



A 股策略周报 20251008

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） 分析师：吴慧敏（执业 S1130523080003）

mouyiling@gjzq.com.cn

wuhuimin@gjzq.com.cn

理所应当与潜在变化

当“弱美元”为一切买单变得“深入人心”

9 月以来全球资产价格的表现是建立在“弱美元”的叙事逻辑之上。权益市场来看，全球股市上涨且体现为“新兴市场>发达市场”，这一交易特征延续至国庆期间。对全球经济周期和美元指数高度敏感的国家/地区在 9 月实现更高的股价涨幅，而韩国与巴西更获得了 AI 扩散与有色金属矿业两大逻辑的分别加持；与此同时，中国资产并未对自身基本面乐观或者悲观，更多是与美元走弱下的全球资产引发共振。商品市场来看，以黄金、白银为代表的贵金属成为本轮美元走弱下的最强板块，并共同跑赢以铜为代表的工业金属。而进入 10 月后“弱美元”的交易开始出现了一些新的线索：全球股票市场看①美股市场上罗素 2000 同时跑赢标普 500 和纳指；②发达市场（除美国）跑赢美股；商品来看，10 月开始白银和铜为代表的拥有工业属性更强的品种价格上涨的弹性优于黄金。值得一提的是，尽管市场共识美元走弱的金属属性是有色金属的主要驱动，但当下以铜为代表的工业金属供需偏紧，一旦出现需求修复，反而更可能成为上涨弹性更高的品种。但值得我们思考的是，当前市场对于做空美元的共识高度一致，大部分资产都在这一逻辑下创下近期的新高，需要以“弱美元”为一切买单的假设深入人心，而最近被高度做空的美元却没有跌破前低。

美元是否会走向万众期盼的下跌之路？

2022 年开始美国经济经历了 2000 年以来服务业和制造业分化持续时间最长的阶段，呈现“服务业强、制造业弱”的“冰火两重天”的格局，这背后财政主导的因素带来了美国本轮周期的最大分歧。而当下美国服务业和制造业的分化指示着两条不同的路径。路径一：如果是服务业主导未来美国经济的方向：从历史经验来看，当服务业 PMI 失速掉落至 50 荣枯线之下美国经济往往陷入衰退，美元指数因流动性紧张与避险需求而更易于出现快速反弹，在过去服务业滞胀期占优的美国科技板块面临回调压力。路径二：如果是制造业指示未来美国经济的方向：尽管就业增长放缓及服务业需求下滑（但并未出现失速下滑），但高利率压力的缓解或将刺激制造业需求，美国经济进入“金发姑娘”式软着陆情景，此时美元指数走弱的幅度则将取决于美国经济和非美国国家经济强弱程度的对比，“弱美元”的顺畅程度也开始打下问号。近期罗素 2000 开始同时跑赢标普 500 和纳指，市场已经开始定价美国经济的“软着陆”，此前“服务业强和制造业弱”下的弱美元交易也会面对逻辑切换，商品的工业属性可能占据主导。

中国资产：低位顺周期与全球制造业修复

路径一：如果美元的反弹是出于避险需求的上升，投资者或将更加倾向于持有美元现金，非美市场可能面临资金外流。但在这个过程中 A 股市场可能具备相对韧性：一方面，过去几年中国资产涨幅相对落后；另一方面，即便是经历近一年的股价上涨，但相较于海外资产而言，无论是当前市盈率还是 2025 年和 2026 年所隐含的估值水平和美股为代表的发达市场估值水平仍有较大差距，只需关注我们此前提到的与美股出现较强共振的部分科技板块的结构压力。路径二：美国制造业与全球制造也周期修复所带来的出口预期强化，结合中国反内卷，带动 A 股盈利周期修复。未来可能出现的演绎路径是：全球制造业复苏→出口订单回暖→需求修复且国内“反内卷”继续执行→价格企稳并带动企业盈利修复。对于中国资产（A 股与港股）而言，脆弱点在美元走弱下与全球资产发生高度共振的板块。两种不同场景，低位的中国顺周期资产具有最好的估值保护与潜在收益可能，受益于全球制造业周期修复的产业链条有边际上最大变化。

牛市的换挡：思考中国故事

过去，全球投资人认为美元是财政扩张与科技繁荣下唯一买单者，美元继续走弱成为了所有资产过去一段时间交易的核心主线。在对于中国实际基本面“漠不关心”下，中国权益市场在防御的红利资产与经济相关的顺周期资产滞涨的情况下，与全球出现了共振的上涨。历史经验告诉我们，中国牛市往往依赖于“中国故事”，没有理由相信“弱美元”会成为中国长期牛市的真正基石。对于弱美元逻辑的过度依赖将意味着牛市行进中需要一次换挡，我们也建议投资者无论从全球的驱动逻辑和国内的变化上，都做好更多准备：第一，同时受益于国内反内卷带来的经营状况改善、海外降息后制造业活动修复与投资加速的实物资产：上游资源（铜、铝、油、金）、资本品（工程机械、重卡、锂电、风电设备）以及原材料（基础化工品、玻纤、钢铁）；第二，内需相关领域在低预期下不应过度悲观：食品饮料、航空、机场等；第三，保险 长期资产端将受益于资本回报见底回升。

风险提示

国内经济修复不及预期，海外经济大幅下行。



内容目录

1、当“弱美元”成为一切的期盼.....	4
2、美元的路径推演：当服务业与制造业出现长期背离后，经济走向“滞胀”甚至衰退 or 复苏？.....	6
3、中国资产：分叉的十字路口.....	9
4、美元交易逆转下中国资产的“以我为主”.....	11
5、风险提示.....	13

图表目录

图表 1： 9 月以来美元指数整体震荡偏弱.....	4
图表 2： 9 月以来新兴市场股指持续跑赢全球.....	4
图表 3： 以巴西、韩国为代表的股指表现对美元指数展示出高敏感度.....	4
图表 4： 9 月对美元指数高贝塔的股指涨幅均比较较为领先，如韩国、巴西.....	4
图表 5： 9 月美国“小非农”数据边际走弱.....	5
图表 6： 市场预期 10 月底美联储降息概率在 90%以上.....	5
图表 7： 国庆假期间罗素 2000 跑赢标普 500 和纳指.....	5
图表 8： 10 月以来非美发达市场与美股表现分化.....	5
图表 9： 9 月以来贵金属持续创下新高.....	6
图表 10： 9 月底以来铜开始展示出较高的上涨弹性.....	6
图表 11： 当前美元期货的非商业净持仓处于低位.....	6
图表 12： 美元期货总持仓的空头占比同样位于历史低位.....	6
图表 13： 最近几年美国服务业和制造业 PMI 持续分化.....	7
图表 14： 最近几年非 AI 和住宅投资增速与服务消费支出增速的“负剪刀差”持续扩张.....	7
图表 15： 历史经验表明，当服务业 PMI 失速掉至荣枯线之下时，美元指数反而可能出现反弹风险.....	8
图表 16： 服务业内部结构分化，就业指标维持荣枯线之下，而物价指数则持续处于高位.....	8
图表 17： 历史经验显示全球央行净降息比例的上升领先于全球制造业周期修复.....	8
图表 18： 美国低利率环境同样利于美国制造业周期修复.....	9
图表 19： 过去今年 MSCI 中国指数跑输全球股指.....	9
图表 20： 当前中国资产隐含的估值水平依然相对较低.....	9
图表 21： 全球制造业投资周期的修复利好中国出口需求的改善.....	10
图表 22： 9 月制造业 PMI 环比回升，但仍在荣枯线之下.....	10
图表 23： 9 月 PMI 内部结构分化.....	10
图表 24： 高频数据显示，9 月出口数据仍具备韧性.....	11



