下载日志已记录，仅供内部参考

2026 年 6 月 17 日

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

总量研究

日央行再次加息，市场影响如何？

——《海外非美经济探究》系列第六篇

要点

引言：

6 月 16 日，日本央行将政策利率从 0.75%上调至 1.0%，政策利率升至近 31 年来最高水平。由于市场对日本加息的预期较为充分，因而市场对日本金融条件快速收紧的担忧有所缓和。加息落地后，美元兑日元仍徘徊在 160 附近，日股一度上涨。后续市场的关注点将转向日央行未来加息节奏。

核心观点：

1.日央行为何加息？

直接背景是输入型通胀压力抬升与日元贬值压力。美元兑日元一度逼近 160，弱日元会放大进口能源、原材料和食品价格波动，并通过企业间价格传导推升居民生活成本。**更深层次看，日本通胀已呈现“工资-价格”持续性特征。**在劳动力短缺背景下，工资和价格温和互动的机制仍将维持。日央行加息旨在通胀预期和工资定价机制自我强化前，提前调整货币宽松程度。

2.本轮加息可持续吗？

我们认为未来日央行仍有继续加息的可能性，但已经进入“边加息、边观察”的阶段。支持加息的条件有两个：一是取决于日本“工资-价格”循环是否仍在延续。二是当前日本实际利率仍然偏低。约束加息节奏的因素也有两个：一是日本经济复苏质量偏弱。二是日本政府债务规模高，财政可持续性很大程度上依赖低利率环境。下一次加息可能在 2026 年 10 月或者 12 月。

3.持续加息对市场的影响与展望

全球流动性方面，空头持仓仍在高位，交易结构较为脆弱。日央行加息和日本政府干预已经被市场部分消化，单次加息至 1%未必触发全面平仓。但当前日元空头仓位仍处高位，交易结构较为脆弱。若后续美国利率下行、日央行继续释放加息信号，导致美元兑日元从 160 附近快速回落，空头回补仍可能放大汇率和风险资产波动。

日本方面，（1）日元：短期仍受日美利差和套息交易约束。在后续加息节奏变化之前，美元兑日元仍可能在 160 附近维持高位波动。**（2）债券：**后续需要关注的是，长端利率高位波动是否进一步传导至财政付息压力、金融机构资产负债表和风险资产估值。**（3）权益：**日股指数波动加大，行业继续分化。日本实际经济复苏仍偏慢，消费和投资都难言强劲，后续若实际利率转正，市场容易从盈利支撑逻辑切换到估值压缩逻辑。

中国方面，（1）资金面：冲击有限。中国实体部门对日元融资的直接依赖度不高，日元融资成本上升对人民币资金面的直接冲击也相对可控。**（2）权益：**影响取决于日元升值速度。若日元快速升值并触发套息交易集中平仓，全球风险资产会面临去杠杆压力，A 股也会通过风险偏好、离岸人民币和外资交易渠道受到扰动。**（3）债券：**直接影响有限。整体看中国债券仍是国内逻辑主导，日央行加息只是外部扰动变量。

风险提示：美联储货币政策超预期；日本通胀超预期；日本货币和财政政策超预期。

作者

分析师：赵格格
执业证书编号：S0930521010001
0755-23946159
zhaogege@ebscn.com

分析师：周可
执业证书编号：S0930524120001
021-52523677
zhouke@ebscn.com

分析师：周欣平
执业证书编号：S0930525070005
010-57378026
zhouxinping@ebscn.com

下载日志已记录，仅供内部参考

目　录

1、 日央行为何加息？ 3
2、 本轮加息可持续吗？ 3
3、 持续加息对市场的影响与展望 6
3.1 全球流动性 6
3.2 日本资产 7
3.3 中国资产 8
4、 小结 9
5、 风险提示 10

