证券研究报告

2026年11月20日

行业：宏观

上海证券 SHANGHAI SECURITIES

宏观向好，结构向新向优向绿

——2027年度宏观经济展望

分析师：陈彦利　　SAC编号：S0870517070002

分析师：韦磊　　SAC编号：S0870525030003

主要观点

◆ **海外经济表现分化，美国经济韧性，其中投资贡献上升，净出口拖累扩大。**AI投资拉动了美国的私人投资，同时由于依赖设备的进口，也加大了净出口的跌幅。美国2026年以来通胀水平明显高于2025年，受地缘政治因素带来油价上涨，仍是当前美国通胀的主要症结。就业市场稳定向好，通胀压力下，美国开启加息。

◆ **国内经济外强内弱。**进出口双强，投资消费偏弱。油价对于CPI的影响上升，工业品价格上下游均有所涨价。流动性充裕，金融总量合理增长。社会综合融资成本低位运行，信贷结构优化。财政收入修复，支出偏慢，债务付息仍是负担。前三季度4.6%的经济增速，有望顺利完成全年经济增速目标。

◆ **我们认为2027年的经济增速仍可能保持在4.5%-5%的区间。**2027年作为十五五第二年，我们认为也有望延续26年的基调，改革与发展并重，既要有空间，也要为后期夯实基础。2027年出口仍有望延续景气，出口动能继续向新向优，AI投资浪潮下，高技术产品出口仍是重要支撑。投资方面预计仍受到房地产投资的拖累，制造业投资方面呈现结构分化，高技术产业投资发展较快。消费方面，服务消费或更值得关注。适应居民消费结构升级，实施服务业扩能提质行动。

◆ **宏观向好，结构向新向优向绿。**发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点。

风险提示：地缘政治事件恶化；贸易摩擦加剧；AI投资进展超预期放缓；主要经济体货币政策超预期变化

目录

Content

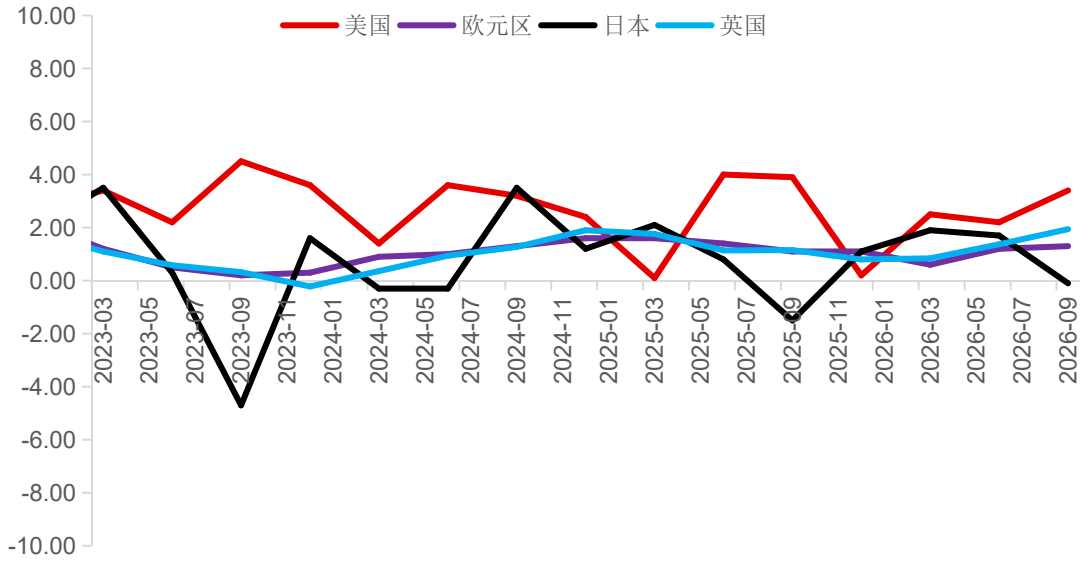
一、2026年海外经济回顾
二、2026年国内经济回顾
三、2027年宏观经济展望
四、宏观向好，结构向新向优向绿
五、风险提示

1.1 海外经济表现分化，美国经济韧性

◆ 主要发达国家经济整体复苏，美国仍领先其他国家

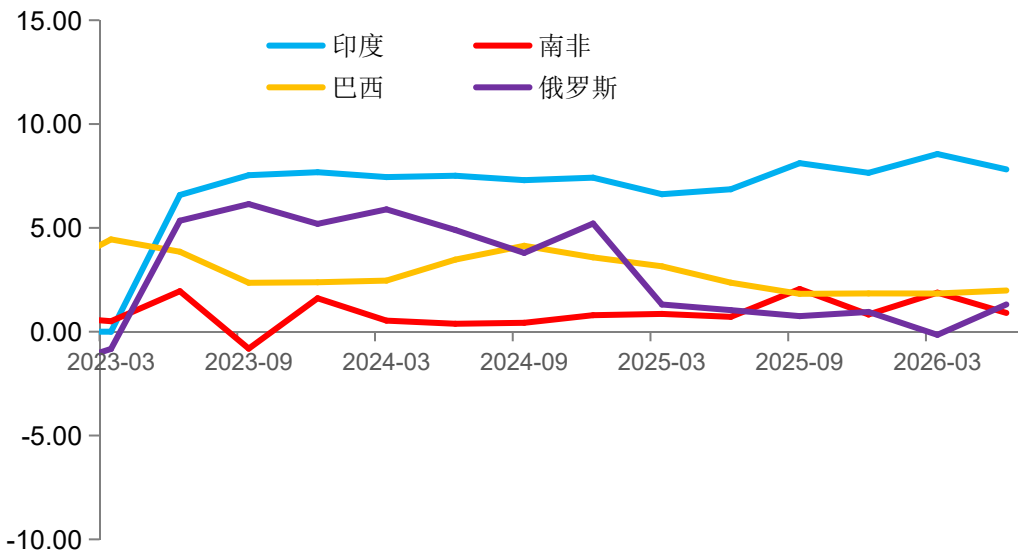
◆ 主要新兴市场国家中，除了印度保持高增长外，其余国家增长相对乏力。

图1 发达国家GDP增速（%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图2 新兴市场国家经济增速（%）

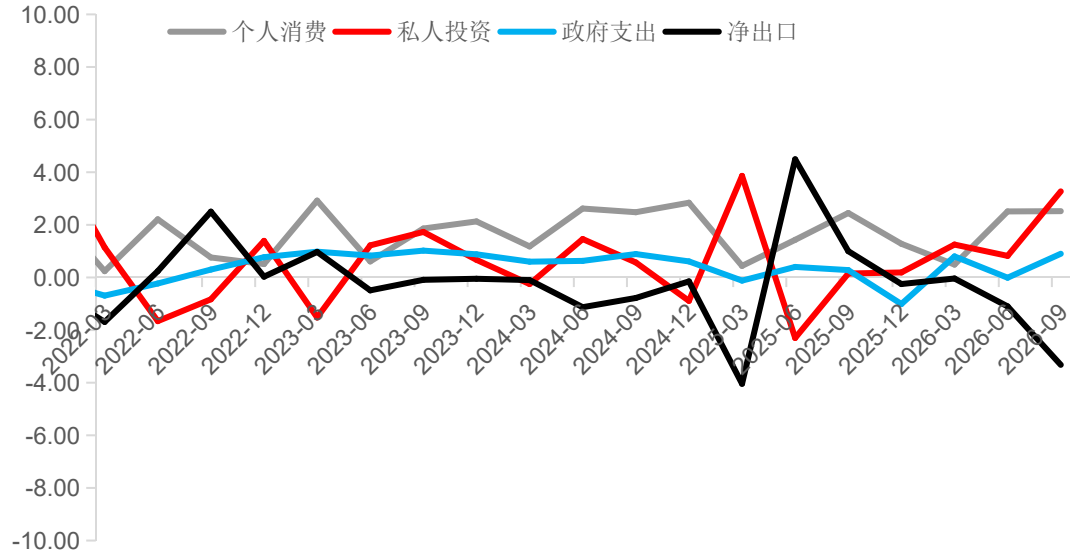


资料来源：Wind，上海证券研究所

1.2 投资贡献上升，净出口拖累扩大

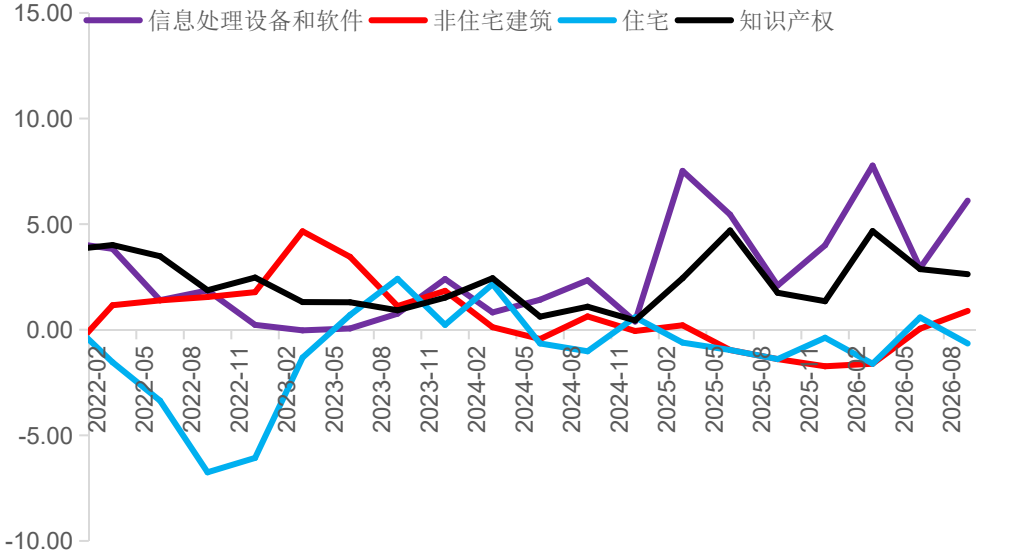
- 从对美国GDP的拉动来看，私人投资的贡献明显上升，超越了消费，而净出口的拖累持续扩大
- 私人投资中，信息处理设备和软件的贡献较大

图3 对美国GDP的拉动（%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图4 对私人投资的贡献（%）



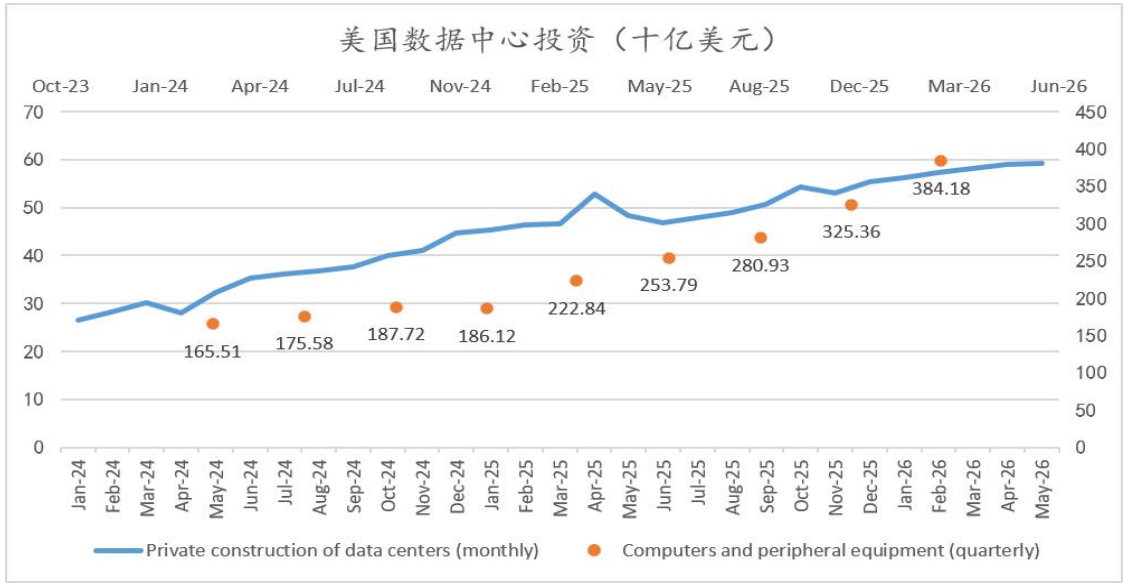
资料来源：Wind，上海证券研究所

1.3 AI投资成为经济发展新动能

◆ 美国数据中心投资不断攀升，大型科技公司资本开支水平也显著上升

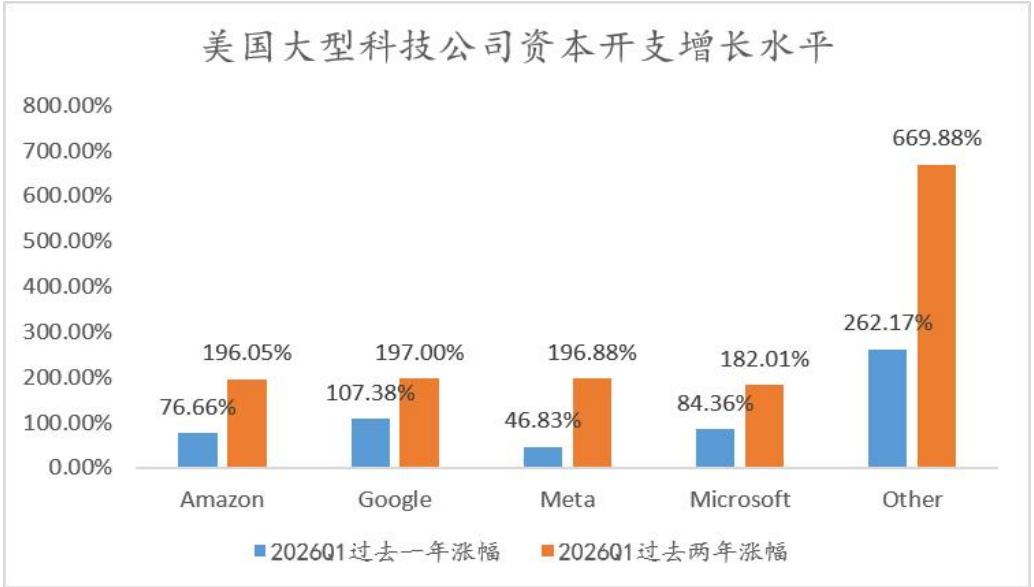
◆ AI投资拉动了美国的私人投资，成为了经济发展的新动能

图5 美国数据中心投资



资料来源：FederalReserve，上海证券研究所

图6 美国科技公司资本开支显著上升（%）

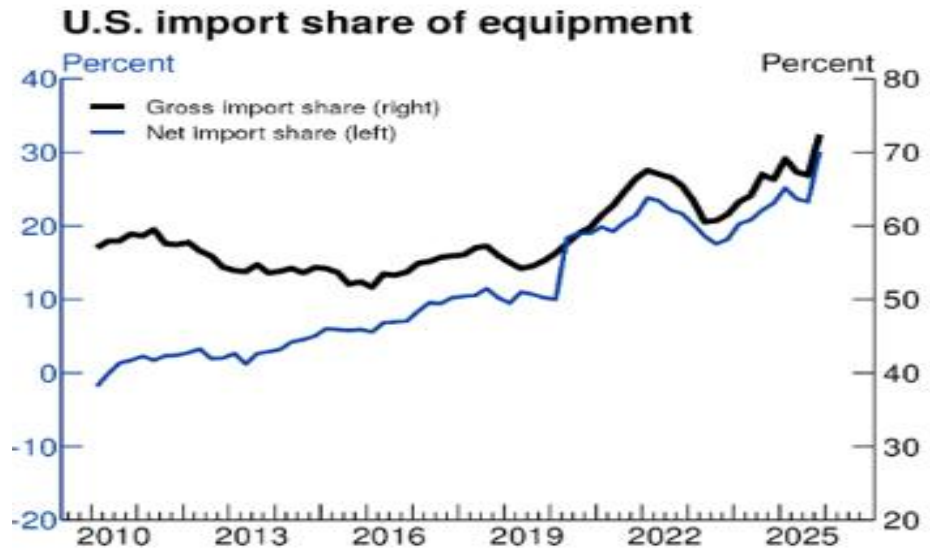


资料来源：FederalReserve，上海证券研究所

1.4 美国AI投资设备依赖进口

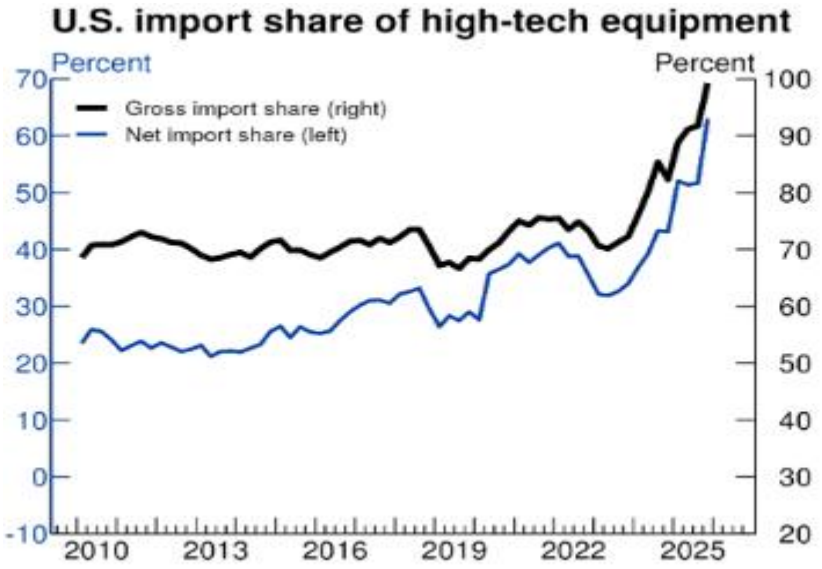
- 美国的人工智能投资热潮依赖于设备的进口，约90%的高科技行业设备产品来自海外
- AI投资的发展也加大了净出口的跌幅

图7 美国设备进口份额（%）



资料来源：FederalReserve，上海证券研究所

图8 美国高科技设备进口份额（%）

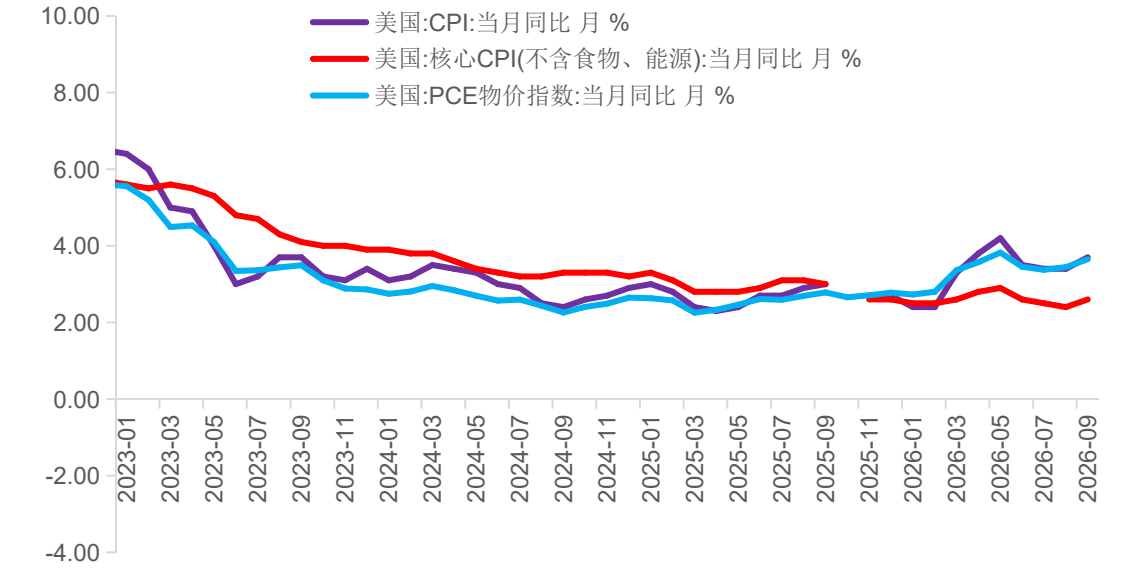


资料来源：FederalReserve，上海证券研究所

1.5 美国通胀仍高，主要受能源价格影响

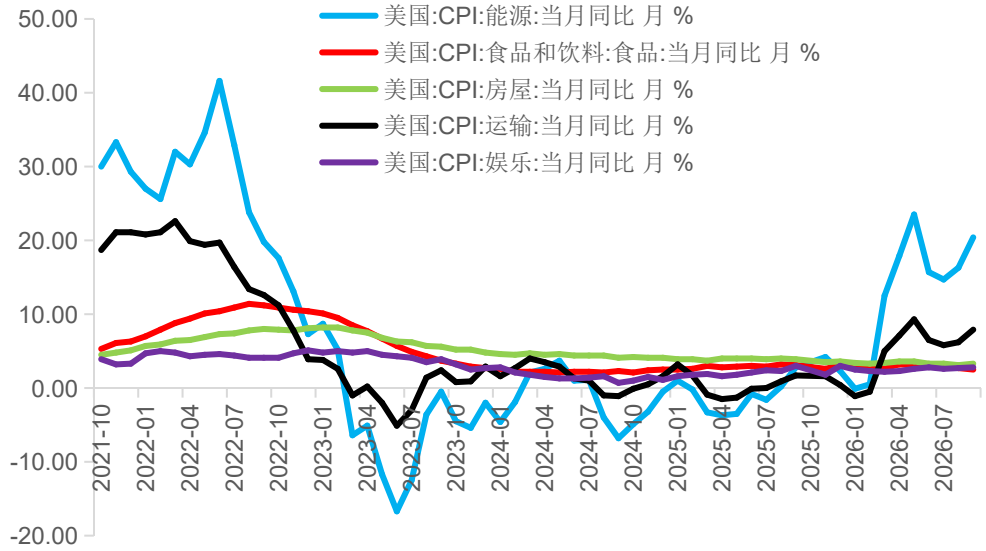
- 美国2026年以来通胀水平明显高于2025年，主要由于能源以及运输价格上涨的影响，核心CPI相对平稳
- 受地缘政治因素带来油价上涨，仍是当前美国通胀的主要症结

图9 美国物价数据



资料来源：Ifind，上海证券研究所

图10 美国CPI分项同比



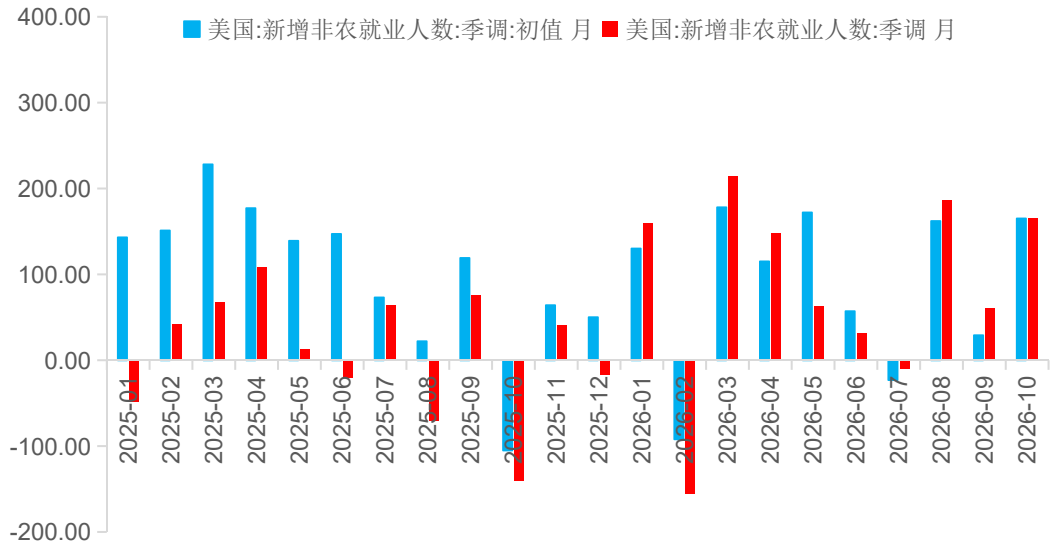
资料来源：Ifind，上海证券研究所

1.6 美国就业市场稳定向好

◆ 美国10月份的非农新增就业岗位高于过去12个月4.8万个的月均增幅。美劳工部同时上调8月和9月非农数据，两月合计较此前公布数据增加8.4万人。

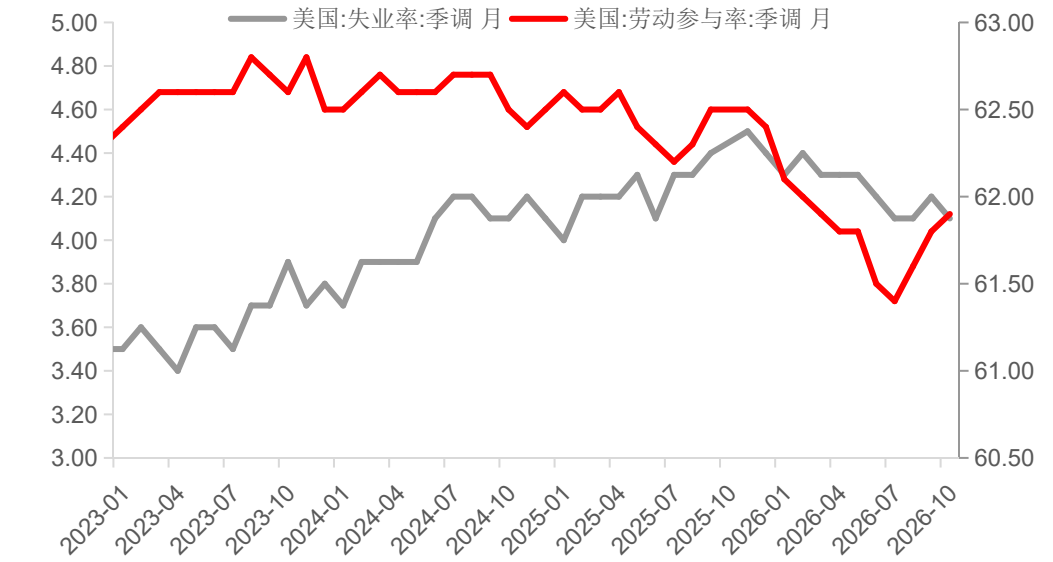
◆ 失业率下降至4.1%，劳动参与率回升

图11 美国非农就业数据（千人）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图12 美国失业率与劳动参与率（右轴）（%）

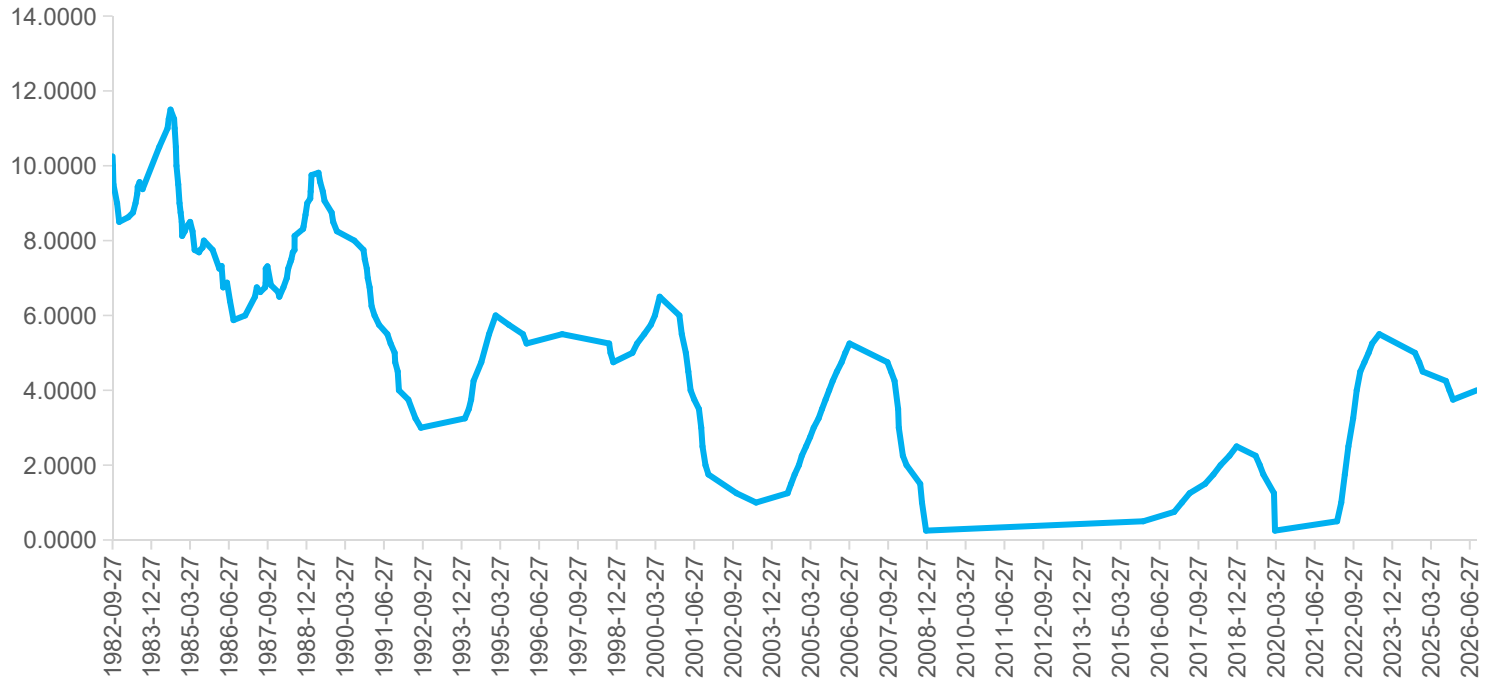


资料来源：Wind，上海证券研究所

1.7 通胀压力下，美国开启加息

- 9月美联储宣布将基准利率上调25个基点，到3.75%至4%，时隔三年首次加息
- 会议纪要显示，参与者普遍强调，通胀保持高位，而劳动力市场似乎接近充分就业，且有部分强化迹象，经济活动正以稳健的速度扩张，加息有助于通胀更快回归2%目标。

图13 美国联邦目标基金利率（%）

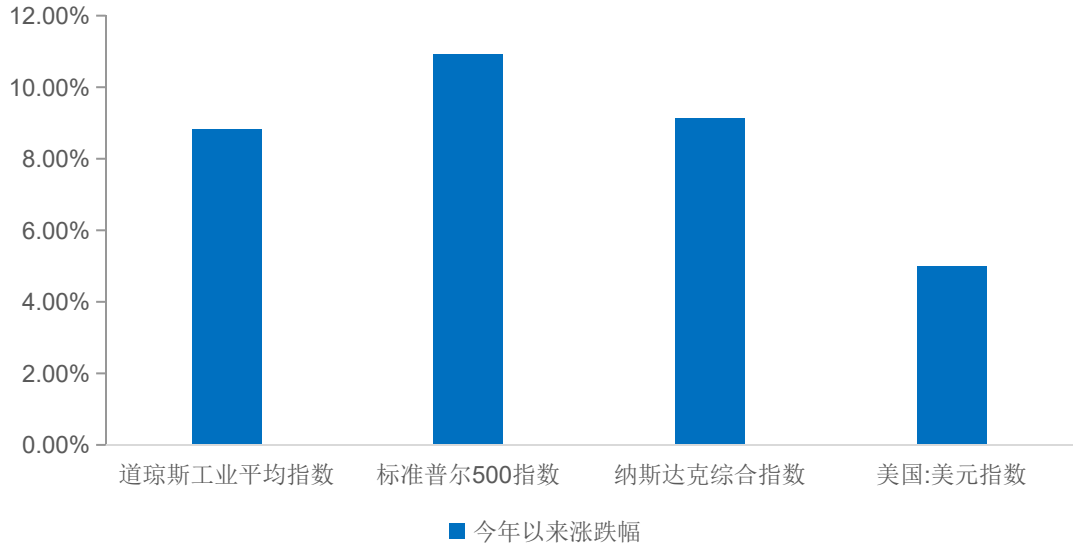


资料来源：Wind，上海证券研究所

1.8 美国资本市场走势

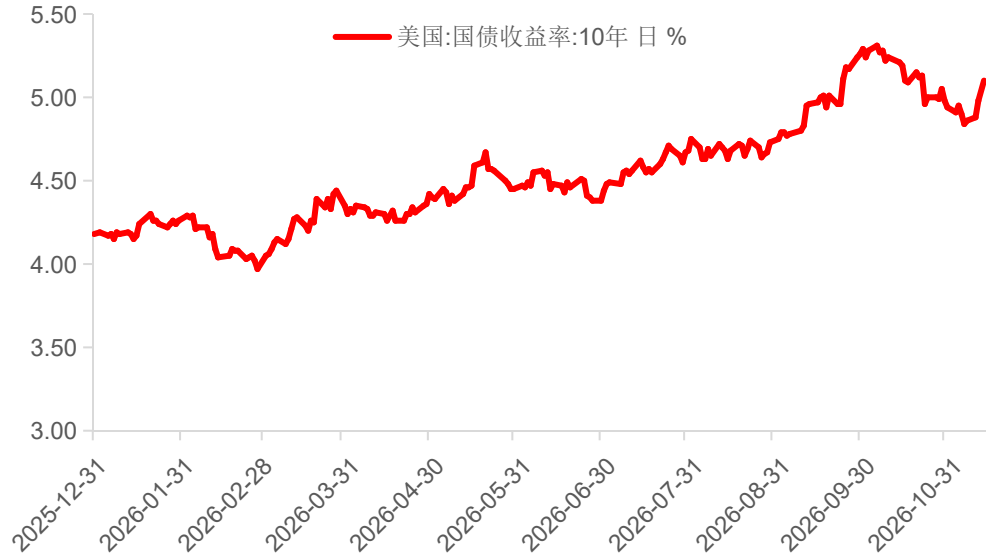
- 2026年以来美股三大股指保持上涨，涨幅在10%左右的水平，美元指数上涨4.99%
- 10年期美债收益率冲高回落，高点突破5%，全年上行92BP

图14 美国金融市场情况（截至11月12日，%）



资料来源：Ifind，上海证券研究所

图15 美债收益率（截至11月12日）



资料来源：Ifind，上海证券研究所

目录

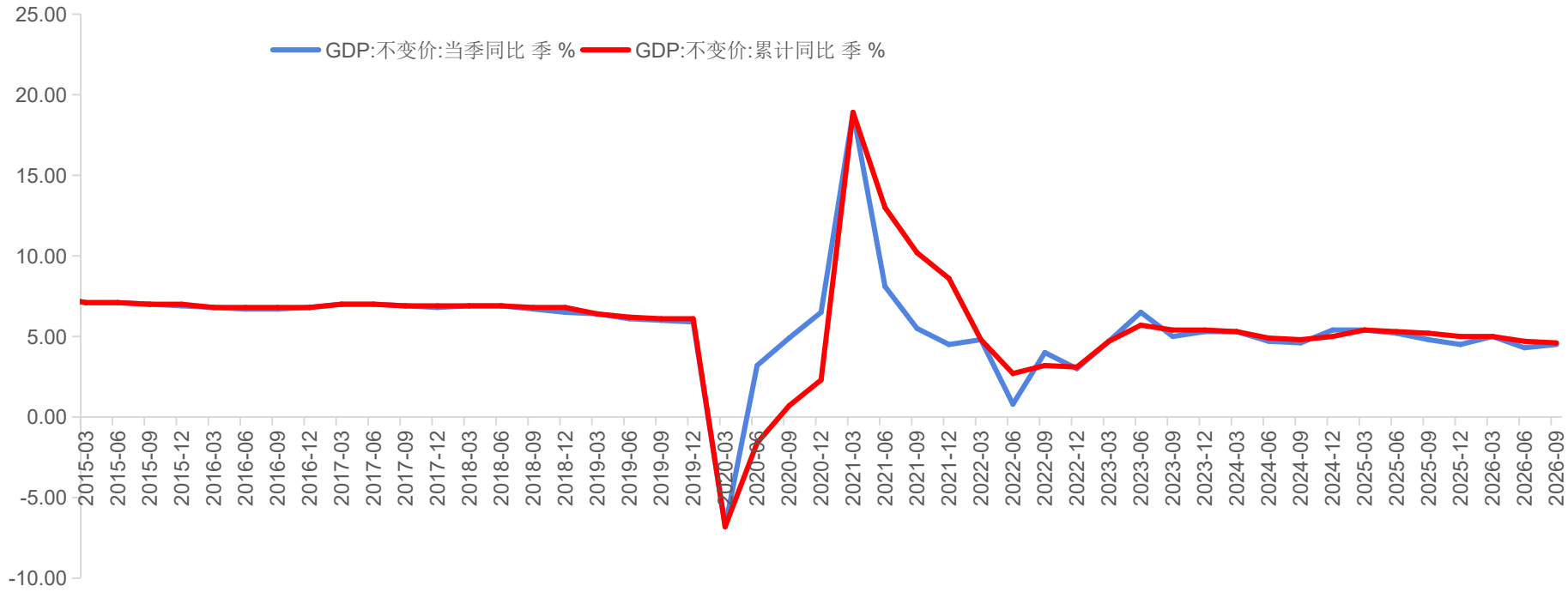
Content

一、2026年海外经济回顾
二、2026年国内经济回顾
三、2027年宏观经济展望
四、宏观向好，结构向新向优向绿
五、风险提示

2.1 经济增速放缓，仍在目标区间

- 经济增速较疫情前整体下台阶
- 2026年经济开门红录得5.0%的增速，但二季度明显下滑，三季度有所反弹，前三季度累计增速为4.6%，仍在目标区间范围内
- 要实现全年4.5%-5%的目标，四季度经济增速要在4.2%-6%之间，稳增长压力有限

图16 GDP增速

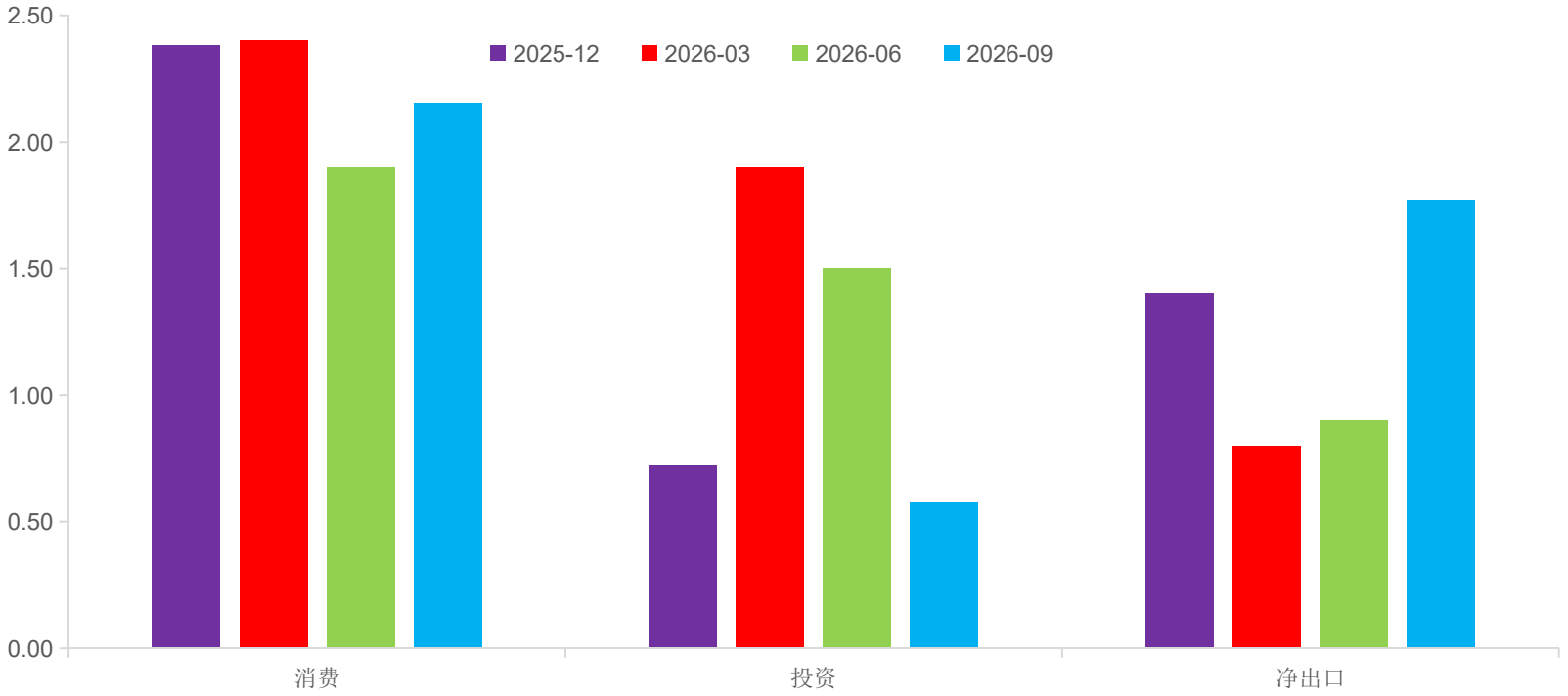


资料来源：Ifind，上海证券研究所

2.2 外强内弱

- 从对GDP同比的拉动来看，当前消费占比最高，消费三季度有所回升。
- 投资对GDP同比的拉动逐季下滑
- 净出口对GDP同比的拉动显著上升

图17 对GDP当季同比的拉动（%）



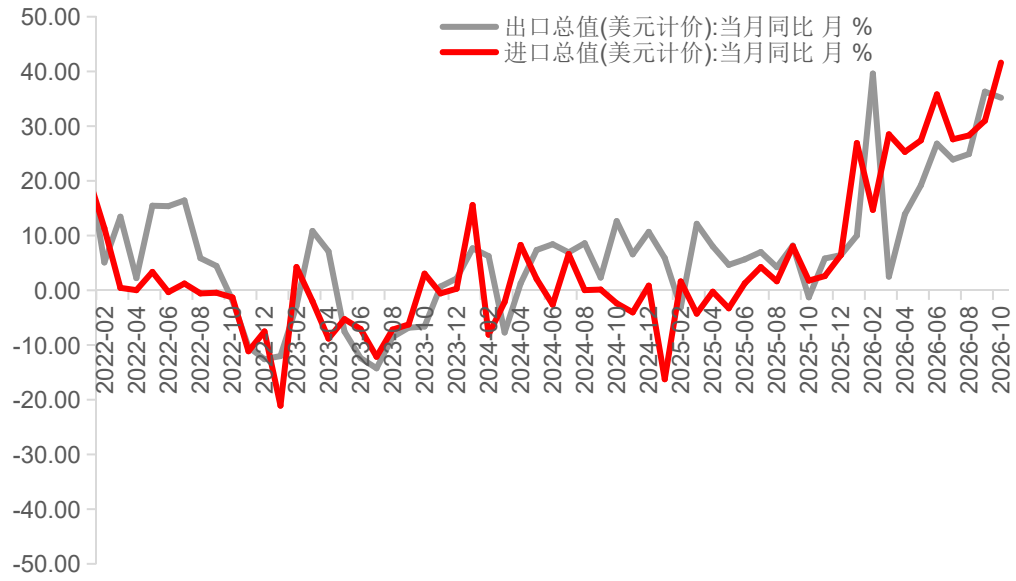
资料来源：Ifind，上海证券研究所

2.3 进出口双强

◆ 2026年以来进出口持续走强，进口一度强于出口，高顺差延续

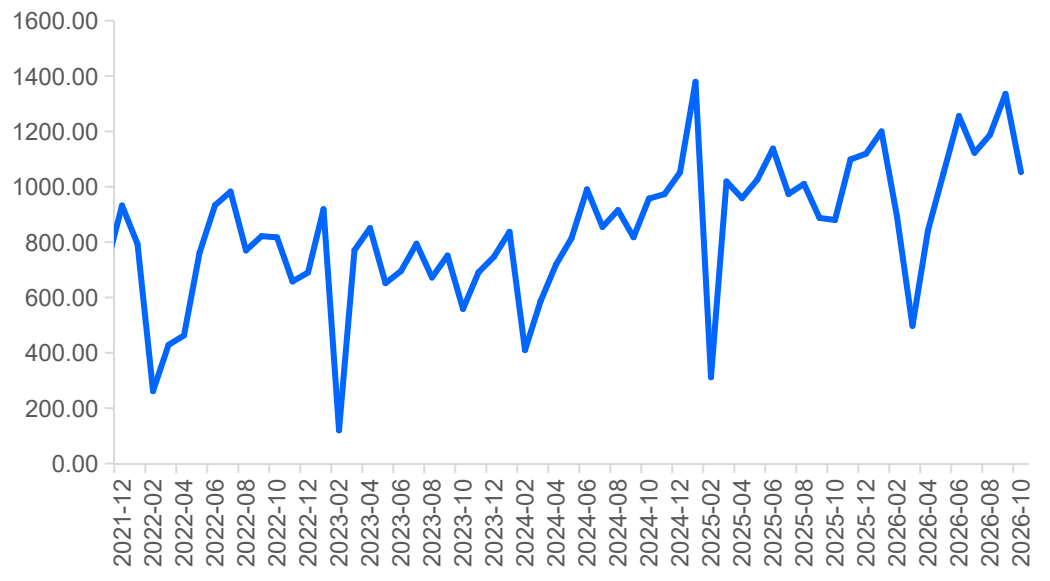
◆ 高顺差延续，顺差规模较前几年明显上台阶，月度数据连续突破千亿美元

图18 进出口增速



资料来源：Ifind，上海证券研究所

图19 贸易差额（亿美元）



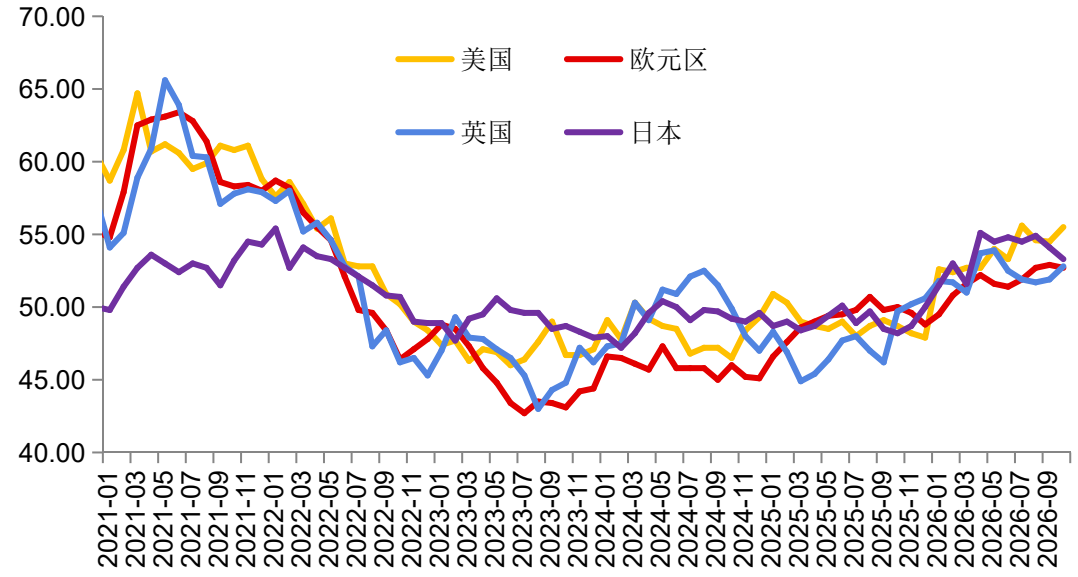
资料来源：Ifind，上海证券研究所

2.4 外需景气度回升提振出口

◆ 出口强势得益于外需的景气度回升，韩国、越南等出口国家表现也较好

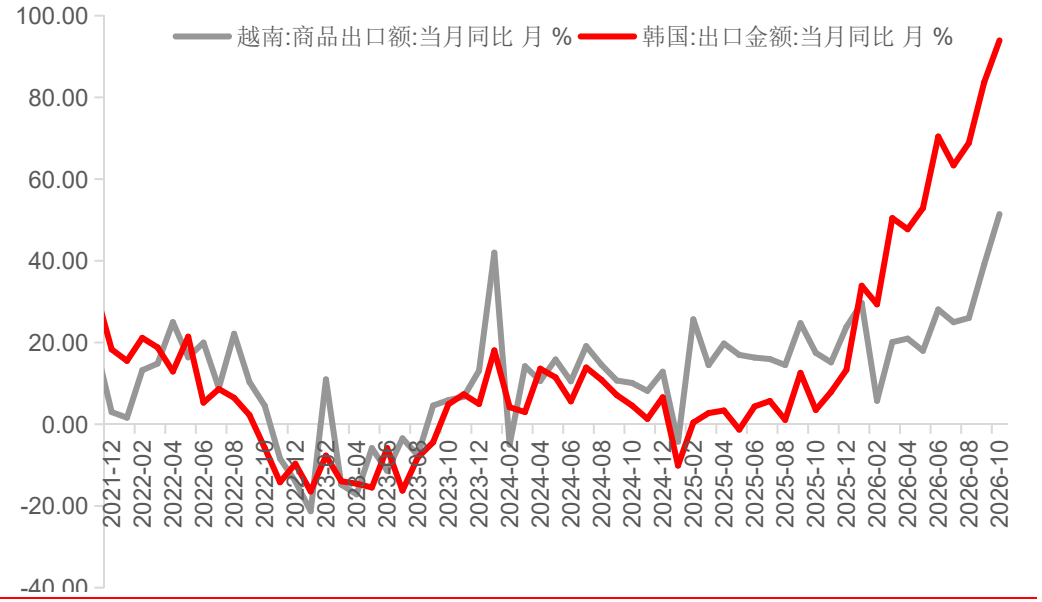
◆ 根源还是在于我国制造业在世界经济格局中的优势地位所决定

图20 主要国家PMI（%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图21 韩国、越南出口增速



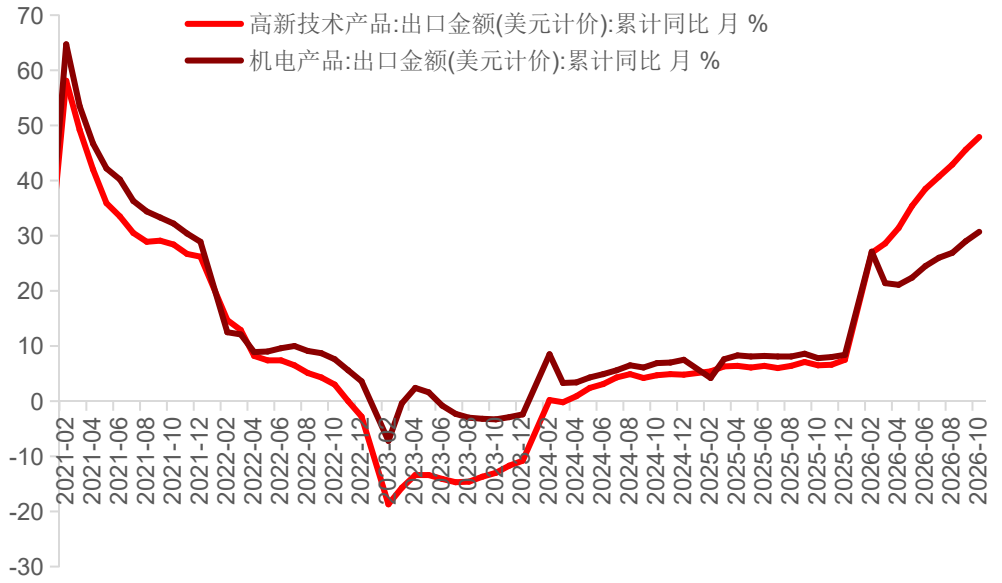
资料来源：Ifind，上海证券研究所

2.5 高新技术产品出口表现亮眼

◆ 机电、高新技术产品出口表现亮眼

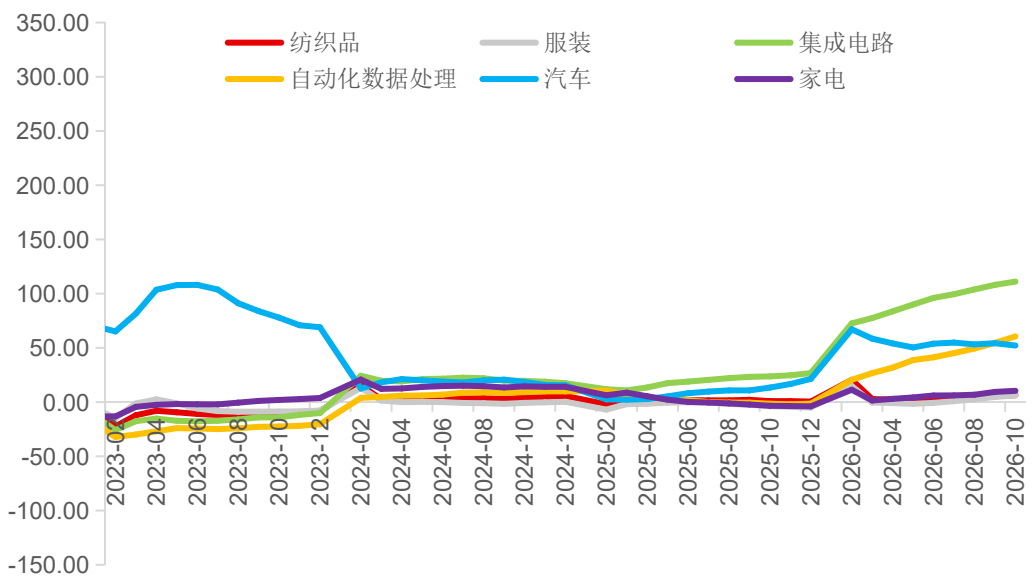
◆ 集成电路、汽车、自动化数据处理等产品出口明显好于传统劳动密集型产品

图22 机电、高新技术产品出口累计增速



资料来源：Ifind，上海证券研究所

图23主要出口商品累计增速（%）



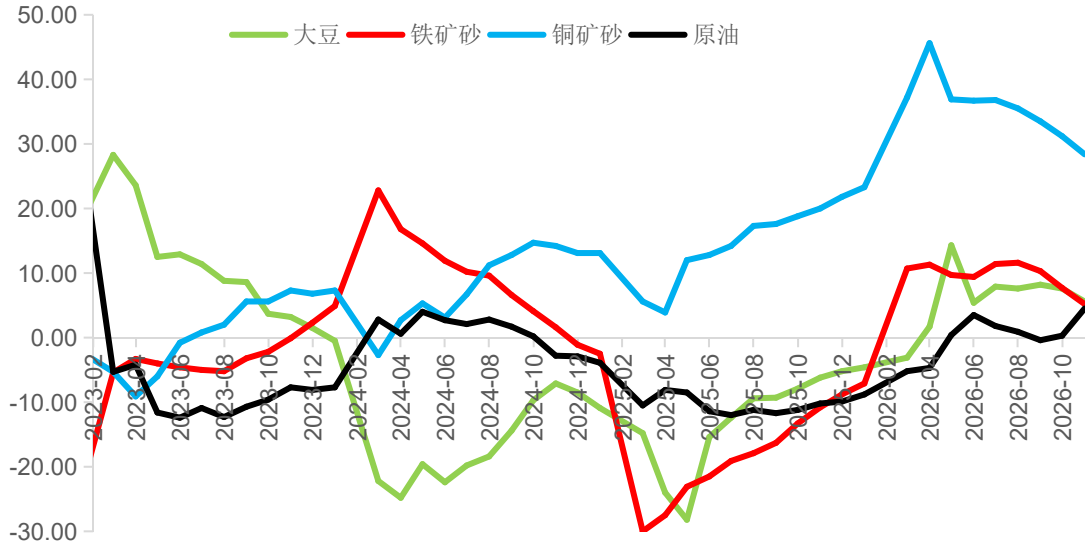
资料来源：Ifind，上海证券研究所

2.6 进口需求旺盛

◆ 生产活动改善也对上游原材料进口形成稳定支撑

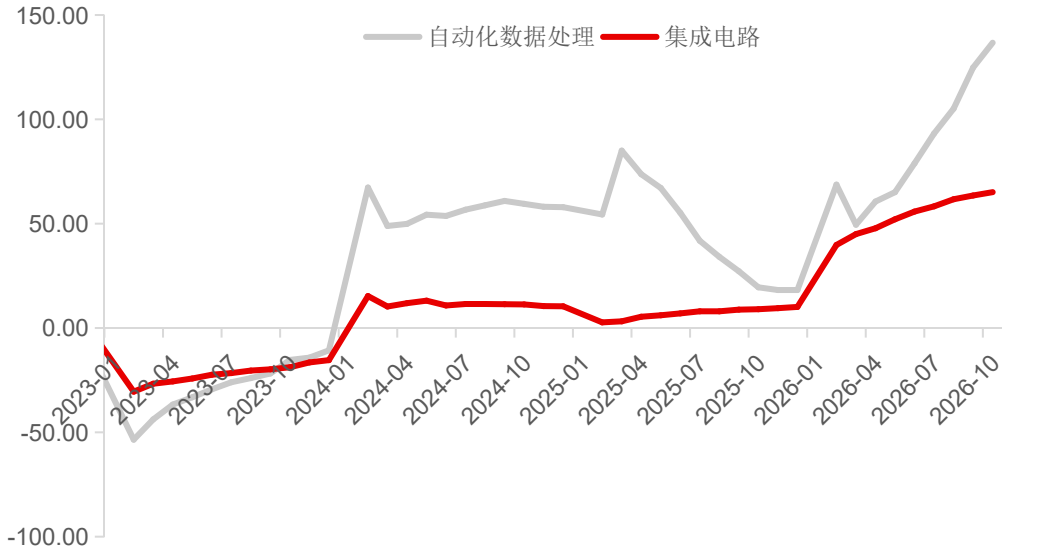
◆ 先进制造业不断发展壮大，对关键零部件等各类中间品需求旺盛

图24 大宗商品累计进口增速（%）



资料来源：Ifind，上海证券研究所

图25 部分机电商品进口累计增速（%）

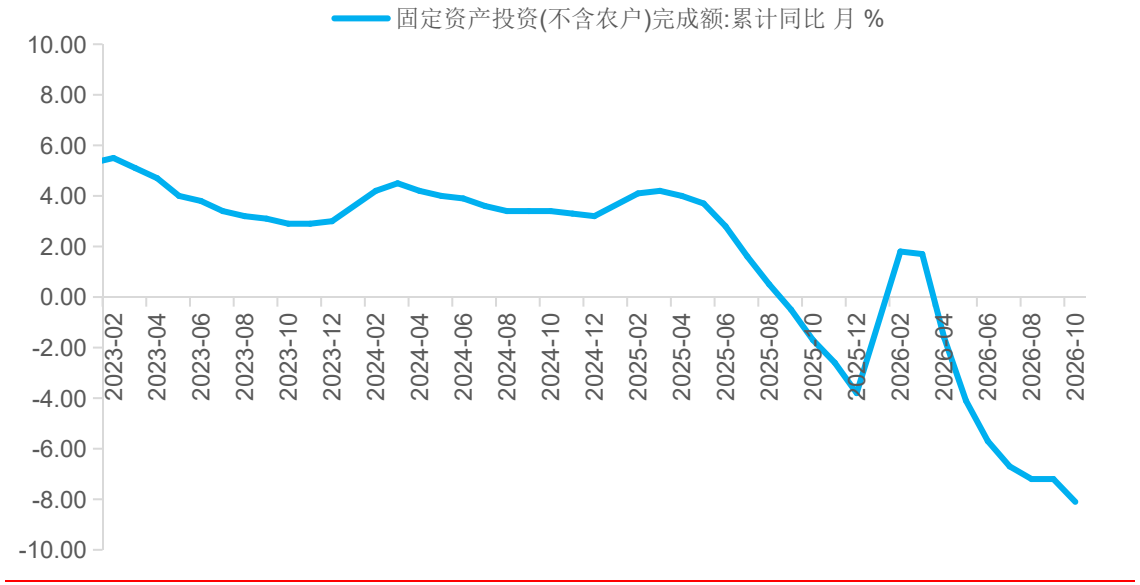


资料来源：Ifind，上海证券研究所

2.7 固定投资跌幅加深，房地产投资拖累

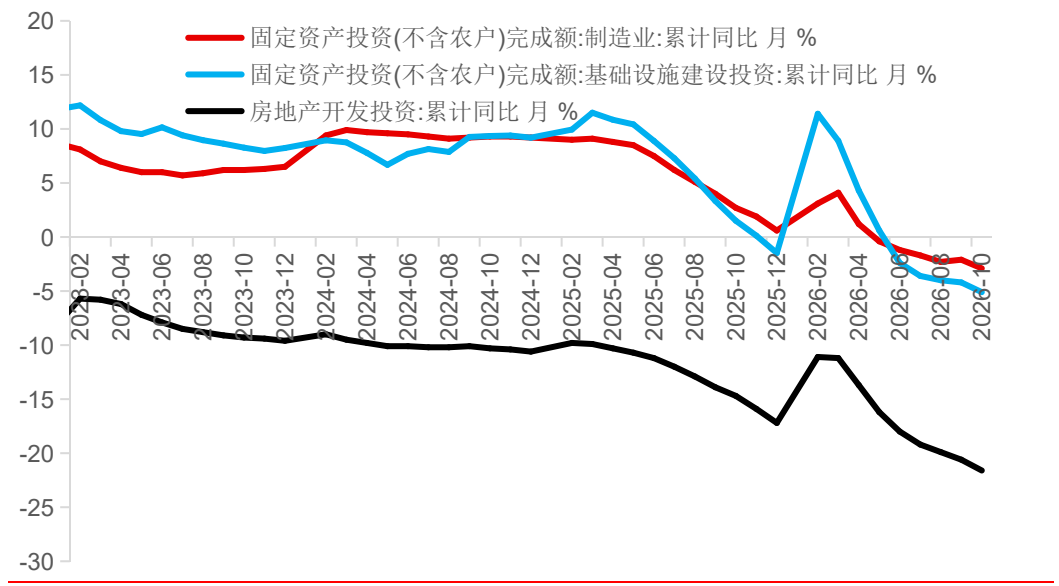
- 固定投资增速自2025年下半年以来持续下滑，2026年开年一度转正，但二季度再度转负，跌幅不断加深，9月有所企稳，10月再度下探
- 主要投资分项先后转负，制造业投资表现稍好，房地产投资仍是拖累

图26 固定投资累计增速



资料来源：Ifind，上海证券研究所

图27 主要投资累计增速

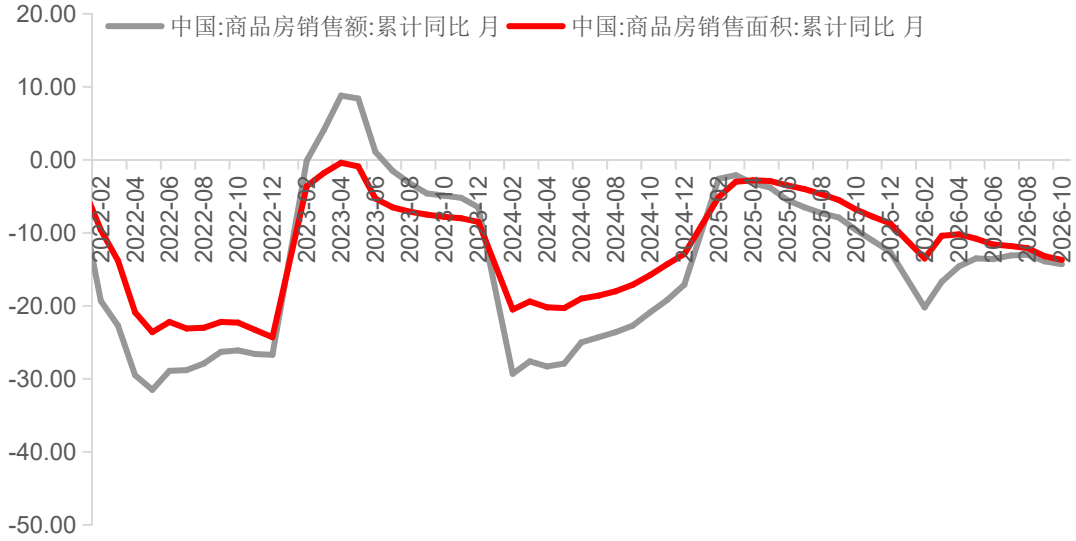


资料来源：Ifind，上海证券研究所

2.8 地产销售制度改革，房企短期承压

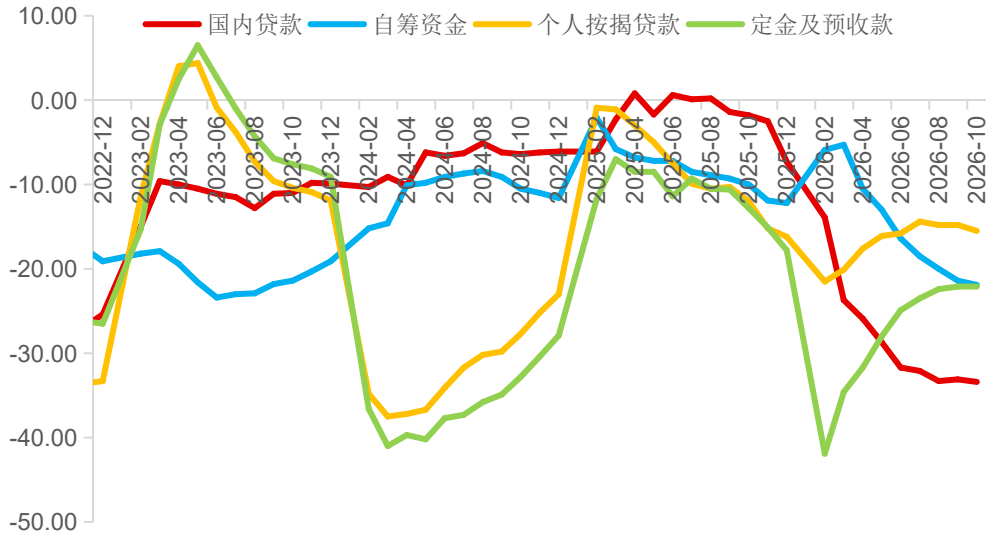
- 地产销售低迷，销售额跌幅有所收窄，10月再度扩大，销售面积持续下跌
- 828商品房销售新政出台，要求：实行预售的，单体建筑应完成主体结构封顶；加强预售资金监管；优先选择现房销售；推行现房销售定金制；推行“交房即交证”
- 推行现房销售制度后，短期或加重房企的资金压力，长期来看却能保障消费者购房权益，降低烂尾风险，修复需求端

图28 房地产销售累计增速（%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图29房地产投资资金来源累计增速（%）

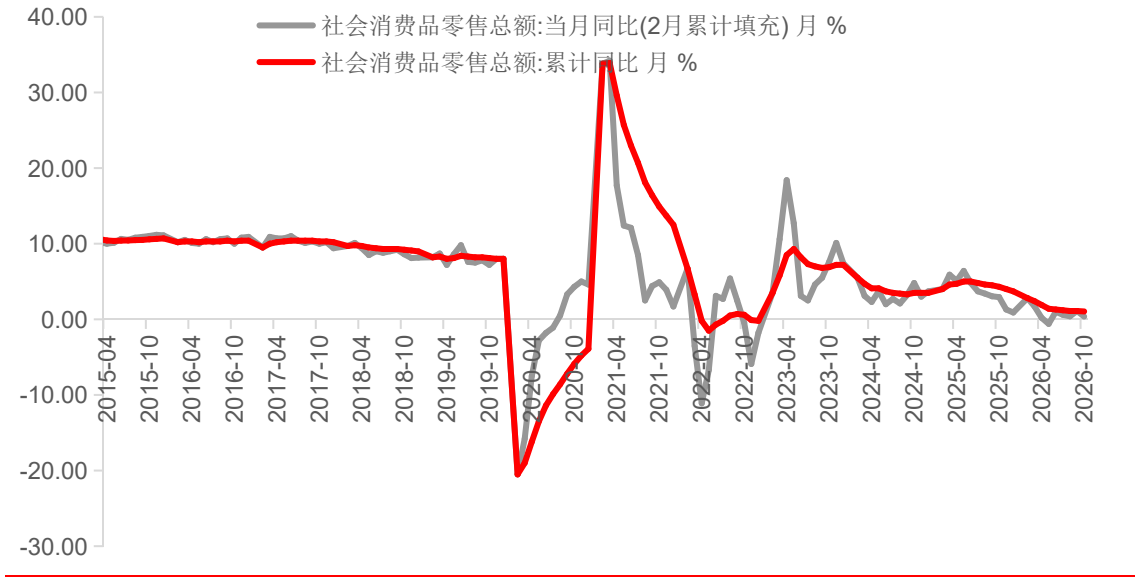


资料来源：Wind，上海证券研究所

2.9 消费持续偏软

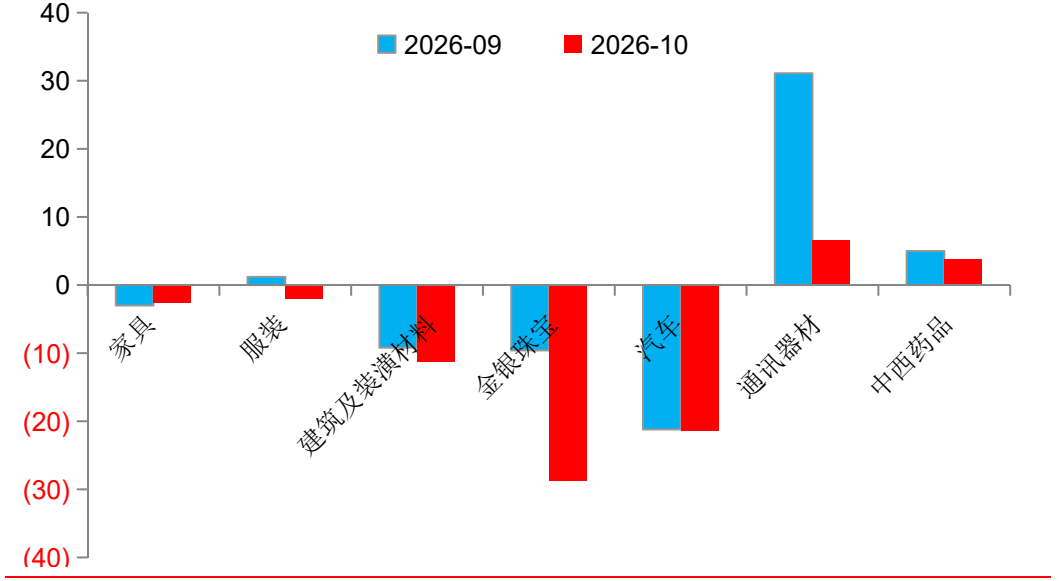
- 社零连续下滑，9月小幅反弹，10月再度下滑，整体走势仍偏弱
- 主要商品消费负增，消费大项汽车仍然疲软，通讯器材消费也有所回落

图30 消费增速



资料来源：Ifind，上海证券研究所

图31 主要商品消费增速（%）



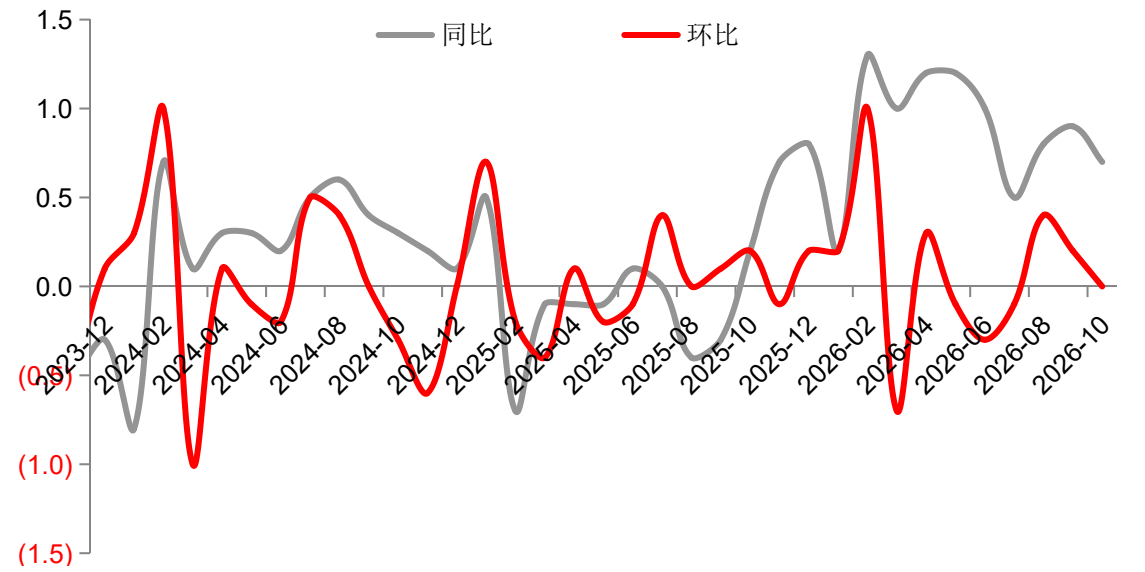
资料来源：Ifind，上海证券研究所

2.10 油价对于CPI的影响上升

◆ 食品价格整体表现低于季节性

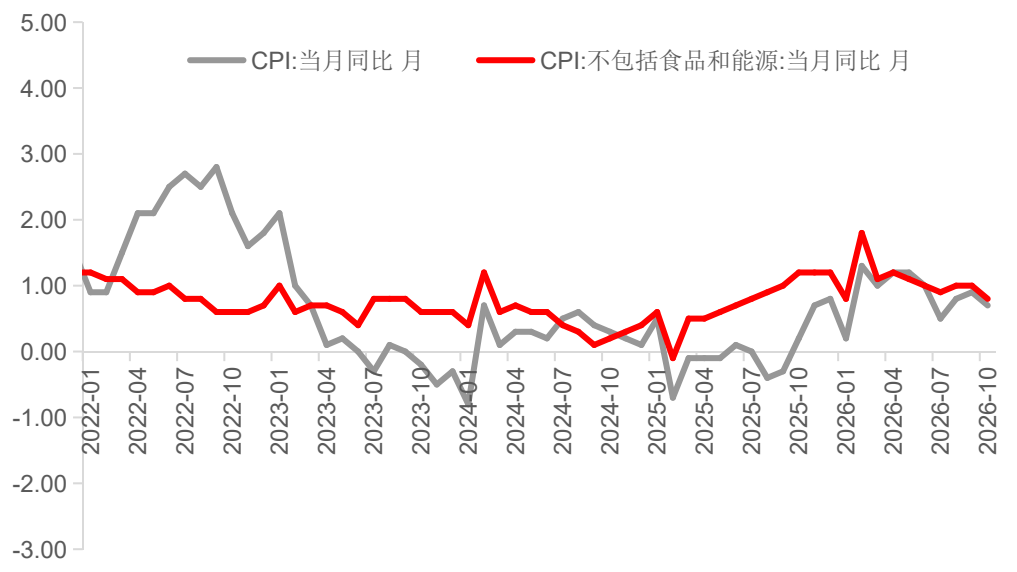
◆ 工业消费品波动影响CPI，尤其是油价，核心CPI维持稳定

图32 CPI增速(%)



资料来源：Ifind，上海证券研究所

图33 核心CPI(%)



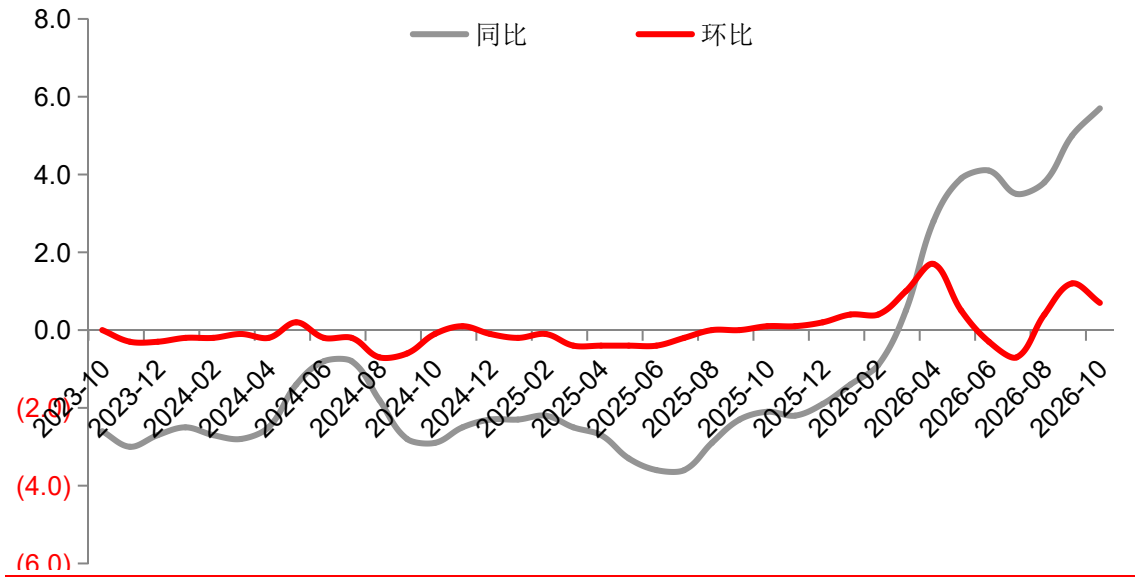
资料来源：Ifind，上海证券研究所

2.11 上下游均有所涨价

◆ PPI涨幅扩大，一方面受原油、有色、煤炭等原材料涨价的影响

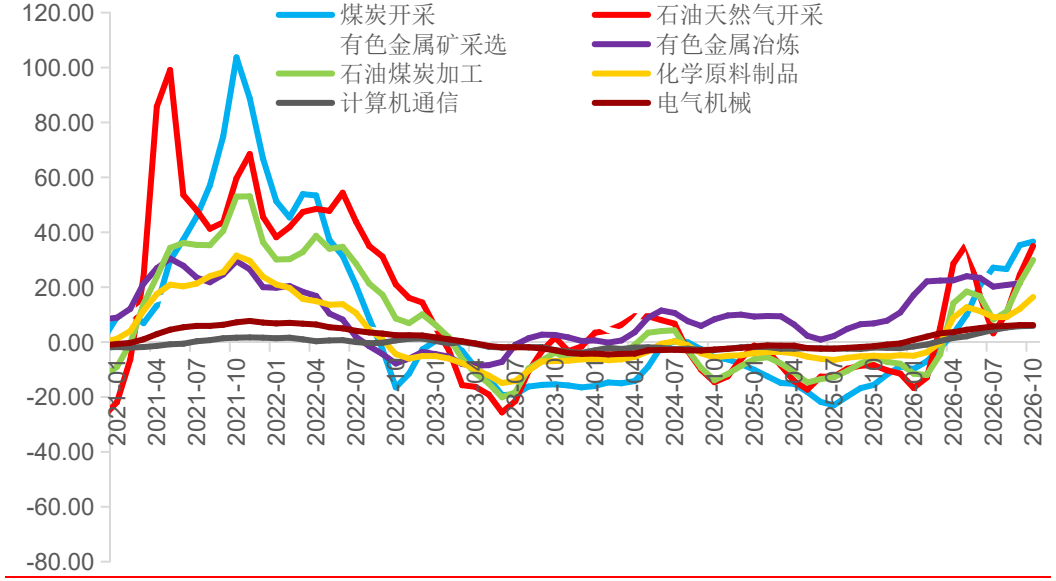
◆ 另一方面也是由于人工智能、算电协同等领域加快发展带动部分行业需求增加、价格上涨，如电气机械、计算机通信

图34 PPI增速（%）



资料来源：Ifind，上海证券研究所

图35 主要行业价格同比增速（%）

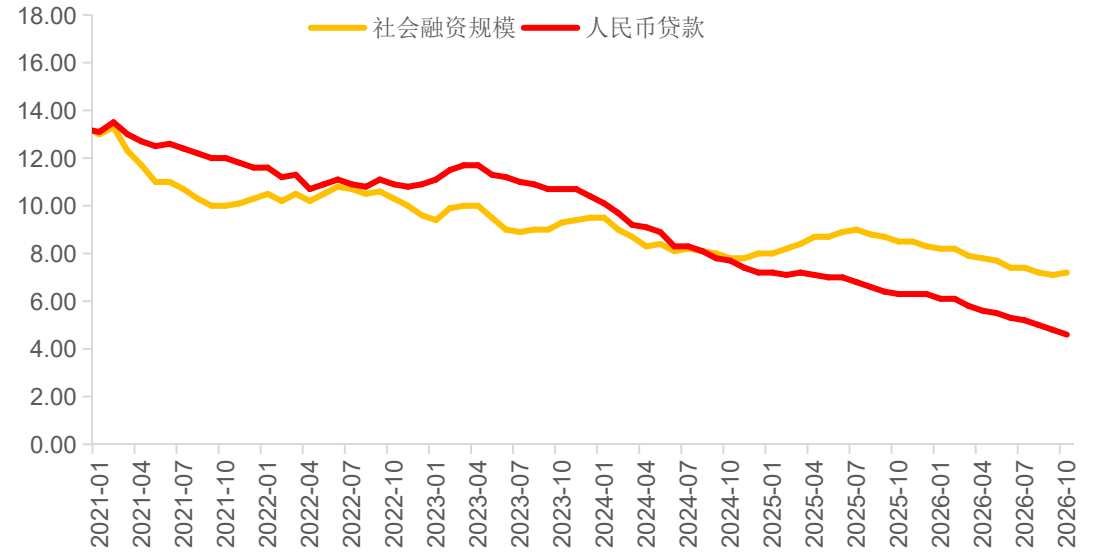


资料来源：Ifind，上海证券研究所

2.12 融资需求偏弱

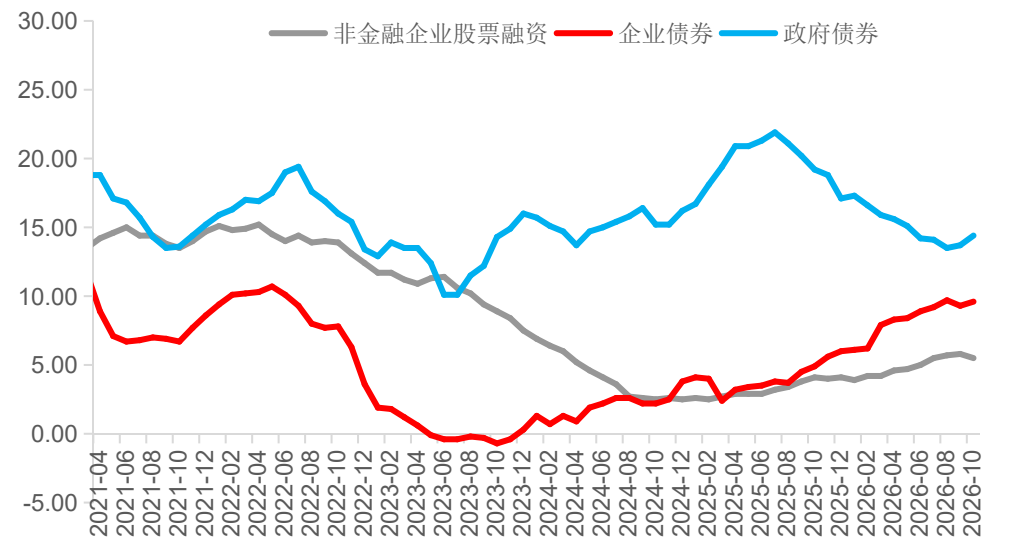
- 融资需求整体偏弱，直接融资表现稍好
- 政府债券增速连续下滑后，9、10月小幅反弹，政府债券发行有所加快
- 企业股票债券融资需求向好

图36 社融与信贷增速（%）



资料来源：Ifind，上海证券研究所

图37 直接融资同比增速（%）

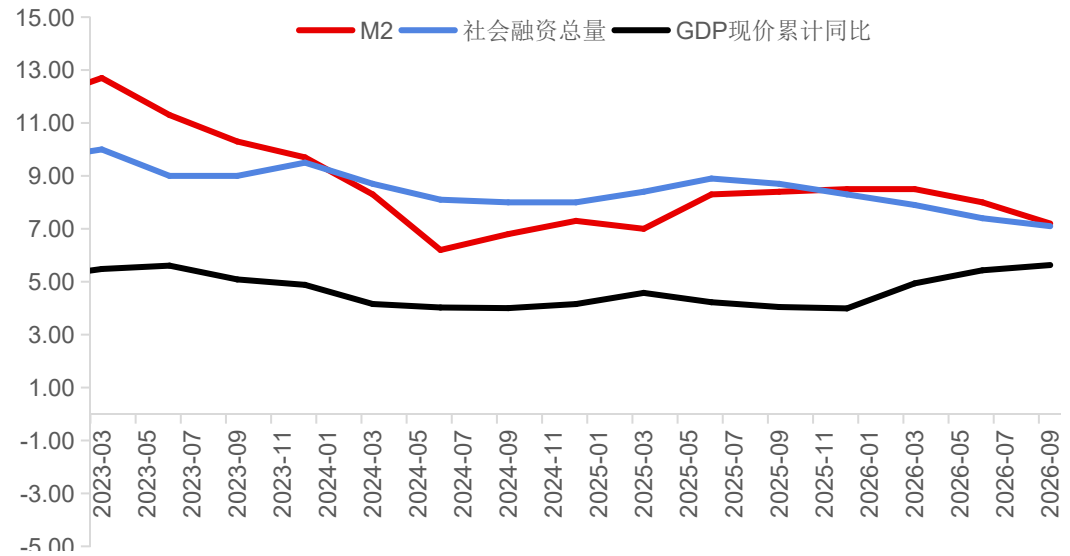


资料来源：Ifind，上海证券研究所

2.13 流动性充裕，金融总量合理增长

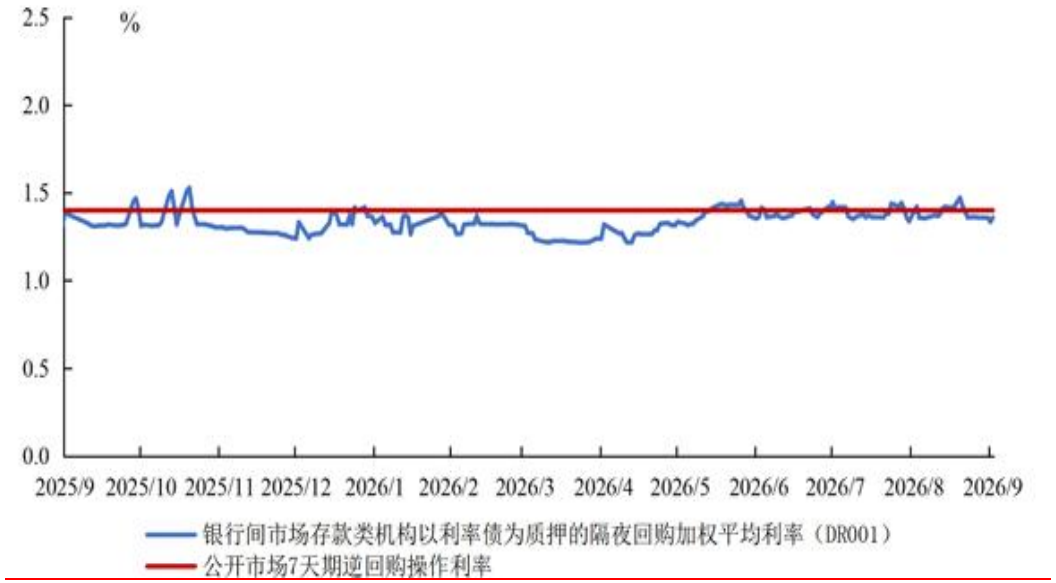
- 当前社融和M2增速仍高于名义GDP增速，货币金融环境比较宽松
- 前三季度货币市场隔夜利率DR001围绕政策利率小幅波动运行，银行体系流动性充裕
- 11月2日起，政策利率由七天逆回购利率切换为隔夜逆回购利率

图38 M2与社融高于名义GDP（%）



资料来源：Ifind，上海证券研究所

图39 DR001与7天逆回购操作利率（%）



资料来源：中国人民银行，中国货币网，上海证券研究所

2.14 社会综合融资成本低位运行，信贷结构优化

- 9月新发放企业贷款利率略低于3.0%，较上年同期低约0.2个百分点
- 新发放个人住房贷款利率约为3.1%，与上年同期基本持平
- 9月末，科技贷款、绿色贷款、普惠贷款、养老产业贷款、数字经济产业贷款分别同比增长12.0%、13.0%、6.5%、16.2%、15.7%，均高于全部贷款增速

图40 新发贷款加权平均利率（%）

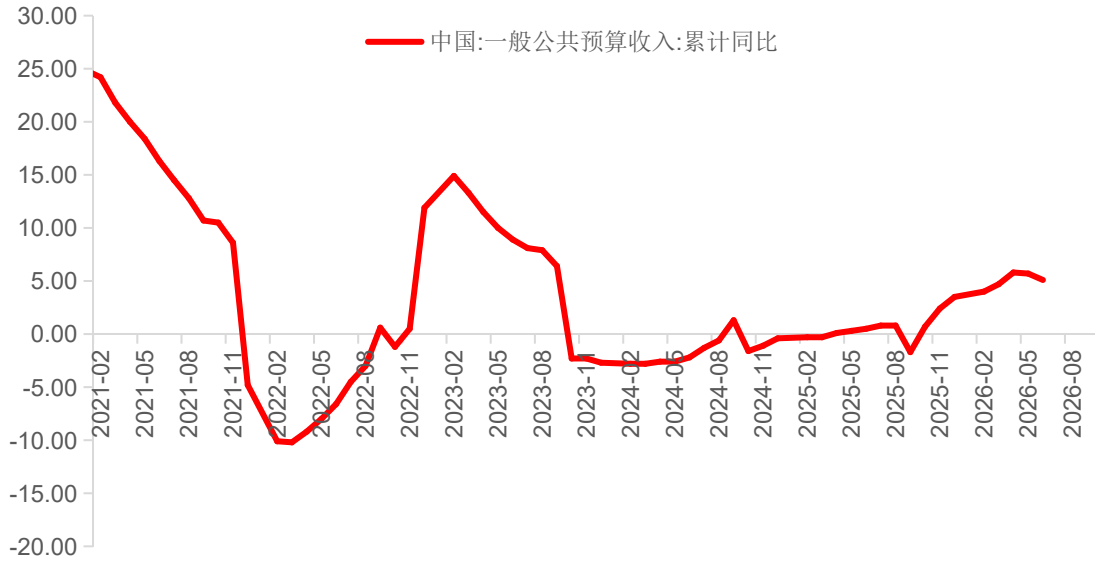
	9月	比6月变化	同比变化
新发放贷款加权平均利率	3.03	-0.02	-0.22
一般贷款加权平均利率	3.53	0.02	-0.13
其中：企业贷款加权平均利率	2.96	-0.08	-0.19
票据融资加权平均利率	0.74	-0.20	-0.40
个人住房贷款加权平均利率	3.05	0.00	-0.01

资料来源：中国人民银行，上海证券研究所

2.15 财政收入一升一降

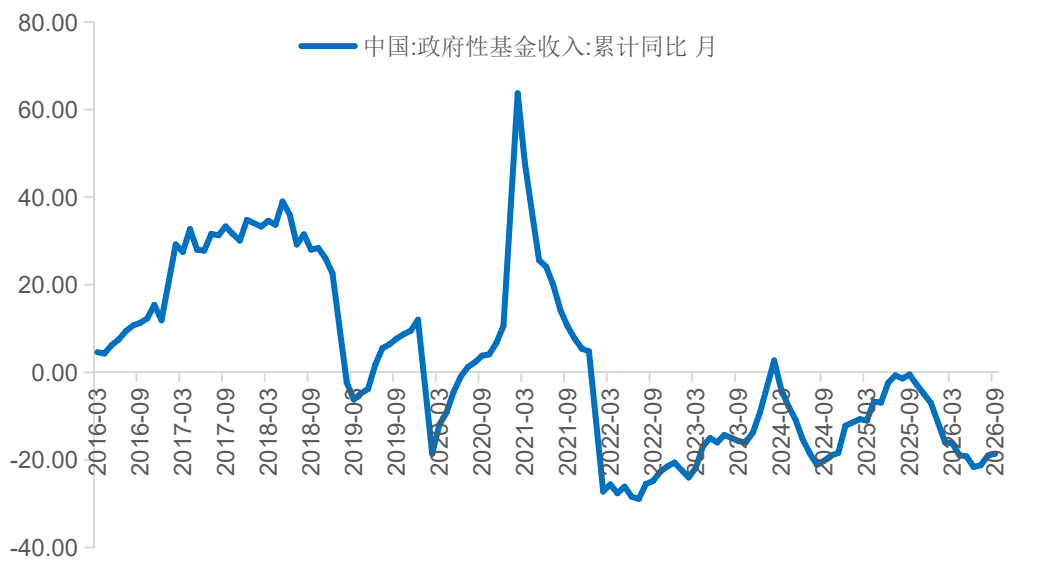
- 2026年以来公共预算收入增长加快，主要由于税收收入的恢复
- 政府性基金收入仍然低迷，主要由于房地产市场的不景气，土地出让收入持续萎缩

图41 公共财政收入（%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图42 政府性基金收入（%）



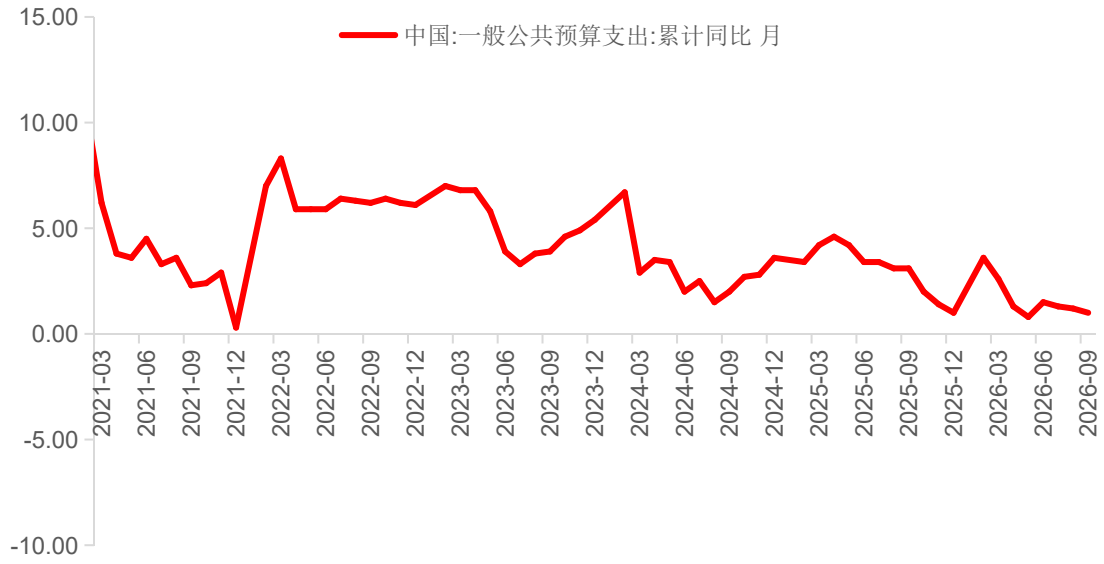
资料来源：Wind，上海证券研究所

2.16 财政支出偏慢，债务付息仍是负担

◆ 财政支出累计增速偏低，支出进度慢于往年平均水平

◆ 基建类相关支出负增，债务付息增长相对较快，仍占据财政支出一定比例

图43 公共财政支出（%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图44 财政支出去向（亿元，%）

支出项目	累计值（亿元）	累计同比	占比
社会保障和就业	36,732	5.20%	17.50%
教育	31,956	1.10%	15.20%
卫生健康	16,916	7.70%	8.00%
农林水事务	15,257	-5.10%	7.30%
城乡社区事务	14,004	-1.50%	6.70%
债务付息	10,279	4.70%	4.90%
交通运输	8,121	-4.10%	3.90%
科学技术	7,317	3.00%	3.50%
节能环保	3,435	-12.50%	1.60%

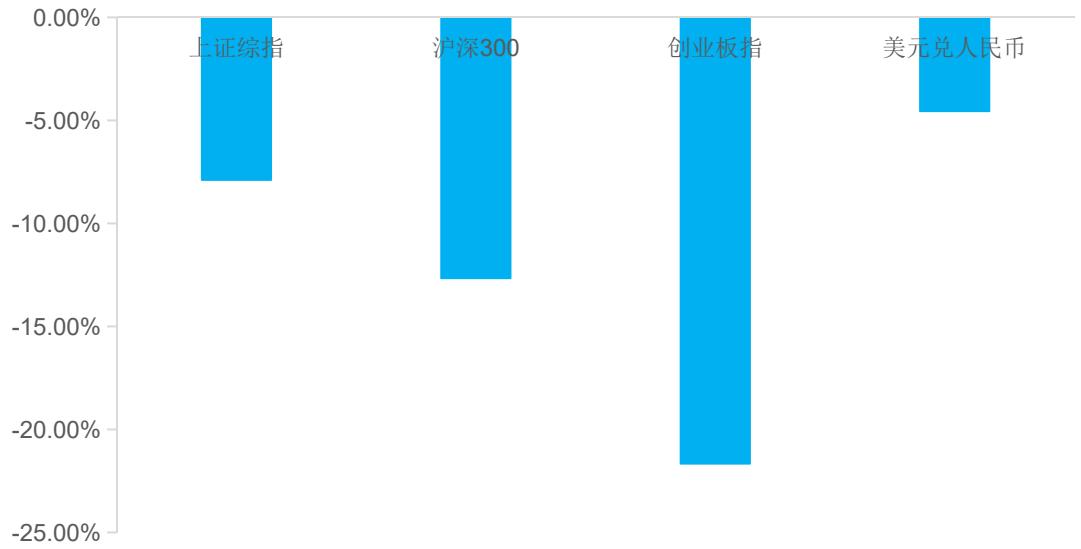
资料来源：Wind，上海证券研究所

2.17 市场走势——债汇双强

◆ 2026年以来债券表现强于股票，10年期国债收益率累计下行24.41BP；股票冲高回落，震荡下行

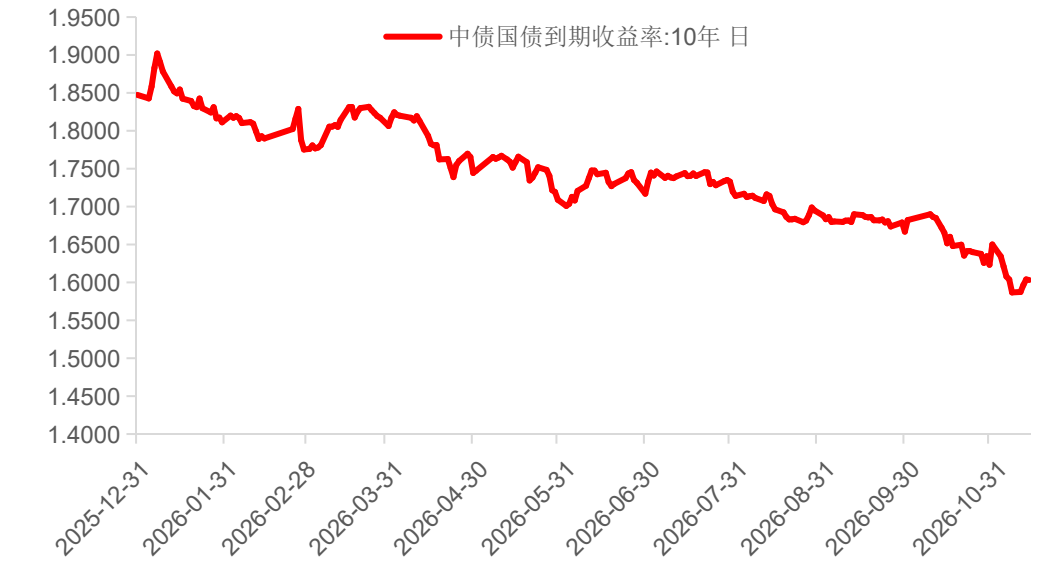
◆ 人民币持续升值，美元兑人民币汇率从年初的7.0左右降至到当前6.6左右的水平

图45 2026年以来股票以及美元兑人民币的涨跌幅（截至11月12日，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图46 10年期国债收益率（截至11月12日，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

目录

Content

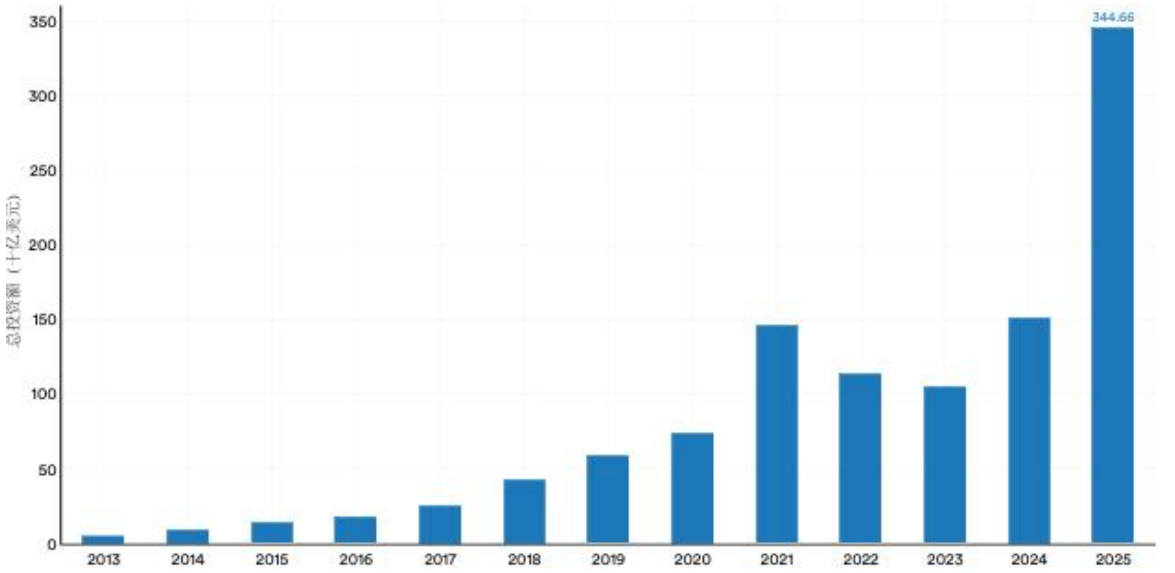
一、2026年海外经济回顾
二、2026年国内经济回顾
三、2027年宏观经济展望
四、宏观向好，结构向新向优向绿
五、风险提示

3.1 全球迎来AI投资浪潮

◆ 世界百年变局加速演进，国际力量对比深刻调整，新一轮科技革命和产业变革加速突破

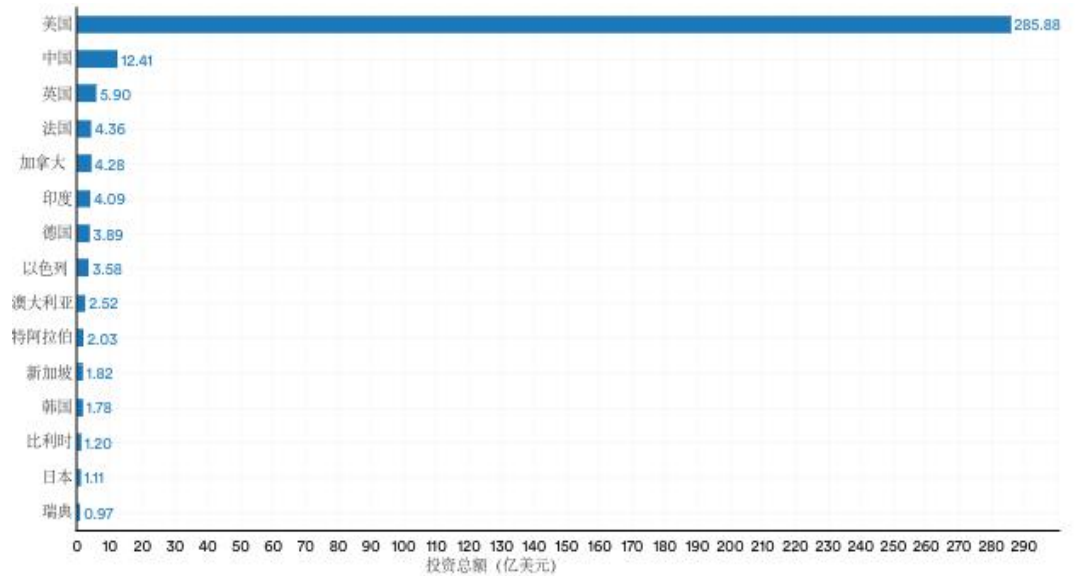
◆ AI投资总额空前上升，各国加大了对AI领域的投资，全球迎来AI投资浪潮

图47 全球AI私人投资总额



资料来源：Stanford HAI,Quid，上海证券研究所

图48 2025年按地区分类AI私人投资

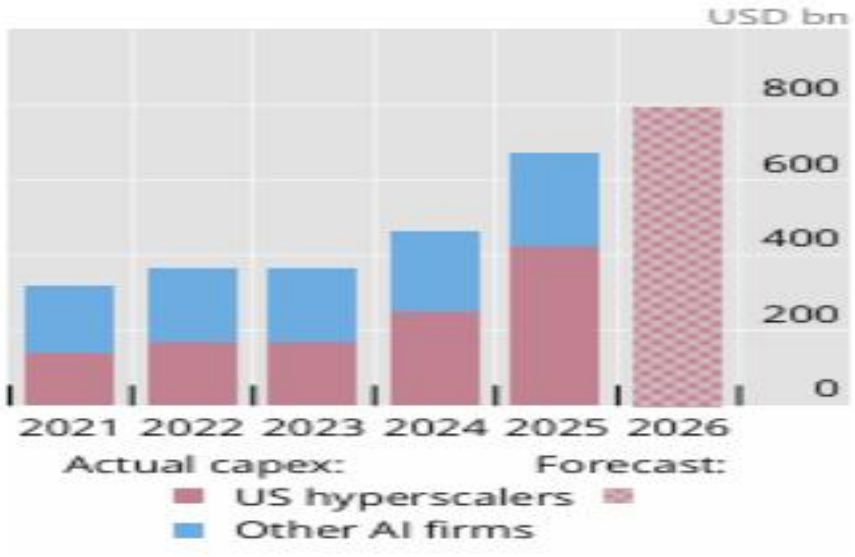


资料来源：Stanford HAI,Quid，上海证券研究所

3.2 AI提振投资与贸易

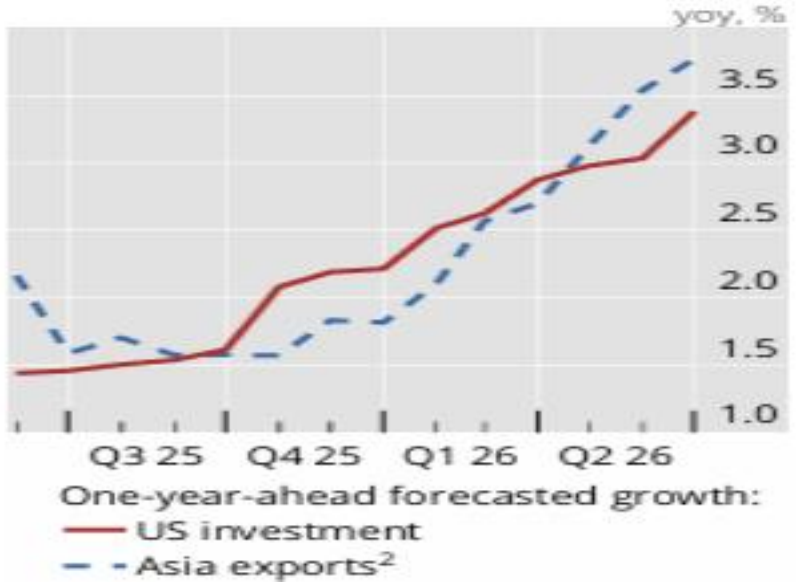
- AI投资浪潮对全球经济增长提供了重要助力
- 美国主要产商推动了半导体采购、数据中心建设以及电力基础设施扩张的资本支出激增，推动了总投资增长
- 通过全球AI供应链，溢出效应也传导至了亚洲的出口

图49 对人工智能的乐观推动了大规模资本支出



资料来源：BIS，上海证券研究所

图50 AI投资对美国投资以及对亚洲出口的影响



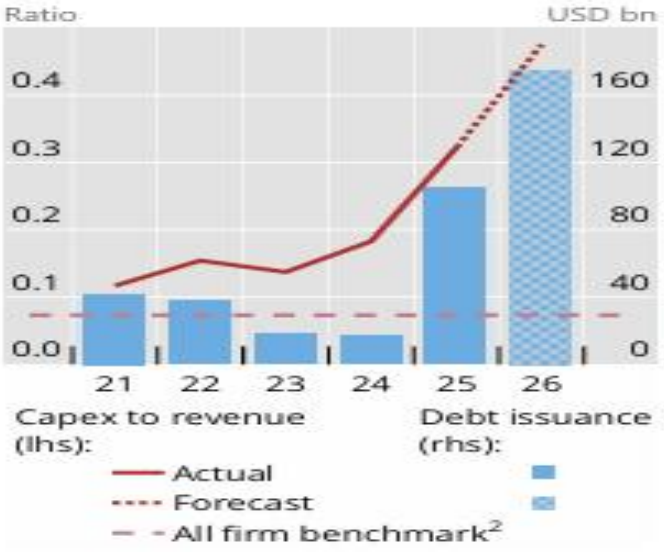
资料来源：BIS，上海证券研究所

3.3 AI投资可持续性值得关注

◆ 美国主要厂商资本支出占收入的比例明显提升，债务发行规模也显著提高

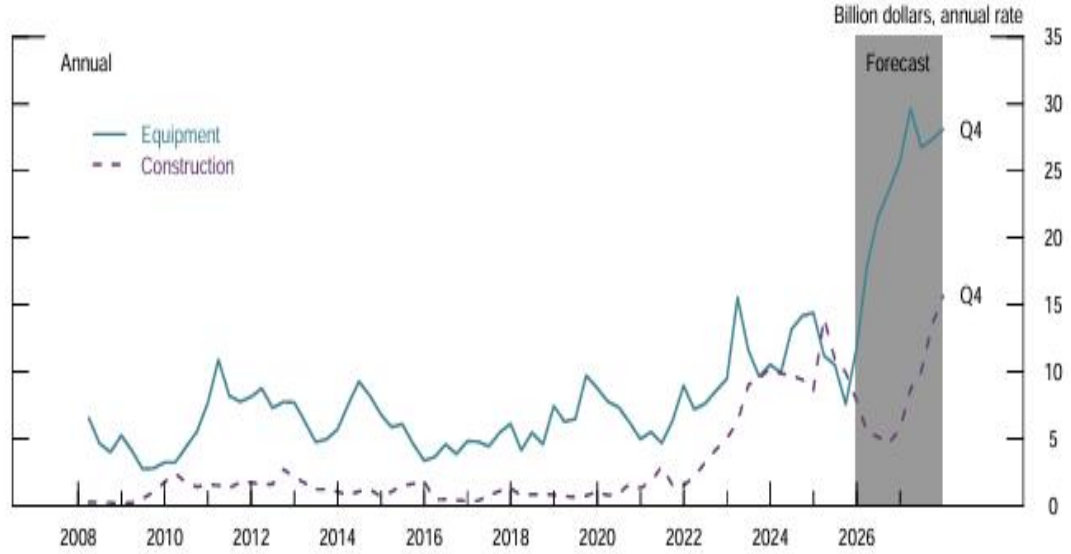
◆ 我们认为2027年美国AI投资规模或仍将持续上升，但增速或边际放缓，AI投资的可持续性值得关注。

图51 美国主要厂商资本支出占收入比例以及债务发行规模



资料来源：BIS，上海证券研究所

图52 美国半导体工厂投资规模及预测（预测到2027Q4）



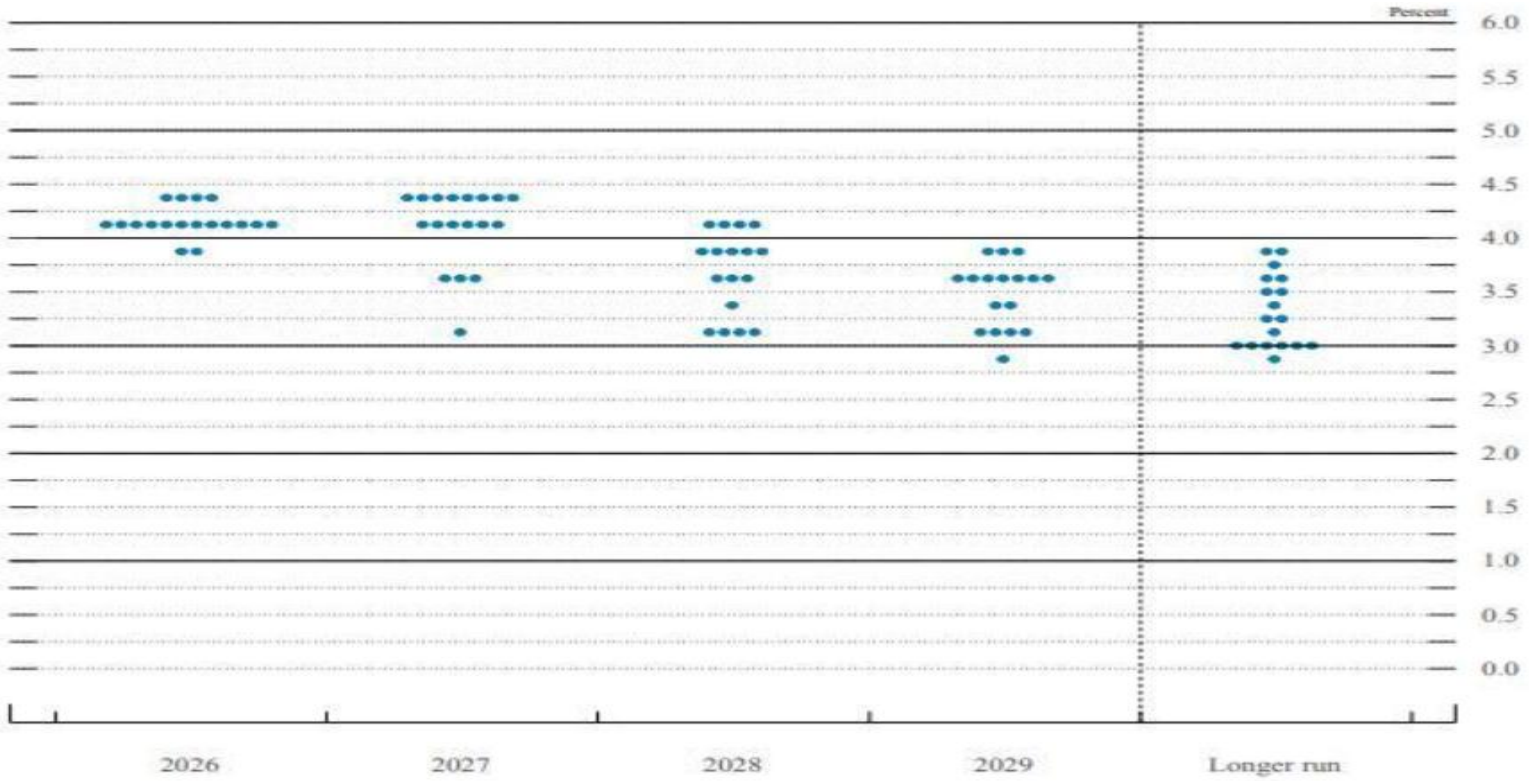
资料来源：SEMI World Fab Forecast，FRB，上海证券研究所

3.4 美国加息压力犹存，但步调审慎

◆ 从美联储公布的最新点阵图来看，年内还有加息一次的可能，27年再加息一次后，随后将逐渐降息

◆ 我们认为地缘政治因素引发的通胀的高位致使美国存在加息的压力，但整体来看步调温和审慎，并非政策大幅反转，影响将可控

图53 美国利率预测点阵图



资料来源：央视网，上海证券研究所

3.5 宏观总量向好，结构调整不断优化

- 前三季度4.6%的经济增速，且三季度经济增速有所反弹，有望顺利完成全年经济增速目标
- 十五五开局之年采用了区间目标是“为调结构、防风险、促改革留出空间，为后期更好发展打牢基础”，而2027年作为第二年，我们认为也有望延续26年的基调，改革与发展并重，既要有空间，也要为后期夯实基础：
  - 2027年GDP仍有望在4.5%-5%，宏观总量向好。
  - 2027年出口仍有望延续景气，AI投资浪潮下，高技术产品出口仍是重要支撑。
  - 投资方面预计仍受到房地产投资的拖累，制造业投资方面呈现结构分化，高技术产业投资发展较快。
  - 消费方面，服务消费或更值得关注。适应居民消费结构升级，实施服务业扩能提质行动。

3.6 “五篇大文章”引领高质量发展

- **未来货币政策方向：总量合理增长，结构导向“五篇大文章”**
- 保持金融总量合理增长，坚持实施好适度宽松的货币政策，增强货币政策前瞻性灵活性针对性，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长和价格总水平预期目标相匹配
- 充分发挥货币信贷政策导向作用，用好各类结构性货币政策工具，扎实做好**金融“五篇大文章”**，加强对扩大内需、科技创新、中小微企业、“六张网”建设等重点领域的金融支持
  - 加强对实现高水平科技自立自强和建设科技强国的金融支持
  - 为经济社会发展全面绿色转型和美丽中国建设提供高质量金融供给
  - 完善多层次、广覆盖、可持续的普惠金融体系
  - 健全应对人口老龄化的养老金融体系
  - 推动数字金融高质量发展

目录

Content

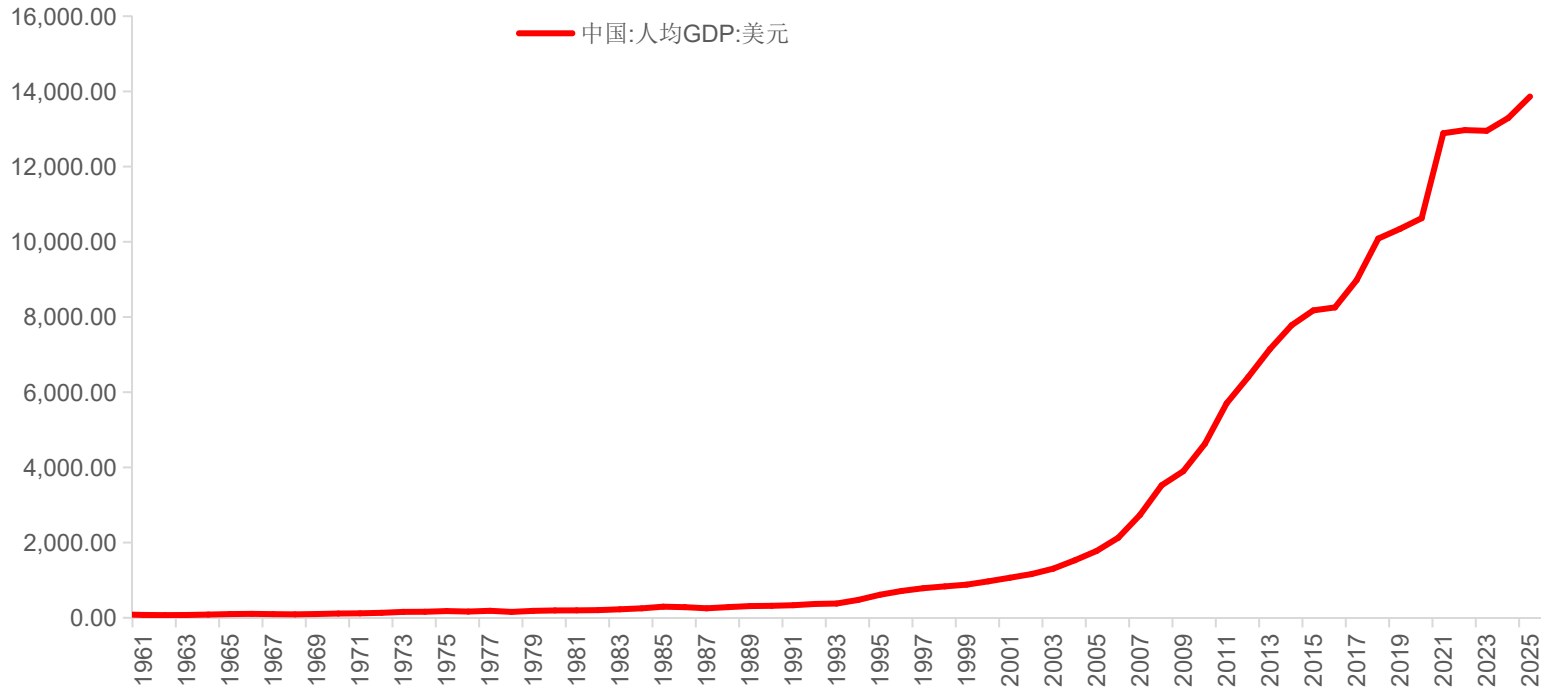
一、2026年海外经济回顾
二、2026年国内经济回顾
三、2027年宏观经济展望
四、宏观向好，结构向新向优向绿
五、风险提示

4.1 坚持稳中求进的总基调

◆ “十五五”规划提到“要为到2035年人均国内生产总值比2020年翻一番、达到中等发达国家水平打好基础”

◆ 根据新华社方面的测算，“十五五”和“十六五”时期GDP需要年均增长4.17%。

图54 我国人均GDP

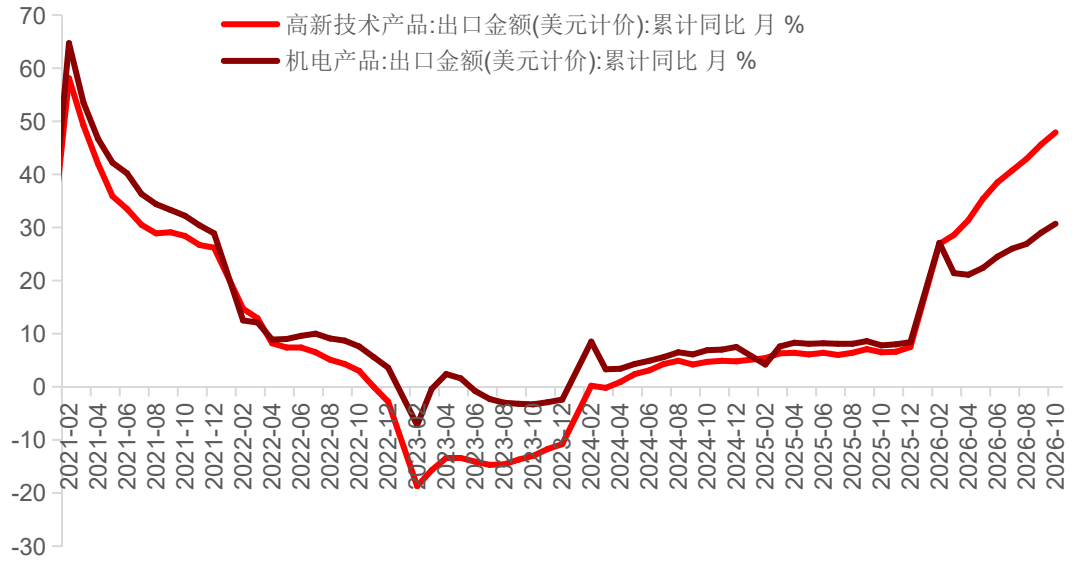


资料来源：Ifind，上海证券研究所

4.2 进出口向新向优

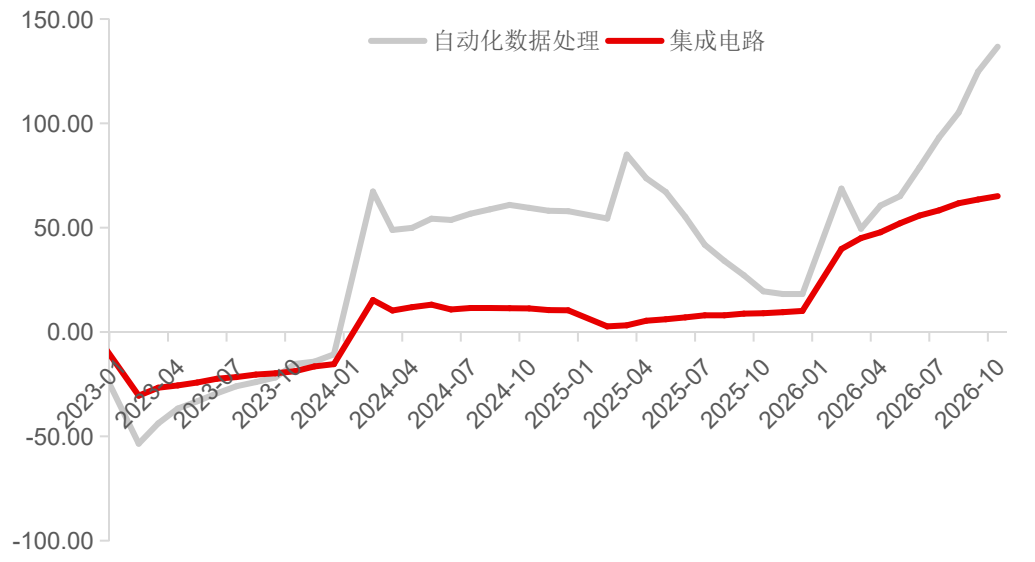
- 高新技术产品出口增速与机电产品出口增速的差距不断扩大
- 进口方面，自动数据处理与集成电路保持高增长

图55 机电产品出口以及高新技术产品出口累计增速



资料来源：Ifind，上海证券研究所

图56 部分机电商品进口累计增速（%）



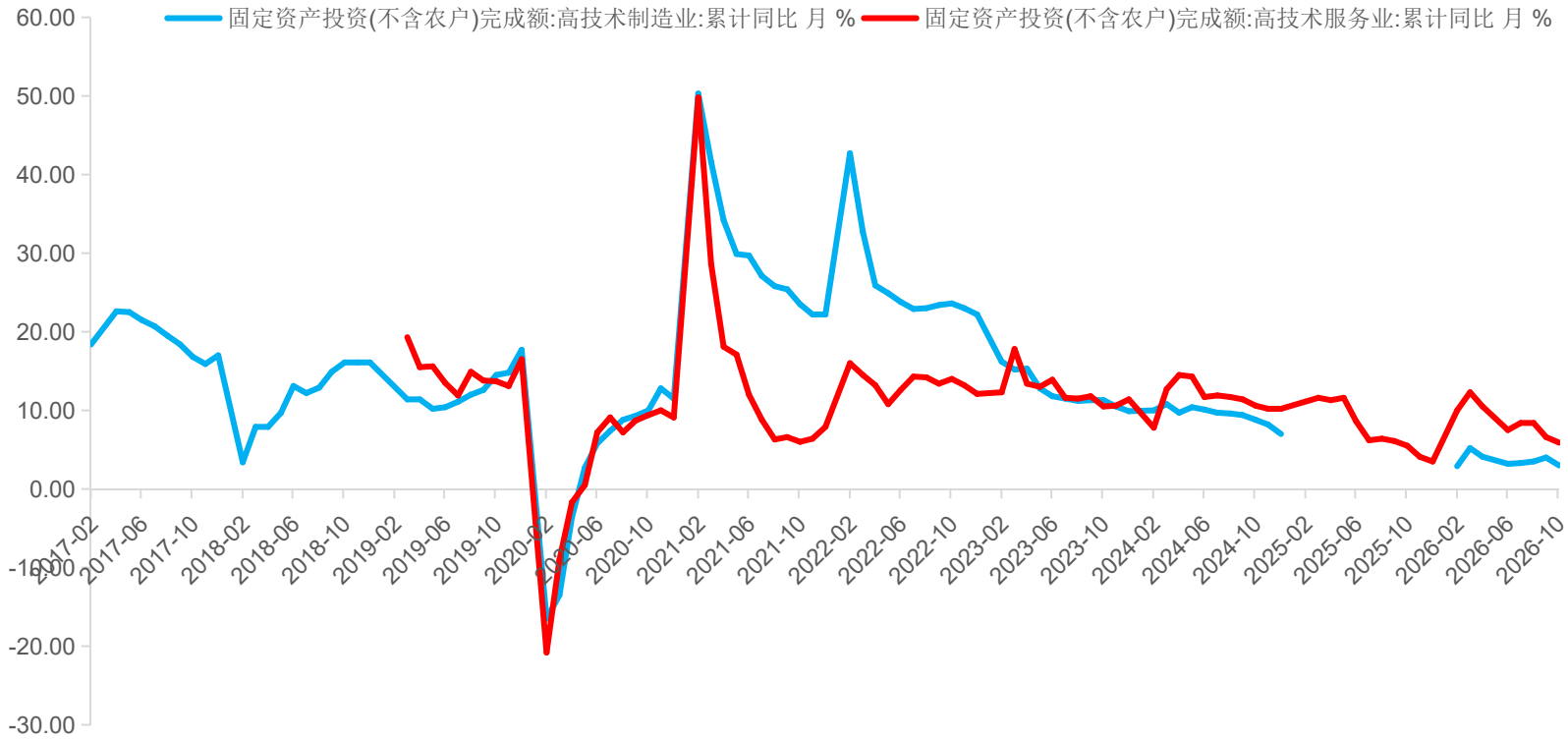
资料来源：Ifind，上海证券研究所

4.3 高技术产业投资活跃

◆ 1—10月份，高技术产业投资同比增长4.0%，拉动全部投资增长0.4个百分点

◆ 高技术制造业与高技术服务业均高于整体投资增速

图57 高技术行业投资累计增速



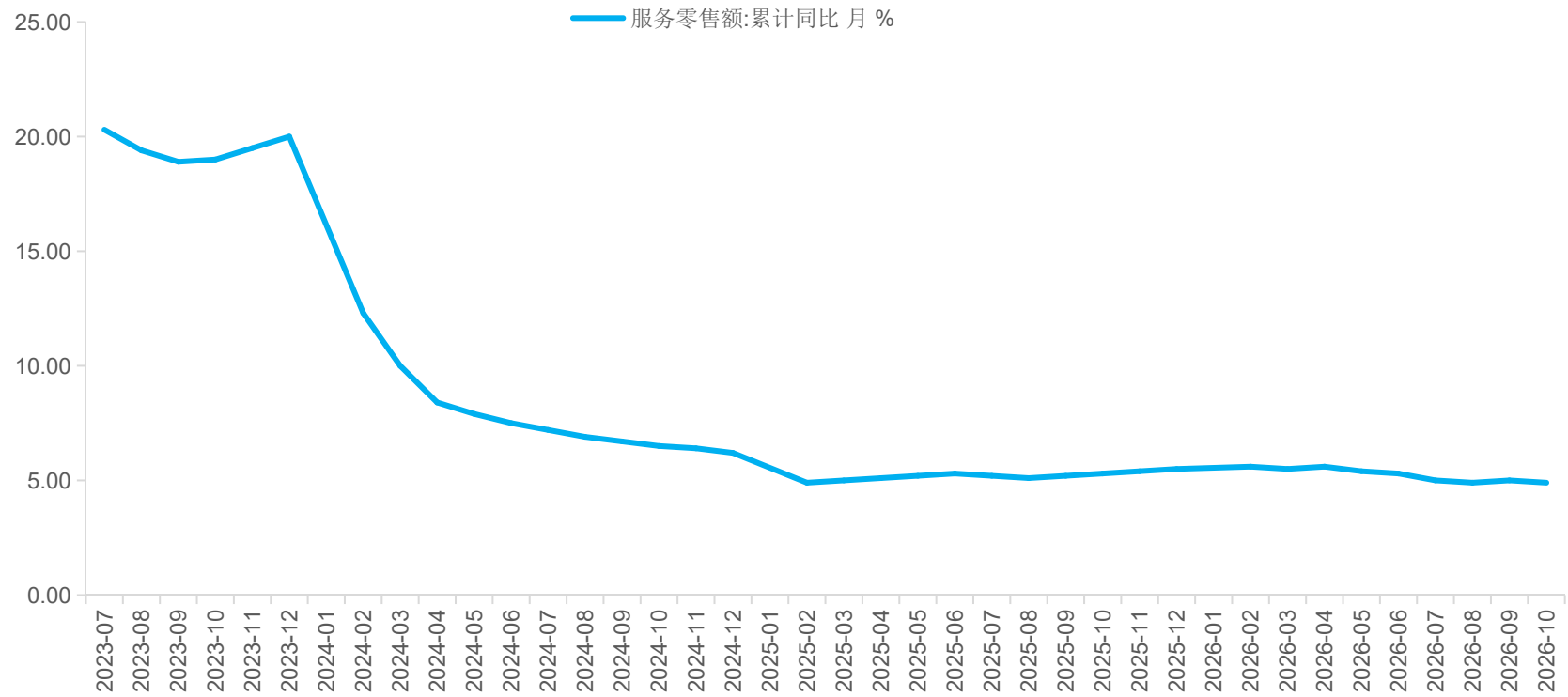
资料来源：Ifind，上海证券研究所

4.4 服务零售表现好于商品零售

◆ 1—10月份，社会消费商品和服务零售总额同比增长2.5%，其中服务零售额增长4.9%，商品零售额增长0.9%

◆ 居民消费需求日益丰富多元，消费结构持续优化，从以商品消费为主，向商品消费与服务消费并重转变

图58 服务零售额累计增速



资料来源：Ifind，上海证券研究所

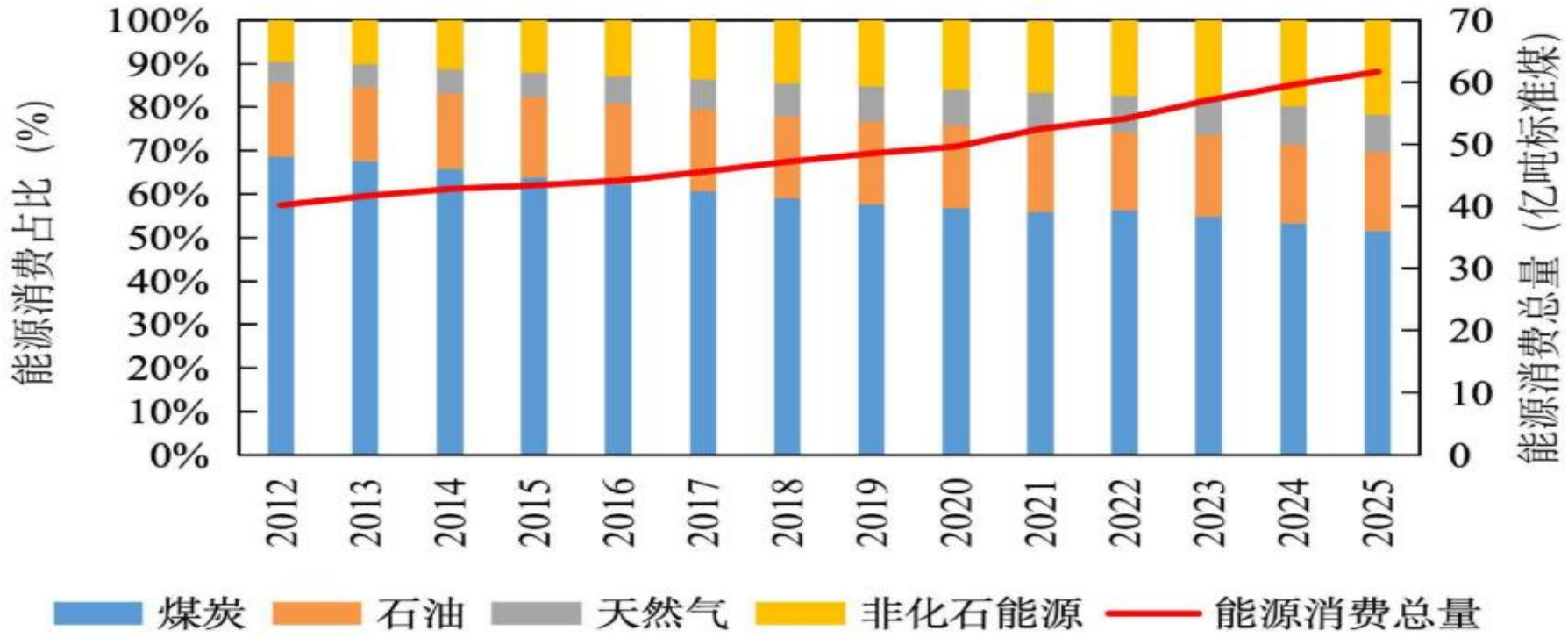
4.5 制造业向绿，能源转型加快

◆ 2012—2025年，煤炭消费占比由68.5%降至51.4%，非化石能源历史性超过石油成为第二大能源消费品种

◆ 截至2026年7月底，中国光伏发电装机容量达12.86亿千瓦，历史性超过煤电，成为装机规模最大的电源品类

◆ 截至2026年3月，全国绿色工厂产值占规模以上制造业总产值的比重达到22%

图59 我国能源消费结构与趋势



资料来源：新华社研究院，上海证券研究所

4.6 发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点

- **以科技创新为引领，以全要素生产率大幅提升为核心标志，**推动技术革命性突破、生产要素创新性配置、产业深度转型升级，推动劳动者、劳动资料、劳动对象优化组合和更新跃升
  - 大力推进科技创新
  - 推动科技创新和产业创新深度融合——改造提升传统产业；培育壮大新兴产业；前瞻布局未来产业；促进实体经济和数字经济深度融合；全面实施“人工智能+”行动
  - 着力推进发展方式创新——构建绿色低碳循环发展经济体系；优化绿色发展政策工具箱；积极推进能源革命
  - 扎实推进体制机制创新
  - 深化人才工作机制创新

目录

Content

一、2026年海外经济回顾
二、2026年国内经济回顾
三、2027年宏观经济展望
四、宏观向好，结构向新向优向绿
五、风险提示

5 风险提示

- **市场风险提示：**
  - 地缘政治事件恶化
  - 贸易摩擦加剧
  - AI投资进展超预期放缓
  - 主要经济体货币政策超预期变化

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。