图表 25: 当前仍处于低位的顺周期消费资产	12
图表 26: 国庆期间高频数据显示, 出行数据好于去年同期	13

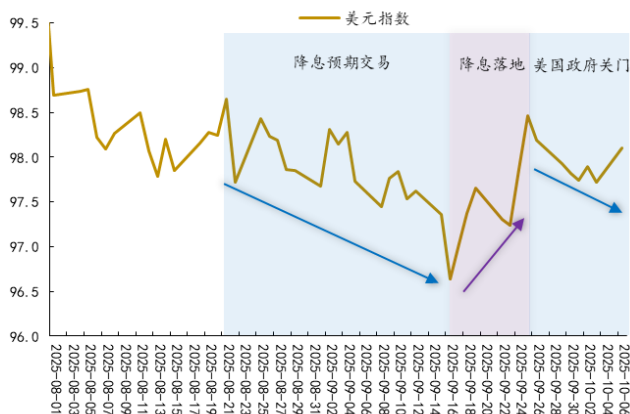


1、当“弱美元”成为一切的期盼

回看9月以来美元指数交易逻辑，整体经历了“美联储降息预期交易→降息落地+经济软着陆→美国政府关门”，尽管中间出现边际反弹，但整体震荡偏弱。在此期间，全球主要资产呈现一个非常明显的交易特征是：多数资产价格的走势是建立在“弱美元”的叙事逻辑之上：

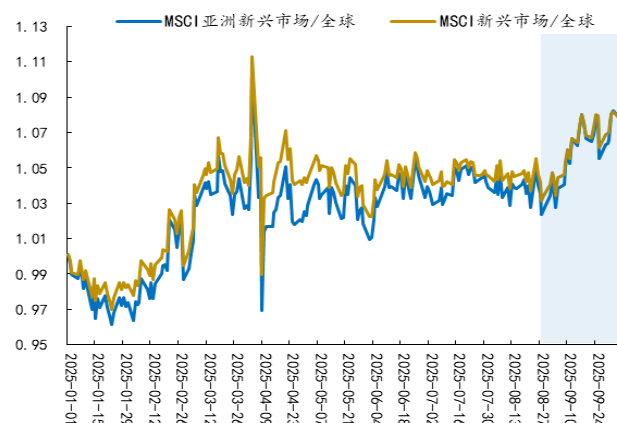
权益市场来看，受益于美联储货币宽松和“弱美元”的外溢效应，全球股市上涨且体现为“新兴市场>发达市场”，这一交易特征延续至国庆期间（仅在中间美元反弹阶段存在短暂的收敛）。即便9月底以来市场开始交易美国政府关门，但全球股市并未出现下跌，包括美股在内的全球股市整体上涨且新兴市场继续跑赢发达市场。背后逻辑在于：市场倾向于认为本次美国政府关门导致经济冲击或偏短期；与此同时，关键经济数据的“缺席”导致市场更多依赖私营部门的数据，而“小非农”数据的走软显示当下美国就业市场下行风险的上升，市场对10月底美联储采取连续降息25BP仍持乐观定价，且经济“软着陆”依然是基准情形。实际上，对全球经济周期和美元指数高度敏感（以股指对美元指数的贝塔值进行衡量）的国家/地区在9月实现更高的股价涨幅，典型的以巴西和韩国为代表的国家因获得AI扩散和有色金属矿业两大逻辑的分别加持而明显跑赢。此外，中国资产而言，内部结构的分化（超额收益更多集中于电力设备、有色以及电子等，而防御性的银行红利和消费为代表的顺周期资产并未出现明显上涨）意味着对于市场而言，本身并未做多或者做空经济基本面，只是受益于本轮全球流动性宽松的溢出效应。

图表1：9月以来美元指数整体震荡偏弱



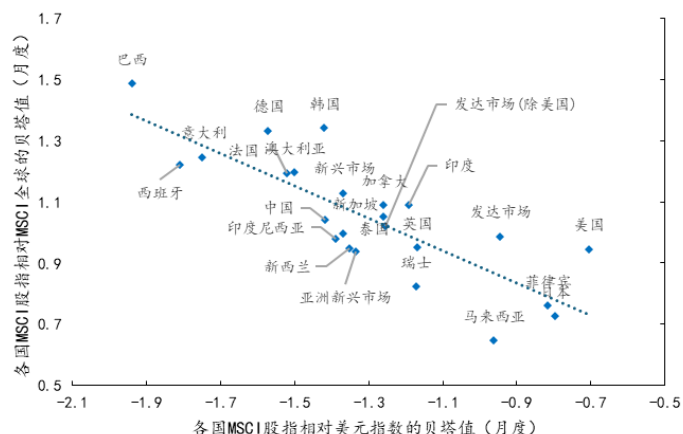
来源：wind，国金证券研究所

图表2：9月以来新兴市场股指持续跑赢全球



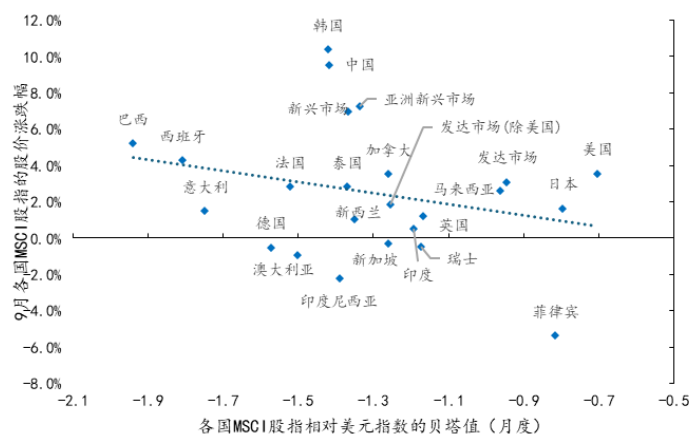
来源：wind，国金证券研究所

图表3：以巴西、韩国为代表的国家相对美元指数展示高敏感度



来源：wind，国金证券研究所；注：(1) 以各国 MSCI 股指（价格指数，以美元

9月对美元指数高贝塔的股指涨幅均比较较为领先，如韩国、巴西

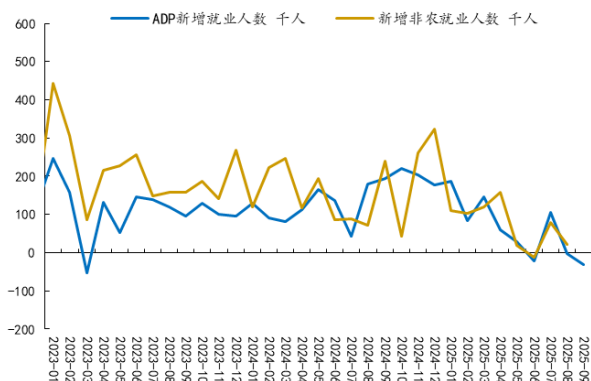


来源：wind，国金证券研究所



计价) 测算其相对于全球及美元指数的贝塔值, 数据为月频, 时间为 2001 年以来。(2) 由于 MSCI 指数当中将韩国纳入新兴市场指数, 故在此将韩国归为新兴市场指数的代表。

图表5: 9月美国“小非农”数据边际走弱



来源: CEIC, 国金证券研究所

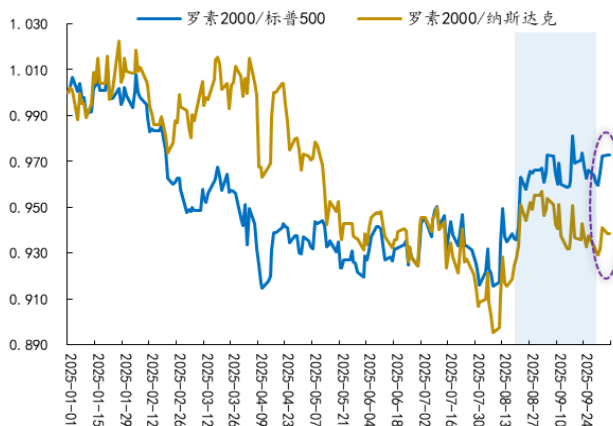
图表6: 市场预期10月底美联储降息概率在90%以上

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2025/10/29					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	92.5%	7.5%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	79.7%	19.3%	1.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	31.7%	55.6%	12.0%	0.6%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.4%	42.5%	35.9%	6.9%	0.3%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.3%	20.8%	41.0%	29.3%	5.4%	0.3%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	12.8%	31.8%	34.7%	16.3%	2.6%	0.1%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.5%	4.8%	18.0%	32.6%	29.6%	12.5%	1.9%	0.1%
2026/9/16	0.0%	0.2%	2.0%	9.4%	23.1%	31.5%	23.7%	8.8%	1.3%	0.1%
2026/10/28	0.0%	0.4%	3.1%	11.4%	24.3%	30.4%	21.5%	7.8%	1.1%	0.0%
2026/12/9	0.1%	0.8%	4.3%	13.4%	25.2%	29.0%	19.4%	6.7%	0.9%	0.0%

来源: CME, 国金证券研究所; 注: 数据截至 2025 年 10 月 7 日。

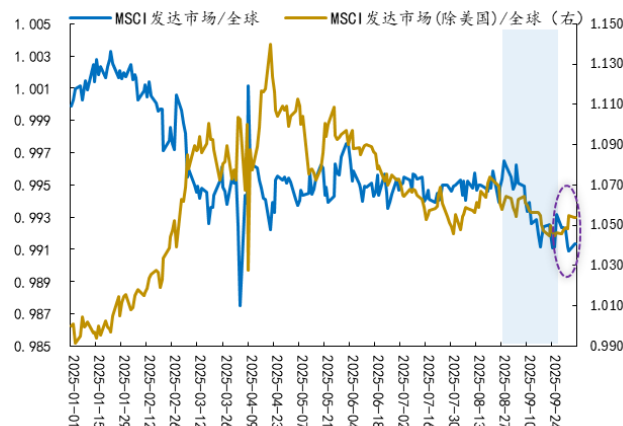
进入 10 月“弱美元”的交易开始出现了一些新的线索: ①美股市场来看, 过去美国科技股的走强与美国强劲的服务业和持续扩张的债务规模强相关, 而这个循环主要是通过美元走弱得以实现。然而, 最近与美国经济周期关联度更高的罗素 2000 再次跑赢标普 500 和纳斯达克 (此前在 8 月下旬全球央行年会后出现过阶段性跑赢), 这可能才刚刚开始。②发达市场 (除美国) 开始跑赢美股, 这意味着美国作为本次宏观风险事件 (政府关门) 的核心区域, 投资者可能更加青睐于美国以外的市场, 叠加日本高市早苗或将成为日本首位女首相带动日本股市上涨, 反而使得国庆期间美股并未跑赢美国以外的发达市场。

图表7: 国庆假期间罗素2000跑赢标普500和纳指



来源: Wind, 国金证券研究所

图表8: 10月以来非美发达市场与美股表现分化

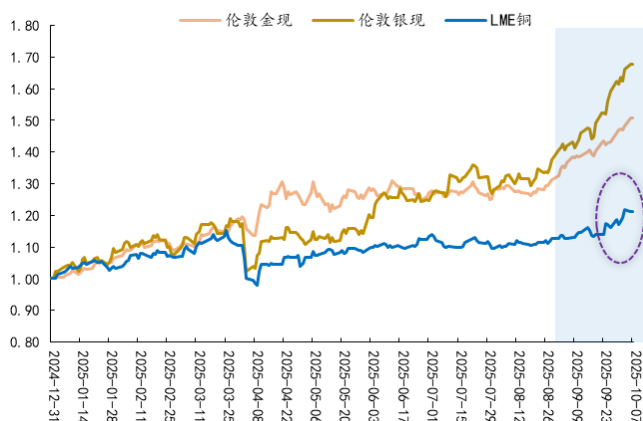


来源: Wind, 国金证券研究所

(2) 商品市场来看, 以黄金、白银为代表的贵金属成为本轮美元流动性盛宴下的显著受益者, 9 月以来两者上涨斜率陡峭化且经济“软着陆”预期下白银的上涨弹性优于黄金, 并共同跑赢以铜为代表的工业金属。但如同权益市场出现新的交易特征一般, 进入 10 月份我们同样在商品市场看到了一些变化, 随着供给收缩+“软着陆”预期下需求韧性, 9 月底以来铜开始跑赢黄金, 且国庆期间铜和白银为代表的工业属性更强的品种价格上涨的弹性均优于黄金。值得一提的是, 尽管市场共识美元走弱的金属属性是有色金属的主要驱动, 但当下以铜为代表的工业金属供需偏紧, 一旦出现需求修复, 反而更可能成为上涨弹性更高的品种。

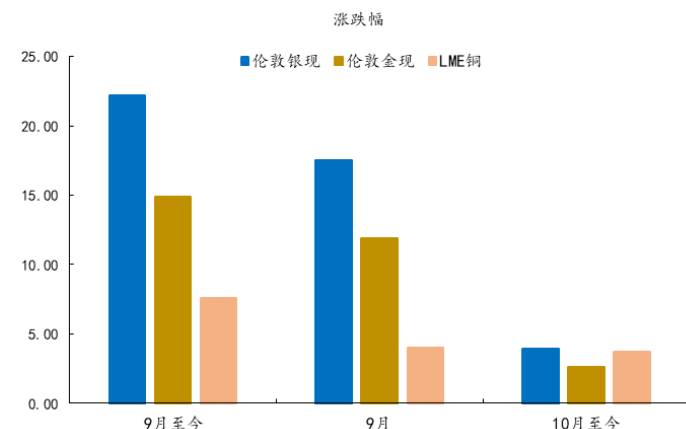


图表9：9月以来贵金属持续创下新高



来源：Wind，国金证券研究所；注：以2024年底收盘价为1进行标准化。

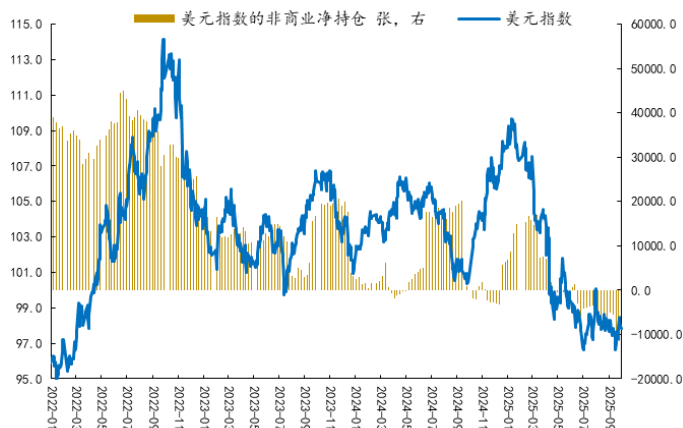
图表10：9月底以来铜开始展示出较高的上涨弹性



来源：Wind，国金证券研究所；注：9月至今和10月至今各商品品种的价格涨跌幅均截至2025年10月6日。

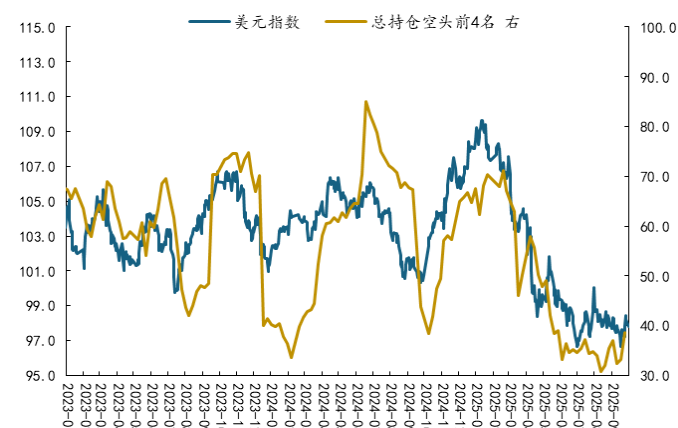
当美元走弱成为“万众期待”，美元却并未跌破前低。值得我们思考的是，在全球市场都在享受美元流动性盛宴之际（事实上今年以来“弱美元”在多数时刻主导了市场的交易逻辑），当前市场对于做空美元的共识高度一致，美元指数期货的非商业净持仓最近持续处于低位。期间，大部分资产都在这一逻辑下创下近期的新高，需要以“弱美元”为一切买单的假设深入人心，而最近被高度做空的美元却没有跌破前低。实际上，观察9月以来美元指数的走势，尽管整体震荡偏弱，但并未出现显著的下跌且美元指数也没有向下突破创下新低，仅在9月美联储降息落地之前出现试探性下跌（盘中最低触及96.2），显示当前美元指数的走弱其实也并没有那么顺畅。

图表11：当前美元期货的非商业净持仓处于低位



来源：Wind，国金证券研究所

图表12：美元期货总持仓的空头占比同样位于历史低位



来源：Wind，国金证券研究所

2、美元的路径推演：当服务业与制造业出现长期背离后，经济走向“滞胀”甚至衰退 or 复苏？

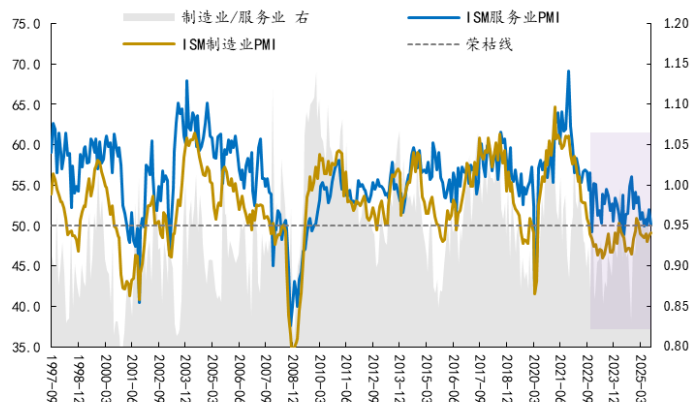
2022年开始美国经济经历了2000年以来服务业和制造业分化持续时间最长的阶段，整体呈现“服务业强、制造业弱”的“冰火两重天”的格局，这背后是财政主导的因素带来了美国本轮周期的最大分歧。数据显示，自从2022年11月以来美国制造业PMI向下突破50荣枯线之后，高利率环境使得美国制造业PMI至今尚未向上实现有效突破荣枯线；反观服务业PMI，受益于薪资增长多数时间内均处于荣枯线之上，这也成为美国经济韧性的主要来源。事实上，拆分美国GDP分项来看，尽管服务消费支出增速有所回落，但实际上仍明显高于剔除AI和住宅后的投资增速，且两者之间的“负剪刀差”（非AI和住宅投资增速-服务消费支出增速）仍在低位。而当下美国服务业和制造业的分化也使得未来两者不同的演绎路径可能导致美国经济可能走向不同的方向，或将成为未来美元指数走弱的逆风因素。对于投资者而言，更为重要的是在美元做空预期一致的情形下关注“弱美元”交易叙事出现转变的可能性。



路径一：如果服务业指示了未来美国经济的方向，那么则是滞涨走向衰退：美元可能率先出现反弹。从历史经验来看，当服务业 PMI 失速掉落至 50 荣枯线之下，期间经济可能也存在外生冲击导致经济指标出现快速下滑如 2008 年全球金融危机和 2020 年的全球公共卫生事件，美国经济往往陷入 NBER 所定义的衰退区间，美元指数则因流动性紧缩和避险的底层资产属性更易于出现快速反弹。从近期披露的 9 月美国服务业 PMI 来看，再次回落至 50 荣枯线附近，环比 8 月放缓 2pct，同时分项上新订单出现较大幅度的回落，商业活动、库存等关键指标均处于收缩区间，库存已降至 2 月以来的新低，显示当前企业补库意愿低迷，当前美国服务业 PMI 的走势无疑强化了美国劳动力市场走弱、经济增长放缓的叙事，而物价指数仍处于高位指向服务业或已进入“滞胀”格局。

