下载日志已记录，仅供内部参考

国金证券 SINOLINK SECURITIES

2026 年 09 月 06 日

A 股策略周报 20260906

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：季宏坤（执业 S1130526060001）
mouyiling@gjzq.com.cn jihongkun@gjzq.com.cn

迷雾与罗盘

产业纠结期，货币政策预期的摇摆

当下美国 AI 产业链呈现明显的结构性分化：上游硬件端需求依旧强劲，算力租赁价格维持高位；但下游大模型厂商持续以价换量，Token 价格已跌至低于 2025 年底的水平。我们此前提示的“滞胀”特征仍在显现，出于上述担忧，主要云厂商的信用违约互换（CDS）利差同步上行。AI 产业自身的机会此刻并无方向性判断，但是其宏观影响的方向相对清晰：由于财务回收能力的减弱，美国通过科技融资吸引全球资金的能力正在减弱，AI 对美元的支撑正在松动。另一方面，近期美联储加息预期经历了三轮反复：上周沃什的鹰派表态一度推升 9 月加息预期；本周 8 月私营部门就业远低于预期，叠加威廉姆斯与沃勒的鸽派言论，加息预期回落；而周五晚新增非农就业人数远超预期，又令 9 月加息预期再度抬升。目前市场对 9 月加息概率的定价落在 50%—60%之间，通胀数据成为下一个关注。总体而言，**今年 3 月以来 AI 投资拉动美国实际利率上行的内生基础已经走弱，但是货币政策的预期仍在反复摇摆之中，且当下定价又并不极端，成为风险资产的干扰。**

盈利周期的见顶与市场的不可能三角

回顾 2024—2025 年，市场处在三因素共振的牛市之中：美国降息推升海外制造业景气、科技巨头自有资金支撑 AI 投资上行拉动中美产业共振、国内政策发力带动内需修复。今年 3 月以来三因素成为了“不可能三角”：AI 投资持续上行推高美债实际利率，资金回流美国压制了非美市场需求；内需政策作用逐步退坡，新发力需要催化。时至今日，三因素反而又都面对不确定：**科技产业上行趋势出现分歧，分歧目前不足以全面压低利率，中国的内需发力遥遥无期，企业盈利由此可能面临周期性的顶部。**财报数据和经济数据对于上述因素的印证是：2026Q2 在手订单增速已连续两个季度下行，而在手订单增速往往领先营收增速约两个季度，在手订单正被持续消化、产业链供过于求的风险上升；二是，非 AI 扣非净利润增速依然偏低，意味着一旦 AI 放缓，整体盈利将明显承压；三是，规上工业企业利润增速也已连续三个月下滑。往后需要观测两点：一是，AI 投资放缓后，美债利率下行、美元走弱，资金回流非美经济体，被压制的新兴市场需求是否会被释放；二是内需在过度走弱后是否会出现回补。目前从 8 月制造业 PMI 来看，新订单相比于新出口订单回升幅度明显更大，显示修复更多来自内需，但其持续性仍需更多数据验证。

低库存与供应链混乱：当下与 3 月不同

本周美伊冲突再度升级，霍尔木兹海峡通航量再度接近清零，布油重回 95 美元/桶以上。对于配置能源的投资者而言可能担忧特朗普随时会 TACO，反而带来了做多情绪的克制，但我们想强调的是，这一次的库存位置与 3 月存在本质差异：全球原油陆地库存较 3 月明显下降，OECD 国家商业原油库存已处于历史低位；成品油方面，美国今年 3 月汽油和柴油库存为 2021 年以来或 2022 年以来同期最高，而当下两者均已降至 2021 年以来同期最低，欧洲的汽油和柴油库存同样明显回落；对于国内而言，化工品库存也均处于过去五年同期最低水平。与此同时，欧美炼厂产能利用率明显上升，已接近满负荷，意味着炼油环节剩余增产空间有限，成品油裂解价差因此持续走强。我们可能处在新一轮**供应链压力上升期，叠加美元若不像 3 月以来那般强势，大宗商品或成为相对更具韧性的资产。**

迷雾未散，罗盘在手

2025 年以来，市场从多因素共振上行的全面行情，到三因素相互制约的极致分化行情到当下多因素趋弱的等待期。市场的迷雾并未散去，但是手中的罗盘正在指出潜在方向。我们的推荐：第一，商品侧，能源是首要推荐，以**煤炭、石油、油运和炼化**为代表的能化链条将继续受益于全球对能源的补库需求。**有色金属（铜、金、铝）**作为美元对立面资产，当前压制因素只是外生变量，9 月 FOMC 会议之前等待时机。第二，防御思维下，红利风格受益于绝对收益者的切换，**高股息+低波动+稳定现金流的红利资产**仍是绝对收益资金的核心回流方向。第三，紧缩预期下，全球制造复苏阶段性需等待逆风过去，**出口链条（工程机械、电网设备等）**等资产仍具备配置价值。

风险提示

海外货币政策预期大幅收紧；AI 产业趋势迎来重大突破。

内容目录

1、产业纠结期，货币政策的分歧阶段 3
2、企业盈利：周期性顶部的可能 4
3、美伊冲突再度升级，当下库存位置要比 3 月低很多 8
4、迷雾之中的方向 11
5、风险提示 12

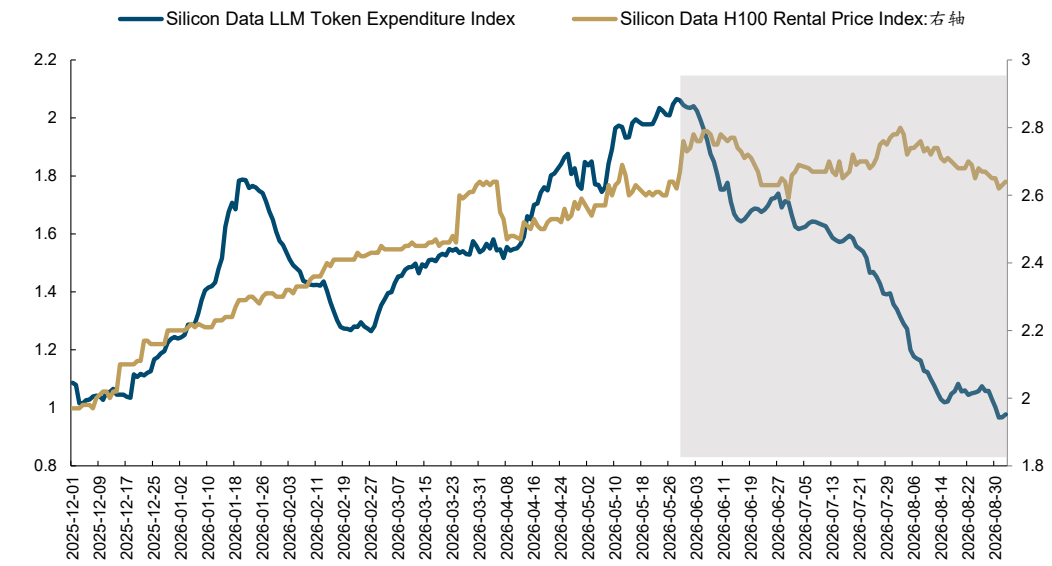
图表目录

图表 1： 算力租赁价格仍在高位，但 Token 价格持续下降 3
图表 2： 主要云厂商的信用违约互换利差明显上行 3
图表 3： 近期沃什发言偏鹰派，而威廉姆斯和沃勒则偏鸽派 4
图表 4： 8 月美国新增非农就业人数大超市场预期 4
图表 5： 目前 9 月美联储加息概率在 50%-60%之间，仍有较大不确定性 4
图表 6： 2024 年下半年至 2025 年，美国宽松的货币政策驱动海外制造业 PMI 明显上行 5
图表 7： 美国 AI 投资明显带动了中国对于 AI 品类的出口增速 5
图表 8： 2024-2025 年，国内出台了一系列提振内需的政策 5
图表 9： 伴随着内需政策，2024H2-2025H1 国内的社零增速和固投增速一度出现了企稳回升 6
图表 10： 美国利率回落时期往往才有利于促进非美国家 FDI 的增长 6
图表 11： 伴随美国 AI 投资上行，3 月以来美国与非美经济体出现明显分化 6
图表 12： 在手订单同比增速已经连续两个季度回落 7
图表 13： 非 AI 领域的扣非净利润增速仍偏弱 7
图表 14： 7 月规模以上工业企业利润增速仍在下滑 7
图表 15： 8 月制造业 PMI 显示，新订单相比新出口订单回升幅度明显更大，这或意味着国内内需正在修复 8
图表 16： 本周美伊冲突再度升级 8
图表 17： 霍尔木兹海峡通航量接近归零 8
图表 18： 全球原油陆地库存相比 3 月明显下降 9
图表 19： 剔除美国以外的 OECD 国家的商业原油库存也处于历史最低点 9
图表 20： 从成品油来看，美国和欧洲汽油和柴油的库存也均降至 2021 年以来同期低位 9
图表 21： 对于国内而言，主要石化产品库存同样降至过去 5 年同期较低水平 10
图表 22： 美国炼油厂开工率 5 月以来不断抬升，当下已接近满负荷状态 10
图表 23： 欧洲炼油厂开工率同样在 90%以上 10
图表 24： 3 月以来，欧美汽油裂解价差持续扩大，欧洲已超过 2022 年最高水平，美国也逐渐逼近 11
图表 25： 对于柴油而言，欧美柴油裂解价差也均超过今年 3 月最高值 11
图表 26： 当全球供应链压力明显上升时，大宗商品往往有较好的表现 11

1、产业纠结期，货币政策的分歧阶段

当下美国 AI 产业链呈现明显分化：从算力租赁价格指数（Silicon Data H100 Rental Price Index）来看，AI 上游硬件端的需求较好，算力租赁价格仍维持高位；但从 Token 价格指数（Silicon Data LLM Token expenditure index）来看，Token 的价格已经下降至比 2025 年底还要低的水平，下游大模型厂商卷价格的现象仍在持续，包括本周 Anthropic 发布的新版本 Fable 5.1 的缓存命中环节降价 75%，整体使用成本最多可下降 45%，也都从侧面印证了这一现象。

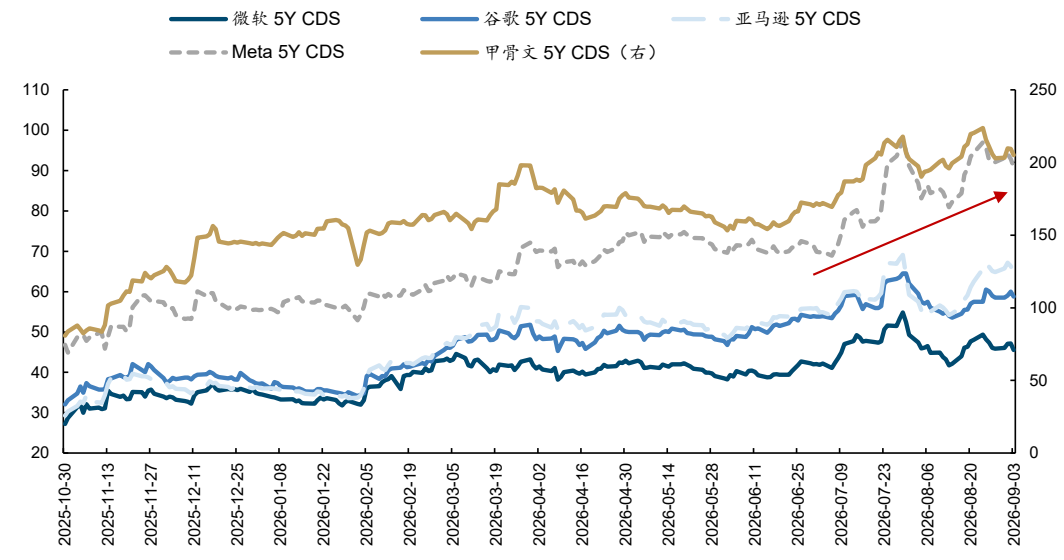
图表1：算力租赁价格仍在高位，但 Token 价格持续下降



来源：Bloomberg，国金证券研究所

在这一背景下，**市场对于 AI 产业长期回报下降的担忧正在加深，主要云厂商的信用违约互换利差也在上行**，投资者要求获得更高的风险溢价才愿意为其债务提供保护。AI 产业自身的机会此刻并无方向性判断，但是其宏观影响的方向相对清晰：由于财务回收能力的减弱，美国通过科技融资吸引全球资金的能力正在减弱，AI 对美元的支撑正在松动。

图表2：主要云厂商的信用违约互换利差明显上行



来源：Bloomberg，国金证券研究所

而现在不确定的更多的是美联储的态度。从本周来看，影响加息预期的因素喜忧参半：(1) 自从上周沃什进行鹰派表态后，市场对 9 月加息预期明显升温；(2) 随着周中公布的美国

下载日志已记录，仅供内部参考

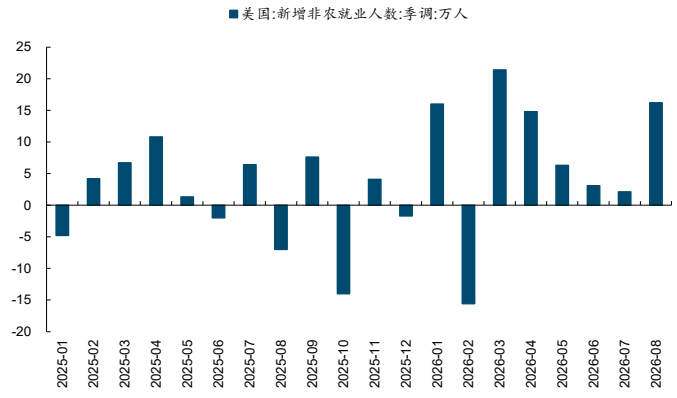
8 月私营部门就业人数远低于市场预期，以及威廉姆斯+沃勒发表鸽派言论使得降息预期有所回落；（3）但周五晚的新增非农就业 16.2 万人，远超市场预期（5.6 万人），同时上修了 6 月、7 月的非农就业数据，这又让 9 月加息预期再度上升。尽管数据本身结构上具有争议，目前来看，9 月加息预期在 50%-60%之间，市场一方面对加息定价并非非常悲观，又没有形成乐观的共识，下周美国的通胀数据仍需观测。

图表3：近期沃什发言偏鹰派，而威廉姆斯和沃勒则偏鸽派

美联储官员	表态
沃什	通胀仍是第一优先级：通胀仍然高于2%的目标，因此美联储当前的主要关注点应该放在价格上；以PCE衡量的2%目标是坚定、固定的目标。
	不认可通胀已实质性放缓：今年夏季PCE/CPI数据虽好于预期，但并没有表明通胀趋势已经出现实质性改善。
	为加息保留空间：必须确信基础通胀正明确且以足够快的速度向2%目标移动，否则还有工作要做。
威廉姆斯	把美债收益率飙升定性为好信号：近期美债收益率飙升反映的是AI和数据中心投资驱动的强劲经济前景，而非债券市场出现失灵。
	通胀正缓慢下行：随着关税影响逐渐消退，通胀正在继续降温，而能源价格上涨并未蔓延至其他服务领域。
	支持7月FOMC维持利率不变的决定：在上一次FOMC会议结束时，利率处于一个很好的位置。
沃勒	条件性支持9月按兵不动：如果未来两周公布的数据继续呈现这一趋势，倾向于支持将联邦基金利率目标维持在当前水平。
	保留加息选项：如果通胀数据偏热，会考虑支持加息，并强调通胀小幅加速就可能让他转向支持更紧缩的政策。

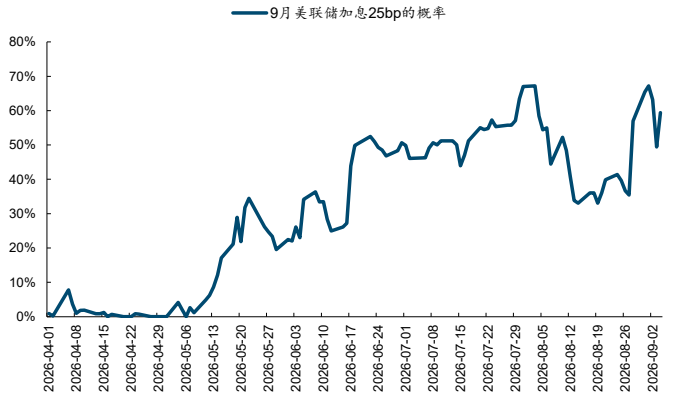
来源：美联储，CNBC，国金证券研究所

图表4：8 月美国新增非农就业人数大超市场预期



来源：wind，国金证券研究所

图表5：目前 9 月美联储加息概率在 50%-60%之间，仍有较大不确定性



来源：CME，国金证券研究所

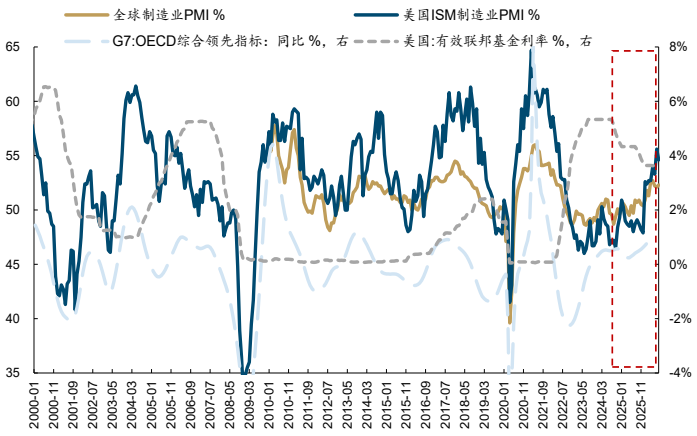
总而言之，当前市场处于一个偏焦灼的时期，我们认为，**今年 3 月以来 AI 投资拉动美国实际利率上行的内生基础已经走弱，但是货币政策的预期仍在反复摇摆之中，且当下定价又并不极端，成为风险资产的干扰。**

2、企业盈利：周期性顶部的可能

回顾 2024-2025 年，市场处在三因素共振的周期之中：（1）美国降息带来海外制造业景气度整体上行；（2）美国科技公司自有现金流驱动 AI 投资上行带来新增产业趋势；（3）国内政策发力内需明显修复。

