



A 股策略周报 20251019

策略专题研究报告

证券研究报告

策略组

分析师：牟一凌（执业 S1130525060002）
mouyiling@gjzq.com.cn

分析师：纪博文（执业 S1130525060006）
jibowen@gjzq.com.cn

联系人：季宏坤
jihongkun@gjzq.com.cn

黑色的不是夜晚

调整有望放缓，但主线变化仍会继续

我们在此前的报告《无恐惧，不贪婪》中提出了有别于“黄金坑”的观点，认为市场的调整的内核可能并非贸易关系的变化。本周 A 股市场出现了较大幅度回撤，且贸易冲突加剧不能解释本来受益于此逻辑的自主可控板块本周回撤反而更大的现象。我们认为，调整更深层次的原因是：当前美国金融资产与 GDP 比值本就处于高位，服务业走弱且科技发展的过程中矛盾开始出现扩散（例如电力短缺）。A 股 4 月以来的上涨更多与海外逻辑同频，本轮调整也是结构切换的开始。从最新变化来看，美国财长贝森特与国务院副总理何立峰进行通话、以及对美国区域银行坏账问题担忧的缓解在周五晚间推动海外市场有所反弹，降低了市场短期内急跌的概率。但需要看到的是，服务业向下的力量并不会扭转，但制造业与全球实物需求回升的阻力会因为关系缓和而缓解，市场主线的变化仍在继续。这也是我们一方面前期提示市场风险，又在中期表达“真正的牛市还未开始”乐观观点的底层逻辑。

国内：韧性与新关注

从金融数据来看：9 月新增企业中长贷变化符合季节性，新增居民中长贷有超季节性增长，指向终端需求的修复力度可能会逐步增加，这将更有利于中游制造业及下游利润的修复；M1 与 M2 同比增速剪刀差进一步收敛，企业资金活化也在持续推进。国内 PPI 同比增速进一步回升，结构上看上游行业同比增速改善情况更为明显，反内卷持续推进对价格企稳的效果逐步显现。从出口数据来看，中国对美国的贸易依赖度进一步下降，在对美出口同比增速极低的情况下整体对外出口同比增速出现明显回升，海外非美经济的实物需求修复或已经开始。2018 年以来，新兴经济体自身需求对中国增加值的贡献率有明显提升。随着美联储开启降息周期，新兴市场制造业活动的修复为我国带来的需求或是未来经济亮点所在。从过往经验来看，当更多的出口收入通过结汇的方式转化为以人民币计价的资产时，国内物价下行压力多有缓解，过去几年未结汇资金的增加一定程度对通胀下行造成了压力；因此，如果美国服务业走弱真的导致金融市场大幅波动的话，那么相应也会促进未结汇资金更多回流国内，对市场最关心的物价水平形成支撑。

对黄金的思考

从中长期来看，降息预期、地缘政治风险造成美元走弱的压力、海外政府赤字难以削减的问题都是支撑黄金走强的因素，也是我们从中长期实物资产角度领先市场战略性看好的板块之一。但需要指出的是，当一个资产短期出现了快速上涨，那么长期叙事对其的支撑就会走弱。在 8 月中下旬以来黄金快速上涨的过程中，可以观察到的一个有趣现象是黄金 ETF 资金净流入量的上升似乎对应着权益市场开始出现波动，这一现象在欧洲、北美和亚洲市场均有出现。其背后原因可能在于黄金在资产配置中的重要性正在被投资者所认知，在权益市场出现调整的时刻，这一切切换过程便开始推进。当一个趋势在短期形成共识，阶段性的过热就在所难免：当前沪金期权隐含波动率已接近 4 月底的水平，且存在明显正偏，情绪过热以及交易过于拥挤的隐忧；此外，在当前海外金融资产处于高位、金融体系存在不稳定性的情况下，重大风险事件出现可能会演变为流动性风险的冲击，如果在重大风险事件出现时黄金在短期内不一定能完全避险。但是从中长期对股债的 40/60 组合修正维度，可投资黄金资产的市值仍然大幅低于 1980 年以前，这一中期趋势不会变化（占比 0.5%→1.3%）。

主线的变化正在加速

当前美国金融资产估值偏高、服务业走弱的因素正在对全球科技的高歌猛进形成压制，中国资产在驱动换挡过程中出现调整是正常现象，属于中国资产真正的牛市尚未开始。中期看，服务业向下与美国金融资产扩张放缓是确定的；全球制造业的修复和实物消耗的上行是确定的；而中国的资本外流在这一背景下的放缓也是中期趋势。市场投资者只需根据中期趋势，进行结构调整。我们给出的配置推荐如下：第一，对国内行业的关注是短期的重点，近期行业景气度有所回升的内需行业值得关注：食品饮料、航空机场、煤炭。第二，中期来看，在新兴市场制造业活动修复与投资加速的过程中，实物资产仍将占优，建议关注上游资源（铜、铝、油、金）、资本品（工程机械、电力电网设备），中间品（基础化工、钢铁）。第三，企业端资金活化的进程仍在持续，非银金融将受益于全社会资本回报的见底回升。

风险提示

国内经济修复不及预期：如果后续国内经济数据超预期走弱，那么可能会对长期盈利趋势的改善造成影响。

海外经济大幅下行：如果海外经济超预期下行，那么全球制造业共振修复可能会暂停，实物资产需求也会放缓。



内容目录

市场调整背后的真相.....	4
国内：韧性与新的关注.....	6
对黄金的思考.....	8
调整之后，把握真正的主线.....	11
风险提示.....	11

图表目录

图表 1： 本周国内市场有所波动，A 股市场在全球股票市场中跌幅居前.....	4
图表 2： 近期美国对中国整体关税税率已开始抬升.....	4
图表 3： 在特朗普威胁加征 100%关税前，中美贸易关系回归冲突的苗头已经出现.....	4
图表 4： 2025 年以来美国服务业呈走弱趋势，且当下已经接近荣枯线.....	5
图表 5： 美联储隔夜逆回购工具余额已大幅下降，增加了美国金融系统出现不稳定性时的潜在风险.....	5
图表 6： 本轮 A 股上涨过程中，TMT 板块相关行业和美股对应板块的关联性很强.....	5
图表 7： 本周 A 股市场表现来看，红利与内需相关行业排名居前，自主可控相关行业跌幅较大.....	5
图表 8： 美股标普 500 波动率指数在本周五回落.....	6
图表 9： 近期美国电价涨幅明显，商业部门电力零售价格创下历史新高.....	6
图表 10： 9 月企业新增中长贷增长幅度基本符合季节性特征（单位：亿元）.....	6
图表 11： 9 月新增居民中长贷则出现超季节性增长（单位：亿元）.....	6
图表 12： 9 月国内 M1 与 M2 同比增速剪刀差进一步收敛，即将回正.....	7
图表 13： 9 月国内 PPI 同比增速持续回升，结构上看上游改善幅度更为明显.....	7
图表 14： 在对美出口同比增速-27%的情况下，9 月中国整体对外出口同比增速实现企稳回升.....	7
图表 15： 2018 年以来，新兴经济体自身需求对中国增加值的贡献率提升明显.....	7
图表 16： 从过往经验看，当出口收入更多形成人民币计价资产时，国内物价下行压力往往会减弱.....	8
图表 17： 市场预期至明年年底前美联储还会再降息 125BP.....	8
图表 18： 地缘政治紧张局势下，美国政府的关税威胁加大了美元走弱的压力.....	8
图表 19： 8 月以来黄金快速上涨过程中，欧洲黄金 ETF 流入增加同步于欧股出现调整时期.....	9
图表 20： 北美黄金 ETF 流入量的上升对应标普 500 上行动能放缓阶段.....	9
图表 21： 亚洲黄金 ETF 资金流入量的增加同步于中国资产开始调整的时期.....	9
图表 22： 当前沪金隐含波动率已达今年 5 月时的水平.....	10
图表 23： 在出现重大风险事件冲击时，黄金在短期内并不一定能完全避险.....	10
图表 24： 当前美国黄金市值与美股美债市值之比低于 60-70 年代中枢的水平.....	10



图表 25: 近期茅台批发价格出现边际企稳 (单位: 元)	11
图表 26: 国内机票价格同比增速逐步回升 (单位: 元)	11
图表 27: 近期煤炭价格已触底回升 (单位: 元/吨)	11
图表 28: 当前铁水产量基本处于过去 5 年同期最高水平 (单位: 吨)	11

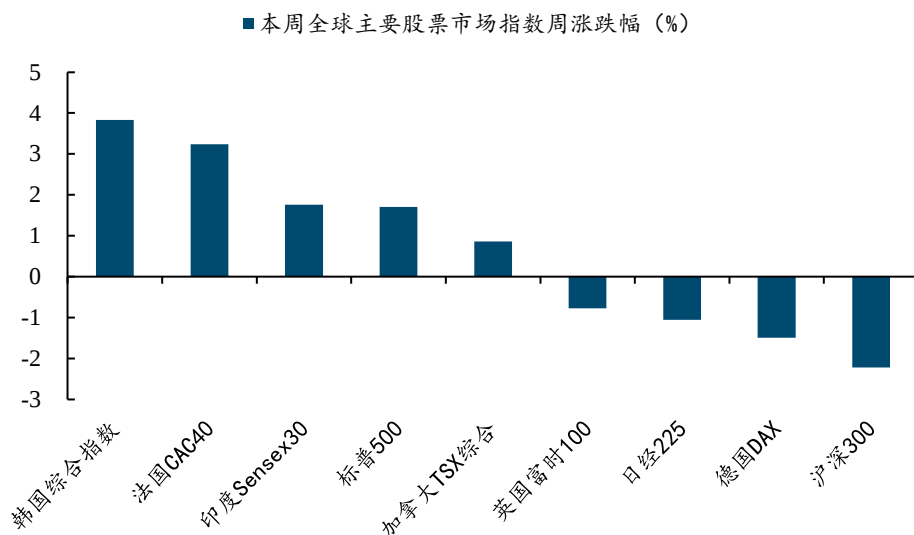


市场调整背后的真相

我们在上周的报告《无恐惧，不贪婪》中曾经指出：中国资产过去一段时期的上涨更多来自与海外科技联动的上涨，而这也形成了中国资产短期的脆弱点，A股存在指数层面调整的可能，但幅度可控。本周A股市场确实出现明显波动，沪深300指数下跌2.2%，从全球范围来看本周A股同样回撤较大，不过相比于4月初第一轮特朗普关税冲击时期的调整幅度则小了很多。

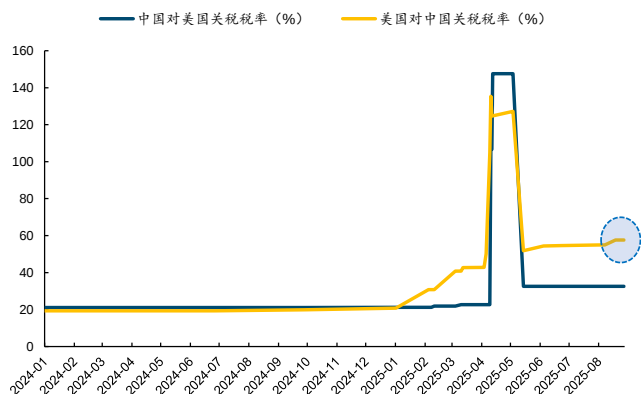
地缘政治风险加剧看似是触发本周市场调整的直接原因，但中美贸易环境边际恶化的信号却早已出现。在10月10日特朗普在社交媒体宣称要对中国加征100%关税前，美国商务部已经在9月底发布出口管制穿透性规则，将多家中国企业列入实体清单；中国方面也做成相应的反制措施，对稀土资源出口加强管制的同时，将部分美国企业列入不可靠实体清单。除此之外，虽然美国方面在5月14日起根据《中美日内瓦经贸会谈联合声明》相关内容将新增的对等关税税率调降至10%，但此后美国又通过232调查等手段提高对钢、铝、铜等商品进口税率，变相提高了对中国进口商品的整体税率。根据PIIE公布的测算数据来看，6月至今美国对中国整体关税税率由51.8%上升至57.6%。而且从资产价格的表现来看，如果说地缘政治风险是触发市场调整的核心原因，那么就会出现一个矛盾：自主可控相关领域理论上相对受益于地缘政治风险的加剧，但本周万得自主可控指数的下跌幅度达4.8%，明显超过了以沪深300为代表的宽基指数跌幅。

