

“大美丽法案”初探

——海外札记 20250526

研究结论

- 20250517-20250524，美国股市回调，科技股领跌，纳指、标普 500 分别收跌 2.47%和 2.61%。长期主权债抛售危机继续发酵，长期美债、日债收益率大幅上升。欧元、日元、瑞郎与黄金价格上涨体现出避险情绪上升，美元指数在避险交易当中继续下跌 1.84%，继续体现出美元避险属性在特朗普新政时代的异变。此外，本周天然气价格大幅回升 11.16%，带动商品价格普涨，布油价格小幅回落，比特币上涨 3.78%。
- 本周市场表现主要可以归纳为以下三条主线上的预期和现实发展变化。
- “大美丽法案”：在众议院表决通过。在众议院版本当中，政策焦点包括税收改革（TCJA 减税延长、进一步的减税措施、取消拜登时代的新能源减税等）、政府支出调整（减少医疗补助、食品补助，增加边境、国防军队支出），以及债务上限抬升。各方预测法案规模是（未来 10 年）增加赤字 3-4 万亿，其中 1 万亿支出削减，4-5 万亿减税。
- 接下来的流程：预计参议院大幅度修改，然后两院版本协调，推进过程不会简单。目前共和党内部对该法案条款仍存在不小的分歧，立法难点包括将临时企业税收优惠永久化、反对削减医疗补助和绿色能源税收抵免等议题。共和党计划 7 月 4 号前通过，我们预测这是一个乐观情景，实际立法完成可能在 Q3 至年末。不排除实际法案规模在当前版本之上有调降。此外，随着关税谈判推进，关税提升财政收入的效果预期将会逐渐明确，目前各方对关税收入的规模说法不一。多数经济学家认为特朗普的关税政策带来的收入将远低于众议院法案造成的财政收入损失缺口。
- 在此之前，市场对特朗普财政改革的政策细节并没有明确、一致性的预期，因此法案具体内容谈不上预期差，对赤字的扩张性总量影响则符合市场对于特朗普时代财政走向的方向性预期。在关税缓和之后，财政立法的关注度在上升，因此这个立法推进的过程里，仍然可以看到市场将这份财政法案作为一个美债增量压力事件进行交易。方向上，进一步支撑美股，利空美债，利多黄金。我们预测法案如果守住当前版本，推进过程中可能持续对市场施加影响。如果法案在当前版本上削弱，则推进过程中对市场影响可能提前弱化甚至反转。
- 美债危机：美债需求不足和利率上行一直是今年机构关注的核心压力点，近期市场关注到一个新的风险：美日债券抛售负反馈。催化剂是 5 月 19 日-5 月 21 日美国、日本一级债券拍卖连续不及预期。我们对供需因素驱动收益率走高的看法：1) 供给因素短期难以好转。从计划来看美日面临持续的较大规模债券供给。但随着市场定价深入（代表供需因素的 10y 期限溢价达到近十年最高），供需风险定价逐渐充分。2) 破局的关键在需求端。当前宏观环境对美债配置盘的扰动过大，预计通胀冲击结束、降息重启、财政预期明确后，配置盘需求将修复，供需因素不再成为收益率主要影响因素。
- 经济韧性：标普 5 月 PMI 超预期扩张，企业新订单、产出、出口、库存分项上升，对应到我们的经济增长观点：关税延期后短期经济活动前置、经济韧性强化，短期我们可能继续看到美国经济数据向好，关税带来的经济风险并非被证伪，而是后置、延迟显现。超预期的经济数据之后，市场跨资产波幅较小，意味着关税缓和之后，市场的经济预期和风险偏好也已经上修到了较高水平。
- 综上，我们对外部市场的整体观点仍维持：关税缓和驱动的美股反弹空间已经收窄，债市的利率上行风险成了美股上行的压制，美债收益率提前、充分计价各类当前和远期风险，预计高位震荡并对下行拐点维持即时观测，美元受特朗普新政和财政/通胀危机压制走弱，美元指数预计保持在 100 以下中枢运行。

风险提示

经济基本面不确定性。政策不确定性。

证券分析师

王仲尧	021-63325888*3267 wangzhongyao1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518050001 香港证监会牌照：BQJ932
吴泽青	wuzeqing@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524100001
孙金霞	021-63325888*7590 sunjinxia@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515070001
曹靖楠	021-63325888*3046 caojingnan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520010001

