



# 商品基金专题报告

**基金分析专题报告**

证券研究报告

国金证券研究所

分析师：洪洋（执业 S1130518100001）

hongyang@gjzq.com.cn

分析师：张剑辉（执业 S1130519100003）

zhangjh@gjzq.com.cn

## 中长期看多黄金，公私募工具丰富

### 市场对美关税政策的担忧引发了金价短期快速上涨

市场担忧美国关税政策可能提升贵金属进出口关税，促使交易商提前在纽约仓库准备库存，以避免黄金现货交割成本上升。这导致了现货需求增加和 COMEX 库存快速累积，从而引发了金价的短期快速上涨。

类似的情况在 2020 年也曾出现，当时由于市场对全球供应链的担忧的短期影响，以及全球央行防水的长期影响下，黄金短期快速上涨，同时 COMEX 库存快速累积，期货升水。后续随着升水收敛，金价并未快速回调，而是遵循长期逻辑持续上涨。

### 去美元化支撑黄金的中长期上涨逻辑

美国财政赤字持续上升，2024 年占比达 6.60%，较前两年显著提高。财政支出中法定支出和利息支出占比不断攀升，而财政收入相对稳定，主要依赖个人所得税。关税是一把“双刃剑”，发行国债存在掣肘，美国解决财政问题的手段有限。美元的全球化地位因财政紧张和地缘政治冲突而有所下降，排名靠前的美债持有国甚至大幅减持。在此背景下，黄金作为外汇储备的重要性显著提升。从黄金需求来看，ETF 和央行购金是黄金需求的主要边际变量，2021 年以来，全球央行购金大幅增加，吻合去美元化的长期逻辑，同时部分国家黄金占外汇储备占比较低，全球央行购金仍有较大增长空间。

### 黄金相关公私募基金产品策略

公募基金方面，国内共有 19 个与黄金相关性较高的 ETF（LOF）产品，规模总计超过 732 亿元，包括黄金现货 ETF、跟踪黄金产业指数的股票 ETF 和 QDII-FOF-LOF 基金，跟踪的标的和指数包括上海金、SGE 黄金 9999 和伦敦金现货指数、SSH 黄金股票指数、伦敦金指数。

私募基金方面，包括贵金属跨市场套利策略和三倍黄金被动产品等策略类型。跨市场套利策略利用上海黄金交易所和上海期货交易所的黄金合约进行套利，通常受益于黄金行情波动上升，险资进入黄金市场也会大幅增加此类策略的容量上限。三倍黄金产品使用被动策略，周度平衡仓位，保持 3 倍杠杆水平，填补了黄金 ETF（无杠杆）和黄金衍生品（高杠杆）之间的被动产品空白。

### 风险提示

货币政策预期变化、地缘政治变化。



## 内容目录

市场对美关税政策的担忧引发了黄金短期快速上涨.....	3
去美元化支撑黄金的中长期上涨逻辑.....	4
美国财政紧张削弱美元信用.....	4
美国解决财政问题的手段并不充裕.....	5
美元的全球化地位已有明显下降.....	6
从供需逻辑看黄金定价逻辑的改变.....	8
黄金相关公募基金产品策略.....	10
公募商品基金：.....	10
私募基金与黄金相关的产品或策略：.....	11
风险提示.....	12

## 图表目录

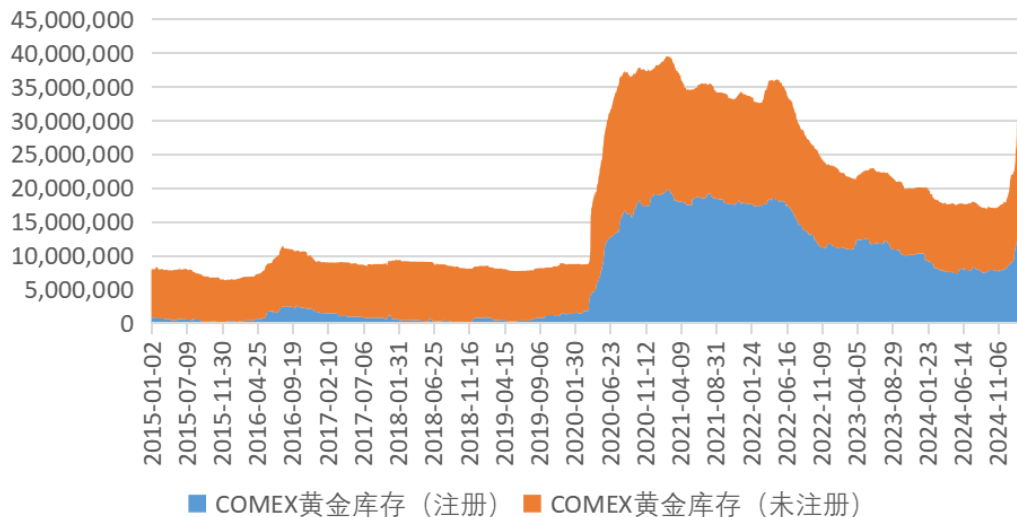
图表 1： COMEX 黄金库存快速上升（单位：金衡盎司）.....	3
图表 2： 纽约金与伦敦金价差同样触及历史高点（单位：美元）.....	3
图表 3： 美国财政赤字占 GDP 比重（%）.....	4
图表 4： 美国 2024 财年财政收入/支出.....	4
图表 5： 美国财政的法定支出和利息支出或将持续上升（单位：%）.....	5
图表 6： 美国失业率有所下降.....	5
图表 7： 美国个人收入环比增速（单位：%）.....	5
图表 8： 美国国债收益率仍然处于较高水平（单位：%）.....	6
图表 9： 美国 CPI 和核心 CPI 当月同比增速（单位：%）.....	6
图表 10： 美国 PCE 和核心 PCE 当月同比增速（单位：%）.....	6
图表 11： 美国国债总额和外国投资者持有美国国债比例（十亿美元）.....	7
图表 12： 部分国家持有美债总量（十亿美元）.....	7
图表 13： 全球央行购金净买入量在 2022 年以来快速上升（单位：吨）.....	8
图表 14： 黄金产量长期保持相对稳定（单位：吨）.....	8
图表 15： 黄金需求端波动明显大于供给端（单位：吨）.....	9
图表 16： ETF 和央行购金需求对金价有显著边际影响.....	9
图表 17： 2021 年以来 ETF 投资需求净流出，央行购金成为主要需求变量（单位：吨）.....	10
图表 18： 部分国家外汇储备结构仍有较大增持黄金的空间.....	10
图表 19： 公募基金中的黄金相关标的基础信息.....	11
图表 20： 以贵金属跨市场套利作为主要子策略之一的某私募基金套利策略产品.....	12
图表 21： 三倍黄金被动产品.....	12



## 市场对美关税政策的担忧引发了黄金短期快速上涨

市场担忧美国的关税政策可能会导致贵金属进出口关税上升，结合黄金处于上涨趋势，交易商为了避免关税增加后对黄金现货交割的成本提升，开始在纽约仓库提前准备库存，从而导致市场上的现货需求增加，以及 COMEX 库存的快速累积。

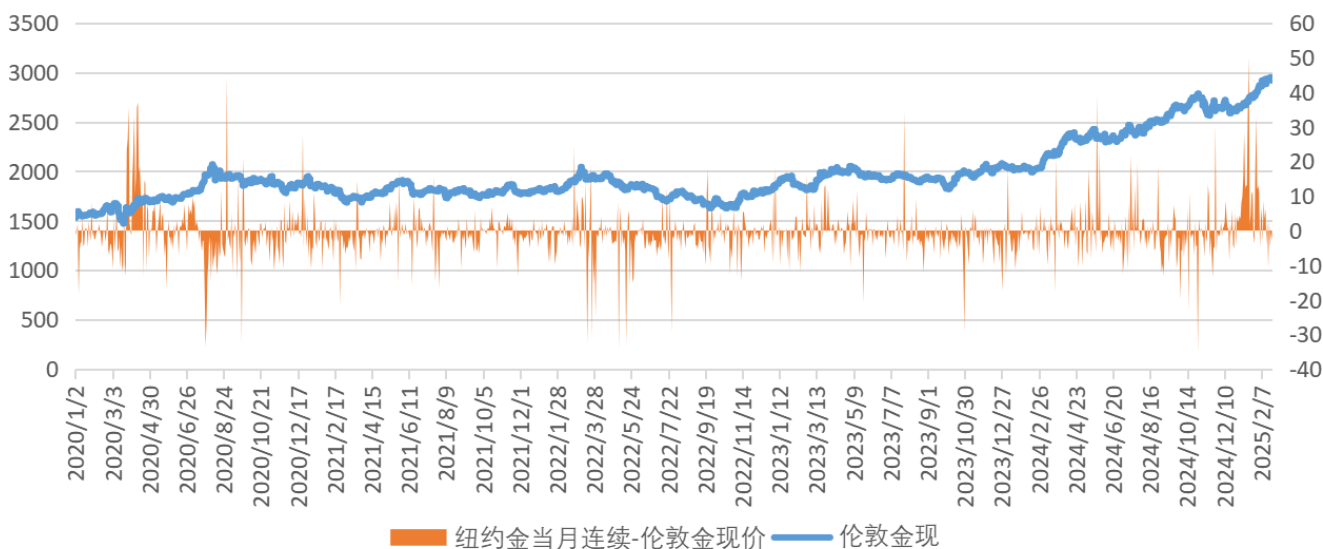
图表1: COMEX 黄金库存快速上升 (单位: 金衡盎司)



来源: iFind, 国金证券研究所; 截止日期: 2025/2/25

2020 年 3-4 月, 同样出现过类似的情况。当时全球受到公共卫生事件第一轮冲击, 全球供应链受到较大影响, 黄金的跨市场套利机制被打断, 交易商通过现货贸易进行纽约金期货和伦敦金现货套利的操作成本上升, 因此出现了价差的走高和 COMEX 库存的囤货。

图表2: 纽约金与伦敦金价差同样触及历史高点 (单位: 美元)



来源: ifind, 国金证券研究所

回看 2020 年行情的后续演绎, 3 月金价反弹伴随 COMEX 库存快速上涨后, 库存的回落是非常缓慢的, 而上涨行情则持续至当年 8 月, 核心影响因素是公共卫生事件冲击后的全球流动性宽松。本轮行情的核心因素是黄金替代美元, 和再通胀预期, 关税预期短期带来的行情波动以及 COMEX 补库行为并不会影响长期逻辑。

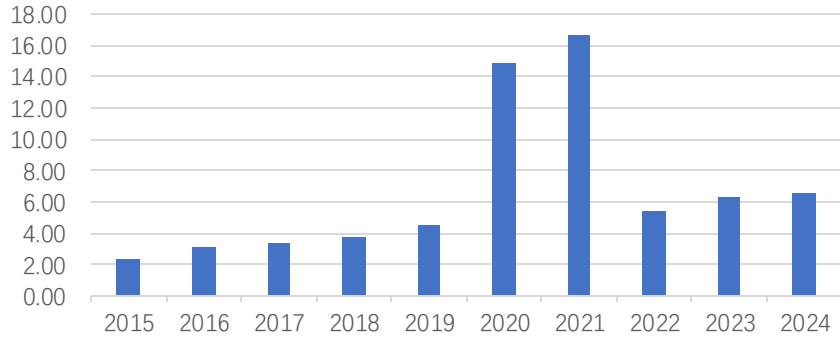


## 去美元化支撑黄金的中长期上涨逻辑

### 美国财政紧张削弱美元信用

2024 年，美国财政赤字在 GDP 的占比达到了 6.60% 的高位，较 2022 年、2023 年分别上升了 1.10 和 0.30 个百分点。财政压力持续上升。

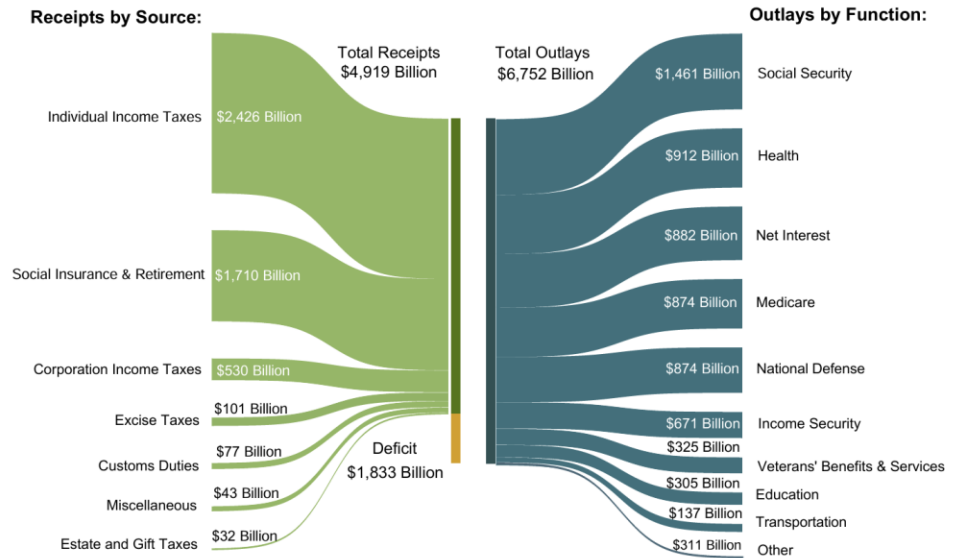
图表3：美国财政赤字占 GDP 比重 (%)



来源：iFind，国金证券研究所

从支出结构来看，美国财政 2024 年支出占比较高的项目均为法定支出，包括 Social Security、Health、Net Interest、Medicare，在支出中的占比分别为 21.64%、13.51%、13.06%、12.94%，除利息支出外均为法定支出。相较 2023 年，Health 和 Net Interest 的支出分别从 8890 亿美元和 6590 亿美元，上升至 9120 亿美元和 8820 亿美元，尤其是债务利息支出方面，占比也从 10.65% 大幅上升至 13.06%。

图表4：美国 2024 财年财政收入/支出

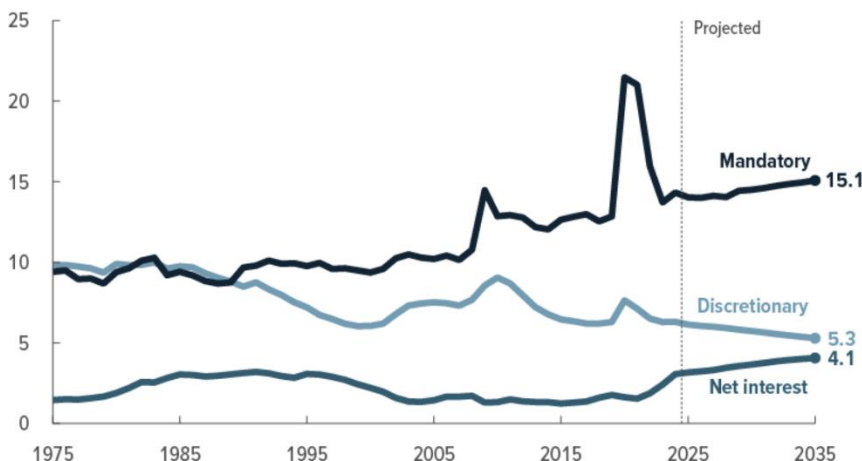


来源：美国财政部，国金证券研究所

根据美国国会预算办公室 CBO (Congressional Budget Office) 预测，在 2025-2035 年，财政支出中的法定支出将持续上升，利息支出将大幅上升，从而导致自由裁量支出占比下降。



图表5: 美国财政的法定支出和利息支出或将持续上升 (单位: %)

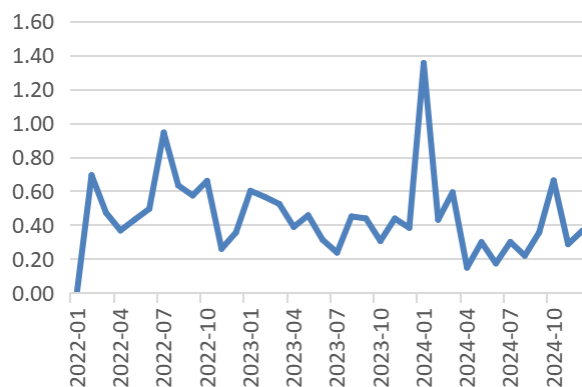
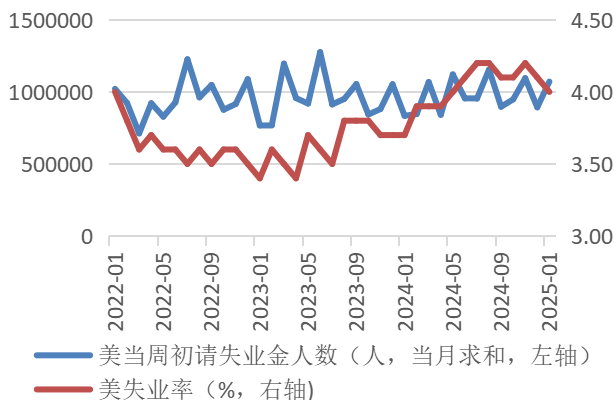


来源: CBO, 国金证券研究所

从收入结构来看, 美国财政 2024 年收入较高的项目包括 Individual Income Tax、Social Insurance & Retirement、Corporaton Income Taxes, 占总收入占比分别达到 49.32%、34.76%、10.77%。对比 2023 年, 三项整体保持稳定。个人所得税的收入与个人收入高度相关, 2024 年下半年以来, 美国个人收入环比增速有一定下滑, 但仍然保持增长。就业方面数据也表现出了较强的韧性。预计对财政收入贡献相较稳定。

图表6: 美国失业率有所下降

图表7: 美国个人收入环比增速 (单位: %)



来源: iFind, 国金证券研究所

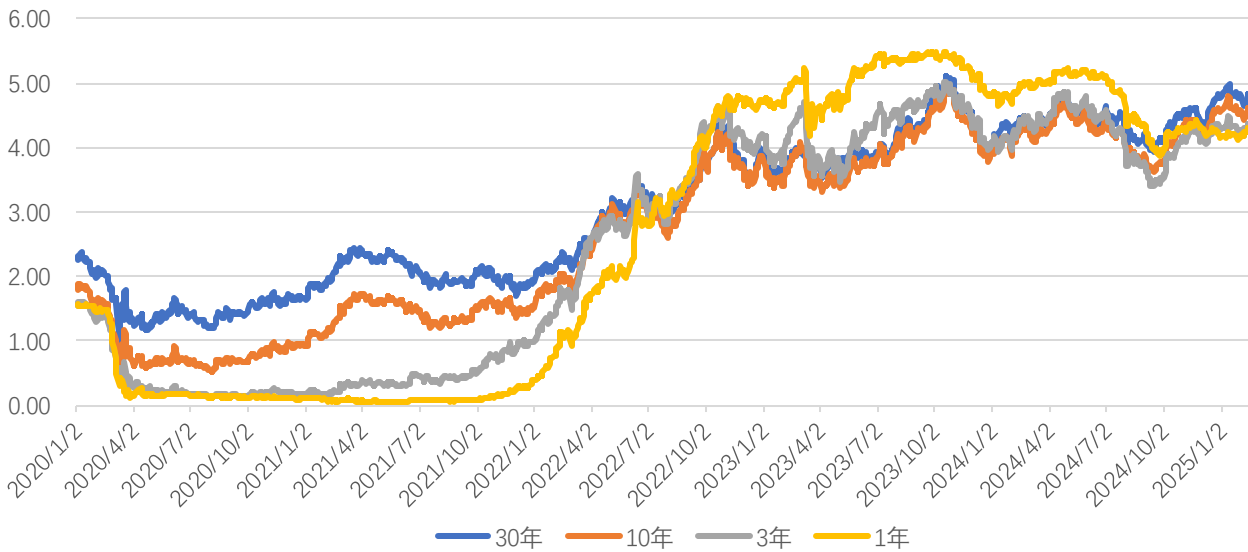
来源: iFind, 国金证券研究所

美国解决财政问题的手段并不充裕

特朗普近期的政策动态, 整体来看也与财政息息相关。首先是关税政策, 若从财政收入的角度来看, 23 年和 24 年关税收入分别为 760 亿和 770 亿美元, 在当年财政总收入中占比分别为 1.71%和 1.57%, 贡献较少。即便通过大幅增加关税, 使总关税收入上升 20%, 对财政收入整体的贡献仍然可谓杯水车薪, 可能对财政紧张情况有所缓解, 但不会成为真正解决问题的方案, 同时, 关税的上升最终会通过通胀的方式使居民和企业利益受损。另一个缓解财政紧张程度的方式是发行国债, 特朗普曾在 2025 年 1 月公开提到呼吁美国增加债务上限, 然而国债的发行同样存在掣肘。



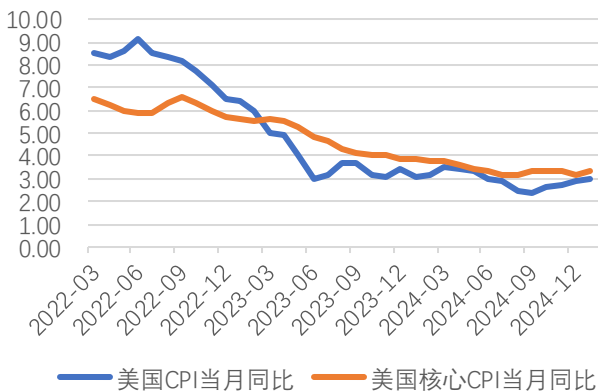
图表8: 美国国债收益率仍然处于较高水平 (单位: %)



来源: iFind, 国金证券研究所; 数据截止: 2025/2/14

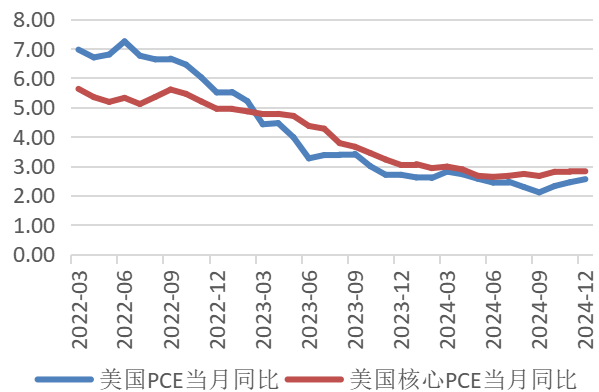
当前美债收益率仍然处于高位, 30年和10年期国债收益率分别为4.69%和4.47%左右, 即便是短期国债三年期和一年期国债收益率也在4.2%以上, 无论是长期国债还是短期国债的发行成本都较高, 融资效果较差, 且容易给未来财政带来更高的利息支出。

图表9: 美国CPI和核心CPI当月同比增速 (单位: %)



来源: iFind, 国金证券研究所

图表10: 美国PCE和核心PCE当月同比增速 (单位: %)



来源: iFind, 国金证券研究所

而倘若想要通过降息的方式降低国债融资成本, 则又受制于通胀。2025年1月, 美国CPI和核心CPI同比增速分别为3.00%和3.30%, 相较前值2.90%和3.20%有小幅上升。通胀水平仍然维持在3%附近, 难以继续下降, 可能是拖延美联储降息节奏的重要原因。

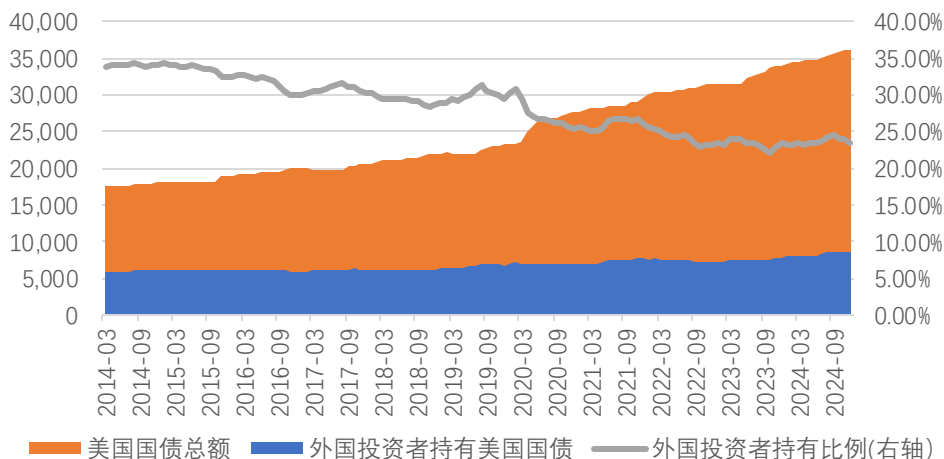
整体来看, 美国财政整体较紧张。主要原因包括法定支出项目和利息支出较高, 且预期继续上升, 军费开支在当前国际环境下也难以大幅下降; 财政收入相对稳定, 主要依赖个人所得税, 关税政策难以带来较大收入改善。收支结合来看, 美国财政的自由裁量支出占比或将下降, 通过财政支出支持经济增长的腾挪空间较小。同时, 持续紧张的财政收支也降低了美元信用, 为黄金带来了长期的逻辑支撑。

### 美元的全球化地位已有明显下降

在美元信用持续走弱的背景下, 叠加全球地缘政治冲突, 美元的全球地位受到削弱。在过去十年间, 美国国债总额持续上升, 然而外国投资者持有美国国债的比例却在持续下降。即便美国在2022年大幅加息, 使美国国债具有极高的投资收益率, 但这一比例仍然保持了下降的态势。



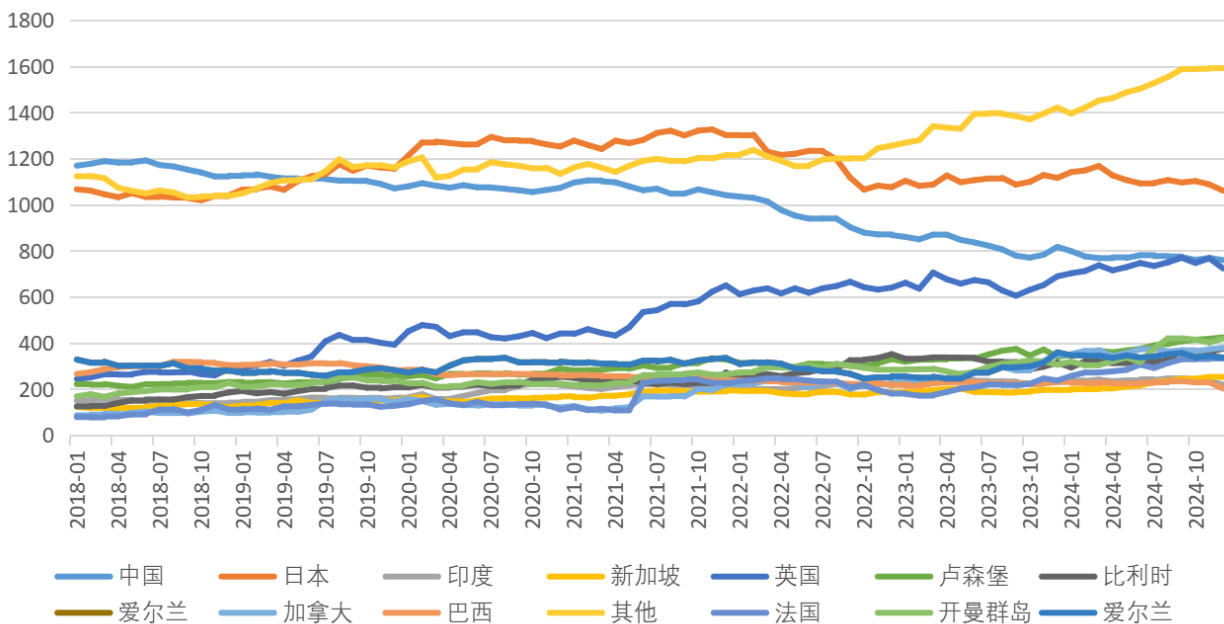
图表11: 美国国债总额和外国投资者持有美国国债比例 (十亿美元)



来源: iFind, 国金证券研究所

从最近十年来看各国持有美债的情况, 大部分国家对美债的持有并没有明显上升, 甚至有部分国家对美债的持有量大幅下降。比如我国的美债持有量从峰值的 13167 亿美元, 下降到 24 年底的 7590 亿美元, 降幅超过 42%; 日本持有的美债于 2021 年 11 月达到峰值 13250 亿美元, 2024 年底下降到 10590 亿美元, 降幅超过 2%; 巴西则是从 2018 年 8 月的 3178 亿美元, 下降了 36% 至 2016 亿美元。也有部分国家大幅增加了美元储备, 包括英国、加拿大、法国、开曼群岛等, 这些国家中包含一些美国的传统盟友, 包括英国、加拿大、法国、开曼群岛。英国对美债的持有额增幅相对均匀, 已从 2018 年初的 2432.9 亿美元, 增加至 2024 年底的 722.7 亿美元; 法国 2024 年持有额增加了 956 亿美元, 年环比增加 69%; 加拿大持有额上升 300 亿美元, 与上年相比下降 77%, 速度明显放缓, 但仍在大幅增加。

图表12: 部分国家持有美债总量 (十亿美元)

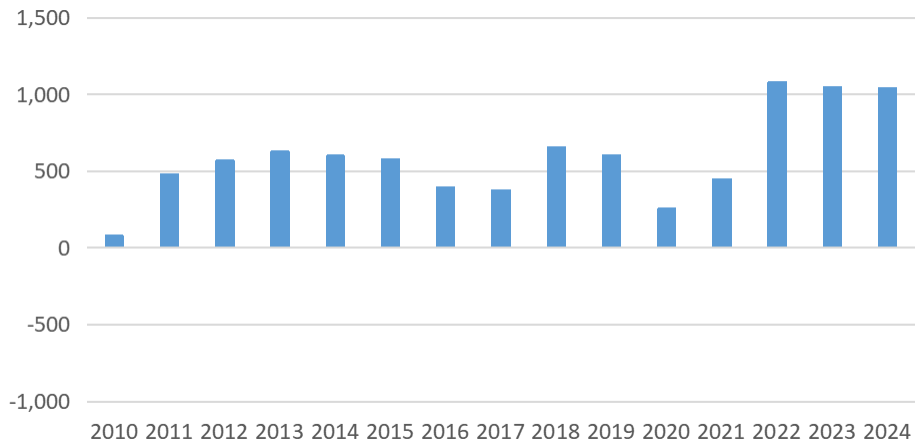


来源: iFind, 国金证券研究所

由于美元信用的减弱, 以及实际上各国对美国国债的结构化减持, 黄金作为一种外汇储备的重要性大幅上升。近年来全球央行增加黄金购入量有所上升, 特别是在 2022 年以来, 全球央行购金需求大幅增加。根据世界黄金协会的数据显示, 2022-2024 年, 全球央行的黄金净购入量分别为 1080 吨、1050 吨、1044 吨, 远高于 2010-2021 年这 12 年间的平均值 473 吨。



图表13: 全球央行购金净买入量在 2022 年以来快速上升 (单位: 吨)



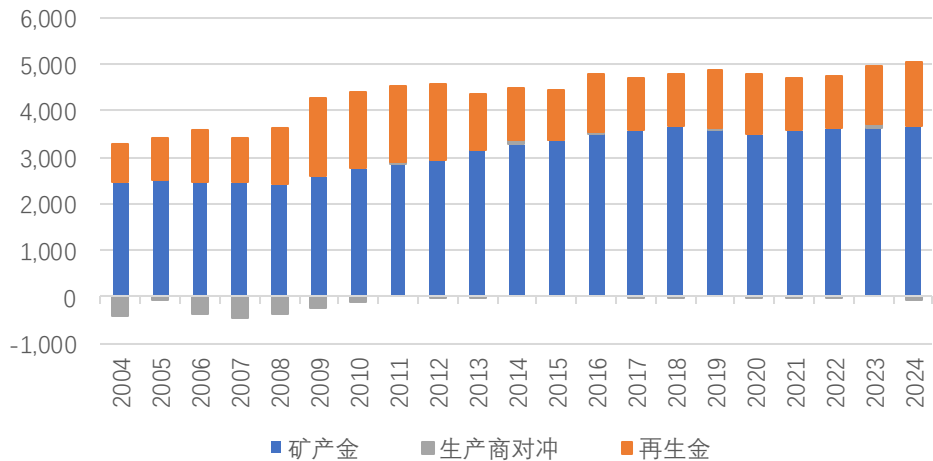
来源: iFind, 国金证券研究所

具体来看各国央行的购金行为: 2022 年-2024 年, 世界黄金储备前五的国家黄金总量正增长。中国是期间最大的黄金买家, 增持了 316 吨, 目前黄金储备排名世界第五。土耳其增持 227.8 吨, 印度增持 117.3 吨, 波兰增持 67 吨成为黄金的新兴买家。美国与欧洲央行购金行为克制, 黄金储备维持稳定。

### 从供需逻辑看黄金定价逻辑的改变

黄金的供需特征具有一定稳定性, 尤其供给的稳定性极强, 金价的边际变化主要来源于需求端。在生产端, 黄金的总产量长期保持相对稳定, 矿产金和再生金在过去 10 年内的年平均增速只有 1.35%和 1.64%。

图表14: 黄金产量长期保持相对稳定 (单位: 吨)

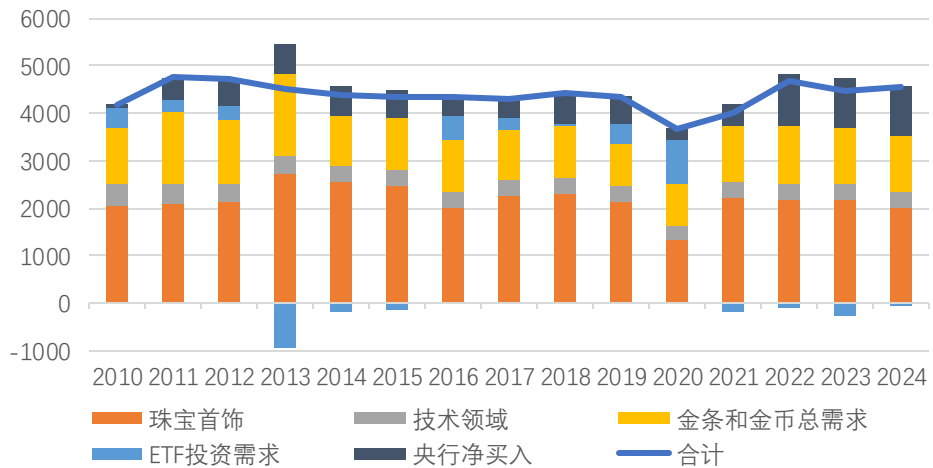


来源: iFind, 国金证券研究所

需求端方面的波动则明显大于供给端, 成为了黄金价格波动的主要边际变量。具体来看, 截止 24 年底, 需求占比最大的部分是珠宝首饰, 占比 44.00%, 其次是央行净买入, 占比 22.94%。但如果从边际变化来看的话, 2011 至 2024 这 13 年间, 珠宝首饰需求的年均增速为 2.22%, 年度增速的方差是 5.39%; 央行净买入的年均增速为 15.83%, 年度增速的方差是 23.21%; ETF 投资需求年均增速-54.48%, 方差大道 516.78%, 且 ETF 投资需求是唯一在过去多次出现负需求的分项。根据各分享实际变动的频率和幅度, 可以看到, 对黄金总需求影响较大的两个变量, 主要是央行购金净买入, 以及 ETF 投资需求。



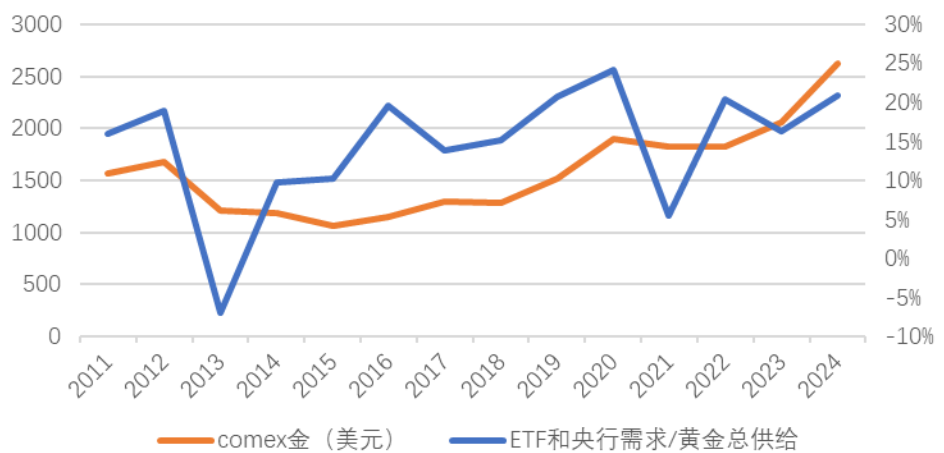
图表15: 黄金需求端波动明显大于供给端 (单位: 吨)



来源: iFind, 国金证券研究所

从黄金的供需比例变化和金价走势可以看到, ETF 投资需求和央行购金净买入的总和, 与黄金总供给的比值, 与金价有着非常明显的正相关。金价出现下跌的 2011-2015 年, ETF 和央行需求处于低位, 尤其在金价下跌加快的 2013 年, ETF 和央行的总需求出现负增长。

图表16: ETF 和央行购金需求对金价有显著边际影响

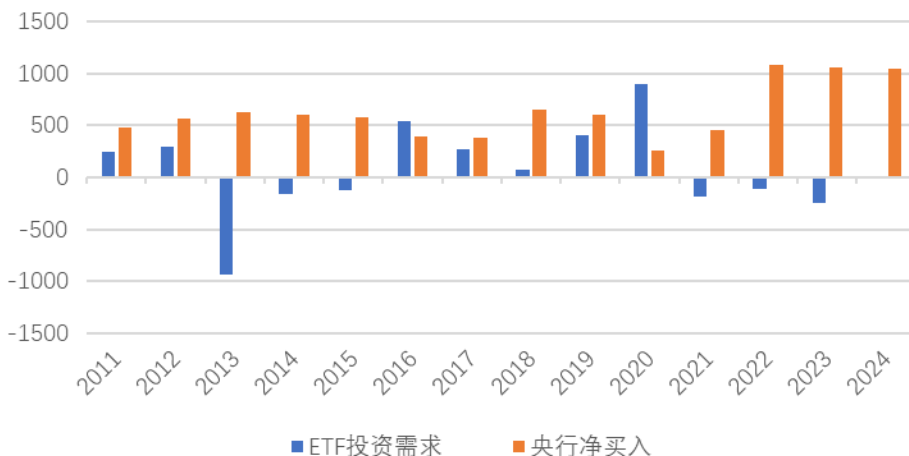


来源: iFind, 国金证券研究所

如果进一步观察 ETF 和央行购金净买入的边际变化, 可以发现两者之间的作用力时常是不同向的。具体来看, 近几年来 ETF 对黄金的边际贡献是负向的, 而央行购金成为了 2021 年以来金价的主要推动力。从两者的投资逻辑来进行推测, ETF 作为全市场交易黄金的重要工具, 可能更多的体现为市场化的投资需求, 鉴于最近几年黄金涨幅较大, 而 ETF 对黄金的负需求较小, 推测很有可能 ETF 的黄金持仓减少主要来源于组合的再平衡, 而非看空黄金。而各国央行对黄金的买入储备, 则更多的是对自身外汇储备的结构调整, 具有更长期和深远的意义。



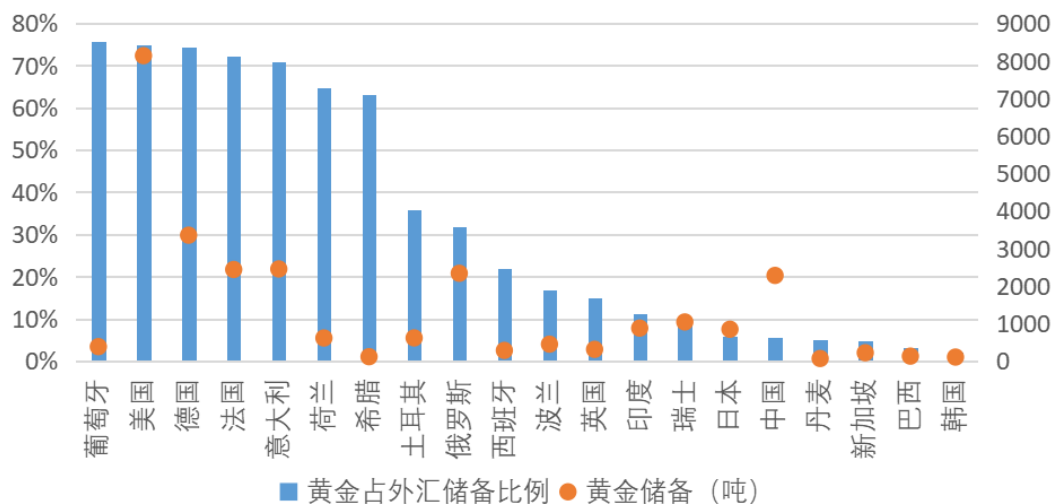
图表17: 2021 年以来 ETF 投资需求净流出, 央行购金成为主要需求变量 (单位: 吨)



来源: iFind, 国金证券研究所

若从各国央行外汇储备结构来看, 部分国家仍有较大幅度增持黄金的空间。具体来看, 部分欧美国家黄金储备在外汇储备中的占比较高, 包括美国、德国、法国、意大利等国, 黄金在外汇储备中的占比都达到了 70% 左右的比例。而包括我国在内的部分国家, 例如波兰、印度、日本、新加坡、韩国等, 这一比例都较低, 仍有较大结构性调整的空间, 其中, 我国、波兰、印度, 已在最近几年持续增加黄金储备。倘若全球去美元化浪潮能够持续, 那么各国央行购金的行为或将继续保持。

图表18: 部分国家外汇储备结构仍有较大增持黄金的空间



来源: iFind, 国金证券研究所; 数据截止: 2025/2

综上所述, 在近年来全球央行结构性减持美债、增持黄金的大背景下, 美国仍处于高通胀、高国债收益率、财政紧张的状态, 使得美元的国际化持续走弱。即便在全球黄金 ETF 小幅减持的对冲下, 各国央行对黄金的大幅净买入仍然支撑起了黄金超过三年的牛市。展望未来, 美国的财政紧张情况很难通过关税政策缓解, 而高企的赤字率则使市场对美未来的降息和调高债务上限存在预期, 将会持续对黄金构成做多力量。

## 黄金相关公募基金产品策略

### 公募商品基金:

国内公募基金市场共有 19 个与黄金相关性较高的 ETF (LOF) 产品, 截止 2024 年底, 规模总计超过 732 亿元。其中包括 14 只黄金现货 ETF, 部分跟踪上海金, 部分跟踪 SGE 黄金 9999, 2 只基金为跟踪中证沪港深黄金产业指数的股票 ETF, 3 只基金为 QDII-FOF-LOF



基金，主要以伦敦金作为主要跟踪标的。

图表19：公募基金中的黄金相关标的基础信息

代表基金代码	产品简称	产品类型	规模 (亿元)	近一月成交额 (亿元)
518600.OF	广发上海金ETF	黄金现货	6.65	4.47
518660.OF	工银瑞信黄金ETF	黄金现货	9.63	6.82
518680.OF	富国上海金ETF	黄金现货	7.45	5.02
518800.OF	国泰黄金ETF	黄金现货	75.60	34.03
518850.OF	华夏黄金ETF	黄金现货	14.02	13.02
518860.OF	建信上海金ETF	黄金现货	5.54	0.45
518880.OF	华安易富黄金ETF	黄金现货	296.11	261.55
518890.OF	中银上海金ETF	黄金现货	4.95	3.51
159812.OF	前海开源黄金ETF	黄金现货	3.27	1.65
159830.OF	天弘上海金ETF	黄金现货	3.72	1.17
159831.OF	嘉实上海金ETF	黄金现货	1.36	1.52
159834.OF	南方上海金ETF	黄金现货	3.38	1.62
159934.OF	易方达黄金ETF	黄金现货	126.35	84.09
159937.OF	博时黄金ETF	黄金现货	147.10	31.24
517520.OF	永赢中证沪深港黄金产业股票ETF	黄金股票	18.26	20.33
159562.OF	华夏中证沪深港黄金产业股票ETF	黄金股票	3.24	3.78
160719.OF	嘉实黄金(QDII-LOF-FOF)	黄金QDII	2.29	0.23
161116.OF	易方达黄金主题(QDII-LOF-FOF)A	黄金QDII	1.24	2.94
164701.OF	汇添富黄金及贵金属(QDII-LOF-FOF)A	黄金QDII	2.46	0.59

来源：iFind，国金证券研究所；统计截止：2025/1/31（近一月成交额成交额）、2024/12（规模）

上海金指数和 SGE 黄金 9999 均由上海黄金交易所发布，其中差别主要在于，SGE 黄金 9999 为 AU99.99 现货合约指数，由市场交易决定，而上海金指数由数家大型金融机构集中定价，两者均为人民币基价，跟踪国内金价变动，差异极小。伦敦金指数为伦敦交易所的黄金现货价格指数，因所在地不同，与上交所的金价有时存在价差，但两者收敛性较强。上海金指数、SGE 黄金 9999、伦敦金现货指数三者对黄金的定价差异较小，收敛性较强，虽然在高频套利策略层面可能存在投资空间，但对资产配置层面来说差异极小。

SSH 黄金股票指数，是在中国内地与中国香港市场中，选取 50 只市值较大且业务涉及黄金采掘、冶炼、销售的上市公司证券作为指数样本。成分股中除了黄金行业外，海波阿汉铜、钟表等行业分类的股票。SSH 黄金股票指数的前十大成分股中，第一大成分股紫金矿业（同时第六大成分股是港股紫金矿业）申万三级行业分类既为铜。

因此，当投资者以配置黄金作为主要配置目的时，在上述黄金相关 ETF (LOF) 中，黄金现货 ETF 可能成为纯度较高、交易较便捷的选择。

### 私募基金与黄金相关的产品或策略：

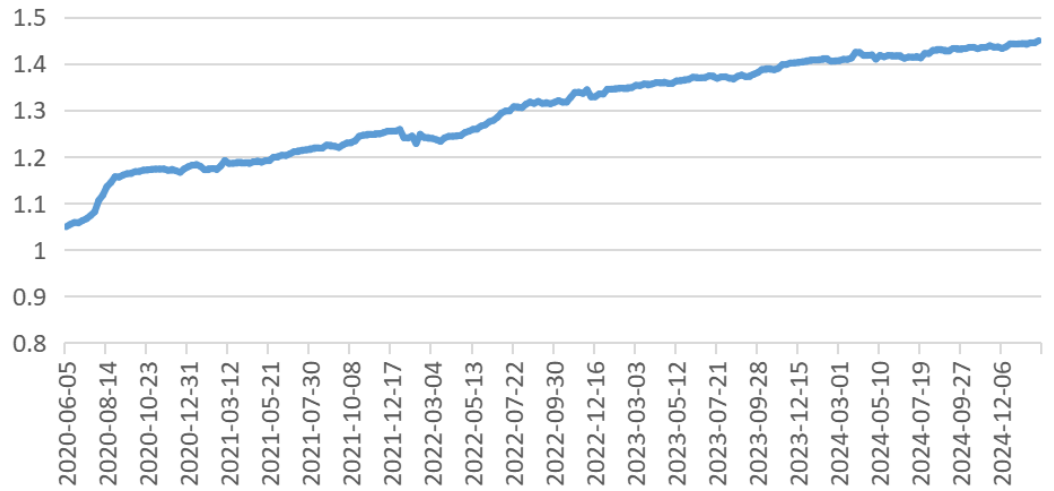
#### 贵金属跨市场套利策略

贵金属跨市场套利策略利用上海黄金交易所的 AU t+d 合约与上海期货交易所的黄金期货合约进行套利交易，做多低价品种，做空高价品种，待价差收敛时平仓获利。该策略一般在黄金市场波动较大、市场交易较活跃的时候，会获得较好的表现。由于黄金期货合约的流动性目前大幅好于黄金 TD 合约，因此该策略的容量主要受制于黄金 TD 的流动性。2 月 7 日，国家金融监督管理总局向行业下发《关于开展保险资金投资黄金业务试点的通知》，有望在未来持续增强上海黄金交易所的现货和延期合约流动性，可能对此类套利策略的市场容量带来深远的积极影响。

另一类投资逻辑比较类似的策略是商品期货内外盘套利，由于贵金属类的商品定价在国内外相较统一，较少受到上下游产业链影响，因此纽约金、伦敦金、上海金、沪金等品种在进行汇率转换后，一般具有相较一直的价格，价差有较强收敛性，适合作为套利品种。但投资海外黄金标的的工具较为有限，主要依靠部分券商的收益互换。



图表20: 以贵金属跨市场套利作为主要子策略之一的某私募基金套利策略产品

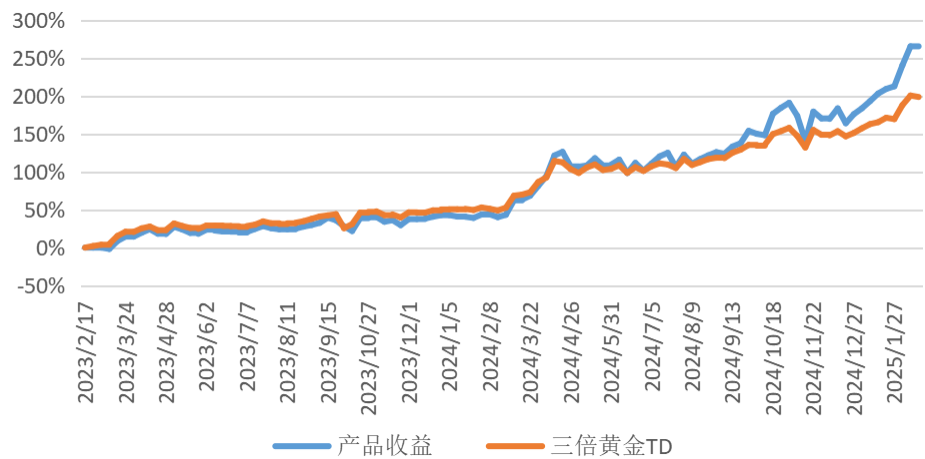


来源: 产品托管、国金证券研究所; 数据截止: 2025/2/12

### 三倍黄金被动产品

当前国内黄金相关的投资工具,除了黄金交易所的现货和延期合约、期货交易所的沪金期货合约,就只有公募的商品基金,是比较便捷的投资工具。然而现货和期货的杠杆率较高,公募商品基金的又完全没有杠杆率。部分私募基金发行了“三倍做多黄金”被动策略的产品,填补了投资工具在这个领域的空白。由于该产品使用被动投资策略,因此只收取0.5%管理费,不收取业绩报酬,成为一种可选的黄金配置工具。在操作细节上,该产品每周五对产品仓位进行再平衡,周度将仓位平衡至3倍杠杆,因此在市场快速上涨时,周中杠杆会小幅高于3倍杠杆,同理下跌时杠杆会小幅低于三倍杠杆。

图表21: 三倍黄金被动产品



来源: iFind, 产品托管、国金证券研究所; 数据截止: 2025/2/17

### 风险提示

- 1、货币政策预期变化。**美联储货币政策对黄金和原油等商品均会产生极大影响,当前市场对美联储货币政策的预期进行提前交易,一旦美联储货币政策预期收紧,将影响相应商品品种行情。
- 2、地缘政治变化。**俄乌和中东地区的地缘政治冲突刺激了全球避险情绪,且对相关国家的财政会带来较大支出。冲突的缓解将会对相关国家的财政情况有缓解的预期。



**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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	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