



# A股策略周报 20251207

策略专题研究报告  
证券研究报告

策略组

分析师：牟一凌（执业 S1130525060002）  
mouyiling@gjzq.com.cn

联系人：季宏坤  
jihongkun@gjzq.com.cn

## 新的变化正在到来

### A股的“静默”与商品的“躁动”

本周A股市场呈现出典型的缩量特征，市场交易热度显著降温，换手率、两融活跃度及期权隐含波动率均降至阶段低位。这一现象的核心在于，本周国内缺少新的经济或金融数据，叠加即将召开12月关键政策会议，市场缺乏明确的宏观指引。然而，A股的“静默”与商品市场的“躁动”形成鲜明对比。以白银、铜为代表的金属价格强势上涨，其深层次逻辑在于，全球大宗商品被长期压低的库存水平，本身体现的是产业链对于政策环境和产业发展进入相对稳态的适应性。但是，当全球政策环境改变叠加数据中心、电动化等新兴产业正在深刻改变经济结构，库存行为的变化将会较大程度挑战静态的供需视角的定价。

### 金融市场的变化：非银资金扩容与资本回报企稳回升的共振

本周金融市场出现了一些变化：金监局下调保险公司相关业务风险因子，同时吴清发言提到适度拓宽券商资本空间与杠杆上限，这可能是新一轮对于券商+保险资本条件的放松。这可能会带来两个影响：一方面，为市场带来更多的增量资金；另一方面，在A股盈利已经见底回升的背景下，随着非银机构的资金扩容和杠杆率的提升，非银的长期资产端将更加受益。从过去几次保险下调风险因子和券商加杠杆政策出台后的1-3个月时间看，市场表现较好，而非银板块相较于全A有超额收益。

### 基本面的变化：出口与全球复苏将重回共振

从国内基本面来看，外需已出现积极的边际变化。短期来看，11月制造业PMI新出口订单大幅改善，这并非孤立信号，与之印证的是韩国出口增速的改善，以及中国主要港口集装箱吞吐量的增长，共同指向了11月中国出口增速有望迎来明显反弹，外需正处于新一轮的修复通道之中。更为重要的是，从长期趋势来看，美联储开启降息周期，往往是全球流动性环境趋松，贸易需求与投资活动回暖的重要转折点。目前已开始初步显现：2024年非洲与东盟等新兴市场的FDI流入已呈上升趋势；巴西、阿根廷等拉美国家的投资增速也出现上行拐点；同时，更高频的东盟制造业PMI与开工小时数等景气指标持续走强。这些地区正是今年以来拉动中国出口增长的主要力量，在这一过程中中国的资本品、中间品和部分消费品均会受益。

### 海外降息路径虽存波折但方向确定，核心矛盾仍在就业

海外市场方面，近期威廉姆斯和戴利的鸽派发言叠加对于哈塞特明年将上任美联储主席的预期，共同导致了12月降息预期的回升，且当下市场定价已较为充分。不仅如此，目前市场对于2026年的降息预期也明显比9月的点阵图更为乐观。但由于当下美国依旧缺失关键硬数据，而鲍威尔又依赖数据，因此下周的议息会议很有可能是“鹰派发言+降息”的组合。在这种情况下，美元有可能会阶段反弹，短期对风险资产带来一定压力。但值得注意的是，目前美国通胀并不是核心因素，关键仍在于就业市场疲软：11月ADP新增就业再次转负，Revelio Labs报告显示11月美国就业岗位净减少约9000个；同时，芝加哥联储对于10月和11月失业率的预测依旧维持高位。现在处于数据的关键验证期，如果10月的失业率仍处于4.5%左右，那么即使下周美联储鹰派发言，1月降息也是大概率事件。因此，降息节奏短期可能会有波动，但是降息的方向仍然确定：一方面美国投资强于消费的特征将稳定存在，另一方面全球制造业在降息周期中的复苏方向确定。

### 主线格局将逐步清晰

本周A股市场呈现缩量震荡格局，交易情绪明显降温，新的变化正在出现，未来结构上的信号可能比总量更加清晰：国内方面，金融市场非银机构的约束放松将进一步与全A的盈利回升形成正向循环；而经济上生产出口与全球制造业复苏的趋势形成共振的概率在增加。海外方面，由于市场阶段对美联储降息定价充分，短期美元可能有所反弹从而对风险资产带来一定压力；但往后看，就业市场疲软依旧是美国当下最关键的问题，降息节奏的扰动不会影响长期降息趋势，在这一背景下制造业回升所带来的全球实物消耗的增长是确定性机会。我们推荐如下：第一，是工业资源品链条（铜、铝、锡、锂、原油、油运）；第二，非银（保险、券商）资本扩容与长期资产端受益于资本回报见底回升形成共振；第三，是中国的设备出口（电网设备、储能、锂电、光伏、工程机械、商用车、照明设备）和中国制造业优势产业行业底部反转的机会（印染、煤化工、农药、聚氨酯、钛白粉）；第四，在资本回流和入境人数增加下，中国的消费进入回升通道（航空、酒店、免税、食品饮料）。

### 风险提示

国内经济修复不及预期，海外经济大幅下行。



## 内容目录

1、A股的静默与商品的躁动 .....	4
2、非银：资金扩容与资本回报企稳回升的共振 .....	6
3、国内：出口与全球制造业复苏将继续共振 .....	6
4、海外：降息预期虽有波折，重点仍在就业市场 .....	9
5、主线格局将逐步清晰 .....	11
6、风险提示 .....	11

## 图表目录

图表 1：本周全 A 周平均换手率降至今年 7 月以来低点 .....	4
图表 2：两融活跃度明显下降 .....	4
图表 3：下月平值期权隐含波动率持续下行 .....	4
图表 4：市场整体情绪同样明显回落 .....	4
图表 5：长期以来，大宗商品处于一个压低库存的趋势 .....	5
图表 6：美国关税政策使得全球其他地区的铜大幅流向美国 .....	5
图表 7：铜在电网和储能、电动汽车等领域的需求将明显上涨 .....	5
图表 8：预计 2030 年美国电网用铜相较于 2025 年新增 210 万吨 .....	5
图表 9：本周注销仓单激增，主要源于中国台湾和韩国 .....	5
图表 10：从过去几次保险下调风险因子和券商加杠杆来看，市场表现较好，而非银板块相较于全 A 有超额收益 .....	6
图表 11：11 月制造业 PMI 新出口订单分项修复幅度最大 .....	6
图表 12：结合高频指标，11 月中国出口增速或明显改善 .....	6
图表 13：降息周期往往会带来全球 FDI 的增长和全球总贸易需求的修复 .....	7
图表 14：2024 年非洲和东盟的外资流入已开始上升 .....	7
图表 15：巴西和阿根廷等拉美国家在美国降息后投资也开始上行，埃及和南非等非洲国家投资延续震荡上行 .....	7
图表 16：今年 7 月以来，东盟的制造业 PMI 持续上行 .....	7
图表 17：印尼 10 月的开工小时数明显高于同期平均水平 .....	7
图表 18：今年以来，东盟和非洲是中国外需的主要增长点 .....	7
图表 19：处于“第一象限”的是近几年东盟对中国出口拉动最重要的品类 .....	8
图表 20：筛选中国对非洲+拉美出口份额提升较多的行业 .....	9
图表 21：在威廉姆斯和戴利的鸽派发言下，12 月降息预期明显回升，且当下定价相对充分 .....	9
图表 22：被誉为特朗普“化身”的哈塞特上任美联储主席的概率遥遥领先，进一步推动降息预期回升 .....	9



图表 23: 从 9 月点阵图来看, 对于 2026 年的基准假设是降息一次 .....	10
图表 24: 但目前市场定价明显比降息一次更加乐观 .....	10
图表 25: 近半年, 美国新增 ADP 就业人数已经四次为负 .....	10
图表 26: Revelio Labs 报告显示 11 月就业岗位减少约 9000 个, 芝加哥联储对于 11 月失业率预测仍维持高位 .....	10
图表 27: 美国核心 PCE 超预期回落, 通胀预期同样回落 .....	11

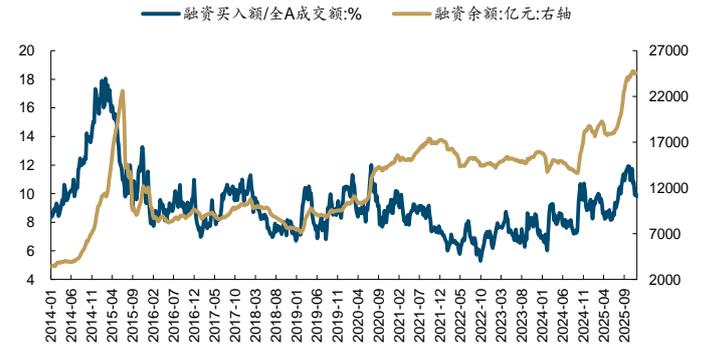
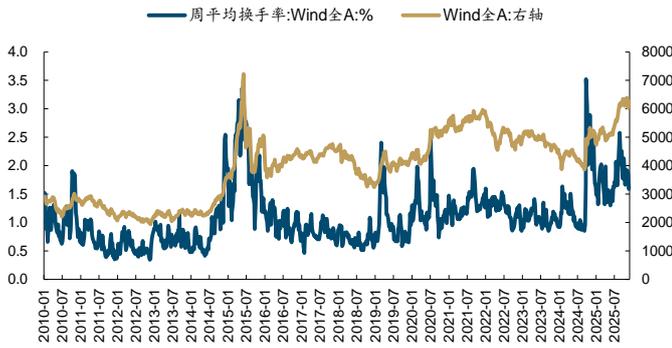


## 1、A 股的静默与商品的躁动

本周（20251201-20251205，下同）A 股最大的特征是缩量，整体走势震荡，这背后是**交易热度和市场整体情绪的退潮**：全 A 周平均换手率回落至今年 7 月以来低点，两融活跃度也明显下降，与之带来的是期权隐含波动率下降，市场整体情绪也从 11 月中旬的高点明显降温。对于 A 股而言，由于本周没有新的经济和金融数据公布，12 月的政治局会议和中央经济工作会议尚未召开，相关政策仍未落地，因此市场并没有明确信号，在这种情况下容易受到消息面的因素扰动。

图表1：本周全 A 周平均换手率降至今年 7 月以来低点

图表2：两融活跃度明显下降

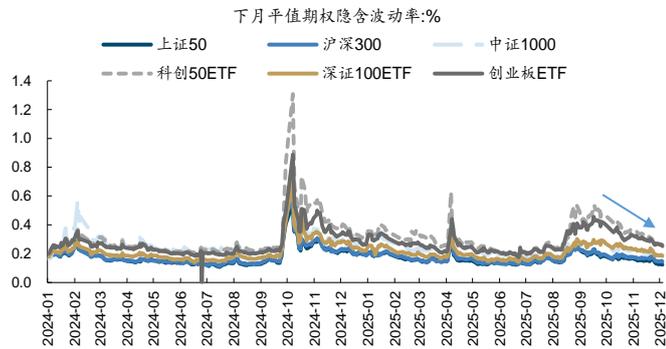


来源：wind，国金证券研究所。

来源：wind，国金证券研究所

图表3：下月平值期权隐含波动率持续下行

图表4：市场整体情绪同样明显回落



来源：wind，国金证券研究所。

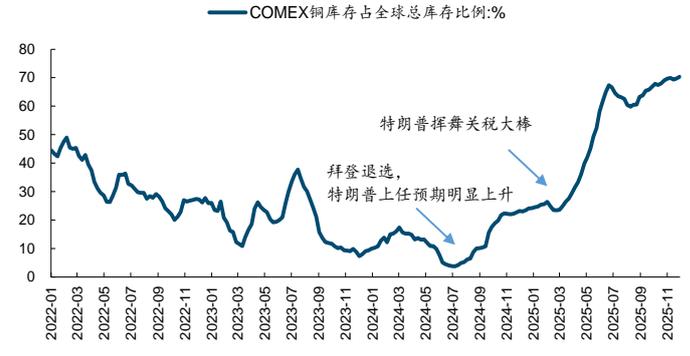
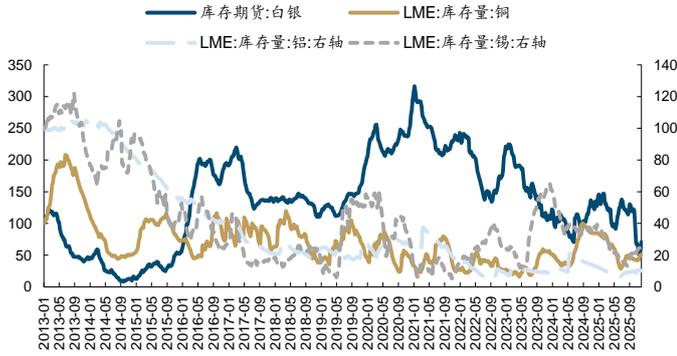
来源：wind，国金证券研究所。注：情绪指标构建方法为选取 4 个子指标：涨停家数、连板高度、打板胜率和打板收益率进行加权构建，从个股汇总到全 A 整体。

本周市场最大的亮点在商品侧，首先是白银出现逼仓行情，随后铜价再创新高。这背后反映的根本问题其实是商品低库存带来的脆弱性：长期以来，大宗商品始终处于压低库存的趋势，这一现象不仅出现在白银和铜，铝、锡等商品同样如此。这意味着一旦出现类似于关税政策所带来的区域性补库需求，亦或是新产业的出现所创造的新需求，都会给商品价格带来巨大的上行弹性。例如我们看到，由于美国关税政策，全球其他地区的铜在趋势性地流向美国；根据我们前期报告《AI 的尽头是电力》的测算，AI 数据中心通过电网也明显拉动了铜的需求。而本周的触发因素是注销仓单的激增，这背后其实仍是在铜需求前景乐观+低库存下，对于未来较难在非美地区拿到铜的担忧。**值得关注的是，新兴产业的发展和各国政策的变化，都开始在挑战过往商品的低库存状态，这构成了对于过去静态供需平衡思考的最大挑战。**



图表5: 长期以来, 大宗商品处于一个压低库存的趋势

图表6: 美国关税政策使得全球其他地区的铜大幅流向美国

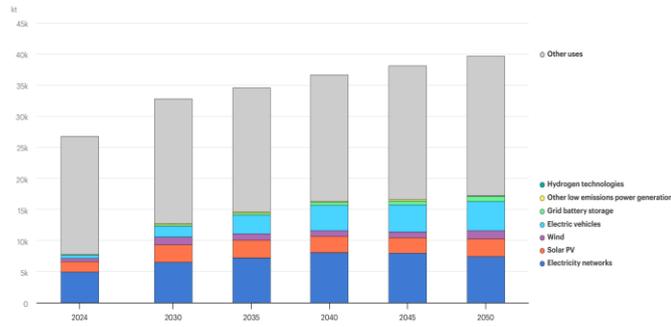


来源: wind, 国金证券研究所。注: 各商品库存均选取 2013-01=100。

来源: wind, 国金证券研究所

图表7: 铜在电网和储能、电动汽车等领域的需求将明显上涨

图表8: 预计 2030 年美国电网用铜相较于 2025 年新增 210 万吨

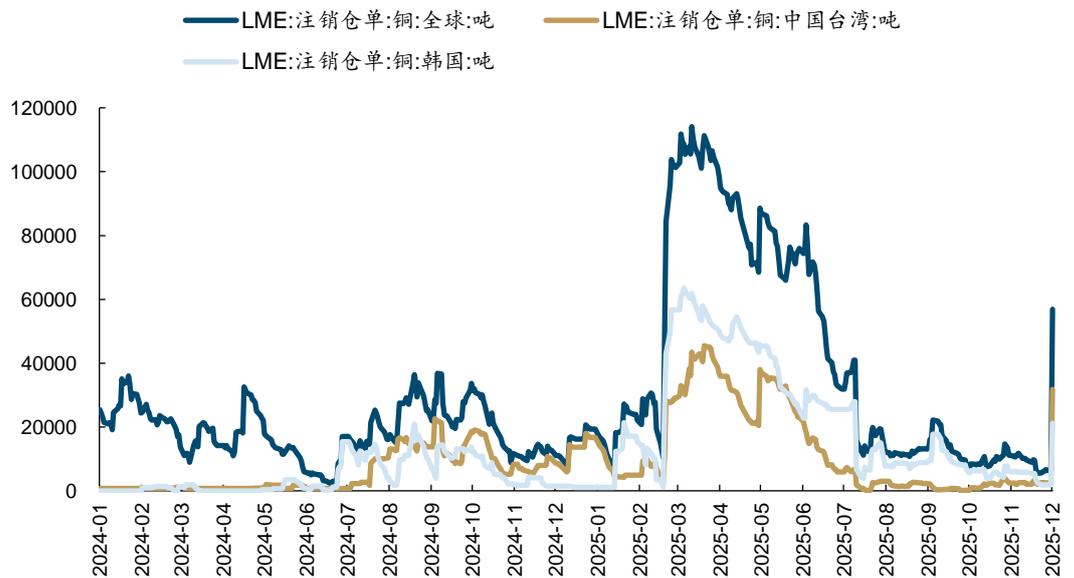


年份	美国电网铜需求量测算:万吨
2023	164
2024	194
2025	248
2026	301
2027	360
2028	392
2029	430
2030	458

来源 IEA, 国金证券研究所。

来源: 国金证券研究所测算

图表9: 本周注销仓单激增, 主要源于中国台湾和韩国



来源: wind, 国金证券研究所



## 2、非银：资金扩容与资本回报企稳回升的共振

本周金融市场其实也出现了一些变化：周五金监局下调保险公司相关业务风险因子，同时本周六吴清发言时提到适度拓宽券商资本空间与杠杆上限。我们理解这可能是新一轮对于券商+保险资本条件的放松。这可能会带来两个影响：一方面，对于全市场而言，保险等资本占用下降，可以为市场带来更多的增量资金；另一方面，在A股盈利已经见底回升的背景下，随着非银机构的资金扩容和杠杆率的提升，非银的长期资产端将更加受益。从过去几次保险下调风险因子和券商加杠杆政策出台后的1-3个月时间看，市场表现较好，而非银板块相较于全A有超额收益。

图表10：从过去几次保险下调风险因子和券商加杠杆来看，市场表现较好，而非银板块相较于全A有超额收益

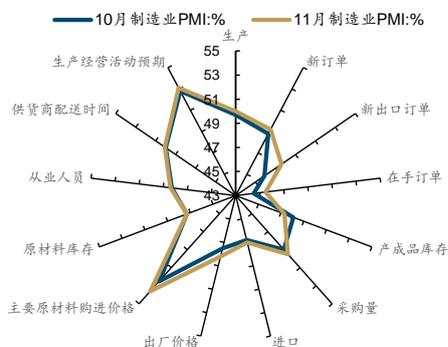
涨跌幅:%	政策时间点	发布政策后的一周	发布政策后的一个月	发布政策后的三个月	发布政策后的半年
非银	保险:2023.09	-1.16	-3.76	-9.01	-9.52
	保险:2025.05	6.19	3.73	16.91	20.03
	券商:2012.04	5.70	6.46	7.05	3.05
	券商:2014.09	2.67	4.47	105.53	122.12
	券商:2020.01	-3.39	-0.89	-13.36	7.72
	券商:2024.09	22.45	37.63	38.63	31.61
	中位数	4.18	4.10	11.98	13.88
全A	保险:2023.09	-0.67	-1.46	-4.32	-7.76
	保险:2025.05	2.40	2.16	12.54	26.54
	券商:2012.04	3.29	3.78	-3.39	-6.49
	券商:2014.09	2.41	2.98	28.36	55.12
	券商:2020.01	-3.27	2.25	-5.28	17.35
	券商:2024.09	15.02	24.85	32.10	35.78
	中位数	2.41	2.61	4.58	21.95
超额:非银-全A	保险:2023.09	-0.49	-2.29	-4.69	-1.75
	保险:2025.05	3.79	1.57	4.37	-6.51
	券商:2012.04	2.41	2.69	10.44	9.54
	券商:2014.09	0.25	1.50	77.16	67.00
	券商:2020.01	-0.12	-3.13	-8.08	-9.64
	券商:2024.09	7.43	12.77	6.53	-4.17
	中位数	1.33	1.53	5.45	-2.96

来源：证监会，wind，国金证券研究所

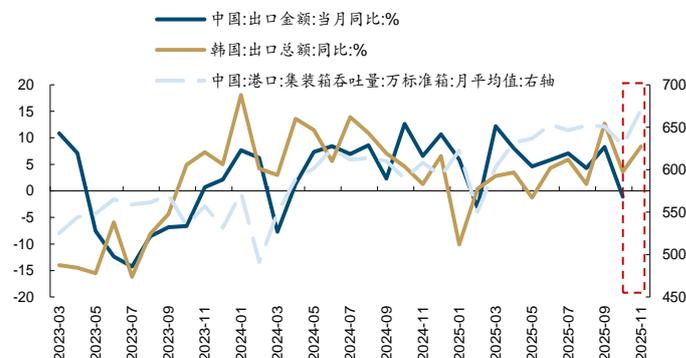
## 3、国内：出口与全球制造业复苏将继续共振

回到国内基本面来看，出口经过短暂回落后，当下也已经出现了一些积极信号：从11月制造业PMI来看，多数分项均在修复，其中新出口订单修复幅度最大。结合与中国出口增速相关性较高的其他指标来看——11月韩国出口增速和中国周度平均集装箱吞吐量相较于10月均有明显改善，这意味着11月中国出口同比增速或迎来反弹，外需短期正在修复。

图表11：11月制造业PMI新出口订单分项修复幅度最大



图表12：结合高频指标，11月中国出口增速或明显改善



来源：wind，国金证券研究所。

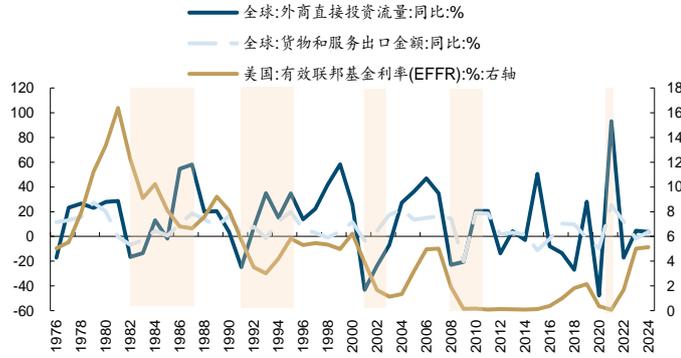
来源：wind，国金证券研究所

从长期来看，过去在美国加息周期的抑制下，全球投资活动整体受限。而从历史经验看，随着美国转向降息周期，全球流动性环境有望逐步宽松，这不仅会直接带动全球外商直接投资回暖，同时也将推动全球贸易总需求的修复。目前我们看到，从2024年美联储开始降息之后，非洲和东盟等新兴市场的FDI流入已开始增多，巴西和阿根廷等拉美国家的投



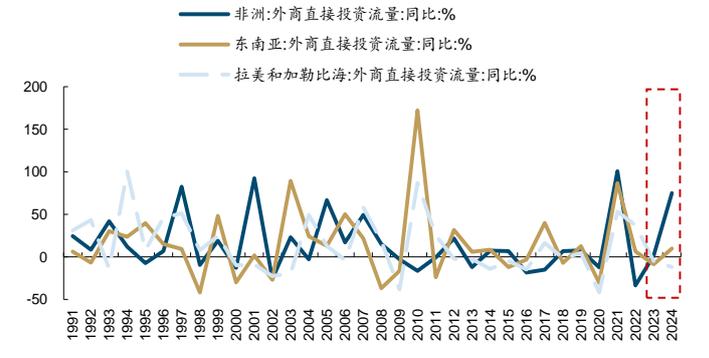
资增速也开始出现上行。近期，东盟的制造业 PMI 和开工小时数也均在上行。今年以来，东盟和非洲是中国出口增速的主要拉动点，同时也不容忽视拉美的作用。随着全球需求的修复+投资的上行，中国外需有望迎来进一步的增长。

图表13：降息周期往往会带来全球 FDI 的增长和全球总贸易需求的修复



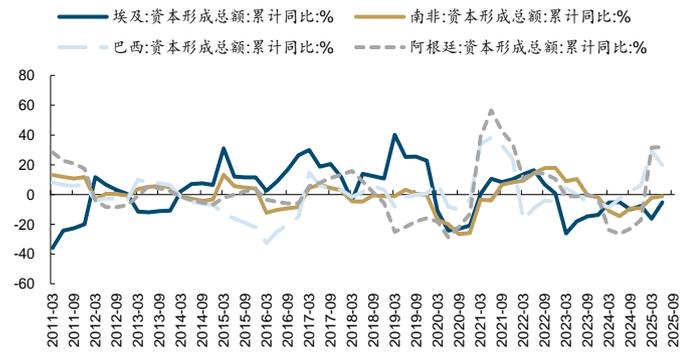
来源：wind，国金证券研究所。

图表14：2024 年非洲和东盟的外资流入已开始上升



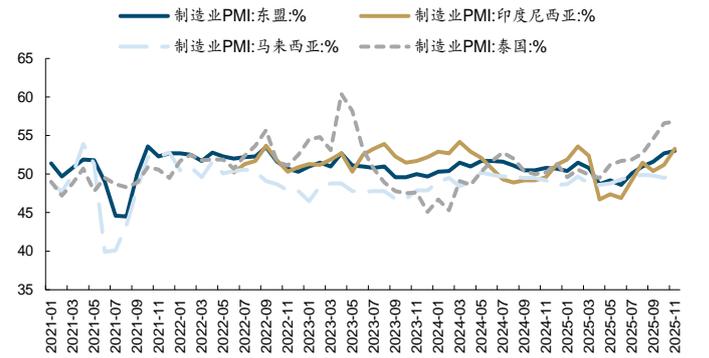
来源：wind，国金证券研究所。

图表15：巴西和阿根廷等拉美国家在美国降息后投资也开始上行，埃及和南非等非洲国家投资延续震荡上行



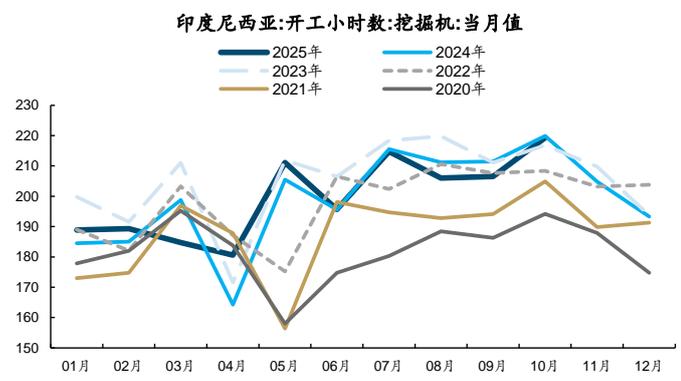
来源：wind，国金证券研究所。

图表16：今年 7 月以来，东盟的制造业 PMI 持续上行



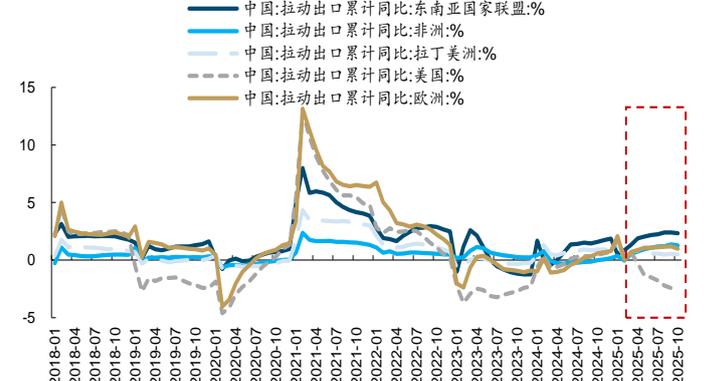
来源：Bloomberg，国金证券研究所。

图表17：印尼 10 月的开工小时数明显高于同期平均水平



来源：wind，国金证券研究所。

图表18：今年以来，东盟和非洲是中国外需的主要增长点



来源：wind，国金证券研究所。

未来新兴市场（东盟、非洲和拉美）对于我国出口的拉动可以分为两条链：

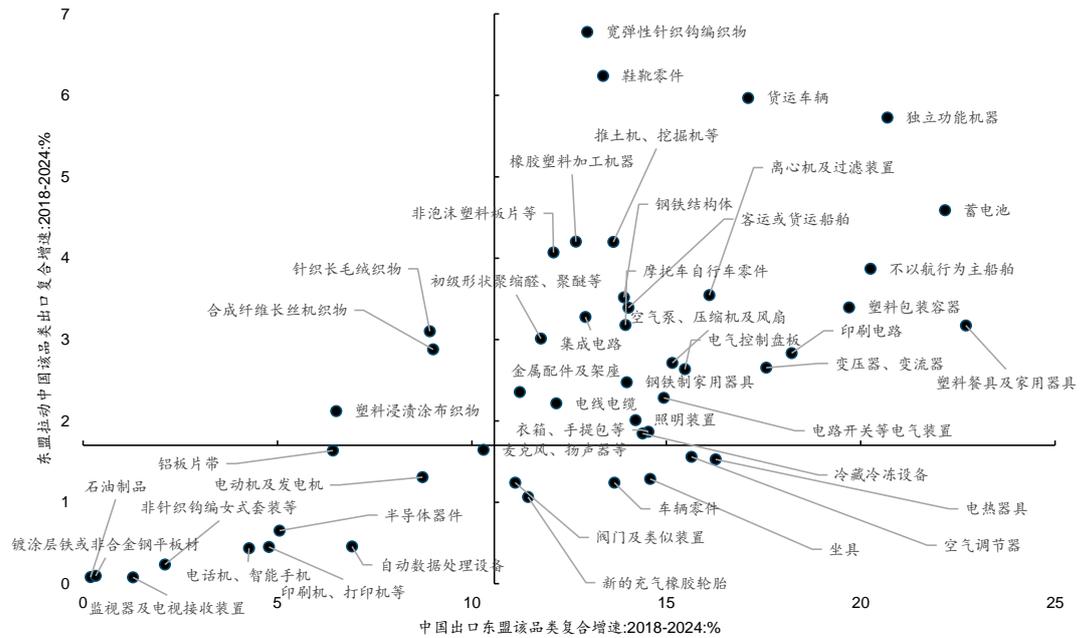
第一条链是在总需求回升下，新兴制造业基地东盟的拉动。我们根据出口规模、增长趋势



与拉动贡献三个维度，对 2018 年以来东盟对中国出口各类商品的拉动进行了系统性筛选。拉动较高的品类主要包括半导体、元件、电网设备、电池、照明设备、工业金属、纺织制造、乘用车、摩托车、工程机械、化学制品等。

**第二条链是在投资驱动下，非洲和拉美工业化建设的拉动。**与之相关的中间品和资本品有望受益：钢铁、建筑材料、基础化工、商用车、工程机械以及冶炼设备。以及未来投资加速亦可能带来居民收入的提升，相关消费品仍具备渗透率提升逻辑：食品饮料、纺织服装、摩托车，以及部分家电家具等。

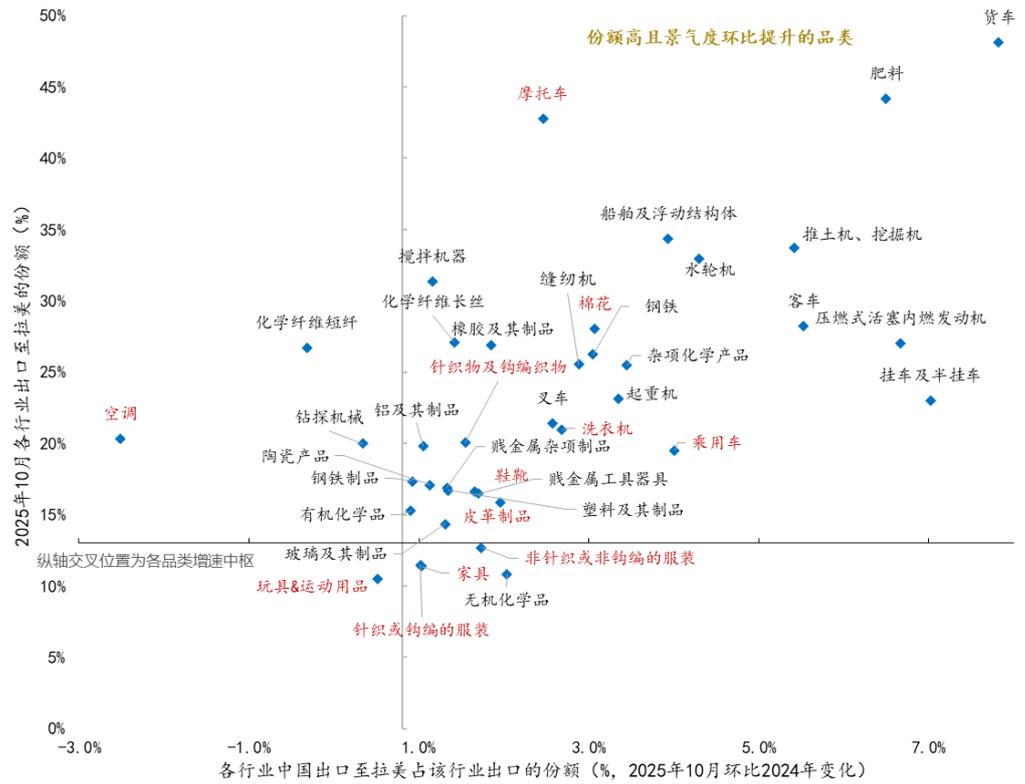
图表 19：处于“第一象限”的是近几年东盟对中国出口拉动最重要的品类



来源：Trade Map，国金证券研究所



图表20: 筛选中国对非洲+拉美出口份额提升较多的行业

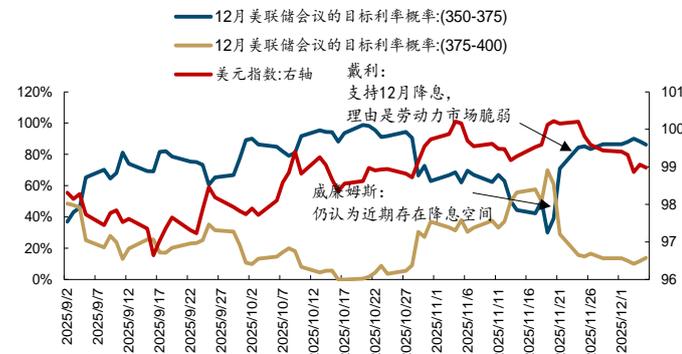


来源: CEIC、国金证券研究所; 注: ①图中的份额数据对应的是该行业对某地区的出口金额/中国该行业出口总额; ②图中标注红色的字体对应消费产业链的相关产品。

#### 4、海外: 降息预期虽有波折, 重点仍在就业市场

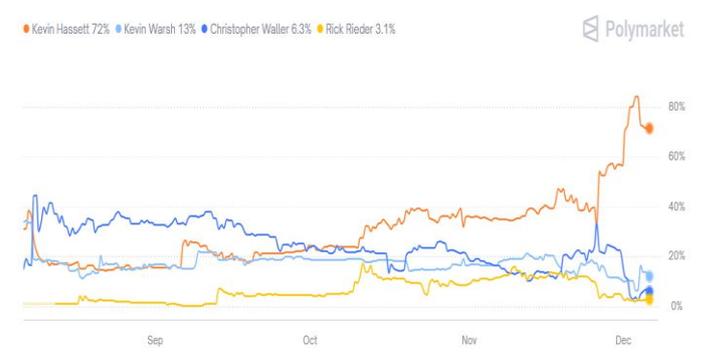
近期, 在威廉姆斯和戴利鸽派发言+哈塞特上任美联储主席概率遥遥领先的情况下, 美联储12月降息预期明显回升, 叠加日央行加息预期, 美元指数明显下行。目前市场对于12月美联储降息的定价已相对充分, 且对于明年降息的预期相比于9月美联储的点阵图来看也明显更加乐观。但由于当下依旧缺失关键硬数据, 而鲍威尔又比较依赖数据, 因此下周的议息会议很有可能是“鹰派发言+降息”的组合。在这种情况下, 美元有可能会阶段反弹, 短期对风险资产带来一定压力。

图表21: 在威廉姆斯和戴利的鸽派发言下, 12月降息预期明显回升, 且当下定价相对充分



来源: CME, 国金证券研究所

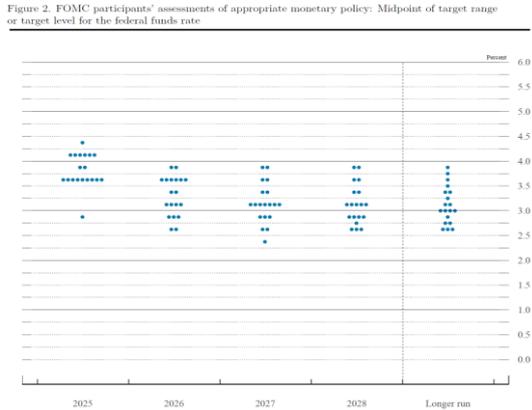
图表22: 被誉为特朗普“化身”的哈塞特上任美联储主席的概率遥遥领先, 进一步推动降息预期回升



来源: Polymarket, 国金证券研究所

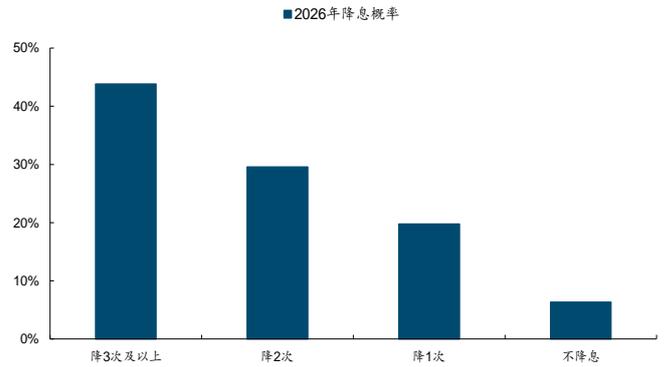


图表23: 从9月点阵图来看, 对于2026年的基准假设是降息一次



来源: 美联储, 国金证券研究所

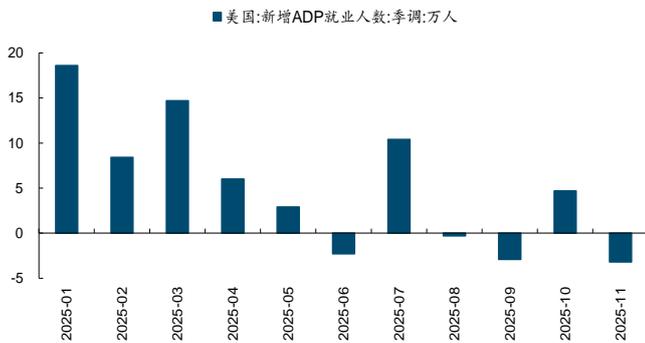
图表24: 但目前市场定价明显比降息一次更加乐观



来源: CME, 国金证券研究所。注: 图中对于降息次数的计算均基于12月降25bp且明年每次降息幅度为25bp的假设。

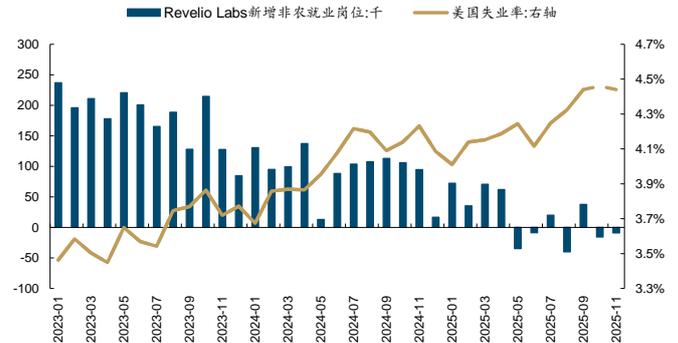
但值得注意的是, 目前美国的关键仍是就业市场疲软: 11月ADP新增就业再次转负, 近半年已经有四次负增长; Revelio Labs报告也显示11月美国就业岗位净减少约9000个; 同时, 芝加哥联储对于10月和11月失业率的预测分别为4.46%和4.44%, 失业率依旧维持高位。虽然, 本周初请失业金人数超预期回落但有可能只是感恩节的扰动所致。而美国目前的通胀相比于就业来说是更不重要的: 9月核心PCE超预期回落(预期2.9%), 12月一年期通胀预期初值也超预期回落(预期4.5%)。现在处于数据的关键验证期, 如果10月的失业率仍处于4.5%左右, 那么即使下周美联储鹰派发言, 1月降息也是大概率事件。我们此前讨论的, 美国当下投资强于消费的特征不会改变。消费与就业的走弱为降息创造空间, 而降息推动投资的进一步走强。因此, 降息节奏短期可能会有波动, 但是降息周期仍在, 在降息周期下全球投资的上行以及制造业的顺风是相对确定的。

图表25: 近半年, 美国新增ADP就业人数已经四次为负



来源: wind, 国金证券研究所

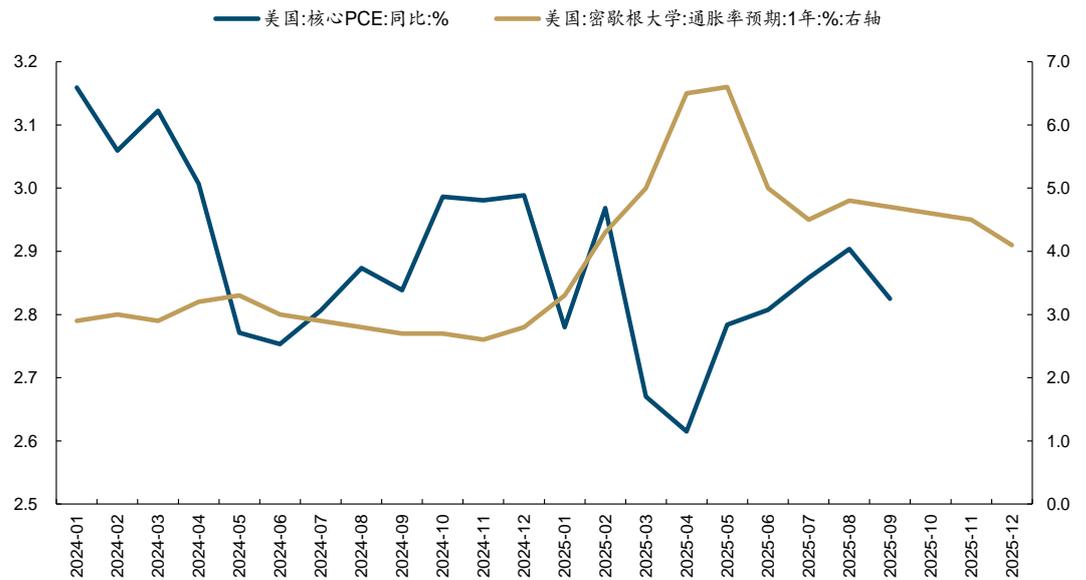
图表26: Revelio Labs报告显示11月就业岗位减少约9000个, 芝加哥联储对于11月失业率预测仍维持高位



来源: Revelio Labs, 芝加哥联储, wind, 国金证券研究所。注: 10月和11月失业率数据为芝加哥联储预测数据。



图表27: 美国核心PCE超预期回落, 通胀预期同样回落



来源: wind, 国金证券研究所

## 5、主线格局将逐步清晰

本周 A 股市场呈现缩量震荡格局, 交易情绪明显降温, 新的变化正在出现, 未来结构上的信号可能比总量更加清晰: 国内方面, 金融市场非银机构的约束放松将进一步与全 A 的盈利回升形成正向循环; 而经济上生产出口与全球制造业复苏的趋势形成共振的概率在增加。海外方面, 由于市场阶段对美联储降息定价充分, 短期美元可能有所反弹从而对风险资产带来一定压力; 但往后看, 就业市场疲软依旧是美国当下最关键的问题, 降息节奏的扰动不会影响长期降息趋势, 在这一背景下制造业回升所带来的全球实物消耗的增长是确定性机会。我们推荐如下:

第一, 是工业资源品链条 (铜、铝、锡、锂、原油、油运);

第二, 非银 (保险、券商) 资本扩容与长期资产端受益于资本回报见底回升形成共振;

第三, 是中国的设备出口 (电网设备、储能、锂电、光伏、工程机械、商用车、照明设备) 和中国制造业优势产业行业底部反转的机会 (印染、煤化工、农药、聚氨酯、钛白粉);

第四, 在资本回流和入境人数增加下, 中国的消费进入回升通道 (航空、酒店、免税、食品饮料)。

## 6、风险提示

**国内经济修复不及预期:** 如果后续国内经济数据超预期走弱, 那么文中对于基本面改善带来的资本市场预期修复的假设也就不适用。

**海外经济大幅下行:** 如果海外经济超预期下行, 那么全球制造业共振修复可能会暂停, 实物资产需求也会放缓。



**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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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