

● 证 券 研 究 报 告 ●

韩国股市去杠杆进程如何？

全球资产配置风险聚焦系列报告之五

证券分析师：金倩婧 A0230513070004 冯晓宇 A0230521080005

林遵东 A0230524100005 王胜 A0230511060001

2026.8.5

报告摘要

- **申万宏源策略从6月开始关注韩国股市泡沫化趋势，并且通过报告持续提示韩国股市风险，最终得到市场验证。2026年6月24日《韩国股市流动性深度解析与风险评估》提示高杠杆、高集中度、高脆弱性及负循环风险；7月5日《韩国股市流动性层面已积累明显脆弱性》进一步指出相对杠杆率上行、被动去杠杆深化。7月31日《隔夜日元汇率大幅升值，大类资产影响几何？》指出，随着韩股等高杠杆资产杠杆风险进一步消化，美股重要云厂业绩出炉，风险偏好有所企稳，风险资产或出现短期反弹窗口。目前韩国股市去杠杆进程如何，中期趋势怎样，我们从多个维度进行分析评估。**
- **融资余额的绝对回落与杠杆ETF资金结构的降温，共同指向杠杆资金的退潮正从恐慌性抛售转向有序换手。**截至2026年7月31日，以“（融资杠杆+杠杆ETF）/市值”衡量的综合杠杆率，韩国、日本、中国台湾、美国股市自2015年以来的历史分位数分别为97.5%、35%、94.3%、56.9%。韩国虽仍处于绝对高位，但边际层面已出现趋势性逆转。自5月27日个股2倍杠杆ETF批量上市后，杠杆资金一度急速膨胀，随后科技股震荡引发该类产品规模从高点整体回撤71.6%，前期追高杠杆资金已大面积出清。信用融资余额绝对规模回落至27万亿韩元（回到2026年年初水平），绝对去杠杆的成效已十分显著。资金结构上，7月31日日元急升当日，EPFR口径外资大幅净流入韩国市场，单日2倍杠杆ETF规模大幅上升85亿美元，但杠杆ETF占整体ETF流入的比重大幅回落，表明外资入场整体风险偏好有所下降，对使用杠杆工具保持谨慎。
- **微观层面的剧烈分化与强平压力的显性化，本质上是去杠杆末端的典型特征。一方面从杠杆ETF来看，SK海力士相关杠杆ETF呈现“越跌越买”的刚性，份额维持历史高位，近7日逆势增长14%~16%；而三星电子相关产品则遭遇多空双向抛售，份额较峰值暴跌约40%。另一方面从强平率来看，7月30日KOSPI大跌当日，信用融资强平金额跃升至1038亿韩元，已是一次集中的压力测试：负循环链条虽被激活，但强平金额并未失控，且后续交易日市场未出现连续崩跌，说明最拥挤的融资杠杆多头已在快速出清。杠杆ETF规模的急剧回撤与融资强平压力的集中释放，共同构成了本轮去杠杆的一体两面——前者是产品净值在市场震荡中的被动收缩，后者是融资盘的强制出清——当前两者均指向杠杆风险正在快速消化。衍生品市场投机情绪从高位回落，投资者存款及衍生品交易存款均降至5月底水平，回购协议（RP）余额虽仍达108万亿韩元，但已从年内高点持续下行，机构流动性紧张边际缓解。**
- **去杠杆尾部风险能否收敛，核心在于长线资金能否接替杠杆资金退潮后的流动性缺口。**7月养老金年内首次转为KOSPI净买入（+9955亿韩元），具有标志性意义——尽管操作上极度集中于SK海力士（单只净买入13809亿，其余个股隐含净流出3854亿，但这种“抽血式调仓”恰恰说明长线资金已开始认可核心资产的价值，并主动进行战略再配置，而非无序撤退。外部资金方面，7月31日EPFR口径显示外资大幅净流入韩国市场（单日2倍杠杆ETF规模上升85亿美元），但杠杆ETF占比显著下行，表明海外资金整体并非单边撤离，部分资金正通过非杠杆ETF渠道试探性布局，但风险偏好已明显降温。
- **当前韩国股市波动率维持在历史新高水平，高杠杆出清、核心个股虹吸效应与强平负循环的自我强化三者交织，市场仍需时间消化高波动。**从信用融资余额回落至年初水平、强平压力集中释放、杠杆ETF规模较高点回撤71.6%、长线资金边际入市等维度看，去杠杆最剧烈的阶段大概率已经过去。后续中短期韩国市场更可能呈现震荡筑底、波动率逐步收敛的格局，一旦高波动状态得到有效消化，前期被极端情绪压制的优质资产有望迎来估值修复窗口。随着资金驱动的市场波动逐步回落，中期韩股市场走势将更多取决于基本面预期，密切关注全球AI Capex预期、存储等AI硬件供需格局变化。
- **风险提示：资产价格短期波动或无法代表长期趋势，选取解读的资产价格具有幸存者偏差；欧美经济深度衰退或超预期，导致资本市场恐慌、波动加大；特朗普执政期间美国政策方向出现重大转变。**

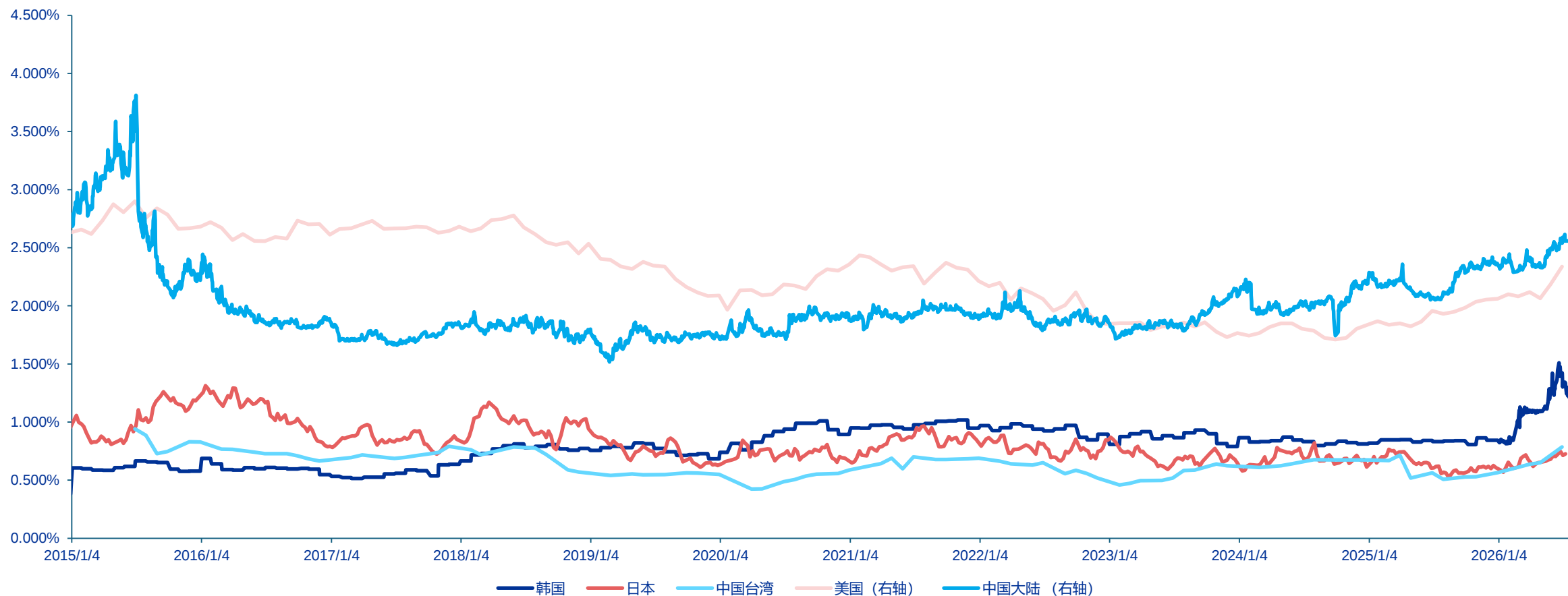
申万宏源策略持续跟踪韩国股市，6月提示去杠杆风险

- 申万宏源策略从6月开始关注韩国股市泡沫化趋势，并且通过报告持续提示韩国股市风险，最终得到市场验证。2026年6月24日《韩国股市流动性深度解析与风险评估》提示高杠杆、高集中度、高脆弱性及负循环风险；7月5日《韩国股市流动性层面已积累明显脆弱性》进一步指出相对杠杆率上行、被动去杠杆深化。7月31日《隔夜日元汇率大幅升值，大类资产影响几何？》指出，韩股等高杠杆资产杠杆风险进一步消化，风险资产或迎短期反弹窗口，目前韩国股市去杠杆进程如何，我们从多个维度进行分析评估。

这一轮韩国股市加杠杆，杠杆ETF是主要的边际力量

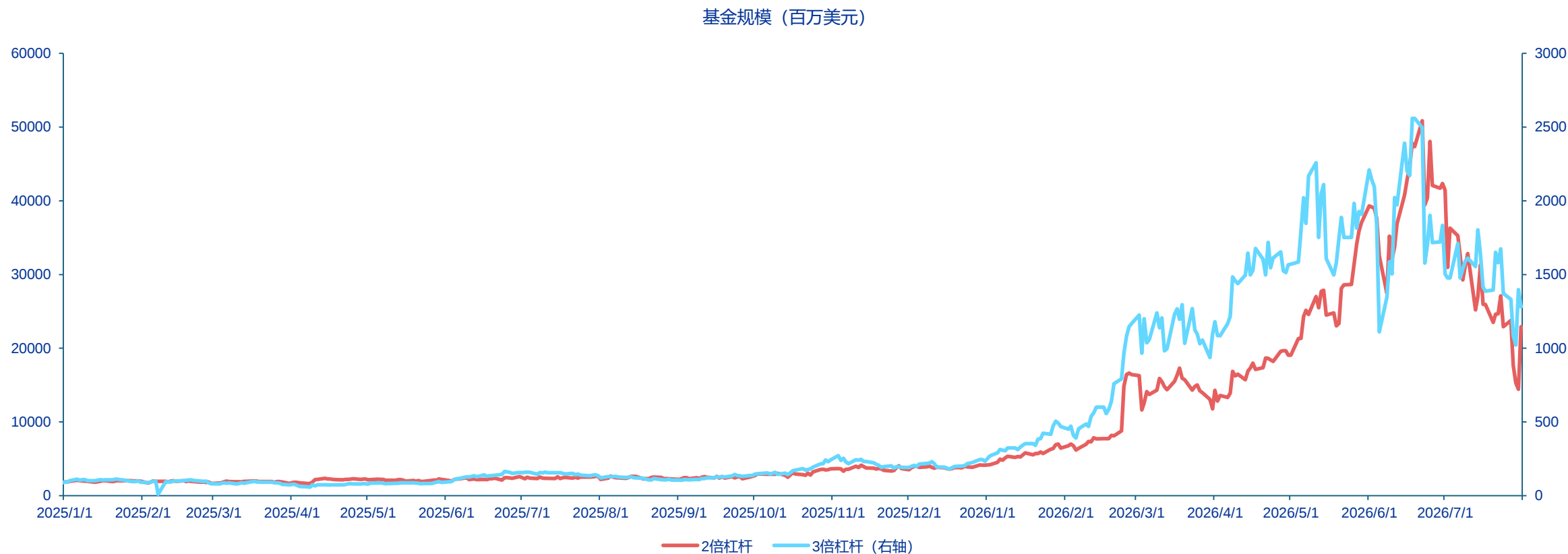
- 截至2026年7月31日，我们用(融资杠杆+杠杆ETF)/市值的比例来衡量全球杠杆率水平，目前韩国、日本、中国台湾、美国股市从2015年以来的历史分位数分别为97.5%、35%、94.3%、56.9%。

各国/地区股市杠杆率（（融资余额+各国杠杆ETF规模）/总市值）



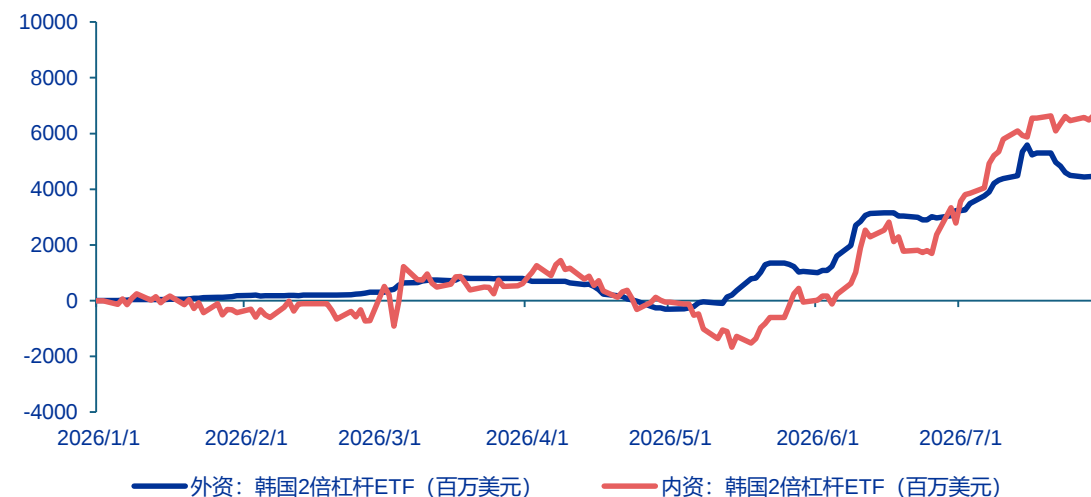
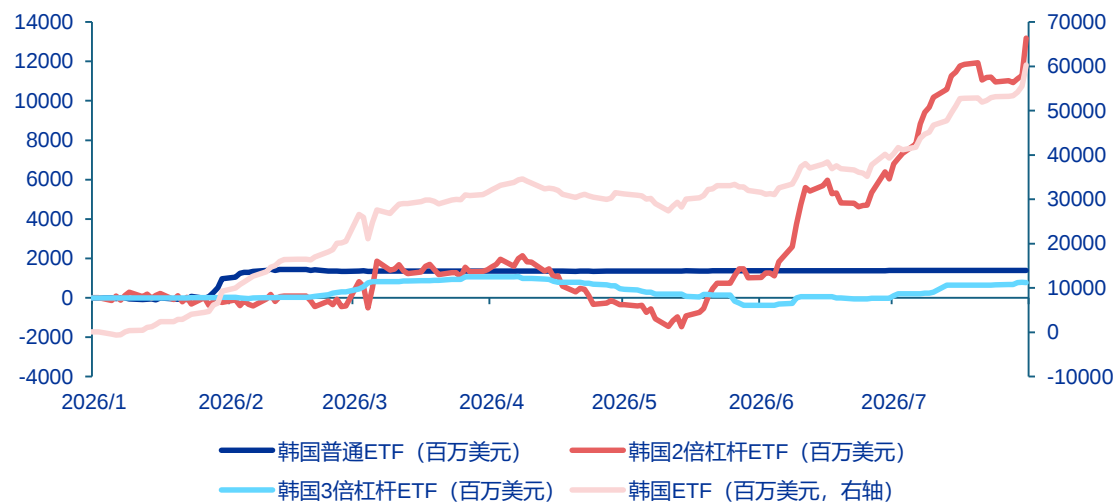
韩国股市2倍做多ETF规模从高点回撤为71.6%

- 截止2026年7月30日，韩国股市2倍做多ETF规模从高点回撤为71.6%，但是7月31日单日2倍杠杆ETF规模大幅上升85亿美元。



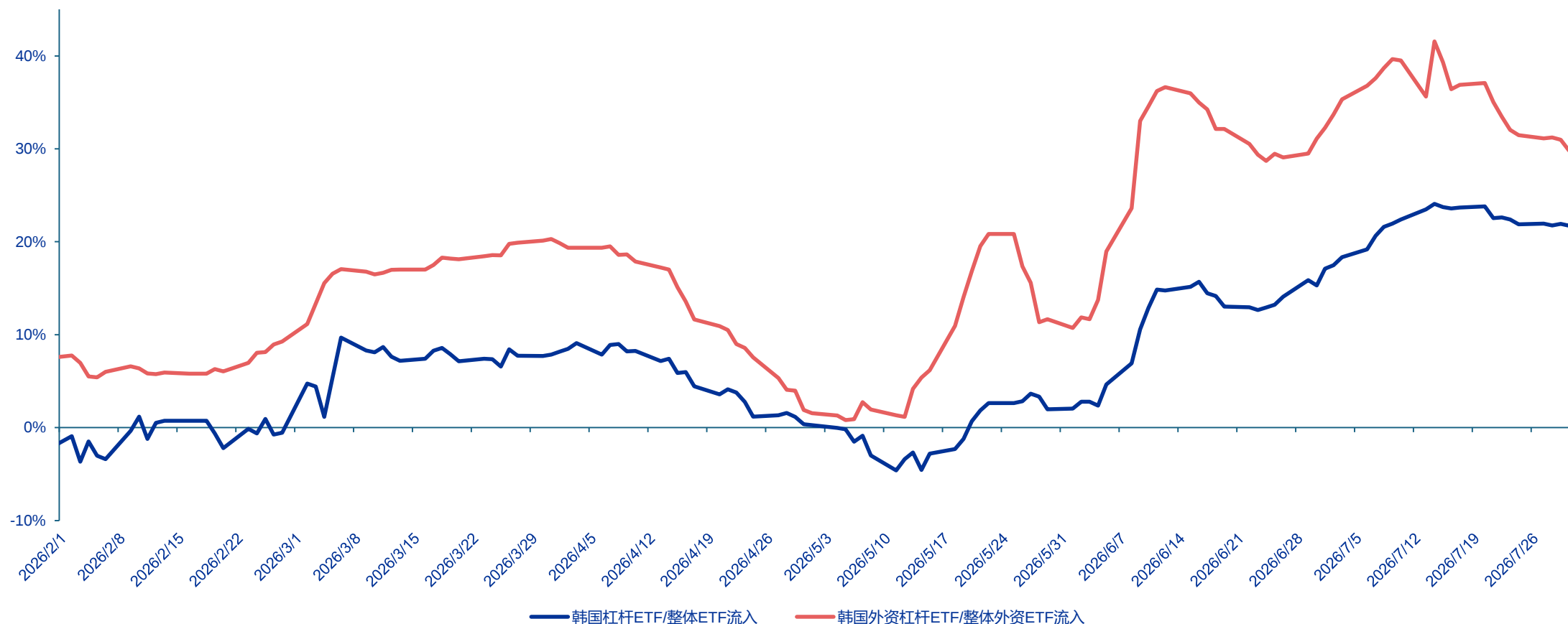
韩国杠杆ETF资金流向：外资高位震荡，但内资仍在流入

- 2026年5月27日，韩国交易所首次批准16只以个股为标的的2倍杠杆ETF同步上市（标的包括三星电子、SK海力士等权重股），打破了此前仅允许指数杠杆ETF的限制。这是韩国4月修订资本市场规则后的首批发行的个股杠杆产品。根据EPFR数据，5月以来韩国股市2倍做多的ETF资金流入出现大幅上行，远远超过其他倍数的杠杆ETF和市场ETF。
- 截止到2026年7月31日，外资对于2倍杠杆ETF的流入呈现高位震荡格局，但是内资还在持续加码2倍杠杆ETF。



韩国杠杆ETF资金流向：外资对于使用杠杆入场相对谨慎

- 截止到2026年7月31日，杠杆ETF流入/整体ETF流入维持高位，但是外资的杠杆ETF流入/整体ETF流入相对于高点大幅回落，外资对于使用杠杆入场相对谨慎。



韩国个股杠杆ETF规模：大部分基金规模从高位回落60%-70%

- 中国香港CSOP二倍做多海力士期末规模达7.91万亿韩元（约为本土龙头KODEX的4倍）。
- 受科技股震荡影响，多头杠杆ETF较历史峰值普遍缩水50%至80%，前期天量追高资金陷入被动。与此同时，市场分歧加剧，做空对冲需求爆发式流入。SOL二倍做空SK海力士近7日规模逆势飙升80.7%，成为全场唯一创新高的标的。

ETF 名称	所处市场	最新规模（百万韩元）	历史最高规模（峰值）	较峰值缩水幅度（%）	近 7 个交易日规模变化（%）
CSOP二倍做多SK海力士	中国香港	7909397	25892136 (06-22)	-67.4%	-11.0%
KODEX二倍做多SK海力士	韩国	2010503	6770518 (06-25)	-70.3%	-44.0%
CSOP二倍做多三星电子	中国香港	1683674	17459942(06-25)	-73.6%	-23.5%
KODEX二倍做多三星电子	韩国	1376776	3676291 (06-26)	-62.5%	-38.0%
TIGRER二倍做多SK海力士	韩国	1115793	4051936 (06-25)	-72.5%	-49.9%
TIGRER二倍做多三星电子	韩国	697103	2016669(06-25)	-65.4%	-41.7%
SOL二倍做空SK海力士	韩国	361537	361537 (近期持平)	-	80.7%
PLUS二倍做空SK海力士三星电子	韩国	45109	87977 (06-08)	-48.7%	-22.5%
ACE二倍做多SK海力士	韩国	43287	175859 (06-22)	-75.4%	-43.9%
SOL二倍做多SK海力士	韩国	40227	124945 (06-25)	-67.8%	-39.7%
ACE二倍做多三星电子	韩国	39678	145491 (06-18)	-72.7%	-39.8%
RISE二倍做多SK海力士	韩国	32865	181363 (06-22)	-81.9%	-53.4%
RISE二倍做多三星电子	韩国	28035	113812 (06-30)	-75.4%	-41.7%
CSOP二倍做空三星电子	中国香港	19436	62474 (07-28)	-68.6%	-59.0%
1Q二倍做多三星电子	韩国	17285	39934 (06-25)	-56.7%	-37.4%
1Q二倍做多SK海力士	韩国	16399	53546 (06-25)	-69.4%	-44.3%
PLUS二倍做多三星电子	韩国	12495	33308 (06-02)	-62.5%	-26.4%
KIWOOM二倍做多SK海力士	韩国	9376	37109(06-22)	-74.7%	-45.5%
KIWOOM二倍做多三星电子	韩国		(-)	-.%	-.%

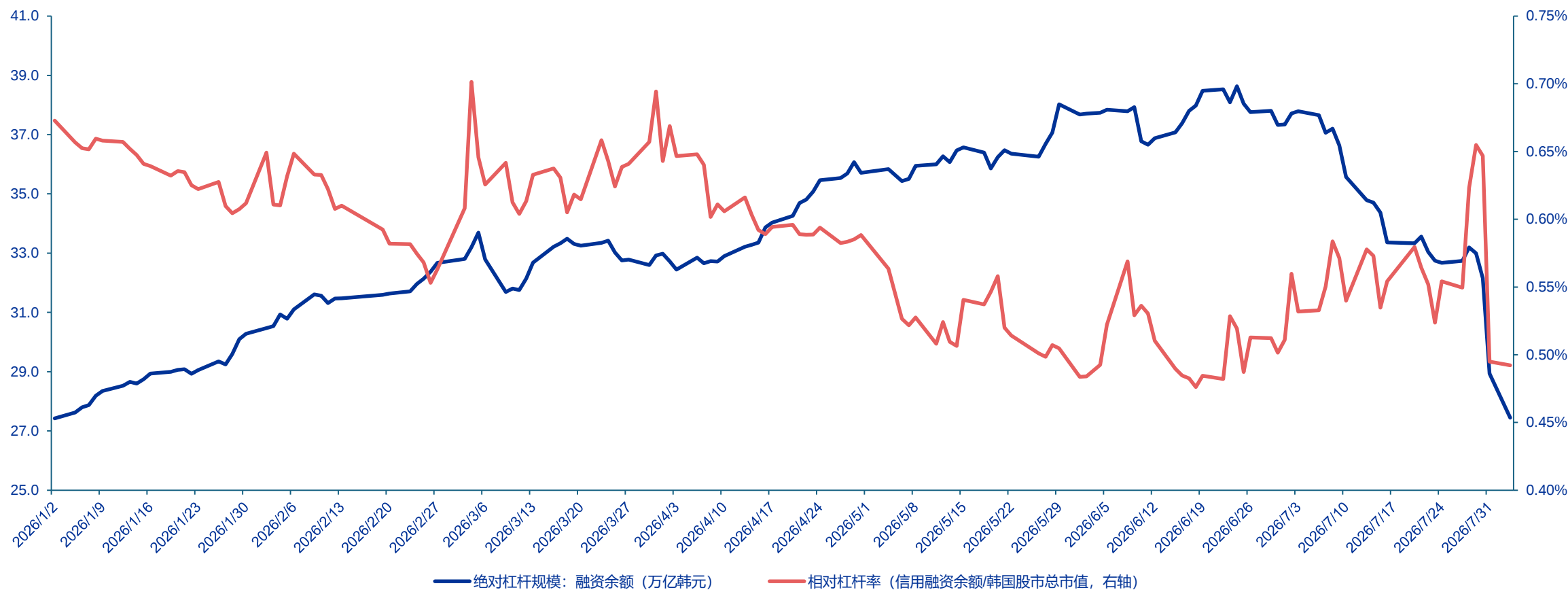
韩国杠杆ETF份额结构性分化：海力士逆势强势吸筹，三星电子遭抛售去杠杆

- AI核心标的（SK海力士）展现强“虹吸效应”，杠杆资金逆势大举加仓。海力士两倍做多ETF份额整体维持在历史最高峰值。其中中国香港CSOP及韩国KODEX近7个交易日份额分别狂飙+14.8%与+16.1%，中小盘产品（SOL、ACE）增量亦超15%，展现出“越跌越买”的极端做多刚性。
- 三星电子相关杠杆产品惨遭抛售，多空双向均呈现显著去杠杆特征。三星电子相关产品份额全面溃退，其中中国香港CSOP二倍做多及做空三星电子份额较峰值双双暴跌约-40%，韩国本土RISE两倍做多三星亦缩水-27.7%。

ETF 名称	所处市场	最新份额 (百万份)	历史最高份额 (峰值)	较峰值缩水幅度 (%)	近 7 个交易日份额变化 (%)
CSOP二倍做多SK海力士	中国香港	983.99	983.99 (近期持平)	-	14.8%
KODEX二倍做多SK海力士	韩国	292.02	292.02 (近期持平)	-	16.1%
TIGRER二倍做多SK海力士	韩国	192.73	192.73 (近期持平)	-	4.1%
KODEX二倍做多三星电子	韩国	167.05	179.03 (07-09)	-6.7%	1.9%
CSOP二倍做空三星电子	中国香港	126.97	208.05 (07-16)	-39.0%	-39.0%
TIGRER二倍做多三星电子	韩国	92.7	106.52 (07-09)	-13.0%	-3.5%
SOL二倍做空SK海力士	韩国	18.17	31.02 (06-24)	-41.4%	3.1%
CSOP二倍做多三星电子	中国香港	14.22	23.86 (07-09)	-40.4%	-16.2%
ACE二倍做多SK海力士	韩国	7.4	7.40 (近期持平)	-	15.6%
SOL二倍做多SK海力士	韩国	7	7.00 (近期持平)	-	25.0%
RISE二倍做多SK海力士	韩国	5.55	5.82 (07-16)	-4.7%	-4.3%
ACE二倍做多三星电子	韩国	5.2	5.72 (06-15)	-9.2%	-1.4%
RISE二倍做多三星电子	韩国	3.65	5.05 (06-30)	-27.7%	-4.6%
1Q二倍做多SK海力士	韩国	2.76	2.76 (近期持平)	-	17.2%
1Q二倍做多三星电子	韩国	2.22	2.22 (近期持平)	-	4.2%
PLUS二倍做空SK海力士三星电子	韩国	1.88	5.36 (06-04)	-64.9%	-47.2%
KIWOOM二倍做多SK海力士	韩国	1.67	1.67 (近期持平)	-	13.6%
PLUS二倍做多三星电子	韩国	1.5	1.50 (近期持平)	-	20.0%
KIWOOM二倍做多三星电子	韩国	.	. (-)	-.%	.%

