



宏观专题研究报告

宏观专题研究报告
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

叙事回归理性的序幕已拉开

当前全球资本市场正经历从叙事溢价向定价真实性的剧烈修正。金银市场极致拥挤后的去杠杆引发了跨资产流动性波动，揭开美股科技板块在指数级资本开支与边际收益收窄矛盾下的估值下行序幕。在通胀粘性与长端利率高企的硬约束下，AI 产业链由“相互承诺”的融资模型转向对商业化闭环与财务真实性的严苛审视，加剧了美国实体经济基础与高估值科技叙事间的 K 型分化。

AI 产业持续进步与投资表现需区分看待，产业逻辑仅为市场叙事起点，近期软件股下跌更多是情绪释放，硬件股承压则受存储芯片涨价与情绪传导影响，这一现象本质是美国 K 型经济下 AI 领域对其他行业的资源挤出效应。

美股 Q4 财报季显示，市场对科技巨头资本开支容忍度下降，亚马逊、谷歌、微软、Meta 四家企业的 2026 年 CAPEX 计划达 6600 亿美元，与收入增速形成巨大剪刀差，引发市场对回报兑现的担忧。流动性方面，通胀粘性导致美债长端利率高企，未来降息空间有限，成为科技企业扩张的核心约束。

就业数据反映经济结构性分化，非 AI 领域就业萎缩加剧市场不安，也加速科技股内部分化，苹果因资本开支克制、英伟达因算力销售模式成为少数亮点。此外，围绕 OpenAI 的“铁索连环”叙事松动，叠加 2026 年中选年带来的政策不确定性，进一步放大市场波动。

当前市场波动主要源于流动性与风险偏好变化，而非 AI 产业方向逆转。未来美股对业绩兑现要求将更严苛，资本开支容忍度持续下降，波动大概率加剧，但科技股是否触底仍需观察。

风险提示

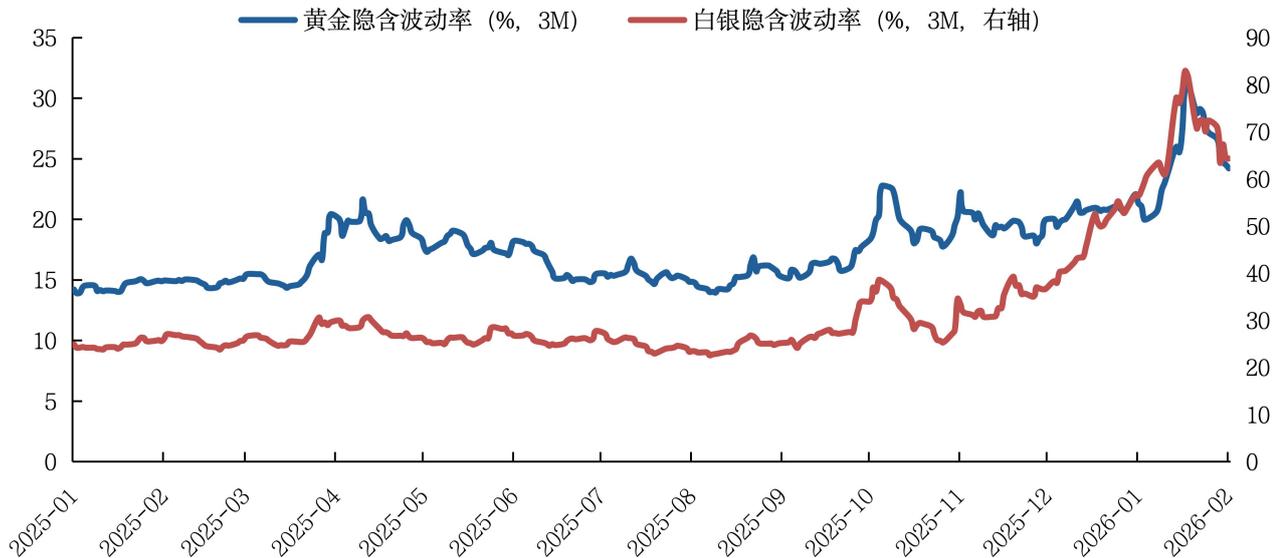
AI 商业前景的不确定性；美联储主席换届年货币政策超预期；特朗普中选胜率超预期生变；地缘局势超预期。



近期金银市场反复巨震引发的跨市场连锁反应，一个核心诱因是资产内生逻辑异化。由于前期增速过快、交易高度集中，叠加大量原本活跃于加密货币领域的杠杆资金涌入，金银已从传统的避险资产转化为一种叙事类资产。这种“Meme化”趋势引发的剧烈波动并未止步于贵金属，而是演变成了一场波及全球的去杠杆连锁反应。跨资产的抛售最终也传回美股，形成了一个完整的闭环：资金从过度拥挤的趋势类资产中撤离，触发了从商品到权益类资产的系统性调整。

当前全球市场已进入一个波动率彻底释放的新阶段。即便在显著调整后，金银的隐含波动率仍处于历史的绝对高位。伴随比特币年初至今 25% 的跌幅，这种极端的双向波动预示着市场已从非理性繁荣转向情绪化博弈。

图表 1: 黄金、白银隐含波动率 (%)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

美股科技板块的叙事，在过去两三年中深度受益于 AI 愿景与充裕流动性的双重驱动。然而当单纯依靠资本开支规模就能支撑高估值的阶段过去后，市场开始面临“过度乐观”后的情绪反噬。目前，科技股也处于极度拥挤后的压力释放期，软件、硬件等核心板块的大幅回调，正是市场对前期估值溢价的剧烈修正。从叙事本身来看，科技股业绩压力、铁锁连环故事、流动性环境的潜在变化也都在被市场用更加冷静的眼光审视。

一、AI 产业发展与投资表现是两回事

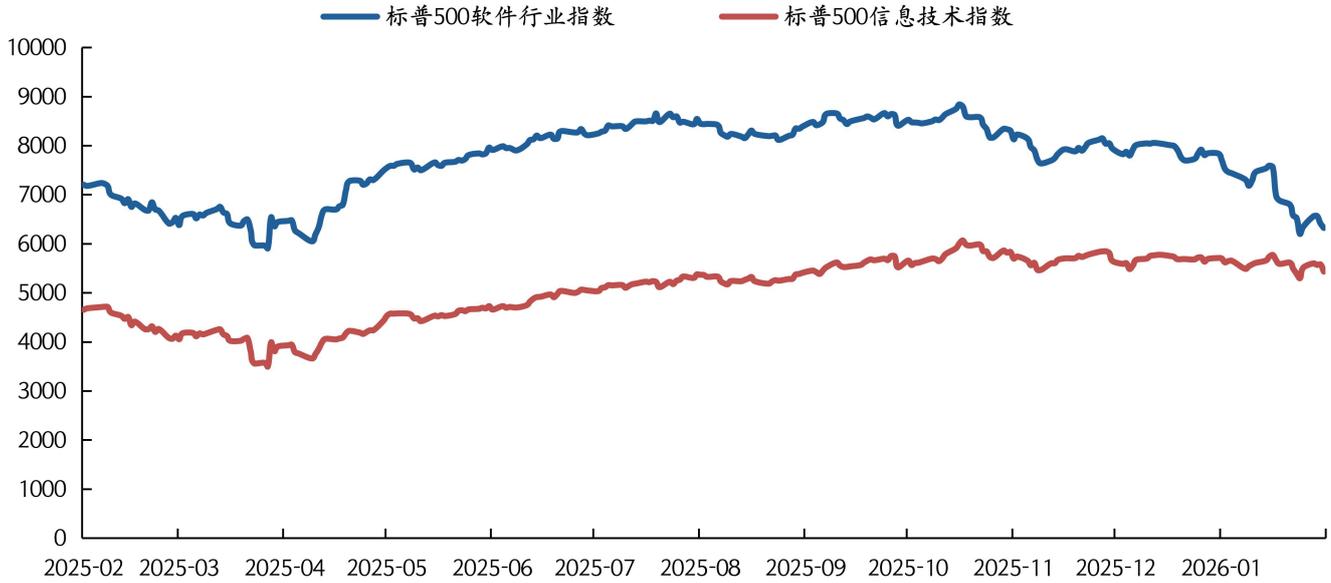
AI 产业在持续进步并制造惊喜，但投资端可能存在过度定价，对长期回报过于乐观。实际上，产业进步对投资并不总是好事。然而，投资泡沫过大对产业本身并非坏事，因为泡沫能为产业留下大量廉价的基础设施，往往在泡沫破裂时，产业技术才会迎来真正的进步。因此，我们建议将产业发展与投资决策分开看待。在产业逻辑和市场叙事之间，产业通常只提供一个逻辑起点，一旦逻辑形成传播，市场就会通过自我实现来释放波动。软件、硬件的近期变动本身不足以引发如此剧烈的市场反应，更多是投资情绪、流动性与叙事节奏发生了更迭。

在产业层面，近期最受关注的是 Anthropic 的 Claude 发布的系列应用。除了之前的 Claude Code，近期推出的加强版 Cowork 将模型与办公软件结合，在垂直领域应用中已能替代初级水平的办公人员¹，对软件 SaaS、法律、金融数据分析等行业构成了直接冲击。事实上，软件板块跑输硬件已持续两年，大模型替代软件的逻辑自 GPT 推出时就已存在。尽管 Adobe 等公司曾通过 AI 提升效率，但通用大模型因具备编程、Debug 及替代程序员的能力，表现出极强的替代性。软件近期的下跌，更多是市场借产业逻辑为借口，释放积压的高波动情绪。

¹ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1854162465227437747&wfr=spider&for=pc>



图表 2: 科技股已不再作为一个“整体”交易



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

在硬件方面, 近期下跌更多是受情绪传导影响。AMD²和高通³等公司因业绩表现并不亮眼, 导致市场负面情绪被放大。硬件真正的压力源于存储芯片的涨价, 三星和海力士的大幅涨价极端挤压了其他硬件厂商的生存空间⁴。手机、笔记本和汽车对芯片依赖度极高, 存储成本又是固定的, 存储价格翻倍上涨, 厂家若不能对终端提价, 就只能压缩自身利润或硬件毛利率。这种连锁反应从 AI 数据中心算力投资、HBM 延伸至其他 DDR 存储的涨价, 最终会反过来冲击手机、汽车、笔记本等耐用品的销售。

这一系列现象本质上是美国 K 型经济的体现: AI 领域与非 AI 领域之间的差异正不断拉大。AI 产业的扩张对其他行业造成了明显的“挤出效应”, 它抢占了更多的融资、电力和存储资源。这种从科技到非科技行业的资源竞争问题已久, 而美国经济基本面的现实压力, 最终会构成 AI 叙事持续向上的上限。

二、美股 Q4 财报季观察: 对资本支出容忍度下降, 流动性成核心约束

当前正处在美股四季报与年报的集中披露期, 财报信号在市场中的权重明显上升, 市场对业绩本身的关注度显著提高, 对资本开支的容忍度则快速下降, 这其实是过去两三年持续“烧钱”的结果。自 2023 年以来, 科技企业的资本开支节奏在 2024、2025 年明显加快, 投入规模不断放大, 而流动性是否还能维持持续宽松, 开始成为一个无法回避的疑问。

两三年前, AI 相关投资的回报路径尚不清晰, 市场仍愿意给予时间, 但如今市场“投资过度”的惩罚机制已经明显强化。是否能够出现足够大的商业模式, 以覆盖前期已经发生、以及未来仍将持续扩大的资本开支, 这一问题往往会在流动性出现边际变化时成为市场的共同焦点。市场所需要的是“持续宽松”的确定性, 一旦这种确定性缺失, 质疑声就会迅速回归。

Amazon 四季度财报显示, 其全年 CAPEX 计划高达 2000 亿美元, 超过 Google 和 Meta, 导致其股价单日下跌约 13%⁵。Oracle 则长期处于“缺钱”状态, 已经连续三个季度自由现金流为负, 只要 Oracle 资金紧张, 其 CDS 价格就会上升。近期 Oracle 宣布将在年内融资 450-500 亿美元债券⁶, 其模式类似于房地产企业或城投平台, 需要不断“借新还旧”。一旦融资渠道受阻, 市场就会迅速反应。因此, 在流动性边际宽松存疑的阶段, Oracle 更多被视为分母端风险的指标, 其 CDS 表现是一个关键指标。

² <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1856252840374614948&wfr=spider&for=pc>

³ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1856233760635665133&wfr=spider&for=pc>

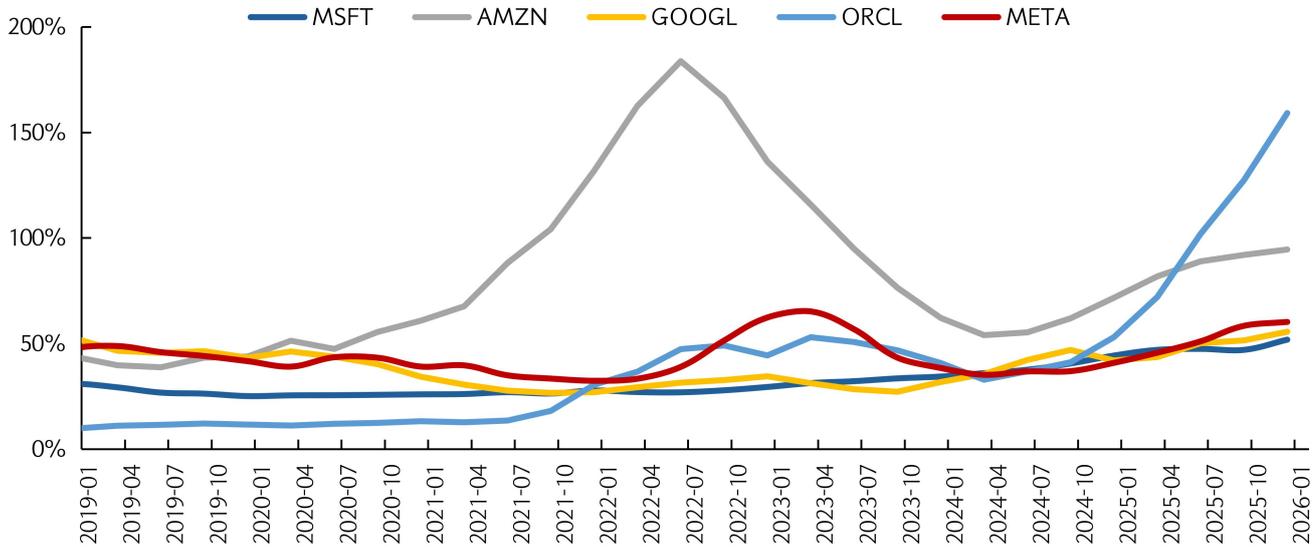
⁴ <https://www.reuters.com/world/china/samsung-hikes-memory-chip-prices-by-up-60-shortage-worsens-sources-say-2025-11-14/>

⁵ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1856966452379282116&wfr=spider&for=pc>

⁶ <https://finance.sina.cn/stock/ggyj/2026-02-12/detail-inhmqrvv9430452.d.html>

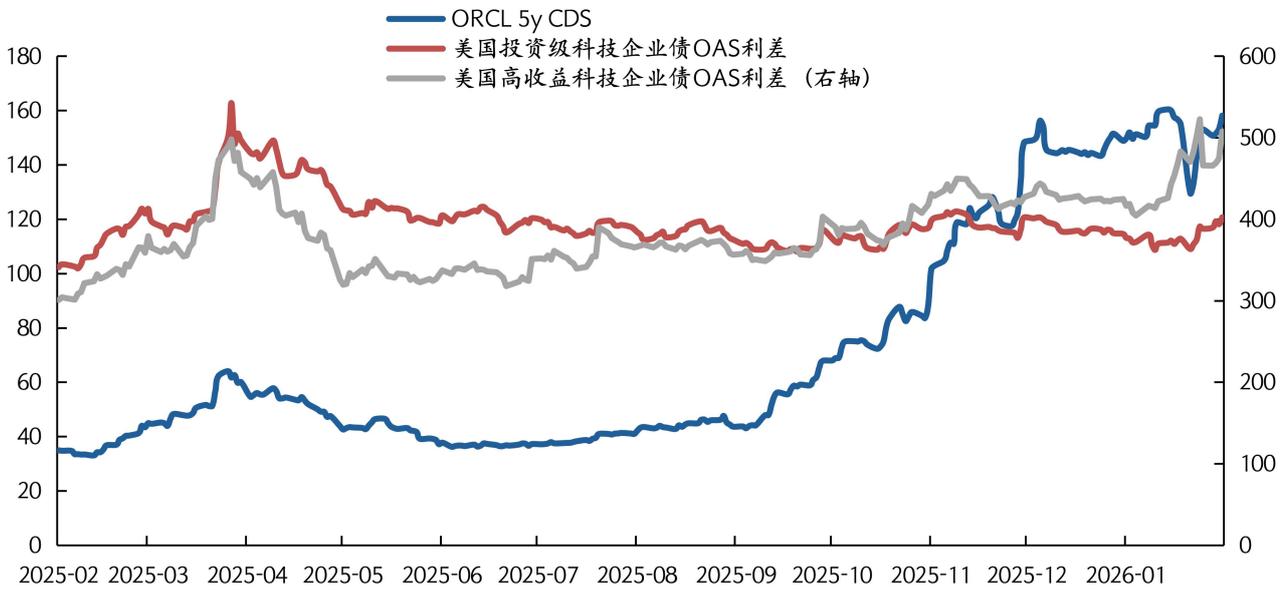


图表 3: 几家科技巨头 Capex/经营性现金流 (以四季度平均值计, %)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 4: 甲骨文公司 5 年期 CDS、科技板块企业债利差 (点)



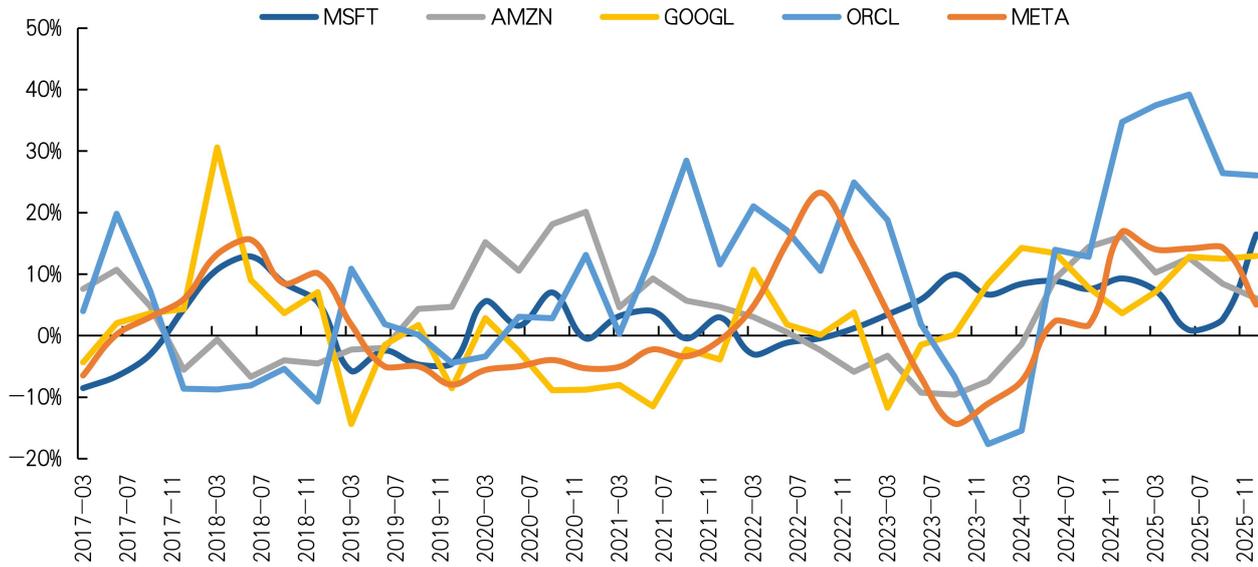
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

从整体规模看, Amazon、Google、Microsoft 和 Meta 四家公司在 2026 年的 CAPEX 总额约为 6600 亿美元, 较 2025 年激增 60%, 是 2024 年支出的两倍多⁷。然而, 这四家公司合计收入在 2025 年的增速仅约 18%, 且支出与收入之间的巨大剪刀差还需持续维持下去, 这正是资本市场开始真正感到恐惧的原因。市场更加担忧的, 是在回报尚未显现的情况下, 投入却已提前透支。软件公司开始出现被“冲垮”的迹象, 硬件亦是如此, 前期投下去的硬件尚未带来真正的高回报, 阶段性盈利反而更多来自硬件涨价对其他行业利润的挤压, 基本面担忧因此不断累积。

⁷ <https://stock.10jqka.com.cn/20260207/c674634063.shtml>

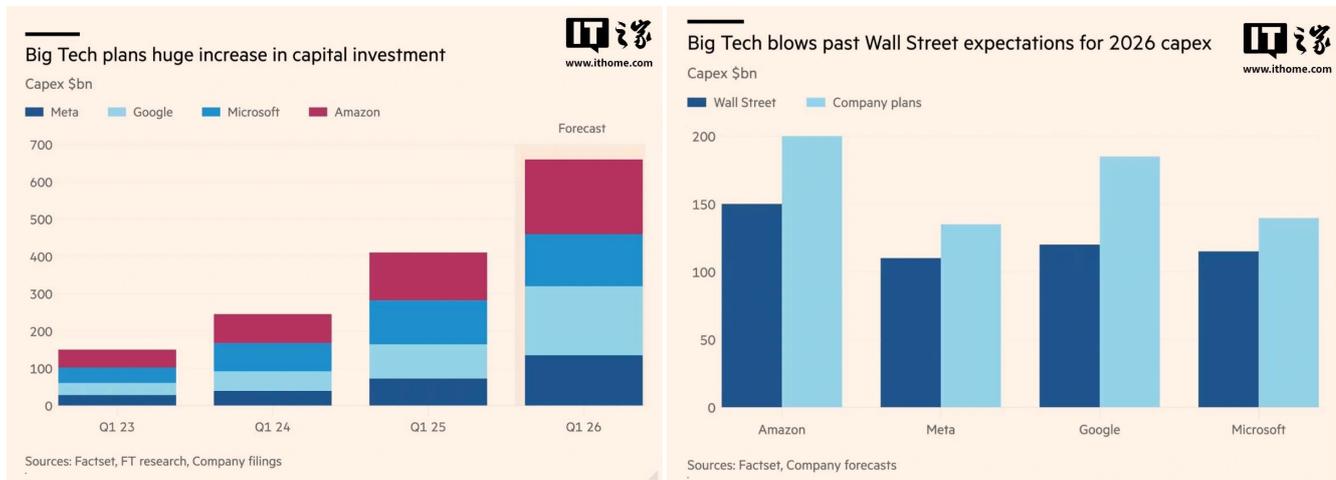


图表 5: 科技巨头 CAPEX 环比增速-收入环比增速 (过去四个季度累计, %) : 微软、谷歌在扩大, 甲骨文、Meta、亚马逊在收窄



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 6: 2026 年巨头们的年度资本开支计划仍在超华尔街预期地大幅扩张



来源: IT之家、同花顺财经, 国金证券研究所

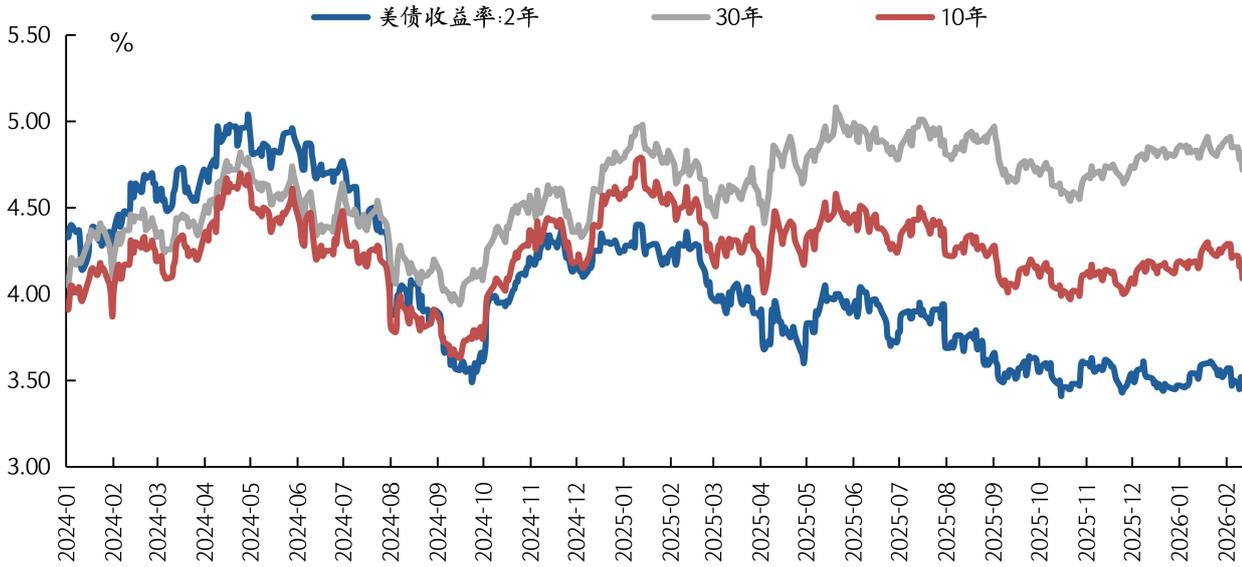
在流动性方面, 目前围绕 Kevin Warsh 被提名的话题, 海外市场一致共识在于至少短期内必须延续降息路径。降息是前提, 节奏才是变量。至于缩表, 更大程度上取决于美国经济本身与特朗普政府之间的财政与政治博弈, 其逻辑并不完全由人事变动决定, 与 Warsh 个人的关联度可能并不高。

当前真正主导流动性变化的因素仍然是通胀。尽管此前已经累计降息 175 个基点, 但美债收益率结构呈现出明显分化, 短端利率随政策利率下行, 而长端利率却持续高位运行, 1 月下旬 10 年期美债利率一度触及 4.3%, 30 年期甚至逼近 5%。从 PPI 到核心 CPI, 从商品到服务, 美国通胀水平并未出现实质性回落。制造业工业品价格持续受到供给端约束, AI 相关投资进一步推高能源与基础原材料价格; 在 CPI 层面, 一方面财富效应的累积支撑了高端消费, 另一方面消费品价格存在从关税到供给缺口的传导机制, 这些因素共同导致通胀保持粘性。

在这种环境下, 无论是新主席还是现任主席鲍威尔, 联储都被现实条件所迫, 不得不继续降息的大方向, 区别只在于节奏。当前通胀的粘性与刚性依然存在, 政策利率已处于 3.5% - 3.75% 区间, 客观条件决定了未来可降息空间最多也只有两到三次。在这一背景下, 美国 AI 巨头仍然需要不断融资扩张, 而二级市场的耐心也在逐步消耗。近期美债利率走高、美元指数反弹, 在边际宽松不明朗的情况下, 大型科技公司的财报中所体现出的资本开支规模显得格外刺眼, “账到底能不能算过来” 重新变成了核心问题。

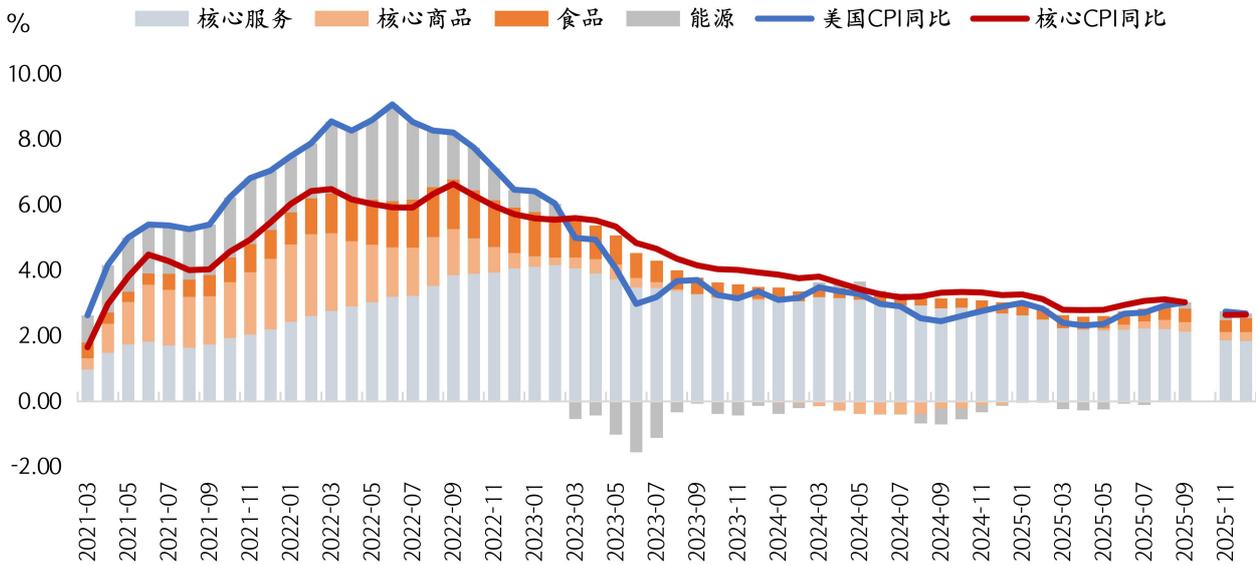


图表 7: 美债期限溢价不断扩大, 长端利率高居不下 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

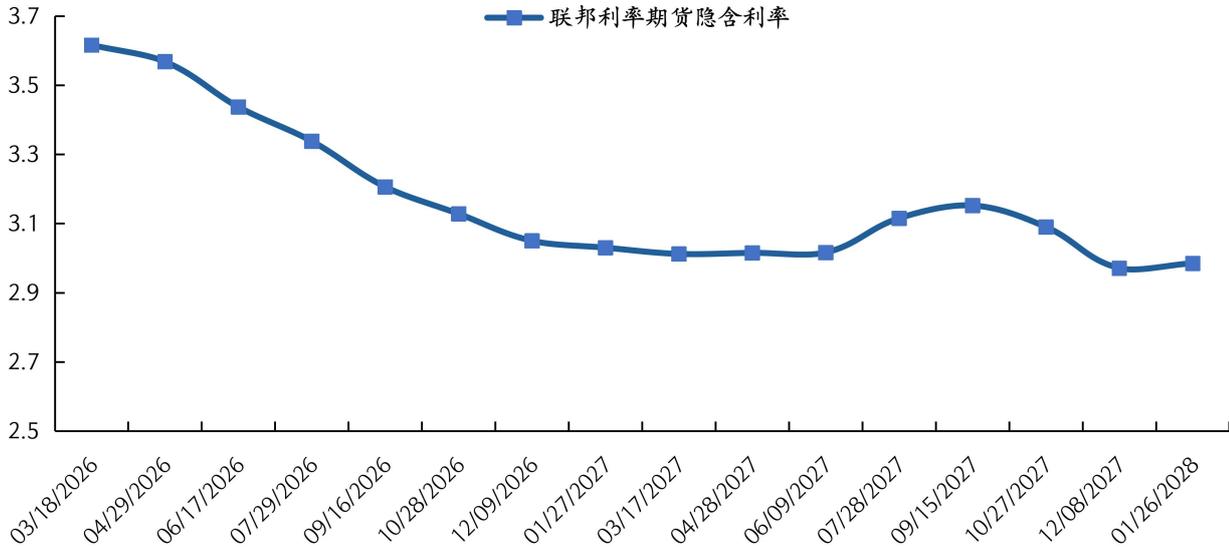
图表 8: 美国 CPI 同比增速拆分 (%)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所



图表 9: 联邦利率期货市场价格显示, 今年潜在降息空间为 2-3 次 (%)

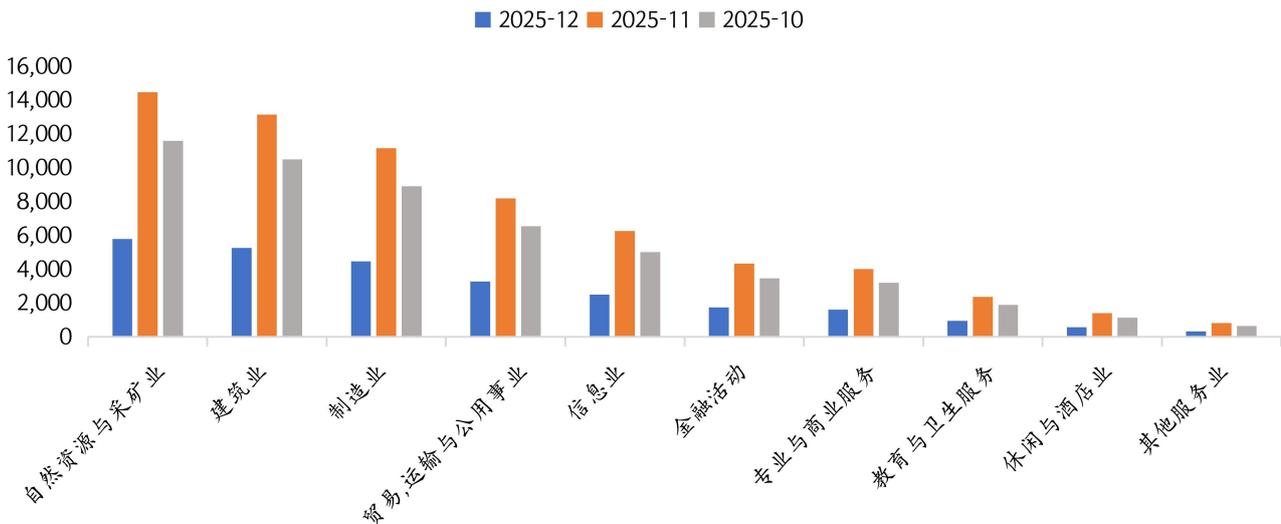


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

三、就业萎缩、经济 K 型，加速科技股内部分化

宏观就业数据进一步强化了市场的急迫和不安。由于非农数据受政府关门影响被推迟，非官方就业数据显得尤为关键。但“小非农”ADP 数据相当疲弱，1 月份新增就业仅 2.2 万人，远低于预期的 4.5 万人，且若排除教育和医疗服务行业激增的 7.4 万个招聘岗位，整体新增就业将为负数⁸。医疗服务行业的 AI 渗透率极低，因此新增岗位更多反映的是非 AI 行业，或者被 AI 挤出的就业。教育和医疗作为刚需行业的就业扩张，恰恰凸显了其他领域的就业萎缩，专业商业服务、互联网以及制造业就业全面下行。例如亚马逊⁹和化工巨头陶氏¹⁰的裁员现象，后者作为美国制造业的一个重要权重指标，正在清晰地反映出美国“K”型经济下半部分的疲态，服务业、制造业、房地产、就业均在被 AI 挤出，整体呈现出“无就业增长”的状态。

图表 10: ADP 新增就业数据的分化特征 (万人)



来源: WInd, 国金证券研究所

从近期财报反应来看，如果业绩没有明显超预期，股价往往反应平淡；但只要稍有不及预期，惩罚就极为严厉，几乎

⁸ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1856202632601454196&wfr=spider&for=pc>
⁹ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1855560929180516389&wfr=spider&for=pc>
¹⁰ <https://finance.yahoo.com/news/chemical-giant-dow-plans-lay-233732728.html>



不存在“不奖只罚”的中间状态。例如，微软财报公布后约一周内股价下跌约 18%，原因在于其云业务收入增速仅 26%，低于预期，而资本开支增速却高达 66%，显著超预期，一低一高形成强烈反差¹¹。Meta 99% 的收入来自广告，四季度超预期的收入展示了 AI 提升广告效率的能力，但高企的资本开支计划同样让市场感到担忧。

广告业务与实体经济景气度高度相关。如果实体经济走弱，手机、汽车、线下消费、会计、法律等服务需求下降，广告业务必然承压。Meta 通过 AI 提升广告效率，本质上更多是降本而非增收，其收入的增长仍然依赖实体经济。即便与“K”上端相关的奢侈品和高端消费仍能贡献广告预算，但一旦压力蔓延至手机、汽车乃至高端消费领域，广告行业受到冲击只是时间问题。

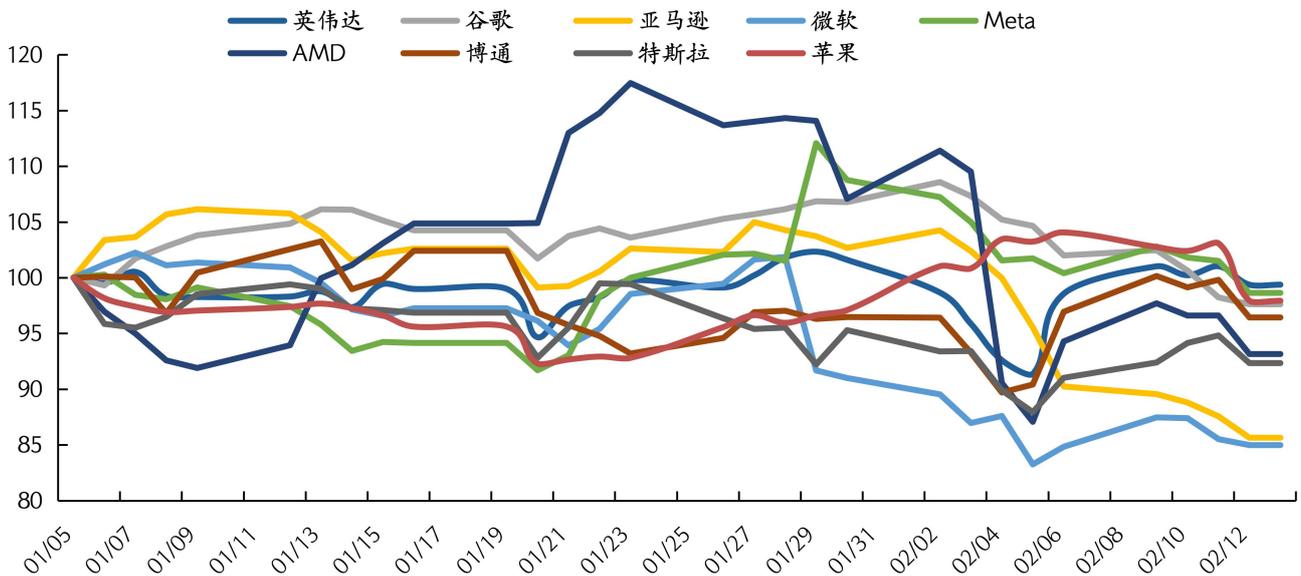
此外，美国经济被挤出的那部分恰恰是滋养科技巨头现金流的根基。一旦实体经济持续被挤压，广告、电商、软件和订阅收入都会直接影响 Meta、Google 和 Amazon 的自由现金流，进而反过来制约其资本开支能力。如果 AI 投入方向错误，或者回报不及预期，股价面临的调整绝非小幅回落。

在主要科技巨头中，Google 有“云”、有“卡”、有模型，收入和利润均超预期，堪称班里的“三好学生”。但即便如此，市场依然对其 CAPEX 翻倍极为挑剔。其他业绩不佳的公司更不必说，如 AMD 的业绩指引偏弱，单且下跌约 17%。

唯一显得相对“清新”的是苹果。此前市场担忧苹果会被 AI 叙事边缘化，Siri 迟迟未找到合适的 AI 载体，但四季度手机销售，尤其是在中国区受以旧换新政策支持，为其业绩提供了重要支撑。更关键的是，苹果的资本开支持续下降，全年仅约 120 亿美元¹²，在一众市值万亿美元、CAPEX 动辄上千亿美元的科技巨头中显得格外克制。这使得苹果在业绩未必大幅超预期的情况下，反而成为资金暂时的情绪安全垫。

英伟达目前尚未发布财报，但其叙事不同于其他公司。作为“卖铲人”，英伟达只需持续销售算力即可。黄仁勋的叙事始终围绕规模化扩展，从语言模型到物理世界、自动驾驶、具身智能，甚至宇宙级物理建模，故事空间几乎无限。由于其商业模式本质是出售算力设备，其他公司削减或扩张资本开支，对其短期业绩影响有限。英伟达因此成为本轮趋势中少数真正赚钱的巨头。

图表 11: 美股主要科技公司近期股价表现分化 (2026.1.5=100)



来源: Wind, 国金证券研究所

四、铁索连环的融资与循环承诺，是一种情绪放大机制

“铁索连环”故事是科技股调整的另一个催化剂。此前铁索连环的核心人物是 Sam Altman，巨头们围绕他展开互相承诺投资，再通过订单、设备采购和合作绑定，形成循环融资与快联交易。

去年 9-10 月，Altman 为了完成自己的宏大叙事，向英伟达、沙特、阿联酋、日本软银等广泛寻找资金支持，并将 AI 的故事越讲越大，形成资本承诺—融资—订单的闭环。巨头之间不断联合强化叙事，如巨额 CAPEX、接近 AGI 的模型、通向宇宙级应用的未来等。在流动性泛滥、情绪乐观时，一个美好的故事远景就能推动估值的上涨，但一旦流动

¹¹ <https://www.ft.com/content/42f83ef4-dac0-4319-8522-0d0f6449fe7c>

¹² https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_32592911



性开始发生变化，市场就开始较真和理性。

自去年 10 月底以来，在谷歌的冲击下，整个 OpenAI 链条表现不佳。微软、英伟达、Oracle 等与 OpenAI 高度绑定。例如，如果 OpenAI 被超越，微软将面临三重风险：其一，对 OpenAI 的投资存在缩水风险；其二，若其他模型超过 OpenAI，将对微软形成冲击；其三，微软大量收入来自 Office 与云业务，未来订单中接近 45% 来自于 OpenAI¹³。此前围绕 OpenAI 的铁索连环叙事让订单预期层层放大，现在核心松动后，订单兑现存在不确定性。若叠加流动性收紧的外部环境，放大效应可能会反向演变为逐层杀估值。

对于 OpenAI 来说，当前的技术领先并不意味着商业闭环，其还未真正赚取经营性收入，只赚取投资人的信仰溢价，至于成本和投入通过不断融资就能解决，因此它不会优先考虑应用扩散的成本控制。如今模型竞争格局发生变化，Claude 表现很好，Anthropic 一直与 OpenAI 并驾齐驱。Google 双线推进，既有世界模型 Gene，也有语言模型 Gemini。在办公软件、会计软件、法律软件、金融分析等领域，GPT 并未形成绝对优势。OpenAI 今天已经不是唯一领先者，在评分和综合表现上很难再“遥遥领先”。

这也是投资科技的难点——AI 产业长期来看确实可能是“星辰大海”，它可能比肩 iPhone 革命，甚至接近互联网革命的级别。但好公司未必是好投资，好公司为产业鞠躬尽瘁，功成不必在我。回顾互联网时代，从搜索到社交媒体的很多公司最后也只剩下一两个赢家。谷歌通过广告排序找到商业模式，Facebook 通过社交广告形成规模效应，在泡沫破灭后的廉价基础设施中找到了真正的商业闭环、建立护城河。因此，投资科技的一种方式广泛投资，通过最终生存下来的少数个体获取高额回报。在 AI 时代，模型初期差异巨大，后来逐渐收敛，类似自动驾驶。方向融合后差距变小。谁能坚持下去、找到钱、找到转化路径、管理好企业，才是真正赢家。

五、叙事松动，或将催生更大的美股波动

美股往往会在年初阶段先杀一次一致预期，因为每年开年都是企业集中披露业绩、指引与资本开支预期的时间窗口，同时流动性在年初往往容易出现边际变化。例如，2025 年初市场情绪一度非常乐观，普遍认为 Trump 将强势回归，并延续 1.0 任期内“一切为了股市”的政策思路——货币宽松、财政扩张、政策托底，让美国股市更好、更胖。然而，川普回归后的第一步却是财政紧缩，而不是扩张，这对高度依赖货币宽松和财政扩张环境的美股形成了直接冲击。进入 2026 年，这种“消除一致预期”的节奏再次出现。在这种情况下，市场对全年降息和货币宽松的预期并不稳定。

尤其今年是中选年，政治上难以承受更大规模的货币宽松和财政扩张，反对力量明显增强。因此，今年美国的流动性环境、财政扩张预期以及美债长端利率的走势，都存在极大的不确定性。在这样的环境下，只要企业给出一些容易引发分歧的业绩指引或资本开支计划，就会触发市场在年初阶段进行预期的再修正。

往后看，今年流动性环境变量众多——联储人事更替、通胀易上难下、中期选举压力等，都可能带来政治冲突。美国政府停摆、财政支出效率下降，导致流动性边际收紧。在这种环境下，市场会怀疑指数级增长的资本开支与相对低迷业绩之间的缺口如何弥补的问题。

从基本面来看，需要关注的核心问题是业绩压力。美国经济的 K 型分化正在加剧，从电价上涨到基础原材料价格上涨，再到存储价格反跌，就业状态呈现结构性疲软，并且有扩散迹象。资本市场将越来越多地要求科技企业给出明确的盈利回报是判断其商业模式是否真正能够兑现。同时，对过度资本开支的惩罚机制也值得持续关注。

从产业层面看，理论上，大模型的出现可能改变软件形态甚至替代部分软件功能，软件行业可能经历大洗牌。但从更长期看，从大模型到 Agent、再到具身智能，这条路径仍然是长期愿景，核心产业逻辑并未根本改变。当前波动更多来自流动性与风险偏好的扰动，而非产业方向发生剧变。

与此同时，“铁索连环”叙事正在松动。过去它是业绩、流动性与资本开支讲故事的重要环节。如果这一环解体，除非有新的叙事和新的流动性预期补位，否则链条上的公司必然受到影响。

年初黄金、有色、加密货币、比特币等高波动 Beta 资产出现联动去杠杆，各类资产在流动性层面高度相关，去杠杆引发风险偏好下降，爆发了连锁反应。2026 年美股的业绩环境并不轻松，市场耐心正在接近极限，估值对业绩的要求将更加严苛，情绪催化下的波动加大几乎是确定的，但科技股是否已经走到右侧仍需观察。可以确定的是，今年市场的怀疑情绪会增强，对业绩兑现的要求会显著提高，对资本开支的容忍度会继续下降。

风险提示

AI 商业前景的不确定性；美联储主席换届年货币政策超预期；特朗普中选胜率超预期生变；地缘局势超预期。

¹³ <https://www.ft.com/content/42f83ef4-dac0-4319-8522-0d0f6449fe7c>



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