下载日志已记录，仅供内部参考

报告日期　2026 年 07 月 05 日

开始交易加息预期的回摆

分析师：段超
S0190516070004
duanchao@xyzq.com.cn
研究助理：郑成霖
zhengchenglin@xyzq.com.cn

相关研究

【兴证宏观】AI 硬件如何影响中国通胀——宏观视角看 AI 系列之二-2026.07.01

【兴证宏观】“新供给”视角看当前基本面走弱-2026.06.25

【兴证宏观】20260618-沃什鹰派首秀，新在哪里-2026 年 6 月 FOMC 会议点评-2026.06.18

投资要点：

- **6 月以来全球权益市场波动加剧。**全球主要股指持续围绕宏观基本面、流动性环境和 AI 泡沫担忧进行博弈，市场定价反复修正，指数波动明显放大。作为本轮 AI 行情“风向标”的韩国股市，在高杠杆、高散户、高集中度的背景下，市场震荡更为剧烈。今年以来，韩国股市两种熔断机制触发的次数均创下历史新高：1）门槛较高的全市场熔断，自 2000 年引入以来累次触发 11 次，其中 5 次发生在 2026 年上半年。2）门槛较低的边车机制，今年已累计触发 30 次，其中上涨和下跌方向各触发 15 次，反映出韩国股市在暴涨和暴跌之间反复横跳。与此同时，当前全球主要股指隐含波动率仍维持在历史高位，且波动率水平均较年初有所抬升，显示出投资者对于后续市场走势仍存在较大分歧。

- **当前海外市场波动放大可能并非偶然。**6-7 月处在多重风险因素的集中兑现期，市场波动可能进一步放大。**一是美联储新任主席淡化前瞻指引**，后续市场定价或将更依赖于基本面数据，这也意味着数据波动对市场的冲击将会加大。**二是地缘政治扰动仍存**，美伊虽已签署谅解备忘录，但在伊核问题和海峡控制权等核心问题上仍有较大分歧，且以色列方面存在破坏和平协议的可能性。**三是海外融资扩张**，在谷歌增发、SpaceX 上市以及 OpenAI 和 Anthropic 推进 IPO 的背景下，市场对于大型科技公司融资扩张冲击流动性的担忧或仍将持续。**四是美股财报季 AI 盈利验证**，当前海外科技板块对于未来业绩兑现计入了较为充分甚至偏乐观的预期，若后续 AI 产业链盈利释放节奏不及市场预期，权益市场尤其是科技成长板块或面临较大的调整压力。

- **加息预期回摆初显端倪**：近期海外流动性预期已出现边际松动，市场开始从此前的“年内加息交易”转向“加息预期回摆交易”。但当前市场交易的并非美联储即将转向宽松，而是对前期过度紧缩预期的修正。

  - **美国 6 月非农数据意外降温成为加息预期回摆的起点。**美国 6 月非农就业新增 5.7 万人，不及市场预期的新增 11 万人。非农数据不及预期使得就业市场对年内进一步加息的支撑有所弱化，数据公布后的市场表现也部分反映出对前期过度紧缩预期的修正。

  - **能源通胀回落或是加息预期回摆的第二条线索。**随着美伊达成谅解备忘录，油价高位回落并带动市场通胀预期降温，后续能源通胀继续上行并向核心通胀扩散的风险有所下降。但是，当前美国住房、服务等相关价格压力仍存，能源通胀降温有望进一步支撑加息预期回摆，但不足以推动货币政策直接转向降息。

- **整体而言，基本面软化依然是驱动流动性预期转宽的最重要线索，但美联储改革、中期选举阶段来自白宫的压力也可能成为影响美联储政策倾向的变量，当前市场处在加息预期回摆的起点，若后续基本面走弱、通胀评估框架变化与政治压力显现，流动性预期或有由偏紧转向宽松的空间。**

- **关注加息预期回摆的投资机会。**多重因素扰动下，短期内市场或仍处于高波动状态。但若后续美联储加息预期回摆持续演绎，海外流动性环境缓和，则可关注以下投资机会：

  - **美债方面**：收益率曲线或由“熊平”逐步转向“牛平”。前期美债收益率曲线的平坦化已经演绎了一段时间，若后续加息预期下降且美联储承诺长期保持纪律性，美债收益率曲线有望由“熊平”进一步过渡至“牛平”。

  - **美元方面**：二季度以来，受加息预期升温影响，美元指数整体走强，随着近期市场对于加息的预期回摆，美元指数或也将出现回落。

  - **商品方面**：在美元指数和美债收益率回落的情况下，大宗商品有望迎来修复，尤其黄金在前期大幅下跌之后，投资价值也可能逐渐修复。

  - **权益方面**：市场风险偏好或将回暖。前文中提及的短期海外权益市场四大风险因素中，美联储居于首位，如果后续加息预期持续回摆，不仅有助于缓解 AI 科技板块的估值压力，也有望带动其他风格的权益资产修复。

- 风险提示：1）全球地缘形势超预期变化；2）国内外经济政策不确定性。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

一、 近期海外权益市场普遍震荡，短期内波动或将延续 3
二、 加息预期回摆初显端倪 6
（一） 非农降温带来加息预期的边际回摆 6
（二） 能源通胀回落或是加息预期回摆的第二条线索 7
（三） 年内流动性有望转宽的几条线索 8
三、 加息预期回摆的投资机会 10

图目录

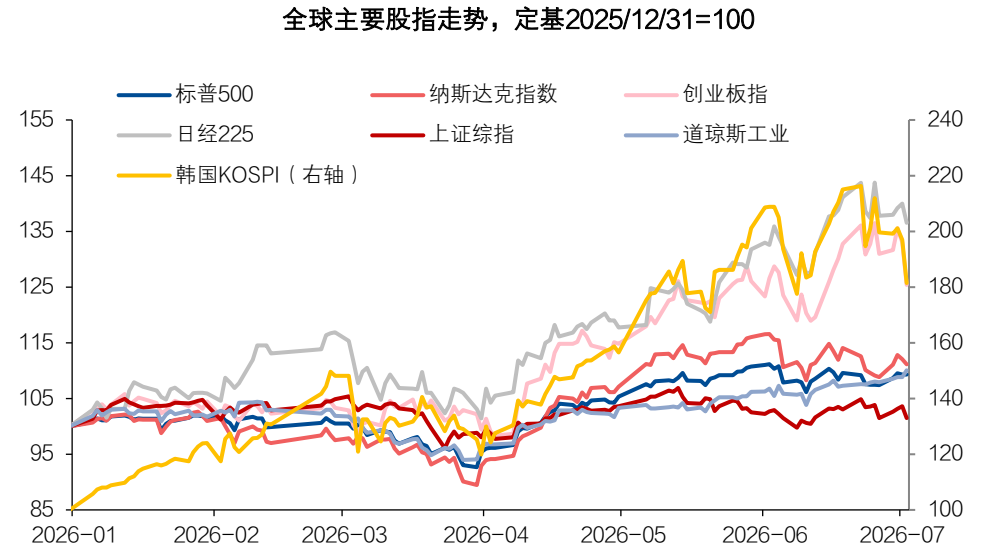
图 1、 6 月以来全球权益市场波动加剧 3
图 2、 2026 年上半年韩国股市触发全市场熔断 5 次 4
图 3、 今年以来韩国股市边车机制已累计触发 30 次 4
图 4、 当前全球主要股指隐含波动率仍在历史高位 4
图 5、 6-7 月海外市场处在多重风险因素的集中兑现期 5
图 6、 美国 6 月非农新增就业 5.7 万人 7
图 7、 6 月中旬以来海峡通航情况好转 7
图 8、 油价与通胀预期同步回落 7
图 9、 美国汽油零售价见顶回落 8
图 10、 美国核心通胀环比动能仍偏强 8
图 11、 近期截尾均值 PCE、中位数 PCE 同比增速较 PCE 更温和 9
图 12、 民主党在众议院选举中胜选概率更大 10
图 13、 共和党在参议院选情压力较小 10
图 14、 二季度以来美元在加息预期升温下走强，近期有所回落 11

下载日志已记录，仅供内部参考

一、近期海外权益市场普遍震荡，短期内波动或将延续

近期全球权益市场波动加剧。6 月以来，全球主要股指持续围绕宏观基本面、流动性环境和 AI 泡沫担忧进行博弈，市场定价反复修正，指数波动明显放大。作为本轮 AI 行情“风向标”的韩国股市，在高杠杆、高散户、高集中度的背景下，市场震荡更为剧烈。目前韩国股市共有边车机制（Sidecar）和全市场熔断（Circuit Breaker）两种波动管控机制，通常都称为“熔断”。今年以来，韩国股市这两种熔断机制触发的次数均创下历史新高：1）门槛较高的全市场熔断（一级熔断在 KOSPI 指数较前一日收盘下跌 8%以上且持续 1 分钟时触发）自 2000 年引入以来累次触发 11 次，其中 5 次发生在 2026 年上半年：3 月因地缘冲突触发 2 次；6 月因半导体股价暴跌触发 3 次。2）门槛较低的边车机制（当 KOSPI 200 期货价格较基准价涨跌超过 5%并持续 1 分钟时触发），今年已累计触发 30 次，超过 2008 年金融危机时期的 28 次。其中上涨和下跌方向各触发 15 次，反映出韩国股市在暴涨和暴跌之间反复横跳。与此同时，当前全球主要股指隐含波动率仍维持在历史高位，且波动率水平均较年初有所抬升，显示出投资者对于后续市场走势仍存在较大分歧。

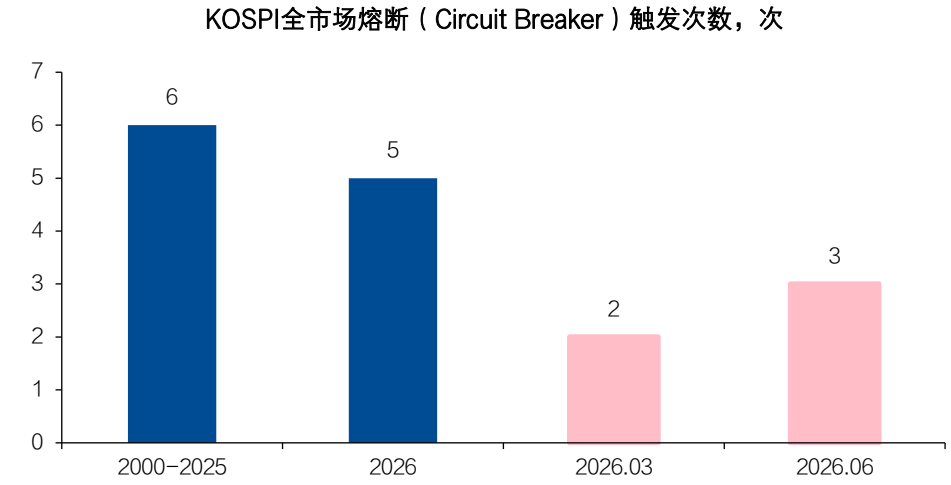
图1、6 月以来全球权益市场波动加剧



注：数据截至 2026 年 7 月 3 日
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

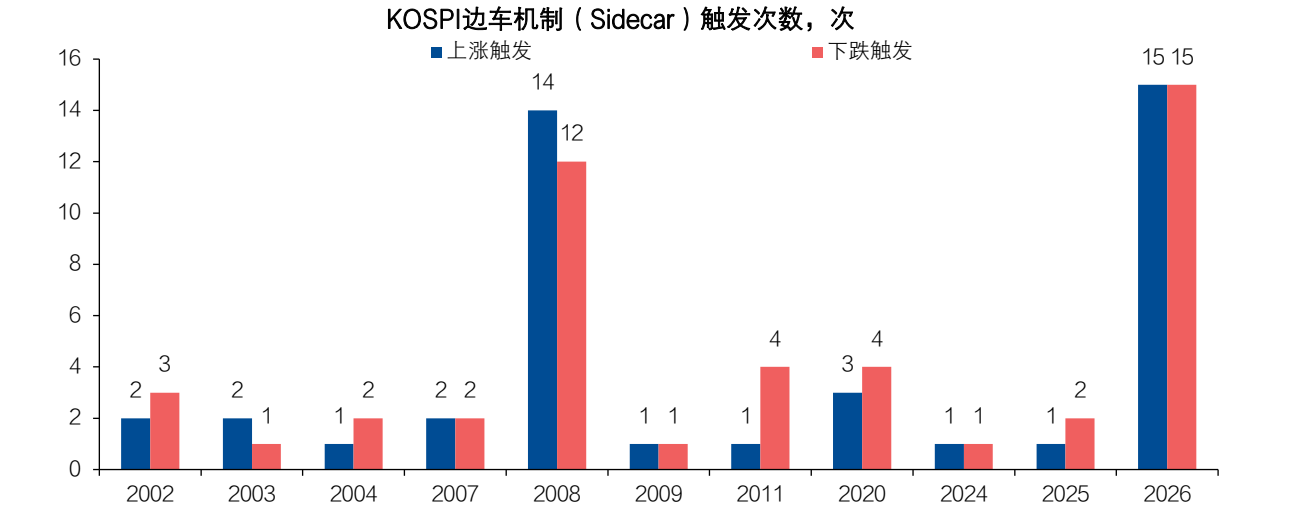
下载日志已记录，仅供内部参考

图2、2026 年上半年韩国股市触发全市场熔断 5 次



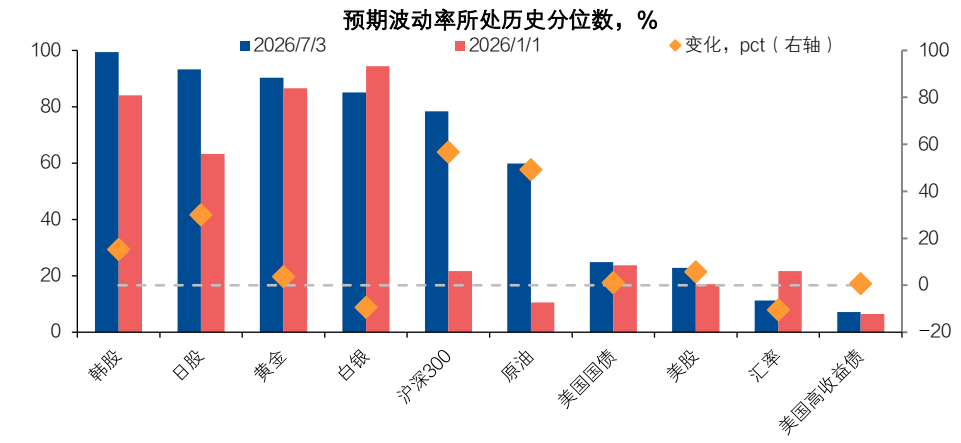
数据来源：财联社，韩国交易所，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、今年以来韩国股市边车机制已累计触发 30 次



数据来源：财联社，韩国交易所，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、当前全球主要股指隐含波动率仍在历史高位

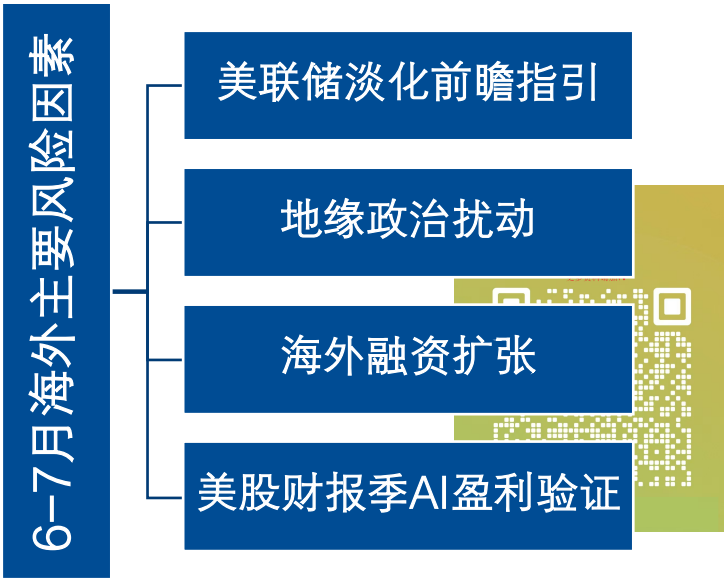


注：历史分位数计算区间：2021 年 1 月 1 日至 2026 年 7 月 3 日
数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

下载日志已记录，仅供内部参考

当前海外市场波动放大可能并非偶然。我们已在此前多篇报告中提示，美国中期选举年，海外宏观基本面和市场波动中枢往往有所抬升（详参《*破局"低通胀"，掘金"新外需"*》）。而 6-7 月由于处在多重风险因素的集中兑现期，市场波动可能进一步放大。**一是美联储新任主席淡化前瞻指引：**沃什上任的首次 FOMC 会议即实施改革，包括简化决议声明，删除前瞻性指引，本人不参与数据预测等（详参《*沃什鹰派首秀，新在哪里*》）。联储的市场沟通作用有所淡化，货币政策路径的可预见性下降，后续市场定价或将更依赖于基本面数据，这也意味着数据波动对市场的冲击将会加大。**二是地缘政治扰动：**6-7 月份也是地缘波动的时间窗口，虽然目前美伊双方已签署谅解备忘录，中东局势较 6 月初整体向好，但双方在伊核问题和海峡控制权等核心问题上仍存在较大分歧，并且以色列方面普遍对美伊备忘录条款持消极态度，存在违反协议中关于停止黎巴嫩敌对行动的可能性。此外也不能排除地缘风险向其他地区外溢的可能，全球地缘局势仍存在不确定性。**三是海外融资扩张：**6 月初，谷歌母公司 Alphabet 宣布将发行 800 亿美元股票；6 月 12 日马斯克旗下太空探索技术公司（SpaceX）在纳斯达克正式挂牌上市，募资规模约 750 亿美元；此外，OpenAI 和 Anthropic 也已相继递交 IPO 申请文件，下半年有望登陆美股市场。在此背景下，市场对于大型科技公司融资扩张冲击流动性的担忧或仍将持续。**四是美股财报季 AI 盈利验证：**7 月美股即将开启二季度财报季，虽然目前市场普遍预期美股上市企业二季度盈利仍将保持强劲，但在 AI 叙事的持续催化下，当前海外科技板块的估值水平和盈利预期均处于历史高位，股价对于未来业绩兑现计入了较为充分甚至偏乐观的预期，若后续 AI 产业链盈利释放节奏不及市场预期，权益市场尤其是科技成长板块或面临较大的调整压力。

图5、6-7 月海外市场处在多重风险因素的集中兑现期



数据来源：兴业证券经济与金融研究院绘制

下载日志已记录，仅供内部参考

二、加息预期回摆初显端倪

近期海外流动性预期已出现边际松动，市场开始从此前的“年内加息交易”转向“加息预期回摆交易”。6 月 FOMC 后，鹰派点阵图、沃什对通胀风险和价格目标的强调以及美国基本面的韧性，曾推动市场重新定价年内加息风险。但随着 6 月非农就业显著低于预期、前值下修，同时美伊冲突缓和带动油价回落，支撑加息交易的两条主要线索——强就业与能源通胀风险——均出现边际弱化。不过，我们认为，当前市场交易的并非美联储即将转向宽松，而是对前期过度紧缩预期的修正。

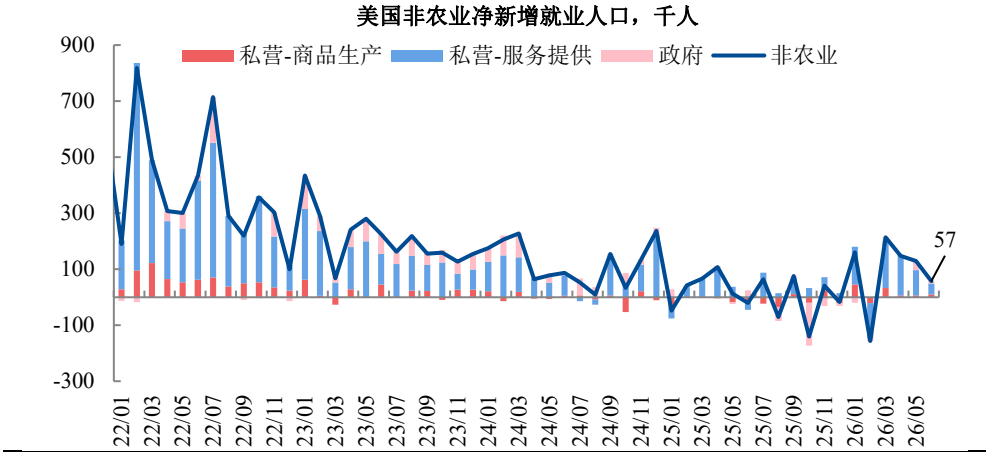
（一）非农降温带来加息预期的边际回摆

意外降温的非农是加息预期边际回摆的起点。2026 年 3-5 月美国非农连续强劲、世界杯效应对服务业就业的提振预期，以及 6 月数据发布前白宫经济委员会主任哈塞特、美国财长贝森特对本期就业数据的乐观表态，均使市场预期 6 月非农将延续高增。但实际数据明显低于预期：6 月美国非农新增就业 5.7 万人，大幅低于预期的 11 万人；劳动参与率意外下滑至 61.5%，推动失业率小幅回落至 4.2%；此前市场预期仍将维持高增的休闲酒店行业就业爆冷，本期减少 6.1 万人。（详参《非农就业意外降温，美联储加息预期延后——2026 年 6 月美国非农点评》）不过，就数据本身而言，这份就业报告并不算差。我们在《加息预期下的美国经济：韧性拆解与边际展望》中提到，当前美国就业市场处于劳动力供给放缓下的紧平衡状态，就业市场可能表现出新增就业中枢下降、数据波动加大的特征。圣路易斯联储此前也测算出，今年美国维持就业市场平衡所需的月均新增就业人数在 1.5-8.7 万人区间，本期新增 5.7 万人落在该区间内，整体处于温和增长区间。因此，这份未如预期般强劲的就业报告并非指向就业市场出现下行风险，更像是为此前市场较强的加息预期按下“冷却键”，也缓解了美联储短期内调整利率的紧迫性。CME FedWatch 显示，数据发布后，市场对美联储 7 月、9 月维持利率不变的预期较数据发布前走高，其中 7 月维持利率不变的概率升至约 80%。

边际降温但仍较稳健的就业数据尚不足以构成货币政策拐点，市场在修正前期过度紧缩预期。非农数据发布后，美国三大股指开盘走高，10 年期美债收益率下行，体现出加息预期边际回摆的交易特征。黄金价格在实际利率预期回落的支撑下持续反弹，也能体现当前流动性预期边际缓和的交易线索。从历史经验看，美联储重新进入加息周期，通常需要看到就业市场较长时间的企稳修复，而现阶段就业的高增修复仅持续 3 个月，并且 6 月数据又明显回落，意味着就业端对年内进一步加息的支撑有所弱化。向后看，若就业新增维持温和、劳动力供给约束下的紧平衡格局延续，市场大概率将继续交易加息预期回摆。

下载日志已记录，仅供内部参考

图6、美国 6 月非农新增就业 5.7 万人

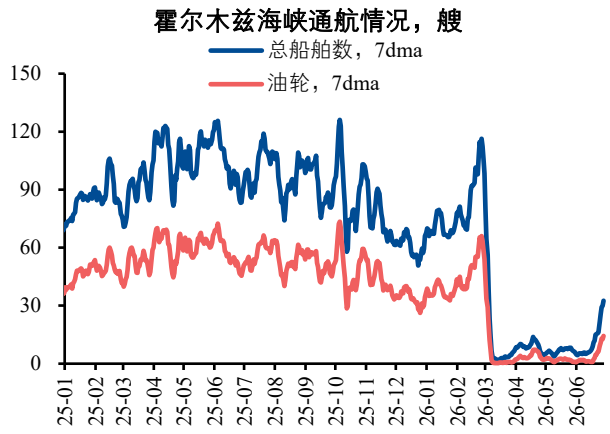


数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）能源通胀回落或是加息预期回摆的第二条线索

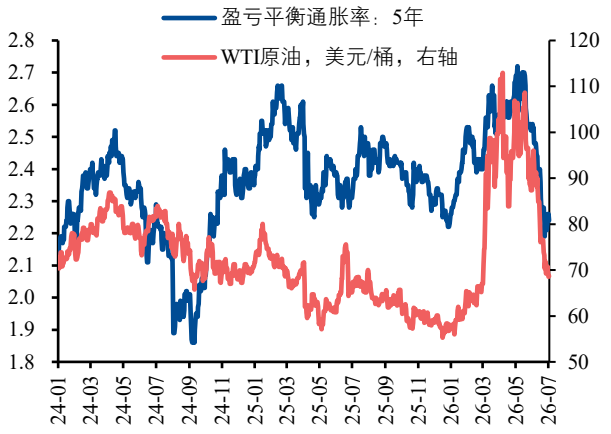
能源通胀的缓和可能进一步支撑加息预期回摆。此前美伊冲突推升油价，是市场担忧通胀再度上行、并交易美联储加息的核心原因。但自 6 月中旬美伊达成谅解备忘录以来，霍尔木兹海峡通航情况边际改善，油价自高位回落，并带动市场通胀预期降温。与此同时，美国汽油零售价格也触顶回落，这意味着能源价格对通胀指标和居民通胀体感的扰动可能逐步减弱，能源通胀继续上行并向核心通胀扩散的风险有所下降。在此情形下，若 6 月通胀数据包含能源价格回落的信号，美联储加息紧迫性或将有所缓解，为市场交易加息预期回摆提供第二条线索。

图7、6 月中旬以来海峡通航情况好转



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、油价与通胀预期同步回落



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

下载日志已记录，仅供内部参考

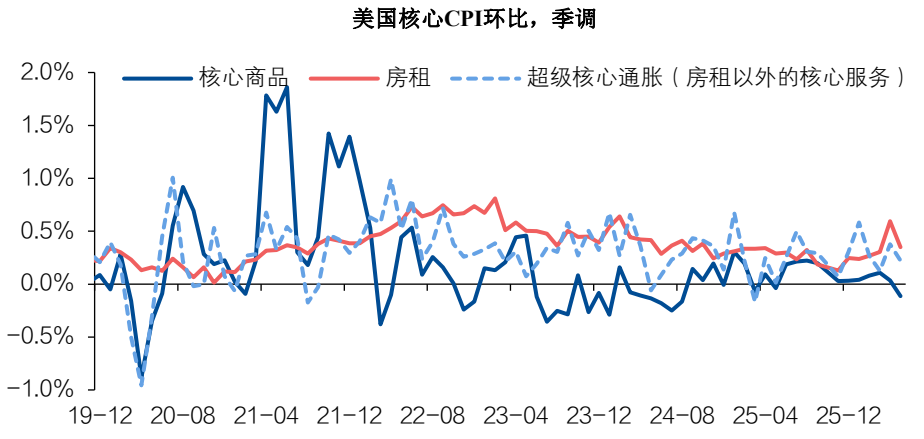
图9、美国汽油零售价见顶回落



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

但油价回落并不等同于宽松时机到来，核心通胀粘性或仍约束降息空间。一方面，美伊冲突推高油价确实给美国带来严重的输入型通胀压力，因而油价回落有助于缓解总体通胀读数和通胀预期;但另一方面，当前美国核心通胀仍具有较强粘性，住房、服务等相关价格压力仍存。在此背景下，过早转向宽松可能反而强化通胀粘性，使物价难以回落至目标水平。此外，沃什在 6 月 FOMC 后的新闻发布会上也强调，美联储并不会因为单一商品价格变化本身调整政策，关键在于单项价格上涨是否扩散至整个经济体。因此，油价回落的意义或也不在于直接打开降息空间，更多是降低了美联储因能源冲击而实质性紧缩的概率。换言之，能源通胀降温可以进一步支撑加息预期回摆，但亦不足以推动货币政策转向降息。

图10、美国核心通胀环比动能仍偏强



数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）年内流动性有望转宽的几条线索

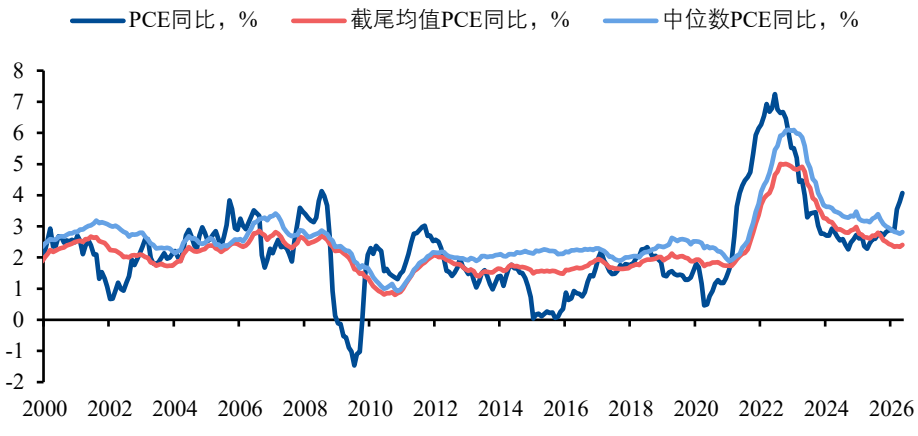
向后看，基本面边际走弱依然是驱动美联储政策转宽的最重要线索。当前市场交易的并不是美联储政策倾向已经转向宽松，而是此前过度紧缩的加息预期开始修

下载日志已记录，仅供内部参考

正。6 月非农意外降温削弱了强就业支撑加息的逻辑，油价回落则降低了能源通胀驱动美联储进一步紧缩的概率。但无论是就业还是能源价格，目前都更近似加息预期回摆的触发因素，而非政策转向的充分条件。真正决定年内流动性预期能否从加息回摆走向宽松的或仍是基本面是否出现实际软化：若后续就业走弱、消费和投资动能边际放缓，同时核心通胀回落，市场对美联储紧缩的担忧可能才逐步消退，并重新转向对政策宽松的定价。

同时，美联储改革及经济评估框架的变化也可能重塑市场对基本面的理解。沃什在 6 月 FOMC 会议上表示将成立工作组，研究美联储沟通方式、资产负债表状况以及基本面评估框架等问题，因此后续市场对基本面的解读方式也可能基于框架改革而发生变化。以通胀指标为例，沃什在今年 4 月参议院听证会上曾提及，剔除极端价格扰动后的截尾均值 PCE 和中位数 PCE 指标或能更好反映“底层通胀率”，在当前油价作为单一因素推高通胀的背景下，这两个指标的同比增速均较整体 PCE 更为温和，说明不同的通胀指标对价格压力的刻画已出现分化。若后续美联储提高对这类通胀指标的关注度，并且该类指标继续显示底层通胀回落，市场可能也会相应调整对通胀粘性和加息必要性的判断，从而为加息预期继续回摆、乃至流动性预期转宽提供新的定价基础。

图11、近期截尾均值 PCE、中位数 PCE 同比增速较 PCE 更温和

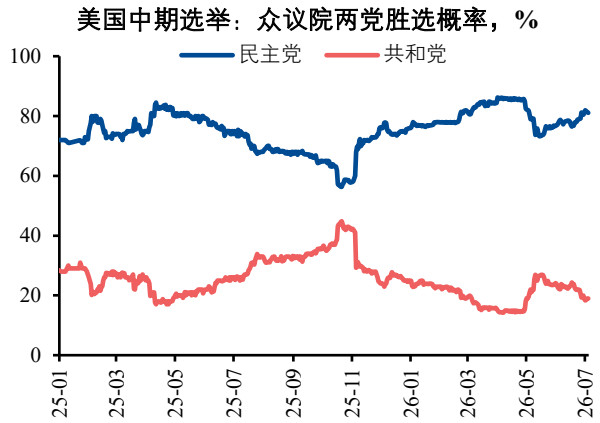


数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

政治因素也可能成为年内流动性预期转宽的边际扰动。随着中期选举临近，特朗普面临较大的选情压力，白宫对居民可负担性和融资环境关注度或有上升，对美联储维持高利率的压力也可能加大。若当前高利率水平继续加重财政发债负担，并对权益资产和民企融资环境形成压制，来自白宫的政治压力可能强化市场对美联储尽快转向宽松的预期。不过，这一线索更偏向预期扰动而非政策转向的核心依据：在通胀未回落至目标附近之前，美联储或仍需维护其抗通胀信誉，可能难以仅因政治压力而快速宽松。

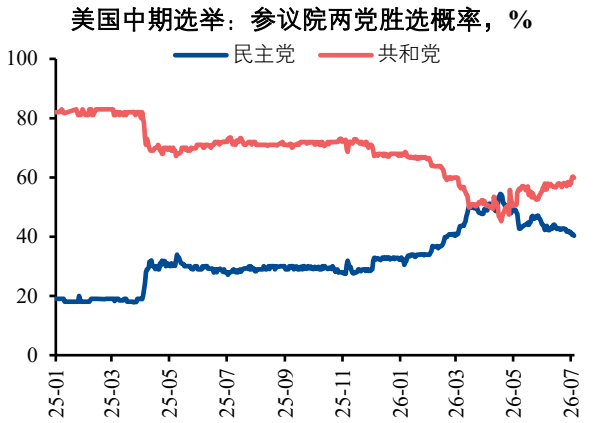
下载日志已记录，仅供内部参考

图12、民主党在众议院选举中胜选概率更大



数据来源：Kalshi，兴业证券经济与金融研究院整理

图13、共和党在参议院选情压力较小



数据来源：Kalshi，兴业证券经济与金融研究院整理

因此，年内流动性预期转宽的主线仍应回到基本面本身；美联储改革和政治压力更多是放大或加速市场定价调整波动的因素，而非决定性变量。**总体来看，当前市场处在加息预期回摆的起点，若后续基本面走弱、通胀评估框架变化与政治压力显现，流动性预期或有由偏紧转向宽松的空间。**

三、加息预期回摆的投资机会

关注加息预期回摆的投资机会。多重因素扰动下，短期内市场或仍处于高波动状态。但若后续美联储加息预期回摆持续演绎，海外流动性环境缓和，则可关注以下投资机会：

（1）美债方面：收益率曲线或由“熊平”逐步转向“牛平”。前期美债收益率曲线的平坦化已经演绎了一段时间，若后续加息预期下降且美联储承诺长期保持纪律性，美债收益率曲线有望由“熊平”进一步过渡至“牛平”。

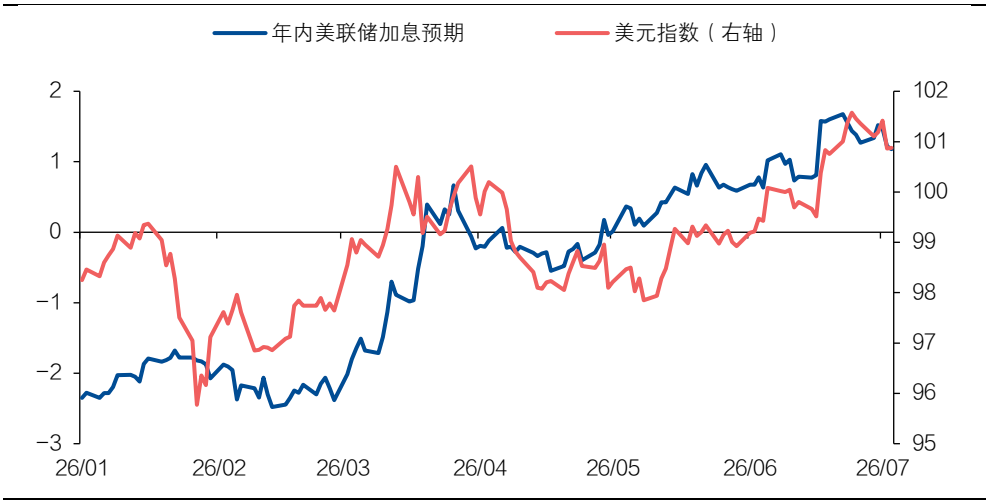
（2）美元方面：二季度以来，受加息预期升温影响，美元指数整体走强，随着近期市场对于加息的预期回摆，美元指数或也将出现回落。

（3）商品方面：在美元指数和美债收益率回落的情况下，大宗商品有望迎来修复，尤其黄金在前期大幅下跌之后，投资价值也可能逐渐修复。

（4）权益方面：市场风险偏好或将回暖。前文中提及的短期海外权益市场四大风险因素中，美联储居于首位，如果后续加息预期持续回摆，不仅有助于缓解 AI 科技板块的估值压力，也有望带动其他风格的权益资产修复。

下载日志已记录，仅供内部参考

图14、二季度以来美元在加息预期升温下走强，近期有所回落



注：蓝色线为市场预期联储 2026 年降息次数，单次 25bps，正值为加息，负值为降息
数据来源：Bloomberg，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示：1）全球地缘形势超预期变化；2）国内外经济政策不确定性。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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口头承诺均为无效，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn