

大类资产周报第 24 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: 陈达飞 (执业 S1130522120002)
chendafei@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

渐行渐近的“新兴市场危机”？

2024 年, 随着美联储降息预期不断被推迟, 美债利率和美元汇率不断创新年内新高, 部分发达与新兴市场国家汇率与风险资产价格承压, 新一轮“货币危机”正在路上? 谁是最脆弱的环节? 这次是否不一样? 供参考。

热点思考: 渐行渐近的“新兴市场危机”？

一、没有硝烟的战争: 新一轮新兴市场国家的“货币危机”、“债务危机”正在路上?

4 月以来, 新兴市场股市暴跌、汇率承压, 主权债务违约概率也有一定提升, 似有一定“货币危机”的前兆。1) 股市方面, 4 月 8 日以来, MSCI 拉美、亚洲、欧非中东新兴市场指数分别下跌 6.3%、4.1% 和 3.4%。2) 汇率方面, 4 月 8 日以来, 哥伦比亚比索、印尼卢比、雷亚尔兑美元贬值 3.9%、2.5% 和 2.1%。3) 部分国家主权债务违约风险明显上升。“再通胀”交易下美元的再度走强, 或是近期新兴市场承压的主要原因。再通胀风险与经济的韧性是美元走强的主因: 1) 美国去通胀进程已现“死亡交叉”, 核心 CPI 近半年来下行斜率明显放缓。2) 年初以来, 在全球长期持续去库存、金融条件持续转松的背景下, 全球制造业再现复苏。此外, 地缘政治等因素或加剧了近期新兴市场的“风险”。

二、历史上的货币危机: 联储加息是触发因素, EM 的基本面和金融状况才是决定因素

市场的担忧并非“空穴来风”, 历史上几次新兴市场货币危机, 确实发生在“美联储加息”的背景下。例如 20 世纪 80 年代的拉美债务危机、1994 年墨西哥比索危机、1997 年亚洲货币危机等, 均在美联储加息周期中发生; 甚至即便是 2014 年的美联储 Taper, 也足以触发部分新兴市场国家货币的大幅贬值。

然而, 美联储加息只是触发因素, 新兴市场的基本面和金融状况才是决定因素。历史回溯来看, 过往 4 轮货币危机中新兴市场共性问题主要有: 1) 经济基本面相对薄弱, 且经常账户易受资源品价格等波动; 2) 汇率/货币政策相对刚性, 面对危机不易调整; 3) 危机前“热钱”大量流入, 造成较高外债占比; 4) 外汇储备规模低, 抵御风险能力弱。

三、这次可能不一样: 高利率-强美元是短期压力测试, 但货币-债务危机仍是尾部风险

本轮美联储加息, 或带来新兴市场的短期承压, 但热钱流动冲击或相对有限。新兴市场热钱流动的驱动因素有三类: 1) “推力”, 即促使 AEs 投资者投资 EMDEs 的因素, 与资金供给有关; 2) “拉力”, 即 EMs 自身周期性和结构性吸引力; 3) “渠道”, 金融市场的基础设施等。本轮中, “推力”确存, 但需求方基本面稳健、财政健全、金融基础设施完善。从基本面、货币政策、资本流动性等方面来看, 多数“新兴市场”或无需过虑。1) 新兴市场制造业景气度好于发达经济体, 且边际仍然向好; 2) 部分新兴市场加息有空间、汇率有弹性; 3) 相较过往危机, 近年来新兴市场没有大量“热钱”涌入; 4) 多数新兴市场短债/外储比例较低; 5) 当下商品价格仍在上行, 利于“资源国”国际收支的改善。

周度回顾: 避险情绪明显升温, 风险资产多数承压 (2024/04/15-2024/04/19)

股票市场: 发达市场股指多数下跌, 新兴市场股指多数下跌。发达市场股指, 日经 225 下跌 6.2%, 纳斯达克指数下跌 5.5%, 标普 500 下跌 3%; 新兴市场股指, 伊斯坦布尔证交所全国 30 指数下跌 0.66%, 上证指数上涨 1.5%。

债券市场: 发达国家 10 年期国债收益率多数上涨。美国 10 年期国债收益率上行 12bp 至 4.62%, 德国 10 年期国债收益率上行 8bp 至 2.48%, 法国 10 年期国债收益率上行 14.2bp 至 3.01%, 英国 10 年期国债收益率上行 14.5bp 至 4.27%。

外汇市场: 美元指数上行, 美元兑人民币升值。美元指数上行至 106.11, 美元兑人民币升值 0.03%, 美元兑在岸人民币为 7.24, 美元兑离岸人民币为 7.25, 欧元兑人民币升值 0.26%, 日元兑人民币贬值 0.69%, 英镑兑人民币贬值 0.25%。

商品市场: 黄金和白银创新高, 铁矿石本周大涨。受多个宏观影响因素, 本周 COMEX 黄金上涨 1.48% 至 2399.8 美元/盎司, 创历史新高, 白银上涨 0.02% 至 28.22 美元/盎司。近期市场开始交易钢厂复产逻辑, 原料铁矿石本周大涨。

风险提示

地缘政治冲突升级; 美联储再次转“鹰”; 金融条件加速收缩

内容目录

一、热点思考：渐行渐近的“新兴市场危机”？	5
（一）没有硝烟的战争：新一轮新兴市场国家的“货币危机”、“债务危机”正在路上？	5
（二）历史上的货币危机：联储加息是触发因素，EM 的基本面和金融状况才是决定因素	7
（三）这次可能不一样：高利率-强美元是短期压力测试，但货币-债务危机仍是尾部风险	11
二、大类资产高频跟踪（2024/04/15-2024/04/19）	13
（一）权益市场追踪：发达市场股指多数下跌，新兴市场股指多数下跌	13
（二）债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率多数上涨	15
（三）外汇市场追踪：美元指数上行，其他货币兑美元走势分化	15
（四）大宗商品市场追踪：有色多数上涨，原油全线下跌	16
风险提示	18

图表目录

图表 1： 近期，新兴市场股指共振下跌	5
图表 2： 4 月 8 日以来，土耳其等股市表现不佳	5
图表 3： 4 月 8 日以来，新兴市场货币兑美元贬值幅度	5
图表 4： 新兴市场部分国家主权债违约概率	5
图表 5： CPI 通胀的“引力”向上	6
图表 6： 核心 CPI 的“引力”向上	6
图表 7： LEI 领先于库存周期	6
图表 8： 金融条件转松支撑制造业 PMI 改善	6
图表 9： 近期，市场风险明显上升	7
图表 10： 近期，美元、黄金等避险资产大涨	7
图表 11： 1980-2024 年一季度美元、美国加息与新兴市场危机	7
图表 12： 历次危机前组合投资往往“大进大出”	7
图表 13： 历次危机前组合投资/GDP 往往骤减	7
图表 14： 1982 年拉美危机前组合投资“大进大出”	8
图表 15： 1982 年拉美危机前其他投资“大进大出”	8
图表 16： 拉美债务危机前，拉美国家外债/GDP 不断上升	8
图表 17： 债务危机前，拉美国家外汇储备规模普遍不大	8
图表 18： 1994 年墨西哥比索危机前组合投资大进大出	9
图表 19： 1994 年墨西哥比索危机前组合投资/GDP 骤减	9
图表 20： 1994 年墨西哥比索危机前其他投资净流出	9

图表 21: 1994 年墨西哥比索危机前其他投资/GDP 骤减	9
图表 22: 1997 年亚洲金融危机前组合投资“大进大出”	9
图表 23: 1997 年亚洲金融危机前组合投资占 GDP 比骤减	9
图表 24: 1997 年亚洲金融危机前其他投资“大进大出”	10
图表 25: 1997 年亚洲金融危机前组合投资/GDP 骤减	10
图表 26: 2015 年, 部分“资源国”货币大幅贬值	10
图表 27: 2015 年外资大幅流出新兴市场	10
图表 28: 2015 年, 资源国出口规模大幅缩减	10
图表 29: 资源国的贸易条件在 2015 年快速恶化	10
图表 30: 新兴国家“热钱”流动的驱动力	11
图表 31: 2022 年美联储加息以来, 新兴市场国家实际经济增长速度始终高于发达经济体, 且将保持高增速	11
图表 32: 本轮美联储加息周期内, 新兴市场国家制造业景气程度好于发达经济体, 且边际上仍然向好	12
图表 33: 2020 年以来 EMDEs 组合投资	12
图表 34: 部分新兴市场做出了“预防性加息”	12
图表 35: 多数国家外债规模并不高	13
图表 36: 较高能源自给率的新兴市场危机发生概率不大	13
图表 37: 当周, 发达市场股指多数下跌	14
图表 38: 当周, 新兴市场股指全线下跌	14
图表 39: 当周, 美国标普 500 行业走势分化	14
图表 40: 当周, 欧元区行业走势分化	14
图表 41: 当周, 恒生指数全线下跌	14
图表 42: 当周, 行业方面多数下跌	14
图表 43: 当周, 发达国家 10 年期国债收益率多数上涨	15
图表 44: 当周, 10Y 收益率美英德全线上行	15
图表 45: 当周, 新兴市场 10 年期国债收益率走势分化	15
图表 46: 当周, 土耳其 10Y 利率上行, 巴西下行	15
图表 47: 当周, 美元指数上行, 其他货币兑美元走势分化	16
图表 48: 当周, 英镑兑美元下行、欧元兑美元上行	16
图表 49: 当周, 主要新兴市场兑美元多数下跌	16
图表 50: 美元兑土耳其里拉、雷亚尔和韩元	16
图表 51: 当周, 人民币兑美元和欧元贬值, 兑英镑升值	16
图表 52: 当周, 美元兑人民币升值	16
图表 53: 当周, 有色多数上涨, 原油全线下跌	17
图表 54: WTI 原油和布伦特原油全线下跌	17
图表 55: 当周, 焦煤价格上涨 4.6%	17

图表 56: 当周, 铜价格上涨 1.84%, 铝价格上涨 3.87%.....	18
图表 57: 当周, 通胀预期升至 2.41%.....	18
图表 58: 当周, 黄金上涨 1.48%, 银上涨 0.02%.....	18
图表 59: 当周, 10Y 美债实际收益率升至 2.21%.....	18

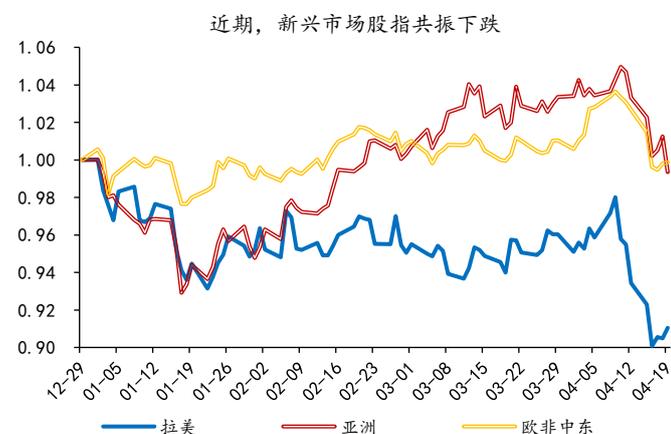
本轮美联储加息周期中，新兴国家的金融市场整体运行平稳，并未重演“美联储加息-美元升值-资本外流-货币危机”大循环。2024年，随着美联储降息预期不断被推迟，美债利率和美元汇率不断创新年内新高，部分发达与新兴市场国家汇率与风险资产价格承压，新一轮“货币危机”正在路上？谁是最脆弱的环节？这次是否不一样？

一、热点思考：渐行渐近的“新兴市场危机”？

（一）没有硝烟的战争：新一轮新兴市场国家的“货币危机”、“债务危机”正在路上？

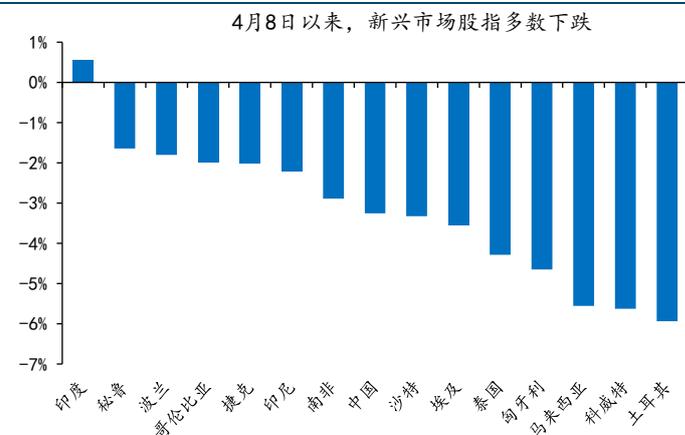
4月以来，新兴市场股市暴跌、汇率承压，主权债务违约概率也有一定提升，似有一定“货币危机”的前兆。4月以来，新兴市场表现普遍不佳。1) 股市方面，4月8日以来，MSCI 拉美、亚洲、欧非中东新兴市场指数分别下跌6.3%、4.1%和3.4%，其中土耳其、科威特、马来西亚领跌，分别下跌5.9%、5.6%和5.6%。2) 汇率方面，4月8日以来，对新兴市场的名义美元指数快速升值1.0%，哥伦比亚比索、印尼卢比、雷亚尔兑美元快速贬值3.9%、2.5%和2.1%。3) 部分国家主权债务违约风险也明显上升，当下黎巴嫩、土耳其、匈牙利一年内主权债务违约的风险分别为26.1%、17.2%和5.7%。新兴市场似有“危机”前兆。

图表1：近期，新兴市场股指共振下跌



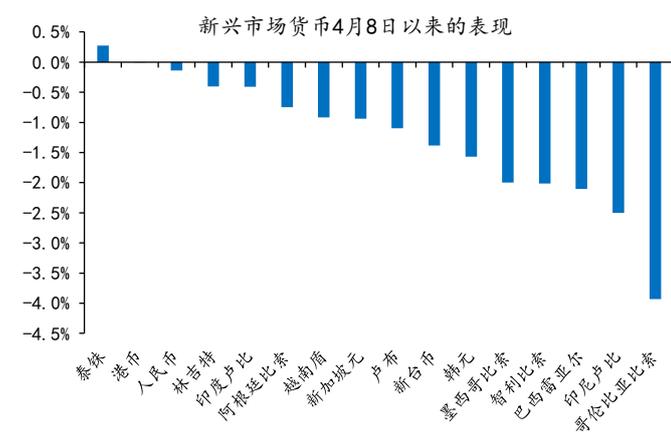
来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表2：4月8日以来，土耳其等股市表现不佳



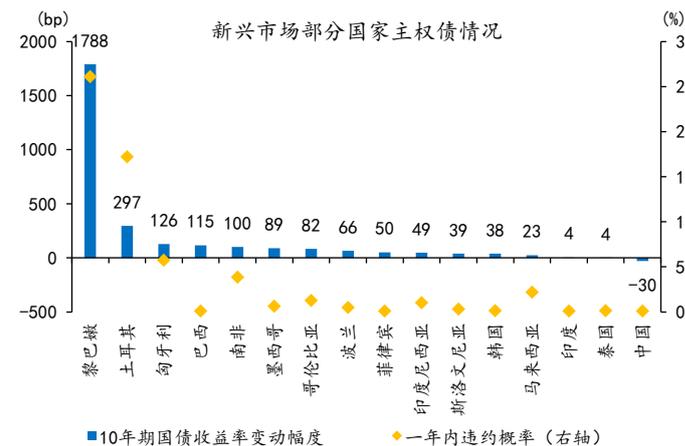
来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表3：4月8日以来，新兴市场货币兑美元贬值幅度



来源：Wind、国金证券研究所

图表4：新兴市场部分国家主权债违约概率

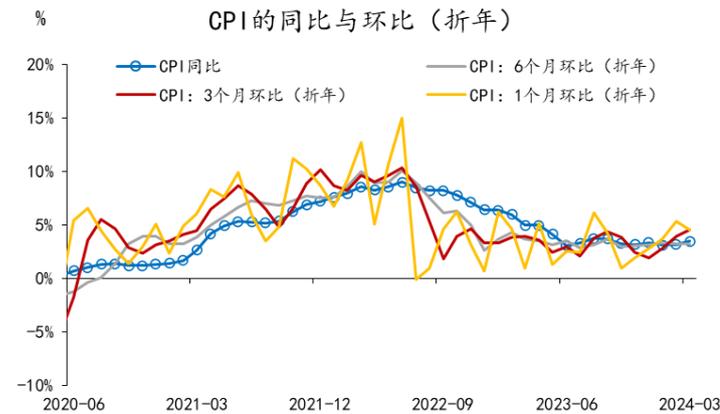


来源：Bloomberg、国金证券研究所

“再通胀”交易下美元的再度走强，或是近期新兴市场承压的主要原因。4月8日以来，美元指数大幅升值1.9%，带动的资产回流导致了新兴市场普遍承压。美元走强主要受两方面影响：1) 再通胀风险抬升。美国去通胀进程已经出现“死亡交叉”，核心CPI近半年来下行斜率明显放缓——1个月、3个月和6个月环比均超过了同比，表明下行阻力越来越强。2) 经济仍有韧性，no landing渐趋明朗。2024年初以来，在全球长期持续去库存、金融条件持续转松的背景下，全球制造业再现复苏。基于领先指标和金融条件与制造业

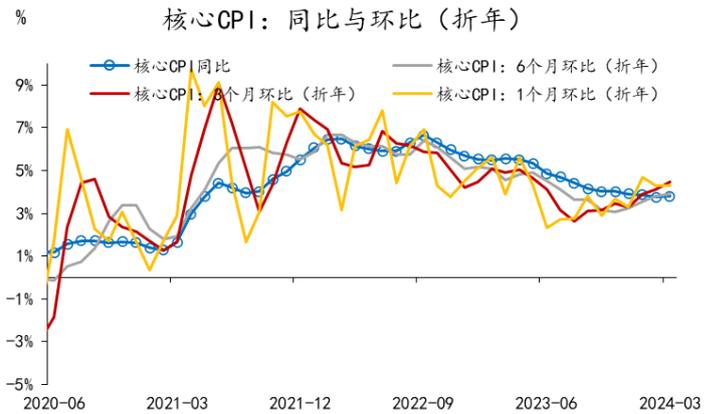
PMI 之间的因果关系，在金融条件再次收紧之前，美国制造业复苏态势仍能延续。

图表5: CPI 通胀的“引力”向上



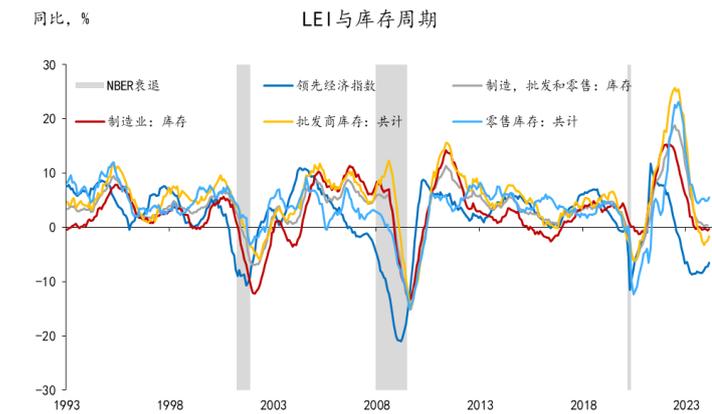
来源: CEIC、Wind、国金证券研究所

图表6: 核心CPI的“引力”向上



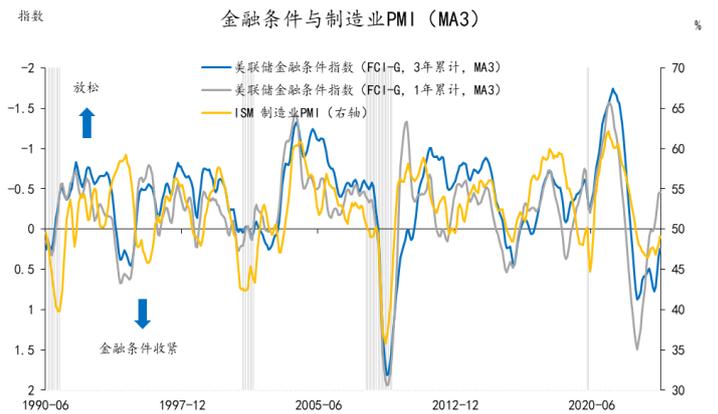
来源: CEIC、Wind、国金证券研究所

图表7: LEI 领先于库存周期



来源: CEIC、Wind、国金证券研究所

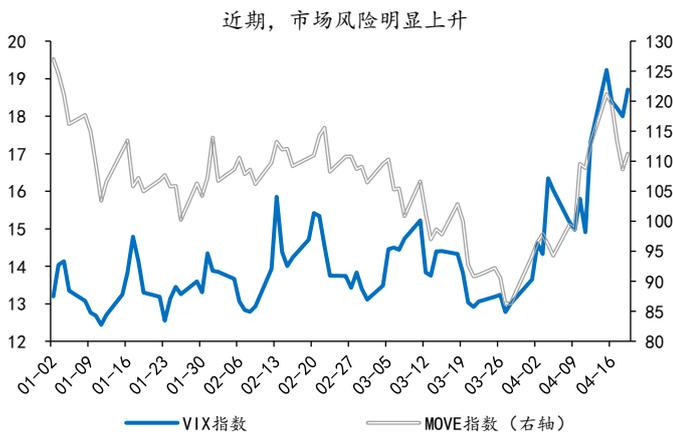
图表8: 金融条件转松支撑制造业PMI改善



来源: CEIC、Wind、国金证券研究所

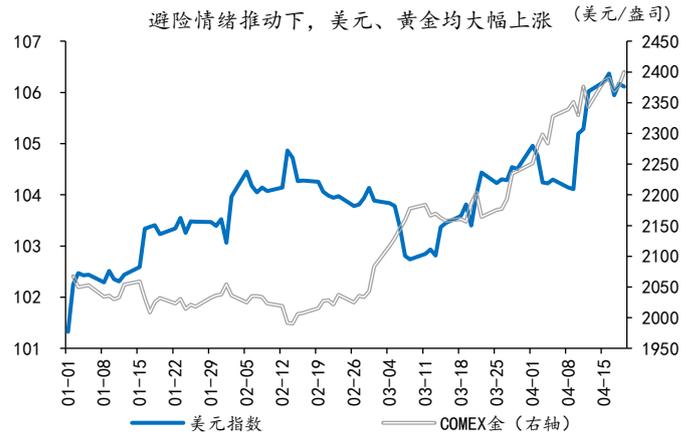
此外，地缘政治等因素则加剧了近期新兴市场的“风险”。随着中东地区以色列与巴勒斯坦、伊朗等摩擦愈演愈烈，地缘局势对全球风险偏好也产生了明显冲击。从标普 500 隐含波动率 (VIX) 与美国债市隐含波动率 (MOVE) 指数来看，4 月 8 日以来，VIX 和 MOVE 指数分别上涨 23.2%、12.0% 至 18.7、111.3。避险情绪的明显升温，既推升了黄金等避险资产，也加速了资金从新兴市场的外流，加剧了新兴市场的“风险”。

图表9: 近期, 市场风险明显上升



来源: Wind、国金证券研究所

图表10: 近期, 美元、黄金等避险资产大涨

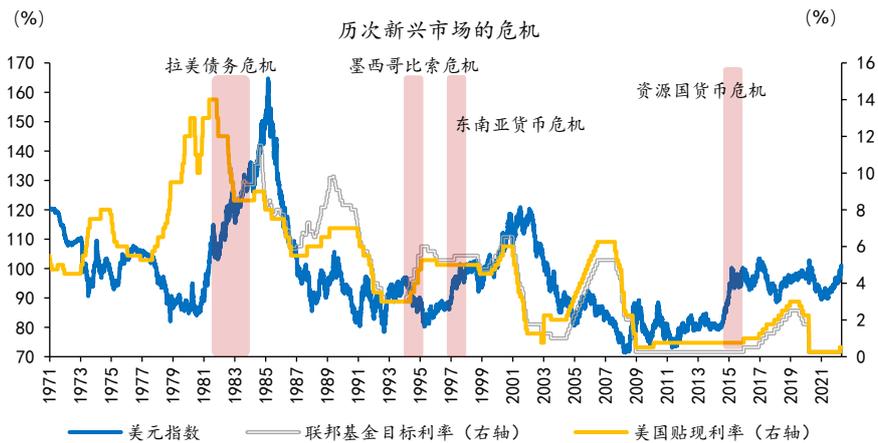


来源: Bloomberg、国金证券研究所

(二) 历史上的货币危机: 联储加息是触发因素, EM 的基本面和金融状况才是决定因素

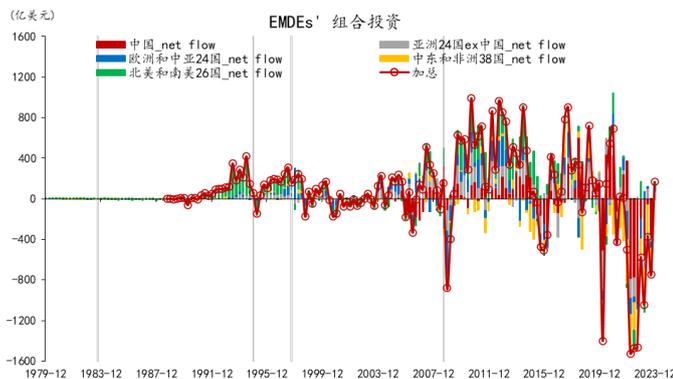
市场的担忧并非“空穴来风”, 历史上几次新兴市场货币危机, 确实发生在“美联储加息”的背景下。例如 20 世纪 80 年代的拉美债务危机、1994 年墨西哥比索危机、1997 年亚洲货币危机等, 均在美联储加息周期中出现; 甚至即便是 2014 年的 Taper, 也足以触发新兴市场国家货币的大幅贬值。但高强度加息必然会引发“新兴市场危机”吗?

图表11: 1980-2024 年一季度美元、美国加息与新兴市场危机



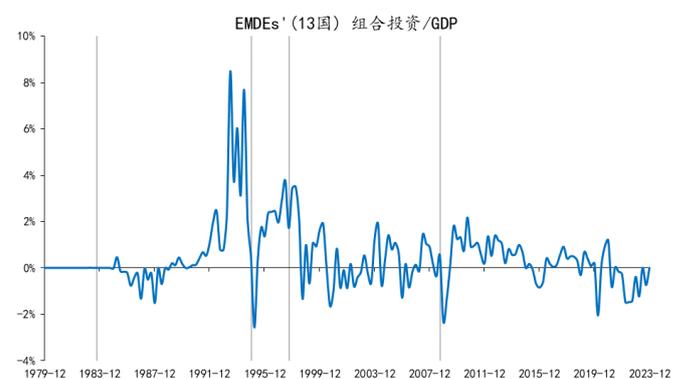
来源: CEIC、国金证券研究所

图表12: 历次危机前组合投资往往“大进大出”



来源: CEIC、国金证券研究所

图表13: 历次危机前组合投资/GDP 往往骤减

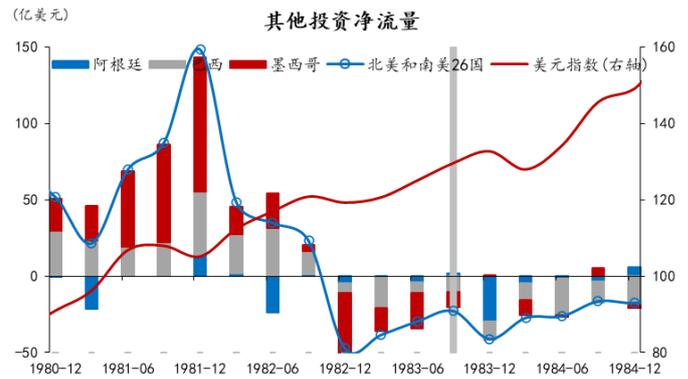
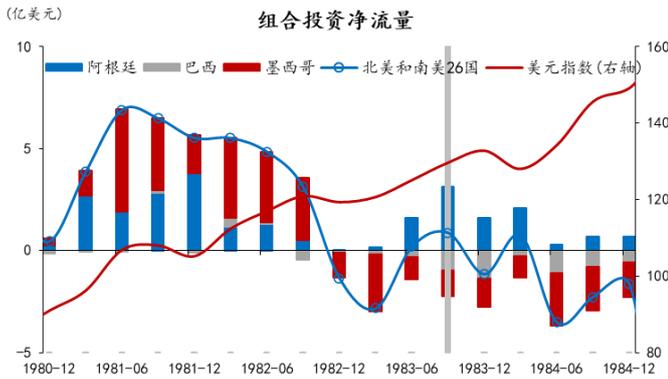


来源: CEIC、国金证券研究所

事实上，20世纪80年代的拉美债务危机，还有拉美国家自身外债比例过高、外汇储备不足等自身因素。此轮危机始于1982年8月，墨西哥宣布无法偿还外债，拉开了拉美债务危机的序幕。危机随后波及拉美多国，包括巴西、阿根廷、委内瑞拉等，持续时间长达数年。究其原因，除了沃尔克紧缩、里根减税与供给端改革刺激下美元指数快速走强外，拉美国家自身金融状况的脆弱性似乎更为关键。前期美元贬值阶段，拉美国家热钱大量流入，导致了过高的外债比例。而拉美国家的本身外汇储备规模不足，“石油危机”逐步退潮后，欧美国家走出滞胀，美元吸引力再度抬升，资本回流导致了拉美债务危机的爆发。

图表14: 1982年拉美危机前组合投资“大进大出”

图表15: 1982年拉美危机前其他投资“大进大出”

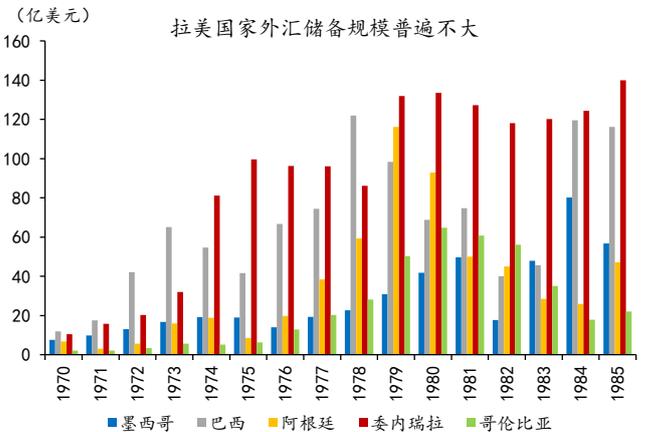
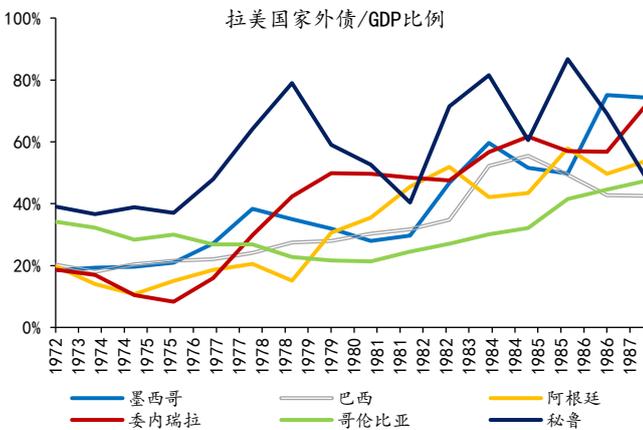


来源: CEIC、国金证券研究所

来源: CEIC、国金证券研究所

图表16: 拉美债务危机前，拉美国家外债/GDP不断上升

图表17: 债务危机前，拉美国家外汇储备规模普遍不大



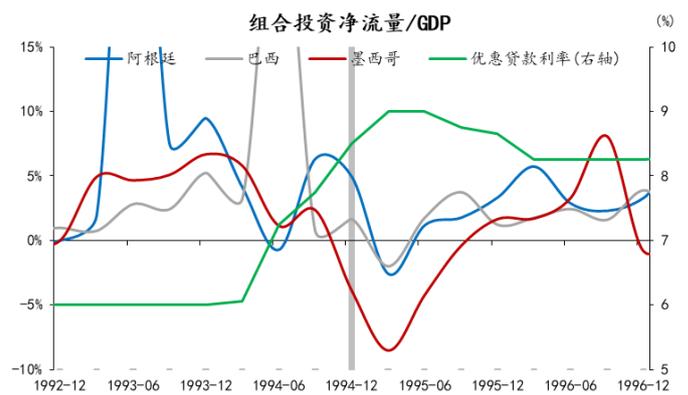
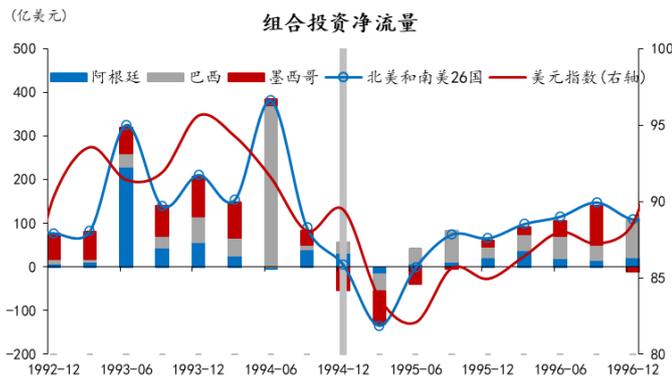
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

1994年的墨西哥比索危机，热钱的“大进大出”是主要因素，美元的短线走强仅仅是触发因素。1994年12月20日，墨西哥宣布比索贬值，引发了货币危机。此次危机还迅速蔓延，对拉美其他国家金融市场造成冲击，被称为“龙舌兰效应”。诚然，危机发生的背景是1994年2月至11月，美联储连续6次合计250bp的加息；这一系列又快又急的加息导致美元自1994年10月26日开始快速升值，墨西哥比索持续承压。但危机背后的深层次原因则是前期外资的“大进大出”、单薄的外汇储备，以及彼时动荡的政治局势。早在1992-1994年间，墨西哥年均流入250亿-350亿美元的“热钱”，已为此次危机埋下隐患。

图表18: 1994年墨西哥比索危机前组合投资大进大出

图表19: 1994年墨西哥比索危机前组合投资/GDP 骤减

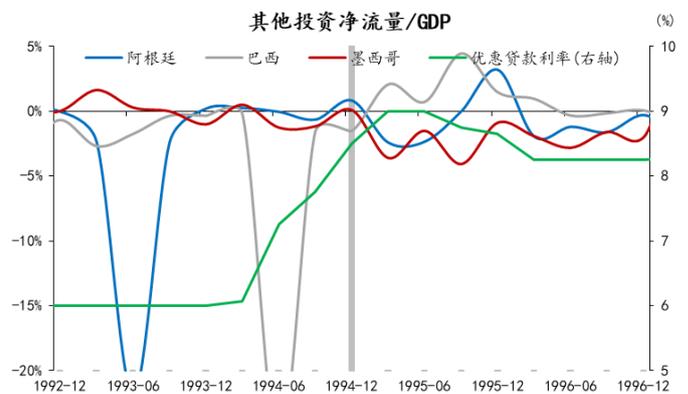
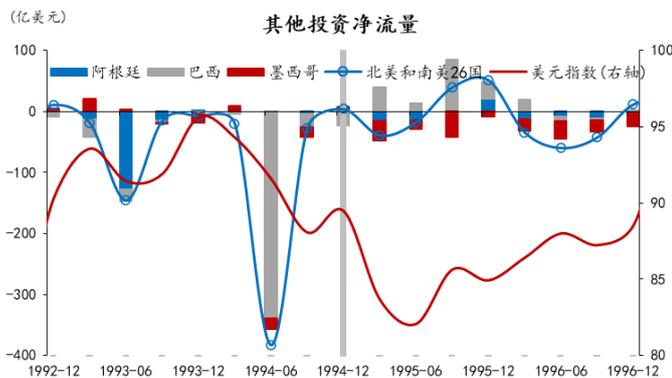


来源: CEIC、国金证券研究所

来源: CEIC、国金证券研究所

图表20: 1994年墨西哥比索危机前其他投资净流出

图表21: 1994年墨西哥比索危机前其他投资/GDP 骤减



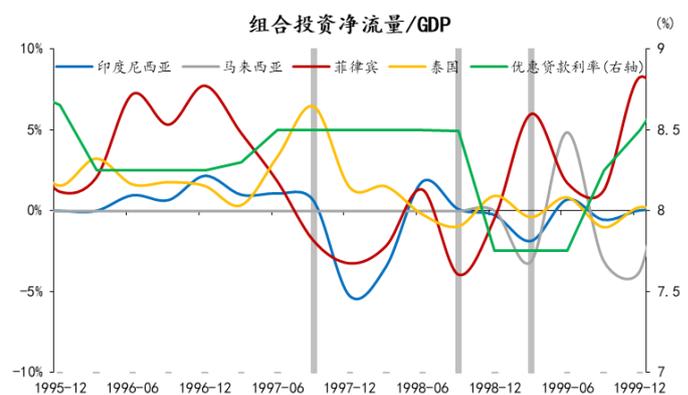
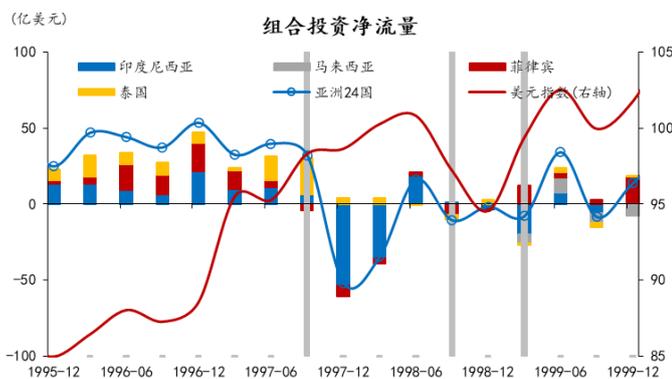
来源: CEIC、国金证券研究所

来源: CEIC、国金证券研究所

1997-1998年的亚洲金融危机, 东南亚国家内部也面临着与拉美债务危机类似的外债比例过高、外汇储备不足的问题。此次危机始于1997年7月2日, 泰国政府宣布泰铢区间浮动, 实际上意味着泰铢大幅贬值, 此后危机迅速扩散。随后印尼、韩国、马来西亚、菲律宾等多国货币和股市暴跌, 陷入金融危机。此轮“强美元”发生在克林顿改革的背景下。克林顿上任后, 有效降低了美国的财政赤字, 互联网热潮下外资纷纷向美股涌入, 而东南亚经济放缓, 进一步削弱了其对外资的吸引力。前期“外债比例过高、外汇储备不足”的隐患在这一时期被点燃, “做空资金”的冲击下, 东南亚国家相继放弃固定汇率, 汇率暴跌。

图表22: 1997年亚洲金融危机前组合投资“大进大出”

图表23: 1997年亚洲金融危机前组合投资占GDP比骤减

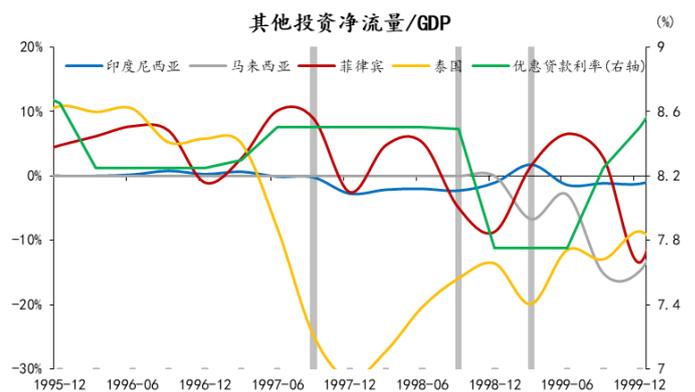
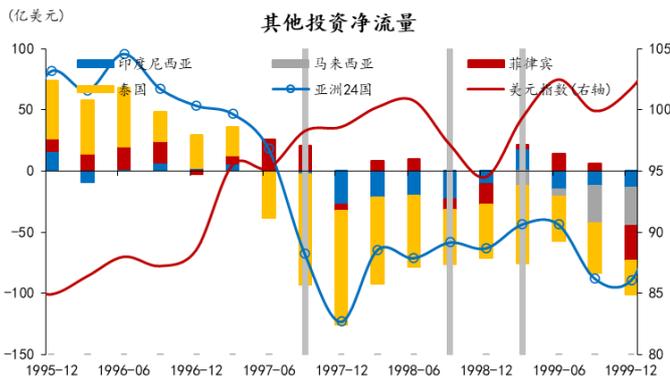


来源: CEIC、国金证券研究所

来源: CEIC、国金证券研究所

图表24: 1997年亚洲金融危机前其他投资“大进大出”

图表25: 1997年亚洲金融危机前组合投资/GDP 骤减



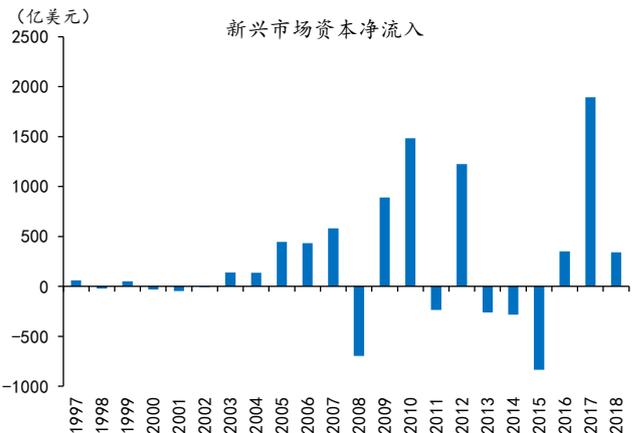
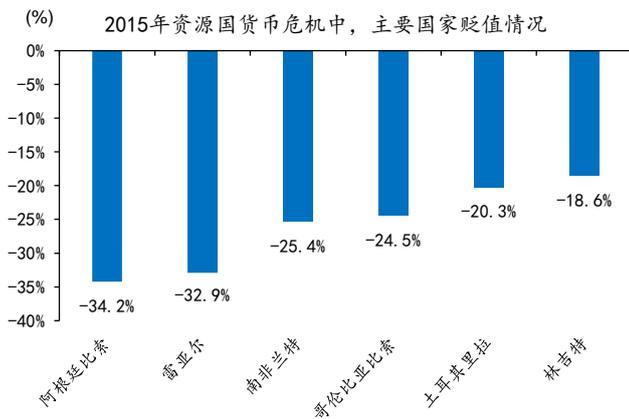
来源: CEIC、国金证券研究所

来源: CEIC、国金证券研究所

2015年的资源国货币危机，大宗商品价格暴跌下的经常账户恶化是根本原因。此轮货币危机中，已经实施浮动汇率的阿根廷比索、巴西雷亚尔、南非兰特、哥伦比亚比索、土耳其里拉和马来西亚林吉特分别贬值34.2%、32.9%、25.4%、24.5%、20.3%和18.6%。彼时的美元指数上行发生在欧美货币政策分化的背景下，美联储自2014年开启Taper，而欧央行仍维持了宽松的货币政策。而触发此次危机的，不仅有美元的快速走强，更重要的是大宗商品价格的暴跌。这使得资源国贸易条件快速恶化、出口规模急剧缩减，叠加“外资”高达834.6亿美元的大幅流出，“资源国”货币均大幅贬值。

图表26: 2015年，部分“资源国”货币大幅贬值

图表27: 2015年外资大幅流出新兴市场

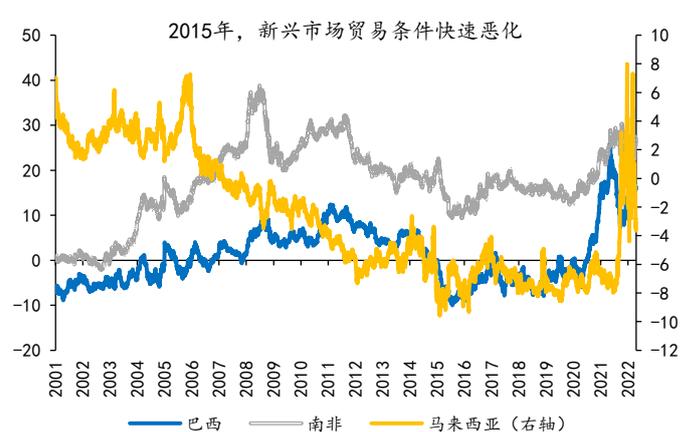
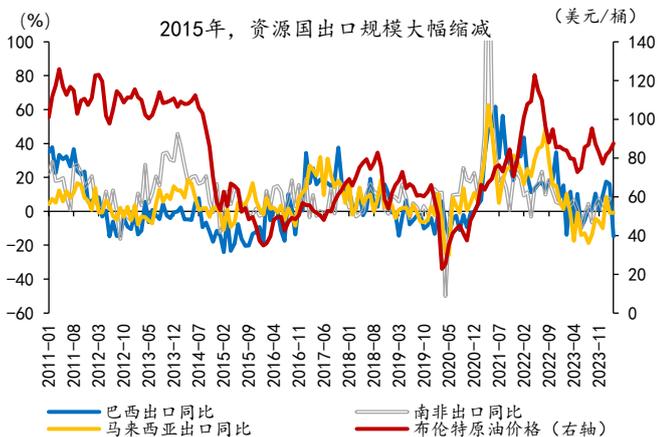


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表28: 2015年，资源国出口规模大幅缩减

图表29: 资源国的贸易条件在2015年快速恶化



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Bloomberg、国金证券研究所

(三) 这次可能不一样：高利率-强美元是短期压力测试，但货币-债务危机仍是尾部风险

总结而言，可将 EM 热钱流动的驱动因素分为三类：推力 (push)、拉力 (pull) 和渠道 (pipe)：(1) “推力”指外部因素，即促使 AEs 投资者投资 EMDEs 的因素，与资金供给有关，比如：AE 货币政策、投资者风险偏好、美元汇率等。当 AE 执行宽松的货币政策、投资者风险偏好上升、AEs 经济放缓、大宗商品价格上升或美元面临贬值压力时，流入 EM 的资金会增加；(2) “拉力”指内部因素，即吸引力，包括周期因素和结构性因素两大类。实践中，投资者通常关注这些因素的关键综合指标，如信用评级；(3) “渠道”指金融市场的基础设施，是资本流通的“介质”，不仅包括金融中介，还包括金融制度、规则等。

图表30：新兴国家“热钱”流动的驱动力

类型	驱动力	组合权益	组合债务	银行信贷
外部因素 推力 (push)	风险厌恶	--	--	--
	AEs利率	--	--	--
	AEs增长	++	++	不显著
内部因素 拉力 (pull)	国内增长	++	++	+
	资产收益	++	++	+
	国家风险	-	-	--

来源：Koepke, 2019；国金证券研究所

资本流动是三方面因素合力的结果，在供给方流动性充裕、风险偏好较高，需求方经济基本面稳健、财政健全、金融基础设施完善、市场开放，以及国际金融机构偏好于进行跨境投融资活动的的环境下，全球资本流动规模会很可观。相对而言，规模主要由推力和拉力决定，波动率主要由渠道决定。BIS 基于调研的数据发现，无论是 AE 还是 EM 的银行都认为，AE 的货币政策是最重要的“推力”，这与后危机时代 EM 资本净流入大幅增加是一致的。拉力因素方面，EM 的资本账户开放度和主权信用评级都有显著的正向作用。对于不同形式资本流动，同一推力或拉力因素在影响方向上是相通的，在影响程度和显著性上有差别。

图表31：2022 年美联储加息以来，新兴市场国家实际经济增长速度始终高于发达经济体，且将保持高增速

世界主要经济体 (按洲)	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998
全球	3.1	3.1	3.2	3.2	3.1	3.1	3.5	6.3	-2.8	2.8	3.6	3.8	3.2	3.4	3.5	3.4	3.5	4.3	5.5	-0.1	3.1	5.6	5.4	4.8	5.4	4.3	2.9	2.5	4.8	3.5	2.6
发达经济体	1.7	1.8	1.9	1.8	1.5	1.6	2.6	5.6	-4.2	1.7	2.3	2.5	1.8	2.3	2.0	1.4	1.2	1.7	3.2	-3.4	0.3	2.7	3.0	2.8	3.3	2.0	1.6	1.5	4.1	3.6	2.8
美国	2.1	2.1	2.1	1.7	2.1	2.5	1.9	5.9	-2.8	2.3	2.9	2.2	1.7	2.7	2.3	1.8	2.3	1.6	2.7	-2.6	0.1	2.0	2.8	3.5	3.9	2.8	1.7	1.0	4.1	4.8	4.5
欧元区	1.3	1.5	1.7	1.7	0.9	0.5	3.4	5.6	-6.1	1.6	1.8	2.6	1.9	2.0	1.4	-0.2	-0.9	1.7	2.1	-4.5	0.4	3.0	3.2	1.7	2.3	0.7	0.9	2.2	3.8	2.9	3.0
德国	0.9	1.3	1.9	1.6	0.5	-0.3	1.8	3.2	-3.8	1.1	1.0	2.7	2.2	1.5	2.2	0.4	0.4	3.9	4.2	-5.7	1.0	3.0	3.8	0.7	1.2	-0.7	-0.2	1.7	2.9	1.9	2.0
法国	1.4	1.5	1.7	1.7	1.0	0.8	2.5	6.4	-7.7	1.9	1.8	2.5	1.0	1.0	1.0	0.7	0.4	2.2	1.8	-2.8	0.1	2.4	2.7	1.7	2.5	0.8	1.2	1.9	4.1	3.3	3.6
意大利	0.9	1.0	1.1	1.1	0.7	0.7	3.7	7.0	-9.0	0.5	0.9	1.7	1.3	0.8	0.0	-1.8	-3.0	0.7	1.7	-5.3	-1.0	1.5	1.8	0.8	1.4	0.1	0.3	2.0	3.8	1.6	1.8
西班牙	1.6	1.7	1.8	2.1	1.5	2.4	5.8	6.4	-11.2	2.0	2.3	3.0	3.0	3.8	1.4	-1.4	-3.0	-0.8	0.2	-3.8	0.9	3.6	4.1	3.7	3.1	3.0	2.7	3.9	5.1	4.7	4.5
日本	0.4	0.4	0.5	0.8	0.9	1.9	1.0	2.2	-4.2	-0.4	0.6	1.7	0.8	1.6	0.3	2.0	1.4	0.0	4.1	-5.7	-1.2	1.5	1.4	1.8	2.2	1.5	0.0	0.4	2.8	-0.3	-1.3
英国	1.5	1.8	2.1	1.6	0.6	0.5	4.3	7.6	-11.0	1.6	1.7	2.4	2.2	2.4	3.2	1.8	1.4	1.1	2.4	-4.5	-0.2	2.6	2.2	2.7	2.3	3.1	1.8	2.2	4.1	3.0	3.2
加拿大	1.7	1.7	1.8	2.3	1.4	1.1	3.8	5.0	-5.1	1.9	2.8	3.0	1.0	0.7	2.9	2.3	1.8	3.1	3.1	-2.9	1.0	2.1	2.6	3.2	3.1	1.8	3.0	1.8	5.2	5.2	3.9
其它	2.2	2.2	2.3	2.5	2.1	1.7	2.7	5.7	-1.6	2.0	2.8	3.1	2.6	2.3	3.0	2.5	2.2	3.4	6.0	-0.9	1.8	5.2	4.8	4.2	5.3	2.8	3.9	2.2	5.9	5.5	1.0
新兴与发展中经济体	3.9	4.0	4.1	4.2	4.1	4.1	4.1	6.9	-1.8	3.6	4.6	4.8	4.4	4.3	4.7	5.0	5.4	6.3	7.4	2.8	5.7	8.4	7.9	7.1	7.9	6.9	4.4	3.7	3.5	2.4	
新兴和开发中亚洲国家	4.5	4.6	4.8	4.8	5.2	5.4	4.5	7.5	-0.5	5.2	6.4	6.6	6.8	6.8	6.9	6.9	7.0	7.9	9.6	7.6	7.3	11.2	10.1	9.3	8.4	8.3	6.6	6.0	6.5	6.5	2.8
中国	3.4	3.7	4.1	4.1	4.6	5.4	3.0	8.5	2.2	6.0	6.8	6.9	6.9	7.0	7.4	7.8	7.8	9.6	10.6	9.4	9.6	14.2	12.7	11.4	10.1	10.0	9.1	8.3	8.5	7.7	7.9
印度	6.3	6.3	6.3	6.5	6.5	6.7	7.2	9.1	-5.8	3.9	6.5	6.8	8.3	8.0	7.4	6.4	5.5	6.6	10.3	8.5	3.9	9.8	9.3	9.3	7.8	7.9	3.9	4.9	4.0	8.5	4.2
新兴和发展中欧洲国家	2.4	2.4	2.5	2.5	2.8	2.7	1.2	7.3	-1.6	2.5	3.6	4.2	1.8	1.0	1.9	2.9	3.2	5.5	4.4	-5.7	4.3	7.2	7.4	6.2	7.9	6.2	4.8	2.7	7.5	2.7	-0.8
俄罗斯/东欧	1.0	1.0	1.0	1.1	2.6	3.0	-1.2	5.6	-2.7	2.2	2.8	1.8	0.2	-2.0	0.7	1.8	4.0	3.9	4.5	-7.8	5.2	8.6	8.2	6.4	7.1	7.4	4.7	5.1	10.1	6.3	-5.3
拉美和加勒比地区国家	2.5	2.6	2.5	2.5	1.9	2.5	4.2	7.4	-7.0	0.2	1.1	1.3	-0.8	0.3	1.3	2.8	3.0	4.5	6.1	-2.2	3.9	5.5	5.5	4.3	6.0	1.9	0.3	0.6	3.7	0.2	2.8
巴西	2.0	2.0	1.9	1.9	1.7	3.1	3.0	5.0	-3.3	1.2	1.8	1.3	-3.3	-3.5	0.5	3.0	1.9	4.0	7.5	-0.1	5.1	6.1	4.0	3.2	5.8	1.1	3.1	1.4	4.4	0.5	0.3
墨西哥	2.1	2.0	1.8	1.5	2.7	3.4	3.9	5.8	-8.7	-0.3	2.0	1.9	1.8	2.7	2.5	0.9	3.6	3.4	5.0	-6.3	0.9	2.1	4.8	2.1	3.6	1.2	-0.2	-0.5	5.0	2.8	6.2
中东和北非	3.7	3.8	3.6	4.2	2.9	2.0	5.5	4.3	-2.6	1.6	2.8	2.5	4.3	3.0	3.3	3.0	4.8	4.7	5.2	1.3	4.8	5.9	6.2	5.8	8.8	10.3	3.1	2.7	5.5	2.3	3.6
沙特阿拉伯	3.1	3.3	3.3	5.5	2.7	-1.1	8.7	3.9	-4.3	0.8	2.8	-0.1	2.4	4.7	4.0	2.9	5.4	11.0	5.0	-2.1	6.3	1.8	2.8	5.6	8.0	11.2	-2.8	-1.2	5.6	-3.8	2.9
撒哈拉以南非洲	4.3	4.2	4.1	4.1	3.8	3.3	4.0	4.7	-1.6	3.2	3.3	3.0	1.5	3.2	5.0	4.9	4.8	5.0	6.9	3.6	5.7	6.6	6.0	6.3	6.9	4.8	6.3	4.6	4.0	2.4	2.4
尼日利亚	3.1	3.1	3.1	3.1	3.0	2.8	3.3	3.6	-1.8	2.2	1.9	0.8	-1.6	2.7	6.3	5.4	4.3	4.9	11.3	8.4	7.2	7.3	6.7	7.0	10.4	9.5	14.6	6.7	5.5	0.5	2.5
南非	1.4	1.4	1.4	1.3	1.0	0.6	1.9	4.7	-6.0	0.3	1.6	1.2	0.7	1.3	1.4	2.5	2.4	3.2	3.0	-1.5	3.2	5.4	5.6	5.3	4.6	2.9	3.7	2.7	4.2	2.4	0.5

来源：CEIC、Wind、国金证券研究所

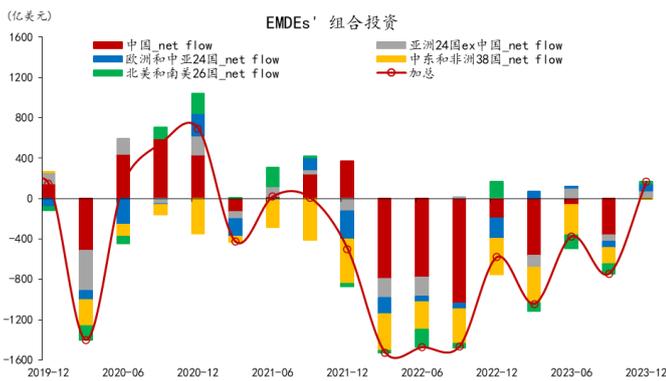
图表32: 本轮美联储加息周期内, 新兴市场国家制造业景气程度好于发达经济体, 且边际上仍然向好

标准制造业PMI	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	2022-02	2022-01
全球	51	50	50	49	49	49	49	49	49	49	50	50	50	50	49	49	49	49	50	50	51	52	52	52	53	54	53
发达	49	49	49	47	48	48	47	47	47	46	48	49	48	48	48	47	48	49	50	50	51	53	55	56	57	57	56
新兴	52	52	51	51	51	50	51	51	50	51	51	51	51	52	50	50	50	50	49	50	51	52	50	48	49	51	50
七国集团	49	49	49	47	47	47	47	47	47	46	48	49	49	48	48	47	48	49	51	51	51	53	55	57	57	57	56
美国	52	52	51	48	49	50	48	49	46	48	50	49	47	47	47	46	48	50	52	52	52	53	57	59	59	57	56
欧盟	46	47	47	45	44	43	44	44	43	43	45	46	47	48	49	48	47	46	48	49	49	52	54	55	56	58	59
日本	48	47	48	48	48	49	49	50	50	50	51	50	49	48	49	49	49	51	51	52	52	53	53	54	54	53	53
德国	42	43	46	43	43	41	40	39	39	41	43	45	45	46	47	47	46	45	48	49	49	52	55	55	57	58	60
法国	46	47	43	42	43	43	44	46	45	46	46	46	47	47	51	49	48	47	48	51	50	51	55	56	55	57	56
英国	50	48	47	46	47	45	44	43	45	47	47	48	48	49	47	45	47	46	48	47	52	53	55	56	55	58	57
加拿大	50	50	48	45	48	49	48	48	50	49	49	50	49	52	51	49	50	49	50	49	53	55	57	56	59	57	56
澳大利亚	47	48	50	48	48	48	49	50	50	48	48	48	49	51	50	50	51	53	54	54	56	56	56	59	58	57	55
BRIC	52	52	51	51	51	50	51	52	50	51	52	50	51	52	50	50	50	50	49	50	51	52	49	47	49	51	50
中国	51	51	51	51	51	50	51	51	49	51	51	50	50	52	49	49	49	49	48	50	50	52	48	46	48	50	49
印度	54	57	57	55	56	56	58	59	58	58	58	57	56	55	55	58	56	55	55	56	56	54	55	55	54	55	54
巴西	52	52	53	48	49	49	50	48	47	47	44	47	49	48	44	44	51	51	52	54	54	54	52	52	52	50	48
墨西哥	54	52	50	52	53	52	50	51	53	51	51	51	51	51	49	51	51	50	49	49	52	51	49	49	49	48	46
俄罗斯	56	55	52	55	54	54	55	53	52	53	54	53	53	54	53	53	53	51	52	52	50	51	51	48	44	49	52
泰国	49	45	47	45	48	48	48	49	51	53	58	60	53	55	55	53	51	52	56	54	52	51	52	52	52	53	52
越南	50	50	50	49	47	50	50	51	49	46	45	47	48	51	47	46	47	51	53	53	51	54	55	52	52	54	54

来源: CEIC、Wind、国金证券研究所

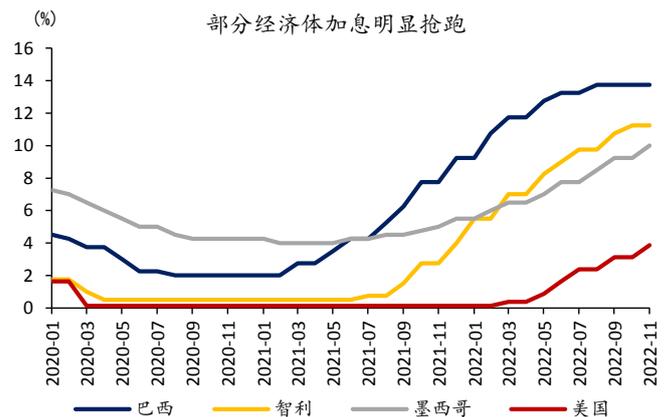
站在当下, 从经济基本面、货币政策走向、资本流动性、超额储备率等方面来看, 多数新兴市场或无需过虑。1) 从基本面来看, 本轮美联储加息周期内, 新兴市场国家制造业景气程度好于发达经济体, 且边际上仍然向好; 2) 从货币政策来看, 部分新兴市场已提前进入降息周期, 为防范危机的“预防性加息”留下了空间; 3) 从资本流动来看, 相较于过往几次新兴市场危机, 近年来新兴市场并没有大量“热钱”涌入; 4) 从外汇充足率来看, 多数新兴市场短债/外储比例较低, 债务/GDP 比重也较此前危机明显更低; 5) 从经常账户表现来看, 当下商品价格仍在地缘局势推升下上行, 有利于“资源国”国际收支改善。

图表33: 2020 年以来 EMDEs 组合投资



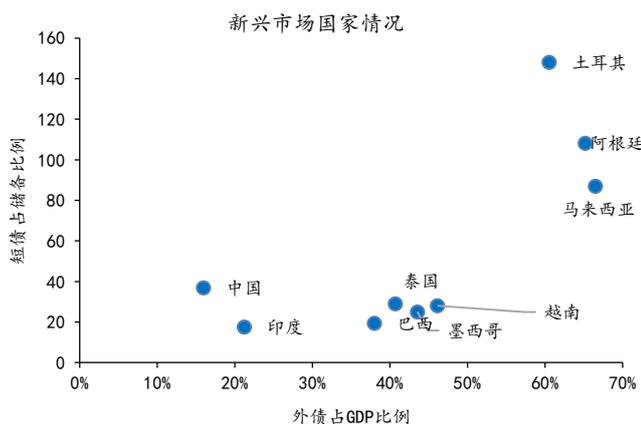
来源: CEIC、国金证券研究所

图表34: 部分新兴市场做出了“预防性加息”



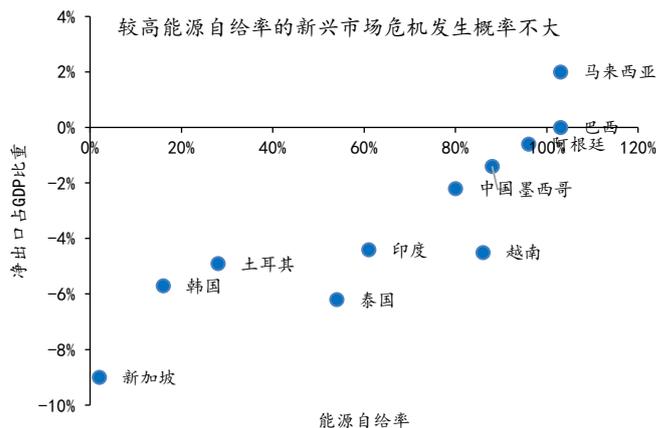
来源: BIS、国金证券研究所

图表35：多数国家外债规模并不高



来源：CEIC、国金证券研究所

图表36：较高能源自给率的新兴市场危机发生概率不大



来源：CEIC、国金证券研究所

经过研究，我们发现：

1、4月以来，新兴市场股市暴跌、汇率承压，主权债务违约概率也有一定提升，似有一定“货币危机”的前兆。“再通胀”交易下美元的再度走强，或是近期新兴市场承压的主要原因：1) 美国去通胀进程已现“死亡交叉”，核心CPI近半年来下行斜率明显放缓。2) 年初以来，在全球长期持续去库存、金融条件持续转松的背景下，全球制造业再现复苏。此外，地缘政治等因素或加剧了近期新兴市场的“风险”。

2、市场的担忧并非“空穴来风”，历史上几次新兴市场货币危机，确实发生在“美联储加息”的背景下。然而，美联储加息只是触发因素，新兴市场的基本面和金融状况才是决定因素。历史回溯来看，过往4轮货币危机中新兴市场共性问题主要有：1) 经济基本面相对薄弱，且经常账户易受资源品价格等波动；2) 汇率/货币政策相对刚性，面对危机不易调整；3) 危机前“热钱”大量流入，造成较高外债占比；4) 外汇储备规模低，抵御风险能力弱。

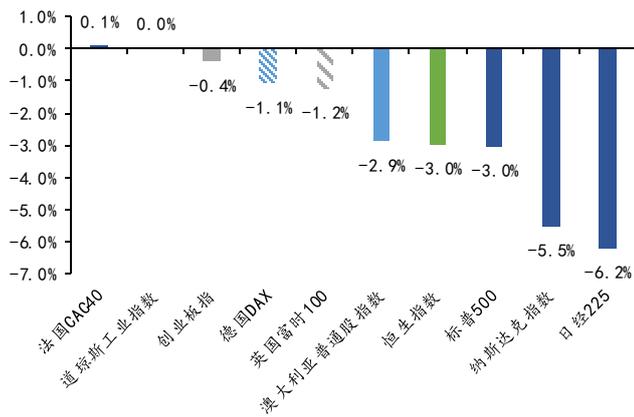
3、从基本面、货币政策、资本流动性等方面来看，多数“新兴市场”或无需过虑。1) 新兴市场制造业景气度好于发达经济体，且边际仍然向好；2) 部分新兴市场加息有空间、汇率有弹性；3) 相较过往危机，近年来新兴市场没有大量“热钱”涌入；4) 多数新兴市场短债/外债比例较低；5) 当下商品价格仍在上行，利于“资源国”国际收支的改善。

二、大类资产高频跟踪（2024/04/15-2024/04/19）

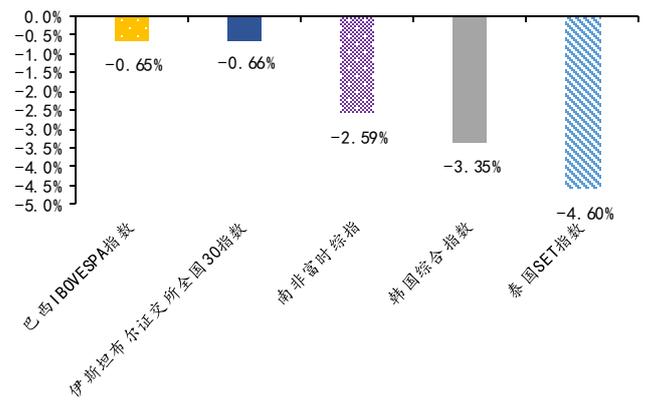
（一）权益市场追踪：发达市场股指多数下跌，新兴市场股指多数下跌

发达市场股指多数下跌，新兴市场股指多数下跌。发达市场股指，日经225下跌6.2%，纳斯达克指数下跌5.5%，标普500下跌3%，恒生指数下跌3%，澳大利亚普通股指数下跌2.9%，英国富时100下跌1.2%；新兴市场股指，泰国SET指数下跌4.6%，韩国综合指数下跌3.35%，南非富时综指下跌2.59%，伊斯坦布尔证交所全国30指数下跌0.66%，上证指数上涨1.5%，创业板指下跌0.4%。

图表37: 当周, 发达市场股指多数下跌



图表38: 当周, 新兴市场股指全线下跌

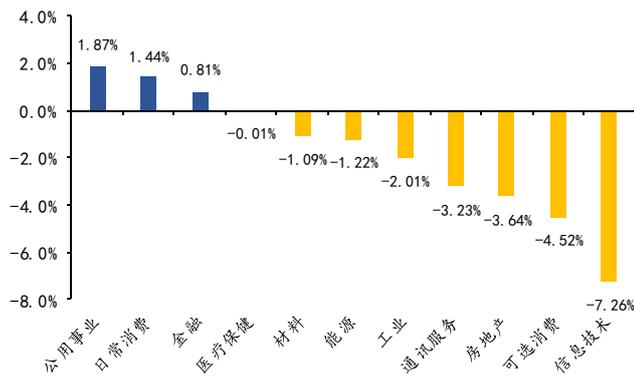


来源: Wind, 国金证券研究所

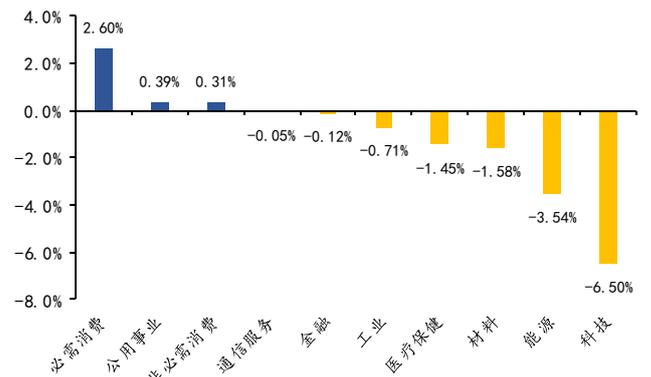
来源: Wind, 国金证券研究所

美国标普 500 行业, 公用事业上涨 1.87%, 信息技术下跌 7.26%, 可选消费下跌 4.52%; 欧元区行业, 必需消费上涨 2.6%, 科技下跌 6.5%, 能源下跌 3.54%, 材料下跌 1.58%, 医疗保健下跌 1.45%, 工业下跌 0.71%。

图表39: 当周, 美国标普 500 行业走势分化



图表40: 当周, 欧元区行业走势分化

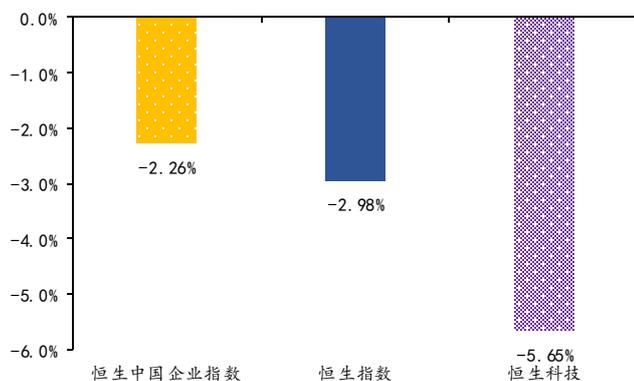


来源: Wind, 国金证券研究所

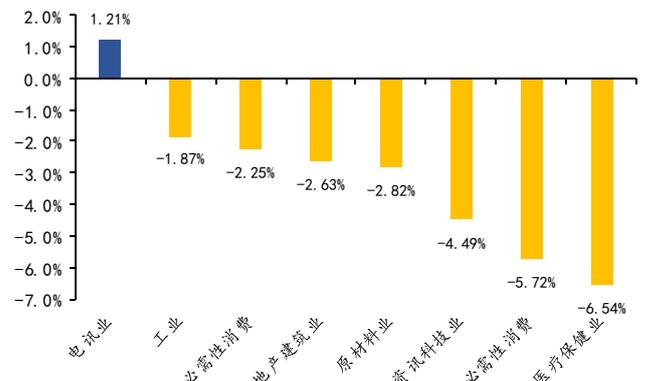
来源: Wind, 国金证券研究所

恒生指数全线下跌, 行业方面多数下跌。恒生科技下跌 5.65%, 恒生指数下跌 2.98%, 恒生中国企业指数下跌 2.26%; 行业方面, 电讯业上涨 1.21%, 医疗保健业下跌 6.54%, 非必需性消费下跌 5.72%, 资讯科技业下跌 4.49%, 原材料业下跌 2.82%, 地产建筑业下跌 2.63%。

图表41: 当周, 恒生指数全线下跌



图表42: 当周, 行业方面多数下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

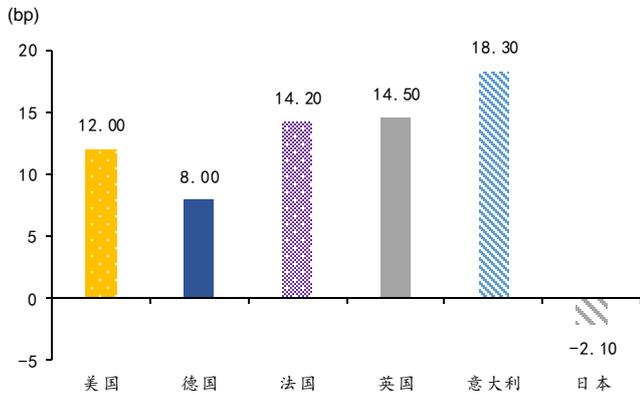
来源: Wind, 国金证券研究所

(二) 债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率多数上涨

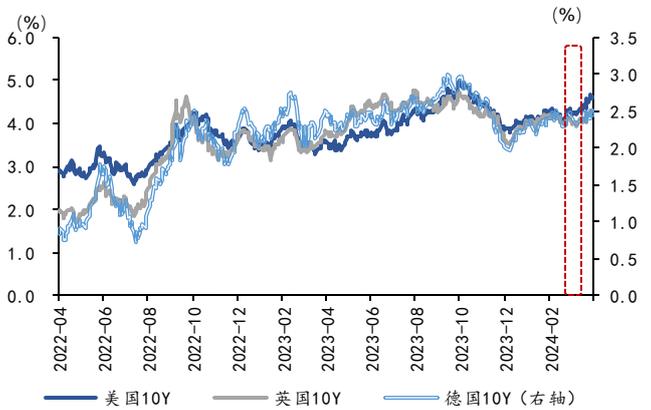
发达国家 10 年期国债收益率多数上涨。美国 10 年期国债收益率上行 12bp 至 4.62%，德国 10 年期国债收益率上行 8bp 至 2.48%，法国 10 年期国债收益率上行 14.2bp 至 3.01%，英国 10 年期国债收益率上行 14.5bp 至 4.27%，意大利 10 年期国债收益率上行 18.3bp 至 3.91%，日本 10 年期国债收益率下行 2.1bp 至 0.84%。

图表43：当周，发达国家 10 年期国债收益率多数上涨

图表44：当周，10Y 收益率美英德全线上行



来源：Wind，国金证券研究所

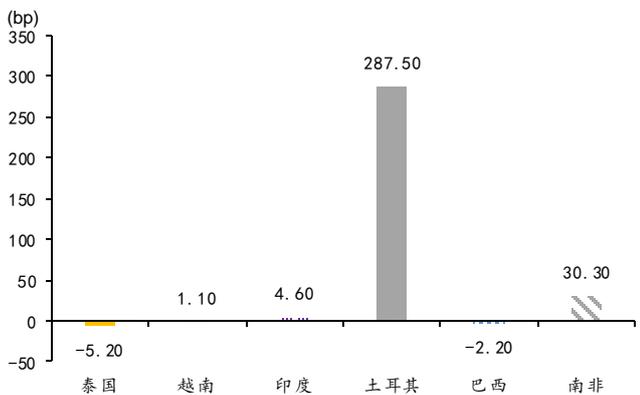


来源：Wind，国金证券研究所

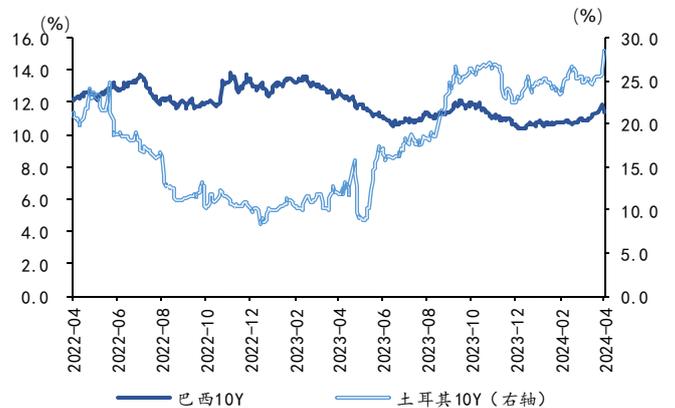
新兴市场 10 年期国债收益率走势分化。泰国下行 5.2bp 至 2.72%，越南上行 1.1bp 至 2.87%，印度上行 4.6bp 至 7.23%，土耳其上行 287.5bp 至 28.5%，巴西下行 2.2bp 至 11.41%，南非上行 30.3bp 至 11.05%。

图表45：当周，新兴市场 10 年期国债收益率走势分化

图表46：当周，土耳其 10Y 利率上行，巴西下行



来源：Wind，国金证券研究所

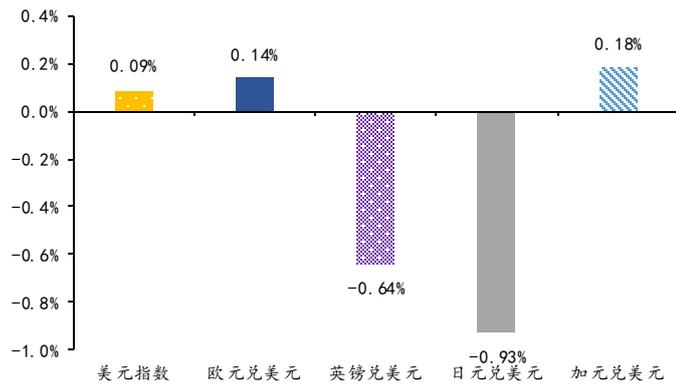


来源：Wind，国金证券研究所

(三) 外汇市场追踪：美元指数上行，其他货币兑美元走势分化

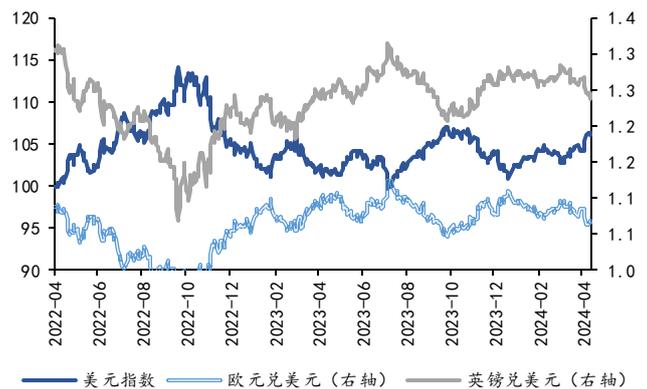
美元指数上行，其他货币兑美元走势分化。美元指数上行 0.09% 至 106.11。欧元兑美元升值 0.14%，英镑兑美元贬值 0.64%，日元兑美元贬值 0.93%，加元兑美元升值 0.18%，挪威克朗兑美元贬值 1.01%，主要新兴市场兑美元多数下跌。土耳其里拉兑美元贬值 0.4%，印尼卢比兑美元贬值 0.54%，菲律宾比索兑美元贬值 1.65%，雷亚尔兑美元贬值 1.6%，韩元兑美元升值 0.43%。

图表47: 当周, 美元指数上行, 其他货币兑美元走势分化



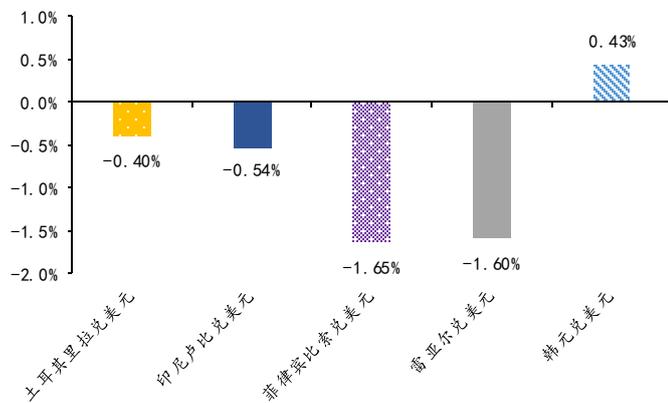
来源: Wind, 国金证券研究所

图表48: 当周, 英镑兑美元下行, 欧元兑美元上行



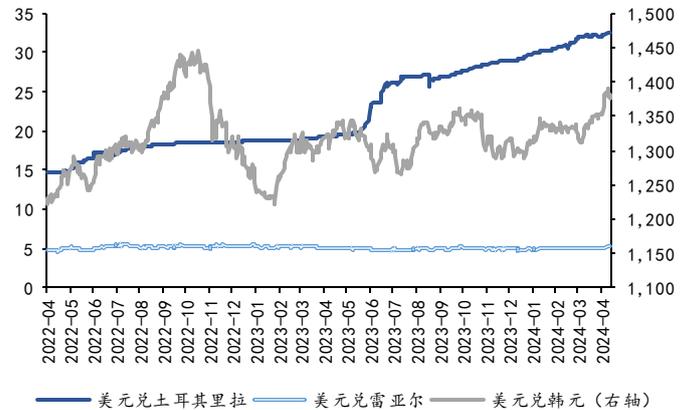
来源: Wind, 国金证券研究所

图表49: 当周, 主要新兴市场兑美元多数下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

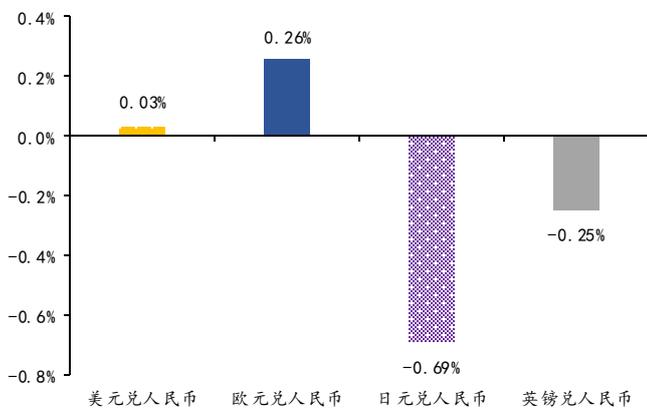
图表50: 美元兑土耳其里拉、雷亚尔和韩元



来源: Wind, 国金证券研究所

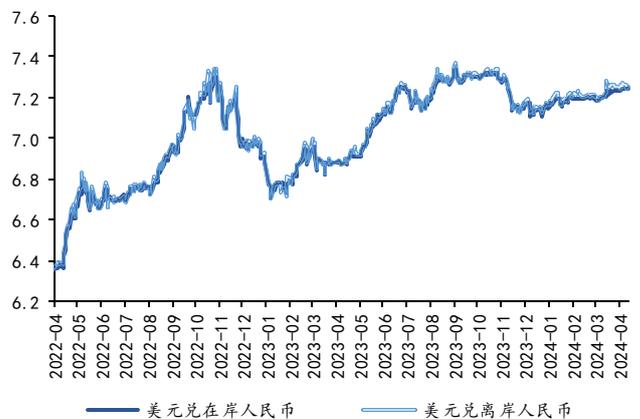
人民币兑美元和欧元贬值, 兑英镑升值。美元兑人民币升值 0.03%, 欧元兑人民币升值 0.26%, 日元兑人民币贬值 0.69%, 英镑兑人民币贬值 0.25%。

图表51: 当周, 人民币兑美元和欧元贬值, 兑英镑升值



来源: Wind, 国金证券研究所

图表52: 当周, 美元兑人民币升值



来源: Wind, 国金证券研究所

(四) 大宗商品市场追踪: 有色多数上涨, 原油全线下跌

本周大宗商品多数上涨, 有色多数上涨, 贵金属全线上涨, 黑色多数上涨, 农产品涨跌分化, 原油全线下跌。铁矿石价格上涨 10.01%至 916 元/吨, 螺纹钢价格上涨 4.62%至 3594

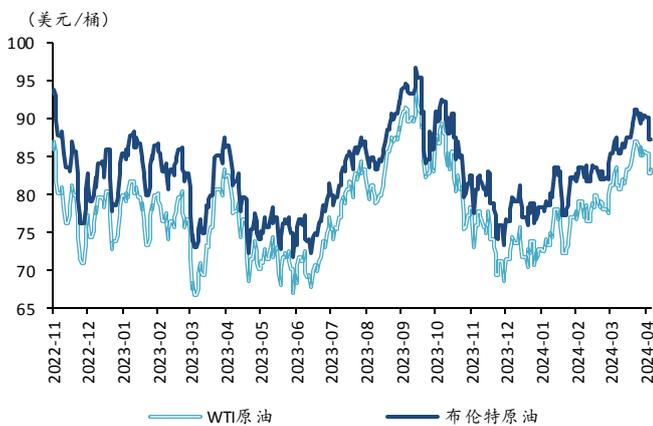
元/吨，焦煤价格上涨 4.6%至 1683 元/吨；WTI 原油价格下跌 3.42%至 83.14 美元/桶，布伦特原油价格下跌 3.69%至 87.29 美元/桶。

图表53: 当周，有色多数上涨，原油全线下跌

类别	品种	2024-04-19	2024-04-12	2024-04-05	2024-03-29	2024-03-22
原油	WTI原油	-3.42%	-1.44%	4.50%	3.15%	-0.51%
	布伦特原油	-3.69%	-0.79%	4.22%	2.40%	0.11%
贵金属	COMEX黄金	1.48%	0.67%	4.20%	3.23%	0.30%
	COMEX银	0.02%	3.27%	10.44%	0.65%	-2.24%
有色	LME铜	1.84%	2.28%	5.47%	-0.23%	-1.74%
	LME铝	3.87%	2.59%	5.28%	0.68%	1.06%
	LME镍	2.28%	1.72%	5.83%	-3.63%	-5.32%
	LME锌	-0.81%	7.91%	8.01%	-2.25%	-3.00%
黑色	玻璃	-12.99%	2.07%	0.94%	-5.12%	-4.92%
	焦煤	4.20%	17.39%	-6.18%	-6.42%	6.57%
	沥青	-1.06%	1.07%	2.39%	0.06%	2.94%
	铁矿石	10.01%	0.54%	8.50%	-11.25%	7.01%
	螺纹钢	4.62%	3.27%	-2.63%	-3.47%	1.55%
农产品	生猪	0.14%	-2.09%	0.27%	0.54%	5.73%
	棉花	-2.23%	-0.58%	1.03%	1.20%	-0.63%
	豆粕	0.28%	0.62%	-1.41%	-1.78%	0.73%
	豆油	-1.76%	-3.46%	1.51%	-0.97%	0.61%

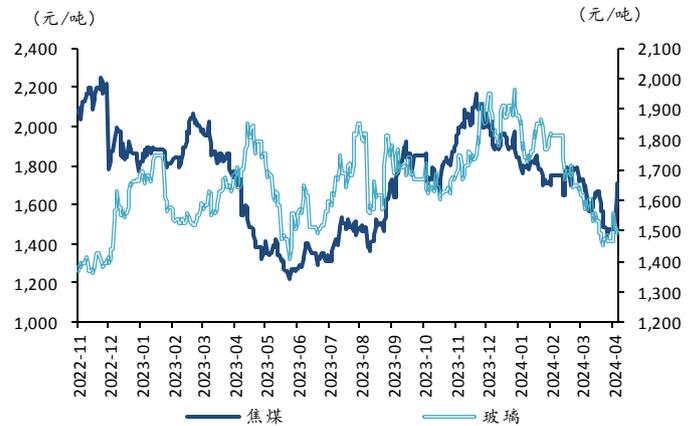
来源: Wind, 国金证券研究所

图表54: WTI 原油和布伦特原油全线下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

图表55: 当周，焦煤价格上涨 4.6%

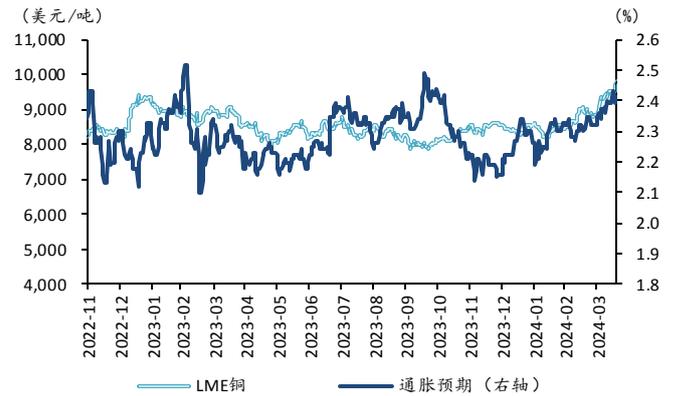
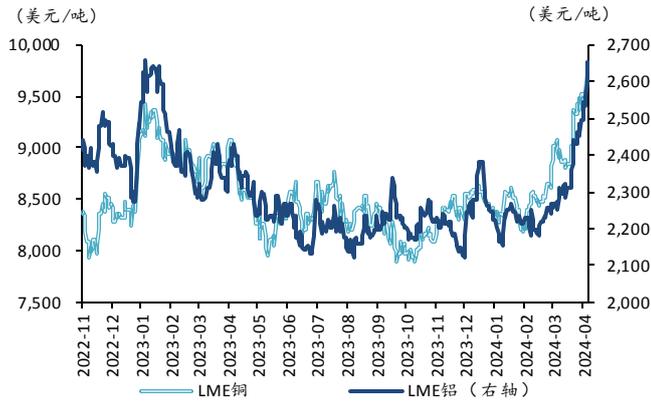


来源: Wind, 国金证券研究所

有色多数上涨。LME 铜价格上涨 1.84%至 9833 美元/吨，LME 铝价格上涨 3.87%至 2655 美元/吨。通胀预期升至 2.41%。COMEX 黄金上涨 2.4%至 2399.8 美元/盎司。COMEX 银上涨 0.02%至 28.22 美元/盎司。10Y 美债实际收益率升至 2.21%。

图表56: 当周, 铜价格上涨 1.84%, 铝价格上涨 3.87%

图表57: 当周, 通胀预期升至 2.41%

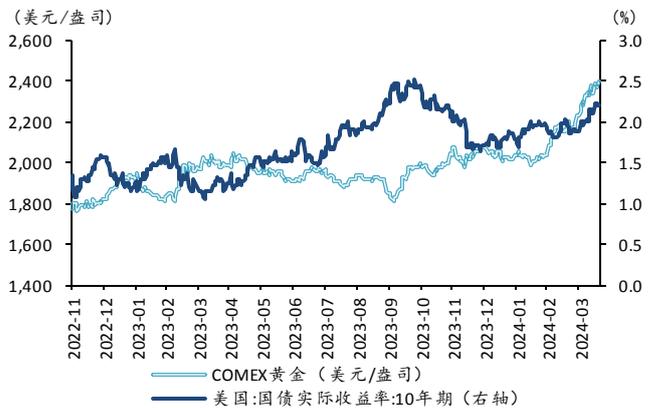
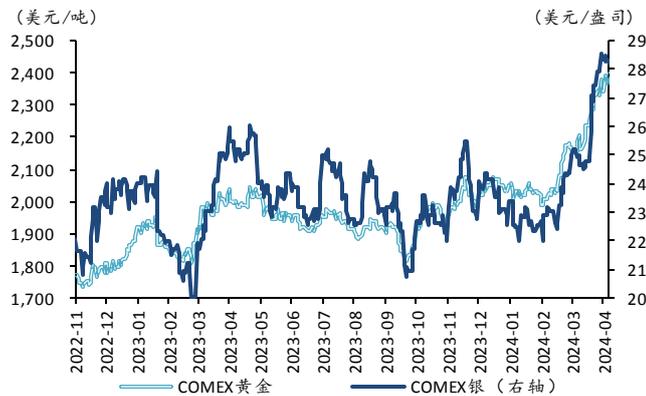


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表58: 当周, 黄金上涨 1.48%, 银上涨 0.02%

图表59: 当周, 10Y美债实际收益率升至 2.21%



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

风险提示

- 1、地缘政治冲突升级。俄乌冲突尚未终结，巴以冲突又起波澜。地缘政治冲突或加剧原油价格波动，扰乱全球“去通胀”进程和“软着陆”预期。
- 2、美联储再次转“鹰”。当前市场一致预期认为，美联储加息周期大概率已经结束。但 FOMC 成员对此仍存在分歧，美国劳动力市场边际转弱的趋势能否延续仍具有不确定性。
- 3、金融条件加速收缩。虽然海外加息周期渐进尾声，但缩表仍在继续，实际利率仍将维持高位，银行信用仍处在收缩周期，信用风险事件发生的概率趋于上行。

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