



# A 股市场研究系列

**宏观专题研究报告**

证券研究报告

**宏观经济组**

 分析师: 赵伟 (执业 S1130521120002)  
 zhaow@gjzq.com.cn

 分析师: 贾璐熙 (执业 S1130523120002)  
 jialuxi@gjzq.com.cn

 分析师: 李欣越 (执业 S1130523080006)  
 lixinyue@gjzq.com.cn

## 看多 A 股的三大理由

2023 年 8 月以来, A 股市场情绪低迷、一度调整至近 5 年低位。随着基本面筑底改善、流动性风险相继释放, 股市的利多因素正在累积。看多市场的三大“理由”、后续值得关注的“逻辑链”? 本文分析, 可供参考。

### 一、前期 A 股市场为何调整? 经济预期相对低迷, 微观流动性也有冲击

2023 年 8 月以来, A 股市场情绪低迷、一度调整至历史低位。上证指数一度在 2 月 5 日跌至 2635.09、创 2019 年 2 月以来新低。调整之后, A 股估值已处历史极低水平: 宏观维度, 上证指数市净率仅 1.2、处 2000 年以来 0.3% 的分位; 股债收益差也接近过去 3 年均值以下 2 个标准差; 微观视角, A 股 15% 公司破净、29% 破发, 均为历史 95% 以上分位。经济预期低迷、托底政策效果偏弱或是市场情绪走弱的主因。第一, 制造业 PMI 数据不强, 主要分项中内、外需仍相对偏弱。第二, 自 9 月以来, 市场一度对 MLF 和 LPR 的调降抱有一定期待, 而 2 月 20 日 LPR 调降前, 这一期待曾几度落空。第三, 存量债务压制了企业扩大再生产和居民加杠杆的能力和意愿, 导致融资需求乏力、政策缺少有效抓手。近期, 市场微观流动性的恶化, 或进一步放大了 A 股的波动。1 月以来, 小盘股领跌的“放量下跌”或为流动性环境的冲击: 1) 1 月 22 日至 2 月 5 日, “雪球”集中敲入约 2000 亿; 2) 1 月 29 日以来, 市场融资余额快速下降了 1500 亿; 3) 以质押率 60% 和平仓线 140% 进行估算, 截至 2 月 2 日, 大股东疑似触及平仓市值较 12 月底增加约 2400 亿。

### 二、看多市场的三条逻辑? 基本面修复、风险偏好抬升与长线资金支撑

**利多因素 1:** “稳增长”进行时, 对于经济的支撑效果有望逐步显现。“稳增长”三步走, 一是“万亿国债”项目清单下达; 二是地产“三大工程”加速布局; 三是产业政策保驾护航。目前企业订单已得到印证, 挖机销量等高频数据也在反映稳增长落地的积极信号。关注基建、地产等营收、库存变化, 稳增长落地或能有效提振相关链条的终端需求。

**利多因素 2:** 估值低位下, 广谱利率下调, 或有利于资金风险偏好的抬升。2 月 20 日, 5 年期 LPR 超预期下调, 进一步释放“稳增长”信号。当前市场情绪极度低迷: 1) 截至 12 月 31 日, 阳光私募平均股票仓位仅为 56%; 2) 1 月新发权益类公募规模仅 62.4 亿元, 为 2019 年以来最低。广谱利率的超预期下调, 或也有望带动内资情绪的改善。

**利多因素 3:** “汇金”等增量资金有望对市场形成助力, 同时也将弱化市场的尾部风险。2 月 6 日, 中央汇金公告将持续加大对 ETF 的增持范围; 社保基金也有望提高对股票、股权类资产的可投资比例。1 月以来, 沪深 300ETF 已合计增持 826 亿份。相较 2015 年高位, “汇金”等机构可增持空间或近 5000 亿元; 部分长线资金偏好的板块或有望受益。

### 三、潜在风险的后续影响? 流动性冲击高峰已过, 地产相关风险仍需跟踪

**风险 1:** 目前存续的“雪球”结构中, 大部分敲入风险已经于 2024 年 2 月 5 日前释放。中证 500 和中证 1000 “雪球” 2 月 5 日前新增敲入规模估计分别为 1179.6 亿元和 823.9 亿元, 分别占此前存续未敲入“雪球”规模的 59.5% 和 94.6%。中证 1000 “雪球”的敲入风险释放更为充分, 敲入线在 3800 到 4200 点之间的规模较小; 后续市场影响或将弱化。

**风险 2:** 大股东质押与融资盘平仓风险, 或仍有一定“安全垫”的缓冲。大股东质押方面, 近年来股票质押市值持续回落, 质押市值占总市值比重仅为 2018 年高点的三成; 过去 3 年上交所限售股质押率为 32%, 也低于 2015-18 年间的 36%。融资盘方面, 两融平均担保比例仍有 246%, 担保物现金/担保物证券为 6.2%, 已上升至 2021 年以来的较高水平。

**风险 3:** 地产大周期向下, 部分传统链条的风险仍需关注。2022 年我国主力购房人群 (25-44 岁人口) 数量较 2015 年下降 4670 万人、占比降至 28.4%; 发展阶段、人口结构及产业生态的变化, 或导致本轮房地产可恢复程度相对有限。土地市场如持续低迷, 或将进一步拖累城投平台政府相关业务收入和再融资能力, 导致城投平台现金流状况恶化。

**重申观点:** 中期关注两条逻辑链, 1、“经济预期修复”逻辑链, 地产、基建链条的上游或相对受益, 关注建筑、机械设备、黑色有色等; 2、“流动性冲击缓释”逻辑链, 前期超跌板块有望受益情绪修复, 关注计算机、电子、化工等。

### 风险提示

测算数据与实际情况可能存在较大差异; 美联储降息放缓对国内政策的掣肘; 地缘冲突的或有扰动。



## 内容目录

一、前期 A 股市场为何调整？经济预期相对低迷，微观流动性也有冲击.....	5
（一）2023 年 8 月以来，A 股市场情绪低迷、一度调整至历史低位.....	5
（二）市场调整的主因或是经济预期低迷、托底政策效果偏弱.....	7
（三）“雪球”敲入、质押融资平仓等流动性冲击，也放大了市场的波动.....	9
二、看多市场的三条逻辑？基本面修复、风险偏好抬升与长线资金支撑.....	10
（一）利多因素 1：稳增长“三步走”有序落地，基本面预期有望修复.....	10
（二）利多因素 2：估值低位下，广谱利率下调，有利于资金风险偏好的抬升.....	13
（三）利多因素 3：中央汇金等长线资金的支持，也将降低市场尾部风险.....	15
三、潜在风险的后续影响？流动性冲击高峰已过，地产相关风险仍需跟踪.....	17
（一）风险 1：存续的“雪球”结构中，大部分风险已明显释放.....	17
（二）风险 2：股权质押和融资平仓风险，仍有较厚“安全垫”.....	18
（三）风险 3：地产大周期向下，部分传统链条的风险仍需关注.....	22
风险提示.....	24

## 图表目录

图表 1：上证指数与创业板指一度明显走弱.....	5
图表 2：近期，上证指数与创业板指换手率快速上行.....	5
图表 3：上证指市盈率、市净率均处历史较低分位水平.....	5
图表 4：上证指数近期再度跌破过去 2 年的 2 倍标准差.....	5
图表 5：上证指数 ERP 接近过去 3 年中枢上 2 倍标准差.....	6
图表 6：股债收益差近期也再度跌破均值以下 2 倍标准差.....	6
图表 7：截至 2 月 8 日，A 股破净个股占比 17.0%.....	6
图表 8：截至 2 月 8 日，A 股 23.6% 的个股股价低于 5 元.....	6
图表 9：截至 2 月 8 日，A 股破发个股占比 29.3%.....	7
图表 10：截至 2 月 8 日，A 股 13% 的个股股息率高于 3%.....	7
图表 11：2023 年 10 月以来，PMI 一度连续三个月回落.....	7
图表 12：1 月，内、外需仍处收缩区间.....	7
图表 2：9 月以来，MLF 调降的期待几度落空.....	8
图表 3：高频数据显示，信贷需求自下半年来边际走弱.....	8
图表 13：1 月，建筑业新订单和从业人员指数显著回落.....	8
图表 14：春节前 1 周，全国商品房成交环比回落.....	8
图表 15：春节前 1 周，沥青开工率显著回落.....	8



图表 16:	春节前 1 周, 全国水泥粉磨开工率大幅下滑.....	8
图表 17:	1 月 2 日-2 月 5 日, A 股小市值明显超跌.....	9
图表 18:	2021 年以来, 小市值风格一度占优.....	9
图表 19:	相较上证 50, 小市值流动性明显恶化.....	9
图表 20:	过去 5 年中, A 股的三次“放量下跌”.....	9
图表 21:	中证 500 与 IC03 合约年化贴水.....	10
图表 22:	中证 1000 与 IM03 合约年化贴水.....	10
图表 23:	1 月下旬以来, 市场融资余额快速下降.....	10
图表 24:	疑似触及平仓的市值在 1 月底一度大幅上升.....	10
图表 25:	万亿新增国债资金投向.....	11
图表 26:	近两月 PSL 新增共 5000 亿元.....	11
图表 27:	各地月度重大项目开工投资额统计.....	11
图表 28:	10 大行业工业增加值同比与营收占比.....	11
图表 29:	2023 年末主要基建上市公司订单显著放量.....	12
图表 30:	2023 年末代表基建央企水利订单同比高增.....	12
图表 31:	挖掘机销量与水利环境投资增速较为同步.....	12
图表 32:	关注“三大工程”重点布局地区水泥产需.....	12
图表 33:	2023 年 12 月代表基建央企新开工面积回升.....	13
图表 34:	建筑业新开工与部分行业营收增速走势同步.....	13
图表 35:	黑色、有色金属采选, 金属制品等行业实际库存处于低位.....	13
图表 36:	2019 年以来, LPR 的历次调整梳理.....	14
图表 37:	当前私募仓位处于较低位置.....	14
图表 38:	1 月公募权益基金发行规模创 19 年 2 月以来新低.....	14
图表 39:	过去 5 年中, A 股曾有过三次“放量下跌”.....	14
图表 40:	三次“放量下跌”中小盘股表现较弱.....	14
图表 41:	随后的市场反弹中, 小盘股相对占优.....	15
图表 42:	1 月 2 日-2 月 5 日, 计算机、电子等行业领跌.....	15
图表 43:	“中央汇金”、“国新投资”等增持计划与上证指数的市场表现.....	15
图表 44:	1 月以来, 各类宽基 ETF 均有明显增持.....	16
图表 45:	近期, 最大的 5 支沪深 300ETF 份额快速上升.....	16
图表 46:	中央汇金、中国证监会等机构持股情况.....	16
图表 47:	2016 年以来, 汇金、证金等机构持续减持 A 股.....	16
图表 48:	“汇金”等机构增持的个股表现相对占优.....	17
图表 49:	汇金、证金较为偏好银行、非银等板块.....	17
图表 50:	中证 500 和中证 1000 指数波动率更高.....	17



图表 51: IC 和 IM 合约基差贴水幅度更深.....	17
图表 52: 存续中证 500 雪球结构发行时间.....	18
图表 53: 存续中证 1000 雪球结构发行时间.....	18
图表 54: 中证 500 存续雪球不同点位敲入规模估算.....	18
图表 55: 中证 1000 存续雪球不同点位敲入规模估算.....	18
图表 56: 当前 A 股质押股数占比约为 2018 年高位的一半.....	19
图表 57: 当前 A 股质押市值占比约为 2018 年高位的三成.....	19
图表 58: 不同质押率与平仓线假设下的未平仓规模测算.....	19
图表 59: 当前交易所的平均质押率低于 2018 年.....	19
图表 60: 上证指数跌至各点位时, 新增触发的平仓规模.....	20
图表 61: 上证指数跌至各点位时, 或新增触发平仓规模.....	20
图表 62: 当前疑似触发平仓的市值规模与占比.....	20
图表 63: 上证指数跌至 2500 点, 或新触发的平仓规模.....	20
图表 64: 1 月下旬至 2 月上旬, 融资余额快速下降.....	21
图表 65: 融资余额快速下降主要系融资买入信心不足.....	21
图表 66: 各行业融资余额占比均低于 3.5%.....	21
图表 67: 2017 年以来, 融资余额占比整体相对稳定.....	22
图表 68: 流动性冲击阶段两融余额占比处于相对高位.....	22
图表 69: 两融平均担保比例回升至 2023 年 10 月水平.....	22
图表 70: 担保物现金占比快速上升, 仅次于 2022 年 4 月.....	22
图表 71: 主力购房人群 (25-44 岁人口) 占比明显下降.....	23
图表 72: 成交土地总价领先土地购置费 1 年左右.....	23
图表 73: 30 大中城市商品房销售面积处于历史低位.....	23
图表 74: 地产链的消费增速显著低于社零增速.....	23
图表 75: 2023 年以来, 土地成交面积与溢价率仍处低位.....	23
图表 76: 2023 年以来, 地方政府性基金收入持续低迷.....	23



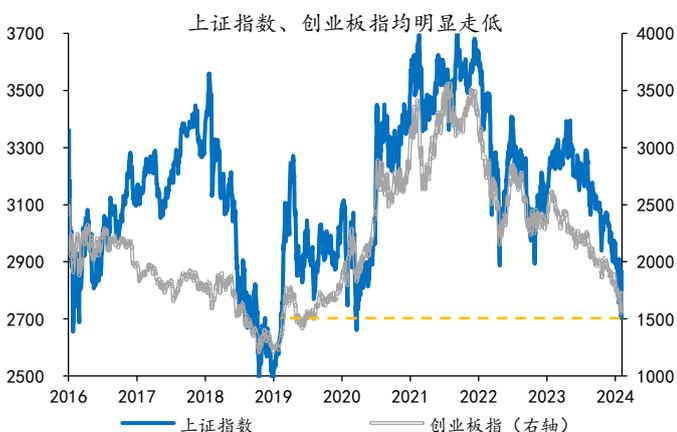
2023年8月以来，A股一度调整至近5年低位。随着基本面筑底改善、流动性风险相继释放，股市的利多因素正在累积。看多市场的三大理由、后续值得关注的逻辑链？供参考。

## 一、前期A股市场为何调整？经济预期相对低迷，微观流动性也有冲击

### （一）2023年8月以来，A股市场情绪低迷、一度调整至历史低位

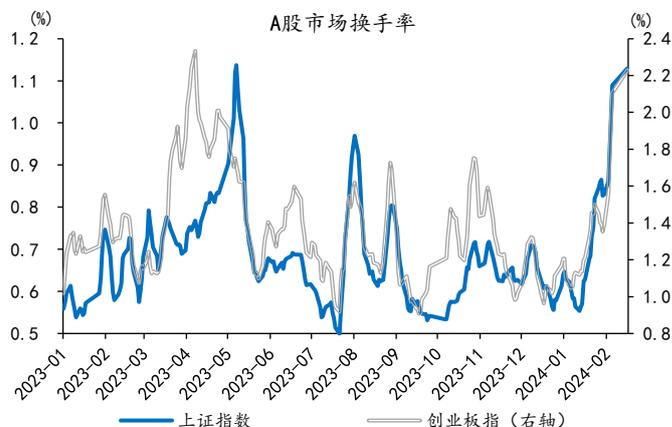
2023年8月以来，国内市场情绪相对低迷，A股市场持续调整，一度创近5年新低。2023年7月31日至2024年2月5日，上证指数、创业板指分别下跌17.5%、29.6%；其中上证指数一度跌至2635.09、创2019年2月以来新低，创业板指一度跌至1482.99、创2019年8月以来新低。市场持续走低的同时，换手率却在走高；从周平均换手率来看，上证指数换手率一度在1月15日走低至0.55，随后却快速走高至2月8日1.09，市场一度呈现“放量下跌”的格局。

图表1：上证指数与创业板指一度明显走弱



来源：Wind，国金证券研究所

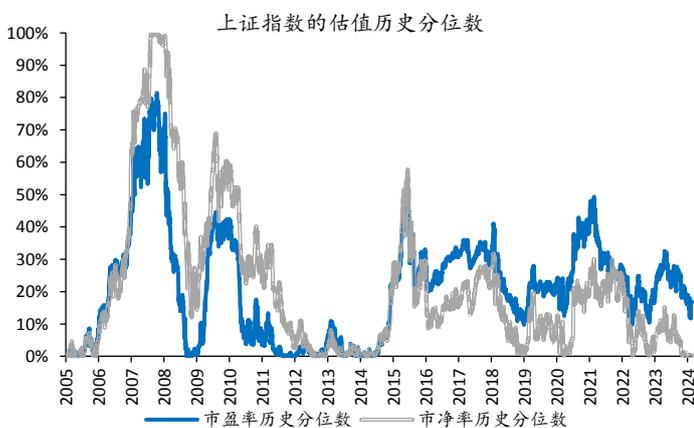
图表2：近期，上证指数与创业板指换手率快速上行



来源：Wind，国金证券研究所

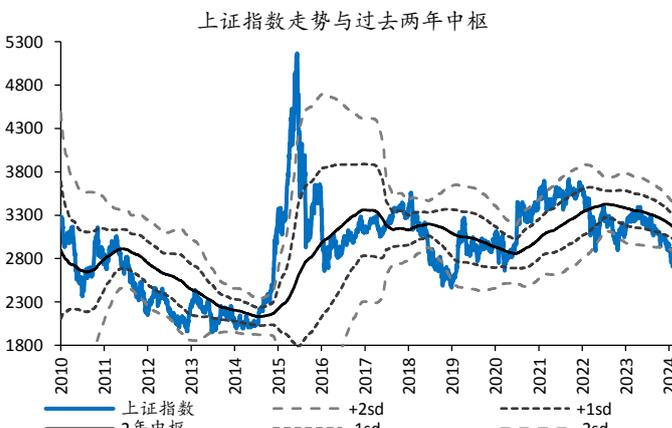
调整之后，以市净率、股债性价比等宏观指标来衡量，当下A股估值已处于历史极低水平。1) 市净率、市盈率维度，截至2月8日，上证指数市净率、市盈率分别为1.2、12.3，分别处2000年以来0.3%、16.8%的历史较低分位。2) 2年均线视角，2023年12月26日，上证指数跌破过去2年中枢以下2个标准差，为继2019年初、2022年4月、2022年10月后，近5年中第4次触及。3) 股权风险溢价视角，截至2月8日，上证指数股权风险溢价达5.7%，远高于过去3年均值的4.8%。4) 股债收益差视角，截至2月8日，10年期国债收益率与沪深300股息率的收益差达-0.7%，接近过去3年均值以下2个标准差。

图表3：上证指市盈率、市净率均处历史较低分位水平



来源：Wind，国金证券研究所

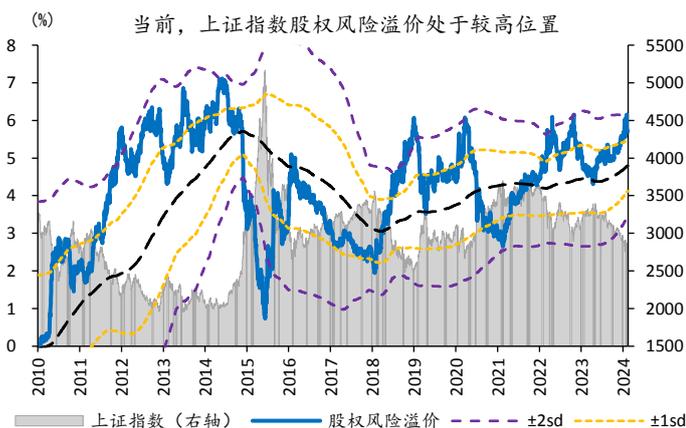
图表4：上证指数近期再度跌破过去2年的2倍标准差



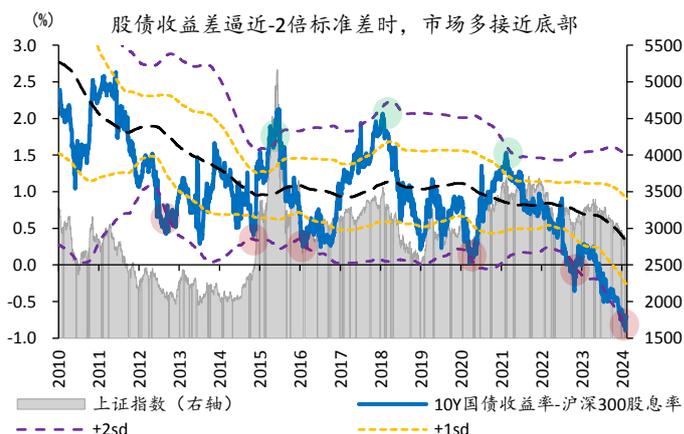
来源：Wind，国金证券研究所



图表5: 上证指数 ERP 接近过去3年中枢上2倍标准差



图表6: 股债收益差近期也再度跌破均值以下2倍标准差



来源: Wind, 国金证券研究所

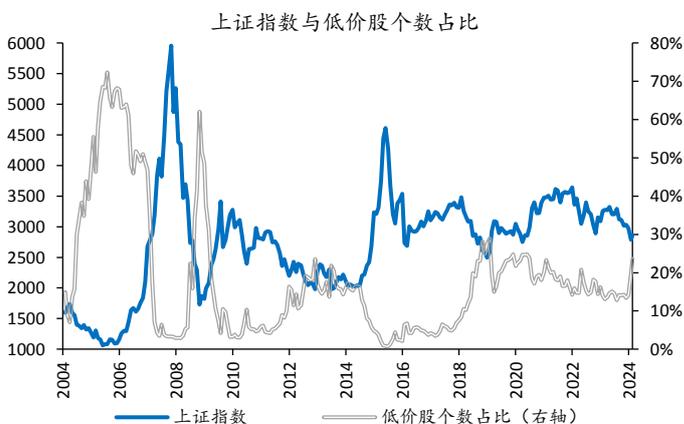
来源: Wind, 国金证券研究所

微观的个股层面也同样如此，A股破发股数量、高股息率个股数量及占比等均处于历史较高分位。1) 破净维度，截至2月8日，全部A股中破净个股数量达742家、占比14.5%，处历史96.2%的分位水平。2) 破发维度，截至2月8日，全部A股中共有1500家上市公司跌破发行价、占比29.3%，处历史95.0%的分位水平。3) 股息率维度，截至2月8日，全部A股中共有666家股息率高于3%、占比13.0%，处历史95.0%的分位水平。<sup>1</sup>

图表7: 截至2月8日，A股破净个股占比17.0%



图表8: 截至2月8日，A股23.6%的个股股价低于5元



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

<sup>1</sup> 更多指标的对比，可参阅《A股“反转”的条件？》



图表9: 截至2月8日, A股破发个股占比29.3%

图表10: 截至2月8日, A股13%的个股股息率高于3%



来源: Wind, 国金证券研究所

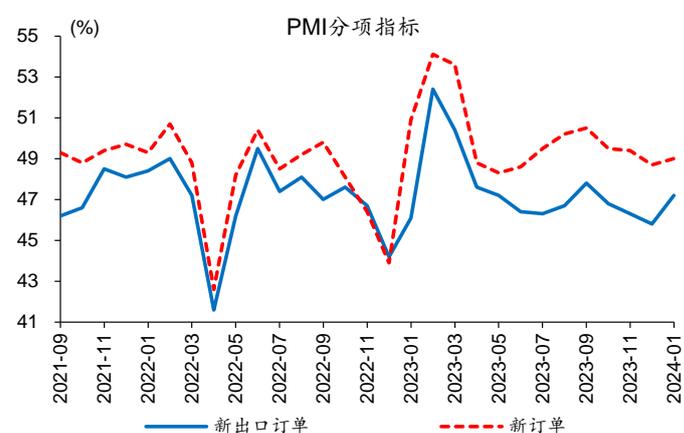
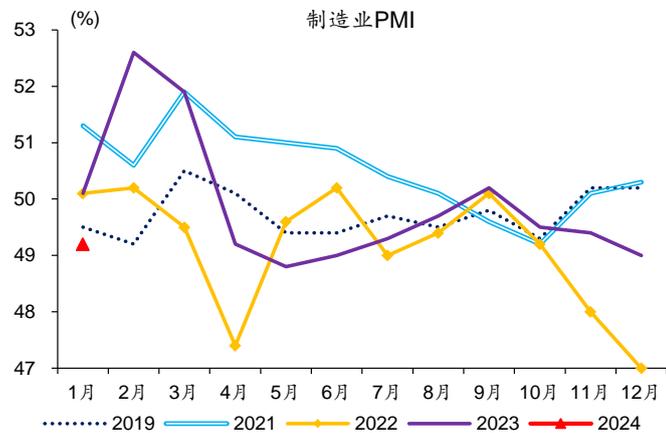
来源: Wind, 国金证券研究所

(二) 市场调整的主因或是经济预期低迷、托底政策效果偏弱

经济预期低迷、托底政策效果偏弱或是市场情绪走弱的主要原因。第一, 制造业 PMI 数据不强, 主要分项中内、外需仍相对偏弱。2023 年 10 月以来, 制造业 PMI 一度连续三个月回落, 1 月虽有回升、但仍低于市场预期的 49.3; 分项上来看, 新订单、新出口订单、在手订单均持续处于收缩区间, 指向终端需求仍待修复。第二, 自 2023 年 9 月以来, 市场一度对 MLF 和 LPR 的调降抱有一定期待, 而 2 月 20 日 LPR 调降前, 这一期待曾几度落空。第三, 存量债务压制了企业扩大再生产和居民加杠杆的能力和意愿, 进而导致信贷激增之后, 融资需求乏力、政策缺少有效抓手。

图表11: 2023 年 10 月以来, PMI 一度连续三个月回落

图表12: 1 月, 内、外需仍处收缩区间

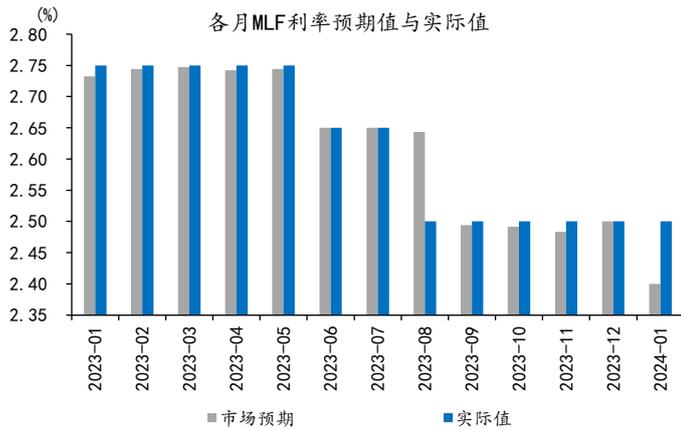


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

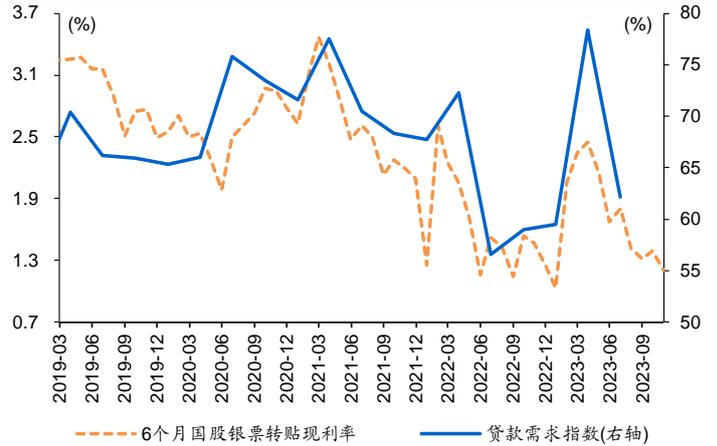


图表2: 9月以来, MLF调降的期待几度落空



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

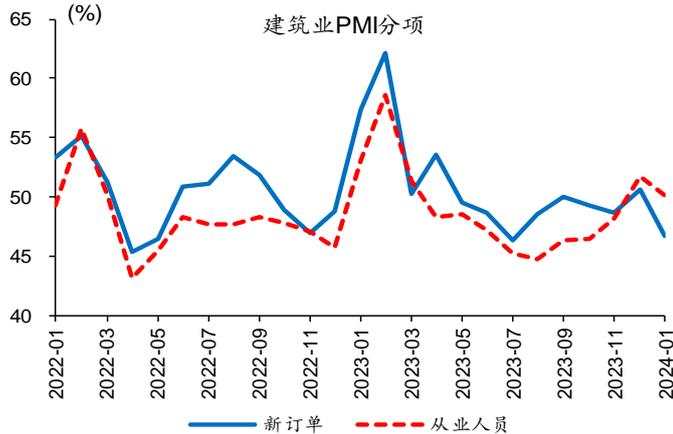
图表3: 高频数据显示, 信贷需求自下半年来边际走弱



来源: Wind, 国金证券研究所

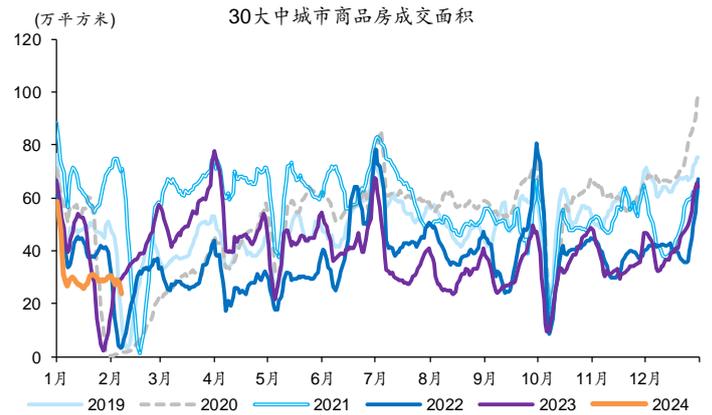
春节假期临近、政策落地节奏受“停工”扰动, 对市场情绪也有一定影响。本轮稳增长落地恰逢部分行业春节“停工”, 建筑业PMI出现回落, 新订单指数边际下滑。1月, 建筑业商务活动指数下降3.0个百分点至53.9%。主要分项中, 新订单、从业人员指数分别回落3.9、1.6个百分点至46.7%、50.1%。高频数据显示, 临近春节, 全国粉磨开工率季节性下滑、且降幅显著; 沥青开工率也持续回落、处于近年同期低位。

图表13: 1月, 建筑业新订单和从业人员指数显著回落



来源: Wind, 国金证券研究所

图表14: 春节前1周, 全国商品房成交环比回落



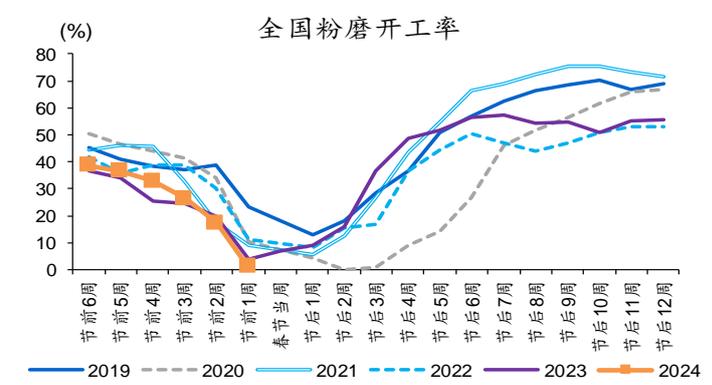
来源: Wind, 国金证券研究所

图表15: 春节前1周, 沥青开工率显著回落



来源: Wind, 国金证券研究所

图表16: 春节前1周, 全国水泥粉磨开工率大幅下滑



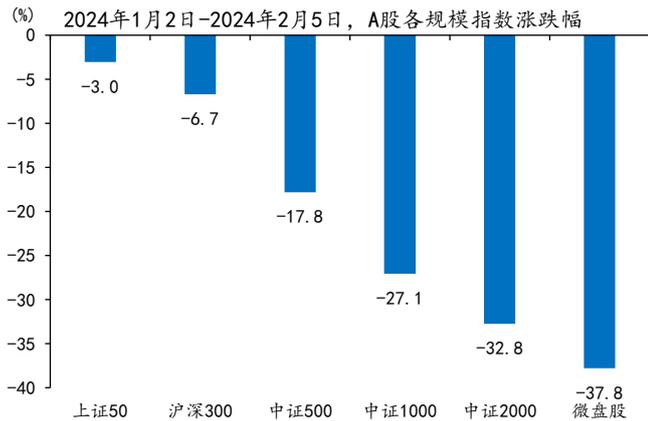
来源: Wind, 国金证券研究所



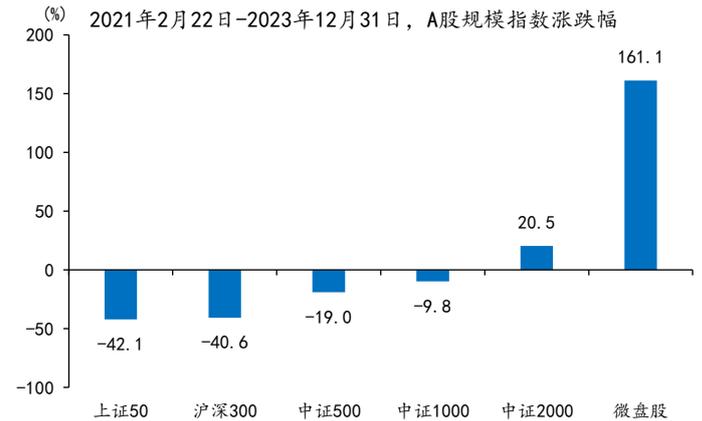
### (三)“雪球”敲入、质押融资平仓等流动性冲击，也放大了市场的波动

近期，市场微观流动性的恶化，或进一步放大了A股的波动。2024年1月2日至2月5日，上证50、沪深300、中证2000、微盘股分别下跌3.0%、6.7%、17.8%和37.8%，一改2021年以来小市值长期占优的格局。历史回溯来看，小盘股领跌的“放量下跌”行情通常体现为流动性风险等冲击；例如2018年10月的股权质押风险、2020年3月与2022年3月北上资金的大幅外流。近期，中证1000、中证2000等小市值指数的Amihud非流动性指标<sup>2</sup>也在1月19日开始快速走高，微盘股的非流动性更是大幅增长了4.8倍。

图表17：1月2日-2月5日，A股小市值明显超跌



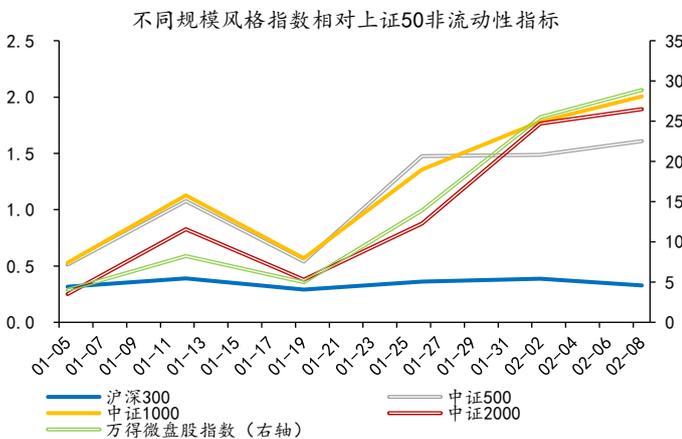
图表18：2021年以来，小市值风格一度占优



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表19：相较上证50，小市值流动性明显恶化



来源：Wind，国金证券研究所

图表20：过去5年中，A股的三次“放量下跌”



来源：Wind，国金证券研究所

“雪球”集中敲入，融资盘平仓和股权质押平仓或是流动性冲击的主要来源。<sup>3</sup>1) 雪球到期结束时，如果是敲入未敲出状态，除非投资者同意转投线性增强结构，否则需要平掉全部多头仓位进行兑付，会产生较大卖盘压力。2023年8月以来，2年前发行的雪球陆续到期，导致IC和IM合约贴水持续扩大。<sup>4</sup>2) 1月29日以来，融资余额从1.53万亿元开始明显下降，2月2日单周下降714.5亿元，2月8日单周下降847.6亿元，下降比例分别达到此前存量余额的4.7%和5.8%。3) 以质押率60%和平仓线140%进行估算，截至2月2日，大股东疑似触及平仓市值一度较12月底大幅增加2401亿至2.2万亿。

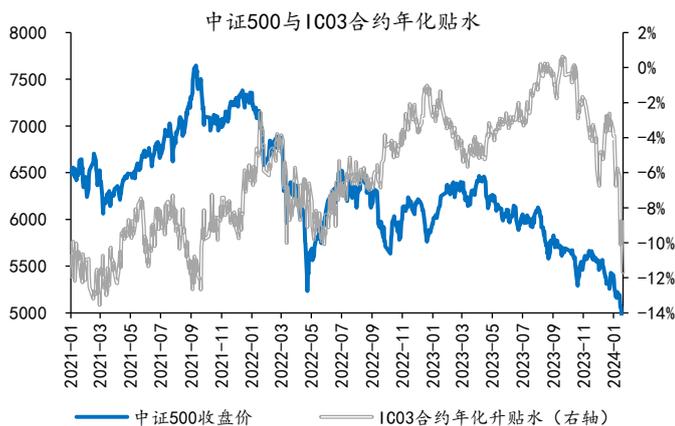
<sup>2</sup> 参阅 Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. Journal of financial markets, 5(1), 31-56.

<sup>3</sup> 此外，量化DMA策略降杠杆等对市场也有一定流动性冲击。

<sup>4</sup> 详细拆解可参阅《雪球集中敲入风险，或已明显释放》。

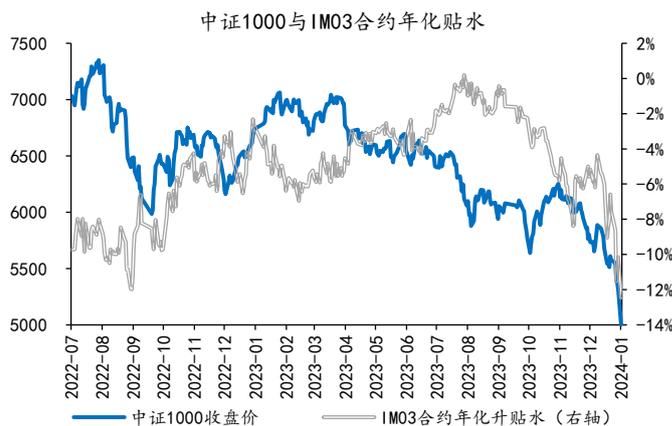


图表21: 中证500与IC03合约年化贴水



来源: Wind, 国金证券研究所

图表22: 中证1000与IM03合约年化贴水



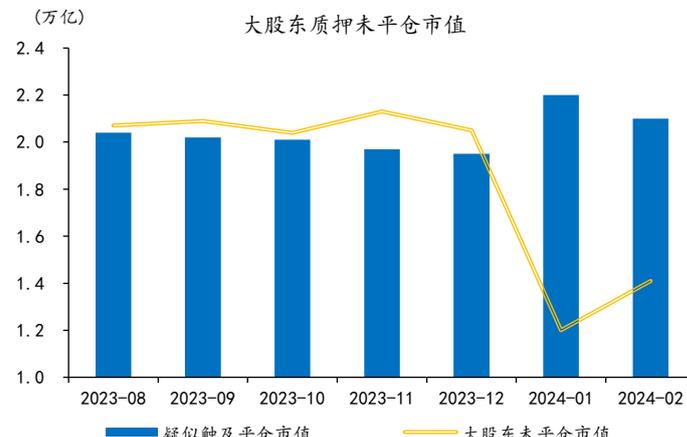
来源: Wind, 国金证券研究所

图表23: 1月下旬以来, 市场融资余额快速下降



来源: Wind, 国金证券研究所

图表24: 疑似触及平仓的市值在1月底一度大幅上升



来源: Wind, 国金证券研究所

注: 疑似平仓价为  $\text{低于质押时股价} \times \text{质押比率} \times (1 + \text{融资成本}) \times \text{平仓线}$  时的股价 (质押比率: 60%; 平仓线: 140%; 融资成本: 7%)

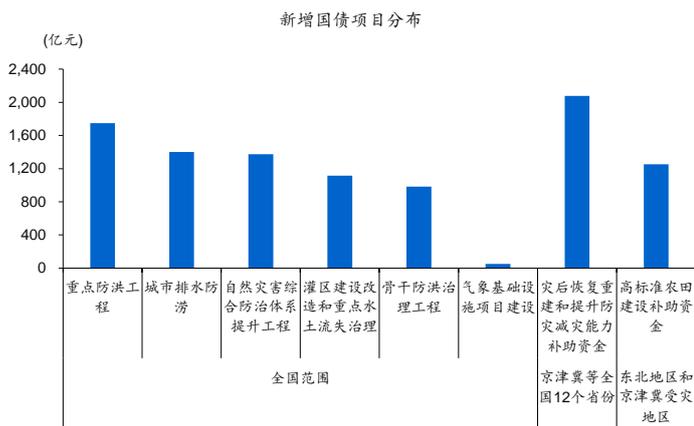
## 二、看多市场的三条逻辑? 基本面修复、风险偏好抬升与长线资金支持

### (一) 利多因素 1: 稳增长“三步走”有序落地, 基本面预期有望修复

稳增长“三步走”政策有序出台, 或将推动基本面预期的企稳改善。第一步: 中央财政增发“万亿国债”, 随着2月上旬万亿国债清单的全部下达、基建投资增速明显回升。第二步: “准财政”放量、近两月PSL新增共5000亿元, 助力地产“三大工程”加速布局, 保障房建设方面, 2023年底深圳首批13个配售型保障房项目率先开工; 城中村改造方面, 广州、深圳、上海等地推进较快; “平急两用”方面, 2023年11月底, 杭州市116个项目已率先开工。第三步: 产业政策保驾护航, 2024年1月各地加快重大项目开工; 产业政策支持下, 各地重大项目开工投资额5.4万亿元, 为2020年以来同期次高、仅低于2023年。

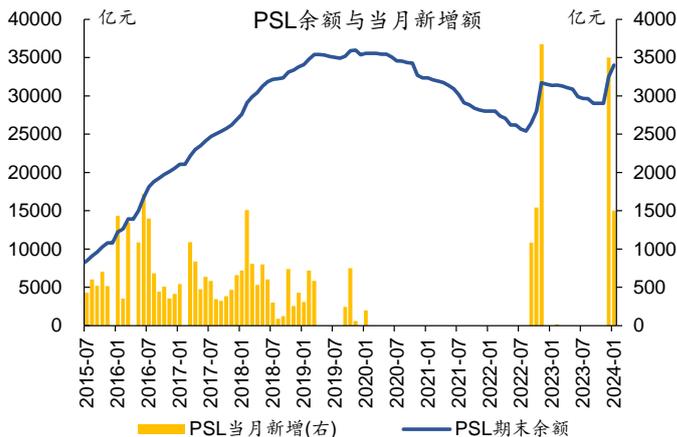


图表25: 万亿新增国债资金投向



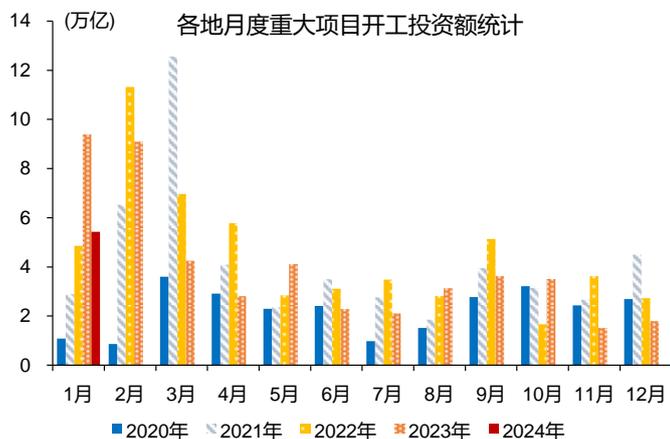
来源：中国政府网站，财政部，国金证券研究所

图表26: 近两月 PSL 新增共 5000 亿元



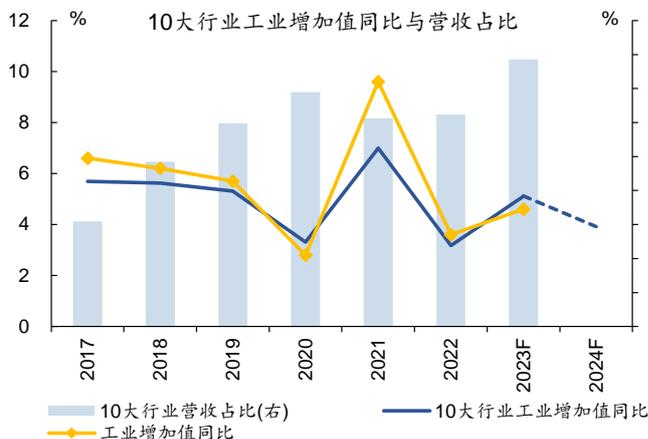
来源：Wind，国金证券研究所

图表27: 各地月度重大项目开工投资额统计



来源：工信部，国金证券研究所

图表28: 10大行业工业增加值同比与营收占比

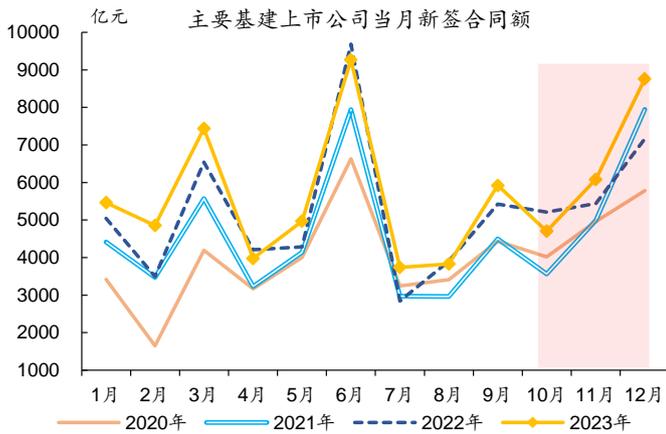


来源：工信部，Wind，国金证券研究所

当下，企业订单已得到印证，大型挖机销量等高频数据同样已在反映“稳增长”落地的积极信号。一方面，2023年末代表性基建央企订单“爆发”，尤其是水利合同金额同比高增。对应于2023年12月基建投资增速反弹，主要基建上市公司订单显著放量，当月新签合同额同比增长22.3%、较11月提升10.5个百分点，带动全年同比增速回升至9.1%。另一方面，挖机、水泥产量等数据，或也表明水利等施工在加快。2023年12月，伴随水利投资增速回升、挖机销量同比较上月大幅提升36个百分点至-1%；其中大型挖机销量涨幅最大，当月同比9.4%，高于中挖和小挖的-2.4%、-4.7%。

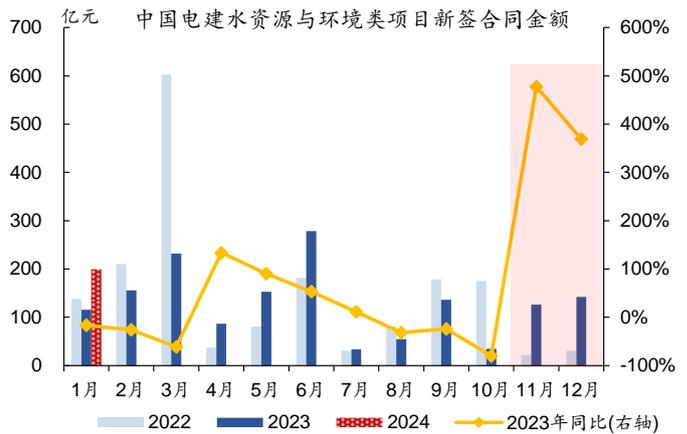


图表29: 2023年末主要基建上市公司订单显著放量



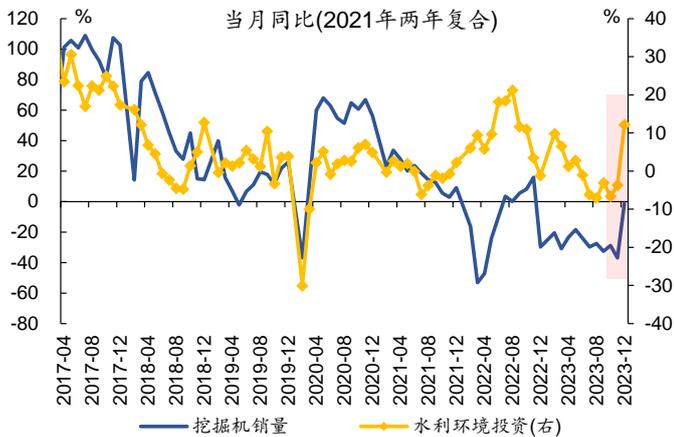
来源: iFinD, 国金证券研究所<sup>5</sup>

图表30: 2023年末代表基建央企水利订单同比高增



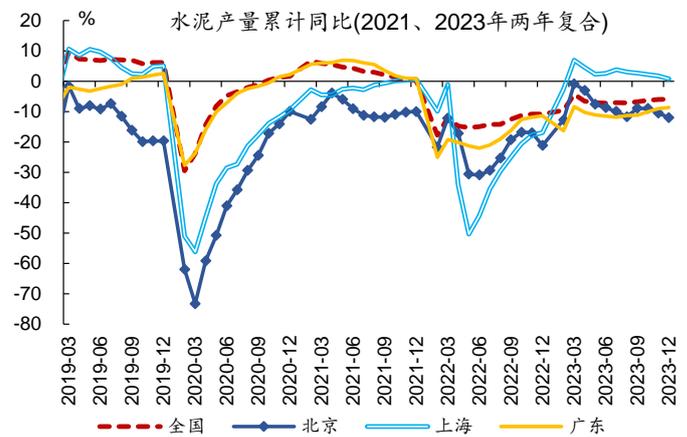
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表31: 挖掘机销量与水利环境投资增速较为同步



来源: Wind, 国金证券研究所

图表32: 关注“三大工程”重点布局地区水泥产需



来源: Wind, 国金证券研究所

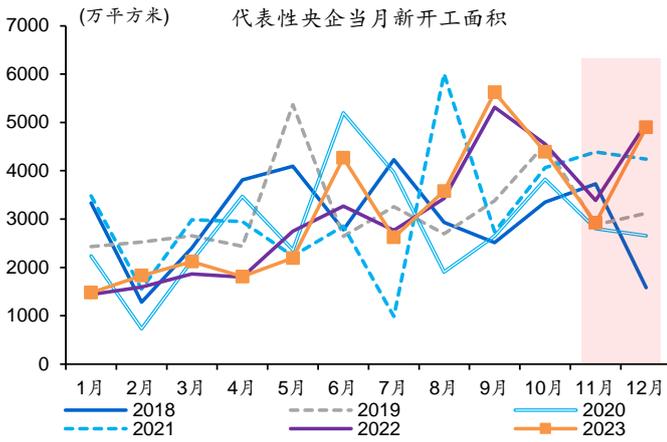
关注基建、地产相关链条营收、库存变化,“稳增长”落地或能有效提振相关链条终端需求。“万亿国债”、地产“三大工程”等,主要对基建、地产相关链条终端需求形成支撑;经验显示,建筑业新开工与部分原材料、加工冶炼行业营收增速走势同步。2023年12月,代表基建央企新开工面积明显回升,建筑业整体新开工面积降幅亦有明显收窄,四季度累计同比-7.8%、较三季度回升3.4个百分点。相应地,2023年12月部分原材料行业营收同比转正至1.1%、加工冶炼行业营收同比降幅收窄至-1.1%。此外,“稳增长”落地或带动相关链条补库需求,当前黑色、有色金属采选,金属制品等行业实际库存偏低。<sup>6</sup>

<sup>5</sup> 说明:“主要基建上市公司”共包括中国建筑、中国电建、中国化学、中国中冶共4家公司。

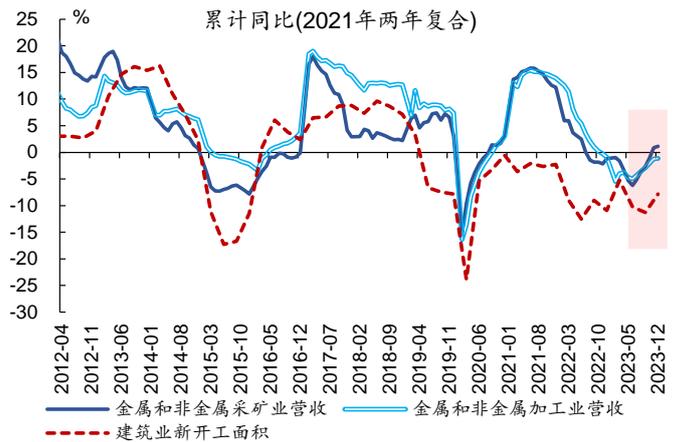
<sup>6</sup> 更多分析请参阅《稳增长落地,如何跟踪?》



图表33: 2023年12月代表基建央企新开工面积回升



图表34: 建筑业新开工与部分行业营收增速走势同步



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表35: 黑色、有色金属采选, 金属制品等行业实际库存处于低位

分类	行业	名义库存同比(%)				实际库存同比(%)			
		12月所处历史分位数(%)	2023-10	2023-11	2023-12	12月所处历史分位数(%)	2023-10	2023-11	2023-12
中游装备制造	专用设备制造	74.5	13.00	16.30	13.90	73.9	13.30	16.60	14.20
上游原材料	煤炭开采和洗选	22.8	2.40	-6.50	-6.90	68.2	13.40	5.00	5.00
上游制造	石油、煤炭及其他燃料加工	31.8	-6.60	-5.50	1.60	65.8	2.20	3.00	9.90
上游原材料	石油和天然气开采	39.3	-8.10	-3.80	-3.20	61.6	3.50	7.10	7.00
上游制造	化学纤维制造	49.6	-1.50	2.10	10.20	58.7	1.90	5.20	12.90
下游制造	纺织	47.0	4.80	5.90	6.90	57.9	8.40	9.30	10.10
下游制造	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品	54.4	2.10	0.70	-1.40	57.5	3.40	2.10	0.00
上游制造	黑色金属冶炼和压延加工	34.8	1.00	1.10	3.80	53.3	11.90	11.30	13.40
上游制造	化学原料和化学制品制造	10.8	-1.40	-2.80	-1.10	46.4	8.10	6.50	7.90
上游制造	有色金属冶炼和压延加工	27.4	2.80	3.30	-1.80	43.0	6.60	6.60	1.20
中游装备制造	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造	42.7	9.80	11.90	11.50	41.7	9.40	11.60	11.30
上游制造	橡胶和塑料制品	23.5	-0.40	0.00	1.60	40.9	3.10	3.50	5.10
上游原材料	非金属矿物制品	26.2	2.00	8.70	3.80	40.3	1.30	8.30	3.60
上游制造	非金属矿物制品	11.1	-0.50	-5.30	-2.30	38.9	5.90	1.30	4.40
下游制造	医药制造	41.3	8.50	7.90	10.00	38.4	8.20	7.60	9.70
上游制造	金属制品	23.3	-0.20	1.80	2.40	35.9	3.10	5.00	5.50
公用事业	燃气生产和供应	31.1	-4.20	-0.90	0.20	34.0	-5.80	-2.20	-0.90
中游装备制造	汽车制造	31.9	0.00	2.80	2.30	33.3	1.10	4.00	3.50
中游装备制造	电气机械和器材制造	26.5	5.40	4.00	5.10	30.2	6.40	5.30	6.60
上游原材料	有色金属采选	24.3	-3.70	-3.70	-7.10	30.0	-9.40	-9.60	-13.10
下游制造	印刷业和记录媒介的复制	26.4	-1.50	-1.20	-0.30	30.0	-1.00	-0.70	0.30
下游制造	造纸和纸制品	22.8	-7.50	-10.40	-4.50	29.9	-2.30	-5.10	0.80
下游制造	烟草制品	26.6	17.80	24.80	0.70	27.0	17.00	23.90	-0.20
下游制造	农副食品加工	27.3	4.30	4.00	1.00	26.3	4.10	4.20	1.60
中游装备制造	通用设备制造	22.6	4.00	3.10	4.10	23.3	4.30	3.40	4.40
上游原材料	黑色金属采选	3.3	-18.50	-18.30	-16.90	22.2	-13.40	-14.80	-15.00
下游制造	食品制造	8.1	2.90	0.80	0.50	18.9	3.40	1.40	1.10
公用事业	电力、燃气及水的生产和供应	21.2	1.10	0.90	-0.50	18.6	-0.60	-0.50	-1.70
下游制造	酒、饮料和精制茶制造	17.0	1.90	5.40	4.40	16.9	0.70	4.20	3.20
公用事业	水的生产和供应	8.1	12.80	11.30	-13.20	9.2	12.40	10.80	-13.80
下游制造	纺织服装、服饰	4.3	-1.30	-1.50	-2.90	5.8	-2.20	-2.40	-3.70
中游装备制造	计算机、通信和其他电子设备制造	0.0	-1.70	-3.30	-3.50	0.0	-0.40	-1.80	-1.80

来源: Wind, 国金证券研究所

(二) 利多因素 2: 估值低位下, 广谱利率下调, 有利于资金风险偏好的抬升

低位估值下, 广谱利率的下调, 或有利于资金风险偏好的抬升。2月20日, 月中MLF利率未动的情况下, LPR时隔两年再度开启非对称下调。5年期LPR超预期下调, 进一步释放“稳增长”信号, 也有望缓解存量债务压力、刺激需求, 进而改善市场情绪。当前市场情绪极度低迷: 1) 根据华润信托的统计, 截至12月31日, 阳光私募平均股票仓位为55.9%、仓位低于40%的私募占比高达32.7%; 2) 1月新发权益类公募基金规模仅62.4亿元, 为2019年以来最低。近期, 素有“聪明钱”之誉的北上资金已在1月22日以来持续流入381.2亿; 广谱利率的超预期下调, 或也有望带动内资情绪的改善。

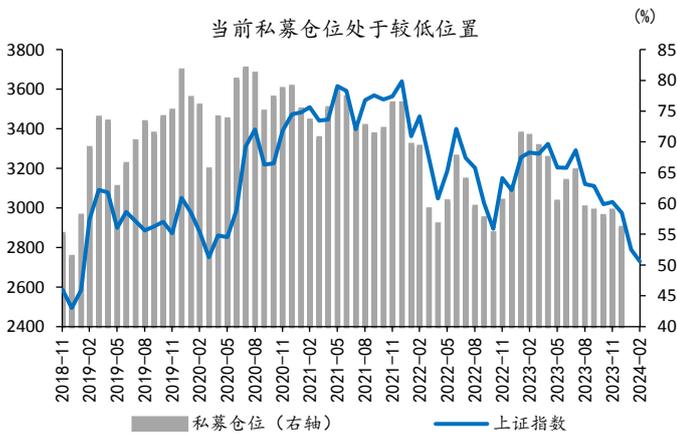


图表36: 2019年以来, LPR的历次调整梳理

	下调时点				变化幅度			
	7天逆回购	1年期MLF	1年期LPR	5年期LPR	7天逆回购	1年期MLF	1年期LPR	5年期LPR
2019	2019-11-18	2019-11-05	2019-11	2019-11	-5	-5	-5	-5
2020	2020-02-03	2020-02-17	2020-02	2020-02	-10	-10	-10	-5
	2020-03-30	2020-04-15	2020-04	2020-04	-20	-20	-20	-10
2021	/	/	2021-12	/	/	/	-5	/
2022	2022-01-17	2022-01-17	2022-01	2022-01	-10	-10	-10	-5
	/	/	/	2022-05	/	/	/	-15
	2022-08-15	2022-08-15	2022-08	2022-08	-10	-10	-5	-15
2023	2023-06-13	2023-06-15	2023-06	2023-06	-10	-10	-10	-10
	2023-08-15	2023-08-15	2023-08	2023-08	-10	-15	-10	/
2024	/	/	/	2024-02	/	/	/	-25

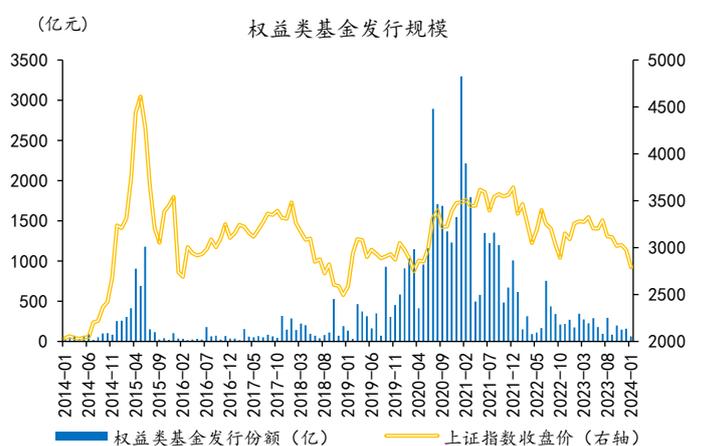
来源: Wind, 国金证券研究所

图表37: 当前私募仓位处于较低位置



来源: 华润信托, 国金证券研究所

图表38: 1月公募权益基金发行规模创19年2月以来新低



来源: Wind, 国金证券研究所

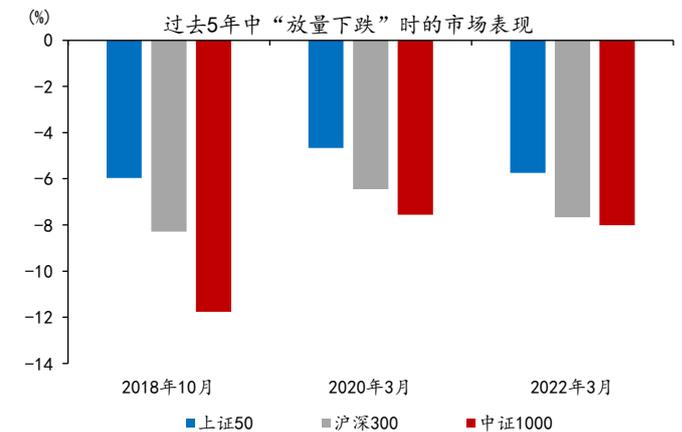
流动性预期改善后, 前期超跌板块有望企稳向好。历史回溯来看, 流动性冲击下的“放量下跌”, 流动性最差的小盘股往往受伤最深; 随后的反弹行情中, 前期超跌板块的修复力度也往往最大, 2018年11月、2020年4月和2022年4月的反弹行情均是如此。当下, “雪球”集中敲入的风险已明显释放, 而大股东质押与融资盘平仓仍有一定的“安全垫”; 随着这类流动性风险的缓和, 前期超跌的板块与行业有望率先修复。1月2日至2月5日, 计算机、电子、国防军工、机械设备等行业领跌, 跌幅分别为31.5%、28.9%、27.4%和26.1%。

图表39: 过去5年中, A股曾有过三次“放量下跌”



来源: Wind, 国金证券研究所

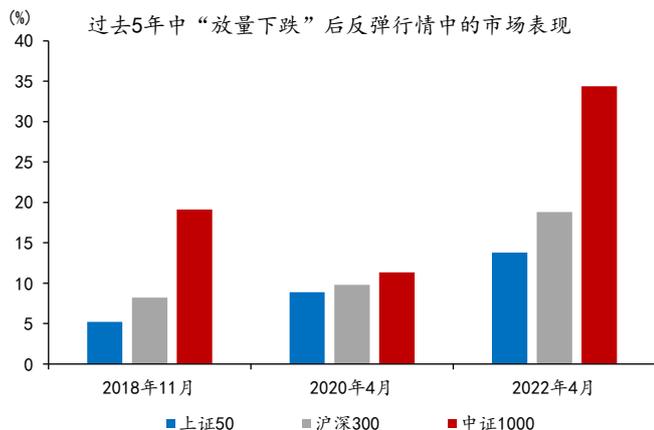
图表40: 三次“放量下跌”中小盘股表现较弱



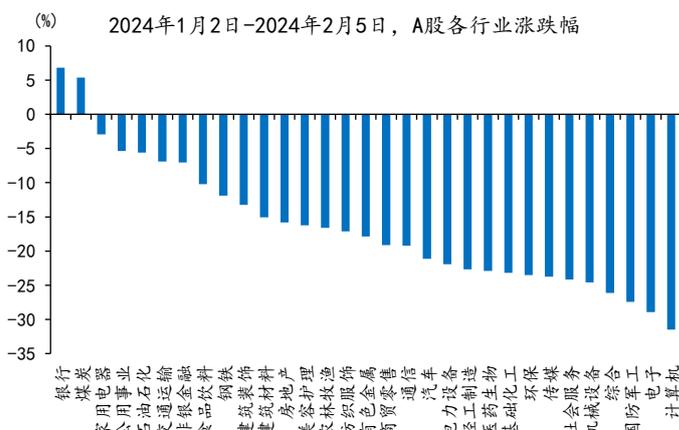
来源: Wind, 国金证券研究所



图表41: 随后的市场反弹中, 小盘股相对占优

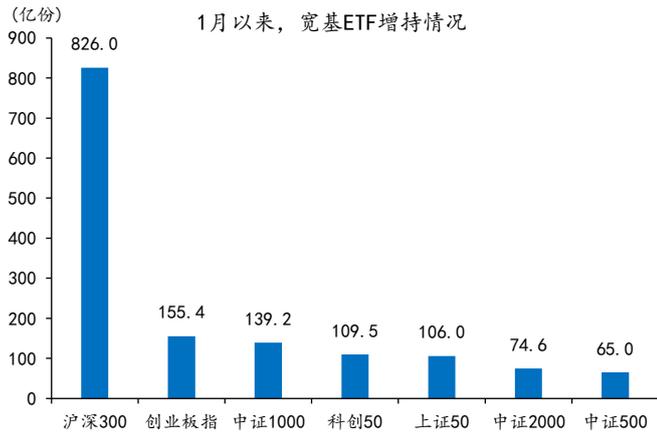


图表42: 1月2日-2月5日, 计算机、电子等行业领跌



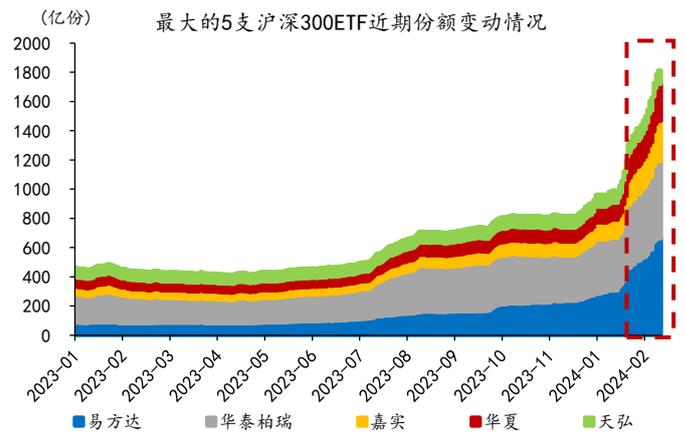


图表44: 1月以来, 各类宽基ETF均有明显增持



来源: Wind, 国金证券研究所

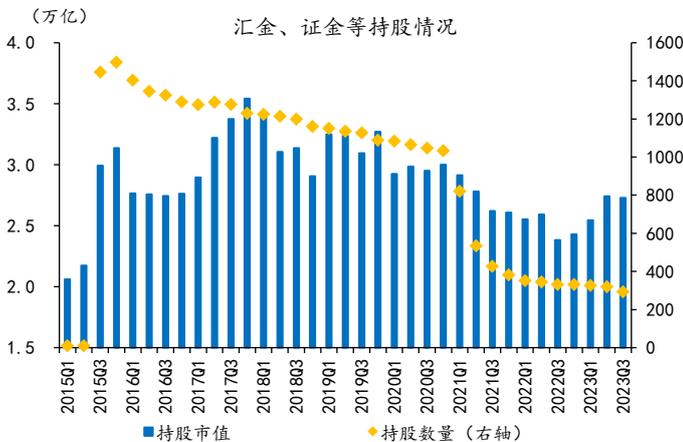
图表45: 近期, 最大的5支沪深300ETF份额快速上升



来源: Wind, 国金证券研究所

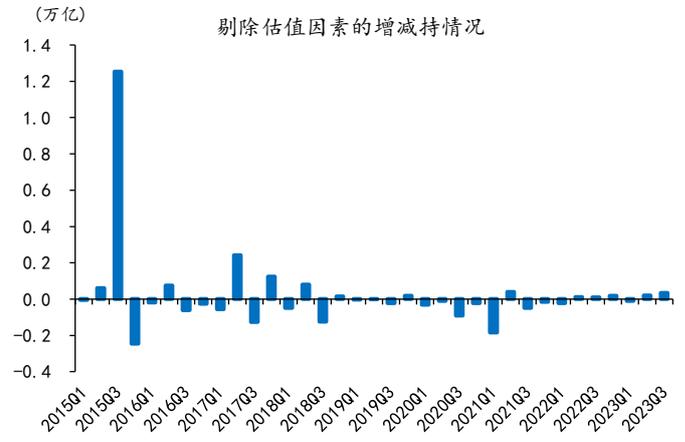
历史回溯来看, “汇金”等机构直接增持的个股在当季度表现或相对占优。2016年以来, 中央汇金、中国证金等机构<sup>7</sup>对前期购入的个股多有减持, 剔除价格因素, 截至2023年三季度, “汇金”等机构累计减持规模约4822亿; 这意味着, 相较于2015年高位, “汇金”等机构后续合计增持空间或接近5000亿元。从2015年三季度、2017年二季度、2017年四季度、2018年二季度4次“汇金”等机构大幅增持来看, “汇金”等机构当季度直接增持的个股平均表现相对占优<sup>8</sup>。从行业来看, 银行、非银等板块或受“汇金”等机构青睐。

图表46: 中央汇金、中国证金等机构持股情况



来源: Wind, 国金证券研究所

图表47: 2016年以来, 汇金、证金等机构持续减持A股



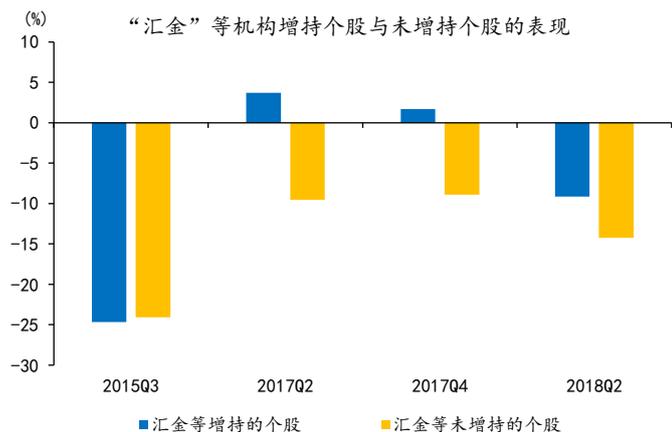
来源: Wind, 国金证券研究所

<sup>7</sup> 这类机构包括中央汇金、中国证金资管、外管局旗下投资平台、中国证金定制基金等。

<sup>8</sup> 以市值加权计算。

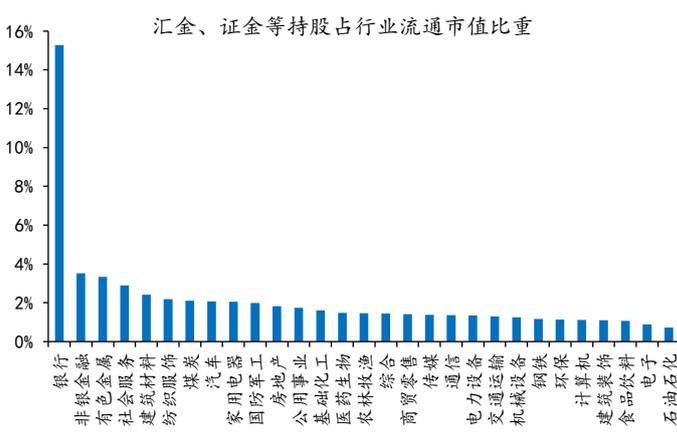


图表48：“汇金”等机构增持的个股表现相对占优



来源：Wind，国金证券研究所

图表49：汇金、证金较为偏好银行、非银等板块



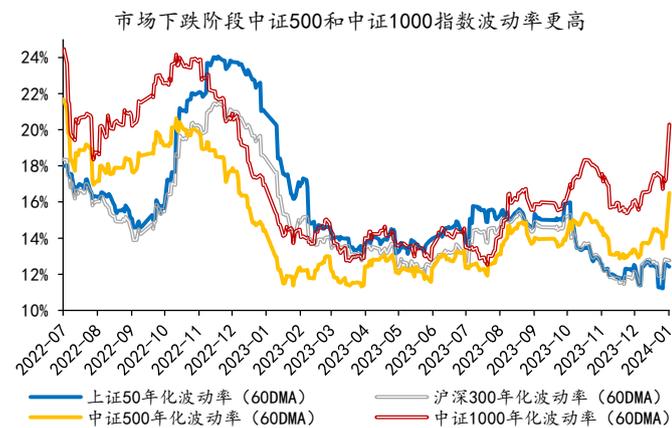
来源：Wind，国金证券研究所

### 三、潜在风险的后续影响？流动性冲击高峰已过，地产相关风险仍需跟踪

#### （一）风险1：存续的“雪球”结构中，大部分风险已明显释放

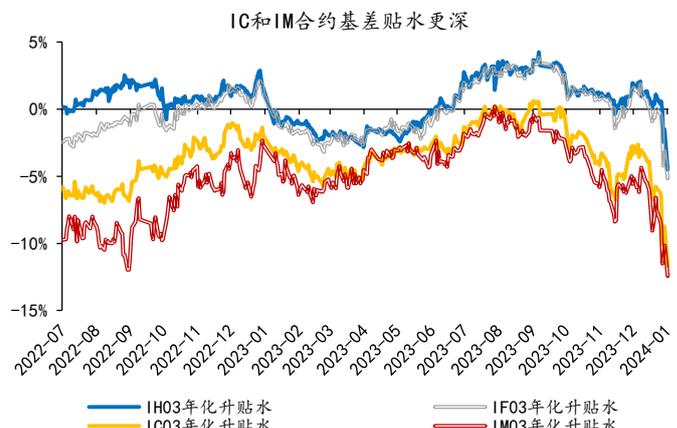
2023年8至10月，中证500和中证1000指数波动率处于相对低位，IC和IM合约基差贴水幅度也较小，预计“雪球”结构报价较低，新增发行规模较小。我们根据证券业协会最新发布的场外业务开展数据（2023年7月）<sup>9</sup>对存量规模进行估计，“雪球”结构存续规模合计约3274.6亿元，挂钩股指多为中证500和中证1000<sup>10</sup>。假设2023年8月以来“雪球”结构存续规模整体保持动态平衡，中证500“雪球”结构2024年后续的到期压力主要集中在2月和3月上旬，中证1000“雪球”结构则主要集中在8月。

图表50：中证500和中证1000指数波动率更高



来源：Wind，国金证券研究所

图表51：IC和IM合约基差贴水幅度更深



来源：Wind，国金证券研究所

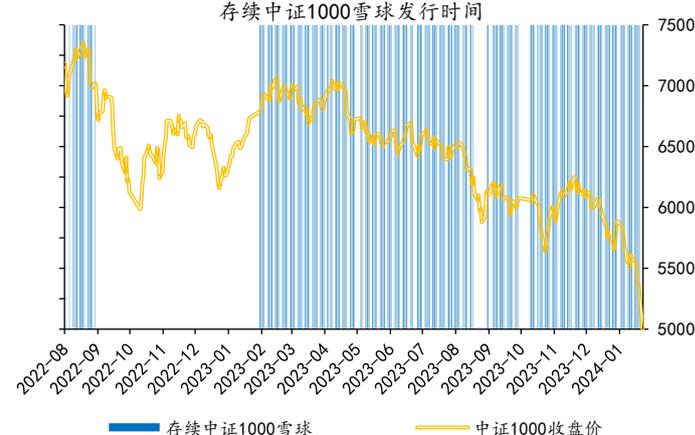
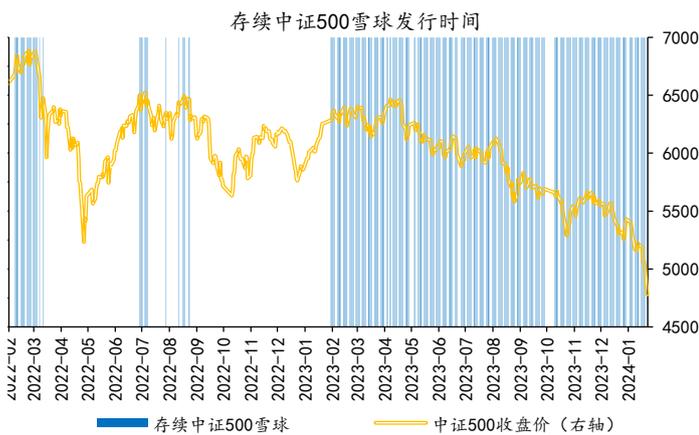
<sup>9</sup> 数据来源：[https://www.sac.net.cn/hyfw/cwsc/202309/t20230904\\_61356.html](https://www.sac.net.cn/hyfw/cwsc/202309/t20230904_61356.html)。

<sup>10</sup> 雪球结构票息与挂钩标的波动率和标的对应股指期货的基差贴水幅度正相关，波动率更高、基差贴水更深的标的报价通常更高，市场接受度也更高。



图表52: 存续中证500雪球结构发行时间

图表53: 存续中证1000雪球结构发行时间



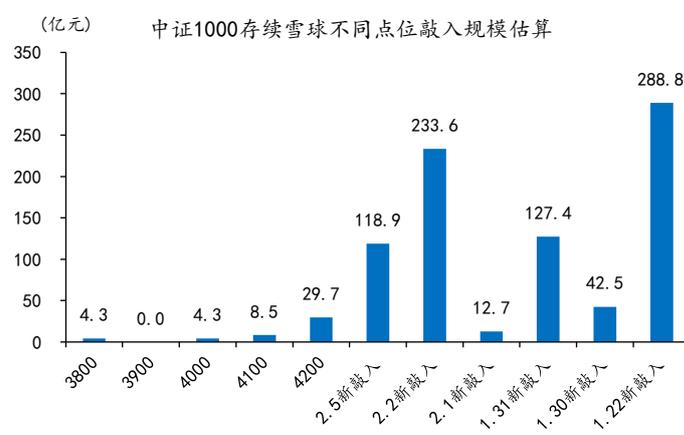
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

假设挂钩中证500和中证1000指数的“雪球”结构的存量规模为2:1,则挂钩中证500和中证1000的“雪球”规模分别为2183.1亿和1091.5亿元。假设此前发行规模相对均匀,80%、75%和70%敲入线的比例为5:3:2。目前存续“雪球”结构中,集中敲入风险已经于2024年2月5日前明显释放。中证500和中证1000“雪球”2月5日前新增敲入规模估计分别为1179.6亿元和823.9亿元,分别占此前存续未敲入“雪球”规模的59.5%和94.6%。中证1000“雪球”的敲入风险释放更为充分,敲入线在3800到4200点之间的规模较小。

图表54: 中证500存续雪球不同点位敲入规模估算

图表55: 中证1000存续雪球不同点位敲入规模估算



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

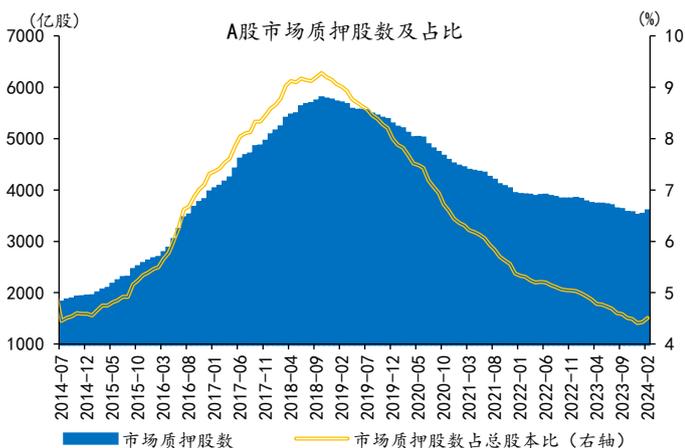
(二) 风险2: 股权质押和融资平仓风险, 仍有较厚“安全垫”

股权质押方面, 相较2018年, 当前质押市值更低、质押比率提供的“安全垫”更厚, 质押平仓的总量风险或相对有限。一方面, 近年来市场股票质押数和市值持续回落, 未平仓规模已有明显下降。截至2月8日, 全市场质押数为3583亿股, 占总股本比重为4.5%, 仅为2018年10月的48.5%; 质押市值也已回落至2.4万亿、占总市值比重为2.9%, 仅为2018年5月的30.7%。在质押率40%、平仓线140%的中性假设下, 当下未平仓市值约2.0万亿, 远低于2018年。另一方面, 过去3年间上交所、深交所限售股质押率分别为32.4%、31.3%, 低于2015-2018年间的35.7%和33.0%, 低质押率也提供了更厚的“安全垫”。<sup>11</sup>

<sup>11</sup> 更低的质押率意味着出质人的融资规模更低, 质押市值跌破平仓线的可能性也会相应更低。

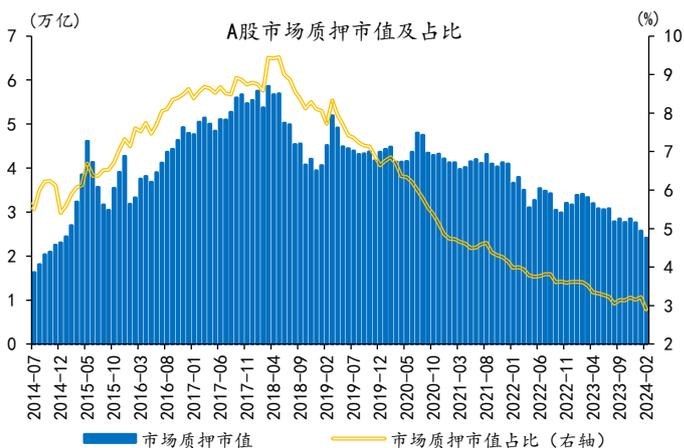


图表56: 当前 A 股质押股数占比约为 2018 年高位的一半



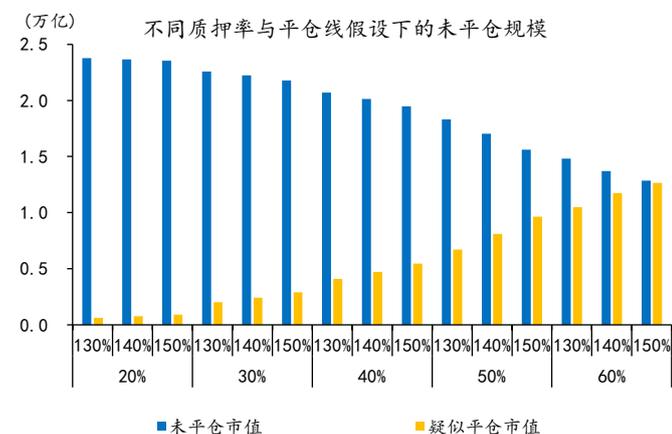
来源: Wind, 国金证券研究所

图表57: 当前 A 股质押市值占比约为 2018 年高位的三成



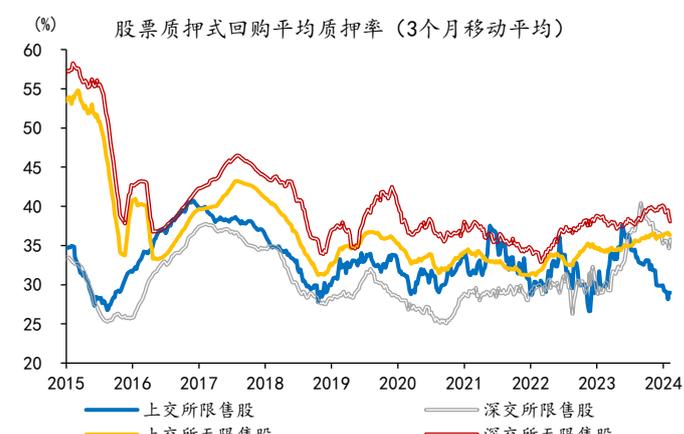
来源: Wind, 国金证券研究所

图表58: 不同质押率与平仓线假设下的未平仓规模测算



来源: Wind, 国金证券研究所

图表59: 当前交易所的平均质押率低于 2018 年



来源: Wind, 国金证券研究所

行业层面, 如果大盘持续调整, 房地产、建筑材料、社会服务、轻工制造、传媒等行业的质押平仓风险或值得留意。基于 40% 质押率和 140% 平仓线的中性假设, 我们测算了上证指数跌至各点位时, 可能新增触发的股权质押平仓规模<sup>12</sup>, 如果悲观情形下市场持续调整, 上证指数临近 2500 和 2200 两大关口时, 或有一定质押平仓压力。分行业来看, 当前房地产、商贸零售、建筑材料、农林牧渔、基础化工的疑似触发平仓规模占流通市值比重较高, 分别为 5.4%、4.7%、4.0%、4.0% 和 3.8%; 如果上证指数跌至 2500 点, 房地产、建筑材料、社会服务、轻工制造、传媒新触发平仓规模占流通市值比重较高<sup>13</sup>, 均处于 2%-3%。

<sup>12</sup> 图 33 假设上证指数跌至某一点位时, 所有个股跌幅均与上证指数持平; 图 34 则先计算各行业在 2023 年以来相对上证指数的  $\beta$ , 假设上证指数跌至某一点位时, 各行业个股的跌幅均为该行业  $\beta$  与上证指数跌幅的乘积。

<sup>13</sup> 假设质押率 40%、平仓线 140%; 上证指数跌至 2500 点时, 各行业个股的跌幅均为该行业  $\beta$  与上证指数跌幅的乘积。



图表60: 上证指数跌至各点位时, 新增触发的平仓规模



来源: Wind, 国金证券研究所

注: 假设上证指数跌至某一点位时, 所有个股跌幅均与上证指数持平。

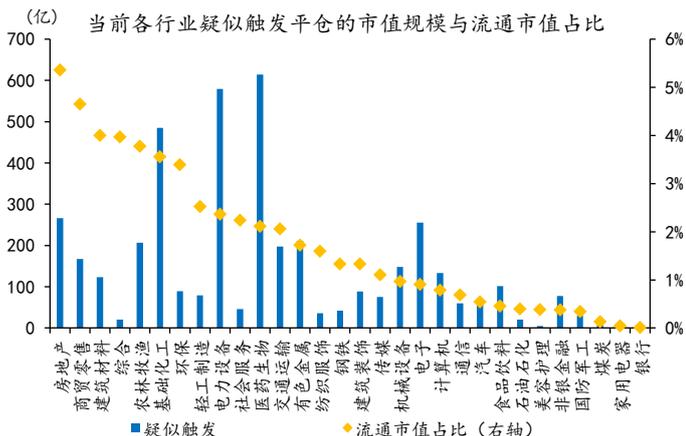
图表61: 上证指数跌至各点位时, 或新增触发平仓规模



来源: Wind, 国金证券研究所

注: 先计算各行业在 2023 年以来相对上证指数的  $\beta$ , 假设上证指数跌至某一点位时, 各行业个股的跌幅均为该行业  $\beta$  与上证指数跌幅的乘积。

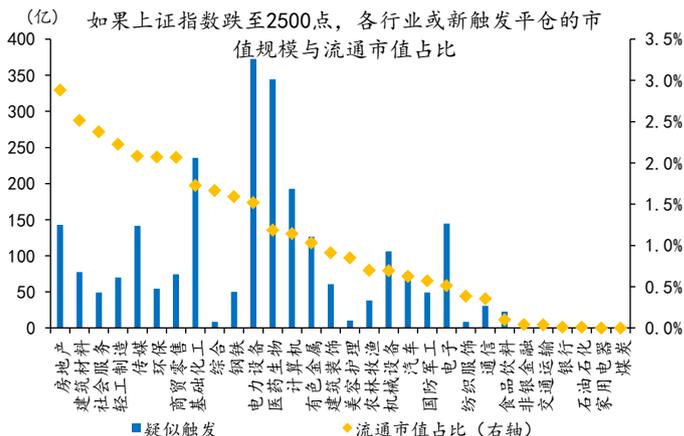
图表62: 当前疑似触发平仓的市值规模与占比



来源: Wind, 国金证券研究所

注: 假设质押率 40%、平仓线 140%。

图表63: 上证指数跌至 2500 点, 或新触发的平仓规模



来源: Wind, 国金证券研究所

注: 假设质押率 40%、平仓线 140%; 上证指数跌至 2500 点时, 各行业个股的跌幅均为该行业  $\beta$  与上证指数跌幅的乘积。

融资盘方面, 1 月下旬以来融资余额的快速下降主要系融资买入信心不足导致, 周均融资偿还额与 2023 年 10 月基本相当, 融资余额占比较低, 整体风险可控。1 月 29 日以来, 融资余额从 1.5 万亿开始快速下降, 2 月 2 日和 2 月 8 日单周分别下降 715 和 848 亿元, 两周累计下降比例超过 10%。1 月 26 日当周, 融资买入额和融资偿还额均明显上升, 融资余额小幅下降。2 月 2 日和 2 月 8 日两周, 随着市场再次回落, 市场信心不足, 融资买入额明显减少, 融资偿还额仍然处于较高水平, 导致融资余额下降较多。截至 2 月 8 日收盘, 融资余额占比仅为 2.2%, 各行业融资余额占比均低于 3.5%, 对市场影响也相对有限。

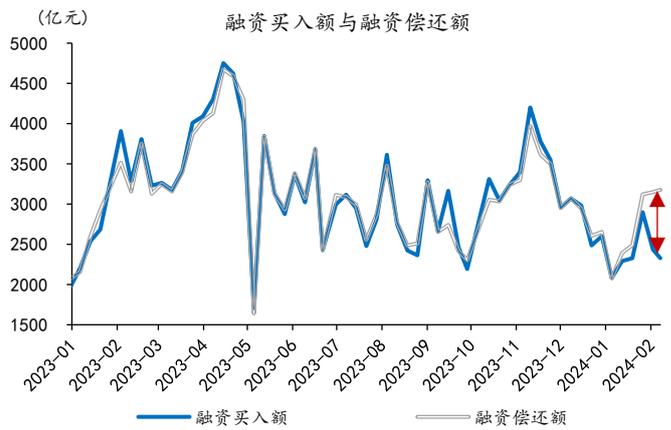


图表64: 1月下旬至2月上旬, 融资余额快速下降



来源: Wind, 国金证券研究所

图表65: 融资余额快速下降主要系融资买入信心不足



来源: Wind, 国金证券研究所

图表66: 各行业融资余额占比均低于3.5%



来源: Wind, 国金证券研究所

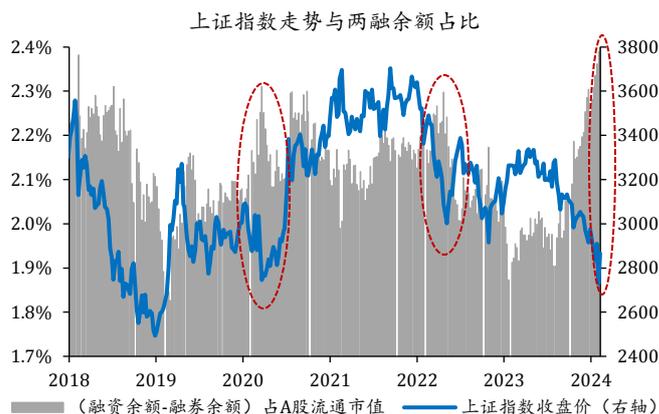
2017年以来, 融资余额占比整体相对稳定, 融资盘平仓压力在2月5日相对较高, 随着市场企稳反弹, 平仓压力明显缓解。2013年到2015年6月为融资盘快速加杠杆时期, 融资余额占比一度超过4.7%; 融资盘去杠杆则集中在2015年下半年到2016年上半年; 2017年以后融资余额占比整体在1.8%到2.5%之间波动, 平均为2.2%(同2月8日收盘水平), 对市场影响相对有限。截至2月8日收盘, 两融平均担保比例回升至245.8%, 与2023年10月的低点247.0%较为接近。担保物现金/担保物证券为6.2%, 已上升至2021年以来的较高水平, 仅次于2022年4月市场见底前的6.8%, 融资盘平仓压力最大的时间或已过去。



图表67：2017年以来，融资余额占比整体相对稳定



图表68：流动性冲击阶段两融余额占比处于相对高位



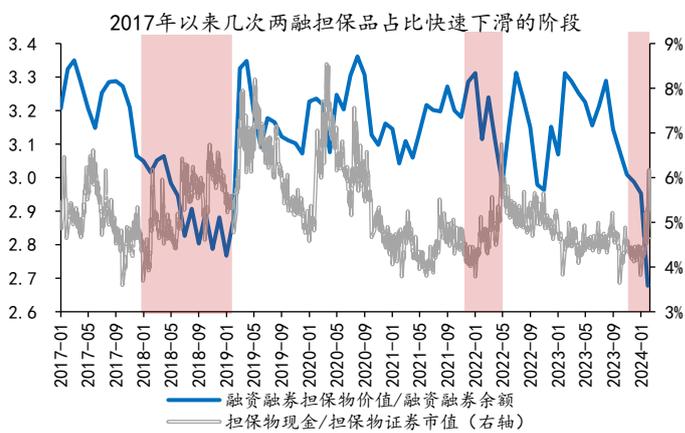
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表69：两融平均担保比例回升至2023年10月水平



图表70：担保物现金占比快速上升，仅次于2022年4月



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

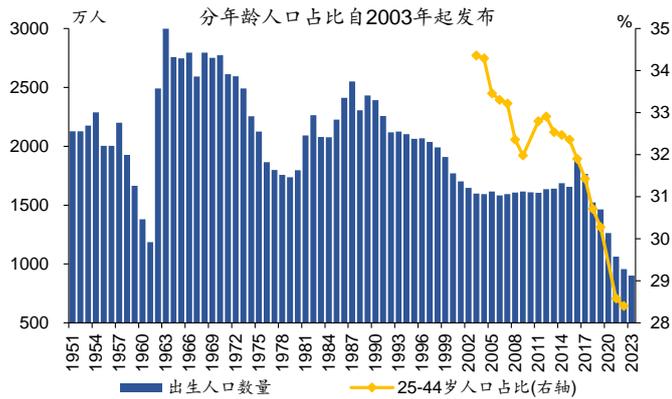
### （三）风险3：地产大周期向下，部分传统链条的风险仍需关注

发展阶段、人口结构及产业生态的变化，或导致本轮房地产可恢复程度相对有限。2022年我国主力购房人群（25-44岁人口）数量较2015年下降4670万人、占比降至28.4%，2023年我国出生人口902万人、较上年减少54万人。经验上，成交土地总价领先土地购置费1年左右。2021年以来成交土地总价持续负增长，2023年同比-19%，而土地购置费降幅仅有-5.5%，土地成交收缩的影响还未充分传导至投资端。从近期数据来看，30大中城市商品房销售开年前50天商品房销售面积1010万平方米、较此前4年均值减少4成以上；2023年，地产链消费<sup>14</sup>两年复合同比-2.5%、也显著低于3.4%的社零同比。

<sup>14</sup> 限额以上家具、家电、建材装潢零售额合计。

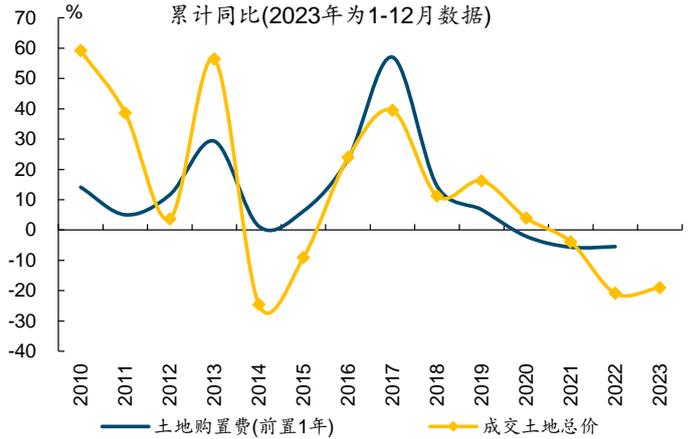


图表71: 主力购房人群 (25-44岁人口) 占比明显下降



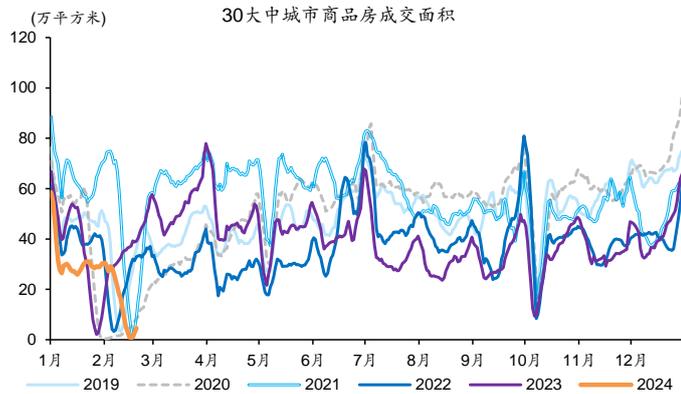
来源: Wind, 国金证券研究所

图表72: 成交土地总价领先土地购置费1年左右



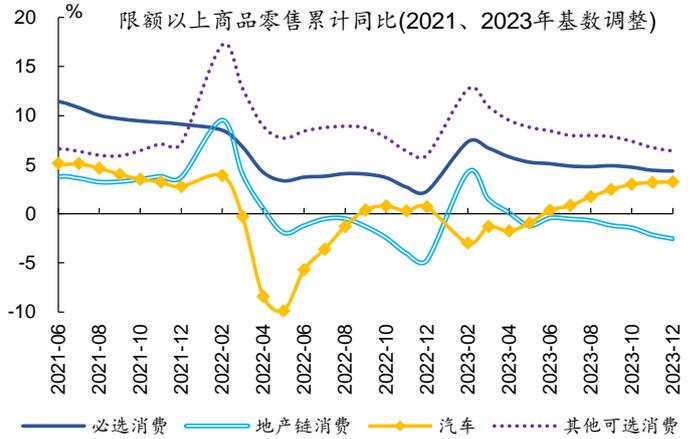
来源: Wind, 国金证券研究所

图表73: 30大中城市商品房销售面积处于历史低位



来源: Wind, 国金证券研究所

图表74: 地产链的消费增速显著低于社零增速



来源: Wind, 国金证券研究所

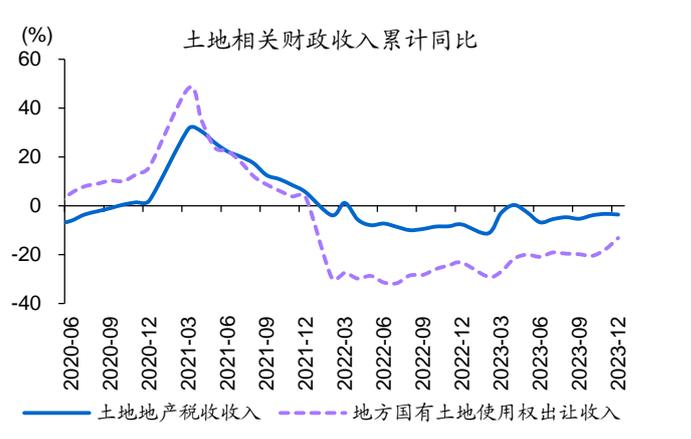
土地市场的持续低迷等,或进一步拖累城投平台政府相关业务收入和再融资能力,导致城投平台现金流状况恶化。百城土地溢价率与成交面积仍处低位,一方面导致地方政府性基金收入持续走弱、同比下滑 10.1%,影响城投平台的政府相关业务收入;另一方面,土地资产价值缩水、流通下降,影响城投平台现金流和再融资能力。同时 2022 年城投平台大规模拿地托底地产,可能也会进一步加剧其现金流压力。

图表75: 2023 年以来, 土地成交面积与溢价率仍处低位



来源: Wind, 国金证券研究所

图表76: 2023 年以来, 地方政府性基金收入持续低迷



来源: Wind, 国金证券研究所



### 经过研究，我们发现：

- 1、2023年8月以来，A股市场情绪低迷、一度调整至历史低位。经济预期低迷、托底政策效果偏弱或是市场情绪走弱的主因。近期，市场微观流动性的恶化，或进一步放大了A股的波动：1月以来，截至2月5日，“雪球”集中敲入约2000亿，市场融资余额快速下降1500亿，大股东疑似触及平仓市值增加约2400亿。
- 2、随着基本面预期修复、流动性风险释放，A股市场的利多因素正在积累：利多因素1，“稳增长”进行时，对于经济的支撑效果有望逐步显现。利多因素2，估值低位下，广谱利率下调，或有利于资金风险偏好的抬升。利多因素3，“汇金”等增量资金有望对市场形成助力，同时也将弱化市场的尾部风险。
- 3、流动性冲击高峰已过，后续的市场风险相对可控。风险1：目前存续的“雪球”结构中，大部分敲入风险已经于2024年2月5日前释放。风险2：大股东质押与融资盘平仓风险，或仍有一定“安全垫”的缓冲。风险3：地产大周期向下，部分传统链条的风险仍需关注。

**重申观点：**随着基本面改善、流动性风险释放，市场情绪有望持续改善。中期关注两条逻辑链，1、“经济预期修复”逻辑链，地产、基建链条的上游或相对受益，关注建筑、机械设备、黑色有色等；2、“流动性冲击缓释”逻辑链，前期超跌板块有望受益情绪修复，关注计算机、电子、化工等。

### 风险提示

1. 测算数据与实际情况可能存在较大差异：场外交易缺少公开数据，本文的测算基于较多假设，可能与实际情况存在较大差异。
2. 美联储降息放缓对国内政策的掣肘：当下美国通胀已有一定粘性显现，如美联储降息放缓，或将对北上资金、国内货币政策等形成掣肘。
3. 地缘冲突的或有扰动：近期巴以冲突延续，朝鲜半岛的地缘局势也更加动荡，地缘冲突的升级或将压制投资者的风险偏好。



**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：北京市东城区建国内大街 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