

大类资产配置双周观点

地缘叙事再起，油金如何看

多资产研究 · 资产配置深度

证券分析师：王开

021-60933132

wangkai8@guosen.com.cn

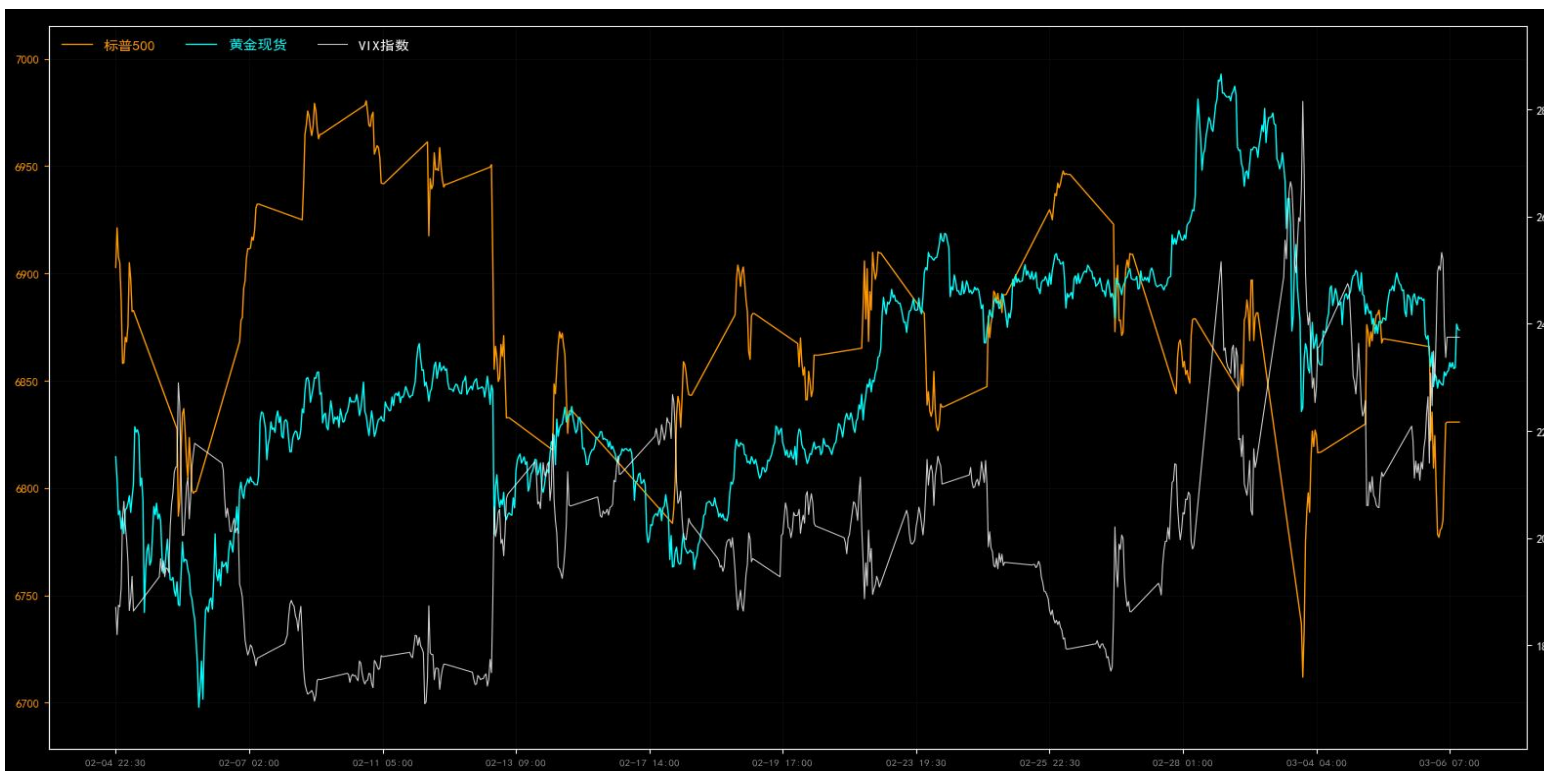
S0980521030001

- **核心结论：股>商>债。**基于全球宏观信号模型与两会政策基调判断，当前经济周期处于复苏窗口与地缘扰动的交织期。建议维持美、德、日等海外权益资产进攻的同时，利用高弹性的有色金属对冲通胀风险；黄金受强美元挤压呈现风险资产化，原油则在供给侧断裂预期下进入地缘溢价重估；国内资产把握“两会”政策红利；债市端需防御阶段性流动性波动。
- **黄金与原油：属性重估与溢价狂飙。**黄金避险属性近期钝化，受强美元与利率回升挤压，与VIX指数呈现罕见负相关，呈现对流动性敏感的风险资产特征。相比之下，原油受伊朗局势升级驱动，ICE布油期限结构极度贴水，现货溢价急剧拉升；期权偏度显示5DC等价外看涨溢价非线性跳升，反映市场正对供给端断裂的尾部风险进行恐慌性定价。
- **有色金属：锂矿库存极值驱动反弹，铜铝实现新旧动能接力。**有色金属是当前确定性较高的顺周期板块。锂电受津巴布韦出口收紧与国内采矿证制度变更影响，供给严重受限，叠加出口退税下调引发“抢出口”效应，国内极低库存将催化价格弹性。铜铝领域对地产链脱敏，新能源、储能及特高压构筑的需求基本盘稳固，随着两会后扩内需政策落地，铜铝有望迎来业绩与估值双击。
- **海外权益：美德日占优，注意美股内部权重脱离。**全球配置模型显示，美、德、日为权益资产首选。美股方面，关注标普500与其等权重指数负相关的罕见背离。处于对AI颠覆传统商业模式的担忧，资金通过“HALO交易”规避软件等轻资产行业，抱团涌入重资产的资源与传统制造。建议跟踪纳指100与防御板块PE比值，在触及1倍以下的历史极底前，对科技股仍保持审慎。
- **中国权益：A股布局“两会”，港股关注流动性与业绩底。**政府工作报告将“扩内需”置于首位；首提“智能经济”，脑机接口、未来能源等硬科技自立自强逻辑将驱动估值重构，政策线有望指引A股资金流向。港股体现盈利改善与流动性收缩的博弈。恒生指数盈利持续上修，恒生科技的估值已至冰点，随着年报后回购重启及大厂AI追赶效应，流动性与业绩底的共振反弹值得期待。
- **美元：地缘局势驱动阶段性反弹，宏观基本面难撑长期走强。**受“沃什交易”及伊朗局势发酵等不可控事件驱动，美元近一个多月显著脉冲。但长期看，美国实际时薪下行拖累消费快速下台阶，AI对白领工种的替代从星星之火演变为企业的真实压力。在通胀主项普遍下行、财政赤字恶化及美联储降息周期的大背景下，美元并不具备持续上涨的经济基础。
- **中债：短端防范流动性扰动，长端关注期限溢价修复。**短端看，3月MLF与同业存单迎来集中到期高峰，叠加季末考核与政府债发行加快，资金波动或上升。长端看，利率波动受期限溢价主导。当前期限溢价处于历史区间下限，随着PPI-CPI剪刀差有望2026年上半年转正，价格回暖预期将强化。若期限溢价随通胀预期回升，长端利率存在显著上行压力，配置上建议中性偏防御。
- **风险提示：伊朗地缘局势恶化失控、美国就业市场因AI效应超预期崩塌、政策效果不及预期。**

黄金：从避险到风险资产化

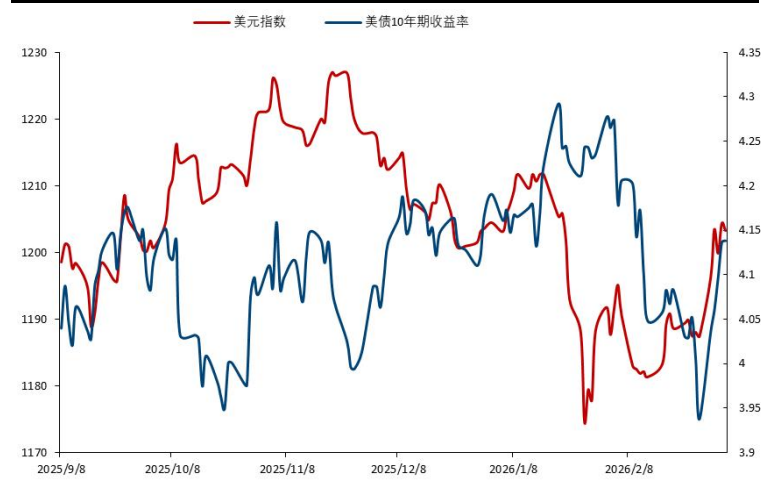
- **避险失灵**：近一个月黄金与VIX负相关性增强、与标普500正相关性增强，从避险属性转向风险资产化
- **双重挤压**：美元指数与10年期美债收益率2月下旬起同步飙升，实际利率回升压制无息资产黄金
- **流动性收紧**：伊朗冲突继沃什交易后再度推迟降息预期，全球流动性边际收紧，前期拥挤的多头筹码转为流动性提款机

图：近1个月黄金、标普500与VIX指数走势



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

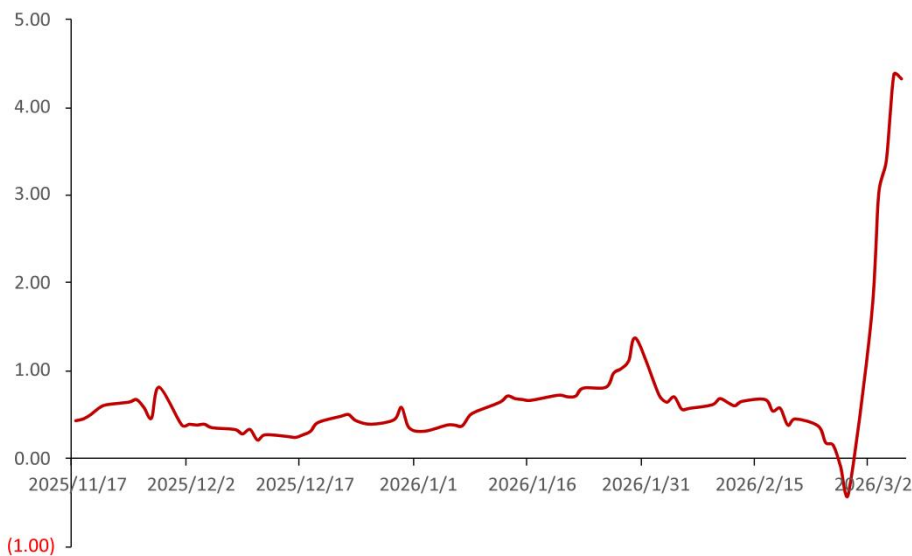
图：近半年美元指数与10年期美债收益率



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

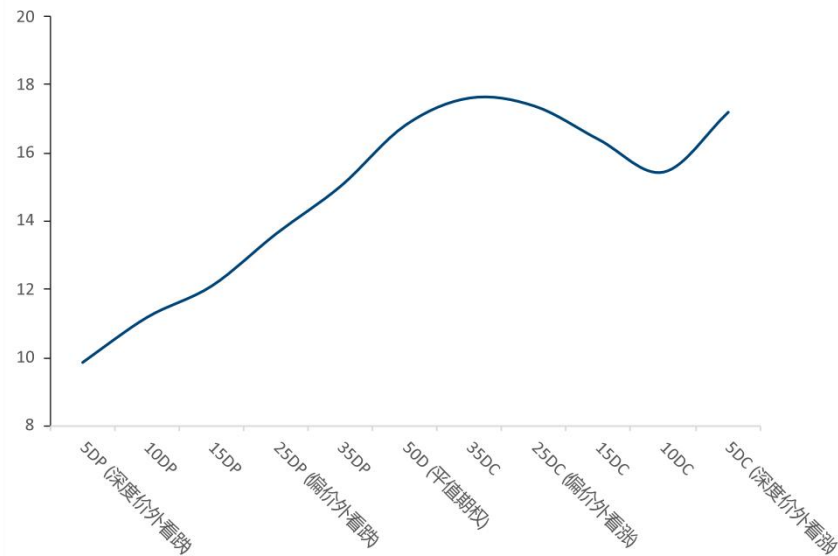
- **现货告急**：布油近远月价差（CO1-CO2）升至4美元上方，印证中东地缘扰动下的实物补库恐慌
- **预期极化**：期权偏度变动呈显著非对称性，看涨期权加价幅度远超看跌端，市场博弈重心转向价格上行风险
- **尾部定价**：深度价外看涨期权（5DC）引伸波幅出现脉冲式反弹，显示资金正在为供应断裂导致的极端暴涨风险定价

图：现货溢价(CO1-CO2)急剧飙升



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

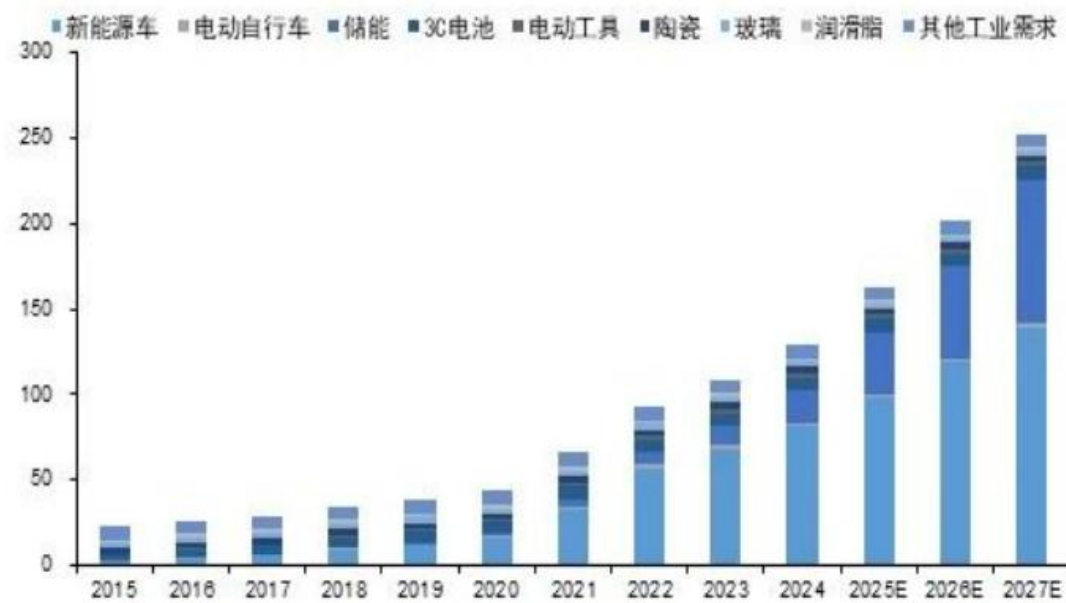
图：看涨期权溢价非对称式跳升



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

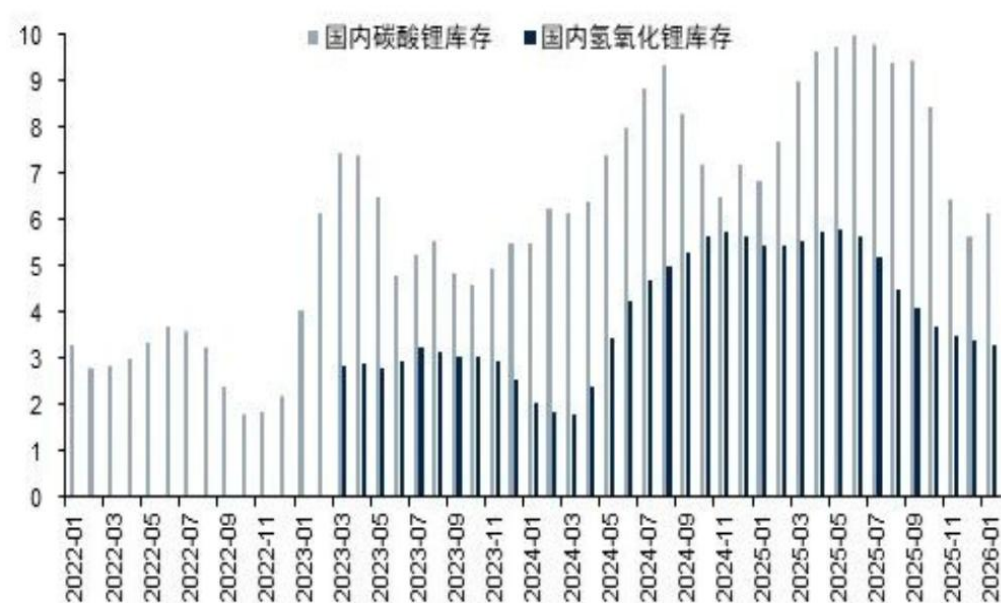
- **供给扰动**：津巴布韦等国出口收紧，国内新《矿产资源法》换证导致停工扰动，短期供给严重受限
- **需求前置**：储能需求保持近50%超预期高增；叠加4月1日锂电出口退税下调在即，短期“抢出口”将大幅拉动春季排产
- **库存极值**：当前国内锂盐库存周期不足一个月，在极低水位下，微小的供需缺口易向上催生高价格弹性

图：全球锂需求有望持续快速增长(预测值，万吨)



资料来源：SMM，百川资讯，国信证券经济研究所整理

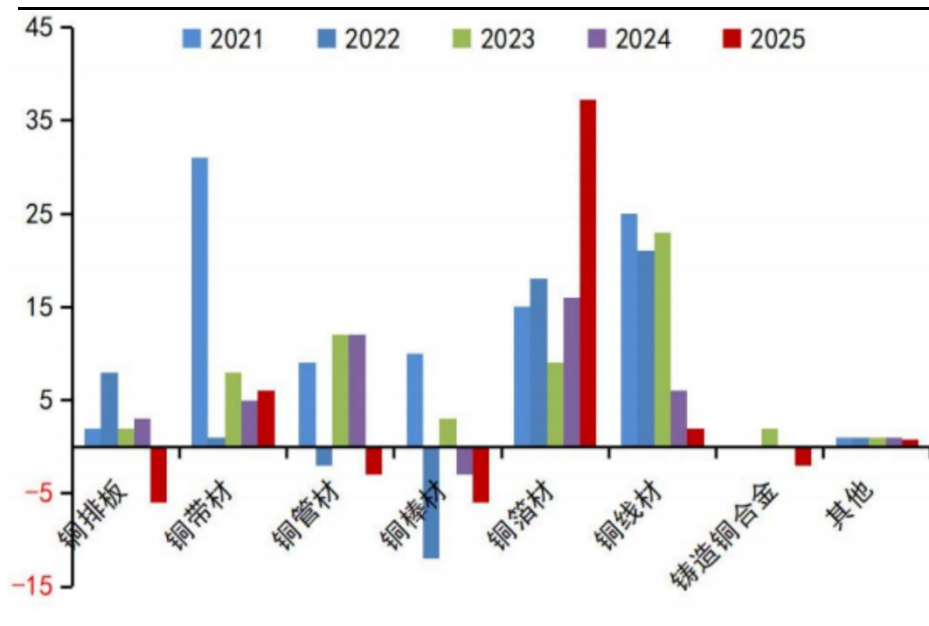
图：国内碳酸锂和氢氧化锂库存(月度值，万吨)



资料来源：SMM，国信证券经济研究所整理

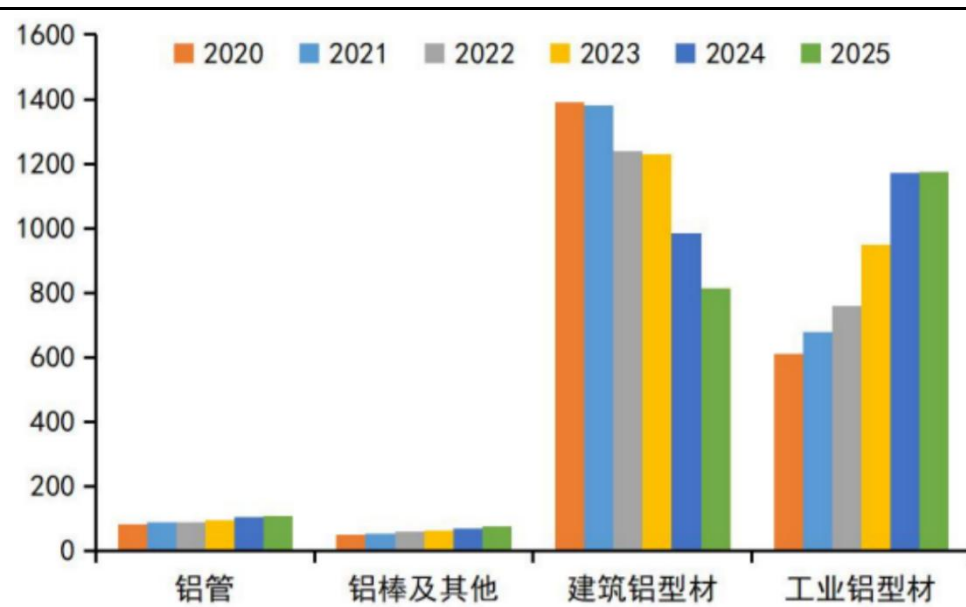
- **地产脱敏**：建材等传统地产链的减量已大幅收窄，拖累效应显著弱化，若地产数据企稳将反转为正贡献
- **新能主导**：新能源汽车、动力及储能、特高压与电气设备保持强劲景气度，构筑铜、铝需求的基本盘
- **政策托底**：3C电子、易拉罐等部分下游消费板块表现偏弱，但随着“两会”扩内需、促消费政策持续落地，顺周期弹性有望释放

图：各品类铜材同比增量（铜的需求结构）



资料来源：有色金属加工业协会，国信证券经济研究所整理

图：各类铝挤压材产量（铝的需求结构）



资料来源：有色金属加工业协会，国信证券经济研究所整理

全球股市：核心信号与模型建议

- **美德日强：**尽管技术面普遍提示超买，但核心通胀与情绪指标依然乐观，美、德、日仍为权益配置首选
- **中性防御：**鉴于全球市场波动率上行压力，模型建议配置50%无风险资产作为防御性仓位
- **审慎布局：**英国、越南及印度因基本面走弱信号显著，模型建议减仓止损（模型仅供参考，现实情况更复杂）

图：全球大类资产配置信号

国家	指标分类	具体指标	指标信号	对应股市	国家	指标分类	具体指标	指标信号	对应股市
美国	核心指标	通胀	未超预期	↑	德国	核心指标	通胀趋势	上行	↑
	情绪面指标	Sentix投资信心指数	乐观	↑		情绪面指标	Sentix投资信心指数	乐观	↑
	技术面指标	RSI	提示超买	↓		技术面指标	未来30天隐含波动率	下行	↑
		KDJ	提示超买	↓			RSI	提示超买	↓
法国	核心指标	BOLL	无明显信号	-	英国	核心指标	经济前景	走弱	↓
		WR	提示超买	↓			情绪面指标	未来30天隐含波动率	上行
	技术面指标	RSI	无明显信号	-		技术面指标	RSI	提示超买	↓
		KDJ	无明显信号	-			KDJ	提示超买	↓
日本	核心指标	BOLL	无明显信号	-	越南	核心指标	出口增速	走弱	↓
		WR	提示超买	↓			技术面指标	RSI	提示超买
	情绪面指标	未来30天隐含波动率	下行	↑		技术面指标		KDJ	提示超买
		RSI	提示超买	↓			BOLL	卖出信号	↓
印度	核心指标	未来30天隐含波动率	上行	↓	中国香港	核心指标	股市流动性	走弱	↓
		机构外资净流入展望	净流入	↑			情绪面指标	未来30天隐含波动率	上行
	技术面指标	RSI	无明显信号	-		技术面指标		RSI	无明显信号
		KDJ	无明显信号	-			KDJ	提示超买	↓
技术面指标	BOLL	无明显信号	-	技术面指标	BOLL	无明显信号	-		
	WR	无明显信号	-		WR	提示超买	↓		

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

- **政策博弈**：一季度基本面压力较大，资金围绕“两会”展开政策预期与市场风格的博弈
- **提振内需**：扩内需稳居工作首位且细节加码，大幅强化个人消费贷与服务业经营主体贷款的贴息支持
- **下沉消费**：针对消费修复偏弱现状，重磅定调活跃线下与下沉市场，二三线及线下消费板块将迎利好

图：中国内外需对GDP同比的拉动



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

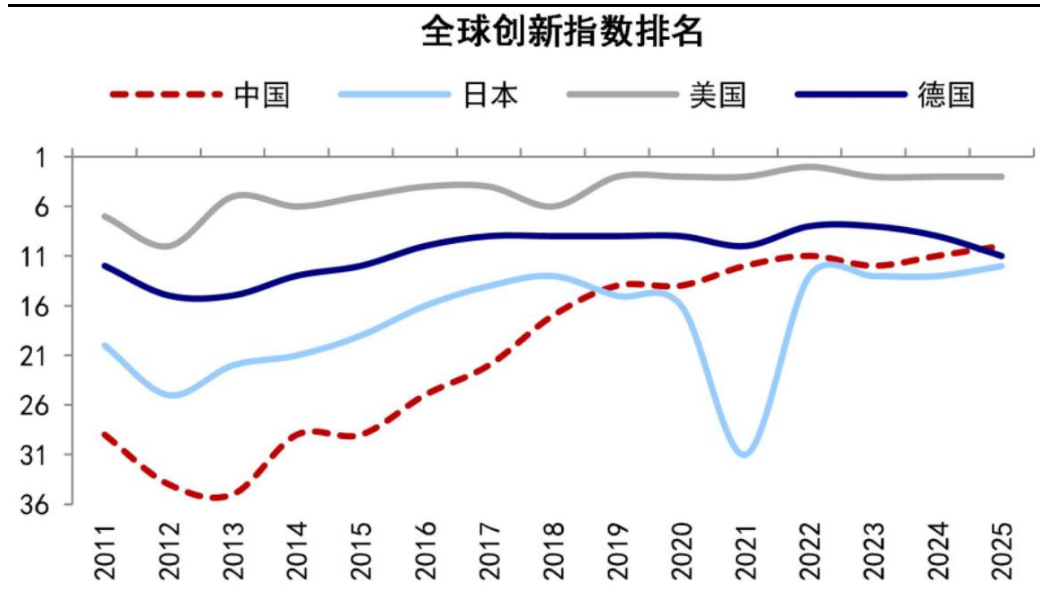
图：当前国内消费修复偏弱



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

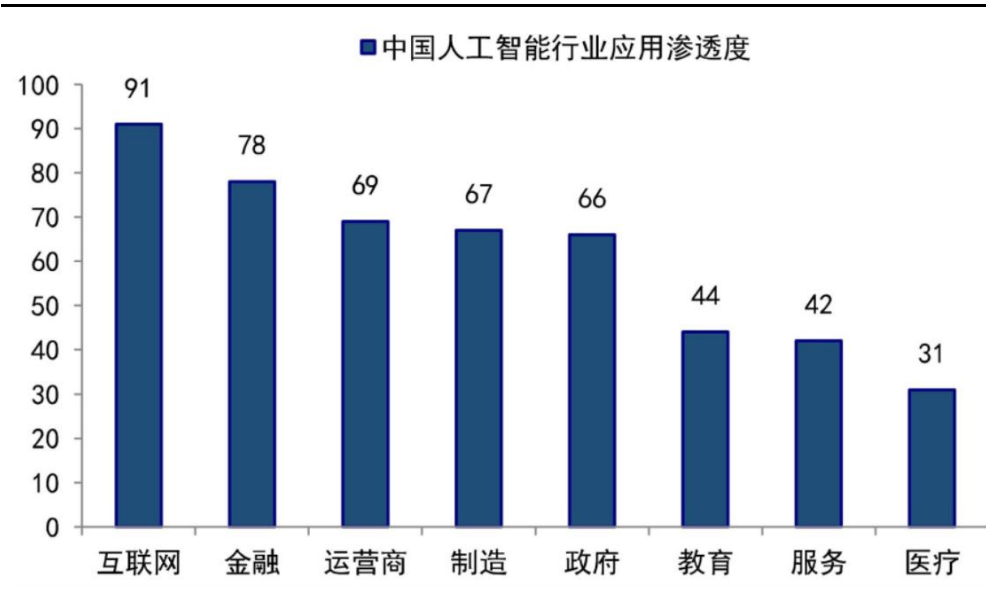
- **自立自强**：发挥新型举国体制优势，全链条推进关键核心技术攻关，底层硬科技与基础研究权重极高
- **智能经济**：首提“智能经济”并深化人工智能+，加速推动大模型与智能体在各重点行业的规模化应用
- **未来产业**：前瞻布局未来能源（核聚变/先进氢能）与脑机接口等新兴赛道，打造新旧动能转换引擎

图：我国创新能力明显提升



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：我国金融制造等领域AI应用渗透度



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

- **结构分化：**2月强美元下流动性收缩，整体承压；具备出海与涨价逻辑的重资产/制造业，及低拥挤度的高股息防御板块逆势占优
- **盈利上修：**恒生指数前瞻业绩2月起持续上修，大盘基本面边际回暖，支撑潜在反弹
- **南向托底：**南向资金逆势抄底意愿强，资金抢跑流入的板块最可能率先反弹

图：恒生指数未来 12 个月 EPS



资料来源：Factset，国信证券经济研究所整理

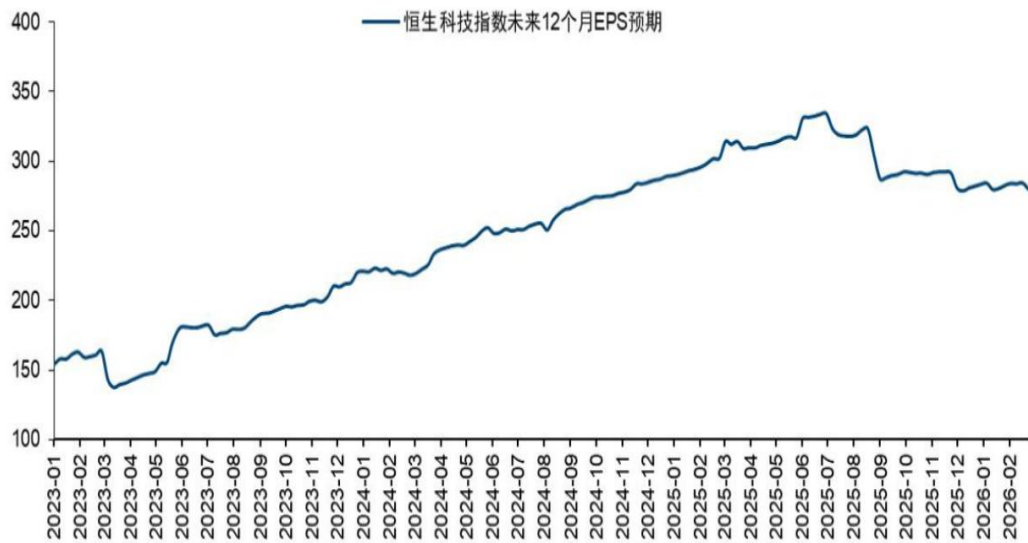
图：港股通当月买入成交净额



资料来源：Factset，国信证券经济研究所整理

- **恒科承压：**受流动性收缩、腾讯回购静默期、高景气AI应用和方向未纳入指数，以及2月EPS微弱下修多重影响
- **业绩定价：**目前市场股价与业绩正相关，在外围局势不确定性下，紧密跟踪恒科的业绩底
- **否极泰来：**估值降至冰点，随着年报后回购重启、主业盈利环比改善、大厂追赶AI，静待反转

图：恒生科技指数未来 12 个月 EPS



资料来源：Factset，国信证券经济研究所整理

图：2月港股各行业业绩修正与股价关系

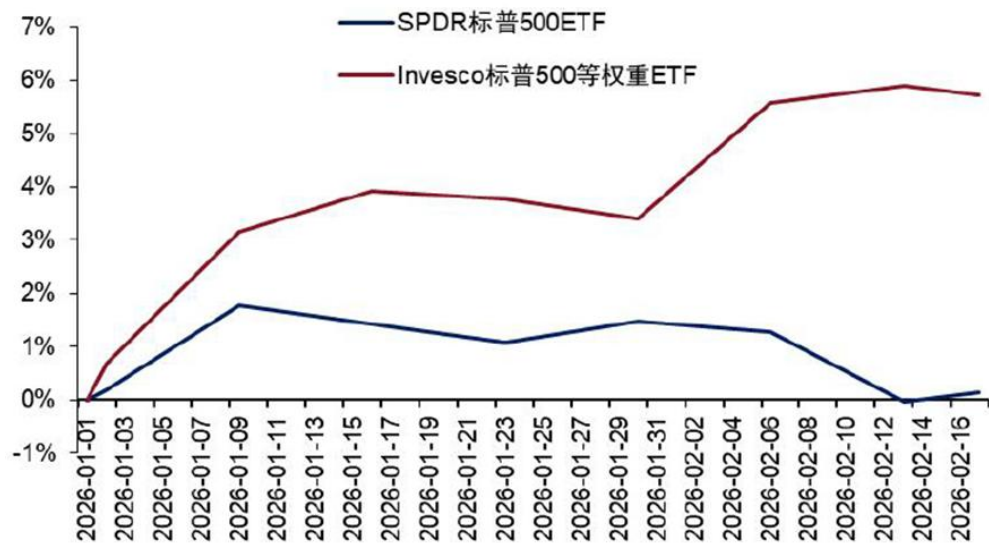
代码	指数	2025EPS 调整幅度	2026EPS 调整幅度	26年 净利润增速	期间涨跌幅
HSI.HI	恒生指数	0.6%	0.8%	7.3%	0.6%
HSTECH.HI	恒生科技	0.2%	-1.0%	20.0%	0.2%
HSCGSI.HI	恒生消费	0.0%	0.2%	13.5%	0.0%
HSF.HI	恒生金融	0.8%	1.5%	3.3%	0.8%
HSHCI.HI	恒生医疗保健	1.0%	2.6%	11.6%	1.0%
HSIII.HI	恒生互联网	-0.5%	-0.9%	21.8%	-0.5%
HSIDI.HI	恒生创新药	-0.7%	3.3%	7.8%	-0.7%
HSNDYI.HI	恒生高股息	0.8%	1.1%	2.7%	0.8%
HSAMI.HI	恒生汽车	-2.4%	-1.7%	63.7%	-2.4%
HSHK35.HI	恒生香港 35	-0.3%	2.0%	13.1%	-0.3%
HSSCMIT	恒生原材料及工业	0.6%	2.6%	20.7%	0.6%

资料来源：Factset，国信证券经济研究所整理

美股：权重等权脱离，HALO交易盛行

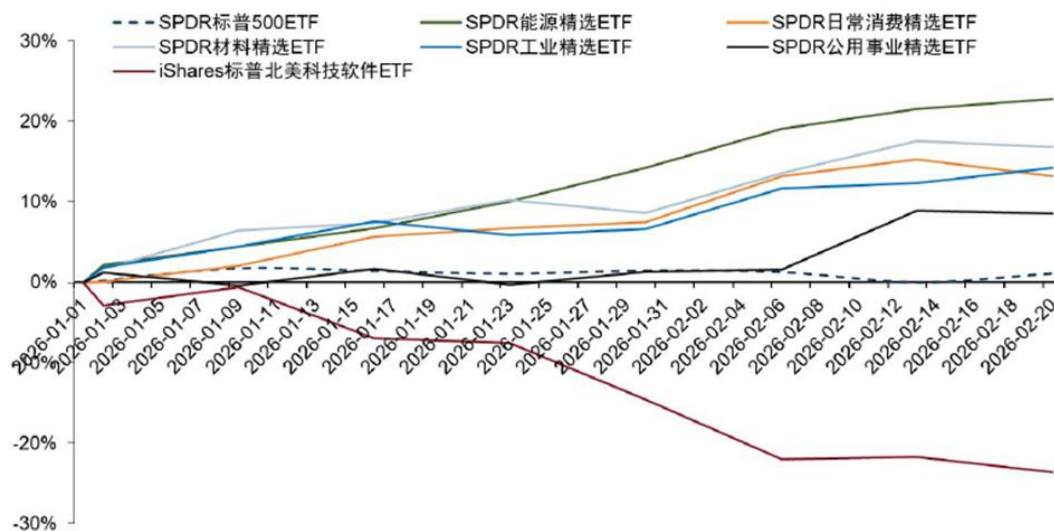
- **预警红线**：长债利率破4.5%、WTI油价破80美元且不回落、美元重返100。触其一转中性，触其二转悲
- **极度分化**：标普加权与等权走势罕见背离，规避AI替代风险的“HALO交易”火热，资金抱团涌入能源、材料等传统重资产领域
- **顺应周期**：看好上游资源与材料，契合扩张期晚期及美元信用透支逻辑；需警惕若伊朗局势缓和，高估值传统板块性价比反转

图：标普500与标普等权走势比较



资料来源：Factset，国信证券经济研究所整理

图：ETF的走势比较

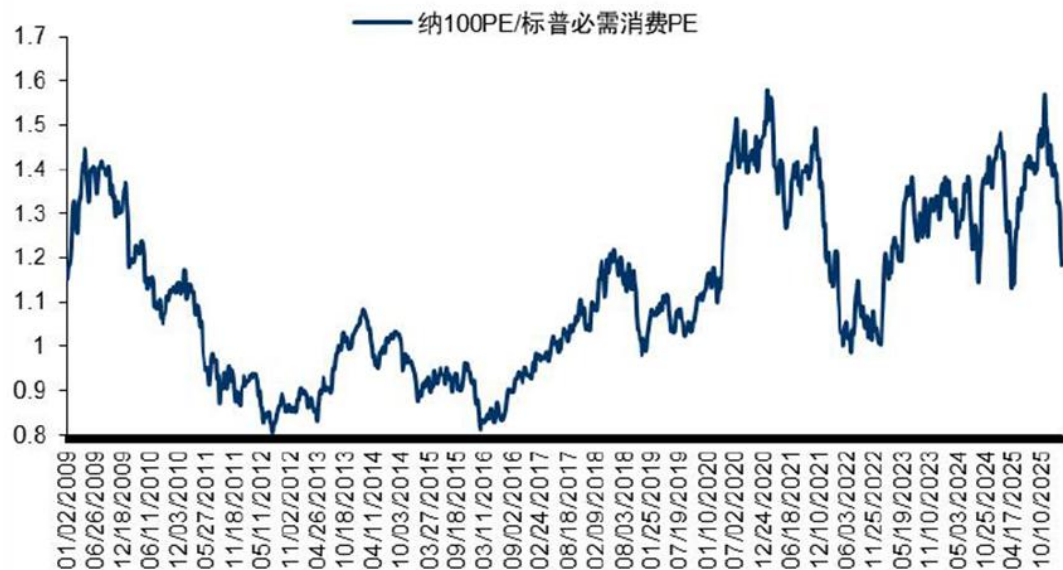


资料来源：Factset，国信证券经济研究所整理

美股：科技溢价回落，静待估值极值

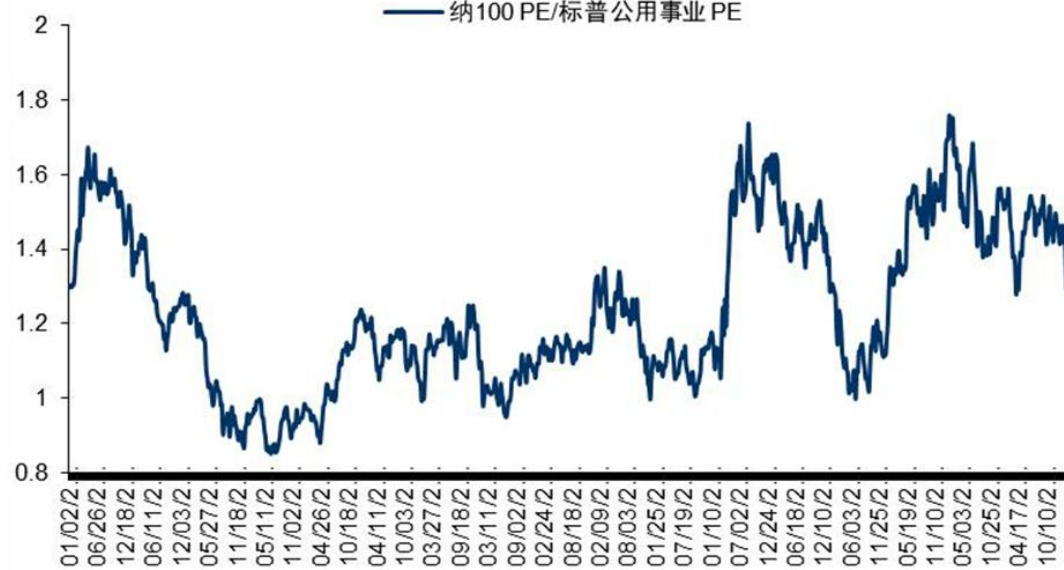
- **抄底尚早**：AI颠覆传统软件按席位收费模式，降低竞争者开发门槛，软件股（IGV）商业护城河受质疑
- **静待极值**：科技溢价回落，纳指与必需消费、公用事业PE比值跌至1倍以下往往是历史大底，届时胜率高
- **精选结构**：规避易被AI智能体替代的环节，长线关注具壁垒的双边平台、数据库与网络安全，以及错杀后凸显性价比的AI基建

图：纳 100 PE/标普必需消费 PE



资料来源：Factset，国信证券经济研究所整理

图：纳 100 PE/标普公用事业 PE



资料来源：Factset，国信证券经济研究所整理

美元短期：地缘局势发酵，推升阶段反弹

- **周期压制**：长周期看，美国财政恶化、美联储降息预期及非美货币政策正常化，共同遏制美元反弹
- **突发扰动**：任命沃什以及持续发酵的伊朗局势等不可控事件，触发近一个多月美元大幅反弹
- **通胀隐患**：压力测试表明，若伊朗局势维持一个季度以上，油价上行将对美国通胀形成实质性压力

图：降息概率

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375
2026/3/18			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	97.3%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	12.5%	87.3%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.5%	32.2%	64.3%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	10.8%	40.4%	47.8%
2026/9/16	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	5.4%	24.0%	43.7%	26.5%
2026/10/28	0.0%	0.0%	0.1%	1.7%	10.1%	29.0%	39.3%	19.8%
2026/12/9	0.0%	0.0%	0.7%	4.9%	17.3%	32.9%	31.9%	12.3%
2027/1/27	0.0%	0.1%	1.0%	5.9%	18.5%	32.8%	30.3%	11.3%
2027/3/17	0.0%	0.2%	1.8%	7.9%	20.8%	32.4%	27.3%	9.5%
2027/4/28	0.0%	0.3%	2.0%	8.3%	21.2%	32.3%	26.7%	9.2%
2027/6/9	0.1%	0.5%	2.9%	10.2%	22.8%	31.5%	24.2%	7.8%
2027/7/28	0.1%	0.7%	3.2%	10.7%	23.2%	31.1%	23.5%	7.5%
2027/9/15	0.1%	0.7%	3.3%	10.9%	23.3%	31.1%	23.3%	7.4%
2027/10/27	0.3%	1.5%	5.6%	14.6%	25.6%	28.7%	18.5%	5.2%
2027/12/8	0.4%	1.7%	6.2%	15.3%	25.8%	28.0%	17.6%	4.9%

资料来源：CME WATCH，国信证券经济研究所整理

图：油价对通胀的压力测试

项目	权重	65	70	75	80	90	100	油价上涨10% 相应涨幅	滞后关系
CPI 较目前增加	100.0%	0.3%	0.6%	0.8%	1.1%	1.7%	2.2%		
食品	13.7%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.30%	滞后 1-3 个月
能源	6.4%	0.2%	0.4%	0.6%	0.8%	1.1%	1.5%	0.23%	同步 0-1 个月
-能源类商品	3.10%	0.2%	0.4%	0.5%	0.7%	1.1%	1.4%	7.0%	
-能源服务	3.30%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.4%	
核心 CPI	79.9%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.05%	滞后 6-12 个月
商品	19.2%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.15%	滞后 3-6 个月
服务	60.7%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.04%	滞后 6-12 个月
住所	35.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.00%	滞后 12-24 个月
服务除住所	25.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.15%	滞后 3-9 个月

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

美元长期：宏观震荡寻底，长强动力不足

- **薪耗承压：**雇主压低薪酬意愿及趋势未改，实际时薪在一二季度将趋势性下行，拖累消费快速下台阶
- **就业隐忧：**短期数据虽偏乐观，但AI对各类白领工种的替代正成“燎原”之势，难掩企业真实压力
- **通胀降温：**各通胀主项均呈下行趋势，较顽固的服务项也已走平，经济周期惯性不支持美元长强

图：美国宏观经济预期

2月28日	Q4 25	Q1 26	Q2 26	Q3 26	Q4 26	Q1 27
实际GDP (同比%)	2.2	3.2	2.8	2.2	2.1	2.0
实际GDP (经季调季环比折年)	1.4	2.3	2.2	2.0	2.0	2.0
CPI	2.7	2.5	2.8	2.6	2.6	2.5
PCE 价指	2.8	2.6	2.7	2.6	2.5	2.4
核心PCE	2.9	2.8	2.8	2.7	2.6	2.4
非农业就业人数 (千)	-17	67	60	68	75	78
失业率预期	4.5	4.4	4.5	4.4	4.4	4.4
央行利率 (%)		3.71	3.51	3.33	3.25	3.25
2年期债券 (%)	3.48	3.47	3.4	3.33	3.3	3.32
10年期债券 (%)	4.17	4.16	4.13	4.11	4.1	4.12
1月31日	Q4 25	Q1 26	Q2 26	Q3 26	Q4 26	Q1 27
实际GDP (同比%)	2.3	2.9	2.5	2.1	2.1	2.0
实际GDP (经季调季环比折年)	2.1	2.2	2.0	2.0	2.0	2.0
CPI	2.7	2.6	2.8	2.7	2.7	2.5
PCE 价指	2.7	2.6	2.7	2.6	2.5	2.3
核心PCE	2.8	2.8	2.8	2.7	2.6	2.3
非农业就业人数 (千)	-22	50	57	70	77	80
失业率预期	4.5	4.5	4.5	4.5	4.4	4.4
央行利率 (%)		3.64	3.44	3.29	3.25	3.24
2年期债券 (%)	3.48	3.47	3.39	3.35	3.33	3.36
10年期债券 (%)	4.17	4.15	4.13	4.12	4.12	4.12

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：美国CPI拆解

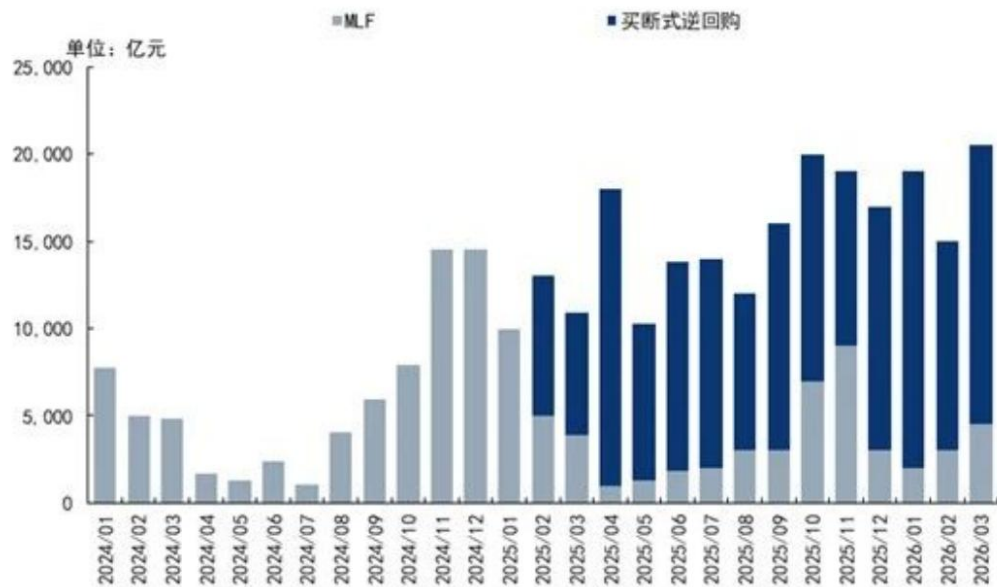
	权重	贡献变化 (与上月)	2026/01	2025/12	2025/11	2025/09
CPI	100.0%	-0.3	2.4	2.7	2.7	3.0
食品	13.7%	0.0	2.9	3.0	2.6	3.1
家庭食品	8.3%	0.0	2.2	2.3	1.9	2.7
非家用食品	5.4%	0.0	4.0	4.1	3.7	3.7
能源	6.4%	-0.2	-0.3	2.1	4.2	2.9
能源类商品	3.1%	-0.1	-7.3	-2.9	1.2	-0.3
能源服务	3.3%	0.0	7.2	7.6	7.3	6.5
核心CPI	79.9%	-0.1	2.5	2.6	2.6	3.0
商品	19.2%	-0.1	1.1	1.4	1.4	1.5
服务	60.7%	0.0	3.0	3.0	3.0	3.5
-住所	35.6%	-0.1	3.0	3.2	3.0	3.6
主要居所租金	7.8%	0.0	3.0	3.1	3.0	3.5
业主等价租金	26.2%	0.0	3.3	3.4	3.4	3.8
-服务除住所	25.1%	0.0	3.4	3.4	3.5	3.7
运输服务	6.3%	0.0	1.4	1.6	1.4	2.7
医疗护理服务	6.9%	0.0	3.9	3.5	3.3	3.9
休闲服务	3.2%	0.0	3.1	4.0	2.4	4.4
教育和通讯服务	5.0%	0.0	1.2	1.1	2.2	1.1

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

中债：短端资金阶段性压力上升

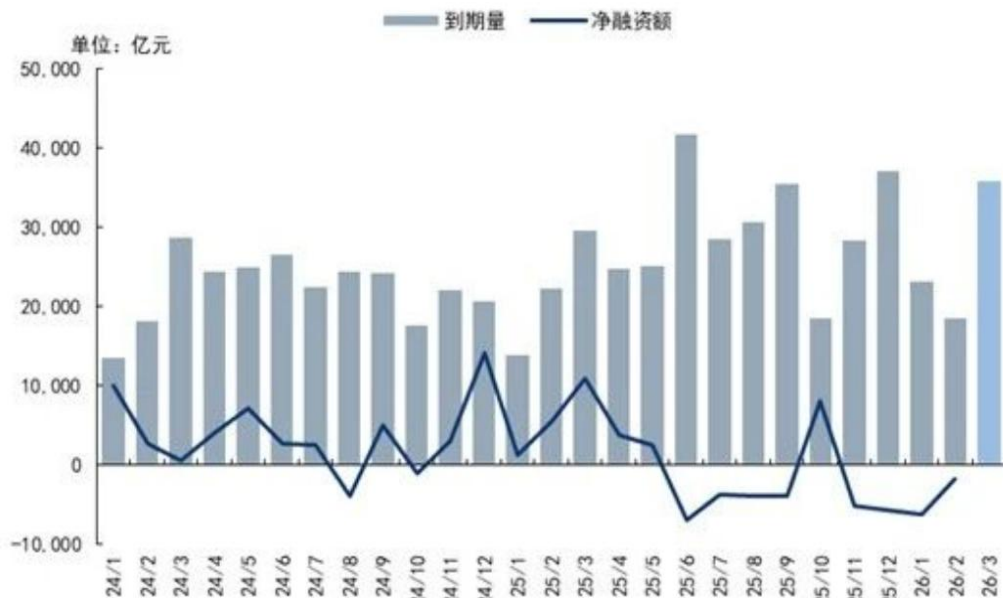
- **到期高峰**：3月MLF、买断式逆回购及同业存单迎来集中到期，对资金面形成阶段性扰动
- **供给扰动**：政府债发行节奏加快，叠加季末考核因素，短期流动性波动或有所上升
- **政策对冲**：央行延续稳健宽松取向，叠加季末财政支出增加，资金利率中枢预计延续低位震荡

图：3月MLF和买断式逆回购到期压力



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：3月同业存单到期压力

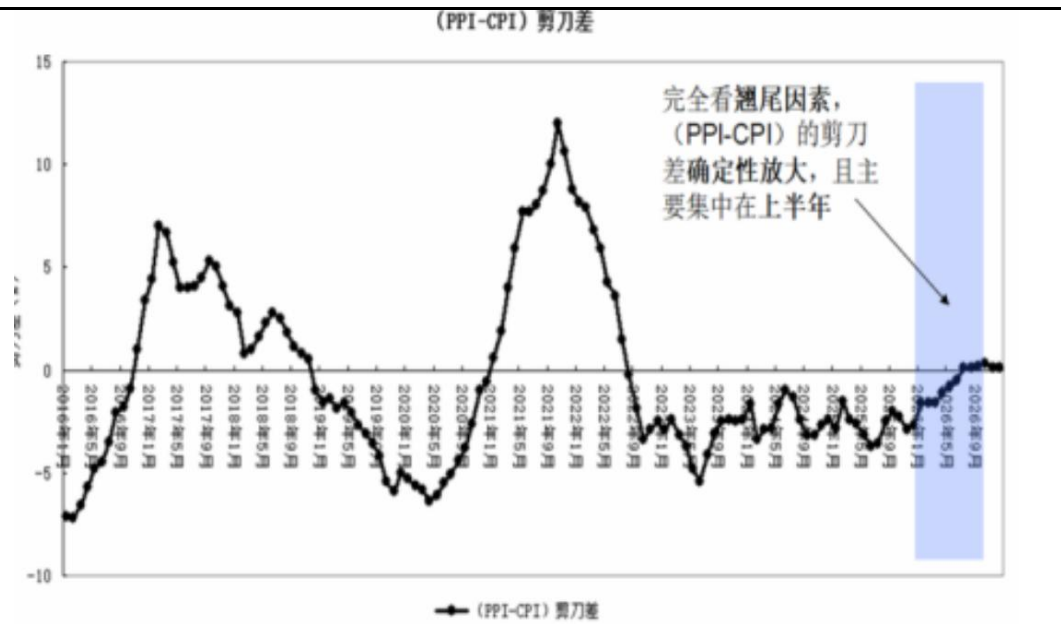


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

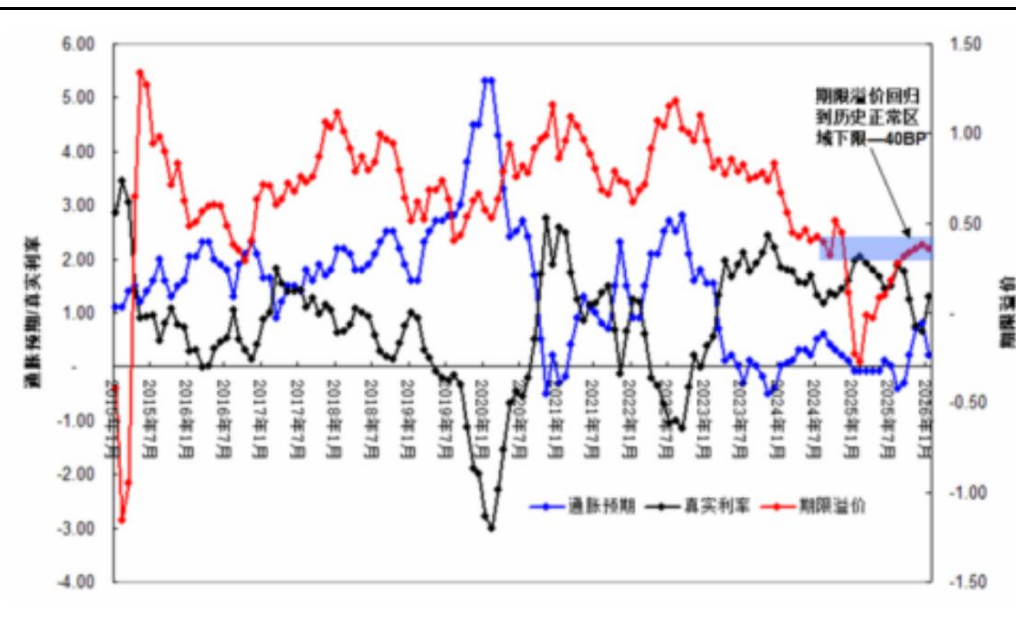
中债：长端价格回暖推升期限溢价

- **价格修复：** PPI-CPI剪刀差有望在2026年上半年转正，价格指数呈回暖趋势
- **驱动变化：** 近一年长端利率波动主要由期限溢价主导，目前已回落至历史区间下限
- **利率压力：** 若价格回暖强化通胀预期，期限溢价或阶段性回升，长端利率存在上行压力

图：没有主观预期的价格剪刀差变化



图：近一年决定长期利率的主要因子是期限溢价



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

- 一、伊朗地缘局势恶化失控；
- 二、美国就业市场因AI效应超预期崩塌；
- 三、政策效果不及预期。

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032