

2022年11月02日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

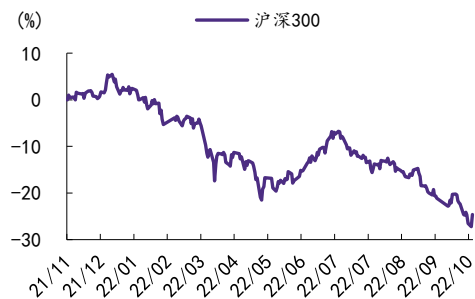
美国加息与衰退最后的博弈

—宏观专题报告

投资要点

分析师：谭倩 S1050521120005
tanqian@cfsc.com.cn
分析师：朱珠 S1050521110001
zhuzhu@cfsc.com.cn
联系人：杨芹芹 S1050121110002
yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘走势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《从量价结构拆解出口韧性》
2022-09-08
- 2、《华鑫证券*宏观报告*宏观深度报告：美国衰退：多远多深影响多大？*20220804*谭倩》
- 3、《华鑫证券*宏观报告*宏观专题报告：本轮疫情：形势推演、冲击测算、政策展望*20220416*谭倩》

美国经济成色如何？

三季度美国经济回暖但预期偏弱：商品消费依然保持负值，服务消费的贡献减缓；投资在三季度房地产的拖累下继续走负，但设备投资有所回暖；出口上行进口下行，三季度美国净出口对 GDP 环比拉动 2.77%，是主要贡献项。

经济韧性持续多久？

美国经济韧性在出口和消费的支撑仍会在四季度保持，但随着支撑因素的消退，经济韧性预计也会在 2023 年开始减弱。

消费：当前虽然仍有部分疫情超额储蓄余额，但是基本集中在前 50% 财富的家庭手中，难以转化成消费，且消费的韧性与美联储抗通胀的目标相违背，消费韧性的支撑不足。

投资：私人投资走势则是跟房价走势十分相关，预计 11 月房贷利率触顶之后，房价将延续下行趋势至 2024 年，带动投资增速的下行。

出口：四季度能源危机和美元的支撑下出口仍会走早，但在 2023 年将会面对优势减弱的情况。

综合来看，美国经济在四季度仍会有一定韧性，但在 2023 年会开始逐步减弱。

美国衰退何时出现？

从经济指标来看，美国 Markit 制造业 PMI 回落到荣枯线之下，科技企业裁员也预示着就业市场疲态显现。从衰退指标来看，三大利差均进入倒挂区间；通胀失业差仍处在高位；铜油比再度下行，均说明当前美国衰退风险仍高。

从时点上看，三大衰退信号均指向最快 2023 年一季度衰退，而经济指标则表明 2023 年一季度末经济进入衰退的可能性较大，后续需要关注的几个重要指标：PMI 是否破 50，铜油比是否继续下行跌破 50%，失业率是否开始上升，以此来进一步验证我们对于衰退时间点的判断。

对市场影响几何？

对于美债和美元来说，市场当前正处在拐点前的博弈阶段，美元在衰退确认前仍会持续强势，美债也在当前强加息的支撑下仍有再次冲击 4% 的可能，但后期衰退交易将逐渐占据上

风。

美股则是迎来了从杀估值到杀业绩的转换，从历史经验来看，每次美联储政策转向开始降息，平均 14 个月之后美股才能触底，平均跌幅 25%，当前美股更多是超跌反弹，反转远未到来。

■ 风险提示

欧美衰退加速兑现，地缘政治风险再起

正文目录

1、 美国经济成色如何？	5
1.1、 商品消费下行，服务消费放缓	5
1.2、 房产拖累投资下行	7
1.3、 净出口支撑加强	8
2、 经济韧性持续多久？	9
2.1、 消费韧性将逐步走低	9
2.2、 房价下行拖累投资	12
2.3、 四季度出口仍有支撑	14
3、 美国衰退还有多远？	15
3.1、 经济疲态开始显现	15
3.2、 衰退信号进一步强化	16
4、 对市场影响有多大？	18
5、 风险提示	20

图表目录

图表 1: 消费对于 GDP 的拉动进一步减弱	5
图表 2: 机动车是耐用品中最大的拖累项 (%)	6
图表 3: 除医疗以外其他服务项均出现了下行 (%)	7
图表 4: 房地产是三季度投资中最大的拖累	8
图表 5: 出口增长和进口的减弱造成净出口的回升 (%)	9
图表 6: 美国家庭资产分布情况 (百万美元)	10
图表 7: 美国家庭负债分布情况 (百万美元)	10
图表 8: 美国超额储蓄大部分都在前 50% 家庭中 (十亿美元)	11
图表 9: 消费差值来看, 服务消费仍未能回到正常曲线 (十亿美元)	12
图表 10: 房价和美国房贷利率有 11-14 个月的时差	13
图表 11: 私人投资的走势与房价走势基本一致	13
图表 12: 美国房贷利率主要由 10 年国债收益决定 (%)	14
图表 13: 美国能源出口增速处在新的历史峰值	14
图表 14: MarkitPMI 在疫情后再次进入到不景气区间 (%)	15
图表 15: layoff 显示三季度裁员的科技企业开始变多	16
图表 16: 三大美债利差进入到同步倒挂 (%)	17
图表 17: 就业通胀比依然维持在高位	17
图表 18: 铜油比再次出现了下行趋势	18
图表 19: 铜价的持续下跌再次推动了铜油比的走低	18

图表 20: CME 对于加息预期均低于 50%	19
图表 21: 历史经验来看降息之后美股仍有一段跌幅	20

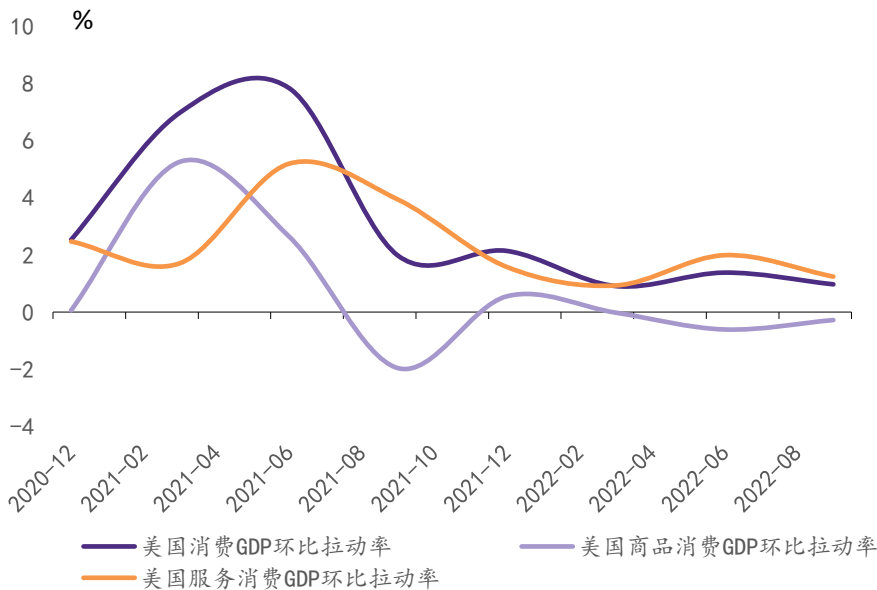
1、美国经济成色如何？

10月27日，美国经济分析局公布了三季度经济数据，GDP环比折年率录得2.6%，高于预期的2.4%、也同样高于二季度的-0.6%。主要分项中，私人消费环比由2%下滑至1.4%，对GDP环比贡献0.97个百分点；私人投资对GDP环比拖累1.59个百分点；政府支出的环比贡献分别为0.42个百分点，净出口对GDP贡献达到了2.77个百分点，是主要的贡献项。

