



宏观专题研究报告

宏观专题研究报告
 证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

美股的第三轮 AI 叙事挑战

4 月对等关税落地后，美股依托经济衰退担忧缓解、美联储宽松信号释放、AI 资本开支浪潮及财政扩张重启等多重利好，呈现风险偏好升温、市场欣欣向荣的态势。但近期，美股第三轮 AI 叙事遭遇挑战：OpenAI、英伟达等企业“抱团”引发过度炒作，叙事链条持续拉长且核心从企业转向债务，市场敏感度显著提升——美联储主席鲍威尔“美股太贵”的言论曾致美股连跌三日，“关税 2.0”冲击更引发全球风险资产恐慌。需明确的是，当前市场变局的关键并非贸易摩擦，而是 AI 叙事隐忧与系统脆弱性。

从基本面看，美股仍具备较强支撑。一方面，经济与就业韧性凸显。经济数据担忧消退推升散户 FOMO 情绪，就业市场缓慢走弱但未失速；美股“非基本面溢价”仅 4%，标普 500 信息科技、通讯服务板块及“七巨头”上涨基本由盈利驱动，MSCI 美国指数年内 14% 涨幅中盈利贡献占比达 10%。另一方面，政策与资金面形成助力。投资者对财政由紧缩转为扩张持短期乐观态度，认为其将拉动私人部门需求；降息预期下，30 年期抵押贷款利率降至近 11 个月新低，地产板块显现反弹迹象；高收入人群财富效应支撑零售企业盈利，海外资金也从 1-4 月的“撤离”转向 7-9 月的“重返”。尽管传统估值指标处历史高位，但分子端高生产力预期与企业充裕现金流仍对美股形成支撑，且美股长期交易拥挤度较低，短期回调或继续吸引资金入场。

当前核心风险聚焦于第三轮 AI 泡沫的孕育。此前 AI 叙事已历经两轮调整（2024 年 7 月 scaling law “撞墙”、2025 年 1 月“Deepseek 时刻”），如今的第三轮风险为“AI+债务”的新模式。科技巨头资本开支从依赖经营现金流，转向股权、债券、信息披露度较低的私募信贷等外部融资，债务风险或向多市场传导，冲击范围远超单纯的股市泡沫。同时，巨头们相互投资正模糊行业角色边界，加剧市场非理性；AI 叙事的兑现久期拉长至 2030 年，并涉及算力、电力、储能等长链条，回报前景模糊。尽管三季度科技板块 EPS 预计增 20.9%，远高于标普 500 的 8.0%，但财政货币边际宽松的环境下难以区分 AI 的真实赋能效果，政府对 AI 的战略支持甚至可能进一步放大杠杆与估值的问题。

我们认为，美股高位浮盈丰厚但 AI 债务与系统风险上升，需保持谨慎。当前“左手 AI、右手黄金”的哑铃策略成为对冲滞胀环境下不确定性的主流选择，既要正视美股的惯性与刚性，更需警惕核心驱动因素变化引发的连锁反应。

风险提示

1) 公开数据存在滞后性；2) 地缘局势或特朗普对内对外政策出现超预期变化；3) 科技巨头 AI 商业化进程加速。



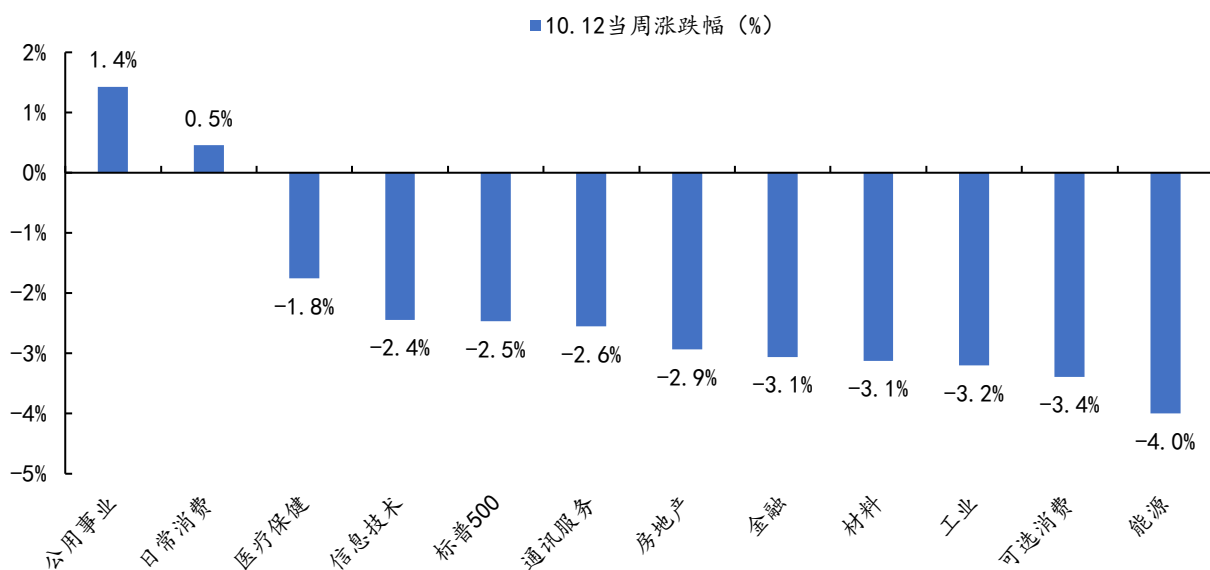
4月对等关税之后，愈发乐观的图景在美股逐步展现——经济衰退的担忧逐步缓解，联储鸽声嘹亮打开货币宽松的大门，AI资本开支浪潮与财政重启扩张撬动新一轮投资，高收入人群消费与美国企业利润率仍相对稳定。市场一派欣欣向荣，风险一度无人问津。

近期，AI叙事时隔半年重新面临挑战，最新的担忧是OpenAI、英伟达、甲骨文互相“抱团”，故事越讲越远，链条越拉越长，且主角正从企业变成债务。

在对叙事的担忧下，高位的美股对任何负面新闻的反应都可能放大。9月23日，美联储主席鲍威尔在演讲中称“美股估值过高”¹，一度让后者连续下跌三个交易日；10月10日晚间，特朗普威胁加征100%关税²，引发美股恐慌性下跌，其中标普跌近3%、芯片指数跌超6%，中概跌6%，风险资产比特币跌10%、以太坊跌20%，黄金避险属性再次凸显。

“关税2.0”的担忧很快消散，决定市场的关键也并非贸易问题，而是对AI叙事的隐忧和系统的脆弱性，是否会成为现实的冲击。

图表 1：10月12日当周美股标普500指数各版块涨跌幅（%）



来源：Wind，国金证券研究所

一、美股基本面仍然不弱

对等关税后，美股在“水牛”基础上迎来经济数据担忧的日益缓解。二季度以来，美元流动性改善预期、FOMO情绪以及缺少跨区域大类资产配置能力等因素，使散户群体对经济下行的风险选择性视而不见。而随着关税大棒与财政紧缩的不确定性在二、三季度有所缓解，经济基本面担忧退去使FOMO情绪更加高涨。

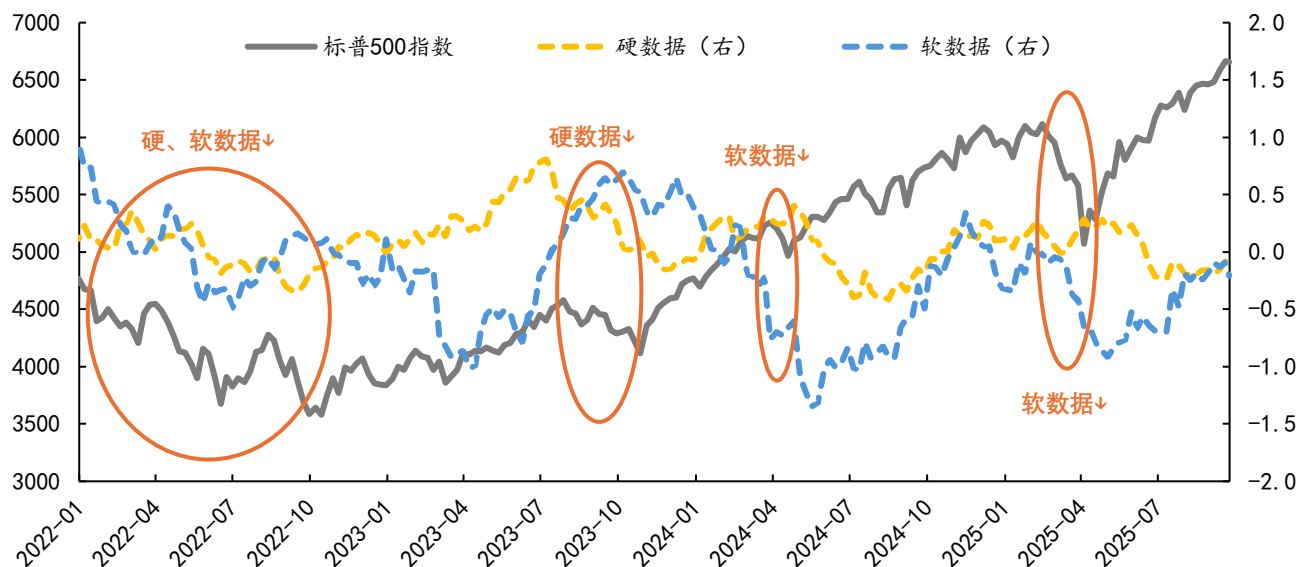
近两年，美股回调往往在实体数据或商业信心走弱背景下产生，而当前美国经济硬数据和软数据均开始步入“平淡”状态，使美股阶段性忽略了基本面。

¹ <https://www.cnbc.com/2025/09/25/federal-reserve-chair-jerome-powell-warns-stocks-are-fairly-highly-valued.html>

² <https://edition.cnn.com/2025/10/10/politics/rare-earths-china-trump-threats>



图表 2：标普 500 指数与美国经济硬数据、软数据

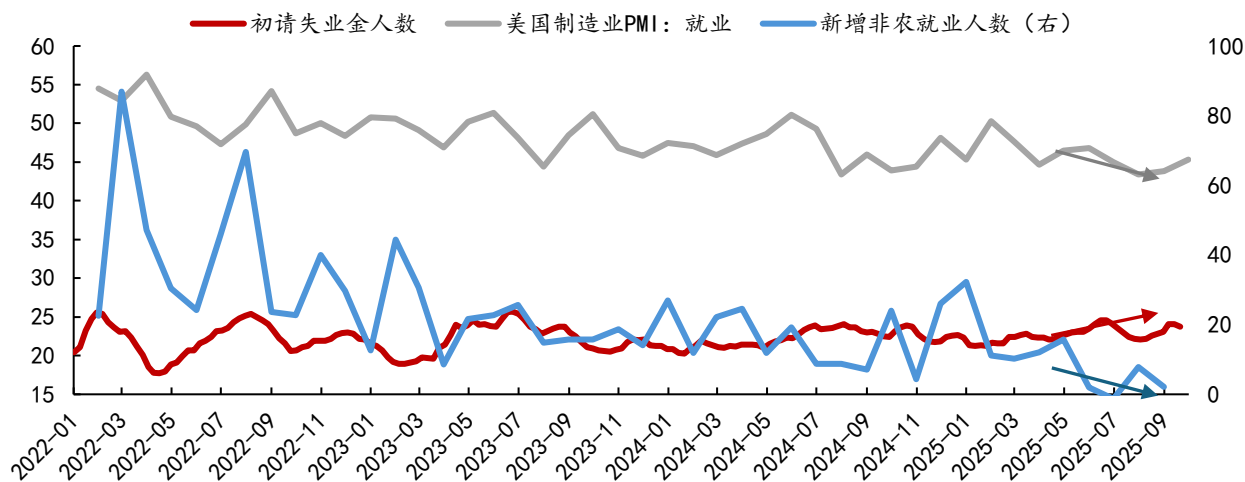


来源：Bloomberg，国金证券研究所

注：硬数据(彭博代码：.SURHARDGIndex)为美国房地产、工业、劳动力市场、家庭部门、零售销售等五个部门经济意外指数的算术平均值，软数据(彭博代码：ECSUSUUSIndex)为美国商业周期调查意外指数。

截至目前，就业走弱但未失速，一些数据甚至被理解为“好消息”。美国就业市场缓慢走弱的态势延续（新增非农人数、美国制造业 PMI 就业分项趋势性下降），但并未失速。9 月 20 日当周美国初请失业金人数超预期降至 21.8 万（预期 23.5 万，前值 23.2 万），创今年 5 月以来新低，甚至给予了市场对基本面乐观的理由。

图表 3：初请失业金数据、新增非农数据、制造业就业分项同步显示美国缓慢走弱的就业市场

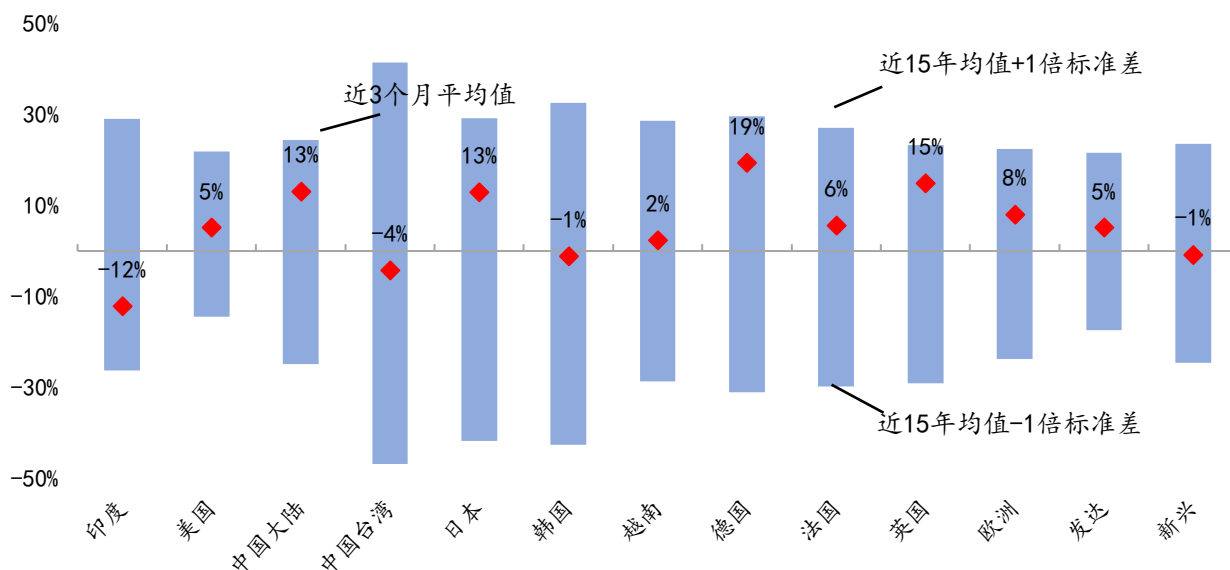


来源：Wind，国金证券研究所

其次，美股“非基本面溢价”仍不高，“七巨头”整体今年的股价增长甚至完全由盈利贡献。我们以股价回报与净利润（EPS）增速的轧差作为衡量各股票市场“非基本面溢价”的指标，并以近三个月均值计算，美股当前的非基本面溢价仅为 4%。与众多非美股市相比，不难发现美股属于基本面支撑最强的一批，与中国大陆股市、德股、英股等市场存在不同。今年迄今 MSCI 美国指数 14% 的涨幅中，估值贡献了 4%，盈利贡献 10%。

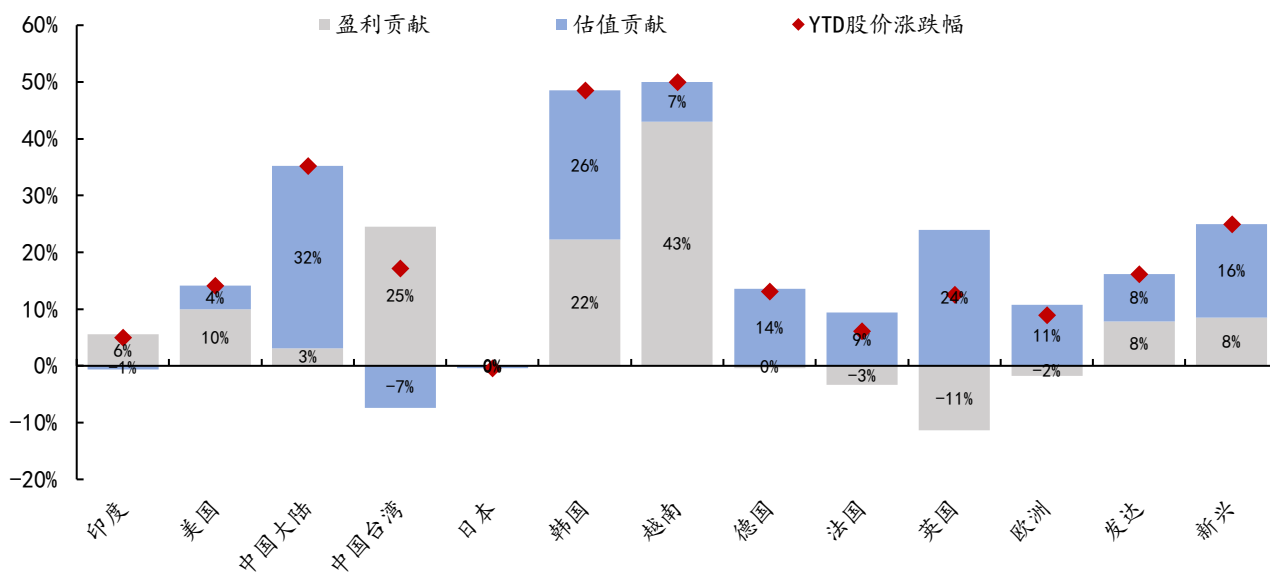


图表 4：各市场“股价回报率-EPS 增速”均具备明显的均值回归属性



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 5：今年前九个月，美股累计上涨 14%，其中盈利贡献 10%涨幅，估值仅贡献 4%



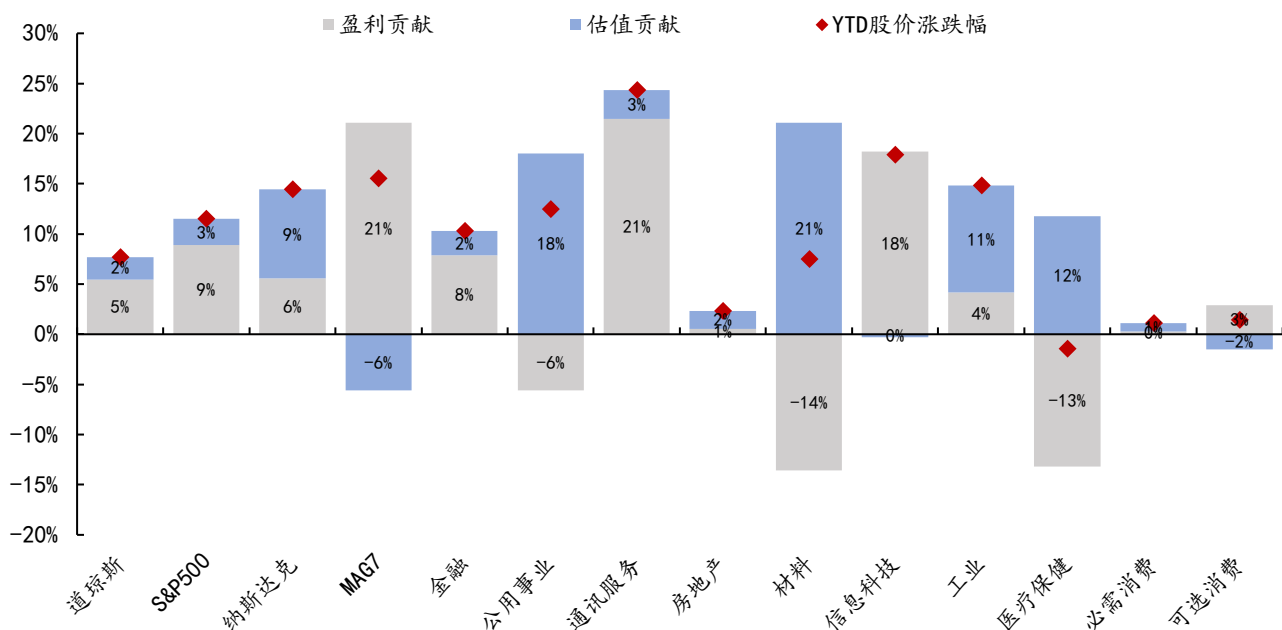
来源：Bloomberg，国金证券研究所

注：盈利贡献度= $\Delta \text{EPS} / (\Delta \text{EPS} + \Delta \text{PE}) * \Delta \text{股价}$ ；估值贡献度同理。

进一步观察美股各行业板块，今年以来标普 500 信息科技和通讯服务两个板块的上涨几乎完全由盈利所贡献，而七巨头的估值甚至是负贡献，这意味着美股最核心的主线仍拥有坚实的基本面。其他板块的上涨或多或少包含估值贡献，其中医疗保健、材料、公用事业等估值贡献显著大于盈利贡献。



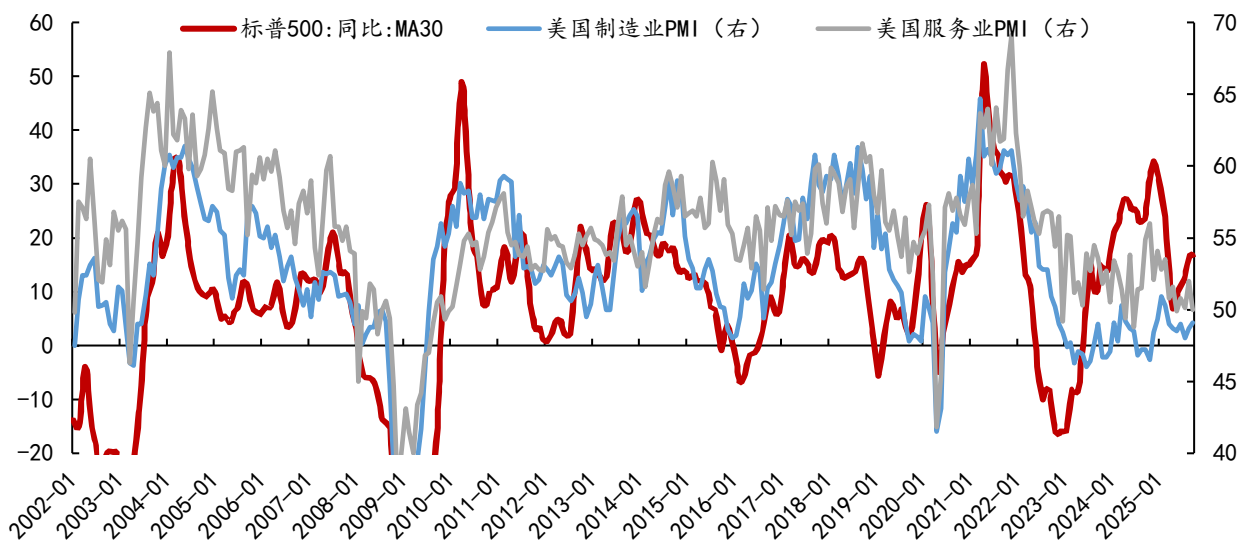
图表 6：今年前九个月，美股“七巨头”股价上涨完全由盈利贡献



来源：Bloomberg，国金证券研究所

投资者对财政扩张的理解颇为乐观。10 月美国联邦新财年拉开序幕，OBBBA 法案将使美国在未来 10 年内增赤 4.1 万亿美元，使本就高企的联邦赤字率再提升 1.1 个百分点³。大规模赤字支出将抬高美元资产的长期风险溢价中枢，这一逻辑成为美元指数震荡走弱的理由，而美股的理解则更偏短期和乐观，即政府支出扩张重新有助于带动私人部门消费与投资上行，增强经济修复的斜率。

图表 7：标普 500 指数同比回报率 (MA30) 与美国制造业 PMI、服务业 PMI 存在较强同步性



来源：Wind，国金证券研究所

“关税 2.0”冲击前，预防式降息尚未证伪，利率敏感性板块开始受益。8 月杰克逊霍尔会议标志着美联储重启降息周期序幕的开始，其政策重心从抗击通胀转向关注就业市场，为市场在经济数据不差的基础上提供了额外的宽松预期（详见《鲍威尔的杰克逊霍尔“大撤退”》，2025.08.24）。年底前 75bp 降息预期的催化下⁴，美国 30 年期抵押贷款固定利率回落至近 11 个月新低 6.23%，抵押再融资需求和新房销售量创下近期新高，对货币政策高度敏感的地产行

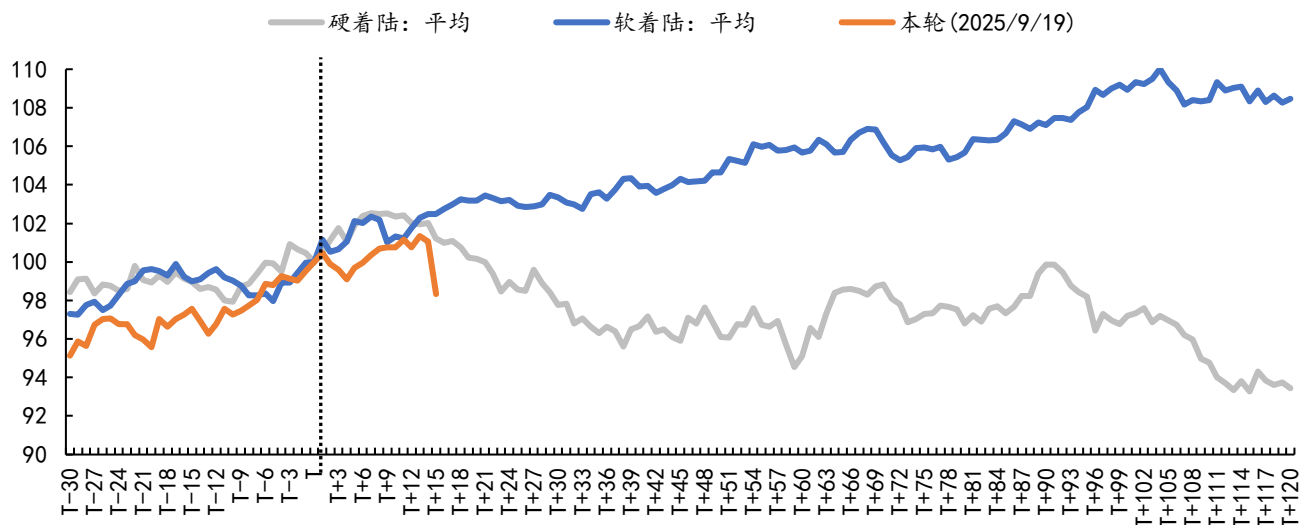
³ <https://www.crfb.org/blogs/30-year-cost-obbbba>

⁴ <https://www.cmegroup.com/markets/interest-rates/cme-fedwatch-tool.html>



业似有从底部反弹的势头。

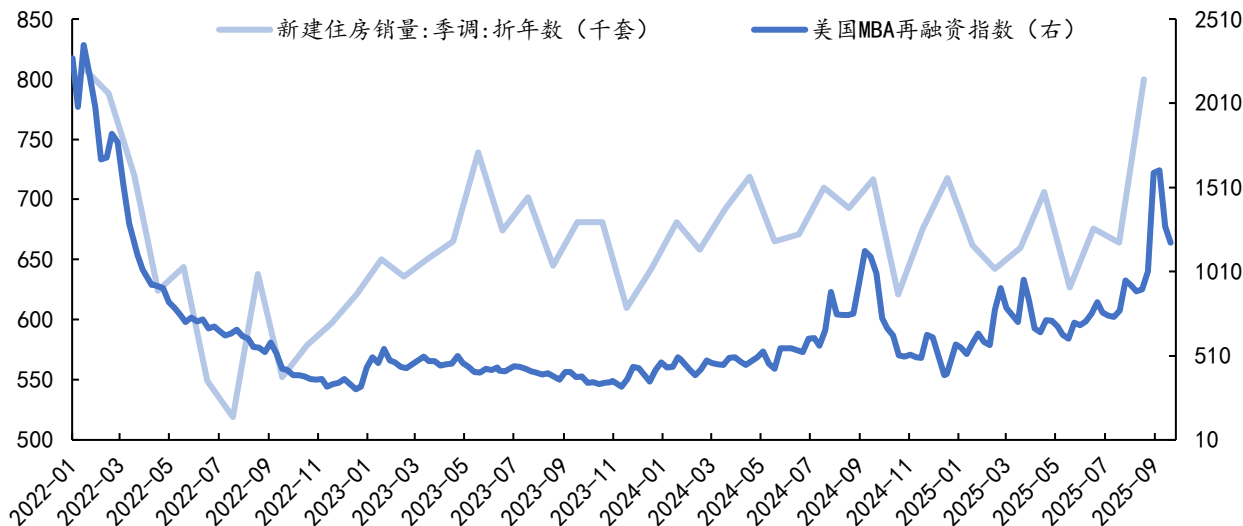
图表 8：近 9 次美联储开启降息周期前，标普 500 指数多为上涨



来源：Wind，国金证券研究所

注：降息当日=T，以降息当日标普 500 指数为 100 点作标准化处理。

图表 9：今年 8 月以来，美国新建住房销量、抵押再融资业务量激增



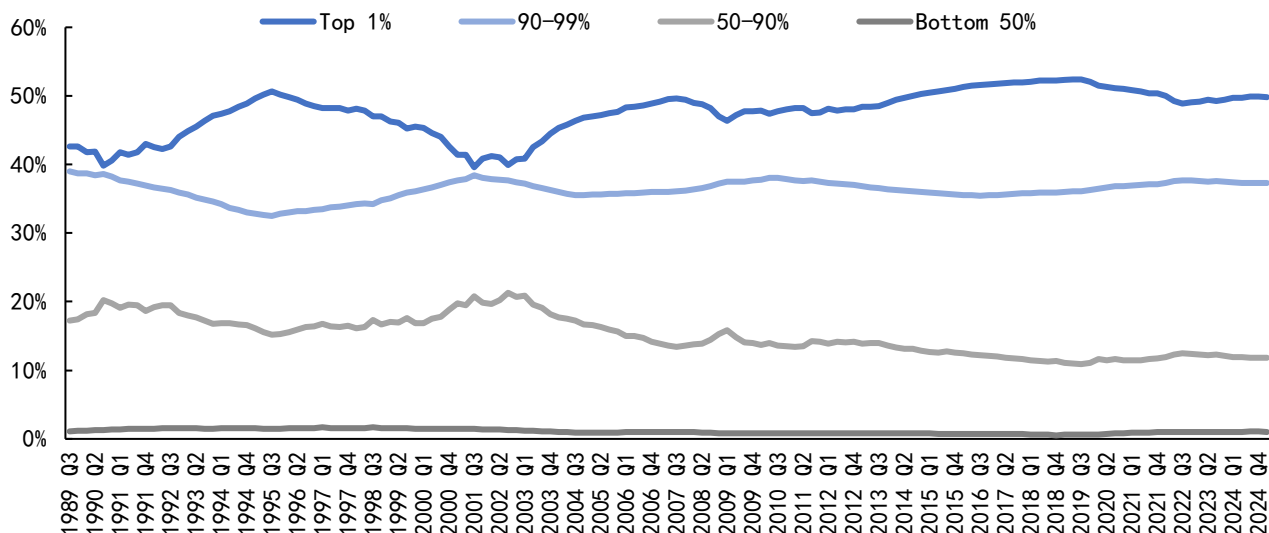
来源：Wind，国金证券研究所

美股上涨使财富效应从高收入人群中再次溢出，支撑消费和零售企业基本面。在美国，大多数家庭通过共同基金、指数基金或 401(k) 等退休账户间接持有股票，一小部分人直接持有股票。截至 2025Q2，美国最富有的 1% 人群持有 49.8% 的股票（25.6 万亿美元），前 10% 的富人持有 87% 的股票（57.9 万亿美元）⁵。4 月以来，宽松的金融环境使富有人群的投资组合价值日益增加，财富效应再次化作消费韧性，并体现在零售公司报表上。今年二季度，标普 500 零售企业盈利同比增长 12.9%，营收增长 6.6%，75% 的企业 EPS 与营收超过预期，均高于今年一季度。

⁵ <https://www.fool.com/research/how-many-americans-own-stock/>

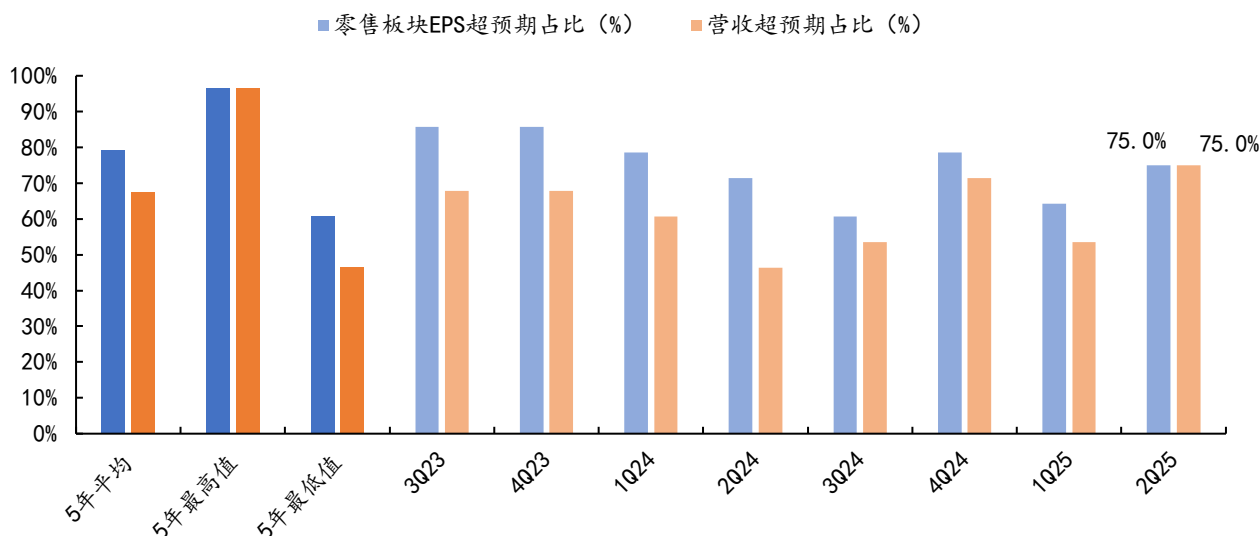


图表 10：按股票净资产占比划分的美国家庭部门财富分配情况



来源：Fed，国金证券研究所

图表 11：2023Q3-2025Q2 美股零售板块 EPS 与营收超预期的公司数量占比 (%)

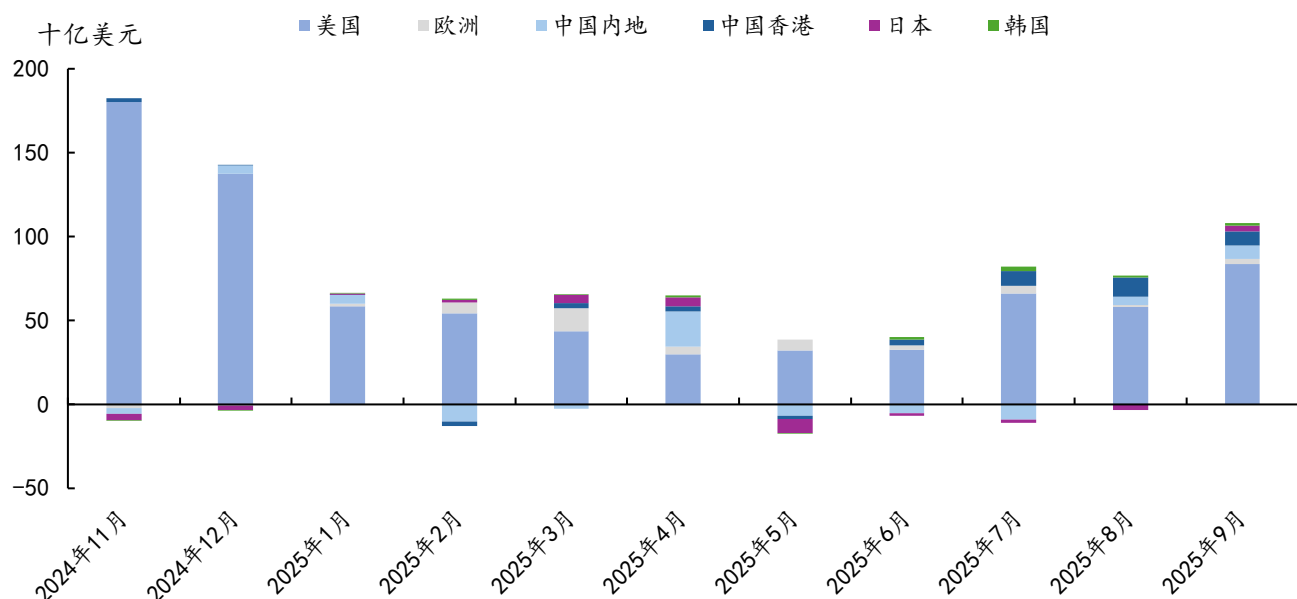


来源：Zacks，国金证券研究所

从资金面来看，海外资金也已从“卖出美股”转变成“重返美股”。今年 1-4 月，非美地区机构投资者一度离开美股、将目光投向欧亚，但三季度以来 AI 热潮燃起 FOMO 情绪，降息预期催化上涨顺风，给予了上述资金重返美国市场并减少欧亚市场敞口的理由。彭博数据显示，8-9 月美国股票类 ETF 累计净流量较 4-5 月总额增加了 229%，而同期欧洲地区与股票类 ETF 净流入量仅为 4-5 月的 38%。



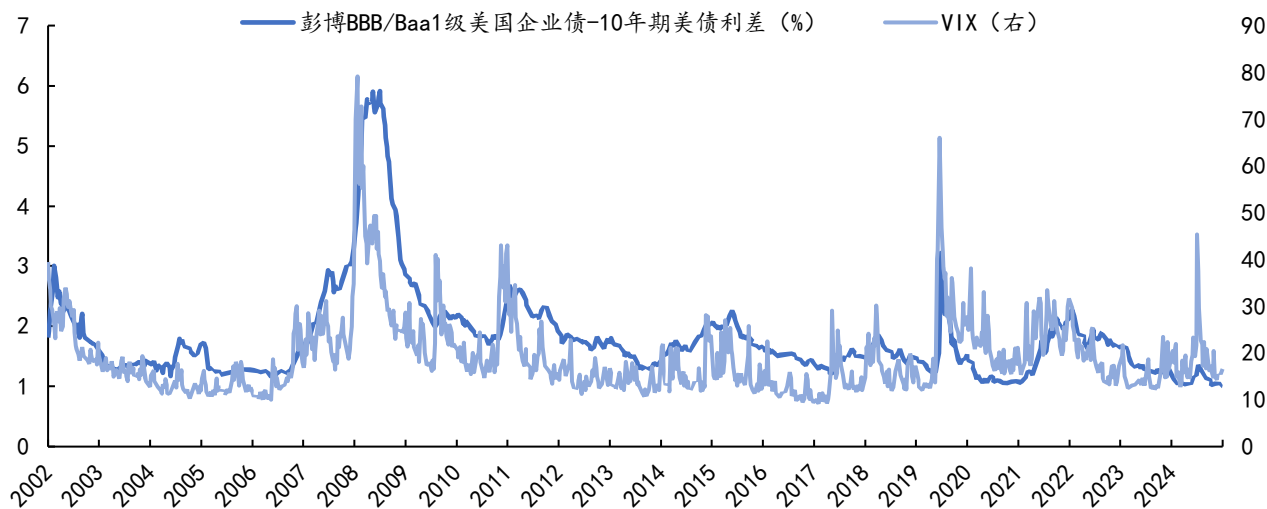
图表 12: 各市场股票类 ETF 资金净流入 (单位: 十亿美元)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

多数美股估值指标已给出警告, 但关键在于分子端。截至9月底, 标普 500 席勒市盈率 (ShillerPE) 39.2 倍⁶, 未来 12 个月预期市盈率 (FTMPE) 22.8 倍⁷, 均在历史高点。同时, 美股风险溢价 ERP 和波动率 VIX 指数也在历史低位附近。然而, 分子端极高的生产力预期使传统估值指标难以证伪, 巨头们充裕的现金流则支撑着极窄的企业信用利差。

