下载日志已记录，仅供内部参考

华源证券 HUAYUAN SECURITIES

宏观专题报告

2026 年 11 月 03 日

当前科技筹码出清程度如何？

投资要点：

- 7 月以来 A 股经历了一轮深度调整，筹码结构的再平衡是市场呈现的主要特征之一。整体来看，不同类型资金对科技筹码的出清节奏和结构呈现分化，“固收+”基金筹码消化相对充分，杠杆资金与主动权益基金或仍有去化空间，持仓再平衡可能会延续。

- **主动权益类基金：Q3 季报口径下电子和通信的配置比例合计 45.65%，相比二季度降幅 17.43%，在过往机构抱团去化程度的均值之上。**1）重仓板块方面，参考过去几次公募机构抱团的经验，抱团板块在配置比例见顶后，通常会经历连续三个季度的集中减仓。就去化后的第一个季度而言，2026Q3 电子和通信的合计占比 45.65%，相比二季度降幅 17.43%，去化程度在过往案例的均值之上。2）个股方面，Q3 主动公募基金前二十大重仓个股中电子、通信板块公司占 17 只，这 17 只股票三季度持股数量变动幅度的均值为-8.52%（此处均值剔除 Q3 上市的长鑫科技），持股占流通股比重的均值为 9.43%，主动去化的程度有限。

- **“固收+”基金：多数基金筹码消化或较充分。**1）近期固收+产品的交易行为受到诸多关注。今年上半年二级债基金和混合偏债基金规模有明显的扩张，基金份额净增 4709 亿份至 1.74 万亿份，资产净值同步增长 7343 亿元至 2.34 万亿元。从前十大重仓股来看，“固收+”基金的科技仓位在二季度快速抬升，重仓持有电子、通信板块的股票绝对规模相比一季度末增加 3.31 倍、1.25 倍，在全部重仓股中占比达 36.70%、12.22%。三季度末“固收+”基金对电子、通信的配置市值环比二季度分别下降 31%、22%，配置比例分别下降 9.03pct、1.80pct。2)我们进一步用净值与科技指数进行拟合估计“固收+”基金对科技指数波动的敏感度，测得 10 月 29 日，加权口径下，“固收+”基金对科技的敏感程度较峰值回落约 38%，约为 6 月初水平；等权口径下回落幅度达到 76%，表明多数基金的科技筹码或已消化较为充分。

- **融资资金：通信板块杠杆去化节奏快于电子板块。**7 月 1 日至 10 月 29 日，融资资金累计净流出约 6400 亿元，融资余额从近 3 万亿元回落至 2.36 万亿元，电子、通信、电力设备等为融资资金集中流出的板块，分别净流出 2201 亿元、790 亿元、582 亿元。截至 10 月 29 日，电子、通信融资余额较 7 月 1 日回落 34%、41%。同期，电子板块融资资金占流通市值的比重从 3%上升至 3.45%，反映本轮调整中电子板块杠杆资金的主动去化节奏慢于板块市值收缩速度；通信板块融资资金占流通市值的比重从 3.32%回落至 3.17%，处于今年以来的低位区间，杠杆去化程度相对充分。后续关注融资融券市场平均担保比例的变动，10 月 29 日该值为 250.22%，若该指标继续下行，杠杆资金被动流出的概率可能大幅增加。

风险提示：数据口径和测算误差，地缘政治反复超预期，海外加息超预期。

证券分析师

孙苏雨
SAC：S1350526010003
sunsuyu@huayuanstock.com
冯逸华
SAC：S1350526060006
fengyihua@huayuanstock.com

联系人

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 主动权益公募基金：主动去化程度有限 4
2. “固收+”基金：多数基金筹码消化或较充分 6
3. 融资资金：通信板块杠杆去化节奏快于电子板块 8
4. 风险提示 11

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1： 2026Q3 主动权益类公募基金行业配置变化 4
图表 2： 主动权益基金极致抱团后的持仓去化过程 5
图表 3： 2026Q3 主动公募基金前二十大重仓个股 5
图表 4： 今年上半年“固收+”基金规模有明显扩张 6
图表 5： “固收+”基金行业配置变化 7
图表 6： “固收+”基金的科技敞口变化 7
图表 7： 今年 7 月以来融资余额从近 3 万亿元回落至 2.36 万亿元 8
图表 8： 一级行业融资余额和净买入情况（0701-1029） 9
图表 9： 7 月以来，电子板块融资余额大幅收缩，但融资余额占流通市值的比重上升 9
图表 10： 7 月以来，通信板块融资余额绝对规模和融资余额占流通市值比重同步下行 10
图表 11： 10 月 29 日，融资融券市场平均担保比例为 250.22% 10
图表 12： 2016 年 1 月、2018 年下半年、2022 年 4 月、2024 年 2 月：融资余额和市场平均担保比例加速下行 11

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 主动权益公募基金：主动去化程度有限

以普通股票型、偏股混合型、灵活配置型基金三类基金作为主动权益类公募基金的统计样本，基于前十大重仓股进行统计，2026Q2 主动公募基金对电子、通信的配置比例达到 39.87%、15.42%，合计占比 55.29%。2026Q3 公募基金对以上两个行业的配置比例降至 32.44%、13.21%，合计占比 45.65%，相比二季度电子+通信仓位降低 9.64pct。

就 Q3 单个季度看，主动权益公募基金对电子、通信持仓的消化程度在过往平均水平之上。但参考过去，公募基金抱团板块的去化周期通常在三个季度及以上，当前科技仓位或仍有去化空间。将 2010 年以来主动公募基金对单一行业的配置比例≥15%且相对全 A 自由流通市值占比的超配比例≥7.5%的情形作为机构极致抱团的样本，筛选出 8 个类比情形。可以发现：1）过去几次机构抱团时，公募基金对单一行业的最高配置比例处于 17%-27%区间，突破 20%的情形仅 2014 年一季度医药生物达到 20.10%、2010 年一季度银行达到 26.92%。今年二季度主动权益公募基金对电子的配置比例近 40%，是历史上最极致的水平。2）从机构抱团后的筹码去化节奏来看，抱团板块在配置比例见顶后，通常会经历连续三个季度的集中减仓，上述 8 个抱团情形对应行业在筹码去化前三季度的累计降仓幅度均值为 12.19%、23.86%、36.89%。就去化后的第一个季度而言，2026Q3 电子、通信的持仓比例相比二季度降幅达到 18.63%、14.33%，两者合计持仓占比的降幅为 17.43%，去化程度在过往平均水平之上。3）过往样本中，各主线抱团瓦解的速度有异，对应板块通常在第 3 至第 6 个季度的连续降仓程度达到最大。

图表 1：2026Q3 主动权益类公募基金行业配置变化

一级行业	主动类公募基金持仓变化				相对全A自由流通市值超低配		
	2026Q3（%）	环比上期（pct）	2010年以来分位数	最近8季趋势	2026Q3（%）	环比上期（pct）	2010年以来分位数
电子	32.44	-7.43	98%		13.18	-2.79	98%
通信	13.21	-2.21	98%		7.49	-0.99	98%
医药生物	8.41	3.40	10%		1.69	1.99	22%
电力设备	5.47	-1.27	51%		-2.32	-0.26	0%
机械设备	5.10	-0.48	90%		-0.97	0.01	77%
有色金属	3.59	0.43	78%		-1.53	0.31	39%
汽车	2.54	0.77	22%		-1.13	0.41	12%
基础化工	2.10	0.01	22%		-2.37	0.03	4%
食品饮料	2.06	0.69	1%		-1.19	0.15	1%
银行	1.95	0.94	12%		-4.08	-0.50	40%
国防军工	1.70	0.56	39%		-0.89	0.58	22%
家用电器	1.48	0.45	6%		-0.55	0.20	10%
计算机	1.44	0.41	4%		-3.15	0.19	12%
交通运输	0.94	0.28	13%		-1.20	-0.10	56%
煤炭	0.88	0.57	74%		-0.11	0.31	89%
石油石化	0.86	0.41	48%		-0.36	0.10	78%
非银金融	0.76	-0.09	4%		-4.24	-0.51	53%
农林牧渔	0.72	0.31	3%		-0.49	0.01	46%
建筑材料	0.70	-0.93	27%		-0.23	-0.78	63%
公用事业	0.52	0.32	16%		-2.19	-0.10	30%
房地产	0.50	0.28	6%		-0.44	0.08	59%
轻工制造	0.39	0.10	25%		-0.43	0.00	31%
传媒	0.35	0.11	6%		-1.33	-0.11	3%
建筑装饰	0.20	0.05	1%		-1.19	-0.06	69%
商贸零售	0.20	0.08	1%		-0.62	-0.05	34%
纺织服饰	0.19	0.07	9%		-0.33	0.01	66%
社会服务	0.14	0.04	1%		-0.36	-0.03	22%
环保	0.13	0.02	12%		-0.68	-0.03	16%
综合	0.10	0.07	60%		-0.09	0.05	84%
钢铁	0.09	-0.02	9%		-0.53	-0.09	86%
美容护理	0.02	-0.02	0%		-0.19	-0.06	1%

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

资料来源：Wind，华源证券研究所；以上数据基于基金季报前十大重仓股统计

图表 2：主动权益基金极致抱团后的持仓去化过程

行业	主动权益基金对单个行业配置比例达到最高时			相对最高配置比例的累计降幅							
	季度	配置比例（%）	超配比例（%）	+1个季度	+2个季度	+3个季度	+4个季度	+5个季度	+6个季度	+7个季度	+8个季度
电力设备	2022-06	19.37	7.70	-5.21%	-13.85%	-29.14%	-29.96%	-48.90%	-52.41%	-48.97%	-53.66%
食品饮料	2020-12	17.19	7.90	-4.93%	-14.85%	-27.47%	-25.76%	-31.99%	-16.70%	-15.72%	-18.94%
医药生物	2020-06	18.72	7.57	-26.21%	-31.83%	-31.29%	-25.75%	-29.78%	-42.58%	-39.15%	-47.38%
食品饮料	2019-06	17.86	11.30	-11.22%	-21.98%	-25.88%	-26.29%	-13.47%	-3.75%	-8.49%	-18.04%
计算机	2015-03	19.87	14.23	-15.41%	-35.92%	-22.70%	-44.41%	-51.54%	-60.15%	-65.68%	-73.89%
医药生物	2014-03	20.10	11.32	-5.55%	-13.84%	-51.45%	-45.82%	-28.34%	-22.78%	-38.99%	-38.26%
食品饮料	2012-03	18.52	13.44	0.00%	0.84%	-35.52%	-46.10%	-37.56%	-36.36%	-42.94%	-48.19%
银行	2010-03	26.92	14.79	-29.03%	-59.49%	-71.66%	-58.18%	-57.06%	-61.63%	-53.40%	-54.19%
均值		19.82	11.03	-12.19%	-23.86%	-36.89%	-37.78%	-37.33%	-37.05%	-39.17%	-44.07%
电子	2026-06	39.87	15.98	-18.63%	——	——	——	——	——	——	——
通信	2026-06	15.42	8.49	-14.33%	——	——	——	——	——	——	——

资料来源：Wind，华源证券研究所

从重仓个股来看，Q3 公募基金主动去化的程度有限。Q3 主动公募基金前二十大重仓个股中电子、通信板块公司仍占 17 只，这 17 只股票三季度持股数量变动幅度的均值为-8.52%（此处均值剔除 Q3 上市的长鑫科技），持股占流通股比重的均值为 9.43%，表明筹码集中程度仍较高。

图表 3：2026Q3 主动公募基金前二十大重仓个股

代码	名称	所属行业	持股市值（亿元）	持股总量（万股）	持仓变动（万股）	持股数变动（%）	持股占流通股比(%)
300308.SZ	中际旭创	通信	873.22	10,801.27	-2,110.64	-16.35	9.73
300502.SZ	新易盛	通信	804.18	20,673.05	-1,541.36	-6.94	16.48
603259.SH	药明康德	医药生物	430.66	25,735.90	6,941.90	36.94	10.41
688825.SH	长鑫科技	电子	380.02	71,021.08	71,021.08	新增	15.77
688498.SH	源杰科技	电子	343.80	2,131.45	-306.68	-12.58	17.34
002384.SZ	东山精密	电子	318.03	18,997.92	-6,447.39	-25.34	13.70
300750.SZ	宁德时代	电力设备	301.43	10,357.05	-3,431.04	-24.88	2.43
688256.SH	寒武纪	电子	284.12	2,815.82	-1,148.21	-28.97	4.48
002371.SZ	北方华创	电子	252.97	4,106.81	-1,366.68	-24.97	5.66
002463.SZ	沪电股份	电子	227.79	19,648.66	-687.12	-3.38	10.22
300394.SZ	天孚通信	通信	217.60	8,344.53	3,120.15	59.72	7.67
300408.SZ	三环集团	电子	213.64	18,208.66	-1,675.09	-8.42	9.74
601899.SH	紫金矿业	有色金属	202.23	67,884.46	21,813.00	47.35	3.30
601138.SH	工业富联	电子	200.32	34,419.85	3,564.67	11.55	1.73
002475.SZ	立讯精密	电子	192.71	38,986.58	-7,306.82	-15.78	5.32
600183.SH	生益科技	电子	187.02	14,390.29	-3,128.21	-17.86	5.97
688012.SH	中微公司	电子	183.31	5,754.53	-2,207.60	-27.73	6.11
688361.SH	中科飞测	电子	176.21	5,047.65	-1,217.85	-19.44	14.34
002916.SZ	深南电路	电子	170.11	4,560.44	4.84	0.11	6.86
688072.SH	拓荆科技	电子	168.08	2,628.43	0.17	0.01	9.25

资料来源：Wind，华源证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

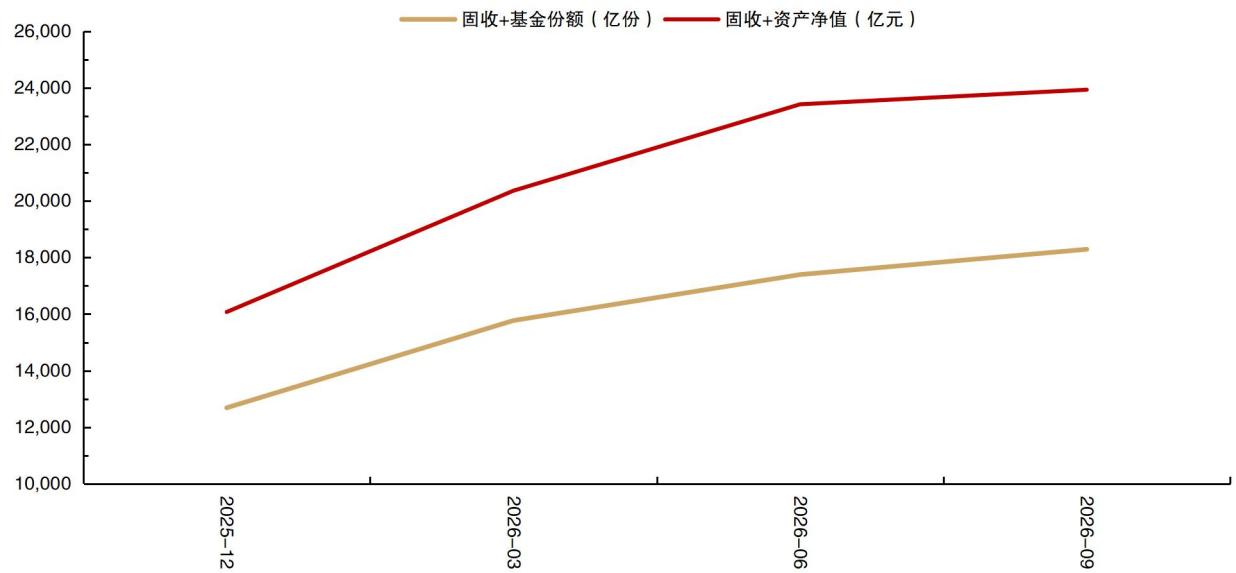
下载日志已记录，仅供内部参考

2. “固收+”基金：多数基金筹码消化或较充分

“固收+”基金在今年二季度集中配置科技资产。近期固收+产品的交易行为受到诸多关注。今年上半年二级债基金和混合偏债基金规模有明显的扩张，基金份额较年初净增 4709 亿份至 1.74 万亿份，资产净值同步增长 7343 亿元至 2.34 万亿元。我们将上述两类基金作为“固收+”基金的观察口径，**从前十大重仓股来看，“固收+”基金的科技仓位在二季度快速抬升，重仓持有电子、通信股票的绝对规模相比一季度末增加 3.31 倍、1.25 倍，在全部重仓股中占比达 36.70%、12.22%。**

多数“固收+”基金的科技敞口或已较大去化。2026Q3“固收+”基金前十重仓股中，电子、通信持有规模环比二季度分别下降 31%、22%，配置比例分别下降 9.03pct、1.80pct。我们进一步用净值与科技指数进行拟合估计“固收+”基金对科技指数波动的敏感度，测得指标从 5 月中旬开始快速抬升，7 月末达到高位。10 月 29 日，加权口径下，“固收+”基金对科技的敏感程度较峰值回落约 38%，约为 6 月初水平；等权口径下回落幅度约 76%，表明多数基金的科技筹码或已消化较为充分。

图表 4：今年上半年“固收+”基金规模有明显扩张



资料来源：Wind，华源证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

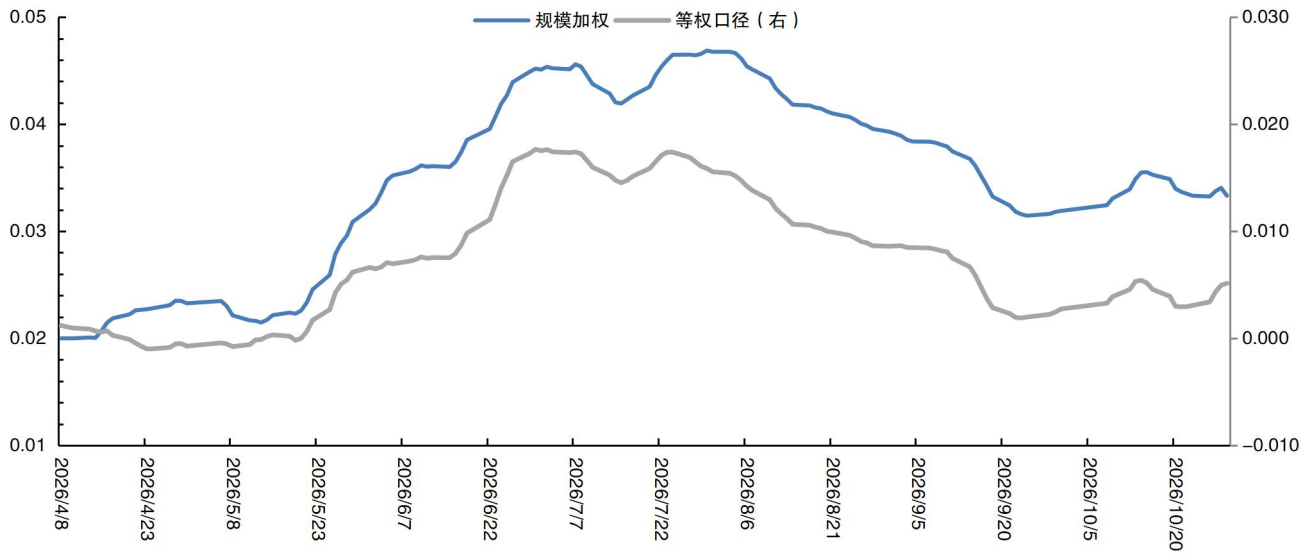
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 5：“固收+”基金行业配置变化

行业	持股市值（亿元）					配置比例（%）				
	2026Q1	2026Q2	2026Q3	Q2环比变化	Q3环比变化	2026Q1	2026Q2	2026Q3	Q2环比变化(pct)	Q3环比变化(pct)
电子	185.07	797.87	553.66	331%	-31%	11.12	36.70	27.67	25.58	-9.03
通信	118.29	265.73	208.55	125%	-22%	7.11	12.22	10.42	5.11	-1.80
有色金属	189.29	109.48	136.30	-42%	25%	11.38	5.04	6.81	-6.34	1.78
银行	80.77	69.06	103.04	-15%	49%	4.86	3.18	5.15	-1.68	1.97
医药生物	62.50	61.58	97.79	-1%	59%	3.76	2.83	4.89	-0.92	2.05
电力设备	164.89	129.56	93.06	-21%	-28%	9.91	5.96	4.65	-3.95	-1.31
机械设备	65.65	118.02	91.08	80%	-23%	3.95	5.43	4.55	1.48	-0.88
非银金融	93.74	88.14	76.72	-6%	-13%	5.64	4.05	3.83	-1.58	-0.22
国防军工	50.53	55.57	65.33	10%	18%	3.04	2.56	3.26	-0.48	0.71
计算机	29.11	50.52	58.25	74%	15%	1.75	2.32	2.91	0.57	0.59
石油石化	69.27	37.28	56.75	-46%	52%	4.16	1.71	2.84	-2.45	1.12
基础化工	70.13	50.06	56.32	-29%	13%	4.22	2.30	2.81	-1.91	0.51
交通运输	50.07	38.54	48.63	-23%	26%	3.01	1.77	2.43	-1.24	0.66
汽车	44.59	31.42	47.61	-30%	52%	2.68	1.45	2.38	-1.24	0.93
煤炭	56.48	34.93	47.23	-38%	35%	3.39	1.61	2.36	-1.79	0.75
食品饮料	80.08	39.08	40.64	-51%	4%	4.81	1.80	2.03	-3.02	0.23
家用电器	50.18	41.66	40.37	-17%	-3%	3.02	1.92	2.02	-1.10	0.10
传媒	57.07	35.06	38.21	-39%	9%	3.43	1.61	1.91	-1.82	0.30
房地产	16.72	11.01	28.99	-34%	163%	1.00	0.51	1.45	-0.50	0.94
农林牧渔	5.89	7.28	22.66	24%	211%	0.35	0.33	1.13	-0.02	0.80
公用事业	20.96	18.96	20.91	-10%	10%	1.26	0.87	1.04	-0.39	0.17
建筑材料	15.21	32.35	18.06	113%	-44%	0.91	1.49	0.90	0.57	-0.59
商贸零售	27.70	11.73	13.98	-58%	19%	1.67	0.54	0.70	-1.13	0.16
钢铁	15.45	10.52	10.82	-32%	3%	0.93	0.48	0.54	-0.44	0.06
轻工制造	13.54	9.10	9.31	-33%	2%	0.81	0.42	0.47	-0.40	0.05
纺织服饰	8.41	3.81	5.24	-55%	37%	0.51	0.18	0.26	-0.33	0.09
环保	5.76	5.04	4.52	-13%	-10%	0.35	0.23	0.23	-0.11	-0.01
社会服务	7.74	7.27	3.92	-6%	-46%	0.47	0.33	0.20	-0.13	-0.14
建筑装饰	5.30	2.52	2.29	-52%	-9%	0.32	0.12	0.11	-0.20	0.00
美容护理	0.50	0.52	0.54	5%	4%	0.03	0.02	0.03	-0.01	0.00
综合	2.69	0.32	0.40	-88%	25%	0.16	0.01	0.02	-0.15	0.01

资料来源：Wind，华源证券研究所；以二级债基金和混合偏债基金作为“固收+”基金的统计口径，以上数据基于基金季报前十大重仓股统计

图表 6：“固收+”基金的科技敞口变化



资料来源：Wind，华源证券研究所；按照“固收+”基金产品净值与中证人工智能指数拟合测算

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

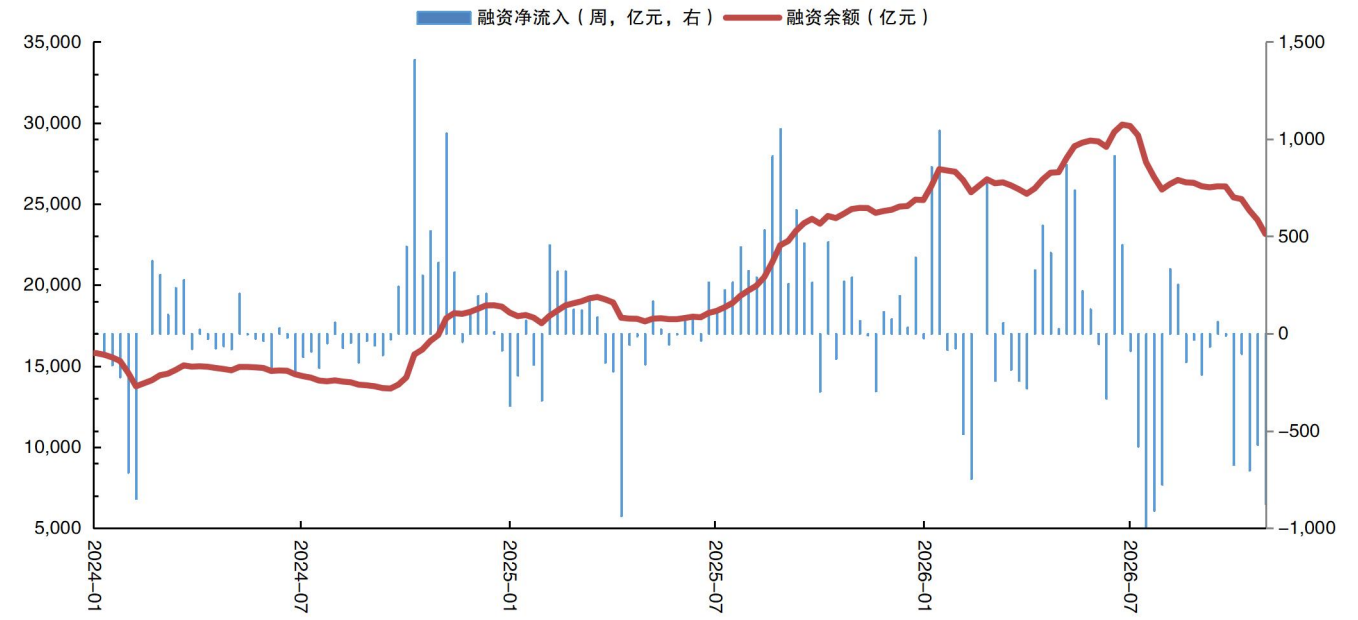
3. 融资资金：通信板块杠杆去化节奏快于电子板块

7 月以来融资资金净流出主要集中在电子、通信、电力设备等板块。7 月 1 日至 10 月 29 日，融资资金累计净流出约 6400 亿元，融资余额从近 3 万亿元回落至 2.36 万亿元，结构上电子单个行业融资余额占比 19.25%。融资余额净流出主要集中在电子、通信、电力设备等，分别为 2201 亿元、790 亿元、582 亿元，净流出额占整体约 34%、12%、9%。

电子、通信融资余额的绝对规模较 7 月 1 日收缩 3 至 4 成，通信板块去化程度相对充分。截至 10 月 29 日，电子、通信融资余额为 4284 亿元、1135 亿元，较 7 月 1 日回落 34%、41%。同期，**电子板块融资资金占流通市值的比重从 3%上升至 3.45%，反映本轮调整中电子板块杠杆资金的主动去化节奏慢于板块市值收缩速度；通信板块融资资金占流通市值的比重从 3.32%回落至 3.17%，处于今年以来的低位区间，杠杆去化程度相对充分。**

关注融资融券市场担保比例的变动。7 月以来至 10 月 29 日，融资融券市场平均担保比例从近 300%水平下行至 250.22%。若该指标继续下行，杠杆资金被动流出的概率可能大幅增加，可参考的经验如 2016 年 1 月、2018 年下半年、2022 年 4 月、2024 年 2 月，均在平均担保比例 250%下方区间发生市场平均担保比例与融资余额加速下行的情况。

图表 7：今年 7 月以来融资余额从近 3 万亿元回落至 2.36 万亿元



资料来源：Wind，华源证券研究所；截至 2026 年 10 月 29 日

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

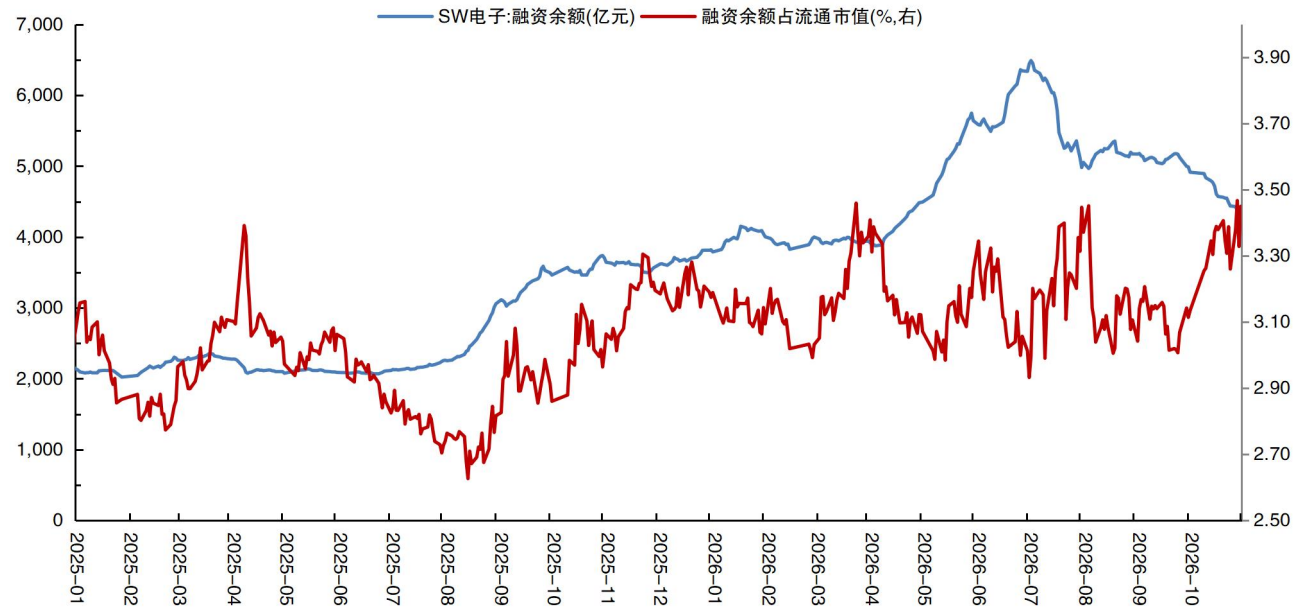
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 8：一级行业融资余额和净买入情况（0701-1029）

申万一级行业	融资余额(亿元)	融资余额占比(%)	融资余额占流通市值(%)	融资净买入额(0701-1029，亿元)	融资净流出额占比(%)
电子	4,284	19.25	3.45	-2,201	34.20
电力设备	1,859	8.35	3.47	-582	9.04
非银金融	1,784	8.01	3.60	-187	2.91
计算机	1,442	6.48	4.27	-302	4.69
医药生物	1,398	6.28	2.64	-192	2.98
机械设备	1,354	6.08	3.03	-404	6.27
有色金属	1,287	5.78	3.60	-332	5.15
通信	1,135	5.10	3.17	-790	12.27
基础化工	1,057	4.75	2.91	-246	3.82
汽车	953	4.28	3.04	-152	2.36
国防军工	743	3.34	3.37	-181	2.82
银行	634	2.85	0.56	-143	2.22
公用事业	473	2.13	1.34	-107	1.67
传媒	463	2.08	3.50	-62	0.97
食品饮料	450	2.02	1.22	-87	1.34
交通运输	375	1.69	1.29	-79	1.22
建筑装饰	360	1.62	2.55	-71	1.11
家用电器	280	1.26	1.65	-77	1.20
房地产	267	1.20	2.82	-37	0.58
农林牧渔	231	1.04	2.58	-21	0.33
商贸零售	208	0.93	2.62	-27	0.43
环保	205	0.92	3.07	-26	0.40
石油石化	194	0.87	0.53	-23	0.36
建筑材料	169	0.76	2.22	-26	0.40
钢铁	152	0.68	2.04	-26	0.40
轻工制造	117	0.52	1.55	-11	0.17
煤炭	108	0.49	0.57	-10	0.15
社会服务	106	0.48	2.65	-15	0.23
纺织服饰	61	0.27	1.10	-11	0.18
综合	56	0.25	3.57	-7	0.12
美容护理	55	0.25	2.74	-1	0.01

资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 9：7 月以来，电子板块融资余额大幅收缩，但融资余额占流通市值的比重上升

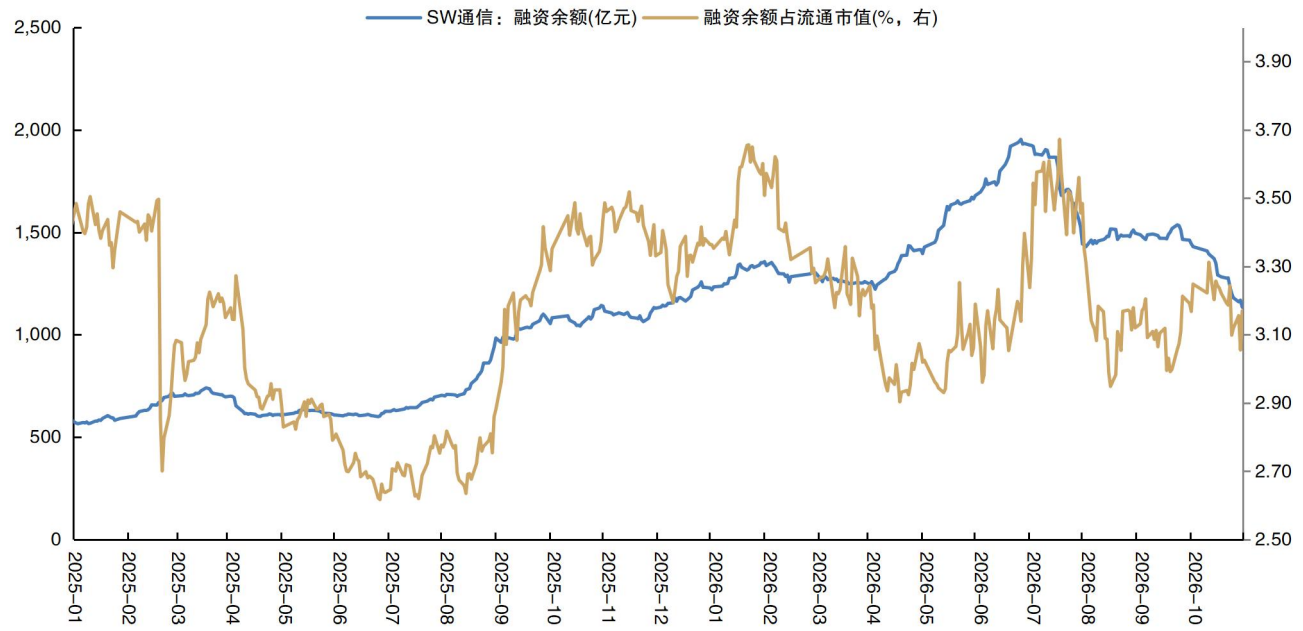


资料来源：Wind，华源证券研究所，截至 2026 年 10 月 29 日

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 10：7 月以来，通信板块融资余额绝对规模和融资余额占流通市值比重同步下行



资料来源：Wind，华源证券研究所，截至 2026 年 10 月 29 日

图表 11：10 月 29 日，融资融券市场平均担保比例为 250.22%

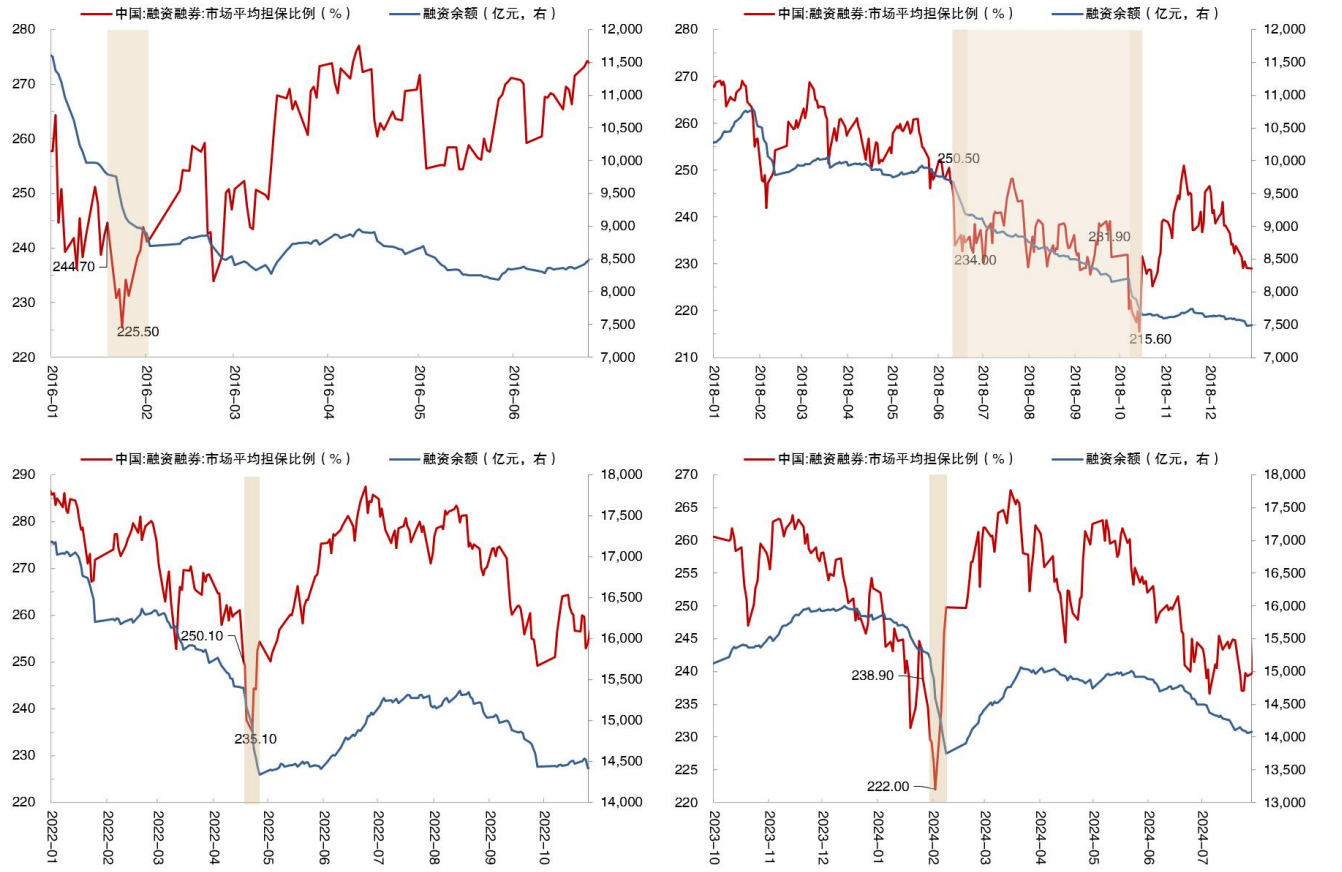


资料来源：Wind，华源证券研究所

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 12：2016 年 1 月、2018 年下半年、2022 年 4 月、2024 年 2 月：融资余额和市场平均担保比例加速下行



资料来源：Wind，华源证券研究所

4. 风险提示

数据口径和测算误差：公募基金季报仅披露前十大重仓股，可能导致测算的板块配置比例存在偏差；净值拟合模型可能因基金实际持股结构变化、大额申赎等因素产生误差。

地缘政治反复超预期：若国际地缘冲突反复扰动，可能会加剧油价波动，冲击全球通胀环境和产业供需。

海外加息超预期：若美联储加息节奏和幅度超过预期，可能对全球风险资产造成压制。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster

下载日志已记录，仅供内部参考

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户 本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司对本报告保留一切权利 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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；
增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5%～20%之间；
中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在－5%～＋5%之间；
减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于–5%及以下。
无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；
中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；
看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。



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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。

Remove Demo Watermark from http://www.wancaiinfo.com/pdfmaster