

多元资产配置系列（十九）

黄金上涨的逻辑：全球避险资产不足

核心观点

风险事件频发推升全球避险逻辑和安全资产需求。近年来，海外地缘政治与经济环境的不确定性显著加剧，推动市场对安全资产的配置需求持续升温。乌克兰危机长期化，中东局势紧张，欧美主要经济体政策路径分歧扩大、贸易单边变化等事件频发，导致国际资金风险偏好持续受到压制。与此同时，全球经济增长动能放缓的预期升温，叠加海外部分经济体债务风险隐现，进一步催化避险情绪，贵金属为代表的资产，在投资中作为抵御系统性风险的“压舱石”作用持续强化。

主权债安全性衰减，全球安全资产供给短缺问题凸显。传统安全资产体系呈现四维分类格局：发达经济体主权债、私营部门安全资产、新兴市场主权债及全球央行危机管理工具。当前市场面临的核心矛盾在于，传统安全资产供给增速与避险需求扩张形成显著背离——发达经济体主权债受财政约束掣肘，私营部门资产则面临信用溢价波动，两者供给弹性持续弱化。

全球央行持续购金、特朗普加征关税推升避险情绪，黄金价格中枢进入上行通道。短期来看，美国对外关税预期扰动下，全球避险储备资产的进口需求激增或放大黄金价格弹性，LME 现货流动性趋紧或引发技术性逼空，加剧市场双向波动风险。中期来看，1 月美联储发布会上鲍威尔偏鸽的表态重塑美联储降息路径，弱美元周期将驱动金价中枢上移。长期趋势层面，DeepSeek、加密货币对海外科技和美元底层逻辑的突破或将加速全球货币体系重构，叠加地缘格局演变，全球货币体系多元化进程料将持续夯实黄金的长期配置价值。

高质量发展、新质生产力呵护下的新兴市场人工智能科技趋势+黄金等贵金属主导的全球供不应求的避险资产构成“安全与发展”杠铃策略，是未来中长期值得布局的方向。

风险提示：特朗普 2.0 政策不确定性；美联储货币政策的方向和节奏不确定性；人工智能技术迭代与全球避险替代资产冲击。

策略研究·策略专题

证券分析师：王开

021-60933132

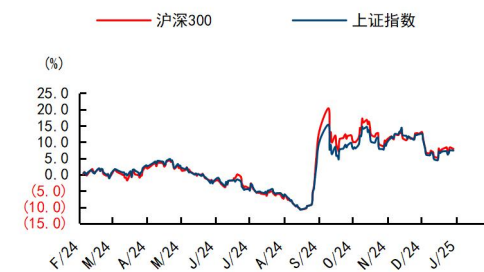
wangkai8@guosen.com.cn

S0980521030001

基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	6292.67/-3.46
创业板/月涨跌幅(%)	2063.82/-6.40
AH 股价差指数	142.39
A 股总/流通市值(万亿元)	20.03/18.12

市场走势



资料来源：万得、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《策略专题-BSD 公式：红利为基，深挖成长机遇》——2025-02-04
- 《资金跟踪与市场结构周观察(第五十一期)-节前成交继续攀升》——2025-01-31
- 《指数投资大时代专题-迎接指数基金和被动投资新浪潮》——2025-01-27
- 《ESG 月度观察(2025 年第 1 期)——ESG 基金增量扩容，碳中和主题领涨》——2025-01-27
- 《百年未有之大变局下的机遇和挑战(三)-如何构建应对贸易不确定因素的投资组合》——2025-01-27

内容目录

风险事件频发推升全球避险需求	4
全球安全资产供给短缺问题凸显	7
黄金价格中枢有望进入持续上行通道	10
参考文献	12

图表目录

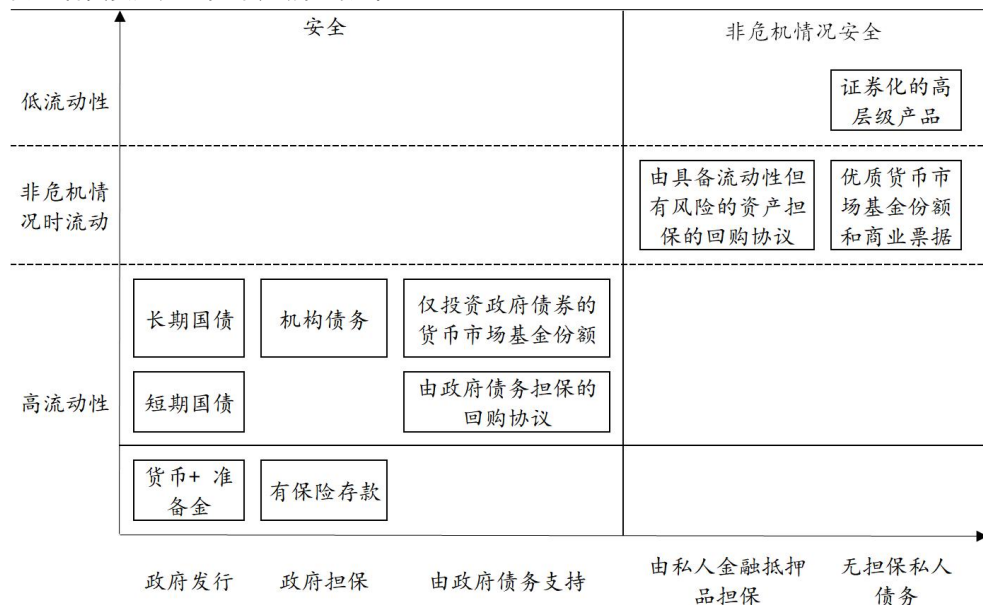
图1：各类资产安全性与流动性的定位	4
图2：安全资产范围的界定和在金融资产中的定位	5
图3：净安全资产的扩张趋势（美国范围）	5
图4：净安全资产规模的大幅提高（发达经济体）	5
图5：以往全球长期真实利率跟随安全资产供应变动，2010年后全面脱钩	6
图6：海外地缘冲突、避险情绪驱动金价不断创下新高	6
图7：海外发达经济体的安全资产持有量占比越来越高	7
图8：按国家划分的金融部门和世界其他地区净安全资产流动的方差分解	7
图9：全球外汇储备占比：美元敞口逐步降低	8
图10：美元信用与金价出现幅度上的脱钩	8
图11：全球黄金储备相对增速（红）超出黄金储备增速（蓝）	8
图12：美债的海外持有者比例下降	8
图13：危机前后的安全资产变化测算	9
图14：全球传统安全资产供需情况	9
图15：全球新安全资产供需情况	9
图16：过去两年时间内黄金价格走势和相关观点发布	10
图17：黄金持仓跟随金价一起不断创新高	10
图18：乌克兰危机后各国对黄金储备的态度区别	11
图19：三季度全球黄金需求总额突破千亿美元大关	11
图20：全球央行未来五年囤积美元和黄金的意愿调查	11
图21：2009Q2以来，全球央行持续净购金	11
图22：美股科技巨头的高成长和黄金价格短期内此消彼长	12

近日伦敦现货黄金市场正经历一场流动性危机——据英国金融时报披露，从英格兰银行提取实物黄金的等待周期已从常规的几天拉长至 4-8 周。这场跨大西洋的黄金大迁徙背后，是纽约商品交易所（COMEX）黄金库存自 2023 年 11 月以来激增 75% 至 926 吨，而伦敦市场的库存正被两大力量加速抽离：其一，特朗普关税政策预期引发的避险需求；其二，纽约期货相对伦敦现货高达 60 美元/盎司的套利空间，刺激交易商争相实施“黄金大挪移”。与此同时，全球央行正以创纪录速度囤积黄金。历史新高的金价遇上全球安全资产的短缺，黄金市场格局持续重塑。

风险事件频发推升全球避险需求

安全资产的核心特征在于其价值贮藏功能的绝对可靠性。“安全性”与“流动性”概念常被混淆，但二者实则存在本质差异。安全属性与流动性并不存在必然关联，市场实践中既存在构造性低流动的安全资产（如存款保险覆盖的定期储蓄、抵押品担保的回购协议），也存在危机时期流动性超越安全资产的典型风险资产（如上市股票相较公司债、ABS 的表现差异）。

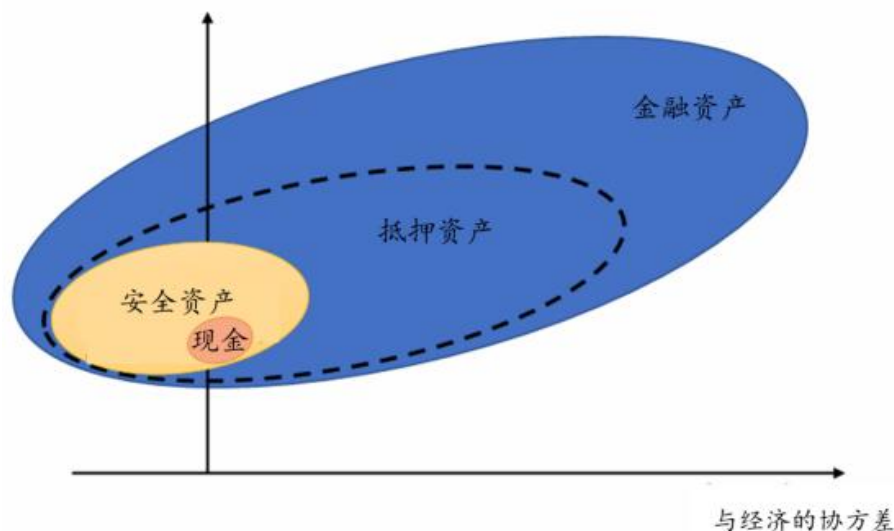
图1：各类资产安全性与流动性的定位



资料来源：Pascal Golec, and Enrico Perotti. (2017). Safe assets: a review. European Central Bank, 国信证券经济研究所整理

