

# 投资为何未如消费出现大幅改善？

## 定期报告

### 经济数据点评（2024.10）暨双循环周报（第82期）

#### 投资要点

- ◆ **零售持续大幅上行，凸显消费补贴集中发力、住宅竣工改善对耐用品需求的共同拉动作用。**10月社会消费品零售总额同比再度大幅改善1.6个百分点至4.8%，主要拉动因素包括三个方面：1）针对汽车、家电的国家消费补贴进入全面铺开的第二个月，形成更加强劲的消费拉动作用，汽车、家电音像零售同比分别再度上行3.3、18.7个百分点至3.7%和39.2%，成为推动限额以上商品零售同比大幅改善4.0个百分点至6.8%的最主要原因。2）住宅竣工交付近期有连续加速趋势，亦对房地产相关耐用消费品需求形成加快释放的效果，特别表现在不享受本轮补贴的家具零售同比亦上行7个百分点至7.4%。3）本轮政策加码集中公布，居民收入预期短期受到提振，非房地产相关耐用品、非耐用可选品同比分别上行4.0、5.4个百分点至9.8%和4.9%。服务消费进入稳定增长阶段，零售口径餐饮收入同比小幅上行0.1个百分点至3.2%。
- ◆ **政策加码集中推出，但投资增长未能延续上行趋势，地产跌幅加深、政府债务相关主要基建领域增速下滑，显示化债重在处置存量隐债，地产周期见底尚需时日。**10月固定资产投资同比增速持平于3.4%的低位，尚未出现明显改善，且弱于补贴刺激下的商品零售改善幅度。制造业投资增速小幅回升0.3个百分点至10.1%，高位稳定。房地产开发投资跌幅扩大3.0个百分点至-12.3%，显示新一轮地产放松政策组合尚未趋势性扭转开发商对需求侧较为谨慎的预期。广义基建投资增速小幅回落0.1个百分点至9.2%，其中与政府债务相关度较高的电力能源、交通运输和水利环境公共设施管理业同比分别下行13.0、7.7和7.2个百分点至19.2%、5.6%和6.1%，仅信息传输业同比转正。这显示本轮10万亿化债方案对于严控新增隐债要求较为严格，化债重在处置存量隐债导致的财政收缩和企业低效债务杠杆滚动问题，而非意在短期大幅推升基建投资增速。
- ◆ **新一轮地产放松政策刺激部分需求释放，销售跌幅显著收窄；开发商流动性紧张有所缓和竣工从深跌中有所缓解；但新开工仍然不佳，潜在库存较大仍需严控增量。**10月住宅竣工面积和销售面积同比跌幅分别大幅改善10.5和9.3个百分点至-19.7%和-1.3%，但同时，新开工面积同比跌幅再度加深8.1个百分点至-25.8%。一方面，9月底以来的一系列放松政策对供需两侧进行呵护，销售和竣工加速恢复；但另一方面，当下我国地产需求不具备“V”型反弹的条件，加之此前数年开发商购地开工较为激进，潜在库存仍然较高，地产供给仍需严控增量，新开工进一步下滑是较为合理的。房价方面，10月全国及一二三线城市新建住宅环比再度下跌，一线城市二手住宅时隔18个月以来首度环比上涨0.4%。近日的房地产交易税减免政策可能促进房价尽快向均衡水平回落并推动止跌企稳。维持房地产市场将于2025年年中附近迎来“L型”拐点的预测不变。
- ◆ **内需温和改善拉动制造业增加值小幅回升，但出口不确定性提升可能影响相关行业生产。**10月工业增加值同比小幅回落0.1个百分点至5.3%，采矿业和制造业增加值分别改善0.9和0.2个百分点至4.6%和5.4%，公用事业大幅下行4.7个百分点至5.4%。主要制造业行业中，受内需温和改善的拉动，化学原料和化学制品制造业、汽车制造业以及黑色金属增加值同比分别上行2.3、1.6和1.3个百分点至6.9%、6.2%和4.0%。但同时计算机通信和其他电子设备增加值再度小幅降温，随着欧盟新能源汽车关税落地、特朗普二度当选，出口不确定性提升，可能对出口比重较大行业生产形成影响。
- ◆ **新一轮加码政策着眼当下立意长远，预计2025年一般预算赤字扩张加码补贴消费，房地产政策着力改善供给侧流动性推动加速竣工，化债目标更多在于避免风险累计增强经济活力而非延续低效率高杠杆基建投资稳增长老路。**地产交易相关税率下调，或在供需两侧同步实现一定增量效果，加之专项债即将允许投向保障房收储和盘活土地领域，有望推动房地产市场尽快止跌企稳，竣工交付有所加速。10万亿化债方案主要目的在于缓和土地出让收入大幅下滑与化解存量隐债更趋紧迫之间的财政收支矛盾，压实地方主体责任、严控新增隐债两大从严要求下，基建投资2025年增速或与2024年相近。耐用消费品补贴带来消费连续改善的良好效果，地方加速化解隐债有望给中央财政打开更大的一般预算赤字率空间，通过安排更大规模的消费补贴，进一步夯实国内供需循环，更好抵御外部需求风险。我们维持2025年预算赤字率抬升至4.2%左右、实行4000-5000亿消费补贴、并可能考虑实施小规模个税减税等增量财政政策预测不变；货币政策方面，维持年内不再降息、12月降准50BP以投放合理力度的长期流动性、2025年降息30-40BP、降准100BP的预测不变。预计2025年经济增长目标定在4.5%左右。
- ◆ **风险提示：**房地产市场止跌回稳推迟风险；基建投资增速低于预期风险。

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

特朗普未至高通胀已衰，美联储降息挑战重重——美国CPI点评(2024.10) 2024.11.14  
 房地产交易税减免，增加需求还是供给 2024.11.14

化债将至，M2与社融背离会否持续？——金融数据速评(2024.10) 2024.11.11

服务回稳扰动消退，商品补贴降价促销——CPI、PPI点评(2024.10) 2024.11.9

10万亿化债：深层路径及广泛影响 2024.11.9



## 内容目录

10 月经济数据：零售连续改善，内需才是抓手 .....	4
国内外经济追踪：汽车消费大幅改善，美国通胀高位黏性增大 .....	9
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP） .....	13

## 图表目录

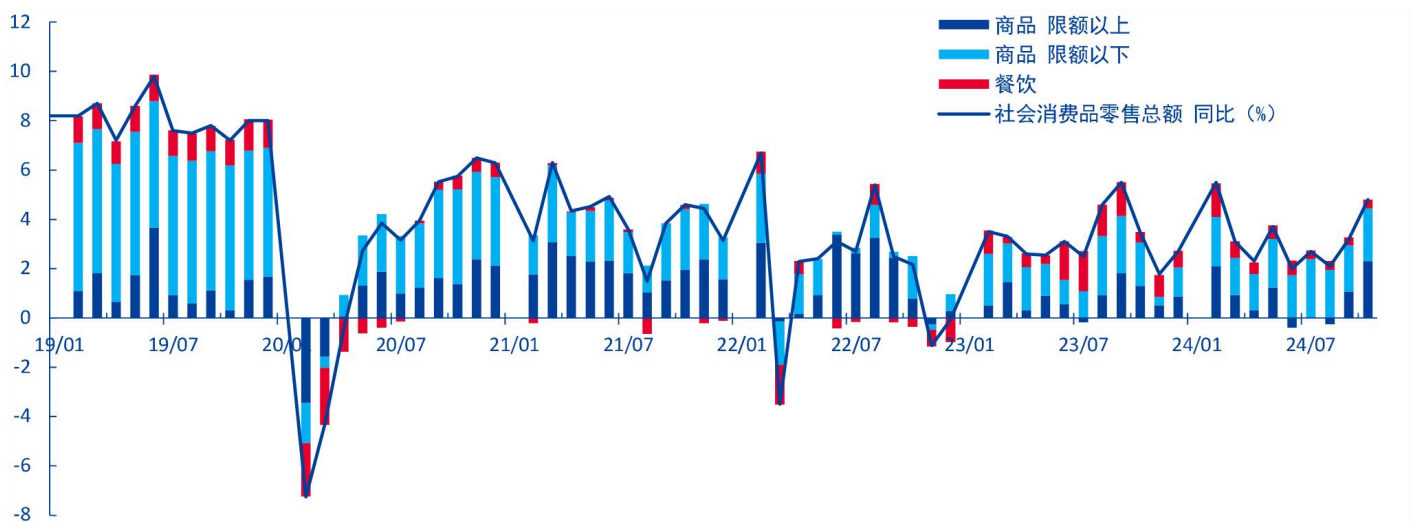
图 1: 社会消费品零售总额同比及贡献结构 (%)	4
图 2: 限额以上商品零售同比及贡献结构 (%)	5
图 3: 固定资产投资、房地产、制造业、基建投资单月同比 (%)	5
图 4: 广义基建投资同比及贡献结构 (%)	6
图 5: 住宅销售、新开工、竣工面积同比 (%)	6
图 6: 一线及全国新建和二手住宅价格指数 (2010.12=100)	7
图 7: 工业增加值与三大工业行业增加值实际同比 (%)	7
图 8: 30 大中城市及一二三线城市商品房销售面积与疫情前数年均值之比 (%)	9
图 9: 乘联会乘用车批零累计同比 (%): 零售累计同比大幅上行	9
图 10: 乘联会新能源乘用车批零累计同比 (%)	9
图 11: 中汽协汽车销量当月、累计同比 (%)	10
图 12: 中汽协汽车产量当月、累计同比 (%)	10
图 13: 菜价果价 30DMA 同比 (%): 本周蔬果价格同比继续回落	10
图 14: 猪肉价格同比 (%): 猪价同比增速小幅回升	10
图 15: 钢材价格旬度环比: 环比增速再度回升 (%)	11
图 16: 煤炭价格同比 (%): 山西优混及无烟煤价格跌幅收窄	11
图 17: 伦敦金现、LME 铜: 金价、铜价大幅回落	11
图 18: 原油价格: 本周原油价格小幅下跌	11
图 19: 美国当周初请失业金人数再度下行	11
图 20: 美国原油产量小幅降至 1340 万桶	11
图 21: 发达经济体实际 GDP 同比	12
图 22: 美国核心 PPI 同比及贡献结构 (%)	12
图 23: 全球股市: 本周美股主要指数普遍下行, A 股科创 50 跌幅较深	13
图 24: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%): 本周 A 股主要行业除传媒外普遍下跌, 房地产跌幅最深	13
图 25: 标普 500 及行业涨幅对比 (%): 本周美股能源板块涨幅靠前, 健康护理板块跌幅较深	13
图 26: 美国国债收益率变动幅度: 截至 11 月 14 日, 美债长端收益率大幅上行	14
图 27: 中国国债收益率变动幅度: 截至 11 月 14 日, 中债收益率普遍下行	14
图 28: 中债 1Y 收益率小幅下行 2BP (%)	14
图 29: 中美 10Y 利差小幅扩大 (%)	14
图 30: 10Y 国开债与国债利差基本持平于上周 (%)	15
图 31: 1Y、3Y 信用利差均有所收窄 (BP)	15
图 32: 美联储本周资产规模有所缩小 (USD bn)	15
图 33: 主要央行政策利率 (%)	15
图 34: 全球汇率: 美元指数时隔一年重返 106 以上高位	15
图 35: 人民币被动贬值幅度加大	15

## 投资为何未如消费出现大幅改善？

一、零售持续大幅上行，凸显消费补贴集中发力、住宅竣工改善对耐用品需求的共同拉动作用。

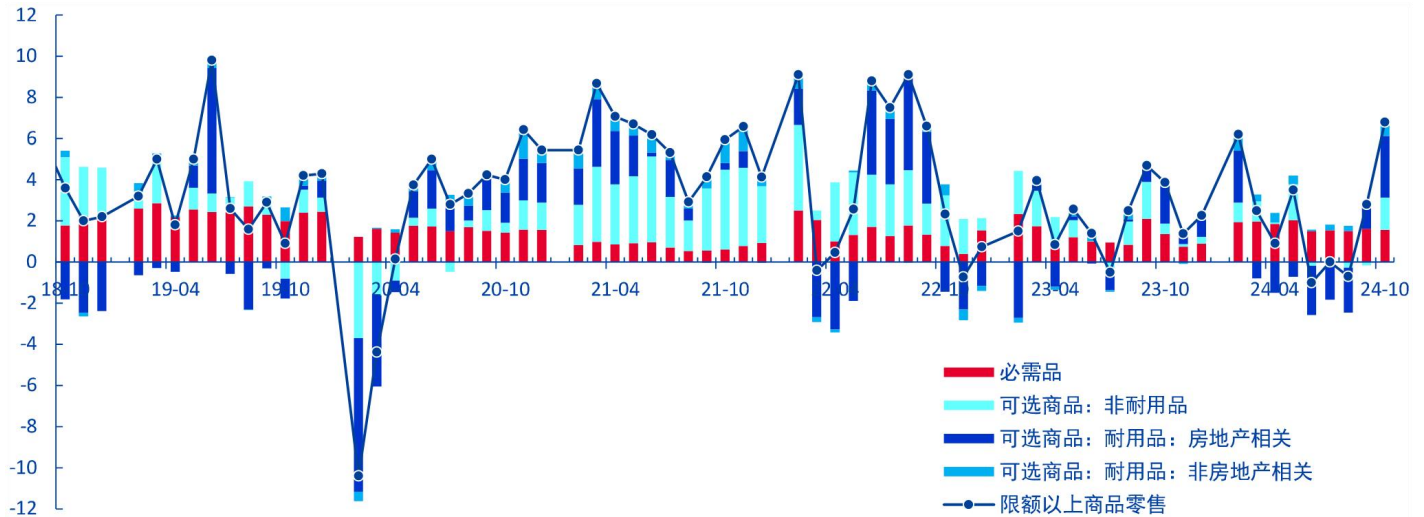
10月社会消费品零售总额同比再度大幅改善1.6个百分点至4.8%，连续第二个月大幅上行，创年内单月次高，主要拉动因素包括三个方面：1) 针对汽车、家电的国家消费补贴进入全面铺开的第二个月，形成更加强劲的消费拉动作用，汽车、家电音像零售同比分别再度上行3.3、18.7个百分点至3.7%和39.2%，成为推动限额以上商品零售同比大幅改善4.0个百分点至6.8%的最主要原因。2) 住宅竣工交付近期有连续加速趋势，亦对房地产相关耐用消费品需求形成加快释放的效果，特别表现在不享受本轮补贴的家具零售同比亦上行7个百分点至7.4%。3) 本轮政策加码集中公布，居民收入预期短期受到提振，非房地产相关耐用品、非耐用可选品同比分别上行4.0、5.4个百分点至9.8%和4.9%。10月消费主要走强的领域集中于商品方面，服务消费进入稳定增长阶段，零售口径餐饮收入同比小幅上行0.1个百分点至3.2%。

图 1：社会消费品零售总额同比及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021年，2022年4-5月、10-12月，2023年3-5月、10-12月为两年平均增速

图 2：限额以上商品零售同比及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年，2022 年 4-5 月、10-12 月，2023 年 3-5 月、10-12 月为两年平均增速

二、政策加码集中推出，但投资增长未能延续上行趋势，地产跌幅加深、政府债务相关主要基建领域增速下滑，显示化债重在处置存量隐债，地产周期见底尚需时日。

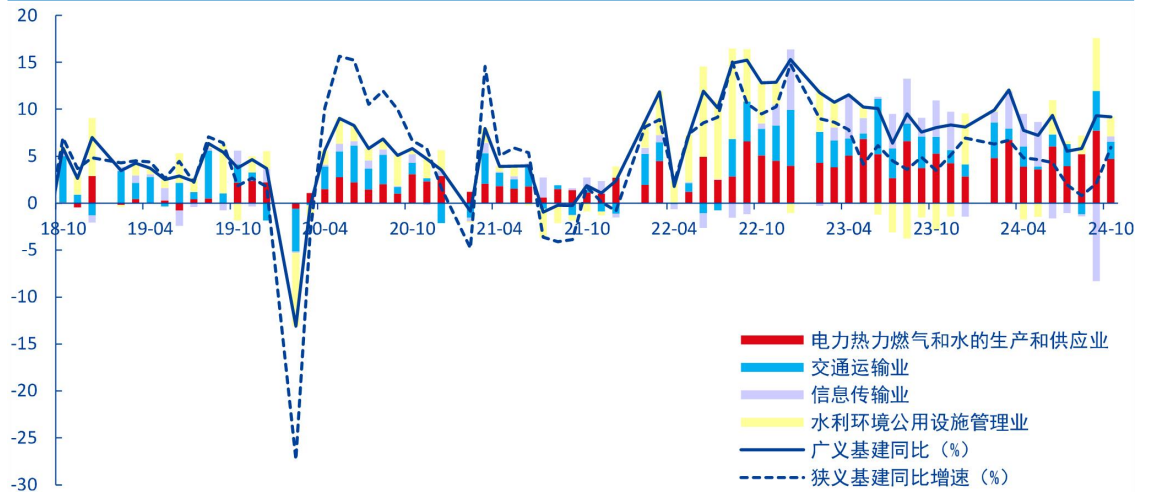
10 月固定资产投资同比增速持平于 3.4% 的低位，在 9 月底以来新一轮政策加码集中落地的背景下，尚未出现明显改善，且弱于补贴刺激下的商品零售改善幅度。其中制造业投资增速小幅回升 0.3 个百分点至 10.1%，高位稳定。房地产开发投资跌幅扩大 3.0 个百分点至 -12.3%，显示新一轮地产放松政策组合尚未趋势性扭转开发商对需求侧较为谨慎的预期。广义基建投资增速小幅回落 0.1 个百分点至 9.2%，其中与政府债务相关度较高的电力能源、交通运输和水利环境公共设施管理业同比分别下行 13.0、7.7 和 7.2 个百分点至 19.2%、5.6% 和 6.1%，仅信息传输业同比转正。这显示本轮 10 万亿化债方案对于严控新增隐债要求较为严格，化债重在处置存量隐债导致的财政收缩和企业低效债务杠杆滚动问题，而非意在短期大幅推升基建投资增速。

图 3：固定资产投资、房地产、制造业、基建投资单月同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

图 4：广义基建投资同比及贡献结构（%）

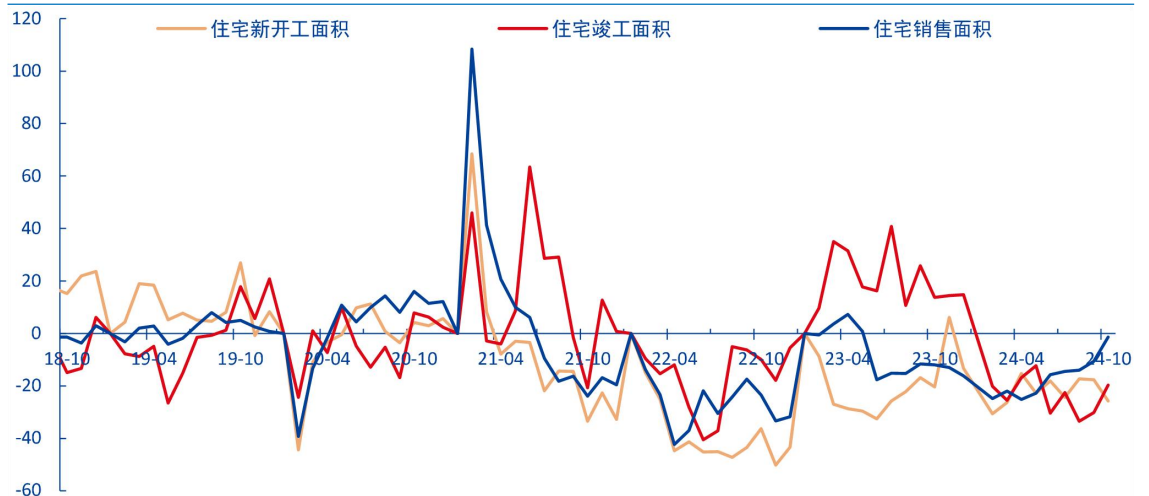


资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

三、新一轮地产放松政策刺激部分需求释放，销售跌幅显著收窄；开发商流动性紧张有所缓和竣工从深跌中有所缓解；但新开工仍然不佳，潜在库存较大仍需严控增量。

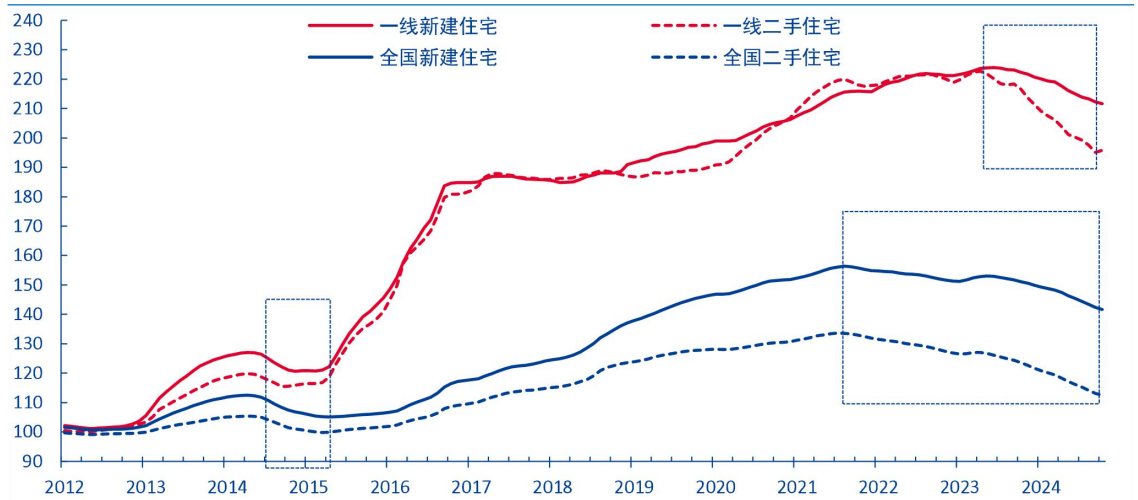
10 月住宅竣工面积和销售面积同比跌幅分别大幅改善 10.5 和 9.3 个百分点至 -19.7% 和 -1.3%，但同时，10 月新开工面积同比跌幅再度加深 8.1 个百分点至 -25.8%。一方面，9 月底以来的一系列放松政策对开发商流动性起到缓解紧张的作用，对居民购房信心形成一定提振，也加快了部分此前受限需求的释放，销售和竣工短期加速恢复；但另一方面，中长期因素限制下，当下我国地产需求不具备“V”型反弹的条件，加之此前数年开发商购地开工较为激进，潜在库存仍然较高，地产供给仍需严控增量，新开工进一步下滑是较为合理的。房价方面，10 月全国及一二三线城市新建住宅环比再度下跌，一线城市二手住宅时隔 18 个月以来首度环比上涨 0.4%。近日财政部宣布了房地产相关交易税减免政策，我们预计可能增加一线城市大户型二手房供给，由此可能促进房价尽快向均衡水平回落并推动尽快止跌企稳。维持房地产市场将于 2025 年年中附近迎来“L 型”拐点的预测不变。

图 5：住宅销售、新开工、竣工面积同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 6：一线及全国新建和二手住宅价格指数（2010.12=100）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

四、内需温和改善拉动制造业增加值小幅回升，但出口不确定性提升可能影响相关行业生产。

10月工业增加值同比小幅回落0.1个百分点至5.3%，采矿业和制造业增加值分别改善0.9和0.2个百分点至4.6%和5.4%，公用事业大幅下行4.7个百分点至5.4%。主要制造业行业中，受内需温和改善的拉动，化学原料和化学制品制造业、汽车制造业以及黑色金属增加值同比分别上行2.3、1.6和1.3个百分点至6.9%、6.2%和4.0%。但同时计算机通信和其他电子设备增加值再度小幅降温0.1个百分点至10.5%，随着欧盟新能源汽车关税落地、特朗普二度当选，出口不确定性大幅提升，可能对出口比重较大行业生产形成一定影响。

图 7：工业增加值与三大工业行业增加值实际同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021年、2023年3-5月、10-12月为两年平均增速

五、新一轮加码政策着眼当下立意长远，预计2025年一般预算赤字扩张加码补贴消费，房地产政策着力改善供给侧流动性推动加速竣工，化债目标更多在于避免风险累计增强经济活力而非延续低效率高杠杆基建投资稳增长老路。

近日地产交易相关税率下调，或在供需两侧同步实现一定的增量促进效果，加之专项债即将允许投向保障房收储和盘活土地领域，有望推动房地产市场尽快止跌企稳，竣工交付有所加速。

10 万亿化债方案主要目的在于缓和土地出让收入大幅下滑与化解存量隐债更趋紧迫之间的财政收支矛盾,压实地方主体责任、严控新增隐债两大从严要求下,基建投资预计难以大幅反弹,2025 年增速或与 2024 年相近,而盈亏平衡能力或将持续提升。最近两个月消费连续出现超预期改善,凸显耐用消费品补贴的良好效果,地方加速化解隐债有望在总体政府广义债务率不出现大幅增加的同时,给中央财政打开更大的一般预算赤字率空间,后者对 2025 年保持相对平稳较高的大宗可选耐用消费品需求增长趋势具有关键的引导作用,由此方可夯实国内供需循环,更好抵御外部需求风险。

我们维持 2025 年一般公共预算赤字率可抬升至 4.2%左右高位的预测不变,并预计同步实行 4000-5000 亿规模消费补贴,并可能考虑实施小规模个税减税等增量促消费财政政策;货币政策方面,维持年内 7 天逆回购和 LPR 利率不再下调、12 月降准 50BP 以投放合理力度的长期流动性的预测不变,维持 2025 年 LPR 下调 30-40BP、全年降准 100BP 的预测不变。预计 2025 年经济增长目标定在 4.5%左右。

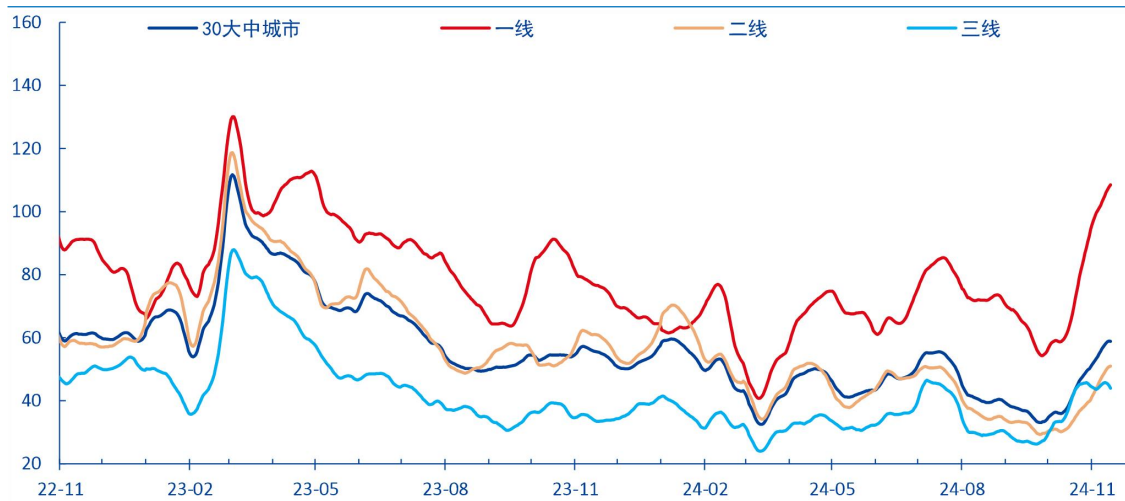
**风险提示:** 房地产市场止跌回稳推迟风险;基建投资增速低于预期风险。



## 国内外经济追踪：汽车消费大幅改善，美国通胀高位黏性增大

**商品房销售面积：**商品房销售面积自9月底以来连续改善，尤其是一线城市的改善幅度更大；近期房地产交易税减免的相关措施预计将进一步边际推动房地产市场尽快企稳反弹。

图 8：30 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

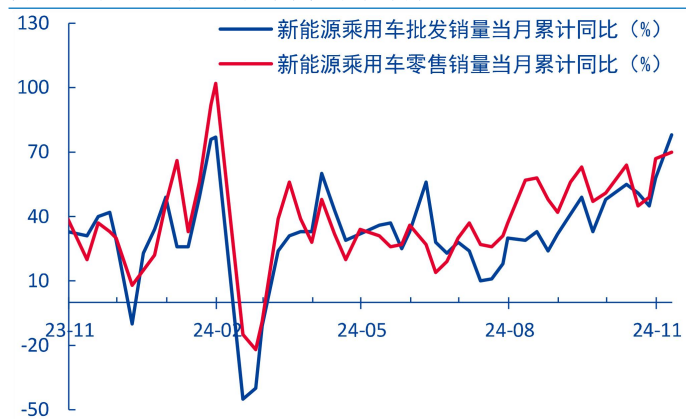
**汽车消费：**汽车消费在财政加码补贴的拉动下持续改善。据乘联会数据，截至11月10日，乘用车零售和批发销量当月累计同比增速分别较10月末大幅上行13和28个百分点至29%和41%，本轮特别国债加码财政补贴以及房地产市场相关政策大幅放松对以汽车为代表的房地产相关耐用品消费的拉动作用正持续显现。据中汽协最新数据，10月汽车销量和产量当月同比较前月大幅提升8.7和5.5个百分点至7.0%和3.6%，均实现同比转正，进一步验证了近期汽车消费的强势增长。

图 9：乘联会乘用车批零累计同比（%）：零售累计同比大幅上行



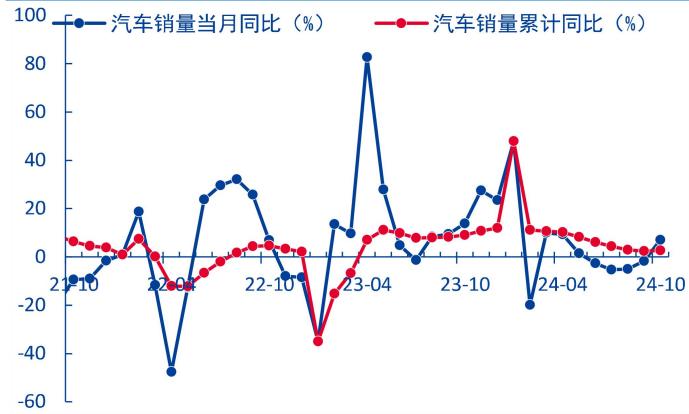
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 10：乘联会新能源乘用车批零累计同比（%）



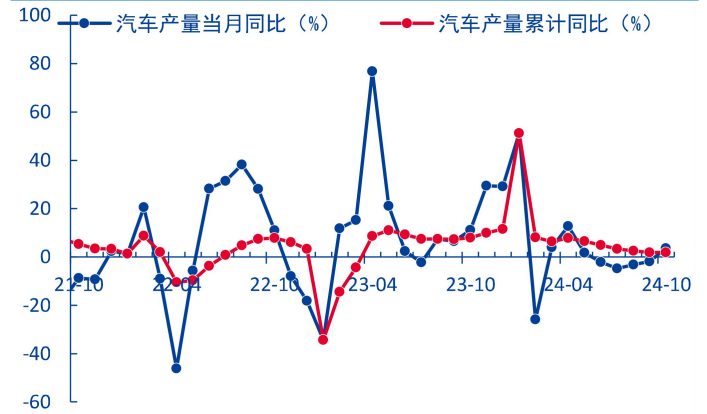
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 11：中汽协汽车销量当月、累计同比（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

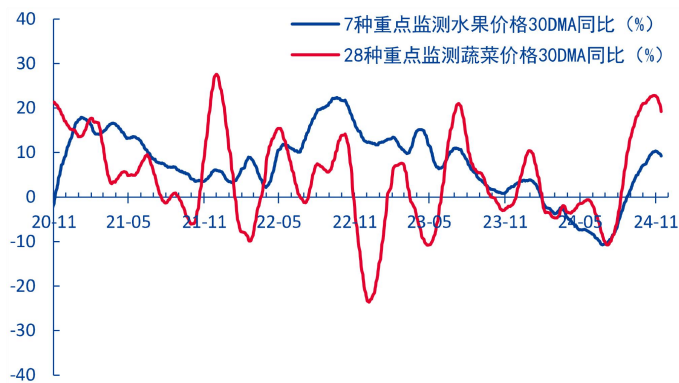
图 12：中汽协汽车产量当月、累计同比（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

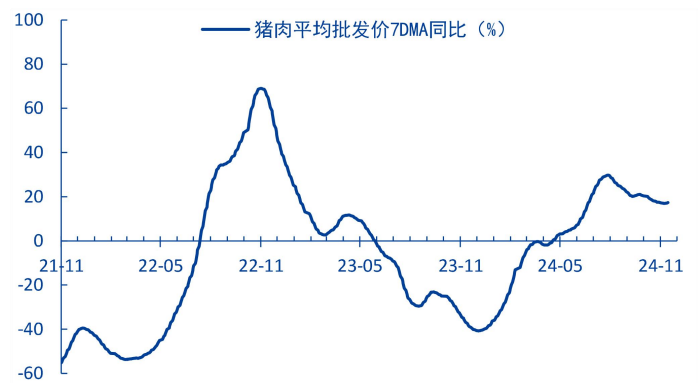
**高频通胀指标：受集中上市影响，本周蔬果价格同比继续回落，猪价同比小幅回升。**截至 11 月 14 日，鲜菜、鲜果 30 日均价同比增速随鲜菜鲜果集中上市出现不同程度回落，二者分别较上周回落 2.0 个百分点、0.6 个百分点至 19.2%和 9.2%；猪肉平均批发价趋于平稳，同比增速小幅回升 0.3 个百分点至 17.3%。

图 13：菜价果价 30DMA 同比（%）：本周蔬果价格同比继续回落



资料来源：Wind，华金证券研究所

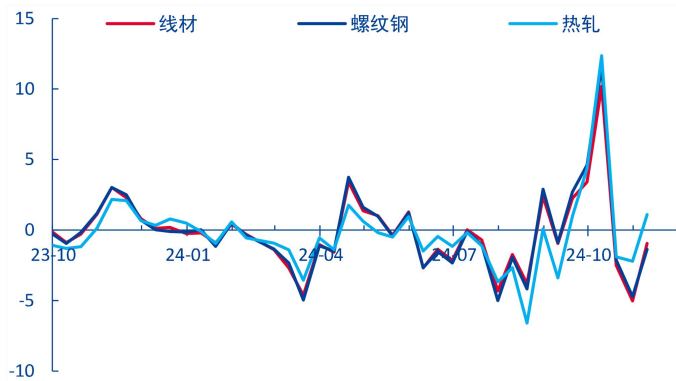
图 14：猪肉价格同比（%）：猪价同比增速小幅回升



资料来源：Wind，华金证券研究所

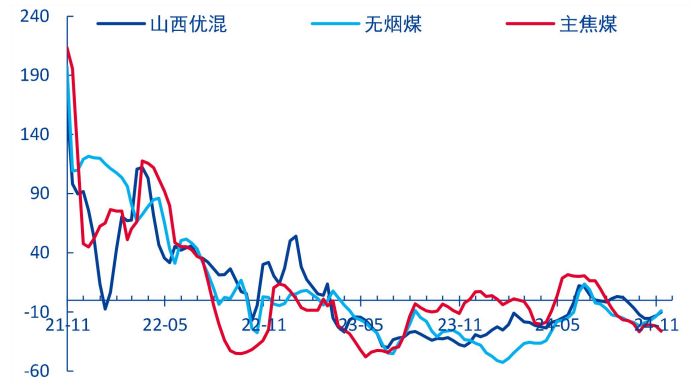
**重点生产资料价格变化：11 月上旬钢材价格环比再度回升，山西优混及无烟煤价格跌幅有所收窄。**11 月上旬钢材价格环比增速再度回升，线材、螺纹钢环比跌幅分别收窄至-0.9%、-1.4%，热轧价格环比上行至 1.1%的正增区间；山西优混及无烟煤价格同比跌幅分别收窄 3.0、4.6 个百分点至-10.2%和-9.0%，主焦煤价格同比跌幅继续扩大 4.6 个百分点至-26.3%。

图 15: 钢材价格旬度环比: 环比增速再度回升 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 16: 煤炭价格同比 (%) : 山西优混及无烟煤价格跌幅收窄



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

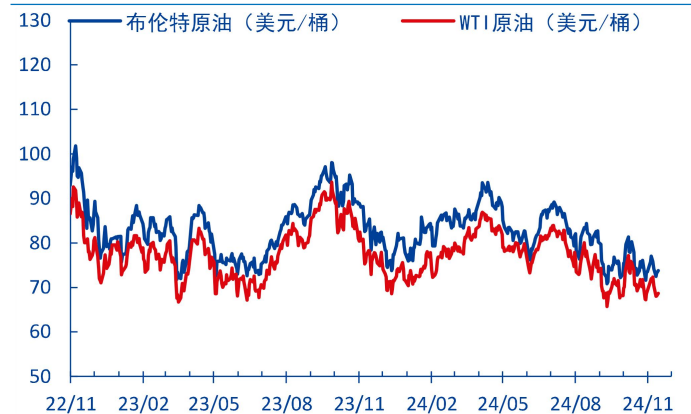
**大宗商品: 金价、铜价大幅回落, 原油价格小幅下跌。**本周强势上冲的美元指数带动金价大幅回调, 截至 11 月 14 日伦敦金现报收 2567.3 美元/盎司; LME 铜价格大幅回落 555.0 美元至 8768.0 美元/吨; 截至 11 月 14 日, 布油、WTI 原油价格同步小幅下跌, 分别较上周跌 0.4、1.7 美元至 73.8、68.7 美元/桶。

图 17: 伦敦金现、LME 铜: 金价、铜价大幅回落



资料来源: Wind, 华金证券研究所

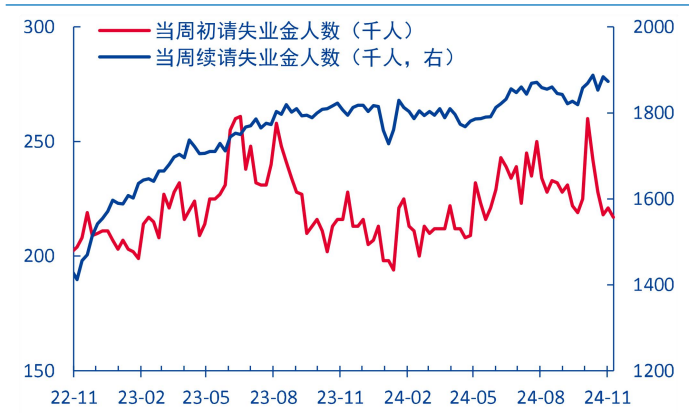
图 18: 原油价格: 本周原油价格小幅下跌



资料来源: Wind, 华金证券研究所

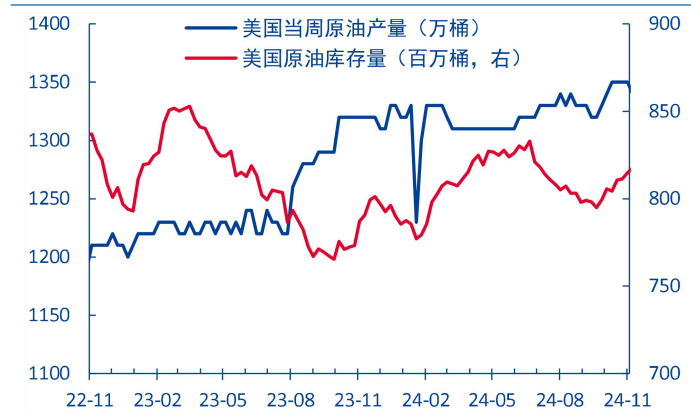
**美国就业、能源产量及库存: 11 月第二周美国初请失业金人数 (季调) 下行 0.4 万至 21.7 万人, 极端天气扰动消退后美国劳动力市场再度趋紧; 美国国内原油产量小幅降至 1340 万桶, 原油库存小幅回升。**

图 19: 美国当周初请失业金人数再度下行



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

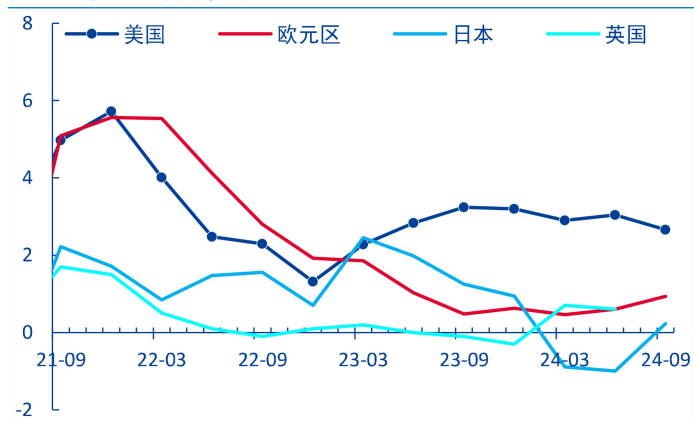
图 20: 美国原油产量小幅降至 1340 万桶



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

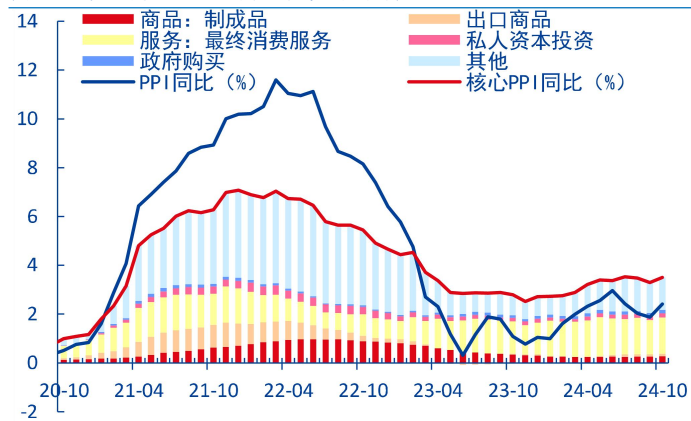
**发达经济体实际 GDP 同比及通胀：**本周公布欧元区及日本 Q3 实际 GDP 同比，基数大幅走低助推 24Q3 欧元区及日本实际 GDP 同比，但非美发达经济体当前经济表现仍然大幅弱于美国。美国 10 月核心 PPI 同比大幅反弹 0.2 个百分点至 3.5%，叠加高位持平的核心 CPI 同比共同指向美国的通胀高位黏性，美联储年内降息空间进一步受限。

图 21：发达经济体实际 GDP 同比



资料来源：CEIC，华金证券研究所

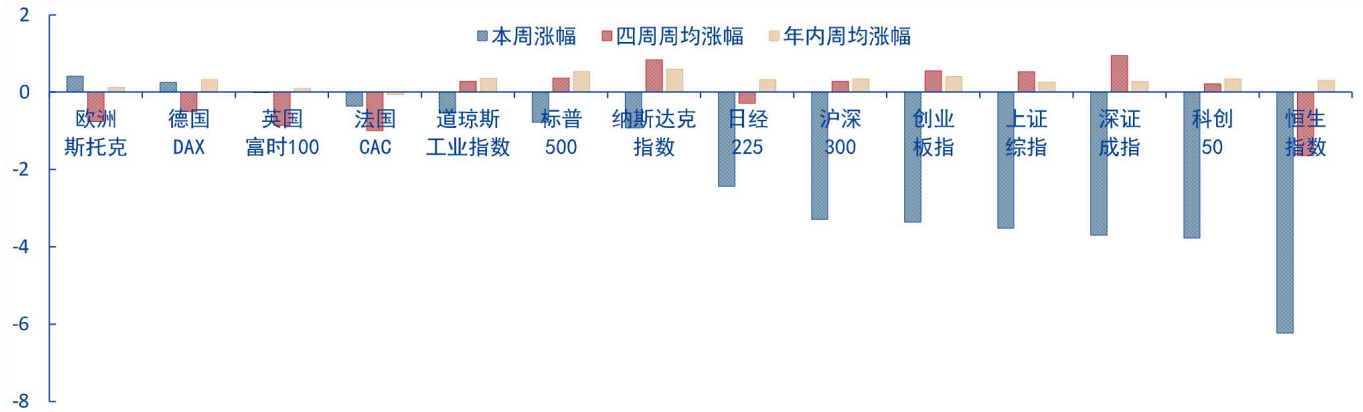
图 22：美国核心 PPI 同比及贡献结构 (%)



资料来源：CEIC，华金证券研究所

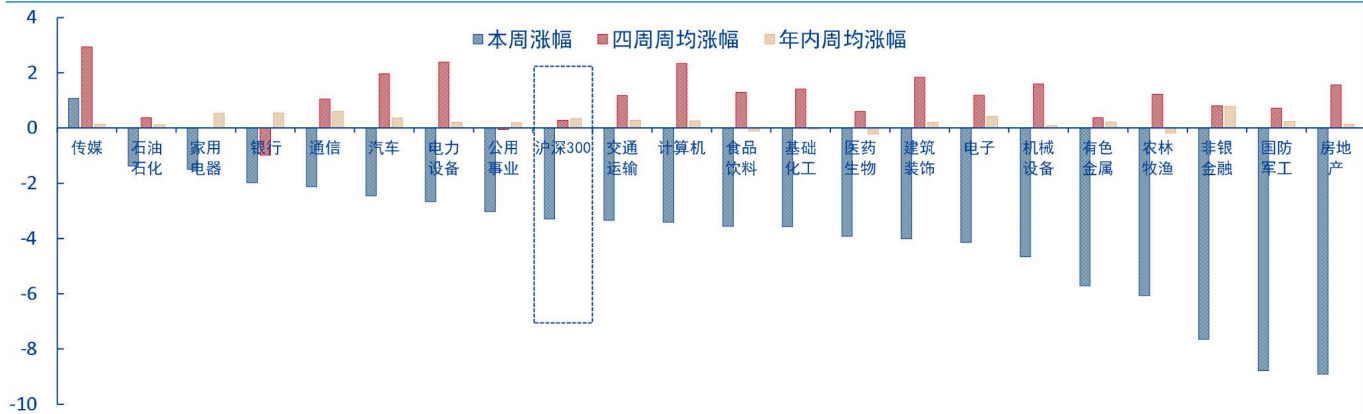
## 华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 23: 全球股市: 本周美股主要指数普遍下行, A 股科创 50 跌幅最深



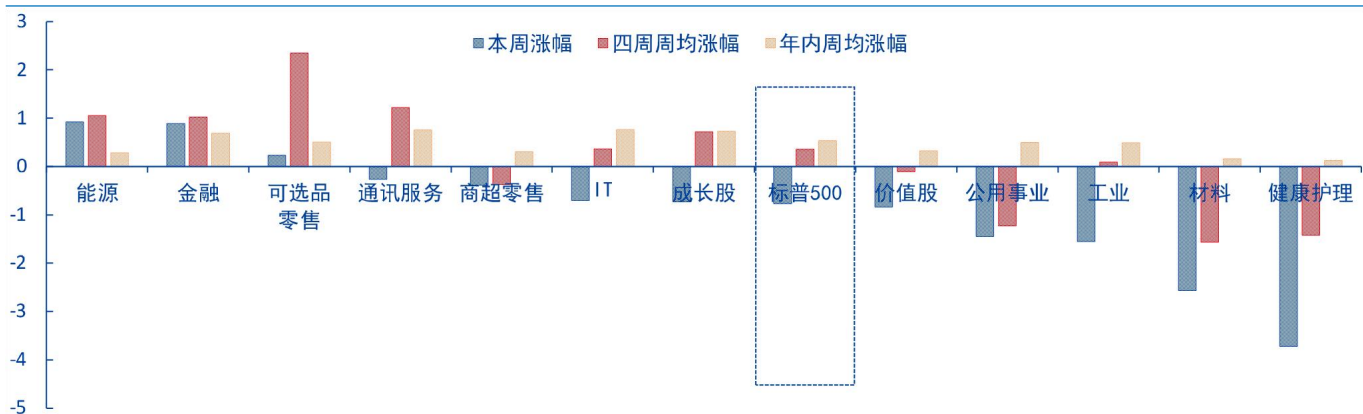
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 24: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%) : 本周 A 股主要行业除传媒外普遍下跌, 房地产跌幅最深



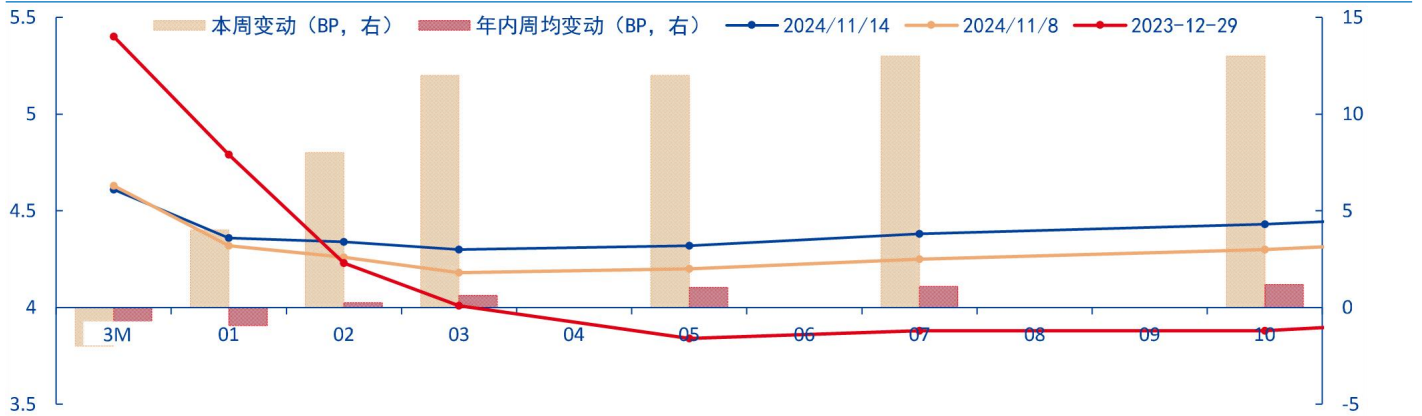
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 25: 标普 500 及行业涨幅对比 (%) : 本周美股能源板块涨幅靠前, 健康护理板块跌幅较深



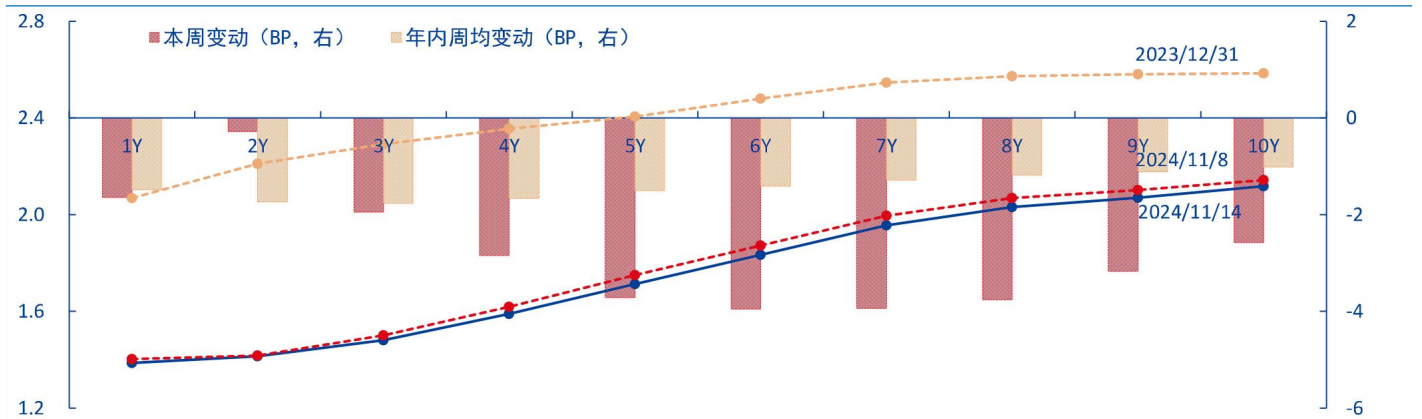
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 26: 美国国债收益率变动幅度: 截至 11 月 14 日, 美债长端收益率大幅上行



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 27: 中国国债收益率变动幅度: 截至 11 月 14 日, 中债收益率普遍下行



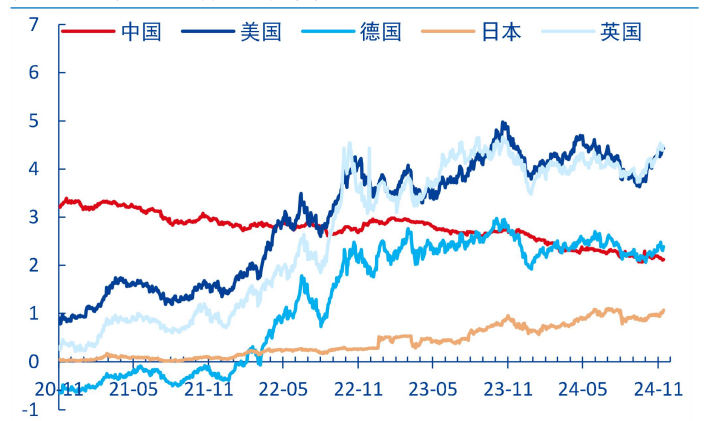
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 28: 中债 1Y 收益率小幅下行 2BP (%)



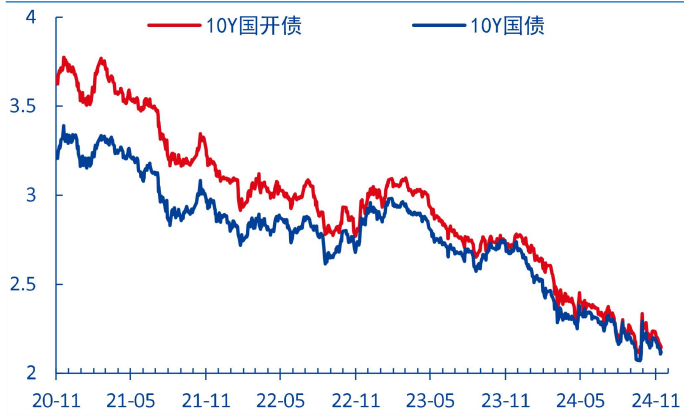
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 29: 中美 10Y 利差小幅扩大 (%)



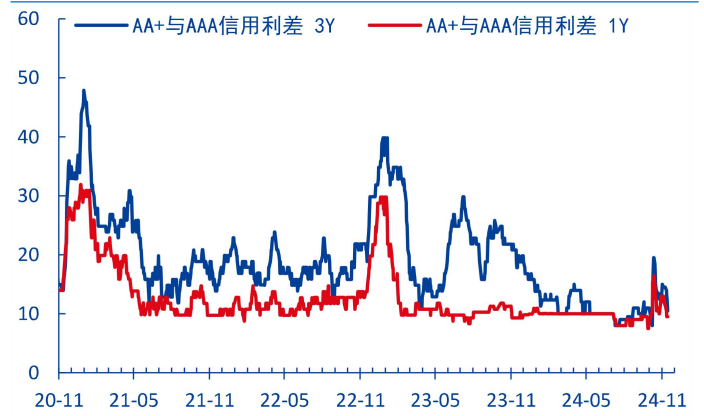
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 30: 10Y 国开债与国债利差基本持平于上周 (%)



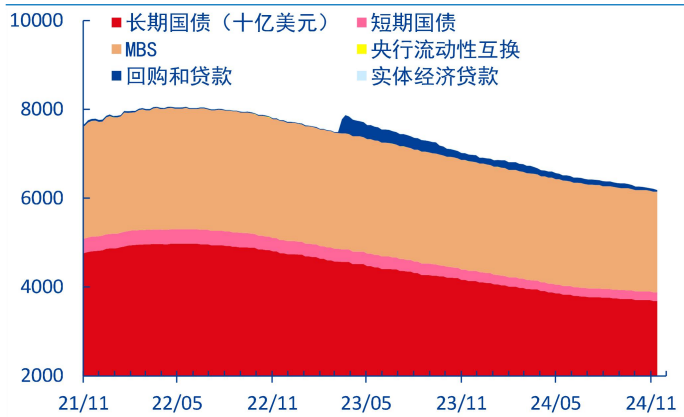
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 31: 1Y、3Y 信用利差均有所收窄 (BP)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 32: 美联储本周资产规模有所缩小 (USD bn)



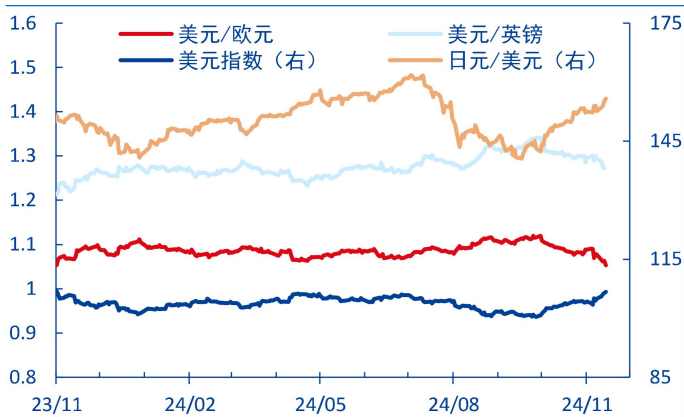
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 33: 主要央行政策利率 (%)



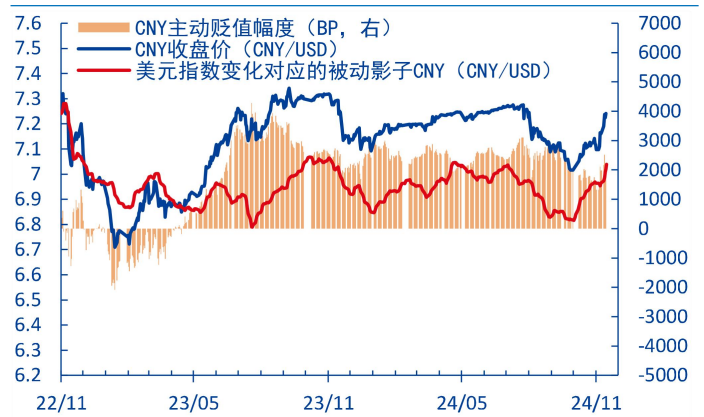
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 34: 全球汇率: 美元指数时隔一年重返 106 以上高位



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 35: 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