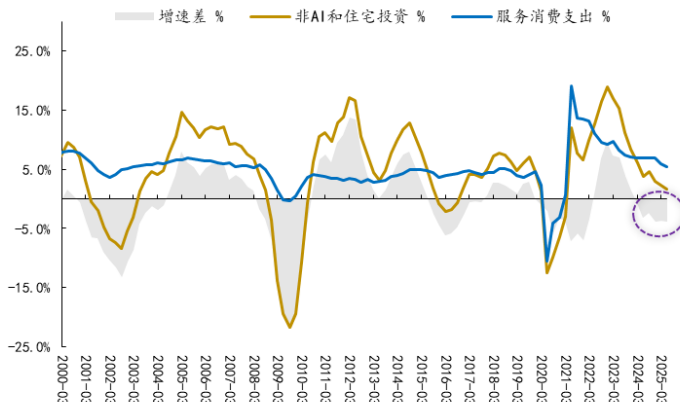
路径二：如果是制造业指示未来美国经济的方向，那么则是衰退走向增长放缓及服务业需求下滑（但并未出现失速下滑），但高利率压力的缓解或将刺激制造业需求，美国经济进入“金发姑娘”式软着陆情景。从历史经验来看，以“全球央行净降息比例”（采用全球“降息比例”的央行减去“加息比例”的央行）衡量全球流动性的宽松程度，该指标往往领先于全球制造业周期的修复，意味着随着全球央行降息周期的开启，此前高利率环境下被压制的需求有望逐步得以释放。而随着 9 月美联储重启降息周期且市场对于明年终端利率的水平预期是 3%，这意味着后续美国制造业周期的修复节奏也将成为我们观测的重点内容。如果美国制造业修复带领美国经济进入结构性复苏，那么美元指数走弱的幅度则将取决于美国经济和非美国国家经济强弱程度的对比，“弱美元”的顺畅程度也开始打下问号。事实上，近期我们也观察到罗素 2000 开始同时跑赢标普 500 和纳指，市场已经开始定价美国经济的“软着陆”，而这也意味着未来即便是美国经济相对较弱、美元继续走弱，但这个过程可能也不如市场所预期的那么顺畅。

图表13：最近几年美国服务业和制造业 PMI 持续分化



来源：Wind，国金证券研究所

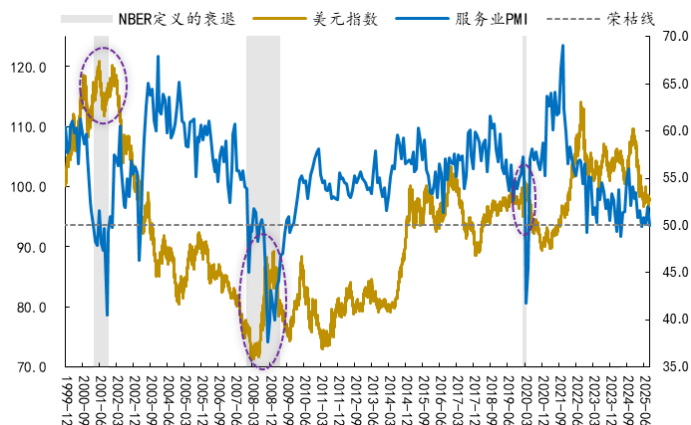
图表14：最近几年非 AI 和住宅投资增速与服务消费支出增速的“负剪刀差”持续扩张



来源：BEA，国金证券研究所；注：图中增速差为非 AI 和指搞投资增速-服务消费支出增速，且上述数据均为同比增速。

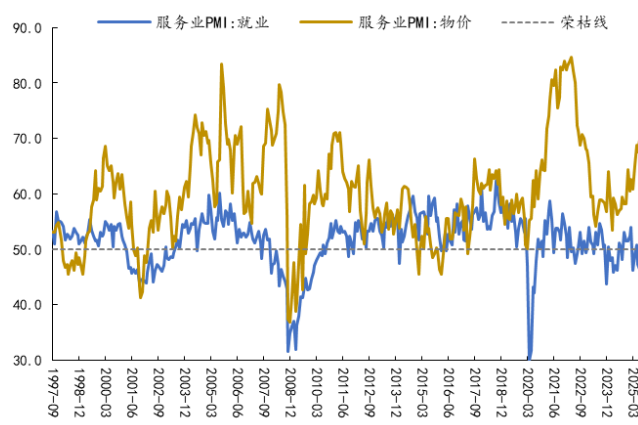


图表15: 历史经验表明, 当服务业PMI 失速掉至荣枯线之下时, 美元指数反而可能出现反弹风险



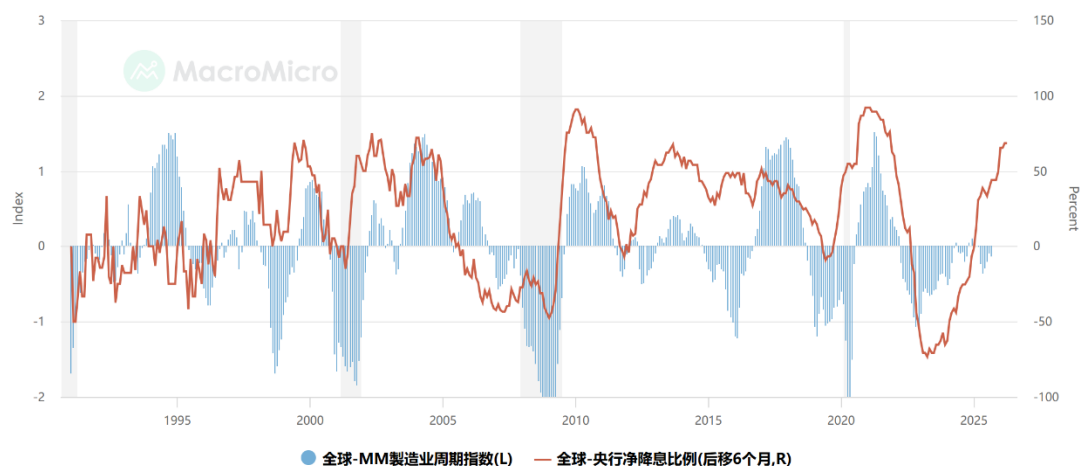
来源: Wind, 国金证券研究所

图表16: 服务业内部结构分化, 就业指标维持荣枯线之下, 而物价指数则持续处于高位



来源: Wind, 国金证券研究所

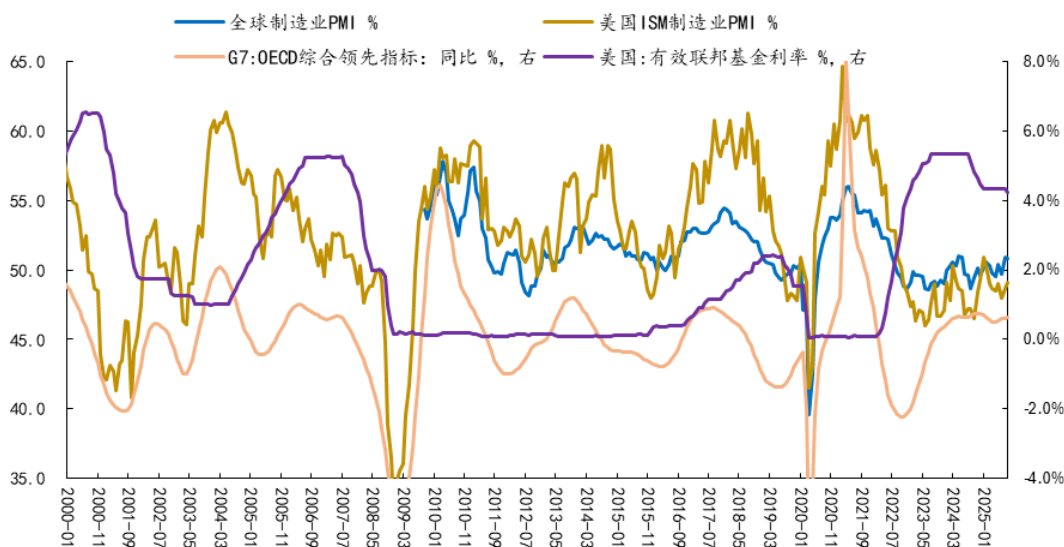
图表17: 历史经验显示全球央行净降息比例的上升领先于全球制造业周期修复



来源: MacroMicro、国金证券研究所



图表18：美国低利率环境同样利于美国制造业周期修复



来源：Wind、CEIC、国金证券研究所

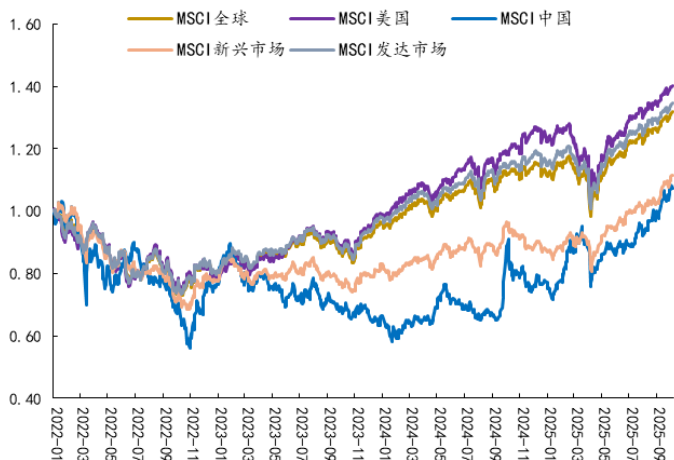
3、中国资产：分叉的十字路口

过去一段时间市场对于国内基本面关注度较低，同时也正在享受美元流动性宽松的“资产盛宴”，而未来美元指数的两种不同演绎路径对于A股映射逻辑也存在差异性：

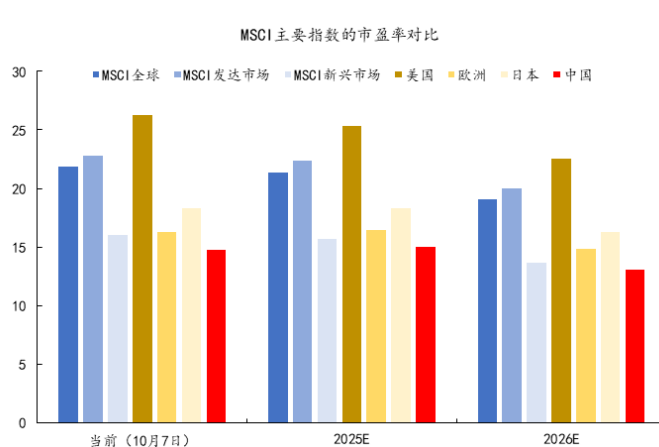
路径一：如果美元的反弹是出于避险需求的上升，投资者或将更加倾向于持有美元现金，此前受益于美元充裕流动性的非美市场反而可能出现资金外流。对于A股市场而言，我们更加倾向于认为在此情形下所受到的冲击相对有限：一方面，过去几年在美股为代表的海外资产长期牛市之下，海外资产更为受到资金的青睐，而以MSCI为代表的中国资产反而涨幅较为落后；另一方面，即便是经历2024年“924”以来的股价上涨，但相较于海外资产而言（如美股的市盈率远高于全球及发达市场整体估值水平），中国资产的市盈率依然处于相对低位。事实上，参考彭博对于2025年和2026年的盈利预测，中国资产所隐含的估值水平和美股为代表的发达市场估值水平仍有较大差距。这意味着，美元指数因避险需求而出现的反弹风险对于中国资产的影响或相对可控，中国资产在此情形下反而可能表现相对韧性。但需要警惕的是，我们此前提到的中国泛科技领域出现的与海外联动性加强，考虑到此前较高涨幅，受到美元走强压力较大。

图表19：过去今年MSCI中国指数跑输全球股指

图表20：当前中国资产隐含的估值水平依然相对较低



来源：Wind，国金证券研究所；注：以2021年12月31日的收盘价为1进行标准化。

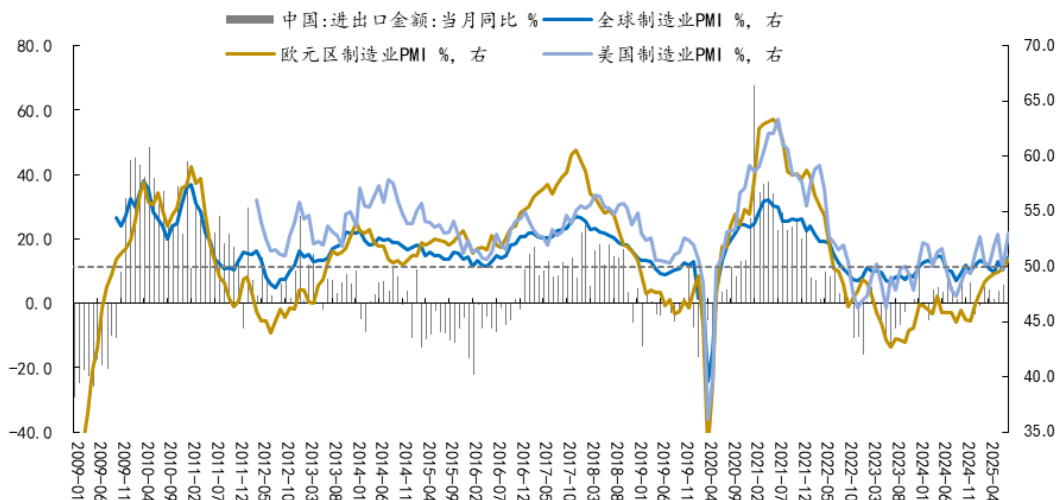


来源：Bloomberg，国金证券研究所



路径二：受益于美国制造业需求的外溢效应，出口的增量需求反而可能得到进一步巩固和强化，进而对国内基本面和盈利修复起到提振作用。节前披露的9月制造业PMI环比虽有回升，但国内经济修复基础尚且不够牢固，主要体现为生产强于需求，未来倘若需求出现下滑，生产可能也随之出现边际走弱的迹象。但未来可能出现的演绎路径是：美国制造业复苏与全球制造业回暖→出口订单回暖→需求修复且国内“反内卷”继续执行→价格企稳并带动企业盈利修复。事实上，从制造业PMI分项来看，外需韧性仍是当下制造业的主要支撑，体现为新出口订单和小型企业环比回升幅度较大；与此同时，高频数据显示，9月以来出口仍具备韧性。对于中国资产（A股和港股）而言，脆弱点在美元走弱下与全球资产发生高度共振的板块。两种不同场景，低位的中国顺周期资产具有最好的估值保护与潜在收益可能，受益于全球制造业周期修复的产业链条有边际上最大变化。

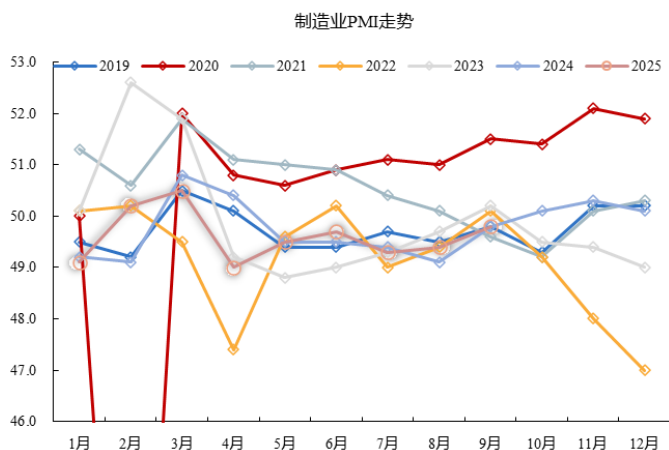
图表21：全球制造业投资周期的修复利好中国出口需求的改善



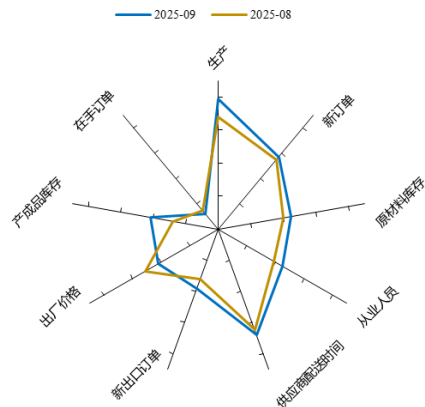
来源：Wind、CEIC、国金证券研究所；注：以上制造业PMI数据均采用的是标普制造业PMI。

图表22：9月制造业PMI环比回升，但仍在荣枯线之下

图表23：9月PMI内部结构分化



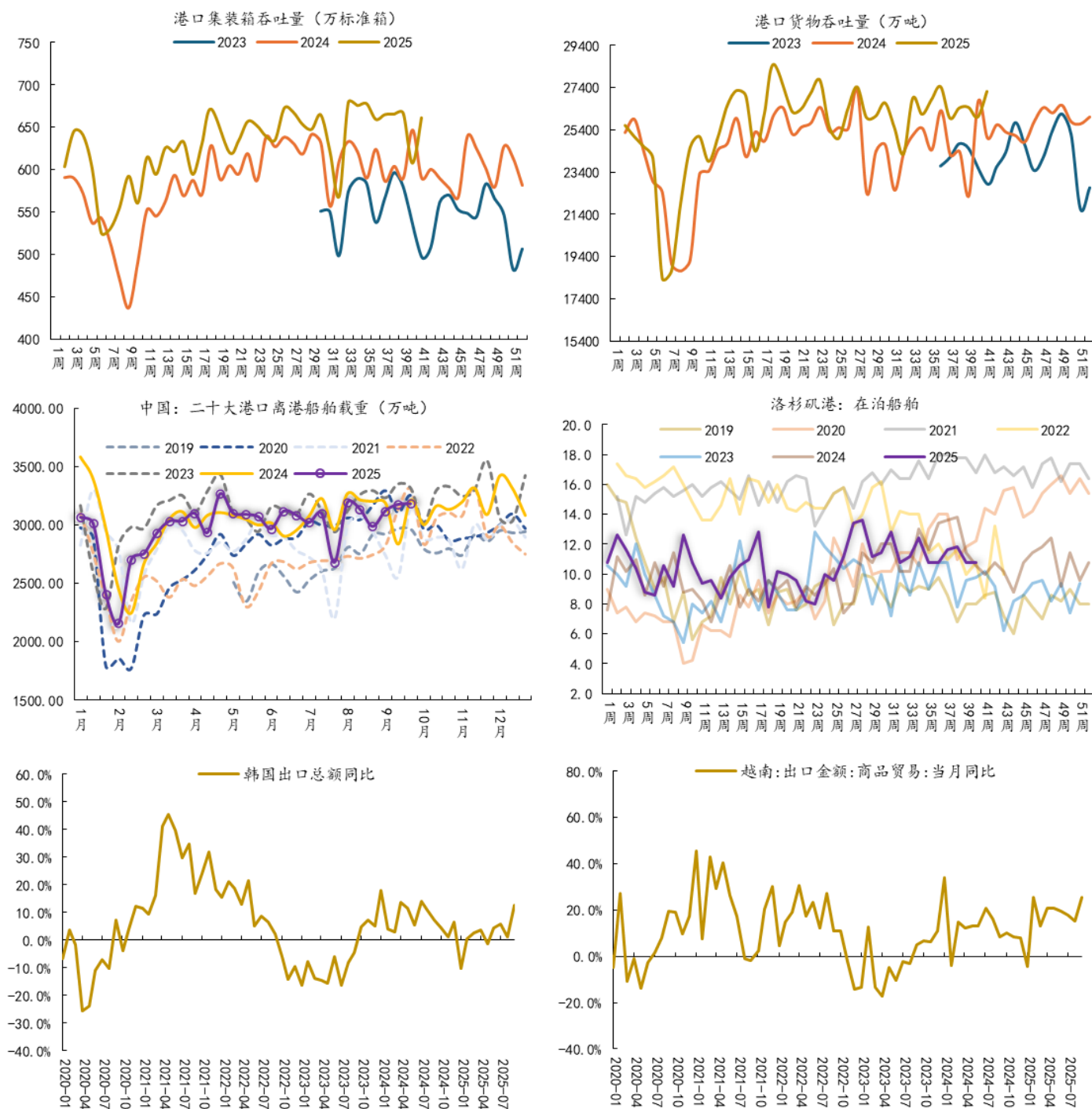
来源：Wind，国金证券研究所



来源：Wind，国金证券研究所



图表24：高频数据显示，9月出口数据仍具备韧性



来源：Wind、CEIC、国金证券研究所

4、美元交易逆转下中国资产的“以我为主”

过去，全球投资人认为美元是财政扩张与科技繁荣下唯一买单者，美元继续走弱成为了所有资产过去一段时间交易的核心主线。在对于中国实际基本面“漠不关心”下，中国权益市场在防御的红利资产与经济相关的顺周期资产滞涨的情况下，与全球出现了共振的上涨。历史经验告诉我们，中国牛市往往依赖于“中国故事”，没有理由相信“弱美元”会成为中国长期牛市的真正基石。对于弱美元逻辑的过度依赖将意味着牛市行进中需要一次换挡，我们也建议投资者无论从全球的驱动逻辑和国内的变化上，都做好更多准备：

第一，同时受益于国内反内卷带来的经营状况改善、海外降息后制造业活动修复与投资加速的实物资产：上游资源（铜、铝、油、金）、资本品（工程机械、重卡、锂电、风

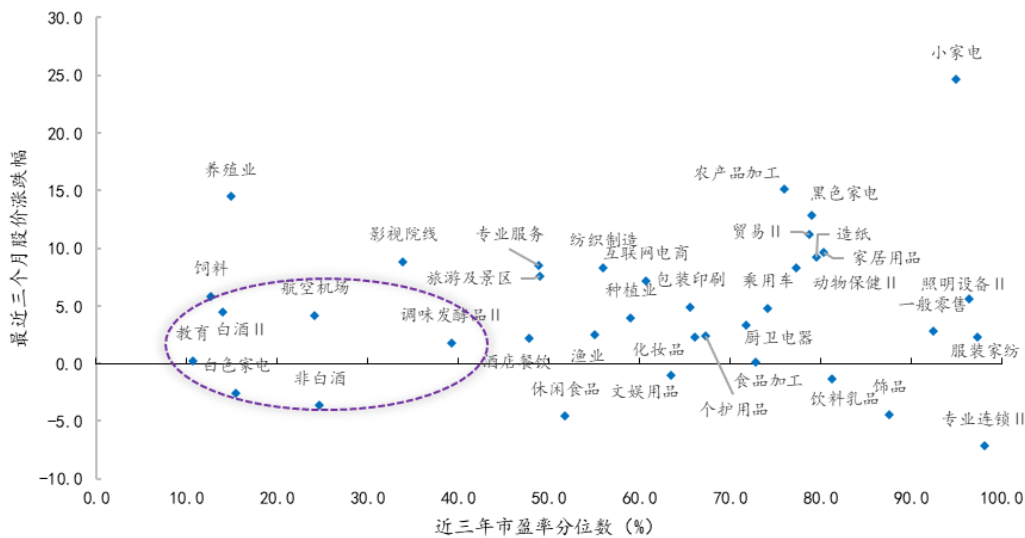
电设备) 以及原材料 (基础化工品、玻纤、钢铁);

第二，盈利修复之后内需相关领域也将逐渐出现机会：食品饮料、航空、机场等；

第三，保险的长期资产端将受益于资本回报见底回升。

本周行业推荐中，我们新增出行相关板块中的航空、机场，新增理由为当前航空机场属于低位的顺周期消费资产，近三年估值分位数水平在所有的消费板块中相对较低；与此同时，国庆假期期间出行数据好于去年同期，预计在“估值低位+景气修复”的情形下或将存在补涨需求。

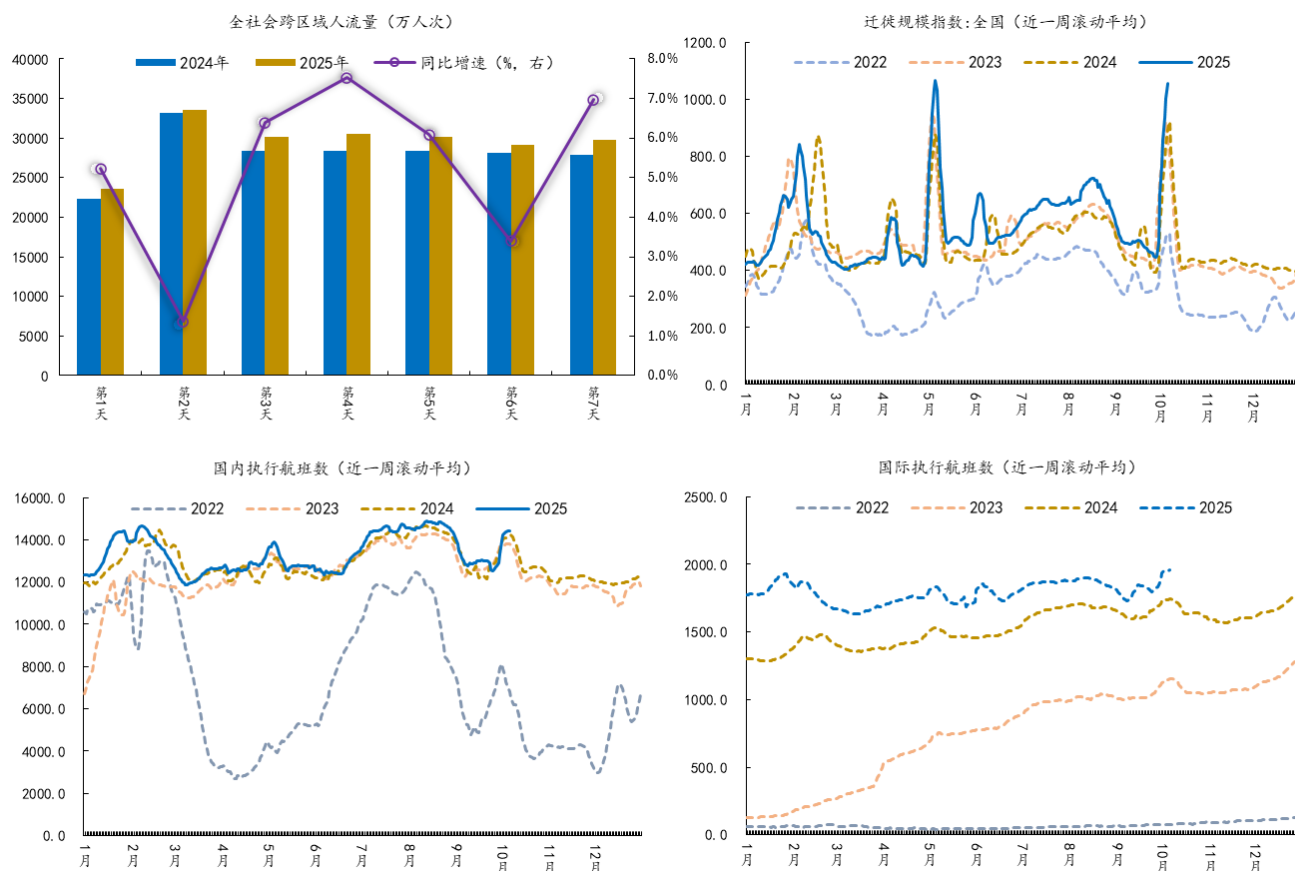
图表25：当前仍处于低位的顺周期消费资产



来源：Wind、国金证券研究所



图表26：国庆期间高频数据显示，出行数据好于去年同期



来源：Wind、国金证券研究所

5、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，那么文中对于企业资本回报企稳回升的假设也就不适用。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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