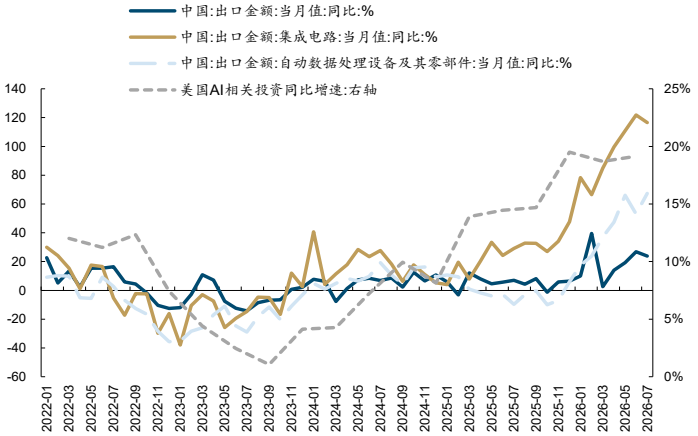
下载日志已记录，仅供内部参考

图表6：2024年下半年至2025年，美国宽松的货币政策驱动海外制造业PMI明显上行



来源：wind，Bloomberg，国金证券研究所

图表7：美国AI投资明显带动了中国对于AI品类的出口增速



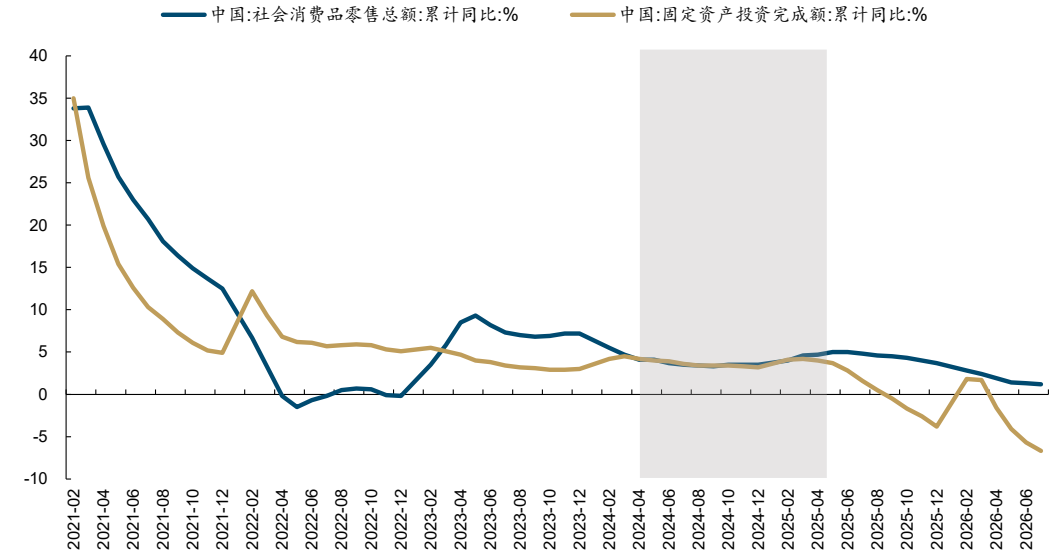
来源：wind，国金证券研究所

图表8：2024-2025年，国内出台了一系列提振内需的政策

时间	政策/会议	内容简介
2024-03-07	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	"两新"政策的顶层设计，覆盖设备更新与汽车、家电等消费品以旧换新。
2024-05-17	全国层面房贷利率政策下限取消	首套首付降至15%、二套25%，取消全国层面房贷利率下限，下调公积金利率0.25个百分点，设立3000亿元保障性住房再贷款。
2024-07-24	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	安排3000亿元左右超长期特别国债加力支持"两新"，其中消费品以旧换新、设备更新各约1500亿。
2024-08-03	《关于促进服务消费高质量发展的意见》	把消费政策从商品延伸到服务消费（文旅、养老、家政等）。
2024-09-24	降低存量房贷利率	存量房贷利率平均降0.5个百分点，统一首套、二套最低首付比例至15%。
2024-09-26	中央政治局会议	首次明确提出"把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，提升消费结构"，并要求发行使用好超长期特别国债和专项债。
2024-10-17	住建部等五部门"四个取消、四个降低、两个增加"	其中"两个增加"一是为通过货币化安置等方式新增实施100万套城中村改造和危旧房改造。二是年底前，将“白名单”项目的信贷规模增加到4万亿。
2024-11-08	“6+4+2”万亿元！地方化债“三箭齐发”	6万亿债务限额置换存量隐性债务；连续5年每年8000亿（累计4万亿）专项债化债；2万亿棚改隐性债务按原合同偿还。
2024-12-11	中央经济工作会议	把"大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求"列为2025年九项重点任务第一位，首提"实施提振消费专项行动"。
2025-01-05	《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	2025年"两新"加力扩围，扩大补贴品类与范围。
2025-03-05	2025年政府工作报告	"实施提振消费专项行动"，安排超长期特别国债3000亿元支持消费品以旧换新。
2025-03-16	中办、国办印发《提振消费专项行动方案》	围绕增收减负、服务消费、大宗消费、消费环境等部署，涉及收入、休假、生育、住房等。
2025-04-25	中央政治局会议	"提高中低收入群体收入，大力发展服务消费"，并"设立服务消费与养老再贷款"。
2025-07-30	中央政治局会议	要有效释放内需潜力。深入实施提振消费专项行动，在扩大商品消费的同时，培育服务消费新的增长点。在保障改善民生中扩大消费需求。高质量推动“两重”建设，激发民间投资活力，扩大有效投资。

来源：中国政府网，国务院，人民日报，新华社，国金证券研究所

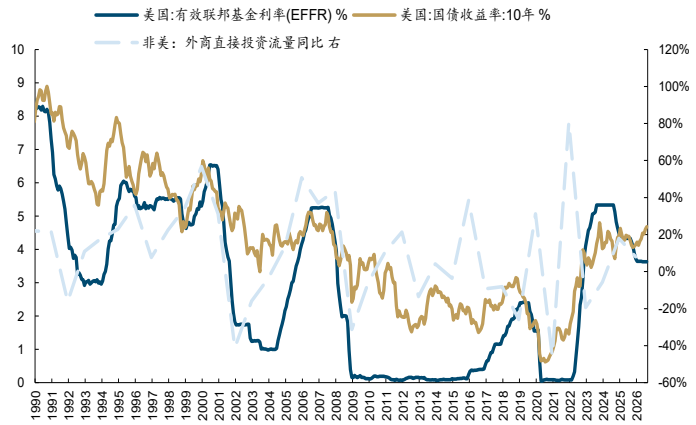
图表9：伴随着内需政策，2024H2-2025H1 国内的社零增速和固投增速一度出现了企稳回升



来源：wind，国金证券研究所

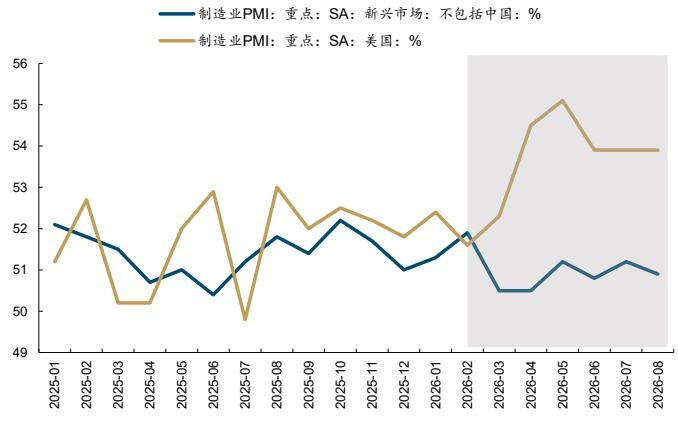
但今年 3 月开始，三因素却成了“不可能三角”：一方面，AI 投资持续上行需要融资支撑，驱动美债实际利率上行，从而压制了新兴市场需求；另一方面，由于 AI 产业确实带来了中国外需的走强，但内需的托底因素反而开始消散，我们也看到今年以来，投资增速和社零增速始终处于低位。新兴产业向上，全球流动性宽松和中国需求回升成为了不可能三角。