图表1：本周国内市场有所波动，A股市场在全球股票市场中跌幅居前



来源：wind，国金证券研究所

图表2：近期美国对中国整体关税税率已开始抬升



来源：PIIE，国金证券研究所

图表3：在特朗普威胁加征100%关税前，中美贸易关系回归冲突的苗头已经出现

日期	行动方	事件
2025-06-04	美国	对钢、铝制品进口征税50%，导致美国对中国关税税率整体上升近2.5%
2025-08-18	美国	对钢、铝制品衍生品征税50%，进一步提高对华整体关税税率2.5%
2025-09-29	美国	美国商务部修订《出口管理条例》，将多家中国企业列入实体清单
2025-10-09	中国	商务部决定将反无人机技术公司、TechInsights公司列入不可靠实体清单
2025-10-09	中国	商务部发布对稀土产品出口管制的通知
2025-10-10	美国	特朗普威胁对中国加征100%关税，并对关键软件实施出口管制

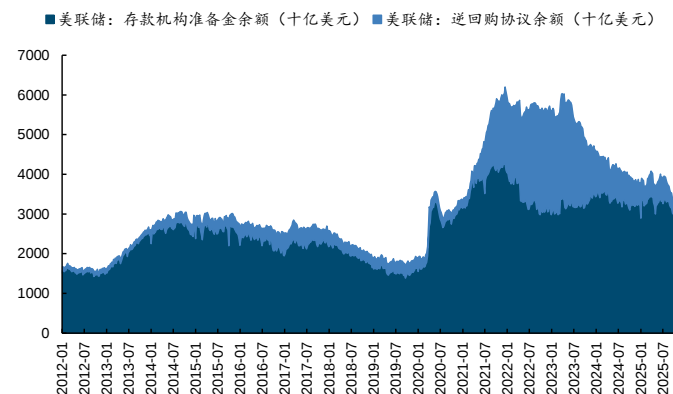
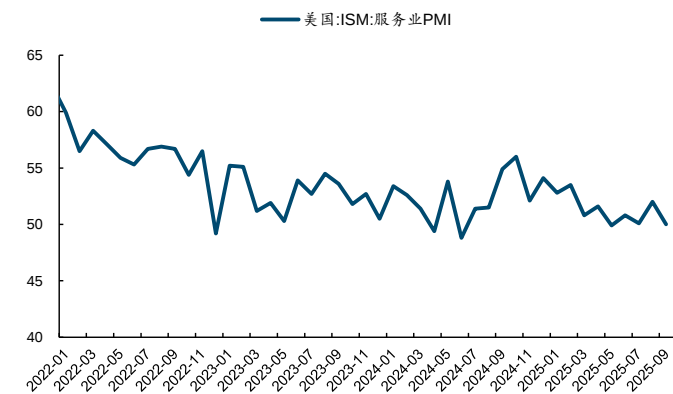
来源：商务部，PIIE，国金证券研究所



实际上，在地缘政治风险之外，本周市场的调整有着更深层次的原因。从基本面来看，一方面，当前美国服务业逐步走弱，2025 年以来美国服务业 PMI 读数趋势走低，目前已回落到 50 的荣枯线上。另一方面，美国的金融环境可能也在面临着更大的不确定性：本周齐昂银行和西部联合银行均在财报中披露贷款欺诈事件使得公司计提大量减值损失；与此同时随着美联储缩表的推进，曾经作为美国金融体系流动性缓冲垫的联储逆回购工具余额已基本耗尽，且商业银行的保证金额也略有下降，这也增加了美国金融系统面对冲击时的潜在风险。当前美国金融资产与 GDP 比值本就处于高位，服务业走弱且金融体系面临潜在冲击。这意味着此前 A 股上涨过程中与美股关联性较强的行业会面临更大的调整压力。这也体现在本周 A 股市场的特征之中：此前上涨过程中与美股相关性更高的 TMT 板块相关行业跌幅居前，具有防御性的红利和内需板块相关行业反而表现尚可。

图表4：2025 年以来美国服务业呈走弱趋势，且当下已经接近荣枯线

图表5：美联储隔夜逆回购工具余额已大幅下降，增加了美国金融系统出现不稳定性时的潜在风险

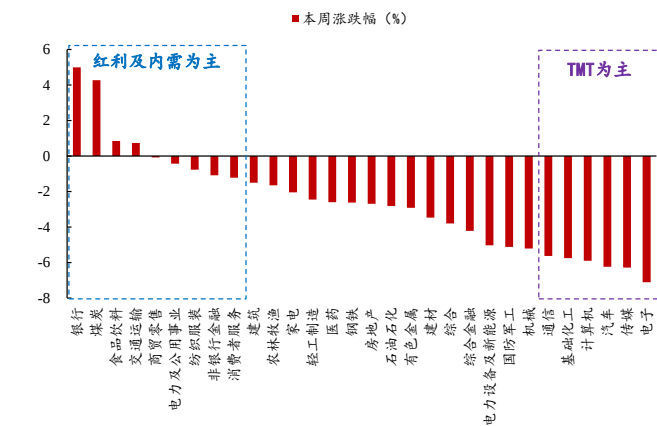
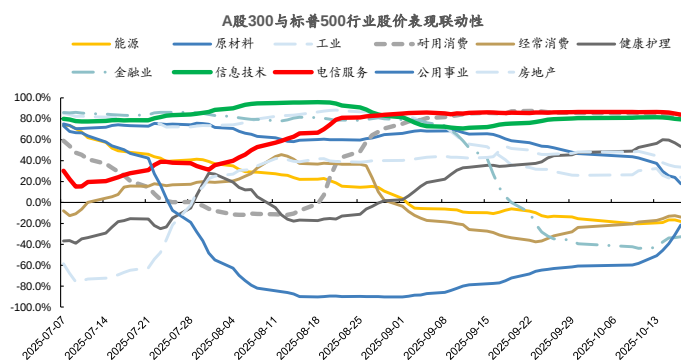


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表6：本轮 A 股上涨过程中，TMT 板块相关行业和美股对应板块的关联性很强

图表7：本周 A 股市场表现来看，红利与内需相关行业排名居前，自主可控相关行业跌幅较大



来源：wind，国金证券研究所

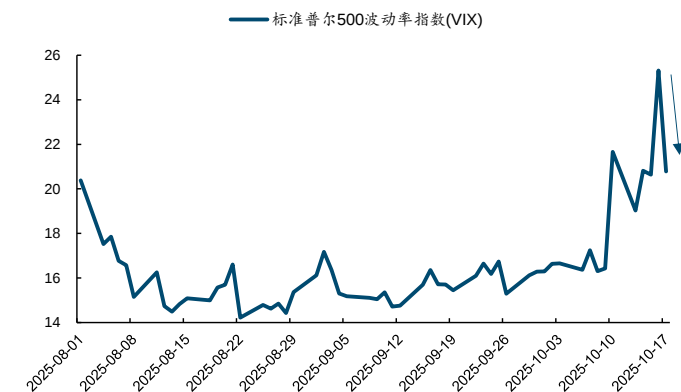
来源：wind，国金证券研究所

从最新的变化来看，海外市场在 10 月 17 日周五晚间有所反弹。原因在于中美贸易摩擦出现边际缓和的迹象，特朗普在社交媒体上表态称对华 100%的关税是不可持续的，且美国财长贝森特与中国副总理何立峰就贸易问题举行了视频通话；与此同时，随着更多美国银行业上市公司财报的公布，市场对美国区域性银行坏账问题的担忧也有所缓解。上述边际改善降低了市场出现进一步急剧下跌的可能性，标普 500 指数期权隐含波动率显著回落，但驱动市场调整的深层次原因仍然存在。

另外值得注意的是，如果中美地缘政治矛盾缓和的情况可以维持，这对海外制造业的修复是比较有利的。此外，随着此前美国在 AI 领域投资的快速增长，也需要以电力为代表的传统领域加大投入。伴随着近期美国在 AI 领域投资的增长，美国电价上涨明显，商业部门电力零售价格已突破历史新高。海外 AI 投资扩张带动传统行业修复的进程也会逐步开启。

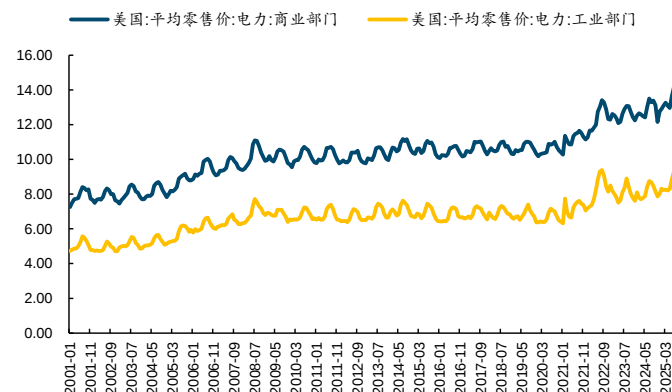


图表8：美股标普500波动率指数在本周五回落



来源：wind，国金证券研究所

图表9：近期美国电价涨幅明显，商业部门电力零售价格创下历史新高



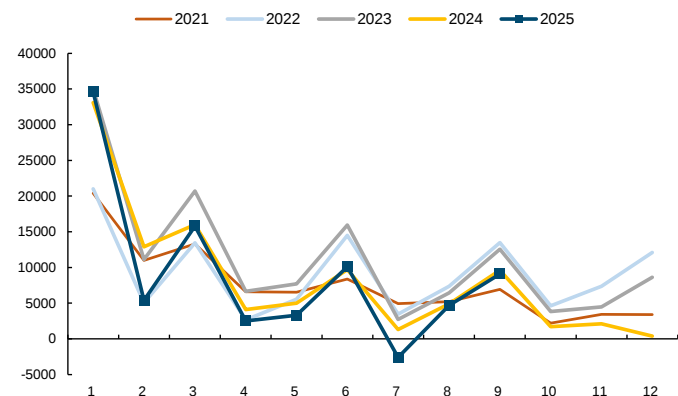
来源：Bloomberg，国金证券研究所

国内：韧性与新关注

拆分本周公布的社融数据来看，9月企业部门新增中长贷幅度基本符合季节性变化特征，同时居民部门新增中长贷则出现超季节性的增长，指向国内终端需求的修复力度可能会逐步增加，这将更有利于中游制造业及下游利润的修复。从货币供应量变化的情况来看，9月M1同比增速进一步提升至7.2%，M1与M2同比增速剪刀差进一步收敛，表明企业资金活化的进程在持续推进。