图目录

图 1：2026 年以来，日本官方多次口头或实际进行汇率干预 3
图 2：2026 年初，日本实际工资指数同比转正 3
图 3：美伊达成和平协议草案前后，市场对日央行加息预期变化不大 4
图 4：2026 年 4 月，剔除制度因素后的核心 CPI 同比升至 2.8% 4
图 5：日央行预测 2026-2028 财年 CPI（除新鲜食品和能源）同比涨幅将持续高于 2% 4
图 6：六大模型测算日本中性利率水平在-0.9%到+0.5%之间 5
图 7：自 2022 年以来，日本实际政策利率一直为负值 5
图 8：2026 年一季度，净出口和私人消费是日本经济主要拉动项 5
图 9：2026 年以来，日本实际收入改善，但实际消费走弱 5
图 10：2026 财年日本财政预算收支结构 6
图 11：2026 财年日本政府未偿还债券总额进一步抬升 6
图 12：当前日元兑美元的 CME 非商业空头持仓数量处于高位水平 7
图 13：日经 225 指数与日元汇率有较强相关性 8
图 14：横向对比，日本收益率曲线较为陡峭 8
图 15：2025 年底，中国非银行部门借入的日元贷款和债务证券仅占全球日元贷款和债务证券总额的 2.8% 9
图 16：日本央行加息后的主要资产价格变动情况 9

下载日志已记录，仅供内部参考

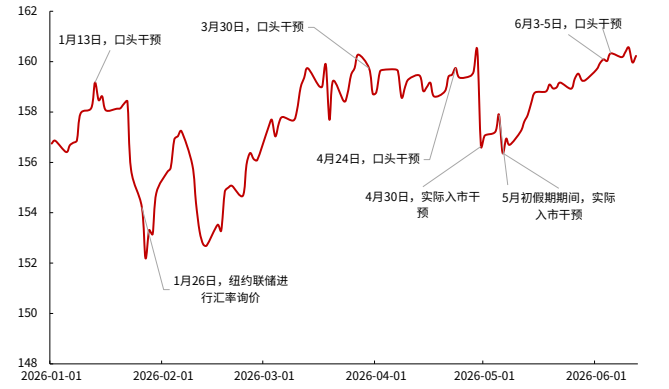
6 月 16 日，日本央行将政策利率从 0.75%上调至 1.0%，政策利率升至近 31 年来最高水平。不过，由于市场对日本加息的预期较为充分，并且日央行在国债购买安排上释放了稳定长端利率的信号，因而市场对日本金融条件快速收紧的担忧有所缓和。加息落地后，美元兑日元仍徘徊在 160 附近，日股一度上涨。后续市场的关注点将转向日央行未来加息节奏。本篇报告将围绕两个问题展开：日央行加息进程是否会持续？加息又将如何影响各类风险资产？

1、 日央行为何加息？

本次加息的直接背景是日元贬值压力与输入型通胀压力抬升。美元兑日元一度逼近 160，弱日元放大进口能源、原材料和食品价格波动，并通过企业间价格传导推升居民生活成本。5 月日本 PPI 同比增速升至 6.3%，以日元计价的进口价格同比上涨 25.5%，说明弱日元已经明显推高上游价格压力。因此，本次加息不仅是对汇率压力的回应，也是防止输入型通胀向更广泛价格体系扩散的政策调整。

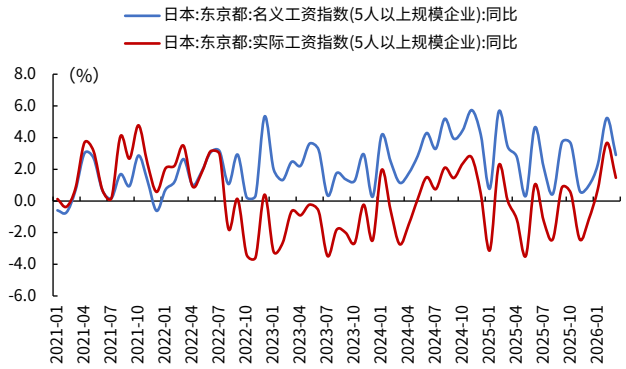
更深层次看，日本通胀的内生黏性正在增强。2026 年“春斗”初步结果显示，日本企业平均加薪 5.46%，连续第三年超过 5%。日央行也判断，在劳动力短缺背景下，工资和价格温和互动的机制仍将维持。由此看，日央行加息旨在通胀预期和工资定价机制自我强化前，提前调整货币宽松程度。

图 1：2026 年以来，日本官方多次口头或实际进行汇率干预



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：数据截至 2026 年 6 月 15 日；上图展示的是美元兑日元汇率

图 2：2026 年初，日本实际工资指数同比转正



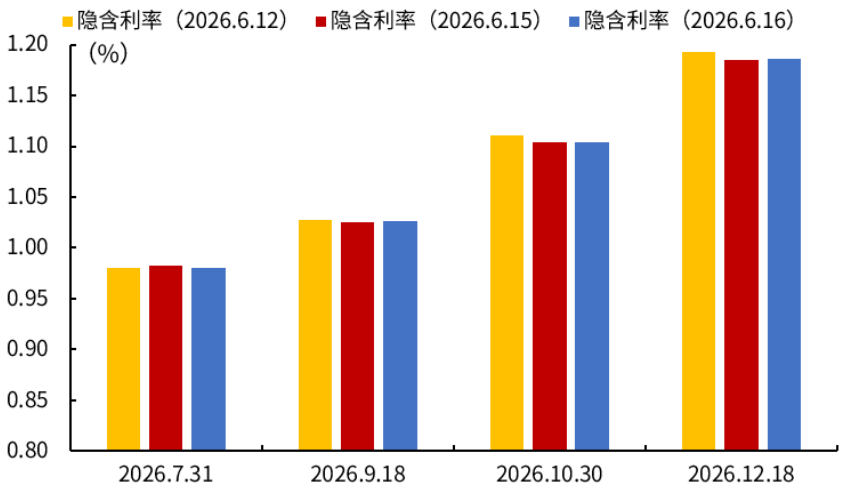
资料来源：Wind，光大证券研究所；注：数据截至 2026 年 3 月

2、 本轮加息可持续吗？

我们认为未来日央行仍有继续加息的可能性，但已经进入“边加息、边观察”的阶段。日央行明确表示，在潜在通胀接近 2%、金融环境仍保持宽松的背景下，将继续提高政策利率并调整货币宽松程度。但同时强调，会根据经济、物价、金融环境以及中东局势的后续影响来判断加息时点和节奏。因此，后续路径更可能是“小步慢行”。从利率期货定价看，市场预期日央行下一次加息时点在 10 月至 12 月，市场也更倾向于日央行在年内晚些时候再加息一次。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 3：美伊达成和平协议草案前后，市场对日央行加息预期变化不大

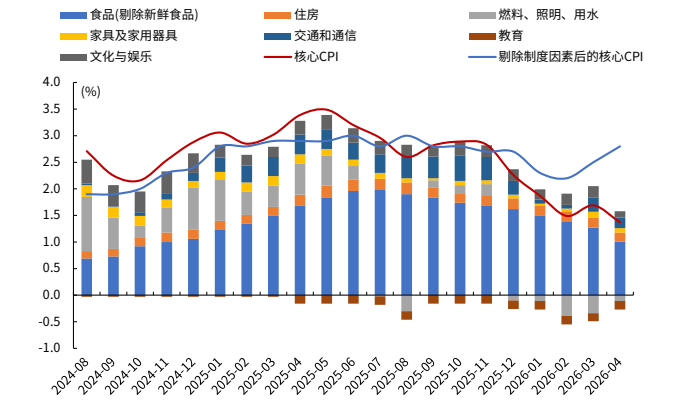


资料来源：彭博，光大证券研究所；注：横坐标为 2026 年下半年日本议息会议时间

支持加息的条件有两个方面：

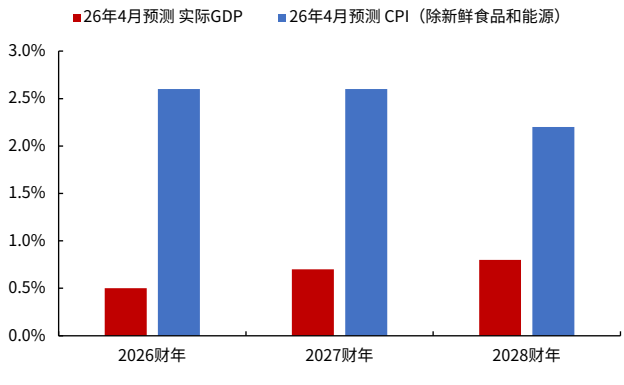
首先，取决于日本“工资-价格”循环是否仍在延续。4 月日本核心 CPI 同比回落至 1.4%，表面上看通胀压力有所降温，但这一读数受到能源补贴、教育费用下降等制度因素压制。剔除一次性制度因素后的核心 CPI 同比增速进一步上升至 2.8%，说明潜在通胀并未同步回落。日央行 2026 年 4 月的展望报告预计，2026 财年剔除生鲜食品和能源后的 CPI 同比涨幅将在 2.5%-2.7%区间，2027 财年仍在 2.6%-2.7%区间，并判断企业将工资上涨传导至销售价格的趋势仍会维持。如果后续工资上涨继续向中小企业扩散，并且服务价格保持黏性，那么工资向价格的传导就没有明显中断，日央行就很难在 1.0%处宣布加息周期结束。

图 4：2026 年 4 月，剔除制度因素后的核心 CPI 同比升至 2.8%



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：数据截至 2026 年 4 月

图 5：日央行预测 2026-2028 财年 CPI（除新鲜食品和能源）同比涨幅将持续高于 2%



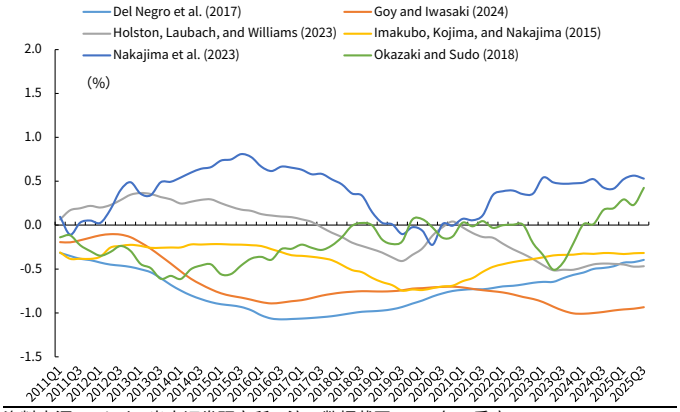
资料来源：BOJ，光大证券研究所；
注：上图展示的是日央行政策委员会委员预测值的中位数。

其次，当前日本实际利率仍然偏低。虽然 1.0%的政策利率已经是 1995 年以来较高水平，但日本实际政策利率仍为负值。从中性利率角度看，日央行此前估算的日本中性利率水平在-0.9%到+0.5%区间，而 4 月实际政策利率大概为-0.65%。即使本次加息后，6 月的实际利率水平仍然大概率处于较低水平。换言之，本次

下载日志已记录，仅供内部参考

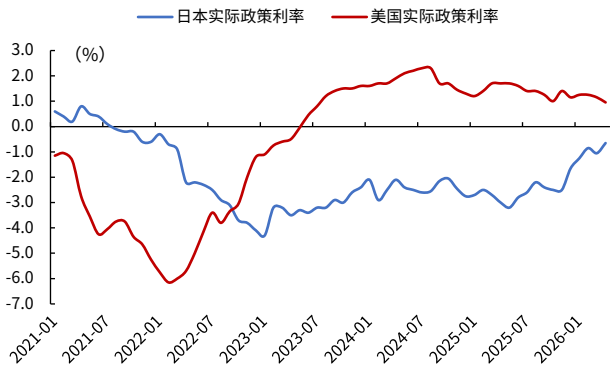
加息更多是从极端宽松向正常化回归，而不是进入高利率压制需求阶段。日央行需要在通胀预期和日元汇率失控之前，把利率逐步调回更合理的位置。路透社 6 月调查预计日央行将在四季度进一步将政策利率升至 1.25%。

图 6：六大模型测算日本中性利率水平在-0.9%到+0.5%之间



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：数据截至 2025 年三季度

图 7：自 2022 年以来，日本实际政策利率一直为负值

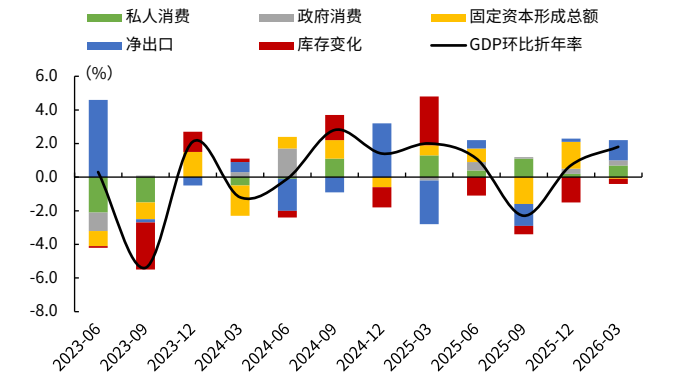


资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至 2026 年 4 月
注：实际政策利率=政策利率-核心 CPI 同比增速

约束加息节奏的因素也有两个方面：

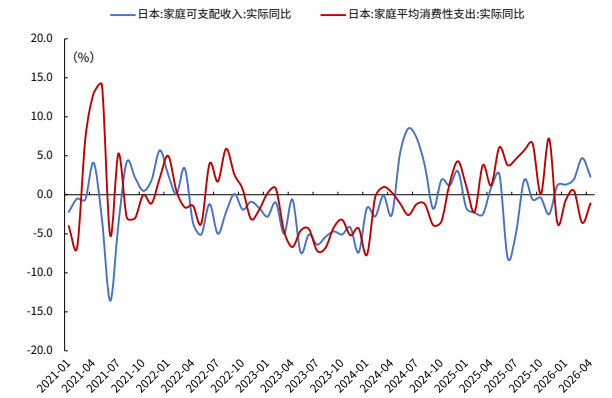
首先，日本经济复苏质量偏弱。日本 2026 年一季度实际 GDP 环比增长 0.5%，年化增长 1.8%，表面上看并不差但结构存在隐忧。增长主要受到净出口支撑，内需修复并不强。消费端温和改善，工资上涨和就业改善仍在托底居民支出，但家庭调查口径下，两人及以上劳动者家庭实际消费性支出同比仍为负，说明居民实际购买力仍在承压。考虑到进口能源价格上行对居民实际购买力的影响存在滞后，后续消费修复的持续性仍需观察。投资端看，2026 年一季度固定资产形成总额对 GDP 贡献转负，说明企业投资对成本、利润和利率变化已经较为敏感。

图 8：2026 年一季度，净出口和私人消费是日本经济主要拉动项



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：数据截至 2026 年一季度

图 9：2026 年以来，日本家庭实际收入改善，但实际消费走弱



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至 2026 年 4 月

其次，财政可持续性和日债市场，是日本本轮加息周期最大的约束。日本政府债务规模高，财政可持续性很大程度上依赖低利率环境。随着利率中枢上移，新增债和到期续发债成本都会逐步上升。日本 FY2026 预算中，国债利息支出预计达到 13.0 万亿日元，较 FY2025 初始预算增加 2.5 万亿日元；预算利率假设也从 2.0%上调至 3.0%。与此同时，日债市场已经开始反映财政和通胀压力，日本 10 年期国债收益率近期一度升至 2.8%。若日央行继续快速加息，长端收益率可能进一步上行，财政付息压力和金融机构资产负债表压力都会被放大。正因如此，

下载日志已记录，仅供内部参考

日央行即使继续加息，也大概率会配合更加谨慎的购债和缩表安排，避免“短端加息-长端失控-财政压力上升”的负反馈。

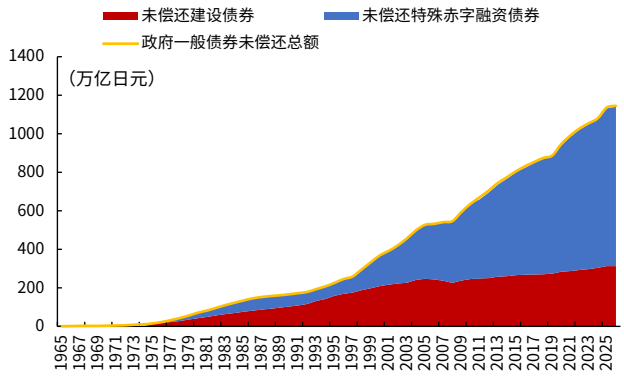
这一约束已经体现在本次央行购债安排中。日央行维持此前减购路径至 2027 年一季度，但从 2027 年 4 月起，月度购债规模将稳定在约 2 万亿日元，同时，若长端利率出现快速上行，日央行仍将灵活应对，包括不受月度购债计划约束来增加购债规模、开展固定利率购债操作，或实施共通担保资金供给操作。这意味着日央行倾向于短端利率继续正常化、长端利率尽量避免失控。

图 10：2026 财年日本财政预算收支结构

财政支出	占比	较2025变动(PP)	财政收入	占比	较2025变动(PP)
一般支出	57.4%	-1.7	税收和印花税	68.5%	0.9
社会保障支出	31.9%	-1.3	所得税	20.7%	1
国防支出	7.3%	-0.2	公司税	16.9%	0.2
公共工程项目	5.0%	-0.3	消费税	21.8%	0.2
教育和科学	4.9%	0	其他税	9.0%	-0.5
其他	8.1%	-0.1	政府债券发行	24.2%	-0.7
国债服务	25.6%	1.1	特殊赤字融资债券	18.7%	-0.3
国债偿还	14.9%	-0.4	建设债券	5.5%	-0.4
利息支出	10.7%	1.5	其他收入	7.4%	-0.2
地方分配税收减免等	17.1%	0.7			

资料来源：BOJ，光大证券研究所

图 11：2026 财年日本政府未偿还债券总额进一步抬升



资料来源：BOJ，光大证券研究所；注：数据截至 2026 财年

3、 持续加息对市场的影响与展望

3.1 全球流动性

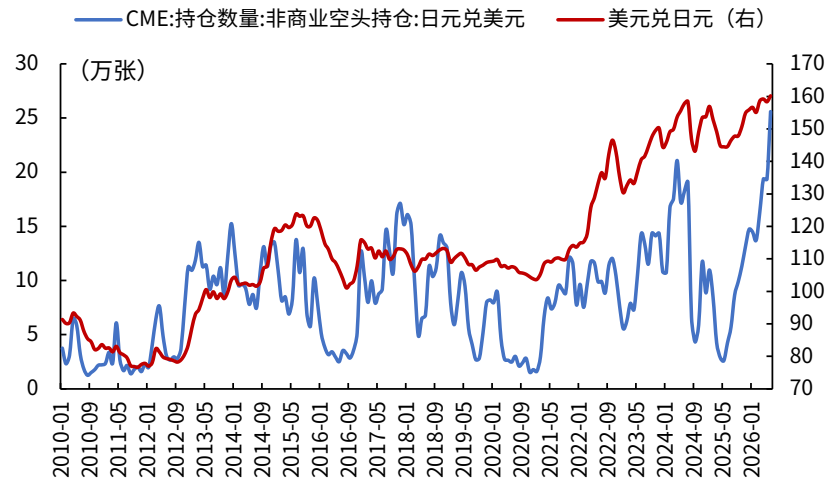
对全球市场而言，日央行加息最大的外溢影响来自日元套息交易。套息交易的逻辑是借入低利率日元，买入美元资产、高息货币、新兴市场资产或全球权益。只要日元低利率、低波动、趋势偏弱，这一交易就能持续；但一旦日元融资成本上升并快速升值，投资者会同时面临利差收窄和汇兑亏损，进而被迫平仓。

以 2024 年 8 月套息交易反转为参考，当时日央行加息、美国经济数据走弱、日元快速升值，触发套息交易平仓，日经 225 曾单日下跌 12.4%，为 1987 年以来最大单日跌幅。随后 CFTC 数据显示，杠杆基金日元净空头从约 7 万手快速降至约 2.4 万手，显示空头在短时间内被大幅挤出。这说明套息交易风险具有非线性特征：平时看似平稳，但在仓位拥挤、波动率上升、风险资产估值较高的环境下，日元升值可能引发“日元升值-空头回补-风险资产下跌-日元进一步升值”的负反馈。

目前空头持仓仍在高位，交易结构较为脆弱。日央行加息和日本政府干预已经被市场部分消化，单次加息至 1%未必触发全面平仓。但当前日元空头仓位仍处高位，交易结构较为脆弱。若后续美国利率下行、日央行继续释放加息信号，导致美元兑日元从 160 附近快速回落，空头回补仍可能放大汇率和风险资产波动。因此我们认为，套息交易尚未系统性反转，但市场对美元兑日元汇率趋势反转的敏感度已经明显上升。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 12：当前日元兑美元的 CME 非商业空头持仓数量处于高位水平



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：数据截至 2026 年 6 月 15 日

3.2 日本资产

汇率方面，日元短期仍受日美利差和套息交易约束。日元长期作为全球主要融资货币，核心基础在于低利率、低融资成本和汇率波动相对可控。政策利率升至1.0%后，日元融资成本抬升，套息交易的利差空间收窄，市场对日央行后续加息和日美利差收窄的敏感度上升。不过，单次 25bp 加息不足以立即改变日美利差格局，且本次加息此前已有较充分预期，加息落地后并未带来新的冲击。因此，在后续加息节奏变化之前，日元空头和套息交易不太可能立即系统性平仓，美元兑日元仍可能在 160 附近维持高位波动。

债券方面，关注财政付息压力、金融机构资产负债表和风险资产估值风险。政策利率升至 1.0%后，短端收益率会更直接地反映日央行正常化进程。本次日央行在国债购买安排上释放了稳定长端利率的信号，但长端收益率仍受到通胀预期、财政供给和全球利率环境影响，波动中枢较此前抬升。后续需要关注的是，长端利率高位波动是否进一步传导至财政付息压力、金融机构资产负债表和风险资产估值。

权益方面，日股指数波动加大，行业继续分化。加息对权益的影响主要有两条路径：一是再通胀正常化路径，这种情况下企业收入端仍有支撑，金融股受益最直接；内需板块中，具备稳定需求的服务类公司相对抗压，而地产、REITs、耐用品消费和高杠杆企业仍会受到加息压制。二是金融条件收紧路径，股市会受到估值压缩、出口利润外汇折算压力和外资去杠杆冲击。就当前情况看，第一条路径略占主导，但基础并不稳固。日本实际经济复苏仍偏慢，消费和投资都难言强劲，因此日股更可能表现为结构分化。后续若实际利率转正，市场容易从盈利支撑逻辑切换到估值压缩逻辑。

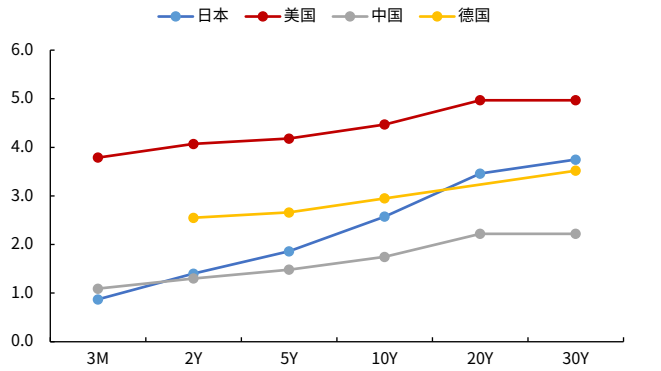
下载日志已记录，仅供内部参考

图 13：日经 225 指数与日元汇率有较强相关性



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：数据截至 2026 年 6 月 15 日

图 14：横向对比，日本收益率曲线较为陡峭



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：数据为 2026 年 6 月 15 日；单位：%

3.3 中国资产

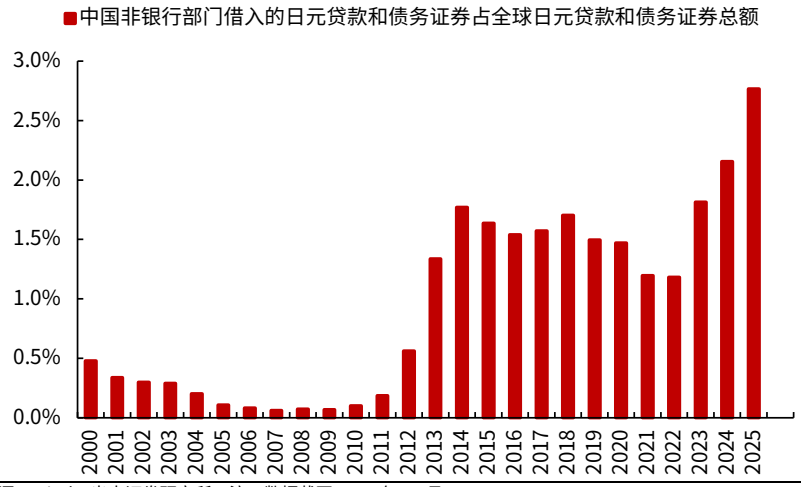
对中国资金面冲击有限。中国实体部门对日元融资的直接依赖度不高，截至 2025 年底，中国非银行部门借入的日元贷款和债务证券占全球日元融资余额的比例仅有 2.8%。即使日元融资成本上升或部分套息交易平仓，对中国企业资产负债表和人民币资金面的直接冲击也相对可控。其影响更多通过外部风险偏好传导，提高人民币阶段性偏强运行的概率。根据 BIS 的研究，2024 年套息交易平仓导致外汇市场出现去杠杆压力，美元多头头寸加速削减，离岸人民币反而出现明显升值。

对权益资产影响取决于日元升值速度。若日元只是温和企稳，说明亚洲汇率环境和资金情绪改善，对港股和 A 股风险偏好都有边际支撑，其中港股对海外流动性和外资风险偏好更敏感，反应可能更直接。若日元快速升值并触发套息交易集中平仓，全球风险资产会面临去杠杆压力，日股、美股科技股、新兴市场和港股都可能受到拖累，A 股也会通过风险偏好、离岸人民币和外资交易受到扰动。

对债券资产直接影响有限。日元升值和人民币偏稳，有助于减轻汇率对国内货币政策的掣肘；若套息交易平仓引发全球风险偏好下降，避险情绪也可能阶段性利好中国利率债。但整体看，中国债券仍是国内逻辑主导，日央行加息只是外部扰动变量。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 15：2025 年底，中国非银行部门借入的日元贷款和债务证券仅占全球日元贷款和债务证券总额的 2.8%



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：数据截至 2025 年 12 月

4、 小结

综合来看，本次日央行加息至 1.0%，并不意味着日本进入激进紧缩阶段。加息的核心背景，是日元贬值压力、“工资-价格”循环和实际利率仍偏低共同推动。但日本经济复苏质量、财政付息压力和日债市场波动会限制后续加息节奏。对市场而言，日元短期仍受日美利差和套息交易约束，日债短端收益率中枢上移，日股行业分化。风险情形是日元快速升值触发套息交易平仓，并通过全球风险偏好冲击权益和新兴市场资产。对中国资产而言，直接冲击有限，主要影响外部风险偏好和亚洲资产定价环境。

从历史加息后的资产表现看，日央行加息对市场的影响并不呈现简单的线性关系。若未来日元快速升值时，融资货币属性会放大套息交易平仓压力，并通过风险偏好渠道传导至全球权益市场。2024 年 7 月加息后一周，日元相对于美元升值 6.2%，日经 225 下跌 10.0%，标普 500 和恒生指数同步回落，体现了这一机制。而在加息节奏温和、前瞻指引充分、日元升值有限的阶段，权益市场表现更多取决于基本面和全球风险偏好。

图 16：日本央行加息后的主要资产价格变动情况

加息时点	利率变动	变动时间	日经225	日元兑美元	美元兑离岸人民币	上证指数	标普500	恒生指数
2024.3.19	-0.1%-0.1%	当日	0.7%	-1.5%	0.1%	-0.7%	0.6%	-1.2%
		一周变动	1.7%	-1.5%	0.6%	-1.9%	1.3%	-1.6%
		一个月变动	-4.2%	-3.0%	0.6%	-0.3%	-2.7%	-2.1%
2024.7.31	0.1%-0.25%	当日	1.5%	3.1%	-0.2%	2.1%	1.6%	2.0%
		一周变动	-10.0%	6.2%	-1.2%	-0.4%	-3.6%	-2.1%
		一个月变动	-1.2%	1.5%	-1.9%	-3.3%	2.3%	3.7%
2025.1.24	0.25%-0.5%	当日	-0.1%	0.0%	-0.6%	0.7%	-0.3%	1.9%
		一周变动	-0.9%	1.6%	0.1%	-0.1%	-1.5%	0.7%
		一个月变动	-2.9%	4.7%	0.1%	3.7%	-1.9%	16.3%
2025.12.19	0.5%-0.75%	当日	1.0%	-1.6%	0.0%	0.4%	0.9%	0.8%
		一周变动	1.8%	1.6%	-0.5%	1.8%	1.4%	0.5%
		一个月变动	8.2%	0.0%	-1.1%	5.7%	1.5%	3.4%

资料来源：Wind，光大证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

5、 风险提示

美联储货币政策超预期；日本通胀超预期；日本货币和财政政策超预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。



光大证券研究所

上海
静安区新闸路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京
西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳
福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港
中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