Markus K. Brunnermeier 等则提出：安全资产是指在市场动荡时期因集体共识而被广泛接受为低风险的优质抵押品，其安全性源于市场参与者的共同信念而非绝对偿付承诺。按照其划分范式，全口径的安全资产有两个层面：第一个层面是狭义的安全资产，市场共识赋予这类资产其安全性，它们在压力时期能够保持稳定价值，包括黄金、现金及现金等价物等；第二个是广义安全资产口径，多被认为是抵押资产，通过市场流动性溢价和信用背书实现价值提升，包括主权债、可作抵押品的政府债券等。

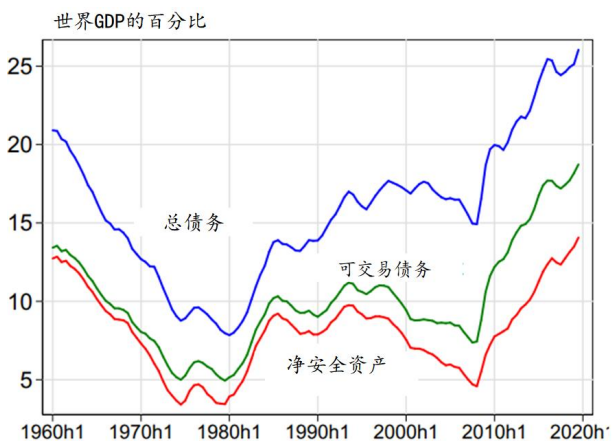
图2: 安全资产范围的界定和在金融资产中的定位



资料来源: Markus K. Brunnermeier, Sebastian Merkel, and Yuliy Sannikov. (2020). A Safe-Asset Perspective for an Integrated Policy Framework, 国信证券经济研究所整理

2008 年后, 随着全球金融监管强化、人口老龄化驱动的避险需求激增, 导致价格敏感的边际投资者持续追逐有限的安全资产, 虽然发达国家通过扩大债务增加了安全资产供给, 但安全资产需求增长更快导致供给短缺, 中性利率仍保持下降。

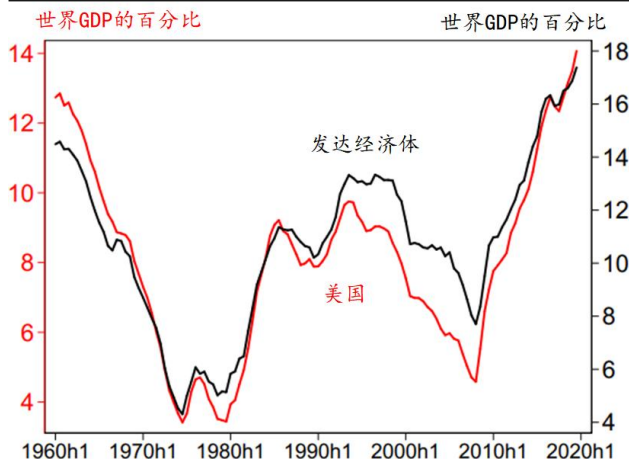
图3: 净安全资产的扩张趋势 (美国范围)



资料来源: Thiago Ferreira, and Samer Shousha. (2021) Supply of Sovereign Safe Assets and Global Interest Rates, 国信证券经济研究所整理

注: 所有数据均以世界 GDP 的百分比表示。总债务是指美国的总政府债务。可交易债务包括可在二级市场上买卖的政府债券。净安全资产是指私人部门持有的可交易债务, 即从总可交易债务中排除外国政府持有的部分。发达经济体的安全资产净供给量衡量包括美国、德国、法国和英国政府的债券。

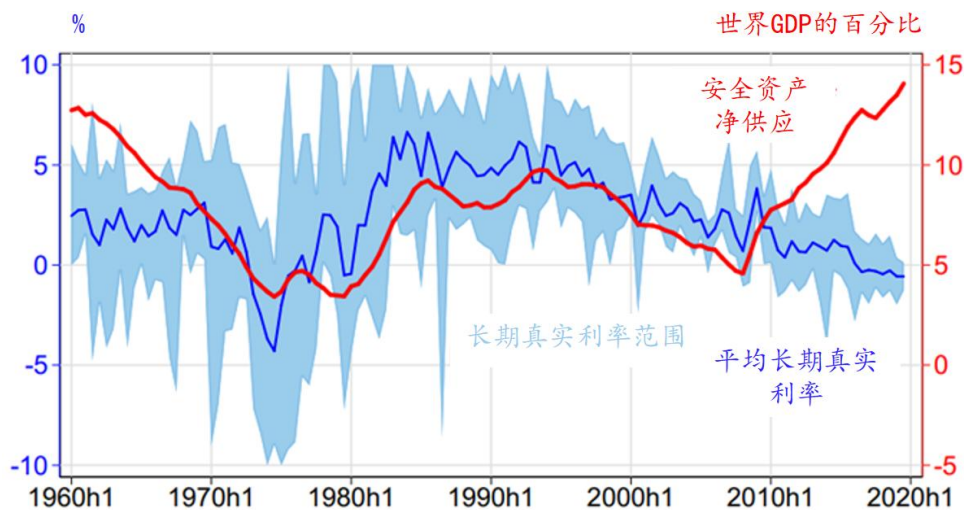
图4: 净安全资产规模的大幅提高 (发达经济体)



资料来源: Thiago Ferreira, and Samer Shousha. (2021) Supply of Sovereign Safe Assets and Global Interest Rates, 国信证券经济研究所整理

注: 所有数据均以世界 GDP 的百分比表示。总债务是指美国的总政府债务。可交易债务包括可在二级市场上买卖的政府债券。净安全资产是指私人部门持有的可交易债务, 即从总可交易债务中排除外国政府持有的部分。发达经济体的安全资产净供给量衡量包括美国、德国、法国和英国政府的债券。

图5：以往全球长期真实利率跟随安全资产供应变动，2010年后全面脱钩



资料来源：Thiago Ferreira, and Samer Shousha. 2021. Supply of Sovereign Safe Assets and Global Interest Rates, 国信证券经济研究所整理

注：蓝色阴影区域显示了实际利率的范围，由政策利率减去已实现的通货膨胀率来衡量。实线蓝色线表示平均实际利率。样本涵盖了以下经济体：澳大利亚、加拿大、丹麦、欧元区、日本、挪威、新西兰、瑞典、瑞士、英国和美国。为了更清晰的展示，排除了实际利率大于10%和小于-10%的值。红色线是对美国国债净供应量的衡量。

近年来，全球地缘政治与经济环境的不确定性显著加剧，推动市场对安全资产的配置需求持续升温。乌克兰危机长期化、中东局势紧张、欧美主要经济体政策路径分歧扩大等事件频发，导致国际资金风险偏好持续受到压制。与此同时，全球经济增长动能放缓的预期升温，叠加海外部分国家债务风险隐现，进一步催化避险情绪，黄金等安全资产作为抵御系统性风险的“压舱石”作用持续强化。

图6：海外地缘冲突、避险情绪驱动金价不断创下新高



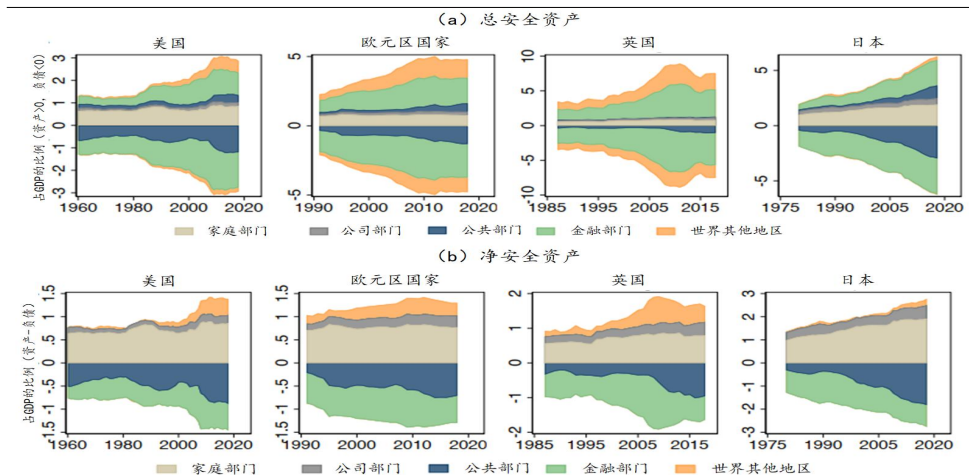
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

注：GPR 指标为 Dario Caldara 和 Matteo Iacoviello 根据 10 份报道地缘政治紧张局势的报纸的电子档案的自动文本搜索结果的记录，构建的衡量不利地缘政治事件和相关风险的方法。

全球安全资产供给短缺问题凸显

全球经济体对安全资产供给能力弱，但对安全资产的需求不断上升，造成全球安全资产供需缺口急剧拉大。目前，新兴经济体与发达经济体之间的金融发展水平差距较大，未来现金流以本币证券化的程度往往受限。因此，这些地区对安全资产的需求主要转向了发达经济体。自 1980 年以来，全球其他地区对安全资产的持有量占 GDP 的比重持续上升，发达经济体金融部门 46% 安全资产供给波动源于外国需求。尽管新兴经济体对安全资产的需求不断增长，但其自身创造和提供安全资产的体量有限，而传统债权类安全资产的供应增速已难以满足这一需求。

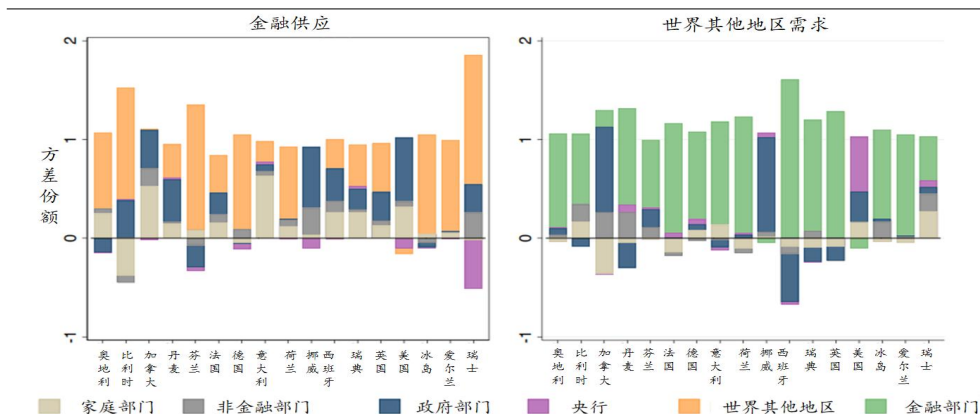
图7：海外发达经济体的安全资产持有量占比越来越高



资料来源：Madalen Castells Jauregui, Dmitry Kuvshinov, Bjorn Richter and Victoria Vanasco. (2024). Sectoral dynamics of safe assets in advanced economies, 国信证券经济研究所整理

注：安全资产包括货币、准备金、存款、黄金、特别提款权、货币市场共同基金份额以及由政府 and 金融中介发行的债券。总头寸是特定部门持有的全部安全资产或承担的安全负债的总和；净头寸是特定部门持有的安全资产与安全负债之间的差额。公共部门包括中央政府、地方政府和中央银行；金融部门包括银行（存款吸收机构）和非银行金融机构。欧元区国家的数据是奥地利、比利时、芬兰、法国、德国、意大利、荷兰和西班牙的名义头寸之和，除以这些国家的名义 GDP 总和，分子和分母均以欧元计价测算。

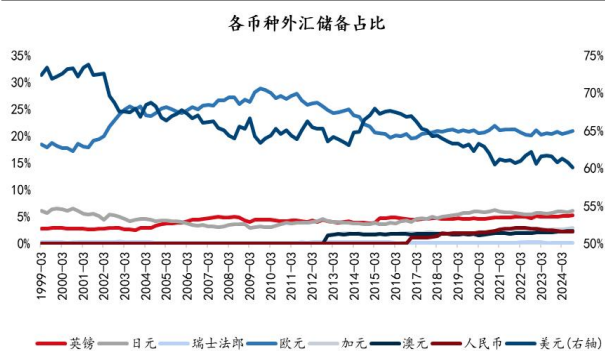
图8：按国家划分的金融部门和世界其他地区净安全资产流动的方差分解



资料来源：Madalen Castells Jauregui, Dmitry Kuvshinov, Bjorn Richter and Victoria Vanasco. (2024). Sectoral dynamics of safe assets in advanced economies, 国信证券经济研究所整理；注：每个柱形对应于特定国家内特定部门（金融部门或世界其他地区）1 年期净安全资产流动的方差份额。方差分解是通过将特定部门（金融部门或世界其他地区）的 1 年期净安全负债流动（安全负债减去资产）与其他部门的 1 年期净安全资产持有量流动（安全资产减去负债）回归得到。这些方差份额的总和为 1，或存在小部分残差。

发达国家主权债的信用正在衰减，传统安全资产供给进一步受限。国际金融体系中的安全资产一大主要构成是主要发达国家发行的主权债券，这些债券凭借发行主体的特殊属性获得市场信任。全球官方部门依托其制度优势和税收能力构建的偿付保障机制，使得此类债券具有区别于其他金融工具的本质安全性。但近年来部分海外高收入国家财政体系的持续承压暴露出结构性矛盾。福利支出刚性增长与税收调节能力弱化形成财政收支缺口，叠加危机时期债务扩张政策的长期影响，导致主权信用基础面临侵蚀风险。这种信用创造能力的弱化在安全资产市场表现得尤为显著：市场对安全资产的刚性需求与财政可持续性之间的内生冲突，既制约了优质资产的供给能力，也加剧了政策选择的多重约束。

图9：全球外汇储备占比：美元敞口逐步降低



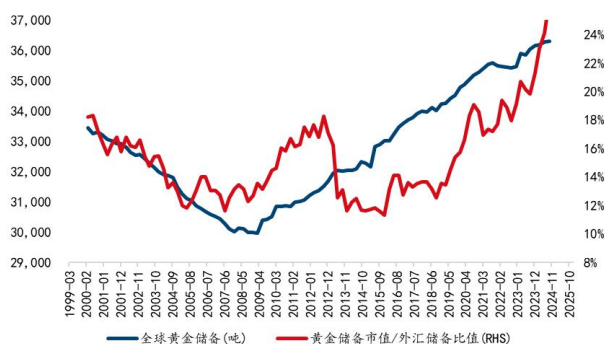
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图10：美元信用与金价出现幅度上的脱钩



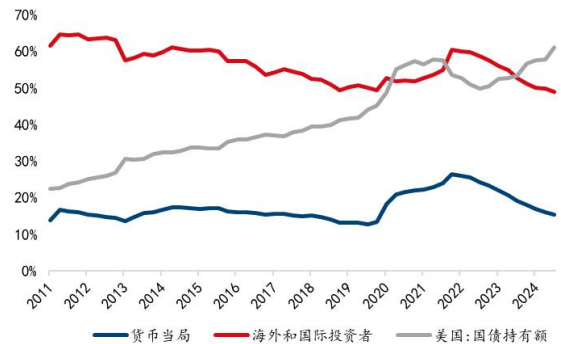
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图11：全球黄金储备相对增速（红）超出黄金储备增速（蓝）



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图12：美债的海外持有者比例下降



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

金融危机和欧债危机先后蔓延，海外私营部门供给的安全资产出现了断崖式下跌。2002-2007年间，为应对过度的安全性和流动性需求，美国和欧洲金融市场通过证券化高风险资产，凭借发达市场信用倍数凭空创造了大量“安全资产”。危机解除后，美国政府支持机构（GSE）、私人发行的ABS以及欧元区核心区之外的卫星外围经济体的主权债不再被认为是安全资产，这些带有“私人标签”的安全资产大幅度缩水。

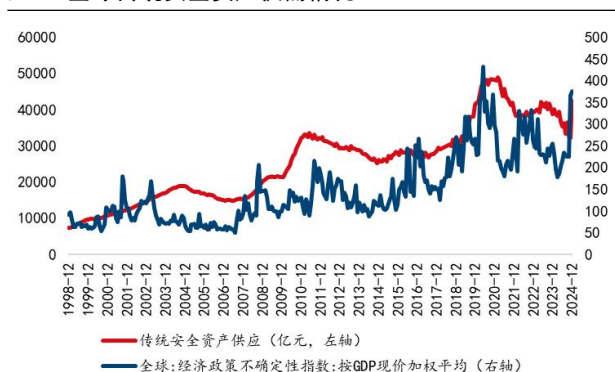
图13: 危机前后的安全资产变化测算

	十亿美元		世界GDP的百分比	
	2007	2011	2007	2011
由公众持有的美国联邦政府债务	5,136	10,692	9.2	15.8
美联储持有	736	1,700	1.3	2.5
公众持有	4,401	8,992	7.9	13.3
政府支持企业债务	2,910	2,023	5.2	3.6
机构和政府支持企业支持的抵押贷款池	4,464	6,283	8.0	9.3
私人发行的资产支持证券	3,901	1,277	7.0	1.9
德国和法国政府债务	2,492	3,270	4.5	4.8
意大利和西班牙政府债务	2,380	3,143	4.3	4.7
安全资产	20,548	12,262	36.9	18.1

资料来源: Ricardo J. Caballero, Emmanuel Farhi, and Pierre-Olivier Gourinchas. (2017). The Safe Assets Shortage Conundrum, 国信证券经济研究所整理

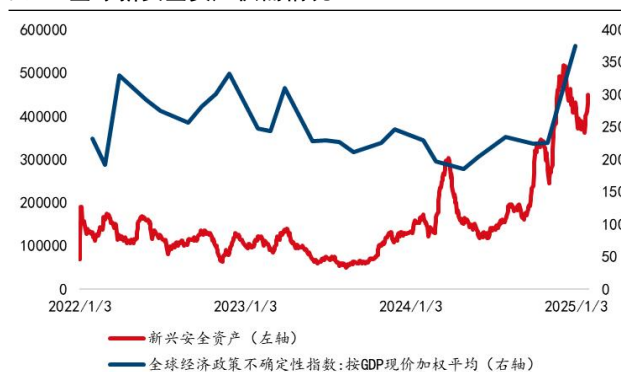
安全资产在欧美两轮危机后格局重塑, 债权类的传统安全资产和贵金属为代表的新安全资产供应均有所受限。发达国家赤字率大幅提高、私营部门乃至官方的债权资产的安全系数都有打折, 乌克兰危机后美元计价类债券的信用进一步稀释, 无疑加剧了传统安全资产的“安全性”遭受调整, 以贵金属和加密货币为代表的新安全资产更符合当前市场对“安全性”的认知。安全资产体系呈现四维分类格局: 发达经济体主权债、私营部门安全资产、新兴市场主权债及央行危机管理工具。当前市场面临的核心矛盾在于, 传统安全资产供给增速与避险需求扩张形成显著背离——发达经济体主权债受财政约束掣肘, 私营部门资产则面临信用溢价波动, 两者供给弹性持续弱化。具体来看, 美债虽维持全球流动性基准地位, 但联储政策路径的反复已导致其波动率中枢系统性抬升; 日元、瑞郎等传统避险货币, 则在主要央行资产负债表重构过程中, 受跨境利差走阔影响呈现避险功能弱化特征。特别是乌克兰危机后, 美国在欧洲的一系列行为导致全球主要国家在储备资产中都一定程度削减美债, 寻求黄金等安全资产避险。传统安全资产存在供需不匹配, 新安全资产虽然一度崛起但是较避险需求而言, 规模仍然受限。全球安全资产不足的一个典型证据是 2022 年初乌克兰危机之前, 海外加密货币和黄金价格是此消彼长的, 二者同被海外投资者认为是安全资产, 具有替代分流属性; 而乌克兰危机爆发后, 加密货币和黄金价格同涨, 安全资产不足、全球资金的大幅流入反映出二者具有互补属性。

图14: 全球传统安全资产供需情况



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

图15: 全球新安全资产供需情况



资料来源: 万得, 彭博, 国信证券经济研究所整理

注: 传统安全资产范围包括美国、意大利、西班牙、法国、德国、日本的国债, 按照发行额累加并按照人名币计价。

注: 新安全资产范围包括黄金、白金和加密货币, 按照加密货币成交量、SPDR 黄金 ETF 持有量、SLV 白银 ETF 持有量累加。

黄金价格中枢有望进入持续上行通道

海外地缘冲突增加市场对黄金的需求。乌克兰危机延宕、中东局势动荡与特朗普上台加征关税印证了“黑天鹅”事件的常态化。2022 年乌克兰危机爆发后首月金价涨幅达 6.66%，2023 年巴以冲突期间爆发后十天内黄金波动率指数（GVZ）跳升近 30%。美欧主导的所谓 SWIFT 制裁体系加速了多极货币秩序重构。黄金作为非主权属性的全球“无国籍货币”，在地缘博弈加剧下正成为国家储备多元化及民间财富保值的核心载体。

图16: 过去两年时间内黄金价格走势和相关观点发布



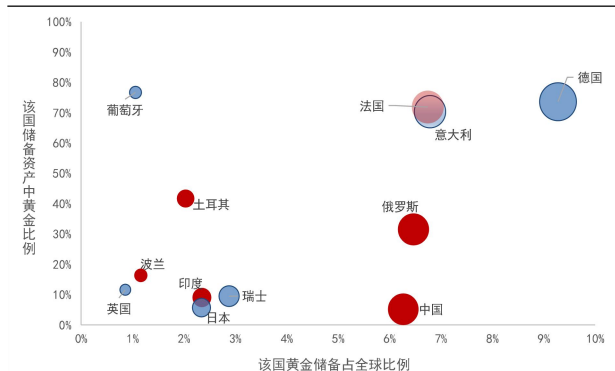
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图17: 黄金持仓跟随金价一起不断创新高



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图18: 乌克兰危机后各国对黄金储备的态度区别



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：红色圆圈代表 2022 年 2 月乌克兰危机以来该国增持黄金作为储备资产的经济体。

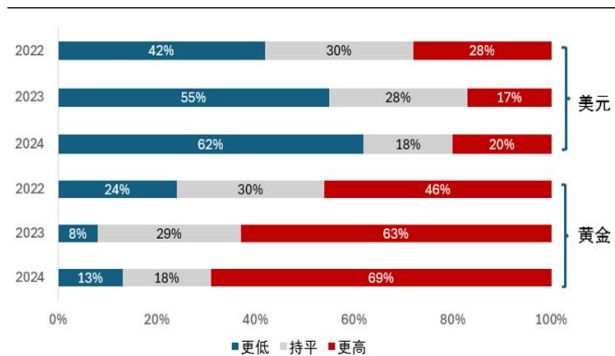
图19: 三季度全球黄金需求总额突破千亿美元大关



资料来源：世界黄金协会，国信证券经济研究所整理

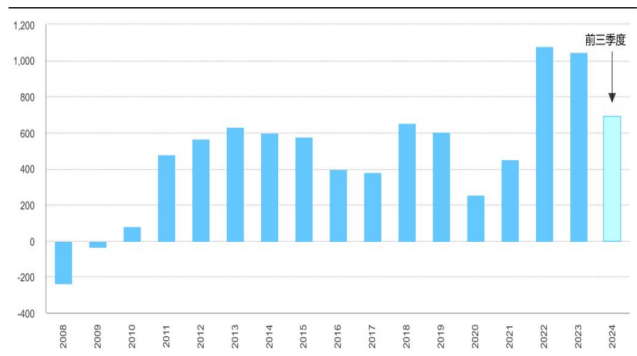
未来全球央行仍有继续广泛增配黄金的意愿，这也为黄金价格形成支撑。在大量持有黄金非美国家中，乌克兰危机后广泛增持黄金储备的，除了中印外还有俄罗斯、法国、土耳其、波兰等经济体，无论是西方阵营还是新兴市场，都或多或少对美元存在一定不信任。德、法、意、葡等欧洲经济的黄金储备甚至占到该国官方储备资产的七、八成。按照各国央行对未来五年内持有黄金还是美元的意愿分布，2022 年以来愿意将来持有更多黄金的央行比例从不到五成上升到七成，这也构成中长期金价上涨的条件。

图20: 全球央行未来五年囤积美元和黄金的意愿调查



资料来源：彭博，世界黄金协会，国信证券经济研究所整理

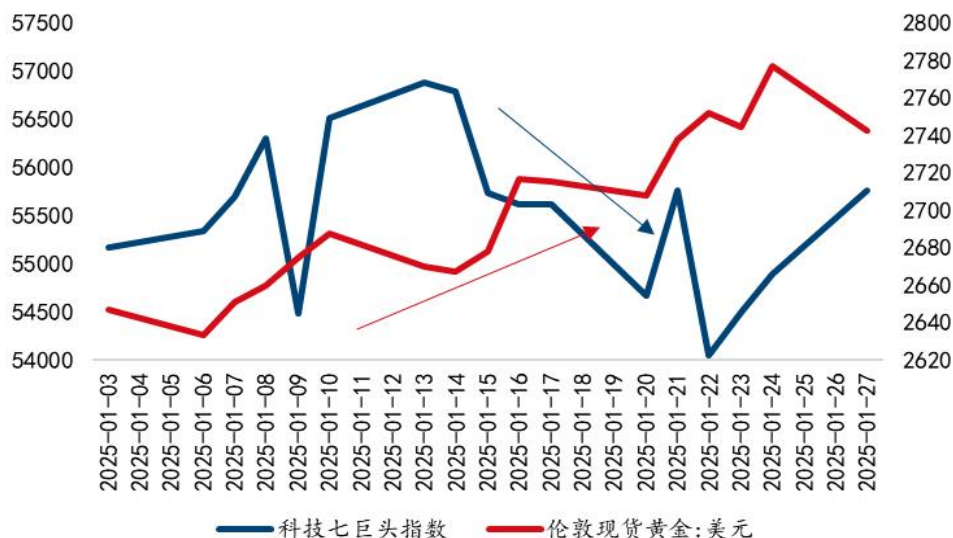
图21: 2009Q2 以来，全球央行持续净购金



资料来源：世界黄金协会，国信证券经济研究所整理 注：图中数据为全球央行及官方部门黄金年需求量

近期 DeepSeek 对美国科技股的冲击，也一定程度强化了黄金去美元化的中长期逻辑。美元与半导体芯片捆绑的战略很可能被打破，由于市场对高端 AI 芯片有强烈需求，美元能够在芯片交易中流通频繁。从市场的角度来看，DeepSeek 等新技术、新趋势通过较低的成本实现了较高的性能，平替效应导致高端芯片的需求增速放缓；从投资角度来看，新兴市场人工智能技术的崛起使得海外半导体企业的业绩和股价承压，投资者对美国芯片产业的信心受到打击，可能一度影响美国芯片企业在全世界市场的估值和融资能力，导致美元资金在这一领域的投资吸引力下降；从技术竞争的角度来看，DeepSeek 打破了美国科技公司依赖大量投入获取回报的传统方式，激励其他国家和公司加大自主研发的力度，减少对美国芯片技术的依赖，使美国难以通过技术垄断迫使其他国家在芯片交易中使用美元。从上述新的路径来剖析：高质量发展、新质生产力呵护下的新兴市场人工智能科技趋势+黄金等贵金属主导的全球供不应求的避险资产构成“安全与发展”杠铃策略，是未来中长期值得布局的方向。

图22: 美股科技巨头的高成长和黄金价格短期内此消彼长



资料来源: 万得, 国信证券经济研究所整理

参考文献

- [1]Madalen Castells Jauregui, Dmitry Kuvshinov, Bjorn Richter and Victoria Vanasco (2024), Sectoral dynamics of safe assets in advanced economies[R], CEPR Discussion Papers 19025.
- [2]Markus K. Brunnermeier, Sebastian Merkel, and Yuliy Sannikov (2020), A Safe-Asset Perspective for an Integrated Policy Framework[R], The Asian Monetary Policy Forum: Insights for Central Banking.
- [3]Pascal Golec, Enrico Perotti (2017), Safe assets: a review[R], European Central Bank.
- [4]Ricardo J. Caballero, Emmanuel Farhi, and Pierre-Olivier Gourinchas (2017), The Safe Assets Shortage Conundrum[J], Journal of Economic Perspectives.
- [5]Thiago Ferreira, Samer Shousha (2021), Supply of Sovereign Safe Assets and Global Interest Rates[R], International Finance Discussion Papers 1315. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- [6]邢军峰 (2021), 安全资产供需失衡及其影响[J], 企业经济.
- [7]张梦 (2021), 关于安全资产短缺问题的研究进展综述[J], 武汉金融.

风险提示

- (1) 特朗普 2.0 政策不确定性；
- (2) 美联储货币政策的方向和节奏不确定性；
- (3) 人工智能技术迭代与全球避险替代资产冲击。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032