

2022年12月04日


 华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

经济放缓就业背离，对美联储加息有何影响？

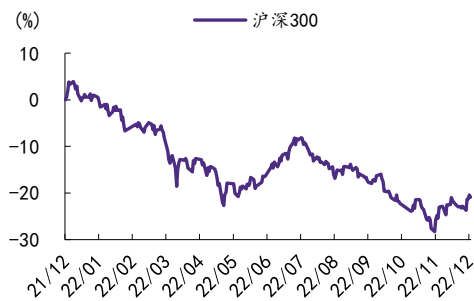
—宏观点评报告

事件

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

12月1日，美国PMI数据超预期走低，录得49，低于预期49.8和前值50.2，再次回落至荣枯线之下，显示出经济下行的压力。12月2日，美国劳工部公布11月非农数据，新增就业26.3万人，高于预期20万人和前值26.1万人，远超市场预期，但与ADP走势出现了明显的背离。

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

投资要点

■ PMI回落至荣枯线之下，美国经济放缓

ISM制造业PMI再次回落至荣枯线之下，是2020年5月份以来的最低值，根源是内外需下行，预示经济增速放缓。但衰退还需等待服务业PMI收缩之后再下定论。

■ 非农数据再超预期，服务业是主要贡献项

非农就业超预期上行，主要是休闲酒店、教育医疗和其他服务业贡献所致，运输行业受到供应链缓解和罢工影响出现下行，零售行业则是在销售数据下行的影响下保持较弱的态势。

■ 大小非农就业背离，根源是统计方法和样本区别

ADP和非农数据之间的矛盾更多是样本和统计方法所致，长期来看两个数据方向基本一致。科技裁员潮并不影响整体就业市场强劲的现实，预计非农数据仍会继续强劲到2023年一季度。

■ 12月加息50BP几成定局，但顶点可能会或更高

通胀边际回落，12月加息50BP的预期基本打满，美联储加息拐点已经确认。但超强的非农数据给了联储继续加息的信心，预计本轮加息顶点在12月议息会议上会有上调。要是通胀没有出现加速下行，存在连续两次加息50BP的可能。

■ 风险提示

通胀加速下行，联储政策转向，地缘政治风险再起。

相关研究

- 1、《10月工业企业：盈利再度承压，中游制造景气改善》2022-11-28
- 2、《降准已落地，降息仍可期》2022-11-25
- 3、《11月美联储FOMC：速度边际趋缓，但终点更高更远》2022-11-03

正文目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 事件: | 3 |
| 评论: | 3 |
| 1、如何正视美国制造业 PMI 下行? | 3 |
| 1.1、PMI 回落, 主因是内外需下行 | 3 |
| 1.2、经济增速虽有效缓, 但衰退尚待确认 | 5 |
| 2、11 月非农数据为何超预期? | 6 |
| 2.1、服务业就业是强非农的主要贡献项 | 6 |
| 2.2、运输业就业减少受罢工及供应链影响 | 6 |
| 2.3、商品消费下行拖累零售就业 | 6 |
| 2.4、时薪和工时显示出就业结构切换 | 7 |
| 3、大小非农就业数据为何背离? | 8 |
| 3.1、ADP 和非农短期背离但长期一致 | 8 |
| 3.2、科技裁员不改就业强劲态势, 关注服务就业指数 | 9 |
| 4、对美联储加息节奏有何影响? | 11 |
| 4.1、12 月 50BP 几成定局, 但加息顶点会更高 | 11 |
| 4.2、就业仍有支撑, 存在连续两次加息 50BP 的可能 | 11 |
| 5、风险提示 | 12 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1: 制造业 PMI 下跌至收缩区间 | 3 |
| 图表 2: 新订单指数和出口订单均处在收缩区间 | 4 |
| 图表 3: 美国主要出口国中只有墨西哥 PMI 仍在 50 之上 | 4 |
| 图表 4: ISM 数据公布后 GDPnow 下调了对于四季度经济增速的预测 | 5 |
| 图表 5: 私人就业数据一览 (千人) | 6 |
| 图表 6: 商品生产时薪增速下行而服务时薪上行 (%) | 7 |
| 图表 7: 商品生产工时下行, 服务工时不变 (小时/周) | 8 |
| 图表 8: ADP 和非农长期方向一致 (千人) | 9 |
| 图表 9: 失业救济金人数出现上行 (万人) | 9 |
| 图表 10: 11 月份再次出现裁员潮 | 10 |
| 图表 11: 当前整体就业市场仍处在紧缺的状态 | 10 |
| 图表 12: 市场对于 2023 年 2 月份加息仍未形成一致预期 | 12 |

事件：

12月1日，美国PMI数据超预期走低，录得49，低于预期49.8和前值50.2，再次回落至荣枯线之下，显示出经济下行的压力。12月2日，美国劳工部公布11月非农数据，新增就业26.3万人，高于预期20万人和前值26.1万人，远超市场预期，但与ADP走势出现了明显的背离。

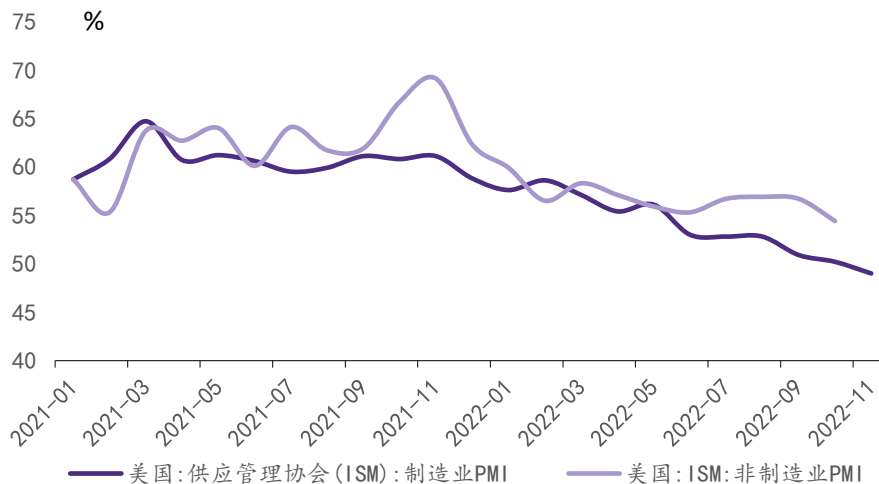
评论：

1、如何正视美国制造业PMI下行？

1.1、PMI回落，主因是内外需下行

美国制造业再度回落至收缩区间。美国11月ISM PMI指数较上月下行了1.2个百分点，来到了49%，下行幅度远超49.8%的市场预期，较前值50.2%也有明显的回落，跌至荣枯线之下，是2020年5月份以来的最低值。11月仅有6个行业处在扩张区间，12个行业处于收缩区间，橡胶塑料，机械和电子设备行业在11月份进入到了收缩区间。

图表 1：制造业 PMI 下跌至收缩区间



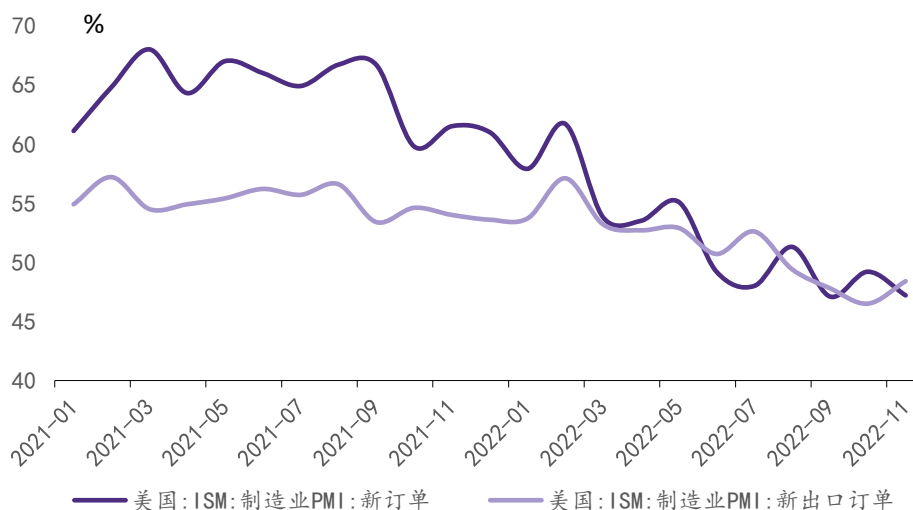
资料来源：Wind，华鑫证券研究

制造业景气度下行的主因是内外需同步回落。新订单指数较上月下行2个百分点至47.2%，已经连续三个月处于荣枯线之下。新订单指数是美国消费零售市场的先行指标，美国销售同比增速已经从2021年四季度时同比增速17%下降至今年第三季度的9%，10月份更是进一步下行来到了7.85%的位置，预计在新订单指数持续下行的影响下，销售数据仍会持续走低。

从出口订单来看，11月美国出口订单虽然有所上行录得46.6%，连续四个月处在景气区间之下，海外需求的持续下行持续给美国出口造成压力。从主要的贸易伙伴来看，美国前三大贸易伙伴均出现了经济走弱的情况，墨西哥PMI当前仍然维持在50的荣枯线之上

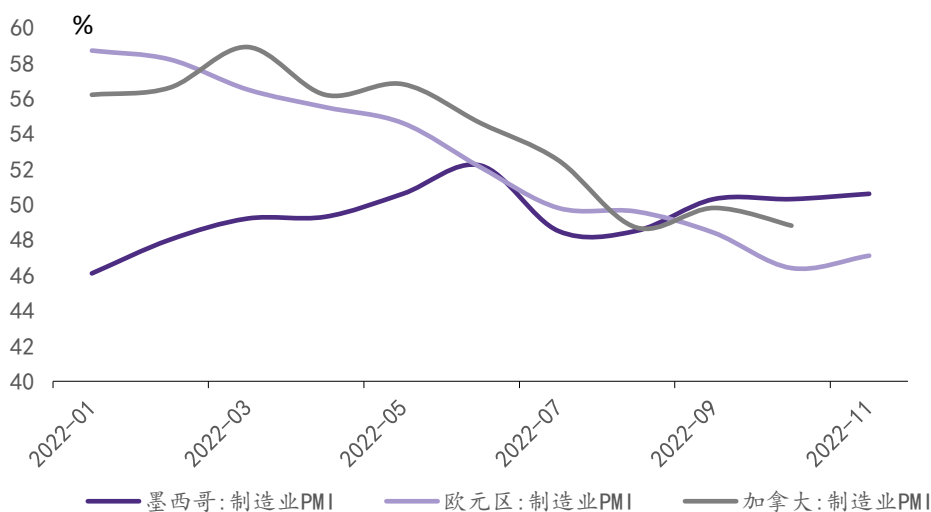
(50.6%)，但是欧盟和加拿大 PMI 已经先行进入收缩区间。虽然欧盟当前能源危机风险有所缓和，美对欧出口同比增速处在历史高位（60%左右），但环比下行也使得出口订单承压。

图表 2：新订单指数和出口订单均处在收缩区间



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 3：美国主要出口国中只有墨西哥 PMI 仍在 50 之上



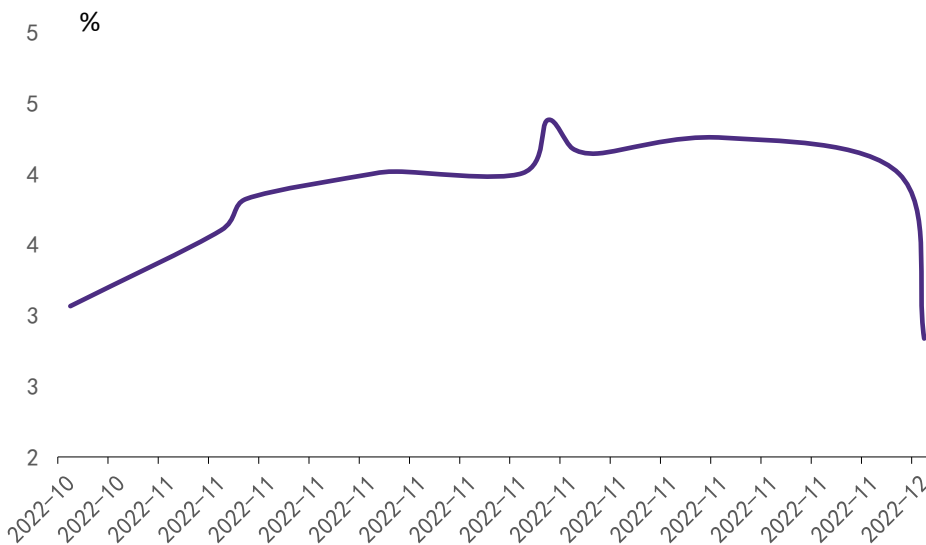
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

原材料库存下行、产成品库存回升，订单库存回落同样指向需求放缓。11 月美国原材料库存指数 50.9%，减少 1.6 个百分点；产成品库存大幅回升 7.8 个百分点至 48.7%；库存订单指数 40%，较上月下行 5.3 个百分点，同样达到了 2020 年 5 月以来的最低值，需求明显萎缩。外部需求下降，库存订单减少，产成品挤压，后续厂家倾向于放缓生产，进一步拖累生产和就业指数。

1.2、经济增速虽有放缓，但衰退尚待确认

根据我们的过去的报告，ISM 统计的 PMI 对美国衰退有较强的信号意义：从历史关系来看，每当 ISM PMI 向下突破 50% 之后，美国都有大概 50% 的概率在 3-4 个月后出现衰退，指向 2023 年一季度末二季度初美国迎来官方定义的衰退周期。11 月制造业 PMI 数据公布后亚特兰大联储的 GDP 预测工具将美国的经济预测从 4.0% 的增速下调至 2.8%，预示经济增速放缓。

图表 4：ISM 数据公布后 GDPnow 下调了对于四季度经济增速的预测



资料来源：AtlantaFed，华鑫证券研究

就业指数下行也指向美国衰退渐近。 PMI 就业指数继 10 月份保持在 50% 不变后，11 月下降 1.6 个百分点录得 48.4%，重返收缩区域。内外需求同步回落的背景下，制造业企业开始暂停或者放缓招聘行为。这点也可以从 ADP 就业数据中看出，11 月美国 ADP 私营新增就业腰斩至 12.7 万人，远低于预期 20 万人和前值 23.9 万人，是 2021 年 1 月以来最低值。

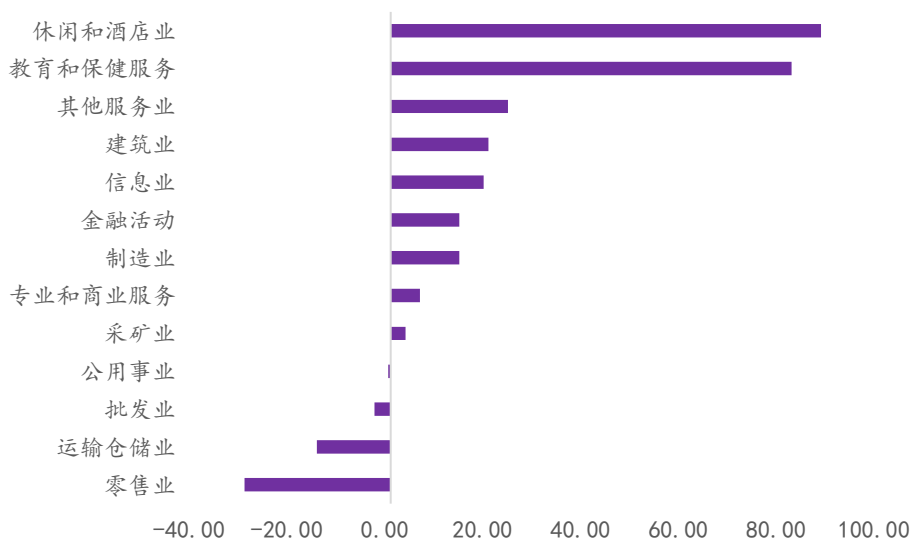
美国衰退确认还需结合服务业 PMI 再做定论。 当前美国制造业 PMI 虽然下行跌破 50，商品消费在疫情初期过度上行后也有回落，但疫情后期服务消费的复苏态势还在延续，仍可为美国经济提供一定的支撑。10 月份美国服务业 PMI 虽然有所下行来到 54.4%，但整体仍处在健康的位置，因此，制造业 PMI 下行虽然预示经济增速放缓，衰退渐近，但服务消费对应的服务就业和服务 PMI 仍处在高位，制造业 PMI 单个指标还无法确认衰退，本轮美国衰退时点仍要等待服务业 PMI 收缩之后再定论。

2、11月非农数据为何超预期？

2.1、服务业就业是强非农的主要贡献项

11月新增非农就业26.3万人，远超预期的20万人和前值的26.1万人。分行业来看，服务业贡献了绝大部分的新增就业，休闲酒店、教育医疗和其他服务业分别在11月份新增就业8.8、4.5和2.4万人。服务业中国的信息业，金融业和专业服务业分别新增1.9万人、1.4万人和0.6万人，总体来说，服务行业贡献就业18.4万人，占总私人新增就业的83%。其他主要行业中，商品制造中的建筑业和制造业新增就业则是保持了小幅上行，分别新增2万人和1.4万人，采矿业则是继续少增，私人商品生产行业新增就业3.7万人。

图表5：私人就业数据一览（千人）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

2.2、运输业就业减少受罢工及供应链影响

零售业和物流运输行业是11月唯二出现就业减少的行业，分别较上月减少了3万人和1.5万人。物流行业就业的回落，一方面，与近期的罢工事件相关；另一方面，则是体现出了美国供应链缓解的状况：在疫情严重时期，美国港口面临了货物的堆积，各大公司纷纷开始建造自己储存仓库来保管货物，当前供应链已经基本恢复，对于仓储的需求也有所下行，仓储就业人数在11月下降了1.3万人，快递就业人数下降了1.2万人。

2.3、商品消费下行拖累零售就业

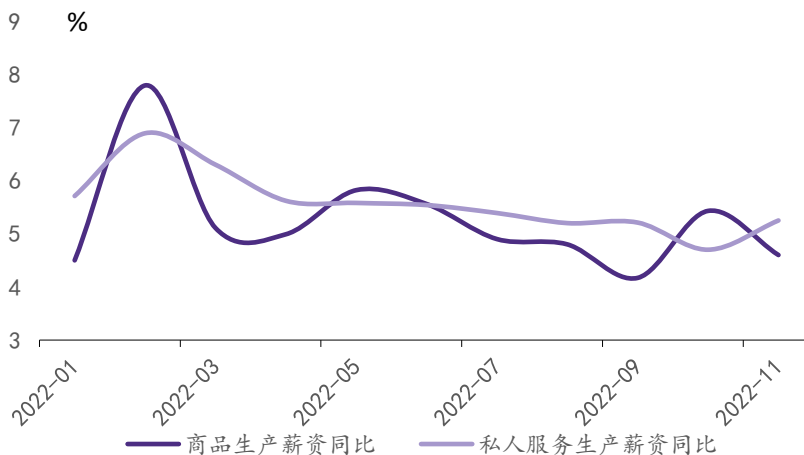
零售业就业下滑则是更多体现出商品消费下行的连锁反应，美国零售同比增速从今年2月份开始出现明显的下滑，使得零售就业也出现了放缓的迹象，零售业就业在3月份开始出现负增长的态势，从3月到现在零售行业累计失业6万人。

2.4、时薪和工时显示出就业结构切换

非农制造业每周工作时间有所下降，平均工作时间为 40.2 个小时，较上月减少 0.2 个小时，平均加班时间较上月减少 0.1 个小时来到 3.1 个小时，制造业工作时间的变化符合 ISM PMI 中订单库存急剧减少的情况，企业在面对越来越少的订单库存时生产压力减少的同时也倾向于放缓生产，使得制造业的劳动时间减少。而服务业的周工作时间则是没有出现明显的变化，每周工作时间维持在了 34.4 小时，与上月持平。

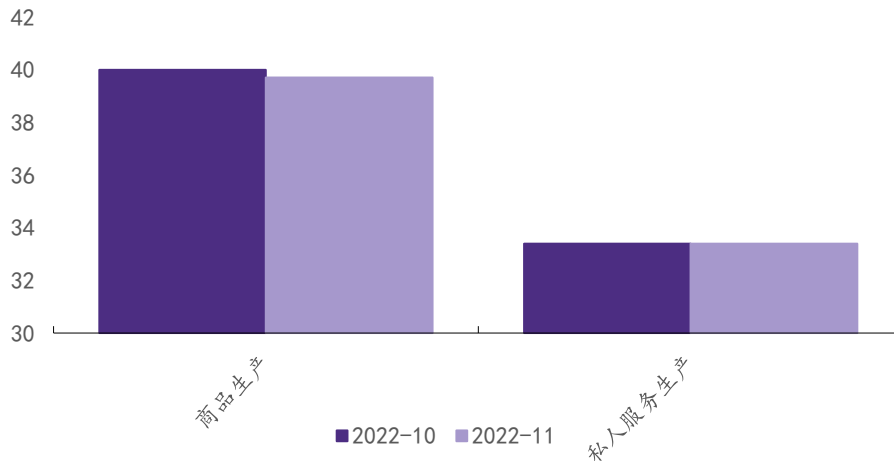
时薪走势也有同样的规律。11 月非农平均时薪同比增速上行 5.1%，环比上行 0.7%，远超预期的 0.3%，平均时薪环比增速已经连续 5 个月超过了 CPI 环比增速，工资的超预期上行预计会进一步增加通胀的粘性。从主要的行业来看，服务业和制造业的薪资走势出现了结构性的错位，制造业时薪同比水平从上月的 5.43% 下行至了 4.6%，而服务业时薪同比增速则是较上月上行了 0.55 个百分点来到 5.25%。环比变化也比较明显，制造业时薪环比增速自 2022 年 6 月以来再度转负录得 -0.14%，而服务业环比则是上行至 0.76%，是 2021 年 4 月份以来的最高值。通过薪资和工作时间的变化我们可以看到当前就业市场已经出现从制造到服务的结构性转变。

图表 6：商品生产时薪增速下行而服务时薪上行（%）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 7: 商品生产工时下行, 服务工时不变 (小时/周)



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

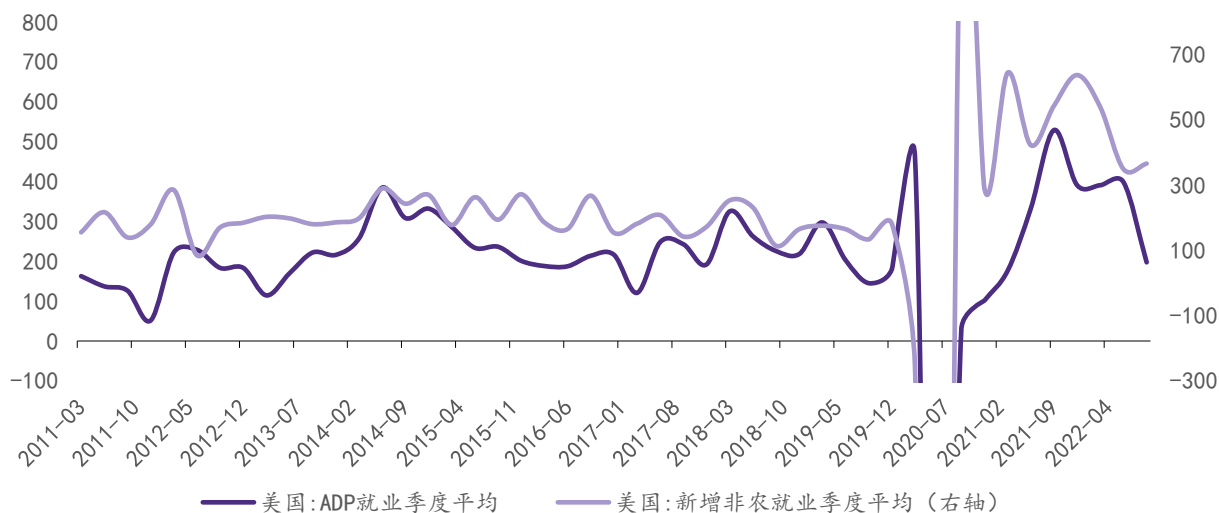
3、大小非农就业数据为何背离?

3.1、ADP 和非农短期背离但长期一致

当前劳动市场有着两个突出矛盾: 一是 ADP 数据和非农数据之间的矛盾; 二是科技公司裁员潮和非农整体强劲之间的矛盾。首先来看第一个, ADP 数据在 11 月份出现了超预期的走弱, 整体数据接近腰斩; 而非农则是出现了超预期的强劲, 实际新增就业超过预期值 6.3 万人, 大小非农数据冰火两重天。之所以大小非农就业数据背离, 主要还是两个统计方法差异造成的。非农主要通过机构调查和家庭调查两种方式得出就业数据, 分别是 6 万个家庭样本中和 13.1 万家企业中抽查进行测算。ADP 本身是做薪酬服务的公司, 其统计样本来自于 50 万客户公司, 但不包含政府单位。同时 BLS 和 ADP 的统计频率也并不同, ADP 数据是通过每周生成的周度数据来得到最终的就业数据, 而 BLS 则是通过前两周的数据 (每个月 12 号之前) 来推断出最新就业情况。因此统计方法和样本的区别是造成数据背离的根本原因。

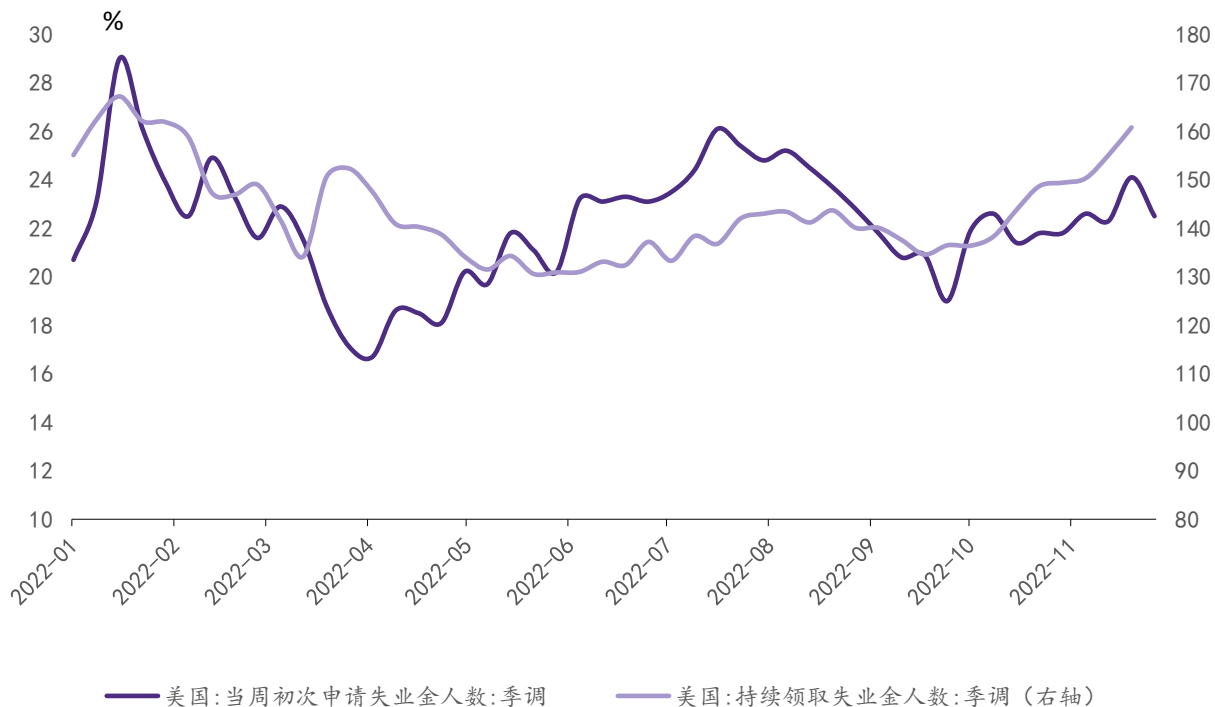
从历史经验来看, ADP 数据虽然和非农长期方向一致, 但是非农往往具有更高的可信度。但我们也不能忽视 ADP 数据的警示: 从高频的失业救济金人数来看, 初请失业金人数下降而续请失业金人数上升至 2 月以来的最高水平, 意味着失去工作后很难找到工作, 这个指标往往是经济衰退的前兆。而在非农数据中, 也出现了全职就业的增速下行, 季调私人全职劳动人员较上月减少了 3.9 万人, 兼职劳动增加了 1000 人, 同样显示出了一定的衰退迹象。

图表 8: ADP 和非农长期方向一致 (千人)



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 9: 失业救济金人数出现上行 (万人)



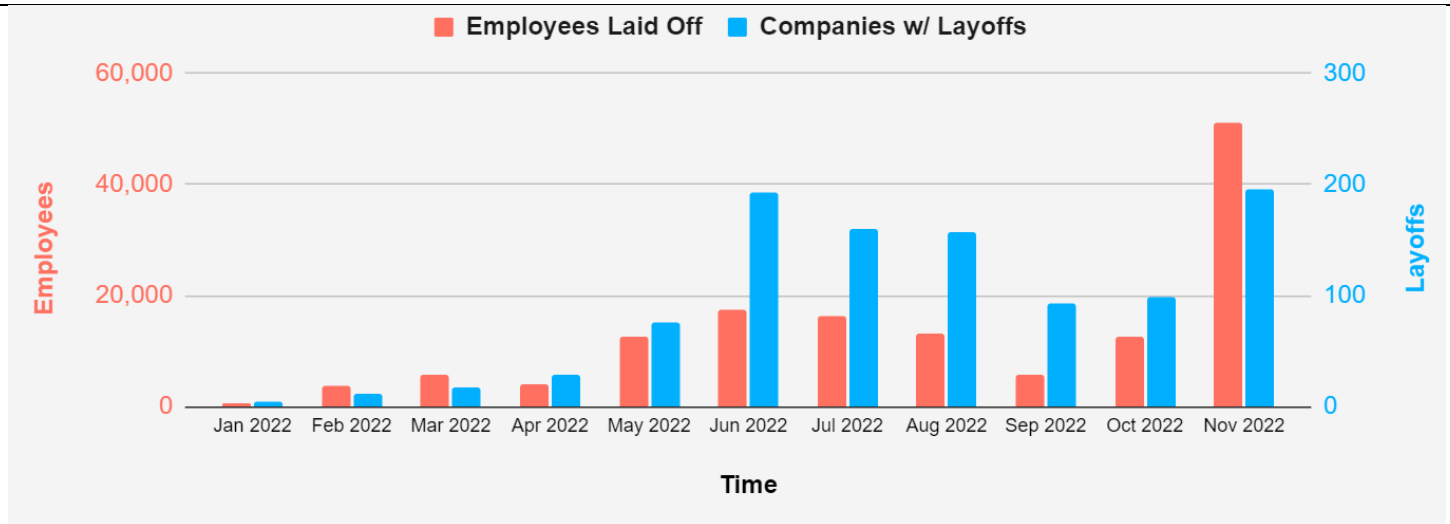
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

3.2、科技裁员不改就业强劲态势，关注服务就业指数

11月科技公司裁员潮越演越烈，根据Layoff统计，共有约200家企业裁员超过5.1万人，但是非农数据却表现依然强劲，究其原因我们认为主要有两个：一是科技公司本身就有着高市值低员工的特点，使得其对于劳动力市场的影响比较小。当前科技公司的裁员更多的是对疫情期间的过度扩张的一种休整，在疫情爆发时，线下活动受到抑制，使得居民

消费转向了线上，因此造成了相关行业的超额就业恢复，可以看到截至 2022 年 11 月为止，专业服务、信息业和运输仓储业是唯三在仍然保持超额就业的行业，所以我们认为当前的科技公司裁员并不能成为美国劳动力市场边际转弱的信号，就如美国从商品消费转向服务消费同样不能说明消费数据减弱一样，更多的是出现了结构性调整。

图表 10：11 月份再次出现裁员潮



资料来源：layoff，华鑫证券研究

第二个原因则是纵观整个美国劳动市场，当前依然保持了相对紧缺的状态，首先是整体就业依然未回到正常水平，商品行业和服务行业整体就业仍显著低于过去水平。其次劳动市场的空缺依然处在高位，9 月份美国职位空缺率 6.5%，远高于 2019 年时期 4.5% 的平均值。最后普通失业者找工作依然比较轻松，当前求职和职位空缺比依然接近 1:2，也就是每一个找工作的人平均会有两个职位选择，劳动市场依然处在相对较强的状态，这也能解释虽然信息业和专业服务处在相对充分就业的情况下，非农就业依然能在 11 月实现正增长。

图表 11：当前整体就业市场仍处在紧缺的状态（千人）

| | 截至11月就业人数 | 与趋势就业的缺口 |
|---------|-----------|----------|
| 服务生产合计 | 109807 | 2481.41 |
| 休闲和酒店业 | 16003 | 1457.16 |
| 教育和保健服务 | 24806 | 1092.18 |
| 商品生产总计 | 21323 | 847.78 |
| 建筑业 | 7750 | 458.78 |
| 金融活动 | 8997 | 316.82 |
| 其他服务业 | 5765 | 302.62 |
| 制造业 | 12934 | 301.25 |
| 批发业 | 5909.3 | 128.75 |
| 运输仓储业 | 6492.9 | -15.89 |
| 专业和商业服务 | 22459 | -28.68 |
| 信息业 | 3065 | -94.13 |

资料来源：wind，华鑫证券研究

往后来看，美国劳动力是预计仍会保持当前的强劲态势，最快可能会在 2023 年 1 季度出现放缓的迹象，重点关注服务业 PMI 的就业指数，若是服务就业指数走弱则说明劳动市场的切换接近尾声，开始出现需求的全面回落。

4、对美联储加息节奏有何影响？

4.1、12月50BP几成定局，但加息顶点会更高

12月份议息会议是年内美联储最后一次联储 FOMC 会议，同时美联储会对明年的经济和通胀加息情况做出基本预判，公布最新的点阵图。从当前的市场预期和联储官员的态度来看，12月加息 50BP 的预期基本打满。连续四次加息 75BP 后，美联储加息节奏边际放缓。

市场现在的关注点有两个：是否连续两次加息 50BP？加息顶点是否会超过 5.5%？通胀和就业是当前联储做出加息决策的最主要的两个依据，通胀更多是决定了加息节奏，当前通胀的拐点已经基本确立，美国房价再次出现了加速下行，住宅 CPI 对于核心通胀的支撑再次减弱，预计 11 月 CPI 再次出现下行。但另一方面，我们认为当前通胀不会有太多加速下行的动力，而联储官员也反复强调要看到通胀切实降低之后才会停止加息：纽约联储主席认为需要让联邦基金利率高于通胀率，并充分高于通胀率，才能彻底压低通胀。因此我们预计联储会在 12 月公布的点阵图上进一步提高加息的顶点，可能会高于当前 5% 的市场预期加息顶点。

4.2、就业仍有支撑，存在连续两次加息 50BP 的可能

就业则是给了联储进一步加息的信心，当前市场对于 2023 年 2 月份的加息预期仍不明确，加息 50BP 和加息 25BP 的概率均在 50% 以下。就如我们之前的分析，就业市场的强劲预计仍会持续到 2023 年的一季度，工资-通胀螺旋预期不断强化，高就业和工资增长也和联储压低需求的宏观方向相违背，12 月议息会议到 2023 年 2 月议息会议之间仍会有新的 CPI 和非农就业的报告，如若 CPI 未出现加速下行，而非农韧性犹存，那联储再度加息 50BP 的概率提升。

图表 12：市场对于 2023 年 2 月份加息仍未形成一致预期

| MEETING PROBABILITIES | | | | | | | | | |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| MEETING DATE | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 | 450-475 | 475-500 | 500-525 | 525-550 | 550-575 |
| 14/12/2022 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 78.2% | 21.8% | 0.0% | 0.0% | | |
| 1/02/2023 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 46.1% | 44.9% | 8.9% | 0.0% | 0.0% |
| 22/03/2023 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 16.2% | 45.7% | 32.3% | 5.8% | 0.0% |
| 3/05/2023 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 12.6% | 39.1% | 35.3% | 11.7% | 1.3% |
| 14/06/2023 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.5% | 13.6% | 39.0% | 34.4% | 11.3% | 1.2% |
| 26/07/2023 | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 3.4% | 19.3% | 38.0% | 29.2% | 9.0% | 1.0% |
| 20/09/2023 | 0.0% | 0.0% | 1.2% | 8.8% | 25.6% | 35.0% | 22.4% | 6.3% | 0.6% |
| 1/11/2023 | 1.0% | 7.5% | 22.8% | 33.4% | 24.5% | 9.0% | 1.6% | 0.1% | 0.0% |
| 13/12/2023 | 0.0% | 0.7% | 5.6% | 18.3% | 30.3% | 27.1% | 13.5% | 3.8% | 0.5% |

资料来源：CME，华鑫证券研究

5、风险提示

通胀加速下行，联储政策转向，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。