图表 13: 美国企业债信用利差与标普 500 波动率 (VIX) 指数



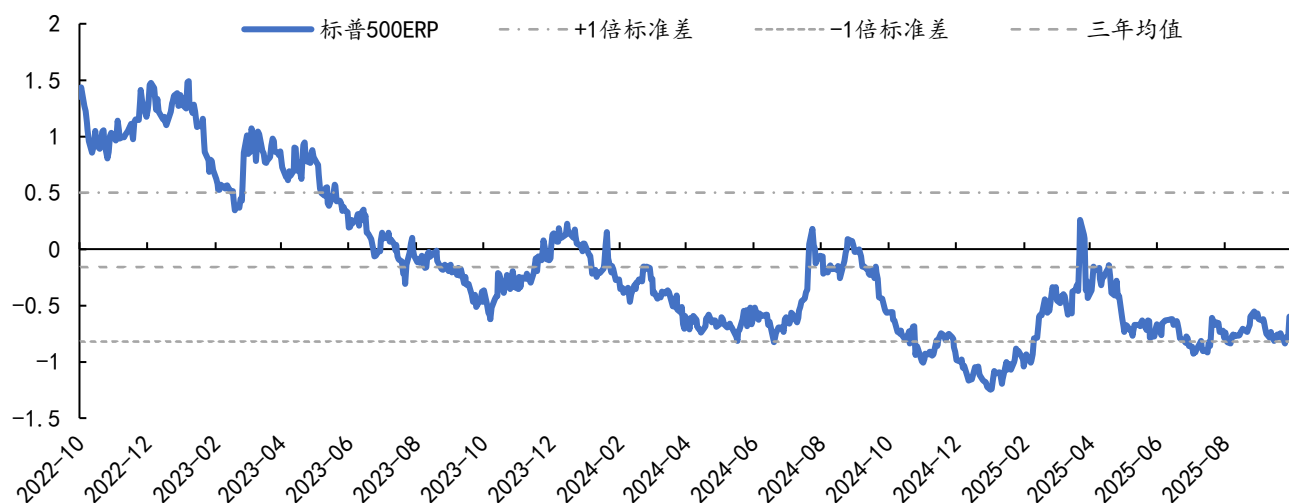
来源: Bloomberg, Wind, 国金证券研究所

⁶ <https://www.multpl.com/shiller-pe>

⁷ https://advantage.factset.com/hubfs/Website/Resources%20Section/Research%20Desk/Earnings%20Insight/EarningsInsight_100325A.pdf



图表 14：标普 500ERP 处于近三年均值下方一倍标准差水平（%）



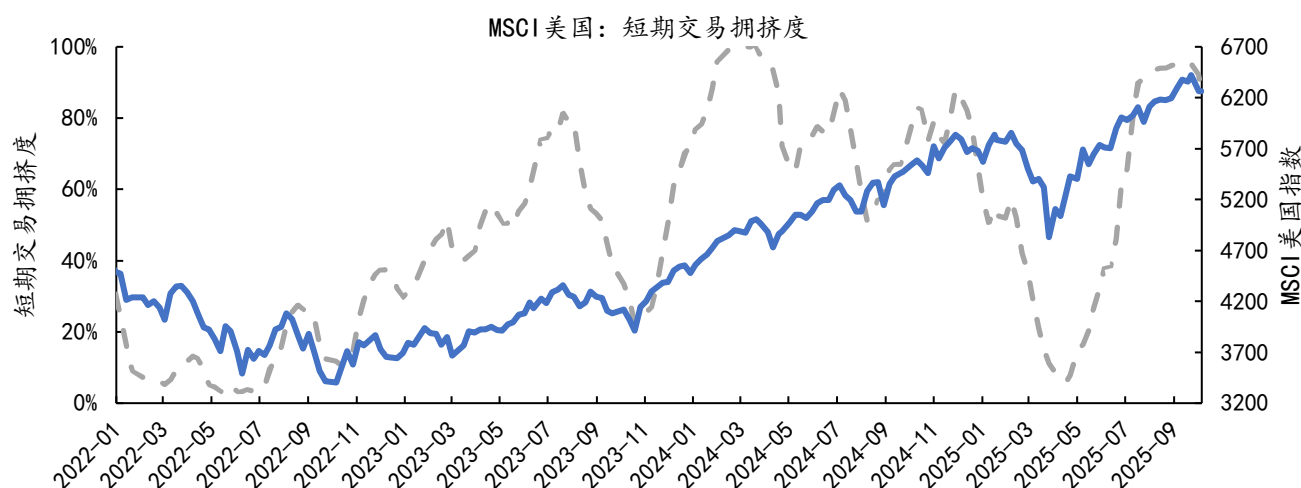
来源：Wind，国金证券研究所

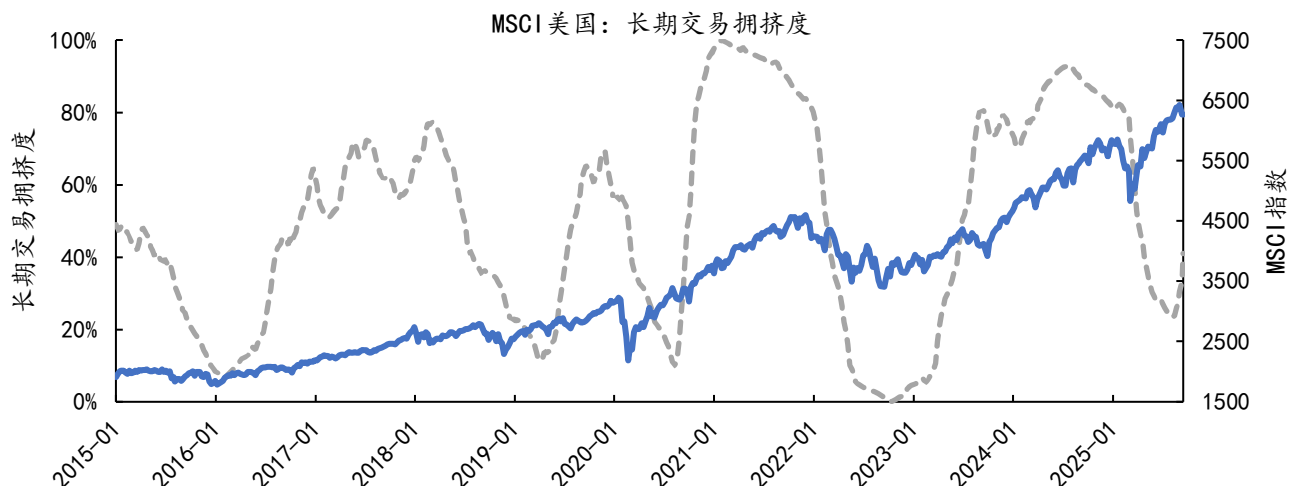
从交易拥挤度来看，美股短期拥挤度高，但长期拥挤度低，回调仍可能吸引资金重新入场。

基于衡量股价超买/超卖的技术指标乖离率，我们可以构建一个具备均值回归属性的交易拥挤度指标。乖离率是股价与移动均线的偏离度，而短期均线在长周期维度下总是围绕长期均线上波动。为使指标更具历史参考性，我们分别取短期交易拥挤度(月移动平均价/半年移动平均价的滚动 3 年分位数)和长期交易拥挤度(半年移动平均价/年移动平均价的近 10 年分位数)。短期拥挤度表征中短期市场的超买超卖程度，长期拥挤度揭示跨周期视角下的市场情绪，交易拥挤度对于市场阶段性顶部/底部有一定指示性。

就当前全球市场而言，中国大陆股市、日股、韩股、越南股市、中国台湾股市等的短期拥挤度在 90%以上，美股为 87%，德股、印股、法股、欧股相对较低。而着眼长期，美股、印股的长期拥挤度偏低。平均而言，美股拥挤度在 64%左右。

图表 15：MSCI 美国指数：短期拥挤度=87%，长期拥挤度=41%

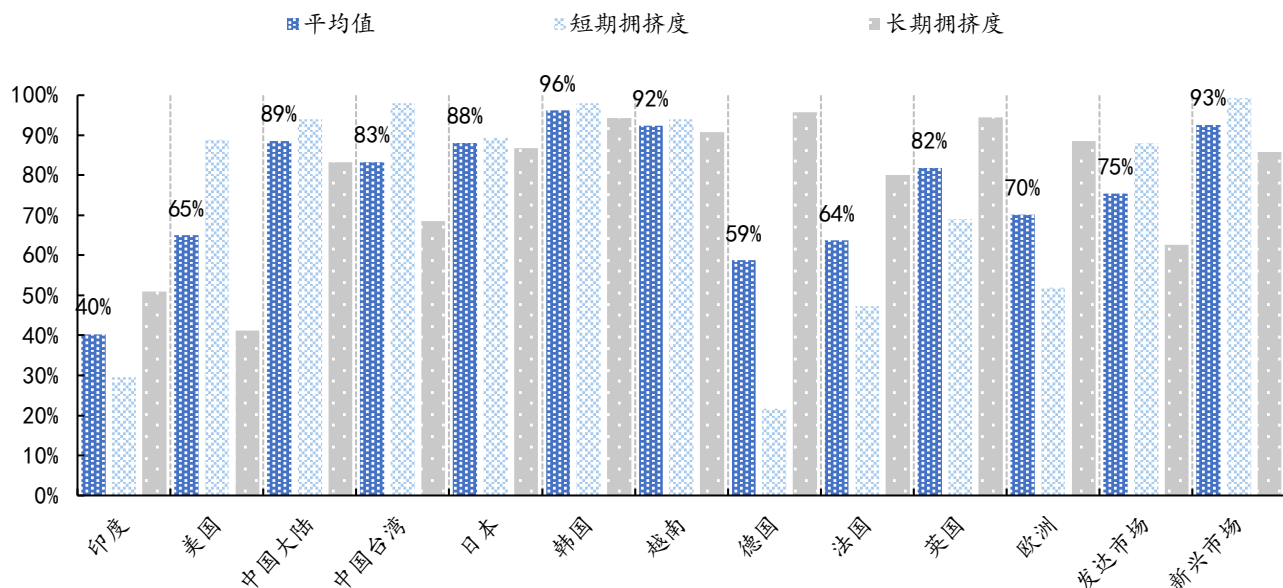




来源：Wind，国金证券研究所

注：短期交易拥挤度为月移动平均价/半年移动平均价的滚动3年分位数；长期交易拥挤度为半年移动平均价/年移动平均价的近10年分位数。

图表 16：MSCI 全球主要市场指数：长、短期交易拥挤度一览



来源：Wind，国金证券研究所

二、第三次 AI 泡沫分歧正在孕育

自去年以来，AI 叙事已历经了三轮泡沫分歧与调整，均伴随市场恐慌性抛售：首次“AI 泡沫论”为去年 7 月，核心诱因是 scaling law “撞墙”⁸叠加美国经济走弱的迹象；第二次为今年 1 月的中国“Deepseek 时刻”，市场担忧美股 AI 垄断地位动摇，高估值溢价逻辑受冲击。

在前两轮 AI 叙事中，巨头们自 2024 年起开始大幅增加资本支出，资本支出的主要资金源于富余的经营现金流，以及以 AI 替代劳动力为由裁员节约资金。巨额资本投入推高设备商收入，再反过来支撑自身更高的估值和融资，科技股强劲的盈利能力仍是其抵御高估值的屏障。

