

2023年04月16日

# 中美央行会再次反向操作么？

## 定期报告

### ——华金宏观·双循环周报（第6期）

#### 投资要点

- ◆ 我们的感受是：美国实体经济并不会太快速走弱，美联储年内降息概率目前仍然不大；同时我国房地产市场本轮需求释放也尚难被认为是趋势改善，我国货币政策操作将更重传导疏通，短期内也不急于收紧。
- ◆ **美国实体供需支持通胀速降和提前降息吗？美国3月CPI降温，但房租和核心商品推动核心CPI上翘。**美国3月CPI受油价前期大跌拖累而大幅回落至5.0%，但美联储更为关心的核心CPI同比小幅上翘至5.6%。房租涨幅扩大、耐用消费品跌幅收窄是推升核心CPI的两大主要原因，显示居民消费意愿降温不快、劳动力就业改善较为积极、房地产市场风险总体可控。**零售降温但仍是典型的供不应求，工业生产与就业和通胀更加紧密。**美国3月零售增速也有所下降，能源和食品零售大幅回落、餐饮服务在年初明显改善后小幅下降，耐用消费品下跌速度放缓。美国居民超额储蓄规模巨大，消费品供不应求的需求缺口仍远大于常年，这意味着仍存在巨大的工业生产潜力空间，当前生产与就业和通胀的关系更为密切，需求侧数据与美联储决策一定意义上是脱钩的。**美国3月工业生产较预期稍强，令市场对美国劳动力市场保持供需旺盛的局面信心有所回升。加息路径下修、消费需求缓慢降温，美国核心通胀维持高位概率较大。**美国银行业动荡令联储加息路径下移、房地产市场风险缓和；只要美国居民维持需求缓慢降温的趋势，由于需求缺口仍然巨大，美国工业生产无论表现如何，都可能通过两个不同的途径强化“薪资通胀螺旋”。**维持美联储5月加息25BP、此后至年底维持联邦基金利率目标区间稳定的预测不变。**
- ◆ **国内房地产需求复苏的强度是否足以逆转货币政策方向？**近日召开的货币政策委员会一季度例会在信贷增长、结构性工具运用、房地产融资需求三方面表述有所降温，更加趋稳。一、对信贷增速要求表述的变化可能指向后续信贷增速或将有所控制，不会引导连续上行。二、结构性工具方面，预计今年再贷款工具不再作为基础货币的主要增量投放渠道，但结构上可能对开发性政策性银行基建投资贷款进行倾斜。三、对房地产市场的表述或显示当前房地产开发商融资环境已经有比较明显的改善，在一季度地产需求有所回暖的背景下，推动房地产业向新发展模式平稳过渡可能要求政策疏通强度大于总量融资支持。**我们认为，在二季度房地产需求难以延续年初改善幅度的假设下，今年货币政策的主要目标仍是保持对基建投资较强信贷支持的同时，有效修复商业银行存贷款利差过窄的问题。**维持全年降准100BP的预测不变，预计4月底可能是下次25BP降准宣布时点；而如果二季度房地产需求继续升温，全年货币政策方向可能发生变化。**一线城市房价分化，二三线仍处于底部，地产回暖可持续性待察。**全国住宅价格连续第二个月跌幅收窄，一季度地产需求的改善量大于价，疫后需求集中释放特征更加明显。
- ◆ **金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）：**A股有色金属、建筑装饰、传媒上涨。美股金融、通讯服务涨幅较大，能源板块继续上涨。银行业风波似结束，美联储资产规模连续第3周下降，OPEC+减产造成油价中枢持续上移，金价在2000大关附近波动。煤价延续下跌趋势，铜价小幅上行。
- ◆ **风险提示：**货币政策收紧快于预期。

分析师

张仲杰

SAC 执业证书编号：S0910515050001  
zhangzhongjie@huajinsec.com

#### 相关报告

进出口数据速评（2023.3）-出口是清醒的乐观 2023.4.13

金融数据速评（2023.3）-沙盘推演：居民部门重新加杠杆的蝴蝶效应 2023.4.11

通胀数据简析（2023.3）-通胀映射消费复苏冷热不均 2023.4.11

华金宏观·双循环周报（第5期）-美国就业、中国房地产强弱之辩 2023.4.9

华金宏观·双循环周报（第4期）-降准后为何跨季资金仍然偏紧？ 2023.4.2



## 内容目录

美国实体供需支持通胀速降和提前降息吗？ .....	3
美国 3 月 CPI 降温，但房租和核心商品推动核心 CPI 上翘 .....	3
美国零售降温但仍是典型的供不应求，工业生产与就业和通胀更加紧密 .....	4
加息路径下修、消费需求缓慢降温，美国核心通胀维持高位概率较大 .....	5
国内房地产需求复苏的强度是否足以逆转货币政策方向？ .....	6
货币政策委员会例会在三方面表述有所降温 .....	6
一线城市房价分化，二三线仍处于底部，地产回暖可持续性待察 .....	7
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP） .....	9

