

总结货币，展望财政

定期报告

华金宏观·双循环周报（第77期）

投资要点

- ◆ 本周我们总结自 9.24 以来的货币政策操作情况所传递的最新政策信号，并对即将于 10.12 召开的财政政策新闻发布会及年底前财政扩张的空间和方式进行展望。
- ◆ 9月国债净买入量小于 MLF 减少量，今年以来再贷款余额加速下行，长期基础货币存量或继续小幅下降，令月底降准较多呈现被动投放属性，可能消耗较快，12月预计还需降准 50BP 以避免新增信贷下滑过快。在货币流动性供给方面，央行 9 月末的操作整体中性，并未呈现明显的增量投放特征。其中 9 月 MLF 余额净减少 2910 亿，但同时国债净买入仅 2000 亿，这带来了 910 亿的长期基础货币供给减少，显示央行极力避免引入新的国债买卖工具导致基础货币增加和长期利率进一步下降的中性政策意图。此外非公开的再贷款再贴现等工具（包括近期创设的保障房再贷款等新工具）自 2023 年以来的存量减少趋势进一步加速，2024 年前 8 个月合计净减少 8200 多亿，接近 2023 年全年净减量，构成长期基础货币规模持续下降的重要原因之一。结合这两项流动性收缩效应来看，9 月底的最新一次 50BP 我们预期内的降准，在更大程度上呈现被动投放避免信贷降温过快的属性，而非主动宽松刺激信贷高增的意图。流动性供给的实际中性姿态，与 9 月末 10 月初 R007 利率上翘并与已降至 1.5% 的 7 天逆回购利率拉开更大差距的表现、以及长期国债收益率的上行表现是一致的。展望至年底，考虑到新增的再贷款类工具在保障房收储价格等环节堵点仍然存在，同时国债净买入等额或缩量置换 MLF 的格局也大概率延续，我们预计基础货币增速很可能在 11-12 月大幅下降，从而 12 月再度被动降准 50BP 以避免年底新增信贷下滑过快的必要性进一步提升。
- ◆ 央行近日落实创设了首期额度 5000 亿的“证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）”，考虑到其本质是给非银金融机构增加购买股票的商业银行债务杠杆，可能导致非银金融机构市场风险敞口增加，预计使用进程将比较渐进。SFISF 的实质是非银金融机构将其自身所持有的债券、股票 ETF、沪深 300 成分股等作为质押，换入央行持有的国债、央票，并将后者再次向商业银行出质，换取贷款资金，并定向投向股票市场。因是资产互换而非央行购买，故不涉及基础货币投放，但也因同样的原因，对应的股权类资产的市值波动风险仍由原持有机构所承担，并且因增加了债务杠杆，非银金融机构的权益市场风险敞口事实上将进一步增加。在当前经济结构优化、主动去杠杆进入深水区、高质量发展动能孕育的关键时期，非银金融机构基于自身专业业务能力判断，预计对此工具的使用将循序渐进而非大举涌入。
- ◆ 此外央行在落实存量房贷利率下调政策的同时，对房贷利率与 LPR 的关系进行了加点可灵活调整、重定价周期可缩短两项重要调整，充分体现出避免房地产市场风险与金融系统性风险相互传染叠加的防风险政策意图。9 月 29 日央行公告提出引导商业银行于 10 月 31 日前开展存量房贷利率批量调整。同时还对原房贷利率与 LPR 的关系做出两点重要变更，一是允许变更房贷利率在 LPR 基础上的加点幅度，从而未来贷款人与商业银行可市场化自主协商变更下调，无需央行政策要求；二是取消房贷利率重定价周期最短为一年的限制，亦可由双方自主协商确定。与直接下调 LPR 相比，这两项变化着力于提升存量房贷利率下调的灵活度，从而在更大程度上体现出央行对在当前房地产市场深度调整形势下，避免存量房贷合同违约率大幅提升甚至引发商业银行资本金和风险缓冲垫不足等更大程度的金融系统性风险的政策意图。房地产市场经过十几年高速增长，当前需求不足的主要矛盾在于城镇化倾斜模式下房价收入比区域性的失衡等基本面向中长期原因，不建议对风险隔离性货币政策效果期待过高。
- ◆ 四季度至明年，能同步实现稳增长和优结构的关键增量政策主要来自中央广义财政。但不可忽视高质量发展战略所内含的稳汇率要求对政府部门总体宏观杠杆率的约束作用。这意味着中央财政在经常性和投资性融资方面的扩张，可能都将以地方债务风险（特别是低效投资问题突出的隐债）进一步加速化解为关键前提。这可能意味着，一方面我们更建议关注中央一般公共预算赤字的扩张而非特别国债和专项债的扩张潜力，另一方面基建投资增速中枢的小幅回落可能才能换取长期更具持续性的消费驱动型增长模式的建立和夯实。我们预计年底前有望增发 10000 亿普通国债并对应上调今年赤字率至 3.8%，同时预计 2025 年赤字率在 4.2% 左右，特别国债和专项债预计年内主要强调加速发行和加快落实开工建设。
- ◆ 风险提示：货币宽松效果不及预期风险，财政扩张力度低于预期风险。

分析师

秦泰

 SAC 执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

- 美国核心 CPI 强势挤压美联储降息空间——美国 CPI 点评（2024.9） 2024.10.10
- 国庆假期宏观综述：全球风云再起，市场影响几何？ 2024.10.6
- 企业信心开始升温，期待财政扩张消费——PMI 点评（2024.9） 2024.9.30
- 基数令利润大幅下滑，稳增长政策包期待见效——工业企业利润点评（24.8）暨双循环周报（第 76 期） 2024.9.27
- 货币“大礼包”之后，财政地产资本市场政策如何发力？——9.26 政治局会议解读 2024.9.26



内容目录

聚焦：总结货币，展望财政	3
国内外经济追踪：新房销售有再度遇冷的趋势	7
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	10

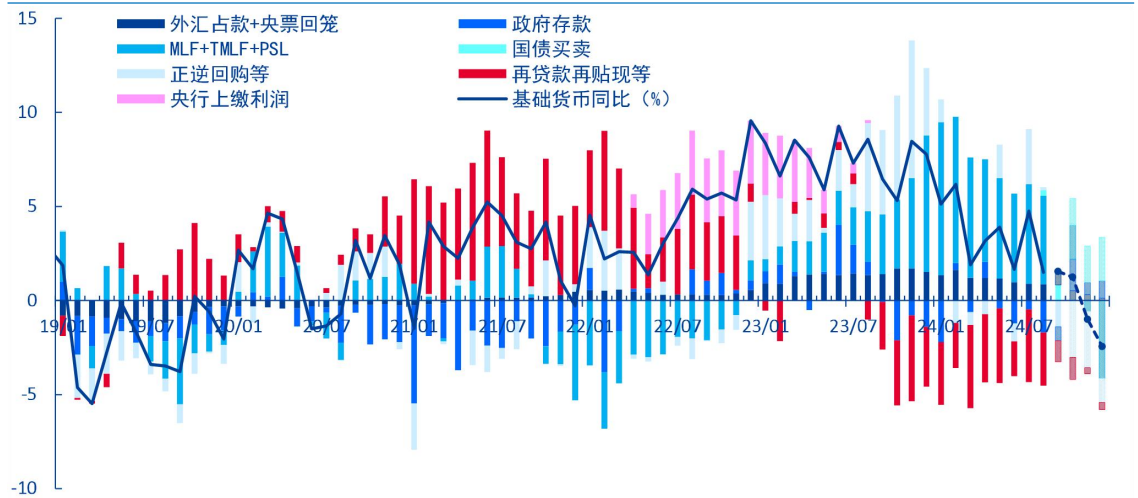
图表目录

图 1：基础货币同比及贡献结构（%）	3
图 2：政策利率和关键利率（%）	4
图 3：加权平均房贷利率与住宅销售面积同比	4
图 4：中美宏观杠杆率对比（%）	5
图 5：中美政府部门宏观杠杆率对比（%）	6
图 6：30 大中城市及一二三线城市商品房销售面积与疫情前数年均值之比（%）	7
图 7：乘联会乘用车批零累计同比（%）：零售累计同比有所回落	7
图 8：乘联会新能源乘用车批零累计同比（%）	7
图 9：菜价果价 30DMA 同比（%）：本周蔬果价格同比上行放缓	8
图 10：猪肉价格同比（%）：猪肉价格同比涨幅继续回落	8
图 11：钢材价格旬度环比：环比增速再度上行（%）	8
图 12：煤炭价格同比（%）：煤炭价格同步走弱	8
图 13：伦敦金现、LME 铜：金价高位回调、铜价有所下跌	9
图 14：原油价格：本周 WTI 原油价格小幅上涨	9
图 15：美国当周初请失业金人数大幅上行	9
图 16：美国原油产量增至 1340 万桶	9
图 17：发达经济体核心 CPI 同比（%）	9
图 18：主要发达经济体制造业 PMI（%）	9
图 19：全球股市：本周美国主要股指普遍上涨，A 股科创 50 涨幅靠前	10
图 20：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：较 9 月 30 日收盘 A 股主要板块普遍下跌，传媒跌幅最大	10
图 21：标普 500 及行业涨幅对比（%）：本周美股 IT 板块领涨，公用事业板块跌幅较深	10
图 22：美国国债收益率变动幅度：截至 10 月 10 日，美债收益率普遍上行	11
图 23：中国国债收益率变动幅度：截至 10 月 10 日，中债收益率短端上行、中长端下行	11
图 24：本周 1Y 国债收益率较 9 月 30 日上行 7BP（%）	11
图 25：中美 10Y 利差较 9 月 30 日走阔（%）	11
图 26：10Y 国开债与国债利差较 9 月 30 日小幅收窄（%）	12
图 27：1Y、3Y 信用利差较 9 月 30 日大幅上行（BP）	12
图 28：美联储本周资产规模有所缩小（USD bn）	12
图 29：主要央行政策利率（%）	12
图 30：全球汇率：美元指数大幅上行	12
图 31：人民币被动贬值幅度加大	12

聚焦：总结货币，展望财政

9月国债净买入量小于MLF减少量，今年以来再贷款余额加速下行，长期基础货币存量或继续小幅下降，令月底降准较多呈现被动投放属性，可能消耗较快，12月预计还需降准50BP以避免新增信贷下滑过快。在货币流动性供给方面，央行9月末的操作整体中性，并未呈现明显的增量投放特征。其中9月MLF余额净减少2910亿，但同时国债净买入仅2000亿，这带来了910亿的长期基础货币供给减少，显示央行极力避免引入新的国债买卖工具导致基础货币增加和长期利率进一步下降的中性政策意图。此外非公开的再贷款再贴现等工具（包括近期创设的保障房再贷款等新工具）自2023年以来的存量减少趋势进一步加速，2024年前8个月合计净减少8200多亿，接近2023年全年净减量，构成长期基础货币规模持续下降的重要原因之一。结合这两项流动性收缩效应来看，9月底的最新一次50BP我们预期内的降准，在更大程度上呈现被动投放避免信贷降温过快的属性，而非主动宽松刺激信贷高增的意图。流动性供给的实际中性姿态，与9月末10月初R007利率上翘并与已降至1.5%的7天逆回购利率拉开更大差距的表现、以及长期国债收益率的上行表现是一致的。展望至年底，考虑到新增的再贷款类工具在保障房收储价格等环节堵点仍然存在，同时国债净买入等额或缩量置换MLF的格局也大概率延续，我们预计基础货币增速很可能在11-12月大幅下降，从而12月再度被动降准50BP以避免年底新增信贷下滑过快的必要性进一步提升。

图 1：基础货币同比及贡献结构（%）

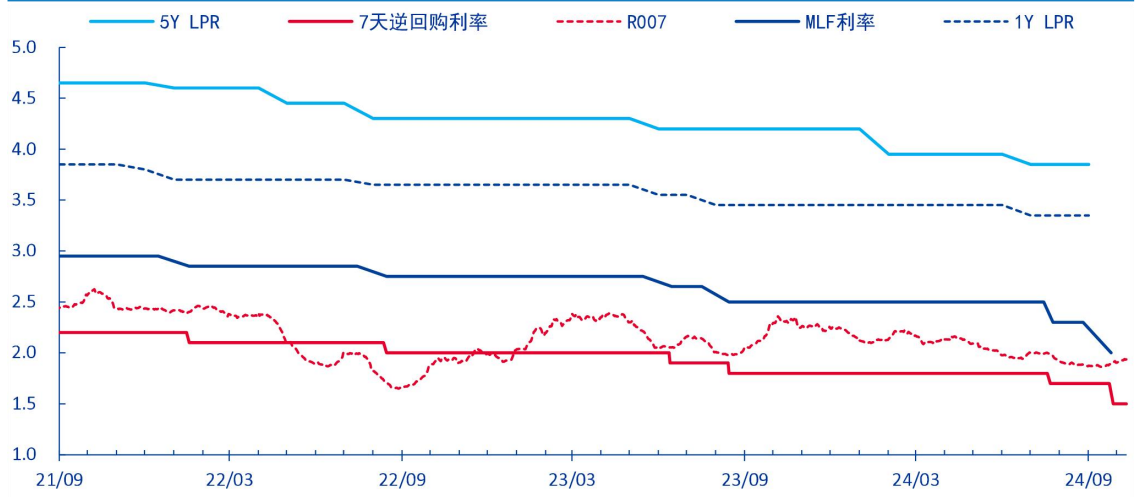


资料来源：CEIC，华金证券研究所

央行近日落实创设了首期额度5000亿的“证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）”，考虑到其实质是给非银金融机构增加购买股票的商业银行债务杠杆，可能导致非银金融机构市场风险敞口增加，预计使用进程将比较渐进。中国人民银行10月10日公告称“决定创设‘证券、基金、保险公司互换便利（Securities, Funds and Insurance companies Swap Facility，简称SFISF）’，支持符合条件的证券、基金、保险公司以债券、股票ETF、沪深300成分股等资产为抵押，从人民银行换入国债、央行票据等高等级流动性资产。首期操作规模5000亿元，视情可进一步扩大操作规模。”SFISF的实质是非银金融机构将其自身所持有的债券、股票ETF、沪深300成分股等作为质押，换入央行持有的国债、央票，并可将后者再次向商业银行出质，换取贷款资金，并定向投向股票市场。因是资产互换而非央行购买，故不涉及基础货币投放，央行得以避免因超发基础货币造成人民币额外贬值；但也因同样的原因，对应的股权类资产的市值波动

风险仍由原持有机构所承担，并且因增加了债务杠杆，非银金融机构的权益市场风险敞口事实上将进一步增加。在当前经济结构优化、主动去杠杆进入深水区、高质量发展动能孕育的关键时期，非银金融机构基于自身专业业务能力判断，预计对此工具的使用将循序渐进而非大举涌入。