但这一次，巨头们逐渐增加的债务融资或把 AI 叙事推向债务泡沫。截至 2025 年二季度，“七巨头”自由现金流总额

⁸ <https://www.marketingaiinstitute.com/blog/scaling-laws-ai-wall#>



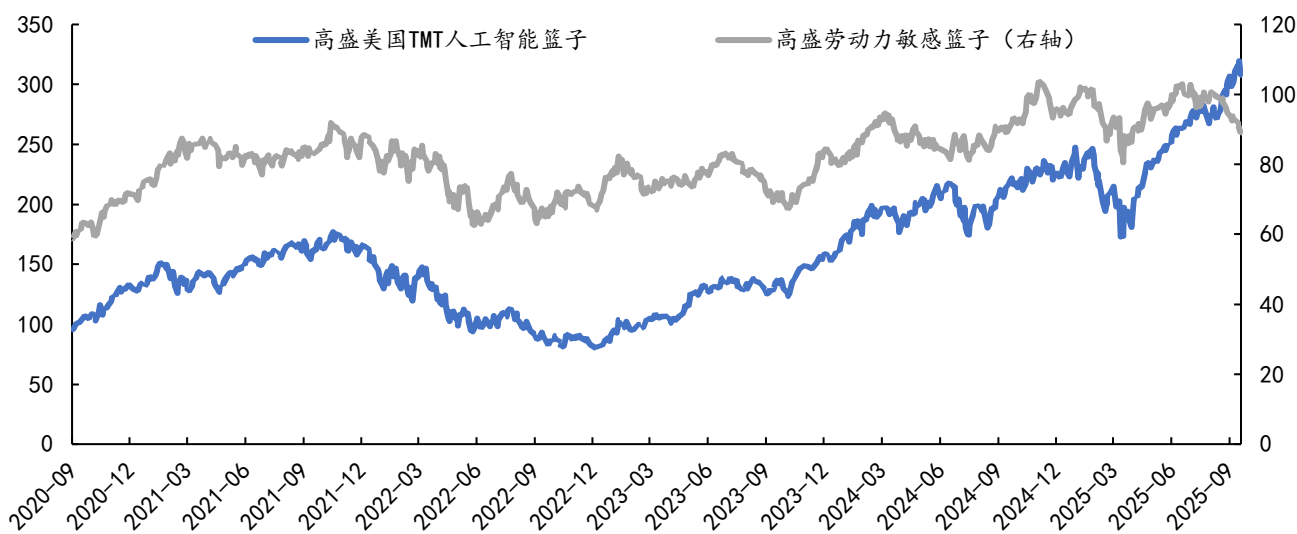
已较去年年底下降 12.7%，英伟达下降 35.7%，Meta 下降 60.7%。但企业已不限于依赖经营现金流支撑资本开支，而是将外部融资的重要性提到新的高度。甲骨文、Meta 等多家科技巨头开始寻求股权、债券，甚至是私募信贷等来源进行融资，支撑数据中心的建设⁹。

美国私募信贷领域的财务隐蔽性很强，信息披露程度低，不免让人想起 2008 年引爆全球金融危机的次级抵押贷款。次贷危机前，MBS、CDO、CDS 等就在定价方面存在广泛争议，资金经过层层打包和转手，使最终贷款人与实际借款人之间被多层相隔，底层资产的真实风险模糊不清，但这种不透明性是私募信贷相较于公开市场的超额回报来源。

需要明确的是，AI 泡沫是技术进步的必然阶段，大量资本投入有助于降低成本、催生新应用。但当前风险可能已经超越了单纯股市泡沫，股票炒作下跌仅影响持股人的财富，而债务泡沫则可能向债券市场、私募信贷市场甚至银行体系传导，冲击范围更广。当游戏的主角不是企业而是债务，市场定价逻辑可能随之变化。

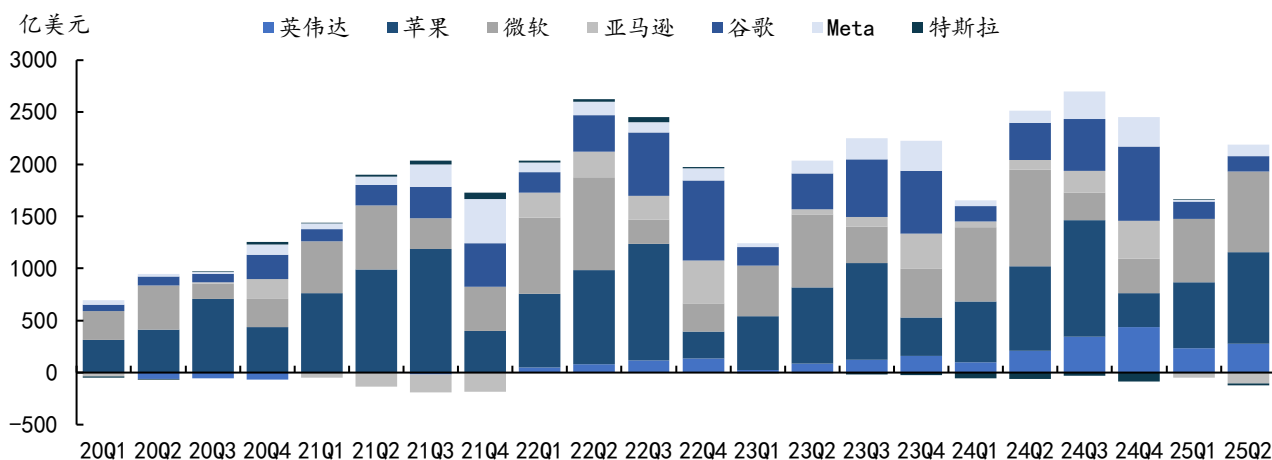
美国政府一直以来视 AI 为国家战略竞争的核心，可预见其未来对市场资本流入该领域采取宽松态度，或使杠杆化和估值过热的问题被进一步放大，宽松的融资前景和历史低位的企业信用利差也将助长巨头们自身继续融资押注未来的意愿。

图表 17: AI 股票表现优异，但就业市场担忧也在不断体现



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 18: 2025 年二季度 MAG7 自由现金流总额 2064.5 亿美元

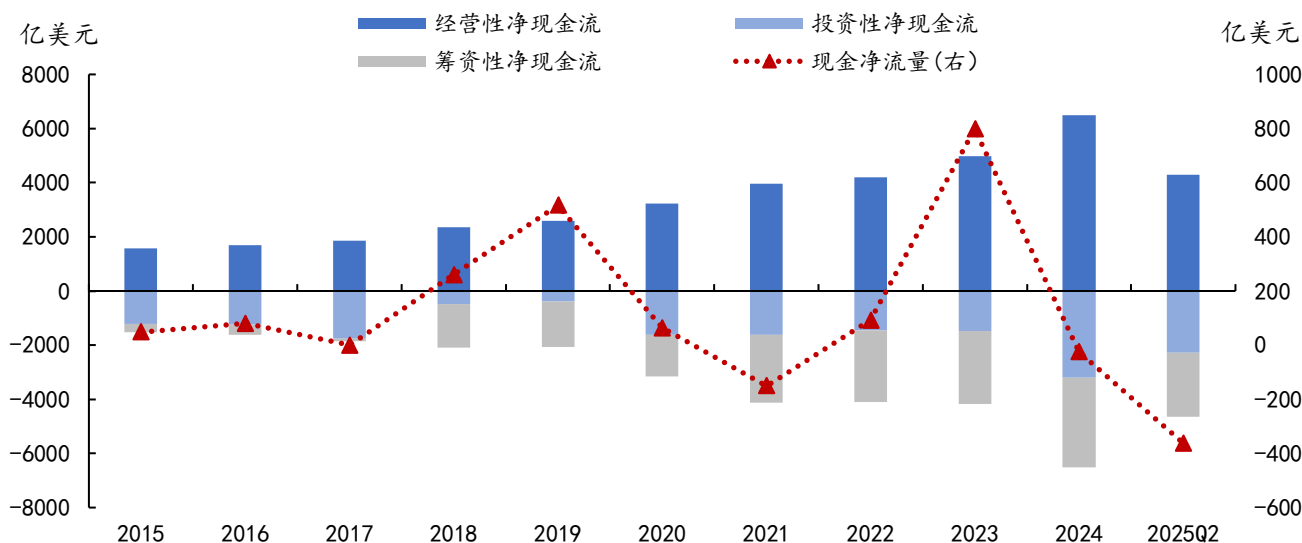


来源: Wind, 国金证券研究所

⁹ <https://www.reuters.com/business/meta-seeks-29-billion-private-capital-firms-ai-data-centers-ft-reports-2025-06-27/>