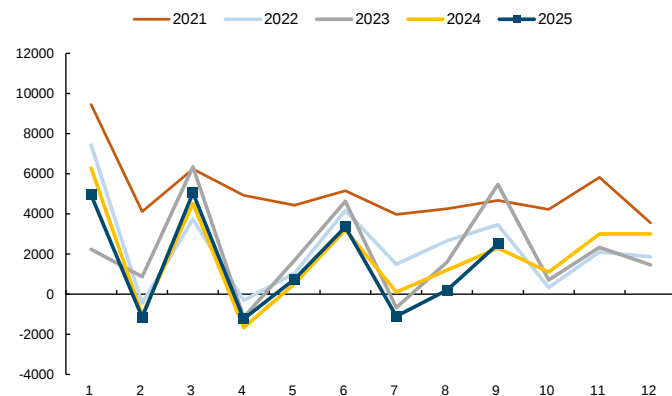
从物价变化的情况来看，9月国内PPI同比增速进一步回升；结构上看，上游采掘业及原材料制造相关行业的同比增速改善情况更为明显。随着企业部门在政策支持下持续推进反内卷，目前落地到价格企稳回升的信号正在被持续观测到，后续值得关注的是相关行业利润持续改善的情况。

图表10：9月企业新增中长贷增长幅度基本符合季节性特征（单位：亿元）



来源：wind，国金证券研究所

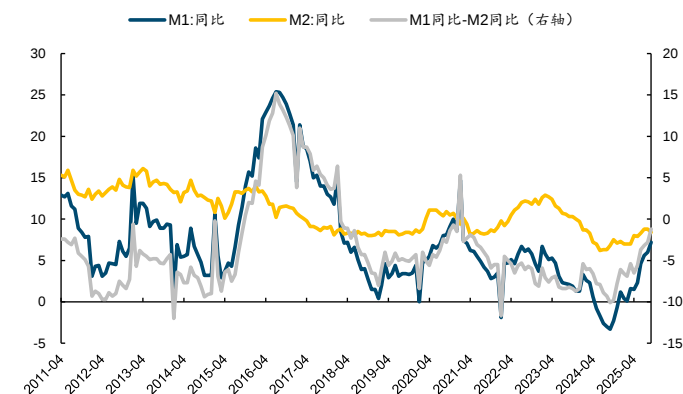
图表11：9月新增居民中长贷则出现超季节性增长（单位：亿元）



来源：wind，国金证券研究所

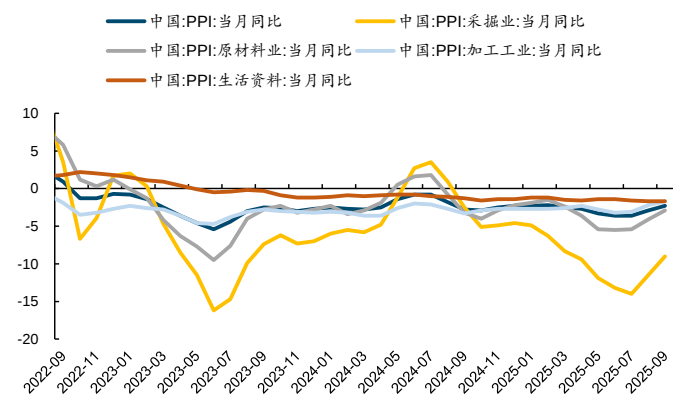


图表12: 9月国内M1与M2同比增速剪刀差进一步收敛, 即将回正



来源: wind, 国金证券研究所

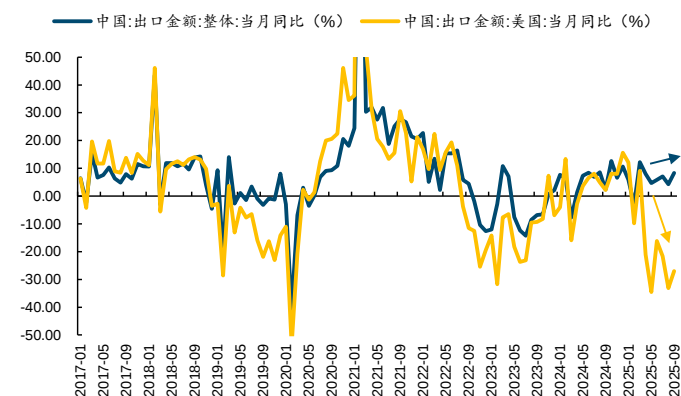
图表13: 9月国内PPI同比增速持续回升, 结构上看上去游改善幅度更为明显



来源: wind, 国金证券研究所

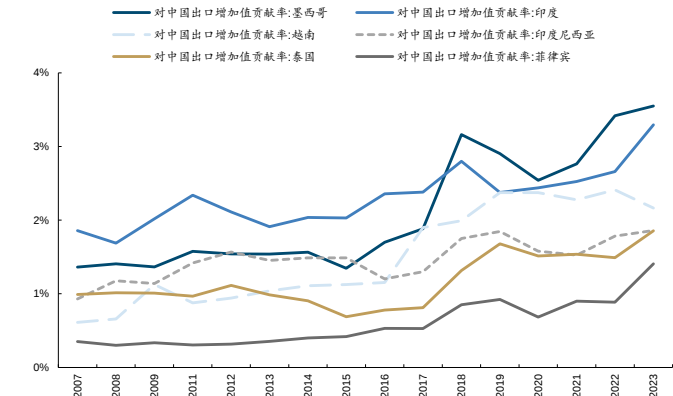
从外贸数据来看, 虽然9月中国对美国出口金额同比增速处于-27%的历史低位, 但是我国整体对外出口金额反而在9月企稳回升, 由4.3%上行至8.3%, 表明我国出口对美国的依赖度正在降低, 也意味着美国以外的地区制造业活动与实物消费正在增加。同时, 趋势上, 中国与新兴国家的贸易关系也在变得更为密切, 自2018年特朗普第一任期内推动中美贸易战以来, 新兴经济体自身需求对中国增加值的贡献率有明显提升。随着美联储开启降息周期, 新兴市场制造业活动的修复为我国带来的需求或是未来经济亮点所在。此外, 从过往经验来看, 当有更多的出口收入通过结汇的方式转化为以人民币计价的资产时, 国内物价下行的压力多会出现缓解; 因此, 如果海外市场确实因为金融系统潜在不稳定性等原因出现大幅调整的话, 那么相应也会促进未结汇资金更多回流国内, 对国内经济基本面的改善形成一定支撑。

