下载日志已记录，仅供内部参考

利率窄幅波动，票息为本、交易为辅

——2026 年四季度债券投资策略

分析师： 张乐园
证书编号： S0500526070001
Tel： 18810509752
Email： zly08413@xcsc.com

地址： 上海市浦东新区银城路88号中国人寿金融中心10楼

核心要点：

❑ 债市回顾

弱基本面、宽货币与资产荒驱动，债市波动走牛。利率债：10 年期国债两波下行、中继震荡，曲线牛平，5-7 年期下行 22-23bp 为截至 9 月 24 日最优区间，10Y-1Y 利差由年初 51bp 收窄至 9 月下旬 44bp；全年收益主要来自资本利得而非票息，久期策略显著跑赢；但站在此时点绝对收益率已处历史低位，进一步下行可能性下降、波动可能放大，四季度宜从趋势追涨转向区间交易+票息持有。**信用债：**收益率跟随利率债同向下行、长端弹性更大；AAA 中票信用利差压缩，10 年期由约 46bp 大幅收窄至约 21bp，进一步收窄空间有限，持有价值更多来自票息。**资金面：**7 天逆回购政策利率全年稳定于 1.40%，DR007 贴近政策利率，各期限资金利率与政策利率偏离明显减小，体现央行削峰填谷与常态化公开市场操作对短端的精准引导。

❑ 基本面与海外局势

国内：供强需弱、维持弱复苏。

2026 年 1 月-8 月，供需缺口收敛缓慢，名义增长对债券收益率上行牵引有限。通胀低位，温和物价环境对长端利率构成持续压制。社融结构呈政府债支撑、实体信贷偏弱格局，人民币贷款增速持续低于社融增速。货币活化不足，M1—M2 剪刀差显著，企业资金定期化倾向明显，充裕但谨慎的流动性较多流向债市，强化配置力量。制造业 PMI 在荣枯线附近震荡，8 月再度回落至荣枯线下方，印证内需修复脆弱性。

海外：美债收益率走高，中美实际利率差约 46bp；人民币韧性偏强、与美元走势脱钩。海外对国内债市影响为波动性扰动。

❑ 四季度经济政策展望与债券供需

经济展望：弱复苏延续，内需仍是核心约束。弱复苏决定名义增长对利率上行牵引有限；出口与外需不确定性使基本面存在“不及预期的下行风险”，债券收益率的趋势逆转的触发条件尚不充分。

政策预期：逆周期调节发力。货币：延续适度宽松，重心向逆周期发力、结构优化、财政协同倾斜，总量工具呈“降准为主、降息为辅”，政策利率短期大概率维持不变。财政：延续积极，重心转向存量政策落实、政府债发行使用提速与化债收尾，对债市供给冲击边际退坡。

债券供给：四季度利率债供给整体缓和，但发行节奏或会集中。特别国债与超长期特别国债的发行高峰逐步过去，地方政府债置换节奏趋缓，使得四季度利率债尤其是超长端的供给环比回落。供给“高峰过去”减轻了长端收益率的上行压力，但需关注债券加快发行带来发行节奏集中释放的利率波动风险。

债券需求：配置盘韧性犹存。银行自营在净息差约束下仍有配债诉求，保

下载日志已记录，仅供内部参考

险与农商行对长端、超长端刚性配置延续，理财与债基扩容持续输送增量资金；"资产荒"未根本扭转，债券需求弹性仍大于供给弹性。

❑ 投资建议

基准久期中性偏长、10Y 中性区间在 1.60-1.75%、策略“票息为本、交易为辅”。利率债：震荡偏强、票息为本。全年收益靠资本利得，但低位下宜转向票息持有+区间交易。**信用债：**利差已至历史低位，全面下沉性价比下降，以高等级（AAA/AA+）、中久期（2-3 年）为底仓，重点挖掘化债受益区域城投、优质央国企产业债与部分金融债的结构性价差；信用定价核心从利差压缩转向个体甄别，低资质、弱区域主体审慎。**可转债：**债底保护随利率下行增强，宜重结构、轻仓位，优先布局正股质地优、下修条款活跃、到期收益率为正标的，利用"债底+期权"不对称获取弹性，避免高位追高溢价品种。**大类资产：**在股债性价比偏向债券、理财净值化波动加大的环境下，债券与利率债仍是居民与机构底仓，建议"债券打底、权益增强"，以债券稳定现金流对冲权益波动、提升组合风险收益比。**操作：**收益率上行至 1.70%—1.75%区间逐步加仓（逢高配置、积累票息），下行至 1.60%附近（接近区间下限）止盈并控制仓位，以"区间交易+票息持有"替代单边追涨；久期可适度中性偏长，但需规避一致看多预期下的拥挤交易，保留应对波动的流动性。

❑ 风险提示

利率超预期上行；流动性与资金面风险；信用违约与估值风险；政策超预期风险；海外波动与汇率风险；机构行为趋同风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

1 债券市场走势回顾 3
1.1 利率债：收益率波动下行，曲线牛平 3
1.2 信用债：收益率跟随下行，信用利差压缩 6
1.3 资金面：宽松为主，央行纠偏 7
2 经济基本面及海外局势分析 8
2.1 经济基本面：供强需弱，维持弱复苏 8
2.2 海外局势：美债收益率上行、中美利差走阔、人民币韧性偏强 11
3 四季度经济政策展望与债券供需分析 13
3.1 经济展望：弱复苏延续，内需仍是核心约束 13
3.2 政策预期：逆周期调节发力 13
3.3 债券供给：四季度供给压力整体较小，但发行节奏或会集中 14
3.4 债券需求：配置盘韧性犹存 15
4 投资建议 15
4.1 利率债：震荡偏强，票息为本 15
4.2 信用债：利差低位，挖掘结构性机会 15
4.3 可转债：估值中性，关注条款与正股弹性 15
4.4 大类资产配置：债券仍是底仓 15
5 风险提示 16
5.1 利率超预期上行风险 16
5.2 流动性与资金面风险 16
5.3 信用违约与估值风险 16
5.4 政策超预期风险 16
5.5 海外波动与汇率风险 17
5.6 机构行为趋同风险 17

图表目录

图 1 国债收益率走势 3
图 2 国债收益率曲线变化 4
图 3 各期限国债收益率变动幅度 4
图 4 国债收益率期限利差 5
图 5 隐含税率 5
图 6 1 年期与 10 年期国债收益率走势 6
图 7 信用债收益率变动 7
图 8 信用债利差变动 7

下载日志已记录，仅供内部参考

图 9 资金利率走势 8
图 10 国内供需指标变动 9
图 11 国内通胀情况 9
图 12 社融增量主要构成 10
图 13 社融主要构成部分累计增长率 10
图 14 国内货币同比 11
图 15 国内制造业 PMI 11
图 16 美国国债收益率变动 12
图 17 中外实际利率对比 12
图 18 美元指数与人民币汇率 13
图 19 利率债发行节奏 14

下载日志已记录，仅供内部参考

1 债券市场走势回顾

2026 年年初至 9 月 24 日，债券市场在弱基本面、宽货币与资产荒驱动下波动走牛。

1.1 利率债：收益率波动下行，曲线牛平

利率债收益率波动下行。以 10 年期国债收益率为锚，全年呈现“两波下行、中继震荡”的走势：

年初至 3 月初，年初在权益市场开门红，股债跷跷板效应下，10 年期国债收益率触及高点，据央行官网，1 月央行下调再贷款、再贴现利率 25BP，传递宽松情绪，收益率下行。

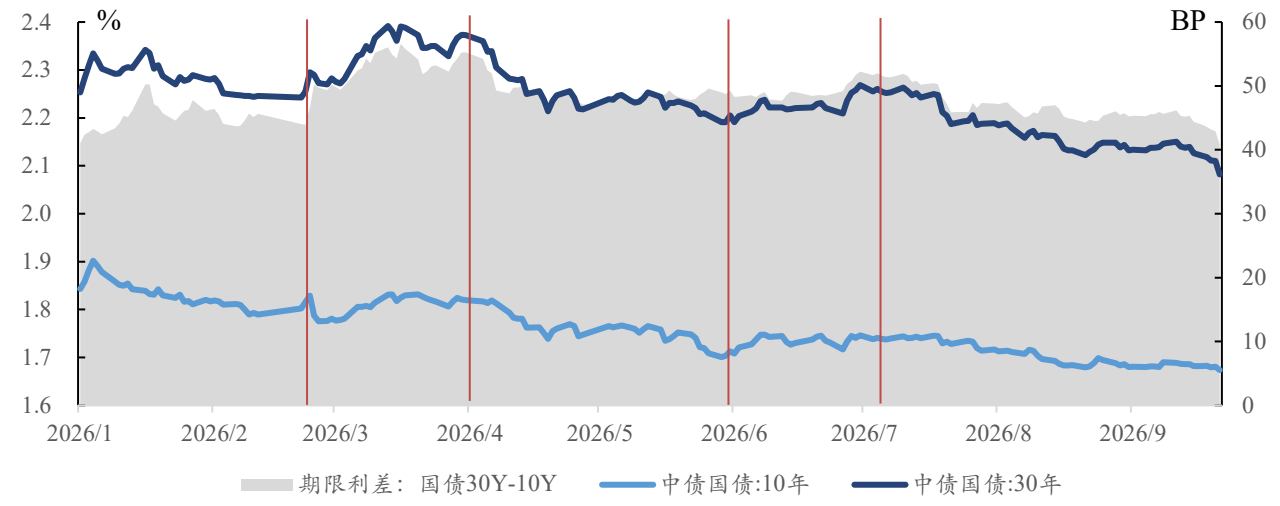
3 月，美伊冲突导致油价上涨，输入性通胀担忧压制市场情绪，长端收益率明显上升。

4 月-6 月初，地缘缓和、通胀担忧消退，资金面相对宽松，收益率下行。

6 月，供给预期升温，部分交易盘止盈，以及受资金边际收敛，理财赎回扰动影响，收益率小幅反弹。

7 月后,7 月 30 日政治局会议提到“综合运用并适时调整货币政策工具”，宽松预期上升，叠加经济维持弱复苏，国债收益率持续下降。

图 1 国债收益率走势

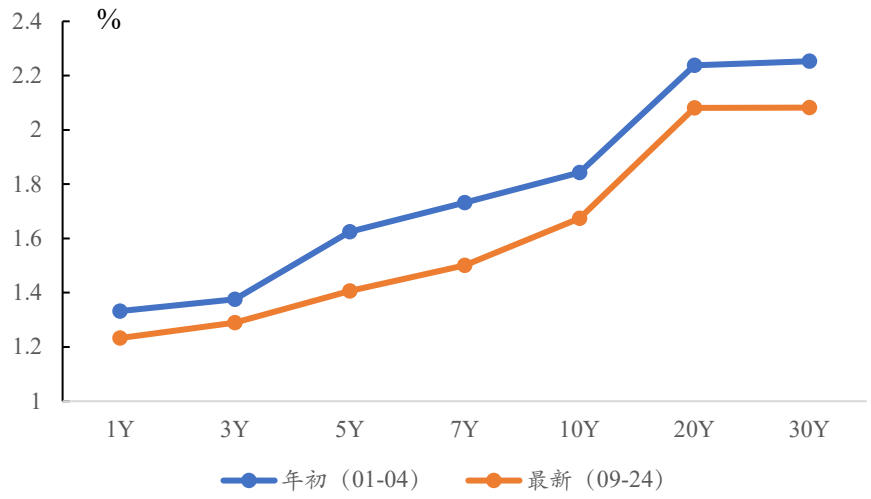


资料来源：Wind、湘财证券研究所

国债收益率曲线牛平，收益率曲线整体下移且趋于平坦化，中长端下行弹性显著大于短端。与年初（1 月 4 日）相比，9 月 24 日各期限收益率全面下行，其中中长端更大幅度的下行，体现避险配置需求向中长端集中，是曲线平坦化的直接成因。

下载日志已记录，仅供内部参考

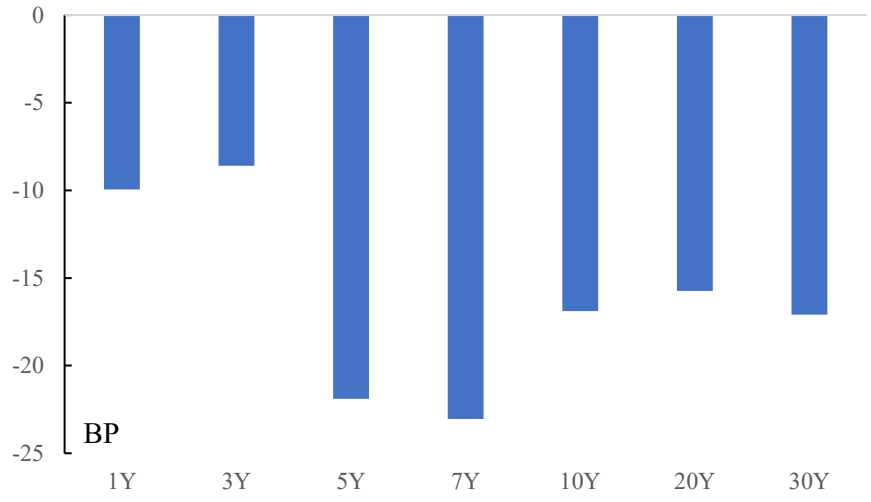
图 2 国债收益率曲线变化



资料来源：Wind、湘财证券研究所

分期限看，下行弹性呈中间高、两端低，5-7 年期为表现最优区间。5-7 年期品种下行 22-23bp，超长端（30 年）下行 17bp。5-7 年期明显领先，5-7 年期兼具久期弹性与流动性，是收益贡献最集中的部位，四季度仍是攻守平衡的核心久期。

图 3 各期限国债收益率变动幅度



资料来源：Wind、湘财证券研究所

期限利差波动收窄，曲线牛平印证市场对基本面的定价趋于谨慎。10Y-1Y 利差由年初 51bp 收窄至 9 月下旬 44bp，期间最高走阔至约 63bp 后回落；30Y-10Y 利差基本稳定在 41bp 附近，年中一度走阔至约 57bp 后再度压缩。长端相对短端的超额下行（牛平），反映弱复苏预期下配置盘对长端的集中增

下载日志已记录，仅供内部参考

配，也意味着曲线进一步平坦化的空间已有限。

图 4 国债收益率期限利差



资料来源：Wind、湘财证券研究所

隐含税率持续处于低位，反映利率下行与交易盘追买，近期小幅回升显示配置力量切换。隐含税率自年初 7.2%回落，年中一度低至 2.4%，近期回升至约 4.2%，整体仍处偏低位。低隐含税率表明国开-国债利差压缩、交易盘拥挤，6 月以来的小幅回升提示配置盘转向国债以锁定票息确定性。

图 5 隐含税率



资料来源：Wind、湘财证券研究所

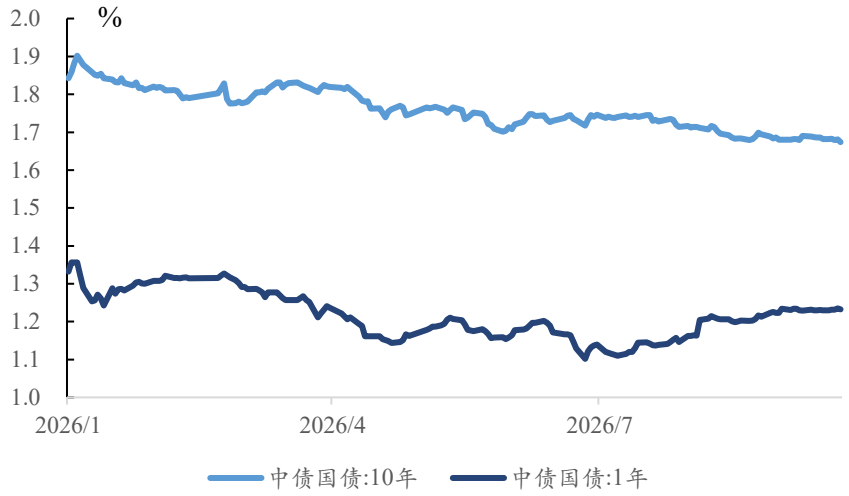
注：隐含税率计算采用 1-10 年期国债收益率/10 年期国开债收益率

短端与长端走势背离，呈短稳长动格局。1 年期国债收益率年初 1.33%，全年在 1.10%-1.36%的窄幅区间运行、最新 1.23%；10 年期则由约 1.84%波动下行至 1.67%，振幅明显大于短端。短端受资金面与政策利率锚定、波动受限，

下载日志已记录，仅供内部参考

长端在基本面预期与机构行为定价下持续下行，期限利差收窄主要由长端贡献。

图 6 1 年期与 10 年期国债收益率走势



资料来源：Wind、湘财证券研究所

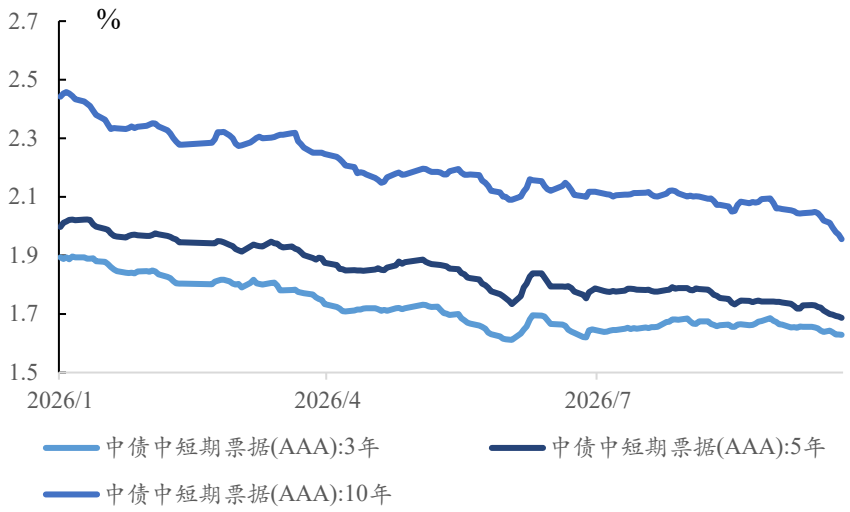
综合来看，利率债全年收益主要来自资本利得而非票息，久期策略显著跑赢。但站在三季度末的时点上，绝对收益率已处于历史低位，进一步下行的可能性下降、波动可能放大。对四季度而言，操作上宜从趋势追涨转向区间交易+票息持有。

1.2 信用债：收益率跟随下行，信用利差压缩

信用债收益率跟随利率债同向下行，长端下行幅度更大。以中短期票据（AAA）为例，3 年期由 1.89%降至 1.63%（-26bp）、5 年期由约 2.00%降至约 1.69%（-31bp）、10 年期由约 2.44%降至 1.96%（-49bp）。信用债与利率债同向、且长端弹性更大，反映「资产荒」下配置需求沿久期与品种双维度外溢。

下载日志已记录，仅供内部参考

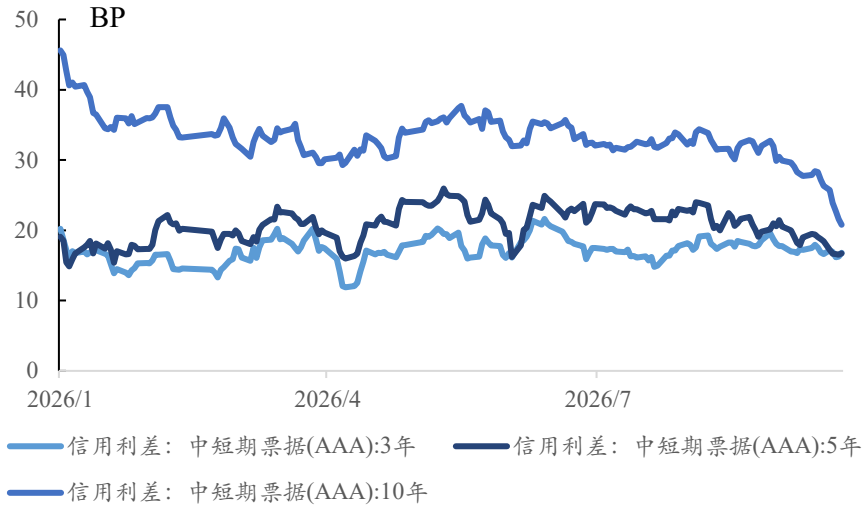
图 7 信用债收益率变动



资料来源：Wind、湘财证券研究所

信用利差整体压缩，长端压缩明显、中短端空间有限。AAA 中票信用利差 3 年期由 20bp 收窄至 17bp（最低 11.9bp）、5 年期由约 19bp 收窄至约 17bp（最低 14.9bp）、10 年期由约 46bp 大幅收窄至 21bp。长端利差显著压缩，源于化债周期下信用基本面改善与配置需求溢出；当前利差进一步收窄空间有限，持有价值更多来自票息而非资本利得。

图 8 信用债利差变动



资料来源：Wind、湘财证券研究所

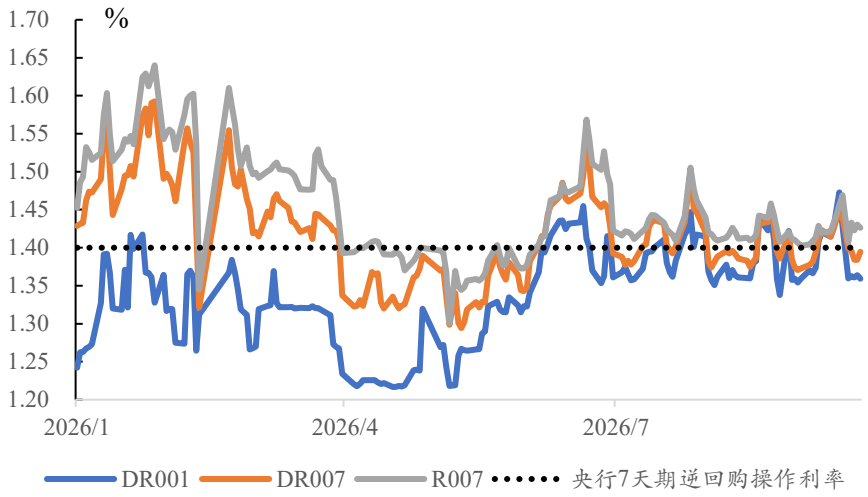
1.3 资金面：宽松为主，央行纠偏

资金面整体宽松，资金利率向政策利率收敛，央行对短端的引导平稳有效。7 天逆回购政策利率全年稳定于 1.40%;DR007 在 1.29%-1.59%区间运行、

下载日志已记录，仅供内部参考

最新 1.39%贴近政策利率，DR001 最新 1.36%、R007 最新 1.43%，各期限资金利率与政策利率的偏离明显减小。资金利率围绕政策利率窄幅波动，体现央行削峰填谷与常态化公开市场操作对短端的精准引导，为债市提供稳定的流动性环境。

图 9 资金利率走势



资料来源：Wind、湘财证券研究所

2 经济基本面及海外局势分析

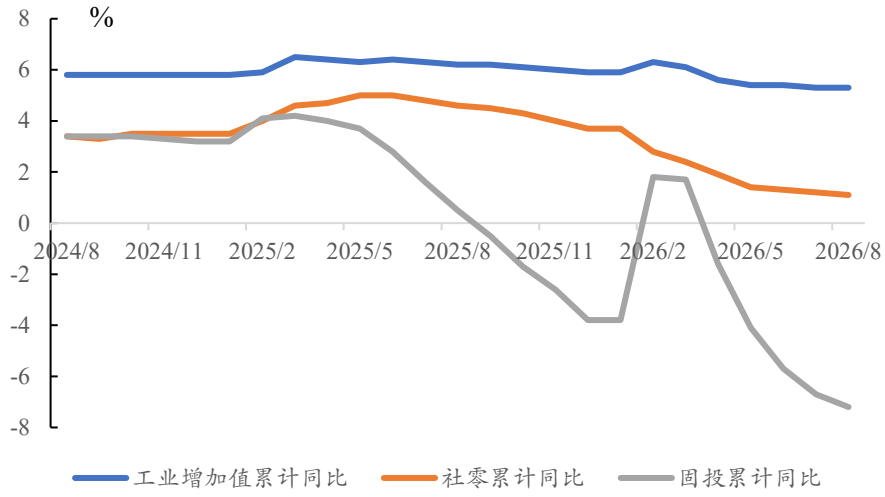
2026 年经济延续弱复苏格局，对债券收益率的上行牵引有限。海外方面，美债收益率在通胀粘性与加息预期拉锯中高位波动，而人民币韧性偏强、与美元指数走势脱钩，使海外因素对国内债市的影响转为波动性扰动。

2.1 经济基本面：供强需弱，维持弱复苏

内需延续生产强、消费弱的分化格局，弱复苏基调未改。2026 年 1 月-8 月，工业增加值累计同比保持在 5.3%-6.3%的较高区间（最新 5.3%），社零累计同比仅 1.1%-2.8%（最新 1.1%），固定资产投资累计同比走低。供需缺口收敛缓慢，生产端韧性与需求端偏弱并存，决定了名义增长对债券收益率的上行牵引有限。

下载日志已记录，仅供内部参考

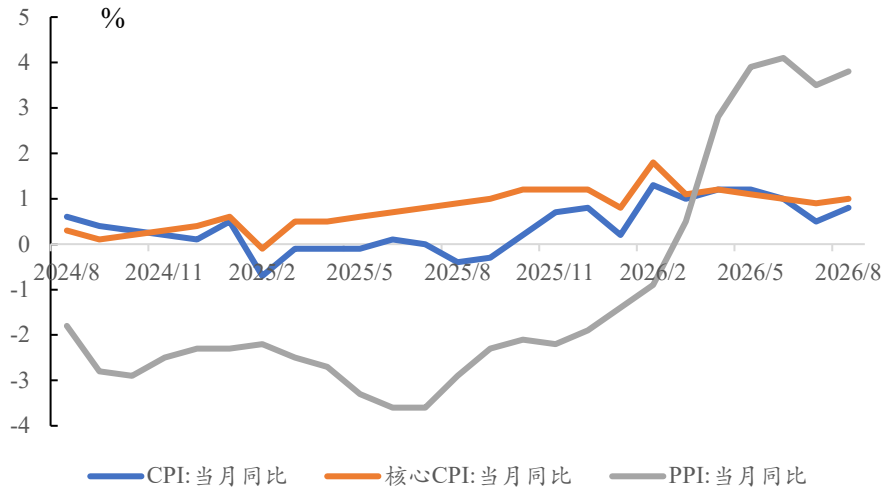
图 10 国内供需指标变动



资料来源：Wind、湘财证券研究所

通胀持续低位运行，为货币宽松提供舒适区。CPI 当月同比在 0.2%-1.3%区间低位徘徊（最新 0.8%），核心 CPI 同比 1%；PPI 当月同比自-1.4%的低点回升至 3.8%。低通胀反映总需求不足，PPI 边际改善部分受外部输入性因素影响；温和物价环境对长端利率构成持续压制。

图 11 国内通胀情况

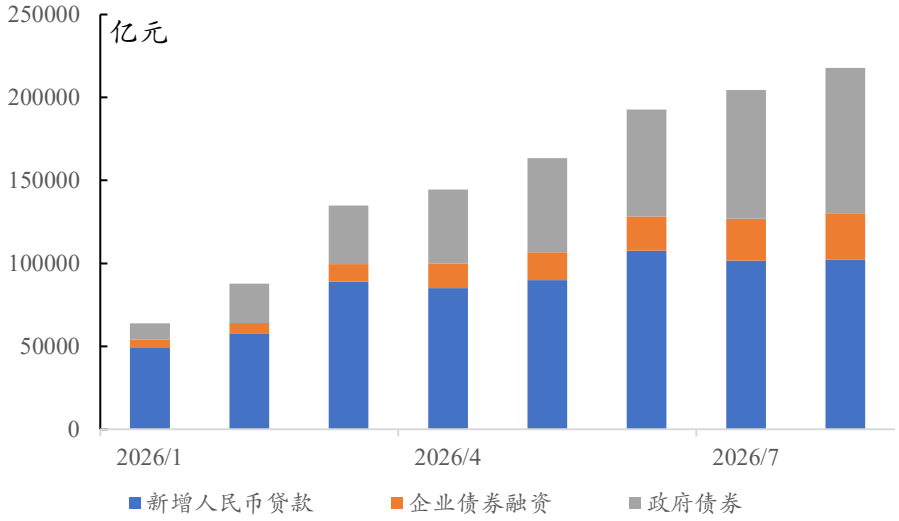


资料来源：Wind、湘财证券研究所

社融增量中，直接融资贡献明显抬升。从 1-8 月累计增量看，人民币贷款累计新增 102,260 亿元，政府债券累计净融资 87,668 亿元，企业债券累计融资 27,924 亿元；其中人民币贷款占比 42.8%，而政府债券与企业债券合计占比已达 48.3%，超过人民币贷款，直接融资对社融的拉动作用增强。

下载日志已记录，仅供内部参考

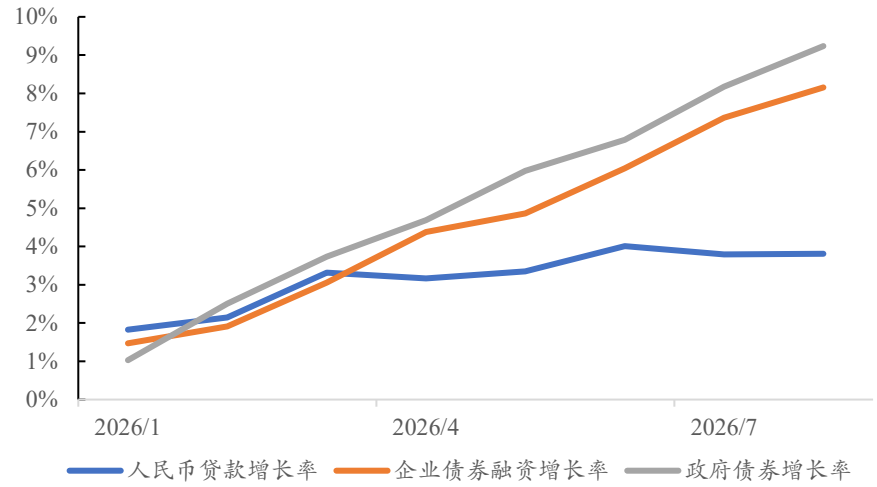
图 12 社融增量主要构成



资料来源：Wind、湘财证券研究所

社融主要构成部分增速分化显著。截至 8 月，政府债券增速 9.2%，企业债券增速 8.2%，两者 1-8 月均持续上行；人民币贷款增速则由 1 月末的 1.8%波动上行至 8 月末的 3.8%，增速水平明显低于政府债券与企业债券。社融总量的扩张主要由财政与直接融资高增驱动，实体内生信贷需求仍偏弱。

图 13 社融主要构成部分累计增长率

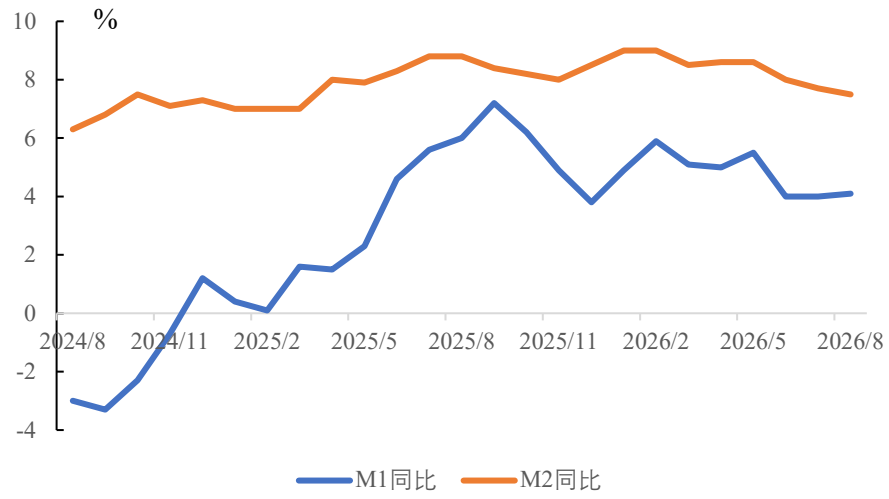


资料来源：Wind、湘财证券研究所

货币活化程度不高，M1 持续低于 M2，资金空转与资产荒并存。2026 年 1 月-8 月，M1 同比波动回落；M2 同比维持在 7.5%-9.0%区间，M1 与 M2 剪刀差显著。企业资金运用谨慎、定期化倾向明显，充裕但谨慎的流动性最终较多流向债券市场，强化了债市的配置力量。

下载日志已记录，仅供内部参考

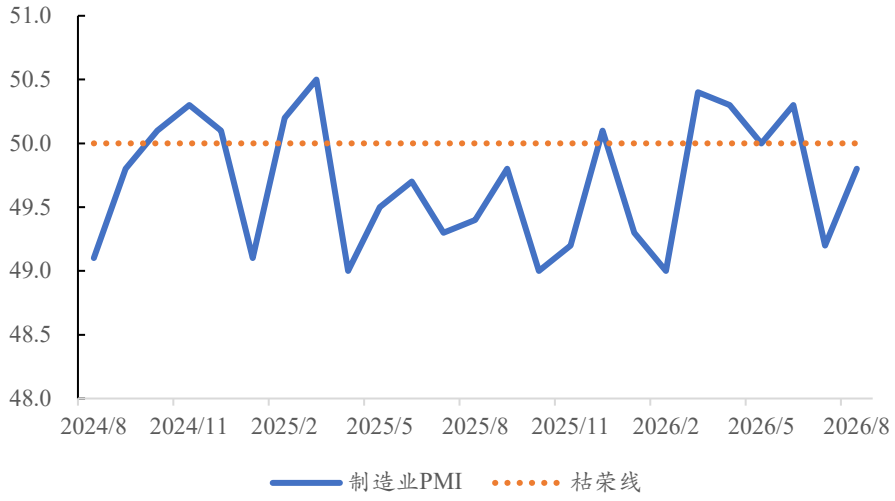
图 14 国内货币同比



资料来源：Wind、湘财证券研究所

制造业 PMI 在荣枯线附近波动，内需订单不足。2026 年 1 月-8 月，制造业 PMI 在荣枯线附近震荡，最新 49.8，再度回落至荣枯线下方。PMI 围绕荣枯线的反复，印证内需修复的脆弱性，对债券收益率的上行牵引有限。

图 15 国内制造业 PMI



资料来源：Wind、湘财证券研究所

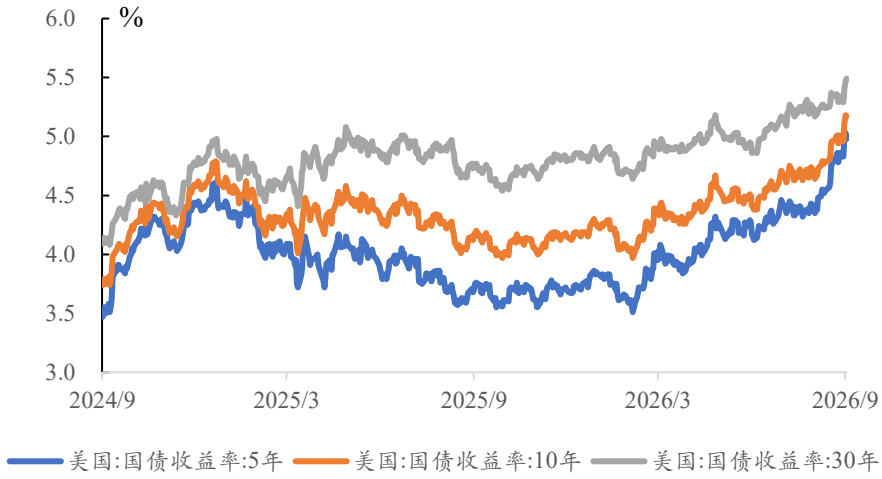
2.2 海外局势：美债收益率上行、中美利差走阔、人民币韧性偏强

通胀粘性与经济走强影响下，加息落地，美债收益率走高。2026 年美联储政策进入观察期，美债利率在通胀粘性与继续加息预期的拉锯中高位波动，

下载日志已记录，仅供内部参考

美债期限溢价的重定价扰动全球固收资产。

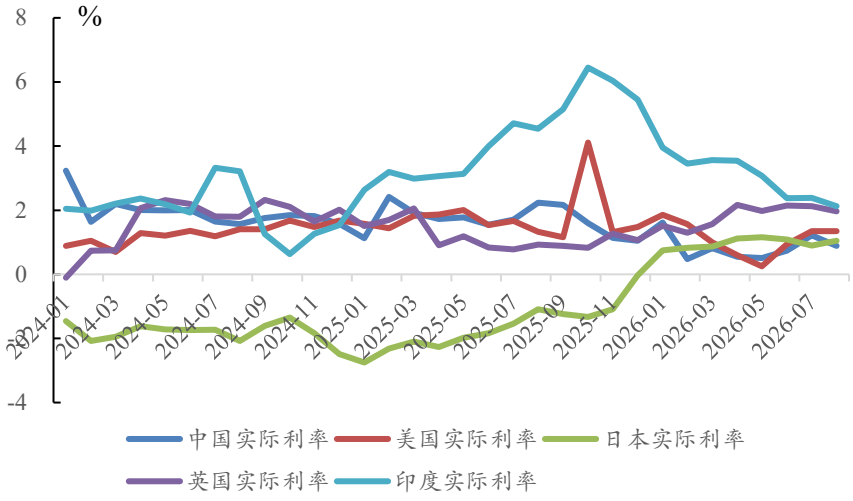
图 16 美国国债收益率变动



资料来源：Wind、湘财证券研究所

中国实际利率与其他国家差距并不大。2026 年 8 月，中美实际利率差 46BP，远小于名义利差。人民币资产仍有一定吸引力。

图 17 中外实际利率对比

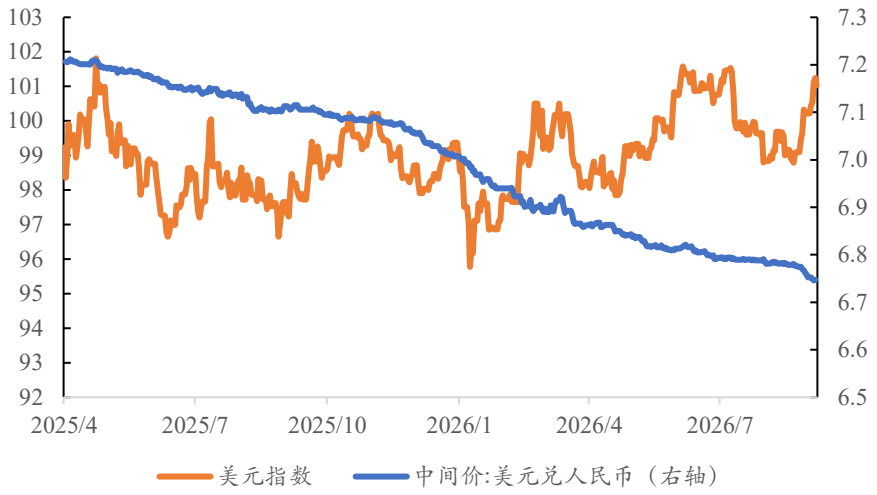


资料来源：Wind、湘财证券研究所

美元指数与人民币汇率走势脱钩，相关性明显减弱。2026 年年初至 9 月 24 日，美元指数波动上升，而美元兑人民币中间价下行，人民币对美元升值，二者相关性显著下降。人民币汇率与美元指数的联动减弱，定价更多由出口结汇、跨境资本流动管理及内部基本面主导。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 18 美元指数与人民币汇率



资料来源：Wind、湘财证券研究所

人民币汇率的韧性削弱了“外资流出-国内利率承压”的传导链条，使国内债券定价更多由内部基本面主导。但需警惕若美元阶段性走强或外部风险偏好逆转，汇率波动可能通过情绪渠道向境内债市传导。

综合来看，海外因素对四季度债市的影响从“方向性压制”转为“波动性扰动”。美债利率的阶段性反弹可能触发境内债市的估值回调，但难以逆转由内部基本面与货币政策决定的下行趋势；汇率的韧性则为国内宽松保留了一定的操作空间。

3 四季度经济政策展望与债券供需分析

展望四季度，债券市场的核心矛盾从“趋势是否延续”转向“空间与节奏如何演绎”。

3.1 经济展望：弱复苏延续，内需仍是核心约束

经济弱复苏在四季度难以根本改变。内需“磨底”、地产拖累延续、通胀低位，决定了名义增长对利率的上行牵引有限；而出口与外需的不确定性，则使基本面存在“不及预期的下行风险”。在此背景下，债券收益率的趋势逆转的触发条件尚不充分。

3.2 政策预期：逆周期调节发力

货币政策方面，四季度将延续适度宽松总基调，政策重心进一步向逆周期发力、结构优化、财政协同倾斜，总量工具呈降准为主、降息为辅格局，

下载日志已记录，仅供内部参考

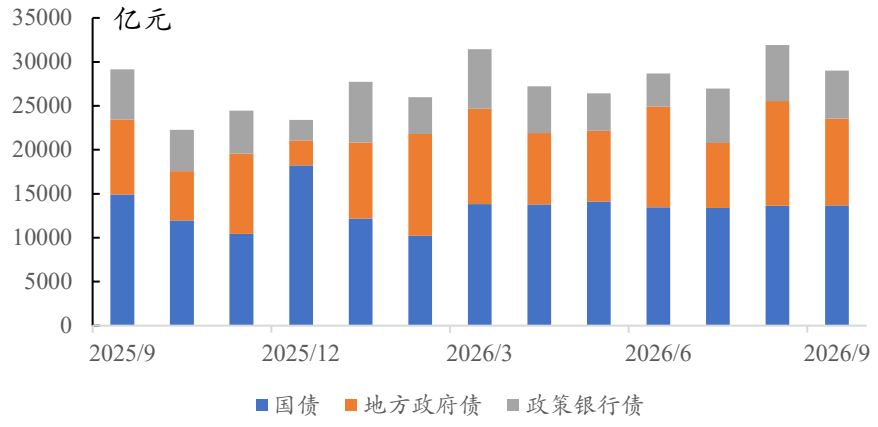
政策利率短期大概率维持不变。9 月 19 日召开的货币政策委员会 2026 年第三季度例会释放了明确的政策风向：其一，删除连续三个季度沿用的“跨周期调节”表述，政策定调由二季度“加大逆周期和跨周期调节力度”更新为“加大逆周期调节力度”，反映在外部冲击与结构分化仍存的背景下，政策重心重新聚焦当期稳增长对冲，中长期制度性改革权重边际让位；其二，新增“综合运用并适时调整货币政策工具”，释放货币政策发力“稳就业、稳企业、稳市场、稳预期”的信号；其三，重点领域增加“六张网”建设，政策支持为债券投资提供方向性可选择领域。落到操作层面，7 天逆回购利率全年稳定；考虑到物价温和回升降低了降息紧迫性，而中美利差倒挂与银行净息差仍构成约束，我们预计四季度政策利率以稳为主、降准大概率先于降息，不排除配合政府债发行再降准 0.25-0.5 个百分点。国债买卖常态化开展，兼顾长期基础货币补充与收益率曲线形态管理。例会同时延续“从宏观审慎角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化”，并在汇率端加码“防范羊群效应和非理性预期的自我强化”，提示监管对长端利率与汇率预期管理的重视未减。

四季度财政政策预期延续积极，重视存量政策实施效能，加快各类债券发行使用进度，用好地方政府债务结存限额。

3.3 债券供给：四季度供给压力整体较小，但发行节奏或会集中

四季度利率债供给整体缓和，但发行节奏或会集中。特别国债与超长期特别国债的发行高峰逐步过去，地方政府债置换节奏趋缓，使得四季度利率债尤其是超长端的供给环比回落。供给“高峰过去”减轻了长端收益率的上行压力，但需关注债券加快发行带来发行节奏集中释放的利率波动风险。

图 19 利率债发行节奏



资料来源：Wind、湘财证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3.4 债券需求：配置盘韧性犹存

需求端，配置盘的韧性是债市“稳定器”。银行自营在净息差约束下仍有配债诉求，保险与农商行对长端、超长端的刚性配置需求延续，理财与债基规模的扩容持续向债市输送增量资金。“资产荒”格局未根本扭转，使得债券的需求弹性仍大于供给弹性。

4 投资建议

基准久期中性偏长、10Y 中性区间在 1.60-1.75%、策略“票息为本、交易为辅”。

4.1 利率债：震荡偏强，票息为本

我们对 10 年期国债的区间判断为 1.60%-1.75%（中性情景），中枢较当前略低。三情景假设下：乐观情景（基本面超预期下行、宽松加码）看 1.55%-1.65%；中性情景（弱复苏延续、宽松渐进）看 1.60%-1.75%；悲观情景（宽信用见效、供给冲击或风险偏好回升）看 1.75%-1.90%，对应概率约为 25%/55%/20%。

4.2 信用债：利差低位，挖掘结构性机会

信用利差已至历史低位，全面下沉的性价比下降。信用以票息确定性为主、控制久期暴露，建议以高等级（AAA/AA+）、中久期（2-3 年）为底仓，重点挖掘化债受益区域城投、优质央国企产业债与部分金融债的结构性价差。对低资质、弱区域主体仍需审慎，信用定价的核心从“利差压缩”转向“个体甄别”。

4.3 可转债：关注条款与正股弹性

可转债债底保护随利率下行而增强。策略上宜“重结构、轻仓位”，优先布局正股质地优、下修条款活跃、到期收益率为正的标的，利用“债底+期权”的不对称性获取弹性，避免在高位追逐高溢价品种。

4.4 大类资产配置：债券仍是底仓

在股市震荡的环境下，债券与利率债仍是居民与机构的底仓资产。建议

下载日志已记录，仅供内部参考

以“债券打底、权益增强”的思路进行多资产搭配，利用债券的稳定现金流对冲权益波动，在控制回撤的前提下提升组合风险收益比。

操作上，建议收益率上行至 1.70%—1.75%区间逐步加仓（逢高配置、积累票息），下行至 1.60%附近（接近区间下限）止盈并控制仓位，以“区间交易+票息持有”替代“单边追涨”。久期上可适度维持中性偏长，但需规避在一致看多预期下的拥挤交易，保留应对波动的流动性。

5 风险提示

尽管我们对四季度债市维持中性偏多判断，但低利率与一致预期环境下，风险收益的对称性已发生变化。以下从利率、流动性、信用、政策、海外与机构行为六个维度提示需重点防范的风险。

5.1 利率超预期上行风险

若经济基本面超预期修复、宽信用见效或通胀抬头，债券收益率可能快速上行，久期策略将面临估值回撤。低利率环境下利率的波动放大效应显著，需警惕趋势反转初期的“踩踏式”调整。

5.2 流动性与资金面风险

资金面在季末、税期与政府债集中发行时点可能出现阶段性收紧，R007-DR007 分层走阔会推升杠杆成本。高杠杆组合在资金边际收紧时将首当其冲，需对杠杆水平与久期匹配进行动态管理。

5.3 信用违约与估值风险

信用利差压缩至低位后，一旦个别主体违约或负面舆情扩散，可能引发低资质板块的利差脉冲式走阔。部分弱区域城投与民营产业债的估值脆弱性上升，信用下沉需严守个体甄别底线。

5.4 政策超预期风险

货币与财政政策的节奏、力度若偏离市场预期（如宽松不及预期或监管对资管产品杠杆加强约束），可能通过预期渠道引发市场调整。需持续跟踪央行操作框架与财政政策发力的边际变化。

下载日志已记录，仅供内部参考

5.5 海外波动与汇率风险

美债利率的阶段性反弹、美元走强或外部风险偏好逆转，可能通过汇率与情绪渠道向境内债市传导。尽管人民币韧性削弱了直接冲击，但跨境资本流动的边际变化仍值得警惕。

5.6 机构行为趋同风险

当市场参与者在久期、杠杆与品种上高度趋同，“一致看多”将放大踩踏风险。历史上债市的主要回撤多源于机构行为的剧烈反转，建议保持策略的分散性与逆向思维。

此外，政府债供给的集中释放、理财与债基的阶段性赎回，都可能成为利率上行的触发因素。建议在组合中保留足够的流动性与短端资产，以应对突发性的估值冲击。

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注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰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。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

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%以上；

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。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，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书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，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，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。