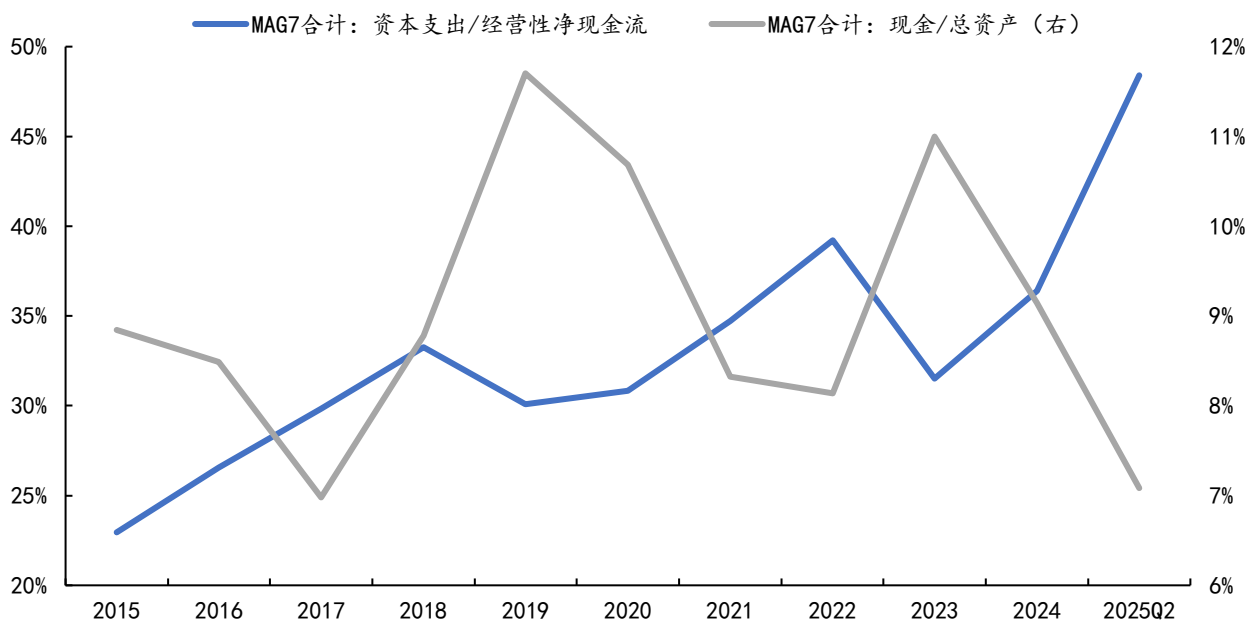


图表 19: 2024 年以来 Mag7 经营性现金流造血能力下降



来源: Wind, 国金证券研究所

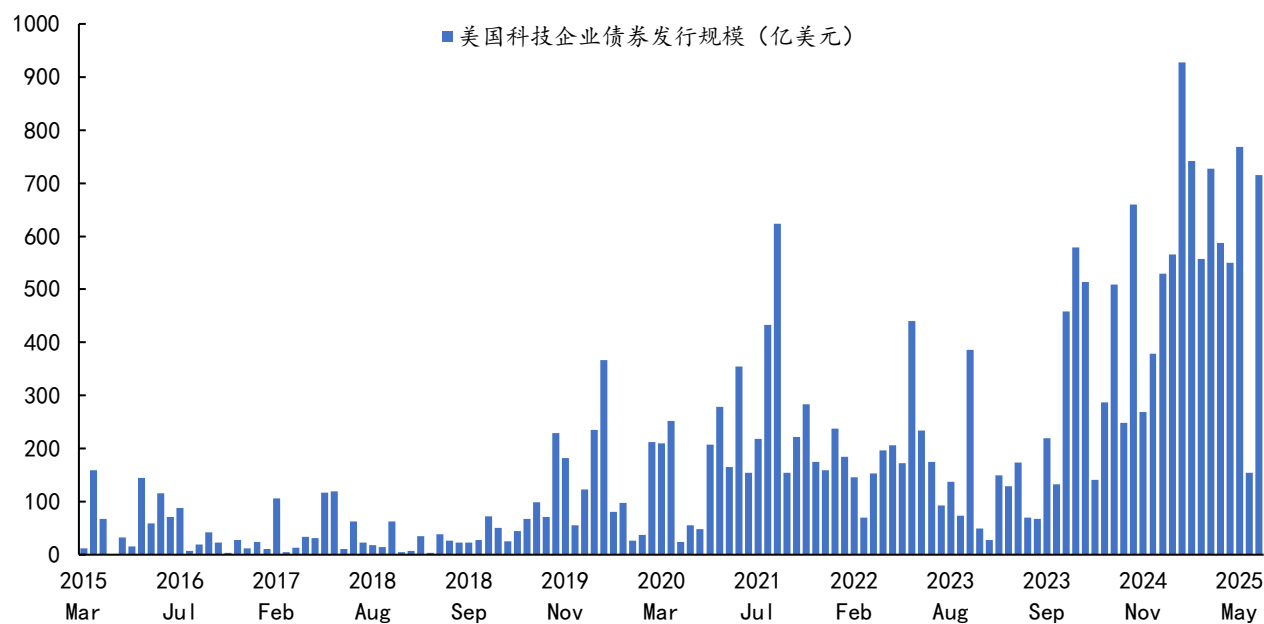
图表 20: 现金对于 Mag7 资本支出的支撑转弱



来源: Wind, 国金证券研究所

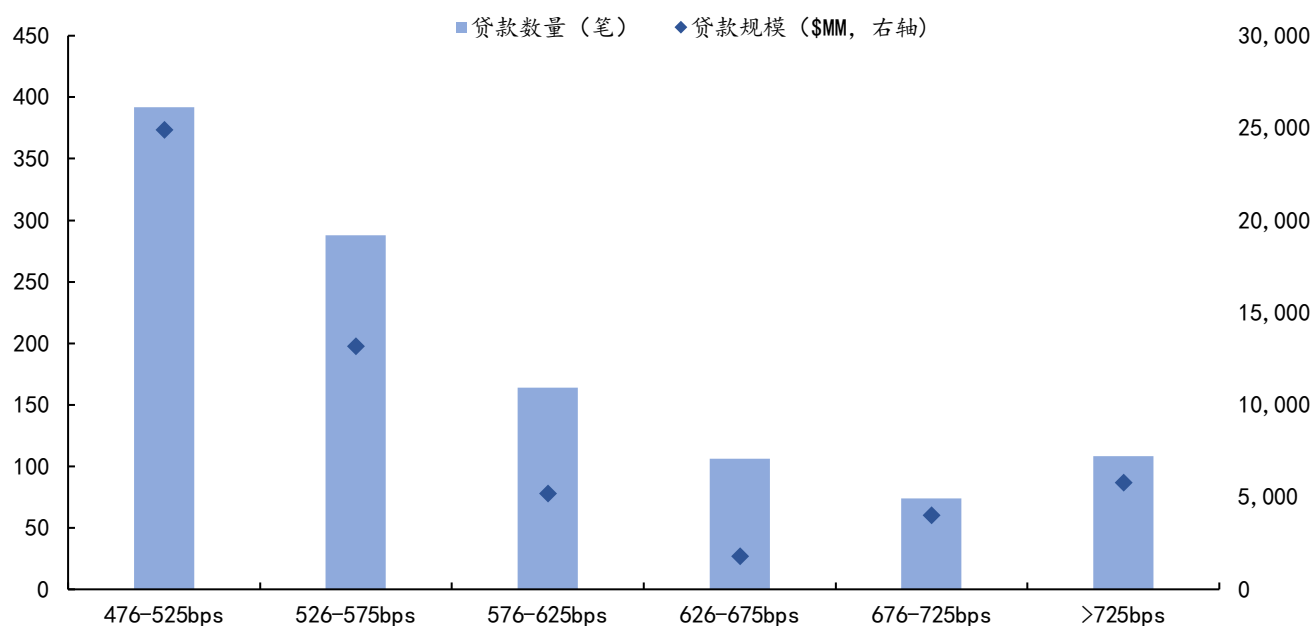


图表 20：美国科技企业债券月度发行规模



来源：Bloomberg，国金证券研究所

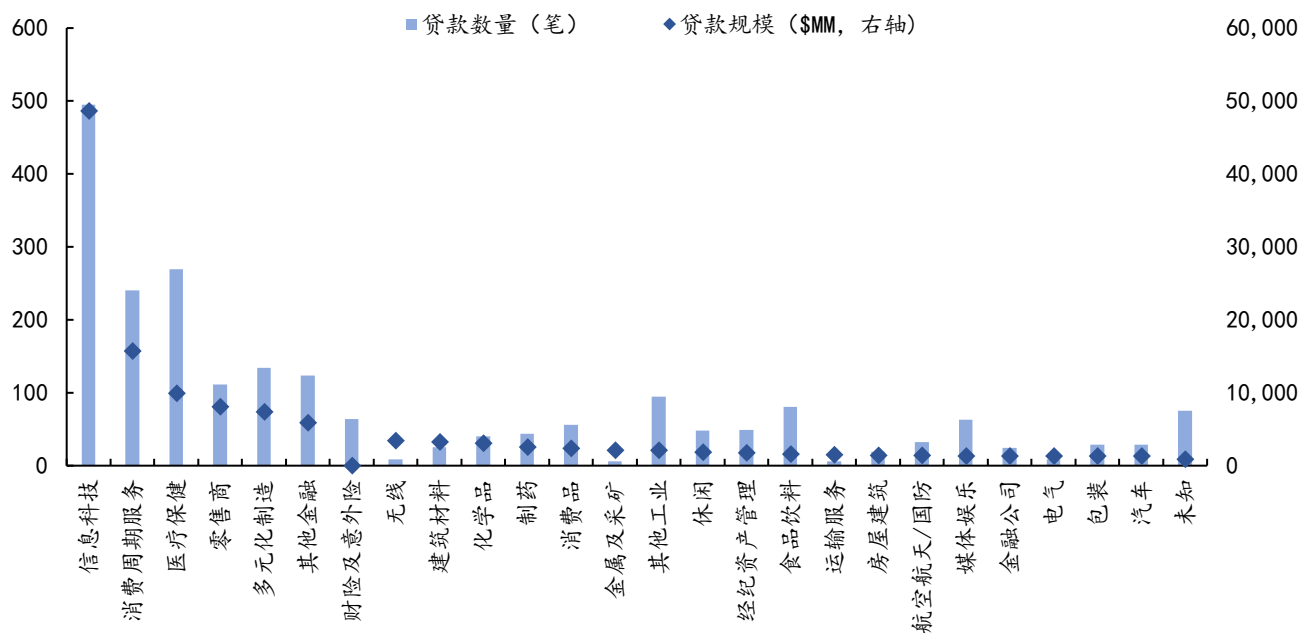
图表 21：过去 12 个月，美国私募信贷利差往往在 400-600bps 以上，较公开债市场超额收益显著



来源：Bloomberg，国金证券研究所



图表 22：美国私募信贷市场已明显向科技公司倾斜（TTM）



来源：Bloomberg，国金证券研究所

第二个风险在于，巨头们以“铁索连舟”的方式布局未来，并将故事讲得越来越远。

近期，AI 领军企业们相继公告相互投资的模式，被投资企业再用获得的资金购买投资方的产品和服务。例如，英伟达以现金投资换取 OpenAI 无投票权的股权，而 OpenAI 则用这笔钱购买英伟达的芯片¹⁰。此前英伟达和 CoreWeave, OpenAI 和微软，Anthropic 和亚马逊之间的融资交易¹¹也是类似模式。行业角色边界模糊，以英伟达为代表的“卖铲子”企业，如今直接下场成为“淘金者”。

站在产业发展和生产力提升的角度，寡头引领、巨额投资是历史的常态，这并非泡沫的直接表现。在不同的时代中，核心的经济驱动产业均为资本市场的焦点。当下，一个从芯片制造商、数据中心、云计算巨头，到电力基础设施、投资者甚至各国政府的庞大紧密的 AI 生态系统正在自我强化并不断扩展，这有助于新技术的形成落地。但资本狂欢的同时也需关注到潜在财务风险，投资者对于 AI 系统中的风险识别难度更高，一旦链条中的一环出现问题，会加速向上下游的传导。

当 AI 的兑现久期越来越长，可能会忽视新技术发展的曲折和多变性。AI 模型的发展既离不开资金也离不开能源，算力战争首先是一场供电战争。IEA 预计全球数据中心电力需求到 2030 年将增长 160%，并占到部分国家电力总负荷的两位数比重。AI 投资带动电网投资加速，算力、电力、储能、冷却、铜构成了一条极长的投资链，兑现久期已经拉长到 2030 年，故事线零散、回报前景模糊。

当下美股市场主要的炒作都与 AI 相关，美国制造业投资也与 AI 绑定。若 AI 定价逻辑再生变化，例如投资者要求看到切实的投资回报，或者芯片和模型成本下降使前期投资成为沉没成本，那么投资链条的映射可能存在巨大变化。

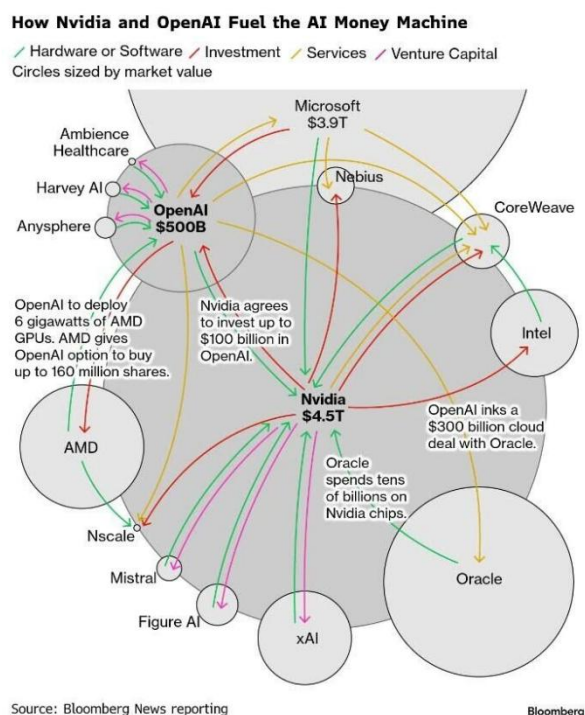
考虑到科技巨头们的盈利能力仍具韧性，AI 对于生产力的提升暂时难以精确衡量。据 Factset 预测，今年三季度美股科技板块预计 EPS 同比增长 20.9%，继续成为美股盈利增长最高的板块，远高于标普 500 整体 8.0% 的水平。36 家科技公司已发布积极的业绩指引，创自 2006 年追踪该数据以来的新高。然而这一变化出现在宽松的财政货币周期重启的环境之下，流动性宽松为成长股保驾护航，但也使市场更难识别 AI 之于科技股成长能力的真实赋能。

¹⁰ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1844054070622482404&wfr=spider&for=pc>

¹¹ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1844662246360821372&wfr=spider&for=pc>

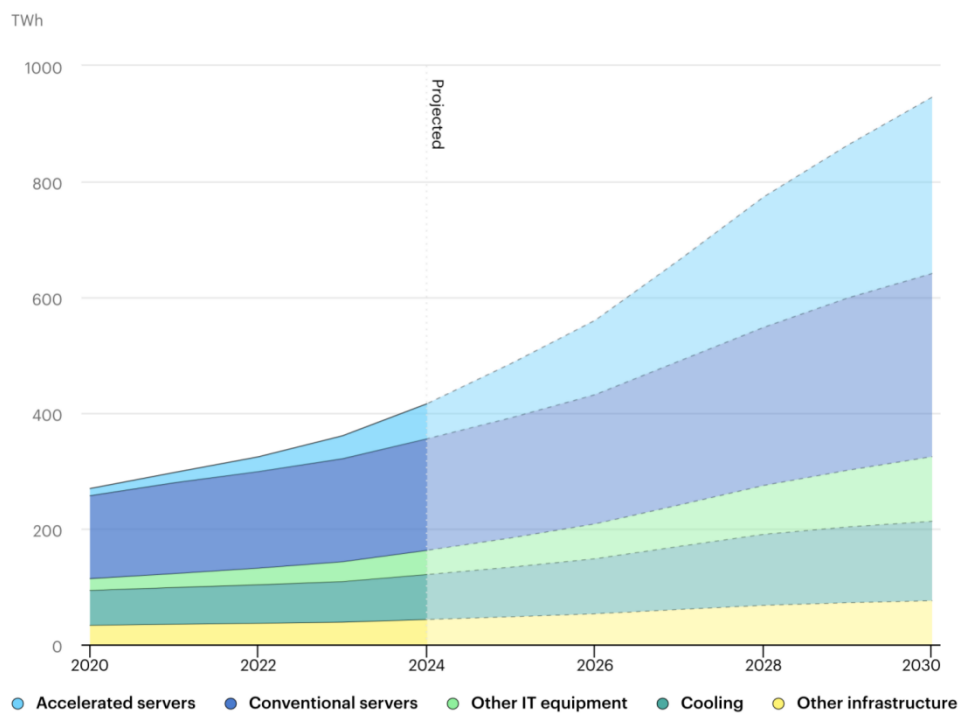


图表 23: 人工智能的货币化投资网络



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

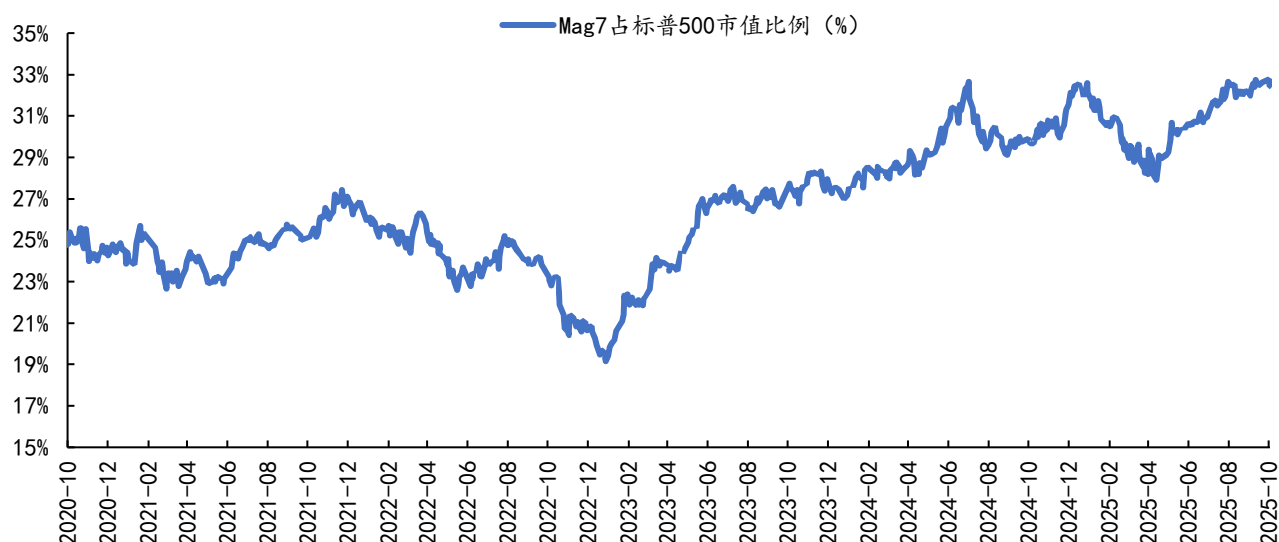
图表 24: 2020-2030 年全球数据中心电力消耗 (按设备划分, 单位: 太瓦时)



来源: IEA, 国金证券研究所

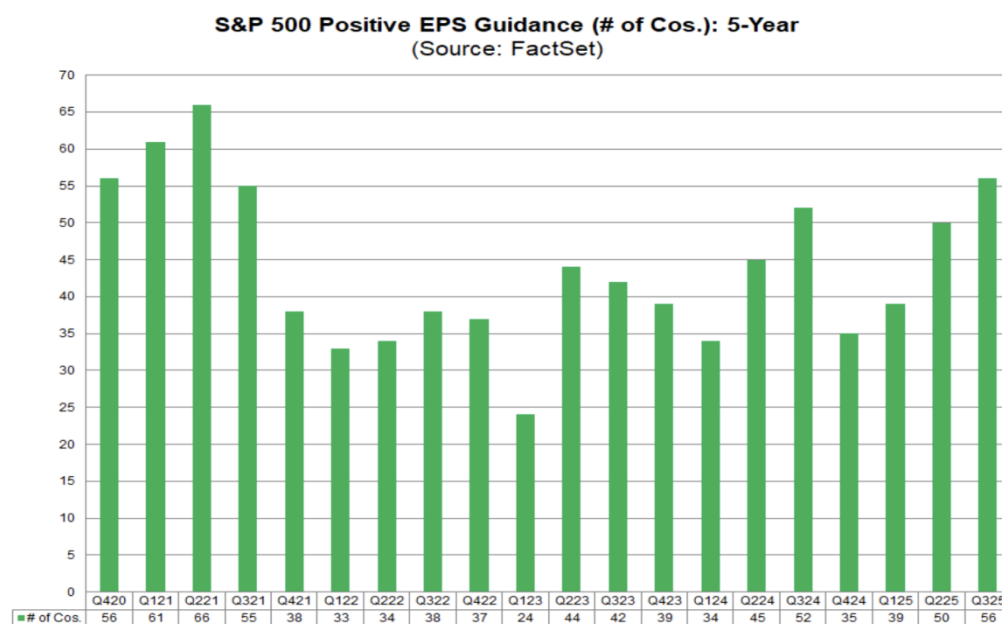


图表 24：美股 AI 的泡沫集中度越来越强



来源：Wind，国金证券研究所

图表 25：三季度标普 500 科技板块中，发布 EPS 积极指引的公司数量创新高



来源：FactSet，国金证券研究所

三、信与不信，对冲为上

整体而言，美股估值与短期交易拥挤度偏高，这是其基本面和全球资金 FOMO 所决定的。4 月后美股的上涨不仅仅来自于贸易战的 TACO，还来自降息预期、财政由收缩转为扩张的短期效应，以及 AI 的新叙事。如今美股高位浮盈丰厚，而 AI 关联的债务风险与系统脆弱性显著上升，即便中美贸易摩擦影响减弱，对美股核心驱动因素变化引发的连锁反应仍需保持警惕。

“左手 AI、右手黄金”的哑铃策略已是当前全球市场上最拥挤的策略，对“相信”与“不相信”各下 50% 筹码，是在滞胀环境中对不确定性最好的对冲。不管美股泡沫有多大，我们不能低估它的惯性和刚性，但风险往往来自于预期之外。



风险提示

- 1) 公开数据存在滞后性，可能对最新市场动态反映不及时；
- 2) 地缘局势或特朗普对内对外政策出现超预期变化，或影响敏感类资金流向。
- 3) 美国科技巨头 AI 商业化进程如出现超预期里程碑事件，或进一步拔升美股估值。



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。

任何形式的复制、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：北京市东城区建国门内大街 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