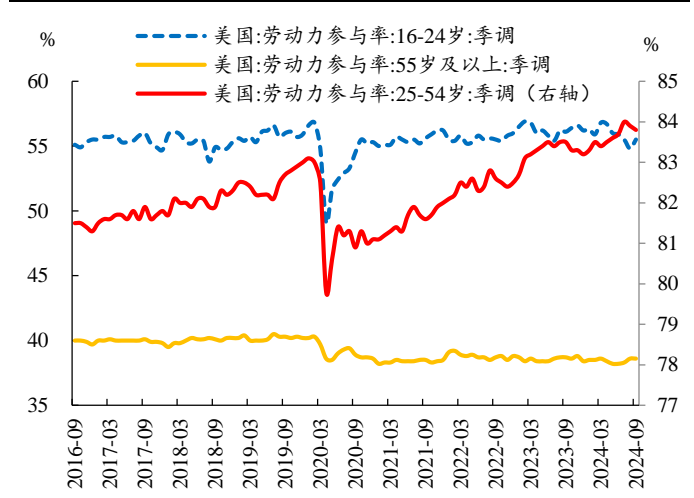
9月美国劳动参与率录得62.7%，失业率为4.1%，失业率较8月继续下降。具体来看，9月份调查城市人口增加22.4万，劳动力人口增加15万。总就业人口上升43万，失业人口减少28万，导致劳动参与率基本不变、失业率下降0.17个百分点至4.05%。年龄段来看，25-54岁区间劳动参与率下降0.01个百分点，仍处于疫情以来较高水平，但16-24岁人群劳动参与率提升0.7个百分点，显示当前主力劳动人群就业意愿较强的同时，年轻群体就业意愿有所回升。失业率方面，亚裔失业率维持不变，其它族裔失业率均有不同程度下行。9月劳动参与率不变，但失业率下行较多，显示美国劳动力市场整体相对强劲，衰退的信号减弱。

图3：9月失业率继续下行、劳动参与率维持不变



数据来源：Wind、开源证券研究所

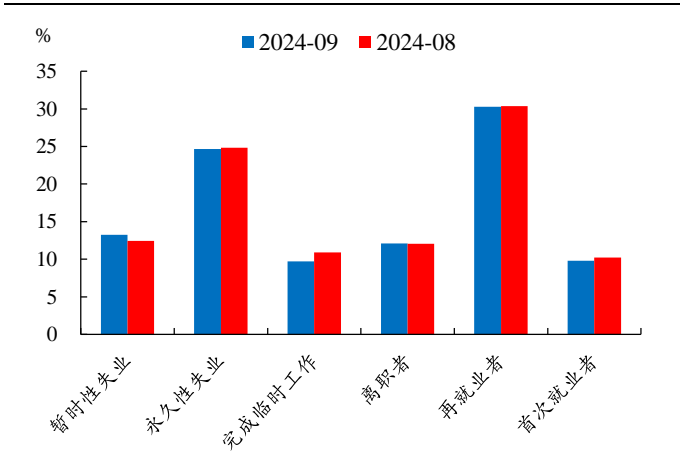
图4：9月25-54岁区间人口劳动参与率边际下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

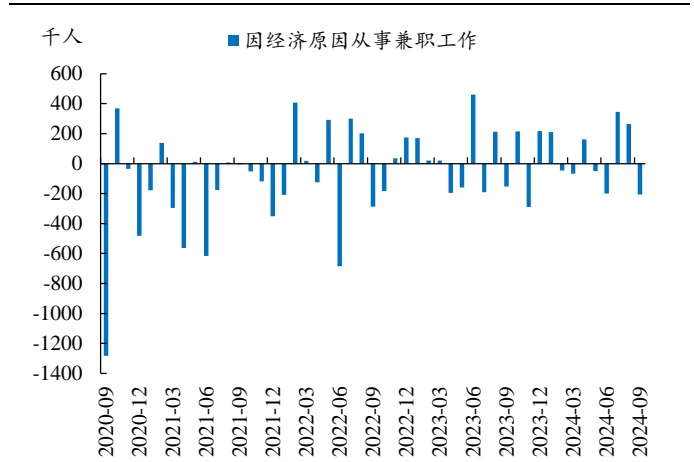
对失业率成因进行更进一步划分，不难发现，相较于8月，9月除暂时性失业占比略有上升(12.4%→13.2%)之外，其他失业原因对失业率的贡献均有所下降，体现出当前失业率的下行涉及范围较为广泛。此外，临时帮助就业、因经济原因从事兼职工作的人员数量也持续降低，均显示劳动力市场较为强劲且有所回暖。

图5：9月暂时性失业占比略有回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：9月因经济原因从事兼职工作人员数量减少



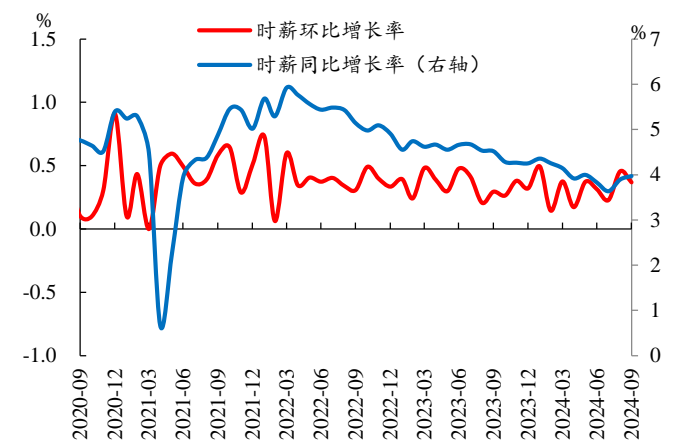
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 2.1.3、薪资同比增速反弹、工作时长略有减少

9月美国非农就业时薪录得35.36美金，同比上升4.0%，环比上升0.4%，分别较8月份上升0.1个百分点、下降0.1个百分点，超过市场预期。具体来看，建筑业、制造业、专业和商业服务薪资同比增长较多，专业和商业服务、采矿业薪资环比增长较多。总的看，专业和商业服务薪资相对较强，或是整体薪资同比增速有所反弹的重要原因。

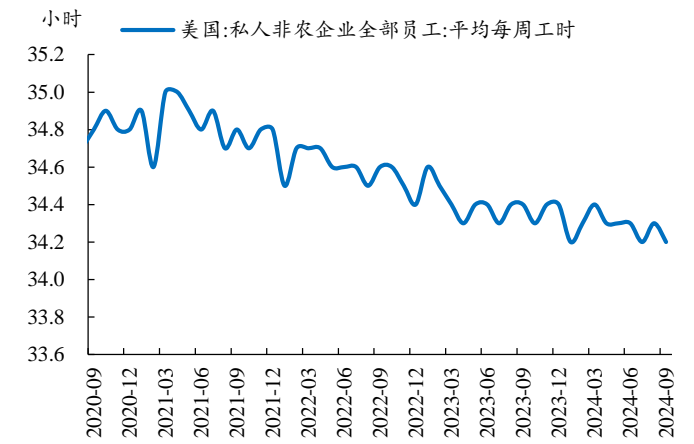
我们认为，结合劳动参与率、失业率以及薪资增速的走势来看，前期劳动力市场的较快走弱可能正在逐渐修复。此外，9月美国周工作时长较8月略有下行，结合当前失业率继续下行来看，后续薪资增速更近一步走强的概率较低，这也意味着后续居民消费持续上行的动能并不强。

图7：9月时薪增速同比增速反弹、环比增速下行



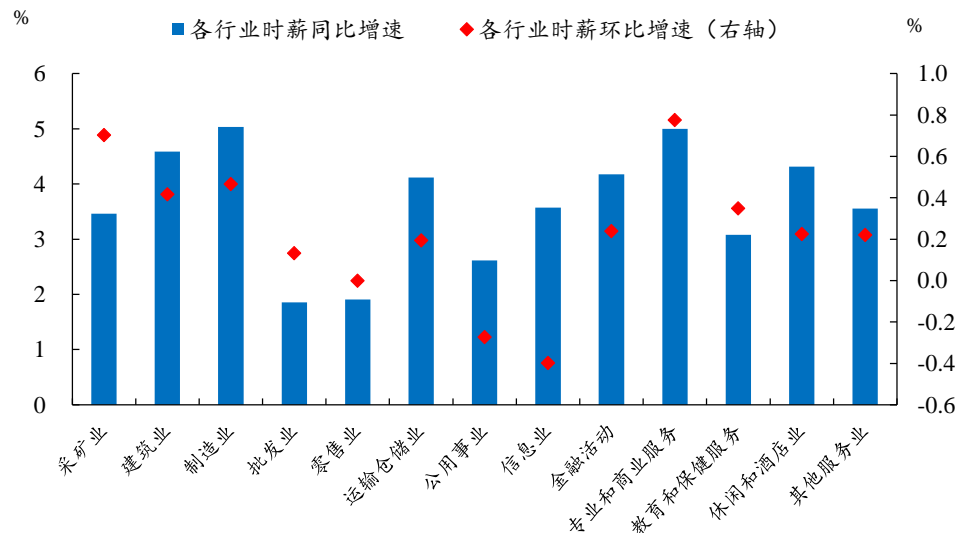
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：9月美国周工作时长略有下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：制造业、专业和商业服务薪资同比增速较高



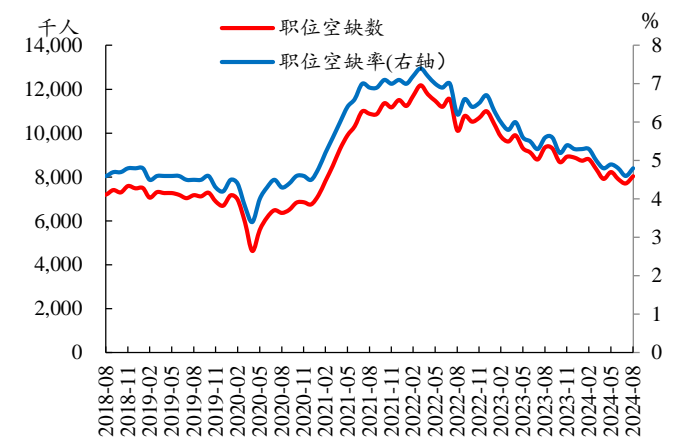
数据来源：Wind、开源证券研究所



## 2.1.4、劳动力市场供需关系已基本完成再平衡

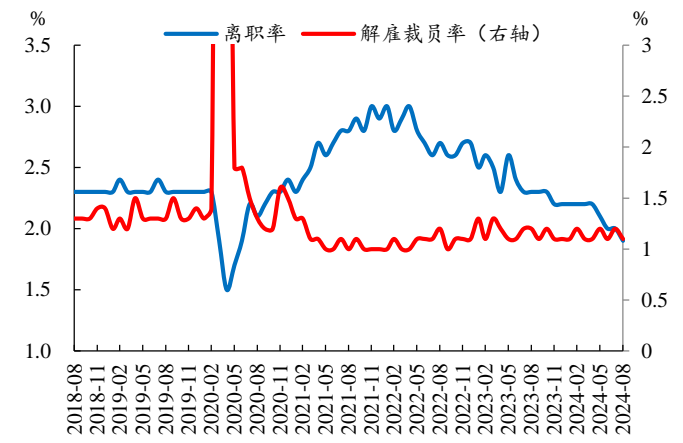
从 JOLTS 数据来看，8 月份职位空缺数为 804 万人，较 7 月上升约 32.9 万人，职位空缺率为 4.8%，目前每个求职者对应约 1.18 个工作岗位，美国劳动力市场的供需紧张程度边际提升。同时，职工主动离职率录得 1.9%、解雇裁员率录得 1.1%，较 7 月份均边际下降 0.1 个百分点，显示当前企业与员工的招人/换工作的意愿均有所下行，一方面显示劳动力市场波动仍然较小，另一方面显示当前美国劳动力市场尚未出现较为明显的恶化。

图10：8月职位空缺数、空缺率均上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

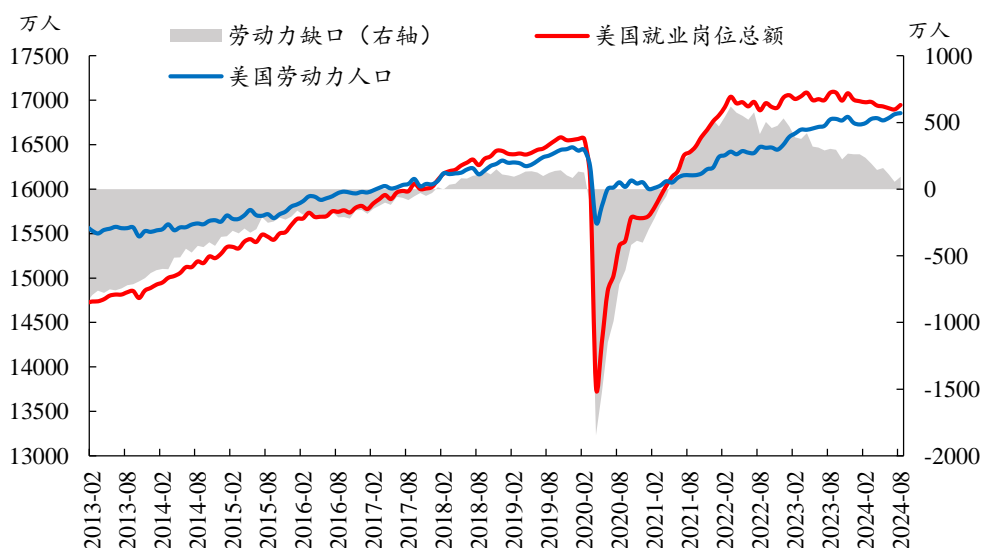
图11：8月员工离职率与裁员率均下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

从劳动力缺口来看，8月美国总劳动力缺口（就业人数总额+岗位空缺—劳动力人口）较7月提升37.7万至92.5万，出现逆转，但并未出现大幅上行，且较疫情前的平均水平相距不远，显示当前劳动力市场再平衡并未发生重大变化。

图12：8月美国劳动力缺口略有反弹

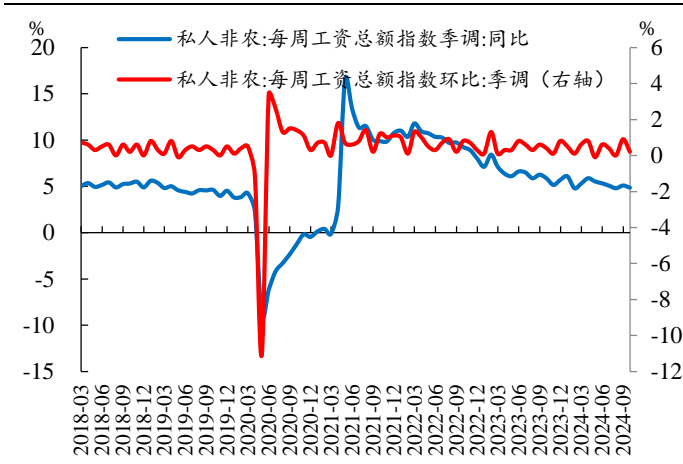


数据来源：Fred、开源证券研究所

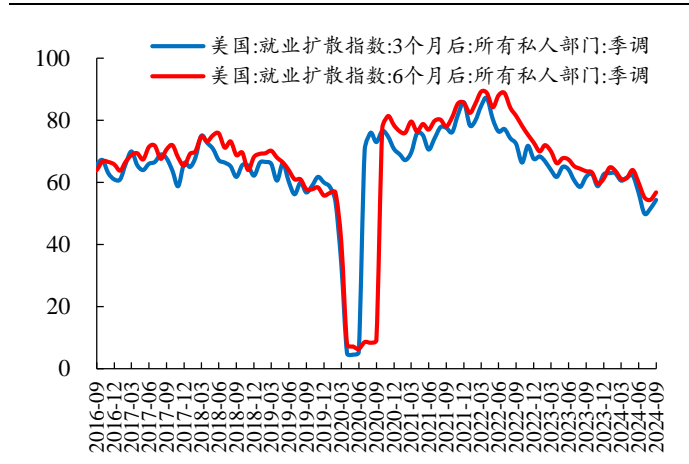
## 2.1.5、美联储大幅降息可能性下降，总降息幅度或也将收窄

7、8月美国非农就业数据的偏弱表现，引发市场对美国经济的担忧始终无法消散，美联储在9月FOMC会议上更是超预期降息50bp。9月就业数据超预期后，美

联储继续大幅降息的可能性下降，总体降息或也将收窄，但也不宜高估单月就业数据的指向意义。经验上来看，由于开学季及劳动节等节假日的影响，9月非农数据会略偏高，后续有一定下调可能，但劳动力市场强于预期是肯定的。事实上，2023年9月新增非农就业也相对较强，彼时也有观点质疑数据真实性。但我们认为，结合就业扩散指数以及工资总额增速来看，9月就业扩散指数出现边际回升且高于50，工资总额增速则略有下滑，均指向劳动力市场较为强劲。因此当前美国劳动力市场更可能处于充分就业区间，7、8月份的就业市场走软可能高估了就业市场的疲软程度，即使后续9月数据如2023年一样下修，考虑到50bp的降息会促使部分利率敏感性行业回暖，2024年的美国就业可能会保持相对强劲。

**图13：工资总额增速有所下滑**


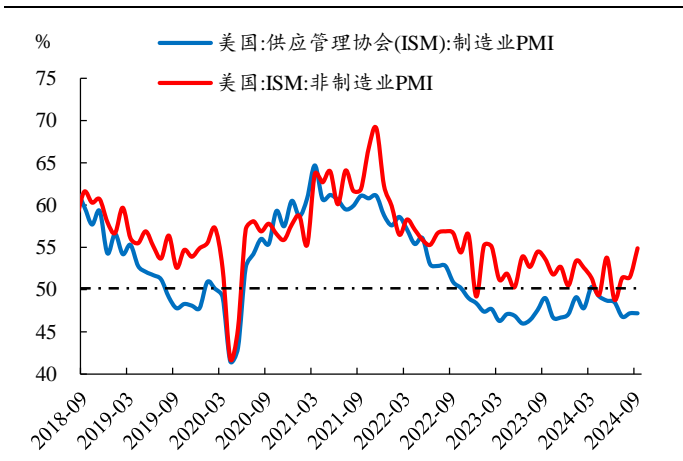
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图14：就业扩散指数连续回升**


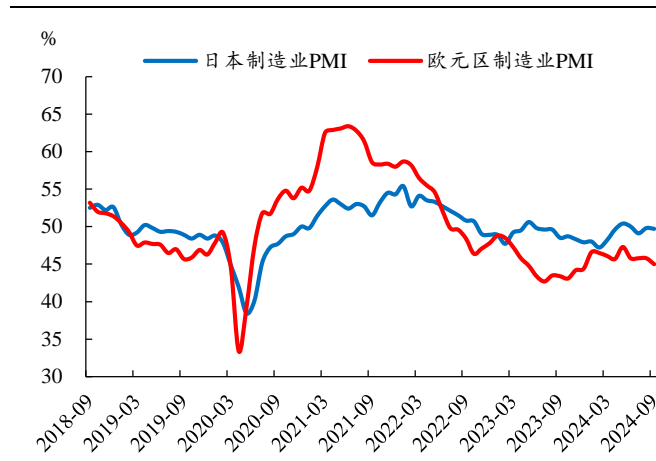
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.2、美国非制造业 PMI 走强，欧日制造业 PMI 仍偏弱

9月美国ISM制造业PMI录得47.2%，较8月持平，且仍处于荣枯线以下。但非制造业PMI录得54.9%，连续3个月回升，且均超过50%荣枯线。考虑到美国经济中服务消费占比较高，数据显示当前美国经济虽然不同部门间有所分化，但总体或较强。相较而言，9月日本与欧元区制造业PMI分别录得49.7%、45%，不仅处于荣枯线以下，且相较于8月均有不同程度下降，显示欧元区与日本经济增长相对偏弱。此外，欧元区9月HICP（调和CPI）同比增加1.8%，已经低于欧元区通胀目标，亦显示当前欧元区经济或相对乏力，欧央行后续降息或更加顺畅。

**图15：美国9月非制造业PMI回升**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图16：日本与欧元区制造业PMI相对疲软**


数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

## 2.3、主要央行官员表态中性偏鸽

**美联储方面**，在9月30日举办的美国全国商业经济协会（NABE）的活动时，美联储主席鲍威尔在讲话中表示，如果经济发展符合预期，美联储的利率将随着时间的推移走向更为中性的立场。**即今年可能会再降息两次，每次为25bp**，市场期待的继续50bp降息可能性较小。此外，鲍威尔认为近期经济数据的上修显示美国经济衰退的可能性进一步降低，实现软着陆的可能性更大。而芝加哥联储主席古尔斯比（Goolsbee）在9月非农数据发布后表示，就业数据非常出色，但也不要过分依赖单月数据，这不会改变未来12-28个月内利率下降的趋势，长期来看，**降息的前景在他看来依旧没有改变**。总体来看，**美联储官员的表态较为中性，并没有明显的鸽派或者鹰派倾向**。

**欧央行方面**，欧央行行长拉加德在欧洲议会表示，欧洲央行对通胀能够得到控制感到更加乐观，并将在10月利率决定中考虑这一点，暗示欧央行或将在后续的议息会议中进一步降息。欧洲央行执委施纳贝尔亦表示，企业和家庭的通胀预期已显著下降，**释放出了较为明确的进一步宽松信号**。

**日本央行方面**，在日本新首相释放出谨慎加息的信号后，日本央行行长植田和男表示，从美国经济开始，全球经济前景不明朗，金融市场仍然不稳定。需要仔细研究这些事态发展将如何影响日本经济和价格的前景、面临的风险以及实现前景的可能性，**整体表态较为鸽派**。此外，**英国央行行长贝利**在10月3日表示，如果通胀方面的消息持续向好，那么他会看到更加激进的降息机会，整体表态也鸽派意味十足。

## 3、国内宏观：政策面与基本面或确认“双底”

### 3.1、国庆前夕央行降准降息落地

**央行降准降息落地，降准50bp、7天逆回购利率下调20bp**。9月27日，中国人民银行决定：自2024年9月27日起，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为6.6%。

央行公告称，为加大货币政策逆周期调节力度，支持经济稳定增长，从9月27日起，公开市场7天期逆回购操作利率由此前的1.70%调整为1.50%。

### 3.2、存量房贷利率下调落地

9月29日，央行宣布完善商业性个人住房贷款利率定价机制，允许满足一定条件的存量房贷重新约定加点幅度，促进降低存量房贷利率。市场利率定价自律机制同时发布倡议，**各家商业银行原则上应在10月31日前对符合条件的存量房贷开展批量调整**。对于加点幅度高于-30基点的存量房贷利率，将统一调整到不低于-30个基点，且不低于所在城市目前执行的新发放房贷加点下限（如有），预计平均降幅0.5个百分点左右。国有六大行随后宣布，拟10月12日发布具体操作细则，10月31日前实施批量调整。央行还宣布，商业性个人住房贷款不再区分首套、二套住房，最低首付款比例统一为不低于15%。

### 3.3、北上广深发文优化地产政策

**上海进一步优化房地产市场政策措施。**非沪籍居民购买外环外住房，所需缴纳社保或个税年限由“满3年”调减到“满1年”；落实国家关于降低存量房贷利率政策；首套房商贷最低首付比例下调至15%，二套房下调至25%；将个人卖房增值税征免年限从5年调整为2年。另外，适时取消普通住房标准和非普通住房标准，自贸区临港新片区可增购1套住房。

**广州彻底退出限购政策。**广州市政府办公厅发布通知宣布，自9月30日起，取消居民家庭在本市购买住房的各项限购政策。本次限购政策调整后，广州市户籍、非户籍居民家庭和单身人士在全市范围内购买住房的，不再审核购房资格，不再限制购房套数。

**深圳优化房地产市场政策，取消商品住房和商务公寓转让限制，取得不动产权登记证书后，即可上市交易。**个人住房转让增值税征免年限由5年调整到2年。首套和二套房贷最低首付比例分别调整为15%和20%；深汕特别合作区首套房、二套房首付比例统一调整为15%，取消利率下限。同时，优化分区住房限购政策。

**9月30日，北京市发布《关于进一步优化调整本市房地产相关政策的通知》。**  
**降低存量房贷利率。**引导商业银行稳妥有序将存量房贷利率降至新发放贷款利率附近。  
**下调房贷首付款比例。**将商业性个人住房贷款首套房贷最低首付款比例由不低于20%下调至不低于15%，二套房贷由不低于35%（购买五环内住房）、不低于30%（购买五环外住房）统一下调至不低于20%。  
**优化调整商品住房限购政策。**包括缩短非京籍家庭购房所需缴纳社保或个税年限。对非京籍家庭购买五环内住房的，社保或个税缴纳年限由“购房之日前连续缴纳满5年及以上”调减为“购房之日前连续缴纳满3年及以上”；购买五环外住房的，进一步调减为“购房之日前连续缴纳满2年及以上”。符合本市经济社会发展需要的高层次和急需紧缺人才购房，明确为“购房之日前连续缴纳满1年及以上”。

### 3.4、929国常会，不断优化完善政策举措，及时研究新的增量政策

9月29日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，**研究部署一揽子增量政策的落实工作。**会议强调，每一项政策都要明确责任分工，加快出台实施的节奏，条件相对成熟的政策要马上推出，需要进一步细化完善的政策要抓紧做好相关工作、成熟一批推出一批。**各部门要不避难、不推责，形成强大的工作合力。**同时，**要根据形势变化，及时研究新的增量政策。**要深入开展调查研究，注重听取各方面意见，不断优化完善政策举措。

会议部署加快“十四五”规划102项重大工程实施的有关举措，研究了推进普惠托育服务体系建设工作，并听取了推进知识产权强国建设工作情况的汇报。

### 3.5、央行三季度货币政策例会

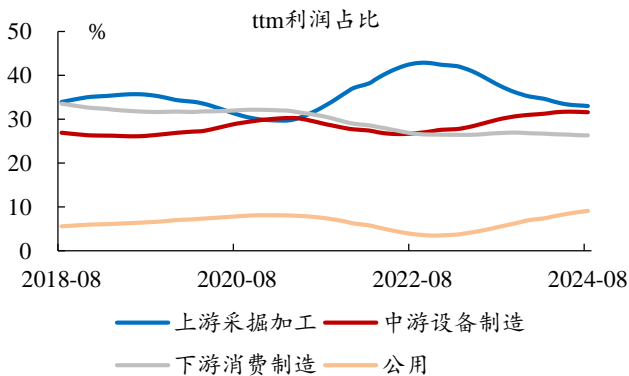
9月29日，央行货币政策委员会召开第三季度例会。会议强调，全力推进金融增量政策举措加快落地。会议认为，**要加大货币政策调控力度，提高货币政策调控**





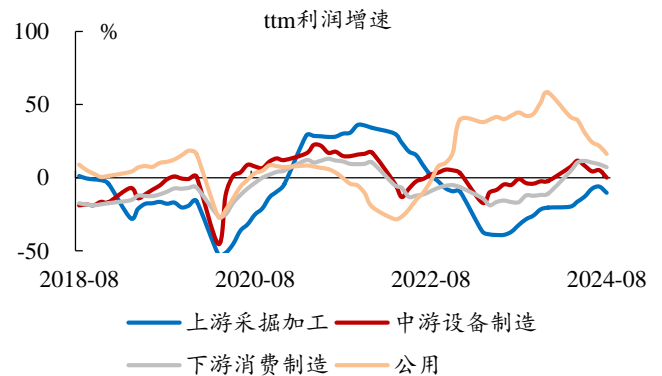
**(2)利润格局：公用事业占比延续提升。**利润占比来看：1-8月上游采掘加工、中游设备制造、下游消费制造、公用事业的利润占比分别为33%、31.6%、26.3%、9.1%，分别较前值变动了-0.1、-0.1、0.0、+0.2个百分点。**利润增速来看：**上游利润降幅扩大，1-8月利润累计同比下滑了4.2个百分点至-10.2%，行业层面有色冶炼延续高景气，化学纤维、黑色采选、黑色冶炼、有色冶炼等边际走弱；中游利润累计同比下滑至0.2%，细分行业普遍较前值回落2-3个百分点；下游利润累计同比小幅下滑至7.1%，其中造纸、木制品、农副食品、家具边际回落较多。

图19：公用利润占比延续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

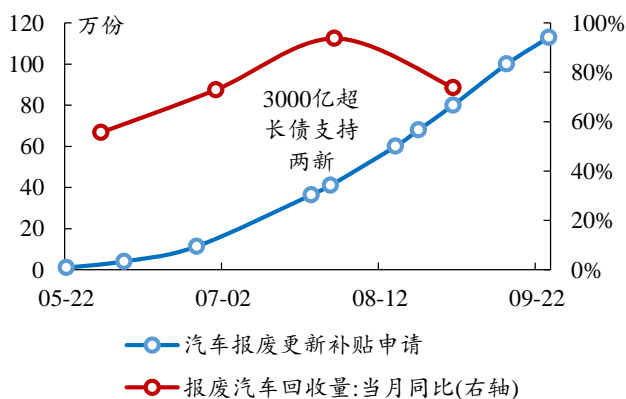
图20：上游、中游利润增速受高基数拖累较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

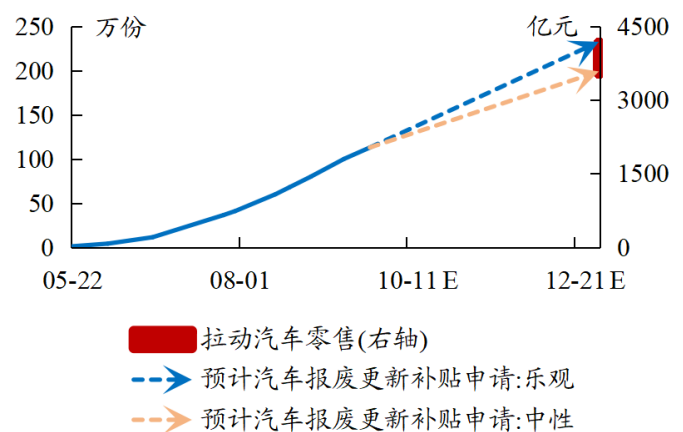
**(3)库存周期：放缓的共振补库或将重启，内需向上确定性较强。**支持消费品以旧换新的1500亿超长债资金已于8月初全部下达地方（早于要求的8月底），截至9月23日我们统计全部31省已出台落实政策细则。**汽车端：**截至9月25日汽车报废更新补贴申请超过113万份、较此前明显提速，以当前速率预计全年申请约199-233万份、与发改委测算的200万份较为接近，按2024年上半年零售均价的17.2万元/辆，则对2024年汽车零售的拉动有望上调至3566-4168亿元。**家电端：**从第三方机构、京东、苏宁易购等平台数据来看，9月电视、空调、电脑、洗衣机燃气灶、冰箱同比均有大幅增长，中位数约114%。

图21：截至9月25日汽车报废更新申请达到113万份



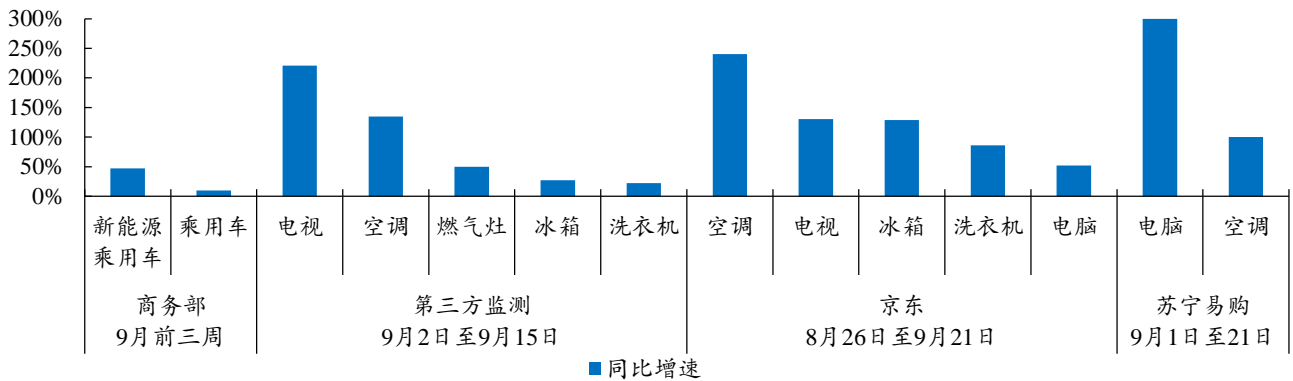
数据来源：发改委、商务部、开源证券研究所

图22：以旧换新提速，对2024年汽车零售的拉动有望上调至3566-4168亿元



数据来源：发改委、商务部、乘联会、开源证券研究所

图23：9月重点消费品同比大幅增长



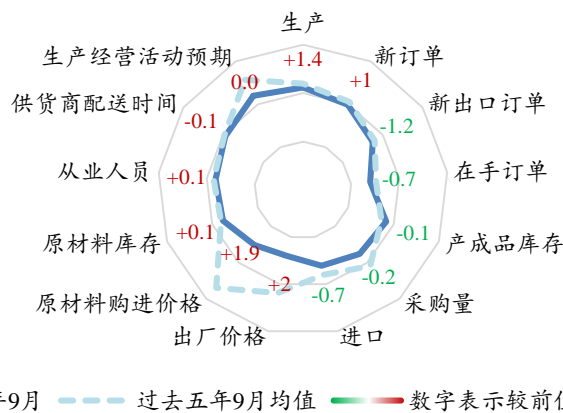
数据来源：发改委、京东、苏宁易购、开源证券研究所

### 3.7、9月PMI数据：政策面与基本面或确认“双底”

事件：2024年9月官方制造业PMI 49.8%，预期49.5%，前值49.1%；官方非制造业PMI 50.0%，前值50.3%。

**(1)制造业：景气度筑底回升，“两新”支撑内需转暖。**制造业PMI结束了连续4个月的下行趋势，内需向上、外需向下，“新订单-新出口订单”的剪刀差回暖至2.4%。分行业来看，受益于消费品以旧换新加快推进，医药、汽车、电气机械器材、计算机通信电子设备等消费制造的生产指数和新订单指数处于扩张区间。工业原材料价格回落速度放缓，预计PPI同比回落。结合高频指标，我们预计9月PPI环比可能在-0.4%左右，同比在-2.5%左右，较前值回落。分类型来看，小型企业生产经营显著改善。9月大型企业、中型企业、小型企业PMI分别较前值提高了0.2、0.5、2.1个百分点。

图24：9月制造业PMI筑底回升

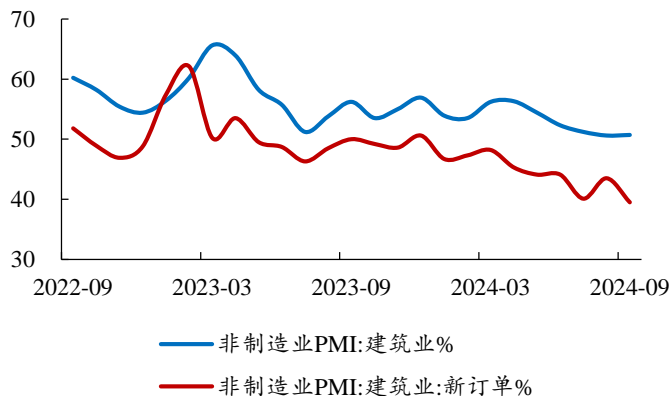


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：除疫情等特殊期间，供货商配送时间通常为反向指标

**(2)建筑业：实物工作量有改善迹象、专项债加快发行，基建增速或有支撑。9**

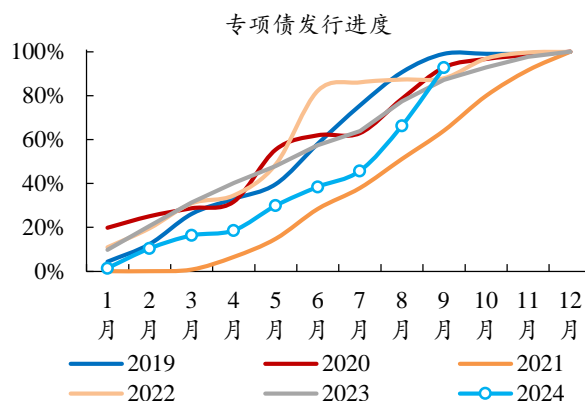
9月建筑业 PMI 回升 0.1 个百分点至 50.7%，但建筑业新订单延续偏弱趋势。从实物工作量来看，9月石油沥青开工小幅改善，CME 预估 9月挖掘机内销 7300 台、同比增速提高至 17%，水泥开工和发运率仍处低位；资金面，9月专项债发行进度大幅提高了 26.5 个百分点至 92.8%，已赶超 2023 年同期，财务加快支出以及水利提速有望支撑基建增速向上。

图25：9月建筑业 PMI 企稳、新订单向下



数据来源：Wind、开源证券研究所

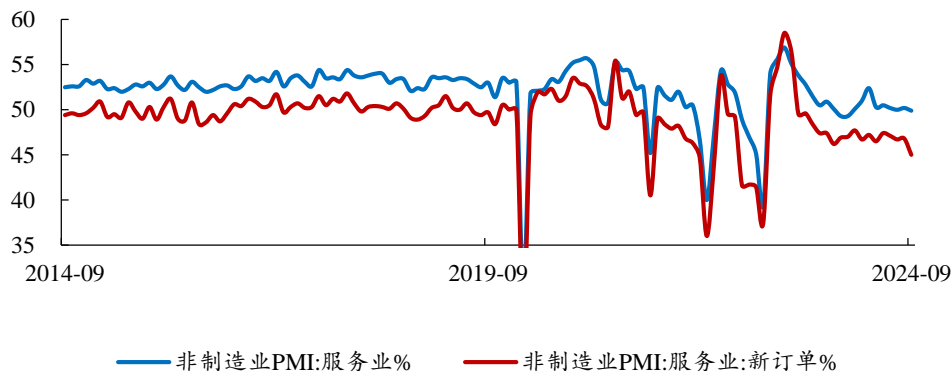
图26：9月专项债发行进一步提速



数据来源：Wind、开源证券研究所

**(3)服务业：表征服务业现状和预期的指标均偏弱。**分行业来看，邮政、电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务、货币金融服务等行业处于高景气区间，暑期出行旺季结束拖累铁运、水运、文化体育娱乐等行业。

图27：9月服务业新订单 PMI 走弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

**(4)预计 Q3 GDP 约 4.6%，市场重心或从政策底转向基本面数据验证。**8月 PMI 点评中，我们提示“9月、10月是经济企稳和政策加码的重要观察窗口”，目前均有验证。我们预计 Q3 GDP 约 4.6%、大概率为年内低点。往后看，市场重心或逐渐从政策底切换至对基本面数据的验证，首要需要确认宽财政的加码力度和投向细节，其次为地产、国庆假期消费、消费品以旧换新等高频数据的跟踪和改善幅度。

**图28：预计 Q3 GDP 约 4.6%**

当季同比(%)	GDP	第一产业	第二产业	工业	建筑业	第三产业
<b>2024Q3增速预测</b>	<b>4.55</b>	<b>3.50</b>	<b>4.72</b>	<b>4.72</b>	<b>4.70</b>	<b>4.60</b>
9月	4.57	3.50	4.64	4.60	4.80	4.70
8月	4.42	3.50	4.52	4.50	4.60	4.50
7月	4.66	3.50	5.03	5.10	4.70	4.60

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4、国庆消费和高频数据跟踪：商品消费好于服务消费，以价换量特征仍存

### 4.1、消费场景：商品消费好于服务消费，以价换量特征仍存

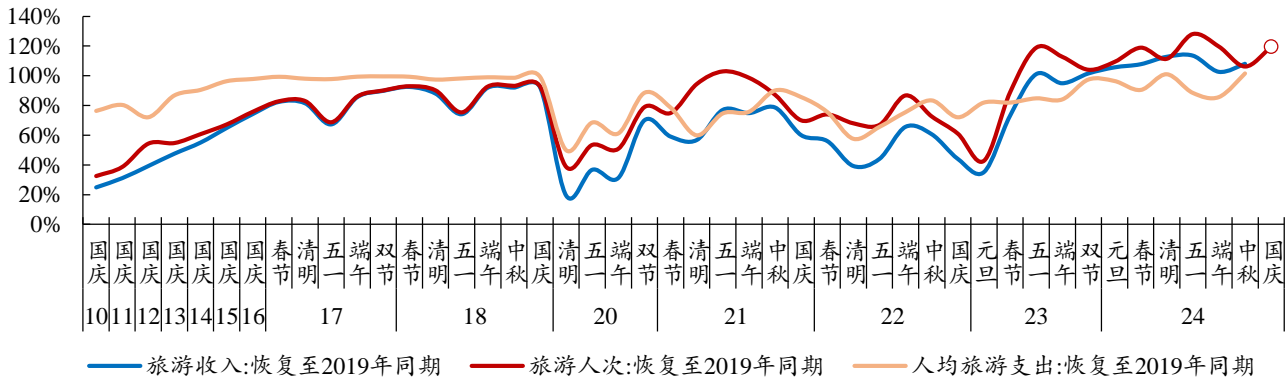
**图29：2024 年国庆消费场景恢复水平一览**

场景	细项	口径	2024	较2019同期增长	较2023同期增长
国内游	广东接待旅客(前五日,万人)	广东省文旅厅	1694.00		7.5%
	四川接待旅客(前五日,万人)	四川省文旅厅	3000.99		18.9%
	山东接待旅客(前五日,万人)	山东省文旅厅	428.70		11.3%
	辽宁接待旅客(前五日,万人)	辽宁省文旅厅	4116.50		18.3%
	黑龙江接待旅客(前六日,万人)	黑龙江省文旅厅	1749.90		11.4%
	上海接待旅客(前四日,万人)	上海市文旅厅	1221.73		11.0%
	合计(万人)		12211.82		14.8%
境外游	日均出入境人员(万人)	国家移民管理局	175.00	20.0%	18.5%
	出境游消费笔数(元)	支付宝		-11.6%	60.0%
重点监测零售企业	河南:家电零售额	河南省商务厅			31.0%
	河南:汽车零售额	河南省商务厅			14.2%
	四川:家电销售额(亿元)	四川省商务厅	6.20		80.0%
	四川:家电销量(万台)	四川省商务厅	14.30		90.0%
	四川:家电均价(元)	四川省商务厅	4335.66		-5.3%
观影	收入(亿元)	猫眼	19.50	-55.2%	-22.9%
	人次(万人)	猫眼	4823.10	-55.0%	-19.9%
	票价(元)	猫眼	40.42	-0.5%	-3.8%
出行	全社会跨区域流动量(亿人)	交通部	14.64	22.5%	4.1%
	小客车流动量(亿人)	交通部	11.71	56.8%	2.4%
	营运性客运量(即老口径,亿人)	交通部	2.93	-34.7%	11.6%
	铁路(亿人)	交通部	0.93	28.0%	6.6%
	公路(亿人)	交通部	1.81	-46.9%	2.4%
	水路(亿人)	交通部	0.08	-27.2%	17.7%
	民航(亿人)	交通部	0.11	22.1%	13.4%
	国内机票价格(元)	航班管家		-8.0%	-23.0%
	国际机票价格(元)	航班管家		-12.9%	-30.4%

数据来源：Wind、各省市文旅厅、海口海关、猫眼、交通部、航班管家、开源证券研究所

**(1)旅游：**考虑到文旅部尚未披露全国数据，我们将广东、四川、山东、辽宁、黑龙江、上海进行汇总，则六省市国庆合计接待游客 1.2 亿人，较 2023 年同期增长了 14.8%。我们测算全国“五一”接待游客人次可能修复至 2019 年同期的 120%左右。

图30：估计 2024 年国庆接待游客可能修复至 2019 年同期的 120%

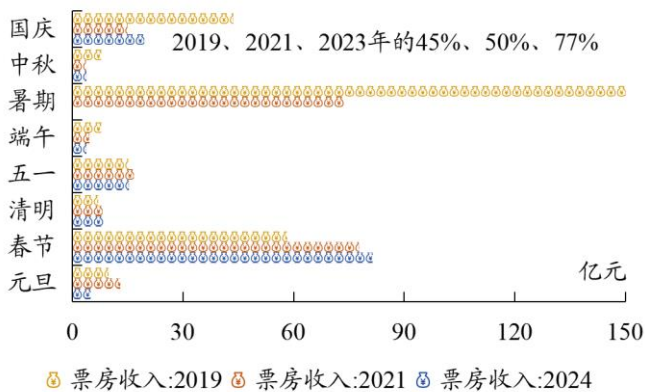


数据来源：文旅部、各省市文旅厅、开源证券研究所；注：2024 年国庆为估计值。由于图表宽度有限，对各年份采用缩写，例如 24 表示 2024 年

**(2)商品零售：消费品以旧换新加快发力。**商务部数据显示，国庆假期前三天有 104.55 万名消费者购买以旧换新 8 大类家电产品 154.61 万台，销售额达到 73.57 亿元。其中，四川省前四天家电以旧换新的销售额、销量、均价分别同比变动 80%、90%、-5%。

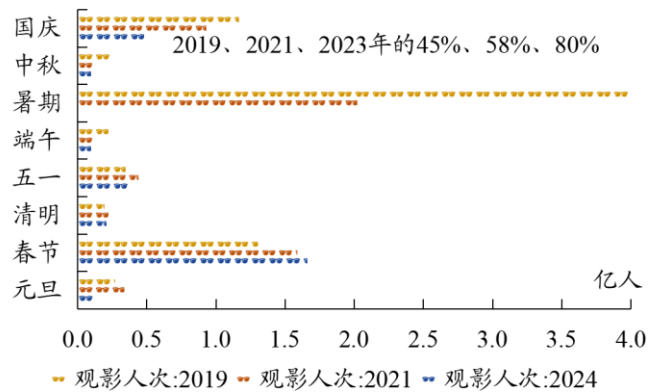
**(3)电影：国庆档票房遇冷。**根据猫眼电影数据，国庆前 6 日总票房仅 19.5 亿元、观影人次 4823 万人、票价 40.4 元，按同比口径（取历年国庆前 6 日）来看，收入、人次、票价分别为 2019 年的 45%、45%、100%，为 2023 年的 77%、80%、96%。

图31：国庆档票房收入约为 2023 年同期的 77%



数据来源：Wind、猫眼电影、开源证券研究所

图32：国庆档观影人次约为 2023 年同期的 80%



数据来源：Wind、猫眼电影、开源证券研究所

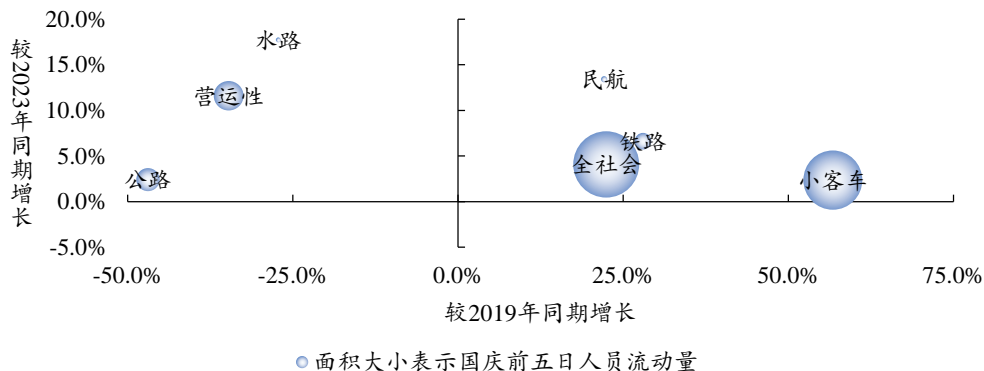
## 4.2、人流：强于 2023 年中秋国庆双节，出入境延续回暖

**(1)全社会跨区域流动量大幅超过 2019 年、小幅强于 2023 年：**交通部数据显示，10 月 1 日至 10 月 5 日，全社会跨区域人员流动量累计 14.64 亿人次，较 2019 年、2023 年同期分别增长 22.5%、4.1%，其中营运性客运量（老口径）变动-34.7%、+11.6%，



小客车流量增长 56.8%、2.4%，自驾出行意愿延续偏强；营运性客流量分类型来看，铁路、民航相对较好。机票价格延续承压，国内经济舱较 2019、2023 年下滑了 8.0%、23.0%，国际经济舱分别下滑了 12.9%、30.4%。

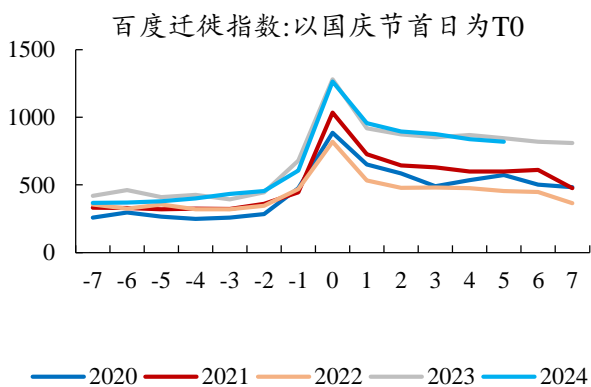
图33：全社会跨区域流动量强于 2023 年中秋国庆双节



数据来源：交通部、开源证券研究所；注：全社会跨区域流动量=营运性+小客车，营运性=铁路+公路+水路+民航。

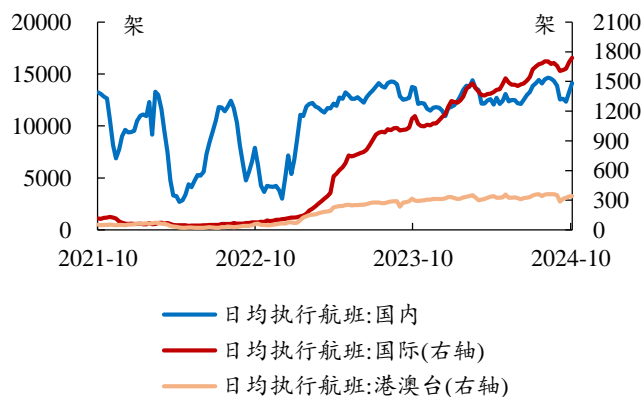
(2)百度迁徙指数略好于 2023 年同期：国庆期间（10月1日至10月6日），全国百度迁徙指数均值为 942、较 2023 年同期增长了 0.2%，需要注意的是 2023 年国庆中秋双节，因而 0.2% 的增长可能并非低水平。

图34：五一迁徙指数的峰值创新高



数据来源：百度地图慧眼、开源证券研究所

图35：国际航班创新高



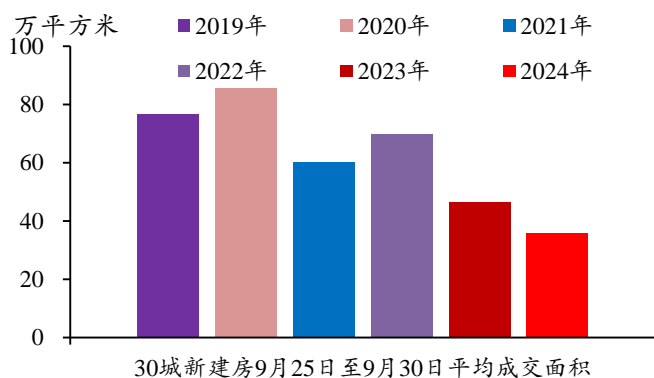
数据来源：Wind、开源证券研究所

(3)出入境加速回暖：国庆假期，国内、国际、港澳台日均执行航班分别为 14126、1737、341 架次，其中国际航线创近年来新高。国家移民管理局预测，“国庆”假期全国日均出入境人员将达 175 万人次，较 2023 年同期增长 18.5%，我们测算较 2019 年同期下滑 11.6%。

## 4.3、地产：一线城市地产成交同比大幅上升

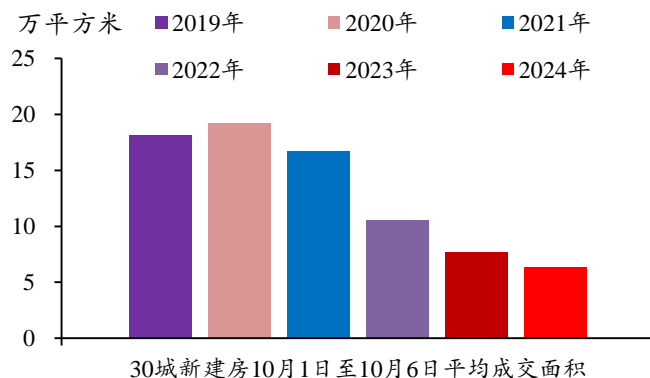
(1)新房市场看，一线城市成交面积同比明显回升。节中6天(10月1日至10月6日)，全国30大中城市商品房成交平均面积较2023年同期同比-17%，相较于节前6天(9月25日至9月30日,同比-23%)降幅有所收窄。一线城市(北上广深)成交面积同比回升较为明显，节中6天较2023年同比+17%，相较于节前6天(同比-27%)由负转正。

图36：节前6天新建房平均成交面积同比下降23%



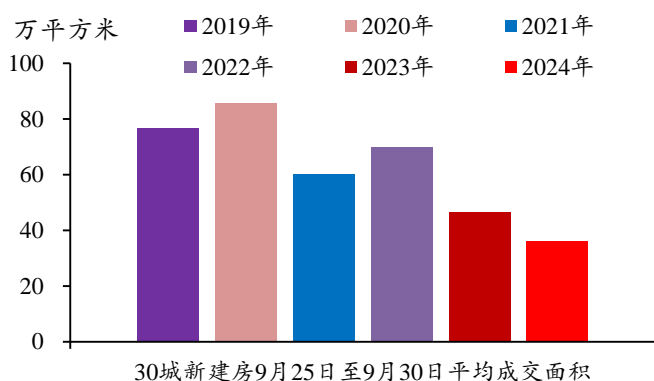
数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：节中6天新建房成交面积同比下降17%



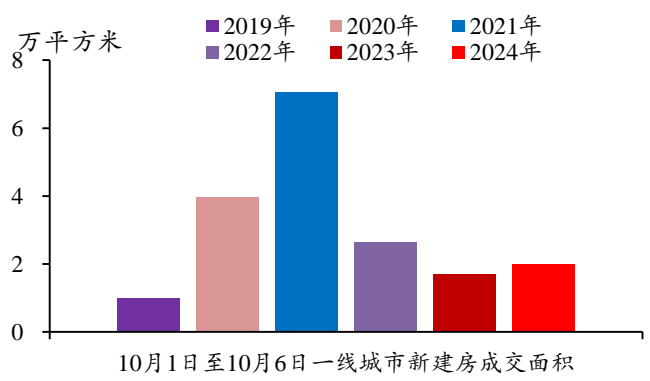
数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：节前6天一线城市新建房成交面积同比下降27%



