



# 大类资产月报第 10 期

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

## 3 月展望：“股债跷跷板”重现？

2 月，海外市场继续“高歌猛进”、美欧日股指屡创新高；国内市场情绪明显改善，“股债双牛”行情再现。海外新高背后的“分化”、“股债跷跷板”会否重现？本文分析，可供参考。

### 热点思考：3 月展望，“股债跷跷板”重现？

#### 一、2 月海外市场主线？经济韧性叠加 AI 行情，美欧日股指均创历史新高

2 月美债收益率反弹，商品价格震荡走弱，但权益市场对分母端冲击却“钝感力”十足，美欧日股市不断刷新历史新高。2 月，10Y 美债利率上行 26bp 至 4.25%，对商品价格形成压制、彭博商品指数震荡走低 5.1%。但权益市场却未受冲击，2 月 23 日，标普 500、道指、斯托克 600 均创历史新高；日经 225 更是全月大涨 10.0%、不断刷新历史新高。经济的韧性或是海外交易的主线逻辑，AI 行情则是本轮海外股指上涨的主要支撑。2 月以来，海外经济明显走强，降息预期的后移、股市周期板块的超涨、需求敏感型商品的相对走强均是对此的反映。与此同时，OpenAI 新推出的 SORA 与大超预期的英伟达季报，也点燃了市场对 AI 的“热情”，半导体板块贡献了标普 500、日经 225 在 2 月涨幅的四成。

#### 二、2 月国内市场焦点？资本市场流动性改善，“股债双牛”行情再现

2 月初，在“雪球”敲入、融资平仓、质押平仓等流动性冲击下，国内股指一度大幅下行、在 2 月 5 日触及近 5 年新低。1) 1 月 22 日至 2 月 5 日，“雪球”集中敲入约 2000 亿；2) 1 月 29 日-2 月 5 日，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。随着流动性风险缓和，权益市场情绪明显改善；“股债跷跷板”却并未出现，债市收益率继续下行、创近 20 年来新低。2 月 6 日以来，在监管改革与降息等利好下，市场情绪逐步回暖、A 股情绪指数由 27.1 升至 38.2，A 股开启一轮修复行情。而在流动性环境的边际转松的带动下，国债收益率仍延续下行：10Y 国债收益率下行 9.5bp、创近 20 年新低。

#### 三、3 月市场如何演绎？海外股市行情或走向分化，国内“股债跷跷板”有望重现

海外市场，分母端短期的高位震荡，或带来美股上行动能减弱，而上行基础更为“坚实”的日欧市场行情或有望延续。当下，美股估值已至相对高位，短期经济韧性与通胀粘性或驱动美债收益率继续攀高，以信息技术、工业等为代表的高估值板块波动或将加剧。区别于美股，日、欧股市上行基础更为“坚实”、估值也更“合理”，行情或有望得以延续。国内市场，基本面预期改善、风险偏好抬升与长线资金的支撑，或将助力 A 股的修复，“股债跷跷板”或将重现。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。而债市方面，当前收益率已与资金利率明显背离。政府债券发行节奏对资金面的潜在扰动，股市预期改善后、前期“拥挤”机构行为的调整，或将放大债市的波动。

### 月度回顾：海外股指多创历史新高，中国国债收益率全线下行（2024/02/01-2024/02/29）

**股票市场：**发达国家股指多数上涨，新兴市场股指多数上涨。发达国家市场，道琼斯指数、标普 500 指数以及德国 DAX 指数均达到历史新高，分别上涨 2.2%、5.2%以及 4.6%；新兴市场，上证综指上涨 8.1%、修复行情突出。

**债券市场：**发达国家 10 年期国债收益率多数上涨，中国国债收益率下行至历史新低。10 年期国债收益率方面，美国上行 26bp 至 4.25%，英国上行 30bp 至 4.19%；中国国债收益率中，2 年期下行至 2.05%，10 年期下行至 2.34%。

**外汇市场：**美元指数上行，人民币小幅贬值。美元指数上行 0.6%至 104.1。欧元兑美元贬值 0.1%，英镑兑美元贬值 0.5%，日元兑美元升值 2.1%，美元兑在岸人民币升至 7.19，美元兑离岸人民币升至 7.21。

**商品市场：**原油全线上涨，贵金属走势分化，有色多数下跌。LME 镍、焦煤领涨，分别上涨 8.6%、7.5%；COMEX 黄金涨 0.3%至 2043.1 美元/盎司，通胀预期从前值的 2.2%升至 2.3%，10Y 美债实际收益率从前值的 1.7%升至 1.9%。

### 风险提示

俄乌冲突再起波澜；大宗商品价格反弹；美欧工资增速放缓不达预期



## 内容目录

一、热点思考：3月展望，“股债跷跷板”重现？	6
（一）2月海外市场主线？经济韧性叠加AI行情，美欧日股指均创历史新高	6
（二）2月国内市场焦点？资本市场流动性改善，“股债双牛”行情再现	8
（三）3月市场如何演绎？海外股市行情或走向分化，国内“股债跷跷板”有望重现	11
二、大类资产高频跟踪（2024/02/01-2024/02/29）	14
（一）月度回顾：全球股市多数上涨，商品多数下跌，汇率市场走势分化	14
（二）股票市场追踪：发达国家股指多数上涨，新兴市场股指多数上涨	15
（三）债券市场追踪：发达国家10年期国债收益率多数上涨，中国国债收益率全线下跌	17
（四）外汇市场追踪：美元指数上行，其他货币兑美元走势分化	18
（五）大宗商品市场追踪：原油全线上涨，有色多数下跌	19
三、报告精选	21
（一）看多A股的三大理由？	21
（二）债市，调整的风险有多大？	24
风险提示	27

## 图表目录

图表 1：2月，美债收益率明显反弹	6
图表 2：2月，海外商品价格整体震荡走低	6
图表 3：标普500和道指在2月23日创历史新高	6
图表 4：2月，斯托克600和日经225相继创历史新高	6
图表 5：2月以来，美、欧、日经济集体超预期	7
图表 6：年内的美联储降息预期不断后移	7
图表 7：美、欧周期板块均相对防御板块走强	7
图表 8：对需求较为敏感的有色金属跌幅相对较窄	7
图表 9：美、欧、日四季报均超预期	7
图表 10：AI行情带动美国投资者情绪明显上行	7
图表 11：半导体板块对美、日股指的贡献约4成	8
图表 12：美、日、欧各行业2月的超额收益率情况	8
图表 13：中证500存续雪球不同点位敲入规模估算	8
图表 14：中证1000存续雪球不同点位敲入规模估算	8
图表 15：1月底2月初，市场融资余额快速下降	9



图表 16:	疑似触及平仓的市值在 2 月初一度大幅上升.....	9
图表 17:	近期资本市场相关政策频出.....	9
图表 18:	2 月中下旬, A 股市场情绪明显改善.....	10
图表 19:	前期超跌的个股, 近期修复更为明显.....	10
图表 20:	岁末年初, MLF 连月超额续作.....	10
图表 21:	2024 年 2 月, 降准 0.5 个百分点.....	10
图表 22:	10 年期国债收益率一度逼近 2.3%.....	11
图表 23:	各期限国债收益率均明显下行.....	11
图表 24:	标普 500 指数的涨幅主要由风险偏好提振贡献.....	11
图表 25:	日经 225 的上涨几乎全部由估值端贡献.....	11
图表 26:	盈利是德国 DAX2023 年以来上涨的重要支撑.....	12
图表 27:	1990 年以来主要股指的估值历史分位数.....	12
图表 28:	2023 年末主要基建上市公司订单显著放量.....	12
图表 29:	挖掘机销量与水利环境投资增速较为同步.....	12
图表 30:	当前私募仓位处于较低位置.....	13
图表 31:	“中央汇金”等增持计划与上证指数市场表现.....	13
图表 32:	非银资金利率水平已处高位.....	13
图表 33:	滚隔夜“加杠杆”现象依然突出.....	13
图表 34:	一季度地方债计划发行近万亿元.....	14
图表 35:	政府债券集中发行带动流动性环境边际收紧.....	14
图表 36:	2 月以来大类资产涨跌幅.....	15
图表 37:	本月, 发达国家股指多数上涨.....	15
图表 38:	本月, 新兴市场股指多数上涨.....	15
图表 39:	本月, 美国标普 500 行业全线上涨.....	16
图表 40:	本月, 欧元区行业走势分化.....	16
图表 41:	本月, A 股各类宽基指数全线上涨.....	16
图表 42:	本月, 行业方面全线上涨.....	16
图表 43:	本月, 恒生指数全线上涨.....	16
图表 44:	本月, 行业方面全线上涨.....	16
图表 45:	本月, 发达国家 10 年期国债收益率多数上涨.....	17
图表 46:	本月, 美英德 10Y 收益率.....	17
图表 47:	本月, 新兴市场 10 年期国债收益率走势分化.....	17
图表 48:	本月, 土耳其、巴西 10Y 利率.....	17
图表 49:	本月, 中国国债收益率全线下跌.....	18
图表 50:	本月, 3 个月、2 年期与 10 年期国债收益率.....	18



图表 51:	本月美元指数上行,其他货币兑美元走势分化	18
图表 52:	英镑和欧元兑美元	18
图表 53:	本月,主要新兴市场兑美元多数下跌	19
图表 54:	土耳其里拉,雷亚尔和韩元	19
图表 55:	本月,美元兑人民币升值	19
图表 56:	本月,美元兑人民币升值	19
图表 57:	本月,原油全线上涨,有色多数下跌	20
图表 58:	原油全线上涨	20
图表 59:	本月,焦煤价格变动 7.53%	20
图表 60:	本月,铜价格上涨,铝价格下跌	21
图表 61:	本月,通胀预期升至 2.33%	21
图表 62:	本月,COMEX 黄金上涨 0.27%、COMEX 银下跌 2.01%	21
图表 63:	本月,10Y 美债实际收益率升至 1.92%	21
图表 64:	上证指数与创业板指一度明显走弱	22
图表 65:	上证指数估值处历史较低分位水平	22
图表 66:	2023 年 10 月以来,PMI 一度连续三个月回落	22
图表 67:	疑似触及平仓的市值在 1 月底一度大幅上升	22
图表 68:	2023 年末主要基建上市公司订单显著放量	23
图表 69:	挖掘机销量与水利环境投资增速较为同步	23
图表 70:	当前私募仓位处于较低位置	23
图表 71:	中央汇金、中国证金等机构持股情况	23
图表 72:	中证 500 存续雪球不同点位敲入规模估算	24
图表 73:	中证 1000 存续雪球不同点位敲入规模估算	24
图表 74:	当前 A 股质押市值占比约为 2018 年高位的三成	24
图表 75:	两融平均担保比例回升至 2023 年 10 月水平	24
图表 76:	10 年期国债收益率一度下破 2.4%	25
图表 77:	收益率水平、利差等均处历史低位	25
图表 78:	岁末年初,MLF 连月超额续作	25
图表 79:	债市收益率与资金利率已有背离	25
图表 80:	债市调整节奏缩短、幅度收窄	26
图表 81:	2020 年压降结构性存款推升流动性压力	26
图表 82:	经济修复阶段,流动性环境平稳宽松	26
图表 83:	理财产品各类风险偏好投资者数量分布	26
图表 84:	非银资金利率水平已处高位	27
图表 85:	一季度地方债计划发行近万亿元	27



图表 86: 政府债券集中发行带动流动性环境边际回升..... 27

图表 87: 年初, 质押回购成交规模处于同期高位..... 27



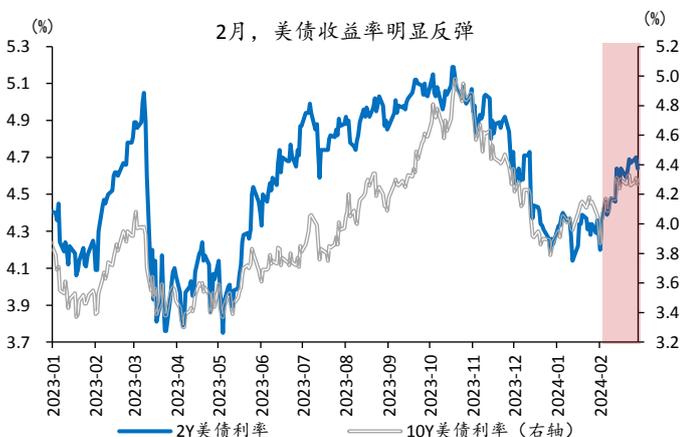
2月，海外市场继续“高歌猛进”、美欧日股指屡创新高；国内市场情绪明显改善，“股债双牛”行情再现。海外新高背后的“分化”、“股债跷跷板”会否重现？本文分析，供参考。

## 一、热点思考：3月展望，“股债跷跷板”重现？

### （一）2月海外市场主线？经济韧性叠加AI行情，美欧日股指均创历史新高

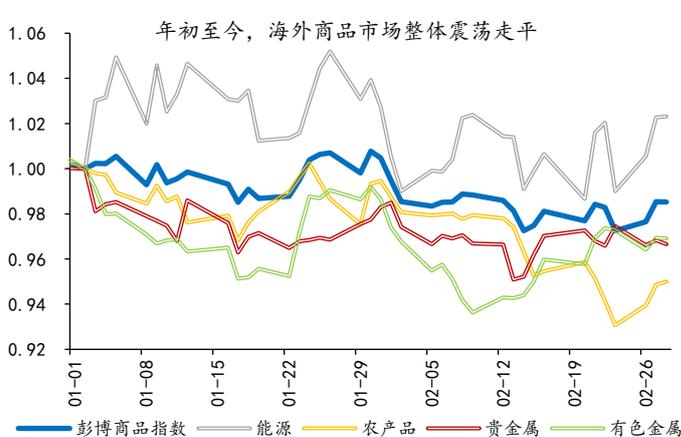
2月美债收益率反弹，商品价格震荡走弱，但权益市场对分母端冲击却“钝感力”十足，美欧日股市不断刷新历史新高。2月1日-2月29日，10年期、2年期美债收益率分别上行26bp、37bp至4.25%和4.64%。美债收益率的上行，对商品价格形成压制，彭博商品指数震荡走低5.1%；但权益市场却未受冲击，反而“逆势上行”。2月23日，标普500、道指、斯托克600分别上涨5.0%、2.6%、2.4%，均创历史新高；日经225更是一路大涨10.0%，在3月1日一度逼近40000点、不断刷新历史新高。

图表1：2月，美债收益率明显反弹



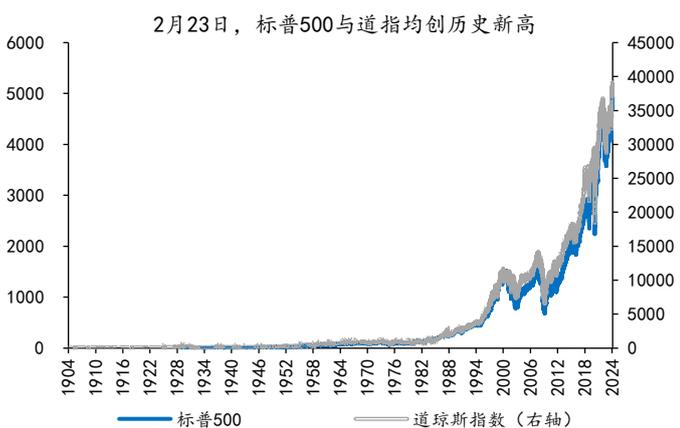
来源：Wind，国金证券研究所

图表2：2月，海外商品价格整体震荡走低



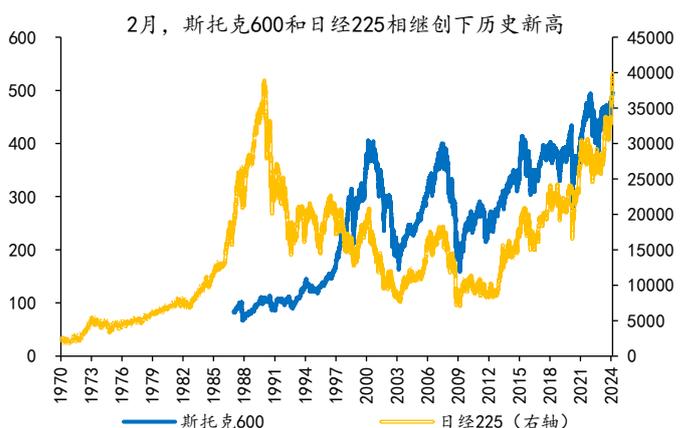
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表3：标普500和道指在2月23日创历史新高



来源：Wind，国金证券研究所

图表4：2月，斯托克600和日经225相继创历史新高



来源：Bloomberg，国金证券研究所

经济的韧性或是近期海外交易的主线逻辑；股市周期板块的超涨、需求敏感型商品的相对走强均是对此的反映。2月以来，美国、欧元区、日本的花旗经济意外指数分别上行14.9、38.4和7.8，制造业PMI也均超市场预期。强劲的经济数据，在市场层面亦有反映：1) 债券市场，PMI、非农、CPI等数据导致市场降息预期不断后移，推动了债市收益率的上行；2) 股票市场，美国、欧洲的周期板块均相对防御板块走强；3) 商品市场，铜金比上行，商品属性更强的有色金属微跌0.7%、表现强于大跌4.2%的贵金属。

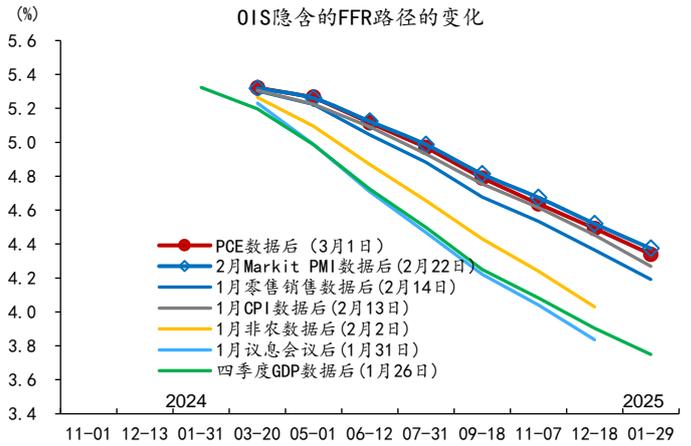


图表5: 2月以来,美、欧、日经济集体超预期



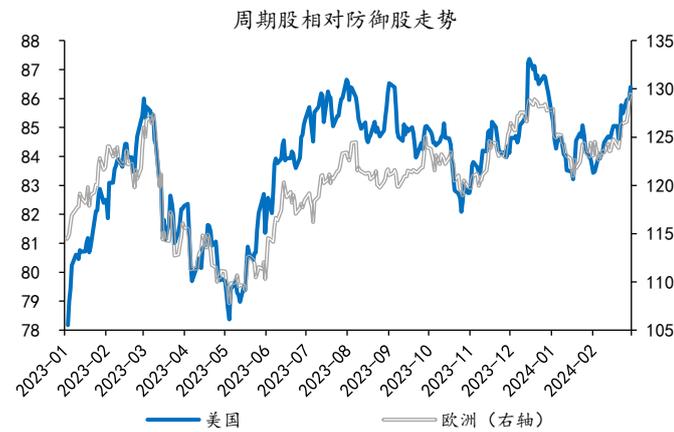
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表6: 年内的美联储降息预期不断后移



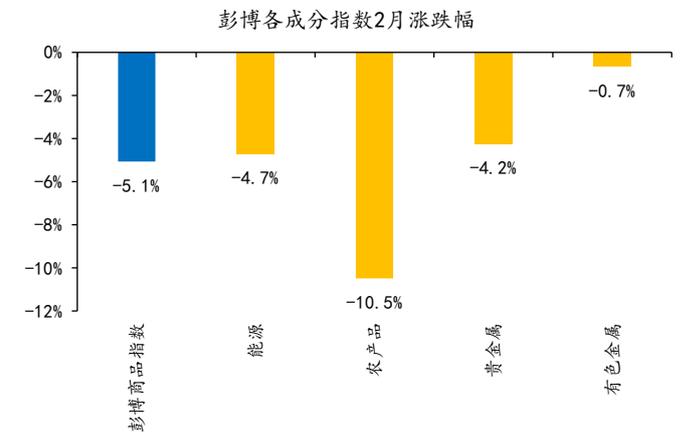
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表7: 美、欧周期板块均相对防御板块走强



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

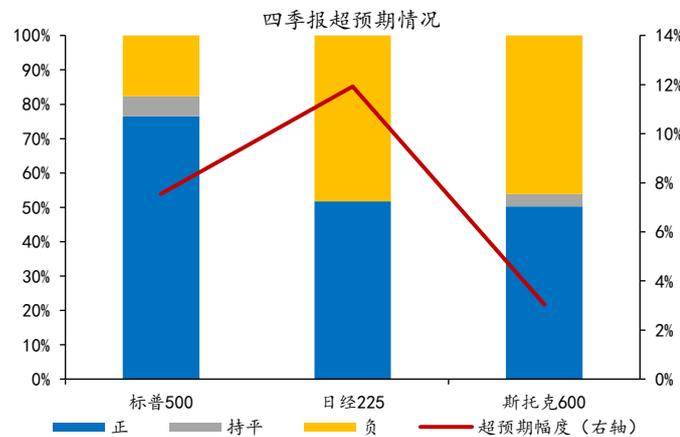
图表8: 对需求较为敏感的有色金属跌幅相对较窄



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

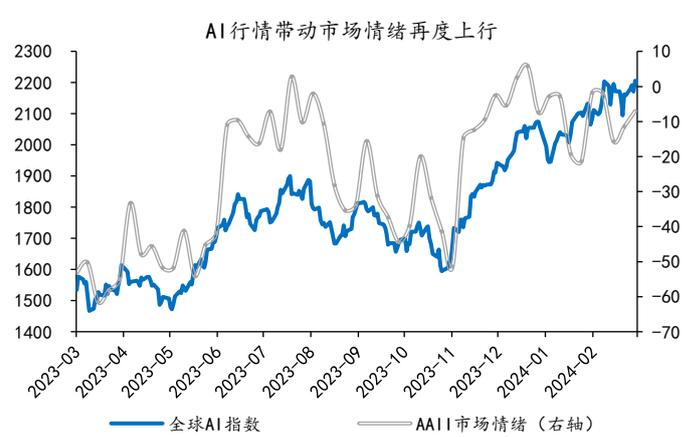
而亮眼财报数据驱动的 AI 行情,则是本轮海外股指上涨的主要支撑,美日市场尤为明显。2月公布的海外四季报集体超预期,标普500、日经225、斯托克600盈利超预期幅度分别为7.6%、11.9%和3.0%。同时,OpenAI新推出的SORA与大超预期的英伟达季报,更是点燃了市场对AI的“热情”,美国AII投资者情绪快速上行。AI行情对美、日股市的推升最为显著,半导体板块分别贡献了标普500、日经225在2月涨幅的40.1%、39.8%。

图表9: 美、欧、日四季报均超预期



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

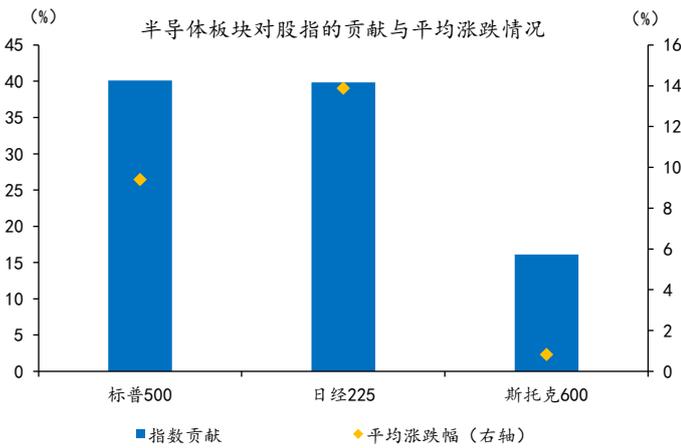
图表10: AI行情带动美国投资者情绪明显上行



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

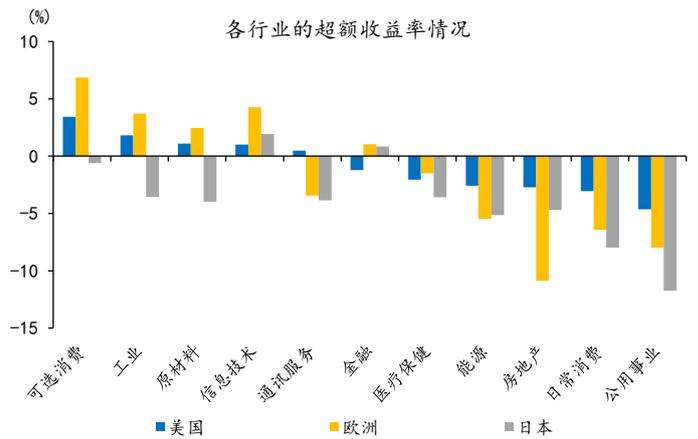


图表11: 半导体板块对美、日股指的贡献约4成



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表12: 美、日、欧各行业2月的超额收益率情况



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(二) 2月国内市场焦点? 资本市场流动性改善, “股债双牛”行情再现

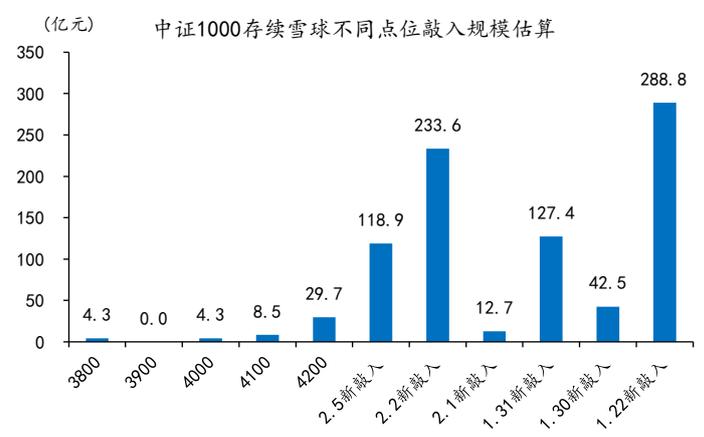
2月初,在“雪球”、融资平仓、质押平仓等流动性冲击下,国内股指一度大幅下行,在2月5日触及近5年新低。1) 2023年8月以来,2年前发行的雪球陆续到期,导致IC和IM合约贴水持续扩大。<sup>1</sup>2) 1月29日以来,融资余额从1.53万亿元开始明显下降,2月2日单周下降714.5亿元,2月8日单周下降847.6亿元,下降比例分别达到此前存量余额的4.7%和5.8%。3) 以质押率60%和平仓线140%进行估算,截至2月2日,大股东疑似触及平仓市值一度较12月底大幅增加2401亿至2.2万亿。

图表13: 中证500存续雪球不同点位敲入规模估算



来源: Wind, 国金证券研究所

图表14: 中证1000存续雪球不同点位敲入规模估算

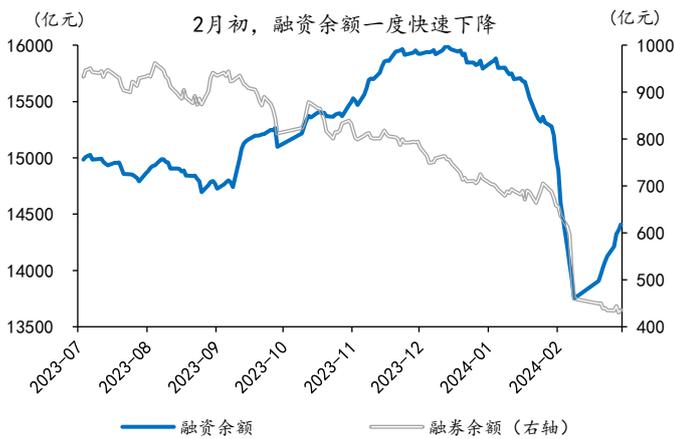


来源: Wind, 国金证券研究所

<sup>1</sup> 详细拆解可参阅《雪球集中敲入风险, 或已明显释放》。

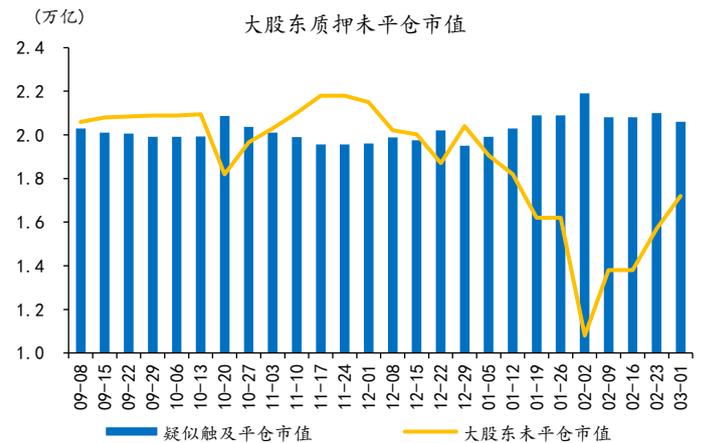


图表15: 1月底2月初, 市场融资余额快速下降



来源: Wind, 国金证券研究所

图表16: 疑似触及平仓的市值在2月初一度大幅上升



来源: Wind, 国金证券研究所

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

随着流动性风险缓和, 在降息、监管改革等利好推动下, 权益市场情绪明显改善。2月6日以来, 随着流动性风险的集中释放, 市场情绪逐步回暖; 在证监会监管改革与降准降息的利好刺激下, A股开启了一轮修复行情。2月6日以来, A股情绪指数由27.1大幅上升至38.2、一度触及2023年5月以来新高。前期超跌的个股, 近期修复尤为明显; 1月1日-2月5日跌幅前10%的个股, 2月6日以来平均涨幅高达34.8%。

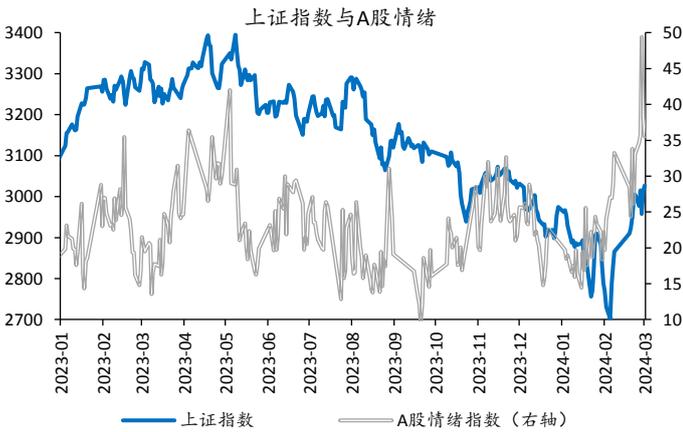
图表17: 近期资本市场相关政策频出

部门	时间	核心内容	要求
证监会	2024/2/18	证监会召开系列座谈会	(1) 从源头提高上市公司质量。建议严把IPO准入关, 加强上市公司全过程监管, 坚决出清不合格上市公司, 从根本上提高上市公司质量, 增加投资回报。 (2) 畅通主动退市渠道。研究优化退市指标, 设置更加精准、匹配的退市标准, 着重加大对财务造假公司的出清力度, 同时完善吸收合并等多元退出政策规定。证监会还将严格规范大股东尤其是控股股东、实际控制人的减持行为。 (3) 推动引入更多中长期资金入市。证监会将加快权益类产品注册节奏, 进丰富宽基指数基金产品及对应期权产品供给, 同时加强与相关部门协同, 推动引入更多中长期资金入市。 (4) 加大对破坏资本市场秩序等腐败行为的打击力度。驻证监会纪检监察组将保持高压态势, 加大对内外勾连破坏资本市场秩序、侵害中小投资者利益等腐败行为的打击力度。同时, 与证监会稽查等部门双向移交违规违纪违法问题线索, “零容忍”予以查处。
沪深交易所	2024/2/20	对宁波灵均异常交易开罚单	(1) 2月19日开盘1分钟内宁波灵均名下多个证券账户通过计算机程序自动生成交易指令、短时间内集中大量下单, 卖出沪深两市股票, 导致期间相关指数快速下挫。 (2) 2月20日, 沪深交易所对宁波灵均投资管理合伙企业(有限合伙)异常交易开出罚单, 对其实施暂停或限制交易措施并启动公开谴责程序。
沪深交易所	2024/2/20	量化交易报告制度平稳落地	(1) 针对量化的专门报告制度和相应监管安排已平稳落地, 存量投资者已按要求如期完成报告工作, 增量投资者落实“先报告、后交易”的规定, 各方报告的质量总体符合要求。 (2) 持续加强对量化交易特别是高频交易的监测分析。 (3) 将加强与香港交易所的沟通。将北向投资者量化交易纳入报告范围。

来源: 证监会, 中国证券报, 国金证券研究所

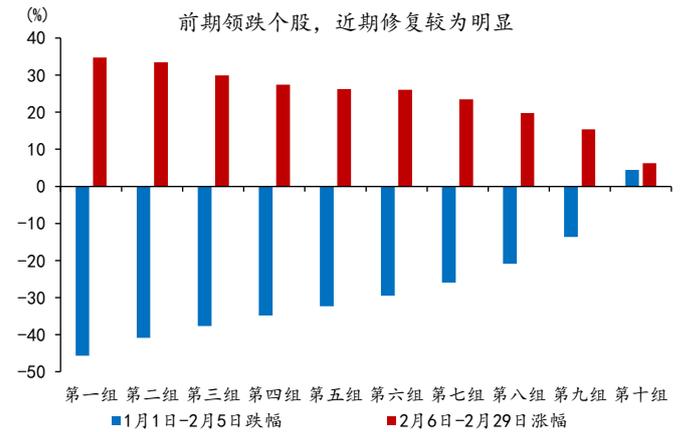


图表18: 2月中下旬, A股市场情绪明显改善



来源: Wind, 国金证券研究所

图表19: 前期超跌的个股, 近期修复更为明显

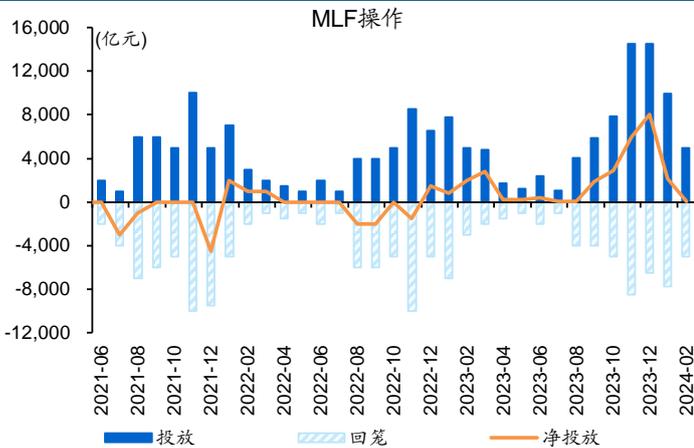


来源: Wind, 国金证券研究所

注: 根据1月1日-2月5日的涨跌幅度, 将全部A股平均分位10组, 分别计算各组内的市值加权收益率。

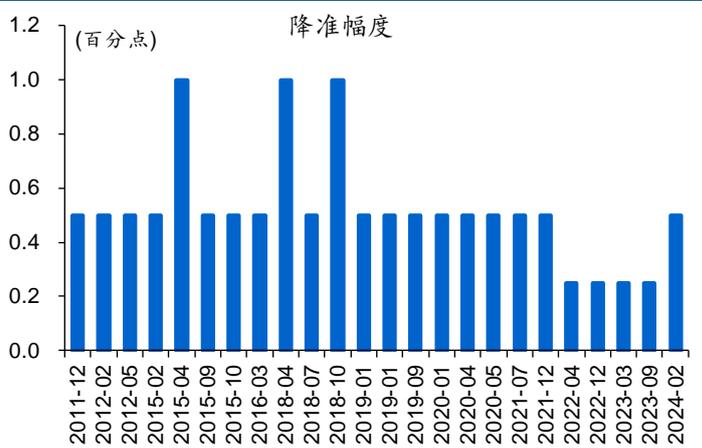
然而, “股债跷跷板”却并未出现; 在流动性环境的边际转松的带动下, 债市收益率强势下行、创近20年来新低。年底, 央行加码公开市场操作呵护岁末流动性, 叠加财政存款净投放超9200亿元, 流动性环境明显“转松”, 资金利率平稳“跨年”。年初央行延续MLF超额续作, 并于2月初降准0.5个百分点、释放中长期资金近万亿元, 进一步呵护流动性环境。宽松的流动性环境, 叠加越来越“卷”的机构行为, 各期限国债收益率均明显下行; 10年期、30年期国债收益率2月分别下行9.5bp、18.7bp, 均创近20年新低。

图表20: 岁末年初, MLF连月超额续作



来源: Wind, 国金证券研究所

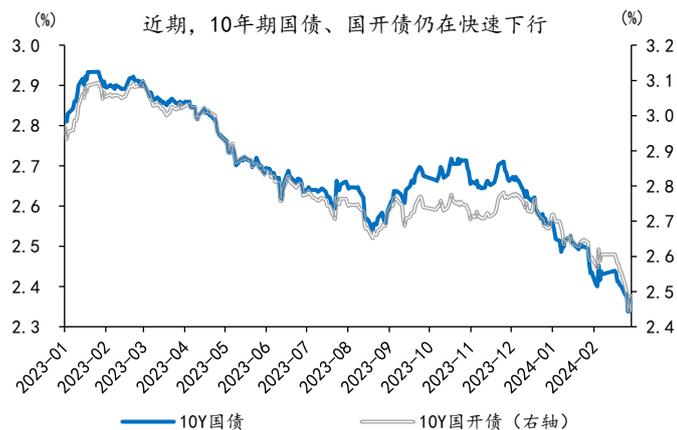
图表21: 2024年2月, 降准0.5个百分点



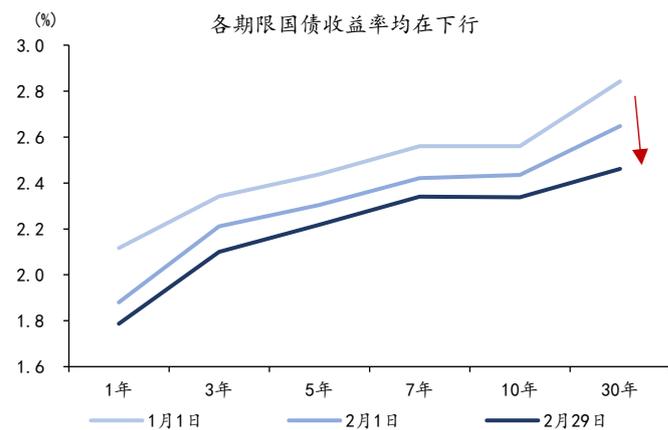
来源: Wind, 国金证券研究所



图表22: 10年期国债收益率一度逼近2.3%



图表23: 各期限国债收益率均明显下行



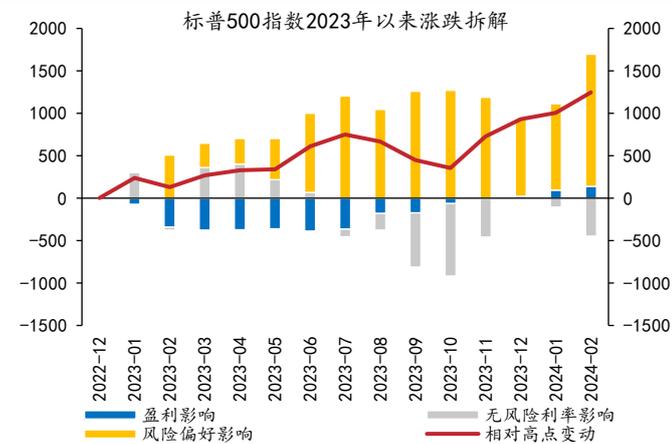
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

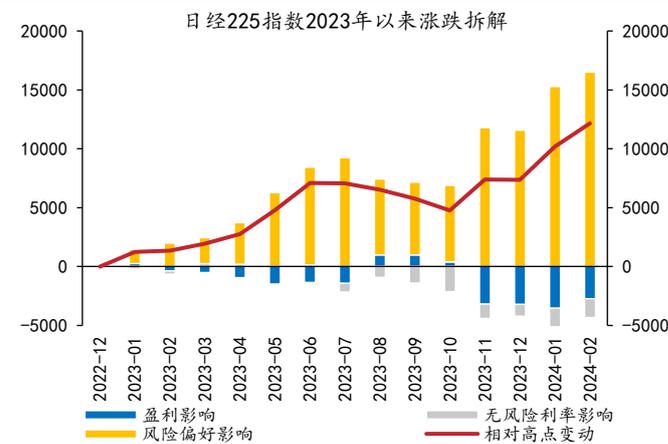
(三) 3月市场如何演绎? 海外股市行情或走向分化, 国内“股债跷跷板”有望重现

海外市场, 分母端短期的高位震荡, 或带来美股上行动能减弱, 而上行基础更为“坚实”的日欧市场行情或有望延续。1) 美股方面, 当下, 美股估值已至相对高位, 短期经济韧性与通胀粘性或驱动美债收益率继续攀高, 以信息技术、工业等为代表高估值板块的波动或将加剧。2) 日股方面, AI“淘金热”中“金”的估值或有高估, 但半导体产业“卖铲人”受益更为牢靠; 叠加经济修复、外资流入、政策支持, 日股或仍有一定支撑。3) 欧股方面, 前期上涨中欧股有盈利端支撑、当前估值也仍处历史中枢附近, 降息带动下的利率回落有望成为欧股上行的新动能。<sup>2</sup>

图表24: 标普500指数的涨幅主要由风险偏好提振贡献



图表25: 日经225的上涨几乎全部由估值端贡献



来源: Wind, 国金证券研究所

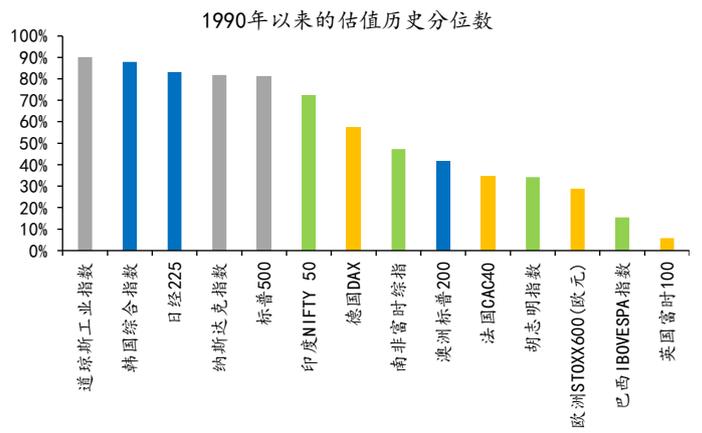
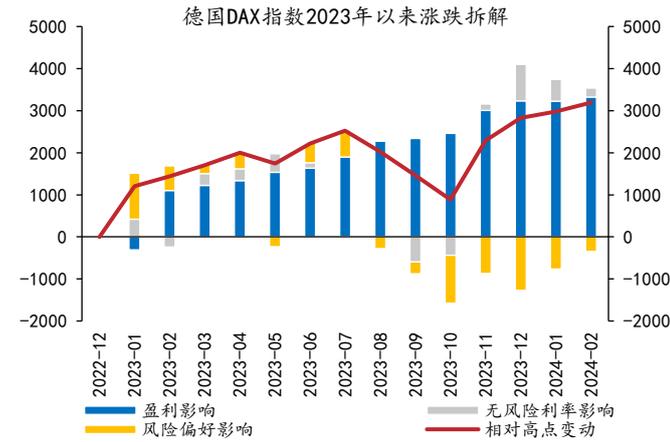
来源: Wind, 国金证券研究所

<sup>2</sup> 参考报告《海外市场新高背后的“分化”?》。



图表26: 盈利是德国 DAX2023 年以来上涨的重要支撑

图表27: 1990 年以来主要股指的估值历史分位数



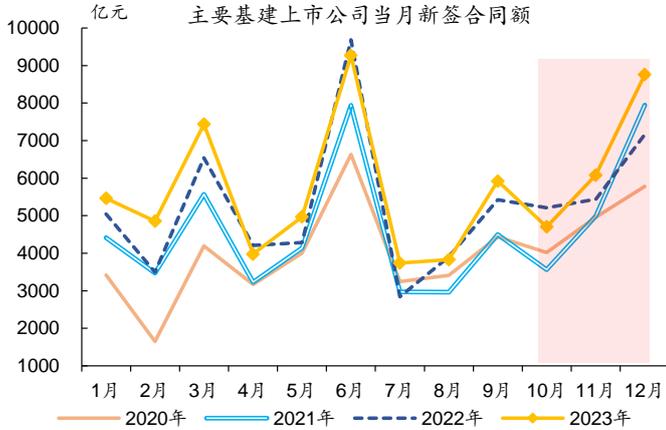
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

国内股市, 基本面预期改善、风险偏好抬升与长线资金的支撑, 或将助力 A 股市场的修复。  
 1) 稳增长“三步走”有序落地, 基本面预期有望修复。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, “稳增长”落地或能有效提振相关链条终端需求。  
 2) 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。1 月底阳光私募股票平均仓位仅 48%、权益类公募基金新发规模亦创 2019 年以来新低, 低迷的市场情绪有望随流动性预期改善。  
 3) 汇金等长线资金的支持有望弱化市场尾部风险。相较于 2015 年高位, “汇金”等机构后续可增持空间或接近 5000 亿元, 有望对市场形成助力。  
 3

图表28: 2023 年末主要基建上市公司订单显著放量

图表29: 挖掘机销量与水利环境投资增速较为同步



来源: iFinD, 国金证券研究所<sup>4</sup>

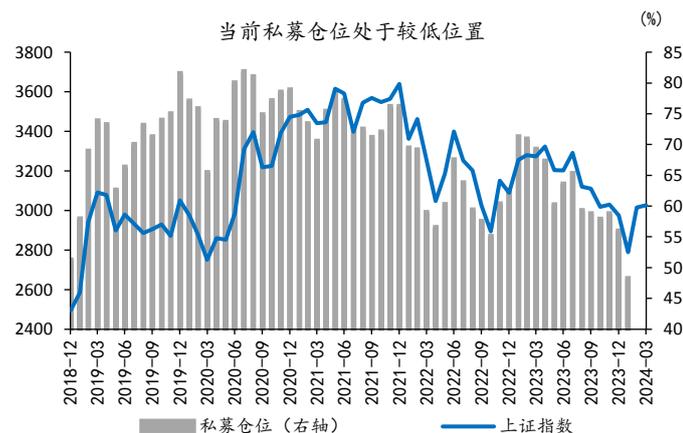
来源: iFinD, 国金证券研究所

<sup>3</sup> 参考报告《看多A股的三大理由》。

<sup>4</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。



图表30: 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

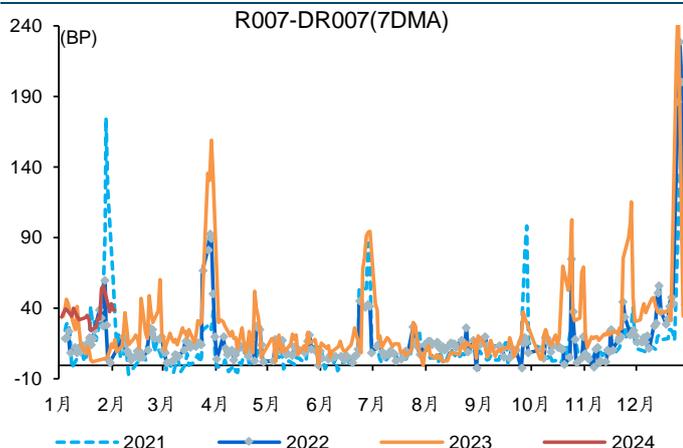
图表31: “中央汇金”等增持计划与上证指数市场表现



来源: Wind, 国金证券研究所

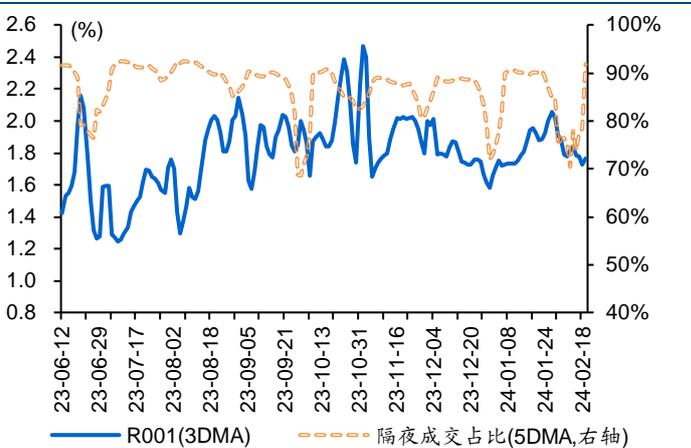
国内债市,“股债跷跷板”的重现,或将为债券市场带来阶段性扰动。当前收益率强势下行,已与资金利率明显背离、尤其是非银资金利率下行空间或相对有限。往后来看,政府债券发行节奏或干扰资金面、一季度地方债新券合计近万亿、2月边际上量。据26省市一季度地方债发行计划,专项债新券和一般新券发行规模或于2月边际回升至2600亿元以上,3月计划发行新券规模环比增长70%、至4500亿元左右。由于政府债券募集缴款到资金运用存在时滞,当供给放量时,资金面压力往往容易上升。而前期机构交易行为已较为“拥挤”,在股市预期改善后这类机构行为的调整,也亦放大流动性波动。<sup>5</sup>

图表32: 非银资金利率水平已处高位



来源: Wind, 国金证券研究所

图表33: 滚隔夜“加杠杆”现象依然突出

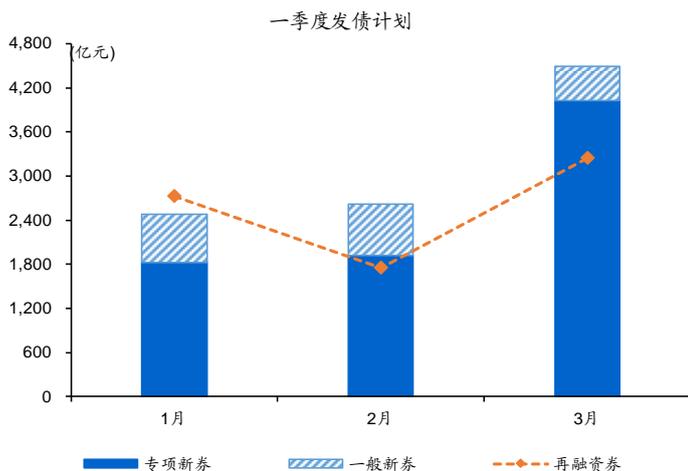


来源: Wind, 国金证券研究所

<sup>5</sup> 参考报告《债市,调整的风险有多大?》。

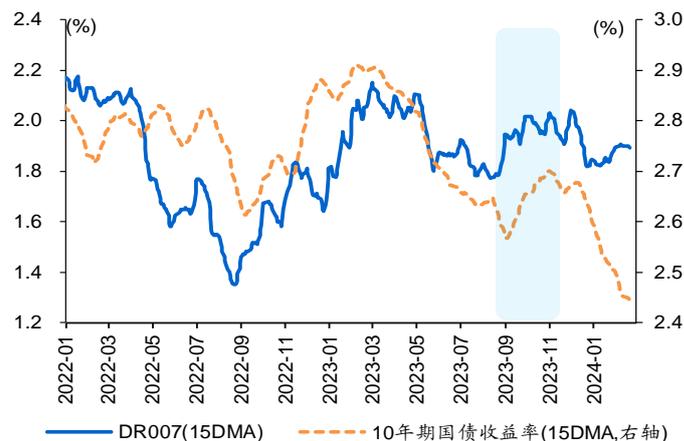


图表34：一季度地方债计划发行近万亿元



来源：中债登、国金证券研究所

图表35：政府债券集中发行带动流动性环境边际收紧



来源：Wind，国金证券研究所

经过研究，我们发现：

- 1) 2月美债收益率反弹，商品价格震荡走弱，但权益市场对分母端冲击却“钝感力”十足，美欧日股市不断刷新历史新高。经济的韧性或是海外交易的主线逻辑，AI行情则是本轮海外股指上涨的主要支撑，半导体板块贡献了标普500、日经225在2月涨幅的四成。
- 2) 2月初，在“雪球”敲入、融资平仓、质押平仓等流动性冲击下，国内股指一度大幅下行、在2月5日触及近5年新低。随着流动性风险缓和，在监管改革与降息等利好下，权益市场情绪明显改善；“股债跷跷板”却并未出现，债市收益率继续下行、创近20年新低。
- 3) 海外市场，分母端短期的高位震荡，或带来美股上行动能减弱，而上行基础更为“坚实”的日欧市场行情或有望延续。当下，美股估值已至相对高位，短期经济韧性与通胀粘性或驱动美债收益率继续攀高，以信息技术、工业等为代表的高估值板块波动或将加剧。区别于美股，日、欧股市上行基础更为“坚实”、估值也更“合理”，行情或有望得以延续。
- 4) 国内市场，基本面预期改善、风险偏好抬升与长线资金的支撑，或将助力A股的修复，“股债跷跷板”或将重现。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。而债市方面，当前收益率已与资金利率明显背离。政府债券发行节奏对资金面的潜在扰动，股市预期改善后、前期“拥挤”机构行为的调整，或将放大债市的波动。

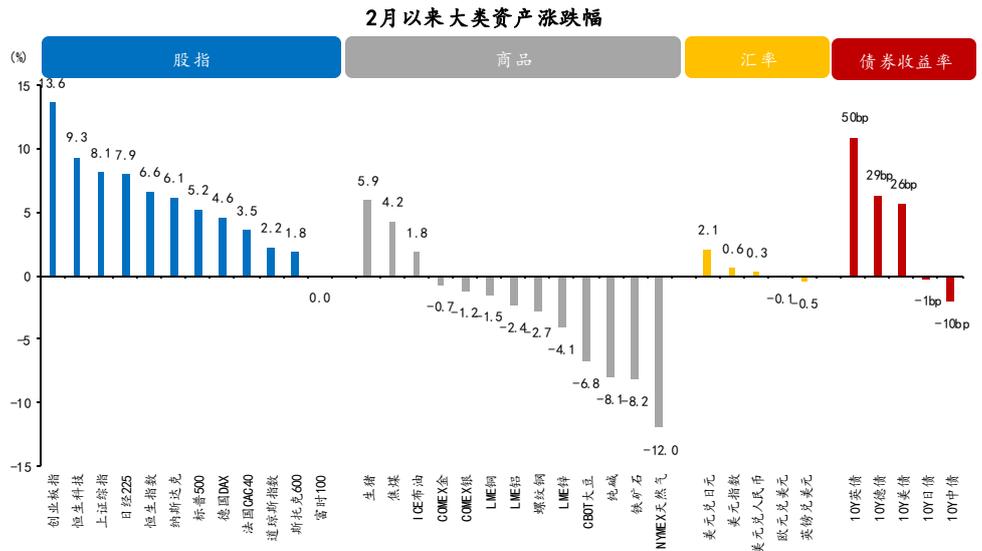
二、大类资产高频跟踪 (2024/02/01-2024/02/29)

(一) 月度回顾：全球股市多数上涨，商品多数下跌，汇率市场走势分化

全球股市多数上涨，商品多数下跌，汇率市场走势分化，10年期国债利率走势分化。1) 全球股市：创业板指上涨13.61%，恒生科技上涨9.32%，上证综指上涨8.13%，富时100下跌0.01%；2) 商品：生猪上涨5.93%，焦煤上涨4.22%，ICE布油上涨1.82%，纯碱下跌8.06%，铁矿石下跌8.18%，NYMEX天然气下跌12%；3) 汇率市场：美元兑日元上涨2.06%，美元指数上涨0.59%欧元兑美元下跌0.12%，英镑兑美元下跌0.48%；4) 10年期国债利率：10Y英债上涨10.89%，10Y德债上涨6.35%，10Y日债下跌0.28%，10Y中债下跌2.09%。



图表36: 2月以来大类资产涨跌幅

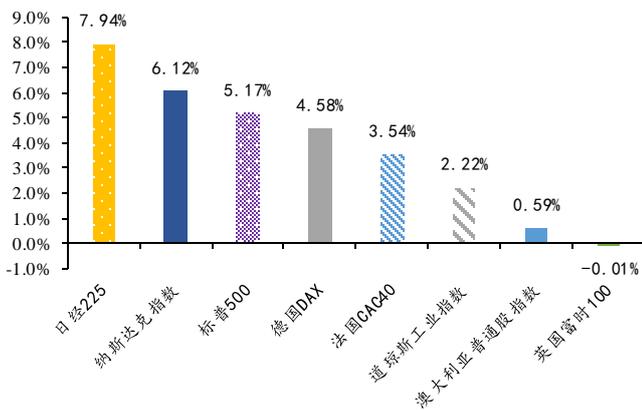


来源: Wind, 国金证券研究所

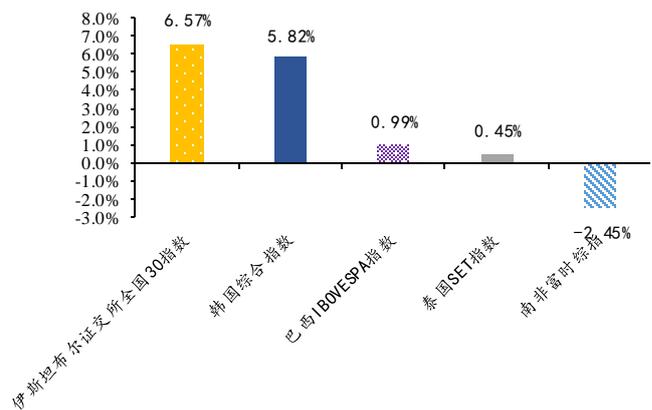
(二) 股票市场追踪: 发达国家股指多数上涨, 新兴市场股指多数上涨

发达国家股指多数上涨, 新兴市场股指多数上涨。道琼斯指数、标普 500 指数以及德国 DAX 指数均达到历史新高, 具体地, 道琼斯指数上涨 2.21%, 德国 DAX 上涨 4.6%, 标普 500 上涨 5.17%, 其余发达国家股指, 日经 225 上涨 7.94%, 纳斯达克指数上涨 6.12%, 英国富时 100 下跌 0.01%; 新兴市场股指, 伊斯坦布尔证交所全国 30 指数上涨 6.57%, 韩国综合指数上涨 5.82%, 巴西 IBOVESPA 指数上涨 0.99%, 南非富时综指下跌 2.45%。

图表37: 本月, 发达国家股指多数上涨



图表38: 本月, 新兴市场股指多数上涨



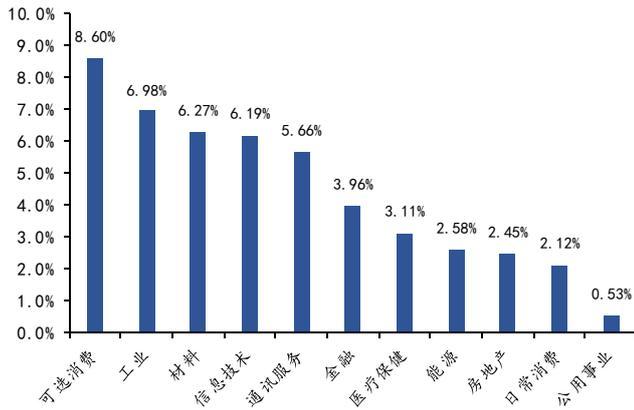
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

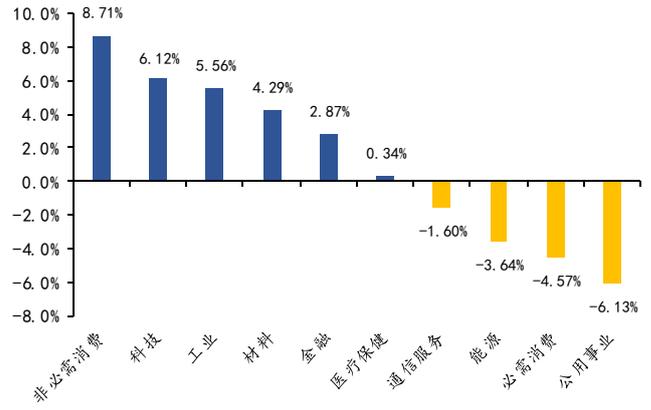
本月美国标普 500 行业全线上涨, 欧元区行业走势分化。美国标普 500 行业, 可选消费上涨 8.6%, 工业上涨 6.98%, 材料上涨 6.27%, 欧元区行业, 非必需消费上涨 8.71%, 科技上涨 6.12%, 工业上涨 5.56%, 能源下跌 3.64%; 必需消费下跌 4.57%; 公用事业下跌 6.13%。



图表39: 本月, 美国标普500行业全线上涨



图表40: 本月, 欧元区行业走势分化

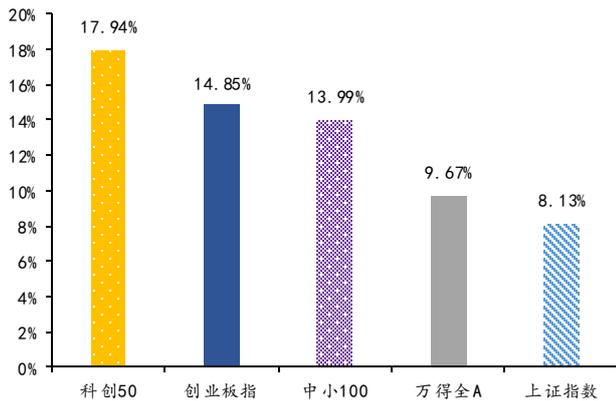


来源: Wind, 国金证券研究所

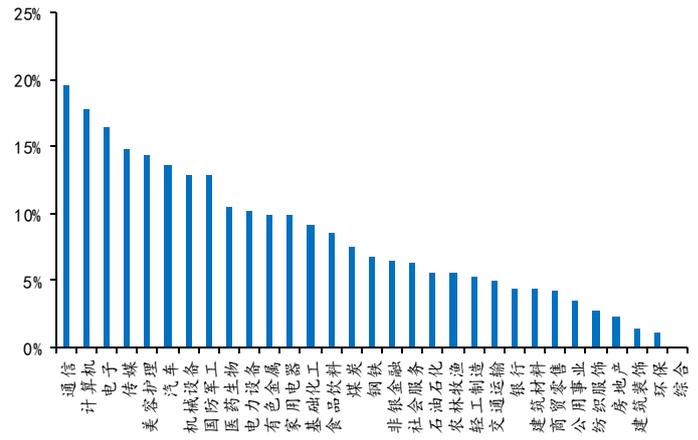
来源: Wind, 国金证券研究所

本月, A股各类宽基指数全线上涨, 行业方面全线上涨。A股各类宽基指数, 科创50上涨17.94%, 创业板指上涨14.85%, 行业方面, 通信上涨19.52%, 计算机上涨17.78%, 电子上涨16.44%。

图表41: 本月, A股各类宽基指数全线上涨



图表42: 本月, 行业方面全线上涨

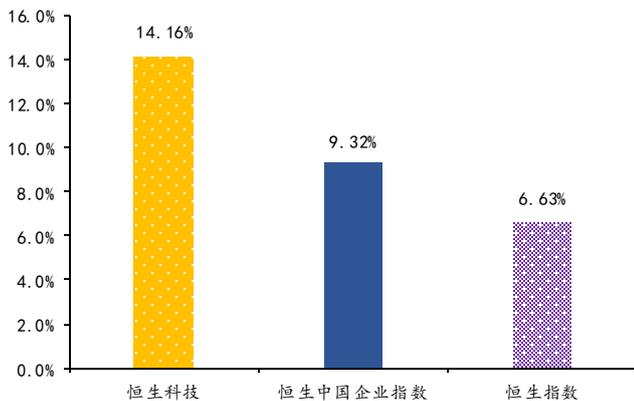


来源: Wind, 国金证券研究所

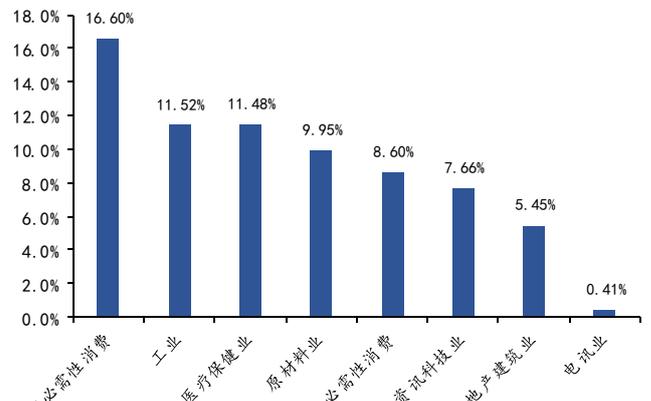
来源: Wind, 国金证券研究所

恒生指数全线上涨, 行业方面全线上涨。恒生指数, 恒生科技上涨14.16%, 行业方面, 非必需性消费上涨16.6%, 工业上涨11.52%, 医疗保健业上涨11.48%。

图表43: 本月, 恒生指数全线上涨



图表44: 本月, 行业方面全线上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

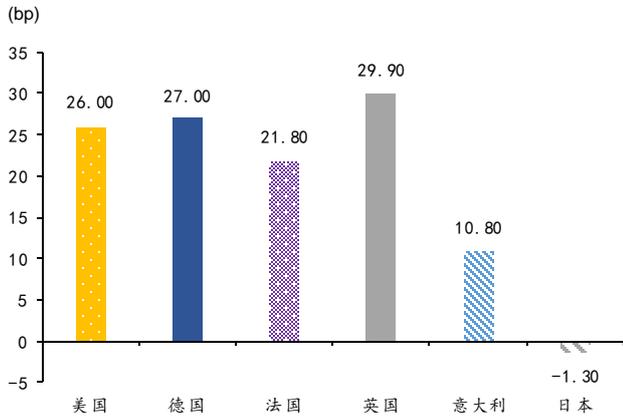
来源: Wind, 国金证券研究所



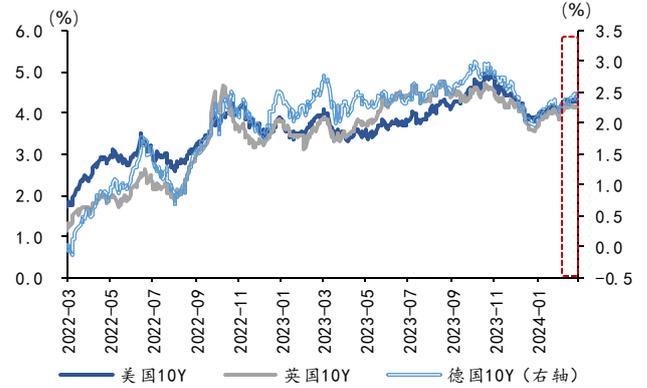
**(三) 债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率多数上涨，中国国债收益率全线下跌**

发达国家 10 年期国债收益率多数上涨。美国上行 26bp 至 4.25%，德国上行 27bp 至 2.51%，法国上行 21.8bp 至 2.88%，英国上行 29.9bp 至 4.19%，意大利上行 10.8bp 至 3.84%，日本下行 1.3bp 至 0.72%。

图表45：本月，发达国家 10 年期国债收益率多数上涨



图表46：本月，美英德 10Y 收益率

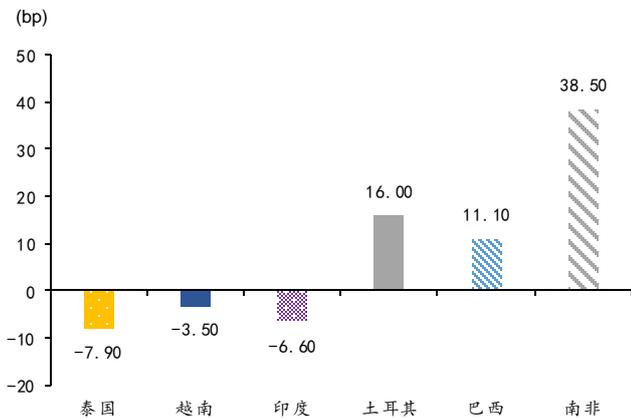


来源：Wind，国金证券研究所

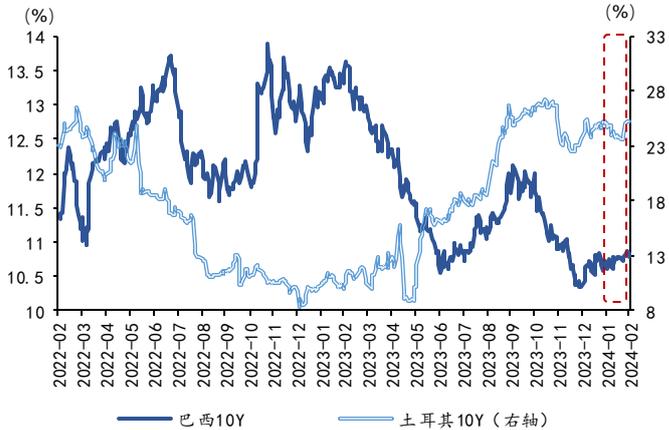
来源：Wind，国金证券研究所

新兴市场 10 年期国债收益率走势分化。泰国下行 7.9bp 至 2.58%，越南下行 3.5bp 至 2.39%，印度下行 6.6bp 至 7.08%，土耳其上行 16bp 至 25.26%，巴西上行 11.1bp 至 10.77%，南非上行 38.5bp 至 10.14%。

图表47：本月，新兴市场 10 年期国债收益率走势分化



图表48：本月，土耳其、巴西 10Y 利率



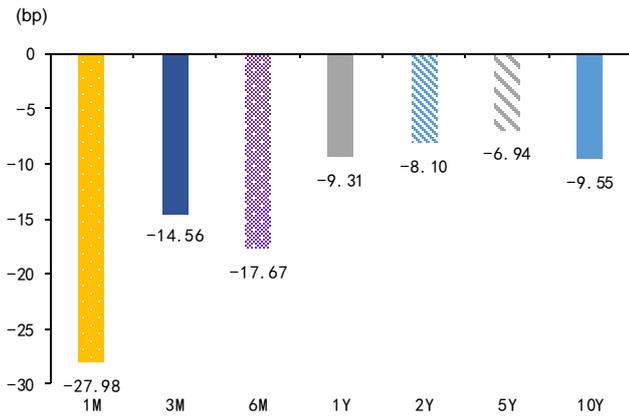
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

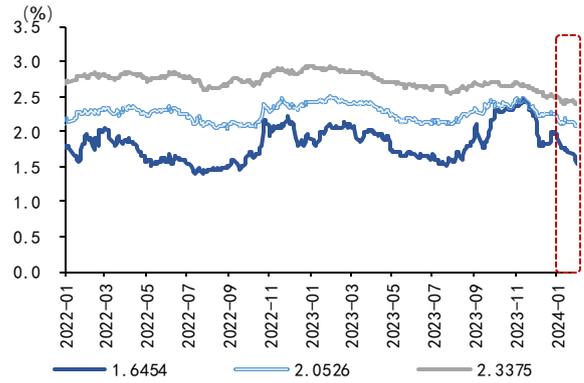
国内债市收益率创历史新低。1 个月期国债收益率下行 27.98bp 至 1.45%，3 个月期国债收益率下行 14.56bp 至 1.65%，6 个月期国债收益率下行 17.67bp 至 1.69%，1 年期国债收益率下行 9.31bp 至 1.79%，2 年期国债收益率下行 8.1bp 至 2.05%，5 年期国债收益率下行 6.94bp 至 2.22%，10 年期国债收益率下行 9.55bp 至 2.34%。



图表49: 本月, 中国国债收益率全线下跌



图表50: 本月, 3个月、2年期与10年期国债收益率



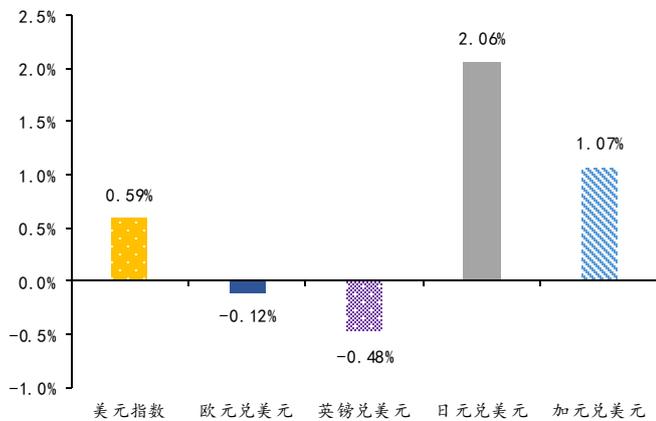
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

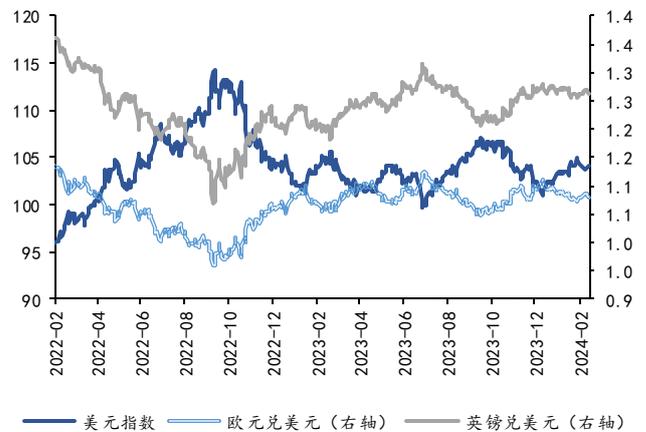
#### (四) 外汇市场追踪: 美元指数上行, 其他货币兑美元走势分化

美元指数上行, 其他货币兑美元走势分化。美元指数上行 0.59%至 104.14。欧元兑美元贬值 0.12%, 英镑兑美元贬值 0.48%, 日元兑美元升值 2.06%, 加元兑美元升值 1.07%, 挪威克朗兑美元升值 1.14%, 主要新兴市场兑美元多数下跌。土耳其里拉兑美元贬值 2.86%, 印尼卢比兑美元升值 0.43%, 菲律宾比索兑美元升值 0.04%, 雷亚尔兑美元贬值 0.37%, 韩元兑美元贬值 0.07%。

图表51: 本月美元指数上行, 其他货币兑美元走势分化



图表52: 英镑和欧元兑美元

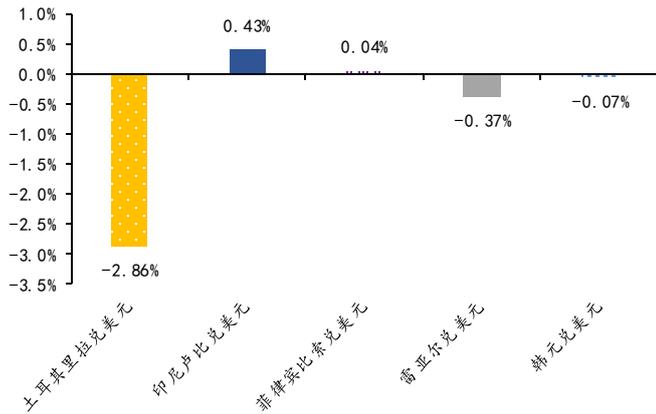


来源: Wind, 国金证券研究所

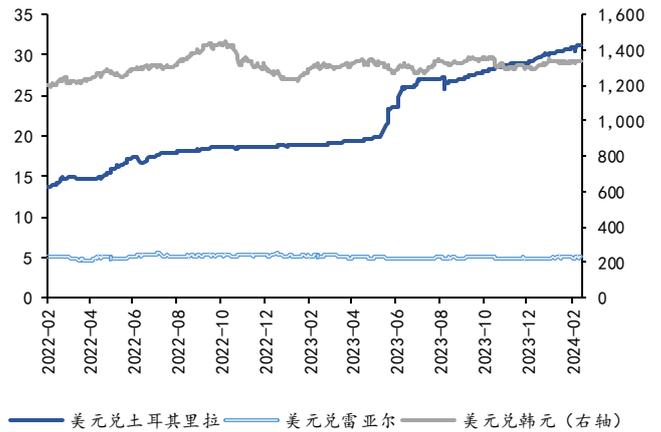
来源: Wind, 国金证券研究所



图表53: 本月, 主要新兴市场兑美元多数下跌



图表54: 土耳其里拉, 雷亚尔和韩元

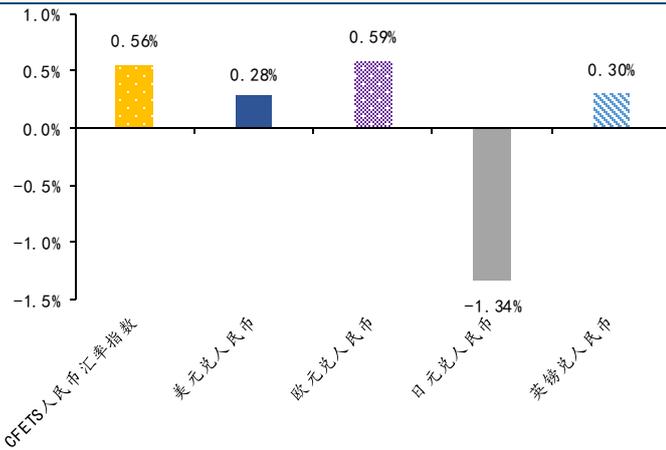


来源: Wind, 国金证券研究所

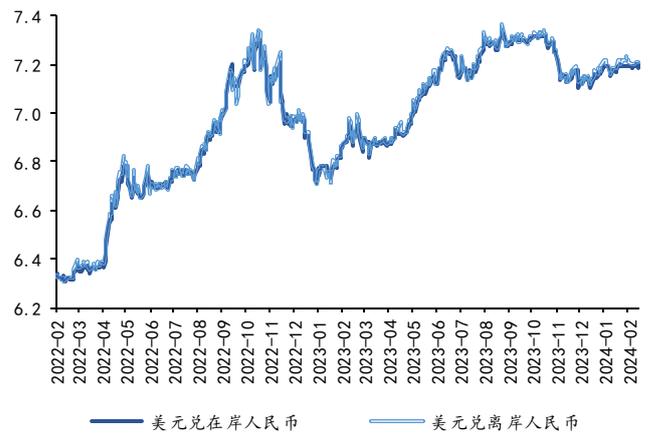
来源: Wind, 国金证券研究所

美元兑人民币升值。美元兑人民币升值 0.28%，欧元兑人民币升值 0.59%，日元兑人民币贬值 1.34%，英镑兑人民币升值 0.3%。美元兑在岸人民币升至 7.19，美元兑离岸人民币升至 7.21。

图表55: 本月, 美元兑人民币升值



图表56: 本月, 美元兑人民币升值



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

### (五) 大宗商品市场追踪: 原油全线上涨, 有色多数下跌

原油全线上涨, 贵金属走势分化, 有色多数下跌。其中 LME 镍、焦煤和 WTI 原油领涨, 分别上涨 8.59%、7.53% 以及 3.18%; 跌幅大的资产为铁矿石和生猪, 跌幅分别 8.01% 和 4.92%。需要留意的是, 美国原油日均产量于 2024 年前 7 周已经高于 1300 万桶/日, 远高于近五年同期水平, 此外, 在 2023 年 10 月, 美国为遏制通胀放松了对委内瑞拉的制裁。因此, 美国原油供应有大于需求的趋势。



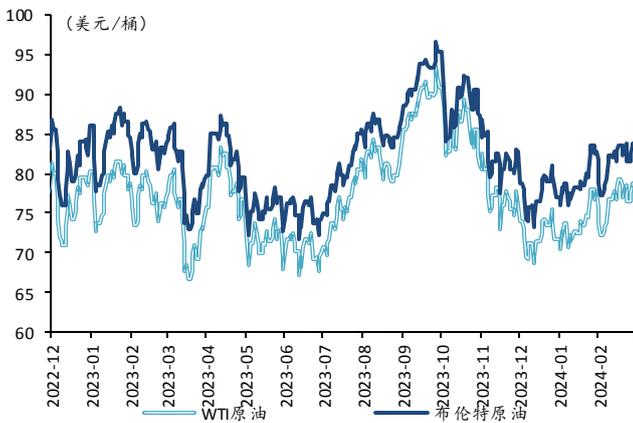
图表57: 本月, 原油全线上涨, 有色多数下跌

类别	品种	2024年2月	2024年1月	2023年12月	2023年11月	2023年10月	2023年9月
原油	WTI原油	3.18%	5.86%	-5.67%	-6.25%	-10.76%	8.56%
	布伦特原油	2.34%	6.06%	-6.99%	-5.24%	-8.29%	9.73%
贵金属	COMEX黄金	0.27%	-1.65%	1.69%	2.71%	7.40%	-4.71%
	COMEX银	-2.01%	-1.87%	-6.97%	10.44%	2.64%	-8.72%
有色	LME铜	-1.74%	0.52%	1.85%	3.75%	-2.00%	-1.18%
	LME铝	-2.80%	-4.66%	8.38%	-2.18%	-4.02%	6.22%
	LME镍	8.59%	-1.51%	-0.06%	-8.28%	-3.83%	-7.63%
	LME锌	-5.28%	-3.69%	6.89%	1.85%	-8.00%	9.26%
黑色	焦煤	7.53%	-19.71%	13.03%	0.06%	-0.51%	13.09%
	沥青	-0.94%	3.16%	-0.17%	-6.03%	-2.83%	2.89%
	铁矿石	-8.01%	1.16%	1.67%	5.21%	4.58%	-0.27%
	螺纹钢	2.00%	-6.46%	6.00%	1.86%	2.71%	0.19%
农产品	生猪	-4.92%	1.57%	-6.36%	3.21%	-14.43%	2.10%
	棉花	0.09%	4.19%	0.82%	-2.80%	-11.62%	-0.39%
	豆粕	-1.92%	-18.40%	-2.08%	-2.47%	-8.51%	-11.30%
	豆油	1.37%	-6.86%	-4.86%	2.23%	-2.87%	-4.86%

来源: Wind, 国金证券研究所

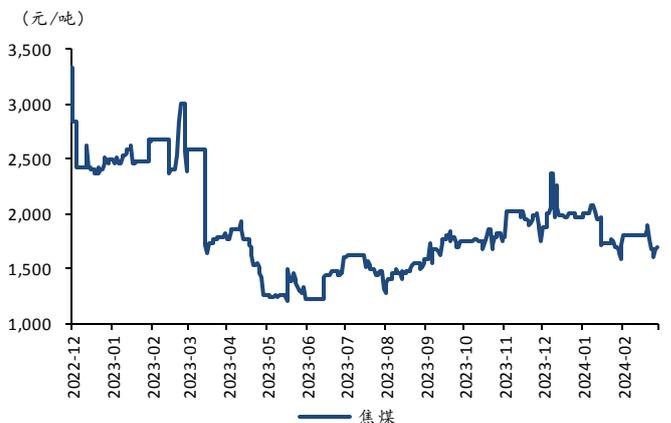
原油全线上涨。WTI 原油上涨 3.18%至 78.26 美元/桶, 布伦特原油上涨 2.34%至 83.62 美元/桶。焦煤上涨 7.53%至 1700 元/吨, 沥青下跌 0.94%至 3687 元/吨, 铁矿石下跌 8.01%至 965 元/吨, 螺纹钢上涨 2.00%至 3825 元/吨。

图表58: 原油全线上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

图表59: 本月, 焦煤价格变动 7.53%

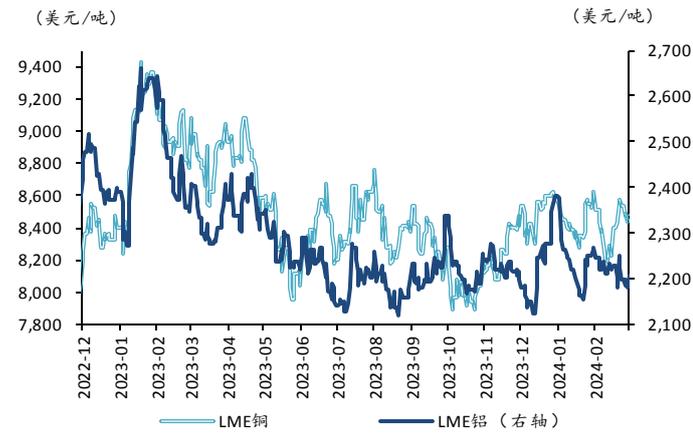


来源: Wind, 国金证券研究所

贵金属走势分化。COMEX 黄金上涨 0.27%至 2043.1 美元/盎司, COMEX 银下跌 2.01%至 22.65 美元/盎司, LME 铜下跌 1.74%至 8470 美元/吨, LME 铝下跌 2.8%至 2206.5 美元/吨, 通胀预期从前值的 2.26%升至 2.33%, 10Y 美债实际收益率从前值的 1.73%升至 1.92%。

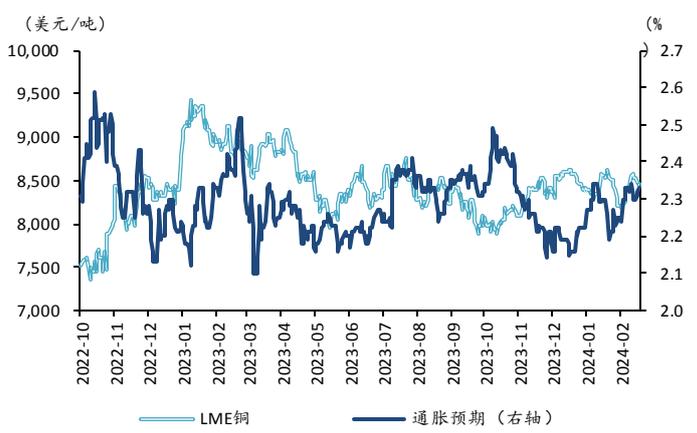


图表60: 本月, 铜价格上涨, 铝价格下跌



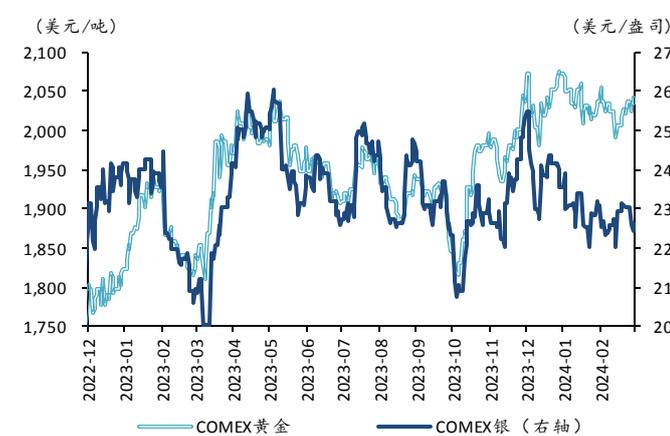
来源: Wind, 国金证券研究所

图表61: 本月, 通胀预期升至 2.33%



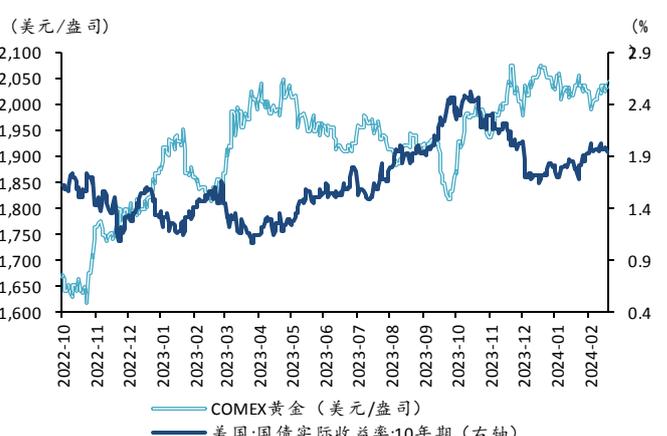
来源: Wind, 国金证券研究所

图表62: 本月, COMEX 黄金上涨 0.27%、COMEX 银下跌 2.01%



来源: Wind, 国金证券研究所

图表63: 本月, 10Y 美债实际收益率升至 1.92%



来源: Wind, 国金证券研究所

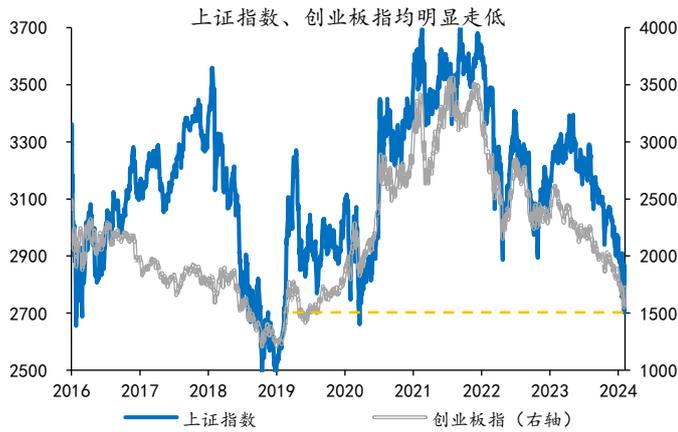
### 三、报告精选

#### (一) 看多 A 股的三大理由?

前期 A 股市场情绪低迷, 一度调整至历史低位, 主因系经济预期低迷, 微观流动性也有冲击。2023 年 8 月以来, A 股市场持续调整, 上证指数一度在 2 月 5 日跌至 2635.09, 创 2019 年 2 月以来新低。调整后, A 股估值均处于历史极低水平。制造业 PMI 数据连续三个月的持续回落、市场对 MLF 和 LPR 调降期待的几度落空均对市场情绪造成影响, 叠加融资需求乏力、托底政策效果偏弱。市场微观流动性持续恶化: 1 月 2 日至 2 月 5 日, “雪球”集中敲入约两千亿; 市场融资余额自 1 月 29 日起快速下降 1500 亿; 以质押率 60% 和平仓线 140% 估算, 截止 2 月 2 日, 大股东疑似触及平仓市值较 12 月底增加约 2400 亿。

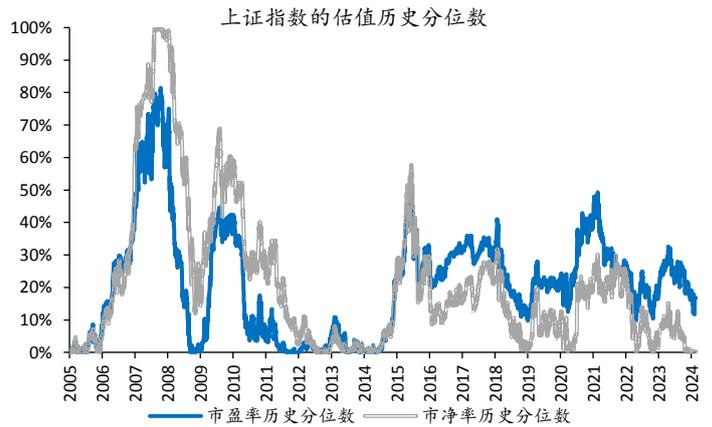


图表64: 上证指数与创业板指一度明显走弱



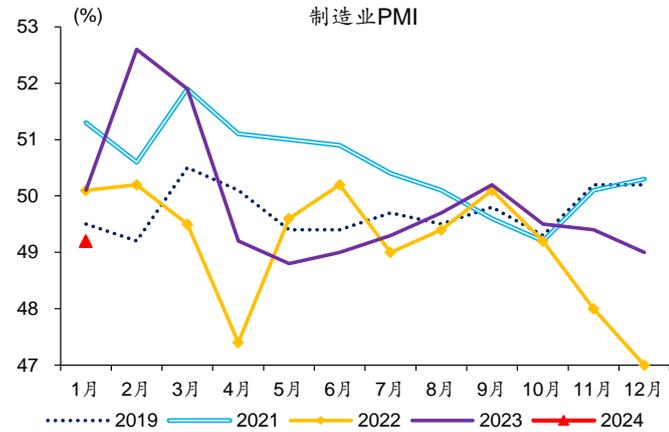
来源: Wind, 国金证券研究所

图表65: 上证指数估值处历史较低分位水平



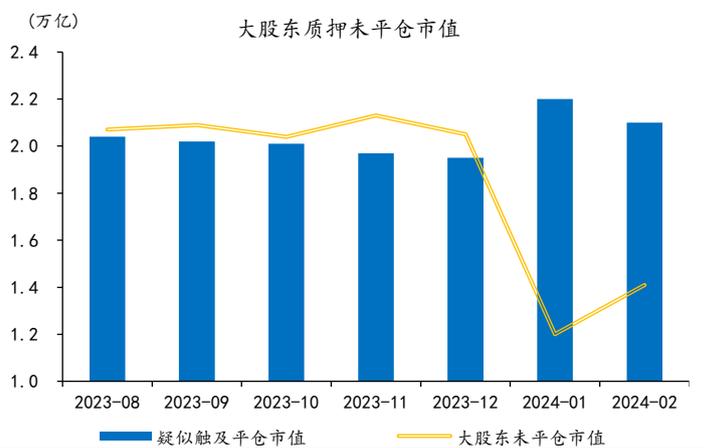
来源: Wind, 国金证券研究所

图表66: 2023年10月以来, PMI 一度连续三个月回落



来源: Wind, 国金证券研究所

图表67: 疑似触及平仓的市值在1月底一度大幅上升

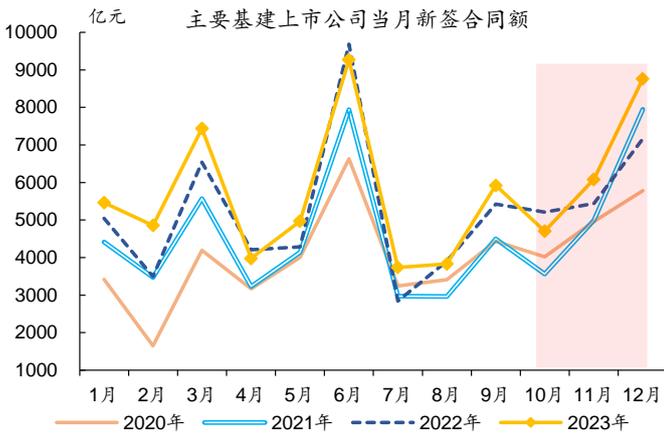


来源: Wind, 国金证券研究所

基本面的修复、资金风险偏好抬升以及汇金等长线资金的支持是本轮看多市场的三大理由。1) 稳增长“三步走”有序落地, 基本面预期有望修复。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, “稳增长”落地或能有效提振相关链条终端需求。2) 低位估值下, 广谱利率的下调, 有利于资金风险偏好的抬升。月中 MLF 利率未动的情况下, LPR 再度开启非对称下调、5 年期 LPR 超预期下调, 北上资金自 1 月 22 日以来持续流入 381.2 亿。3) 汇金等长线资金的支持有望弱化市场尾部风险。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, 有望对市场形成助力。



图表68: 2023年末主要基建上市公司订单显著放量



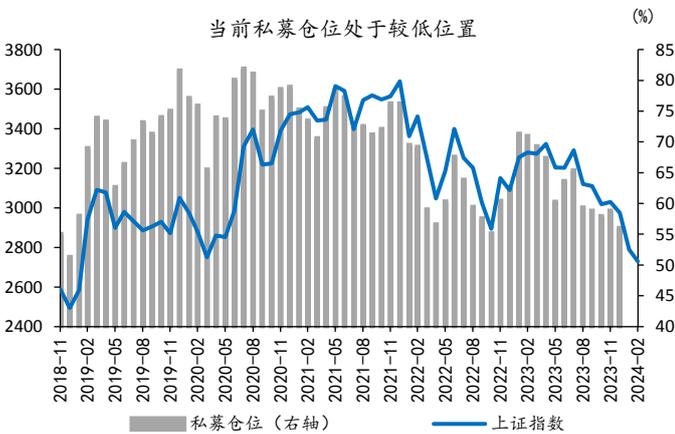
来源: iFinD, 国金证券研究所

图表69: 挖掘机销量与水利环境投资增速较为同步



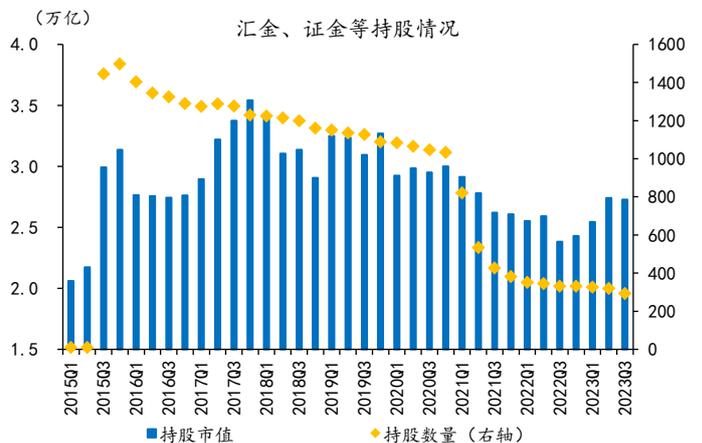
来源: Wind, 国金证券研究所

图表70: 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71: 中央汇金、中证金等机构持股情况



来源: Wind, 国金证券研究所

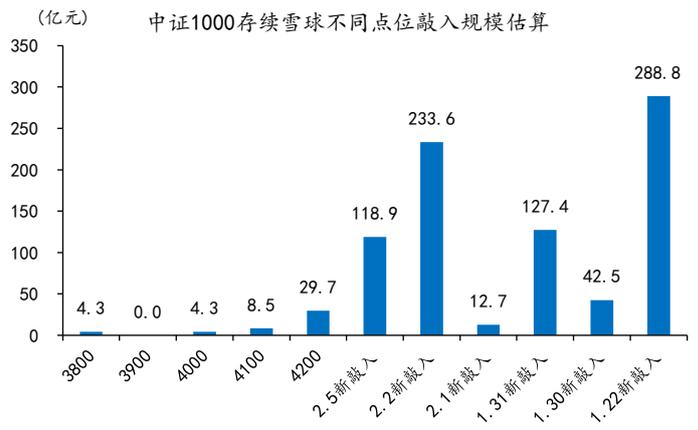
目前流动性冲击高峰已过, 但地产相关风险仍需跟踪。1) 存续的“雪球”结构中, 大部分敲入风险已明显释放。中证 500 和中证 1000 “雪球” 2 月 5 日前新增敲入规模估计分别为 1179.6 亿元和 823.9 亿元, 分别占此前存续未敲入“雪球”规模的 59.5%和 94.6%。2) 股东质押与融资平仓风险, 仍有一定“安全垫”缓冲。近年来股票质押市值持续回落, 质押市值占总市值比重仅为 2018 年高点的三成; 截至 2 月 8 日收盘, 两融平均担保比例回升至 246%, 担保物现金/担保物证券为 6.2%, 回升至 2021 年以来的较高水平, 融资盘平仓压力最大的时间或已过去。3) 地产大周期向下, 部分传统链条的风险仍需关注。



图表72: 中证500存续雪球不同点位敲入规模估算



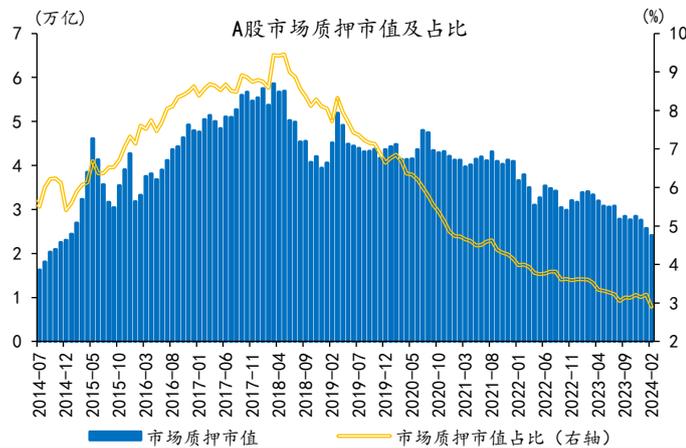
图表73: 中证1000存续雪球不同点位敲入规模估算



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表74: 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75: 两融平均担保比例回升至2023年10月水平



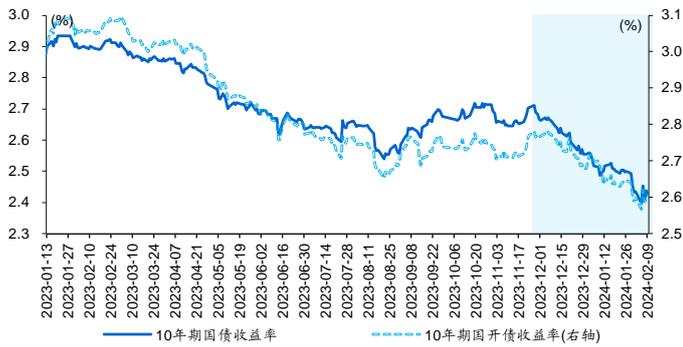
来源: Wind, 国金证券研究所

## (二) 债市, 调整的风险有多大?

岁末年初, 债市明显走强, 带动收益率水平、利差等降至历史低位, 主因系流动性环境的边际转松、配置盘“抢跑”以及股债“跷跷板”影响; 收益率与资金利率背离, 潜在风险或在“累积”。12月中旬以来, 10年期国债收益率一度下破2.4%、创近20年来新低; 信用债收益率水平、信用利差等处于历史更低分位数。债市走强与流动性环境边际转松直接相关: 去年年末两月MLF投放量均为1.45万亿元, 今年2月MLF降准, 释放中长期资金近万亿元。部分配置盘“抢跑”、股债“跷跷板”等也推动了收益率曲线的下移。截至2月18日, 10年期国债收益率较年初以来累计下行近12BP, 同期DR007已逐步回归常态。



图表76: 10年期国债收益率一度下破2.4%



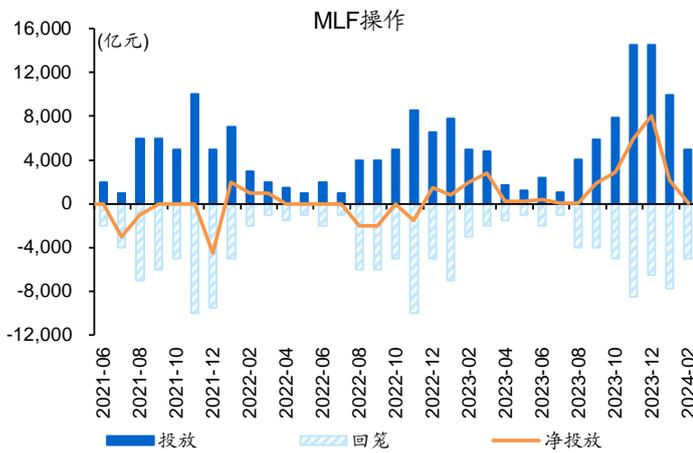
来源: Wind, 国金证券研究所

图表77: 收益率水平、利差等均处历史低位

分类		当前水平 (%/BP)	所处历史分位数	历史1/4分位数	历史中位数	历史3/4分位数	
收益率	国债	1Y	1.93	19%	2.0	2.4	2.9
		5Y	2.30	3%	2.6	3.0	3.5
		10Y	2.44	0%	3.0	3.3	3.7
		30Y	2.64	1%	3.3	3.7	5.4
	AAA级中票	1Y	2.31	3%	2.9	3.4	4.4
		3Y	2.65	2%	3.3	3.9	4.7
3年中票	5Y	2.91	0%	3.6	4.2	4.9	
	AAA	2.65	2%	3.3	3.9	4.7	
	AA	3.15	3%	3.8	4.4	5.3	
利差	国债期限利差	5Y-1Y	36.8	26%	36.1	51.8	70.8
		10Y-1Y	51.0	18%	57.2	78.1	124.8
		30Y-10Y	20.4	9%	40.1	53.0	62.1
	3年期中票信用利差	AAA	39.0	1%	70.1	106.6	136.8
		AA	66.4	0%	121.7	167.5	210.0
	AAA级中票信用利差	AA-	290.4	29%	274.7	319.0	350.9
		1年	46.2	7%	59.7	92.5	129.5
		3年	39.0	1%	70.1	106.6	136.8
	5年	43.9	0%	80.3	111.9	145.3	

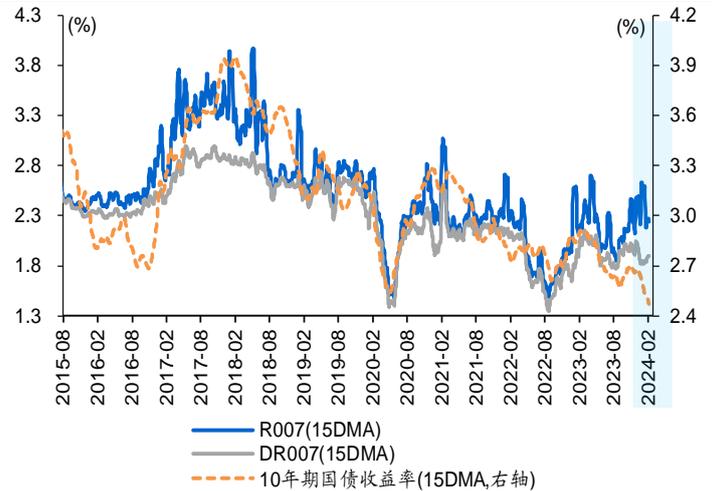
来源: Wind, 国金证券研究所 (截至2月18日)

图表78: 岁末年初, MLF连月超额续作



来源: Wind, 国金证券研究所

图表79: 债市收益率与资金利率已有背离



来源: Wind, 国金证券研究所

债市调整自2018年以后节奏上明显缩短、幅度收窄,且多缘于流动性收紧,后续变化取决于基本面、机构行为等。2018年以前调整时长均在8个月以上,幅度平均在95BP;2020年和2022年两次调整仅半年左右,且22年底调整幅度仅为24BP。调整节奏、幅度和曲线形态变化的背后,是经济基本面和机构行为变化等的映射。相同点在于收益率向上的直接触发均为流动性收紧、大多与金融监管等因素有关。不同点在于18年后,经济下行压力阶段性加大、尤其地产走弱后,流动性平稳宽松且易淤积。“资管新规”后,风险偏好降低,充裕的资金进一步向“安全”合意资产集中。

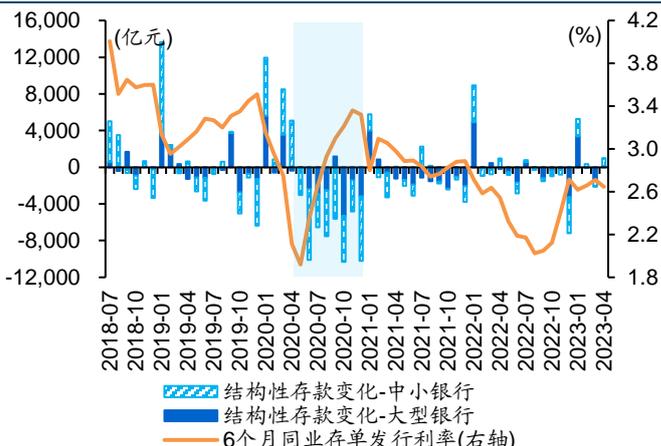


图表80: 债市调整节奏缩短、幅度收窄



来源: Wind, 国金证券研究所

图表81: 2020年压降结构性存款推升流动性压力



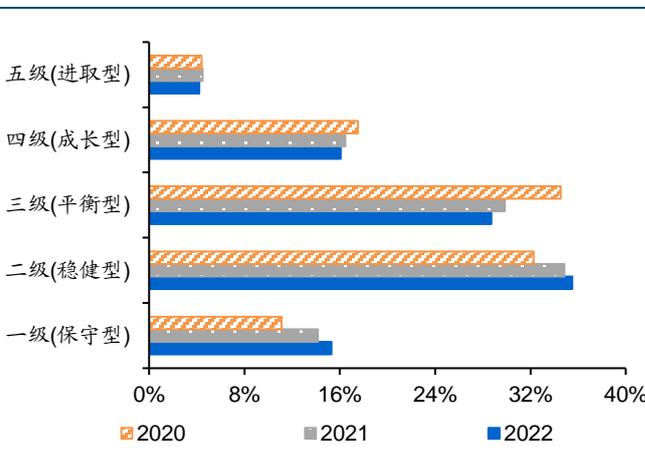
来源: Wind, 国金证券研究所

图表82: 经济修复阶段, 流动性环境平稳宽松



来源: Wind, 国金证券研究所

图表83: 理财产品各类风险偏好投资者数量分布

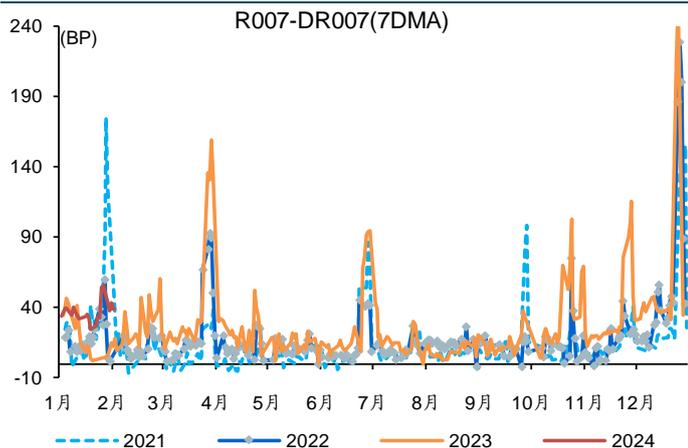


来源: Wind, 中国理财网, 国金证券研究所

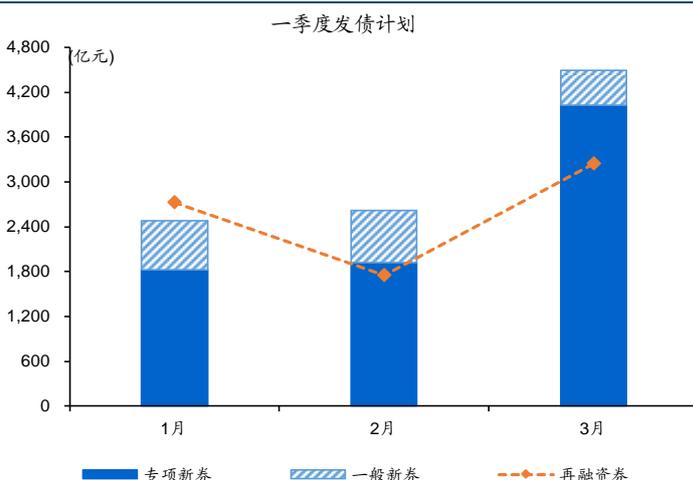
目前中短期债市潜在风险或在累积,但“资产荒”下较难持续持续性调整。当前收益率强势下行,已与资金利率明显背离、尤其是非银资金利率下行空间或相对有限,短期流动性环境仍面临阶段性扰动。政府债券发行节奏值得关注,往后来看,政府债券发行节奏或干扰资金面、一季度地方债新券合计近万亿、2月边际上量;政府债券发行加快或干扰流动性环境。此外,机构交易“拥挤”或放大流动性波动。相较于配置型机构,基金等交易型机构负债稳定性较弱、更易受到流动性冲击。稳增长“三步走”逐步推进带来基本面利空因素也在累积。但“资产荒”下,债市或较难出现持续性调整。



图表84: 非银资金利率水平已处高位



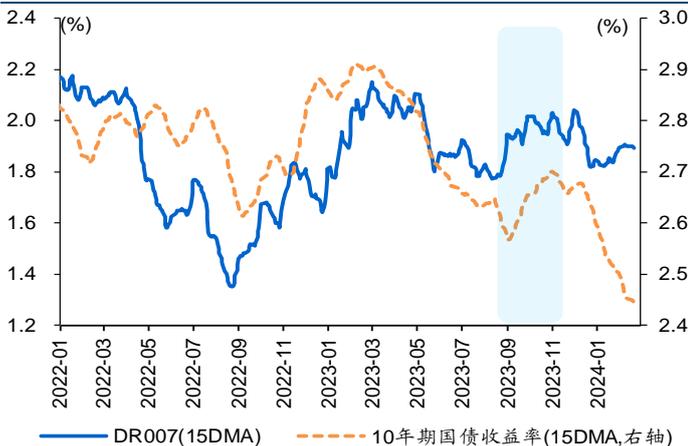
图表85: 一季度地方债计划发行近万亿元



来源: Wind, 国金证券研究所

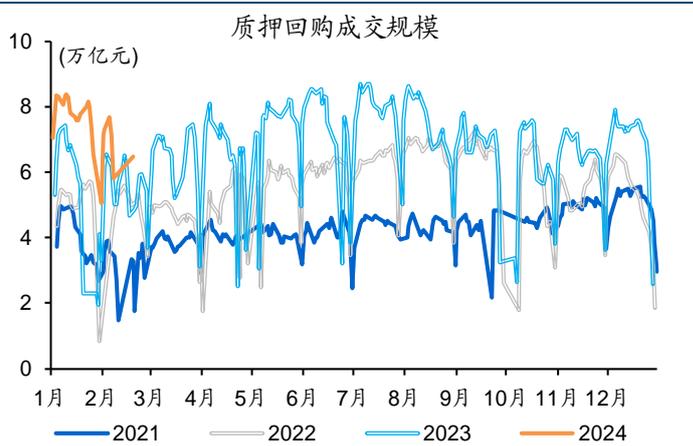
来源: 中债登、国金证券研究所

图表86: 政府债券集中发行带动流动性环境边际回升



来源: Wind, 国金证券研究所

图表87: 年初, 质押回购成交规模处于同期高位



来源: Wind, 国金证券研究所

## 风险提示

1. 俄乌冲突再起波澜: 2023年1月, 美德继续向乌克兰提供军事装备, 俄罗斯称, 视此举为直接卷入战争。
2. 大宗商品价格反弹: 近半年来, 海外总需求的韧性持续超市场预期。中国重启或继续推升全球大宗商品总需求。
3. 美欧工资增速放缓不达预期: 与2%通胀目标相适应的工资增速为劳动生产率增速+2%, 在全球性劳动短缺的情况下, 美欧2023年仍面临超额工资通胀压力。



**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