

2023年05月14日

再论“超额存款”：消费、买房还是投资？

主题报告

消费内需深度报告·暨双循环周报（第9期）

投资要点

- ◆ 经济恢复到当前位置，如何展望天量“超额存款”的去向？如何科学预判政策结构？
- ◆ 过去5个季度超额存款达11.7万亿，4月有积极变化迹象。2020年至今居民部门累计超额储蓄、超额存款分别达到7万亿和18万亿，其中最近5个季度均有加速，合计分别达到3.7万亿和11.7万亿。在年初市场普遍对所谓居民“超额储蓄”可以内生性地转化为今年的额外消费需求较为乐观之际，我们即曾旗帜鲜明地提出清醒判断。“超额储蓄”至23Q1末进一步上行至7.0万亿，经济复苏初期居民消费意愿恢复缓慢。“超额存款”是扣除“超额储蓄”后的居民存款多增额，反映居民对股市、理财产品、房地产市场的信心不足所导致的存款对其他投资的反向替代。4月居民存款连续第二个月扭转此前的多增趋势，超额存款连续高增过程接近见顶。
- ◆ 边际消费倾向改善较慢，超额储蓄仍在增长。高频数据显示4月下旬汽车销售降温。当前鼓励汽车消费的政策落脚于以农村等地区充电桩建设创造需求，预计中期向好但年内商品消费恢复强度较为温和。预计4月、全年社零总额同比分别增长22.5%、6.8%，商品消费仍难言强劲。一季度出境旅游支出稳步增长至疫情前75%左右，较22Q4改善约25个百分点，亦未报复性高增。
- ◆ 购房需求集中释放后连续降温，偿还房贷仍然较快。当前不同收入人群消费意愿逻辑背离，中高收入群体财富效应是主要驱动因素。地产需求23Q1集中释放过后，4月以来转向降温，特别是4月下旬至5月初的两周降温较快，目前二线城市有企稳迹象，三线仍陡峭下行。居民部门去杠杆仍在延续，数据显示中高收入群体以减少消费、从理财和股市撤出资金的形式集中偿还房贷降低自身金融杠杆，而中低收入群体居民在疫情期间因维持必要消费而实际上在收入受到冲击的同时有一定的贷款增加或是消耗历史存量储蓄的行为。
- ◆ 超额存款回流理财、股市，或是中高收入群体消费改善的前提。超额存款向理财、股市再度形成回流，中高收入群体财富效应预期企稳，或是消费改善的前提，4月随债市收益率加速下行，超额存款向理财市场回流有所加速。而政策年内更为关注的中低收入群体消费改善的逻辑则主要系于就业、收入。服务业就业吸纳能力的提升是第二性的，第一性的最初直接拉动就业的外生政策刺激应该还是在基建投资。
- ◆ 协议存款利率下调，是终点还是起点？货币政策最具总量需求扩张属性，分析货币银行体系的任何变化都应带有宏观逻辑思维。本轮协议存款利率下调，是上一次LPR下调的自然结果，但不可忽视在基建主要依赖信用扩张的23Q2进行这样的调整，可能更多代表着货币政策趋于扩张保障基建、以此带动下半年消费稳健增长的深层次逻辑。从这个角度，我们对全年降准100BP和下半年LPR、MLF利率向1Y期倾斜的结构化降息的期待，无疑是当前宏观经济政策逻辑自然演绎的结果。
- ◆ 华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）：权益市场震荡，当周普遍微跌。宏观预期转弱，债券收益率整体下行，短端进一步加速。
- ◆ 风险提示：稳增长政策力度不及预期。

分析师

张仲杰

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

相关报告

- 金融数据速评（2023.4）-地产再冷，凸显基建 2023.5.11
- 中国 CPI、PPI、美国 CPI 点评（2023.4）-中美通胀背离扩大的三点启示 2023.5.11
- 进出口数据点评（2023.4）-越过山丘，谁更脆弱？ 2023.5.9
- 华金宏观·双循环周报（第8期）-财经委强调产业链完整安全，美非农再超预期 2023.5.7
- 美联储 FOMC 会议点评（2023.5）-鲍威尔的不可能三角 2023.5.4



内容目录

一、过去 5 个季度超额存款达 11.7 万亿，4 月有积极变化迹象	3
二、边际消费倾向改善较慢，超额储蓄仍在增长	4
三、购房需求集中释放后连续降温，偿还房贷仍然较快	6
四、超额存款回流理财、股市，或是中高收入群体消费改善的前提	7
五、协议存款利率下调，是终点还是起点？	8
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	10

图表目录

图 1：超额储蓄、超额存款的估算	3
图 2：居民存款、总存款余额同比	4
图 3：乘联会乘用车批发、零售同比增速	5
图 4：社会消费品零售总额同比及预测结构（%）	5
图 5：经常项下旅行支出规模与占疫情前均值之比	6
图 6：30 大中城市地产销售与疫情前趋势之比（%）	6
图 7：30 大中城市地产销售与疫情前趋势之比（%）	7
图 8：全球 1Y 国债收益率（%）：中国短端国债收益率下降	8
图 9：全球 10Y 国债收益率（%）：3 月以来我国逆势下行	8
图 10：固定资产投资单月同比（%）：基建投资 23Q1 同比 11.6%，仍处于 6 年以来最强阶段	8
图 11：政策利率体系（%）	9
图 12：全球股市：日本股市领先，美股、欧洲股市表现较差，A 股延续下跌趋势	10
图 13：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：本周市场整体表现一般，多数板块微跌	10
图 14：标普 500 及行业涨幅对比（%）：通讯服务涨幅较大，其他行业表现一般	10
图 15：10Y 国开债与国债利差进一步缩小（%）	11
图 16：1Y、3Y 信用利差走高（BP）	11
图 17：美联储资产规模小幅降低（USD bn）	11
图 18：主要央行政策利率（%）	11
图 19：全球汇率：美元指数小幅回升	11
图 20：美元上升带动人民币被动贬值	11
图 21：黄金价格小幅回升	12
图 22：油价继续回落	12
图 23：5 月初煤价延续下跌趋势（元/吨）	12
图 24：本周铜价波动回落	12

本周公布的4月通胀数据显示居民商品和服务消费冷热不均加剧，最新金融数据则显示居民存款开始减少并部分流向理财产品。经济恢复到当前位置，我们如何展望过去5个季度我国居民天量“超额存款”的去向？又如何在此基础上科学预判今年的政策组合结构？我们结合近日最新公布的国际收支数据、房地产和汽车需求、存款利率和货币政策预期的最新变化进行综合研判。

一、过去5个季度超额存款达11.7万亿，4月有积极变化迹象

2020年至今居民部门累计超额储蓄、超额存款分别达到7万亿和18万亿，其中最近5个季度均有加速，合计分别达到3.7万亿和11.7万亿。在年初市场普遍对所谓居民“超额储蓄”可以内生性地转化为今年的额外消费需求较为乐观之际，我们曾旗帜鲜明地指出2022年大幅多增的实质是“超额存款”而非“超额储蓄”，前者主要来自居民投资于金融市场和房地产市场的支出减少，而后者主要反映居民消费意愿不足的结果，并且后者并不存在内生性的由升到降的逻辑。在疫情防控取得决定性胜利、经济复苏已经有一个完整季度之后，我们可以进一步给出较为清晰的“超额存款”、“超额储蓄”的定义并进行相对精确的匡算。

