

### 相关报告

《宏观定期：瑞士信贷风波再起，国内经济温和复苏》 2023-03-21

《宏观定期：硅谷银行风险突发，国内工业高频放缓》 2023-03-15

《宏观定期：美国经济韧性较强，国内经济目标低于预期》 2023-03-09

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编：200122

### 投资要点：

- **【海外经济：美国衰退风险在逐步积累】**(1) 3月31日，美国公布2月PCE通胀数据，2月PCE同比增长5%，较前值回落0.35%，回落幅度超出市场预期，显示美国的通胀风险逐步趋于温和。4月3日，美国3月PMI数据公布为46.3%，较前值47.7%显著回落，结构上来看，各分项指数全面回落，其中新订单指数回落幅度较大，同时从红皮书商业零售增速与消费者信心指数来看，持续加息背景下需求侧的矛盾有所显现，经济衰退风险则逐步积累。(2) 从金融条件来看，由于美联储采取激进加息政策，美债利率倒挂程度已经达到近40年极值，深度负CARRY使得美国资管行业申赎压力增大；黑石、硅谷、瑞信等一系列金融风险事件显示当前银行与非银体系的流动性偿付能力有一定程度受损；潜在的系统性风险仍在酝酿。3月议息会议上，美联储表态明显偏谨慎，措辞上删去“持续提高目标区间将是适当的”表述；尽管鲍威尔称“预计年内不会降息”，但从CME利率期货预期来看，市场普遍预期2023年四季度美国将会进入降息周期。(3) 但需要注意的是，联储进入降息周期可能并非利多权益的信号，从2000、2008、2019年三次降息周期来看，进入降息周期往往代表着经济的衰退周期逼近，而市场则会有一定程度的回撤，这一点在2000年与2008年表现尤为明显，市场进入了相当长的回撤周期；同时注意到2000年与2008年的利率倒挂幅度相对较大，而当前美债收益率倒挂幅度是近40年来的极值，经济进一步衰退的风险仍在酝酿，同时从估值角度来看2019年以来的宽松周期将美股市盈率抬至历史高位，因此进入降息周期反而可能影响市场预期，对美股情绪形成压制。
- **【国内经济：生产端回落显著，复苏斜率与节奏均放缓】**(1) 3月10日，我国2月主要经济数据悉数公布。2月固定资产投资累计同比增长5.5%，较前值增长0.4%，拉动分项来看，基建与制造业保持了较为稳定的增长，同时地产投资触底反升也为投资增长带来新的驱动力。地产方面，企业的融资能力改善比较明显，除自筹资金增长延续低位震荡外，国内贷款与其他资金（主要为预售资金）均有显著回升，地产企业融资政策松绑初见成效；投资端，房屋竣工面积与新开工面积均有明显回升，同时伴随销售层面房价逐步回暖，地产投资额有望进一步改善。全年视角下，地产需求趋稳对投资的拉动或存在一定滞后特征，地产投资有望在下半年加快改善。(2) 2月工业增加值当月同比增长18.77%，较前值大幅抬升近16%，显示此轮复苏节奏较快；库存周期来看，原材料库存周期处在触底回弹期，产成品存货也处在加速去库期，工业企业利润处在恢复上升期；同时地方产业政策、央行信贷政策、财政税负

政策驱动下，制造业投资，尤其是高新技术产业的制造业投资有望持续高位增长。(3)2月社零当月同比增长3.5%，较前值显著抬升，回到正增区间；结构上，由于汽车消费优惠政策于2022年底到期，汽车消费存在一定透支，2月社零汽车分项出现同比负增；但与此同时，食品饮料消费出现大幅反弹，中医药消费延续高位增长，二者共同支撑社零强劲回暖。(4)高频数据方面，国内3月第3周，上游生产端，高炉开工延续高位运行，焦化开工、煤炭调度产量均有一定超季节性回落；建筑业与基建进度方面，沥青开工季节性回落，螺纹钢线材延续季节性回升；中游制造方面，汽车半钢胎开工率开始回归往期季节性，涤纶长丝开工符合季节性；地产方面，成交土地面积季节性回落，二手房成交开始回落，但商品房购置需求反升且显著高于2022年同期水平，与2019年同期水平基本一致。下游消费上，汽车零售与电影票房均季节性复苏。(5)整体上，3月第3周我国工业生产的复苏强度延续小幅走弱，但商品房购置需求的回升较为强劲。政策层面，人民银行决定3月27日降准0.25个百分点，弥补了银行体系的长期资金缺口，但考虑到降准力度有限，且前期市场预期相对充分，资金利率的中枢或不会出现下移。中期来看，经济复苏的韧性依然存在，预计经济复苏的高点尚未到达，一是基建与制造业刚刚发力，有望延续高位增长；二是消费的复苏空间依然广阔；三是地产成交出现明显回暖。

- **【权益资产】**(1) 3月31日，我国3月PMI数据公布为51.9%，较前值下行0.7%，小幅超出市场预期，已经连续三个月站在荣枯线之上。结构上，生产指数较前值回落2.1%，新订单指数较前值回落0.5%，出口订单指数较前值回落2.0%；生产端出现了较为显著的回落，需求侧，内需表现呈现出一定韧性，外需回落幅度则较大。(2) 高频数据方面，3月最后一周与4月第一周，上游生产端，高炉开工延续高位运行，焦化开工、煤炭调度产量均有一定超季节性回落；建筑业与基建进度方面，沥青开工有所反弹，螺纹钢线材基本平稳；中游制造方面，汽车半钢胎开工率开始回归往期季节性，涤纶长丝开工季节性回落；地产方面，成交土地面积季节性回落，二手房成交开始回落，但商品房购置需求反升且显著高于2022年同期水平，与2019年同期水平基本一致。下游消费上，汽车零售与电影票房均季节性复苏。(3) 整体上，3月我国经济复苏的斜率明显放缓，生产端由于煤炭代表的能源价格走低，叠加仍在去库周期中，上游产能有所下滑，多数指标回归往期季节性；需求侧，汽车与电影票房的销售并未看到有超季节性改善，外贸需求仍然承压，但地产链需求却出现了不错的反弹，二手房成交持续高位并进一步带动商品房成交改善；同时也注意到，3、4月的地方债发行明显加快，基建开工逐步上量，或为地产链、建筑链复苏进一步注入动能。短期而言，经济复苏可能仍然是一种脉冲式复苏，生产与需求两侧均面临一定复苏压力；中期而言，由于地产需求需要进一步转换为地产投资，地产链的改善可能是相对滞后的，经济或许尚未见顶，但复苏的节奏可能推迟至下半年。
- **【权益资产】**(1) 4月第1周，全球主要股指多数上涨，德指涨幅居前，上证指数涨幅居后；国内市场整体上涨，创业板指涨幅居前；

行业方面，石化、农林牧渔、传媒涨幅居前，建筑、汽车、基础化工涨幅居后。交易拥挤度上，传媒、家电、计算机处在历史较高分位数，三者交易热度较前值均有较大幅度抬升。市场风格表现上，成长>价值，小盘>大盘；消费>周期>成长>金融>稳定。(2) 3月权益资产的核心交易逻辑是“经济的见顶回落”，短期来看经济复苏的高度仍然具有较大的不确定性，A股指数或仍然呈现震荡特征，AI相关主题的炒作变成了不确定性中的“相对确定”；中期来看，海外衰退的风险对于A股情绪或有一定压制，尽管国内复苏或需求尚未见顶，但结构上来看地产链这一核心支撑的复苏节奏可能推迟至下半年，同时由于A股估值偏低，A股中枢有望于二三季度阶段性抬高，但趋势性仍有待观察。板块上，可以适当介入热门赛道，同时伴随三季度经济或再次冲顶，消费与周期仍可能有阶段性机会。

- **【债券资产】**(1) 4月第1周，全球国债利率普遍上行，美国通胀风险缓和与衰退风险增长，美债利率有所下行。国内市场方面，降准资金落地后，隔夜利率回到1.3%附近，七日资金利率中枢下移至2%以下，整体流动性相对充裕。(2) 3月下旬债市走势较为纠结，利率横盘震荡，收益率曲线整体趋平。短期而言，前期积累的获利盘有较强的止盈需求，同时进入二季度后配置力量或相对减弱，叠加近期财政与基金资金逐步放量，债券供给增大，进入4月债市可能面临一定调整压力；但中期来看，经济复苏的斜率放缓，复苏节奏延后，同时联储加息也步入尾声，债市二季度或仍然震荡偏强，由于当前曲线非常平坦，伴随资金利率趋稳，短久期品种可能依然占优。

**风险提示：经济短期修复仍有不确定性**

## 内容目录

1. 全球经济与政策追踪.....	5
1.1. 海外经济：美国衰退风险在逐步积累.....	5
1.2. 国内经济：生产端回落显著，复苏斜率与节奏均放缓.....	8
2. 大类资产观察（4月第1周）.....	12
2.1. 全球主要大类资产表现.....	12
2.2. 权益资产观察.....	12
2.3. 债券资产观察.....	13

## 图表目录

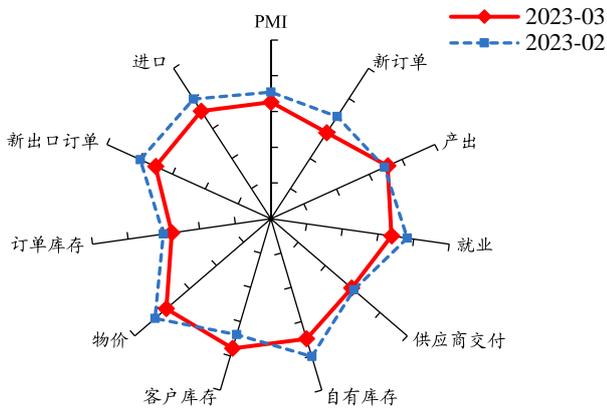
图 3：美国 3 月 PMI 数据.....	5
图 4：美国 PCE 通胀数据.....	5
图 1：美债 10-1 利差与美国 PMI 走势.....	6
图 2：联邦基金目标利率与标普 500 走势.....	6
图 5：美国制造业 PMI 与红皮书商业零售同比.....	7
图 6：美国失业率季调与持失业保险人群失业率.....	7
图 7：美国通胀预期（挂钩 TIPS）与 CPI 同比.....	7
图 8：CME 利率期货对美联储加息路径预期.....	7
图 21：我国宏观经济周频景气指数.....	9
图 22：我国生产资料价格指数与 PPI 同比.....	9
图 23：我国高炉炼铁周频开工率.....	9
图 24：我国焦化企业周频开工率.....	9
图 25：我国秦皇岛港煤炭周频调度量.....	9
图 26：我国石油沥青周频开工率.....	9
图 27：我国螺纹钢与线材合计周频产量.....	10
图 28：我国汽车半钢胎周频开工率.....	10
图 29：我国涤纶长丝织机周频开工率.....	10
图 30：我国 100 大中城成交土地占地面积.....	10
图 31：我国主要城市二手房成交面积.....	10
图 32：我国 30 大中城商品房成交面积.....	10
图 33：我国乘用车当周日均销量.....	11
图 34：我国电影票房当周收入值.....	11
图 37：全球主要大类资产表现汇总.....	12
图 38：A 股细分行业指数表现.....	13
图 39：A 股细分行业交易拥挤度分位数（换手率）.....	13
图 40：A 股细分风格板块表现.....	13
图 41：全球主要 10Y 国债收益率表现.....	14
图 42：近一个月央行净投放与资金利率.....	14
图 43：我国国债收益率曲线关键期限变动.....	14

## 1. 全球经济与政策追踪

### 1.1. 海外经济：美国衰退风险在逐步积累

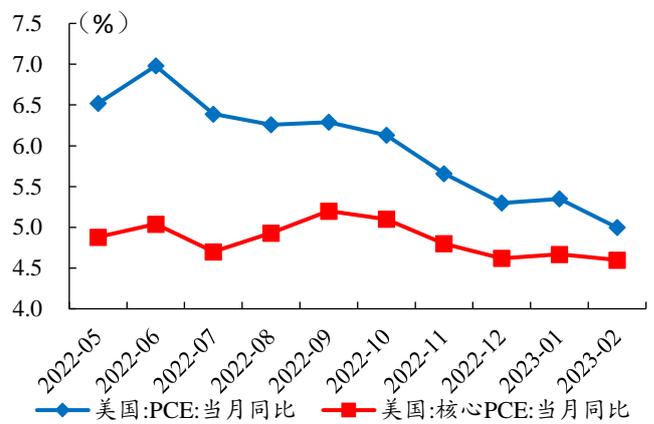
3月31日，美国公布2月PCE通胀数据，2月PCE同比增长5%，较前值回落0.35%，回落幅度超出市场预期，显示美国的通胀风险逐步趋于温和。4月3日，美国3月PMI数据公布为46.3%，较前值47.7%显著回落，结构上来看，各分项指数全面回落，其中新订单指数回落幅度较大，同时从红皮书商业零售增速与消费者信心指数来看，持续加息背景下需求侧的矛盾有所显现，经济衰退风险则逐步积累。

图1：美国3月PMI数据



资料来源：Wind，中原证券

图2：美国PCE通胀数据

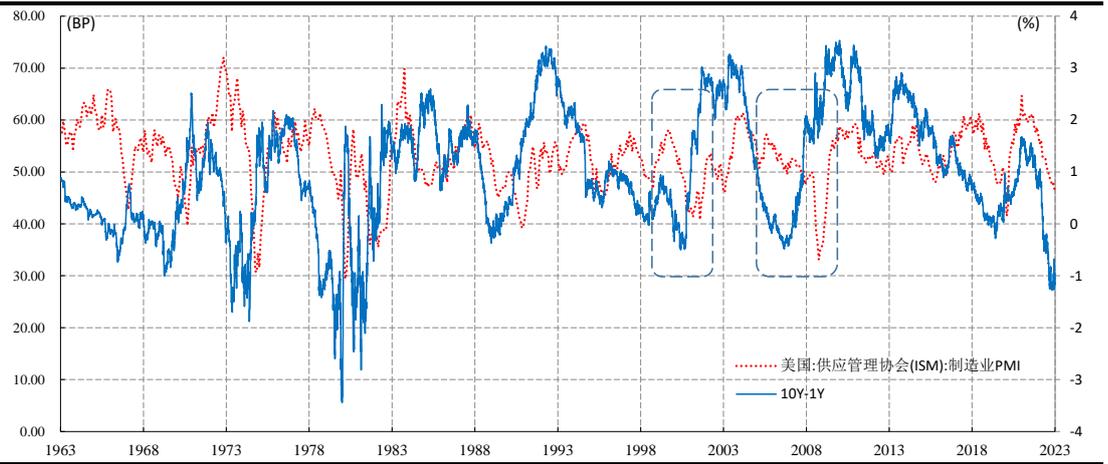


资料来源：Wind，中原证券

从金融条件来看，由于美联储采取激进加息政策，美债利率倒挂程度已经达到近40年极值，深度负CARRY使得美国资管行业申赎压力增大；黑石、硅谷、瑞信等一系列金融风险事件显示当前银行与非银体系的流动性偿付能力有一定程度受损；潜在的系统性风险仍在酝酿。3月议息会议上，美联储表态明显偏谨慎，措辞上删去“持续提高目标区间将是适当的”表述；尽管鲍威尔称“预计年内不会降息”，但从CME利率期货预期来看，市场普遍预期2023年四季度美国将会进入降息周期。

但需要注意的是，联储进入降息周期可能并非利多权益的信号，从2000、2008、2019年三次降息周期来看，进入降息周期往往代表着经济的衰退周期逼近，而市场则会有一定程度的回撤，这一点在2000年与2008年表现尤为明显，市场进入了相当长的回撤周期；同时注意到2000年与2008年的利率倒挂幅度相对较大，而当前美债收益率倒挂幅度是近40年来的极值，经济进一步衰退的风险仍在酝酿，同时从估值角度来看2019年以来的宽松周期将美股市盈率抬至历史高位，因此进入降息周期反而可能影响市场预期，对美股情绪形成一定压制。

图 3：美债 10-1 利差与美国 PMI 走势



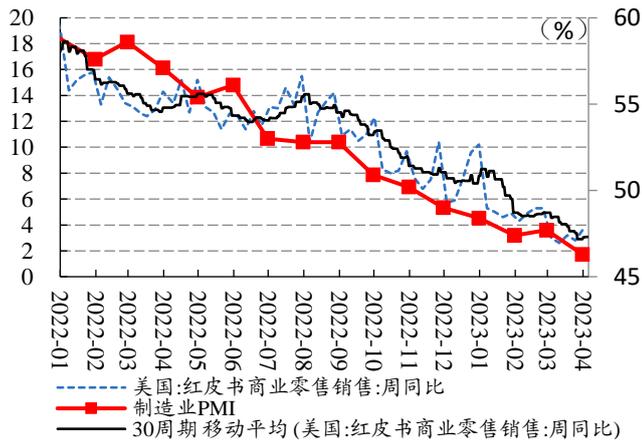
资料来源：Wind，中原证券

图 4：联邦基金目标利率与标普 500 走势



资料来源：Wind，中原证券

图 5：美国制造业 PMI 与红皮书商业零售同比



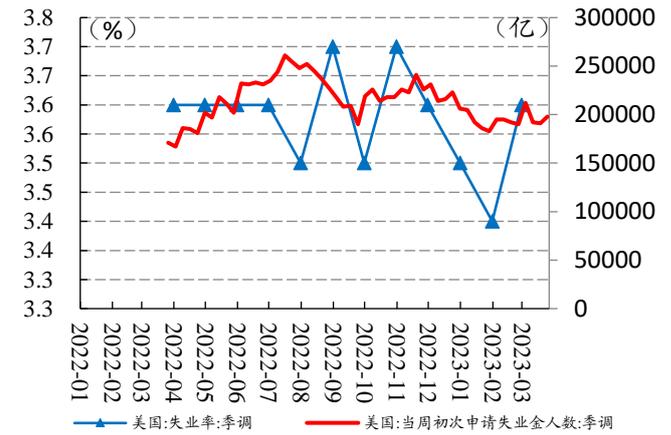
资料来源：Wind，中原证券

图 7：美国通胀预期（挂钩 TIPS）与 CPI 同比



资料来源：Wind，中原证券

图 6：美国失业率季调与持失业保险人群失业率



资料来源：Wind，中原证券

图 8：CME 利率期货对美联储加息路径预期

MEETING PROBABILITIES														
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2023/5/3								0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	67.6%	32.4%
2023/6/14			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	30.3%	51.8%	17.9%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.5%	32.8%	47.9%	15.8%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	26.0%	44.4%	23.2%	3.6%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	15.9%	36.4%	32.4%	12.2%	1.6%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	12.9%	32.2%	33.3%	16.4%	3.8%	0.3%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	9.5%	26.6%	33.0%	21.2%	7.4%	1.3%	0.1%	0.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	7.6%	22.9%	31.6%	23.8%	10.4%	2.7%	0.4%	0.0%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	7.8%	22.9%	31.5%	23.7%	10.4%	2.6%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.3%	3.6%	13.9%	26.4%	28.3%	18.3%	7.2%	1.7%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.2%	2.0%	9.0%	20.5%	27.4%	23.0%	12.5%	4.3%	0.9%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/25	1.3%	6.2%	15.9%	24.7%	24.8%	16.7%	7.6%	2.3%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，中原证券

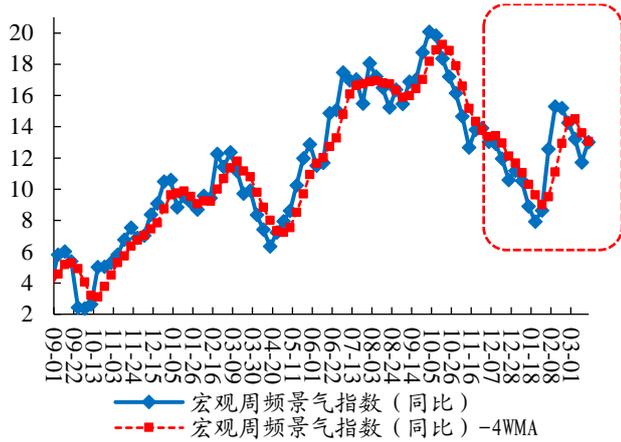
## 1.2. 国内经济：生产端回落显著，复苏斜率与节奏均放缓

3月31日，我国3月PMI数据公布为51.9%，较前值下行0.7%，小幅超出市场预期，已经连续三个月站在荣枯线之上。结构上，生产指数较前值回落2.1%，新订单指数较前值回落0.5%，出口订单指数较前值回落2.0%；生产端出现了较为显著的回落，需求侧，内需表现呈现出一定韧性，外需回落幅度则较大。

高频数据方面，3月最后一周与4月第一周，上游生产端，高炉开工延续高位运行，焦化开工、煤炭调度产量均有一定超季节性回落；建筑业与基建进度方面，沥青开工有所反弹，螺纹钢线材基本平稳；中游制造方面，汽车半钢胎开工率开始回归往期季节性，涤纶长丝开工季节性回落；地产方面，成交土地面积季节性回落，二手房成交开始回落，但商品房购置需求反升且显著高于2022年同期水平，与2019年同期水平基本一致。下游消费上，汽车零售与电影票房均季节性复苏。

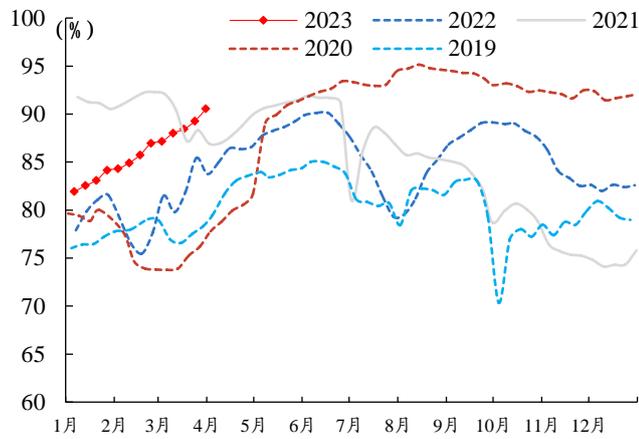
整体上，3月我国经济复苏的斜率明显放缓，生产端由于煤炭代表的能源价格走低，叠加仍在去库周期中，上游产能有所下滑，多数指标回归往期季节性；需求侧，汽车与电影票房的销售并未看到有超季节性改善，外贸需求仍然承压，但地产链需求却出现了不错的反弹，二手房成交持续高位并进一步带动商品房成交改善；同时也注意到，3、4月的地方债发行明显加快，基建开工逐步上量，或为地产链、建筑链复苏进一步注入动能。短期而言，经济复苏可能仍然是一种脉冲式复苏，生产与需求两侧均面临一定复苏压力；中期而言，由于地产需求需要进一步转换为地产投资，地产链的改善可能是相对滞后的，经济或许尚未见顶，但复苏的节奏可能推迟至下半年。

图 9：我国宏观经济周频景气指数



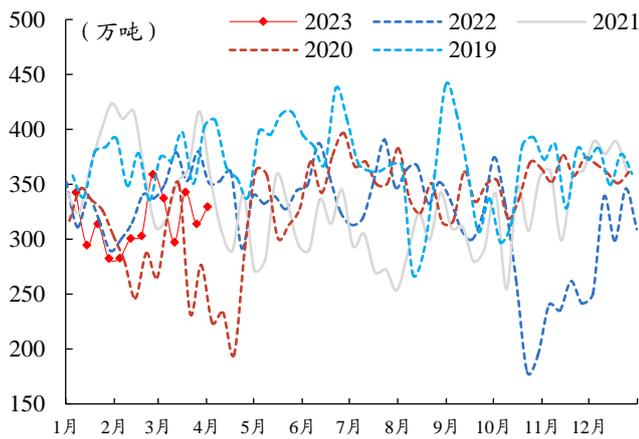
资料来源：Wind，中原证券

图 11：我国高炉炼铁周频开工率



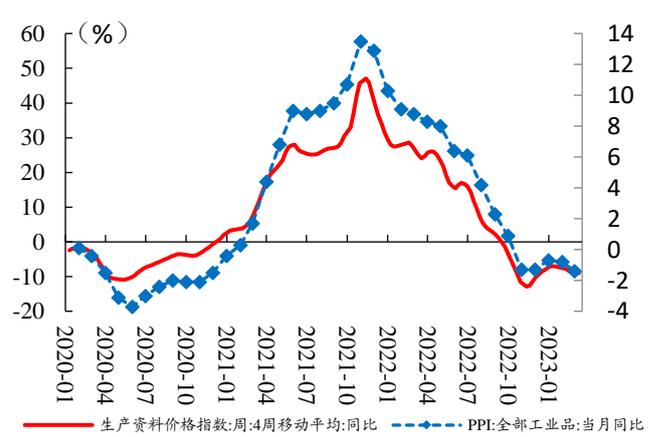
资料来源：Wind，中原证券

图 13：我国秦皇岛港煤炭周频调度量



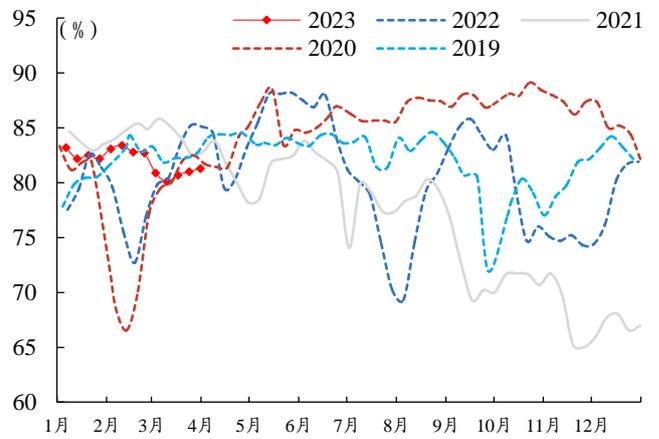
资料来源：Wind，中原证券

图 10：我国生产资料价格指数与 PPI 同比



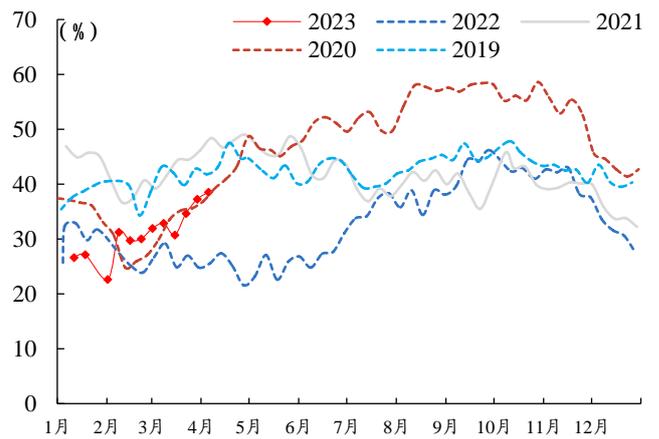
资料来源：Wind，中原证券

图 12：我国焦化企业周频开工率



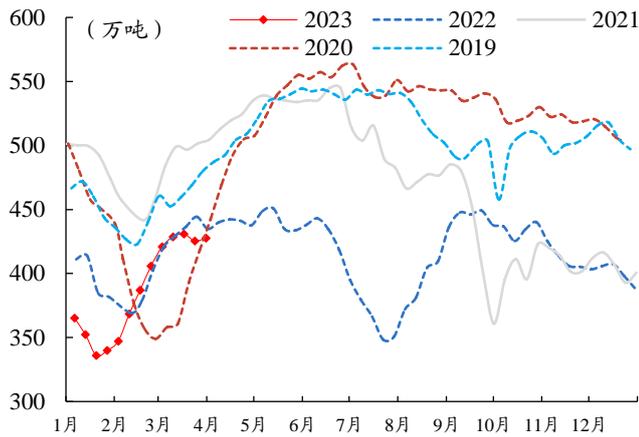
资料来源：Wind，中原证券

图 14：我国石油沥青周频开工率



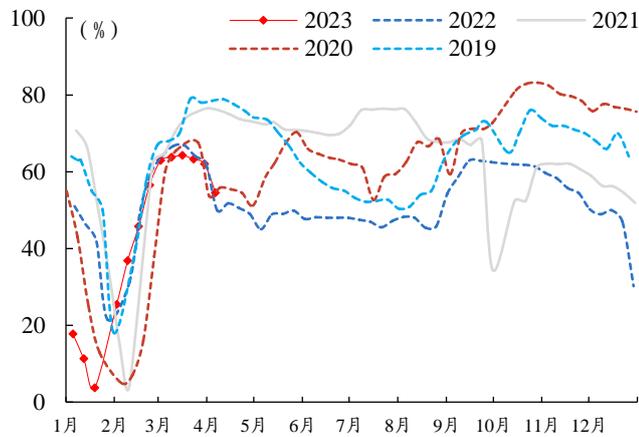
资料来源：Wind，中原证券

图 15: 我国螺纹钢与线材合计周频产量



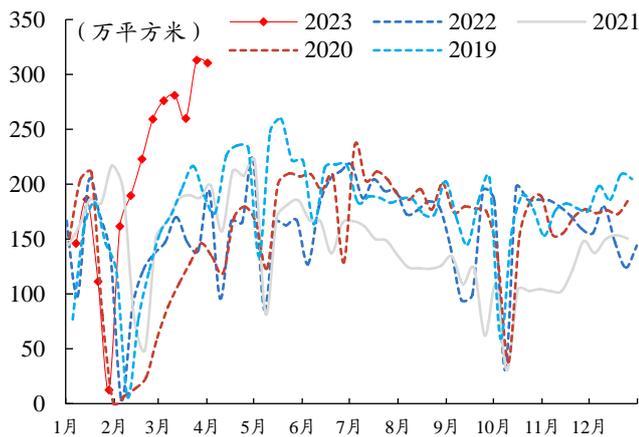
资料来源: Wind, 中原证券

图 17: 我国涤纶长丝织机周频开工率



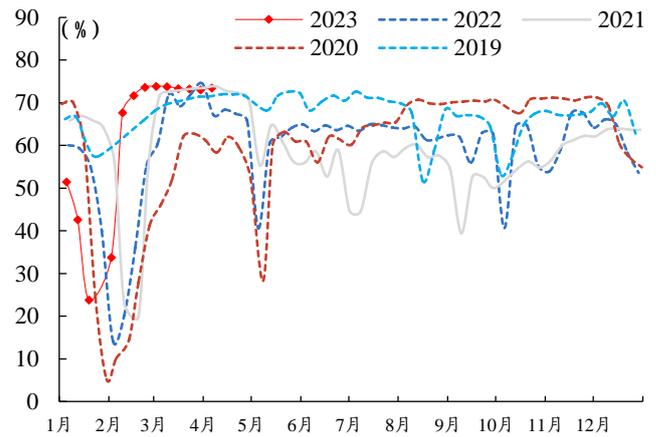
资料来源: Wind, 中原证券

图 19: 我国主要城市二手房成交面积



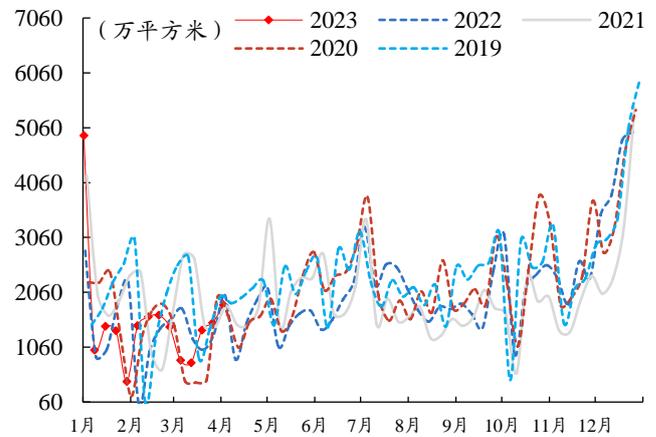
资料来源: Wind, 中原证券

图 16: 我国汽车半钢胎周频开工率



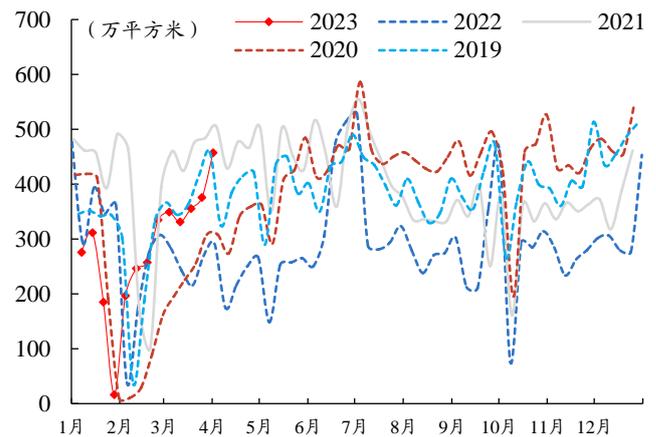
资料来源: Wind, 中原证券

图 18: 我国 100 大中城成交土地占地面积



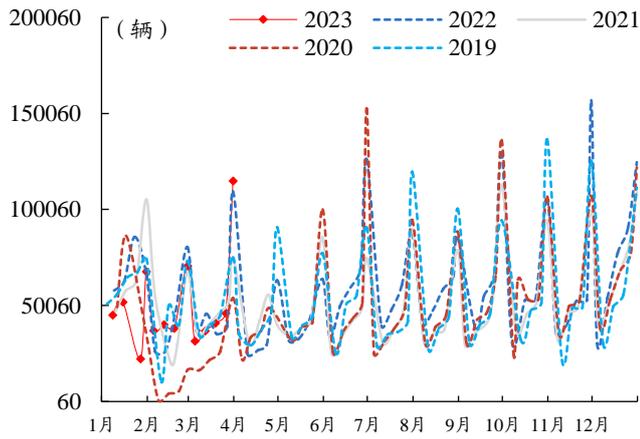
资料来源: Wind, 中原证券

图 20: 我国 30 大中城商品房成交面积



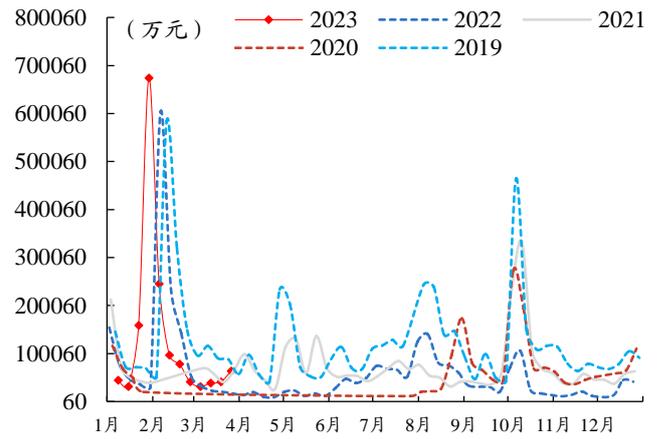
资料来源: Wind, 中原证券

图 21：我国乘用车当周日均销量



资料来源：Wind，中原证券

图 22：我国电影票房当周收入值



资料来源：Wind，中原证券

## 2. 大类资产观察（4月第1周）

### 2.1. 全球主要大类资产表现

图 23：全球主要大类资产表现汇总

全球主要大类资产表现（2023-3-27~2023-4-2）							
全球股指（%）		全球10债（BP）		主要商品（%）		外汇（%）	
标普500	3.48	中国	-0.23	ICE布油	7.16	美元指数	-0.49
纳斯达克指数	3.37	德国	18.00	INE原油	3.47	英镑兑美元	0.75
道琼斯工业指数	3.22	英国	14.72	DCE焦煤	1.36	欧元兑美元	0.75
德国DAX	4.49	意大利	5.90	DCE焦炭	1.18	澳元兑美元	0.63
法国CAC40	4.38	日本	5.90	SHFE沥青	2.86	日元兑美元	-2.60
英国富时100	3.06	欧元区	5.65	DCE塑料	2.41	人民币指数	-0.03
韩国综合指数	2.56	法国	4.80	SHFE橡胶	2.01	日元兑人民币	1.95
日经225	2.40	美国	-5.00	CZCE玻璃	1.80	加元兑人民币	1.85
创业板指	1.23	南非	0.30	SHFE铝	1.82	英镑兑人民币	1.27
沪深300	0.59	巴西	-8.30	SHFE铜	0.12	欧元兑人民币	1.11
上证指数	0.22	印度	-9.50	SHFE黄金	0.31	澳元兑人民币	1.03
恒生中国企业指数	2.56	越南	-31.20	DCE豆一	-0.52	瑞郎兑人民币	0.70
恒生指数	2.43	俄罗斯	-85.00	DCE玉米	-0.69	美元兑人民币	0.00

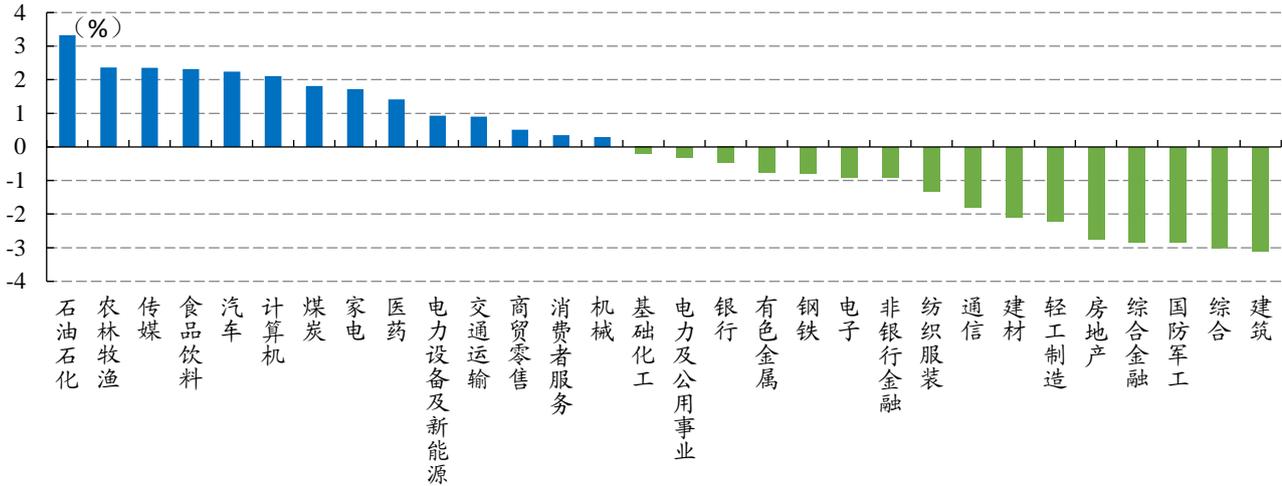
资料来源：Wind，中原证券

### 2.2. 权益资产观察

4月第1周，全球主要股指多数上涨，德指涨幅居前，上证指数涨幅居后；国内市场整体上涨，创业板指涨幅居前；行业方面，石化、农林牧渔、传媒涨幅居前，建筑、汽车、基础化工涨幅居后。交易拥挤度上，传媒、家电、计算机处在历史较高分位数，三者交易热度较前值均有较大幅度抬升。市场风格表现上，成长>价值，小盘>大盘；消费>周期>成长>金融>稳定。

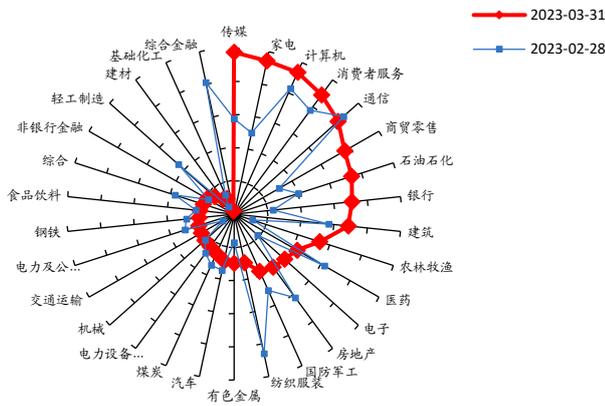
3月权益资产的核心交易逻辑是“经济的见顶回落”，短期来看经济复苏的高度仍然具有较大的不确定性，A股指数或仍然呈现震荡特征，AI相关主题的炒作变成了不确定性中的“相对确定”；中期来看，海外衰退的风险对于A股情绪或有一定压制，尽管国内复苏或需尚未见顶，但结构上来看地产链这一核心支撑的复苏节奏可能推迟至下半年，同时由于A股估值偏低，A股中枢有望于二三季度阶段性抬高，但趋势性仍有待观察。板块上，可以适当介入热门赛道，同时伴随三季度经济或再次冲顶，消费与周期仍可能有阶段性机会。

图 24: A 股细分行业指数表现



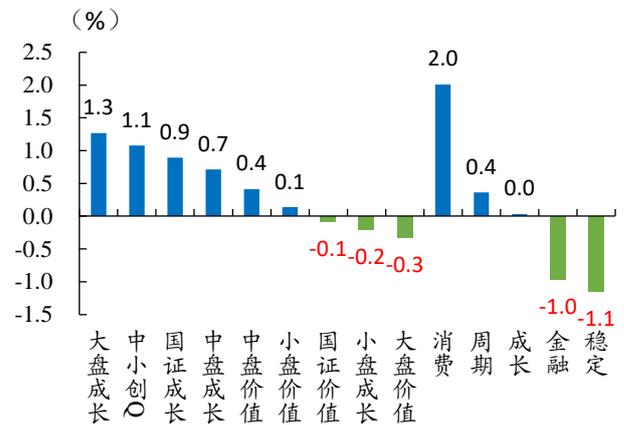
资料来源: Wind, 中原证券

图 25: A 股细分行业交易拥挤度分位数 (换手率)



资料来源: Wind, 中原证券

图 26: A 股细分风格板块表现



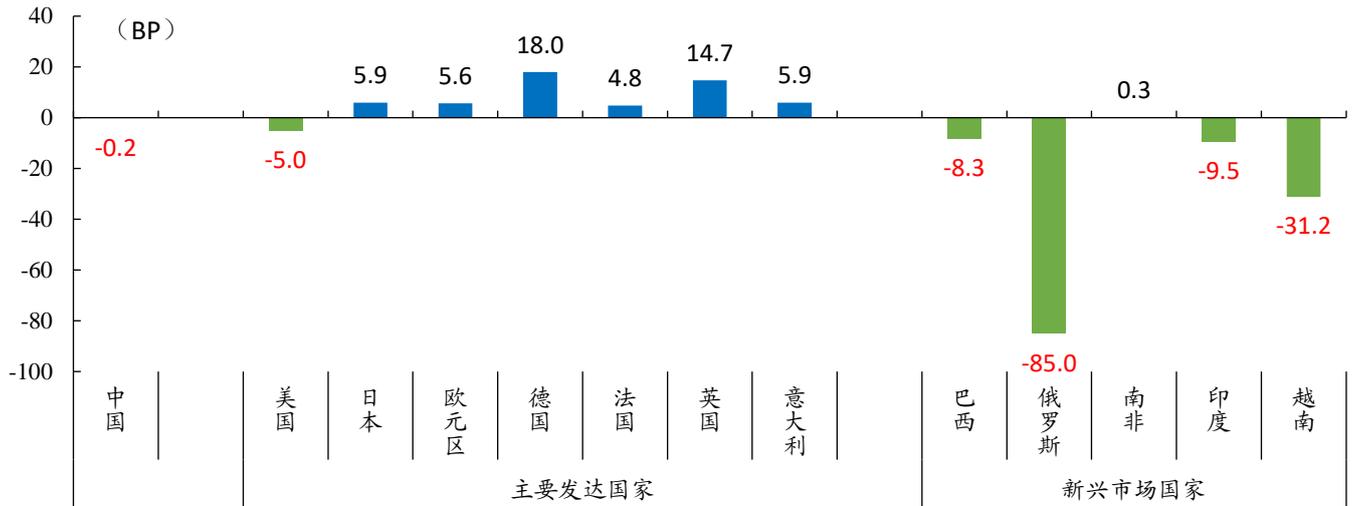
资料来源: Wind, 中原证券

### 2.3. 债券资产观察

4 月第 1 周, 全球国债利率普遍上行, 美国通胀风险缓和与衰退风险增长, 美债利率有所下行。国内市场方面, 降准资金落地后, 隔夜利率回到 1.3% 附近, 七日资金利率中枢下移至 2% 以下, 整体流动性相对充裕。

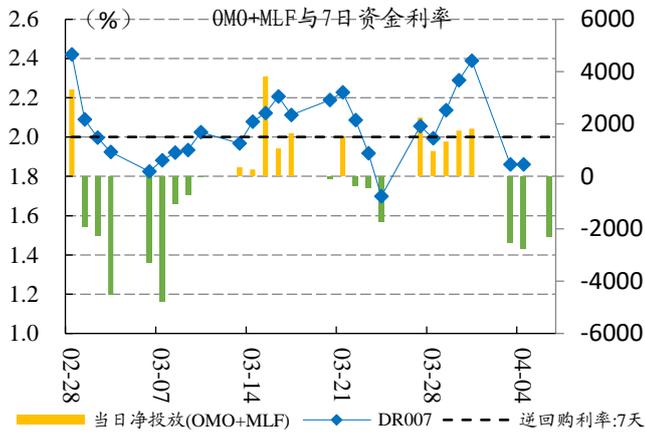
3 月下旬债市走势较为纠结, 利率横盘震荡, 收益率曲线整体趋平。短期而言, 前期积累的获利盘有较强的止盈需求, 同时进入二季度后配置力量或相对减弱, 叠加近期财政与基金资金逐步放量, 债券供给增大, 进入 4 月债市可能面临一定调整压力; 但中期来看, 经济复苏的斜率放缓, 复苏节奏延后, 同时联储加息也步入尾声, 债市二季度或仍然震荡偏强, 由于当前曲线非常平坦, 伴随资金利率趋稳, 短久期品种可能依然占优。

图 27: 全球主要 10Y 国债收益率表现



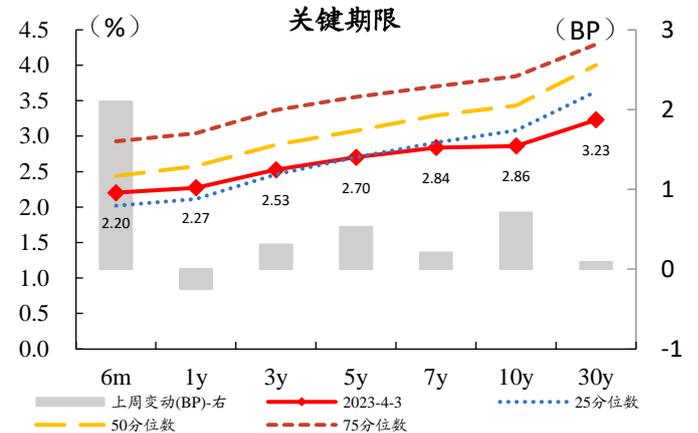
资料来源: 中原证券

图 28: 近一个月央行净投放与资金利率



资料来源: Wind, 中原证券

图 29: 我国国债收益率曲线关键期限变动



资料来源: Wind, 中原证券

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5% 至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

### 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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。