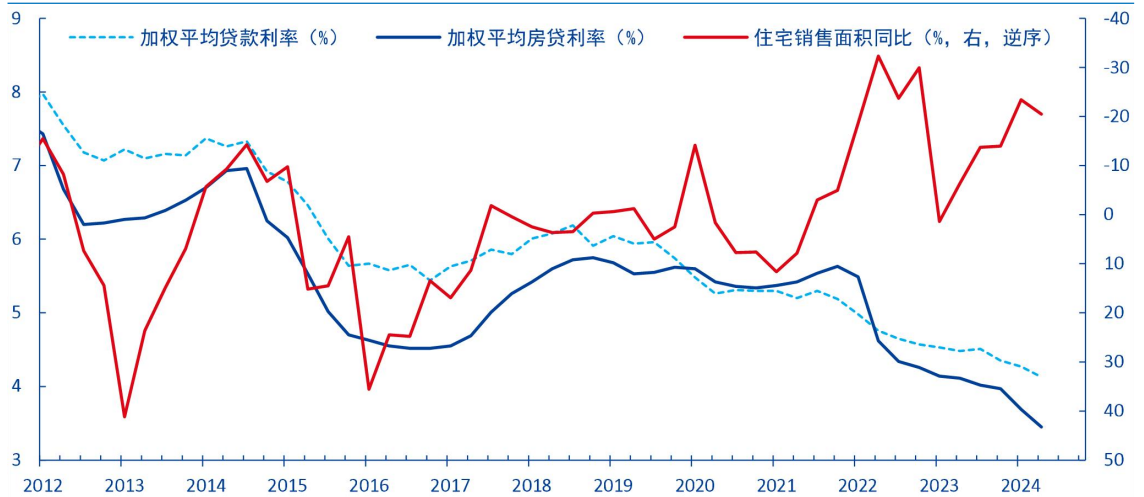
图 2：政策利率和关键利率（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

此外央行在落实存量房贷利率下调政策的同时，对房贷利率与 LPR 的关系进行了加点可灵活调整、重定价周期可缩短两项重要调整，充分体现出避免房地产市场风险与金融系统性风险相互传染叠加的防风险政策意图。9 月 29 日央行公告提出引导商业银行于 10 月 31 日前开展存量房贷利率批量调整。同时还对原房贷利率与 LPR 的关系做出两点重要变更，一是允许变更房贷利率在 LPR 基础上的加点幅度，从而未来贷款人与商业银行可市场化自主协商变更下调，无需央行政策要求；二是取消房贷利率重定价周期最短为一年的限制，亦可由双方自主协商确定。与直接下调 LPR 相比，这两项变化着力于提升存量房贷利率下调的灵活度，从而在更大程度上体现出央行对在当前房地产市场深度调整形势下，避免存量房贷合同违约率大幅提升甚至引发商业银行资本金和风险缓冲垫不足等更大程度的金融系统性风险的政策意图。房地产市场经过十几年高速增长，当前需求不足的主要矛盾在于城镇化倾斜模式下房价收入比区域性的失衡等基本面中长期原因，不建议对风险隔离性货币政策效果期待过高。

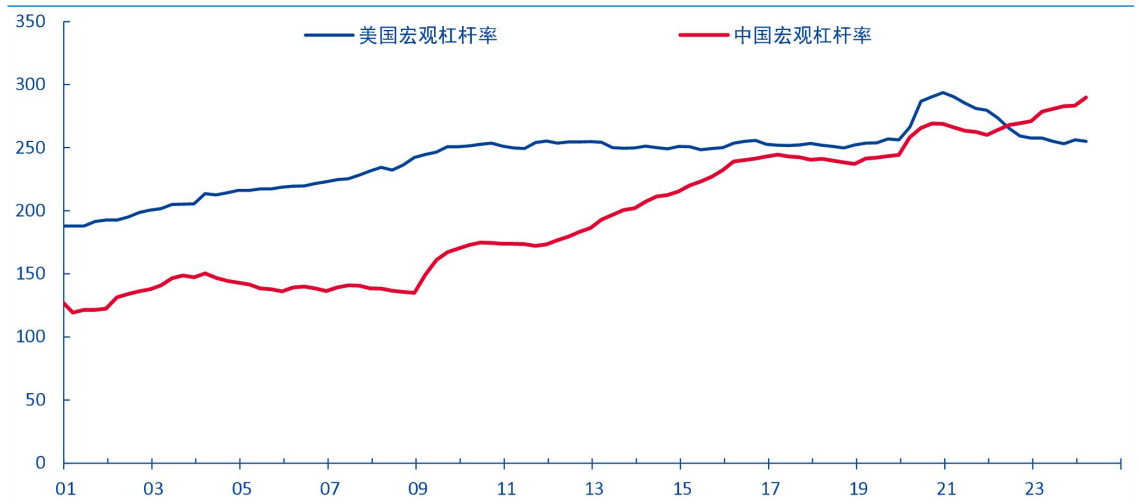
图 3：加权平均房贷利率与住宅销售面积同比



资料来源：CEIC，华金证券研究所

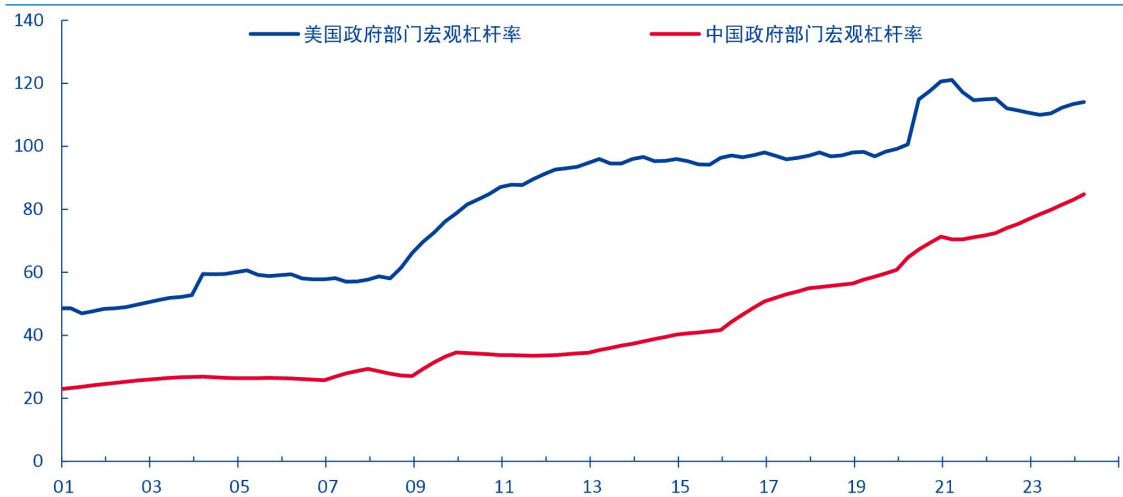
四季度至明年，能同步实现稳增长和优结构的关键增量政策主要来自中央广义财政。但不可忽视高质量发展战略所内含的稳汇率要求对政府部门总体宏观杠杆率的约束作用。这意味着中央财政在经常性和投资性融资方面的扩张，可能都将以地方债务风险（特别是低效投资问题突出的隐债）进一步加速化解为关键前提。这可能意味着，一方面我们更建议关注中央一般公共预算赤字的扩张而非特别国债和专项债的扩张潜力，另一方面基建投资增速中枢的小幅回落可能才能换取长期更具持续性的消费驱动型增长模式的建立和夯实。美国9月核心通胀与就业市场的同频超预期表现，提升了其在当前阶段通过“高财政赤字+货币宽松+产业保护主义”罕见政策组合所可能带来的“高增长+高通胀”经济表现长期化的概率。一方面这可能令决策框架明显滞后的美联储削减其未来降息的幅度（我们维持年底前两次会议合计仅降息25BP的预测不变），从而可能令美国长期利率居高不下；另一方面也可能令受困于内需不足的欧日英等经济体不得不放弃与美联储基本同幅度降息的期待，转而采取更加激进的降息路径。这可能支撑美元指数以更大的概率短线进一步上冲并在中期维持较高中枢水平。一旦此种复杂化局面出现，包括我国在内的各主要新兴经济体央行实施进一步货币宽松的空间就可能受到新一轮外溢性挤压，稳汇率的要求下，我国中央财政加码扩张的力度也可能在更大程度上与地方低效债务杠杆化解的加速度成正比。在全球经济竞争风起云涌瞬息万变的背景下，我国本轮稳增长大概率将非常强调对优结构稳汇率的兼顾，重走加杠杆投资稳增长的老路可能不是当前复杂全球环境下的最优解，中央财政持续拉动消费作为长期可持续的最主要内需来源，给予其充分的耐心和恒心，或将孕育出长期来看最佳的结果。我们预计年底前有望增发10000亿普通国债并对应上调今年赤字率至3.8%，同时预计2025年赤字率在4.2%左右，特别国债和专项债预计年内主要强调加速发行和加快落实开工建设。