图表14: 在对美出口同比增速-27%的情况下, 9月中国整体对外出口同比增速实现企稳回升



来源: wind, 国金证券研究所

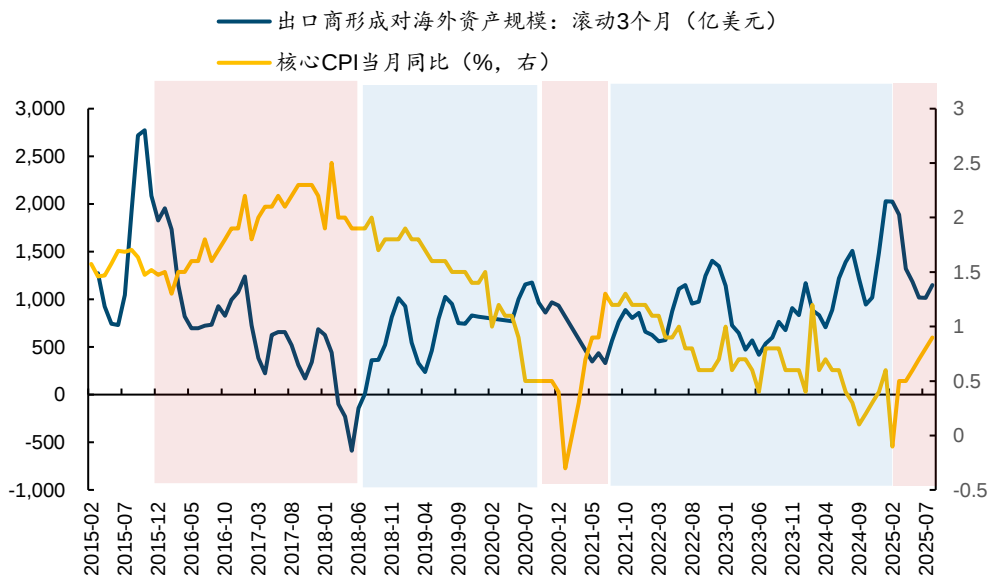
图表15: 2018年以来, 新兴经济体自身需求对中国增加值的贡献率提升明显



来源: ADB, 国金证券研究所



图表16：从过往经验看，当出口收入更多形成人民币计价资产时，国内物价下行压力往往减弱



来源：wind，国金证券研究所

对黄金的思考

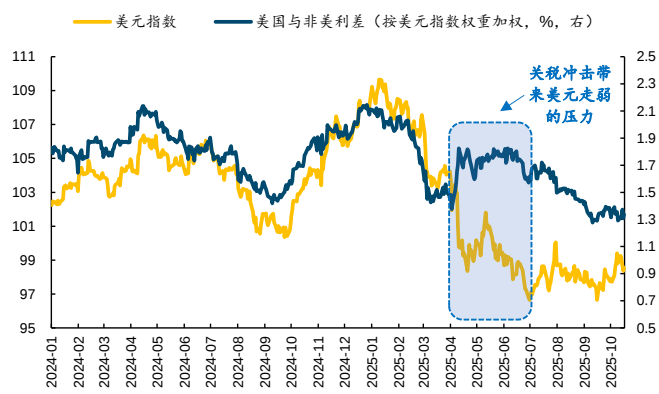
黄金价格自8月下旬以来开始快速上行，在9月初突破5月份3500美元/盎司的前期高点后继续走强，目前已达到4250美元/盎司的水平。从中长期视角来看，确实有一系列基本面因素支撑黄金走强。其一，市场对未来美联储的降息幅度有着较强的预期，从美国联邦基金期货隐含的降息概率来看，当前投资者预期美联储将会连续降息3次，且至2026年底累计降息幅度达到125BP。其二，特朗普新一轮的关税威胁在加剧地缘政治冲突风险的同时，也增加了美元走弱的压力：在今年4月以前，美国与非美国国家利差可以很好的解释美元指数的变化；但是在特朗普宣布对等关税措施后，同样的美国与非美国国家利差水平下，美元指数则明显更低，表明关税对弱美元的影响。其三，美国政府财政赤字规模恐难以削减。虽然共和党方面试图通过削减医保支出来降低政府赤字，但民主党和共和党难以就这一问题达成一致解决方案，这也是美国新一财年拨款法案迟迟无法通过以至于政府停摆的核心原因。

图表17：市场预期至明年年底前美联储还会再降息125BP

图表18：地缘政治紧张局势下，美国政府的关税威胁加大了美元走弱的压力

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400
2025/10/29					0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	99.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	6.0%	94.0%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	50.8%	46.1%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	30.3%	48.1%	19.8%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	9.7%	35.3%	40.2%	14.3%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.3%	6.2%	25.6%	38.3%	24.1%	5.4%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	1.2%	9.1%	27.5%	36.2%	21.3%	4.6%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.6%	5.2%	18.3%	31.9%	28.7%	12.9%	2.3%	0.0%
2026/10/28	0.1%	1.0%	6.3%	19.5%	31.6%	27.3%	12.0%	2.1%	0.0%
2026/12/9	0.3%	2.1%	8.9%	21.9%	30.8%	24.3%	10.1%	1.7%	0.0%

