下载日志已记录，仅供内部参考

强美债的全球压力测试

证券研究报告

2026 年 10 月 09 日

作者

吴开达 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524030001
wukaida@tfzq.com

林晨 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524040002
linchen@tfzq.com

汪书慧 分析师
SAC 执业证书编号：S1110526010002
wangshuhui@tfzq.com

大类资产复盘笔记（2026Q3）

大类资产回顾：美债利率走高，全球股指分化，商品走强

1）大类资产总览：三季度，A 股震荡回落探底，7 月沪指跌破 3800 点，8 月超跌反弹，9 月转入宽幅震荡。中债利率回落跌破 1.7%，季末收于 1.68%，商品指数持续上行，全球股指分化。2）A 股：三季度主要宽基指数普遍收跌，成长板块跌幅居前，风格方面仅金融、消费、稳定收涨，行业方面煤炭、石油石化、农林牧渔领涨。7 月 AI 链集体调整，风格再平衡加速；8 月板块轮动加速，农业、煤炭、医药轮番走强；9 月板块继续轮动，月末稳增长政策发力。3）债券：三季度中债收益率持续分化，长端利率下行、短端利率上行，期限利差收窄，信用利差走阔后回落。4）商品：三季度南华工业品指数震荡走高，8 月加速上行。国际原油震荡冲高，一度贴近 110 美元/桶，黄金冲高回落。5）海外权益：三季度全球股指分化，美股三大指数分化，欧股涨跌不一，亚太股指分化，韩国股指领跌。6）美债：短端、长端美债利率均上行，10 年期利率突破 5%的临界点，期限利差走阔，中美利差走阔。

A 股：A 股回落探底，板块轮动加快，季末成交量录得年内地量

1）基本面：三季度经济数据继续温和回落，进出口保持高增长。2）宏观流动性：7-8 月社融 TTM 同比持续回落，三季度货币整体边际转松，DR007 月均值维持在 1.4%以下。央行隔夜逆回购加码，精准滴灌满足短期流动性需求。3）微观资金：三季度两市成交额下台阶，9 月末创下年内地量，南向资金冲高回落，北向资金持续回落，ETF 成交 7 月大幅放量，两融余额高位回落并低位企稳。4）产业：农业、医药、AI 链催化密集，农业方面政策利好叠加厄尔尼诺效应发酵；创新药出海继续走强、莫德纳与默沙东 mRNA 肿瘤疫苗取得新进展；AI 链一方面模型迭代加快，一方面应用端进展加快。

海外市场：地缘不确定性提升，加息预期扰动加剧

1）地缘政治：7/7 起，美军对伊朗境内目标实施系列打击，8/17，美伊设定的 60 天谈判窗口到期不续，9/8 起，美伊互袭升级。中美领导人进行会晤，达成八点成果共识。2）美国经济：美国通胀回升，ZEW 通胀指数 9 月上行，密歇根大学 1 年通胀率预期、5 年均通胀率预期 9 月均上行，通胀预期有所反复。9 月美联储议息会议加息 25 基点，沃什重申“通胀太高且持续太久”点阵图显示，16 名官员预计年内至少再加息一次。

风险提示：地缘风险超预期，政策落地时滞，流动性收紧超预期。

相关报告

1 《投资策略：10 月，防守反击-A 股动静框架之静态指标》 2026-10-06

2 《投资策略：十一大事与大类资产梳理-政策与大类资产配置月观察》 2026-10-06

3 《投资策略：港股 IPO 与打新-港股策略周观察》 2026-10-06

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 大类资产回顾：美债利率走高，全球股指分化，商品走强 4
1.1. 大类资产总览：A 股回落探底，中债利率回落，商品指数持续上行 4
1.2. A 股市场：宽基指数普遍收跌，成长风格领跌，大盘强于中小盘，煤炭、石油石化行业领涨 5
1.3. 债券：中债收益率分化，长端利率下行，期限利差收窄，信用利差走阔 8
1.4. 商品市场：商品指数震荡冲高，原油大涨，黄金冲高回落 9
1.5. 海外权益：全球股指分化，美股股指涨跌不一、韩国股指领跌 10
1.6. 美债：美债利率加速上行，10 年期利率突破 5%，期限利差走阔，中美利差走阔 12
2. A 股：A 股回落探底，板块轮动加快，季末成交量录得年内地量 14
2.1. 基本面：经济数据温和回落，进出口保持高增 14
2.2. 宏观流动性：三季度资金面整体转松，央行隔夜逆回购精准滴灌 14
2.3. 微观资金：成交额下台阶，两融余额低位企稳，ETF 成交一度放量 16
2.4. 产业：农业、医药、AI 链催化密集 18
3. 海外市场：地缘不确定性提升，加息预期扰动加剧 19
3.1. 地缘政治扰动 19
3.2. 美国经济：通胀回升、加息预期扰动 19
4. 风险提示 20

图表目录

图 1：A 股、商品、债券表现 4
图 2：大类资产表现跟踪 5
图 3：A 股上半年大事记 6
图 4：A 股下半年大事记 6
图 5：主要宽基指数走势 7
图 6：中信风格指数走势 7
图 7：申万大中小盘指数走势 7
图 8：主要指数走势 7
图 9：申万一级行业表现一览 7
图 10：10 年期国债利率高于存单利率，剪刀差收窄 8
图 11：信用利差走阔后回落 8
图 12：大宗商品涨跌幅 9
图 13：CRB 现货指数与 PPI 呈现高相关性 9
图 14：主要商品指数 9
图 15：主要农产品走势 10
图 16：原油及主要工业金属走势 10
图 17：原油再度冲高 10
图 18：COMEX 黄金震荡回落 10
图 19：全球主要股指涨跌幅 11

下载日志已记录，仅供内部参考

图 20：标普 500 指数涨跌幅 11
图 21：恒生指数行业涨跌幅 11
图 22：AH 溢价指数回升至最高 125 11
图 23：vix 指数一度突破 20 11
图 24：三季度美债计算出的隐含通胀回升 12
图 25：三季度美债期限利差走阔 13
图 26：三季度中美利差走阔 13
图 27：宏观热力图 14
图 28：二季度全 A ROE（TTM）小幅回升 14
图 29：二季度全 A 归母累计同比回升 14
图 30：社融结构 15
图 31：8 月社融 TTM 同比回落 15
图 32：8 月企业中长贷、居民中长贷跌幅走阔 15
图 33：M1-M2 剪刀差收窄 15
图 34：政策利率 15
图 35：DR007 月均值 16
图 36：DR007 同期整体低于 2023-2025 年 16
图 37：新发基金情况 17
图 38：三季度南向资金冲高回落 17
图 39：三季度北向资金成交额持续回落 17
图 40：两融余额探底企稳 17
图 41：ETF 成交额 7 月大幅放量 17
图 42：三季度涨幅靠前的概念指数 18
图 43：全球地缘政治风险指数 19
图 44：地缘政治风险报道 19
图 45：美国零售同比回升 20
图 46：美国财政赤字同比回落 20
图 47：美国失业金初请人数回落 20
图 48：美国经济景气指数走平，通胀指数反弹 20
图 49：短期密歇根通胀预期反弹 20
图 50：美国经济意外指数回升 20

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 大类资产回顾：美债利率走高，全球股指分化，商品走强

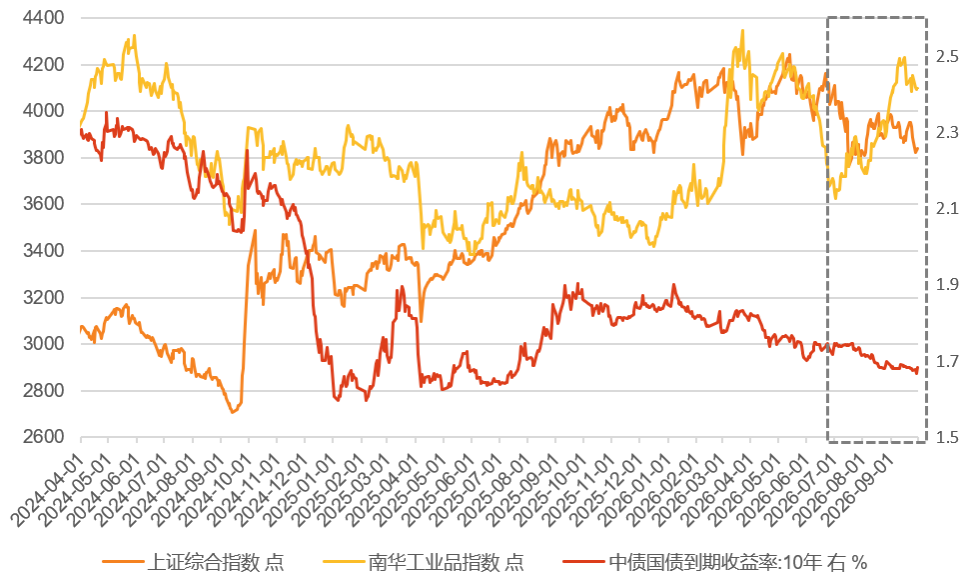
1.1. 大类资产总览：A 股回落探底，中债利率回落，商品指数持续上行

三季度，A 股震荡回落探底，7 月沪指跌破 3800 点，8 月超跌反弹，9 月转入宽幅震荡。中债利率回落跌破 1.7%，季末收于 1.68%，商品指数持续上行，全球股指分化。

7 月 A 股持续下行，AI 链杀跌带动大盘走弱，主线拥挤度回落，风格再平衡加速，沪指陆续跌破 4000 点、3900 点，一度跌破 3800 点，月末小幅回升收复 3800 点，7 月收跌 6.40%；8 月 A 股超跌反弹后转入缩量震荡，板块轮动加快，月初快速收复 3900 点（8/6），8/18 沪指冲击 4000 点受阻，随后在 3900-4000 点区间震荡，8 月收涨 4.02%；9 月 A 股延续区间震荡格局，沪指 9/1 收于 3980 点后震荡下行，月内反复震荡，9/28 守住 3820 点（收盘于 3824），9/30 收于 3842 点，9 月收跌 3.61%，三季度收跌 6.16%。

债市方面，7 月十年期国债收益率围绕 1.73%窄幅震荡，月末小幅回落至 1.71%，8 月震荡下行，8/14 跌破 1.7%，9 月在 1.67%-1.69%区间窄幅震荡，9/29 最低跌至 1.6670%，9/30 收于 1.6822%，9 月下行 0.61BP，三季度下行 5.08BP。商品方面，7 月南华工业品指数探底回升后冲高回落，最高升至 3892 点（7/24），7 月收涨 1.64%，8 月指数持续上行，陆续突破 3800 点、3900 点，8/31 站上 4000 点，8 月收涨 8.02%，9 月指数继续冲高，月内维持在 4000 点上方，最高升至 4231 点（9/16），月末小幅回落，9 月收涨 0.97%，三季度收涨 10.86%。三季度全球股指分化，7 月普遍回撤，8 月多数修复，9 月分化加剧，三季度巴西 IBOVESPA 指数、恒生指数分别收涨 8.32%、7.57%，韩国综合指数收跌 19.33%。

图 1：A 股、商品、债券表现



资料来源：Wind，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图 2：大类资产表现跟踪

资产类别		单位	2026/9/30	变化（除债券为BP外，均为%）				近期走势	2010以来			年化波动率（周）	2010以来波动率分位
				~1W	~1M	~3M	YTD		最低	最高	当前分位		
股票	美国：标普500		7652	-0.7%	-0.5%	2.2%	11.8%		1023	7799	99%	7.32%	25.10%
	美国：纳斯达克		26861	-0.3%	1.9%	3.2%	15.6%		2092	27477	100%	8.43%	20.10%
	德国：DAX		25199	-0.8%	-4.0%	0.6%	2.9%		5072	26570	99%	8.52%	20.20%
	法国：CAC40		7965	-2.0%	-4.4%	-4.5%	-2.3%		2782	8726	92%	5.97%	9.10%
	日本：日经225		66754	2.7%	0.7%	-5.3%	32.6%		8160	72366	99%	18.55%	60.80%
	英国：FT100		10606	-0.9%	-2.0%	1.2%	6.8%		4806	10911	98%	3.55%	2.80%
	A50期货		13963	-3.1%	-4.2%	-6.5%	-3.4%		4026	18137	88%	16.35%	47.50%
	上证综指		3842	-2.4%	-3.6%	-6.6%	-3.2%		1950	5166	92%	14.38%	54.30%
	上证50		2823	-2.1%	-3.9%	-5.4%	-6.9%		1407	4029	72%	13.73%	42.60%
	沪深300		4358	-3.5%	-5.8%	-12.1%	-5.9%		2087	5808	82%	18.73%	64.30%
	创业板指		3135	-7.2%	-8.8%	-26.4%	-2.1%		594	4372	89%	33.41%	77.60%
	恒生指数		24613	-0.9%	-3.7%	7.6%	-4.0%		14687	33154	65%	10.11%	17.80%
债券	美债：2年	%	4.88	3	54.0	71.0	147.0		0.09	5.19	97%	1.20%	24.10%
	美债：10年	%	5.29	18	54.0	81.0	130.0		0.52	5.31	100%	0.59%	6.30%
	德债：10年	%	3.64	12	27.0	67.0	100.0		-0.85	3.70	100%	1.39%	22.80%
	法债：10年	%	4.86	20.3	68.8	118.1	153.0		-0.45	4.92	100%	0.20%	0.10%
	日债：10年	%	3.06	7.6	11.4	34.6	99.1		-0.30	3.10	100%	4.71%	50.50%
	英债：10年	%	5.37	8.0	30.8	62.7	90.5		0.12	5.38	100%	0.76%	4.80%
	中债：1年	%	1.22	-1.5	-0.4	8.8	-11.8		0.93	4.25	3%	0.76%	59.80%
	中债：10年	%	1.68	0.1	-0.6	-6.3	-16.5		1.60	4.72	3%	0.46%	44.70%
	国开债：10年	%	1.76	0.1	-1.1	-3.8	-24.5		1.60	5.92	3%	0.48%	52.30%
	中票：3年：AAA	%	1.63	0.2	-5.4	-1.2	-25.9		1.61	6.30	0%	0.15%	8.30%
	城投：5年：AAA	%	1.71	0.0	-4.7	-8.3	-29.6		1.71	6.60	0%	0.10%	4.00%
外汇	美元指数		101.47	0.3%	2.1%	0.1%	3.3%		73.03	114.16	83%	2.52%	7.90%
	欧元兑美元		1.13	-0.5%	-2.5%	-0.4%	-3.5%		0.96	1.48	41%	2.07%	2.80%
	美元兑日元		157.41	-0.6%	-1.5%	-3.2%	0.5%		75.81	163.87	96%	8.07%	62.30%
	英镑兑美元		1.33	0.2%	-2.1%	-0.1%	-1.6%		1.07	1.72	42%	3.10%	8.10%
	美元兑离岸人民币		6.71	0.0%	-0.1%	-1.3%	-3.8%		6.02	7.43	49%	1.68%	36.20%
	美元兑在岸人民币		6.71	0.1%	-0.2%	-1.2%	-4.1%		6.04	7.35	52%	1.90%	50.90%
商品	布伦特原油	美元/桶	104	0.4%	14.6%	44.7%	70.1%		19	128	78%	2.20%	79.10%
	伦敦金	美元/盎司	4176	-2.5%	-8.5%	2.1%	-3.1%		1049	5405	96%	1.17%	84.20%
	伦敦银	美元/盎司	61	-6.8%	-13.6%	4.3%	-15.6%		12	118	96%	2.68%	90.90%
	LME铜	美元/吨	14453	-1.6%	0.1%	9.1%	16.1%		4328	14821	100%	0.87%	41.80%
	LME铝	美元/吨	3159	-2.7%	-2.3%	3.0%	6.4%		1426	3878	95%	0.77%	34.40%
	铁矿石	元/吨	703	-1.3%	-3.4%	-4.2%	-11.0%		284	1337	48%	1.46%	56.00%
	螺纹钢	元/吨	3112	0.0%	-1.0%	1.5%	-0.3%		1626	6171	21%	0.70%	29.80%
	热轧卷板	元/吨	3274	-0.8%	-4.0%	-0.3%	0.1%		1691	6683	27%	0.94%	62.00%
	焦煤	元/吨	1449	-3.6%	-16.2%	14.8%	30.0%		494	3847	73%	1.50%	68.00%
	焦炭	元/吨	1959	-0.5%	-12.6%	2.6%	15.7%		607	4402	53%	0.99%	43.20%

资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. A 股市场：宽基指数普遍收跌，成长风格领跌，大盘强于中小盘，煤炭、石油石化行业领涨

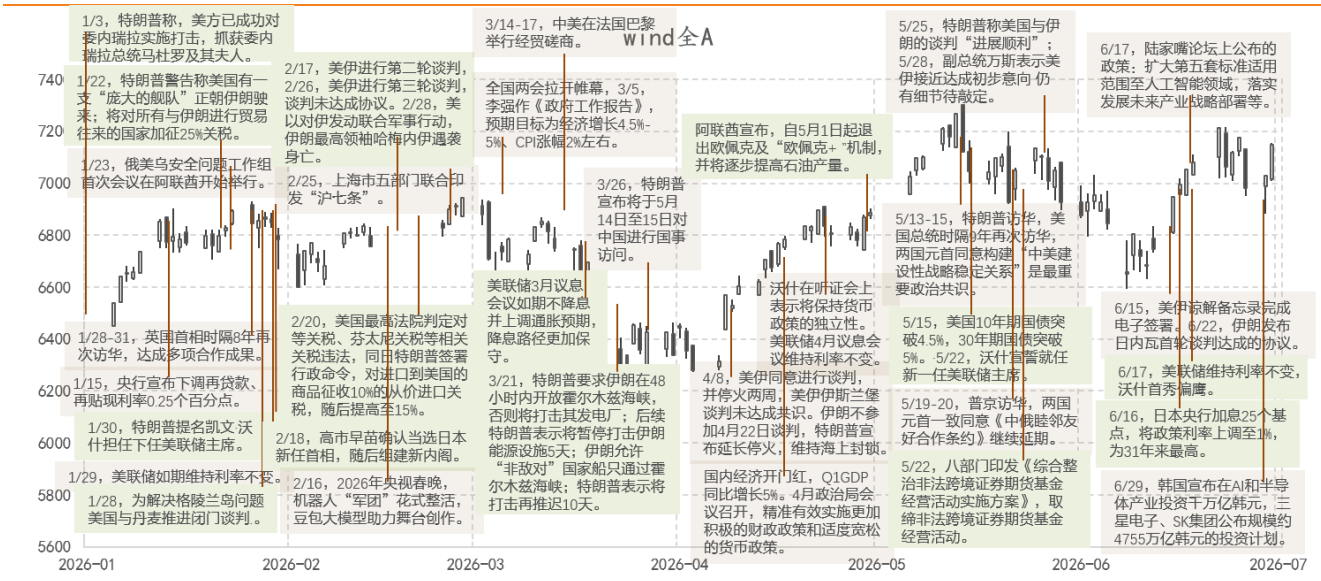
三季度主要宽基指数普遍收跌，成长板块跌幅居前，风格方面仅金融、消费、稳定收涨，行业方面煤炭、石油石化、农林牧渔领涨。上证指数、沪深 300、创业板指、科创 50 分别收跌 6.16%、12.49%、27.80%、30.70%，此外微盘股指数收涨 19%，中证红利指数收涨 9%。风格方面，中信五大风格中金融、消费、稳定分别收涨 7.45%、6.71%、3.63%，成长大幅领跌（-25.36%），周期收跌 4.05%。申万中盘指数收跌 18.76%，弱于小盘指数（-15.94%）和大盘指数（-15.32%）。行业方面，除综合外的 30 个申万一级行业中，三季度 12 个行业收涨，A 股结构分化加剧，煤炭、石油石化、农林牧渔领涨，分别收涨 19.29%、15.32%、15.10%，电子、通信、建筑材料领跌，分别收跌 32.65%、28.72%、26.10%。

7 月 AI 链集体调整，风格再平衡加速；8 月板块轮动加速，农业、煤炭、医药轮番走强；9 月板块继续轮动，月末稳增长政策发力。7 月份，AI 链叙事发生转折，7 月 1 日，Meta 制定云基础设施业务计划，向外部客户出售 AI 算力；7 月韩国芯片股杠杆产品大跌，短期内形成踩踏效应，加速韩国股市去杠杆；7 月 27 日，长鑫科技登陆科创板，上市首日估值区间较为合理；监管方面，7 月 20 日，证监会主席在证券营业部调研并主持召开投资者座谈会，并启动基金自购、上市公司增持等救市组合拳；商业航天方面，7 月 10 日，长征十号乙运载火箭实现一子级可控回收。8 月份，板块轮动加快，AI 方面，8/5，商务部就对美方系列涉华消极措施实施反制，8/26，英伟达二季度财报超预期，并对 28 财年营收给出增长 70%的指引；农业方面，气象局通报 6 月至 7 月厄尔尼诺状态持续加强，本轮厄尔尼诺可能创下 150 年来最强纪录；8/19，人形机器人龙头宇树科技登陆科创板，当日市值突破 4000 亿元，但随后连续回撤；煤炭方面，8/24，焦炭首轮提涨正式落地；创新药方面，8/19，莫德纳与默沙东宣布 mRNA 疫苗三期项目取得成功；8/28，多部委发布地产政策“组

下载日志已记录，仅供内部参考

合拳”，个人住房贷款期限由最长 30 年延至 40 年，推行商品住房现房销售。9 月份，板块继续轮动。9/11，FCC 发布《通过设备授权计划防范通信供应链面临的国家安全威胁》，中际旭创等未被直接纳入 FCC 限制名单；Anthropic、OpenAI 与 SpaceX 联合呼吁 “全行业协同” 控制 AI 前沿发展节奏，同时产业链进展继续加快，Meta 推出个人 AI 智能体 Muse，Anthropic 披露 IPO 招股书。广汽、东风、吉利、理想等均已投入动力电池自研，七部门印发《新型电池产业发展 “十五五” 规划》。9/23-25，习近平主席对美国进行国事访问，达成中美八点共识成果。9/29，三部门发布关于实施居民购房贷款贴息政策的通知，贴息资金由中央财政、地方财政分别按照 90%、10%承担。同日央行调整完善若干货币政策工具，下调 PSL0.25pct、扩大抵押补充贷款支持领域至 “六张网” 。

图 3：A 股上半年大事记



资料来源：Wind，财联社，新华网等，天风证券研究所（截至 2026/6/30）

图 4：A 股下半年大事记



资料来源：Wind，财联社，央视网，新华网等，天风证券研究所（截至 2026/9/30）

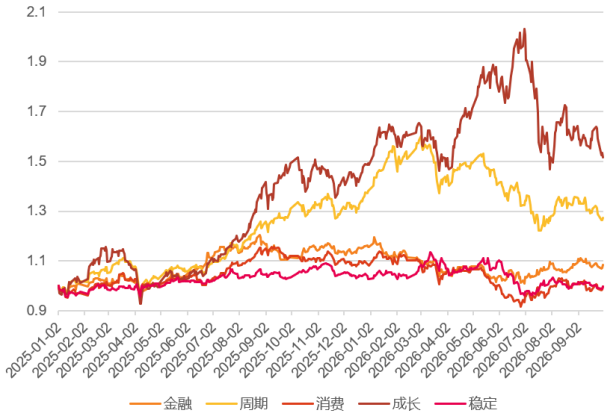
下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：主要宽基指数走势



资料来源：Wind，天风证券研究所（以 2025/1/2 为基期，进行归一化处理）

图 6：中信风格指数走势



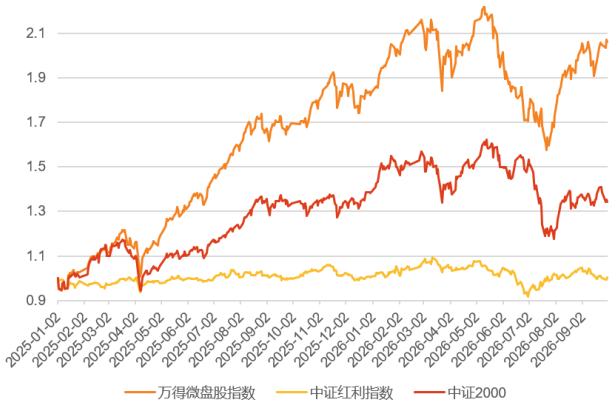
资料来源：Wind，天风证券研究所（以 2025/1/2 为基期，进行归一化处理）

图 7：申万大中小盘指数走势



资料来源：Wind，天风证券研究所（以 2025/1/2 为基期，进行归一化处理）

图 8：主要指数走势



资料来源：Wind，天风证券研究所（以 2025/1/2 为基期，进行归一化处理）

图 9：申万一级行业表现一览

行业	风格判定	收盘价	分位数	最大回撤	年初以来最高	年初以来最低	Q1涨跌幅	Q2涨跌幅	Q3涨跌幅	9月涨跌幅	YTD
煤炭	上游原材料	3,329	73.80%	21.77%	3,580	2,767	16.83%	-13.18%	19.29%	-6.99%	20.99%
石油石化	上游原材料	2,677	36.10%	34.63%	3,552	2,322	15.36%	-22.20%	15.32%	-6.71%	3.50%
农林牧渔	下游必选消费	2,565	39.40%	29.41%	3,095	2,184	-6.36%	-20.19%	15.10%	-1.17%	-13.98%
银行	金融房建	4,204	98.30%	12.40%	4,241	3,670	-3.51%	-9.08%	14.56%	2.32%	0.50%
医药生物	下游必选消费	7,989	51.10%	21.92%	8,893	6,944	-0.90%	-9.45%	10.12%	2.47%	-1.18%
房地产	金融房建	2,008	47.20%	25.88%	2,350	1,742	-7.51%	-9.66%	9.36%	6.28%	-8.62%
交通运输	支持服务	2,073	26.60%	18.58%	2,391	1,947	-2.03%	-12.84%	6.44%	-0.79%	-9.41%
美容护理	下游可选消费	3,487	31.10%	30.77%	4,612	3,193	-8.93%	-17.49%	6.07%	0.80%	-20.30%
食品饮料	下游必选消费	13,618	15.50%	25.00%	17,255	12,942	-2.66%	-17.32%	4.34%	-1.77%	-16.03%
商贸零售	支持服务	1,757	14.40%	35.52%	2,585	1,667	-14.43%	-17.52%	2.75%	-2.75%	-27.48%
纺织服饰	下游必选消费	1,496	9.40%	24.34%	1,825	1,381	-1.77%	-10.23%	0.26%	-4.30%	-11.59%
社会服务	下游可选消费	7,233	15.00%	32.77%	9,616	6,465	-4.36%	-13.74%	0.03%	-3.45%	-17.48%
传媒	下游可选消费	665	12.20%	40.44%	1,022	609	-4.74%	-14.71%	-0.21%	-3.92%	-18.93%
家用电器	下游可选消费	8,338	1.10%	12.90%	9,534	8,304	-7.10%	-2.32%	-0.28%	-4.56%	-9.51%
公用事业	支持服务	2,443	9.40%	16.76%	2,897	2,412	9.21%	-6.89%	-0.72%	-0.39%	0.95%
轻工制造	下游可选消费	2,075	20.00%	28.16%	2,640	1,897	-1.46%	-12.61%	-1.04%	-2.14%	-14.78%
钢铁	上游原材料	2,126	5.50%	34.31%	3,145	2,066	-0.51%	-18.57%	-1.34%	-4.73%	-20.10%
非银金融	金融房建	1,682	3.80%	24.48%	2,198	1,660	-14.98%	-0.33%	-3.34%	-6.08%	-18.09%
汽车	下游可选消费	6,272	6.10%	26.86%	8,426	6,163	-6.36%	-12.24%	-4.31%	-3.10%	-21.37%
建筑装饰	金融房建	1,905	6.60%	23.35%	2,419	1,854	4.86%	-8.89%	-6.16%	-3.22%	-10.35%
环保	支持服务	1,856	7.20%	24.08%	2,303	1,748	4.87%	-3.45%	-6.39%	-5.06%	-5.21%
计算机	支持服务	4,192	1.60%	31.99%	6,151	4,184	-7.61%	-5.21%	-8.13%	-7.66%	-19.55%
有色金属	上游原材料	7,513	2.20%	35.49%	11,180	7,213	3.66%	-3.74%	-10.46%	-12.87%	-10.66%
国防军工	中游制造业	1,617	11.60%	36.23%	2,378	1,517	-6.14%	-0.48%	-12.59%	-1.91%	-18.35%
基础化工	上游原材料	4,120	5.50%	24.24%	5,235	3,966	6.91%	1.96%	-13.56%	-7.92%	-5.78%
机械设备	中游制造业	2,080	4.40%	25.46%	2,662	1,985	-0.66%	23.41%	-21.11%	-8.53%	-3.28%
电力设备	中游制造业	8,254	1.10%	33.14%	12,216	8,168	6.78%	0.46%	-23.73%	-9.46%	-18.18%
建筑材料	上游原材料	5,797	18.80%	31.95%	8,068	5,457	8.18%	35.20%	-26.10%	-4.09%	8.09%
通信	中游制造业	6,808	39.40%	37.66%	10,007	5,437	5.95%	63.84%	-28.72%	-5.53%	23.74%
电子	中游制造业	8,224	45.00%	37.45%	12,210	6,370	-2.43%	90.92%	-32.65%	-8.22%	25.47%

资料来源：Wind，天风证券研究所（截至 2026/9/30）

下载日志已记录，仅供内部参考

1.3. 债券：中债收益率分化，长端利率下行，期限利差收窄，信用利差走阔

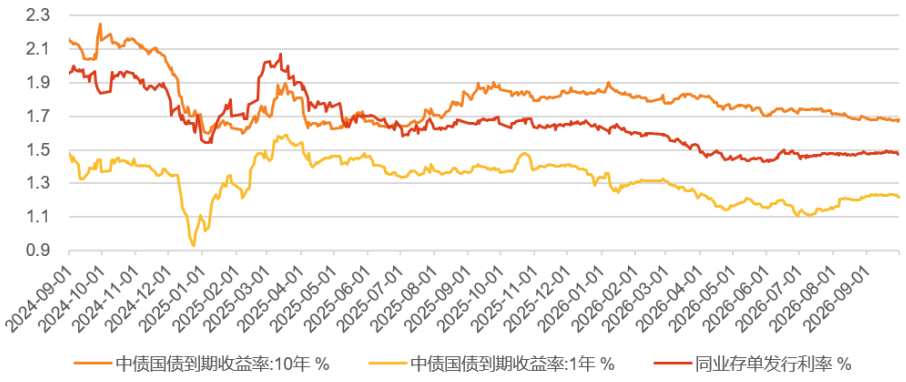
三季度中债收益率持续分化，长端利率下行、短端利率上行，期限利差收窄。7 月 10 年期国债收益率在 1.73%-1.75%区间窄幅震荡，月末小幅回落，7 月下行 1.89BP；8 月 10 年期国债收益率震荡下行，8/14 跌破 1.7%，8 月下行 2.58BP；9 月 10 年期国债收益率围绕 1.68%-1.69%震荡，9/29 跌至季内最低 1.6670%，9 月下行 0.61BP，三季度共计下行 5.08BP。

7 月 1 年期国债收益率一度突破 1.15%，7 月上行 2.43BP，8 月短端利率继续上行，1 年期国债收益率 8/7 向上突破 1.2%，随后高位震荡，8 月上行 7.72BP，9 月 1 年期国债收益率升至季内最高 1.2347%(9/23),9/30 收于 1.2197%,9 月下行 0.35BP,三季度共计上行 9.8BP。三季度短端利率上行，长端利率下行，期限利差收窄，利率曲线趋于平缓。

10 年期国债利率高于存单利率，两者剪刀差收窄。2025/7/2，10 年期国债收益率超过存单利率，此后此状态延续，7 月存单利率小幅回升，上行 0.25BP，8 月存单利率探底回升，8/31 收于 1.48%，持平于 7 月末，9 月存单利率围绕 1.48%震荡，下行 0.5BP，三季度总计下行 0.25BP。三季度存单利率下行幅度小于 10 年期国债利率，两者剪刀差收窄。存单利率反映现实，国债利率反映预期。

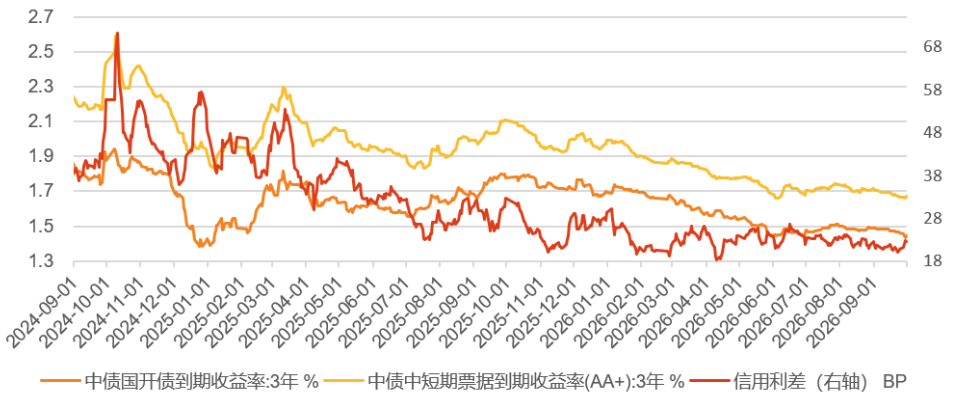
信用利差走阔后回落。信用利差 7 月小幅回升、8 月震荡回落、9 月窄幅震荡，月末小幅回升，三季度信用利差最低为 20.18BP (9/22)，最高为 24.27BP (7/14)，三季度共计上行 0.78BP。

图 10：10 年期国债利率高于存单利率，剪刀差收窄



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：信用利差走阔后回落



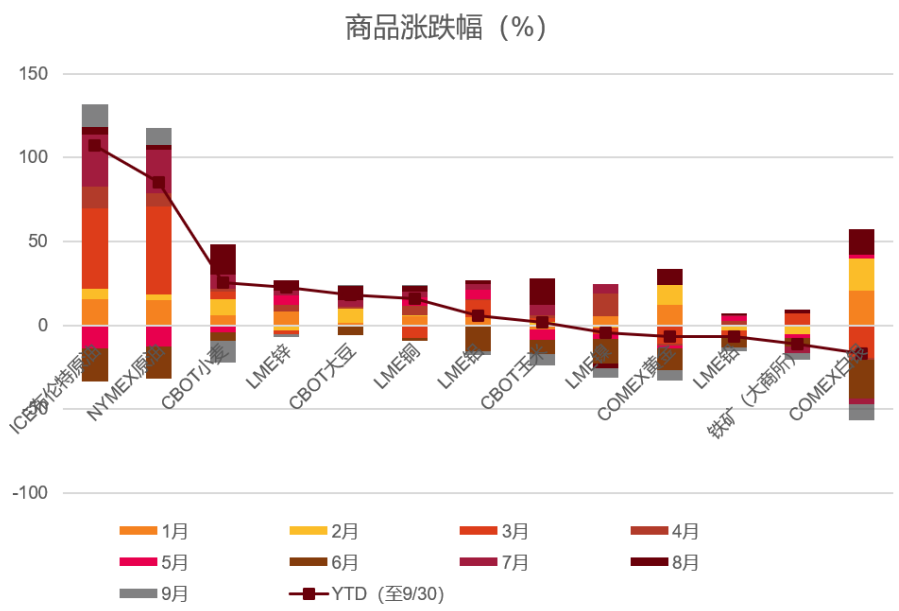
资料来源：Wind，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1.4. 商品市场：商品指数震荡冲高，原油大涨，黄金冲高回落

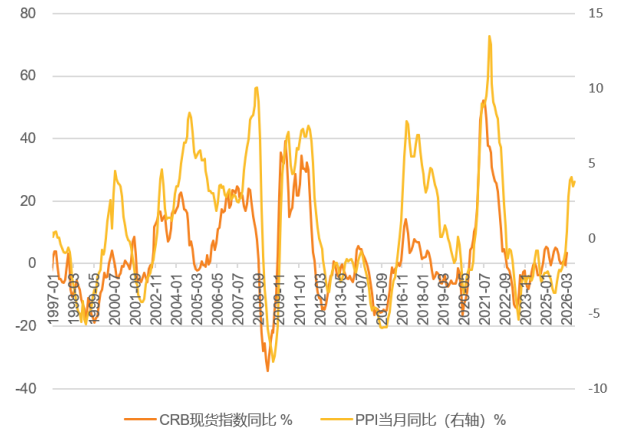
三季度南华工业品指数震荡走高，8 月加速上行。7 月南华工业品指数震荡回升，最高升至 3892 点（7/24），7 月涨 1.64%，8 月指数持续上行，陆续突破 3800 点、3900 点，8/31 站上 4000 点，收于 4058 点，8 月涨 8.02%，9 月指数继续冲高，月末小幅回落，月内最高升至 4231 点（9/16），9/30 收于 4098 点，9 月涨 0.97%，三季度收涨 10.86%。主要大宗商品表现来看，三季度 ICE 布伦特原油、NYMEX 原油领涨，分别报 49.6%、38.1%，大商所铁矿、LME 镍领跌，分别为-5.8%、-2.3%。国际原油震荡冲高，布伦特原油 9 月升至 100 美元/桶以上，最高贴近 110 美元/桶。黄金冲高回落，7 月 COMEX 黄金在 4000 美元/盎司附近磨底，8 月走强，最高升至 4600 美元/盎司以上，随着加息预期回升，9 月黄金走弱，月末 COMEX 黄金快速跌破 4300、4200 美元/盎司。

图 12：大宗商品涨跌幅



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：CRB 现货指数与 PPI 呈现高相关性



资料来源：Wind，天风证券研究所

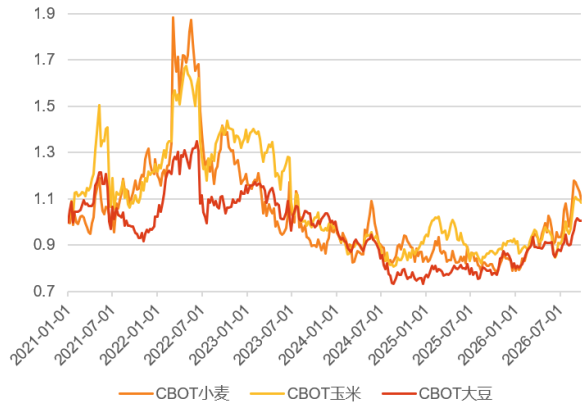
图 14：主要商品指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

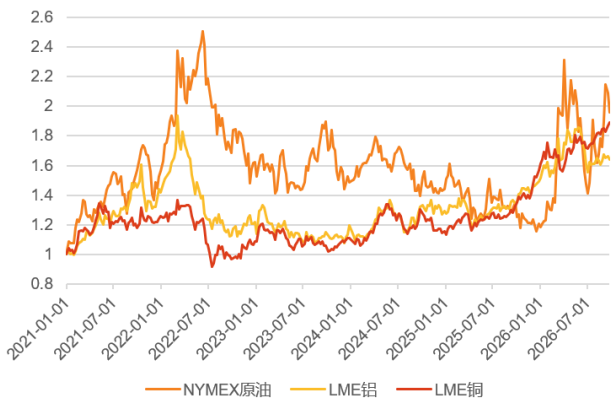
下载日志已记录，仅供内部参考

图 15：主要农产品走势



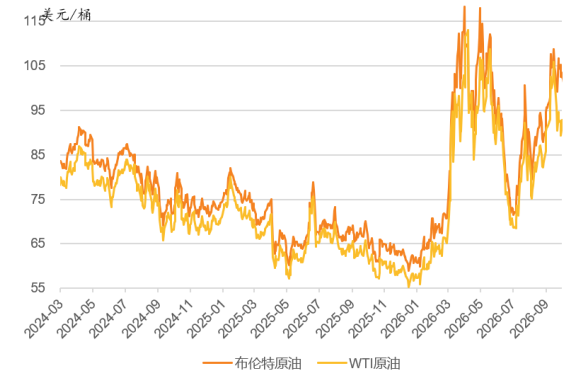
资料来源：Wind，天风证券研究所（以 2021/1/1 为基期，进行归一化处理）

图 16：原油及主要工业金属走势



资料来源：Wind，天风证券研究所（以 2021/1/1 为基期，进行归一化处理）

图 17：原油再度冲高



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：COMEX 黄金震荡回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.5. 海外权益：全球股指分化，美股股指涨跌不一、韩国股指领跌

三季度全球股指分化。巴西 IBOVESPA 指数、恒生指数、中国台湾加权指数领涨，涨幅报 8.32%、7.57%、3.93%，韩国综合指数、俄罗斯 RTS 指数领跌，分别收跌 19.33%、9.58%。

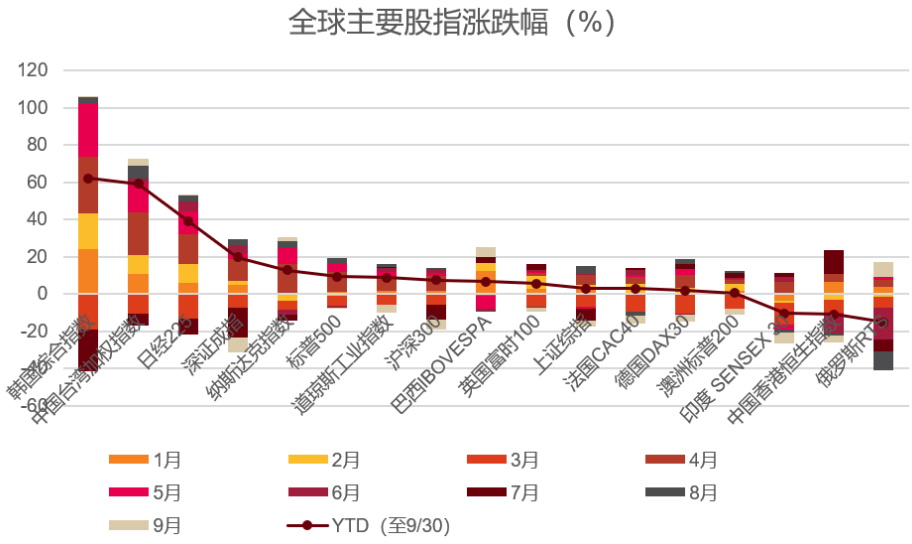
美股三大指数分化，欧股涨跌不一。纳指、标普 500 指数收涨 2.47%、2.03%，道指收跌 2.7%。其中 8 月集体回升、9 月分化加剧，道指 9 月走弱，纳指继续冲高。欧股涨跌不一，德国 DAX 指数、英国富时 100 指数分别收涨 0.81%、1.04%，法国 CAC40 指数收跌 5.23%，欧股 7 月普遍走强，8 月分化，德国 DAX 指数走强收涨，法国 CAC40 指数走弱，9 月欧股股指集体转弱。

亚太股指分化，恒生指数涨超 7%，中国台湾加权指数涨近 4%，日经 225 指数跌近 5%，韩国综合指数跌近 20%。恒生指数表现强于上证指数，港股指数整体强于 A 股，沪深 300 指数/恒生指数降至 18%左右， AH 溢价指数季末回升至最高 125。

行业方面，标普 500 指数行业分项多数收跌，三季度能源、信息技术领涨，公共事业、工业领跌。恒生指数行业多数收涨，医疗保健领涨，其次为能源、原材料，工业、资讯科技领跌。

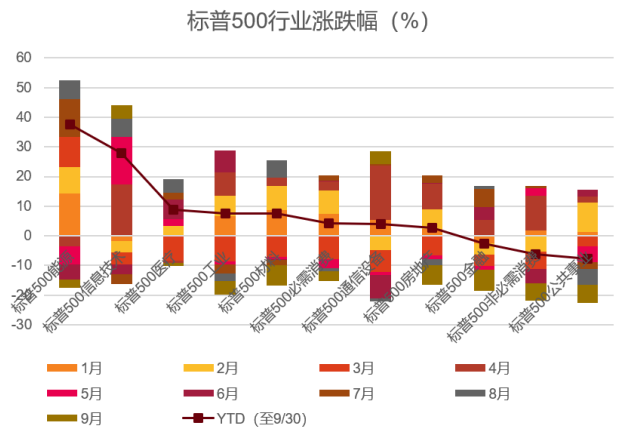
下载日志已记录，仅供内部参考

图 19：全球主要股指涨跌幅



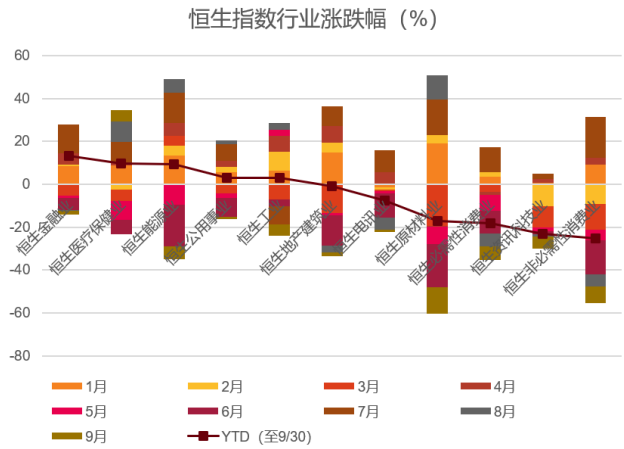
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：标普 500 指数涨跌幅



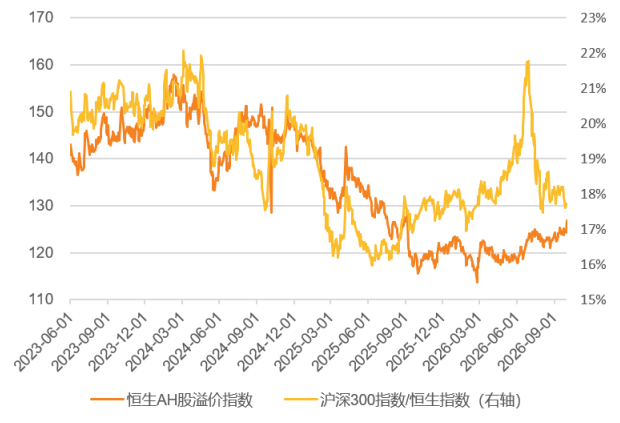
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：恒生指数行业涨跌幅



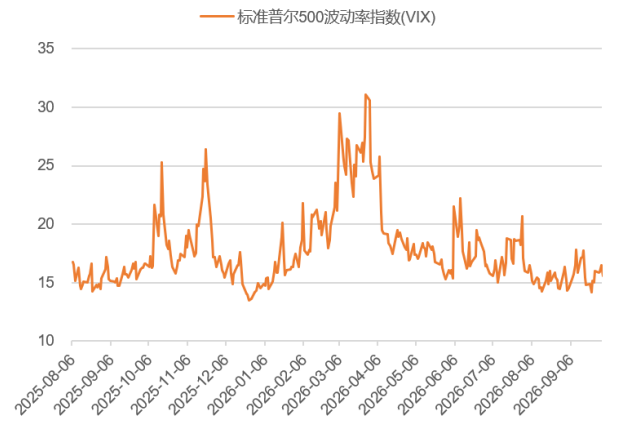
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：AH 溢价指数回升至最高 125



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：vix 指数一度突破 20



资料来源：Wind，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1.6. 美债：美债利率加速上行，10 年期利率突破 5%，期限利差走阔，中美利差走阔

短端、长端美债利率均上行，10 年期利率突破 5%的临界点，期限利差走阔，中美利差走阔。7 月美债利率震荡上行，10 年期美债利率 7/7 向上突破 4.5%的临界点，7/31 收于 4.75%，7 月上行 31BP， 8 月美债利率高位震荡，10 年期美债利率在 4.6%-4.8%区间震荡，8/31 收于 4.75%，与 7 月末持平；9 月美债利率加速上行，10 年期美债利率 9/15 向上突破 5%，9/30 收于 5.29%，创季内新高，9 月上行 54BP。

7 月 2 年期美债利率冲高，最高升至 4.37%，7 月上行 14BP；8 月 2 年期美债利率月末冲高，突破 4.3%，8 月上行 6BP；9 月 2 年期美债利率加速上行，9/30 收于 4.88%，9 月上行 54BP，三季度累计上行 74BP。长端利率上行幅度大于短端利率，期限利差走阔。

用 10 年期美债利率扣除 TIPS 计算得到的隐含通胀震荡回升，7 月震荡上行，7/31 收于 2.28%，8 月冲高回落，8/31 收于 2.31%，9 月加速上行，9/10 最高升至 2.4%，9/30 收于 2.36%，三季度上行 12BP。

中美利差走阔，中债长端利率回落，美债长端利率加速上行，中美利差从-271BP（6/30）持续走阔至-361BP（9/30）。

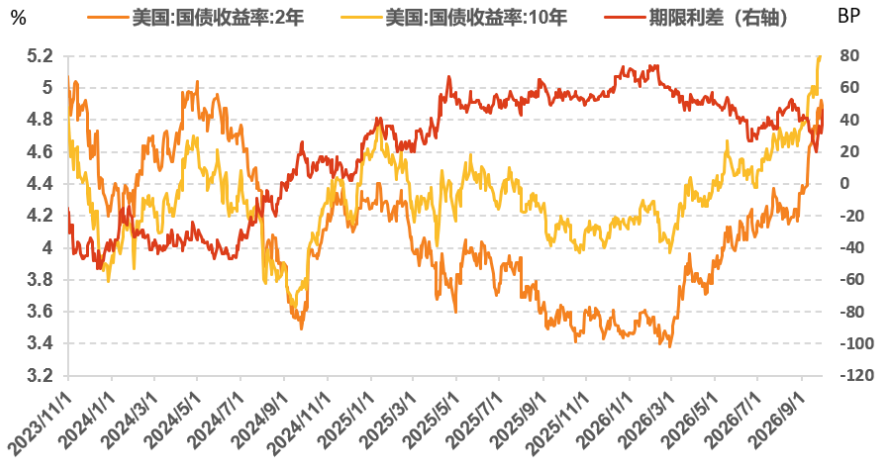
图 24：三季度美债计算出的隐含通胀回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图 25：三季度美债期限利差走阔



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：三季度中美利差走阔



资料来源：Wind，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2. A 股：A 股回落探底，板块轮动加快，季末成交量录得年内地量

2.1. 基本面：经济数据温和回落，进出口保持高增

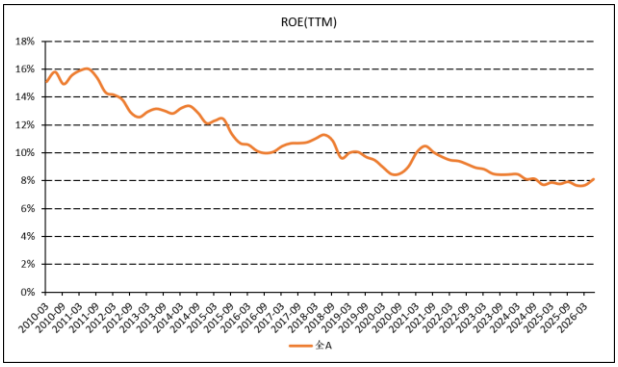
三季度经济数据继续温和回落，进出口保持高增长。7 月、8 月制造业 PMI 连续两月处于荣枯线以下，分别报 49.2%、49.8%，9 月 PMI 回升至 50.1%，重回扩张区间。通胀方面，7 月 CPI 同比小幅回落，8 月回升，PPI 同比自 6 月高点（4.1%）震荡回落。7 月三大经济数据普遍回落，固投同比跌幅继续走阔，社消、工业同比回落，三者均弱于 Wind 预期；8 月经济数据分化，工业同比超预期回升，社消同比小幅回落至 0.4%，固投累计同比跌幅走阔。7 月、8 月进出口同比继续实现两位数增长，且高于 Wind 预期。业绩方面，全 A ROE（TTM）26 年 Q2 企稳回升，全 A、全 A 非金融石油石化归母净利润累计同比 26 年 Q2 继续回升，盈利复苏趋势延续。

图 27：宏观热力图

（%）		较前值	2026-08	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09
生产	工业增加值	0.70	5.2	4.5	5.3	4.5	4.1	5.7	18.0	-2.8	5.7	5.1	5.1	5.9
需求	固定资产投资	-0.50	-7.2	-6.7	-5.7	-4.1	-1.6	1.7	1.8	-	-0.4	0.3	0.8	1.4
	制造业	-0.60	-2.3	-1.7	-1.2	-0.4	1.2	4.1	3.1	-	4.8	5.5	5.9	6.6
	房地产	-0.70	-19.9	-19.2	-18.0	-16.2	-13.7	-11.2	-11.1	-	-14.0	-13.2	-12.5	-12.0
	基建	-1.29	-5.4	-4.1	-2.4	0.8	4.9	9.2	9.8	-	3.7	4.7	5.4	6.3
	社会消费品零售	-0.20	0.4	0.6	1.0	-0.6	0.2	1.7	2.8	-	2.3	2.1	3.8	3.1
	出口（人民币）	0.90	18.6	17.7	20.6	13.7	9.7	-0.7	15.4	7.6	7.9	5.6	4.9	4.8
	进口（人民币）	0.50	21.7	21.2	29.2	21.5	20.6	24.4	7.1	2.8	3.1	-1.3	-0.8	3.6
（当月值，%）		较前值	2026-09	2026-08	2026-07	2026-06	2026-05	2026-04	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10
就业	调查失业率	-	-	5.3	5.2	5.0	5.1	5.2	5.4	5.3	5.2	5.1	5.1	5.1
	16—24岁人口	-	-	18.9	17.9	14.9	15.6	16.3	16.9	16.1	16.3	16.5	16.9	17.3
	25—29岁人口	-	-	7.5	7.2	7.1	7.2	7.4	7.7	7.2	6.8	6.9	7.2	7.2
	30—59岁人口	-	-	3.9	3.9	4.0	4.1	4.2	4.3	4.2	4.0	3.9	3.8	3.8
景气	制造业PMI	0.30	50.1	49.8	49.2	50.3	50.0	50.3	50.4	49.0	49.3	50.1	49.2	49.0
通胀	CPI同比	-	-	0.8	0.5	1.0	1.2	1.2	1.0	1.3	0.2	0.8	0.7	0.2
	PPI同比	-	-	3.8	3.5	4.1	3.9	2.8	0.5	-0.9	-1.4	-1.9	-2.2	-2.1
信用	社融同比	-	-	7.2	7.4	7.4	7.7	7.8	7.9	8.2	8.2	8.3	8.5	8.5
	M2同比	-	-	7.5	7.7	8.0	8.6	8.6	8.5	9.0	9.0	8.5	8.0	8.2
	M1同比	-	-	4.1	4.0	4.0	5.5	5.0	5.1	5.9	4.9	3.8	4.9	6.2

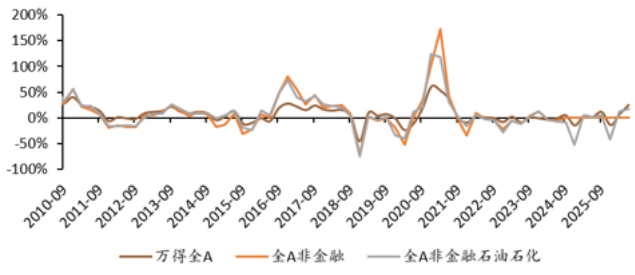
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：二季度全 A ROE（TTM）小幅回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 29：二季度全 A 归母累计同比回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 宏观流动性：三季度资金面整体转松，央行隔夜逆回购精准滴灌

7-8 月社融 TTM 同比持续回落。社融 TTM 同比 25 年回升至高位后维持在 15%左右，26 年 1-8 月连续回落，其中 4 月转负，8 月跌破-10%。企业中长贷、居民中长贷 TTM 同比跌幅 7 月均收窄，8 月均走阔。社融结构中，8 月新增政府债券同比转负，新增人民币贷款同比少增走阔。

下载日志已记录，仅供内部参考

三季度货币整体边际转松。1 月 DR007 均值自 25 年 8 月来首次回升至 1.5%以上，随后 2-5 月连续回落，6 月边际回升至 1.4%以上（1.44%），7 月均值边际回落至 1.418%，8 月继续回落至 1.399%，9 月小幅回升至 1.3995%，低于 7 天逆回购利率（9 月为 1.4%）。

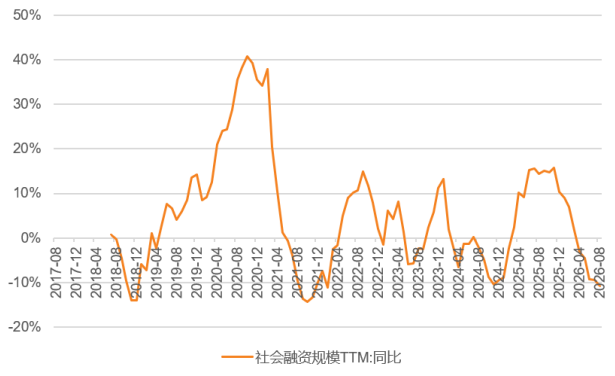
央行隔夜逆回购加码。6 月末起，央行推出隔夜逆回购品种，更好地匹配银行体系短期的流动性需求，8 月央行首次尝试月中开展隔夜逆回购，8 月在月初、月中、月末均开展隔夜逆回购操作，精准滴灌满足短期流动性需求，9 月继续在月初、月中、月末展开隔夜逆回购操作，月末操作量上限升至 10000 亿元。

图 30：社融结构

社会融资规模分结构						
本期：2026年8月	同比相减（亿元）	占比	同比相减（亿元，上个月）	环比变化（亿元）	过去3个月：同比相减（亿元）	占比
总量	(9083)		2761.0	(11844.0)	(14902.0)	
新增人民币贷款	(5701)	63%	(1600.0)	(4101.0)	(13251.0)	89%
政府债券	(3575)	39%	694.0	(4269.0)	(8706.0)	58%
企业债券融资	1374	-15%	1788.0	(414.0)	4752.0	-32%
表外三项	(1780)	20%	888.0	(2668.0)	(752.0)	5%
新增委托贷款	394	-4%	155.0	239.0	1192.0	-8%
新增信托贷款	(583)	6%	(375.0)	(208.0)	(2277.0)	15%
新增未贴现银行承兑汇票	(1591)	18%	1108.0	(2699.0)	333.0	-2%
存款类金融机构资产支持证券	(128)	1%	(170.0)	42.0	135.0	-1%
贷款核销	31	0%	250.0	(219.0)	991.0	-7%
新增外币贷款	500	-6%	172.0	328.0	802.0	-5%
非金融企业境内股票融资	183	-2%	623.0	(440.0)	1231.0	-8%
合计	(9096)		2645.0	(23585.0)	(14798.0)	
其他	13		116.0		(104.0)	

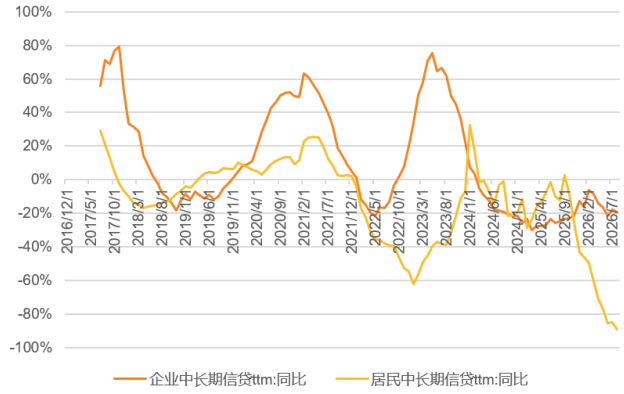
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：8 月社融 TTM 同比回落



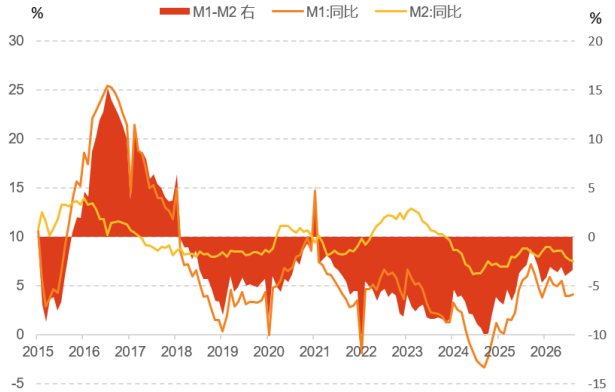
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：8 月企业中长贷、居民中长贷跌幅走阔



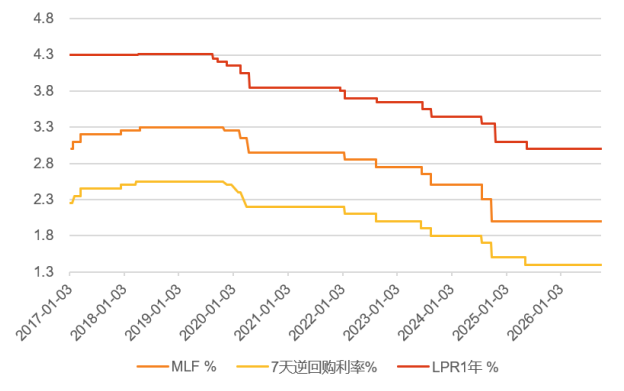
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：M1-M2 剪刀差收窄



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：政策利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

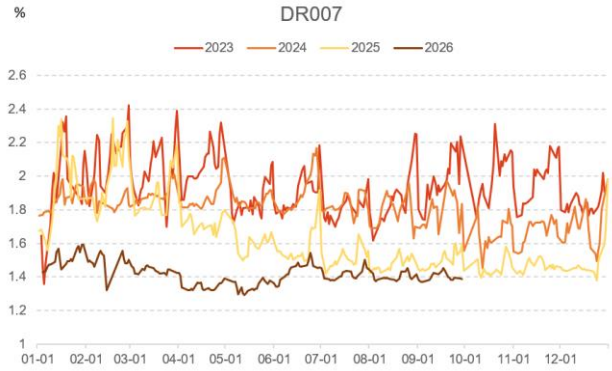
下载日志已记录，仅供内部参考

图 35：DR007 月均值



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 36：DR007 同期整体低于 2023-2025 年



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 微观资金：成交额下台阶，两融余额低位企稳，ETF 成交一度放量

三季度两市成交额下台阶，9 月末创下年内地量，南向资金冲高回落，北向资金持续回落，ETF 成交 7 月大幅放量，两融余额高位回落并低位企稳。新发基金份额自 2022 年起维持在较低水平，26 年 1 月至 6 月基本维持在千亿左右，7 月回落，8 月继续降至 493 亿份，9 月回升至 1025 亿份。

两市成交额持续回落，市场量能下台阶。7 月沪深两市成交额（MA5）陆续跌破 3 万亿、2.5 万亿；8 月上半月基本在 2-2.5 万亿区间震荡，下旬加速回落，一度跌破 2 万亿；9 月量能进一步回落至 2 万亿以下，9/30 收于 1.6 万亿元，市场量能持续回落。

南向资金冲高回落。港股通成交净额 7 月冲高、8 月回落转负、9 月重新回升。7-9 月港股通成交净额周度均值为 167、-18、134 亿元，此前 5 月和 6 月均值为 27、69 亿元，7/11 当周成交净额为 339 亿元，为 2/14 以来新高；8 月回落一度转负，8/29 当周回正至 84 亿元，9 月维持净流入，9/26 当周升至 198 亿元。

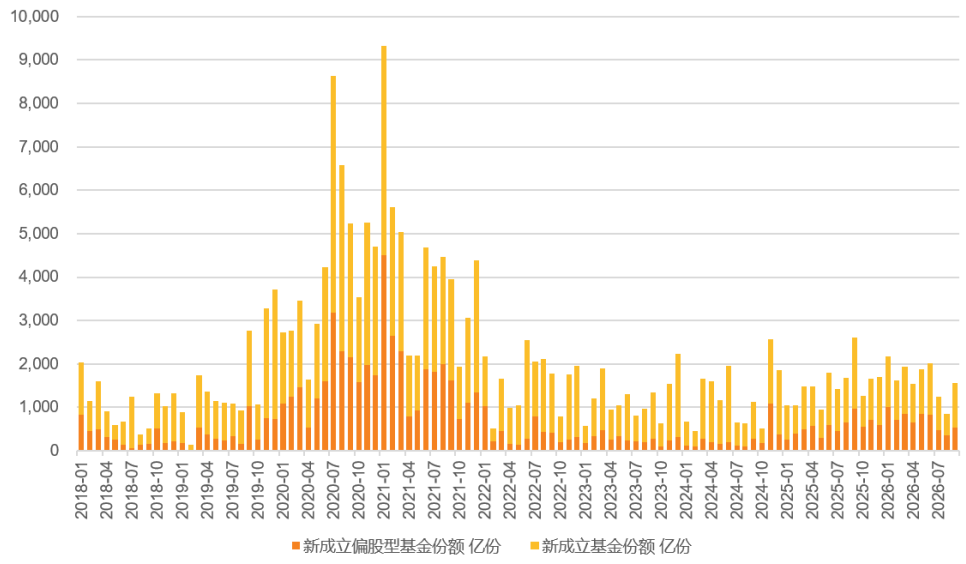
北向资金持续回落。7 月陆股通成交额（MA5）最高为 4104 亿元（7/2），下旬跌破 4000 亿元， 8 月继续回落，8/14 跌破 3000 亿元，9 月震荡回落，一度跌破 2500 亿元，9/30 收于 2301 亿元；陆股通成交额占比（MA5）7 月回升，一度触及 15%，8 月回落一度跌破 13%，9 月回升至 14%左右。

融资融券余额高位回落。7 月两融余额陆续跌破 3 万亿、2.9 万亿、2.8 万亿、2.7 万亿，降杠杆效应明显；8 月两融余额占 A 股流通市值比重基本维持在 2.55%-2.6%之间，降杠杆暂告一段落；9 月两融余额在 2.65 万亿附近窄幅震荡，占 A 股流通市值比重月末升至 2.6%以上，截至 9/29，融资余额为 25797 亿元，融券余额为 293 亿元。

ETF 成交额冲高回落，7 月大幅放量。7-9 月成交额周度均值为 10856、8536、5840 亿元，7/19 当周 ETF 成交额升至 11466 亿元，为 2/1 以来新高，7 月 ETF 成交额占两市成交额比重最高升至 9.2%（7/26）当周，接近年初的高点（1/25 当周为 9.8%）；8 月、9 月持续回落，9/27 当周 ETF 成交额降至 4775 亿元，为 2/15 以来新低，占比回落至 6.5%左右。

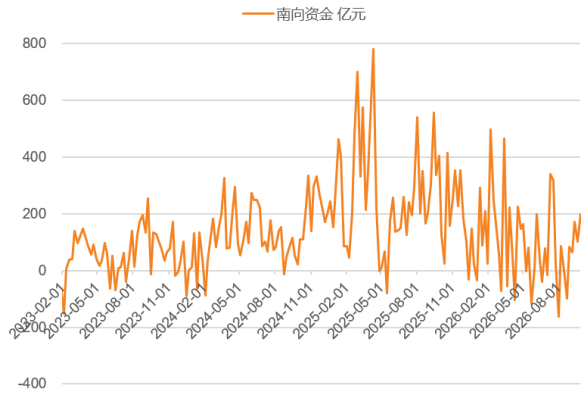
下载日志已记录，仅供内部参考

图 37：新发基金情况



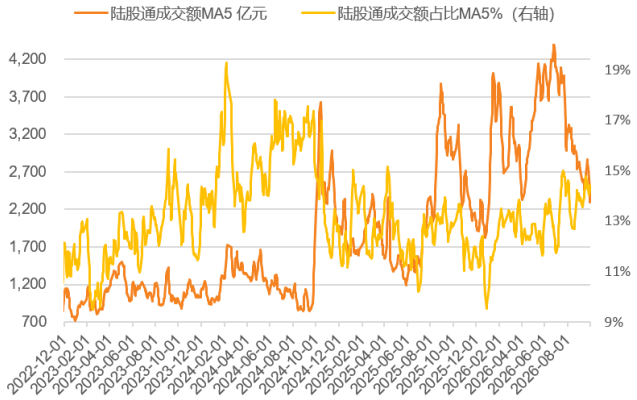
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 38：三季度南向资金冲高回落



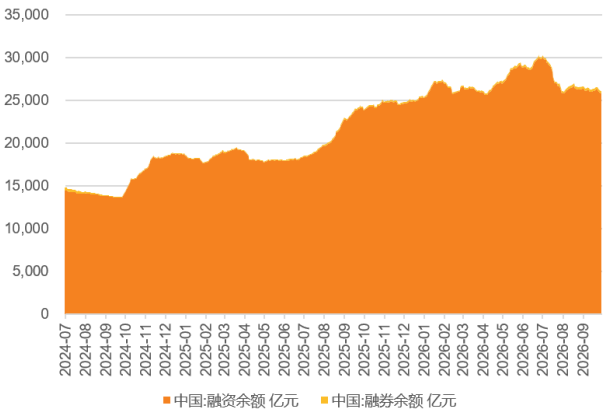
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 39：三季度北向资金成交额持续回落



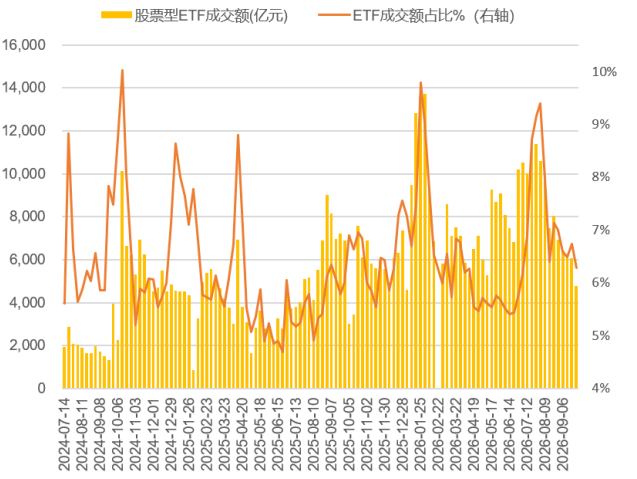
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 40：两融余额探底企稳



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 41：ETF 成交额 7 月大幅放量



资料来源：Wind，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

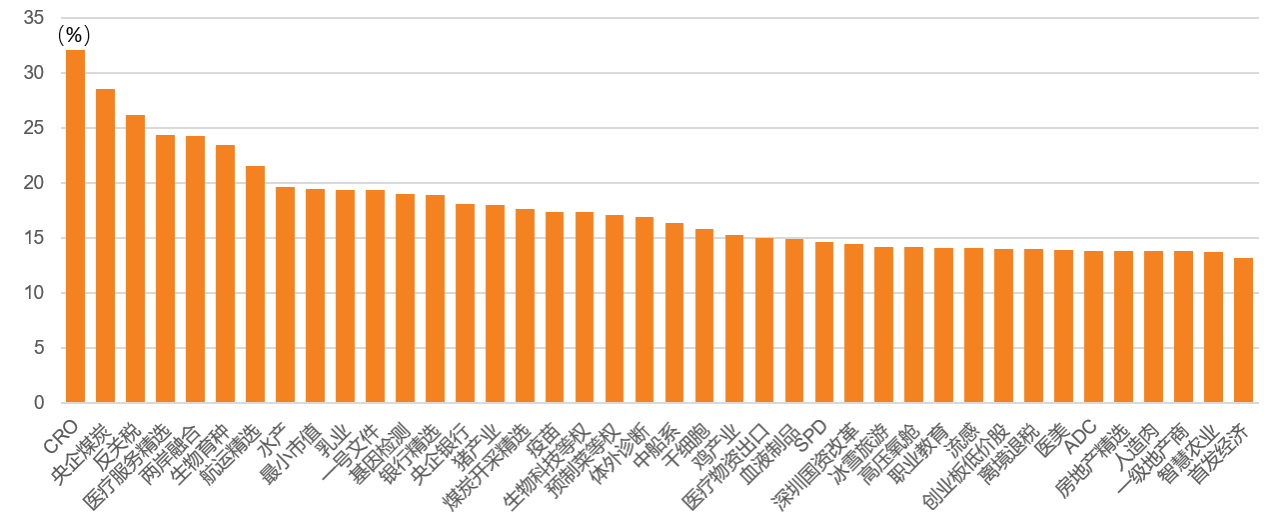
2.4. 产业：农业、医药、AI 链催化密集

农业方面，7/3，世界气象组织发布报告称，厄尔尼诺现象已在热带太平洋地区出现，赤道太平洋中部和东部海域温度持续显著升高，预计厄尔尼诺现象将在北半球秋季继续加强；9/29，中国气象局表示，11 月前后或形成有监测记录来最强厄尔尼诺事件；9/7，农业农村部等六部门部署完善乡村振兴投入机制，提出加大对粮食主产区的利益补偿力度，实施粮食产销区省际横向利益补偿，积极支持符合条件的涉农企业上市融资。

医药方面，8/19，莫德纳与默沙东宣布其 mRNA 肿瘤疫苗三期项目取得成功，联合治疗显著降低了高风险黑色素瘤患者术后复发及远处转移风险，是癌症疗法的重大突破；9/14，国家药监局宣布今年我国创新药出海对外授权交易总额突破 1200 亿美元，同比增长 36%。

AI 方面，一方面模型迭代加快，7/16，月之暗面发布新一代开源模型 Kimi K3，参数规模达 2.8 万亿；9/3，OpenAI 发布新款模型 GPT-6 Astra，增强了编程、研究、计算机操作以及复杂多步骤任务处理能力；9/10，DeepSeek 发布 V4.1 Flash 模型，具备原生多模态视觉理解能力。一方面应用端进展加快，9/9，Meta 发布其首款个人智能体 Muse；8/31，国内首部 AI 长剧《后西游记》开播，AI 加快进入主流影视内容产业体系。

图 42：三季度涨幅靠前的概念指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

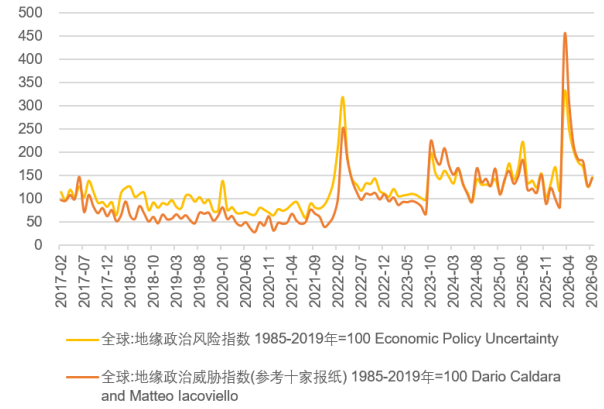
3. 海外市场：地缘不确定性提升，加息预期扰动加剧

3.1. 地缘政治扰动

中东地缘不确定性加剧。7/7 起，美军对伊朗境内目标实施系列打击；8/17，美伊设定的 60 天谈判窗口到期，美方排除延长停火协议，8/19，特朗普宣布对伊朗采取“针对任何国家实施过的最严厉经济行动”；9/8 起，美伊互袭升级，双方进行军事打击，9/22，在纽约联合国大会期间，美伊进行了间接谈判。此外，也门冲突升级，9 月起胡塞武装与沙特冲突持续升级。

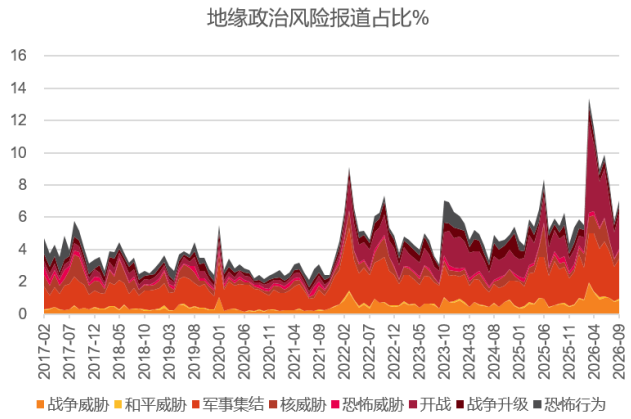
中美领导人进行会晤。9/23-25，国家主席习近平对美国进行国事访问。两国元首就中美建设性战略稳定关系及重大国际地区问题深入交换意见，达成八点成果共识，包括达成“300 亿美元”对等降税安排、建立并推进贸易理事会等。

图 43：全球地缘政治风险指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 44：地缘政治风险报道



资料来源：Wind，天风证券研究所

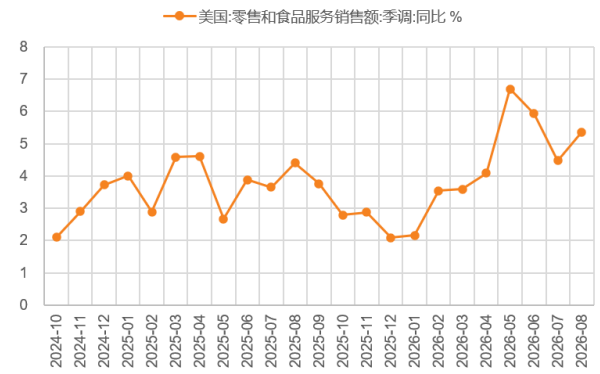
3.2. 美国经济：通胀回升、加息预期扰动

美国通胀回升。8 月美国零售和食品服务销售额同比小幅回升，仍低于 5 月 6.7%的高点。进行 12 个月移动平均处理后的美国财政赤字 8 月同比回落，赤字压力下，财政扩张受阻。三季度美国当周初次申请失业金人数小幅回落，几度跌至 20 万人以下。美国经济景气指数 9 月转入回落，打断 6 月以来的上升趋势。通胀方面，美国 ZEW 通胀指数 9 月再度上行，密歇根大学 1 年通胀率预期、5 年均通胀率预期 9 月均上行，通胀预期有所反复。

加息预期扰动。7 月美联储议息会议维持利率水平不变，但内部分歧加剧，3 名票委主张加息 25 个基点，沃什在新闻发布会发言中性偏鹰，明确 2%通胀目标维持不变。沃什在杰克逊霍尔全球央行年会上的发言偏鹰，强调数据的重要性，2%的通胀目标不容更改。9 月美联储议息会议加息 25 基点，沃什重申“通胀太高且持续太久”，并拒绝提供前瞻指引，点阵图显示，16 名官员预计年内至少再加息一次。

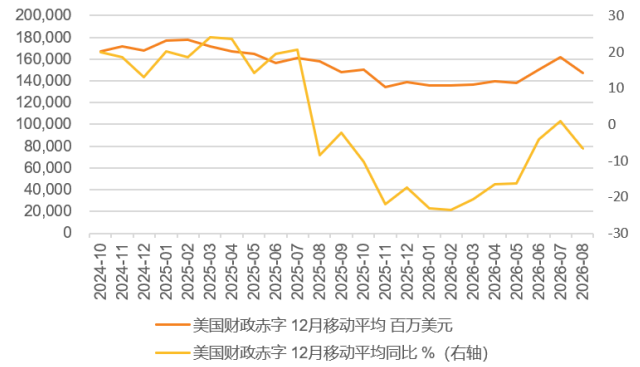
下载日志已记录，仅供内部参考

图 45：美国零售同比回升



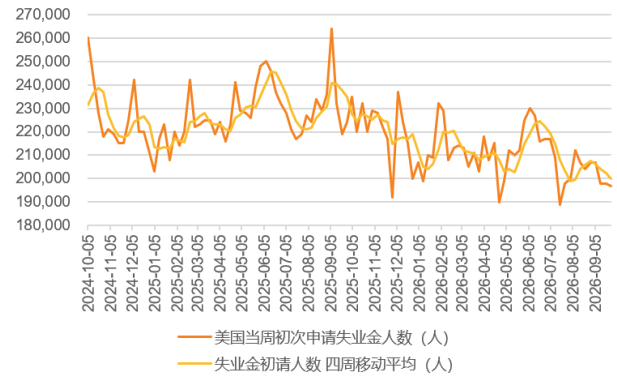
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 46：美国财政赤字同比回落



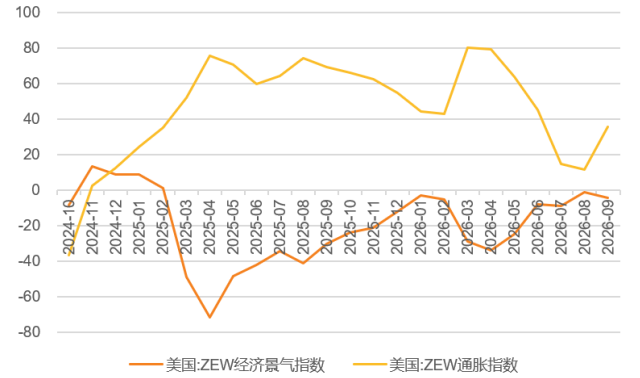
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 47：美国失业金初请人数回落



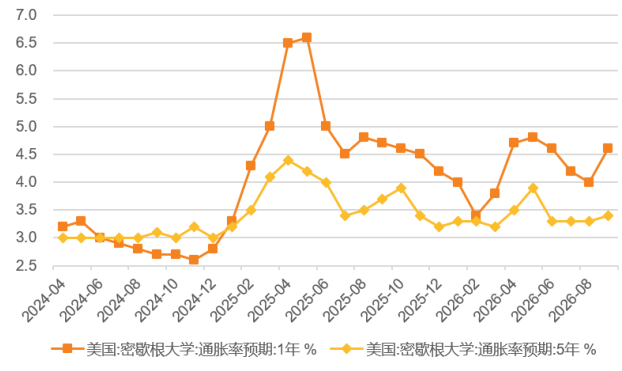
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 48：美国经济景气指数走平，通胀指数反弹



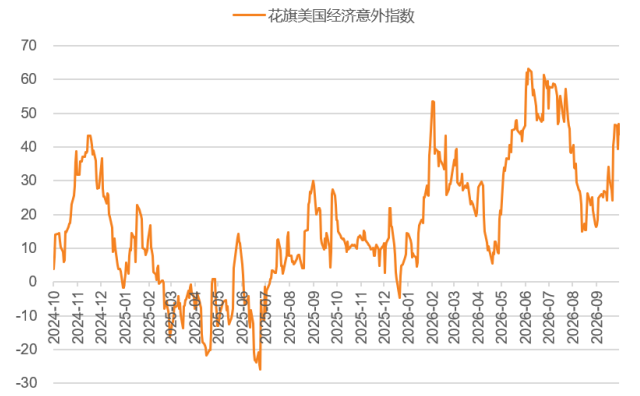
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 49：短期密歇根通胀预期反弹



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 50：美国经济意外指数回升



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 风险提示

地缘风险超预期，政策落地时滞，流动性收紧超预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区东长治路 855 号北外滩金茂中心 T1 栋 19 楼	深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 22 层
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200082	邮编：518028
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-60256006	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com