## 图表目录

图 1：美国核心 CPI 同比及其贡献、CPI 同比（%） .....	3
图 2：美国零售同比及贡献结构（%） .....	4
图 3：全球各国制造业生产同比（%） .....	5
图 4：美联储资产规模及结构（USD bn） .....	5
图 5：我国基础货币同比及贡献结构（%） .....	6
图 6：我国货币乘数同比及贡献原因拆分（%） .....	7
图 7：新建商品住宅价格同比（%） .....	8
图 8：一线城市住宅价格同比及结构（%） .....	8
图 9：二线城市住宅价格同比及结构（%） .....	8
图 10：三线城市住宅价格同比及结构（%） .....	8
图 11：全球股市：日经及欧洲涨幅领先，A 股本周跌幅较深 .....	9
图 12：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：本周有色金属领涨，建筑装饰及传媒、石油石化继续上涨 .....	9
图 13：标普 500 及行业涨幅对比（%）：能源继续上涨，金融板块涨幅领先 .....	9
图 14：全球 1Y 国债收益率（%）：美债收益率随 CPI 数据走高 .....	10
图 15：全球 10Y 国债收益率（%）：美国 10Y 国债收益率上升 .....	10
图 16：10Y 国开债与国债利差维持低位（%） .....	10
图 17：3Y 信用利差继续扩大（BP） .....	10
图 18：银行业风波结束美联储资产规模第 3 周下降（USD bn） .....	10
图 19：主要央行政策利率（%） .....	10
图 20：全球汇率：美元指数波动上升，欧英继续升值 .....	11
图 21：CNY 小幅升值 .....	11
图 22：黄金价格本周震荡下行 .....	11
图 23：油价中枢持续上移 .....	11
图 24：4 月初煤价延续下跌趋势（元/吨） .....	11
图 25：本周铜价小幅上行 .....	11

我们的感受是：美国实体经济并不会太快走弱，美联储年内降息概率目前仍然不大；同时我国房地产市场本轮需求释放也尚难被认为是趋势改善，我国货币政策操作将更重传导疏通，短期内也不急于收紧。

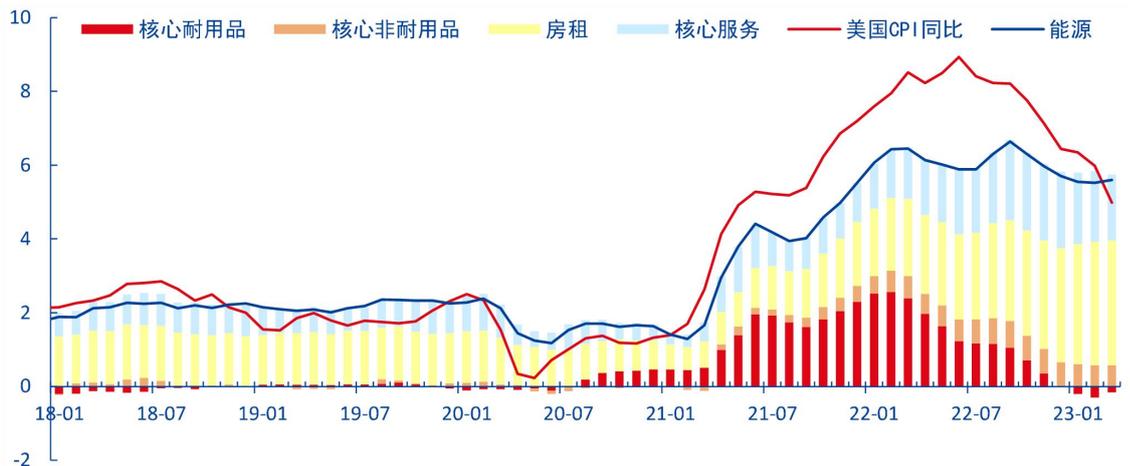
## 美国实体供需支持通胀速降和提前降息吗？

本周集中公布了美国 CPI、零售、工业生产数据，CPI 偏低、零售表现平平而工业生产稍好于预期的结构下，市场对美联储未来加息路径预测分歧加大。但事实上，美国实体经济仍处于典型的消费需求远大于供给水平的阶段，薪资通胀螺旋能够持续多久、以多大的强度持续，在更大的程度上是与工业生产的表现而非需求侧表现相关；此外美国银行业动荡以来美联储加息路径已经较此前大幅下修 75BP 以上，这可能意味着下半年美国居民消费意愿较此前更好、以及后续房价回落速度更加缓慢，这两项因素可能会令当前美国正在经历的薪资通胀螺旋持续更久。总的来看，3 月美国银行业动荡背景下实体经济供需、就业、通胀数据的变化幅度和结构尚不能支持美联储年内就会快速降息的判断。

### 美国 3 月 CPI 降温，但房租和核心商品推动核心 CPI 上翘

美国 3 月 CPI 受油价前期大跌拖累而大幅回落至 5.0%，但美联储更为关心的核心 CPI 同比小幅上翘至 5.6%，为 2021 年 2 月以来首次出现核心通胀高于总体通胀的现象。据美国劳工统计局当地时间 4 月 12 日公布的最新数据，美国 3 月 CPI 同比较 2 月回落 1 个百分点至 5.0%，为近 22 个月内最低增速。其中能源单项贡献即减少 0.9 个百分点，几乎解释当月全部跌幅，凸显一季度油价连续大跌对能源消费端价格的直接传导作用。值得注意的是扣除食品和能源之后，与美联储货币操作关系更为紧密的核心 CPI 通胀超预期小幅走强，同比上行 0.1 个百分点至 5.6%。

图 1：美国核心 CPI 同比及其贡献、CPI 同比 (%)



资料来源：Wind，华金证券研究所

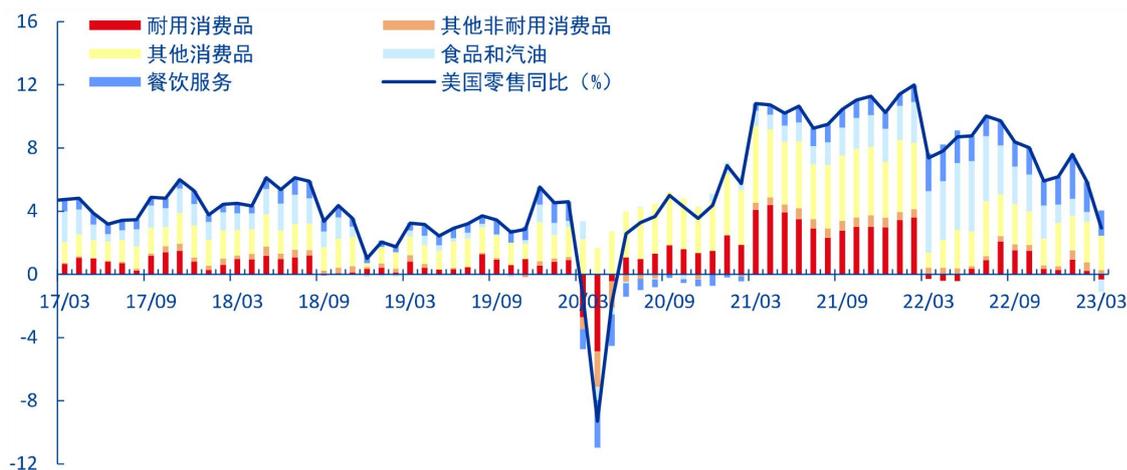
房租涨幅扩大、耐用消费品跌幅收窄是推升核心 CPI 的两大主要原因，显示居民消费意愿降温不快、劳动力就业改善较为积极、房地产市场风险总体可控。3 月核心通胀的主要分项中，房租同比涨幅扩大 0.1 个百分点至 8.3%，再创阶段性新高，对核心 CPI 涨幅的贡献亦上行 0.1 个百分点，为疫情以来最大；尽管单月环比小幅降温 0.15 个百分点，但 0.6% 的环涨水平仍显著

高于正常年份水平，一方面显示美国居民当前并不十分担忧过度紧缩的货币政策导致房价崩跌的可能性，另一方面也侧面显示美国劳动力市场改善加快，租房需求仍然旺盛。耐用消费品 CPI 同比跌幅单月收窄达 0.8 个百分点，对核心通胀的拖累也对应收窄 0.1 个百分点，显示美国居民消费意愿降温速度不快，耐用消费品连续大幅下跌概率较小。

## 美国零售降温但仍是典型的供不应求，工业生产与就业和通胀更加紧密

周五公布的美国零售增速也有所下降，能源和食品零售大幅回落、餐饮服务在年初明显改善后小幅下降，耐用消费品下跌速度放缓。据美国普查局当地时间 4 月 14 日公布数据，美国 3 月零售同比增长 2.9%，较前月下行达 3 个百分点，为 2020 年下半年以来最低。环比下跌 1.0 个百分点，大于预期的-0.4%，但 2 月数据上修 0.2 个百分点。从主要零售大类来看，拖累最明显的是能源和食品，合计占当月跌幅的接近一半，显示前期油价下跌对汽油零售额形成直接传导；餐饮服务的增速贡献下滑 0.3 个百分点至 1.6%，疫情缓和带动 1 月餐饮明显改善之后，2、3 月连续小幅降温。耐用消费品贡献下滑 0.5 个百分点至-0.3%，但下降速度较上个月有所放缓。总体来看，除能源食品之外的商品零售下滑速度小于总体零售。

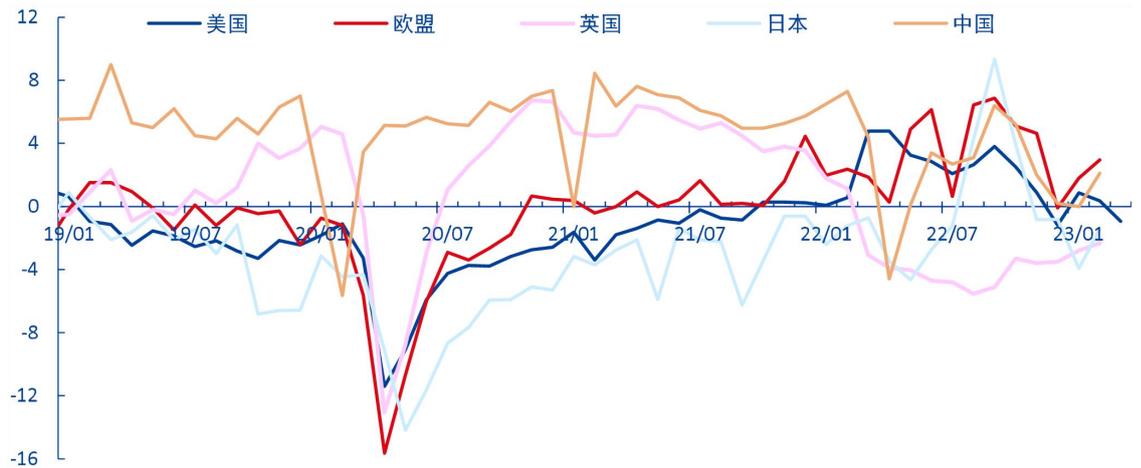
图 2：美国零售同比及贡献结构（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

美国居民超额储蓄规模巨大，消费品供不应求的需求缺口仍远大于常年，这意味着仍存在巨大的工业生产潜力空间，当前生产与就业和通胀的关系更为密切，需求侧数据与美联储决策一定意义上是脱钩的。美国 3 月工业生产较预期稍强，令市场对美国劳动力市场保持供需旺盛的局面信心有所回升。2020 年 3 月至 2021 年 9 月间，美国两届政府接力推出了超大规模的对美国居民直接补贴的财政赤字计划。由此美国居民当前持有高达 1.7 万亿美元的超额储蓄。尽管随着美联储自 2022 年初开始的一轮快速加息过程，美国居民在过去一年间消费意愿有所降温，储蓄率边际提升，但在补贴推动的消费超强高增之后，至今并未断崖式下滑，需求大于本土供给的缺口仍远大于常年。这意味着美国劳动力市场的天花板仍然很高，美国工业生产而非零售需求当前才是驱动其就业市场表现、决定薪资通胀螺旋强度的主要因素。4 月 14 日公布的美国 3 月工业生产、制造业生产同比增速分别为 0.5%、-1.1%，尽管分别较 2 月下行 0.4、1.3 个百分点，但整体表现稍好于预期，近半年来持续好于 ISM 制造业 PMI 的趋势情况。

图 3：全球各国制造业生产同比（%）

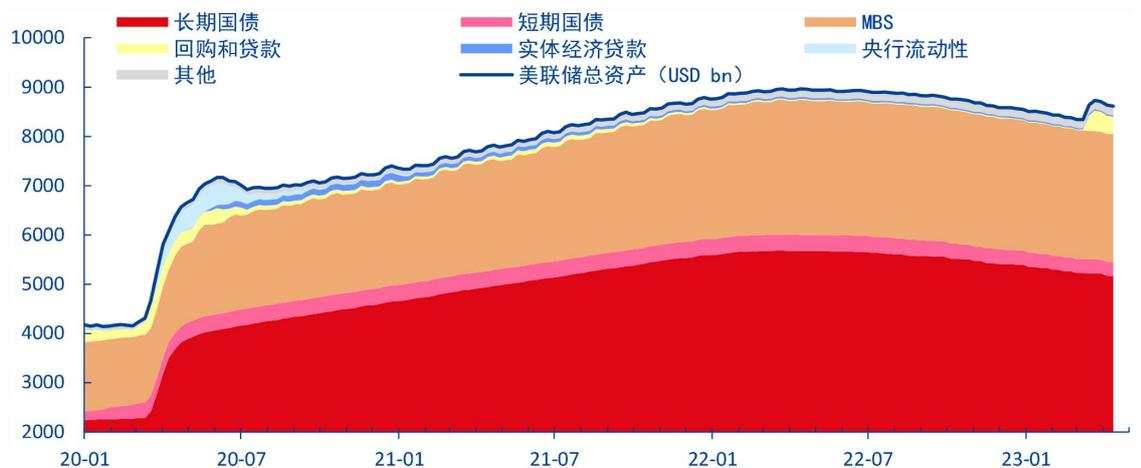


资料来源：Wind，华金证券研究所

### 加息路径下修、消费需求缓慢降温，美国核心通胀维持高位概率较大

美国银行业动荡令联储加息路径下移、房地产市场风险缓和；OPEC+集中加码减产油价预期小幅抬升，美国核心通胀下半年高位粘性较大。事实上，3月初硅谷银行遭挤兑破产之后，美联储加息路径已经偏离了其 2018 年以来主要依赖通胀和就业数据操作的路径，系统性下修的幅度当前已经超过 75BP，这意味着除非美国实体经济再遭大幅冲击，否则通胀和就业数据的小幅波动并不会导致进一步的宽松压力。同时货币政策和房地产市场风险此消彼长，当前尽管美联储资产规模已经连续三周重新转为下降，但下降速度不快，近期并无再度转鹰之虞。这可能令全球投资者和消费者相信大幅回落近 100BP 后的 10Y 美债收益率水平可以持续较长时间，从而美国房价暴跌风险得到缓释，至年底房租对核心通胀的贡献或难以出现大幅降温。此外近期 OPEC+ 随着中东紧张局势缓和而协同加码减产原油，油价中枢预计有所抬升，可能令美国正在经历的薪资通胀螺旋有所强化。

图 4：美联储资产规模及结构（USD bn）



资料来源：Wind，华金证券研究所

另一方面，只要美国居民维持需求缓慢降温的趋势，由于需求缺口仍然巨大，美国工业生产无论表现如何，都可能通过两个不同的途径强化“薪资通胀螺旋”。如果工业生产下滑较快，

那么美国消费端的需求缺口进一步扩大，核心商品通胀可能扭转为再度向上，从通胀预期端强化居民的高薪诉求。如果工业生产再度改善，则可能令美国劳动力市场紧张局面加剧，职位空缺数上升拉动薪资增速回升，也再度强化薪资通胀螺旋。

维持美联储 5 月加息 25BP、此后至年底维持联邦基金利率目标区间稳定的预测不变，实体经济供需两侧结构指向美联储年内加速转向降息的必要性不高。我国今年出口的外需环境可能是缓慢降温的，同时国内货币政策操作受到的外部约束较小。

## 国内房地产需求复苏的强度是否足以逆转货币政策方向？

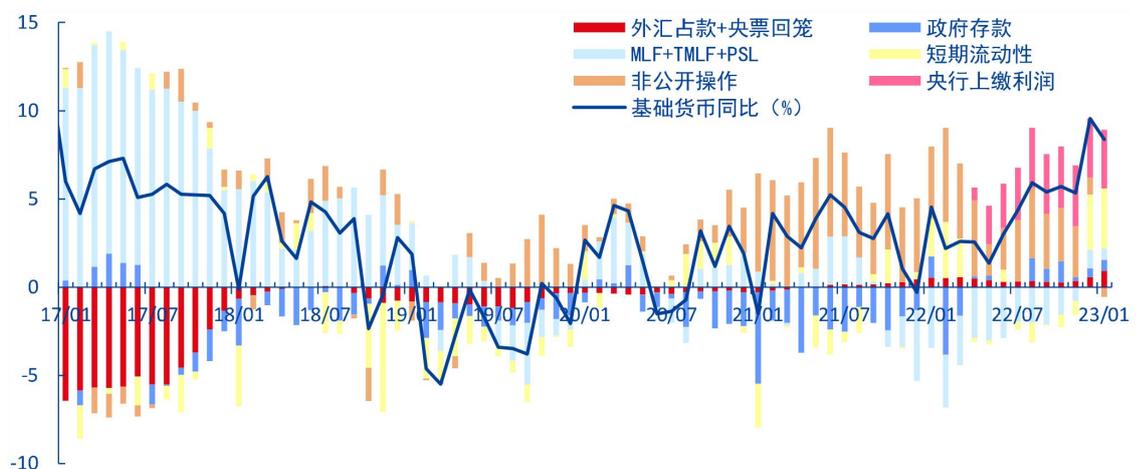
### 货币政策委员会例会在三方面表述有所降温

近日召开的货币政策委员会一季度例会在信贷增长、结构性工具运用、房地产融资需求三方面表述有所降温，更加趋稳。与去年四季度例会相比，本次会议在总体货币政策导向上的表述从“加大稳健货币政策实施力度”转变为“要精准有力实施稳健的货币政策”，对一季度经济运行整体好转给予了充分肯定的同时，似乎着力避免市场对货币政策操作形成过度偏松的预期。具体表述的变化集中在三个方面：

一、对信贷增速的要求，从“保持信贷总量有效增长”改为“保持信贷合理增长、节奏平稳”，结合一季度连续大超市场预期的信贷投放、以及三月居民信贷转弱为强的结构，这一表述的变化可能指向后续信贷增速或将有所控制，不会引导连续上行。

二、在结构性工具方面，不再强调“做好‘加法’”，而是重申要坚持“聚焦重点、合理适度、有进有退”的要求，但在这一部分内容中将“基础设施建设”增列为加大支持力度的国民经济重点领域之一。考虑到再贷款再贴现工具投放速度慢、信息不透明、成本不低的缺点，我们预计今年再贷款工具不再作为基础货币的主要增量投放渠道，但结构上可能对开发性政策性银行基建投资贷款进行倾斜。

图 5：我国基础货币同比及贡献结构（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

三、对房地产市场，本次例会未再强调“满足行业合理融资需求，推动行业充足并购”，而是新增了“有效防范化解优质头部房企风险”的要求，或显示当前房地产开发商融资环境已经有比较明显的改善，在一季度地产需求有所回暖的背景下，推动房地产业向新发展模式平稳过渡可能要求政策疏通强度大于总量融资支持。

我们认为，在二季度房地产需求难以延续年初改善幅度的假设下，今年货币政策的主要目标仍是保持对基建投资较强信贷支持的同时，有效修复商业银行存贷款利差过窄的问题。这一逻辑可以同时兼容上述三点例会表述的变化。我们维持全年降准 100BP 的预测不变，预计 4 月底可能是下次 25BP 降准宣布的关键时点；以降准替换再贷款、MLF 大规模净投放为主要的流动性投放方式，有助于下半年通过下调 1Y LPR 以及 MLF 利率 20-30BP、并小幅下调 5Y LPR 10-15BP 的方式，在修复商业银行存贷款利差的同时，对基建投资稳增长稳就业所需的大量信贷融资需求给予有力保障。而如果二季度房地产需求继续升温，全年货币政策方向可能发生变化。

图 6：我国货币乘数同比及贡献原因拆分（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

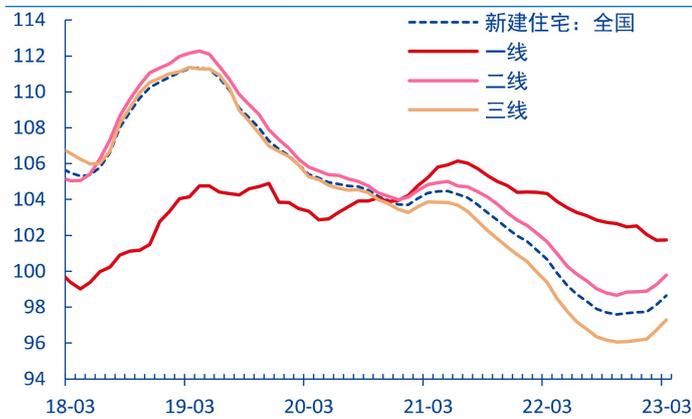
### 一线城市房价分化，二三线仍处于底部，地产回暖可持续性待察

3 月全国住宅价格连续第二个月跌幅收窄，其中一线城市房价涨幅仍然居首，但并未进一步上行；二三线城市跌幅收窄但仍处于下跌区间。一季度地产需求的改善量大于价，疫后需求集中释放特征更加明显。3 月一线城市新建商品住宅价格同比上涨 1.8%，涨幅与 2 月持平，为 2021 年二季度以来底部；而从高频成交数据来看，一季度一线城市成交大幅改善，量升价平特征明显。二三线城市新建商品住宅价格同比分别为 -0.2%、-2.7%，分别较 2 月跌幅收窄 0.5、0.6 个百分点，三线城市下跌幅度仍然较深。去年三月由于上海封城，一线城市的房产交易有较为明显的低基数效应；加之我国的房地产市场呈现明显的“跷跷板”效应，一线城市的人口吸纳能力明显大于二、三线城市，一季度一线城市新房量升价平的表现并不能代表稳固回暖的趋势。结合住宅成交面积数据来看，今年的地产销量已从阶段高点回落至历年同期平均水平，加之去年二季度上海解封后房地产市场短暂回春基数走高，今年二季度一线城市地产销售价格或难继续上涨。今年的基建投资稳增长政策提高了中低收入群体的收入预期，拉动二三线城市住宅销售价格跌幅收窄，

但中低收入群体并非房产购买主力，加之东部城市产业链向中西部转移是一个较为漫长的过程，二三线城市人口流出压力难以很快缓和，住宅价格的下跌趋势仍未扭转。

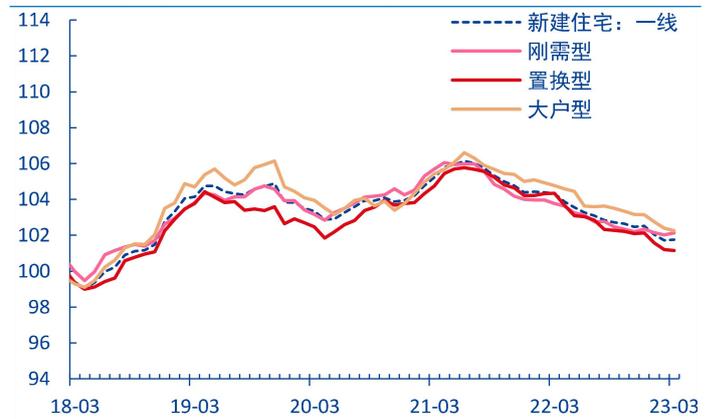
一线城市居民购房所加债务杠杆较多，一旦这部分居民收入预期下降或财富效应降低，由加杠杆转为去杠杆，一线城市地产需求改善速度可能有所放缓。3月一线城市刚需型住房价格上涨幅度大而改善型涨幅最弱且差距扩大，这种结构可能指向二季度地产需求再度有所降温概率较大。目前，我国地产销售的结构性问题较为严峻，一线城市的房价仍在持续上升，但二三线，尤其是三线城市的房价已经连续下行超一年时间；若一线城市房价继续上涨，将对二三线城市造成更为严峻的虹吸效应，致其无法持续发展。从一线城市住宅销售结构来看，新房销售中价格改善幅度最大的是刚需型住宅。“三箭齐发”后地产融资环境大幅改善，但一线城市改善型住房价格并未如2021年上半年或2022年下半年保持和刚需型住房基本相同的涨价幅度，显示疫情以来一线城市居民收入预期、财富效应受到一定影响，居民持续去杠杆意愿仍然较强，地产需求改善的发动机尚未完全启动。

图 7：新建商品住宅价格同比（%）



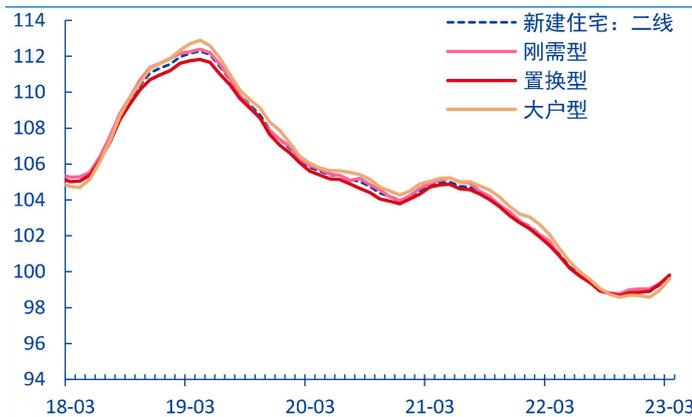
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：一线城市住宅价格同比及结构（%）



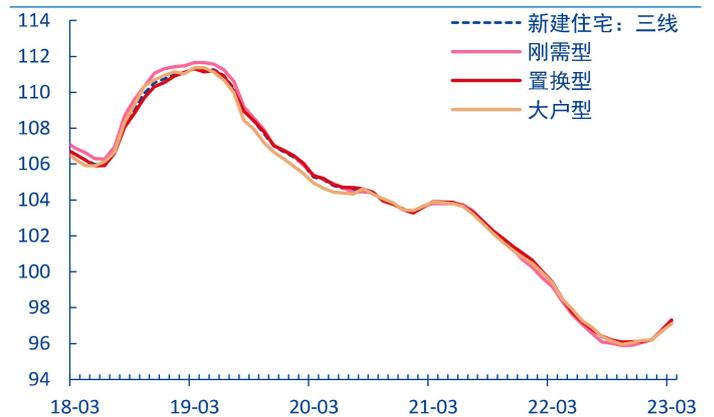
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 9：二线城市住宅价格同比及结构（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 10：三线城市住宅价格同比及结构（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

**风险提示：**货币政策收紧快于预期。

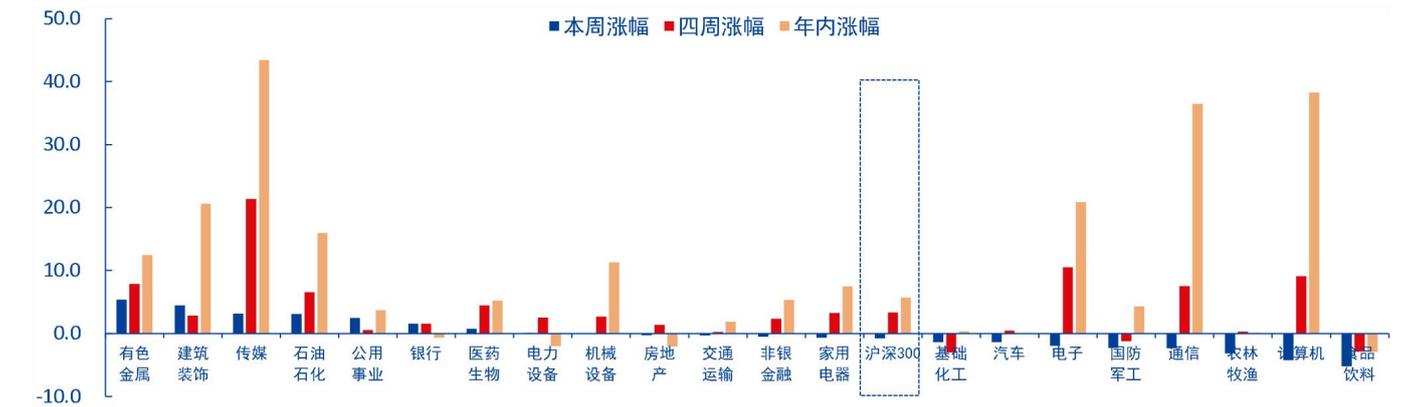
## 华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 11: 全球股市: 日经及欧洲涨幅领先, A 股本周跌幅较深



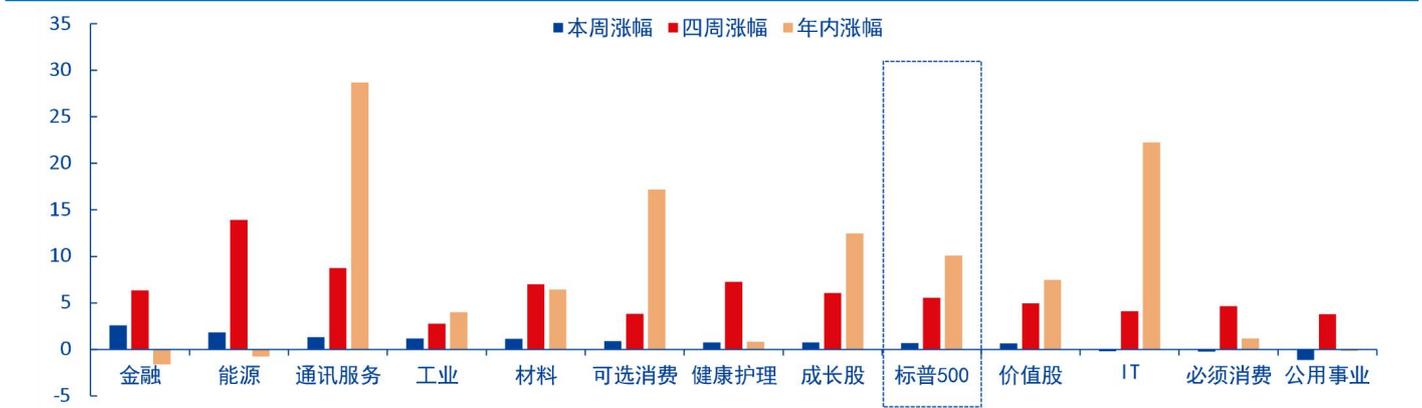
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 12: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%) : 本周有色金属领涨, 建筑装饰及传媒、石油石化继续上涨



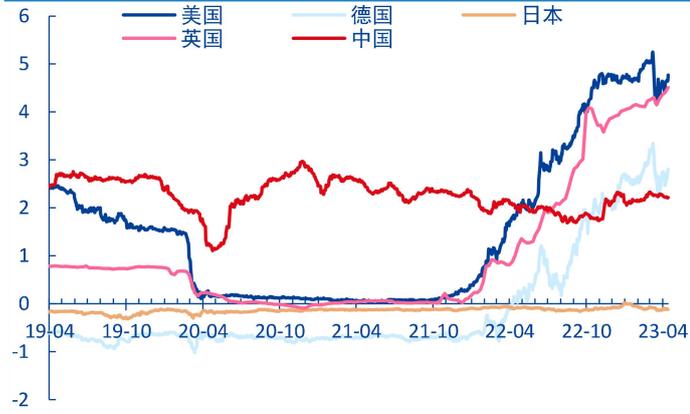
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 13: 标普 500 及行业涨幅对比 (%) : 能源继续上涨, 金融板块涨幅领先



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 全球 1Y 国债收益率 (%) : 美债收益率随 CPI 数据走高



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 15: 全球 10Y 国债收益率 (%) : 美国 10Y 国债收益率上升



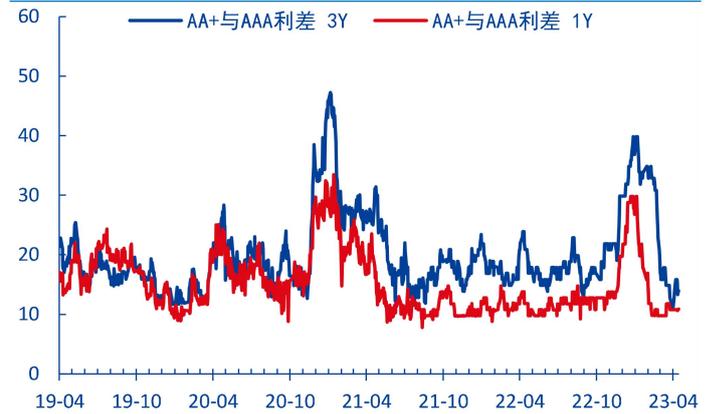
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 16: 10Y 国开债与国债利差维持低位 (%)



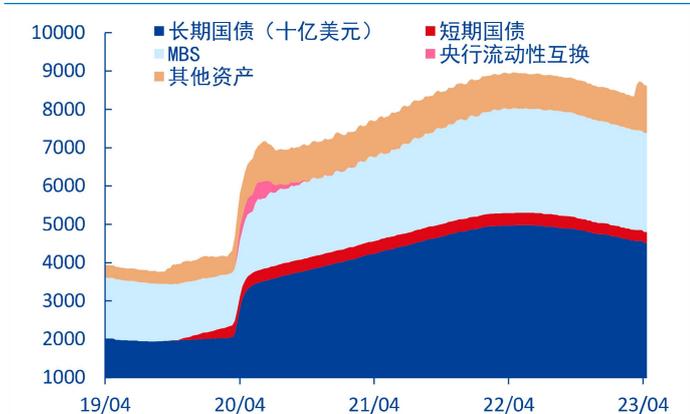
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 17: 3Y 信用利差继续扩大 (BP)



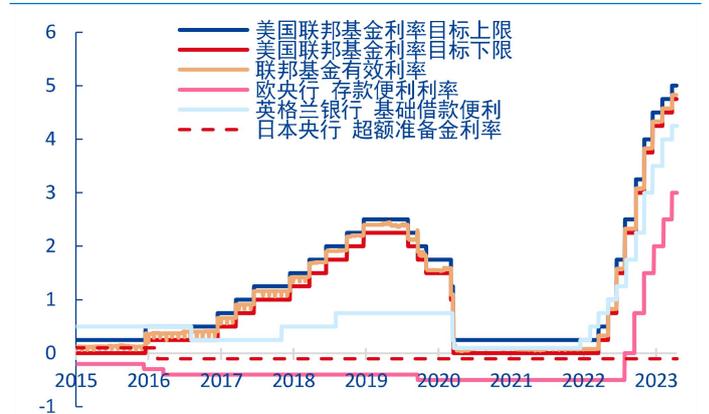
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 18: 银行业风波结束美联储资产规模第 3 周下降 (USD bn)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: 主要央行政策利率 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 20: 全球汇率: 美元指数波动上升, 欧英继续升值



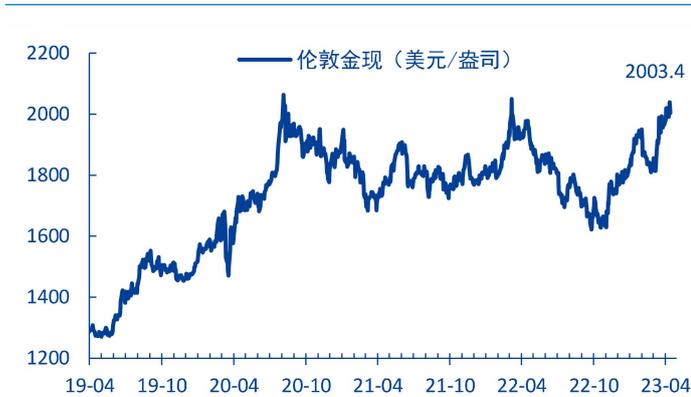
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 21: CNY 小幅升值



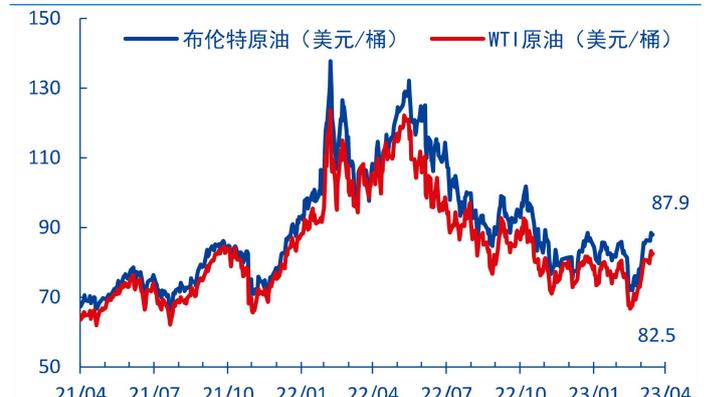
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 22: 黄金价格本周震荡下行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 23: 油价中枢持续上移



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 24: 4 月初煤价延续下跌趋势 (元/吨)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 25: 本周铜价小幅上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 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)