图表10：美国利率回落时期往往才有利于促进非美国家 FDI 的增长



来源：wind，Bloomberg，国金证券研究所

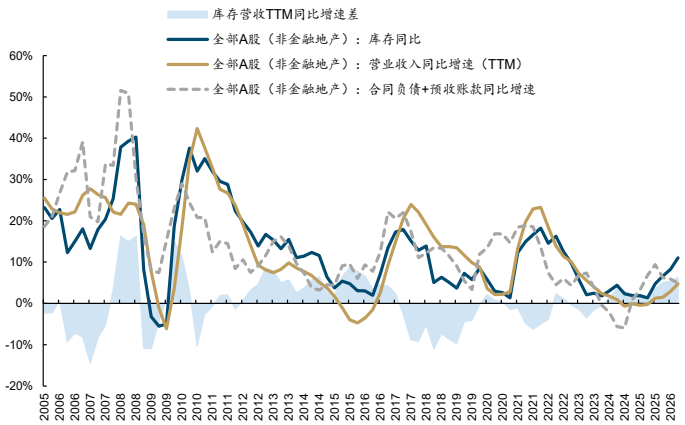
图表11：伴随美国 AI 投资上行，3 月以来美国与非美经济体出现明显分化



来源：wind，国金证券研究所

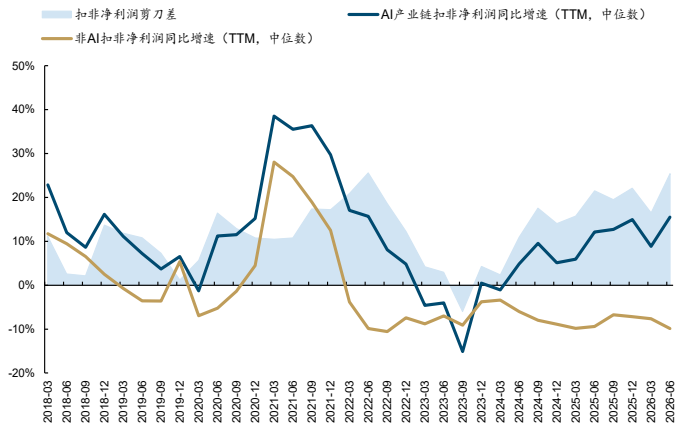
时至今日，三因素反而又都面对不确定：**科技产业上行趋势出现分歧，分歧目前不足以全面压低利率，中国的内需发力遥遥无期，企业盈利由此可能面临周期性的顶部。**从最新的财报数据上也能验证：一方面，从历史上看，在手订单（预收账款+合同负债）增速往往领先营收增速约 2 个季度，而 2026Q2 显示在手订单增速已连续两个季度下行，这表明在手订单正在不断被消化，产业链短期供过于求的风险正在抬升；另一方面，非 AI 扣非净利润同比增速仍偏低，AI 与非 AI 的扣非利润剪刀差创下周期新高，这意味着非 AI 部分的盈利能力仍较弱，如果 AI 放缓，企业整体盈利能力或将明显承压。此外，从工业企业视角也能佐证这一点：规模以上工业企业利润增速已连续 3 个月下滑。

图表12：在手订单同比增速已经连续两个季度回落



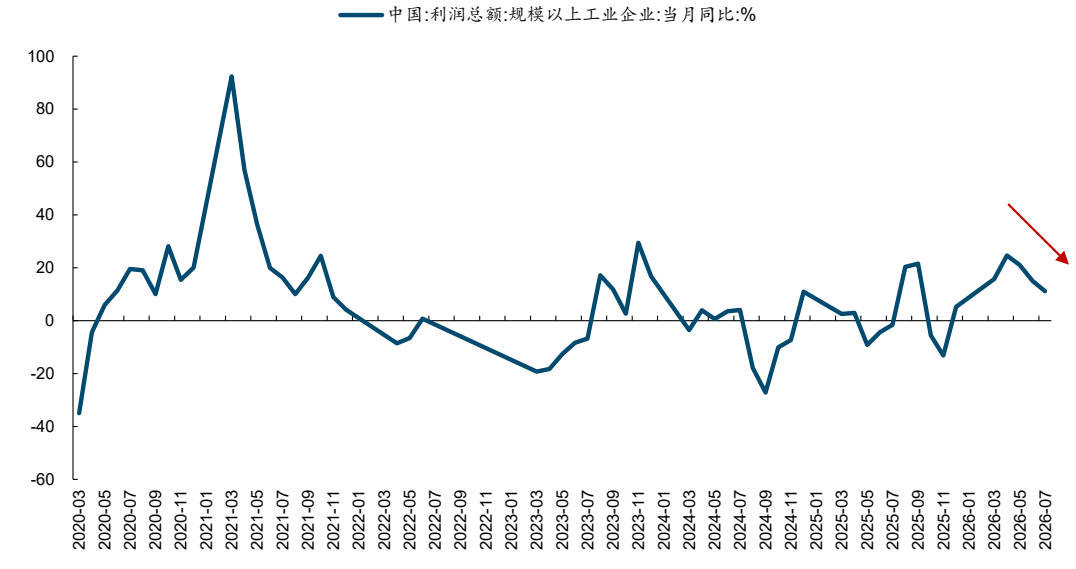
来源：wind，国金证券研究所

图表13：非AI领域的扣非净利润增速仍偏弱



来源：wind，国金证券研究所

图表14：7月规模以上工业企业利润增速仍在下滑

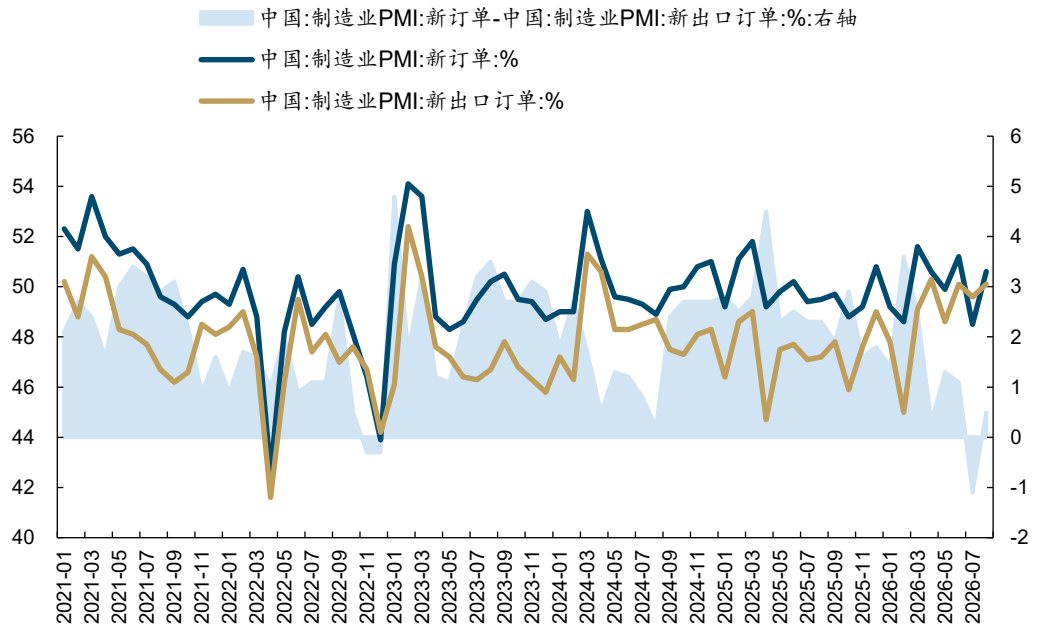


来源：wind，国金证券研究所

当下，不可能三角似乎刚好在青黄不接的时期，对于未来而言，需要观测的有两个点：一方面，伴随着AI投资放缓，美债利率下降，美元走弱，资金再度流向非美经济体，**过去被压制的新兴市场的需求是否会重新得到释放**；另一方面，**今年以来内需过度走弱，未来是否会回补。**最新的8月制造业PMI显示，新订单回升2.1%至50.6%，而新出口订单仅回升0.5%，表明需求的修复可能更多的是来自内需，但未来还需更多的数据观测内需修复的持续性。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表15：8月制造业PMI显示，新订单相比新出口订单回升幅度明显更大，这或意味着国内内需正在修复



来源：wind，国金证券研究所

3、美伊冲突再度升级，当下库存位置要比3月低很多

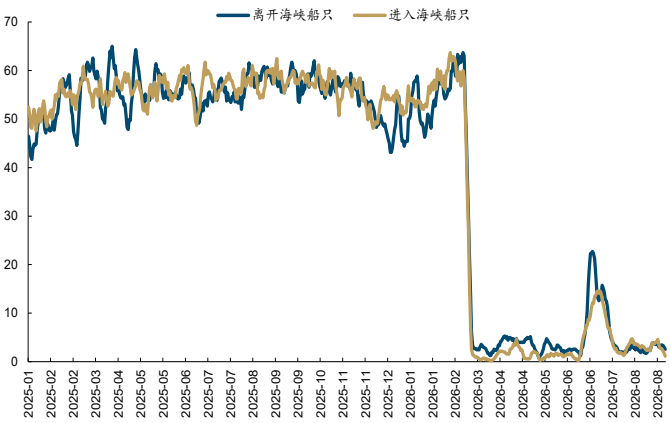
本周美伊冲突再度升级。上周日，美军实施了近一个月来对伊朗的首次军事行动，直到本周，双方打击仍在持续。与之对应的是，霍尔木兹海峡通航量再度接近清零，布油价格重回95美元/桶以上。

图表16：本周美伊冲突再度升级

日期	事件
2026-08-30	美军轰炸伊朗拉腊克岛革命卫队设施，打破停火，伊朗导弹报复驻约旦美军基地并誓言还击。
2026-08-31	伊朗导弹/无人机袭击约旦、阿联酋美军基地，美媒曝特朗普政府拟批准对霍尔木兹周边伊朗目标"割草"式定期打击。
2026-09-01	美军首次以报复霍尔木兹船只遇袭为由用无人机袭击两艘伊朗油轮，特朗普称"几乎完全控制霍尔木兹海峡"。
2026-09-02	美伊爆发7月以来最大规模互袭，美军空袭伊朗南部波及一场婚礼致4—5名平民死亡，伊朗议长称"美方履约后才重开海峡"。
2026-09-03	伊朗伊斯兰共和国军队使用导弹和无人机打击了科威特和阿联酋境内的美军基地。伊朗军方表示将继续对美军袭击作出回应，“直至取得最终胜利并惩罚侵略者”。
2026-09-04	白宫方面已明确表示不会重返旧有备忘录，现致力于推动一项“更全面协议”，其谈判议题不仅限于海峡局势，还将延伸至德黑兰核计划。

来源：央视新闻，环球网，新华社，国金证券研究所

图表17：霍尔木兹海峡通航量接近归零

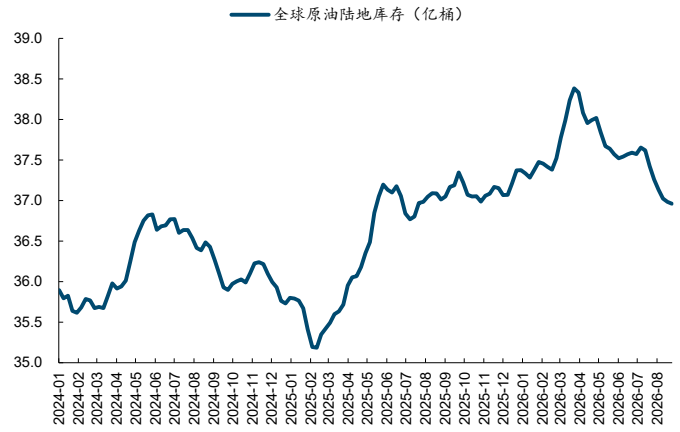


来源：Bloomberg，国金证券研究所

对于配置能源的投资者而言可能担忧特朗普随时会TACO，反而带来了做多情绪的克制。但是我们想提示的是，当下全球原油陆地库存的位置相比于3月明显下降，OECD国家的商业原油库存也处于历史低位。从成品油来看，美国今年3月汽油的库存是2021年以来同期最高，柴油的库存也是2022年以来同期最高；但当下，**美国汽油和柴油的库存均已降至2021年以来同期最低。除美国外，欧洲的汽油和柴油库存也已明显下降。**对于国内而言、甲醇、乙二醇、聚丙烯等主要化工产品的库存量均处于过去5年历史同期的最低水平。

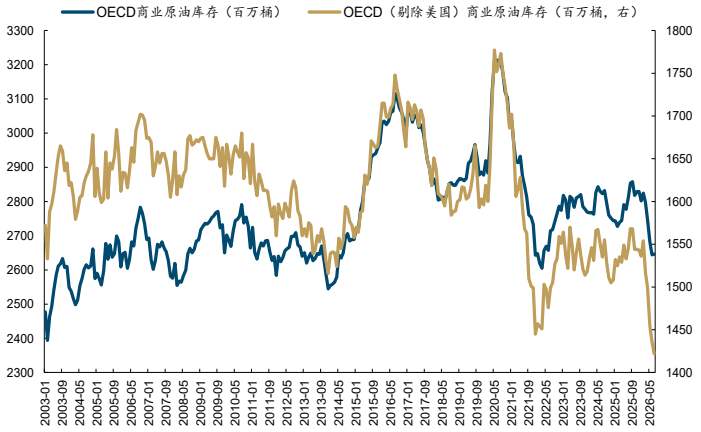
下载日志已记录，仅供内部参考

图表18：全球原油陆地库存相比3月明显下降



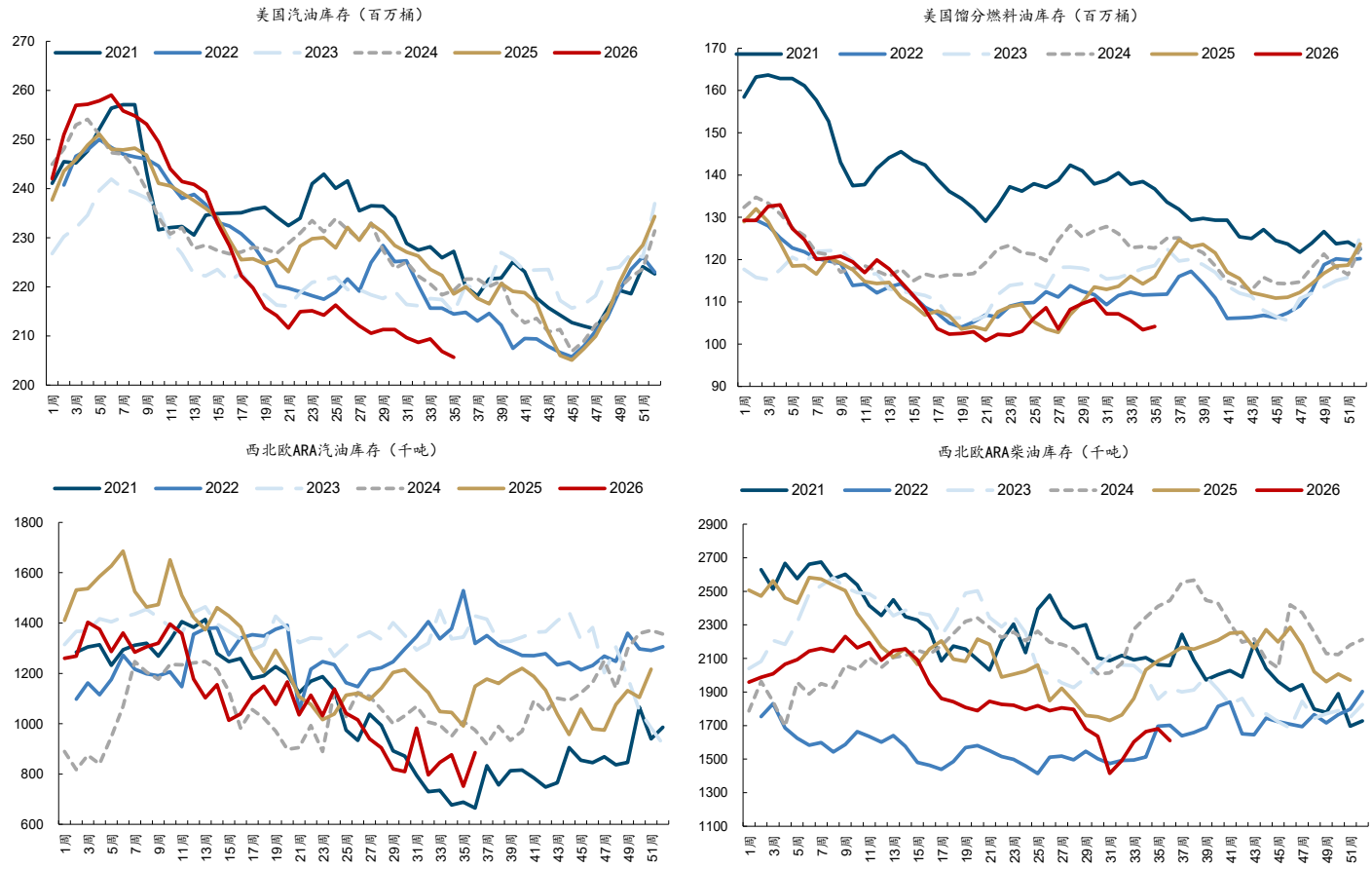
来源：wind，国金证券研究所

图表19：剔除美国以外的OECD国家的商业原油库存也处于历史最低点



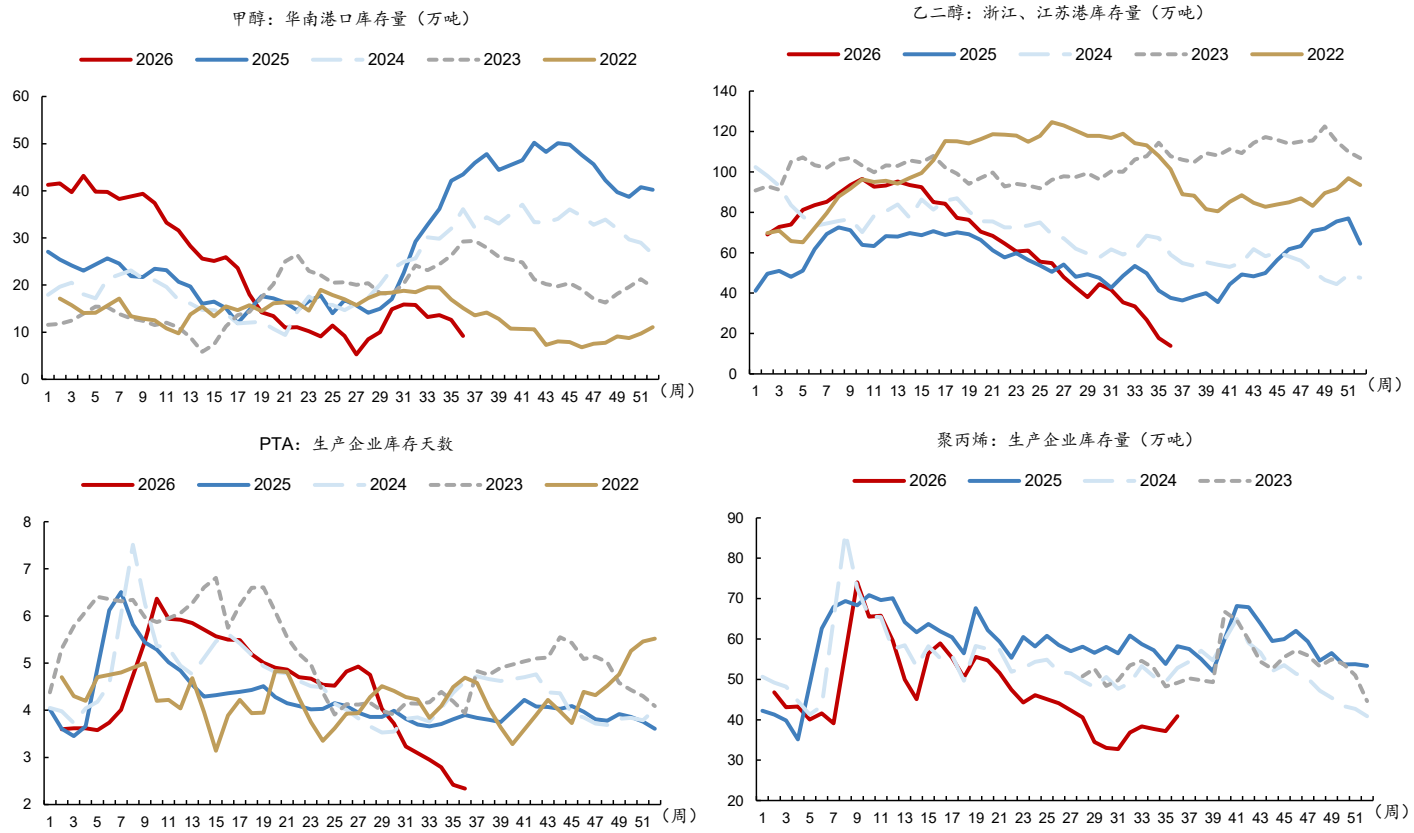
来源：wind，国金证券研究所

图表20：从成品油来看，美国和欧洲汽油和柴油的库存也均降至2021年以来同期低位



来源：wind，国金证券研究所

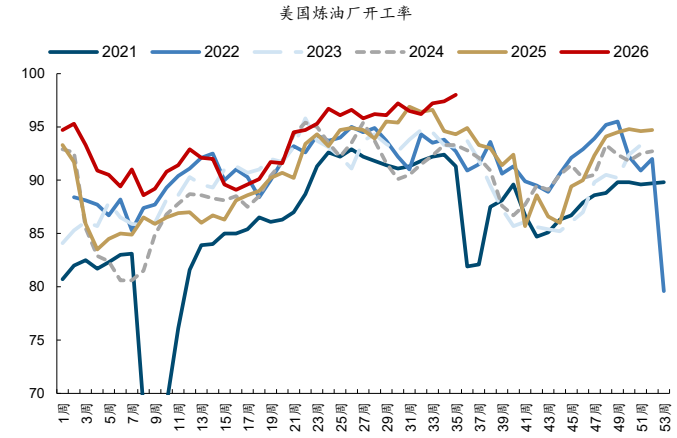
图表21：对于国内而言，主要石化产品库存同样降至过去5年同期较低水平



来源：wind，国金证券研究所

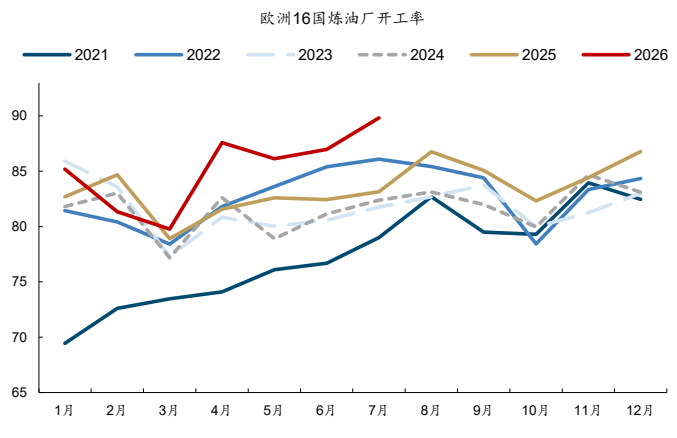
与此同时，欧洲和美国炼油厂产能利用率明显上升，已处于接近满负荷运行的状态。这意味着，**当前全球炼油厂仍面临着部分地区炼油产能释放受限，同时欧美炼厂剩余增产空间也很有限的局面，**这也使得成品油的裂解价差近期继续出现走强。

图表22：美国炼油厂开工率5月以来不断抬升，当下已接近满负荷状态



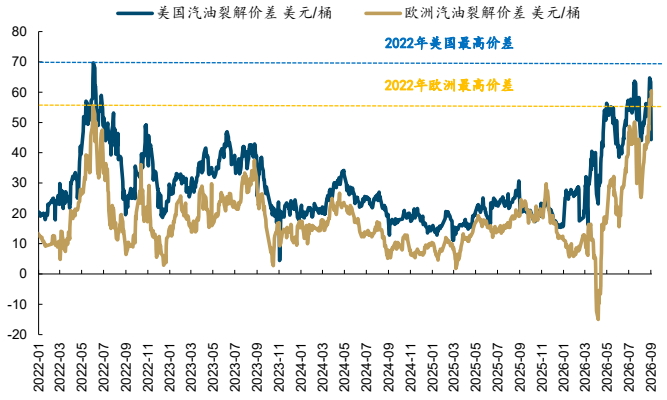
来源：wind，国金证券研究所

图表23：欧洲炼油厂开工率同样在90%以上



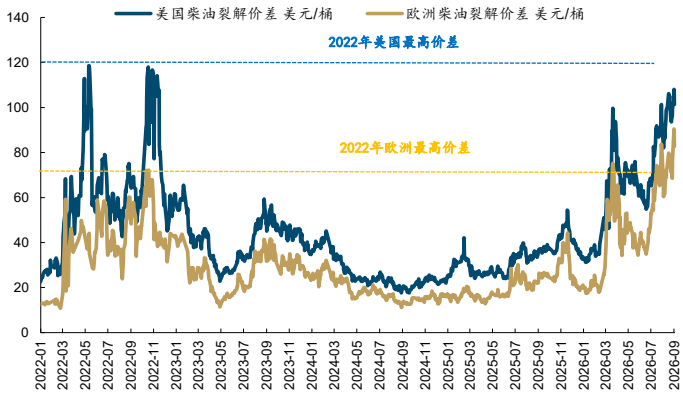
来源：wind，国金证券研究所

图表24：3月以来，欧美汽油裂解价差持续扩大，欧洲已超过2022年最高水平，美国也逐渐逼近



来源：wind，国金证券研究所。注：以现货价格进行测算，美国原油基准为WTI现货价，欧洲原油基准为布伦特现货价，下同。

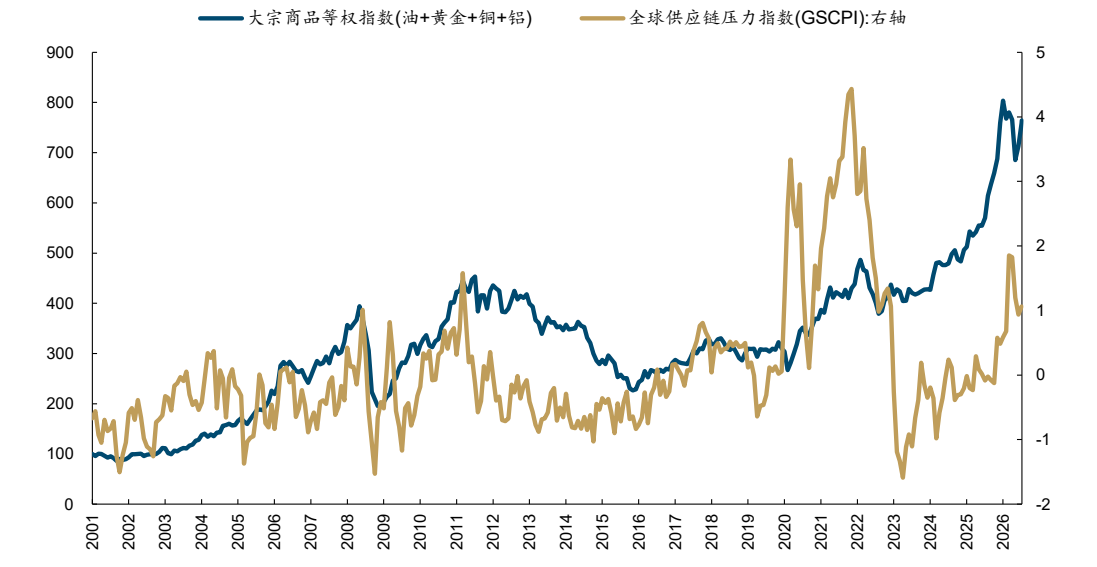
图表25：对于柴油而言，欧美柴油裂解价差也均超过今年3月最高值



来源：wind，国金证券研究所

另一方面，全球供应链的压力和中断风险已明显上升，库存处于历史低位下供应链效率过低是主要特征，在这一混乱时期，大宗商品是相对更有韧性的资产。

图表26：当全球供应链压力明显上升时，大宗商品往往有较好的表现



来源：wind，国金证券研究所

4、迷雾之中的方向

2024-2025年的牛市三因素（美元走弱资金流向非美+产业趋势向上+中国需求见底回升）在今年逐步进入了相互制约的“不可能三角”状态。值得关注的是，霍尔木兹海峡通航接近停滞，而当前全球原油及成品油库存显著低于3月水平，欧美炼厂接近满负荷，供应链低效率+低库存+美元强势逐步放缓下，大宗商品相对更具韧性。总体而言，我们推荐：

第一，商品侧，能源是首要推荐，以**煤炭、石油、油运和炼化**为代表的能化链条将继续受益于全球对能源的补库需求。**有色金属（铜、金、铝）**作为美元对立面资产，当前压制因素只是外生变量，9月FOMC会议之前等待时机。

第二，防御思维下，红利风格受益于绝对收益者的切换，**高股息+低波动+稳定现金流的红利资产**仍是绝对收益资金的核心回流方向。

第三，紧缩预期下，全球制造复苏阶段性需等待逆风过去，**出口链条（工程机械、电网设备等）**等资产仍具备配置价值。

5、风险提示

海外货币政策预期大幅收紧：如果由于滞胀预期持续导致货币政策预期大幅收紧，那么市场可能存在超预期下跌的风险。

AI 产业趋势迎来重大突破：如果 AI 产业趋势出现重大突破，那么市场将会重新回到科技主线，防御思维就不再适用。

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

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
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
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