相关报告

更多关税后的美国经济表现浮现：——海外札记 20250519	2025-05-21
通胀冲击等待中发酵：——2025 年 4 月美国 CPI 数据点评	2025-05-16
中美谈判延长风险缓释期：——海外札记 20250512	2025-05-13

目录

市场表现（20250517-20250524）	4
宏观与市场交易主线	5
财政改革推进：“大美丽法案”初探	5
美债需求问题继续发酵	7
经济韧性	8
风险提示	9

图表目录

图 1: 行情复盘 (%)	4
图 2: 全球大类资产月度涨跌幅排序 (%)	5
图 3: 20 年期日本国债投标倍数	7
图 4: 20 年期美国国债投标倍数	8
图 5: 10 年期美债风险溢价 (%)	8
图 6: 美国 PMI (%)	9

市场表现（20250517-20250524）

20250517-20250524，美国股市回调，科技股领跌，纳指、标普500分别收跌2.47%和2.61%。长期主权债抛售危机继续发酵，长期美债、日债收益率大幅上升。欧元、日元、瑞郎与黄金价格上涨体现出避险情绪上升，美元指数在避险交易当中继续下跌1.84%，继续体现出美元避险属性在特朗普新政时代的异变。此外，本周天然气价格大幅回升11.16%，带动商品价格普涨，布油价格小幅回落，比特币上涨3.78%。

截至5月24日，5月全球股市反弹，领涨大类资产，其中纳指、港股反弹最突出，海外债市普遍下跌，黄金小幅回调。

图1：行情复盘（%）

	期间	近一个月	YTD
	20250517-20250524	20250424-20250524	20241231-20250524
NYMEX天然气连续	11.16	22.63	-5.84
COMEX黄金连续	5.35	1.93	28.25
COMEX白银连续	3.97	0.28	14.38
比特币	3.78	15.77	14.13
英镑兑美元	1.96	2.16	7.87
欧元兑美元	1.79	0.42	9.19
LME铜连续	1.76	2.47	7.90
恒生指数	1.10	6.93	17.76
英国富时100	0.38	3.75	7.35
CRB商品指数	0.20	0.35	-0.02
中国企业债总价指数	0.11	-0.01	-0.79
中期美债	0.04	-0.28	2.52
美元兑在岸人民币	0.00	0.00	-0.62
中国国债总价指数	-0.08	-0.16	-0.38
MSCI新兴市场	-0.12	6.84	8.58
沪深300	-0.18	2.52	-2.92
美债全收益指数	-0.33	-0.91	1.73
美国企业债指数	-0.52	-0.43	1.14
美元兑离岸人民币	-0.52	-1.58	-1.95
上证指数	-0.57	1.58	-1.73
德国DAX	-0.58	7.59	18.69
ICE布油连续	-0.58	-1.65	-12.11
LME铝连续	-0.62	1.40	-3.33
恒生科技	-0.65	3.91	16.58
印度SENSEX30	-0.74	2.00	4.44
韩国KOSDAQ	-1.25	-1.39	5.57
中证1000	-1.29	0.09	-2.54
MSCI全球	-1.42	7.42	2.88
科创50	-1.47	-3.17	-3.92
MSCI发达市场	-1.57	7.48	2.25
日经225	-1.57	6.57	-6.85
长期美债	-1.79	-3.42	-1.36
美元指数	-1.84	-0.79	-8.25
法国CAC40	-1.93	3.37	5.75
美元兑瑞郎	-1.96	-1.18	-9.13
美元兑日元	-2.11	-0.62	-9.10
道琼斯工业指数	-2.47	5.04	-2.28
纳斯达克指数	-2.47	12.14	-3.85
标普500	-2.61	7.94	-1.76
罗素3000指数	-2.69	8.00	-2.09
费城半导体指数	-4.47	18.03	-6.45

数据来源：wind，东方证券研究所

图 2：全球大类资产月度涨跌幅排序（%）

2025-05-24	2025-04-30	2025-03-31	2025-02-28	2025-01-31	2024-12-31	2024-11-30	2024-10-31	2024-09-30	2024-08-29	2024-07-31	2024-06-28	2024-05-31	2024-04-30	2024-03-29	2024-02-29	2024-01-31
纳指	欧债	黄金	港股	欧股	日债	标普500	A股	日债	日债	黄金	纳指	纳指	铜	黄金	日债	日债
7.31	6.93	9.03	13.43	8.58	4.03	3.76	6.29	4.88	6.91	6.71	5.95	4.70	12.51	10.38	8.60	8.19
港股	黄金	铜	美债	黄金	港股	纳指	布油	美债	港股	日债	标普500	标普500	港股	布油	A股	布油
7.24	5.94	3.41	5.18	8.15	3.58	3.28	3.52	3.96	4.61	4.93	4.30	3.15	7.39	5.99	6.52	4.59
MSCIem	日债	欧债	欧股	布油	欧股	A股	美元	美国信用	黄金	美债	日债	美债	A股	铜	港股	欧股
5.88	5.26	1.94	3.43	3.39	2.89	1.84	3.46	1.90	4.19	4.24	4.02	2.07	3.13	5.01	5.15	2.97
标普500	国债	布油	铜	标普500	布油	美债	黄金	黄金	美债	欧债	布油	港股	黄金	欧股	欧股	美元
4.35	1.36	1.55	2.55	2.26	2.82	-1.82	3.22	1.79	3.97	3.18	3.62	1.87	2.63	4.09	4.61	2.25
日债	纳指	日债	A股	铜	国债	美元	国债	欧债	铜	美国信用	MSCIem	日债	美元	标普500	MSCIem	标普500
3.68	0.71	-0.18	2.16	1.73	2.18	1.59	0.59	1.66	3.34	2.36	2.66	1.46	1.72	3.64	4.12	1.30
欧股	美国信用	美国信用	美国信用	MSCIem	美元	美国信用	纳指	国债	欧债	国债	美债	美国信用	MSCIem	日债	纳指	国债
3.19	-0.03	-0.29	2.04	1.39	2.18	1.34	-0.13	1.05	3.22	0.80	2.44	1.45	0.53	2.96	3.75	1.22
布油	标普500	国债	日债	港股	A股	国债	标普500	纳指	标普500	标普500	美国信用	欧债	国债	A股	标普500	纳指
2.77	-0.21	-0.58	1.96	0.92	1.7	0.88	-0.57	0.96	2.86	0.72	1.06	1.34	0.22	2.82	3.48	0.46
A股	MSCIem	美债	日债	纳指	日债	港股	标普500	欧股	MSCIem	美元	国债	布油	纳指	国债	美国信用	美国信用
1.88	-0.7	-0.89	1.03	0.8	1.31	0.67	-1.53	0.61	2.59	0.27	1.04	0.36	-1.24	2.71	0.94	0.10
铜	美债	A股	黄金	纳指	黄金	布油	日债	铜	美国信用	A股	国债	欧股	美国信用	MSCIem	美元	铜
1.84	-1.09	-1.54	0.78	0.72	-0.02	-0.1	1.88	0.14	2.42	-0.24	0.84	0.05	-1.73	2.40	0.71	-0.10
黄金	A股	MSCIem	MSCIem	美国信用	MSCIem	欧债	美国信用	美元	MSCIem	欧股	欧债	MSCIem	欧债	美国信用	黄金	黄金
-0.72	-2.16	-2.01	0.14	0.55	-0.39	-0.27	-0.57	-0.26	2.18	-0.60	-0.38	-0.23	-2.18	1.29	0.09	-1.24
美元	日债	港股	美元	国债	美国信用	欧股	欧债	MSCIem	纳指	日债	黄金	黄金	欧股	美债	欧债	欧债
-0.09	-2.9	-2.52	-0.54	0.5	-1.94	-1.67	-4.3	-1.16	2.15	-0.61	-1.25	-0.42	-3.19	1.23	-0.53	-2.01
国债	欧股	美元	国债	美元	标普500	日债	铜	港股	布油	纳指	欧股	铜	标普500	欧债	布油	美债
-0.49	-3.21	-2.88	-0.98	0.45	-1.95	-2.72	-4.36	-2.35	0.88	-1.45	-1.77	-0.66	-4.16	0.91	-0.58	-2.24
欧债	美元	欧股	标普500	美债	铜	MSCIem	MSCIem	欧股	国债	美元	日债	A股	美债	美元	美债	日债
-0.74	-4.22	-4.1	-1.92	0.42	-2.45	-4.26	-4.68	-2.46	0.06	-1.77	-2.42	-0.84	-4.24	0.55	-0.61	-4.42
美国信用	港股	标普500	布油	欧债	欧债	黄金	欧股	A股	日债	港股	港股	日债	日债	国债	日债	MSCIem
-1.11	-5.58	-4.26	-3.7	0.2	-3.42	-4.53	-4.73	-4.22	-0.42	-2.10	-2.81	-0.92	-4.39	0.09	-0.98	-4.60
日债	铜	纳指	纳指	日债	日债	港股	美债	日债	A股	铜	A股	美元	纳指	港股	美国信用	A股
-1.95	-6.84	-6.71	-4.24	-0.81	-4.36	-4.7	-5.21	-4.64	1.95	-2.90	-4.02	-0.97	-4.41	0.03	-1.01	-5.62
美债	布油	日债	日债	A股	美债	铜	日债	布油	美元	布油	铜	布油	日债	日债	铜	港股
-4.73	-16.11	-6.9	-5.97	-4.6	-5.32	-5.48	-6.41	-9.31	-2.96	-4.90	-5.42	-6.69	-4.50	-1.15	-1.58	-9.14

数据来源：Wind，东方证券研究所

宏观与市场交易主线

近期美国国内财政改革立法推进，受到市场关注持续上升，逐步成为市场交易新的主线。此外，主权债务压力和关税缓和后的经济韧性也有进一步表现。

财政改革推进：“大美丽法案”初探

最新立法进展：

5月21日晚，美国众议院规则委员会最终以8票赞成、4票反对通过了特朗普的综合性财税法案（“One Big Beautiful Tax Cut”）法案，该法案将进入众议院全体会议审议程序。

5月22日，美国国会众议院以215票赞成、214票反对的微弱优势通过了这一法案，所有民主党议员和两名共和党议员投了反对票，另有一名共和党议员投弃权票。

法案内容：

在众议院版本当中，政策焦点包括税收改革（TCJA 减税延长、进一步的减税措施、取消拜登时代的新能源减税等）、政府支出调整（减少医疗补助、食品补助，增加边境、国防军队支出），以及债务上限抬升。

税收条款变化——

法案将永久延长特朗普 2017 年《减税与就业法案》（TCJA）中的大部分个人及遗产税条款（原定于 2025 年底到期），具体包括：提高标准扣除额；降低多数纳税人的所得税率；增加儿童税收抵免；对私营企业的税收减免；提高遗产税免征额等条款。

此外，法案还将兑现特朗普在 2024 年竞选期间承诺的新税收优惠，包括免除小费与加班收入的税收（有效期至 2028 年）。纽约等高税州议员协商将州和地方税（SALT）联邦扣除上限从 1 万美

元提高至 4 万美元，2025 报税年度即生效，但对于年收入超过 50 万元家庭，4 万元扣除额度开始递减。

法案还将废除拜登政府 2022 年推出的电动汽车及气候项目税收抵免，并为美国本土制造的汽车贷款利息新增税收减免。哈佛等私立大学需缴纳 21% 的净投资收益税（原税率为 1.4%）。

涉及财政支出端的条款主要包括——

对医疗补助（Medicaid，低收入人群医保）领取者新增工作要求；

大幅削减“营养补充援助计划”（SNAP，低收入家庭食品券）；

增加 1500 亿美元军费开支；

拨款 1750 亿美元用于移民执法（包括美墨边境墙建设）。

涉及债务上限调整——

将债务上限提高 4 万亿美元。

总体来看，法案大致规模约为（未来 10 年）增加赤字 3-4 万亿，其中 1 万亿支出削减，4-5 万亿减税。

接下来的流程：

该法案下一步将提交到参议院进行审议，参议院预计要到 6 月初才会审议该法案，共和党计划将使用“预算和解程序”快速推进法案，该程序允许以简单多数（51 票）通过预算法案，无需参议院通常要求的 60 票超级多数。

目前共和党内部对该法案条款仍存在不小的分歧，立法难点包括：参议院共和党人要求对众议院版本进行重大修改（如将临时企业税收优惠永久化）；部分议员反对削减医疗补助或要求更大幅度减支；绿色能源税收抵免的快速取消可能引发相关清洁能源州的议员反对。预计法案在参议院将面临大幅度修改，然后两院版本协调，推进过程不会简单。

共和党计划 7 月 4 号前通过，我们预测这是一个乐观情景，实际立法完成可能在 Q3 至年末。并且不排除实际法案规模在当前版本之上有调降。

与关税政策的关联：

此外，随着关税谈判推进，关税提升财政收入的效果预期将会逐渐明确，市场预期也会更多综合考虑关税与财政扩张规模的对冲。目前各方对关税收入（未来 10 年）的规模说法不一——

白宫内部，最乐观的估计来自白宫贸易顾问纳瓦罗，他预计关税或在未来 10 年内带来 6-7 万亿美元收入，财长贝森特预计年收入为 3000-6000 亿美元。

然而多数经济学家预测更为保守，认为特朗普的关税政策带来的收入将远低于众议院法案造成的财政收入损失缺口：

彭博估算，特朗普的关税政策年均收入约为 3000 亿美元；无党派机构税收基金会（Tax Foundation）预计 10 年累计收入为 2.1 万亿美元；耶鲁预算实验室（Yale Budget Lab）的预测为 10 年 2.4 万亿美元。

市场影响展望：

在此之前，市场对特朗普财政改革的政策细节并没有明确、一致性的预期，因此法案具体内容谈不上预期差，对赤字的扩张性总量影响则符合市场对于特朗普时代财政走向的方向性预期。

在关税缓和之后，财政立法的关注度在上升，因此这个立法推进的过程里，仍然可以看到市场将这份财政法案作为一个美债增量压力事件进行交易。

方向上，进一步支撑美股，利空美债，利多黄金。我们预测法案如果守住当前版本，推进过程中可能持续对市场施加影响。如果法案在当前版本上削弱，则推进过程中对市场影响可能提前弱化甚至反转。

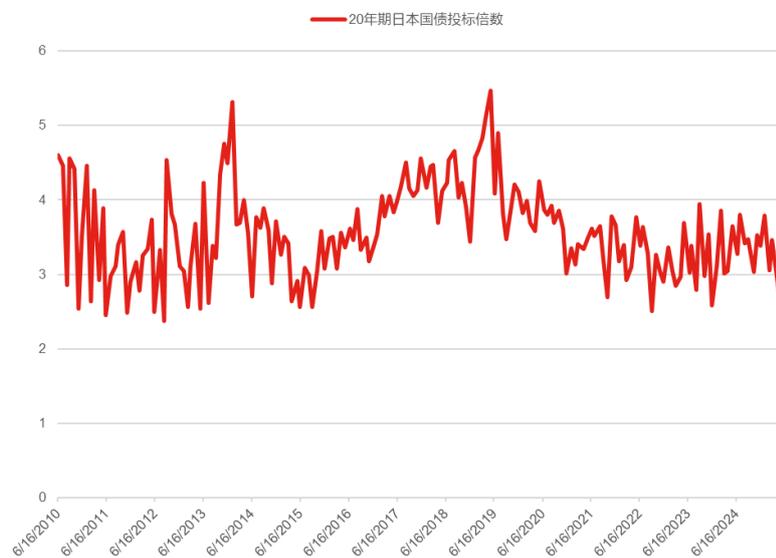
美债需求问题继续发酵

美债需求不足和利率上行一直是今年机构关注的核心压力点，近期市场关注到一个新的风险：美日债券抛售负反馈。催化剂是 5 月 19 日-5 月 21 日美国、日本一级债券拍卖连续不及预期。

5 月 20 日，日本财务省 20 年期国债拍卖结果惨淡，投标倍数仅为 2.5 倍，大幅低于上月的 2.96 倍。拍卖结果引发了市场的恐慌情绪，日本长期国债收益率大幅上涨，基准 10 年期收益率飙升至 1.525%；40 年期国债收益率飙升至 3.591% 的历史最高点。

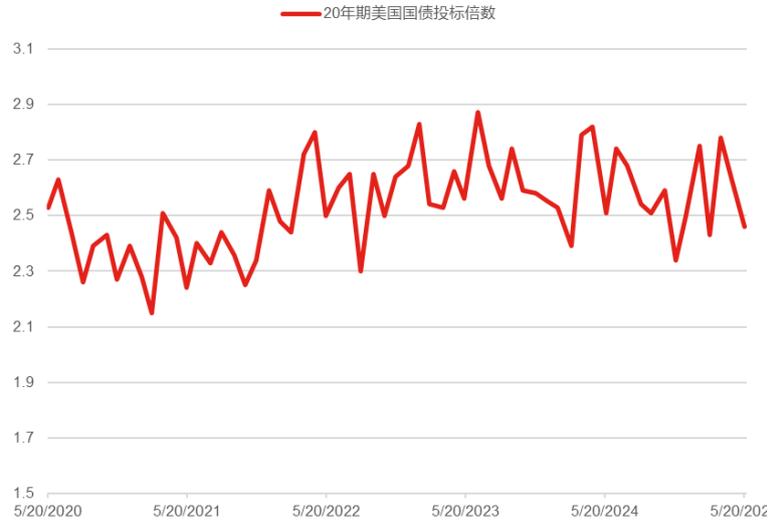
5 月 21 日美国财政部发布的美债拍卖结果显示，160 亿美元 20 年期美债最终得标收益率为 5.047%，大幅高于上个月的 4.810%。买家需求大幅降低，投标倍数从 4 月的 2.63 倍下滑至 2.46 倍。

图 3：20 年期日本国债投标倍数



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 4：20 年期美国国债投标倍数



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

一级债券拍卖遇冷导致日债 10y、30y 升至历史高点，同期 10y 美债突破 4.5% 的支撑位，一度达到 4.6%。我们对供需因素驱动收益率走高的看法：1) 供给因素短期难以好转。从计划来看美日面临持续的较大规模债券供给。但随着市场定价深入（代表供需因素的 10y 期限溢价达到近十年最高），供需风险定价逐渐充分。2) 破局的关键在需求端。当前宏观环境对美债配置盘的扰动过大，预计通胀冲击结束、降息重启、财政预期明确后，配置盘需求将修复，供需因素不再成为收益率主要影响因素。

图 5：10 年期美债风险溢价 (%)



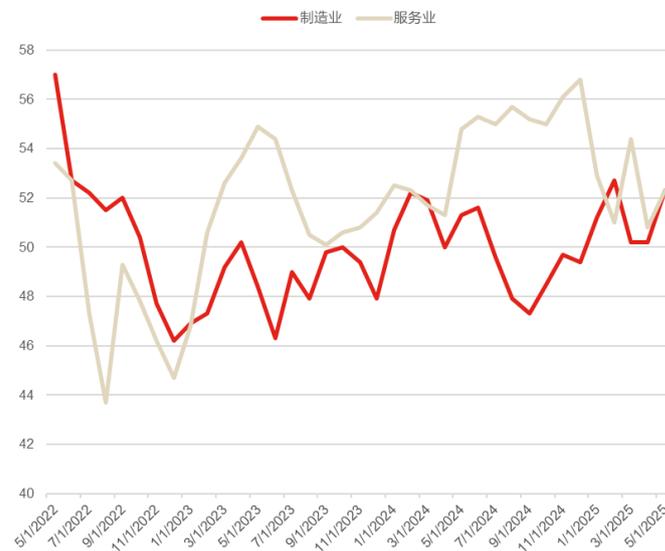
数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

经济韧性

5月22日标普全球公布的数据显示，美国5月Markit制造业、服务业PMI初值均好于预期扩张，其中制造业PMI上升至52.3，前值50.2，预期值49.9；服务业PMI上升至52.3，前值50.8，预期值51。进一步观察制造业分项PMI，新订单分项指数初值上升至53.3，产出、新出口订单、企业对未来产出的预期等分项均有所改善，库存大幅增加。5月美国商业活动和产出预期同步改善，反映出特朗普政府关税政策出台后美国企业“抢进口”增加，为提前应对后续政策和成本波动，企业补库意愿大幅增强。

标普5月PMI超预期扩张，企业新订单、产出、出口、库存分项上升，对应到我们的经济增长观点：关税延期后短期经济活动前置、经济韧性强化，短期我们可能继续看到美国经济数据向好，关税带来的经济风险并非被证伪，而是后置、延迟显现。超预期的经济数据之后，市场跨资产波动较小，意味着关税缓和之后，市场的经济预期和风险偏好也已经上修到了较高水平。

图6：美国PMI（%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

综上，我们对外部市场的整体观点仍维持：关税缓和驱动的美股反弹空间已经收窄，债市的利率上行风险成了美股上行的压制，美债收益率提前、充分计价各类当前和远期风险，预计高位震荡并对下行拐点维持即时观测，美元受特朗普新政和财政/通胀危机压制走弱，美元指数预计保持在100以下中枢运行。

风险提示

经济基本面走向的不确定性。若美国经济基本面上就业、消费等环节出现非线性恶化，美国经济硬着陆带动全球陷入衰退，恐慌情绪蔓延，市场或转向衰退交易。

政策不确定性。根据其第一任期经验，特朗普政府的政策节奏、幅度仍具有较大的不确定性，不能够完全排除后续关税谈判等方面的变化。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。