来源：CME，国金证券研究所



来源：wind，国金证券研究所

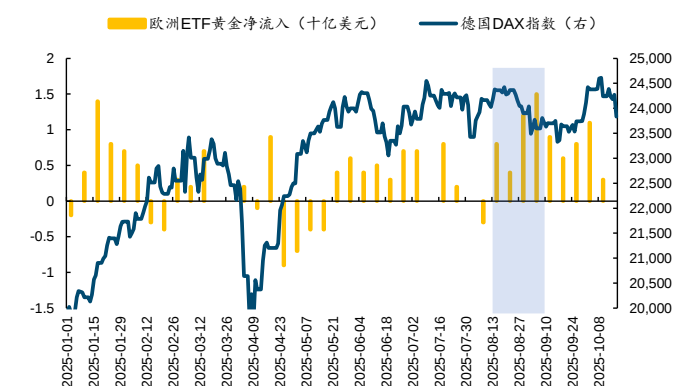
此外，在8月下旬以来黄金快速上涨的过程中存在着一个有趣的现象，黄金ETF资金净流入量的上升似乎对应着权益市场开始出现波动。欧洲市场方面，黄金ETF净流入出现显著提升的时间节点在8月中旬，对应德国DAX指数开始出现回调的时期；美国市场方面，黄金ETF净流入持续放量在9月中旬，对应标普500指数上涨动能有所放缓的时间区间；亚洲市场ETF净流入快速扩张的时期是10月初，对应MSCI中国指数阶段性见顶。这背后的原因可能在于黄金在资产配置中的重要性正在被投资者所认知：在地缘政治风险加剧、海外国家债务压力上升的环境中，黄金的配置需求



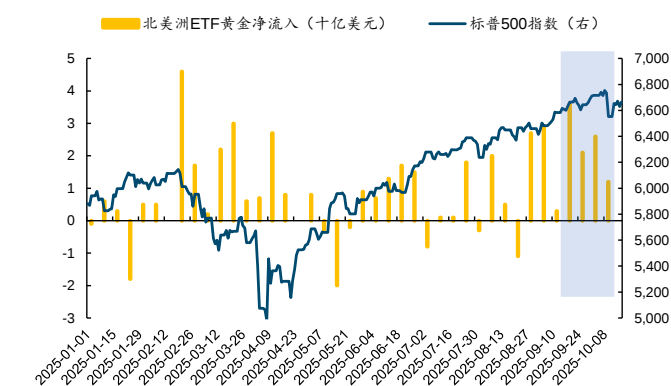
需要系统性的上升；在权益市场出现调整的时刻，这一切换过程便开始推进。

图表19：8月以来黄金快速上涨过程中，欧洲黄金ETF流入增加同步于欧股出现调整时期

图表20：北美黄金ETF流入量的上升对应标普500上行动能放缓阶段

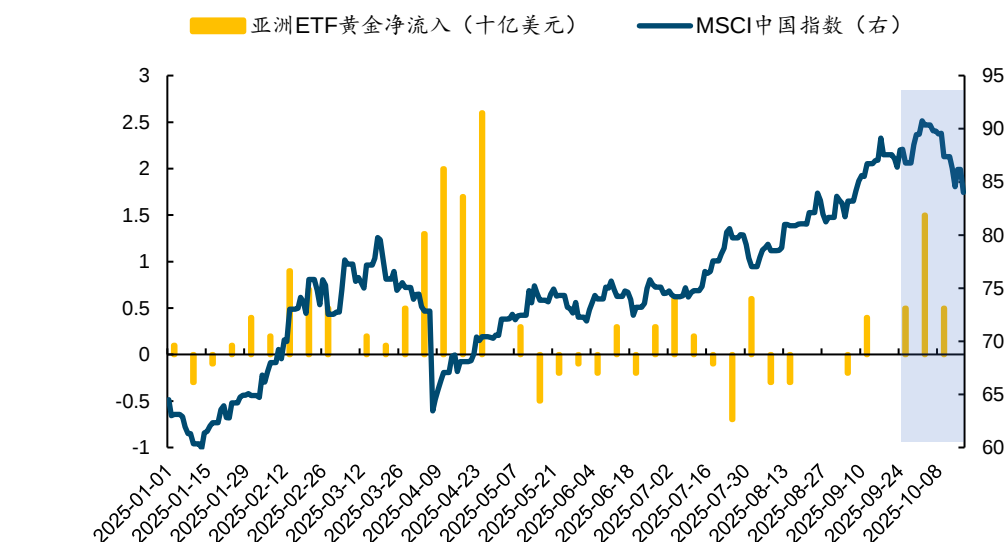


来源：世界黄金协会，wind，国金证券研究所



来源：世界黄金协会，wind，国金证券研究所

图表21：亚洲黄金ETF资金流入量的增加同步于中国资产开始调整的时期



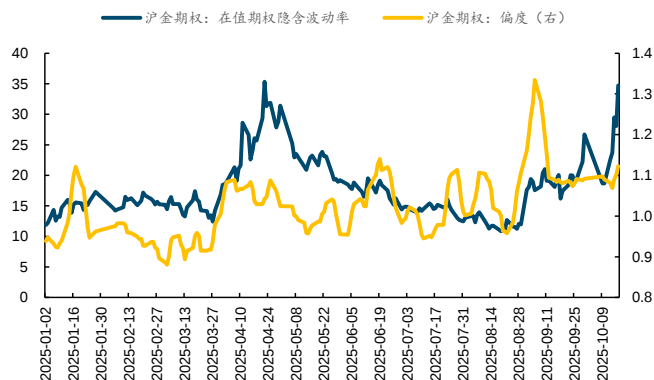
来源：世界黄金协会，wind，国金证券研究所

短期来看黄金可能确实面临着一些风险。当前市场参与者的交易情绪非常亢奋：沪金期权市场未来1个月期权合约隐含波动率自10月以来显著上升，目前已接近4月底的水平；而从偏度来看，投资者更倾向于给虚值看涨期权给予更高的波动率溢价。上述特征表明短期内黄金可能存在情绪过热以及交易过于拥挤的隐忧。此外，在当前海外金融资产处于高位、金融体系存在不稳定性的情况下，重大风险事件出现可能会演变为流动性风险的冲击，因此在重大风险事件出现时黄金在短期内不一定能完全避险。从近年来重大风险事件（2020新冠冲击、2023硅谷银行破产、2024套息交易逆转、2025特朗普对等关税冲击）出现时资产价格的表现来看，黄金只在硅谷银行破产时实现了正收益。