图4：中美宏观杠杆率对比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 5: 中美政府部门宏观杠杆率对比 (%)



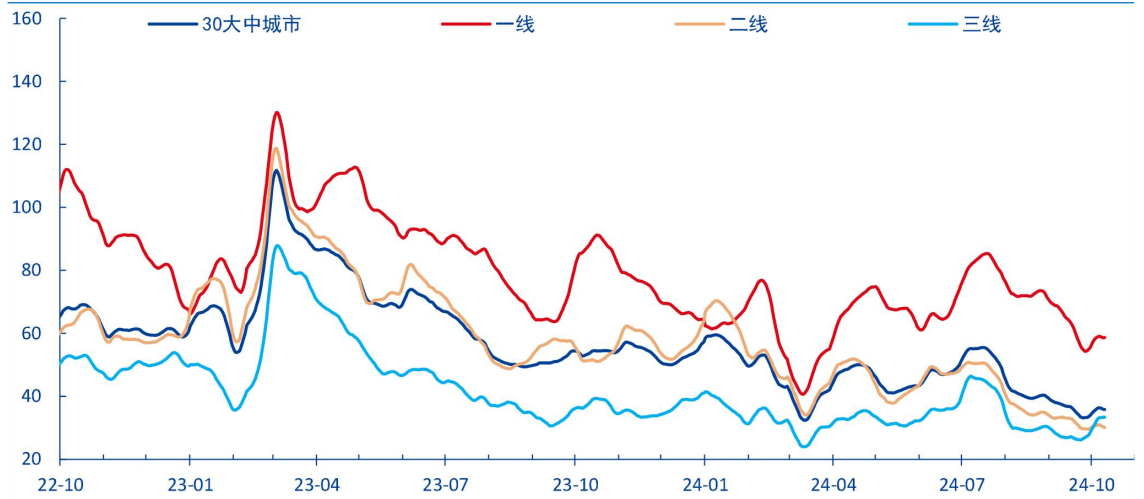
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

风险提示: 货币宽松效果不及预期风险, 财政扩张力度低于预期风险。

国内外经济追踪：新房销售有再度遇冷的趋势

商品房销售面积：本轮房地产市场大幅放松后，国庆期间商品房销售面积有一定改善，但近期有再度拐头向下的趋势，当前决定地产需求的是中长期因素而非短期政策刺激。

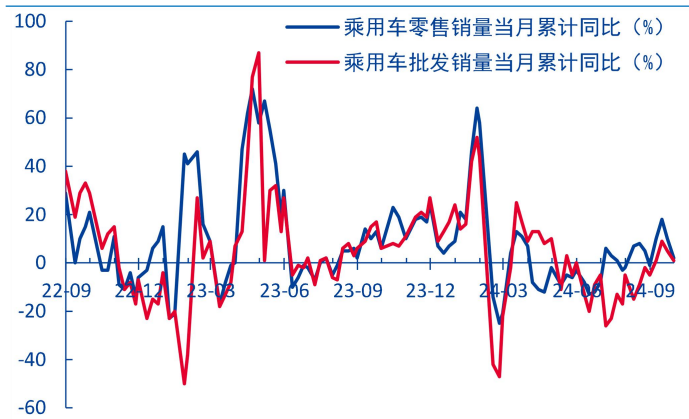
图 6：30 大中城市及一二三线城市商品房销售面积与疫情前数年均值之比（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

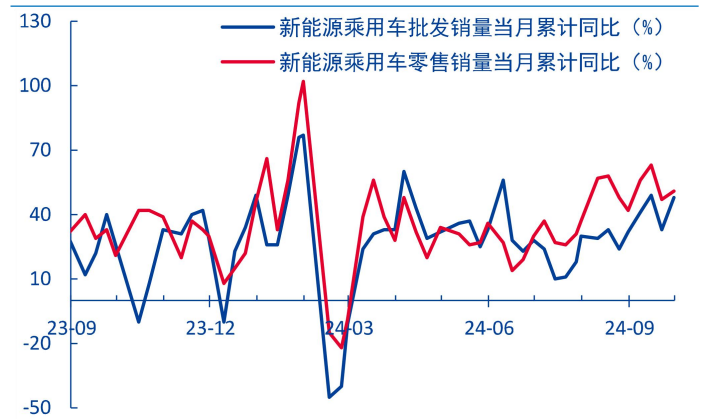
汽车消费：9月汽车消费小幅回暖，但幅度较为温和，大宗商品消费亟待财政加力刺激。据乘联会数据，截至9月30日，尽管随着本轮加码补贴的落地，乘用车零售和批发销量当月累计同比分别较8月底改善3.0和6.0个百分点至2.0%和1.0%，但改善幅度相对温和且涨幅较上周有所回落，亟待财政进一步加力刺激消费。

图 7：乘联会乘用车批零累计同比（%）：零售累计同比有所回落



资料来源：Wind，华金证券研究所

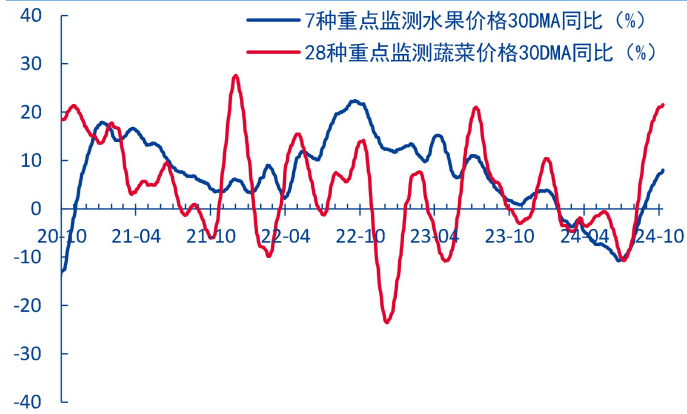
图 8：乘联会新能源乘用车批零累计同比（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

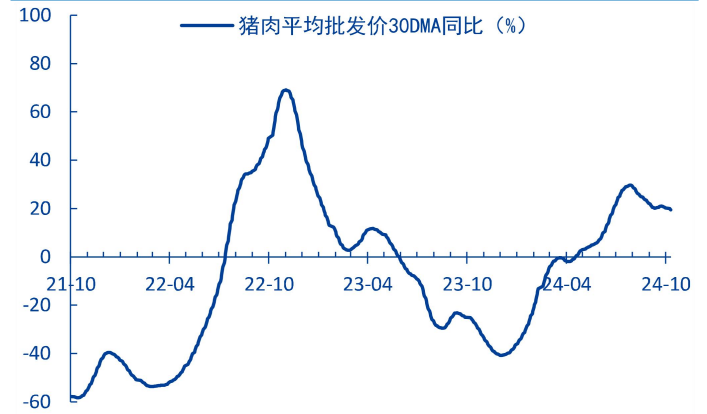
高频通胀指标：鲜菜鲜果集中上市，菜价、果价同比涨幅上行斜率持续趋缓，猪肉价格同比增速继续回落。截至10月10日，鲜菜及鲜果30日均价同比涨幅较9月30日分别小幅扩大0.5个百分点和0.9个百分点至21.5%和8.0%；猪肉平均批发价趋于平稳，同比增速较9月30日再度回落0.8个百分点至19.5%。

图 9: 菜价果价 30DMA 同比 (%) : 本周蔬果价格同比上行放缓



资料来源: Wind, 华金证券研究所

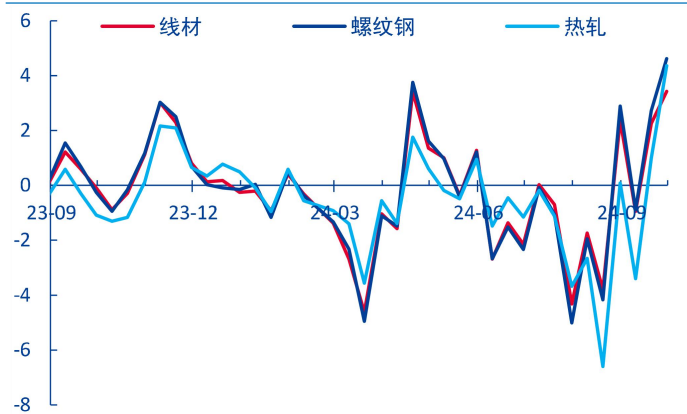
图 10: 猪肉价格同比 (%) : 猪肉价格同比涨幅继续回落



资料来源: Wind, 华金证券研究所

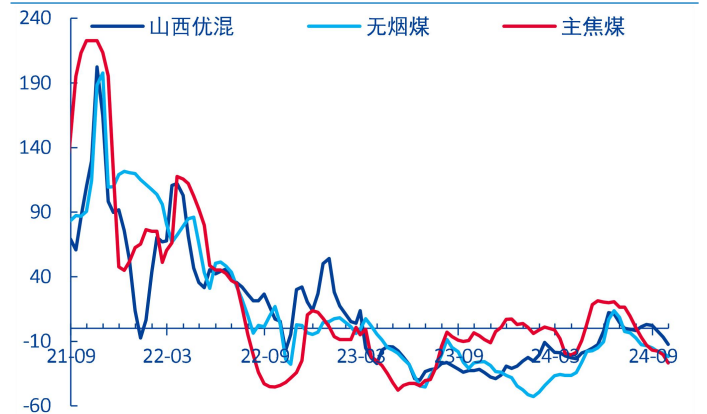
重点生产资料价格变化: 9 月下旬钢材价格再度上行, 煤炭价格走弱。9 月下旬钢材价格环比增速再度上行, 线材、螺纹钢、热轧价格环比分别上涨 3.4%、4.6%和 4.4%; 山西优混、无烟煤及主焦煤价格延续近几周以来的同步下行态势, 同比增速分别下行 5.6、2.9 和 6.6 个百分点至-12.2%、-21.8%和-26.7%。

图 11: 钢材价格旬度环比: 环比增速再度上行 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

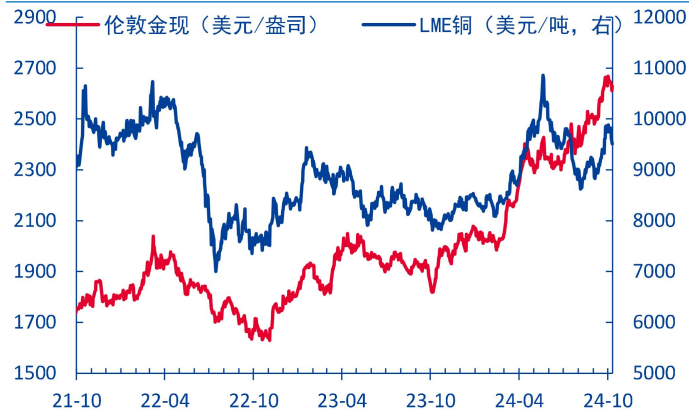
图 12: 煤炭价格同比 (%) : 煤炭价格同步走弱



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

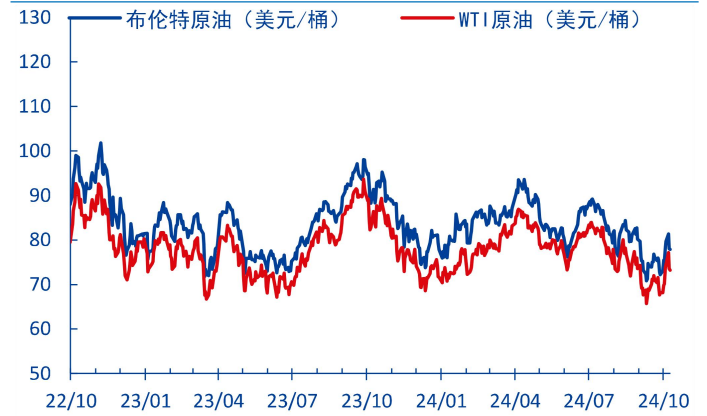
大宗商品: 金价高位回调, 铜价有所下跌, WTI 原油价格小幅上涨。本周黄金价格在前期攀至新高后出现小幅回调, 截至 10 月 10 日伦敦金现报收 2629.0 美元/盎司; LME 铜价格较 10 月 4 日收盘下跌 277.0 美元至 9507.0 美元/吨; 截至 10 月 10 日布油价格微跌、WTI 原油价格小幅上涨, 分别较上周五下跌 0.2、上涨 1.5 美元至 79.52、75.85 美元/桶。

图 13: 伦敦金现、LME 铜: 金价高位回调、铜价有所下跌



资料来源: Wind, 华金证券研究所

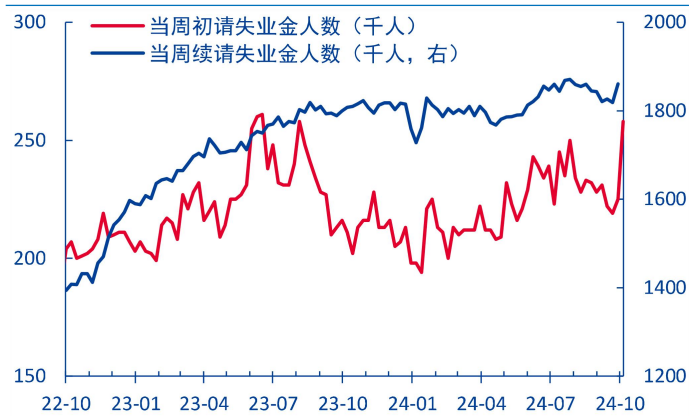
图 14: 原油价格: 本周 WTI 原油价格小幅上涨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

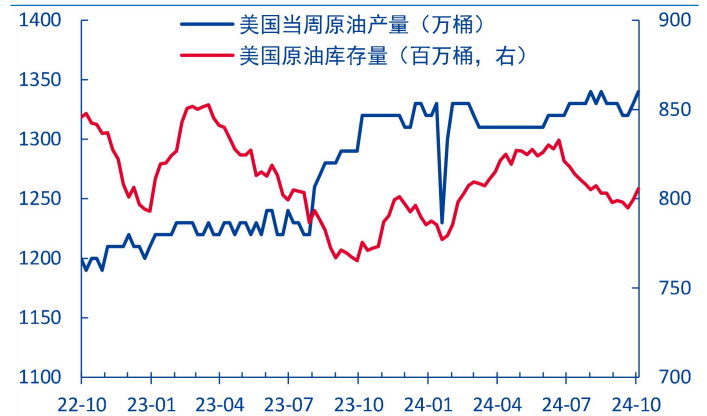
美国就业、能源产量及库存: 10 月第一周美国初请失业金人数 (季调) 大幅上行至 25.8 万人, 创 2023 年 8 月以来的阶段性新高, 但目前尚无法判断美国 10 月劳动力市场紧张状况得到缓解, 需持续跟踪就业数据; 美国国内原油产量增加至 1340 万桶, 原油库存小幅回升。

图 15: 美国当周初请失业金人数大幅上行



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

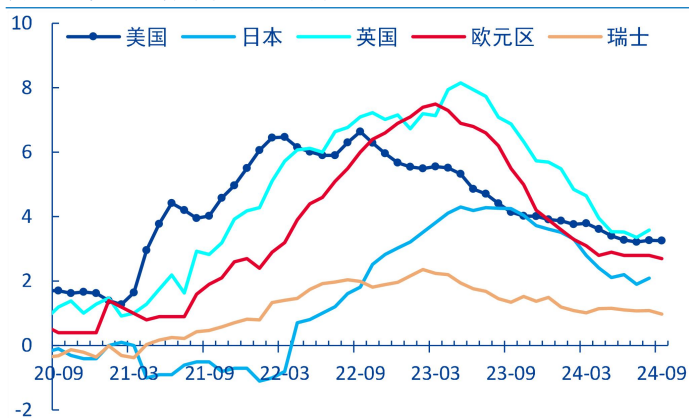
图 16: 美国原油产量增至 1340 万桶



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

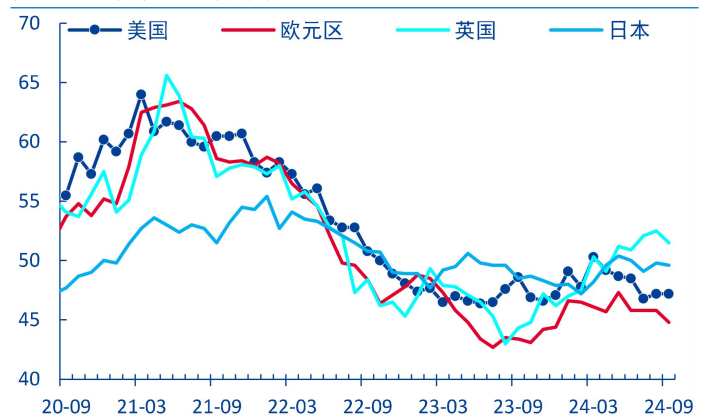
发达经济体通胀及制造业 PMI: 本周密集公布发达经济体 9 月 CPI 数据, 9 月欧元区核心 HICP 回落 0.1 个百分点至 2.7%, 欧央行担心的通胀加速回落已经成为事实, 可能将助推欧央行开启加速降息的通道; 而美国 9 月核心 CPI (经季调) 持平于前月 3.3% 高位, 美国和非美发达经济体的分化加剧, 美元指数受此拉动当即反弹。

图 17: 发达经济体核心 CPI 同比 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

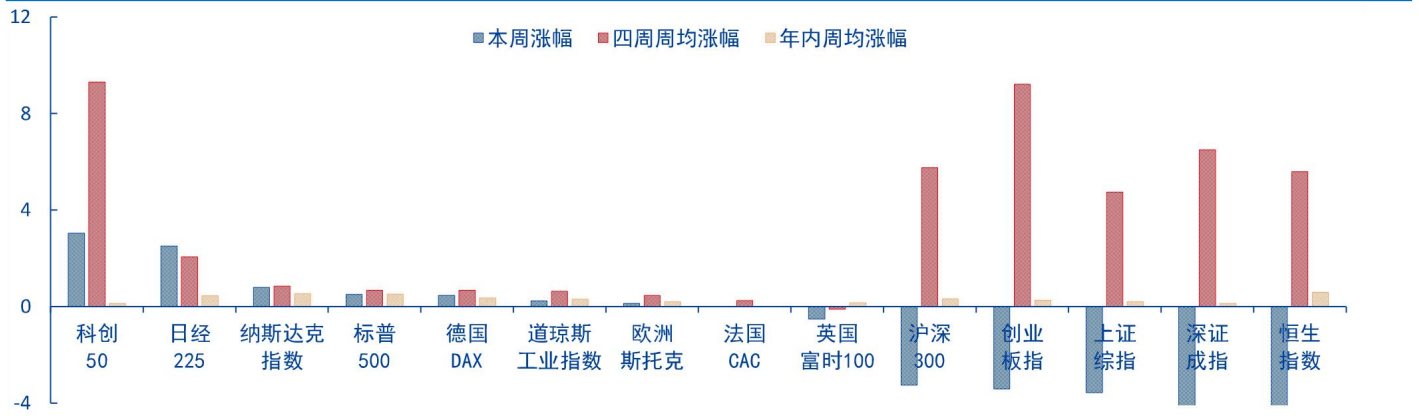
图 18: 主要发达经济体制造业 PMI (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

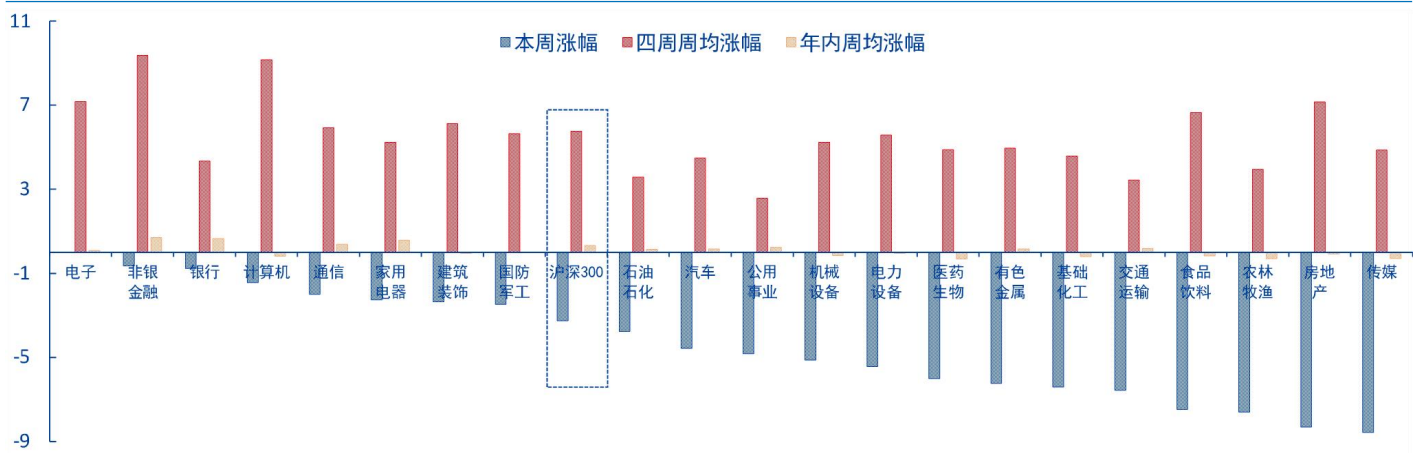
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 19: 全球股市: 本周美国主要股指普遍上涨, A 股科创 50 涨幅靠前



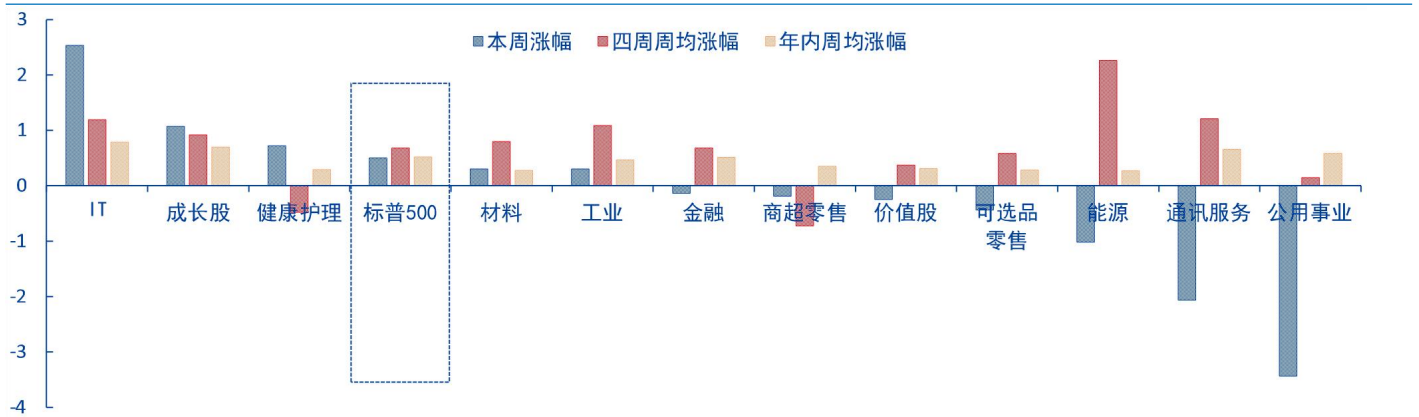
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 20: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%) : 较 9 月 30 日收盘 A 股主要板块普遍下跌, 传媒跌幅最大



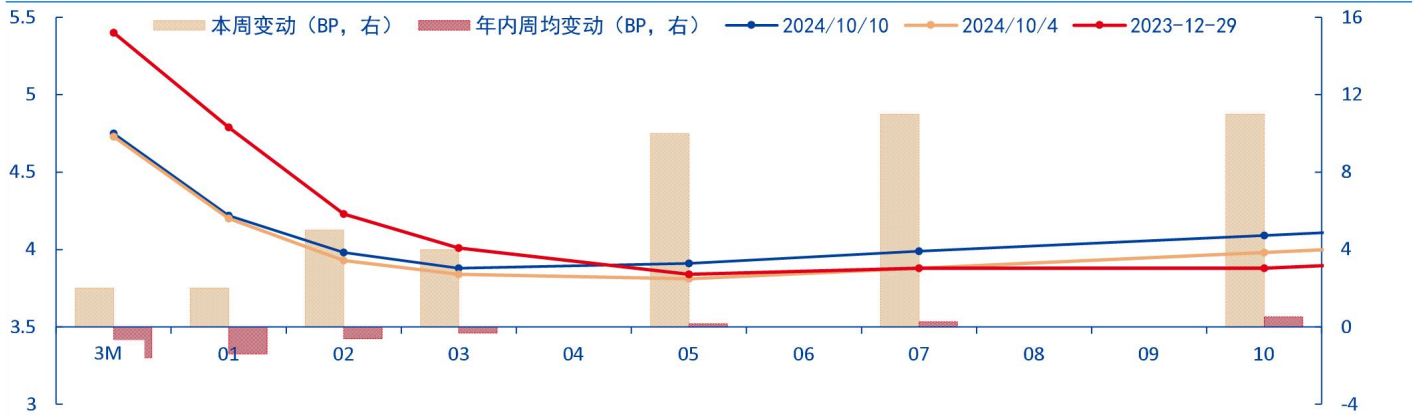
资料来源: CEIC, 华金证券研究所 注: 本周涨幅为 10 月 11 日收盘于 9 月 30 日收盘之比

图 21: 标普 500 及行业涨幅对比 (%) : 本周美股 IT 板块领涨, 公用事业板块跌幅较深



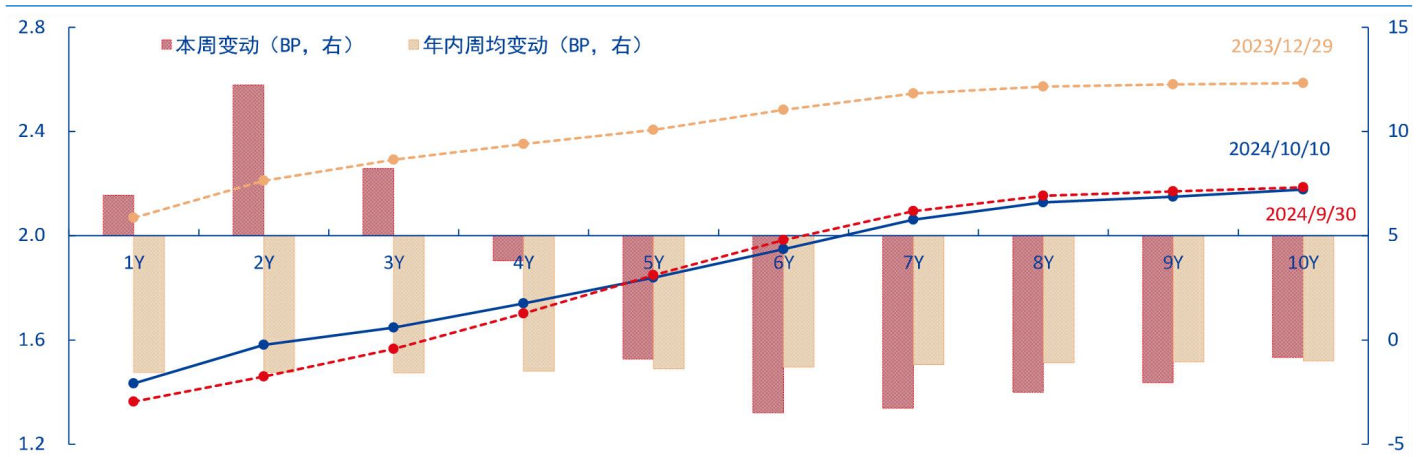
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 22: 美国国债收益率变动幅度: 截至 10 月 10 日, 美债收益率普遍上行



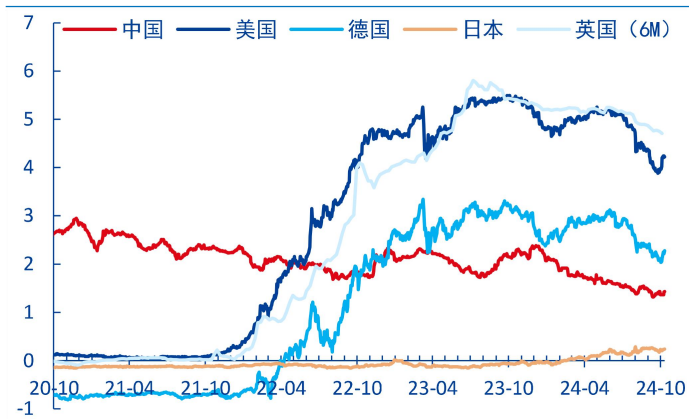
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 23: 中国国债收益率变动幅度: 截至 10 月 10 日, 中债收益率短端上行、中长端下行



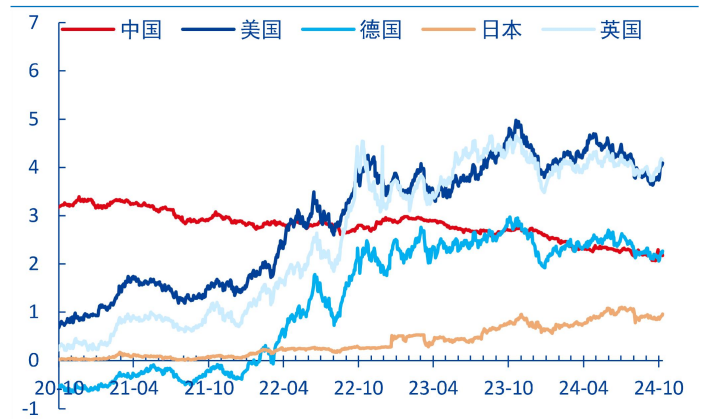
资料来源: CEIC, 华金证券研究所 注: 图中本周变动幅度为 10 月 10 日收盘与 9 月 30 日收盘之比

图 24: 本周 1Y 国债收益率较 9 月 30 日上行 7BP (%)



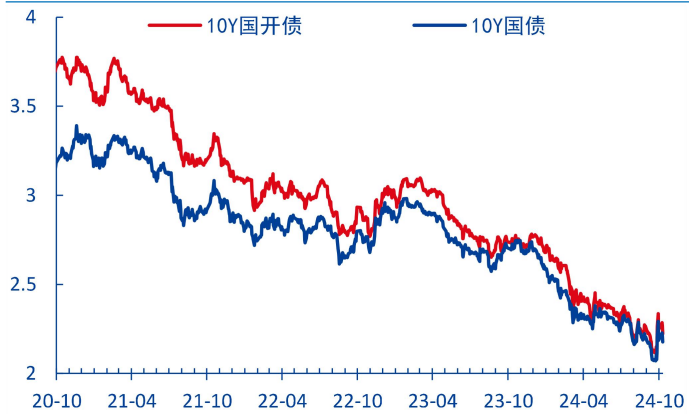
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 25: 中美 10Y 利差较 9 月 30 日走阔 (%)



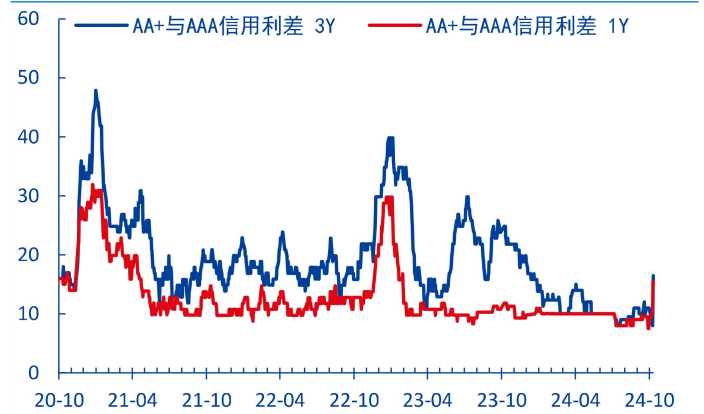
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 26: 10Y 国开债与国债利差较 9 月 30 日小幅收窄 (%)



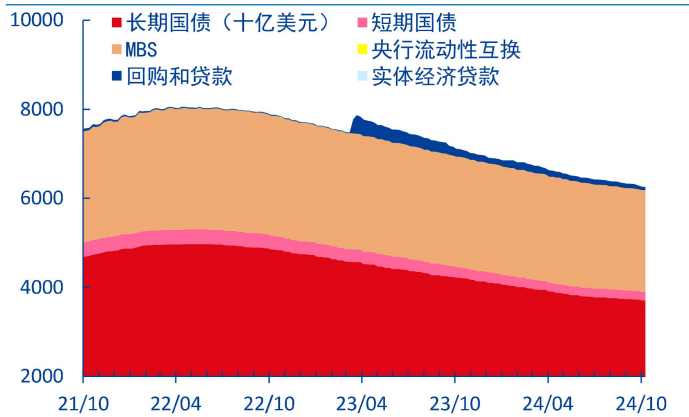
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 27: 1Y、3Y 信用利差较 9 月 30 日大幅上行 (BP)



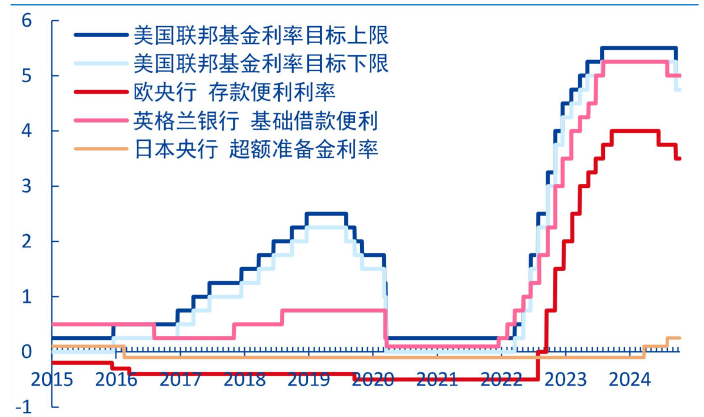
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 28: 美联储本周资产规模有所缩小 (USD bn)



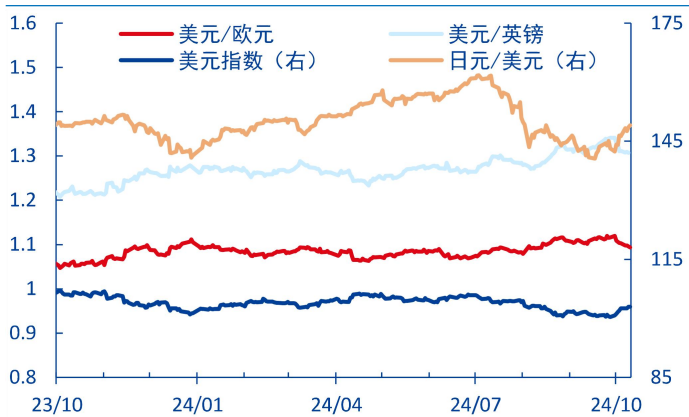
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 29: 主要央行政策利率 (%)



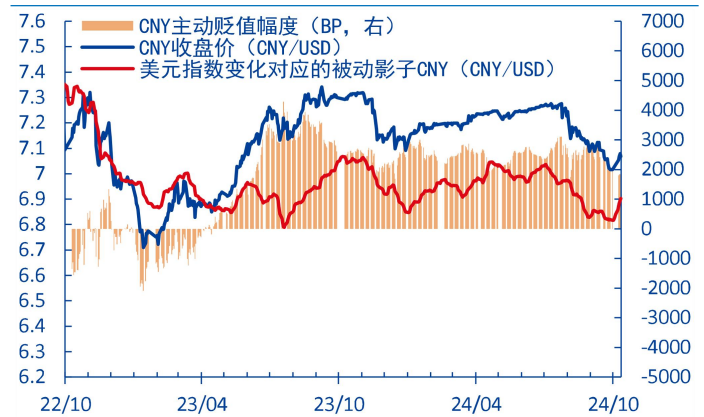
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 30: 全球汇率: 美元指数大幅上行



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 31: 人民币被动贬值幅度加大



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn