

# 货币“三国杀”，压力来到鲍威尔一边

## 定期报告

### ——华金宏观·双循环周报（第2期）

#### 投资要点

- ◆ 本周全球货币政策上演美欧中“三国混战”，SVB、+50BP、-25BP 三大关键词令市场对美联储下周决议预期巨幅震荡，分歧加大。
- ◆ **欧央行坚定紧缩的底气何来？**尽管美国市场已经饱受硅谷银行破产传染性的信心挫伤，欧央行仍决心坚定地再度加息 50BP，超出市场预期。欧元区正在经历由结构性能源危机、产业链脆弱性叠加造成的持续更久的高通胀局面，同时欧央行是仅钉住通胀的单一目标央行，实体经济结构决定了其“衰退式加息”难以避免。从金融稳定性角度来看，欧元区商业银行在大流行前两年扩表速度较慢，持有债券的速度增加也不快，从而令欧元区商业银行得以在更大幅度的债券熊市之中稍有喘息空间。欧央行本次加息之后，欧元区今年的经济增速预测目前尚不至于深度下修，未来欧元区长端国债收益率预计在当前水平附近（10Y 期 2.5%左右）磨顶约一个季度之后，于下半年开始进入逐步缓慢回落通道，二季度更值得关注的欧元区金融体系风险仍是集中在外围国家的主权债务违约风险领域。
- ◆ **中国人民银行抢跑降准 25BP 凸显货币操作自主性。**中国人民银行在美联储 3 月 FOMC 会前突发决定降准 25BP。本轮降准凸显我国货币政策自主性，主要考虑当前我国房地产周期磨底修复，年内基建稳增长是稳妥抓手，银行利差压力较大，呼唤高效率、低成本的长期流动性投放。为何此时降？一方面，硅谷银行破产案蝴蝶效应令美联储加息路径趋缓、人民币贬值压力骤然缓解；另一方面国内通胀年初大幅低于预期，显示国内居民消费需求恢复路径未超预期，稳增长有效投资需求刺激窗口提前。我国在大流行阶段的货币政策操作恪守了传统正常操作区间，并且前期的双向、合理幅度的调整未导致十年国债收益率的大幅波动。未来我国货币政策路径如何？维持年内降准 100BP 的预测不变，5 月 FOMC 会议前后是下一个观察时点，维持 1Y LPR 下调 20-30BP、5Y LPR 小幅下调 10-15BP 的预测不变，降息预计在美联储加息过程确定结束的下半年再操作更加稳妥。
- ◆ **鲍威尔框架暴露重大缺陷，可采取两种方式择一进行弥合。**硅谷银行（SVB）的破产昭示着以财政赤字货币化为核心的“现代货币理论（MMT）”的失败，过去三年美国货币政策的大起大落正在反噬自身修复性紧缩的能力。因为极为宽松的货币环境罕见地直接用于财政赤字货币化，实体经济的高通胀和金融体系利率敏感度的提升同时出现，美联储的宽松操作左右矛盾，为后续的加息缩表之路埋下隐患。货币政策“三国混战”，压力来到鲍威尔一侧：滞后于经济表现的现有货币操作框架无法将金融风险纳入考虑范围，3 月会议是否采取两种方式之一进行修正比加息 25BP 的预测幅度更值得关注。一种方式是抬升通胀目标，有助于短期内恢复储户信心，但可能令高通胀更难抑制，且美元指数中枢可能大幅下调，与当前美国政府产业政策相矛盾。另一种方式是重新回到基于预测（而不是当下经济数据表现）的操作模式，也可实现对加息路径下修的最终目的。鲍威尔能否为了美国的长期经济利益而放下对个人荣誉的辩护和执念，将决定 3 月 22 日美联储最终能否重回过去一百年间早已被证明行之有效的现代中央银行决策模式。
- ◆ **风险提示：**美联储加息速度超预期。

分析师

张仲杰

 SAC 执业证书编号：S0910515050001  
 zhangzhongjie@huajinsec.cn  
 021-2037709900

#### 相关报告

**3.17 降准点评-新一轮适度连续降准周期启动 2023.3.17**
**——1-2 月经济数据、MLF 操作分析-消费弱投资强，是否代表今年政策方向？**
**2023.3.16**
**硅谷银行破产=金融危机 or 政策信任危机？**
**2023.3.14**
**——华金宏观·双循环周报（创刊号）-辨析四大谜题：美非农、我出口、高 M2、不降准 2023.3.12**
**2 月金融数据点评-社融火热双轮驱动，基建投资高增可期 2023.3.10**


## 内容目录

一、欧央行坚定紧缩的底气何来？ .....	3
二、中国人民银行抢跑降准 25BP 凸显货币操作自主性 .....	5
三、鲍威尔框架暴露重大缺陷，可采取两种方式择一进行弥合 .....	7

## 图表目录

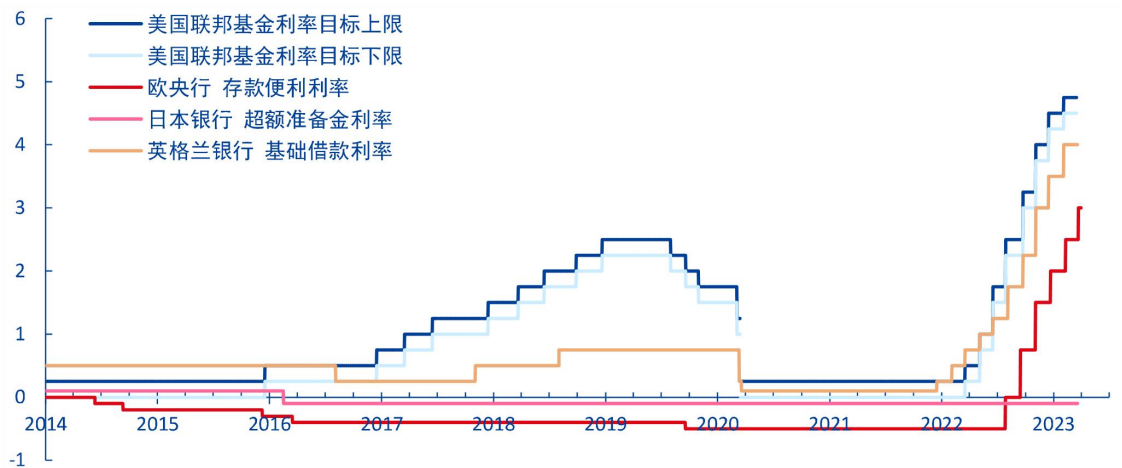
图 1：主要发达经济体央行政策利率（%） .....	3
图 2：欧美中 CPI 与核心 CPI 同比对比（%） .....	4
图 3：发达经济体 10Y 国债收益率（%） .....	5
图 4：社会消费品零售总额同比及结构（%） .....	5
图 5：人民币本周明显升值，主动升值幅度更大 .....	6
图 6：基础货币投放同比及结构（%） .....	7
图 7：商业银行总资产同比（%） .....	8
图 8：商业银行债券持有规模同比（%） .....	8

本周全球货币政策上演美欧中“三国混战”，SVB、+50BP、-25BP 三大关键词令市场对美联储下周决议预期巨幅震荡，分歧加大。硅谷银行（SVB）破产对美国金融体系流动性的冲击持续发酵，海外市场一度预计美联储 3 月 22 日加息暂停，并可能拖累其他发达国家未来加息路径强度。但此后欧央行仍决定沿着此前既定路线加息 50BP，强硬姿态超出海外市场预期，也再度引发美联储可能采取偏鹰立场加息的猜测。而周五中国人民银行又抢在美联储会议之前果断降准 25BP，中欧央行各自展现独立性的同时，压力再度给到美联储。中欧为何分别做出超市场预期的鹰、鸽操作？美国当前经济结构和金融风险应如何评估？鲍威尔又可能如何权衡稳定市场信心和压制高通胀之间的相对重要性？本周我们对这些问题进行系统性的分析。

## 一、欧央行坚定紧缩的底气何来？

尽管美国市场已经饱受硅谷银行破产传染性的信心挫伤，欧央行仍决心坚定地再度加息 50BP，超出市场预期。当地时间 3 月 16 日，欧央行公布 3 月货币政策决议。因“通胀预计将会维持超高水平超常时间（Inflation is projected to remain too high for too long）”，欧央行决定自 3 月 22 日起上调三大关键政策利率水平各 50BP，上调后欧央行存款便利利率、主要再融资利率、边际借款利率将分别达到 3.0%、3.5%、3.75%。至本次决议后，欧央行自 2022 年 7 月以来已经累计加息 350BP，除 2022 年 9 月、11 月两次各 75BP 之外，其他四次均为 50BP。近日美国硅谷银行因资产端持有 MBS、美国国债较多，可能遭受较大的潜在“未实现损失”而遭遇挤兑，海外市场本次会前预计欧央行也会受到连带影响而放慢加息速度，决议加息幅度超市场预期。

图 1：主要发达经济体央行政策利率（%）

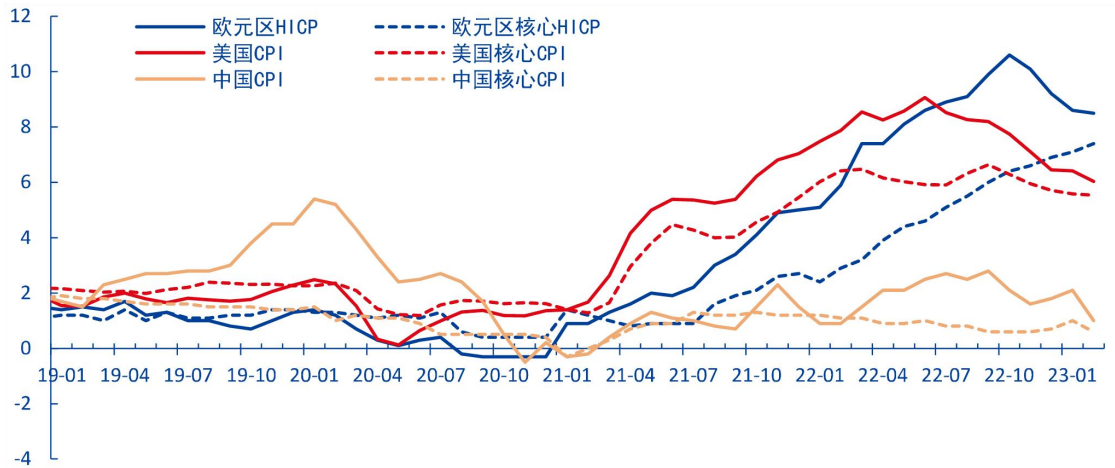


资料来源：Wind，华金证券研究所

欧元区正在经历由结构性能源危机、产业链脆弱性叠加造成的持续更久的高通胀局面，同时欧央行是仅钉住通胀的单一目标央行，实体经济结构决定了其“衰退式加息”难以避免。尽管与美国相比，欧元区在大流行初期并未进行大规模的财政赤字货币化，对居民实施补贴的力度也远较美国政府更加和缓，本不应出现由需求过热所导致的长期通胀问题，事实上欧元区本轮通胀启动也确实晚于美国三个季度左右；但自 2022 年初俄乌冲突以来，德国等欧元区主要工业国迅速陷入结构性能源短缺，油气价格高涨令欧元区制造业产业链原先紧密配合相互协同的小型经济体局部产业链合作模式呈现出巨大的脆弱性，产业链开始以一定速度向美国形成外流，供给侧

的结构性约束、以及疫情在全球的逐步缓和，令欧元区当前面临比美国更为严重的通胀。2022年全年、以及最新公布的2023年2月欧元区HICP同比分别为8.4%、8.5%，分别比美国同期高0.4、2.5个百分点；同期核心HICP同比分别为4.8%、7.4%，分别比美国低1.4个百分点和高1.9个百分点。美国当前处于通胀缓慢回落的右侧，而欧元区核心通胀仍在持续攀升的左侧。由于欧央行是仅钉住通胀目标的单一目标制央行（而美联储同时关注通胀和产出增速），当前实体经济供需失衡的结构令欧央行不得不断然延续鹰派加息路径，尽管可能以未来一年内的经济衰退为代价也在所不惜。

图2：欧美中CPI与核心CPI同比对比（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

从金融稳定性角度来看，欧元区商业银行在大流行前两年扩表速度较慢，持有债券的速度增加也不快，从而令欧元区商业银行得以在更大幅度的债券熊市之中稍有喘息空间。由于欧央行在大流行前两年自身扩表速度较美联储明显更慢，并且并未实施超大规模的财政赤字货币化操作，欧元区商业银行在此期间增持债券类资产的速度明显低于美国的商业银行。由此，欧元区商业银行实际上在债券收益率大幅走熊的阶段，事实上有更强的资本抵御利率风险的能力，从而欧元区的广大储户在美国硅谷银行破产、瑞士信贷银行申请央行救助的全球金融震荡局面下，目前尚未出现对欧元区银行体系的实质性信心下降和挤兑存款的情况。这也为欧央行连续实施50BP加息提供了信心支持。

我们可以合理展望，欧央行本次加息之后，欧元区今年的经济增速预测目前尚不至于深度下修，因加息主要源于实体经济通胀层面的考虑，这一点是符合市场预期的，而且在欧元区商业银行发生实质性挤兑之前，至少目前欧元区商业银行的资产结构尚可支撑目前的欧债收益率水平。考虑到欧元区经济或将不可避免地因连续大幅加息而陷入小幅衰退，未来欧元区长端国债收益率预计在当前水平附近（10Y期2.5%左右）磨顶约一个季度之后，于下半年开始进入逐步缓慢回落通道，届时欧元区商业银行遭遇挤兑的风险有望进一步有所下降。二季度更值得关注的欧元区金融体系风险仍是集中在外围国家的主权债务违约风险领域。

图 3：发达经济体 10Y 国债收益率 (%)



资料来源：Wind，华金证券研究所

## 二、中国人民银行抢跑降准 25BP 凸显货币操作自主性

中国人民银行在美联储 3 月 FOMC 会前突发决定降准 25BP。3 月 17 日晚间，中国人民银行公告称决定于 2023 年 3 月 27 日降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为 7.6%。

图 4：社会消费品零售总额同比及结构 (%)



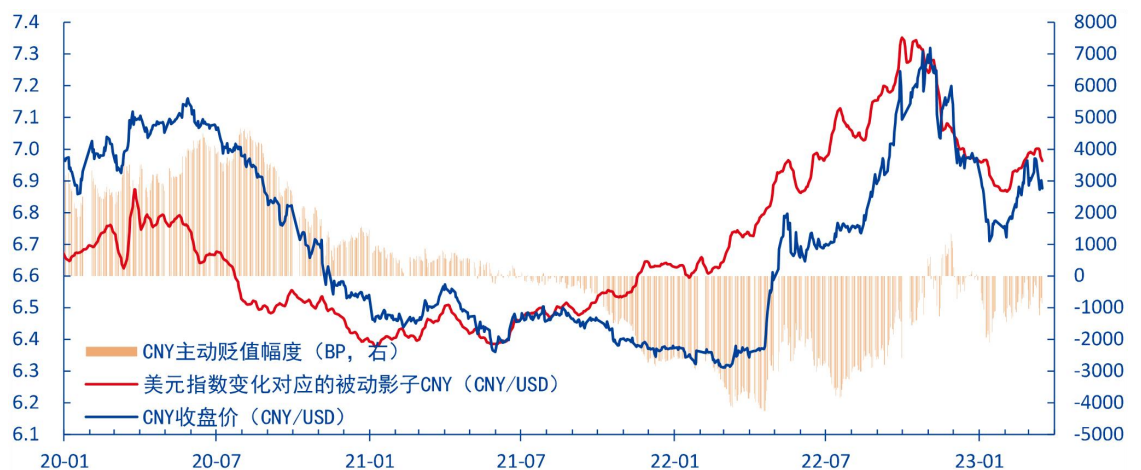
资料来源：Wind，华金证券研究所

本轮降准凸显我国货币政策自主性，主要考虑当前我国房地产周期磨底修复，年内基建稳增长是稳妥抓手，银行利差压力较大，呼唤高效率、低成本的长期流动性投放。我们自去年底以来持续呼吁关注今年降准 100BP 以上的重要性和必要性，总结起来有三点主要原因：一、房地产周期仍处于磨底修复阶段，尚未迎来趋势性反弹。疫情以来、人口结构变化、外部竞争压力加剧，城镇化放缓同时结构失衡日益显著，房地产需求跷跷板效应明显，开发融资政策“三箭齐发”之后需求趋势成为约束供给改善幅度的主要逻辑，年初地产产业链供需两侧的改善有疫情缓和集中释放需求等短期因素支持，未现根本性改善。二、在净出口贡献小幅下滑、服务消费稳步恢复的展望下，今年基建投资稳增长对于中低收入群体预期改善具有关键作用，信贷需求旺盛，需要

见效快的长期流动性投放。年初大超市场预期基建投资、企业中长贷正在反映宏观经济政策的导向选择。三、2022 年利率下调偏长期的结构令商业银行存贷款利差缩窄，今年迫切需要低成本的流动性投放工具给予一定修复，并进一步传导至实体经济有效投资项目融资成本的小幅下降，降准是降息的先决条件。银行长久期存量贷款利率直接挂钩 5Y LPR，1Y LPR 则影响负债端存款利率，2022 年 5Y LPR 降幅显著大于 1Y，商业银行以自身利差收窄为实体经济成本下降传导提供可能性，今年则需央行优先考虑低成本高效率的流动性投放工具，也就是降准，以同时呵护银行和企业资产负债表。

为何此时降？一方面，硅谷银行破产案蝴蝶效应令美联储加息路径趋缓、人民币贬值压力骤然缓解；另一方面国内通胀年初大幅低于预期，显示国内居民消费需求恢复路径未超预期，稳增长有效投资需求刺激窗口提前。我们在 2022 年底即明确提出 2023 年测算流动性缺口最大的单月应该在 1 月和 9 月，这两个月份最适合进行降准操作，单次规模可达到 50BP，以完全填补上下半年的长期流动性缺口。实际操作中我们看到 1-2 月并未降准，而是选择以超 2 万亿的天量月末逆回购余额支撑银行流动性，但同时 1-2 月企业中长贷分别新增高达 3.5 万亿和 1.1 万亿，商业银行“收短放长”流动性风险原理上是很大的，但一方面商业银行贯彻货币政策支持基建稳增长的决心坚定，另一方面也充分理解央行考虑跨境资金流动和人民币汇率波动风险，而在年初市场集中上修美联储加息预期的阶段选择通过短期流动性工具提供更长的观察时段和错峰空间的考虑。而今美国硅谷银行破产案引发一定幅度的金融风险传染，美联储本轮 QE 叠加赤字货币化所导致的实体通胀和金融风险左右互搏问题浮上台面，美联储加息路径行将下修，人民币短期贬值压力明显缓和，人民银行抢在 3 月 22 日 FOMC 会前小幅降准，体现货币政策靠前发力的主动担当，同时 25BP 的幅度进退有据，相当精准。而国内 CPI 则在年初的前两个月连续大幅低于市场预期，特别是除食品价格之外的商品和服务通胀也不同程度走低，凸显当前国内经济面临的主要矛盾是内需不足，与海外市场高通胀带来货币紧缩必要性的供需结构恰恰互为镜像。

图 5：人民币本周明显升值，主动升值幅度更大



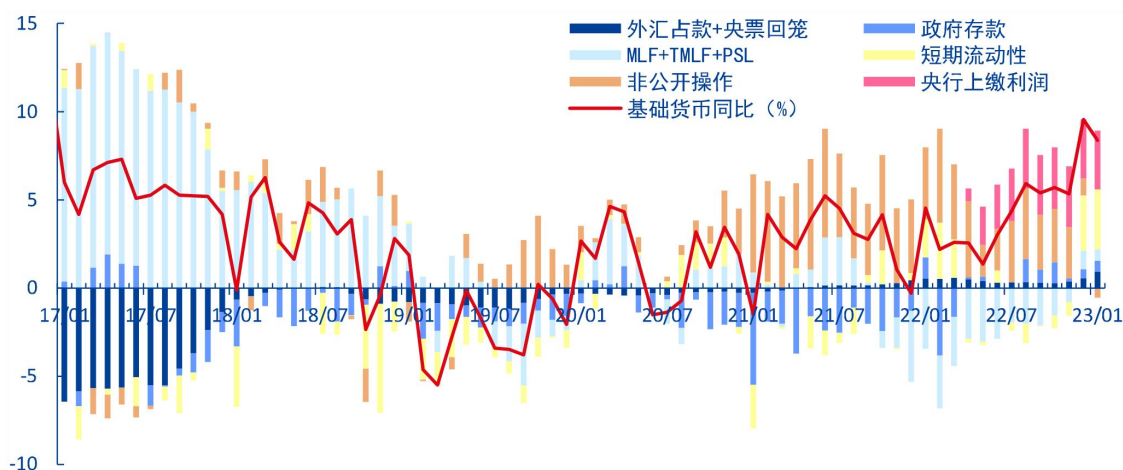
资料来源：Wind，华金证券研究所

而对于持有债券规模也相当巨大的我国商业银行来说，当前仍可期待我国货币政策根据内需情况自主操作而不必担忧系统性金融风险积聚的一个重要前提就是我国在大流行阶段的货币政策操作恪守了传统正常操作区间，并且前期的双向、合理幅度的调整未导致十年国债收益率的大幅波动。美国赤字货币化实践所导致的反噬效应对我国的政策启示是非常清晰的：一、货币

刺激对任何一个经济体都不是万能的，即便面对冲击，货币宽松也应控制在合理规模之内，不应盲目追求长端利率曲线的过度压低和过剩的流动性。二、财政扩张不应依赖赤字货币化，以避免高通胀和金融体系、房地产市场脆弱性上升的同步出现。三、短期冲击不应扭转经济高质量发展的升级要求，制造业高级化所带来的实体经济产业链供应链稳健性，可以在遭遇短期的需求冲击、甚至供给冲击的环境下，避免对货币刺激、甚至财政刺激货币化的过度依赖，产业链全球竞争力的提升也有望通过稳定汇率为货币政策针对内需实施自主调整提供更大的操作空间。

未来我国货币政策路径如何？维持年内降准 100BP 的预测不变，5 月 FOMC 会议前后是下一个观察时点，维持 1Y LPR 下调 20-30BP、5Y LPR 小幅下调 10-15BP 的预测不变，降息预计在美联储加息过程确定结束的下半年再操作更加稳妥。3 月末逆回购余额预计可降至 1 万亿以内，全年降准幅度 100BP 左右则可“置换”大量逆回购和 MLF。25BP 可能成为常规操作新步长，高效低成本连续小幅降准也是现代中央银行制度的应有之义。

图 6：基础货币投放同比及结构（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

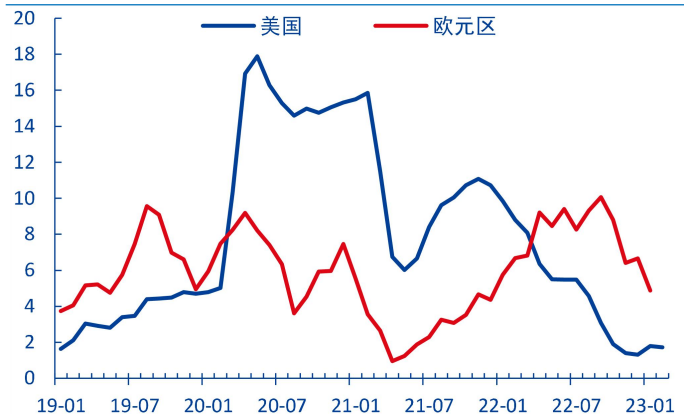
### 三、鲍威尔框架暴露重大缺陷，可采取两种方式择一进行弥合

硅谷银行（SVB）的破产昭示着以财政赤字货币化为核心的“现代货币理论（MMT）”的失败，过去三年美国货币政策的大起大落正在反噬自身修复性紧缩的能力。一方面，大流行初期，美联储迅速实施了“无限量 QE+零利率”的非传统货币宽松操作，通过直接购买国债的方法对美国财政部提供天量的融资支持，美国联邦政府再将财政刺激中的较大比例直接间接对居民的直接巨额补贴，导致疫情冲击之后美国居民消费需求过热（2008 年全球金融危机之后并未出现这种现象），因而导致美国实体经济层面的持续高通胀，要求美联储加速紧缩。2020-2021 财年，美国联邦财政赤字高达 GDP 的 15% 和 12.5%，创下战后最高水平，并史无前例地向居民部门实施包括一次性补贴和额外的联邦政府失业金补助在内的大规模财政补贴计划，美联储新一轮扩表规模中超过一半直接用于购买美国财政部发行的国债，创下美国历史上财政赤字货币化操作的最大规模纪录。美国居民自 2020 年 3 月开始积累超额储蓄，至 2021 年 9 月超额储蓄规模一度达到 2.3 万亿美元峰值，至少可保障美国居民消费需求在过热增长区间维持至今年三季度，美国

CPI 通胀自 2021 年 2 季度开始出现明显向上的迹象，至 2022 年上半年 CPI 同比一度高达 8% 以上，最终促使美联储于 2022 年一季度开启本轮的迅速加息之路。

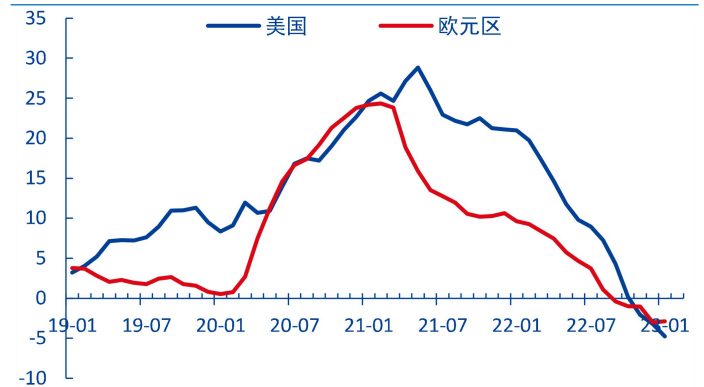
另一方面，前一轮 QE 所导致的美联储资产负债表规模过大问题尚未完全解决，即实施新一轮无限量 QE，令美国银行间市场流动性迅速走向过剩，无风险利率下行较快，金融机构将过剩的流动性大量向国债、MBS 配置倾斜，资产端利率敏感度提升。此前一轮 QE 本已导致美国银行间流动性过剩，美国银行业超储率一度曾达到 20% 以上，至 2019 年中停止缩表时约降至 9% 左右，而全球金融危机前美国银行业超储率仅 5BP 左右。在这样的流动性已经过剩的情况下，美联储再度以更快的速度扩张自身资产负债表，美国银行业流动性再度走向泛滥，远超实体经济融资需求，并且将长端利率大幅压低至一度接近 0.6% 的超低水平，必然导致房地产市场甚至美债市场的泡沫化。房地产和金融资产价格的大幅上涨，最终令富人阶层大幅受益，而一旦货币紧缩导致利率大幅飙升，即便没有额外的高杠杆高风险问题，也会直接通过金融机构资产端的巨大潜在损失导致挤兑、大规模破产和流动性枯竭风险，最终成本由储户承担。美国商业银行手中普遍持有远大于实体经济恢复所需的流动性，大量过剩流动性涌向国债、MBS 市场，金融体系整体利率风险上升，实际上要求美联储后续的货币政策正常化路径尽量循序渐进，以避免造成银行资产短期内的大量市值亏损。

图 7：商业银行总资产同比（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：商业银行债券持有规模同比（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

正因为极为宽松的货币环境罕见地直接用于财政赤字货币化，实体经济的高通胀和金融体系利率敏感度的提升同时出现，美联储的宽松操作左右矛盾，为后续的加息缩表之路埋下隐患。与本轮操作形成鲜明对比的是 2008 年全球金融危机之后美联储实施的三轮 QE 和零利率为代表的非传统货币宽松操作。一方面，当时的三轮 QE 是循序渐进的，前后用了 5 年左右时间，并未如本轮非传统货币宽松一般短期流动性投放量极为集中，因而利率曲线并未迅速被压至极低水平，也没有触发金融机构短期之内集中配置债券的羊群效应。另一个更重要的区别是，2008 年全球金融危机之后的三轮 QE，对财政赤字的直接支持力度远不如本轮这么大，而且彼时只有在冲击最大的 2009 年美国联邦政府赤字率达到过 10.0%，此后即快速收缩，并且当时美国政府并未对居民实施极大规模的财政补贴，因而居民消费需求是从冲击中逐步恢复的，美国才有望经历长达十年时间的低通胀时期，从而货币政策能够获得充足的时间进行渐进的正常化调整。美联储在 2015 年、2016 年分别仅进行了一次 25BP 的加息，此后也按照同样幅度仅在 2017、2018 年合计加息七次，即达到上一轮加息的峰值。因为加息和缩表等正常化操作的展开是逐步的，美国金



融机构得以逐步消化债券市场利率的波动，而并未因政策的巨大波动导致过度的市场利率波动风险。

货币政策“三国混战”，压力来到鲍威尔一侧：滞后于经济表现的现有货币操作框架无法将金融风险纳入考虑范围，3月会议是否采取两种方式之一进行修正比加息25BP的预测幅度更值得关注。鲍威尔自2018年就任美联储主席至今，美联储的货币政策操作呈现出比过去一百年都要更大的短期震荡属性，究其原因鲍威尔根本性改变了美联储基于对未来一年左右经济和通胀情况进行预测的传统，而过度依赖当下的实体经济表现，从而呈现出明显的货币操作滞后于经济结构的特征，也在2019年中、2020年一季度充分暴露出应对短期冲击的过度宽松倾向，两轮力度和结构的失当操作最终成为压垮目前市场对美联储货币操作框架信心的最重要原因。

当前实体经济和金融风险给美联储提供了两种完全不同的加息路径描述：实体经济供需两旺，通胀连续上行，至最新的2月数据美国核心CPI通胀仍呈现出符合市场预期的“薪资通胀螺旋”黏性，从而要求美联储3月加息50BP、甚至5-7月三次会议还可各加息25BP，以有效应对当下的高通胀和反映经济过热的偏低失业率水平。但金融风险一侧，美国仍有一些大中型商业银行正在因过去两三年间过度增加债券头寸持有而呈现出越来越大的挤兑风险，美联储当前已经通过其新推出的BTFP、FDIC和回购工具事实上扩表超3000亿美元，这一规模已经达到本轮缩表至今累计缩表规模的一半，如果极端情况下至3月22日美联储会议之前再度增量投放3000亿美元，那么事实上也就说明美国银行体系当前的流动性需求已经超过了缩表开始之前的零利率时期，这将对美国居民对银行业的信心造成新一轮的巨大打击，挤兑——流动性危机之间也可能形成另一个方向的“坍缩螺旋”，那么美联储应该考虑的就不是能否加息25BP的问题，而是是否要提前至3月就进行降息的问题了。当然这种情况目前来看出现的概率并不算大，但鲍威尔当前应严肃考虑在3月22日会议上加息25BP（一个妥协的幅度）的同时，认真给出货币操作框架修正的合理方案，以此更有效地挽回美国各收入阶层对银行体系的信心。

修正框架可能的选择题：要么抬升通胀目标，要么重回基于预测的经济表现进行操作的模式。过度投放的流动性最终必须被实体经济所消化、或者被房地产或金融市场的崩溃所消灭。美联储当前有两种方式修正现有框架的缺陷，以尽量避免实体经济衰退或金融市场崩溃的极端情况，获得两者之间的温和妥协。一种方式是抬升通胀目标，例如从当前的2%抬升至3%，由此可直接下修本轮加息的最终路径，迅速避免金融市场的剧烈崩溃。这种方法的好处是很好理解且见效快，有助于短期内恢复储户信心；但其缺陷也是显而易见的，长期来看，通胀目标的抬升意味着承认了一部分薪资通胀螺旋的幅度，可能令目前的高通胀水平持续更久、更难下降，并且如果其他国家央行并未跟随性调升通胀目标，那么美元指数中枢会迅速大幅下移，对试图积聚全球先进制造业到本国产业链的本届美国政府来说，这种情况将是致命的。另一种方式是重新回到基于预测（而不是当下经济数据表现）的操作模式，并说服市场当前的金融风险情况已经可能导致未来经济总需求、以及总供给一定程度的路径下修，通胀也可能以更快的速度回落，由此也可实现对当前加息路径下修的最终目的，并且很大程度上能够规避第一种选项的长期扭曲问题。鲍威尔能否为了美国的长期经济利益而放下对个人荣誉的辩护和执念，将决定3月22日美联储最终能否重回过去一百年间早已被证明行之有效的现代中央银行决策模式。我们对此拭目以待。

## 分析师声明

张仲杰声明，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](http://www.huajinsec.cn)