

资产概览：商品跑赢权益，但内部分化显著

■ ——大类资产配置全球跟踪 2026 年 4 月第 3 期

本报告导读：

4/20 至 4/24 期间，全球风险偏好修复斜率放缓，商品整体跑赢权益，但内部分化显著。年内涨幅原油累计超 60%，韩国综指超 50%。欧元兑美元年内涨幅转负。

投资要点：

- **跨资产比较：商品整体跑赢权益，但内部分化显著。** 4/20 至 4/24 期间，（1）资产表现：商品整体表现优于权益，但商品与权益内部均呈现明显分化。具体来看，商品中原油领涨，而贵金属则明显回调。权益方面，韩国综指领涨，日经 225 和纳斯达克表现相对较强，而欧洲股市普遍回调。此外，美元指数小幅反弹。中债市场延续回暖。并且，从年内涨幅看，布油已超 70%，WTI 原油已超 60%，韩国综指已超 50%，大幅领先其他资产；汇率方面，欧元兑美元年内涨幅已转负，而人民币兑美元升值幅度已超过 2%（2）相关性：1 年滚动相关系数显示，美股与日股（0.41→0.44）、美股与港股（0.52→0.54）间正相关程度边际提升。
- **权益：亚洲新兴逆势上涨，欧洲股市明显回调。** 4/20 至 4/24 期间，MSCI 全球指数下跌 0.2%。区域表现呈现出“新兴优于前沿和发达，亚洲优于北美和欧洲”的格局，且亚洲新兴逆势上涨 2%。从全球主要股指看，（1）发达市场中，美股延续上涨但内部明显分化。纳指（+1.5%）涨幅高于标普 500（+0.5%），而道指（-0.4%）转为小幅下跌。欧洲市场则整体转弱，法国 CAC40（-3.2%）跌幅最大，STOXX50（-2.9%）、英国富时 100（-2.7%）和德国 DAX（-2.3%）均明显回调。亚太发达市场中，日本日经 225（+2.1%）继续上涨但斜率放缓。港股恒科（-2.8%）跌幅居前，恒指（-0.7%）同步回落。（2）新兴市场中，A 股整体延续震荡上行。万得全 A 上涨 0.3%，涨幅较前期明显收窄，而创业板指（-0.3%）和国证 2000（-0.3%）转为下跌。科创 50（+2.1%）仍保持相对强势。韩国股市继续表现较强，韩国综指（+4.6%）和 KOSDAQ（+2.9%）维持上涨，但涨幅较前期有所收敛。并且，韩国综指年内涨幅已破 50%，高达 53.7%。其他新兴市场中，越南胡志明（+2.0%）和俄罗斯 RTS（+1.0%）表现相对较好；印度市场转弱。拉美市场延续调整。
- **债券：中债牛陡，美债熊平。**（1）中债：收益率曲线整体下移，10Y-2Y 期限利差边际扩大，整体呈“牛陡”特征。AAA 级票据收益率普遍下行，但仅 1Y、10Y 期信用利差边际收窄。（2）美债：收益率曲线整体上移，10Y-2Y 期限利差边际收窄，呈“熊平”特征。根据 CME FedWatch 数据，截至 4 月 26 日，美联储下次降息时间维持在 2027 年 9 月。
- **商品与汇率：商品/美元指数上涨。**（1）商品：南华（+0.4%）、CRB 商品（+4.5%）上涨，年内涨幅分别为 16.1%、26.9%。13 类主要商品的期货结算价 9 类录得上涨。其中，原油 Brent（+16.5%）、原油 WTI（+12.6%）涨幅居前；COMEX 银（-6.6%）、COMEX 黄金（-2.8%）跌幅居前。原油年内涨幅已涨破 60%，焦煤年内涨幅破 10%，COMEX 金银年内涨幅跌破 10%。（2）汇率：美元指数由跌转涨（0.3%）。非美主要货币中，欧元、人民币（CFETS）、日元兑美元贬值 0.4%、0.1%、0.5%。英镑兑美元升值 0.1%。自年初以来，美元指数累计涨幅为 0.3%。英镑、人民币（CFETS）兑美元累计升值 0.4%、2.2%。欧元、日元兑美元累计贬值 0.2%、1.7%。
- **风险提示：**数据时效性；宏观环境显著变化；资产走势超预期；地缘摩擦。

请务必阅读正文之后的免责条款部分



方奕(分析师)
021-38031658
fangyi2@gtht.com
S0880520120005



郭佼佼(分析师)
021-38031042
guojiaojiao2@gtht.com
S0880523070002

相关报告

成交活跃度上升，上证 50 估值领涨 2026.04.26
26Q1 公募基金重仓配置数据库 2026.04.23
AI 增长中枢上行，周期品价格分化 2026.04.22
重拾信心：融资大幅加仓，外资情绪回暖 2026.04.21
2025 年业绩跟踪数据库 0420 2026.04.20

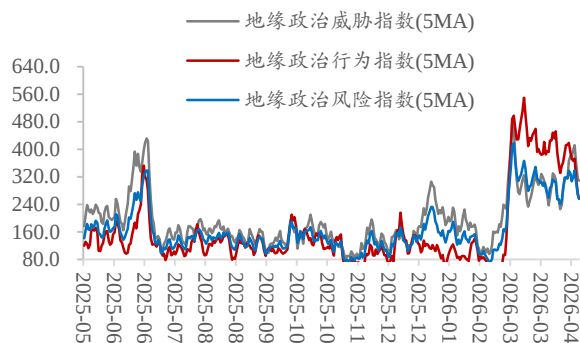
目录

1. 跨资产：商品跑赢权益，但内部分化显著.....	3
2. 权益：亚洲新兴逆势上涨，欧洲股市明显回调.....	5
3. 债券：中债牛陡，美债熊平	7
4. 商品与汇率：商品指数/美元指数上涨	9
4.1. 商品指数上涨，原油涨幅领先	9
4.2. 美元指数上涨，欧元兑美元年内涨幅转负	10
5. 风险提示	11

1. 跨资产：商品跑赢权益，但内部分化显著

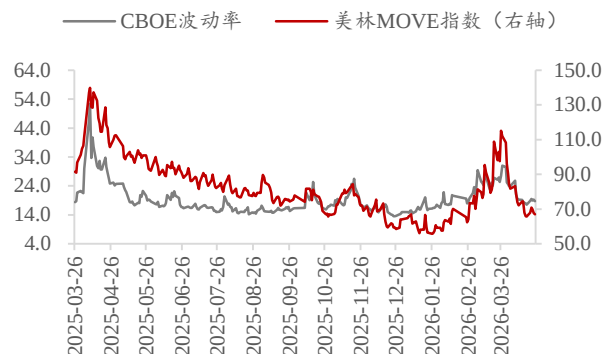
上周，商品整体跑赢权益，但内部分化显著。具体来看，4/20至4/24期间，商品整体表现优于权益，但商品与权益内部均呈现明显分化。具体来看，商品中原油领涨，而贵金属则明显回调。权益方面，韩国综指领涨，日经225和纳斯达克表现相对较强，而欧洲股市普遍回调。此外，美元指数小幅反弹。中债市场延续回暖。并且，从年内涨幅看，布油已超70%，WTI原油已超60%，韩国综指已超50%，大幅领先其他资产；汇率方面，欧元兑美元年内涨幅已转负，而人民币兑美元升值幅度已超过2%。

图1：全球地缘政治风险自高位回落



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

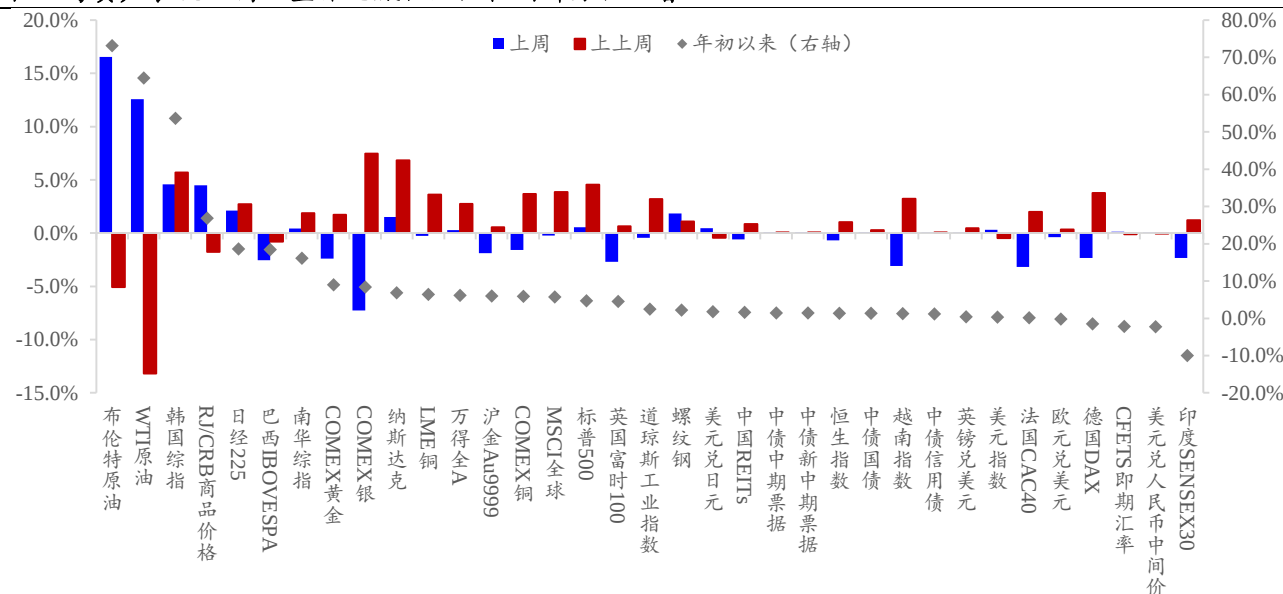
图2：全球风险偏好修复斜率放缓



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

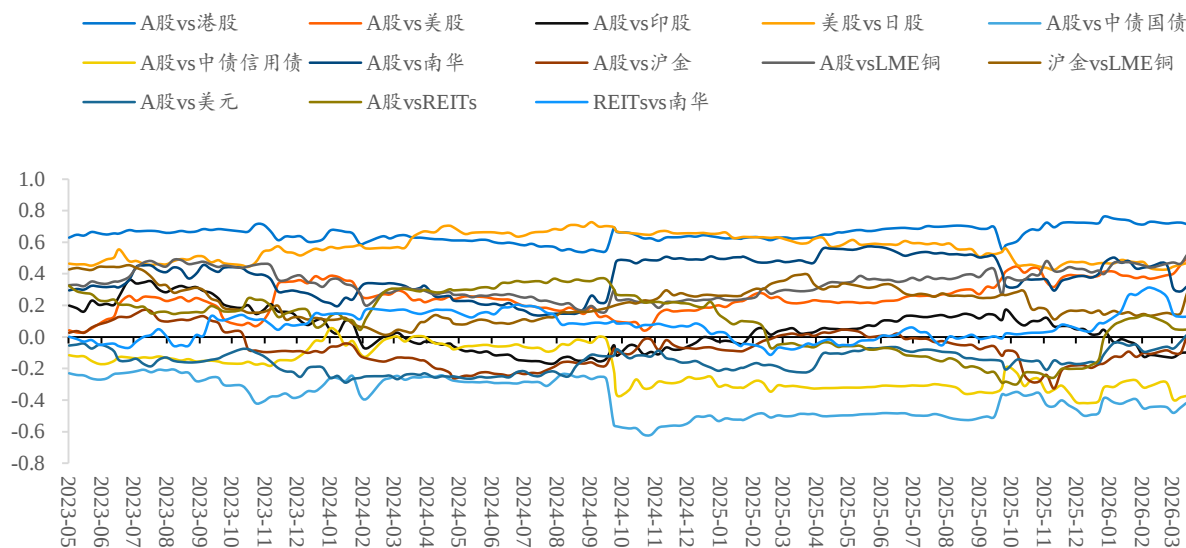
注：股票相对商品风险溢价=股票相对债券的风险溢价-商品相对PPI同比的风险溢价。

图3：跨资产表现：商品整体跑赢权益，但内部分化显著



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

相关性方面，A股与国债间负相关程度边际下降，与港股/商品间正相关程度边际下降。1年滚动相关系数显示，从整体看，A股与港股、南华商品间正相关。A股和中国国债、信用债、沪金、REITs间负相关。南华商品与REITs、A股与印股间弱相关。截至4月24日，美股与日股（0.41→0.44）、美股与港股（0.52→0.54）间正相关程度边际提升。

图4：相关性：美股与日股、美股与港股间正相关程度边际提升

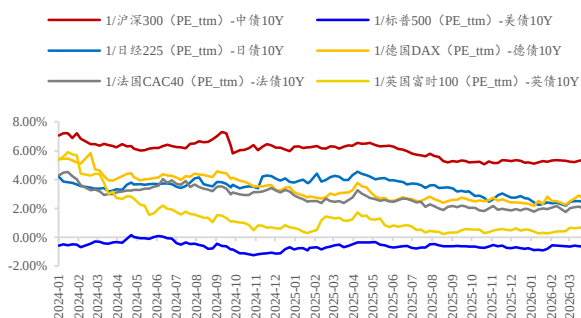
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

注：1年52周滚动相关系数。

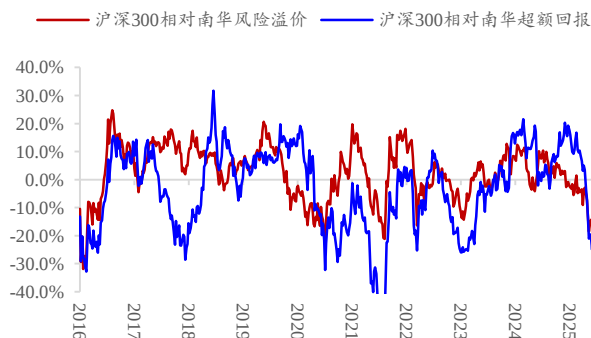
从相对价值看，权益与债券市场方面，沪深300相对10Y中债、标普500相对10Y美债均边际下降。截至4月24日，沪深300相对10年国债的风险溢价水平为5.13%，较前一周下降0.03%，2010年以来的分位数为42.6%；标普500相对10年美债的风险溢价为-0.93%，较前一周下降0.05%，2010年以来的分位数为1.4%。

权益与商品方面，沪深300相对南华商品的风险溢价水平边际上涨。通过取股票风险溢价与商品风险溢价的差值作为股票相对于商品的风险溢价后发现，A股相对南华的风险溢价水平的分位数为4.5%，较前一周上涨。

金属与原油方面，金油比、金铜比下降，金银比上涨。上周，COMEX金价、银价、铜价下跌，油价上涨。对应地，金油比、金铜比、金银比分别为45.0、786.6、62.0，较上上周分别变化-9.0、-11.4、2.4。

图5：A股相对债券的风险溢价水平边际下降

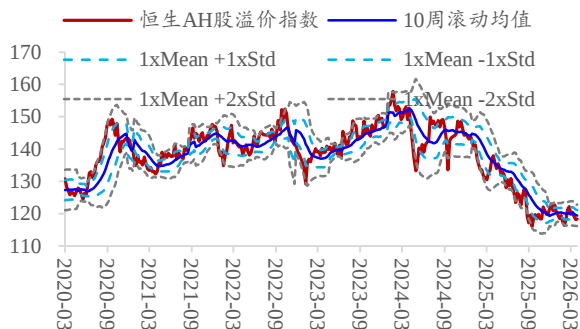
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图6：A股相对于商品的风险溢价边际上涨

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

注：股票相对商品风险溢价=股票相对债券的风险溢价-商品相对PPI同比的风险溢价。

图7: AH 溢价指数边际下降



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图8: 金油比、金铜比下降, 金银比上涨



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

2. 权益：亚洲新兴逆势上涨，欧洲股市明显回调

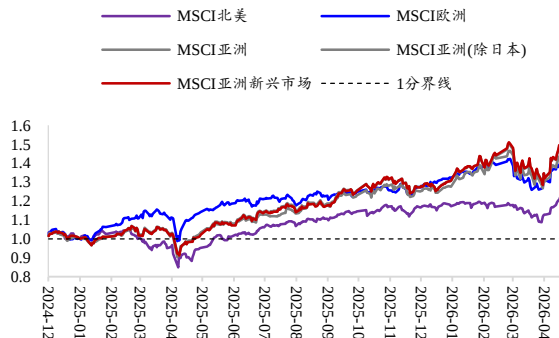
亚洲新兴逆势上涨，欧洲股市明显回调。4/20 至 4/24 期间，MSCI 全球指数下跌 0.2%。区域表现呈现出“新兴优于前沿和发达，亚洲优于北美和欧洲”的格局，且亚洲新兴逆势上涨 2%。从全球主要股指看，（1）发达市场中，美股延续上涨但内部明显分化。纳指（+1.5%）继续领涨，涨幅高于标普 500（+0.5%），而道指（-0.4%）转为小幅下跌。欧洲市场则整体转弱，主要股指普遍由涨转跌，法国 CAC40（-3.2%）跌幅最大，STOXX50（-2.9%）、英国富时 100（-2.7%）和德国 DAX（-2.3%）均明显回调。亚太发达市场中，日经 225（+2.1%）继续上涨但斜率放缓。港股则明显承压，恒科（-2.8%）跌幅居前，恒指（-0.7%）同步回落。（2）新兴市场中，A 股整体延续震荡上行，但结构分化更加明显，成长风格有所降温。万得全 A 上涨 0.3%，涨幅较前期明显收窄，而创业板指（-0.3%）和国证 2000（-0.3%）转为下跌。科创 50（+2.1%）仍保持相对强势。韩国股市继续表现较强，韩国综指（+4.6%）和 KOSDAQ（+2.9%）维持上涨，但涨幅较前期有所收敛。并且，韩国综指年内涨幅已破 50%，高达 53.7%。其他新兴市场中，越南胡志明（+2.0%）和俄罗斯 RTS（+1.0%）表现相对较好。印度市场转弱，SENSEX30（-2.3%）和 NIFTY50（-1.9%）均出现回调。印尼综指（-6.6%）跌幅尤为明显。拉美市场延续调整，巴西 IBOVESPA（-2.5%）和墨西哥 MXX（-0.9%）继续下跌。整体来看，全球权益市场由此前普遍修复逐步转向分化调整阶段：美股科技板块与韩国等亚洲科技链资产仍维持相对强势，而欧洲及多数新兴市场则明显承压，显示风险偏好修复斜率放缓，市场重新进入结构性博弈阶段。

图9: 权益表现：新兴>发达>前沿



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图10: 权益表现：亚洲>北美>欧洲



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

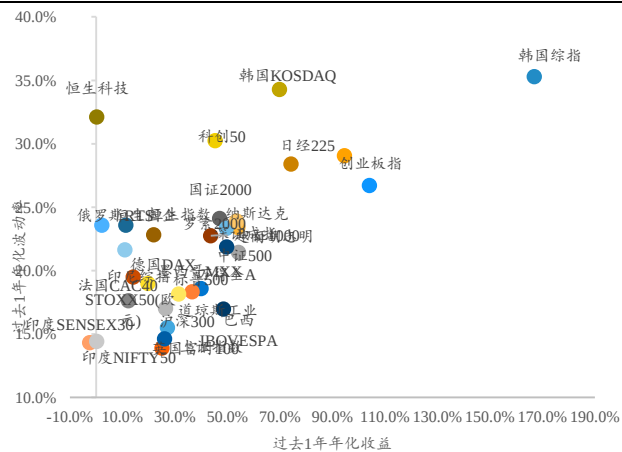
图11: 全球权益：亚洲新兴逆势上涨，欧洲股市明显回调

交易日期	2026-04-24	2026-04-17	2026-04-10	2026-03-27	2025-12-31	2025-04-18	2023-04-24	2021-04-23
	指数	上周	上上周	过去1个月	年初以来	过去1年	过去3年	过去5年
A股	万得全A	0.3%	2.7%	5.9%	6.1%	38.9%	35.6%	26.5%
	上证指数	0.7%	1.6%	4.2%	2.8%	24.5%	24.6%	17.4%
	深证成指	0.4%	4.0%	8.6%	10.5%	52.7%	32.0%	4.1%
	创业板指	-0.3%	6.7%	11.3%	14.5%	91.6%	59.4%	22.5%
	沪深300	0.9%	2.0%	5.9%	3.0%	26.4%	19.8%	-7.1%
	科创50	2.1%	4.3%	11.8%	8.1%	44.1%	32.6%	10.8%
	中证500	0.4%	3.1%	6.6%	10.5%	48.3%	32.8%	27.6%
	中证1000	0.0%	3.9%	7.2%	9.3%	42.4%	23.5%	28.7%
	国证2000	-0.3%	3.9%	7.1%	9.4%	45.7%	33.4%	53.6%
H股	恒生指数	-0.7%	1.0%	4.1%	1.4%	21.4%	30.2%	-10.7%
	恒生国企	-0.8%	2.2%	3.8%	-1.5%	11.1%	30.3%	-20.7%
	恒生科技	-2.8%	3.8%	2.6%	-11.1%	0.3%	23.8%	-42.1%
中国台湾	台湾加权	5.8%	3.9%	17.6%	34.4%	100.7%	149.1%	125.0%
美股	标普500	0.5%	4.5%	12.5%	4.7%	35.6%	73.2%	71.4%
	道琼斯工业	-0.4%	3.2%	9.0%	2.4%	25.8%	45.3%	44.6%
	纳斯达克	1.5%	6.8%	18.6%	6.9%	52.5%	106.3%	77.2%
	罗素2000	0.4%	5.6%	13.8%	12.3%	48.2%	55.8%	22.7%
欧股	STOXX50(欧元)	-2.9%	2.2%	6.9%	1.6%	19.2%	33.7%	46.6%
	英国富时100	-2.7%	0.6%	4.1%	4.5%	25.4%	31.2%	49.6%
	德国DAX	-2.3%	3.8%	8.2%	-1.5%	13.8%	52.1%	57.9%
	法国CAC40	-3.2%	2.0%	5.9%	0.1%	12.0%	7.7%	30.4%
日韩	日经225	2.1%	2.7%	11.9%	18.6%	71.9%	108.8%	105.8%
	韩国综指	4.6%	5.7%	19.1%	53.7%	160.8%	156.6%	103.2%
	韩国KOSDAQ	2.9%	7.0%	5.5%	30.1%	67.7%	40.8%	17.2%
其他新兴	俄罗斯RTS	1.0%	1.2%	5.3%	2.3%	2.2%	11.7%	-24.6%
	印度SENSEX30	-2.3%	1.2%	4.2%	-10.0%	-2.4%	27.7%	60.1%
	印度NIFTY50	-1.9%	1.3%	4.7%	-8.5%	0.2%	34.7%	66.6%
	越南胡志明	2.0%	3.8%	10.8%	3.9%	52.0%	78.0%	48.4%
	印尼综指	-6.6%	2.4%	0.5%	-17.5%	10.7%	4.5%	18.5%
	墨西哥MXX	-0.9%	-0.3%	3.8%	7.7%	30.6%	26.5%	41.0%
	巴西IBOVESPA	-2.5%	-0.8%	5.1%	18.4%	47.1%	83.5%	58.3%

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

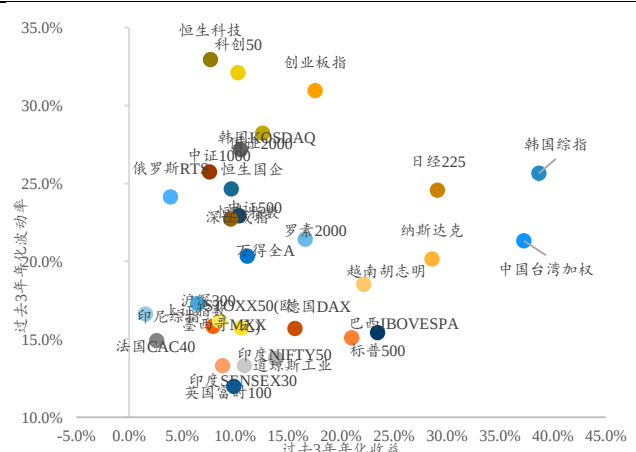
注：MSCI 将韩国划分为新兴市场。

图12：最近1年风险收益特征



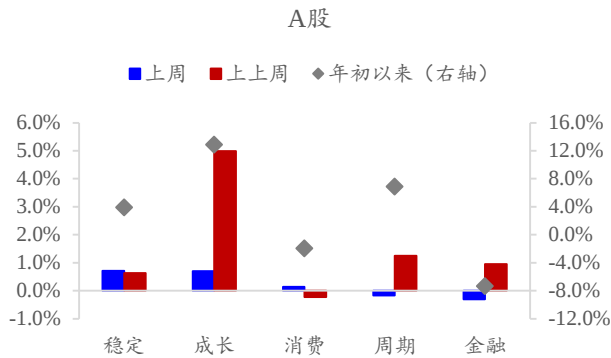
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图13：最近3年风险收益特征



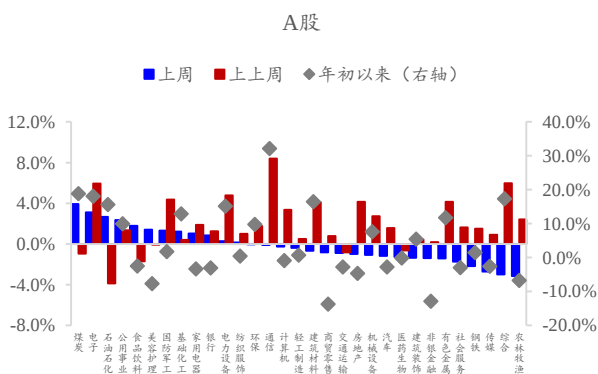
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图14: CNA 股领涨风格为稳定/成长



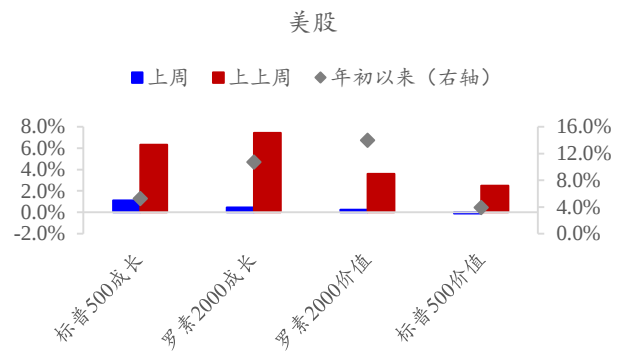
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图16: CNA 股领涨行业为煤炭/电子/石油石化



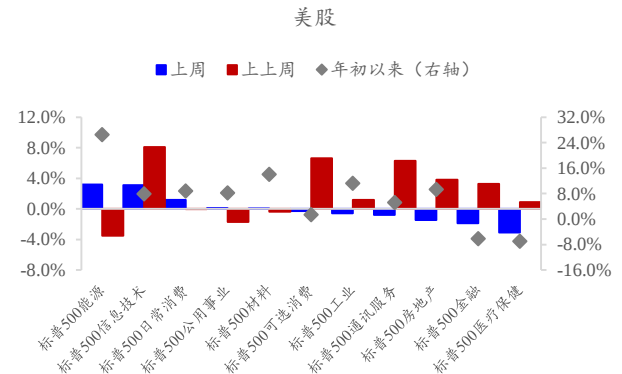
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图15: US 美股领涨风格为大盘成长



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图17: US 美股领涨行业为能源/信息技术



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

3. 债券：中债牛陡，美债熊平

中债：收益率曲线“牛陡”，长端信用利差边际收窄。4/20至4/24期间，中债收益率曲线整体下移，10Y-2Y期限利差边际扩大，整体呈“牛陡”特征。其中，3M、1年、2年、10年期收益率变化-6、-1.8、-5.4、-0.2bp至1.11%、1.14%、1.24%、1.76%。10Y-2Y期限利差较前值扩大5.2bp至0.52%。信用债方面，AAA级票据收益率普遍下行，但仅1Y、10Y期信用利差收窄。

美债：收益率曲线“熊平”。4/20至4/24期间，美债收益率曲线整体上移，10Y-2Y期限利差边际收窄，呈“熊平”特征。具体看，3M、1年、2年、10年期收益率分别变化-1、+3、+7、+5bp至3.69%、3.67%、3.78%、4.31%。10Y-2Y期限利差较前值收窄2bp至0.53%。根据CME FedWatch数据，截至4月26日，美联储下次降息时间继续维持在2027年9月。

图18: CN 利率债收益率曲线“牛陡”

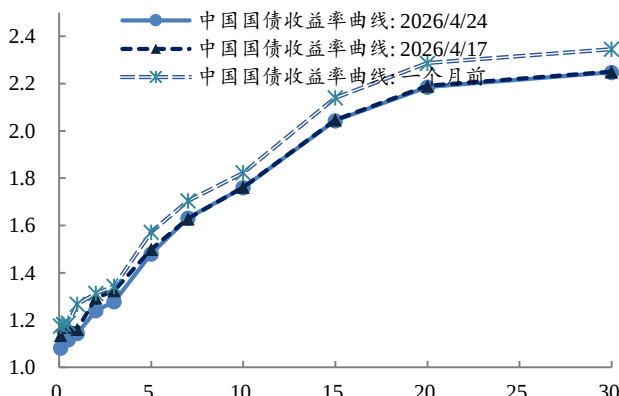
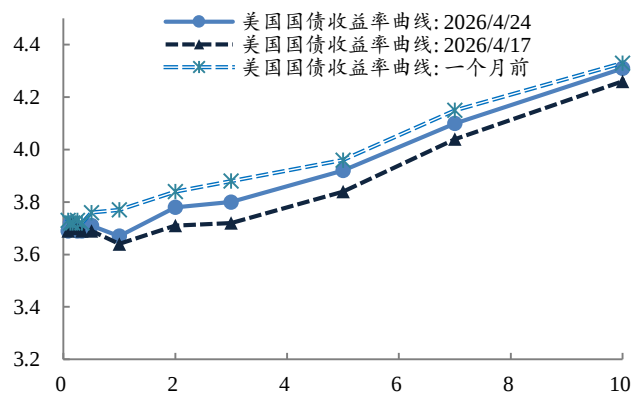


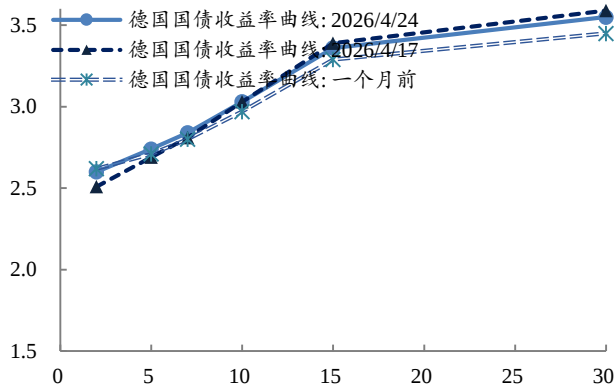
图19: US 利率债收益率曲线“熊平”



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

注：单位：%。

图20：DE 德国利率债收益率曲线“熊平”



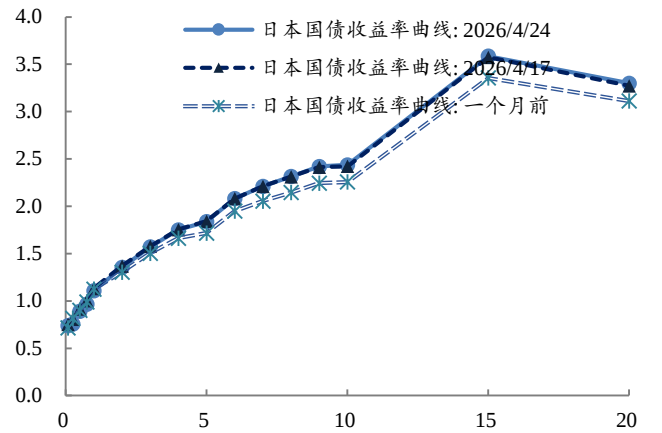
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

注：单位：%。

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

注：单位：%。

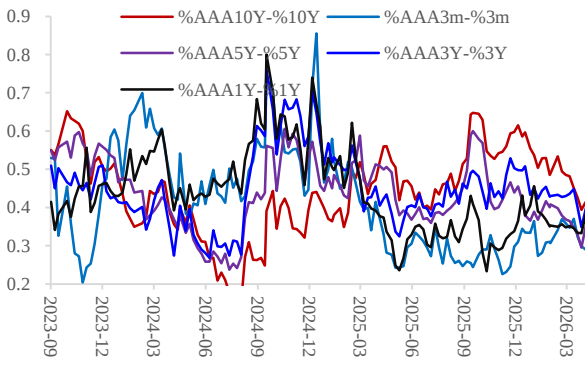
图21：JP 利率债收益率曲线“牛陡”



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

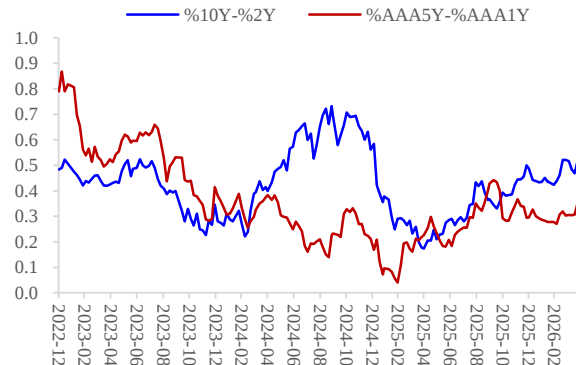
注：单位：%。

图22：CN 长端信用利差边际扩大



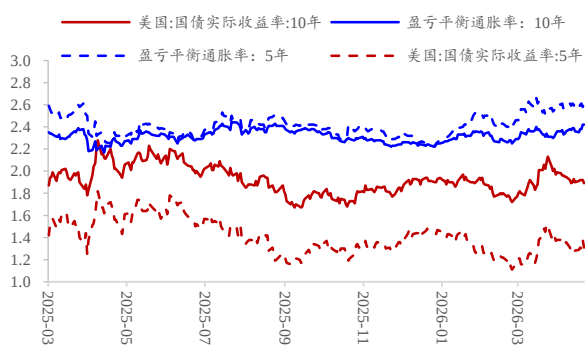
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图23：CN 利率债期限利差边际扩大



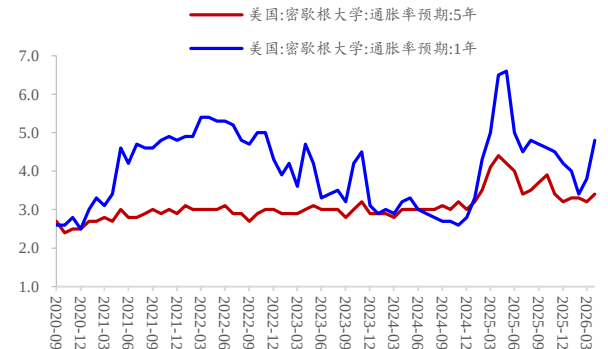
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图24：US 5 年盈亏平衡通胀率边际扩大



数据来源：美联储，国泰海通证券研究

图25：US 4 月密歇根大学 1 年通胀预期大幅上涨



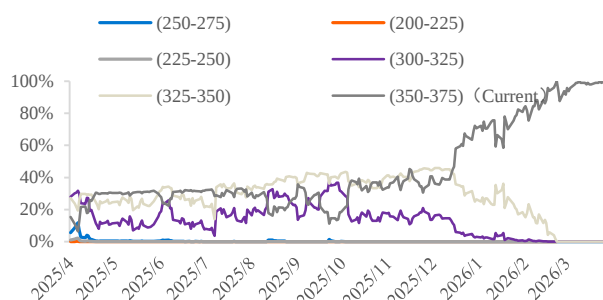
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图26: 预期美联储 2026 年不降息 (04/26)

CME FedWatch Tool - Conditional Meeting Probabilities								
Meeting Date	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400
2026/4/29		0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	99.00%	1.00%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.3%	93.8%	1.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	14.7%	83.8%	0.9%
2026/9/16	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.5%	24.0%	72.8%	0.8%
2026/10/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	3.9%	27.2%	68.0%	0.7%
2026/12/9	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	6.2%	31.3%	61.3%	0.6%
2027/1/27	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	6.2%	31.3%	61.3%	0.6%
2027/3/17	0.0%	0.0%	0.1%	0.8%	7.3%	32.5%	58.7%	0.6%
2027/4/28	0.0%	0.0%	0.1%	0.8%	7.1%	32.0%	58.2%	1.9%
2027/6/9	0.0%	0.0%	0.1%	1.5%	9.9%	34.9%	51.8%	1.6%
2027/7/28	0.0%	0.0%	0.2%	2.1%	11.6%	36.1%	48.5%	1.5%
2027/9/15	0.0%	0.1%	0.6%	4.1%	16.7%	38.6%	38.7%	1.2%
2027/10/27	0.0%	0.1%	0.9%	5.2%	18.7%	38.6%	35.2%	1.1%
2027/12/8	0.1%	0.8%	4.8%	17.2%	36.4%	35.6%	4.9%	0.1%

数据来源: CME, 国泰海通证券研究

图27: US 4 月降息概率变化趋势 (04/26)



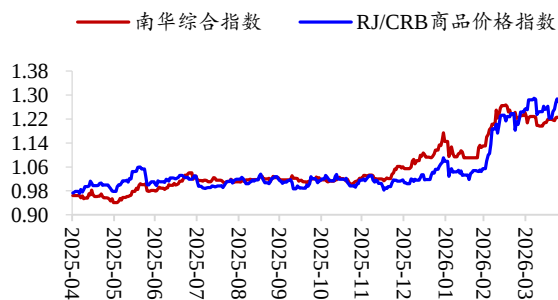
数据来源: CME, 国泰海通证券研究

4. 商品与汇率: 商品指数/美元指数上涨

4.1. 商品指数上涨, 原油涨幅领先

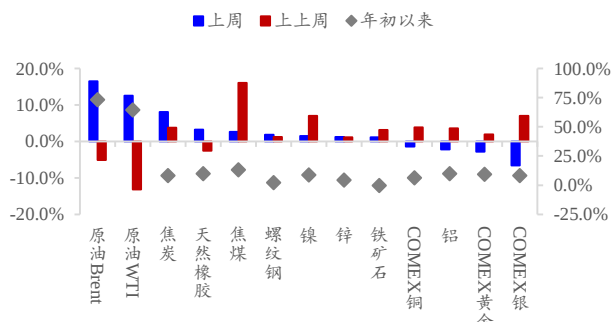
商品指数上涨, 原油涨幅领先。4/20 至 4/24 期间, 南华 (+0.4%)、CRB 商品 (+4.5%) 指数上涨, 年内涨幅分别为 16.1%、26.9%。从期货结算价看, 13 类主要商品中 9 类录得上涨。其中, 原油 Brent (+16.5%)、原油 WTI (+12.6%) 涨幅居前; COMEX 银 (-6.6%)、COMEX 黄金 (-2.8%) 跌幅居前。原油年内涨幅已涨破 60%, 焦煤年内涨幅破 10%, COMEX 金银年内涨幅跌破 10%: 原油 Brent(+73.1%)>原油 WTI(+64.4%)>焦煤(+13.1%)>天然橡胶(+9.8%)>铝(+9.7%)>COMEX 黄金(+9.2%)。库存方面, COMEX 黄金库存连跌 13 周, 最新下跌 2.5%, 快于过去 3 年 0.8%的年均降速; 白银库存下降 1.3%, 快于过去 3 年 0.2%的年均降速; 而铜库存上涨 2%, 略慢于过去 3 年 2.1%的年均增速。

图28: 南华、CRB 商品指数上涨



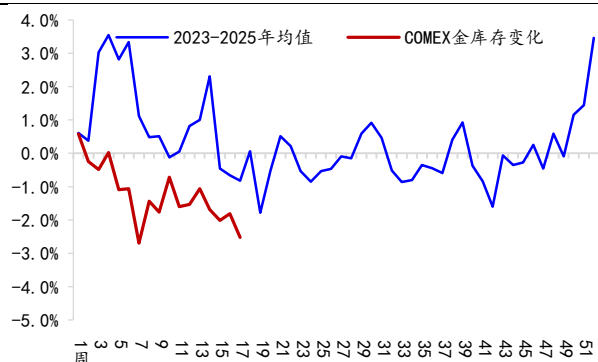
数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图29: 9 类商品期货结算价录得上涨



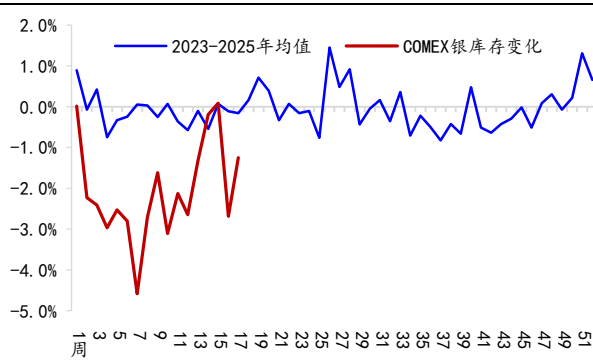
数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图30: 黄金库存下降, 降速快于过去 3 年均值



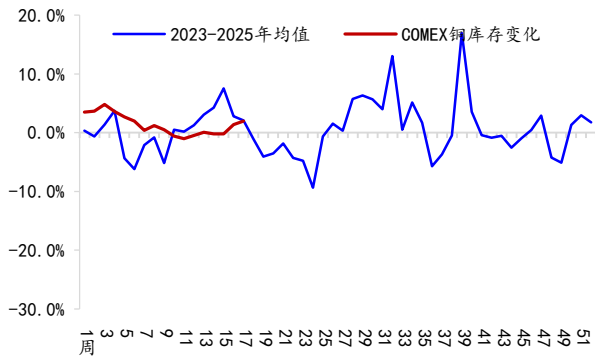
数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图31: 白银库存下降, 降速快于过去 3 年均值



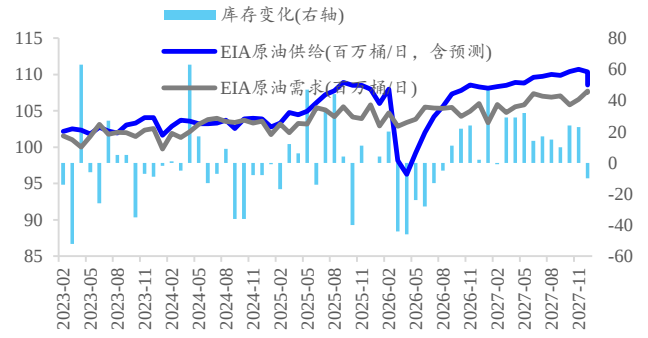
数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图32: 铜库存上涨, 增速略慢于过去3年均值



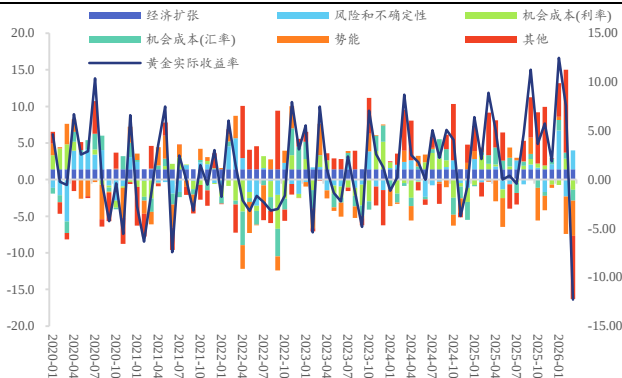
数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图33: EIA 原油供需平衡表 (含预测) (4月)



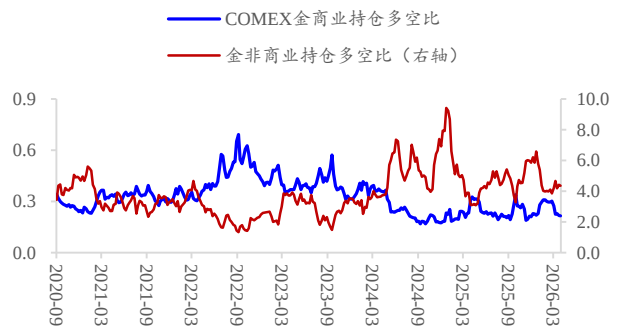
数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图34: 金价3月主要影响因素为是势能



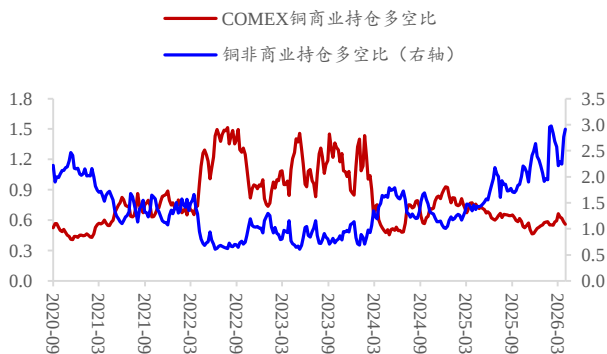
数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图35: 黄金期货非商业持仓多空比边际下降 (04/21)



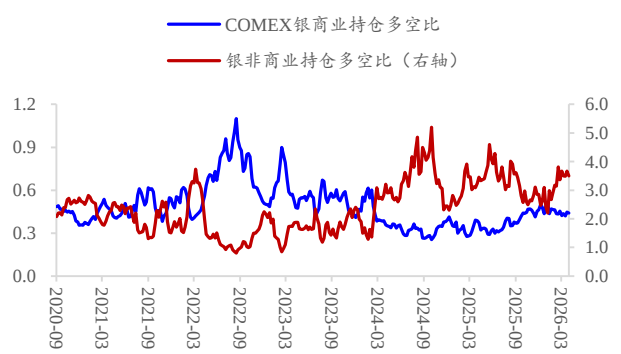
数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图36: 铜期货非商业持仓多空比边际上涨 (04/21)



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图37: 银期货非商业持仓多空比边际下降 (04/21)



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

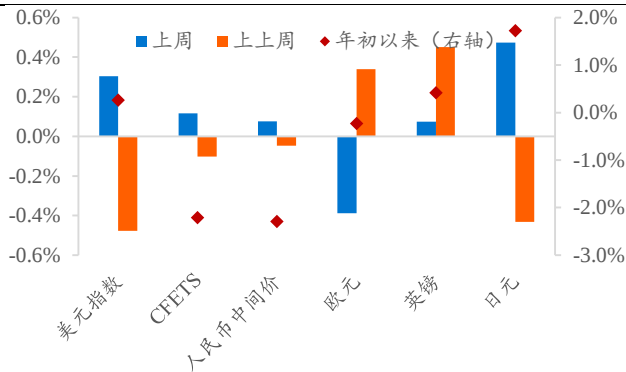
4.2. 美元指数上涨, 欧元兑美元年内涨幅转负

美元指数上涨。4/20至4/24期间, 美元指数由跌转涨(0.3%)。非美主要货币中, 欧元、人民币(CFETS)、日元兑美元贬值0.4%、0.1%、0.5%。英镑兑美元升值0.1%。自年初以来, 美元指数累计涨幅为0.3%。英镑、人民币(CFETS)兑美元累计升值0.4%、2.2%。欧元、日元兑美元累计贬值0.2%、1.7%。

人在草木间

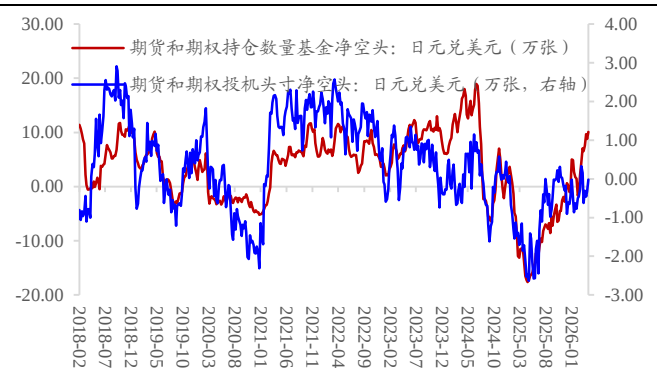


图38: 美元指数上涨



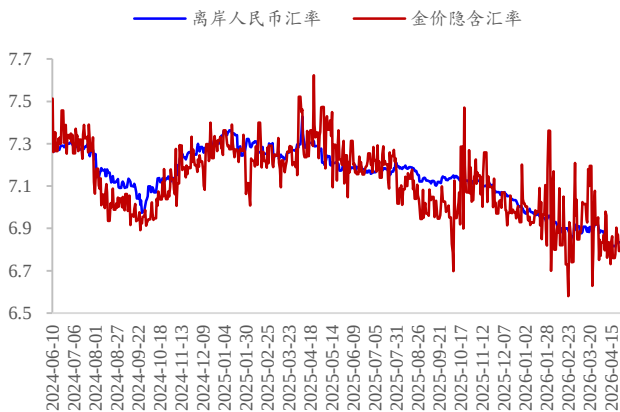
数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图39: 日元投机头寸空头力量边际减弱 (04/21)



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

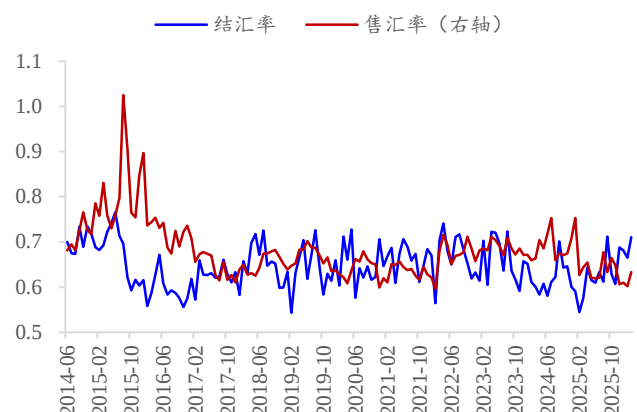
图40: 金价隐含离岸人民币汇率边际贬值



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

注: 金价隐含离岸人民币汇率=单克沪金价/单克 COMEX 金价。

图41: 银行3月结汇率/售汇率均上升



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

注: 银行结汇率/售汇率为银行代客结汇/售汇与代客涉外收付款的比值。

5. 风险提示

数据时效性; 宏观环境显著变化; 资产走势超预期; 地缘摩擦。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
股票投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数
行业投资评级		

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号

邮编 200011

电话 (021) 38676666