

证券研究报告
2026年4月9日
行业：宏观



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

国内政策平稳接力，海外美联储短期转鹰 ——2026年宏观春季策略展望

分析师：张河生 SAC编号：S0870523100004

目录

SECTION

- 一、国内政策平稳，通缩风险有改善迹象
- 二、美国通胀预期提升，美联储短期转鹰
- 三、大类配置：通胀预期提升是关键变量
- 四、风险提示

◆ 核心观点

- ◆ 国内政策平稳，通缩风险有改善迹象。2025年我国固定资产投资同比增速下滑，社零与出口同比增速较为稳定；我们认为固投同比增速2026年有望转正，社零同比增速则有望维持在4%左右。同时，虽然进、出口2026年初20%左右同比增速不可持续，但全年有望保持5%以上。2026年“两会”将2026年GDP增长目标定为4.5-5.0%，稳增长压力不大。政策平稳接力：继续维持支持性货币政策立场以及实施更加积极财政政策。另外，我国通缩风险有改善迹象，我们预计2026年CPI在1.0%附近波动，PPI则有望转正。
- ◆ 美国通胀预期提升，美联储短期转鹰。我们认为美国核心CPI环比增长可控，能源涨价或推升3月美国CPI至3.0%左右。同时，美国2月非农下降且大幅低于预期，失业率为4.4%，劳动参与率下降，我们认为美国就业形势不佳。另外，美国GDP环比增长四季度再次走弱。美联储3月会议维持利率不变，对2026年相关经济指标的预测方面，较去年12月份相比，提升了实际GDP变化的预测，也提升了PCE 通胀的预测。根据3月26日英为财经基于联邦基金期货价格给出的预测，2026年12月联邦基金利率维持在3.50-3.75%及以上的概率达到96.2%，即当前市场认为2026年大概率不降息，甚至有35.4%的概率加息。
- ◆ 大类配置：我们认为通胀预期提升的背景下国内债市有所调整，但是具有长期配置价值。我们认为2026年A股总市值仍有扩展空间，三个方向建议关注。我们判断2026年美元或走强，人民币兑美元仍升值，黄金则短期震荡走弱。

◆ 风险提示

- ◆ 居民收入、就业预期未改善，经济内生需求弱；稳增长政策不及预期；中东地缘冲突不确定性强；油价上涨超预期，美联储超预期转鹰。





上海证券
SHANGHAI SECURITIES

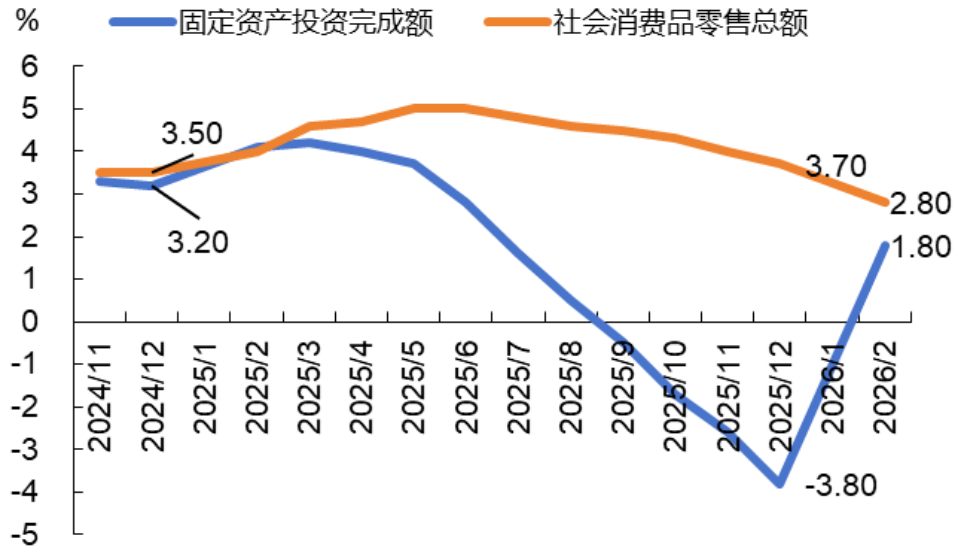
一、国内政策平稳，通缩风险有改善迹象

1 2026年稳增长压力不大

◆ 2025年固投下滑，社零与外贸较为稳定。

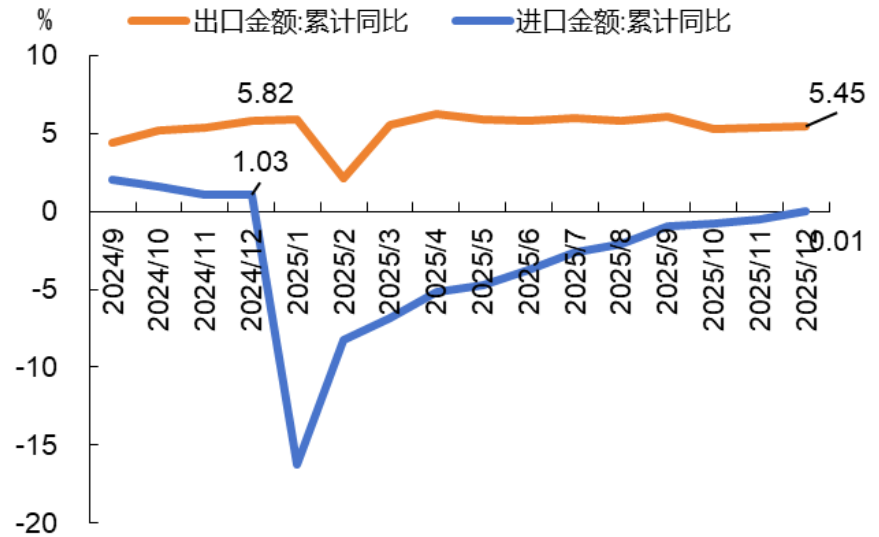
- ◆ 固投2025年一季度一度反弹，年底降至-3.8%；
- ◆ 社零2025年上半年有所反弹，下半年略微回落但高于2024年；
- ◆ 出口韧性十足，保持5%以上增速，进口零增长，略低于2024年。

图 固投与社零累计同比



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 出口与进口累计同比



资料来源: Wind, 上海证券研究所

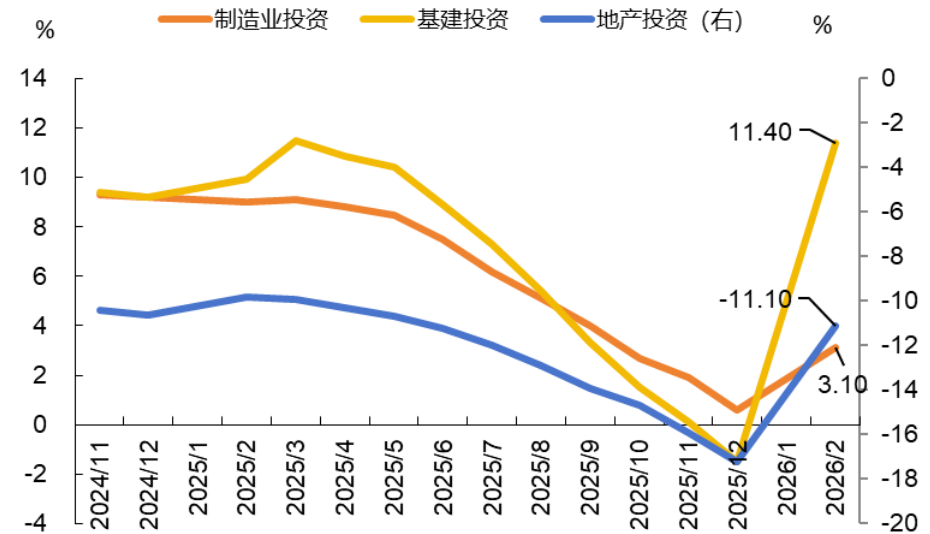


1 2026年稳增长压力不大

◆ 我们认为固投同比增速预计2026年转正。

- ◆ 政策+资金强托底，“十五五”期间，将实施一批重大标志性工程项目，前期工作的项目有望开工建设，2026年拟安排8000亿特别国债“两重”，2000亿特别国债设备更新，4.4万亿地方专项债，7550亿中央预算内投资，新型政策性金融工具8000亿等；
- ◆ 我们认为“两重”与算力、能源等新基建支持下，基建投资同比增速2026年有望达到6-7%；设备更新与高技术制造支持下，制造业投资同比增速2026年有望达到4-5%；地产投资同比跌幅可能收窄-5至-8%；
- ◆ 2025年固投负增长，形成较低基数。

图 固投细分项累计同比



资料来源: Wind, 上海证券研究所

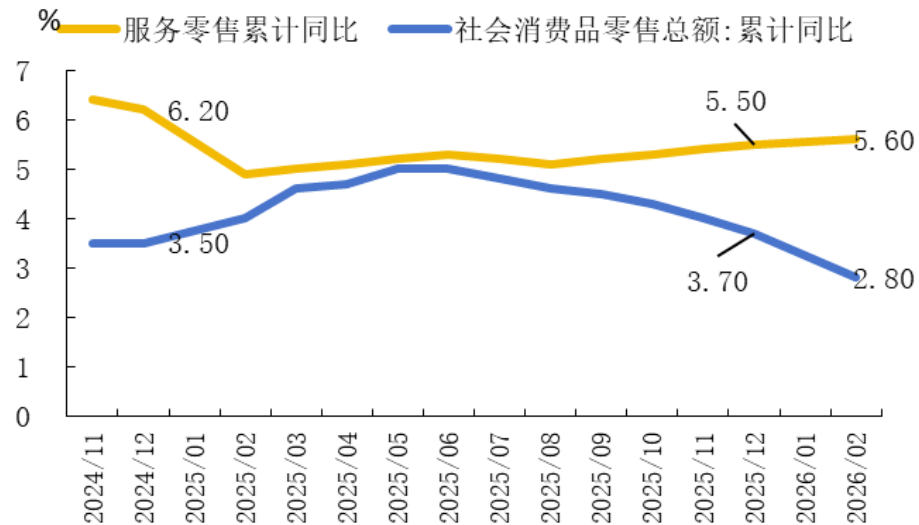


1 2026年稳增长压力不大

◆ 我们认为社零同比增速**2026年有望维持在4%左右**。

- ◆ 我们认为服务零售表现可能好于社会消费品零售（商品+餐饮服务），生活性服务消费平稳，生产性服务消费随着制造业升级有改变；
- ◆ 我们认为部分商品零售（汽车、6类家电、4类数码及智能产品）仍受益于2500亿特别国债以旧换新政策，但刺激边际效应减弱。

图 社会消费品与服务零售累计同比



资料来源: Wind, 上海证券研究所

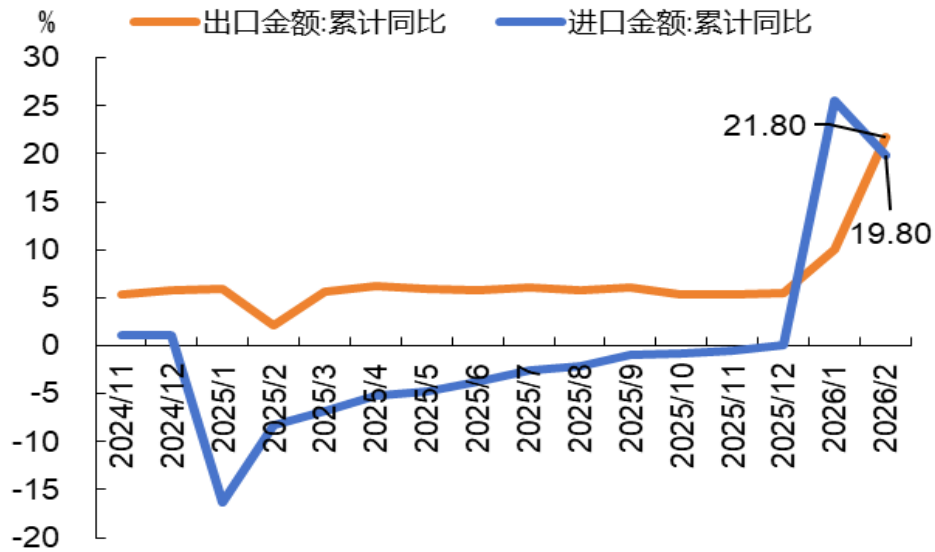


1 2026年稳增长压力不大

◆ 我们认为进、出口**2026年初20%左右**同比增速不可持续,全年有望保持**5%以上**。

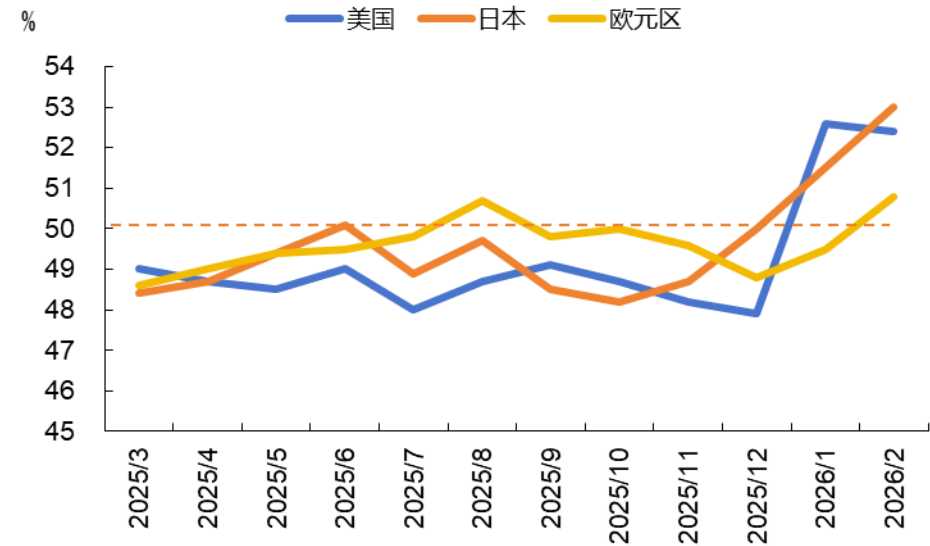
- ◆ 2026年1-2月份提升至20%左右, 是因为外需好转以及2025年低基数;
- ◆ 我国出口国家与地区中, 美国外新兴市场如东盟等占比提升;
- ◆ 新质生产力领域如集成电路与汽车等保持高增长。

图 出口与进口累计同比



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 美日欧制造业PMI



资料来源: Wind, 上海证券研究所

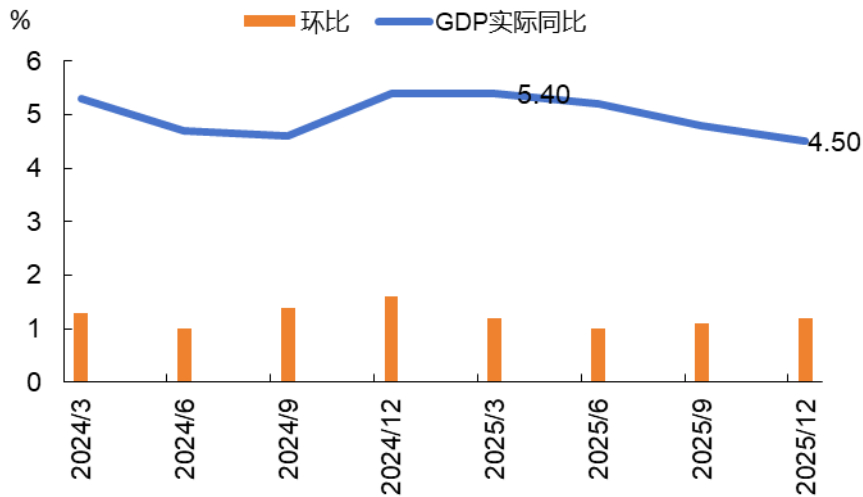


1 2026年稳增长压力不大

◆ 2026年GDP目标为4.5-5.0%。

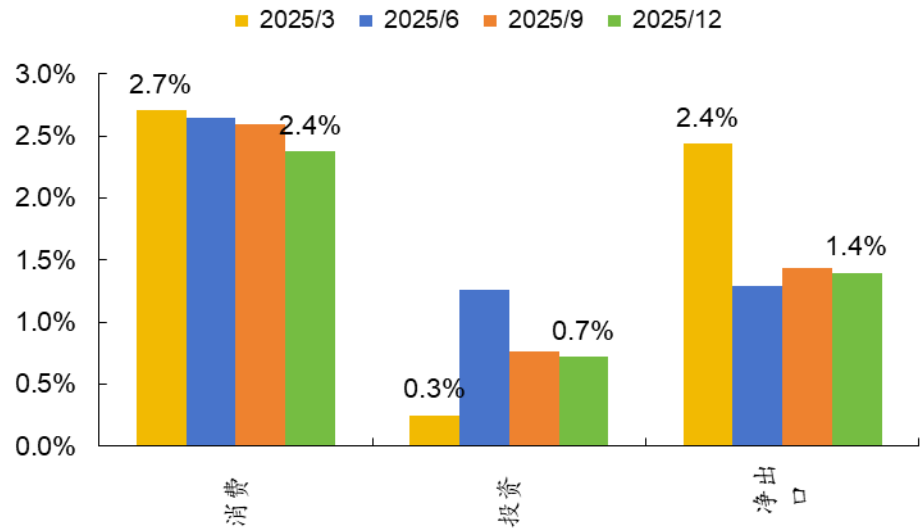
- ◆ 2025年GDP同比增速逐季度下滑，四季度同比4.5%；
- ◆ 从对GDP当季同比的拉动来看，2025年一季度至四季度下降主要是最终消费支出与净出口导致的，分别拖累0.30%与1.0%；
- ◆ 我们判断2026年投资升，消费相对平稳，外贸稳中有升，4.5%压力不大。

图 GDP当季同比



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 GDP当季同比拉动率



资料来源: Wind, 上海证券研究所



2 2026年政策平稳接力

◆ 央行将继续维持支持性货币政策立场。

◆ 2025年：5月降低7天逆回购利率10 BP、降准一次50 BP；

◆ 降准：2026年初我国金融机构的法定存款准备金率平均为6.3%，降准仍然有空间。

图 7天逆回购利率

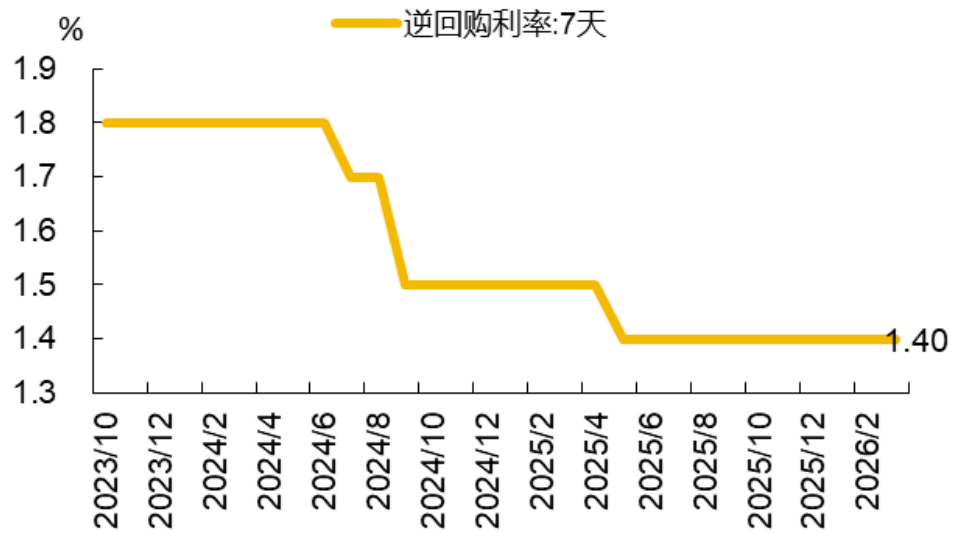
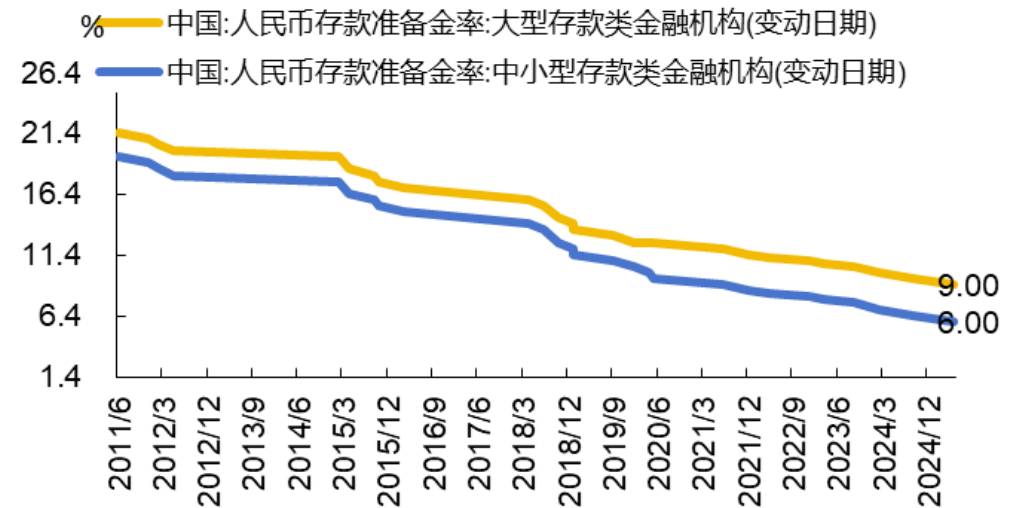


图 人民币存款准备金率



资料来源: Wind, 上海证券研究所

资料来源: Wind, 上海证券研究所



2 2026年政策平稳接力

◆ 降息内外约束在消除。

- ◆ 外部约束：目前人民币汇率比较稳定，总体来看，汇率不构成很强的外部约束；
- ◆ 内部约束：2025年以来银行净息差已经出现企稳迹象，连续两个季度保持在1.42%，有助于降低银行付息成本、稳定净息差，为降息创造一定空间。
 - ◆ 2026年还有规模较大的三年期及五年期等长期存款到期重定价；
 - ◆ 各项再贷款利率下调25 BP。



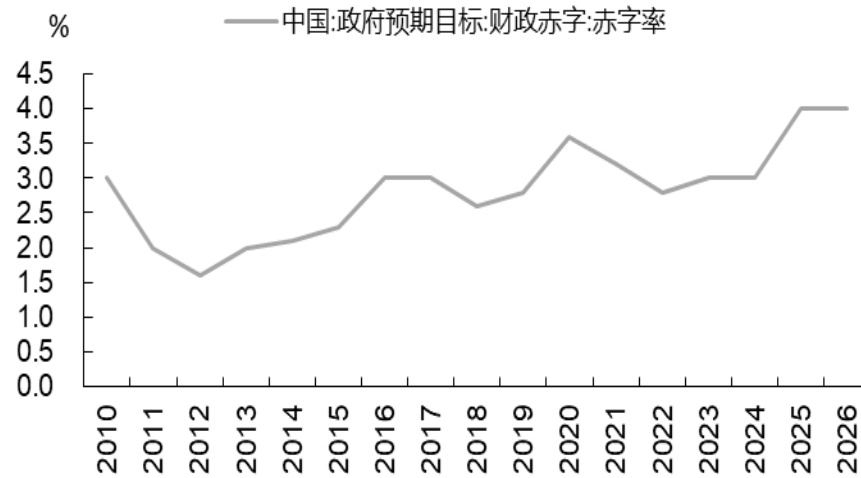
2 2026年政策平稳接力

◆ “两会”定调：2026年继续实施更加积极财政政策。

◆ 2026年维持高赤字率4.0%，赤字规模5.89万亿，2026年公共预算支出首次达到30万亿；

◆ 拟发行超长期特别国债1.3万亿（支持“两重”建设、“两新”工作）、拟发行特别国债3000亿支持国有大型商业银行补充资本金、拟安排地方政府专项债务4.4万亿。

图 中国政府预期赤字率目标



资料来源：Wind，上海证券研究所



3 2026年通缩风险有改善迹象

- ◆ 通缩风险有改善迹象，我们预计**2026年CPI在1.0%附近波动**。
- ◆ CPI同比增速连续5个月为正值，2026年2月同比增速为**1.3%**；
- ◆ 我们认为原油涨价或带动交通出行、纺服、农作物等涨价，核心仍取决于消费需求端表现。

图 CPI同比与环比

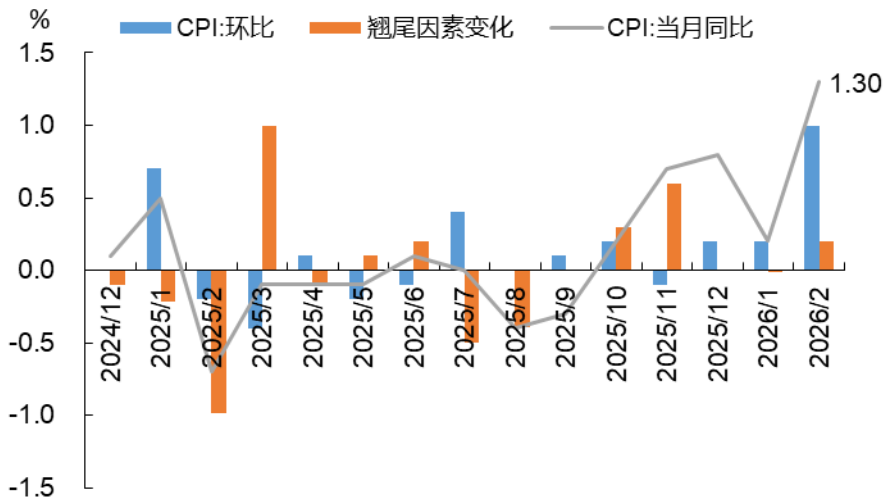
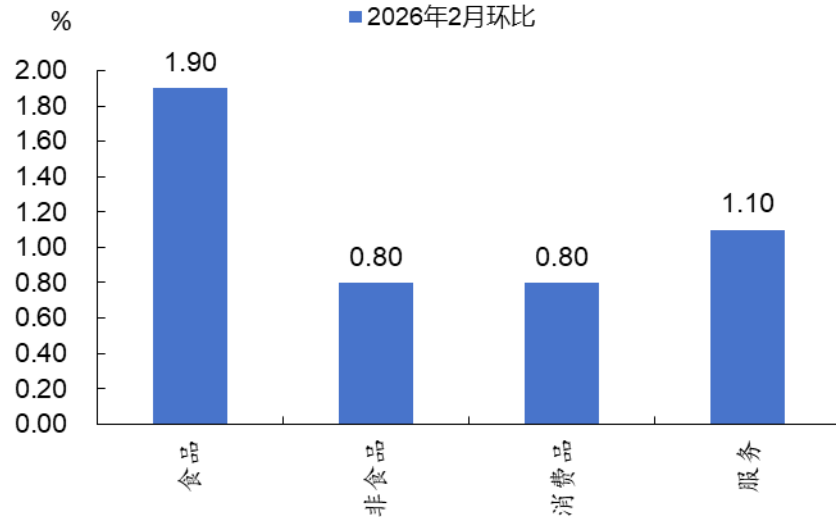


图 CPI细分项环比



资料来源: Wind, 上海证券研究所

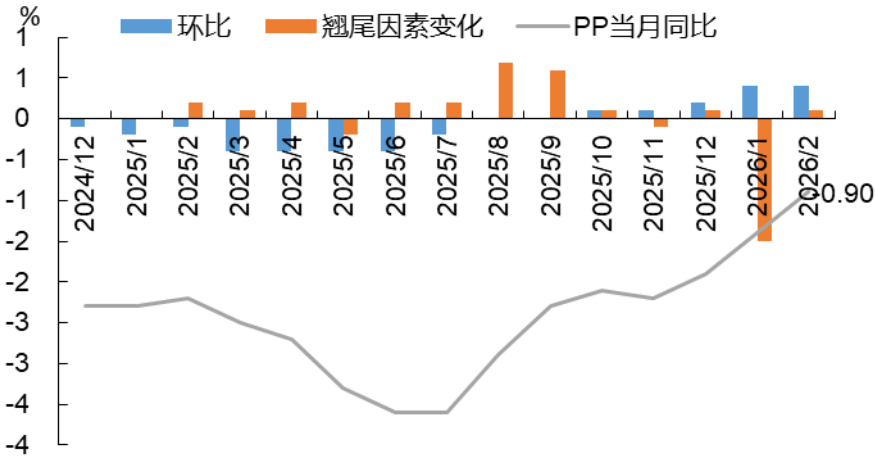
资料来源: Wind, 上海证券研究所



3 2026年通缩风险有改善迹象

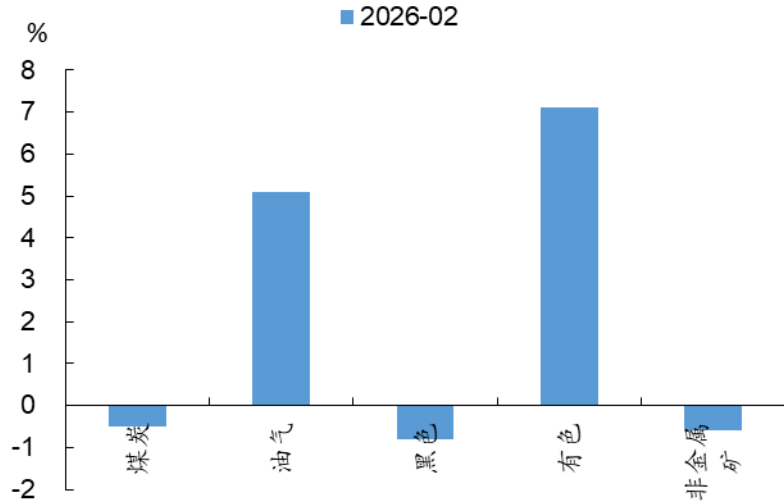
- ◆ 通缩风险有改善迹象，2026年PPI有望转正。
- ◆ PPI同比跌幅持续收窄，2026年2月同比下跌0.9%；
- ◆ 我们认为原油涨价有望拉动煤炭、黑色等涨价。

图 PPI同比与环比



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 PPI细分项环比



资料来源: Wind, 上海证券研究所





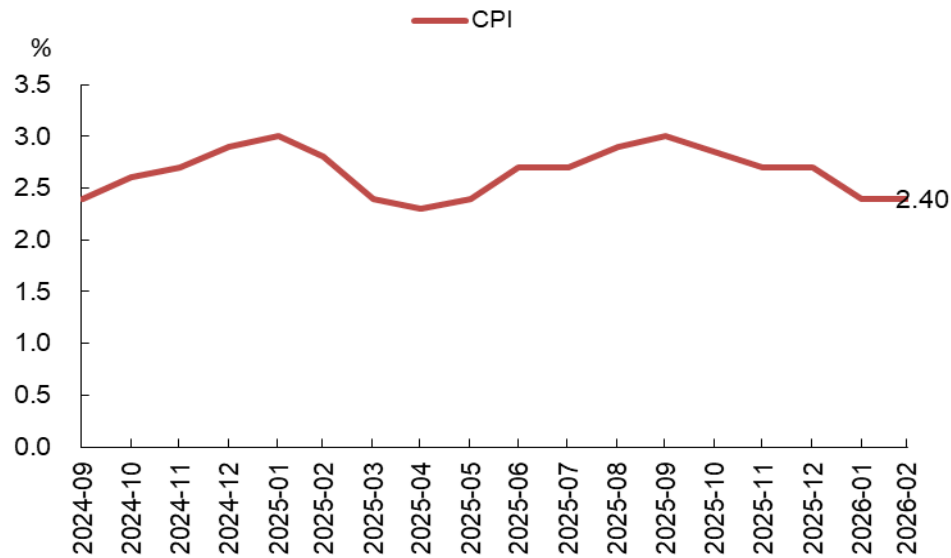
上海证券
SHANGHAI SECURITIES

二、美国通胀预期提升，美联储短期转鹰

1 能源涨价或推升3月美国CPI至3.0%左右

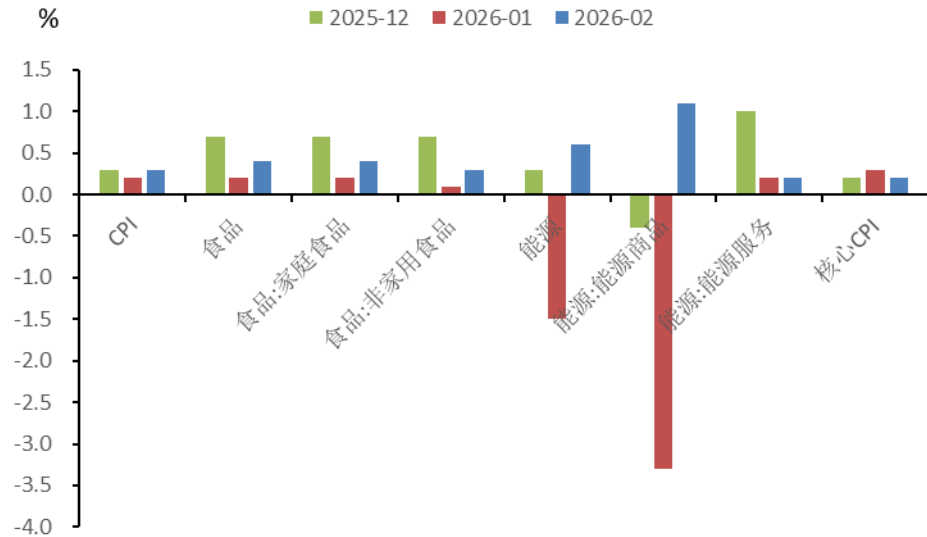
- ◆ 我们认为美国核心CPI环比增长可控，能源涨价或推升3月美国CPI至3.0%。
 - ◆ 2026年2月美国CPI同比增速为2.4%，较1月持平，仍高于2%的美联储目标；
 - ◆ 能源2月已经有所涨价，我们认为3月份CPI能源项环比涨幅或扩大，美国3月CPI或提升至3.0%左右；
 - ◆ 核心CPI环比增速连续7个月稳定在0.2-0.3%的水平。

图 美国CPI同比增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 美国CPI细分及其环比



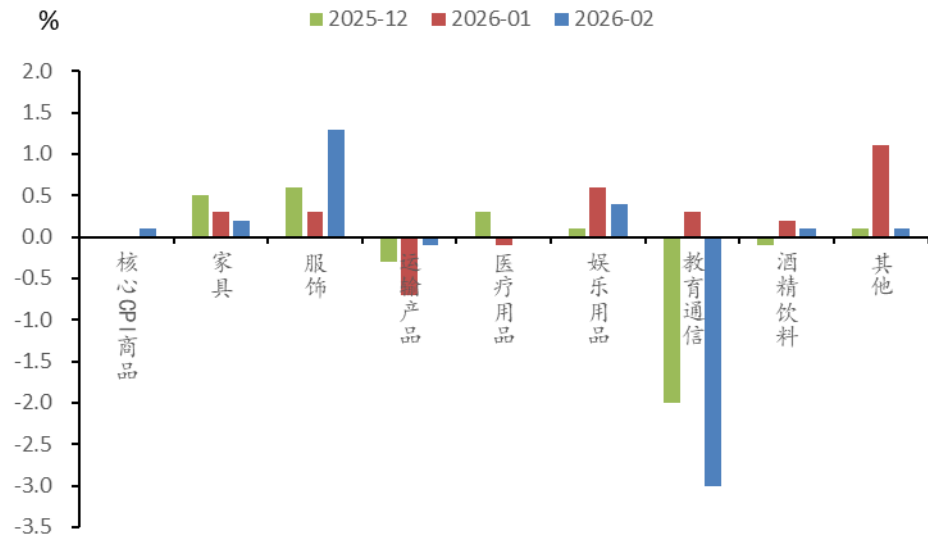
资料来源: Wind, 上海证券研究所



1 能源涨价或推升3月美国CPI至3.0%左右

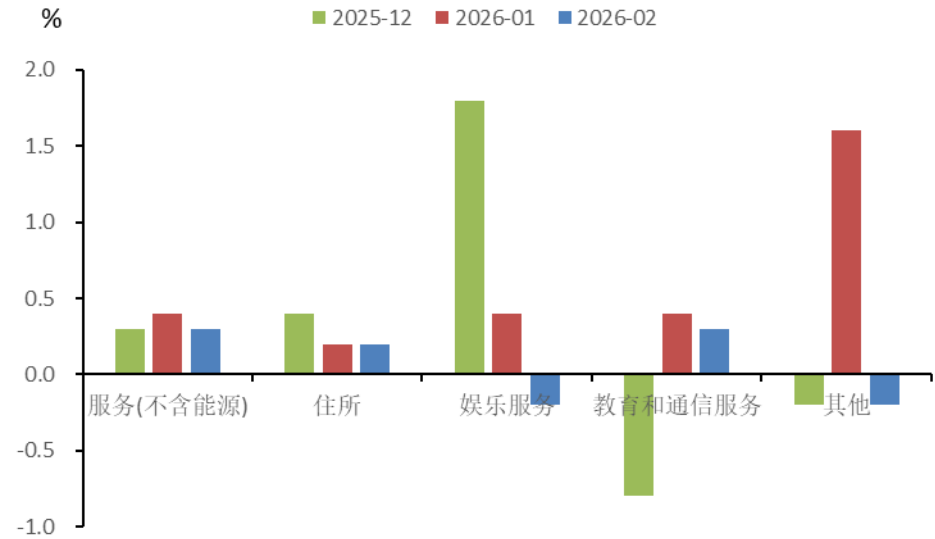
- ◆ 我们认为美国核心CPI环比增长可控，能源涨价或推升3月美国CPI至3.0%左右。
 - ◆ 核心CPI商品项接近零增长，2025年月均0.14%，2026年前两月平均0.05%；
 - ◆ 核心CPI服务项同样增速可控，2025年月均0.29%，2026年前两月平均0.35%。

图 美国核心CPI商品细分项环比增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图美国核心CPI服务细分项环比增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所



1 能源涨价或推升3月美国CPI至3.0%左右

- ◆ 原油价格短期地缘主导或高位震荡、冲高，中期有望逐步回落。
 - ◆ WTI原油2月涨2.8%，3月涨34.8%，短期或维持在85美元/桶以上高位；
 - ◆ IEA测算2026年全球原油供应过剩，中长期有望逐步回落。

图 WTI原油期货价格



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 2026年全球原油供需平衡测算表(百万桶/日)

项目	2025Q4	2026Q1	2026Q2	2026年
供应端				
非OPEC+产量	56.3	54.9	56.1	56.2
OPEC+产量	51.7	49.0	50.0	51.0
opec+原油	43.4	41.0	41.9	42.8
伊朗	3.5	3.5	3.3	3.4
伊朗外	39.9	37.5	38.6	39.4
NGLs 和凝析油	8.2	7.9	8.0	8.1
非常规油气	0.1	0.1	0.1	0.1
总供应	107.9	104.0	106.1	107.2
需求端				
OECD	46.1	45.4	45.5	45.8
非OECD	59.1	58.0	58.5	58.9
总需求	105.2	103.4	104.0	104.8
供需平衡	2.7	0.6	2.1	2.4

资料来源: IEA, 上海证券研究所

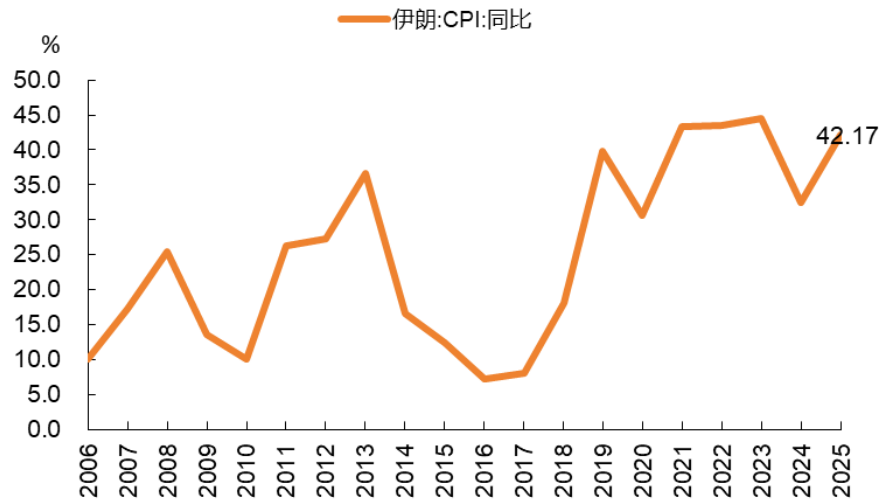


1 能源涨价或推升3月美国CPI至3.0%左右

◆ 油价上涨利好伊朗政权，我们认为后续边打边谈或成常态化。

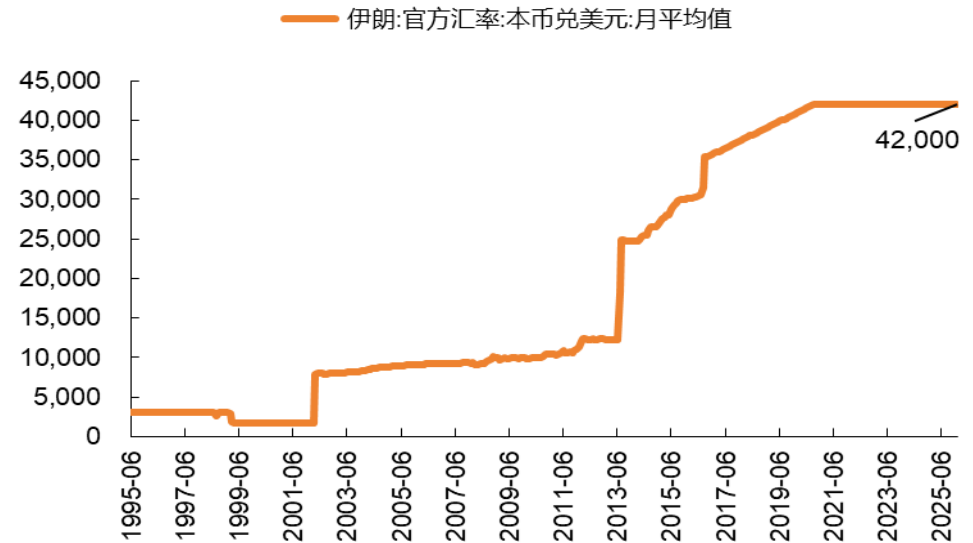
- ◆ 伊朗国内通胀2025年达到40%以上，本币与美元汇率官方为1美元=4.2万里亚尔，实际成交1美元=130万里亚尔左右；
- ◆ 伊朗原油出口90%以上依赖哈尔克岛，3月出口量显示出“持续的韧性”，我们认为油价上涨利好伊朗外汇收入；
- ◆ 我们认为美国威胁攻岛控制原油基础设施作为谈判筹码。

图 伊朗CPI同比



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 伊朗本币里亚尔与美元官方汇率



资料来源: Wind, 上海证券研究所



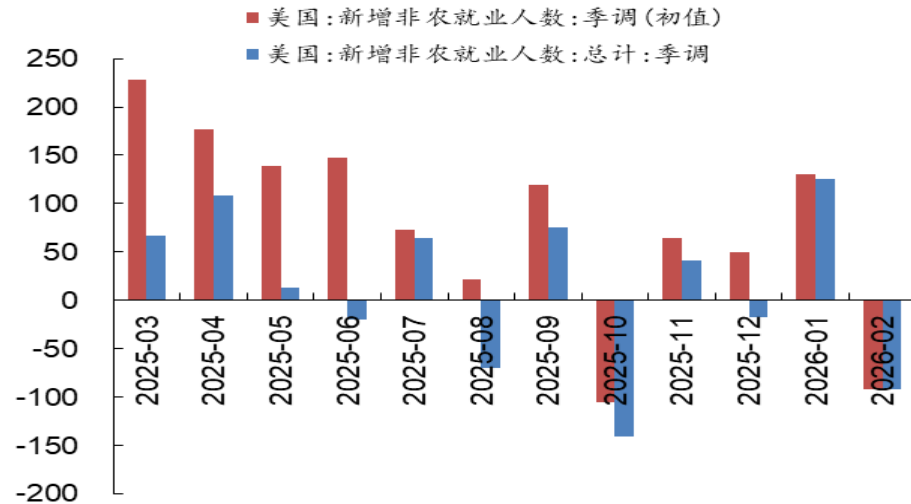
2 美国失业人口大幅增加

◆ 美国2月非农下降，大幅低于预期，下修前两月数据。

◆ 2月份非农减少9.2万人，大幅低于预期的新增5.8万人；

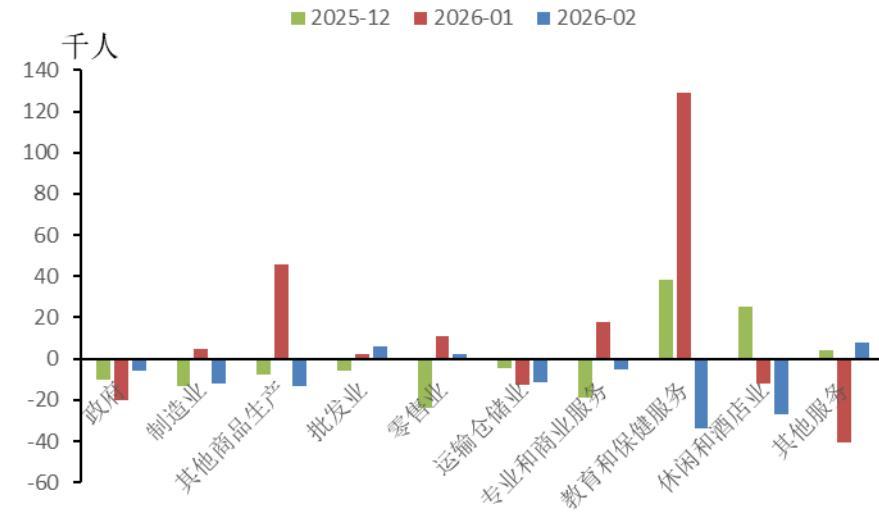
◆ 下修1月份与去年12月份的数据，两者初值分别为13万人与5万人，调整后分别为12.6万人与-1.7万人。

图 美国非农数据 (千人)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 美国非农细分数据 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所



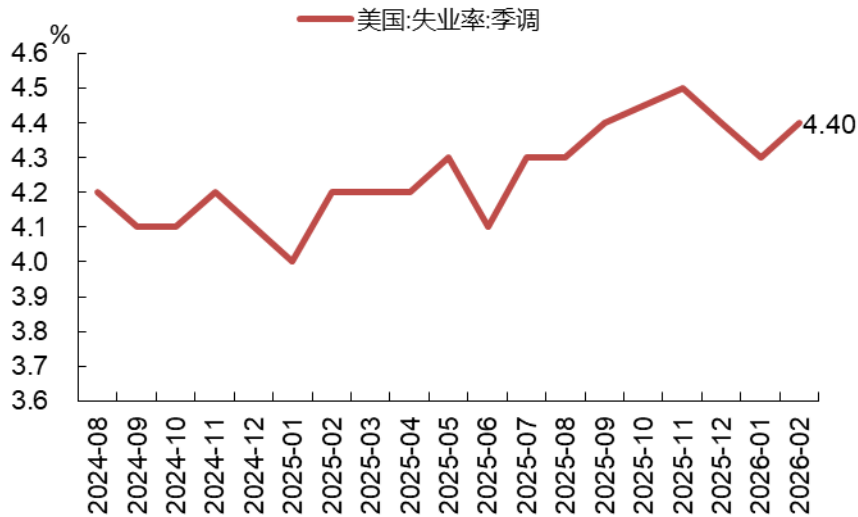
2 美国失业人口大幅增加

◆ 美国2月份失业率为**4.4%**，劳动参与率下降。

◆ 2025年美国失业率提升明显，分子失业人口增加幅度（8.42%）大于分母劳动力人口（1.77%）；

◆ 劳动参与率略微下滑，分子劳动力人口增加幅度（1.77%）小于分母劳动年龄人口（1.92%）。

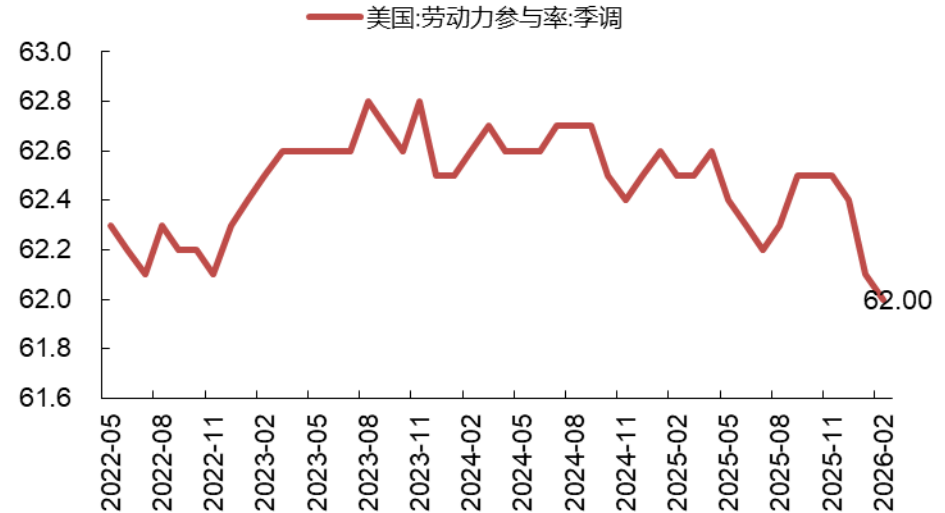
图 美国失业率



资料来源: Wind, 上海证券研究所



图 美国劳动参与率 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

3 美国GDP环比增长四季度再次走弱

◆ 美国GDP环比增长四季度再次走弱。

- ◆ 消费与政府支出两个稳定贡献项2025年环比增速较2024年明显下滑；
- ◆ 住宅投资连续4个季度下跌，非住宅投资连续4个季度环比增长。

图 美国GDP环比及其拉动率 (%)

	个人消费	私人投资	净出口	政府支出	实际GDP 环比折年率
2025-12	1.3	0.6	-0.2	-1.0	0.7
2025-09	2.3	0.0	1.6	0.4	4.4
2025-06	1.7	-2.7	4.8	-0.0	3.8
2025-03	0.4	3.8	-4.7	-0.2	-0.6
2024-12	2.6	-1.3	-0.1	0.6	1.9
2024-09	2.7	0.2	-0.4	0.9	3.4
2024-06	2.6	1.4	-1.0	0.6	3.6
2024-03	1.2	-0.3	-0.4	0.4	0.9
2023-12	2.0	0.7	-0.1	0.8	3.4
2023-09	2.1	1.7	0.1	0.9	4.7

图 美国GDP及其细分项环比增速 (%)

	GDP	个人消费	国内私人投资	非住宅投资	住宅投资	出口	进口	政府支出
2025-12	0.70	2.00	3.30	2.20	-0.50	-3.30	-1.10	-5.80
2025-09	4.40	3.50	0.00	3.20	-7.10	9.60	-4.40	2.20
2025-06	3.80	2.50	-13.80	7.30	-5.10	-1.80	-29.30	-0.10
2025-03	-0.60	0.60	23.30	9.50	-1.00	0.20	38.00	-1.00
2024-12	1.90	3.90	-6.80	-3.70	4.30	-0.90	-0.20	3.30
2024-09	3.30	4.00	0.90	3.50	-4.80	8.90	10.10	5.40
2024-06	3.60	3.90	8.20	2.50	-2.00	0.70	8.40	3.30
2024-03	0.80	1.70	-1.60	1.50	8.20	4.60	6.90	2.30
2023-12	3.40	3.00	3.60	5.50	1.50	6.10	5.40	4.70
2023-09	4.70	3.10	9.40	1.70	11.50	4.40	3.00	5.20

资料来源：同花顺，上海证券研究所

资料来源：同花顺，上海证券研究所



4 美联储3月会议开始转鹰

◆ 2026年3月美联储会议：

- ◆ 3月如期不降息，维持在3.50-3.75%，仅米兰反对，支持降息25 BP；
- ◆ 对2026年相关经济指标的预测方面，较去年12月份相比，提升了实际GDP变化的预测，提升了PCE 通胀的预测，失业率与联邦基金利率预测则持平。

图 美联储2026年3月的经济预测（%）

变量	中位数 ¹		
	2026	2027	2028
实际GDP的变化	2.4	2.3	2.1
十二月预测	2.3	2.0	1.9
失业率	4.4	4.3	4.2
十二月预测	4.4	4.2	4.2
PCE通胀	2.7	2.2	2.0
十二月预测	2.4	2.1	2.0
核心个人消费者支出通胀 ⁴	2.7	2.2	2.0
十二月预测	2.5	2.1	2.0
备忘录：预计的适当政策路径			
联邦基金利率	3.4	3.1	3.1
十二月预测	3.4	3.1	3.1

资料来源：美联储官网，上海证券研究所



4 美联储3月会议开始转鹰

◆ 2026年3月美联储会议:

- ◆ 根据数据显示，2026年联邦基金利率中位数为3.4%，较2025年的3.6%仅下降20 BP，也即降息1次。
- ◆ 根据3月26日英为财经基于联邦基金期货价格给出的预测，2026年12月联邦基金利率维持在3.50-3.75%及以上的概率达到96.2%，即当前市场认为2026年大概率不降息，甚至有35.4%的概率加息；

图 美联储利率点阵图 (%)

目标射程的中点或目标水平 (百分比)	2026	2027	2028	长跑
4.000				
3.875		1	1	1
3.750				1
3.625	7	3	3	1
3.500				1
3.375	7	4	3	2
3.250				1
3.125	2	6	7	3
3.000				5
2.875	2	3	3	2
2.750				
2.625	1	1	2	2
2.500				
2.375		1		
2.250				

资料来源: 美联储官网, 上海证券研究所



图 美国2026年12月10日会议利率分布概率 (%)

目标利率	目前	上一日	上一周
2.25 - 2.50	—	—	0.0%
2.50 - 2.75	—	—	0.0%
2.75 - 3.00	—	—	0.5%
3.00 - 3.25	—	—	5.9%
3.25 - 3.50	3.8%	5.6%	31.0%
3.50 - 3.75	60.8%	66.2%	60.0%
3.75 - 4.00	29.3%	24.6%	2.6%
4.00 - 4.25	5.6%	3.4%	—
4.25 - 4.50	0.5%	0.2%	—
4.50 - 4.75	0.0%	0.0%	—
4.75 - 5.00	0.0%	—	—

更新: 2026年3月26日 17:25 CST

资料来源: 英为财经, 上海证券研究所



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

三、大类配置：通胀预期提升是关键变量

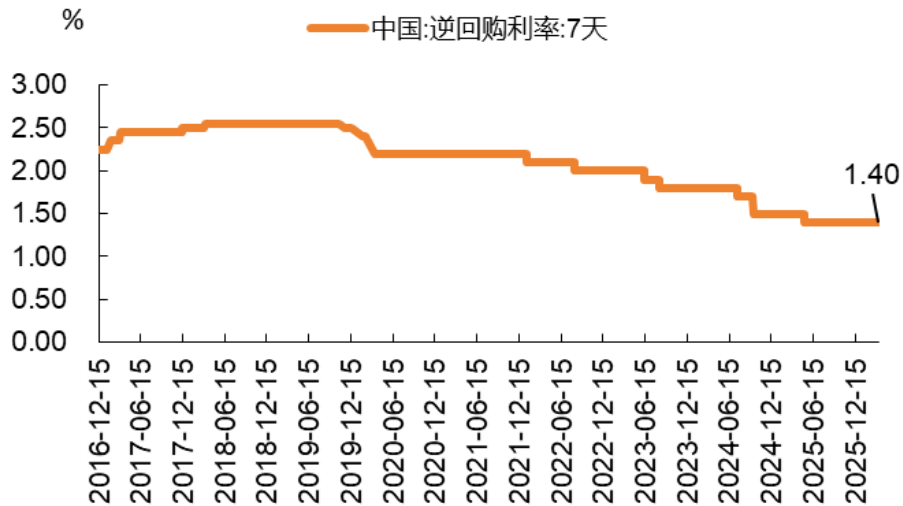
1 国内债市有所调整，具有长期配置价值

◆ 我们认为债市后续具有长期配置价值。

◆ 我们认为经济增长平稳，通胀预期略有提升；

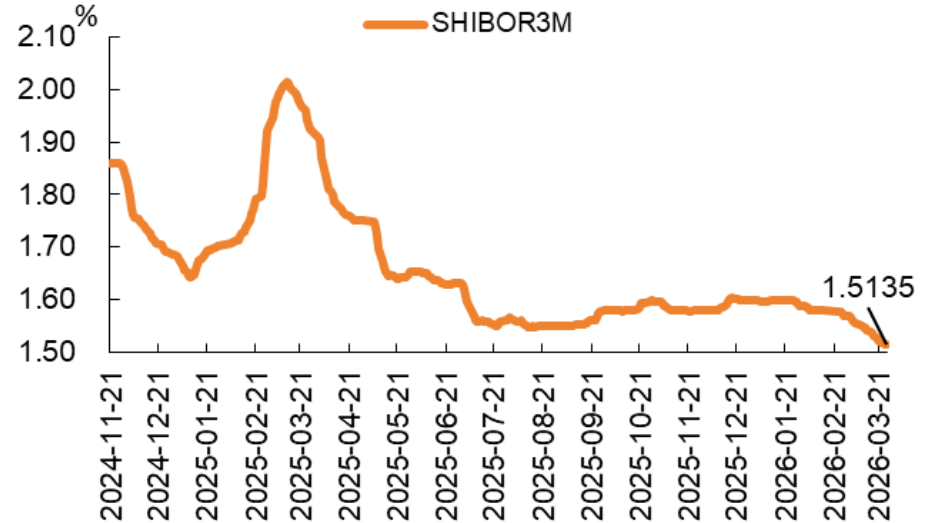
◆ 央行支持性货币政策立场未变，我们认为2026年降息空间10-20 BP。

图 7天逆回购利率



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 3个月期SHIBOR



资料来源: Wind, 上海证券研究所



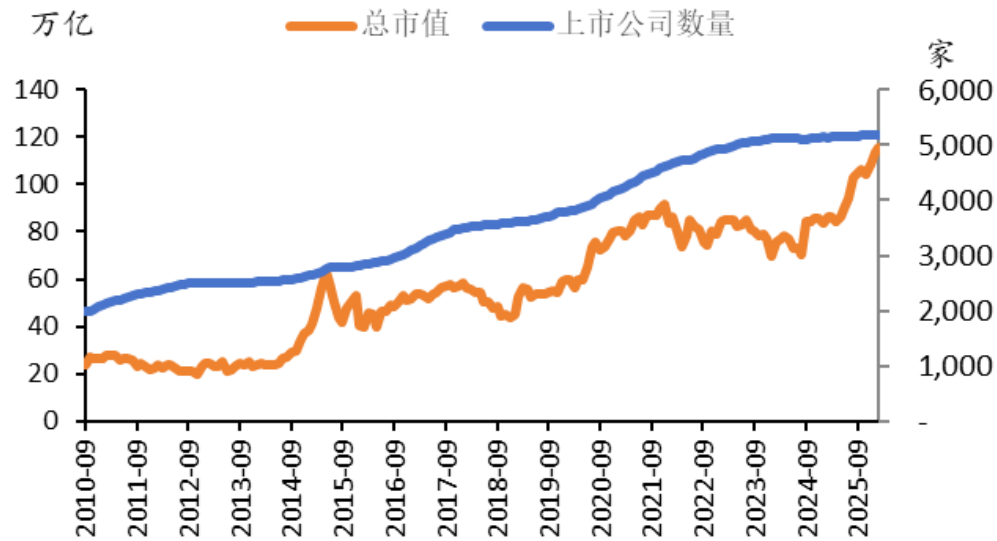
2 2026年A股总市值仍有扩展空间，三个方向建议关注

◆ 为何对A股仍有信心？

◆ 我们认为我国GDP仍然维持4-5%的增速在发展，而GDP本质也是收入，而居民在获得收入后会消费、购买各类资产、偿还债务等，部分收入可能转化为各类资产，如存款、房产、股票基金、债券等，如果有一定体量的收入转化为股票基金，A股总市值则可能继续扩张；

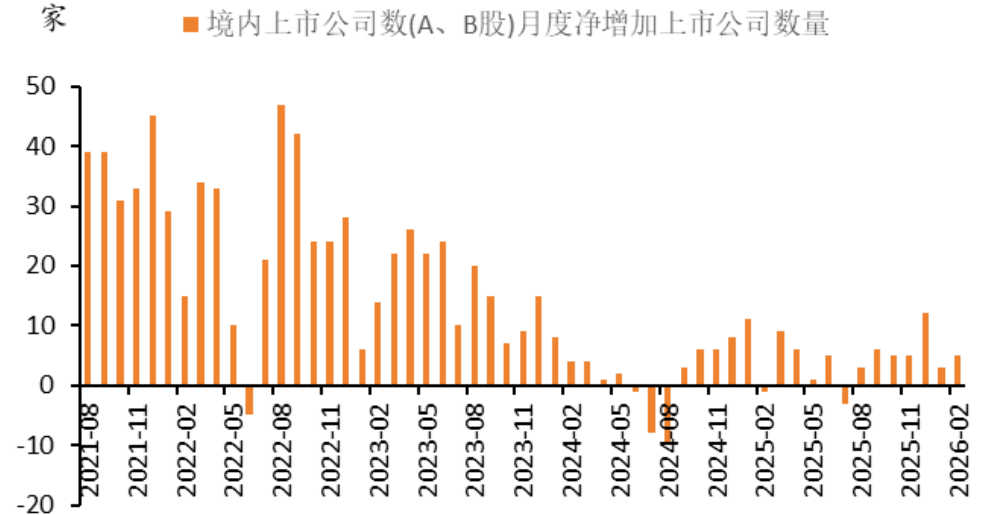
◆ 上市公司数量扩张速率较低，我们认为指数表现有望与总市值表现类似。

图 A股总市值及其上市公司数量



资料来源：同花顺，上海证券研究所

图 境内上市公司数(A、B股)月度净增加上市公司数量



资料来源：同花顺，上海证券研究所



2 2026年A股总市值仍有扩展空间，三个方向建议关注

◆ A股当前估值接近2021年牛市高点，距离2015年估值高点还很远。

◆ 从估值角度看，截至2026年3月25日，wind全A滚动市盈率(TTM)较2021年的高点还有不到7%的空间；

◆ 其中，国证2000滚动市盈率(TTM)较2021年的高点还有10%左右的空间，沪深300滚动市盈率(TTM)较2021年的高点还存在20%左右的空间，可以看出，小市值股票距离21年估值高点更接近。

图 A股估值

	全A股	沪深300	中证500	中证1000	国证2000	上证50
2026-03-25	22.49	13.89	35.67	47.94	58.89	11.26
2019年1月以来PE最高	23.99	16.78	39.34	60.36	65.17	15.10
2019年1月以来PE分位数(右)	89.9%	75.7%	97.0%	86.2%	92.0%	71.9%
PE较21年高点的空间	6.7%	20.8%	10.3%	25.9%	10.7%	34.2%
2010年7月以来PE最高		19.00	83.21	146.93	150.46	15.10
2010年7月以来PE分位数(右)		80.6%	79.8%	67.4%	72.8%	77.5%
PE较15年高点的空间		36.8%	133.3%	206.5%	155.5%	34.2%

资料来源：同花顺，上海证券研究所



2 2026年A股总市值仍有扩展空间，三个方向建议关注

◆ 我们认为以下三个方向值得关注：

- ◆ 科技自主、国产替代与高端制造可以长期投资，我们建议关注半导体、软件与信息技术服务（如操作系统、办公软件、中间件、EDA软件）、高端装备制造（光刻机与工业母机）、人工智能芯片与算力等等
- ◆ PPI有望逐步转正，周期行业可能迎来困境反转，我们认为煤炭、钢铁、化工、水泥、电解铝、船舶等周期性行业在未来可能逐步迎来困境反转。
- ◆ 能源资源品等值得关注，建议关注油气、煤炭、光伏、储能、新能源等方向。

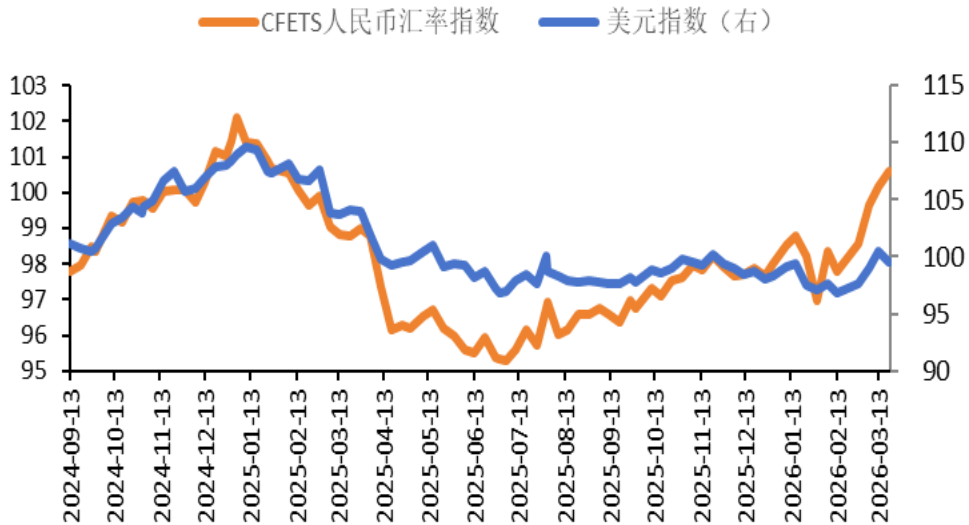


3 美元由弱转强，黄金短期震荡走弱

◆ 汇率：美元2026年走强，人民币兑美元仍升值。

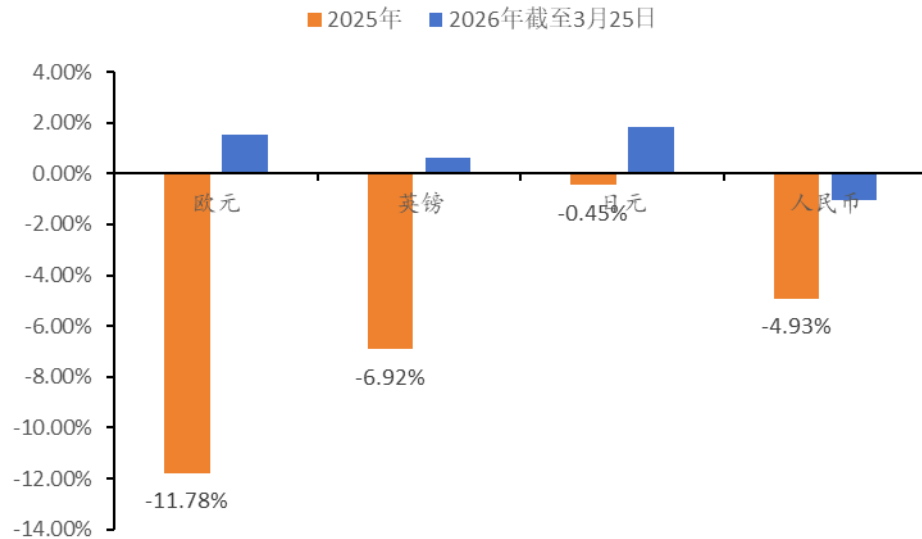
- ◆ 美元指数在2025年贬值9.41%，在2026年截至3月25日升值1.39%；
- ◆ 2025年欧元、英镑、日元、离岸人民币兑美元相应升值，其中日元与人民币升值幅度较小；
- ◆ 2026年欧元、英镑、日元相应贬值，但人民币兑美元升值。

图 美元与人民币指数



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 美元兑主要货币汇率变化



资料来源: Wind, 上海证券研究所

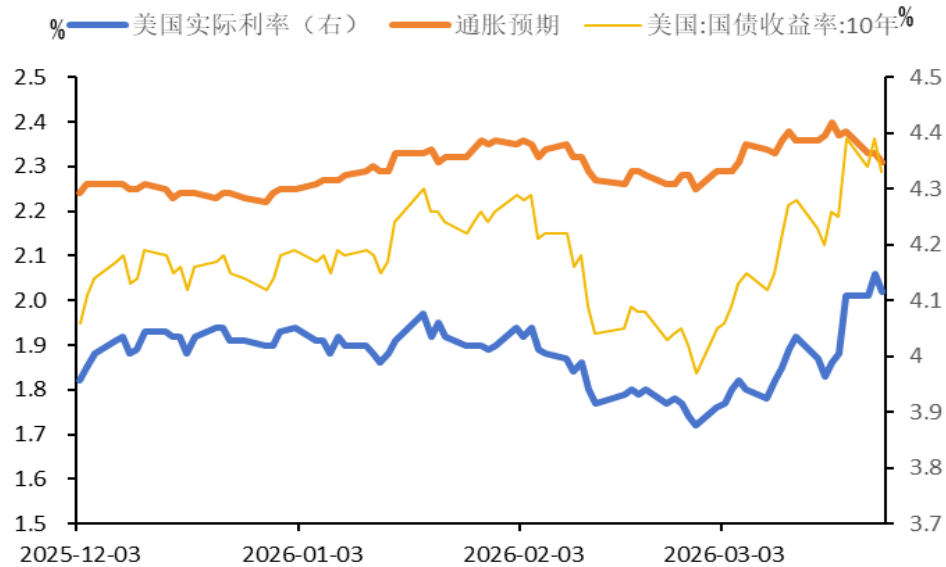


3 美元由弱转强，黄金短期震荡走弱

◆ 黄金短期震荡走弱。

- ◆ 2月底伊朗局势升温，10年美债收益率（名义利率）快速提升，实际利率提升，黄金价格下跌；
- ◆ 市场认为美联储将转鹰，维持利率不变甚至可能加息，实际利率易上难下；
- ◆ 我们认为后续如果油价回落，通胀下行，促使美联储可能再次转鸽，实际利率快速下行，利好黄金。

图 美国实际利率



资料来源: Wind, 上海证券研究所





上海证券
SHANGHAI SECURITIES

四、风险提示

1 市场风险提示

◆ 市场风险提示：

- ◆ 居民收入、就业预期未改善，经济内生需求弱；
- ◆ 稳增长政策不及预期；
- ◆ 中东地缘冲突不确定性强；
- ◆ 油价上涨超预期，美联储超预期转鹰。



行业评级与免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数20%以上
	增持	股价表现将强于基准指数5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数5%以上
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。



行业评级与免责声明

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