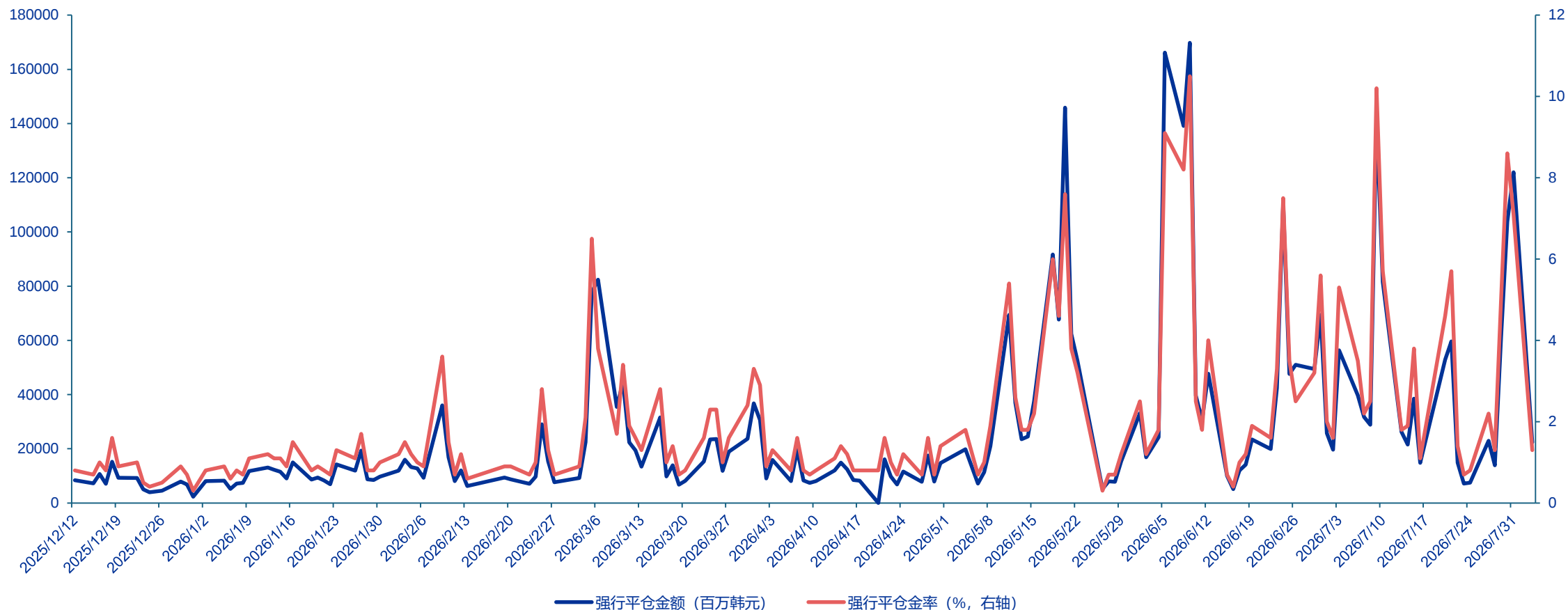
信用融资：绝对杠杆大幅回落至年初水平，信用融资余额占总市值的比例波动较大

■ 截至2026年8月3日，韩国股市信用融资余额大幅下行至27万亿韩元，而信用融资余额占总市值的比例波动较大。



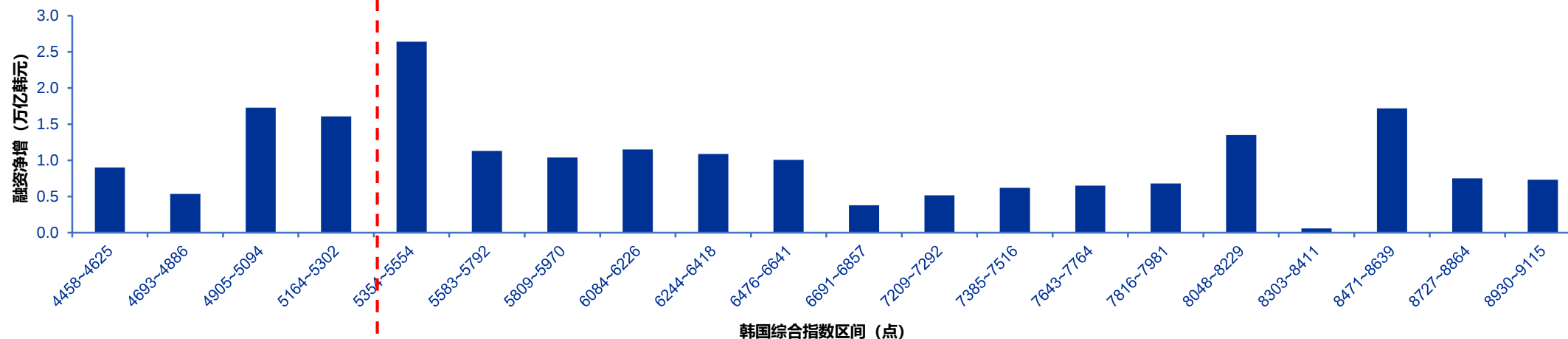
强平金额在暴跌中显著放大，近期出现较为集中爆仓和杠杆挤出

- 强行平仓金额是衡量杠杆资金“爆仓”压力的直接指标。2026年7月30日，KOSPI指数大幅下行，强行平仓金额跃升至1038亿韩元。高频强平数据验证了“指数下跌→追加保证金→强制平仓→进一步抛售”的负循环已在市场中真实运行。