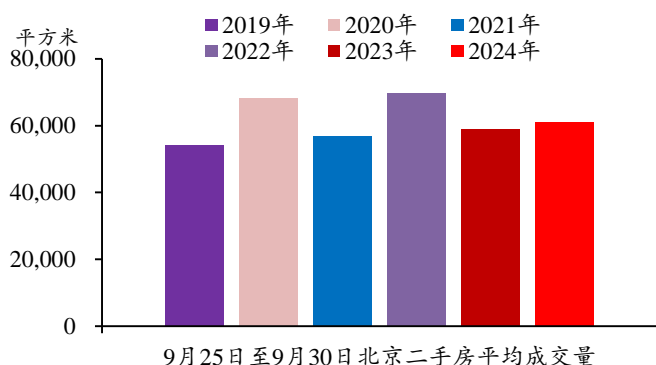
数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：节中6天一线城市新建住房成交面积同比上升17%

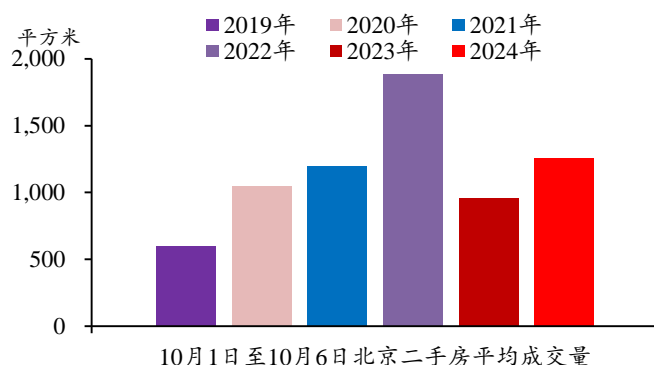


数据来源：Wind、开源证券研究所

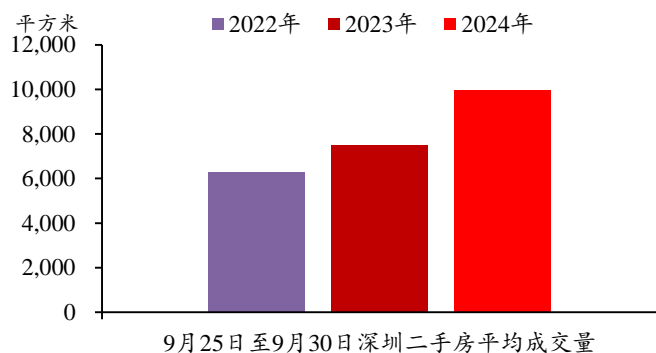
(2)二手房市场：北上深成交面积同比亦大幅上升。价格方面，截至9月23日，二手房出售挂牌价指数延续回落；成交量方面，北京、上海、深圳二手房平均成交面积同比均大幅上升，北京二手房成交面积由节前6天(9月25日至9月30日)的同比+3%上升至节中6天的同比+31%；上海由+35%上升至+739%，深圳由+33%上升至+197%。需要注意的是，10月初为地产销售季节性淡季，相对量大幅增长，但绝对量较为有限，节后销售绝对量环比恢复后的历史同期位置较为重要。

**图40：节前6天北京二手房成交同比+3%**


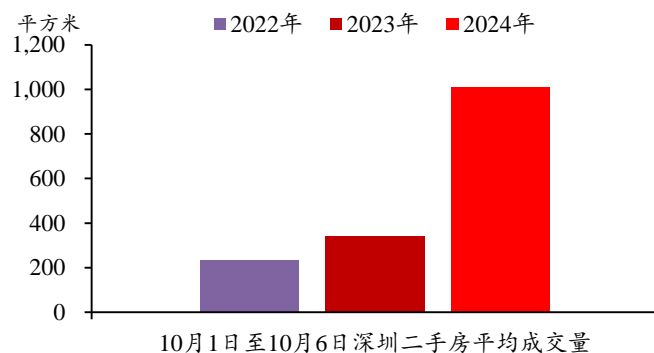
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图41：节中6天北京二手房成交同比+31%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图42：节前6天深圳二手房成交同比+33%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图43：节中6天深圳二手房成交同比+197%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 5、大类资产：全球股市表现震荡，恒生指数、原油价格上涨

十一假期期间，全球股市整体表现震荡，但恒生指数录得较大涨幅。9月30日至10月4日，受非农数据与鲍威尔讲话影响，美国三大股指整体表现较为平稳，欧洲股市录得一定下跌，但恒生指数与纳斯达克金龙指数录得较大涨幅，且上涨态势较为明显，领跑全球。不仅如此，在经历了较大的涨幅后，外资投行仍然纷纷上调对中国市场的预期，显示当前中国资产或将持续受到外资的关注，资金的流入或也将持续。

商品方面，受中东局势恶化影响，原油价格录得一定幅度涨幅，但天然气价格录得一定跌幅。债券市场方面，受非农数据超预期及美联储中性表态影响，10年期美国国债收益率上行17bp，幅度较大。汇率方面，美元指数有所升值，离岸人民币汇率下跌超过1%，美元兑日元录得较大升值，或许与日本新首相相对鸽派表态有关。

**表2：全球各类资产假期表现**

资产类别	9月30日	10月4日	涨跌幅	资产类别	9月30日	10月4日	涨跌幅
<b>股票</b>				<b>金属</b>			
纳斯达克综合指数	18189.17	18137.85	-0.28%	COMEX 黄金 (美元/盎司)	2633.70	2647.10	0.51%
标普 500 指数	5762.48	5751.07	-0.20%	COMEX 白银 (美元/盎司)	31.12	32.190	3.44%
道琼斯工业指数	42330.15	42352.75	0.05%	NYMEX 铂金 (美元/盎司)	991.10	1001.70	1.07%
德国 DAX 指数	19324.93	19120.93	-1.06%	NYMEX 钯金 (美元/盎司)	1000.20	998.50	-0.17%
法国 CAC40 指数	7635.75	7541.36	-1.24%	LME 铜 (美元/公吨)	9865.00	9956.00	0.92%
英国富时 100 指数	8236.95	8280.63	0.53%	LME 铝 (美元/公吨)	2605.00	2663.50	2.25%
日经 225 指数	37919.55	38635.62	1.89%	LME 锌 (美元/公吨)	3077.50	3170.50	3.02%
恒生指数	21133.68	22736.87	7.59%				
纳斯达克中国金龙指数	7268.41	8093.70	11.35%				
<b>债券</b>				<b>工业品</b>			
10Y 美债收益率	3.81%	3.98%	17bp	WTI 原油 (美元/桶)	68.17	74.38	9.11%
10Y 德债收益率	2.16%	2.17%	1bp	布伦特原油 (美元/桶)	71.77	78.05	8.75%
10Y 英债收益率	4.02%	4.05%	3.0bp	NYMEX 天然气 (美元/百万英热单位)	2.910	2.831	-2.71%
10Y 日债收益率	0.89%	0.87%	-2.0bp				
<b>外汇</b>				<b>农产品</b>			
离岸美元兑人民币	7.00655	7.099	1.32%	CBOT 大豆 (美分/蒲式耳)	1057.00	1037.75	-1.82%
美元指数	100.76	102.49	1.72%	CBOT 玉米 (美分/蒲式耳)	424.75	424.75	0.00%
欧元兑美元	1.1135	1.0976	-1.43%	CBOT 小麦 (美分/蒲式耳)	584.00	589.75	0.98%
英镑兑美元	1.3376	1.3125	-1.88%	NYBOT 棉花 (美元/磅)	73.61	73.27	-0.46%
美元兑日元	143.637	148.7105	3.53%	NYBOT 糖 (美元/磅)	22.65	23.01	1.59%

数据来源：Wind、开源证券研究所，注：因数据可得性，日债数据截至10月3日、英债数据截至10月2日。

## 6、风险提示

- (1)国内政策不及预期：若政策出台或执行不及预期，可能会影响我国经济修复弹性。
- (2)俄乌冲突反复超预期：如果俄乌冲突再度超预期升温，那么可能造成通胀再度攀升。
- (3)美国经济超预期衰退：如果美国经济超预期衰退，可能对全球金融市场带来不稳定因素。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn