仅供内部参考，请勿外传

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

静待风回

——2026年四季度大类资产配置展望

作者：王开（SAC:S0930526050001）
王正洁（SAC:S0930526080001）

2026年9月26日

证券研究报告

仅供内部参考，请勿外传

核心观点：联储重启加息，Q4重视结构与节奏

- A股贝塔属性走弱，自下而上选股优先；上证大盘与上证50等沪市核心资产整体趋弱，科创/创业板/深成指具备阶段性反弹窗口，半导体设备与通信设备存在再博弈与中期修复可能。

- 红利在震荡回落中可战术配置；黄金仍处筑底，待二次探底后再逐步加仓；黄金与红利的战略配置窗口，放在双创阶段性反弹之后。

- 30年期国债处牛市震荡上行；纳指长期看多、短中期回踩可关注；SOX短中期等待一轮阶段修复。联储鹰派格局未稳，外部约束仍主导全球风险偏好节奏。

风险提示：海外货币政策、国内政策落地、主题拥挤及债市流动性等风险。

仅供内部参考，请勿外传

目 录

主题一 宏观大势研判

主题二 股票、债券与黄金观点

主题三 绝对收益导向配置策略

仅供内部参考，请勿外传

主题一

宏观大势研判

仅供内部参考，请勿外传

海外宏观：美联储重启加息，外部约束上升

联储重新转向紧缩，全球风险资产定价偏谨慎

□ 联储重新转向紧缩

9月如期加息；年内尚有10月、12月两次FOMC会议。市场计价年内按兵不动、加息1次、2次概率分别约为4.6%、36.9%、58.5%。

□ 增长与通胀

美国三季度实际GDP环比折年率预期中枢约2.5%，消费韧性对冲住宅投资；核心服务粘性与油价扰动强化加息预期。

□ 对大类资产的含义

美元与美债波动抑制全球风险偏好，A股外部压力随数据与FOMC落地可能阶段性明朗，但难现趋势性外部宽松。

后续持续关注：9月通胀数据、景气度数据、油价以及中期选举。

图表1：FedWatch年内政策利率概率（截至2026年9月24日）

FED FUND FUTURES												
ZQU6	ZQV6	ZQX6	ZQZ6	ZQF7	ZQG7	ZQH7	ZQJ7	ZQK7	ZQM7	ZQN7	ZQQ7	ZQU7
96.2525	96.1050	95.9500	95.8050	95.7225	95.6250	95.5275	95.4300	95.3425	95.2725	95.2375	95.2075	95.1950

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2026/10/28	31.4%	68.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
2026/12/9	4.6%	36.9%	58.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	2.6%	22.4%	48.8%	26.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.6%	7.4%	28.9%	43.3%	19.8%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.4%	4.9%	20.8%	37.9%	28.6%	7.4%	0.0%	0.0%
2027/6/9	0.2%	3.1%	14.3%	30.9%	32.4%	16.0%	3.0%	0.0%
2027/7/28	0.2%	2.7%	12.8%	28.7%	32.2%	18.2%	4.7%	0.4%
2027/9/15	0.2%	2.4%	11.7%	27.0%	31.8%	19.7%	6.2%	0.9%
2027/10/27	0.2%	2.4%	11.6%	26.8%	31.8%	19.9%	6.4%	0.9%
2027/12/8	0.5%	3.6%	13.7%	27.5%	30.2%	18.0%	5.6%	0.8%

资料来源：美联储、CME FedWatch、Wind、光大证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

国内宏观：内需补位外需，政策兼顾内外

增长中枢温和下移

2026Q2 GDP同比约4.3%、上半年约4.7%，落在全年4.5%-5%目标带内；
制造业PMI 8月49.8、7月49.2，位于荣枯线附近反复。

物价与流动性

2026年8月CPI同比+0.8%，核心CPI同比+1.0%，温和增长。
1年LPR维持3.0%;
2026年8月社融存量同比约7.2%，社融总量尚稳，但信贷需求偏弱。

政策含义

货币维持适度宽松、数量型工具优先;
财政侧重支出进度与专项债/超长期特别国债落地，四季度基建确定性相对更强。



GDP上半年
4.7%



CPI 8月
0.8%



PMI 8月
49.8

资料来源：Wind、国家统计局、光大证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

国内宏观：政策余力仍在，结构重于总量强刺激

1、货币政策：逆回购灵活、流动性整体充裕，增量更可能来自流动性工具而非激进降息

以逆回购等流动性工具为主进行流动性投放，保持合理充裕与资金利率中枢稳定，兼顾银行净息差与汇率约束，降息空间更为审慎。

2、财政政策：关注结存限额盘活、专项债使用与“六张网”等项目开工，四季度支出斜率有望抬升

重点在于加快支出进度与形成实物工作量，存量政策加速落地与新政增量发力并行，基建与保民生并重，结构性支持仍是主线。

3、对国内资产含义：利率中枢难趋势大幅下行也难失控上行→债市牛市震荡；权益靠盈利结构与主题，而非全面贝塔牛

政策托底+基本面弱复苏→利率区间震荡、曲线更陡；权益机会来自产业周期与政策支持方向，聚焦结构与景气。

判断

国内政策：稳增长以数量型与支出进度为主

核心判断

政策余力仍在，节奏与结构优先于强刺激总量

节奏特征

四季度支出斜率有望抬升，逆周期发力更可期

资产含义

利率牛市震荡，权益结构化机会为主线

仅供内部参考，请勿外传

中观：产业结构变化抬升“自下而上”权重

全球AI资本开支

仍是出口链与电子中游景气的重要外生变量，但拥挤交易与海外利率扰动使估值波动加大。

国内映射

半导体设备、通信设备、算力相关环节弹性大，亦更易出现阶段回撤后的再博弈。

配置含义

指数层面贝塔走弱时，产业趋势个股与主题轮动贡献主要收益来源；避免用单一宽基暴露替代选股。

图表2：全球AI资本开支向A股结构行情传导



资料来源：光大证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

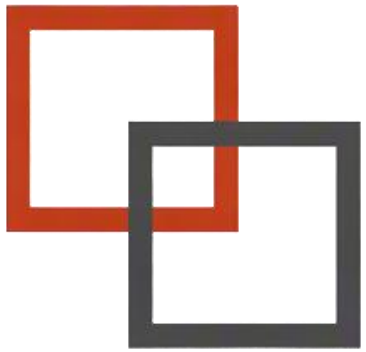
先结构修复，再战略切换红利与贵金属

图表3：从宏观约束到配置主线的传导

宏观约束	市场含义	配置动作
联储重回紧缩周期	风险偏好易反复	控制总权益、留现金缓冲
价格数据回升，但内需偏弱	利率牛市震荡	利率债（中性偏长久期）作底仓
AI结构分化	指数贝塔弱、主题强	双创与设备链战术反弹
实际利率与美元扰动	黄金筑底	等二次探底，不追高

资料来源：光大证券研究所

仅供内部参考，请勿外传



主题二

股票、债券与黄金观点

仅供内部参考，请勿外传

纳指长多可逢回踩，SOX等待阶段修复

判断

■ **纳指：长多可逢回踩**

长期产业趋势向上（AI驱动、云与算力投入延续），短中期波动中回踩是关注区而非趋势终结，逢回踩买入更具性价比。

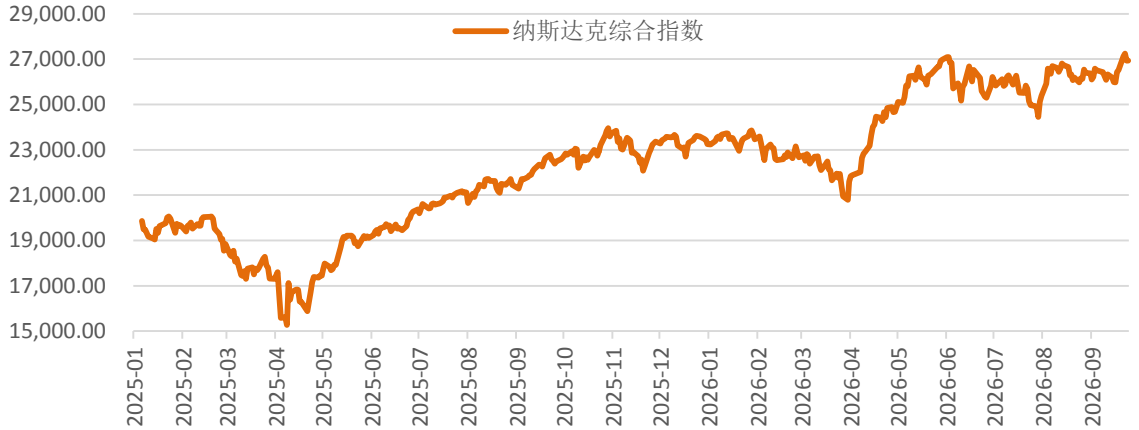
■ **SOX：等待阶段修复**

半导体板块累计涨幅大，近三个月出现较明显调整，情绪回落与估值消化仍在进行，短中期更适合等待修复性行情而非追涨。

■ **对国内映射**

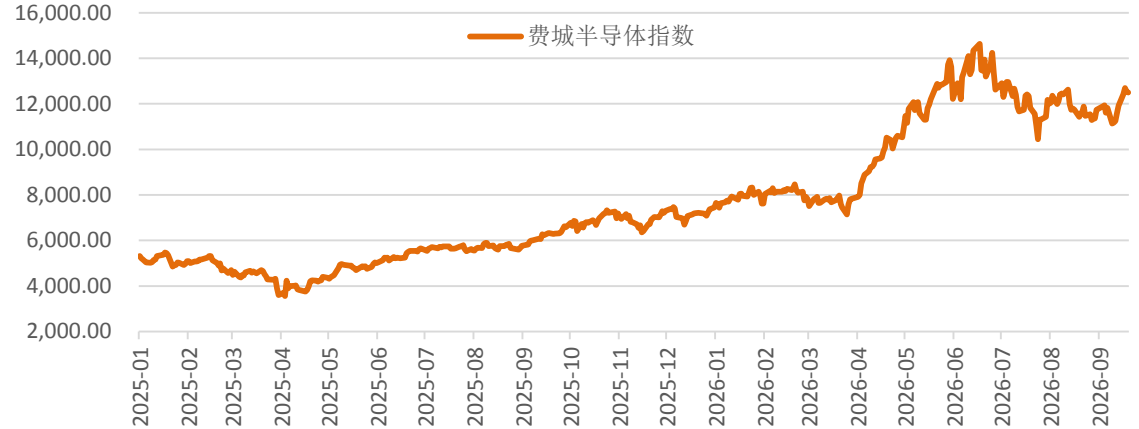
外部科技波动→A股设备/通信等弹性板块交易的节奏锚，关注回踩后的轮动机会。

图表4：纳斯达克综合指数走势与表现（2025/1/1-2026/9/24）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图表5：费城半导体指数（SOX）走势与表现（2025/1/1-2026/9/24）



资料来源：Wind、光大证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

A股：贝塔走弱，选股逻辑重于指数暴露

判断

- 核心资产（上证大盘/上证50）年内收益由正转负，盈利与估值共振不足。
- 成长端已有较大回撤，具备阶段性反弹的赔率基础，但不等于趋势牛重启。

展望

- 海外央行进入紧缩周期，国内政策以结构性为主，分母端缺乏明显利多驱动，预计A股或延续结构分化格局，自下而上选股逻辑重于指数暴露，聚焦景气改善与估值匹配的细分方向。

图表6：主要宽基指数表现（截止2026年9月24日）

指数名称	上证综指	上证50	沪深300	创业板指	科创50	深成指
最新点位	3888	2843	4439	3289	1622	13317
YTD	-2%	-6%	-4%	3%	21%	-2%
近1月	0%	-1%	-3%	-4%	1%	-3%
近3月	-5%	-3%	-10%	-23%	-18%	-17%

资料来源：Wind、光大证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

Q4看好科创板和创业板强于核心资产

核心资产

估值：外部环境与流动性不确定下，分母端仍有压力；

催化：盈利增速斜率趋缓，部分板块进入业绩验证期；

资金：机构拥挤度处于偏高分位，资金定价一致性较强；

四季度策略建议：更宜低配指数增强贝塔，聚焦高股息与现金流稳定品种。



震荡市

轮动加快
结构分化

降低宽基久期式暴露

缩短持仓久期
降低组合波动

提高个股与主题胜率

聚焦景气与催化
把握阶段机会

双创/深成指

估值：估值压缩幅度大于价格跌幅，隐含盈利端预期上修，估值回落至历史中低位；

催化：政策支持与产业趋势共振，科技创新与成长赛道催化较多；

资金：交投活跃度回升，增量资金更偏好小盘成长；

四季度策略建议：把握阶段性反弹机会，操作上“反弹-兑现”节奏，控制回撤。

判断：后市展望，核心资产延续震荡偏弱，双创板块或迎阶段性修复。

资料来源：Wind，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

仅供内部参考，请勿外传

行业：电子与通信调整后具备再博弈基础

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

判断

电子与通信板块调整后具备再博弈基础。

再博弈逻辑：拥挤交易回落+产业趋势未证伪→波动市中反复定价；中期不排除修复行情。

观点：半导体设备与通信设备具备再博弈可能，后续关注业绩验证、产业催化与海外流动性变化。

近期行业背景

近期居前的有农林牧渔、国防军工、房地产、传媒、建筑材料等；通信、电子亦录得正收益，仍处再博弈阶段。

电力设备、有色金属等调整更深，体现成长内部分化。

主题投资

AI算力、半导体设备、通信设备优先作为弹性仓；

传统周期与红利作为对冲仓。

图表7：近1月申万一级行业指数涨跌幅（2026/8/24-2026/9/24）



资料来源：Wind，光大证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

H股跟随全球科技波动，结构重于指数

结论先行

南向与美元利率扰动下，港股科技短期仍弱于内资红利/价值；

若美股科技回踩后修复，H科技或弹性更大，但绝对收益账户宜个股精选、控制仓位。

与A股衔接：AH合力看结构，不看齐涨齐跌贝塔。

核心观点

资金面：受海外流动性影响较大，美联储进入紧缩周期压制H科技估值。

基本面：AI景气延续但兑现节奏分化，平台/云与应用优于硬件链。

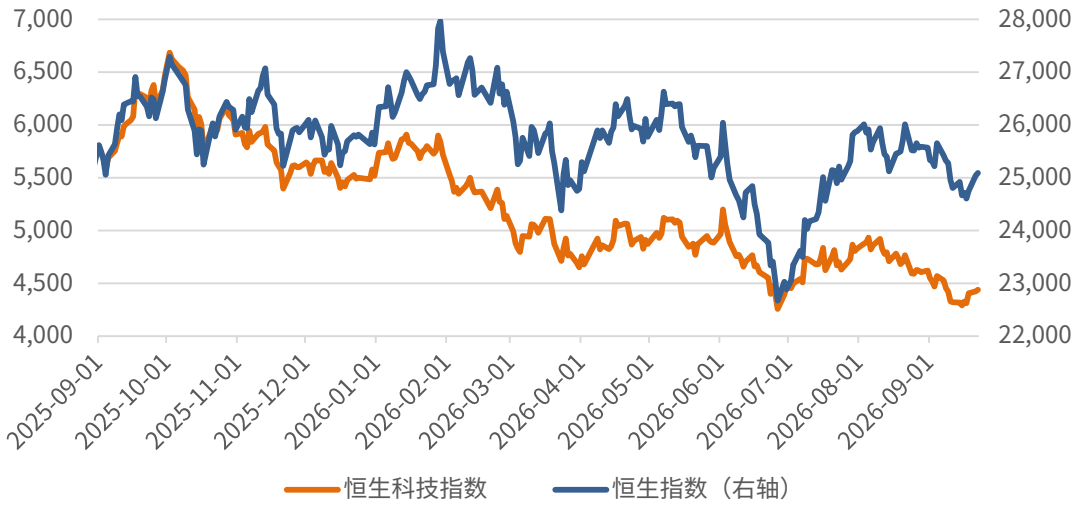
交易面：全球科技波动放大，H股跟随Beta更敏感，结构胜率更优。

图表8：港股主要指数表现（截至2026年9月24日）

指数名称	恒生科技指数	恒生指数
最新点位	4361	24761
YTD	-21%	-3%
近1月	-5%	-3%
近3月	-3%	6%

资料来源： Wind、光大证券研究所

图表9：恒生指数与恒生科技指数走势（2025/9/1-2026/9/24）



资料来源： Wind、光大证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

债券：PPI转正+CPI企稳回升，国债低位震荡

判断

10Y国债四季度核心区间1.60%~1.85%。

逻辑

下限约束来自PPI转正带来的名义增长回升、政府债供给放量以及风险偏好阶段性修复带来的股债跷跷板效应；

上限约束来自央行"适度宽松"与DR007锚定1.40%。

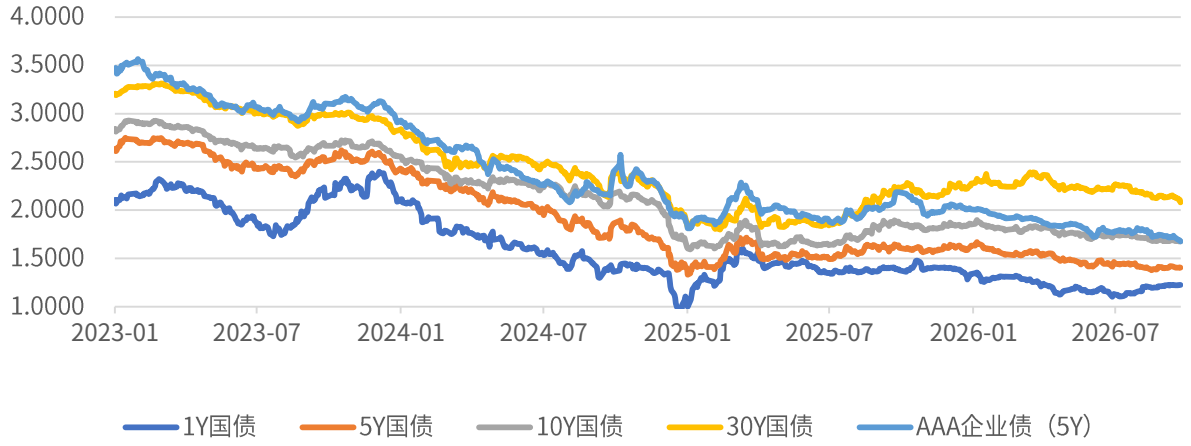
策略

①久期中性偏长（底仓以3-5年为主），以30年国债/政金债小仓位表达超长端行情，不做激进的趋势性拉长久期押注；

②信用利差已压缩至历史极值，下沉性价比低，以高等级票息为主；

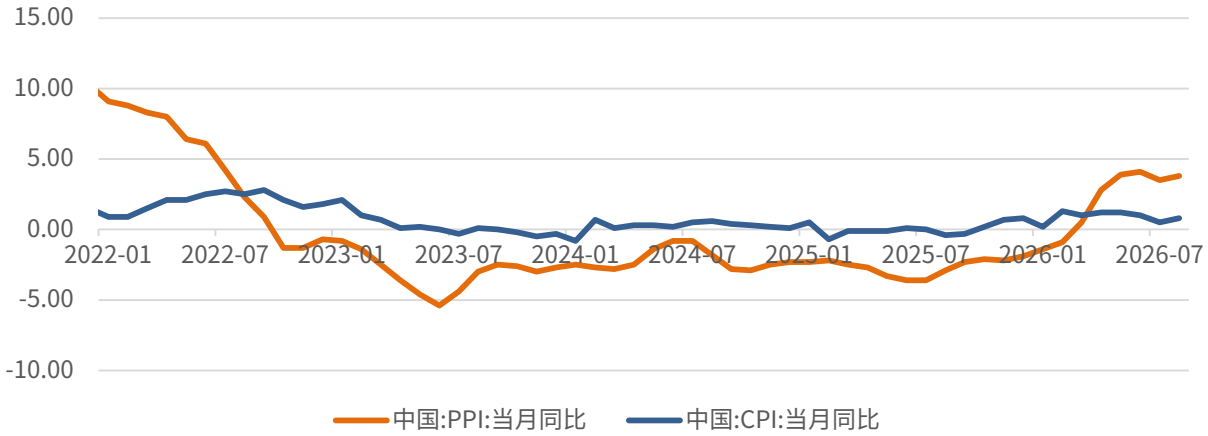
③曲线策略优于方向策略——若权益回暖引发利率反弹至1.80%以上，视为增配窗口。

图表10：2023年至今中证国债到期收益率（%）



资料来源： Wind、光大证券研究所

图表11：2022年至今中国CPI同比与PPI同比（%）



资料来源： Wind、光大证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

久期策略与信用策略

久期策略

绝对收益导向下底仓保持中性偏长久期；
交易仓用少量30年国债/政金债表达超长行情，避免在资金收紧窗口过度杠杆。

信用策略

利差已偏紧，票息价值下降；
优先中高等级产业与金融永续的流动性品种，严控城投下沉与久期错配。

杠杆

以稳健杠杆为主；
交易盘与配置盘分离，防止流动性冲击放大回撤。

仅供内部参考，请勿外传

原油：高油价包含地缘溢价，2027年由去库转向累库

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

判断

Q4基本面整体偏强，2027年供需逐步再平衡

逻辑

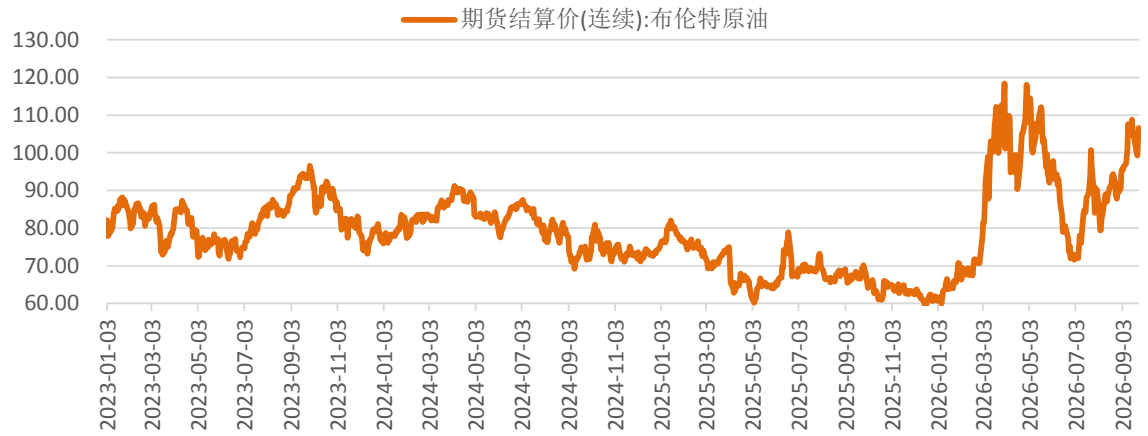
从定价逻辑来看，当前油价包含大量地缘溢价，走势高度取决于中东局势的边际变化。从基本面来看，EIA（2026年9月STEO）预计全球石油库存去化将延续至2026年底（4Q26 仍日均去库约 170 万桶），2027 年初（1Q27）随中东供应恢复转为补库；若全球物流于 2027 年恢复、美国及其他非 OPEC 地区增产，油价将重新走向均衡。

对资产的含义

四季度油价对A股的影响主要通过“美国通胀粘性→美债利率”传导，PPI回升中油价贡献有限。

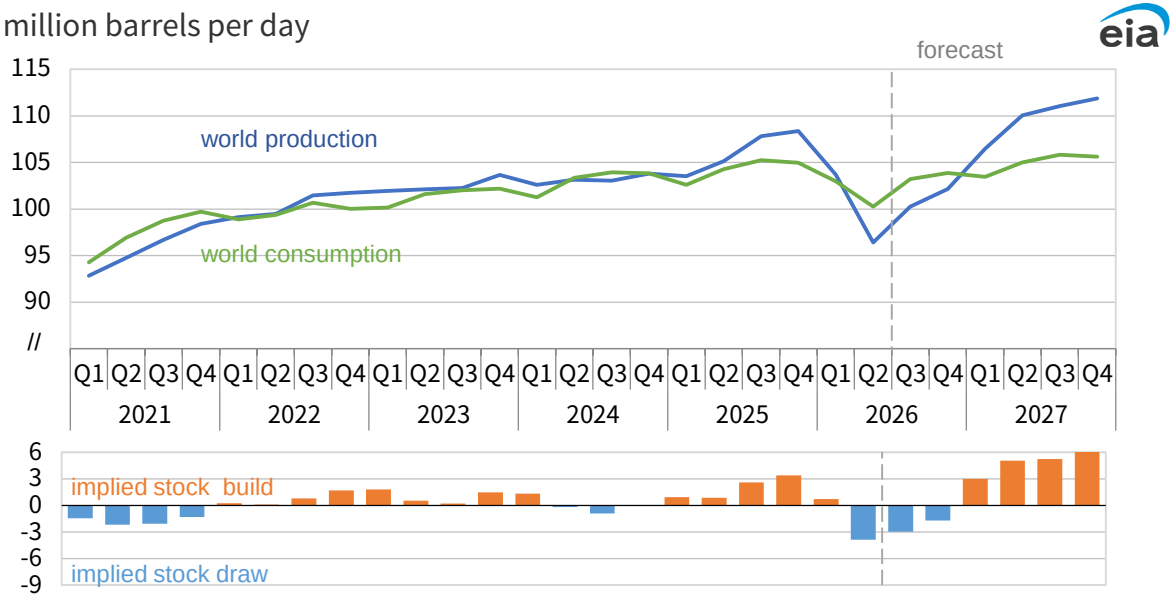
不追高，若地缘缓和驱动Brent油价回落至85美元/桶以下，可以用权益来表达看涨观点，上游能源央企具备红利+景气回升双重属性可增配。

图表12：2023年至今Brent油价（美元/桶）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图表13：全球液体燃料供需平衡



资料来源：EIA《短期能源展望》（2026年9月）、光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

仅供内部参考，请勿外传

黄金等待二次探底，再逐步加仓

判断

黄金仍处于筑底阶段，等待二次探底信号确认后，再逐步加仓。

逻辑

经济强劲、通胀粘性的情况下，预计美联储年内仍有1-2次加息，预期落地或带来金价阶段性回落，但不改变长期配置逻辑。

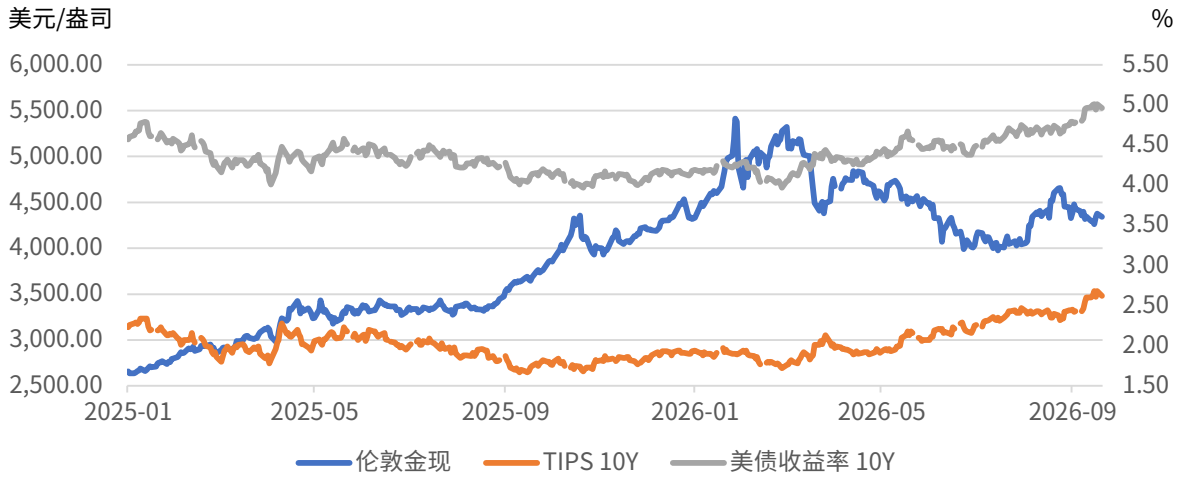
中长期战略多头逻辑未改：全球央行持续购金、美元信用与财政可持续性等结构性议题仍在发酵，黄金具备中枢抬升基础。

节奏建议

当前不追高、不加仓，以观察为主，耐心等待二次探底信号。

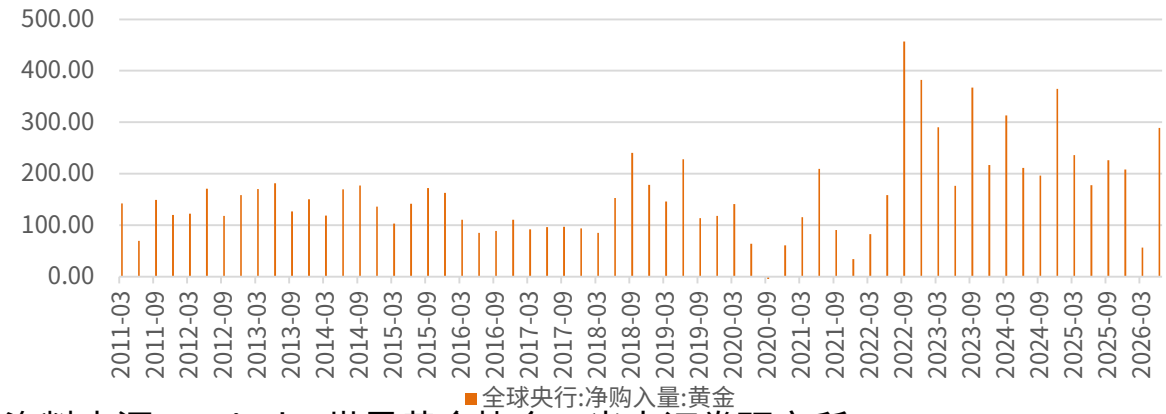
追踪指标：美债收益率、油价、美元指数。

图表14：2025年至今伦敦金现、TIPS 10Y与美债收益率走势



资料来源：Wind、光大证券研究所

图表15：2011年至今全球央行净购金量（吨）



资料来源： Wind、世界黄金协会、光大证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

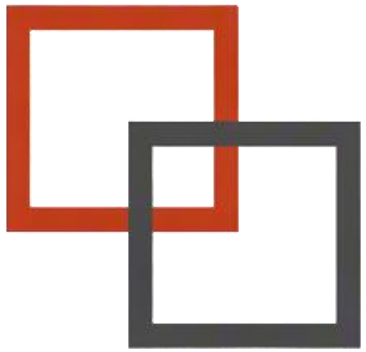
大类观点速览

图表16：大类资产观点

资产	方向	关键表述	操作节奏
A股宽基	中性偏谨慎	贝塔弱	降指数暴露
双创/设备	战术多	阶段反弹+再博弈	反弹兑现
红利	战术多	震荡回落保护	先战术后战略
10Y国债	中性	低位震荡	波段+票息
30Y国债	谨慎偏多	牛市震荡上行	谨慎偏多，超长端择机配置（小仓位）
黄金	中性等待	筑底	二次探底后加
纳指	长多	回踩关注	分批
SOX	等待修复	调整后反弹	不追高

资料来源：光大证券研究所

仅供内部参考，请勿外传



主题三

绝对收益导向配置策略

仅供内部参考，请勿外传

绝对收益的目标函数

1. 目标：年度正收益与可控最大回撤，而非相对基准排名。

核心目标是实现稳健向上收益曲线，守住回撤底线，提升资金使用效率。

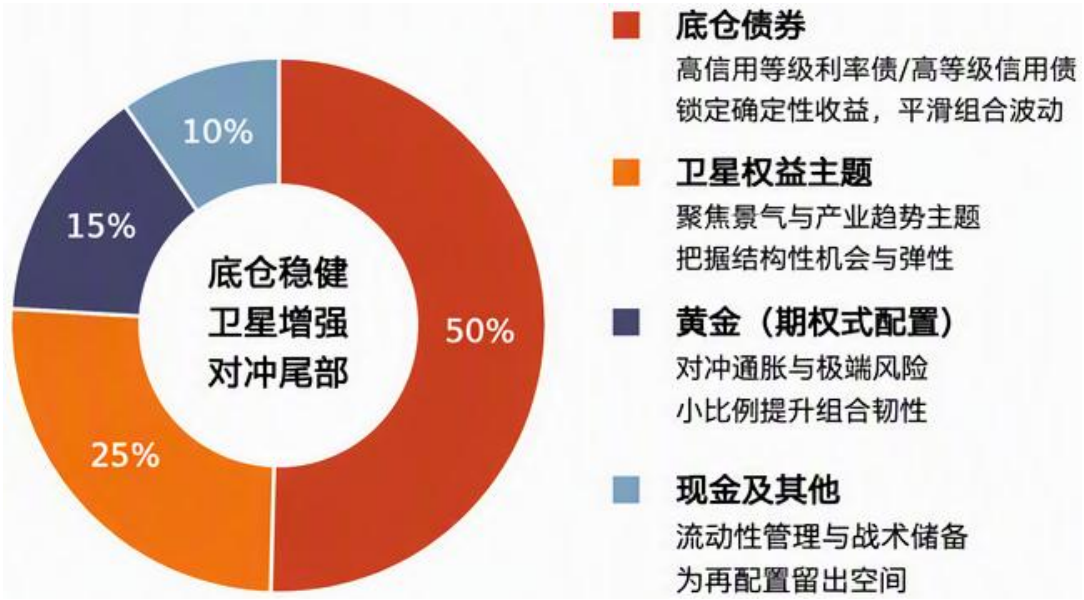
2. 工具：股债金与现金的风险平价思路弱化，改为“底仓债券+卫星权益主题+期权式思维的黄金”。

以稳健底仓锁定确定性票息/分红，以主题增强获取弹性收益，以黄金对冲尾部风险。

3. 纪律：主题反弹必须有减仓计划；黄金与红利根据各自触发条件调整，不与双创行情机械绑定。

先信号后执行，遵守止盈止损与仓位带纪律，防止情绪化交易。

图表17：建议资产配置框架



资料来源：光大证券研究所

绝对收益配置流程

流动性、增长、通胀与政策确定组合暴露上限与方向 → 设定各资产风险预算与最大回撤目标 → 确定各资产配置区间与动态仓位带 → 触发条件：估值偏离/信号变化/回撤超阈值，执行再平衡

仅供内部参考，请勿外传

权益配置比例与风格判断

判断

权益仓位：总仓中性偏低，结构进攻。

建议

建议权益总仓：20%-30%（中枢25%），战术低配以反映贝塔走弱。

风格拆分（占权益）

双创/成长主题（半导体设备、通信设备等）45%：博弈阶段反弹

红利/高股息 30%：战术防守

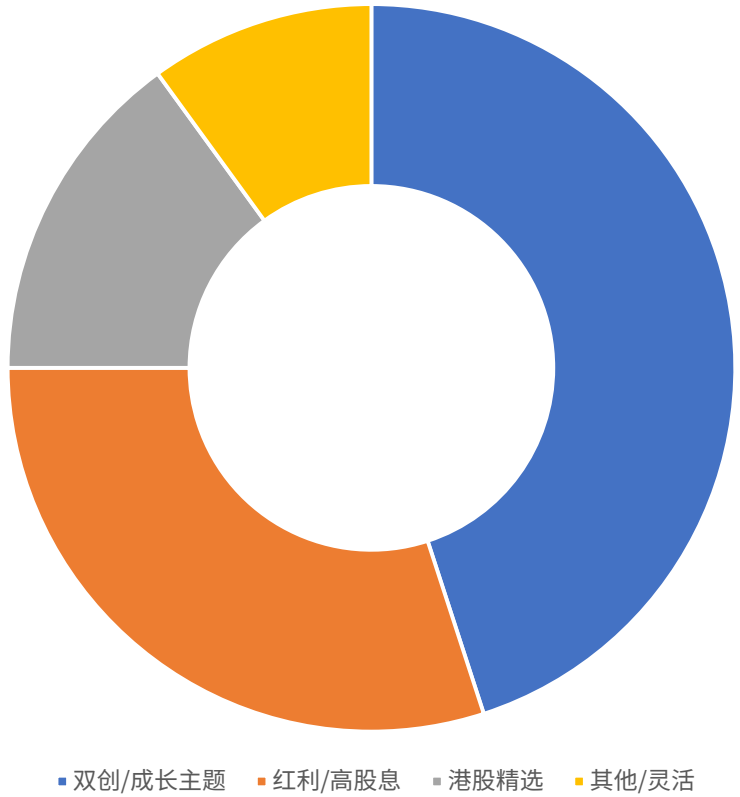
港股精选 15%：低配指数、精选个股

其他/灵活 10%

执行

反弹至阻力区降成长仓；若跌出情绪低点再平衡回中枢。

图表18：权益风格配置建议（占权益）



资料来源：光大证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

高股息资产的择时与行业选择

判断

高股息：震荡回落中的战术配置

- **择时：**

  股市震荡回落期→提升红利至战术超配；
  双创主升阶段→红利降为标配，为后续战略布局留子弹。

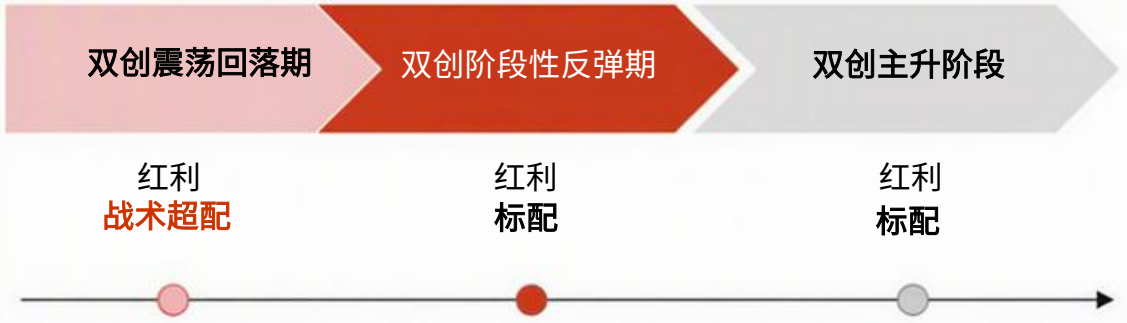
- **战略增配触发：**股息率-国债利差走阔、盈利与分红稳定、拥挤度回落；不与双创行情机械绑定。

- **行业选择优先：**

  银行、交运、电力公用、能源央企等高现金流、分红稳定板块；
  规避分红不可持续的高质押/高资本开支陷阱。

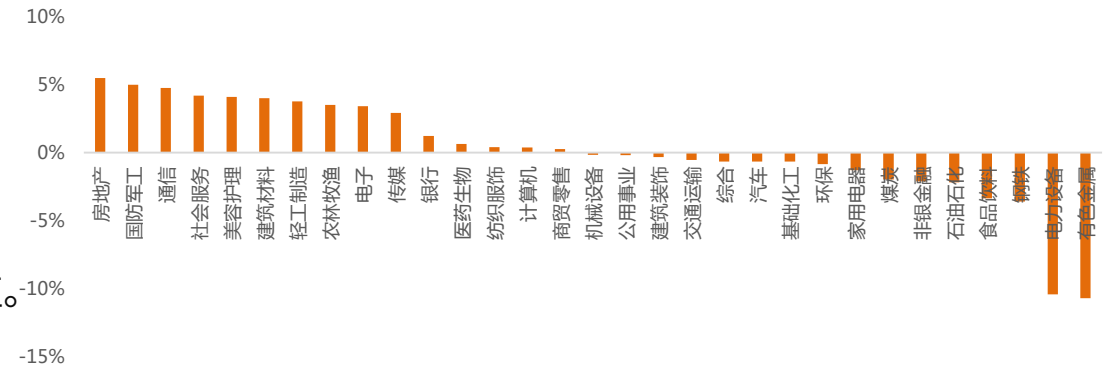
- 近1月市场分化、主线持续性较弱，阶段性提高防守资产的相对价值。

图表19：不同阶段红利资产的战术配置建议



资料来源：光大证券研究所

图表20：近1月申万一级行业指数涨跌幅（2026/8/24-2026/9/24）



资料来源：Wind、光大证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

固收仓位是绝对收益的压舱石



判断

债券底仓：票息+超长牛市震荡



仓位建议

建议债券（含利率+高等级信用）仓位：50%（操作区间 40%-55%）



结构

利率债/政金债 60%-70%；

高等级信用 30%-40%。



久期

底仓久期中性，交易仓可适度偏长；禁止用信用下沉替代久期收益。



与权益对冲

权益主题仓增加时，可小幅降杠杆而非先砍优质利率底仓。

仅供内部参考，请勿外传

黄金低配等待，现金保留再平衡弹药

黄金建议

10%-15%，若实际利率见顶、美元转弱或尾部风险上升，再评估20%。

现金/货币

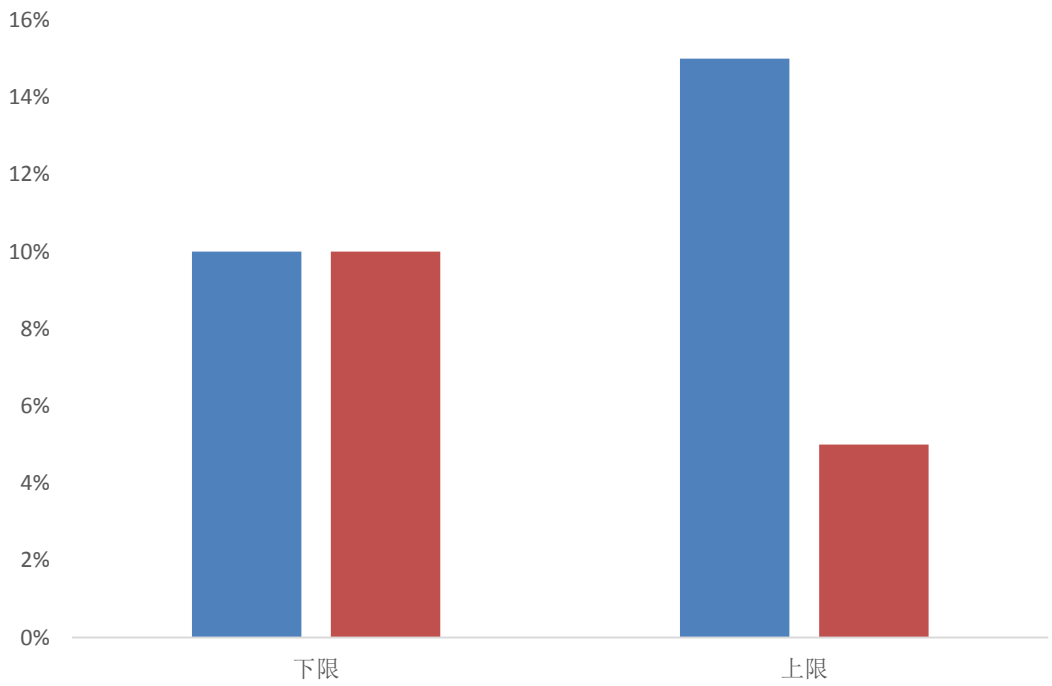
10%-15%（中枢12.5%）用于：

① 债券波动买入
② 权益主题回撤加仓
③ 抑制组合回撤

原则

现金不是永久低配，是绝对收益的“期权费”。

图表21：黄金与现金/货币配置建议区间



资料来源：光大证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

四季度当前配置与触发后调整

图表22：配置比例建议

资产类别	当前建议	触发后	理由
国内权益（A+H）	25%	25%	贝塔弱，结构为主
其中：成长主题	占权益40%-50%	—	双创反弹与设备再博弈
其中：高股息	占权益25%-35%	—	震荡回落战术防御
利率+高等级信用债	50%（操作区间 40%-55%）	50%	绝对收益底仓，30Y牛市震荡
黄金	10%-15% （中枢12.5%）	15%	确认二次探底后增至15%
现金及货币	10%-15%（中枢12.5%）	10%	黄金增配后降至10%
合计	100%	100%	比例可在区间内再平衡

资料来源：光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

仅供内部参考，请勿外传

大类资产再平衡节奏

判断：结构反弹与防御资产按触发条件动态再平衡

阶段1（当前-双创反弹确认前）	阶段2（双创/设备阶段反弹中）	阶段3（资产触发条件确认）
权益：中低仓位 红利超配，成长主题小仓试错	**权益：兑现部分主题利润** 结构聚焦双创/设备反弹机会	**黄金：战略抬升** 提升长期对冲与配置权重
债券：底仓配置 以流动性与票息为主	**红利：维持标配战术仓** 优先高股息与现金流稳定标的	**红利：战略抬升** 强化分红与防御属性配置
黄金：观望 等待趋势或触发信号		**成长：降回标配** 从主题进攻回归均衡配置
现金：偏高 预留弹性应对波动		

风险开关

- **联储超预期收紧**：降权益、升现金，控制久期与波动
- **国内强刺激超预期**：小幅升权益，降债券久期

资料来源：光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

仅供内部参考，请勿外传

风险提示

- 海外货币政策、地缘政治与美债利率波动超预期，可能导致全球风险资产与黄金定价剧烈波动。
- 国内增长、物价与政策落地不及预期，权益结构行情持续时间与幅度存在不确定性；主题交易拥挤可能放大回撤。
- 债券久期与杠杆策略在流动性收紧时可能带来净值波动；信用事件与评级迁移风险。

仅供内部参考，请勿外传

衷心感谢

光大证券研究所



资产配置研究团队

王开

执业证书编号： S0930526050001
电话：021-52523416
邮件：wangkai9@ebscn.com

王正洁

执业证书编号： S0930526080001
电话：021-52523682
邮件：wangzhengjie@ebscn.com

仅供内部参考，请勿外传

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。

行业及公司评级体系

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。

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。

仅供内部参考，请勿外传