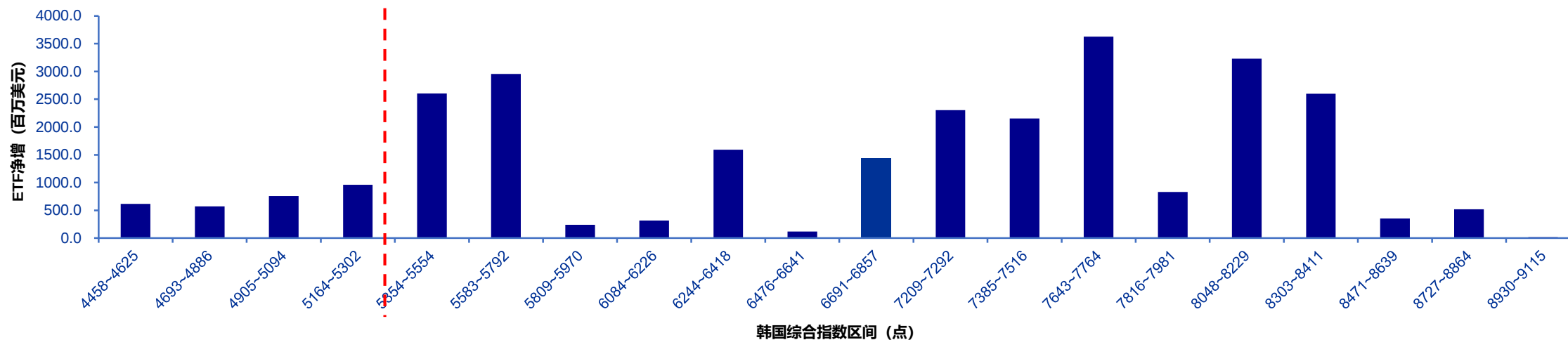


融资与杠杆ETF流入分布，韩国综指5000-5100以下去杠杆压力相对较小

融资余额：各点位净增堆积压力图（5%一档）

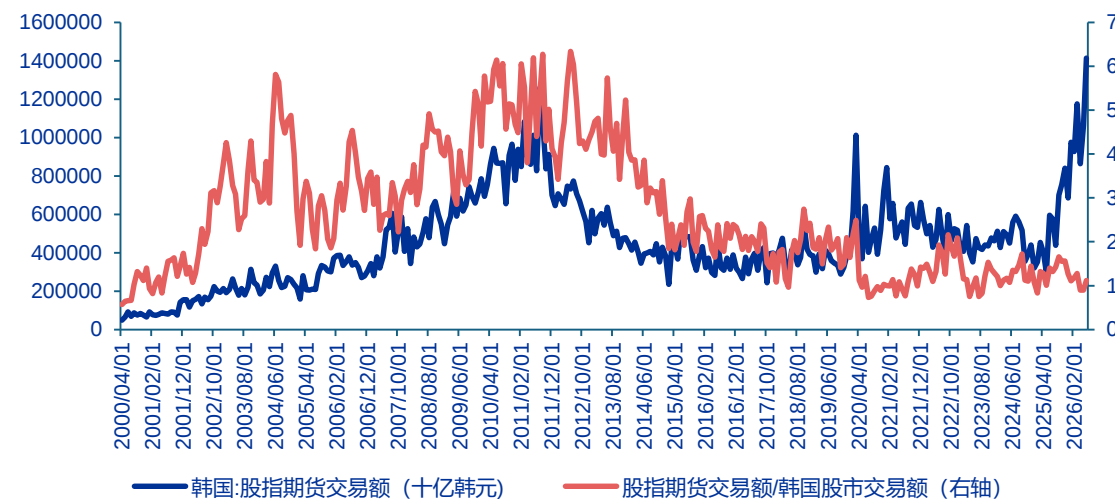


杠杆ETF：各点位净增堆积压力图（5%一档）



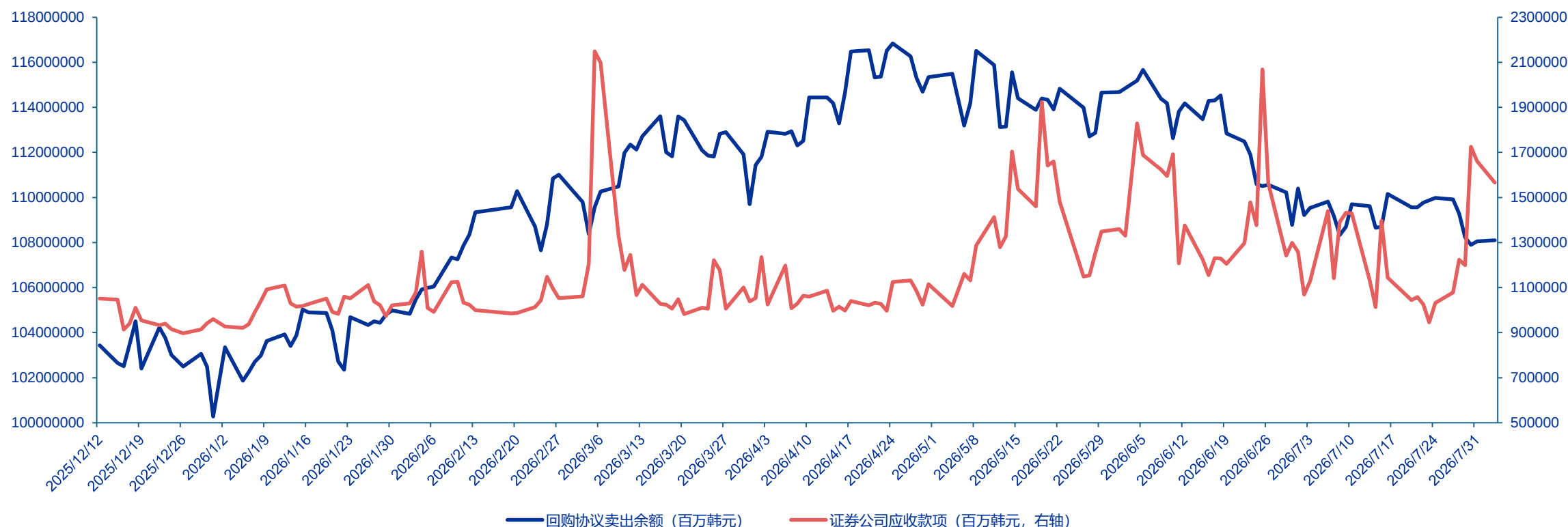
现货与衍生品散户投机情绪均有所回落，衍生品交易余额回落至5月底水平

- 从现货和衍生品余额也可以看出，散户对现货（股票）的追高意愿和对杠杆型衍生品（期货、期权、杠杆ETF）的投机情绪意见明显降温。截至2026年8月3日，证券市场投资者存款和衍生品交易存款（用于期货、期权及杠杆ETF等交易的保证金）相对于年内高位分别下行26%和24%，显示投机情绪在快速下行。
- 值得特别注意的是，本轮衍生品存款高企并非源于传统股指期货（其成交额占比并未放大），而是来自个股杠杆ETF和即将上线的超短期个股期权。这些工具均计入股票现货成交额，因此与“杠杆主要集中在现货融资”的观察并不矛盾。



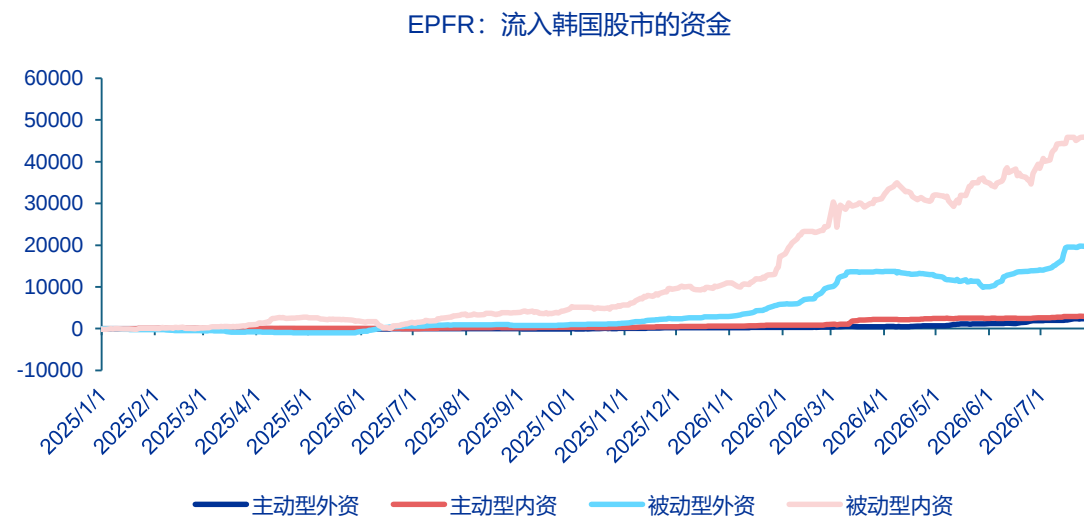
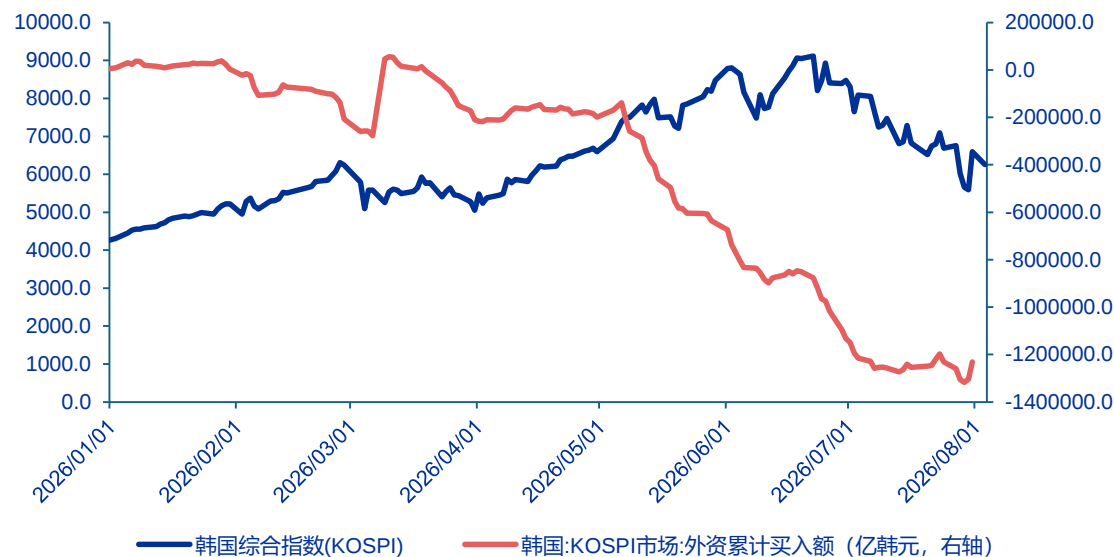
回购余额：利率上升背景下快速下降，回到今年2月份的水平

- RP是投资者以债券为抵押向证券公司融入短期资金的工具，2026年1-4月其余额大幅上升，反映出市场整体对短期流动性的需求正在急剧上升。RP余额的持续膨胀预示：如果短期利率进一步上行或回购市场出现挤压，可能引发机构层面的流动性紧张，进而通过“抛售债券→补充保证金→传导至股票”的链条冲击股市。
- 5月开始RP余额开始回落，截至2026年8月3日，回购协议（RP）卖出余额回落至108万亿韩元，回到今年2月份水平。



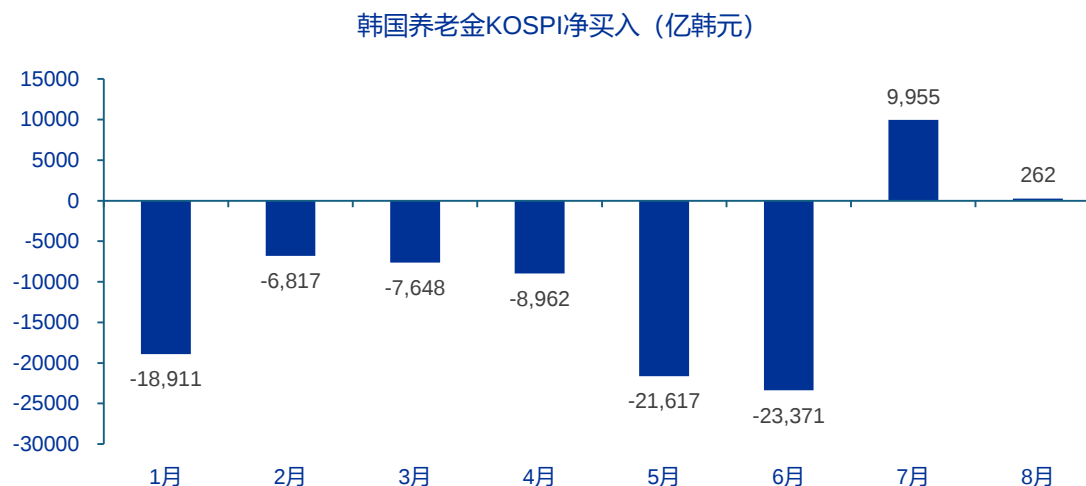
外资：3月之后流入韩国股市的速度显著放缓，6月初以来快速恢复

- 资金流向来看，截至到2026年7月30日，韩国交易所的外资数据与EPFR外资流入显著有所出入。交易所显示外资近期仍在卖出韩国市场，而EPFR口径显示外资从2026年6月以来快速恢复，并且目前被动型内外资还在加速流入。



韩国养老金：年内首次转为KOSPI净买入，7月再度大幅买入SK海力士

- 7月韩国养老金长达半年的单边抛售迎来流动性拐点。在终结了1至6月连续大幅净流出态势后，KOSPI大盘在7月录得9955亿韩元的整体净流入，截至8月4日，8月净买入262亿韩元。
- 然而宏观层面的“全市场回暖”掩盖了微观上剧烈的结构性分化。仅SK海力士单只个股的净流入量，便高达大盘总流入的1.4倍。这表明长线机构资金并非在进行普惠式的多头加仓，而是通过从其他传统板块抽血，极端集中地向核心科技资产进行战略性调仓。



微观结构：7月净流入极致分化

SK 海力士 (000660) + 13809 亿

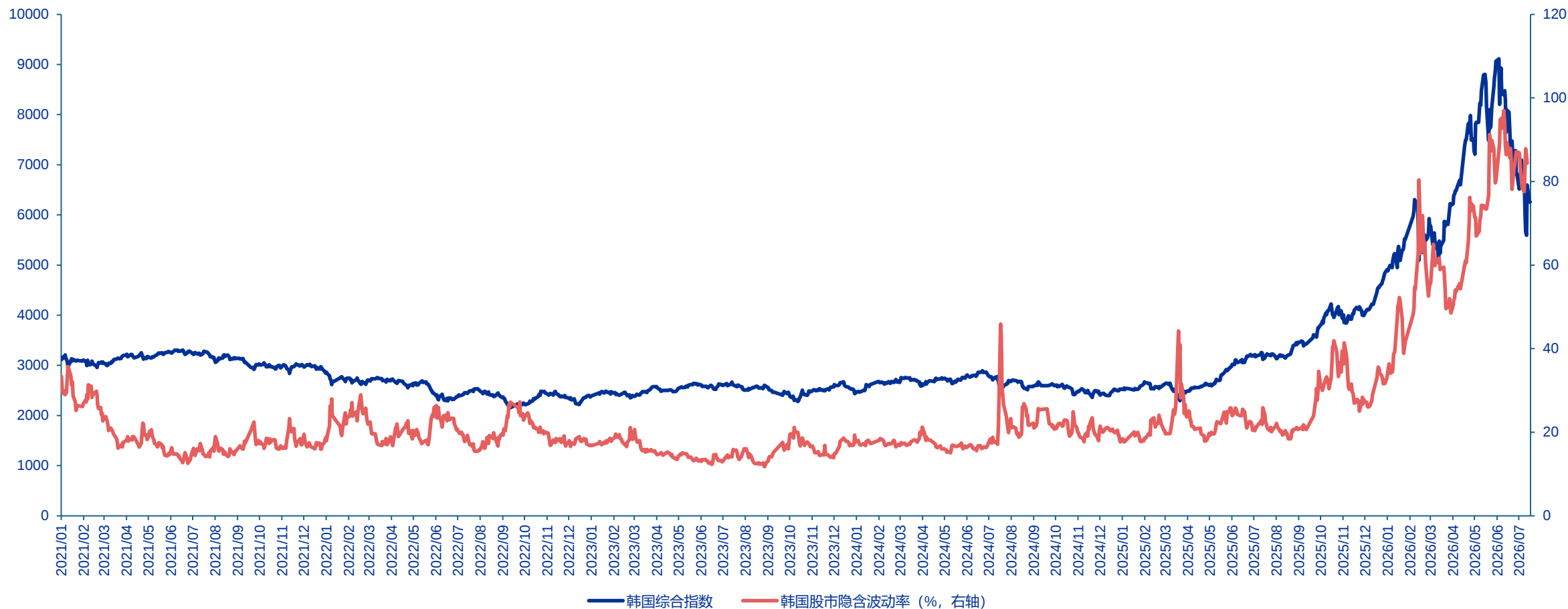
KOSPI 大盘整体净流入 + 9955 亿

剔除SK海力士后，其他个股隐含流出 - 3854 亿

“抽血效应”显著：虽然宏观层面迎来了净流入拐点，但在微观层面为了支撑对SK海力士高达13809亿的买入，养老金实际上在7月份抛售了超过3854亿韩元的其他资产进行调仓。

韩国股市波动率维持在历史高位水平，仍需要消化高波动

■ 当前韩国股市波动率维持在历史新高水平，仍需要消化高波动





目前韩国股市去杠杆最剧烈的阶段进入尾声

指标	指标介绍	目前数据	警戒位置	状态（绿色健康，黄色中等，红色危险）
信用融资余额（绝对杠杆）	投资者向证券公司借款购买股票尚未偿还的总额，反映市场杠杆资金的绝对规模	27万亿韩元（截至2026年8月3日）	持续创新高即为警戒，单日增量超5000亿韩元需重点关注	
信用融资余额 / KOSPI总市值（相对杠杆）	剔除总市值膨胀影响的相对杠杆率，衡量杠杆深度	0.49%（截至2026年8月3日）	金融监督院指出0.58%已亮起“过热”信号，跌破0.5%后若市值回调将快速反弹	
证券市场投资者存款（场外资金）	证券账户中尚未购买股票的闲置现金，衡量潜在购买力	103万亿韩元（截至2026年8月3日）	跌破100万亿韩元或月降幅超10%需警惕购买力衰竭	
衍生品交易存款	用于期货、期权、杠杆ETF等交易的保证金，反映衍生品投机情绪	49万亿韩元（截至2026年8月3日）	与现货存款走势持续背离超过1个月为风险信号	
回购协议（RP）卖出余额	以债券为抵押的短期融资余额，反映市场整体流动性需求	108万亿韩元（截至2026年8月3日）	持续创新高且短期利率同步上行，可能引发流动性挤压	
强行平仓金额	因保证金不足被强制卖出担保物的金额，直接反映爆仓压力	7月30日1038亿韩元	单日超1000亿韩元或连续多日维持高位为警戒	
平仓率（强平/应收款项）	强行平仓金额占证券公司应收款项的比例，衡量强平严重程度	1.3%（截至2026年8月3日）	正常水平1%-2%，超过3%为严重，超过5%为危机	
证券公司应收款项	信用交易中T+2结算未完成的资金，反映结算风险敞口	223亿韩元（截至2026年8月3日）	占信用余额比例超过1%或单日骤增50%需警惕	
韩国10年期国债收益率	市场基准利率，影响信用融资成本	高位震荡	月内上行超30bp或绝对水平突破3.5%需关注融资成本压力	
EPFR口径外资净流入	包含ETF渠道的全球基金资金净流入	流入218亿美元（2026年以来）	由正转负或季度环比降幅超50%需警惕	
被动型外资ETF流入	通过ETF渠道进入韩国的外资被动资金	197亿美元（2026年以来，截至2026年8月3日）	流入速度连续两个月放缓或转为流出	
全球资产配置韩国比例分位	全球基金对韩国股市的配置比例处于历史分位	84.1%（近十年以来，截至2026年6月）	超过70%为超配警戒，低于30%为低配机会	
新兴市场资产配置韩国比例分位	新兴市场基金对韩国的配置比例历史分位	100%（近十年以来，截至2026年6月）	已达极限，无进一步增配空间，一旦减配将引发资金流出	

风险提示

- **1、资产价格短期波动或无法代表长期趋势**，选取解读的资产价格具有幸存者偏差，且资产价格短期波动对于长期基本面趋势的指示意义不全面；
- **2、欧美经济深度衰退或超预期**，欧美经济超预期衰退导致资本市场出现恐慌，市场波动增大后导致资产价格波动难以解读；
- **3、特朗普执政期间美国政策方向出现重大转变**，特朗普的后续政策方向出现重大转变。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swyhsc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数 (A股)、恒生中国企业指数 (H股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

有信仰 敢担当 守正创新 追求卓越

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

金倩婧
jinqj@swsresearch.com

王胜
wangsheng@swsresearch.com

冯晓宇
fengxy2@swsresearch.com

林遵东
linzd@swsresearch.com



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号