下载日志已记录，仅供内部参考

广发研究 GF RESEARCH

Macroeconomic

长波与分化

2026 年中期宏观环境展望

郭磊

SAC 执证号：
S0260516070002
SFC CE.no: BNY419
021-38003572
guolei@gf.com.cn

康波同源，科技共振：我们认为目前不是上一轮康波的“萧条期”，而是新一轮通用技术变革带动的康波周期前段，可再生能源、人工智能、具身智能等将是本轮长周期的主要产业驱动，分别类似于工业革命时代的煤炭、蒸汽机、动力织布机。目前处于新技术的导入期，能源需求、AI 基础设施投资、亚洲出口验证之间形成一个共振闭环。其中美国受益于算力资本开支，韩国受益于半导体周期和存储需求，中国受益于硬件制造链扩张。2026 年这一链条景气度持续扩散，是上半年全球资本市场追逐的“确定性”。目前处于康波周期什么阶段？流行观点之一是“上一轮康波周期萧条期”，但我们倾向于认为萧条期已经结束（信息技术革命对应的一轮康波周期是上世纪 70 年代-本世纪 10 年代末），目前已处于新一轮康波周期的前段，宏观上存在多重验证：一是新一代通用技术的爆发，包括可再生能源、人工智能、具身智能，它们之间形成一个相互关联的上下游产业关系；二是新一轮的关键要素、动力部门（motive branches）和资本开支方向明确；三是全球经济和贸易增量被初步带动，按照 WTO 的统计，AI 相关产品已经贡献了 2025 年全球贸易量的 1/6 和增速的 42%[1]。

美国经济受益于 AI 资本开支。[2]2026 年第一季度，美国实体商业设备投资增长 17.2%，主要受信息处理设备投资增长的推动；知识产权产品投资增长 13.0%；尽管整体建筑投资有所下降，但数据中心投资增长超过 22%。亚洲主要经济体受益于强制造能力和出口。2026 年前 5 个月韩国出口同比增长 43.2%，其中前 4 个月半导体出口同比达 148.1%。前 5 个月中国出口同比增长 15.5%，其中集成电路、自动数据处理设备合并增速达 63.1%。

K 型调整，背景各异：但长波启动并不意味着宏观总量约束消失。在新产业快速崛起的同时，主要经济体经济走势均有一定“K 型”特征，其中美国经济来源于高利率放大资产负债表差异、AI 放大利润表和就业差异；中国经济来源于康波周期上行和“库兹涅茨周期”下行的对冲，一方面高技术制造、出口链和新产业投资具有较强景气；另一方面，建筑业部门、传统制造业部门、居民部门资产负债表仍处于调整过程中。主要经济体的 K 型结构特征进一步放大了新老资产的景气背离和市场折溢价。从美国住宅建造支出增速和抵押贷款固定利率来看，其整体呈负相关，2021 年之后利率走高带来地产投资增速走低；利率上升也带来了商业地产的走弱，CMBS 商业地产违约率 2026 年初升至 2015 年以来最高。AI 影响不均衡是经济 K 型的另一背景，[3]旧金山联储数据显示 2024 年以来所有资本投资增长均来自人工智能积极型公司，其他公司自 2024 年第一季度以来整体小幅负增长。在通胀和行业分布差异的双重影响下，美国中小企业乐观指数 2025 年初以来持续震荡下行。消费之间也出现分化，2026 年 5 月美联储褐皮书指出“消费者各地区的支出情况仍然参差不齐，不同收入群体之间的支出差异日益扩大。高收入家庭依然具有韧性，对价格不那么敏感；中等收入家庭每一美元都精打细算；而低收入消费者则表现出更大的财务压力”。

中国本轮库兹涅茨周期上行期是 1999 年开始，2021 年触顶；2022 年以来处于较为迅速的调整期（见我们前期报告《目前处于周期叠加的什么阶段？》），这也是近年传统产业调整、固投和利率下行的重要背景。目前这一周期已出现一些边际上的积极变化，但整体来看调整尚未结束：一级市场（投资）、二级市场（销售）、三级市场（租金）均未确认见底。库兹涅茨周期调整是新旧经济分化的主要背景：一则它带来了地产及其上下

下载日志已记录，仅供内部参考

游产业的投资调整和需求不足；二则带来地方政府土地出让收入下行，并进一步带来债务化解和财政再平衡，这一背景地方增量投资更倾向于直接融资能够提供初期支持的产业；三则它带来了居民部门的资产负债表调整。

外看就业，内看投资：从单纯的 AI 产业趋势来看，上述格局的短期变数有限。技术继续迭代、供需关系依旧偏紧、基础设施有较大空间。但“硅基”和“碳基”经济之间应有一个内生平衡规律，本质上前者决定供给、后者决定需求，总量稳定性相当于两者之间的“浮标”。下一步宏观面关键变量之一是美国的就业，它的脆弱性在上行、合意空间正变窄：过强会引发加息；过弱会引发 AI 对就业替代的担忧。之二是中国的固投，它是今年经济的胜负手，固投稳住则实际增长稳定、名义增长扩张的组合不变；反之，供强需弱、企业盈利收缩可能重新成为市场定价的主要矛盾，高技术部门也会受到影响。如果说新一轮技术变革处于“导入期”（Installation Period），其后续还会有“展开期”（Deployment Period），其中长期确定性是较高的；但目前阶段的一个脆弱之处在于对就业的替代。按照 Acemoglu 的框架，新技术对就业的影响第一阶段是替代效应，第二阶段是复原效应，即第一阶段以总量上的负面影响为主。从美国今年 4-5 月非农就业数据来看，整体有韧性；但 AI 高暴露行业的信息技术行业、金融行业新增就业连续两个月负增长，后续专业和商业服务等领域的就业走势值得进一步观察。目前就业的合意空间较前期变窄：就业偏强会引发加息，加息会影响商业环境，并约束 AI 资本开支；就业偏弱会引发对 AI 替代就业逻辑的担忧，同样影响商业环境和资本开支的可持续性。

对于今年中国经济的结构来说，出口较强、科技制造较强；消费底部徘徊；固投的走势就相对较为关键。一季度固投曾出现反弹，同比止跌回稳升至 1.7%，但二季度下行压力再度加大，5 月固投累计同比降至-4.1%。宏观经济的供给端是工业、服务业生产，需求端是投资、消费、出口。其中固投的表现对于供需平衡来说至关重要。如果固投代表的内需持续走弱，一则会影响供需比，导致价格有收缩压力；二则会导致上下游的诸多传统行业面临景气度不足的问题，并会传递至就业和居民收入；三则固投不足、供强需弱会带来产销率压力，如果不能再平衡，下一阶段供给迟早会下来。

制造要温，消费怕烫：政策如何应对上述问题？值得注意的是，中美均处于一轮再通胀周期，但货币政策周期的位置不同。美国经济历来以消费为主，消费占 GDP 比重近 70%，通胀会损伤居民实际购买力及美元信用，打破其“低储蓄-高消费”的成立基础，其对通胀的历史承受阈值较低；中国经济制造业为主，制造业和生产性服务业增加值占 GDP 比重近 60%，物价如能控制在温和扩张，将会改善企业利润率和财政收入、并通过就业和收入效应进一步向居民部门传递，相对于收缩更有利于宏微观体感，所以目前情况下政策空间更大。美国是一个典型的消费型经济体，过去 20 年个人消费支出占 GDP 的比重基本上稳定在 67-68%之间，消费是其经济增长的主要驱动。同时，美元信用是支持美国低储蓄率、高消费率的另一条件。由于美元信用的存在，美国消费者购买全球商品，出口国获得美元收入后再通过购买美债把美元回流到美国金融市场，客观上压低了美国融资成本，降低了其居民和政府低储蓄的压力。这个链条的前提是 2%左右的长期通胀预期锚能够稳定。如果美国进入持续高通胀，则一则会损害其居民部门购买力；二则会损害美元信用。所以从历史上看，其货币政策对于通胀的承受阈值相对偏低。

中国整体属于制造业经济体，[4]2025 年制造业增加值占 GDP 比重为 24.7%；[5]生产性服务业占 GDP 比重的比例达 34.4%。对于制造业来说，价格收缩损伤较大：一则往往产品售价下降，但折旧、利息、工资、租金等成本存在刚性和滞后性；二则因为预期未来价格更低，企业会推迟采购、压缩库存、延后投资，从而导致上下游需求形成收缩循环；三则企业借的是名义债务，还的是名义现金流，价格收缩会抬高其实际负担。而温和通胀不同，现金流、利润率、投资倾向之间是一个弹性放大的正循环。同时，地方政府财政收入亦对 PPI 高度敏感，在温和通胀的环境下，增值税和企业所得税弹性会放大财政收入弹性，从而财政收支和固定资产投资也容易形成正循环。

海外趋紧，中国仍宽：从美国货币政策来说，沃什设想的 AI 同时带来“高劳动生产率+低通胀”的情形已初步证伪。在密集资本开支阶段，资源效应和收入效应均会带来通胀偏高，短期其可以维持政策利率“不加不降”，但拉长至明年上半年，美国货币政策趋紧的概率大于扩张。欧洲、日本的货币政策也均处于收紧周期。中国经济主要情况是供强需弱、固投代表的内需不足，政策仍大概率会保持财政加快落地、货币整体偏宽。长短投资相结合可能是一个方向，6 月 5 日国常会强调要**以发展新一代智能制造为主攻方向[6]；6 月中旬发改委民营企业座谈会强调系统推进“六张网”建**

下载日志已记录，仅供内部参考

设、扩大国内有效需求[7]。整体来看，今年二季度末海外主要经济体出现通胀压力之下的货币政策拐点，欧洲央行于 6 月 11 日将存款机制利率从 2.00%上调至 2.25%，为三年来首次加息；日本央行 6 月加息将政策利率推升至 1995 年 9 月以来的最高水平；美联储虽然还没有加息，但 6 月议息会议明确将实现价格稳定作为目标，点阵图对应的利率中值也隐含择时加息。简单来看，海外货币政策和流动性最宽的阶段已经过去。

中国经济仍面临供强需弱、内需不足的问题，政策空间仍较为明显。代表供给的工业增加值、服务业生产指数 4-5 月同比均值分别为 4.3%、4.4%；代表内需的固投、社零 4-5 月同比均值却只有-9.4%、-0.2%。PPI 虽然单月同比已经不低，但对 CPI 的传导有限，可能与下游消费、租金等领域的承接不足有关。这种情形下，通胀不是主要矛盾，需求是主要矛盾，政策重心仍在于扩张有效需求。我们估计下半年一则是推动年内既定的广义财政资源（如超长期特别国债、政策性金融工具等）尽快落地；二则继续保持狭义流动性偏宽，为社会融资成本下降和广义流动性扩张创造有利条件；三则尽可能去补消费、服务业等领域的短板。

筑底先后，浅 U 同归：美国经济是“AI 托底、利率约束”、中国经济是“出口托底、投资约束”。我们预计美国经济年内三季度是低位，一季度集中反映 AI 资本开支带动；二三季度包含高油价影响及基数走高；四季度随供给冲击缓解和基数下降好转，但中枢仍会受利率约束，我们对美国四个季度实际 GDP 的基准假设分别为 2.6%（已出）、2.3%、1.6%、2.0%。中国经济预计二季度是低位，三个线索驱动下出口预计一直保持热度，消费处于弱企稳区间，固投的集中下行是二季度经济指标放缓的主要背景；三季度随着广义财政逐步落地，需求缺口有望收窄。我们对四个季度国内实际 GDP 的基准假设分别为 5.0%（已出）、4.3%、4.6%、4.8%。中美经济浅 U 型走势对风险资产来说存在一定的基础支撑。我们倾向于认为，中美经济虽然一季度增速都比较高，但年内都不是单边下行，也不是快速再通胀式扩张，而是分别经历一次阶段性调整后，回到更中性的轨道；区别在于美国低点更可能滞后至三季度，中国低点则可能出现在二季度。其中美国货币政策不过早收紧是关键假设，即油价回调能够适度释放其供需端约束，同时政策利率暂时没有形成对资本开支的额外压制。中国出口预计全年问题不大，海外通胀所带来的中国制造性价比优势、AI 产品的高增长、对南方国家出口份额上升是三大背景；消费处于“弱企稳”区间，扣除汽车、燃油、家电三项后的一般消费情况要略好于去年（见《泾渭分明的结构特征：5 月经济数据简评》），汽车家电四季度基数会明显下降；广义财政的加快落地和固定资产投资的修复是关键假设，政策前期指出“1 万亿元超长期特别国债将于 6 月底前基本下达完毕；再加上 8000 亿元新型政策性金融工具资金加快投放，形成政府投资引导、社会资本跟进的多元化投资格局”[8]。

名义增长分布的不确定要稍大一些。中性假设之下我们估计油价回落会导致美国名义 GDP 年内高点处于二季度；中国 PPI 可能会是类似走势，但 CPI 存在猪肉价格周期的影响。从绝对价格和同比来看，4 月以来猪肉已经处于低位徘徊的状态。如果下半年猪周期反弹，名义增长高点不排除会落在三季度。

利率锚旧，权益锚新：从过去五年的经验数据来看，利率跟随旧经济（库兹涅茨周期）走，10 年期国债收益率同步于建筑业 PMI；股票跟随新经济（康波周期）走，沪深 300 指数同步于高技术行业 PMI。本轮建筑业最终见底可能要到化债结束及房地产调整到位，我们初步预计明年；需注意的是今年下半年固投若边际修复可能会带来阶段性上行。本轮 AI 算力建设中期仍在扩张周期，一阶方向变化不大；关于二阶变化，短期可紧盯新一代信息技术行业 PMI，以及“海外大厂营收-资本开支增速-国内出口”这一验证链条，相关出口目前仍在加速期。回头来看过去几年，2020-2024 年股票和利率走势基本同向，这在逻辑上容易理解，二者都是名义 GDP 增速的影子指标。2024 年下半年以来，股票走势整体往上、利率走势整体往下。在报告《利率反映旧经济，权益定价新经济》中，我们提出过一个理解框架：利率跟随旧经济走，股票跟随新经济走。其背后原因之一是旧经济依赖于间接融资，主导利率；新经济依赖于直接融资，驱动股市。

旧经济的调整何时到位？我们可以以本轮建筑业（基建和地产）的调整作为观察坐标。我们估计基建增量部分目前可能已至低位，2026 年 5 月基建投资单月同比的-11%左右大致持平于去年 10-11 月，形成双底；存量部分可能将至 2027 年，即随地方本轮化债结束而见底。房地产市场仍在调整过程中，一级市场（投资）、二级市场（销售）、三级市场（租金）均未确认见底，但从销售和租金收益率水平、建筑业 PMI 等指标来看，可能已处于下行期尾段，2027 年值得重点观察。

下载日志已记录，仅供内部参考

新经济的扩张处于什么位置？我们可以围绕新一代信息技术行业的景气度、AI 相关的高端制造产品（集成电路、自动数据处理设备）出口观察后续产业基本面的情况。从集成电路和自动数据处理设备的合并出口同比增速来看，其自 2025 年 12 月至今年 5 月均处于逐步加速期，二阶拐点尚未出现。

共识压舱，价值增配：回顾 2026 年以来的权益资产定价，它的背景之一是全球科技产业链共振，供需关系、盈利预期均处于较强势的状态；背景之二是今年商品等领域的叙事收敛，资金“结构性资产荒”更显著；背景之三是国内出口高增长、企业换汇、人民币升值之间形成一个正循环。目前这三个因素尚未改变，科技作为中期共识仍可以压舱。但值得注意的是，1994 年以来海外第六轮货币政策收紧周期的迹象初步呈现，从前五轮周期经验来看，不管最终有没有改变中期趋势，每轮收紧或早或迟都诱发了一波或者多波风险资产的调整，后续这一逻辑或带来资产波动加大；同时国内下半年地方政府支出进度大概率有所追赶，建议在目前阶段逐步增加价值类资产配置比例推动适度均衡，优化风险收益比。首先是资产的基本面位置，在前期报告《什么曾阻挡了科技资产定价：历史案例复盘》中，我们曾指出历次科技定价周期的结束背后都四个关键变量：供需错配、收入证伪、利率冲击、过度杠杆。从这四个变量来看，分子端的两个变量目前尚无变化，供需、收入逻辑均处于尚未打破的状态。其次是微观市场结构，2025 年全球资产机会集中于黄金、有色金属、AI 产业链，2026 年黄金和有色的叙事定价特征已经显著淡化，整体回归基本面定价框架。这一背景导致“结构性资产荒”的特征和 AI 更高的集中度。再次是出口增速所带来的被动流动性投放，银行结售汇差额 2025 年 5 月以来处于连续正增长状态、外汇占款连续五个月处于环比正增状态。人民币 2025 年和今年年初以来（去年底至 2026 年 6 月 22 日）分别升值 2.2%和 3.0%。

全球流动性周期的变化值得关注。在报告《1994 年以来的第六轮海外货币政策拐点？》中，我们梳理过过去五轮海外货币政策收紧周期，事后来看，它们都不同程度带来过风险资产的调整。从纳斯达克综指来看，1994-1995 年加息周期的最大调整 1994 年 3 月 18 日-6 月 24 日，调整幅度为 13.7%；1999-2000 年加息周期因为伴随科网泡沫刺破，调整一直到 2002 年 10 月且总幅度较为极端。如果单看调整较集中的第一波 2000 年 3 月 10 日-2000 年 5 月 23 日，调整幅度为 37.3%；2004-2006 年加息周期在前期并未阻挡纳斯达克的震荡上行，但阶段性调整较集中的阶段如 2004 年 1 月 26 日-8 月 12 日，幅度为 18.6%；2015-2018 年加息周期，其中较大幅度的阶段是 2015 年 12 月 29 日-2016 年 2 月 11 日的 16.5%、2018 年 8 月 31 日至 12 月 24 的 23.6%。2022-2023 年加息周期，其中幅度较大的时段是 2022 年 3 月 29 日至 12 月 28 日的 30.1%。

备预不虞，防其未预：上述框架没有考虑的情形之一是地缘政治局势出现新的波折，目前主流预期是在波动中逐步明朗化；情形之二是“沃什冲击”超预期，他在政策主张上具有经济学原教旨主义特征，且不提倡与市场过多沟通，市场预期差会有所增加；情形之三是地方投资不及预期。资金到位和实际开工之间存在一定差异，如果三季度固投在低位的基础上继续下行，则宏观主逻辑会有变化，在经济反应、政策升温两个时段之间可能会存在权益调整压力。风险情形之一来自地缘政治和原油。目前市场的主流预期是地缘冲突在阶段性扰动中逐步走向明朗，油价、航运、避险资产虽有脉冲式反应，但不会演化为持续性的供给冲击。这个预期一旦被打破，影响将不只体现在风险偏好上，更会通过能源价格、通胀预期、全球贸易链条、央行政策约束形成二次传导。此外就是原油物理短缺的风险，[9]IEA 的 6 月报告显示自中东战争爆发以来，全球观测石油库存平均每日下降 380 万桶，其中 5 月份每日下降 460 万桶。未来几个月库存可能进一步下降，全球石油库存或将跌至历史低点，市场供需转为盈余可能要至年底前。

风险情形之二是美国货币政策框架中沃什式政策取向的权重上升，其紧货币宽信用的影响超预期。而且，若其政策沟通风格不强调与市场充分对话，则资产价格对政策信号的学习成本会上升，利率曲线、美元、美股估值都可能出现阶段性重定价。对于全球市场而言，这类冲击的核心不是“是否加息”本身，而是美联储可预期性下降后，全球风险资产折现率是否会有变化。

风险情形之三是固投沿目前趋势继续下行。从过去两年的情况来看，均是二季度固投开始有减速压力，其中 2024 年 9-10 月有所好转，但 11-12 月再度下行；2025 年则单月减速一直到年底。今年 4-5 月固投下行压力加大，前 5 个月累计同比至-4.1%。固投是总需求的主要来源之一，如果超长期特别国债、政策性金融工具等广义财政工具在三季度不能逆转固投的下行趋势，则三季度总量压力可能会逐步显著。

长波未已，范式转移：再回头看本轮长波周期的启动，它本质上是随着一轮新的通用技术形成，Token（词元）继煤、铁、石油、芯片之后作为新的要素浮出水面，它将进一步带来“技术经济范式”的更替。在长波的“导入期”，产业供求偏紧、要素稀缺是主特征，机会主要在上中游；而这一阶

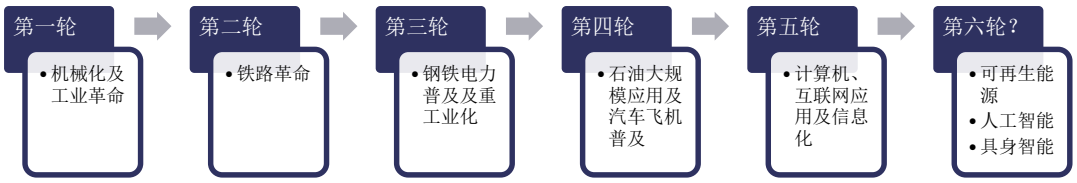
下载日志已记录，仅供内部参考

段的产业带动广谱性不足，对行业和就业主要是“替代效应”，这会加大 K 型分化；而至“展开期”，供求格局更为成熟、要素成本下降，大量新的应用场景和商业模式形成，对行业和就业主要是“复原效应”，分化将再度趋于收敛。新的技术经济范式之下，投资范式亦有较大变化：导入期阶段建议在旧经济部门做防守型配置（包含不确定性折价；侧重于高股息、现金流和物理刚需）、在新经济部门做进攻型配置（包含确定性溢价；侧重于在产业链条中的位置和一阶方向）；未来至展开期阶段再围绕 K 型的收敛、商业模式的扩散、新场景的崛起。

风险提示：外部经济和金融环境短期变化超预期；中东地缘政治风险加剧，并对欧美经济带来意外冲击；大宗商品价格短期波动幅度超预期，带给海外金融市场的影响向居民短传递；全球贸易受影响程度超预期，部分关键产品出口增速下行；地产销售和投资的短期拖累程度仍大于预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 1：通用技术变革及其主导产业



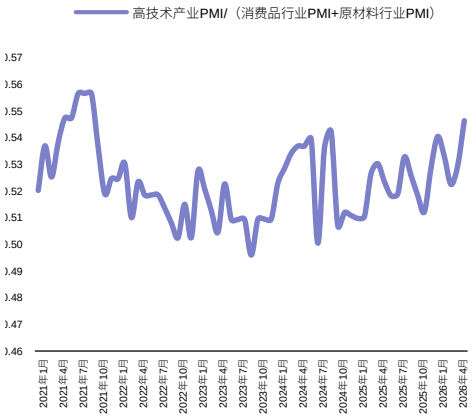
数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图 2：美国中小企业乐观指数 2025 年初以来下行



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

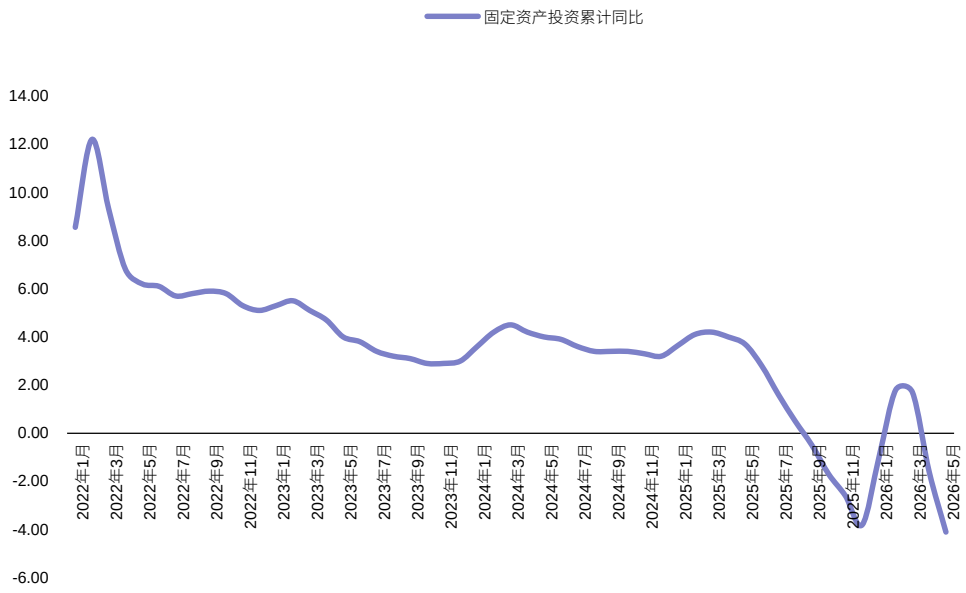
图 3：高技术行业与传统行业景气分化逐步扩大



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

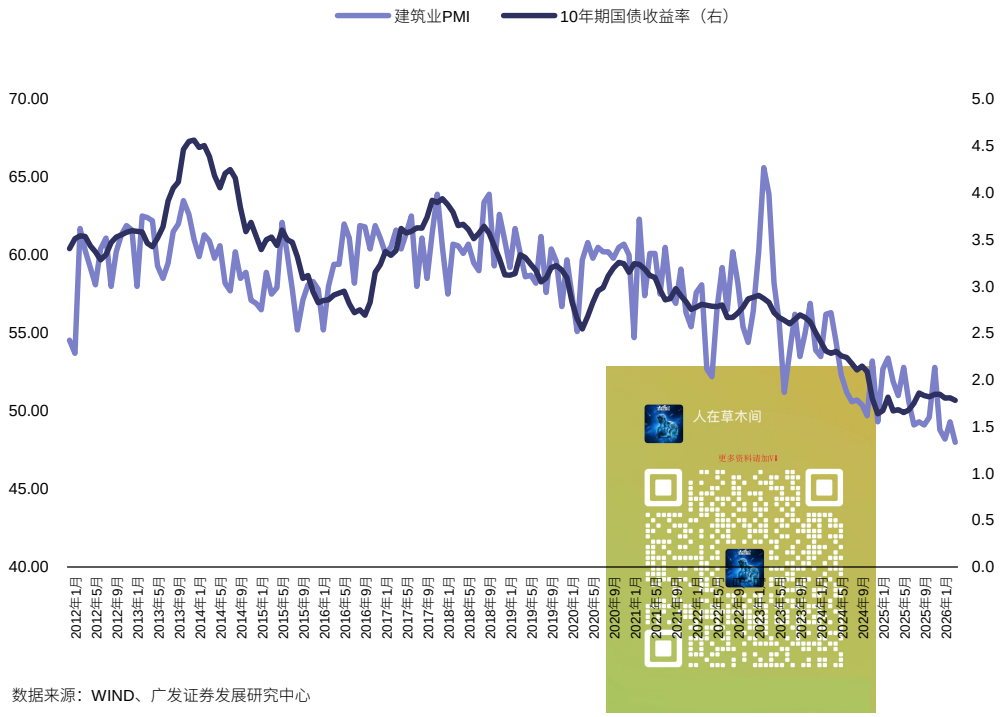
下载日志已记录，仅供内部参考

图 4：固定资产投资增速（%）存在一定压力



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

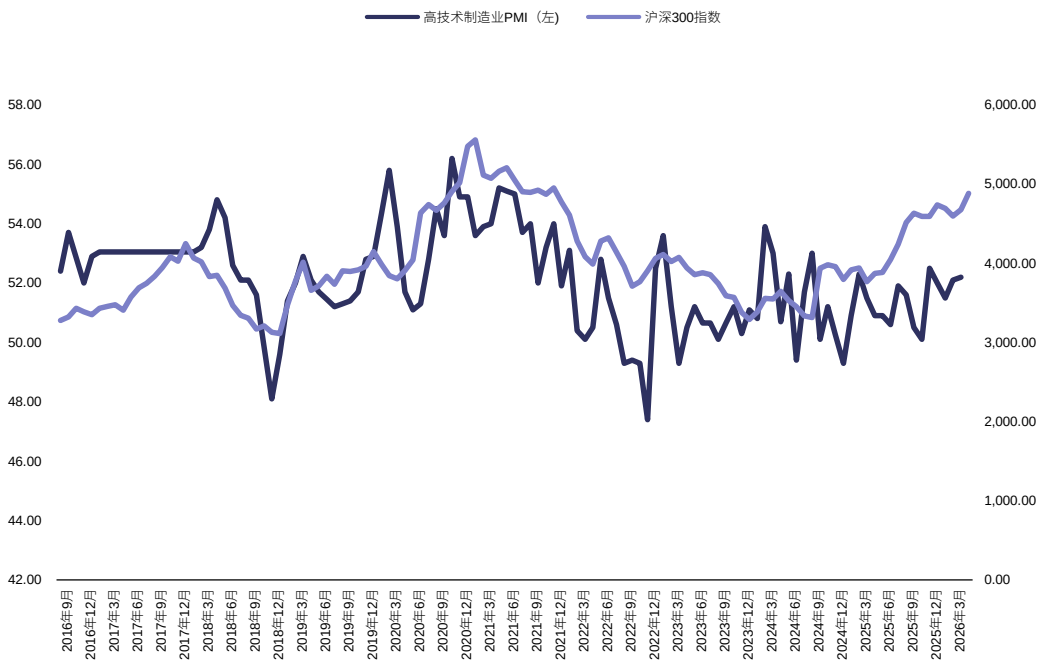
图 5：建筑业 PMI 与 10 年期国债收益率（%）



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

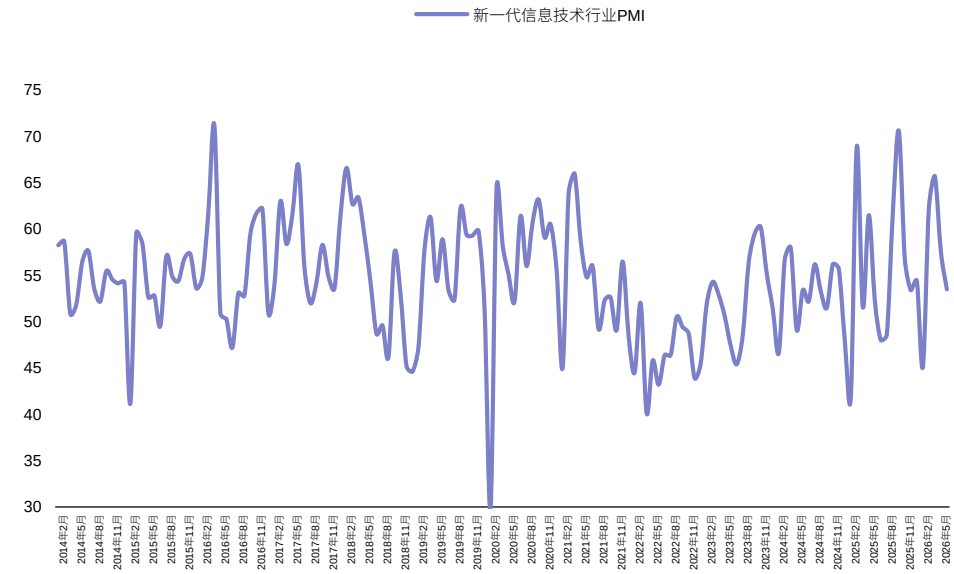
下载日志已记录，仅供内部参考

图 6：高技术制造业 PMI 与沪深 300 指数



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

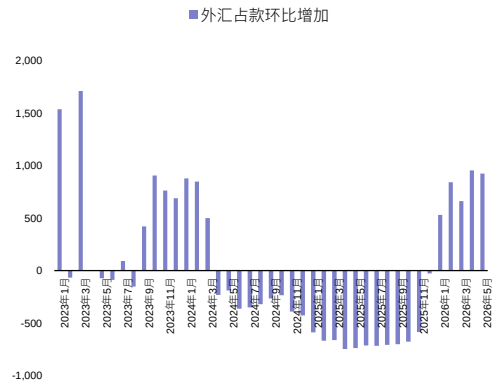
图 7：新一代信息技术行业 PMI



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

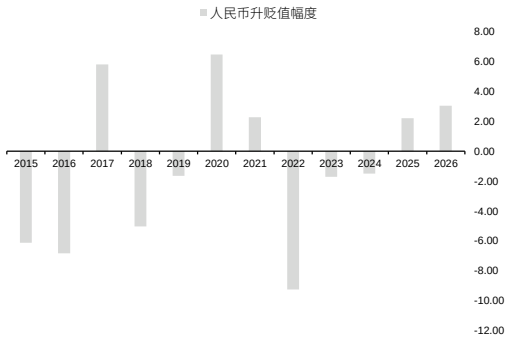
下载日志已记录，仅供内部参考

图 8：外汇占款环比增加（亿元）



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图 9：人民币升贬值幅度（%）



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心；2026 年为截至 6 月 22 日

下载日志已记录，仅供内部参考

广发宏观研究小组

郭 磊 ：广发证券首席经济学家、首席分析师，2016 年加入广发证券发展研究中心。

陈礼清 ：联席首席分析师，金融学博士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

吴棋滢 ：资深分析师，经济学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

贺骁束 ：资深分析师，经济学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

钟林楠 ：资深分析师，经济学硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

王 丹 ：资深分析师，经济学硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

陈嘉荔 ：资深分析师，理学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

文永恒 ：资深分析师，经济学博士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



郭磊

SAC 执证号：S0260516070002
SFC CE No. BNY419
guolei@gf.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

广发证券
行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券
公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址	邮政编码	客服邮箱
广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

下载日志已记录，仅供内部参考

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。