

2026 年的第二次“胜负手”

——周末五分钟全知道（7 月第 3 期）

近期由于海外杠杆资金冲击、重要节点预期过于一致、地缘冲突和油价反复等原因，市场特别是科技资产的跌幅和速度均超预期。站在当前时点，更需要客观、理性去评估当前的市场的位置和机会。总的一个观点，**基于当前 AI 产业趋势、调整幅度和时间、ETF 增量资金等方面判断，我们认为这里是今年的第二次“胜负手”。**

第一次“胜负手”在 3 月份，这次冲击主要来自美伊冲突、高油价以及加息预期。我们在 3 月 22 日《抛开美伊冲突和高油价，未来哪些行业可能保持独立高景气？》，建议抛开美伊反复、高油价和通胀预期等外生变量、聚焦景气度赛道。

之后又有多篇文章讨论拥挤度、通胀利率等因素的影响，这些都属于产业趋势和基本面之外的变量，而当前的市场是“一场 EPS 上调速度和利率上行速度的较量”，详见《美联储降息预期反反复复，如何影响成长股？》、《拥挤、估值、加息预期扰动不断：科技是否仍然值得坚守？》等。

回到当前，6 月底以来，双创指数的跌幅均已超过 20%，核心定价因素是内外的流动性冲击。从 A 股、美股过往核心产业周期的调整规律来看，A 股科技板块的调整空间已经比较充分，调整时间较历史情形还略有不足。因此，我们判断今年的第二次“胜负手”已不远。

最后也是很关键一个问题，当前有没有可能出现产业周期的泡沫化顶部？此前的分析，我们都是基于一轮产业周期中的阶段调整来推演，但若从基本面角度判断一轮产业周期结束了，那纯技术层面和流动性层面的分析将变得徒劳。

从 A 股和美股大量的统计经验表明，判断景气拐点的关键在于两个经验值：**【30%】&【-50%】**。当增速由高位降至**【30%】**以下、或增速回落幅度超过**【50%】**，市场表现显著变差。

回到产业景气层面，当前较低的渗透率以及持续的 CAPEX，意味着 AI 产业仍是进行时。但客观来讲，由于供需结构、技术壁垒等差异，AI 内部不同环节的景气度大概率会分化，后续对研究颗粒度的要求也将更高。

风险提示。地缘冲突超预期，使得全球通胀上行压力超预期；海外通胀及美国经济韧性，使得全球流动性更快进入紧缩周期；国内稳增长力度不及预期，使得经济复苏乏力及市场风险偏好下挫等。

刘晨明

SAC 执证号：S0260524020001
SFC CE No. BVH021
liuchenming@gf.com.cn

郑恺

SAC 执证号：S0260515090004
SFC CE No. BUU989
zhengkai@gf.com.cn

李如娟

SAC 执证号：S0260524030002
lirujuan@gf.com.cn

杨清源

SAC 执证号：S0260525080001
yangqingyuan@gf.com.cn

请注意，李如娟、杨清源并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究

位置决定叙事，趋势锚定景气：——2026 港股&海外大类资产中期策略	2026-07-12
不以物喜，不以己悲：如何看待科技股调整？	2026-07-12
26H1 哪些历史经验已被打破？H2 还有哪些可能被打破？：——2026 年中期策略展望	2026-06-30

目录索引

一、宽基 ETF 再度出现明显净流入迹象

二、成长板块调整的 A 股经验

三、成长板块调整的美股经验

四、产业周期的泡沫化顶部如何判断

五、本周重要变化

(一) 中观行业

(二) 股市特征

(三) 流动性

(四) 海外

(五) 宏观

六、下周公布数据一览

七、风险提示

4

5

6

8

12

12

13

14

14

14

15

15

图表索引

图 1：本周宽基 ETF 明显净流入，创下本轮牛市以来第三高峰5

图 2：万得全 A 跌破 100 日均线后，宽基 ETF 明显净流入5

图 3：2012 年以来主线的调整时长与幅度（图中调整时长为交易日）6

图 4：2023 年以来，美股科技的 6 次调整复盘7

图 5：景气投资的三个阶段9

图 6：AI 的全球渗透率11

图 7：PC 渗透率与市场表现12

表 1：美股科技调整/结束调整的原因8

表 2：前一年高增速标的，按照当年绝对增速分组年度表现（表中数据为年度涨幅中位数，%）9

表 3：A 股【前 1 年增速>50%，当年降速增长】在不同增速降幅时的表现（表中数据为年度涨幅中位数，%）10

表 4：A 股【前 1 年增速>100%，当年降速增长】在不同增速降幅时的表现（表中数据为年度涨幅中位数，%）10

表 5：美股【前 1 年增速>50%】，当年绝对增速分组的表现（表中数据为年度涨幅中位数，%）11

近期由于海外杠杆资金冲击、重要节点预期过于一致、地缘冲突和油价反复等原因，市场特别是科技资产的跌幅和速度均超预期。站在当前时点，更需要客观、理性去评估当前的市场的位置和机会。总的一个观点，基于当前 AI 产业趋势、调整幅度和时间、ETF 增量资金等方面判断，我们认为这里是今年的第二次“胜负手”。

第一次“胜负手”在 3 月份，这次冲击主要来自美伊冲突、高油价以及加息预期。我们在 3 月 22 日《抛开美伊冲突和高油价，未来哪些行业可能保持独立高景气？》，建议抛开美伊反复、高油价和通胀预期等外生变量、聚焦景气度赛道。

之后又有多篇文章讨论拥挤度、通胀利率等因素的影响，这些都属于产业趋势和基本面之外的变量，而当前的市场是“一场 EPS 上调速度和利率上行速度的较量”，详见《美联储降息预期反反复复，如何影响成长股？》、《拥挤、估值、加息预期扰动不断：科技是否仍然值得坚守？》等。

回到当前，6 月底以来，双创指数的跌幅均已超过 20%，核心定价因素是内外的流动性冲击。从 A 股、美股过往核心产业周期的调整规律来看，A 股科技板块的调整空间已经比较充分，调整时间较历史情形还略有不足。因此，我们判断今年的第二次“胜负手”已不远。

一、宽基 ETF 再度出现明显净流入迹象

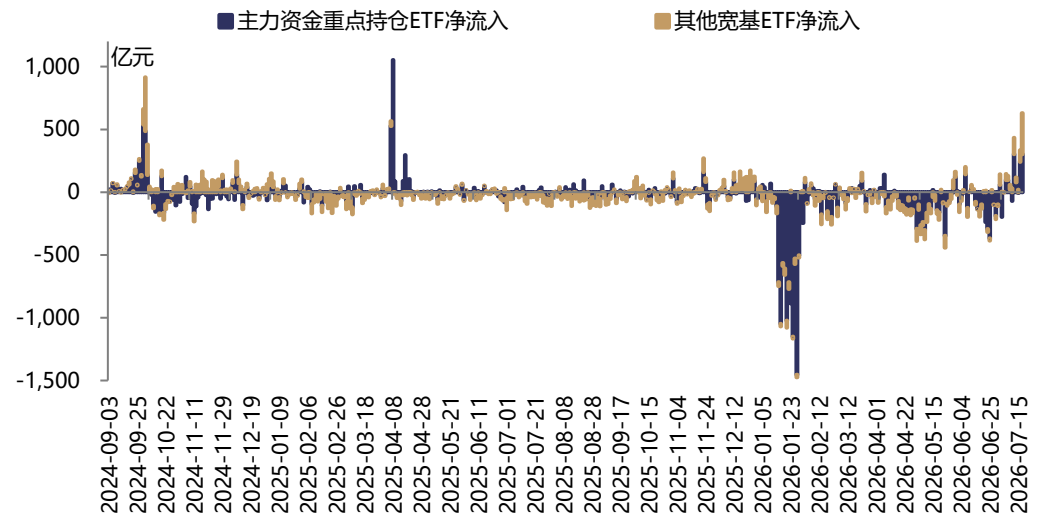
短期，伴随资金面负反馈风险初步显露，宽基 ETF 再度出现明显净流入迹象，且净流入幅度已经达到本轮牛市以来的第三高。

①2024 年，9.24-10.9：主力资金重点持仓 ETF 日均净流入 248 亿元（合计 1737 亿元），所有宽基 ETF 日均净流入 371 亿元（合计 2597 亿元）；

②2025 年，4.7-4.9：主力资金重点持仓 ETF 日均净流入 556 亿元（合计 1667 亿元），所有宽基 ETF 日均净流入 562 亿元（合计 1687 亿元）；

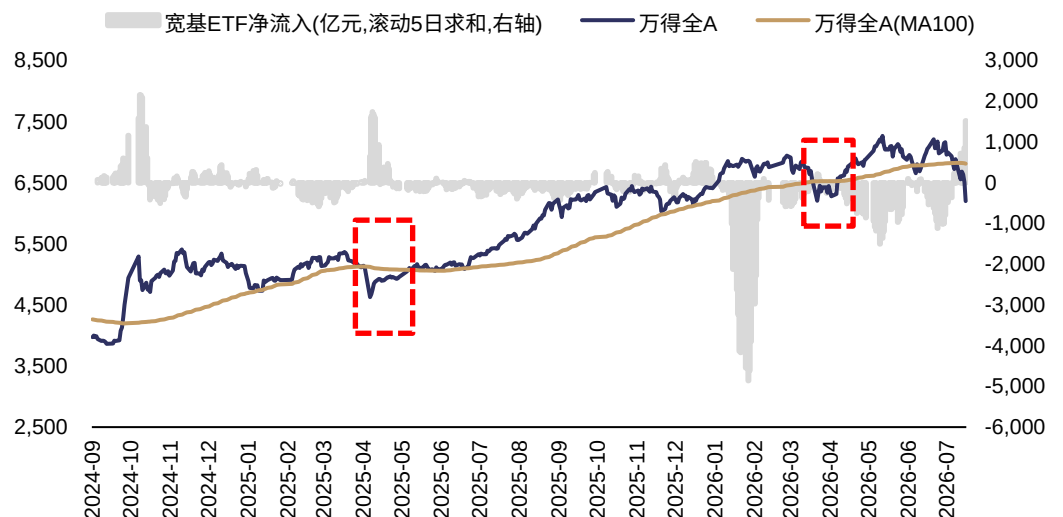
③2026 年，7.13-7.18：主力资金重点持仓 ETF 日均净流入 184 亿元（合计 920 亿元），所有宽基 ETF 日均净流入 305 亿元（合计 1525 亿元）；

图 1：本周宽基 ETF 明显净流入，创下本轮牛市以来第三高峰



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心；注：主力资金重点持仓 ETF 包括 4 只沪深 300ETF、1 只上证 50ETF、3 只中证 500ETF、4 只中证 1000ETF、1 只科创 50ETF、1 只创业板 ETF、1 只上证 180ETF。

图 2：万得全 A 跌破 100 日均线后，宽基 ETF 明显净流入



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

二、成长板块调整的 A 股经验

主线横盘期间下跌的时间有多久、调整有多深？在《不以物喜，不以己悲：如何看待科技股调整？》中，我们复盘了 2012 年至今 13 个主线 35 次调整的经验，经验是：平均调整 21 个交易日、调整幅度 19%、约过去 1 个月平均 K 线大小的 5 倍。

当前，6 月底以来，双创指数的跌幅均已超过 20%，核心定价因素是内外的流动性冲击。从 A 股过往核心产业周期的调整规律来看，A 股科技板块的调整空间已经比较充分，调整时间较历史情形还略有不足。

图 3：2012 年以来主线的调整时长与幅度（图中调整时长为交易日）

主线时间	代码	名称	调整开始日	调整最低日	调整时长	调整幅度(%)	调整N倍 ATR	最低日后创 新高天数
2012-15	H30318.CSI	科技传媒通信150	2013/5/28	2013/6/24	17	-14.4	-7.1	21
			2013/10/10	2013/11/8	22	-15.9	-8.6	223
			2014/12/16	2014/12/30	11	-10.0	-4.8	11
	801193.SI	证券 II (申万)	2014/12/18	2014/12/24	5	-15.5	-2.3	13
	399991.SZ	一带一路	2015/1/28	2015/2/9	9	-11.5	-4.3	20
	399006.SZ	创业板指	2013/6/17	2013/6/24	6	-9.1	-3.6	6
			2013/10/10	2013/11/8	22	-14.5	-6.2	52
			2014/2/25	2014/5/16	56	-20.4	-7.7	133
			2014/12/16	2015/1/5	13	-11.6	-5.2	11
			2020/2/26	2020/3/23	19	-31.0	-7.2	69
2019-21	930997.CSI	新能源车	2020/7/14	2020/9/10	43	-15.0	-5.8	16
			2021/2/18	2021/3/24	25	-25.1	-5.6	48
			2021/9/16	2021/10/12	12	-10.7	-2.8	9
			2019/4/4	2019/5/6	19	-21.5	-3.5	74
	801081.SI	半导体(申万)	2019/9/25	2019/10/18	13	-15.8	-3.1	36
			2020/2/26	2020/3/30	24	-33.3	-4.8	66
			2020/7/15	2020/9/10	42	-27.3	-5.4	183
	801735.SI	光伏设备(申万)	2019/4/23	2019/6/17	36	-14.3	-2.9	55
			2020/2/26	2020/3/31	25	-29.9	-5.0	58
			2020/10/14	2020/10/23	8	-14.0	-2.6	36
	8841415.WI	茅指数	2021/2/18	2021/3/24	25	-32.0	-5.1	64
			2019/4/22	2019/6/6	31	-11.3	-5.2	16
			2020/3/6	2020/3/23	12	-17.5	-7.1	25
	801156.SI	医疗服务(申万)	2019/4/11	2019/6/6	38	-16.2	-3.9	52
			2019/11/20	2019/12/2	9	-11.0	-3.4	48
			2020/3/9	2020/3/23	11	-21.4	-5.7	46
			2020/9/3	2020/9/22	14	-13.5	-3.4	19
			2020/11/17	2020/11/30	10	-10.7	-2.5	11
2024-25	8841699.WI	人形机器人指数	2021/2/18	2021/3/9	14	-33.0	-6.4	70
			2024/12/12	2025/1/6	17	-21.7	-5.4	17
	8841147.WI	宠物经济指数	2025/3/21	2025/4/8	12	-25.4	-7.1	82
			2024/12/16	2025/1/13	20	-9.3	-3.6	4
	8841258.WI	光模块(CPO)指数	2025/3/17	2025/4/8	16	-13.3	-7.8	22
			2025/9/23	2025/10/17	13	-17.3	-2.8	35
	000685.SH	科创芯片	2025/10/10	2025/11/21	31	-18.9	-4.3	72
	所有主线平均值				20	-18.1	-4.9	49
	泛科技主线平均值(剔除证券、一带一路、茅指数、宠物)				21	-19.1	-4.9	56
	所有主线中位数				17	-15.8	-5.0	36
	泛科技主线中位数(剔除证券、一带一路、茅指数、宠物)				17	-16.2	-5.0	48

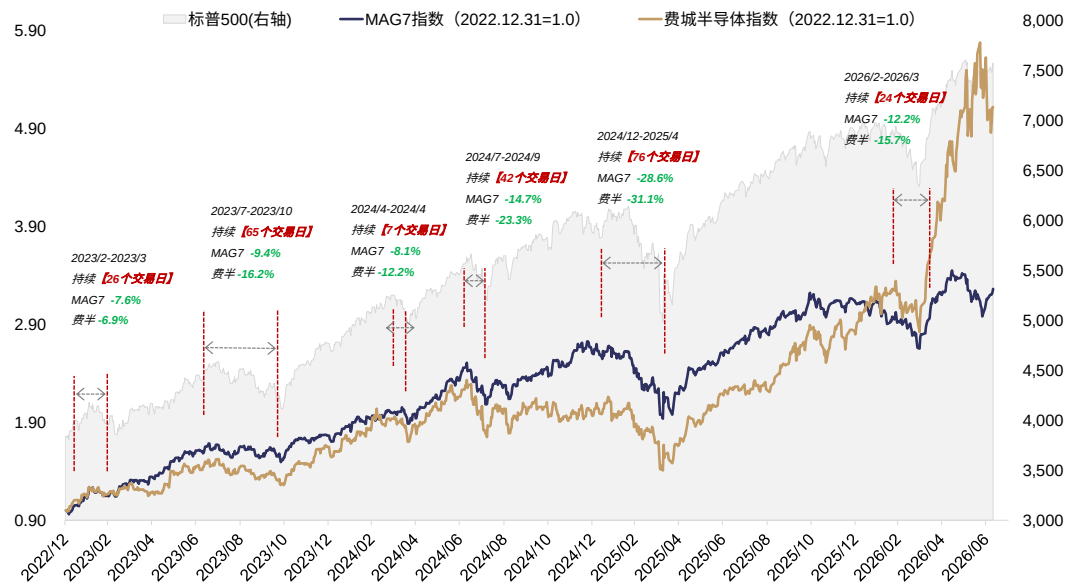
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心；注：调整 N 倍 ATR，是用调整幅度 / (调整开始日 ATR20 / CLOSE)，作为波动率调整。

三、成长板块调整的美股经验

2023 年以来，美股科技经历了 6 次比较长的调整。

平均来看：调整时间为 40 个交易日，标普 500、纳指、MAG7、费城半导体指数的调整幅度分别为-8.8%、-12.0%、-13.4%、-17.6%。

图 4：2023 年以来，美股科技的 6 次调整复盘



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

过去的几次调整，总结来看：

调整的触发因素多数是贴现率/政策/地缘外生冲击；而结束调整的催化剂主要有：

- (1) 政策投降/转鸽（比如 4/9 日关税暂停、2025 年 11 月威廉姆斯鸽派讲话）；
- (2) 冲击被证明是暂时的（2026 年 4 月油价回落、停火）；
- (3) 盈利数据证伪泡沫论（2026 年一季报英伟达/美光/科技整体 EPS 上修）。只要“AI 资本开支->盈利”这条链没断，科技板块的回撤幅度可控、且由科技股自己快速领涨修复。



表 1：美股科技调整/结束调整的原因

调整次数	第1次	第2次	第3次	第4次	第5次	第6次	平均
调整起点	2023/2/2	2023/7/28	2024/4/11	2024/7/10	2024/12/17	2026/2/25	
调整终点	2023/3/10	2023/10/27	2024/4/19	2024/9/6	2025/4/8	2026/3/30	
调整交易日	26	65	7	42	76	24	40
幅度：标普500 (%)	-7.6	-10.1	-4.5	-4.0	-17.6	-8.7	-8.8
纳指 (%)	-8.7	-11.7	-7.1	-10.5	-24.1	-10.2	-12.0
MAG7 (%)	-7.6	-9.4	-8.1	-14.7	-28.6	-12.3	-13.4
费半 (%)	-6.9	-16.2	-12.2	-23.3	-31.1	-15.7	-17.6
调整原因	- 流动性趋紧。强就业、强消费、强通胀，加息预期上修 3月硅谷、瑞信、德银等中小银行风险事件 - 亚马逊、特斯拉等业绩低于预期	- 流动性趋紧。7月27日内第4次加息25bp；9月美联储如期暂停加息但指引偏鹰 - 超预期的经济数据、财政发债回补TGA账户、联储继续缩表，美债利率飙升 - META、特斯拉、微软、亚马逊等业绩表现均疲软	- 宏观：流动性趋紧。美国经济强劲、通胀超预期，国债拍卖窗口，美债利率大幅上行 - 公司：苹果新产品未达预期；台积电下修业绩；超微电脑未如期披露预告等	- 衰退预期升温。7月11日公布的CPI超预期降温；7月非农就业数据遇冷，触发“萨姆规则”，引燃衰退担忧 7月底央行加息，日元套息交易大规模平仓，全球流动性风险上行 - 地缘政治风险上行，7月17日传闻美国限制芯片贸易	12月FOMC鹰派降息，点阵图把2025年降息次数从4次砍到2次，长端利率飙升 - 特朗普政府关税、移民、削减债务、裁员等政策担忧 1月27日DeepSeek冲击使英伟达单日-17% 4月2日对等关税冲击，税率大幅高于市场假设	2025年底，AI泡沫论升温、AI循环交易质疑； 2026年初市场开始交易“AI颠覆SaaS” 2月28日：美以对伊朗开战+霍尔木兹海峡封锁，油价暴涨降息预期被彻底定价出局	- 调整触发因素多数是贴现率/政策/地缘外生冲击 - 结束调整催化剂：①政策故障/转鸽（409关税暂停、11/21威廉姆斯讲话）；②冲击被证明是暂时的（油价回落、停火）；③盈利数据证伪泡沫论（英伟达/美光/整体EPS上修） - 只要“AI资本开支->盈利”这条链没断，回调幅度可控，且由科技股自己领涨修复
结束调整原因	- 流动性缓和，中小银行危机下美联储被迫扩表，硅谷银行事件自3月8日开始发酵，3月13日美联储、美财政部和FDIC联合出手提供流动性支持 - ChatGPT4发布、英伟达发布会、百度文心发布会等产业利好密集催化	- 流动性缓和。TGA回补完成、逆回购加速释放对冲通胀影响；就业压力、发债冲击、能源价格等问题逐步缓解 11月美联储FOMC如期停止加息 - 三季度GDP大超预期	- 流动性缓和。5月CPI低于预期，降息预期升温 - 经济数据继续强化经济“软着陆”预期 - AI产业进展加快，财报季表现亮眼，一季度企业盈利整体超预期	- 流动性缓和。8月23日，鲍威尔在Jackson Hole会议指引9月降息，9月19日FOMC会议超预期降息50bp - PMI、零售等经济数据美国经济增长韧性仍存 - 日本当局高频鸽派发声 - 英伟达、谷歌及云厂商业绩超预期，AI应用催化多	- 通胀数据降温、联储官员鸽派安抚 4月9日对等关税暂停90天；5月12日内瓦协议，对华关税145%->30% - 一季报超预期，云厂商维持/上调AI资本开支，英伟达业绩强劲	- 盈利未被破坏：与典型调整不同，年初至4月初分析师对标普的盈利预期是持续上修的 - 油价冲击被判定为暂时性，地缘缓和触发主升：4月初美以伊停火消息后，市场快速回暖	

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

四、产业周期的泡沫化顶部如何判断

最后一个问题，当前有没有可能出现产业周期的泡沫化顶部？由于上述几个部分，我们都是基于一轮产业周期中的阶段调整来分析，但若从基本面角度判断一轮产业周期结束了，那纯技术层面和流动性层面的分析将变得徒劳。

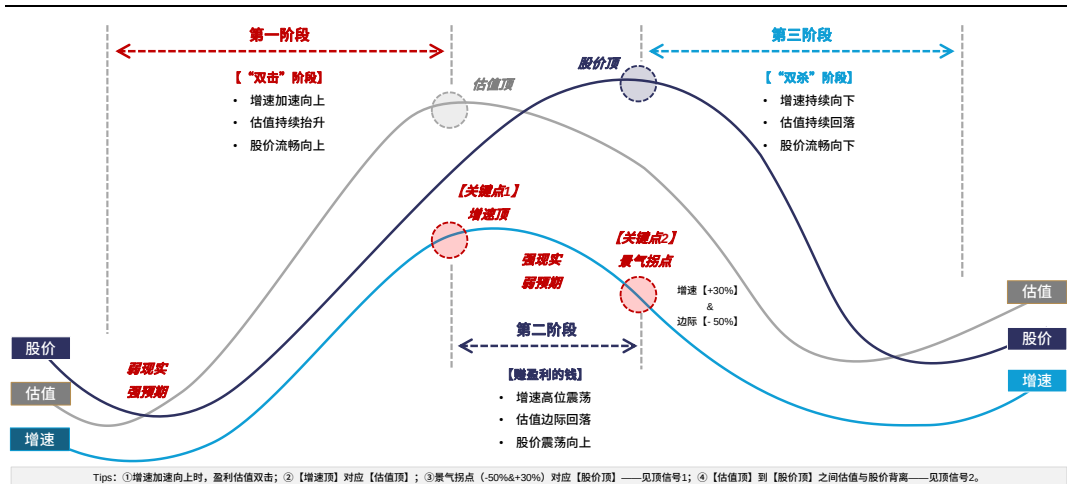
对于产业周期的讨论，依然要回到景气投资三个阶段的定位中。我们在研究景气投资的时候，核心强调的一点是景气的边际变化。

景气边际变化，总结来说有两层含义：

第一层含义：景气出现上行速度的拐点（增速的拐点）。这一层变化相对容易识别，绝大多数时候跟踪增速或增速预期的变化即可。同时，在股价形态上，增速的顶点通常也对应着估值的顶点，但估值的顶点不意味着股价的顶点，因为之后还可能进入 EPS 高增速抵消 PE 压缩的阶段。

第二层含义：景气出现上行周期的拐点（景气的拐点）。而景气拐点的出现，则意味着：①EPS 增速降低了或②增速降幅过大、PE 压缩幅度超过了 EPS 增长速度，因为 PE 本身就是增长的函数，增速腰斩意味着估值中枢得下移一档。同时，降速的斜率也决定了 PE 压缩的斜率。

图 5：景气投资的三个阶段



而判断景气拐点的关键在于两个经验值：【30%】&【-50%】。

首先，统计经验表明，当增速由高位降至【30%】以下时，市场表现显著变差。

对前一年增速>50%标的，按当年的增速分 10 档。可以发现规律：

- （1）增速边际回落，但维持较高增速的标的，仍有超额收益（第 1 组~第 5 组）；
- （2）第 5 组是临界线（增速>30%），当增速降至 30%以下，市场表现显著变差。

表 2：前一年高增速标的，按照当年绝对增速分组年度表现（表中数据为年度涨幅中位数，%）

分组	当年增速(%)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	均值
第1组	>80	7.5	132.7	223.3	-55.6	161.8	13.8	-20.9	7.0	32.7	42.5	83.4	-10.3	-3.0	-29.5	39.1	26.2	28.9	-7.1	8.3	5.3	49.2	35.0
第2组	[60,80]	4.2	117.4	172.2	-58.2	115.4	24.2	-28.7	20.8	31.6	39.9	97.6	-15.1	0.0	-29.5	53.6	20.8	29.6	-13.4	7.2	4.9	49.5	30.7
第3组	[50,60]	11.2	179.7	163.0	-58.1	116.6	28.4	-26.5	23.0	35.7	35.6	96.6	-20.2	-9.5	-24.3	31.6	20.8	9.1	-9.3	1.2	5.3	25.9	30.3
第4组	[40,50]	-7.6	91.0	111.2	-51.6	141.4	10.6	-17.7	10.3	27.3	65.9	60.7	-16.8	-5.0	-32.6	23.2	10.2	22.4	-8.9	11.4	5.4	22.3	22.5
第5组	[30,40]	-11.9	95.3	138.1	-57.2	112.4	10.4	-23.3	14.2	26.7	54.6	73.1	-7.9	-2.1	-26.6	35.4	10.9	10.1	-10.6	10.8	13.8	34.4	23.8
第6组	[20,30]	-9.5	89.7	142.6	-53.4	77.2	5.9	-33.4	3.5	25.5	41.8	76.1	-6.5	-12.7	-31.8	20.8	26.6	5.9	-14.9	-2.5	-1.1	23.8	17.8
第7组	[10,20]	-15.2	71.6	103.7	-60.3	98.1	6.5	-35.2	4.6	11.7	38.4	89.9	-13.3	-7.8	-32.3	22.2	18.4	10.5	-21.6	11.9	3.9	26.8	15.8
第8组	[0,10]	-10.7	113.9	113.9	-60.3	98.1	6.5	-35.2	4.6	11.7	38.4	89.9	-13.3	-7.8	-32.3	22.2	18.4	10.5	-21.6	11.9	3.9	26.8	15.8
第9组	[-10,0]	-15.3	60.1	114.1	-62.3	101.3	-8.3	-34.9	-0.7	23.3	30.5	53.7	-17.3	-17.0	-33.9	25.6	1.4	0.0	-20.2	6.5	8.4	25.5	11.4
第10组	<-10	-24.9	70.0	163.7	-67.0	95.9	-10.1	-37.3	-3.7	8.6	33.9	52.7	-18.7	-27.3	-41.0	8.5	-4.6	-5.0	-22.8	-6.5	-9.4	16.6	8.2

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

其次，【-50%】是景气拐点判断的另外一个关键，增速回落幅度超过【50%】，市场表现显著变差。

对前一年增速>50%标的，按当年的增速降幅分 10 档，降幅分别从-10%到-100%。可以发现：

- （1）增速边际回落，但维持较高增速的标的，仍有超额收益（第 1 组~第 5 组）；

- (2) 第 5 组是临界线（增速降幅小于 50%），当增速降幅超过 50%甚至负增长时，表现显著变差；
- (3) 高增长但降幅过大的标的，表现出了高增速的陷阱。一方面可能反映的是其盈利大起大落的“周期属性”；另一方面，也可能反映市场在高增长时期对盈利过度乐观，导致在降速增长时大幅杀估值。

表 3：A 股【前 1 年增速>50%，当年降速增长】在不同增速降幅时的表现（表中数据为年度涨幅中位数，%）

分组	当年增速(%)	增速降幅	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	均值
第1组	降速	-10%~0%	-8.9	176.2	210.7	-31.2	153.6	22.6	-19.7	-2.0	89.5	52.2	77.3	6.3	-9.8	-26.3	51.5	39.9	13.7	1.7	7.7	0.1	56.3	36.6
第2组	降速	-20%~-10%	10.9	139.6	179.9	-55.8	184.3	12.9	-23.8	4.4	13.9	40.6	71.6	-7.9	15.9	-17.0	33.0	28.5	41.7	1.2	9.6	11.9	85.6	35.1
第3组	降速	-30%~-20%	13.4	251.4	191.4	-54.5	133.6	45.3	-27.6	36.3	13.0	46.0	120.1	-17.1	-3.8	-25.5	47.9	18.6	27.4	-9.6	15.2	-0.7	69.0	42.4
第4组	降速	-40%~-30%	16.5	196.8	168.1	-58.1	141.4	30.8	-24.8	11.3	34.5	63.5	102.3	-7.7	-18.2	-27.1	45.0	29.4	-1.0	-8.6	8.1	15.5	52.7	36.7
第5组	降速	-50%~-40%	2.7	113.2	180.1	-60.4	126.4	53.0	-28.8	12.4	43.1	59.0	80.9	-20.2	-1.6	-28.7	40.3	23.8	18.3	-11.2	21.9	7.6	58.8	32.9
第6组	降速	-60%~-50%	-14.7	134.3	158.6	-53.3	132.2	5.3	-23.7	8.7	32.1	56.4	68.2	-8.5	-9.4	-31.1	29.8	19.0	29.5	-12.9	4.9	11.3	40.4	27.5
第7组	降速	-70%~-60%	5.1	78.7	125.6	-52.3	115.0	12.1	-26.7	5.5	66.8	41.7	74.5	-10.9	-4.6	-35.1	50.2	5.6	8.9	-12.4	9.0	3.3	22.7	23.0
第8组	降速	-80%~-70%	-13.8	94.9	142.1	-58.6	152.4	22.4	-35.4	10.2	34.4	40.5	87.5	-8.4	-15.8	-32.3	29.7	15.0	20.6	-15.8	9.8	6.6	29.4	24.5
第9组	降速	-90%~-80%	-14.1	111.2	157.7	-61.0	111.6	7.2	-33.7	2.7	11.8	51.7	69.0	-22.4	-14.3	-32.8	24.6	9.9	10.8	-19.9	6.1	5.5	29.4	19.7
第10组	降速	-100%~-90%	-9.3	88.6	177.2	-61.0	111.6	7.2	-33.7	2.7	11.8	51.7	69.0	-22.4	-14.3	-32.8	24.6	9.9	10.8	-19.9	6.1	5.5	29.4	19.7
第11组	负增长	-200%~-100%	-17.5	65.2	163.7	-67.3	121.7	-11.1	-36.9	-2.6	8.2	35.8	53.7	-19.5	-27.0	-39.6	12.1	0.8	-5.2	-24.4	-5.9	-4.9	16.6	10.3
第12组	负增长	<-200%	-35.1	75.9	182.4	-66.2	126.8	-0.8	-39.7	0.0	15.5	30.5	43.3	-14.6	-32.7	-44.2	6.7	-9.8	5.3	-18.8	-2.7	-15.8	16.6	10.6

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

值得注意的是，高增长标的，市场对其降速的容忍度也是提升的。我们提高上一年增速要求至 100%，统计【前 1 年增速>100%，当年降速增长】的情况，可以看到在增速降幅达到 60%之后，过往的平均表现回落幅度不大。因此，对于【-50%】经验值的使用有一定灵活性，核心仍在于判断景气赛道何时出现盈利趋势性的向下拐点。

表 4：A 股【前 1 年增速>100%，当年降速增长】在不同增速降幅时的表现（表中数据为年度涨幅中位数，%）

分组	当年增速(%)	增速降幅	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	均值
第1组	降速	-10%~0%	-5.0	149.6	210.7	-31.2	153.6	16.8	-25.7	61.2	43.6	59.6	103.0	34.8	0.8	-29.8	46.4	54.9	48.7	1.7	9.6	0.0	104.1	48.0
第2组	降速	-20%~-10%	-4.5	108.8	227.2	-62.1	358.8	-11.5	-18.4	3.6	79.1	64.7	118.3	3.1	41.7	-36.0	31.2	-6.6	23.4	9.3	5.3	10.1	89.8	49.3
第3组	降速	-30%~-20%	-0.4	334.4	222.6	-54.3	256.8	27.9	-27.6	10.2	29.8	49.5	148.4	-14.6	-4.9	-29.1	91.2	14.9	23.3	-11.5	27.1	15.9	78.2	56.6
第4组	降速	-40%~-30%	33.8	140.1	347.4	-68.4	124.4	9.6	-23.9	0.3	39.5	74.1	112.8	-19.4	-6.4	-29.7	42.0	75.9	-3.5	-9.7	20.9	-32.6	59.4	41.4
第5组	降速	-50%~-40%	6.4	156.7	191.3	-62.6	126.0	72.9	-25.2	31.9	34.8	64.2	123.1	-24.8	0.0	-25.2	48.4	38.6	33.0	-19.6	8.4	4.3	57.5	40.0
第6组	降速	-60%~-50%	-8.3	186.0	186.0	-55.6	130.8	28.0	-11.8	29.9	33.5	81.7	65.3	-10.5	-5.4	-34.3	36.9	18.1	29.5	-11.4	8.0	9.7	41.5	35.6
第7组	降速	-70%~-60%	11.3	83.1	186.1	-59.2	119.7	13.9	-12.9	-2.3	56.9	47.4	102.5	-13.0	6.2	-35.1	43.9	4.1	17.9	-10.2	4.2	3.3	40.2	29.0
第8组	降速	-80%~-70%	-15.9	101.9	205.2	-53.4	154.3	28.4	-33.6	23.2	56.3	47.8	82.5	-7.8	-15.7	-26.0	32.1	12.3	57.0	-10.8	14.3	5.9	31.0	32.8
第9组	降速	-90%~-80%	-12.1	85.0	163.9	-61.2	103.9	6.1	-30.6	6.8	8.1	54.6	76.2	-22.2	-14.5	-32.6	25.4	10.0	11.5	-19.5	9.0	4.7	30.2	23.2
第10组	降速	-100%~-90%	-8.4	94.5	168.9	-61.2	103.9	6.1	-30.6	6.8	8.1	54.6	76.2	-22.2	-14.5	-32.6	25.4	10.0	11.5	-19.5	9.0	4.7	30.2	20.1
第11组	负增长	-200%~-100%	-17.8	65.2	171.9	-67.9	119.6	-10.5	-36.7	-2.4	3.8	32.5	59.6	-19.8	-27.1	-40.3	12.0	-0.2	-5.4	-26.1	-8.5	-5.3	14.9	10.1
第12组	负增长	<-200%	-34.1	87.8	179.9	-66.8	179.7	-1.7	-41.4	0.0	15.9	29.0	44.8	-16.8	-34.2	-44.2	-0.8	-5.1	-6.2	-18.1	1.1	-13.5	13.2	12.8

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

另外，美股市场长期来看，也有类似的规律：当增速降至 30%以下时，收益率大幅降低。但这种规律性同样在 2010 年之后边际减弱，可能原因在于：一是近 10 多年宏观和市场流动性充裕，好资产持续享受估值溢价；二是回购行为可能平抑掉市场的部分波动。

表 5：美股【前 1 年增速>50%】，当年绝对增速分组的表现（表中数据为年度涨幅中位数，%）

分组	当年增速(%)	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
第1组	>100%	92%	174%	54%	37%	25%	50%	36%	40%	5%	58%	2%	40%	-8%	108%	30%	29%	26%	31%	-44%
第2组	[60%,100%]	2%	122%	19%	38%	9%	24%	21%	38%	9%	21%	19%	62%	0%	70%	22%	32%	30%	36%	-33%
第3组	[50%,60%]	2%	27%	40%	34%	13%	39%	30%	15%	6%	16%	-18%	-5%	51%	56%	41%	20%	43%	33%	-27%
第4组	[40%,50%]	22%	92%	29%	13%	-5%	40%	26%	42%	-9%	23%	15%	0%	15%	67%	36%	9%	30%	-4%	-60%
第5组	[30%,40%]	37%	78%	0%	25%	7%	40%	30%	32%	8%	12%	22%	11%	11%	40%	21%	13%	35%	13%	-41%
第6组	[20%,30%]	-9%	27%	15%	25%	-2%	27%	6%	46%	6%	-4%	4%	15%	18%	38%	16%	10%	17%	-9%	-34%
第7组	[10%,20%]	-20%	32%	31%	20%	-7%	32%	-2%	34%	-19%	-25%	6%	30%	6%	26%	22%	2%	19%	1%	-51%
第8组	[0%,10%]	-15%	31%	-18%	-4%	22%	16%	11%	-22%	-10%	-22%	11%	-11%	25%	11%	-4%	8%	-3%	-45%	
第9组	[-10%,0%]	-10%	16%	-2%	9%	-4%	22%	16%	11%	-22%	-10%	-22%	11%	-11%	25%	11%	-6%	3%	2%	-39%
第10组	<-10%	-28%	3%	6%	6%	-13%	30%	0%	-3%	-29%	-13%	-40%	-1%	-20%	25%	1%	-8%	4%	-20%	-54%

当增速降至30%以下时，收益率大幅降低

分组	当年增速(%)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	中值	均值
第1组	>100%	41%	28%	-10%	33%	37%	17%	7%	28%	16%	-5%	34%	55%	36%	3%	9%	30%	49%	40%	46%
第2组	[60%,100%]	83%	21%	6%	23%	54%	27%	-5%	15%	16%	-18%	20%	13%	42%	-14%	18%	39%	4%	21%	29%
第3组	[50%,60%]	66%	40%	-7%	42%	36%	21%	-7%	1%	34%	-5%	26%	67%	32%	-19%	3%	25%	12%	16%	19%
第4组	[40%,50%]	34%	28%	-2%	19%	43%	3%	7%	25%	21%	-23%	39%	18%	30%	-14%	28%	5%	-43%	22%	23%
第5组	[30%,40%]	57%	29%	-3%	18%	36%	7%	-4%	25%	23%	-19%	35%	3%	30%	-15%	12%	10%	5%	22%	24%
第6组	[20%,30%]	16%	17%	3%	20%	23%	20%	0%	33%	30%	-1%	21%	10%	35%	-15%	11%	39%	2%	15%	13%
第7组	[10%,20%]	57%	31%	-1%	23%	38%	10%	1%	20%	4%	-7%	26%	4%	19%	-17%	20%	5%	48%	6%	9%
第8组	[0%,10%]	52%	7%	-5%	10%	25%	7%	16%	12%	22%	-7%	25%	4%	12%	-17%	7%	5%	2%	-2%	0%
第9组	[-10%,0%]	76%	23%	-4%	10%	25%	7%	16%	12%	22%	-7%	25%	4%	12%	-17%	7%	5%	2%	-2%	0%
第10组	<-10%	29%	5%	-20%	8%	30%	3%	-13%	8%	6%	-21%	12%	-5%	-4%	-31%	-3%	-7%	-32%	-3%	-8%

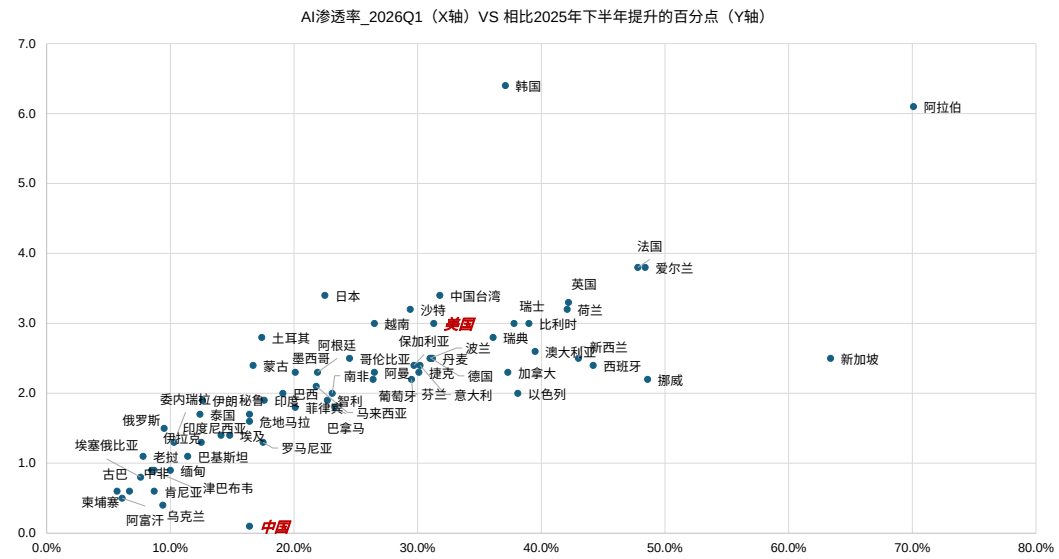
当增速降至30%以下时，收益率大幅降低

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

回到产业景气层面，较低的渗透率以及持续的 CAPEX，意味着 AI 产业仍是进行时。

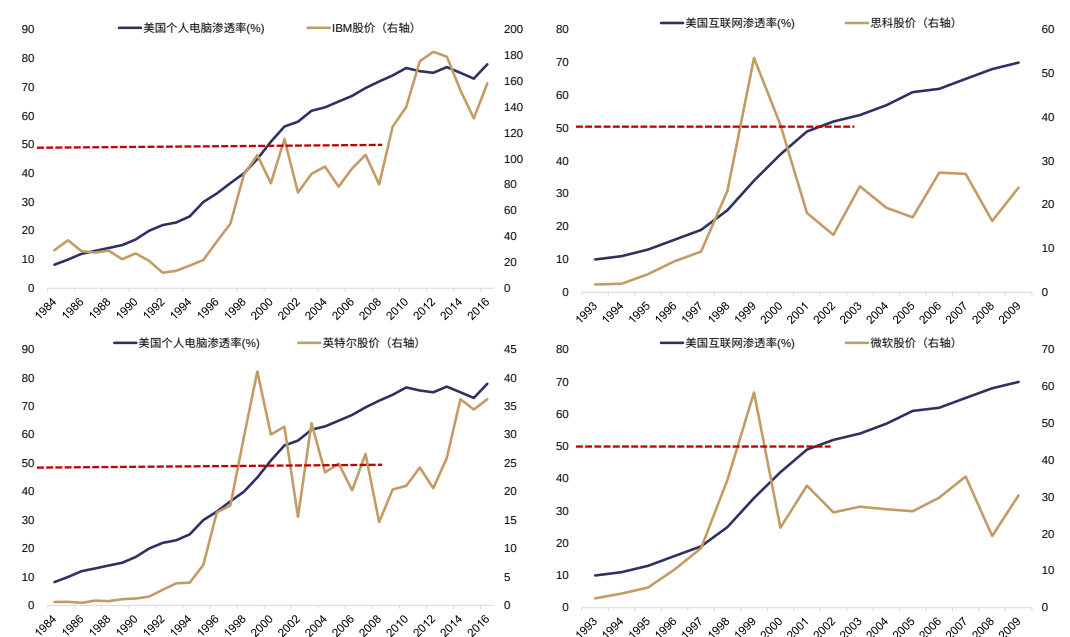
根据微软报告，2026 年第一季度全球人工智能渗透率达 17.8%，比 2025 年下半年增长 1.5 个百分点；其中，美国 31%、德国 31%、日本 23%、中国 16%。按 PC、互联网等产业发展规律，达到 40-50%渗透率之后，可能才会引起股价较长时间的滞涨。当前 AI 整体渗透率不高，特别是正式部署进生产环境这一层。

图 6：AI 的全球渗透率



数据来源：Microsoft、广发证券发展研究中心

图 7：PC 渗透率与市场表现



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

最后，客观来讲，由于供需结构、技术壁垒等差异，AI 内部不同环节的景气度大概率会分化，后续对研究颗粒度的要求也将更高。

判断不同赛道的景气拐点，需要先识别盈利的主要来源及增长持续性，再结合两个经验值所对应的景气阶段进行分析。这一历史分类也为后续 AI 内部不同环节的景气跟踪提供了参照。例如：（1）部分业绩兑现较充分、订单能见度较高的光模块龙头，更接近需求扩张主导、兼具技术迭代属性的成长赛道；（2）PCB、服务器制造等环节的制造属性更强，还需考虑产能释放与供需变化；（3）通用 DRAM、NAND 等传统存储产品受价格和库存周期影响较大，更接近价格主导型周期资产；（4）尚处商业化早期的部分 AI 应用，其定价可能更多受产业预期和估值扩张驱动。

五、本周重要变化

本章如无特别说明，数据来源均为 wind 数据。

（一）中观行业

1. 下游需求

房地产：30 个大中城市房地产成交面积累计同比下降 7.77%，30 个大中城市房地产成交面积月环比下降 21.05%，月同比上升 0.90%，周环比下降 14.53%。国家统计局数据，1-6 月房地产新开工面积 2.32 亿平方米，累计同比下降 23.40%，相比 1-5 月增速下降 0.80%；6 月单月新开工面积 0.53 亿平方米，同比下降 26.05%；1-6 月全国房地产开发投资 38074.00 亿元，同比名义下降 18.00%，相比 1-5 月增速下降 1.80%，

6月单月新增投资同比名义下降25.95%;1-6月全国商品房销售面积4.0140亿平方米,累计同比下降11.60%,相比1-5月增速下降0.80%,6月单月新增销售面积同比下降16.28%。

汽车:乘用车:7月1-12日,全国乘用车市场零售44.3万辆,同比去年7月同期下降15%,较上月同期下降1%,今年以来累计零售914.4万辆,同比下降20%;7月1-12日,全国乘用车厂商批发37.9万辆,同比去年7月同期下降26%,较上月同期下降17%,今年以来累计批发1,292.6万辆,同比下降6%。新能源:7月1-12日,全国乘用车市场新能源零售28万辆,同比去年7月同期下降8%,较上月同期下降3%,今年以来累计零售498.4万辆,同比下降14%;7月1-12日,全国乘用车厂商新能源批发26.2万辆,同比去年7月同期下降9%,较上月同期下降15%,今年以来累计批发705万辆,同比增长4%。

2.中游制造

钢铁:螺纹钢现货价格本周较上周涨0.41%至3183.00元/吨,不锈钢现货价格本周较上周涨0.43%至15151.00元/吨。截至7月17日,螺纹钢期货收盘价为3112元/吨,比上周上升0.81%。钢铁网数据显示,7月上旬,重点统计钢铁企业日均产量188.20万吨,较6月下旬下降15.15%。6月粗钢累计产量49995.00万吨,同比下降3.00%。

化工:截至7月10日,甲醇价格较6月30日跌19.11%至2423.40元/吨,顺丁橡胶价格较6月30日跌16.50%至11714.30元/吨。

3.上游资源

国际大宗:WTI本周涨15.52%至82.49美元,Brent涨17.34%至88.26美元,LME金属价格指数涨1.00%至5595.90,大宗商品CRB指数本周涨4.32%至381.96,BDI指数上周跌6.52%至2752.00。

炭铁矿石:本周铁矿石库存下降,煤炭价格下跌。秦皇岛山西优混平仓5500价格截至2026年7月13日跌3.12%至795.20元/吨;港口铁矿石库存本周下降1.57%至16346.00万吨;原煤6月产量下降4.11%至38088.00万吨。

(二) 股市特征

股市涨跌幅:上证综指本周下跌5.81%,行业涨幅前三为煤炭(申万)(2.79%)、食品饮料(申万)(2.72%)、银行(申万)(2.69%);跌幅前三为电子(申万)(-18.84%)、国防军工(申万)(-17.15%)、机械设备(申万)(-14.39%)。

动态估值:截至7月17日,A股总体PE(TTM)从上周22.68倍下降到本周21.25倍,PB(LF)从上周1.83倍下降到本周的1.72倍;A股整体剔除金融PE(TTM)从上周39.43倍下降到本周36.25倍,PB(LF)从上周的2.60倍下降到本周的2.39倍。创业板PE(TTM)从上周73.25倍下降到本周64.46倍,PB(LF)从上周4.77倍下降到本周4.20倍;科创板PE(TTM)从上周的216.11倍下降到本周178.89倍,PB(LF)从上周的7.30倍下降到本周的6.03倍;沪深300PE(TTM)从上周13.87倍下降到本周13.63倍,PB(LF)从上周1.35倍下降到本周的1.34倍。行业角度来看,本周PE(TTM)分位数扩张幅度最大的行业为银行、石油石化、煤炭。PE(TTM)分位数收敛幅度最大的行业为电力设备、国防军工、社会服务。此外,从PE角度来看,申万一级行业中,通信、有色金属、商贸零售、房地产、非银金融、美容护理、食品饮料、石油石化、交通运输、公用事业、基础化工、家用电器估值低于历史中位数。电子、建筑材料、轻工制造估值高于历史90分位数。从PB角度来看,申万一级行业中,石油石化、基础化工、钢铁、建筑材料、电力设备、国防军工、

建筑装饰、公用事业、交通运输、房地产、环保、美容护理、社会服务、汽车、家用电器、轻工制造、纺织服饰、商贸零售、农林牧渔、食品饮料、医药生物、计算机、传媒、银行、非银金融估值低于历史中位数。电子估值高于历史 90 分位数。本周股权风险溢价从上周 0.80% 上升至本周 1.02%，股市收益率从上周的 2.54% 上升到本周的 2.76%。

融资融券余额：截至 7 月 16 日周四，融资融券余额 28580.87 亿元，较上周下降 2.94%。

AH 溢价指数：本周 A/H 股溢价指数下降到 124.02，上周 A/H 股溢价指数为 124.50。

（三）流动性

7 月 12 日至 7 月 17 日期间，央行共有 5 笔逆回购到期，总额为 620 亿元；5 笔逆回购，总额为 19635 亿元。公开市场操作净投放（含国库现金）共计 22815 亿元。

截至 2026 年 7 月 17 日，R007 本周上升 3.18BP 至 1.4428%，SHIBOR 隔夜利率上升 2.89BP 至 1.3971%；期限利差本周下降 3.32BP 至 0.5963%；信用利差下降 2.44BP 至 0.2908%。

（四）海外

美国：本周二公布 6 月 CPI:季调:同比上涨 3.5%，前值为 4.2%。本周三公布 6 月核心 PPI:季调:同比上涨 5.5%，前值为 6.0%。本周四公布 7 月 11 日初请失业金人数:季调(人)为 208,000，前值为 216,000。本周四公布 6 月零售销售:同比为 6.72%，前值为 7.33%。

日本：本周二公布 5 月工业生产指数:季调:环比(修正)下降 0.39%，前值为 0.49%。本周三公布 5 月核心机械订单:季调:环比下降 21.1%，前值为 8.67%。

英国：本周四公布 5 月工业生产指数:季调:同比上升 0.92%，前值为 0%。

欧元区：本周四公布 5 月欧元区:商品出口金额:当月同比下滑 4.8pct，前值为 4.9%。本周五公布 6 月欧元区:CPI:环比下降 0.2%，前值为 0.1%。

标普 500 上周跌 1.55%收于 7457.69 点；伦敦富时涨 0.98%收于 10600.37 点；德国 DAX 跌 0.94%收于 24830.98 点；日经 225 跌 6.44%收于 64141.12 点；恒生涨 1.60%收于 24562.24 点。

（五）宏观

发电量：本周三公布 6 月产量:发电量:当月同比为 2%。

工业增加值：本周三公布 6 月工业增加值:当月同比为 5.3%。

固定资产投资：本周三公布 6 月固定资产投资完成额:累计同比为-5.7%。

进出口：本周二公布 6 月出口金额:当月同比为 27%，6 月进口金额:当月同比为 36%。

货币供应量：本周三公布 6 月 M1:同比为 4%，6 月 M2:同比为 8%。

信贷增长：本周三公布 6 月各项贷款余额:同比为 5.2%。

社会融资总量、外汇占款：本周三公布 6 月社会融资规模:当月值为 33645 亿元，6 月社会融资规模:当月同比为-20.37%。6 月外汇占款当月值为 217282.58 亿元。

固定资产投资完成额: 累计同比: 本周三公布 6 月固定资产投资完成额:制造业:累计同比为-1.2%。

六、下周公布数据一览

下周看点: 美国 7 月 18 日初请失业金人数:季调(人), 英国 6 月 CPI:同比(%), 日本 6 月 CPI:同比(%)。

7 月 22 日周三: 英国 6 月 CPI:同比(%)

7 月 23 日周四: 美国 7 月 18 日初请失业金人数:季调(人)

7 月 24 日周五: 日本 6 月 CPI:同比(%)

七、风险提示

地缘政治冲突超预期, 使得全球通胀上行压力超预期。

海外通胀及美国经济韧性, 使得全球流动性更快进入紧缩周期。

国内稳增长政策力度不及预期, 使得经济复苏乏力及市场风险偏好下挫等。

广发投资策略研究小组

刘晨明：首席分析师，南开大学世界经济硕士，12 年策略研究经验。
 郑 恺：首席分析师，华东师范大学金融学硕士，12 年策略研究经验。
 倪 庚：（上海）资深分析师，中山大学硕士，9 年策略研究经验。
 陈振威：（上海）资深分析师，香港中文大学硕士，4 年策略研究经验。
 杨清源：（上海）资深分析师，西南财经大学硕士，4 年策略研究经验。
 毕露露：（上海）高级分析师，上海财经大学硕士。
 逸 昕：（北京）资深分析师，澳大利亚国立大学硕士，5 年策略研究经验。
 李如娟：（广深）资深分析师，中山大学硕士，11 年策略研究经验。
 余可骋：（广深）资深分析师，澳大利亚国立大学硕士，8 年策略研究经验。

分析师及联系人



刘晨明

SAC 执证号：S0260524020001
 SFC CE No. BVH021
 liuchenming@gf.com.cn



郑恺

SAC 执证号：S0260515090004
 SFC CE No. BUU989
 zhengkai@gf.com.cn



李如娟

SAC 执证号：S0260524030002
 lirujuan@gf.com.cn



杨清源

SAC 执证号：S0260525080001
 yangqingyuan@gf.com.cn

请注意，李如娟、杨清源并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

广发证券	买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
行业投资评级说明	持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
	卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券	买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
公司投资评级说明	增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
	持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
	卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们	地址	邮政编码	客服邮箱
	广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
	深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
	北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
	上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
	香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。