

日元“避险属性”消失了吗？

俄乌冲突下，传统“避险资产”日元不涨反跌，是“避险属性”的消失还是其他因素驱动？后续日元汇率又将何去何从？本文分析，仅供参考。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

李欣越 联系人
lixinyue@gjzq.com.cn

- **一问：日元缘何能“避险”？风险爆发时，套息交易平仓、海外资金回流**
- 历史上看，日元有着较强的避险属性，当风险事件发生时，资金往往会由高风险资产向日本回流。回流主要以两种形式实现：1.国际投资者在多数时段通过套息交易拆入日元，换汇后购入高息资产；当危机发生时，该交易会发发生逆转。2.风险爆发时，日本企业与居民会将资金由海外风险资产向国内安全资产转移。两种回流均会带来离岸市场日元需求的上升，推升日元汇率。
- 日元回流机制依赖于两大前提：一是日本长期存在大量、低息、稳定的资金，可以提供给套息交易；二是日本持有大量高流动性海外净资产。前者来看，日元日均成交量仅次于美元与欧元；日本无担保拆借利率长期在 0%附近波动；日元是近 5 年主要外汇中兑美元波动率最低的货币。后者而言，日本有 5.1 万亿美元证券投资债权，其中 57%为权益、现金等高流动性形式。
- **二问：俄乌冲突下，日元“避险属性”消失了吗？并未消失，但有所减弱**
- 近期，俄乌冲突下，日元“避险”表现弱于历史规律。本轮冲突中，避险资产表现分化。2月9日至3月7日，美元指数和黄金分别上涨 3.9%和 8.4%，日元兑美元和日元指数分别上涨 0.2%和 1.9%，日元仍表现出了一定“避险能力”。然而，1990 年以来的 17 次 VIX 快速上升期，日元兑美元在 14 次中均有升值，本轮日元汇率仅走平，“避险”表现弱于历史规律。
- 导致本轮日元“避险属性”弱化的原因有：1.利差收窄，日元套息货币定位受冲击；2.美联储加息，日元汇率波动加剧；3.冲突本身对日本也有冲击。2020 年 3 月以来，美日利差大幅收窄。失去低息优势后，套息交易不再依赖日元。2012-15 年也曾出现类似情形，彼时，VIX 与日元相关性走弱。美联储加息与冲突本身对日元“波动”的影响也弱化了日元的“避险属性”。
- **三问：本轮日元汇率何去何从？货币周期分化下，日元或将维持相对弱势**
- 日元的避险属性依然在，但国别利差对汇率的压制未来一段时间或仍然存在。当下，支撑日元避险属性的核心逻辑未被打破，但 2020 年 3 月以来的全球大放水，使日元作为套息货币的定位受到干扰。年初以来，欧美主要国家与日本的利差走阔，国别利差压制下，日元兑美元贬值 6.1%。此前，国别利差长期处于低位，本轮中利差对汇率的压制未来一段时间或仍存在。
- 经济持续低迷、通胀短期无虞，日本央行仍将维持宽松的货币政策；而欧美主要央行加速政策正常化，货币周期错位下，日元汇率容易保持相对弱势。2021 年四季度日本经济低迷，消费和设备投资增速分别回落 0.01%和 1.87%。对此，黑田东彦表示“弱势日元对经济有利，将继续实施刺激政策”。历史上，美日货币周期 7 次错位中，有 5 次日元汇率表现相对弱势。

风险提示：美联储货币政策收紧超预期、日本通胀超预期、全球需求和供应链中断恢复不及预期

内容目录

一问：日元缘何能“避险”？冲击下，套息交易平仓、海外资金回流.....	4
二问：俄乌冲突下日元“避险属性”消失了？并未消失，但有所减弱.....	8
三问：本轮日元何去何从？货币周期分化下，日元或将维持相对弱势.....	11

图表目录

图表 1: 历史上 VIX 指数飙升期间，美元兑日元汇率多快速下行，日元大幅升值..	4
图表 2: 风险事件来临时日本证券投资头寸减少.....	5
图表 3: 风险来临时日本国际投资贷款余额下降.....	5
图表 4: 2020 年主要经济体国际投资净头寸.....	5
图表 5: 2020 年主要经济体权益与债券投资头寸.....	5
图表 6: 日本国际投资头寸主要由私人部门持有.....	6
图表 7: 日本国际投资债权中高流动性资产占比较高.....	6
图表 8: 隔夜拆借市场美日利差.....	6
图表 9: 美日国债收益率利差.....	6
图表 10: 日元流动性较高，仅次于美元与欧元.....	7
图表 11: 日元是波动率最低的货币之一.....	7
图表 12: 日本长期实施稳定且宽松的货币政策.....	7
图表 13: 日本通胀率长期低位波动.....	7
图表 14: 2020 年各国外汇储备规模.....	8
图表 15: 日本国际收支长期维持顺差.....	8
图表 16: 俄乌冲突下，日元兑美元汇率走平.....	8
图表 17: 2 月 9 日-3 月 7 日，避险资产表现分化.....	8
图表 18: 2020 年 3 月以来，美日利差显著收窄.....	9
图表 19: 美日利差较窄阶段，日元对非居民信贷下滑.....	9
图表 20: 2012-15 年间，VIX 与日元汇率相关性走弱.....	9
图表 21: VIX 指数飙升期美元兑日元未出现大幅贬值.....	9
图表 22: 加息周期开启，美元兑日元隐含波动率上行.....	10
图表 23: 加息周期中 VIX 上升时，日元升值幅度有限.....	10
图表 24: 日本能源结构高度依赖油气.....	10
图表 25: 原油价格暴涨恶化了日本的贸易条件.....	10
图表 26: 能源价格高涨进一步扩大了贸易逆差.....	11
图表 27: 贸易收支差额扰动下，2021 年日本外储下滑.....	11
图表 28: 主要发达国家与日本的十年期国债国别利差.....	11

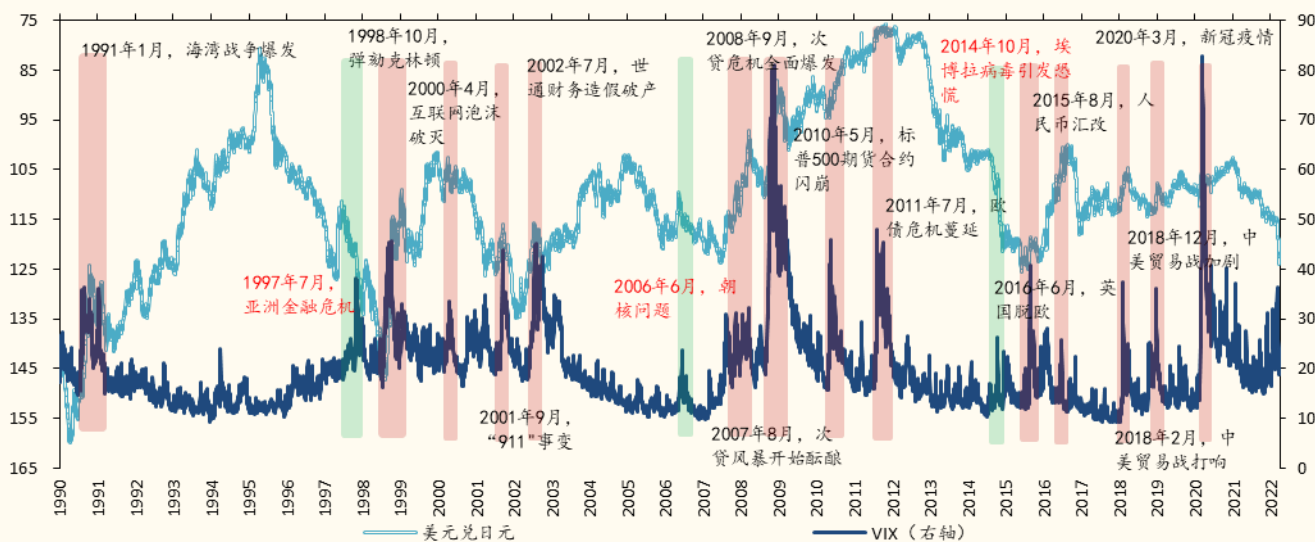
图表 29: 美日利差的走阔推动了日元的本轮贬值.....	11
图表 30: 2021 年日本私人消费与设备投资仍相对低迷.....	12
图表 31: 2 月日本出口增速回落, 进口继续高增.....	12
图表 32: 美联储正加速“货币政策正常化”进程.....	12
图表 33: 日本的货币供给仍在放量, 而美国已经收缩.....	12
图表 34: 1980 年以来曾出现过 7 次美日货币周期错位.....	13
图表 35: 7 轮美联储加息周期中日元汇率走势.....	13
图表 36: 日本 CPI、PPI 对原油价格较为敏感.....	13
图表 37: 原油价格与日元汇率走势.....	13

俄乌冲突下，传统“避险资产”日元不涨反跌，是“避险属性”的消失还是其他因素驱动？后续日元汇率又将何去何从？本文分析，可供参考。

一问：日元缘何能“避险”？冲击下，套息交易平仓、海外资金回流

从历史上来看，日元有着较强的避险属性。VIX 指数飙升期间，美元兑日元汇率均快速下行，日元大幅升值。自 1990 年以来，局部战争、金融危机、地缘政治、资本市场黑天鹅等风险事件的发生，均会引发市场避险情绪的升温。标普 500 隐含波动率（VIX）正是对资本市场投资者情绪的有效刻画。在风险事件发生时，VIX 指数快速上升，与此同时，除 1997 年日本被间接波及的亚洲金融危机、2006 年近在咫尺的朝核问题，多数情况下日元都表现出较强的避险属性，在风险事件临近或发生时快速升值。

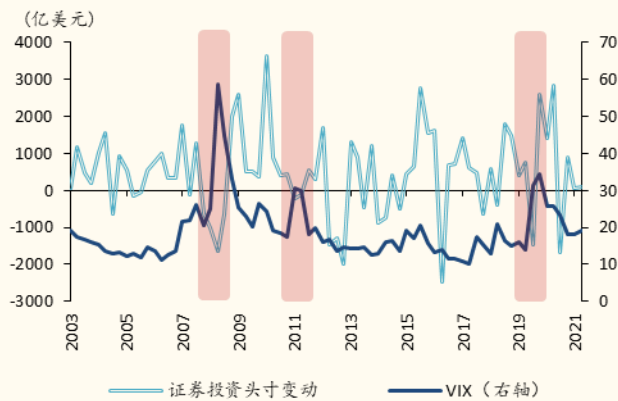
图表 1：历史上 VIX 指数飙升期间，美元兑日元汇率多快速下行，日元大幅升值



来源：Wind、国金证券研究所

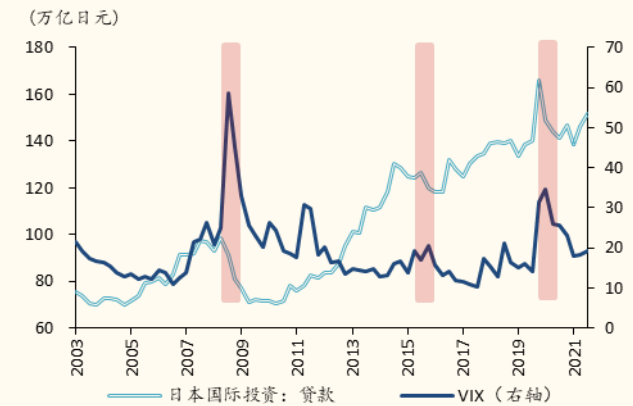
日元“避险属性”表现为，风险事件发生时，资金由高风险资产向日本回流。其中部分来自以日元进行套息交易的国际投资者，部分来自日本企业、居民。一方面，日元长期低息，国际投资者拆入日元，换汇后投资高收益资产；风险发生时，对借入日元的偿还会带来日元升值。另一方面，风险事件爆发时，避险情绪驱动下，日本企业与居民的资金会由海外投资的风险资产向国内安全资产回流，资金回流需要兑换离岸市场的日元，同样支撑了日元升值。历史上，VIX 指数高企时，日本证券投资头寸的大幅缩减，正是资金回流所致。