但是从中期看，在40/60组合兴起后的80年代开始，底层伴随了美元信用的不断重新强化，美元计价的资产成为主力，而黄金与整个股债组合的可投资总市值比出现了明显下降。这一再平衡过程仍然是黄金中期视角的基础。



图表22：当前沪金隐含波动率已达今年5月时的水平



图表23：在出现重大风险事件冲击时，黄金在短期内并不一定能完全避险

重大冲击事件	新冠冲击	硅谷银行破产	套息交易逆转	特朗普关税冲击
起始日期	2020-03-01	2023-03-08	2024-08-01	2025-04-03
截止日期	2020-03-31	2023-03-10	2024-08-07	2025-04-07
标普500指数涨跌幅(%)	-12.51	-3.13	-5.85	-10.73
美元指数涨跌幅(%)	0.85	-0.93	-0.84	-0.15
黄金现货涨跌幅(%)	-0.58	2.97	-2.63	-4.86

来源：wind，国金证券研究所。注：偏度的衡量方式为，110%价值期权的隐含波动率除以90%价值位置的隐含波动率

来源：wind，国金证券研究所

图表24：当前美国黄金市值与美股美债市值之比低于60-70年代中枢的水平



来源：美联储，国金证券研究所



调整之后，把握真正的主线

本周市场回调有着更深层次的原因，当前美国金融资产规模偏高、服务业走弱以及金融系统的潜在不稳定，而4月以来中国市场与美国共振上涨，当下也面临拐头压力。而从中长期视角来看，在美联储开启降息周期后，全球制造业的修复和实物消耗的上行仍是最重要的主线。特别是在中国对美国的贸易依赖度降低、对新兴市场出口占比提升的背景下，中国经济将更受益于新兴经济体制造业的修复。因此，我们给出的配置推荐如下：

第一，可以从反内卷和内需见底回升的视角出发寻找机会，近期行业景气度有所回升的内需行业值得关注：**食品饮料、航空机场、煤炭**。

第二，中期来看，在新兴市场制造业活动修复与投资加速的过程中，实物资产仍将占优，建议关注**上游资源（铜、铝、油、金）、资本品的出口（工程机械、电力设备）**；关注国内通胀逐步修复的中游原材料（基础化工、钢铁）。

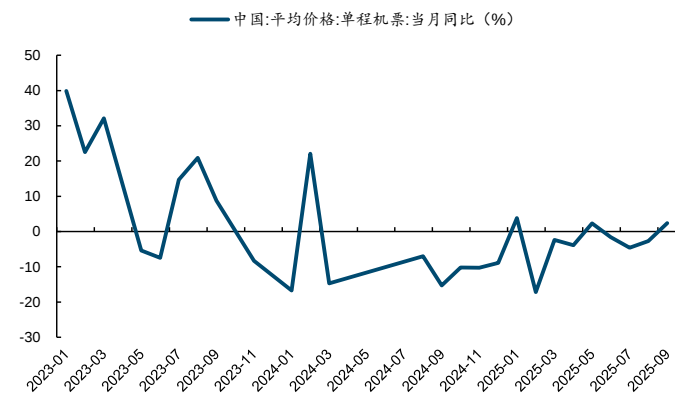
第三，企业端资金活化的进程仍在持续，**非银金融**将受益于全社会资本回报的见底回升。

图表25：近期茅台批发价格出现边际企稳（单位：元）

图表26：国内机票价格同比增速逐步回升（单位：元）



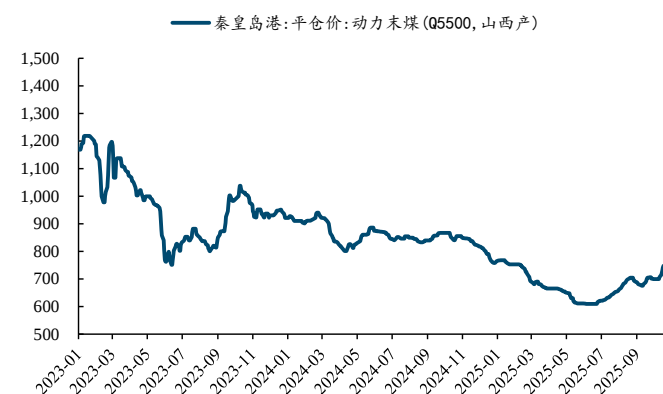
来源：wind，国金证券研究所



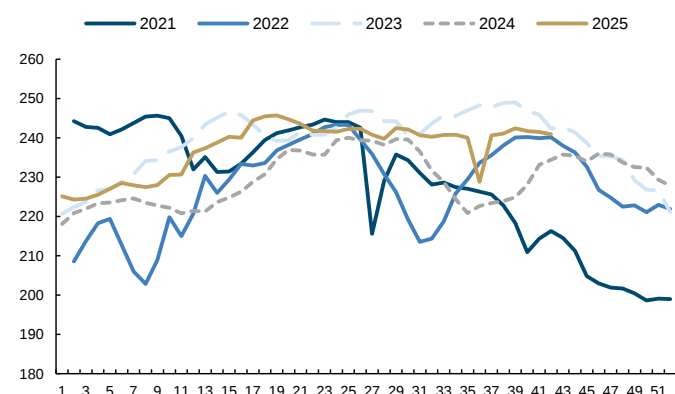
来源：wind，国金证券研究所

图表27：近期煤炭价格已触底回升（单位：元/吨）

图表28：当前铁水产量基本处于过去5年同期最高水平（单位：吨）



来源：wind，国金证券研究所



来源：wind，国金证券研究所

风险提示

国内经济修复不及预期：如果后续国内经济数据超预期走弱，那么可能会对长期盈利趋势的改善造成影响。

海外经济大幅下行：如果海外经济超预期下行，那么全球制造业共振修复可能会暂停，实物资产需求也会放缓。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究