1.1、商品消费下行，服务消费放缓

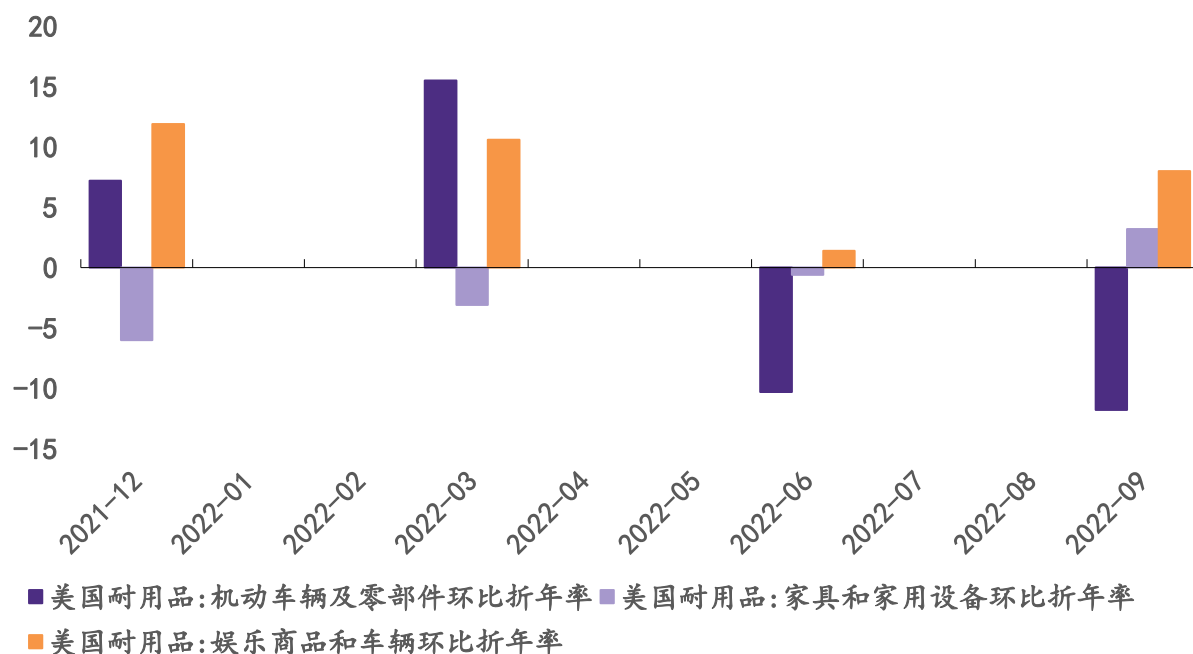
从消费的角度来说，美国居民消费出现了商品消费的持续走负和服务消费同步降温，个人消费对与经济的贡献减弱。美国三季度个人消费支出环比折年率1.4%，低于前值的2%；商品和服务对个人消费环比折年率的贡献分别为-0.4%和1.82%，二季度为-0.9%和2.94%。从分项来看，商品消费延续了负增长的态势，但是降幅有所收窄，其中耐用品环比折年率-0.8%，非耐用品环比折年率-1.4%，均好于前值的-2.8%和-2.5%。耐用品消费中，汽车及汽车零件是最大的拖累项：三季度环比折年率-11.8%，对个人消费环比折年率贡献-0.52个百分点。家具和家用设备三季度环比折年率3.2%，娱乐相关消费环比折年率8%，分别贡献了0.1和0.29个百分点。

图表 1：消费对于 GDP 的拉动进一步减弱



资料来源：Wind，华鑫证券研究

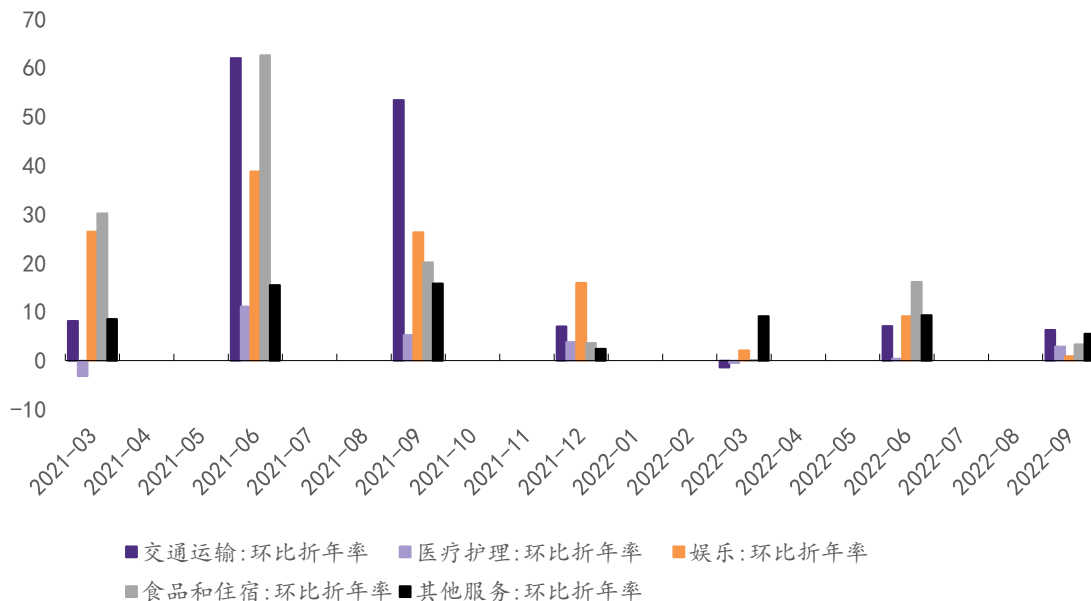
图表 2: 机动车是耐用品中最大的拖累项 (%)



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

总体来看, 服务消费虽然依然维持正增长, 但是增速有所放缓, 三季度环比折年率录得+2.8%, 前值+4.6%。从具体分项来看, 美国消费者的服务消费可以分为必需和可选。其中家庭经营以及金融服务就是属于必需消费, 所以变动幅度较小(环比变动往往在1%以内)。而食宿、娱乐、交通运输服务和医疗等服务消费则更具弹性, 可以很好反映出需求的变化。其中娱乐以及食宿服务出现了较大幅度的回落, 环比折年率分别从上季度的9.1%和16.1%下降至三季度的0.9%和3.3%, 交通出行服务消费在能源价格下行的影响下出现了微降, 环比折年率从7.1%下降至6.3%。医疗服务是可选服务中唯一的增长项, 环比折年率从0.4%上升至2.9%。

图表 3：除医疗以外其他服务项均出现了下行（%）

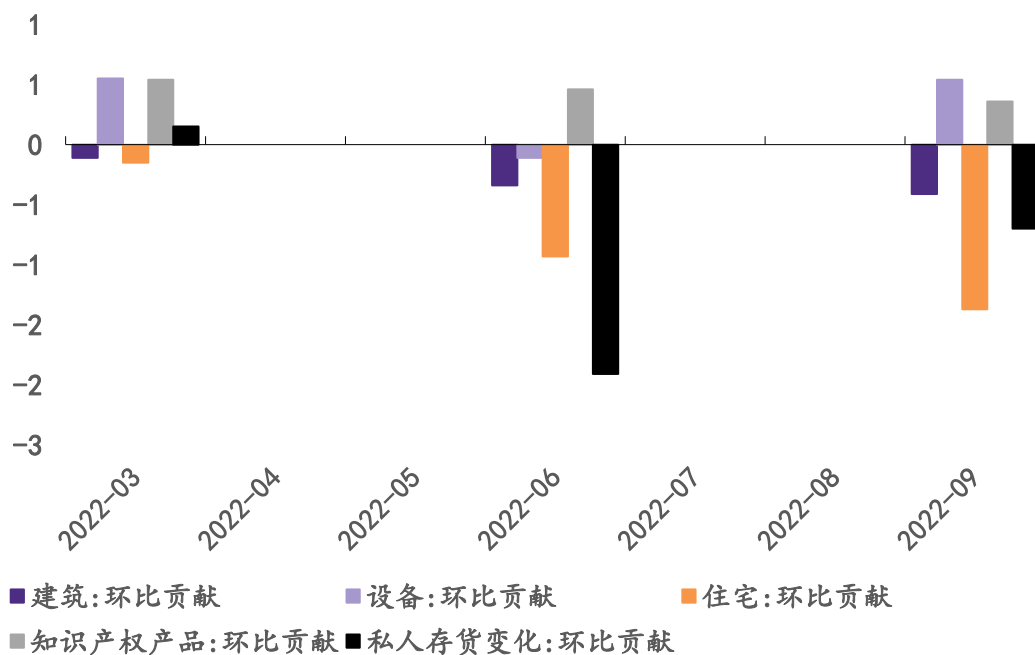


资料来源：Wind，华鑫证券研究

1.2、房产拖累投资下行

个人投资方面则是延续了之前的负增长，但主要下行拖累项有所变化，从库存转为了住宅投资。三季度个人投资支出环比折年率-8.5%，前值-14.1%，对三季度环比拉动率为-1.6%。结构来看，主要是在高房贷利率的影响下，住宅和非住宅建设投资继续下行，住宅和建设对三季度环比折年率的拖累分别为-2.33%和-7.11%，跌幅均较二季度有所扩大（-1.91%和-5.61%）；私人库存投资对 GDP 的拖累减弱，三季度私人投资库存环比折年率 61.94 亿美元，对 GDP 的环比影响由二季度的-1.91%收窄到-0.7%。不过三季度企业设备有所修复，环比折年率录得+10.8%。但在后续衰退逼近的情况下，设备投资修复的持续性有待观察。

图表 4：房地产是三季度投资中最大的拖累

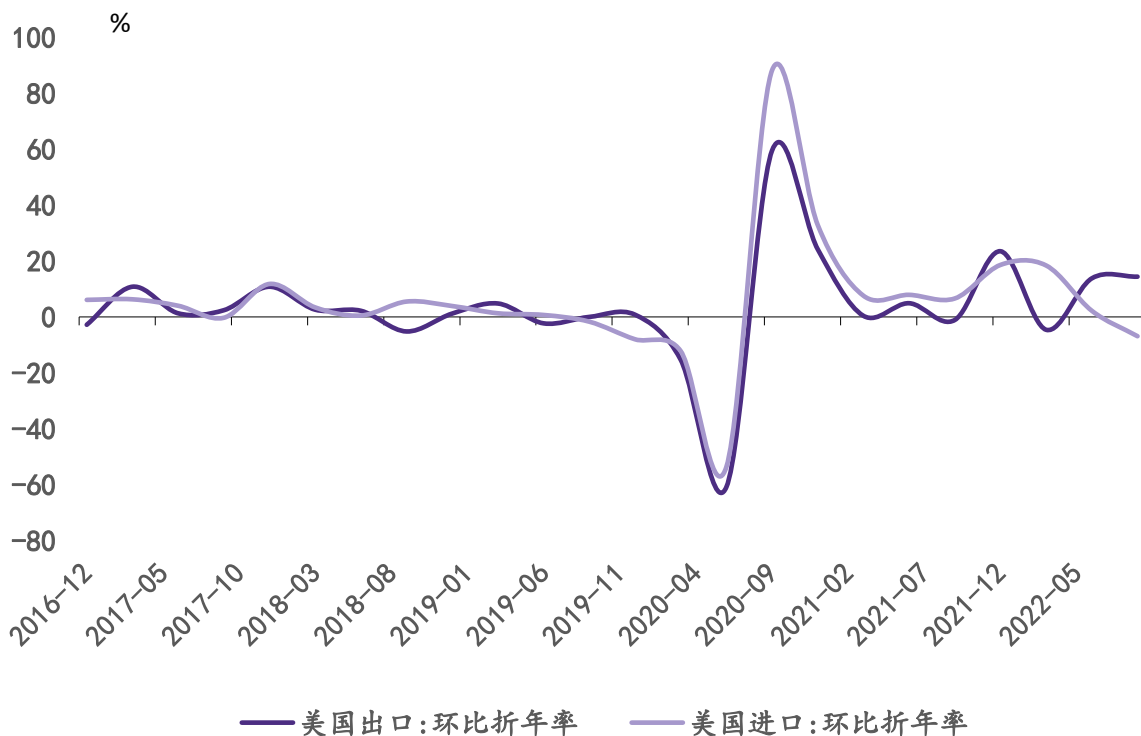


资料来源：Wind，华鑫证券研究

1.3、净出口支撑加强

内部需求的降低和能源出口的高企导致了美国净出口数据的回暖，三季度净出口对 GDP 的环比拉动率为+2.77%。出口的环比折年率依然保持了高位的增长，三季度录得 14%，前值 13.8%；而进口则是在内需放缓的影响下出现进一步的下行，环比折年率从第二季度的 2.2% 下滑至三季度的-6.9%。

图表 5: 出口增长和进口的减弱造成净出口的回升 (%)



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

2、经济韧性能持续多久？

三季度美国经济的韧性以及出口的亮眼呈现出一定的韧性。但后续来看美国经济的韧性持续时间不会太长。综合来看，我们认为在出口和消费的支撑下，美国经济四季度仍有一定的韧性，但 2023 年一季度当前支撑消费和出口的因素将开始减弱，韧性支撑逐渐退潮。

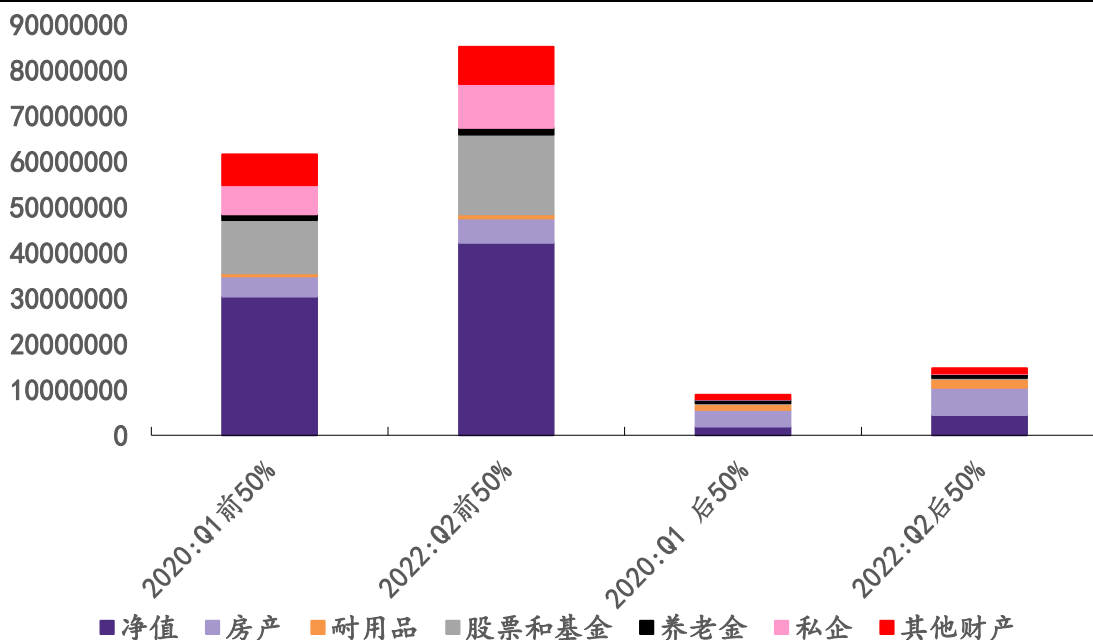
2.1、消费韧性将逐步走低

从消费的角度来看，当前消费韧性逐渐消退，主要是超额储蓄对于消费的刺激正在逐步退出。根据美联储计算，超额储蓄的组成主要分为两部分，疫情期间的财政转移支付以及居民在疫情期间消费受限所省下来的钱。但消费受限对于低收入家庭的影响并不是很大：一方面，低收入群体的大部分消费的必需属性更强，受疫情干扰较小；另一方面，消费受限也意味着收入的减少。因此财政补贴并不会对后 50%的家庭形成过多的超额储蓄，反而大部分的超额储蓄都留在前 50%的家庭中。而且从消费弹性来说，前 50%的家庭倾向于将财富分散到各类投资品中，边际消费倾向远远低于后 50%的家庭，并不能为消费提供支撑。

从负债情况也能看出消费的支撑减弱。后 50%的家庭负债已经超过了 2020 年一季度，房贷、消费贷和其他负债均有提升，从侧面验证后 50%家庭的超额储蓄可能已经接近耗尽。

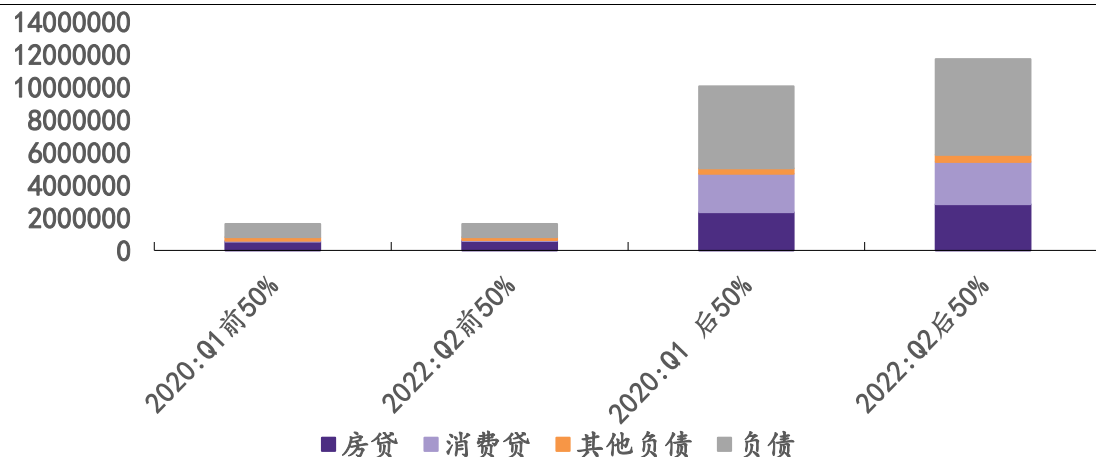
后 50%家庭负债三项合计较总共在两年间增加了 830 万亿美元，而资产净值则是增加了 2500 万亿美元，因此美联储计算后 50%家庭当前仍有 1700 万亿美元家庭资产余额，但去除掉房产之后，美国后 50%家庭的资产在两年间仅增加了 967 万亿美元，由此计算后 50%家庭资产的余额已经仅剩 137 万亿美元。与之相反的前 50%的家庭则是出现了消费贷和其他负债的减少，总体负债和 2020 年一季度时基本一致，前 50%的家庭倾向于用超额储蓄来改善自己的信贷情况。综合来看，当前后 50%家庭的疫情期间超额储蓄已经基本使用完毕，而前 50%家庭虽然拥有绝大部分的超额储蓄，但从消费习惯的角度来说也不会给消费带来太多支撑。

图表 6: 美国家庭资产分布情况 (百万美元)



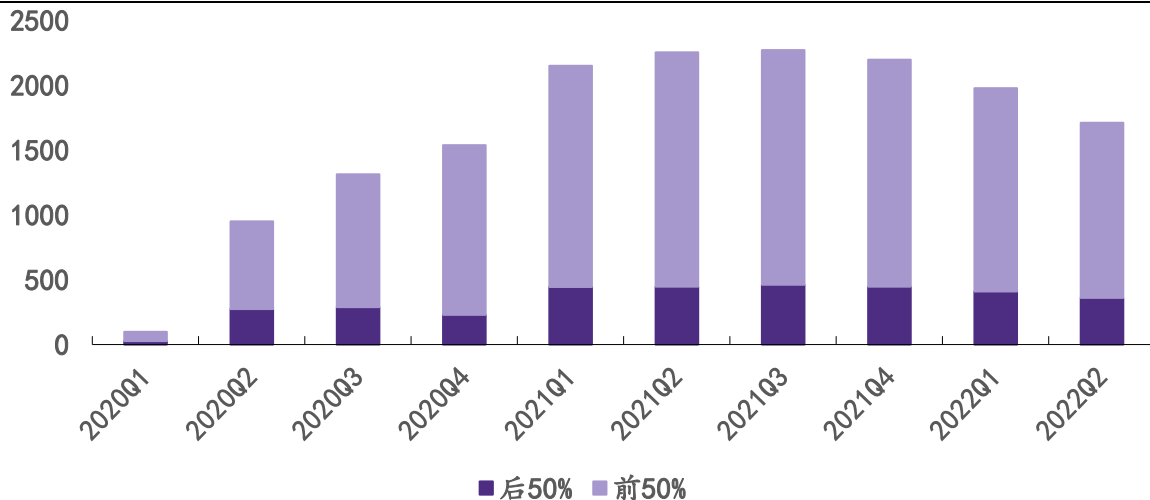
资料来源: FED, 华鑫证券研究

图表 7: 美国家庭负债分布情况 (百万美元)



资料来源: FED, 华鑫证券研究

图表 8：美国超额储蓄大部分都在前 50% 家庭中（十亿美元）



资料来源：FED，华鑫证券研究

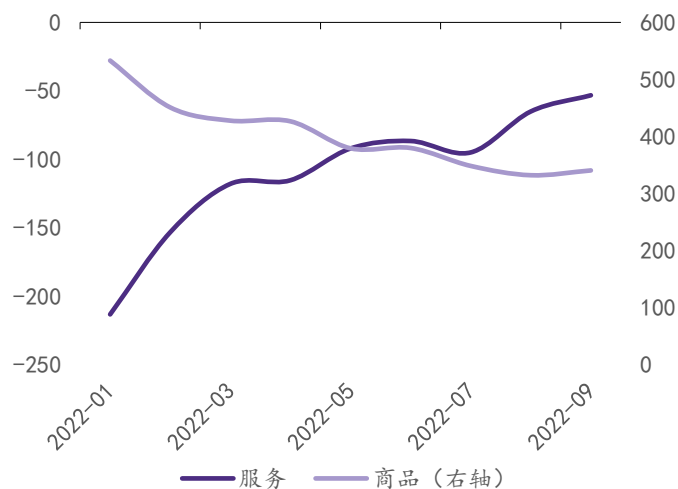
从量的角度来看，我们曾经在《美国衰退：多远多深影响多大？》报告中提及美国当前服务消费的上行将不能弥补商品消费的下行空间，简单用数据表示，美国超额商品消费已经从年初的 5330 亿美元的幅度下降到 9 月份 3400 亿美元，而服务消费虽然出现了持续的修复，但仍没有回归到正常的曲线之上，9 月仍低于疫情前水平大概 530 亿美元。从下降幅度来说，今年以来超额商品消费已经缩小了 1930 亿美元，而服务消费则是仅仅上行了 1600 亿美元。往后来看，我们仍然坚持之前的判断，服务消费在转移支付退出后难以再次出现商品一样的超额修复，而商品则会继续下行，造成整体的个人消费数据的下行，拖累美国 GDP。

从美联储的角度来看，通过加息降低市场需求从而助推通胀降温是当前美联储的主要逻辑，激进的加息势必会对美国消费产生不小的冲击。因此联储会一直加息到需求真正下降。

从时间点来看，我们认为四季度的消费数据在服务消费回归正常曲线的基础上仍会有一定的支撑，但随后在加息的完成和失业率抬升的影响下，四季度回归趋势的过程将在 2023 年被转变为跌破趋势：四季度商品回归趋势仍有 3400 亿美元，服务消费仍要上行 530 亿美元，这意味着回归趋势将使得当前的消费下降大概 2870 亿美元，使得全年来说消费的同比增速接近于 0（-0.02%）。

因此目前来看四季度在回归趋势的过程下消费仍会有会一定的支撑，但一旦回归趋势转换为跌破趋势，消费的韧性将被打破。

图表 9：从消费差值来看，服务消费仍未能回到正常曲线（十亿美元）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

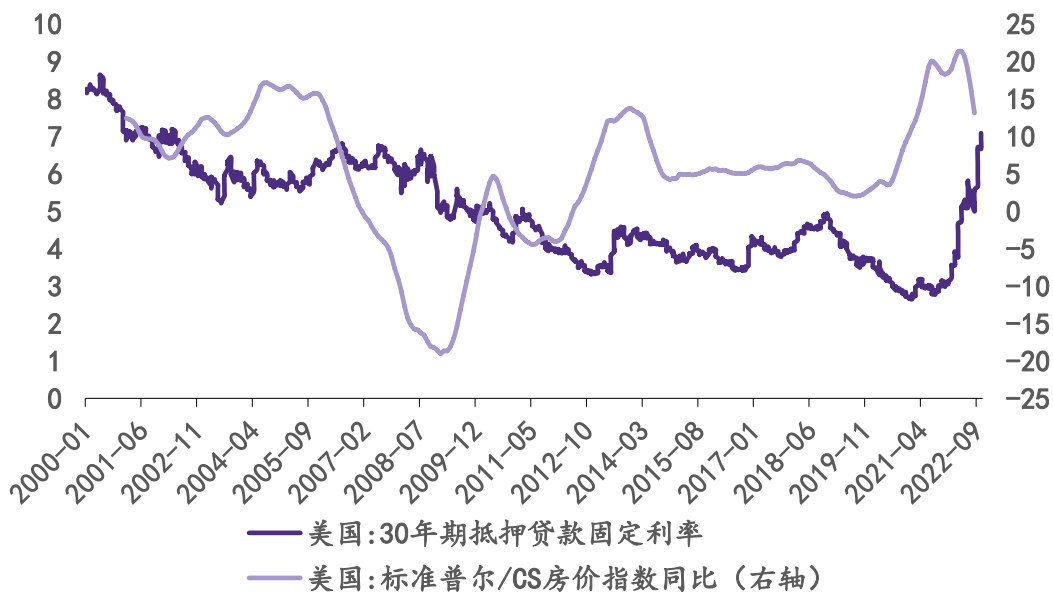
2.2、房价下行拖累投资

从投资的角度来说，美国的私人投资走势与房价走势基本一致，而且往往是房价先开始触底反转后，个人投资增速才会出现回暖。其逻辑在于个人投资的主要部分都集中在房地产上。从过去的规律来看，房地产价格往往会在房贷利率触顶之后大概 11-14 个月触底。而房贷利率的定价机制决定了其走势主要受到美国十年期国债的影响。

当前美债已经冲刺过 4% 的高位，加息预期显示当前美联储并没有更鹰派的可能，反而开始转鸽，因此加息预期对于美债的助推力量在减弱。与此同时，美债利差倒挂也使得市场开始了衰退交易的预期。

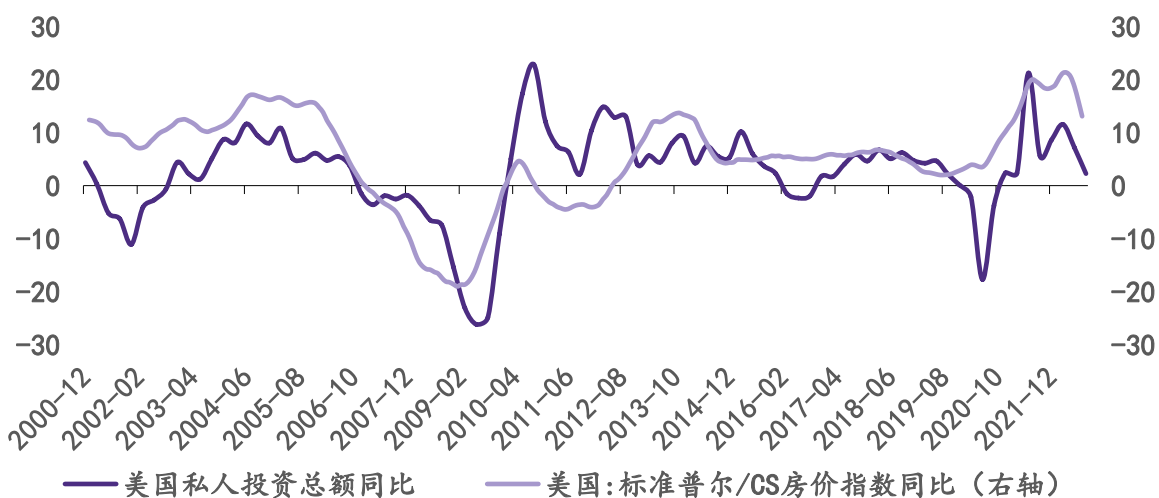
综合来看，下半年美债或将在 11 月份加息后短暂冲高，但总体仍会继续维持震荡下行的走势。因此我们可以预计 11 月美国 30 年抵押贷款利率将触顶，以此来推测美国私人投资增速直到 2023 年四季度才能逐步回暖，当前仍会延续下行态势。

图表 10: 房价和美国房贷利率有 11-14 个月的时差



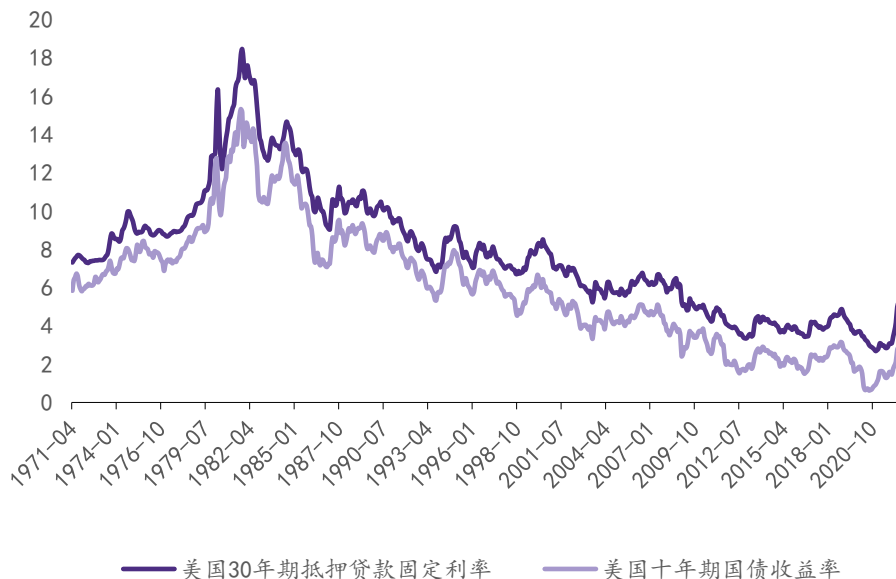
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 11: 私人投资的走势与房价走势基本一致



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 12: 美国房贷利率主要由 10 年国债收益决定 (%)

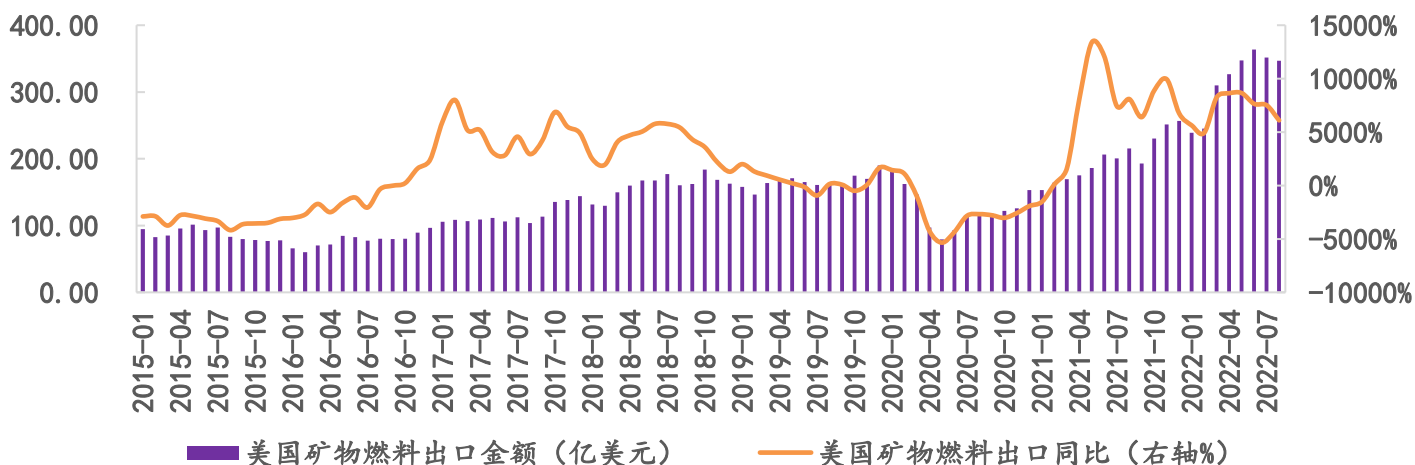


资料来源: Wind, 华鑫证券研究

2.3、四季度出口仍有支撑

从出口的角度来看, 当前美国净出口的支撑有三个方面: 美元指数的高位, 欧洲冬天能源的需求以及进口内需的减少。往后来看, 虽然美元指数和欧洲能源在四季度仍有支撑, 但是在进入到 2023 年之后伴随着欧洲冬天的远去和美元指数的下行, 这两个因素对于美国出口的支持将逐渐减弱, 使得净出口对经济的支持再次减弱。

图表 13: 美国能源出口增速处在新的历史峰值



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

综合上面对美国消费、投资和出口的分析，我们认为当前美国衰退的风险仍处在高位，软着陆的可能性较低，经济韧性大概率在 2023 年一季度开始减弱。

3、美国衰退还有多远？

3.1、经济疲态开始显现

我们可以从几个指标监测美国衰退的进程：

从失业率的角度来看，当前虽然非农数据依然比较坚挺，但是已经出现了大型互联网公司开始裁员的消息，微软、亚马逊和谷歌等都开始出现停项目或裁员的消息。Layoff 作为统计科技企业裁员情况的网站，可以看到二三季度科技公司裁员人数也是呈现比较明显的上升趋势，同样预示就业疲软的可能。

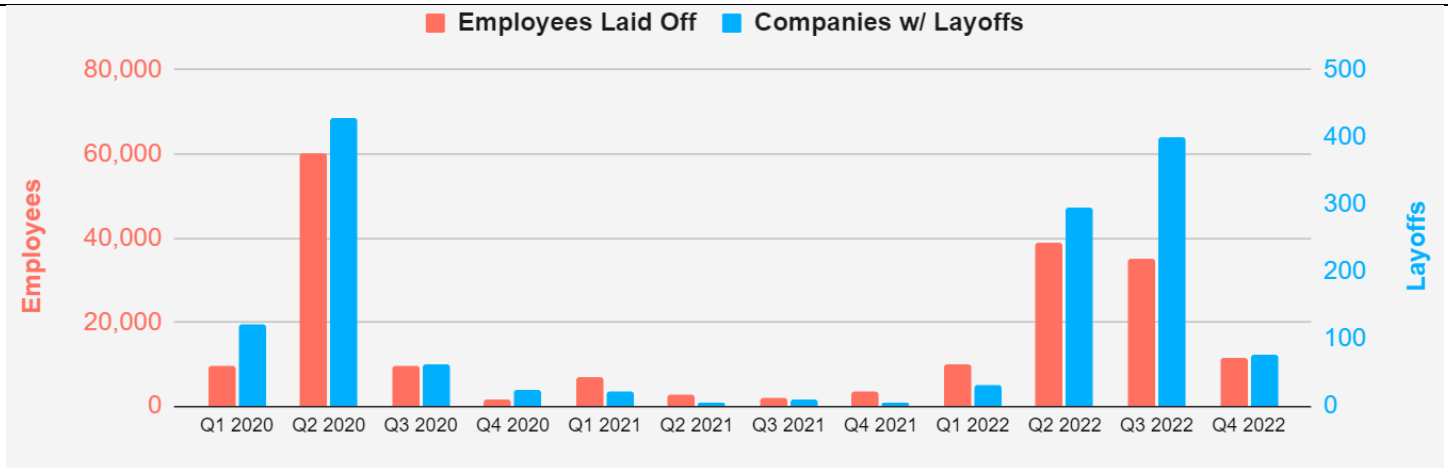
从经济数据的角度出发，9 月份美国 Markit 制造业 PMI 初值首次进入到了 50% 以下的区间，连续四个月走低，而 ISM 统计的 PMI 虽然保持在了景气度区间内，终值为 50.2，但也是 2020 年 5 月份以来的最低值。从历史关系来看，每当 ISM 统计的 PMI 突破 50 的景气临界值之后，经济都会有 50% 的概率进入到衰退，时差平均 3-4 个月左右。由此来看，假设 11 月份美国 ISM 统计的 PMI 正式跌落到 50 以下，那么 2023 年一季度末二季度初美国进入衰退的可能性加大。

图表 14: MarkitPMI 在疫情后再次进入到不景气区间 (%)



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 15: layoff 显示三季度裁员的企业开始变多



资料来源: Layoff, 华鑫证券研究

3.2、衰退信号进一步强化

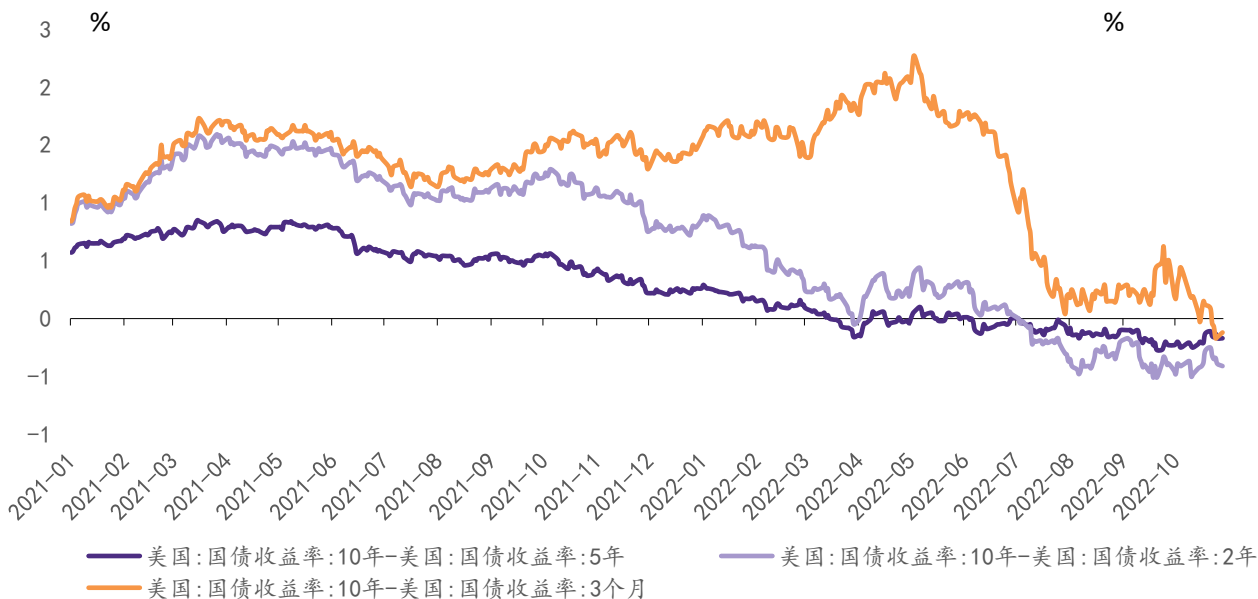
从衰退先行指标来看, 10 月 25 日以来 3M-10Y 美债利差走负, 5Y10Y、2Y10Y 和 3M10Y 三大美债利率已经全部倒挂, 与我们之前的判断一致。从历史规律来看, 每当三大利差同时出现持续的倒挂时均预示了后续衰退的出现, 从一致利差倒挂开始往往平均 11 个月, 最快 6 个月就会进入到衰退周期。10 月已经开始出现三大利差的一致倒挂, 因此从一致倒挂的角度来说美国或将在 2023 年二季度前后开始面对衰退的到来。

失业通胀差虽然已经跌破了 5% 的分位线, 但仍处在相对的高位: 低失业率和通胀的矛盾预示着后续美联储很难在不提高失业率的情况下实现通胀的下行, 从另一个角度看通胀核心通胀与失业率的差值已经来到了 1981 年以来的最高值, 在 9 月份录得 3.1%, 同样预示了当前通胀和劳动市场之间的矛盾, 后续将继续给经济带来压力。从时间点的判断来说, 通胀失业差破 5 往往预示着最迟 8 个月后进入到衰退周期, 使得 2023 年美国正式进入衰退的概率增加。

铜油比再次开起了新的下行周期, 从历史规律来看, 当铜油比突破 80 时, 有 43% 的概率 3-9 个月后就出现衰退, 今年铜油比在 7 月底的时候突破过 80, 但是在后续油价下行的影响下再次回到了 80 以上的区间, 当前铜油比在铜价下行影响下已经开始了一轮新的下行周期, 工业企业生产需求减弱下进一步带来衰退预期。因此从时间节点判断铜油比最快 2023 年一季度进入到衰退区间。

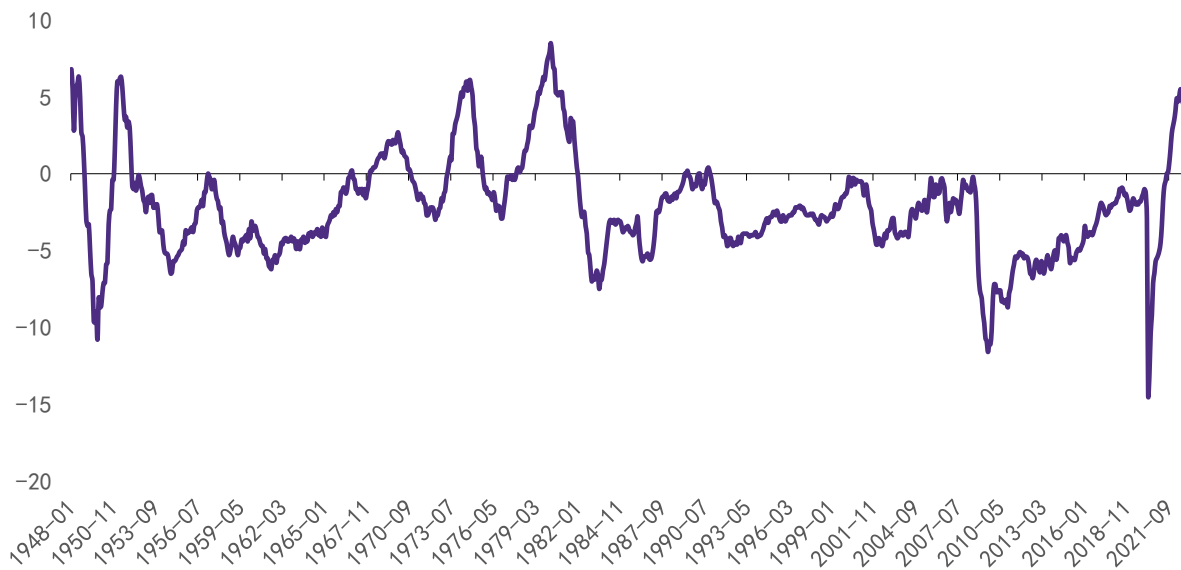
综合来看, 三大衰退信号均指向最快 2023 年一季度衰退, 而经济指标则表明 2023 年一季度末经济进入衰退的可能性较大, 后续需要关注的几个重要指标: PMI 是否破 50, 铜油比是否继续下行跌破 50%, 失业率是否开始上升, 以此来进一步验证我们对于衰退时间点的判断。

图表 16: 三大美债利差进入到同步倒挂 (%)



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 17: 就业通胀比依然维持在高位



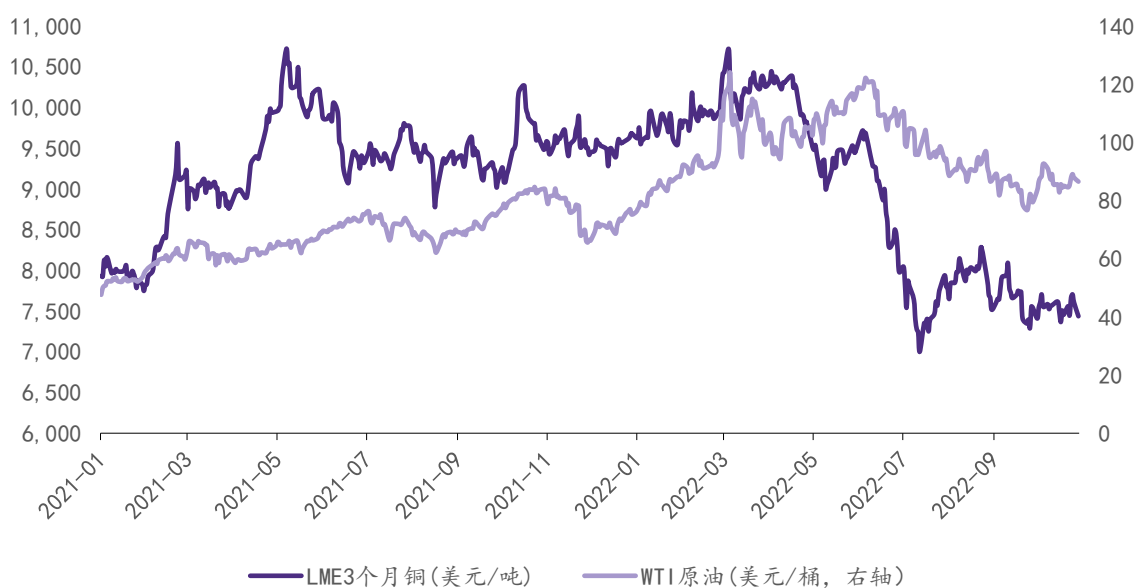
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 18: 铜油比再次出现了下行趋势



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 19: 铜价的持续下跌再次推动了铜油比的走低



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

4、对市场影响有多大？

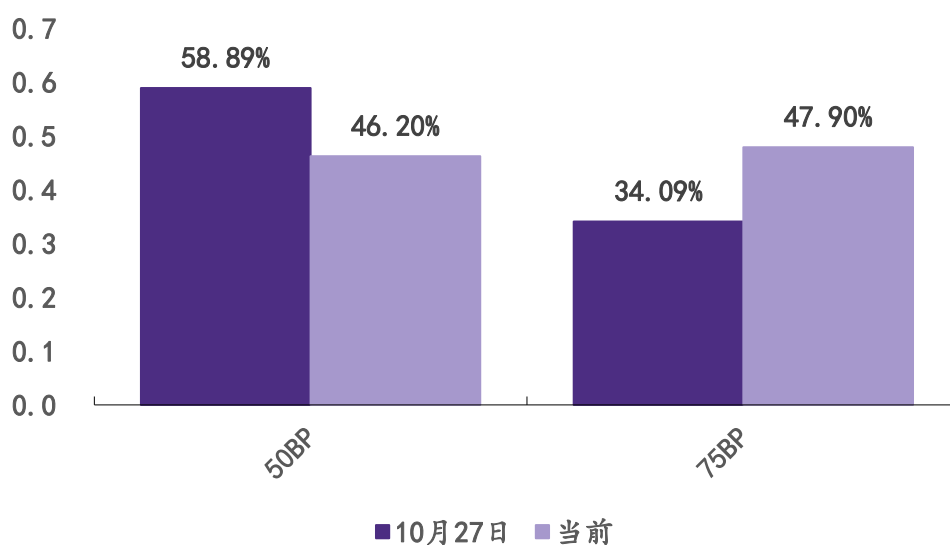
当前市场对于 11 月份的加息幅度已经形成了 75BP 的一致预期，但是对于 12 月份仍有一定的分歧，12 月加息 75 和 50BP 的预期当前均已经低于 50%，因此 11 月联储会议将是决

定 12 月加息幅度以及后续加息顶点的关键会议。

从美元的角度来看，衰退的兑现将扭转当前美元强势的地位，同时优于欧洲和美国衰退周期的错位（美国大概率是一季度，而欧盟大概率是四季度），在欧洲冬天过去之后，当前的能源危机对欧洲经济的压制将有所减缓，衰退后的美元相对欧元的吸引力会有所降低。

从债市的角度来看，当前美债已经开始进行衰退预期和加息预期的博弈，但是当前由于加息进程仍未结束，11 月和 12 月仍会加息至少 125BP，因此十年期美债收益率再次冲高 4% 的动力犹存，但在加息触顶之前会开始震荡下行，衰退交易将在后期逐步占据上风。

图表 20：CME 对于加息预期均低于 50%



资料来源：Wind，华鑫证券研究

从美股的角度来看，当前美股超跌后有所反弹，但后续逻辑会从杀估值到杀业绩转换，标志就是美国的科技巨头公司已经开始出现了业绩的下行：脸书，苹果和亚马逊等科技巨头公司均出现了业绩的下滑。

往后来看，杀业绩将逐渐从对互联网公司向着其他美股公司扩散，美股仍有下行空间。而且根据历史规律，美联储转鸽的时间并不是美股的拐点，主要的逻辑是美联储往往是在衰退之中才开始进行政策的转向，并不会很好的对冲衰退对美股的冲击。

过去的几次数据来看，美股平均在美联储货币政策转向之后 14 个月左右才开始触底，平均跌幅近 25%。当前市场预期 2023 年二季度美联储政策才开始转向，2023 年美股仍有下行压力。

图表 21：历史经验表明衰退倒逼降息后美股仍有一定的调整压力

衰退时期	联储政策转向	标普500触底	时差（月）	标普500跌幅
08年金融危机	2007年9月（联储降息50BP）	2009年3月	18	-49.24%
互联网泡沫	2001年1月（联储降息50BP）	2002年10月	21	-35.02%
海湾战争	1989年6月（联储降息25BP）	1990年10月	16	-5.13%
石油危机	1981年6月（利率最高点，降息6BP）	1982年7月	13	-17.31%
1973年衰退	1973年11月（降息8BP）	1974年12月	13	-34.26%
1969年衰退	1970年3月（降息46BP）	1970年6月	3	-14.75%
		平均	14	-25.95%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

5、风险提示

欧美衰退加速兑现，地缘政治风险再起

■ 宏观策略组介绍

杨芹芹：经济学硕士，7年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

朱珠：会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind第八届金牌分析师，2021年11月加盟华鑫证券研究所。

谭倩：11年研究经验，研究所所长、首席分析师。

周灏：金融学硕士，2022年7月加盟华鑫研究所，两年券商研究经验，从事中观比较与主题投资研究。

李刘魁：金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所。

张帆：金融学硕士，2022年7月加盟华鑫研究所。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。