图表 2: 风险事件来临时日本证券投资头寸减少



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

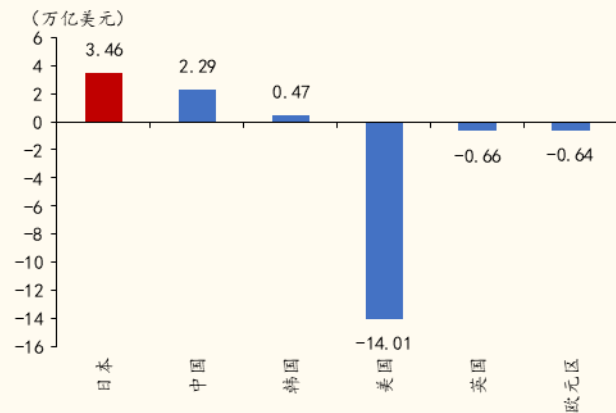
图表 3: 风险来临时日本国际投资贷款余额下降



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

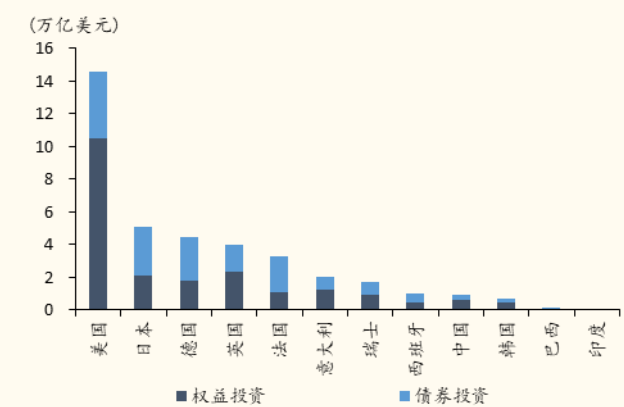
海外资产回流渠道的畅通依赖于两个前提：一是日本有大量海外净资产足以在回流时支撑汇率；二是此类海外资产流动性较高，易于在避险时回流。截至2020年，日本持有全球第一的国际投资净头寸，高达3.46万亿美元。债权方面，日本持有的证券投资头寸也高达5.07万亿美元，仅次于美国位列世界第二。从持有人结构来看，日本的国际投资头寸主要由私人部门持有，相较于公共部门，资金的使用更为灵活；而资产结构上，日本国际投资债权中57%均以权益投资、债券投资、现金等形式持有，有着较高的流动性。

图表 4: 2020 年主要经济体国际投资净头寸



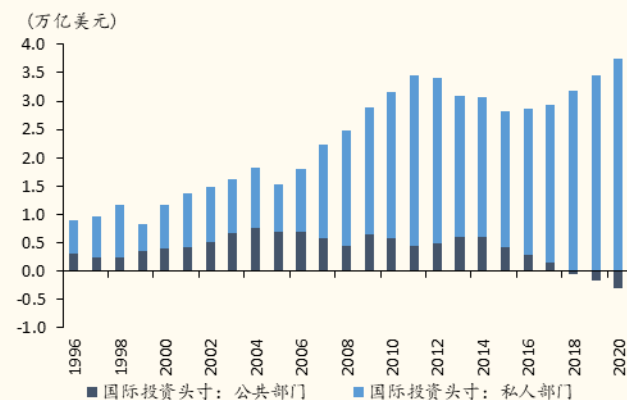
来源: Bloomberg, Wind, 国金证券研究所

图表 5: 2020 年主要经济体权益与债券投资头寸



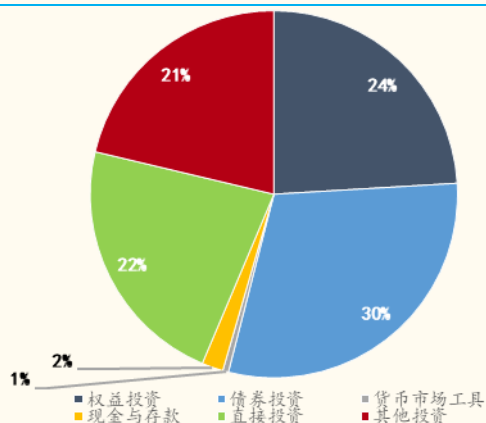
来源: IMF, 国金证券研究所

图表 6：日本国际投资头寸主要由私人部门持有



来源：Wind，国金证券研究所

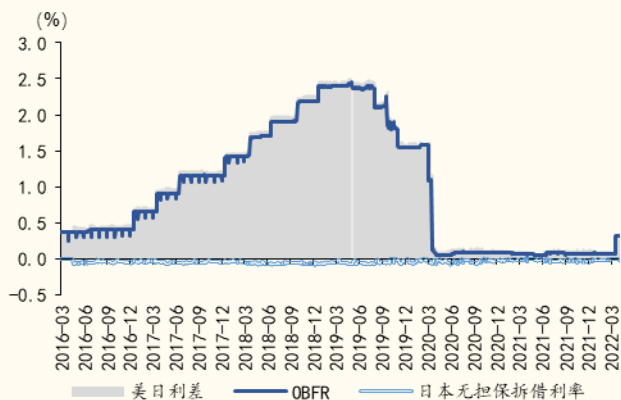
图表 7：日本国际投资债权中高流动性资产占比较高



来源：Wind，国金证券研究所

套息交易渠道的畅通与三个特征息息相关：**1.日元的低息优势**；**2.外汇市场上日元的高流动性**；**3.日元相对稳定的汇率**。首先，无论是货币市场还是债券市场，美日利差均长期为正，日元无担保拆借利率长期在 0%附近波动，10 年期国债收益率也在收益率曲线管理（YCC）下长期低于 0.25%；其次，根据 BIS 对外汇市场日均成交量的统计，截至 2019 年，日元日均成交 1.11 万亿美元，仅次于美元与欧元；最后，从历年标准化的兑美元波动率来看，近 5 年日元是主要外汇中兑美元波动率最低的货币，平均波动率 1.99%，略低于瑞士法郎。

图表 8：隔夜拆借市场美日利差



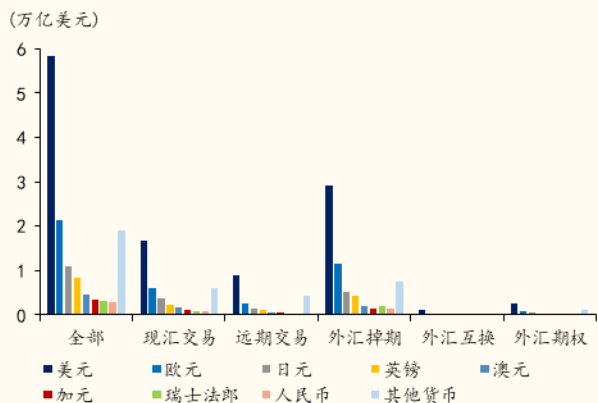
来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：美日国债收益率利差



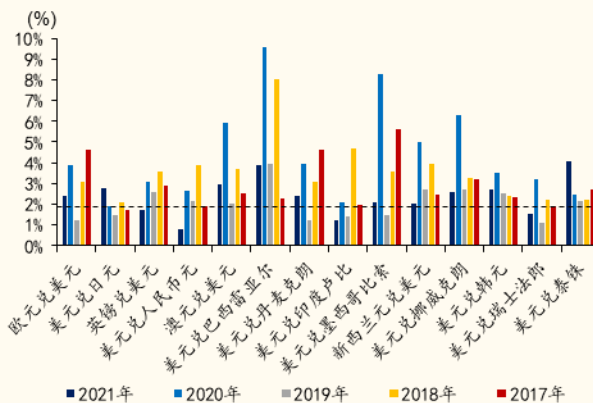
来源：Wind，国金证券研究所

图表 10: 日元流动性较高, 仅次于美元与欧元



来源: BIS, 国金证券研究所

图表 11: 日元是波动率最低的货币之一

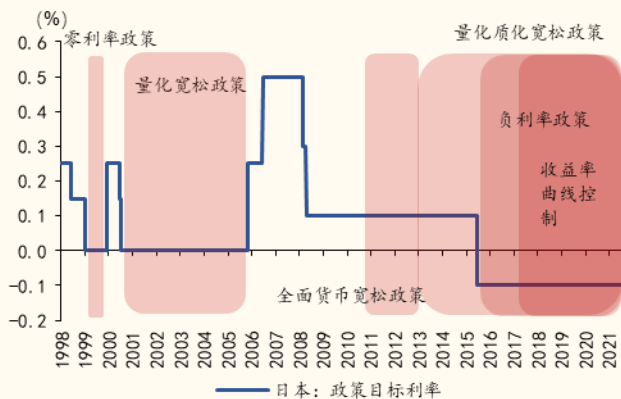


来源: Wind, 国金证券研究所

注: 为确保数据口径的可比性, 波动率均为当年标准差/当年汇率均值。

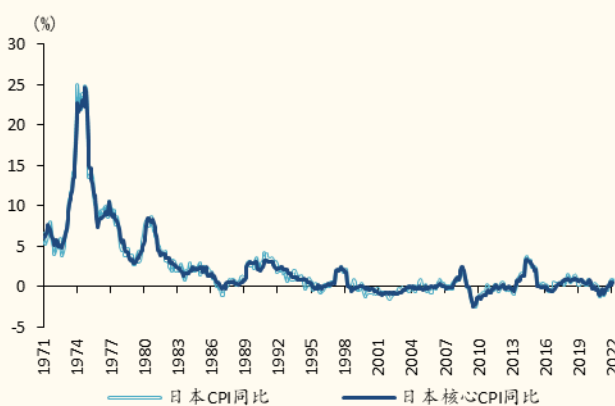
日元汇率的稳定则依托于四方面的优势: 1.日本货币政策稳定且宽松; 2.日本通胀率相对稳定; 3.日本外汇储备充足, 国际收支健康; 4.日本具有地缘优势。货币政策上, 日本锚定通胀率 2% 的目标, 政策目标利率长时间居于 0.25% 以下, 政策长期稳定; 通胀率上, 1991 年以来, 日本 CPI 始终在 $\pm 4\%$ 间低位波动; 国际收支方面, 2020 年底日本外汇储备规模仅次于中国, 高达 1.31 万亿, 自 1996 年以来长期维持顺差; 最后, 地处东亚的发达国家这一特征, 让日本绝缘于多数地缘局势, 同时受东亚新兴市场的冲击也相对有限。

图表 12: 日本长期实施稳定且宽松的货币政策



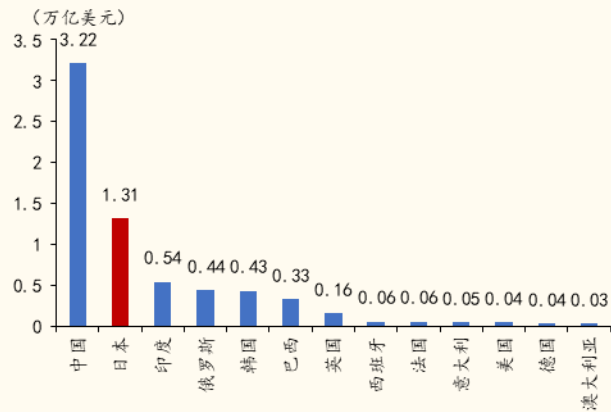
来源: Wind, BOJ, 国金证券研究所

图表 13: 日本通胀率长期低位波动



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 14: 2020 年各国外汇储备规模



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 15: 日本国际收支长期维持顺差

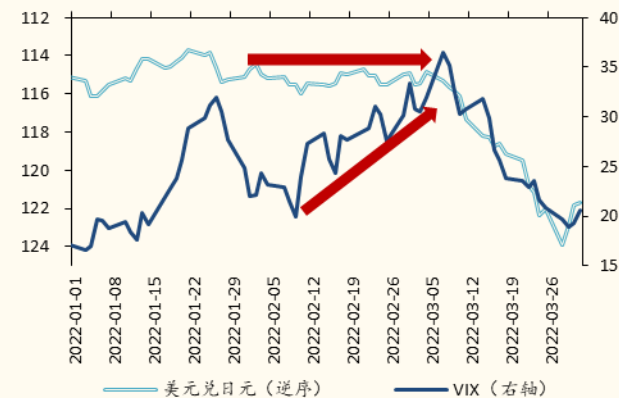


来源: Wind, 国金证券研究所

二问: 俄乌冲突下日元“避险属性”消失了? 并未消失, 但有所减弱

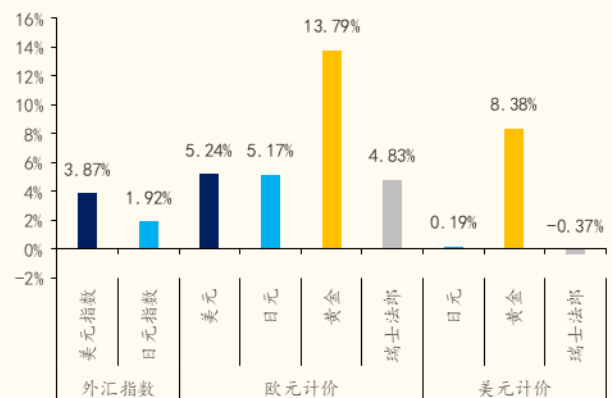
近期, 俄乌冲突下, 避险情绪再度升温, 但日元的“避险”表现弱于历史规律。俄乌冲突自 2 月 10 日俄罗斯与白俄罗斯的联合军演开始集中升温, 直至 3 月 7 日俄乌第三轮和谈失败升至峰值。期间, VIX 指数从 20.0 快速升至 36.5, 避险资产表现分化, 美元指数和黄金分别上涨 3.9% 和 8.4%, 而美元计价下日元微升 0.2%、瑞士法郎贬值 0.4%。日元指数和日元兑欧元分别上涨 1.9% 和 5.2%, 日元仍表现出一定“避险能力”。然而, 1990 年以来的 17 次 VIX 快速上升期, 日元兑美元在 14 次中均有升值, 本轮仅仅走平, “避险”表现弱于历史规律。

图表 16: 俄乌冲突下, 日元兑美元汇率走平



来源: Wind, 国金证券研究所

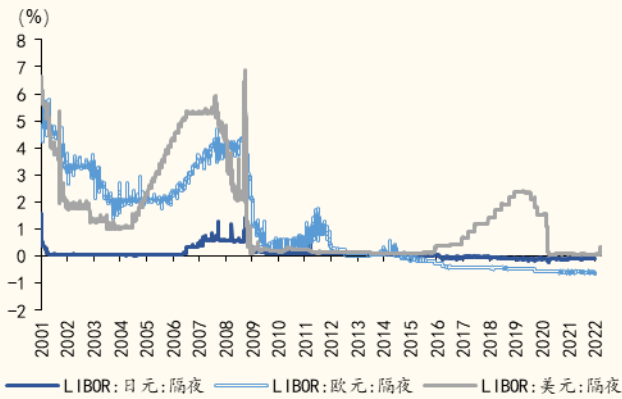
图表 17: 2 月 9 日-3 月 7 日, 避险资产表现分化



来源: Wind, 国金证券研究所

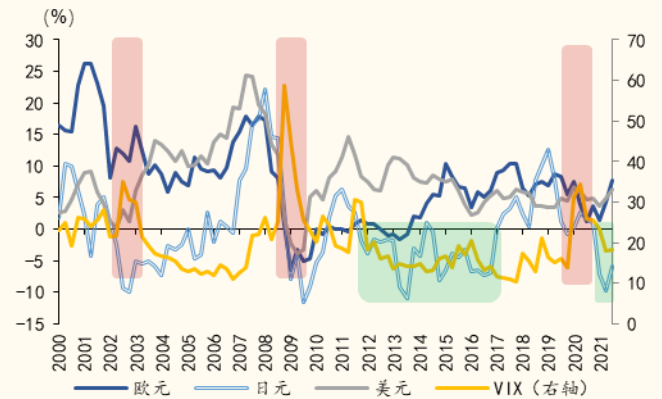
新冠疫情以来, 全球大放水下美日、欧日息差收窄, 日元套息货币定位受到冲击, 这是本轮“避险属性”趋弱的主因。2020 年 3 月以来, QE 重启之下, LIBOR 美元隔夜拆借利率迅速滑落至低位, 美日利差大幅收窄。欧元则维系了负利率, 利率进一步走低。失去低息优势后, 套息交易不再依赖对日元的拆入, 日元对非居民信贷增速于 2021 年 Q3 滑落至-5.8%, 而美元与欧元对非居民信贷则加速增长。2012-2015 年也曾出现过类似的情况, 彼时, VIX 指数与日元汇率相关性显著走弱, 这一阶段, VIX 的四次飙升均未带来日元的大幅升值。

图表 18: 2020 年 3 月以来, 美日利差显著收窄



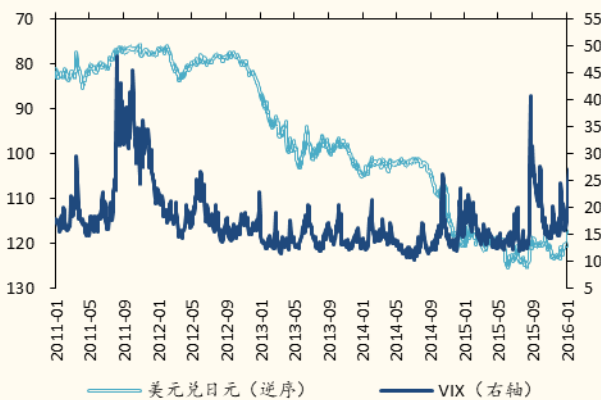
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 19: 美日利差较窄阶段, 日元对非居民信贷下滑



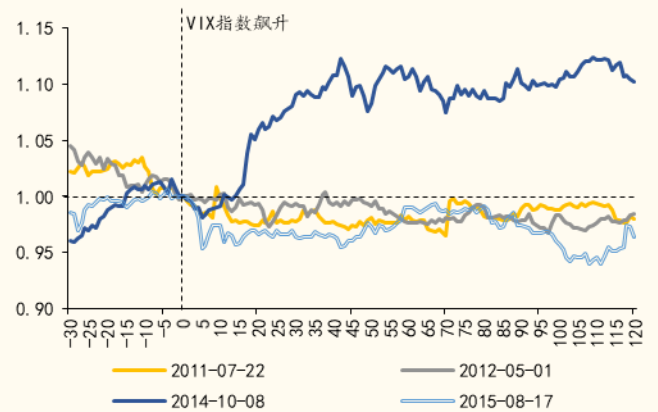
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 20: 2012-15 年间, VIX 与日元汇率相关性走弱



来源: Wind, 国金证券研究所

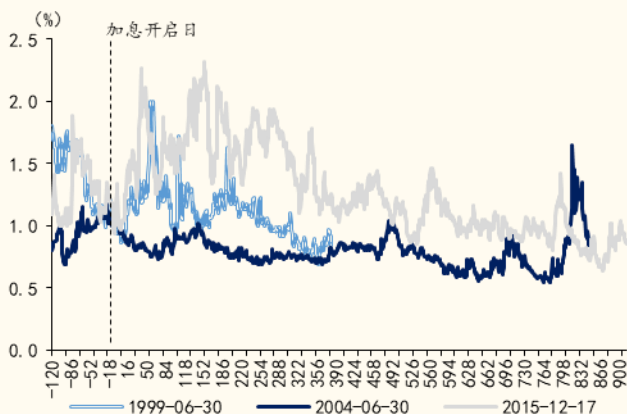
图表 21: VIX 指数飙升期美元兑日元未出现大幅贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

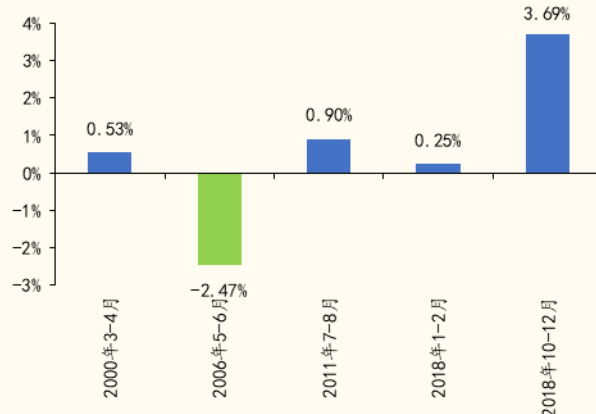
其次, 美联储加息周期的开启对日元的稳定性造成了冲击, 而套息交易依赖日元币值的稳定。历史上来看, 1999 年 6 月和 2015 年 12 月开启的美联储加息均带来了 1 个月期美元兑日元隐含波动率的大幅上升, 2004 年 6 月加息开启后, 外汇隐含波动率相对稳定。加息周期下, 日元汇率的波动弱化了日元的“避险属性”。2000 年以来, 共有 5 次发生在加息周期中的风险事件引起 VIX 指数快速上升, 但仅在 2018 年 10 月日渐焦灼的中美贸易战冲击下, 日元兑美元升值 3.69%, 其他几次风险事件冲击下日元升值幅度均非常有限。

图表 22: 加息周期开启, 美元兑日元隐含波动率上行



来源: Wind, 国金证券研究所

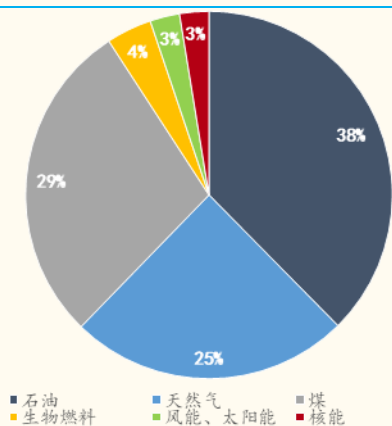
图表 23: 加息周期中 VIX 上升时, 日元升值幅度有限



来源: Wind, 国金证券研究所

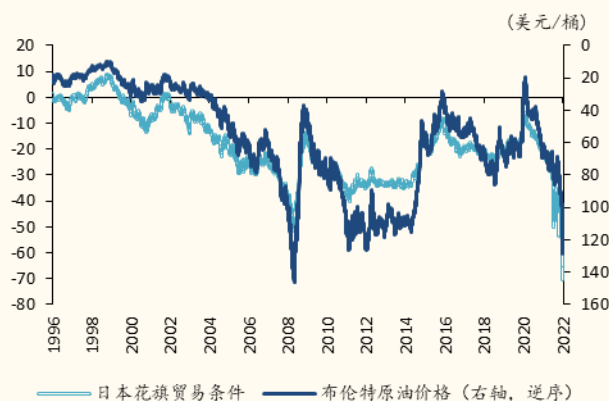
最后, 俄乌冲突事件本身对日本也有波及。一方面, 俄乌冲突推动能源价格高涨, 日本国际收支进一步恶化; 另一方面, 此次冲突对日俄双边关系也有扰动。外向型经济的日本, 能源结构高度依赖油气资源, 2020 年对油气的依赖度高达 63%。俄乌冲突再度推升原油价格, 显著恶化日本的贸易条件, 日本花旗贸易条件在 3 月 7 日下行至 -70.57, 创历史新高低。这进一步恶化了日本的国际收支, 外汇储备也较 2020 年年底下滑 295 亿美元。此外, 俄日长期存在地缘争端, 此次俄乌冲突后日本的单方面制裁, 也导致俄罗斯停止与日本的和平条约谈判。

图表 24: 日本能源结构高度依赖油气



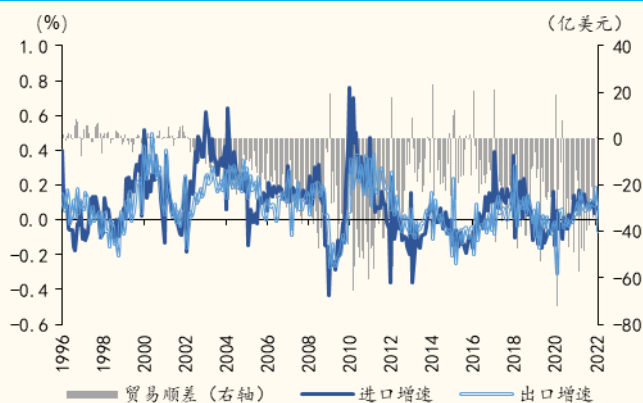
来源: IEA, 国金证券研究所

图表 25: 原油价格暴涨恶化了日本的贸易条件



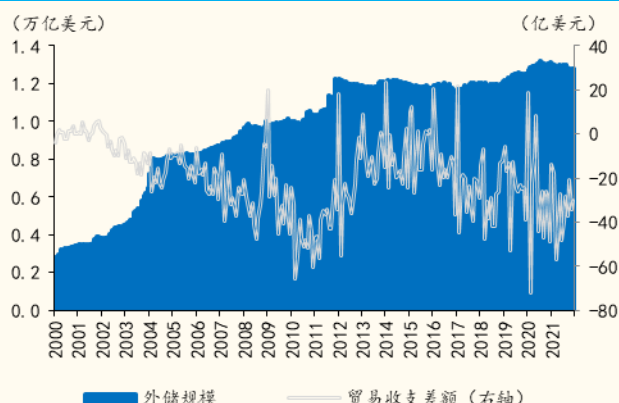
来源: Bloomberg, Wind, 国金证券研究所

图表 26: 能源价格高涨进一步扩大了贸易逆差



来源: Wind, 国金证券研究所
注: 2020-2021 年为两年复合同比增速

图表 27: 贸易收支差额扰动下, 2021 年日本外储下滑

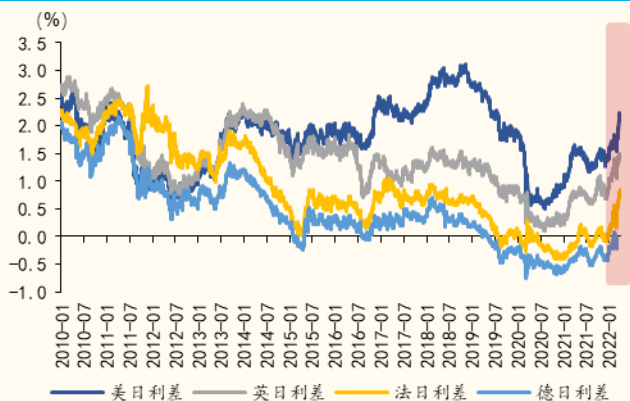


来源: Wind, 国金证券研究所

三问：本轮日元何去何从？货币周期分化下，日元或将维持相对弱势

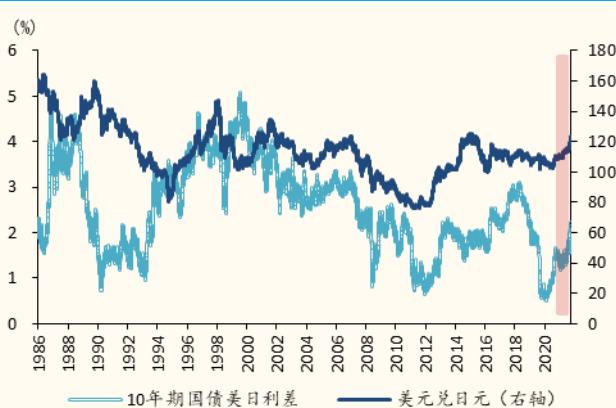
日元的避险属性依然在，但国别利差对汇率的压制未来一段时间或仍然存在。当下，支撑日元避险属性的核心逻辑未被打破，但 2020 年 3 月以来的全球大放水，使日元作为套息货币的定位受到干扰。年初以来，欧美主要国家与日本的利差走阔，美日、英日、德日和法日十年期国债的利差分别上升了 0.7、0.6、0.3 和 0.7 个百分点。国别利差压制下，年初至今日元兑美元大幅贬值 6.1%。此前，欧美发达国家与日本的国别利差长期处于低位，当下日本央行的“限价操作”约束了日债收益率上限，本轮利差对汇率的压制未来一段时间或仍存在。

图表 28: 主要发达国家与日本的十年期国债国别利差



来源: Wind, 国金证券研究所

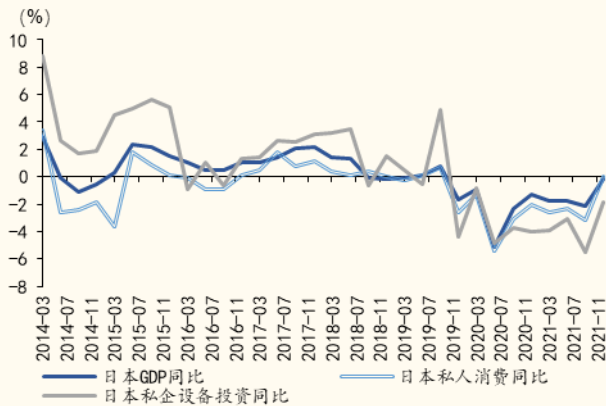
图表 29: 美日利差的走阔推动了日元的本轮贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

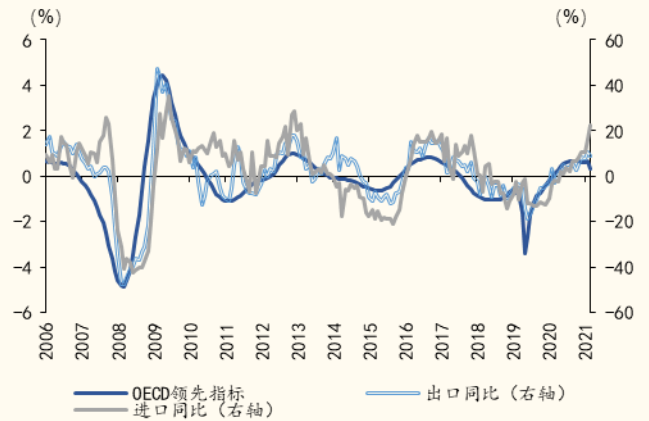
经济疲软，外需趋弱，日本央行仍将维持货币宽松以刺激经济发展。从两年复合同比增速来看，2021 年四季度日本私人消费和私企设备投资增速分别回落 0.01%和 1.87%，仍未恢复至正增长。进出口贸易方面，一方面，从 OECD 领先指标来看，外需的边际回落将对出口形成制约；另一方面，能源价格推高进口金额，日本贸易逆差加剧，2 月，日本贸易逆差达 103 亿日元。内外需相对低迷，日本经济仍需宽松政策的刺激。对此，黑田东彦于 3 月 25 日在国会讲话中表示“弱势日元总体对经济有利，央行将继续实施刺激政策”。

图表 30: 2021 年日本私人消费与设备投资仍相对低迷



来源: Wind, 国金证券研究所
注: 2020-2021 年为两年复合同比增速

图表 31: 2月日本出口增速回落, 进口继续高增



来源: Wind, 国金证券研究所
注: 2020-2021 年为两年复合同比增速

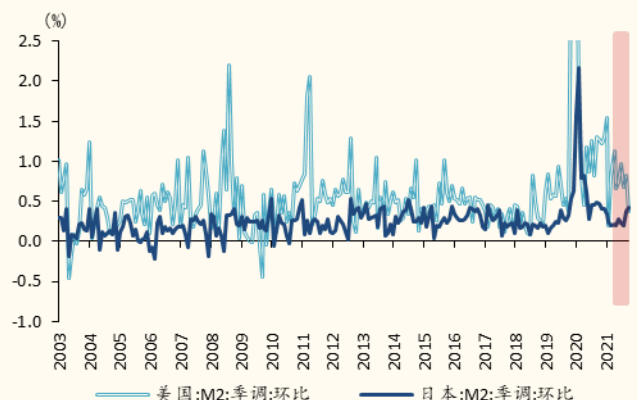
欧美主要央行加速政策正常化，而日央行加码宽松，货币周期错位下，日元汇率或将维持相对弱势。从 CME 期货的隐含加息次数来看，美联储政策正常化进一步加速，当前市场预期的 2022 年加息次数已由 3 月 1 日的 4.8 次上升至 4 月 1 日的 8.7 次；英国与欧央行同样在加速政策正常化进程。而日元的货币供给仍在放量，3 月 30 日，日本央行再度宣布加码购债，美日的货币周期错位仍将延续。历史上来看，1980 年以来美日货币周期曾出现过 7 次错位，美联储加息开启半年或一年后，日元兑美元汇率在 5 次中相对弱势。

图表 32: 美联储正加速“货币政策正常化”进程



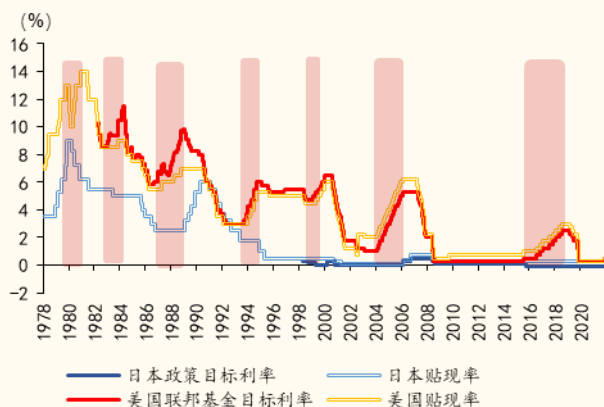
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 33: 日本的货币供给仍在放量, 而美国已经收缩



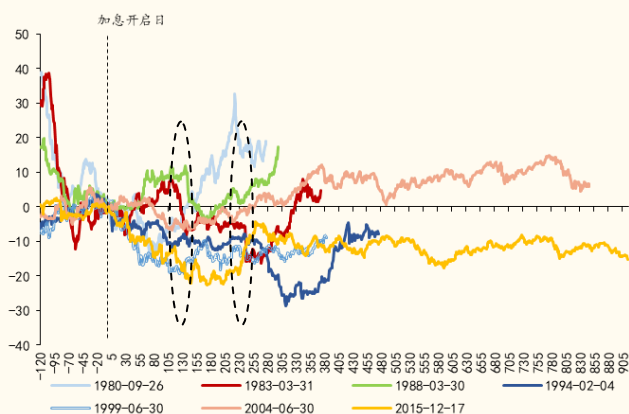
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 34: 1980 年以来曾出现过 7 次美日货币周期错位



来源: Wind, 国金证券研究所

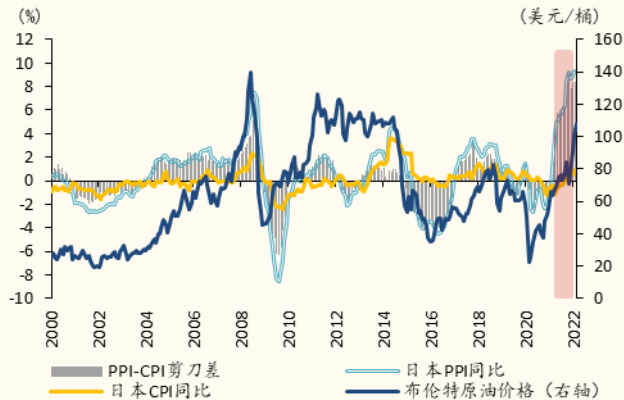
图表 35: 7 轮美联储加息周期中日元汇率走势



来源: Wind, 国金证券研究所

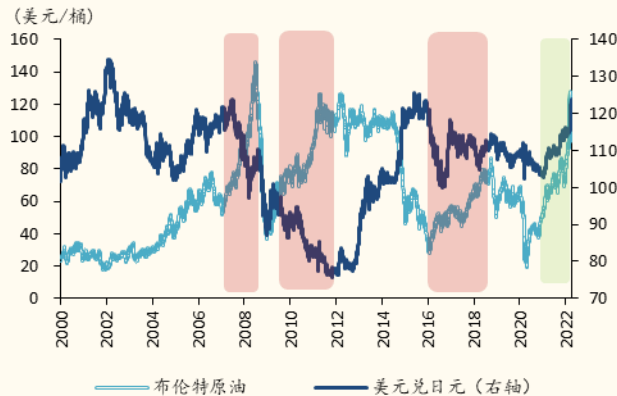
通胀形势的变化或将触发日本货币政策调整，需要予以密切关注。日本 2 月 CPI 同比增长 0.9%，但 3 月东京都区部同比 1.3% 的 CPI 已经隐现通胀压力。本轮油价飙升推高日本 PPI，2 月 PPI-CPI 剪刀差达 8.4%，为 1981 年以来高位。过去三轮油价上涨周期中，日元均呈升值态势，而本轮能源价格的传导，会进一步叠加疲软日元下进口商品的输入性通胀，日本通胀回升或将快于过往。本轮日本逆势宽松的货币政策，或在通胀 2% 的目标实现后转变。黑田东彦在 3 月 25 日国会讲话中表示，“会触发货币政策调整的是通胀形势而非日元”。

图表 36: 日本 CPI、PPI 对原油价格较为敏感



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 37: 原油价格与日元汇率走势



来源: Wind, 国金证券研究所

经过研究，我们发现：

- 1) 日元有着较强的避险属性，风险事件发生时，资金由高风险资产向日本回流。回流主要有两种形式：1. 国际投资者通过套息交易拆入日元，换汇后购入高息资产，危机发生时，该交易发生逆转；2. 风险爆发时，日本企业、居民将资金由海外风险资产向国内安全资产转移。
- 2) 日元回流机制依赖于两大前提：1. 日本长期存在大量、低息、稳定的资金，可以提供套息交易；2. 日本持有大量高流动性的海外净资产。其中，日元资金的稳定性，建立在日本货币政策稳定、通胀率持续低位、外汇储备充足、国际收支健康和地缘环境相对安全的基础上。

- 3) 2020 年 3 月以来，美日息差大幅收窄，日元作为“套息货币”的定位受到了冲击。同时，近期美联储加息周期开启后日元波动加剧、能源价格高涨下日本国际收支恶化、俄乌冲突波及下俄罗斯停止与日本就地缘问题的和平谈判，也进一步弱化了本轮日元的“避险表现”。
- 4) 近期，欧美主要央行加速货币政策正常化进程，而日央行则再度加码货币宽松。国别利差快速走阔，导致了 3 月以来日元兑美元的大幅贬值。向后看，美联储加速货币正常化，而经济持续低迷、通胀短期无虞下，日本央行仍将维持宽松的货币政策，货币周期持续错位，日元汇率或将维持弱势。
- 5) 能源价格推升下，当前日本 PPI-CPI 剪刀差为 1981 年以来高位。区别于前三轮油价暴涨、日元升值的环境，本轮弱势的日元将加剧输入性通胀压力。3 月东京都区部同比 1.3% 的 CPI 已经隐现通胀压力。根据黑田东彦的国会讲话，日本通胀实现 2% 的目标后，宽松的货币政策或将面临调整。

风险提示:

- 1、**美联储货币政策收紧超预期:** 全球流动性收紧，资本市场面临较大的下行压力。
- 2、**日本通胀超预期:** 能源价格居高，输入性通胀压力加剧日本通胀压力。
- 3、**全球需求和供应链中断恢复不及预期:** 全球滞胀压力持续较大，需求回落超预期。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场 T3-2402