1) 我们认为“超额储蓄”应被理解为居民收入大于居民消费支出的部分，反映居民收入的高增或是居民消费意愿下降的累计结果。2020年以来，疫情导致居民平均消费倾向迅速下降，从2019年的70.1%降至2020-2022年的65.9%、68.6%和66.5%，至今年一季度尚未明显改善，由此导致居民收入增速下降的同时，产生了“消费疲弱型超额储蓄”，累计规模从2020年、2021年末的2.1万亿、3.3万亿，迅速增加至2022年末的5.6万亿，至23Q1末，进一步上行至7.0万亿。这一点首先说明经济复苏初期居民消费意愿恢复缓慢，收入恢复数个季度之后可能才会迎来消费偏好的连续改善。

图1：超额储蓄、超额存款的估算



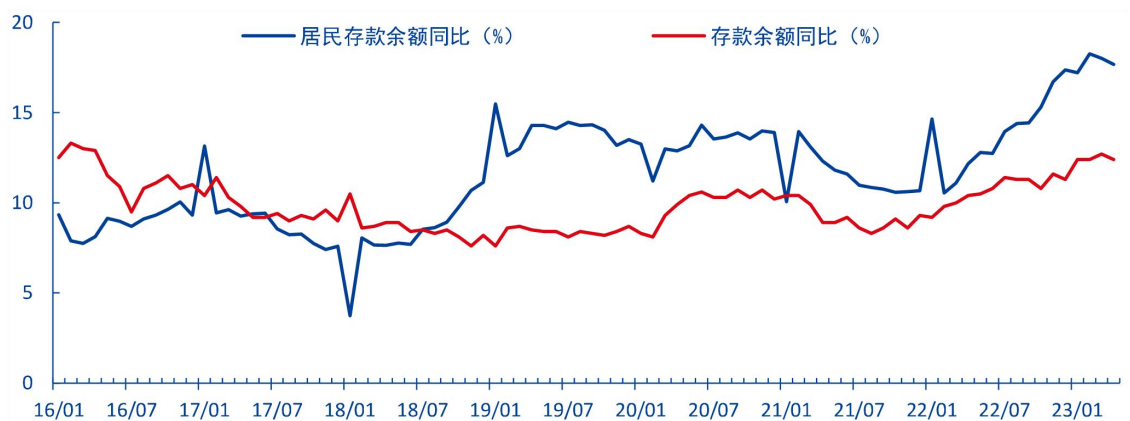
资料来源：Wind，华金证券研究所

2) 我们将“超额存款”定义为扣除“超额储蓄”之后的居民存款多增金额，主要反映居民部门对股票市场、理财产品、房地产市场的信心不足所导致的存款对其他投资支出的反向替代。疫情暴发之初超额存款迅速增加，20Q1一个季度内从1.7万亿增至6.6万亿，显示居民避险情绪迅速抬升。但此后直至21Q2，随着初始和德尔塔两轮疫情趋于缓和，居民对房地产和股票市场热情高涨，投资增加，超额存款余额一度大幅下降至3.5万亿。但2021年下半年至22Q4，

奥密克戎变种病毒疫情反复，叠加房地产市场需求急冻预期逆转，超额存款以更陡峭的斜率再度大幅累计，至 23Q1 末达到 19.7 万亿，其中过去 5 个季度合计增加达 11.7 万亿。今年 1 季度再度增加约 6300 亿，但增速已经开始明显放慢，显示随着经济复苏，居民部门对股市、理财产品的关注度再度提升，房地产需求企稳和一季度的小幅反弹也对放慢超额存款增速有积极作用。

最近公布的金融数据显示，4 月居民存款连续第二个月扭转此前的连续多增，稍大于历年同期的降幅可能显示超额储蓄、超额存款连续高增的过程接近见顶。4 月 M2 同比下滑 0.3 个百分点至 12.4%，较 2 月的近年来高位下行 0.5 个百分点，其中居民户存款当月减少 1.2 万亿，降幅较历年同期均值约扩大 1500 亿左右，而 2022 年月均居民存款较过去十年多增达 1.19 万亿，4 月居民存款继 3 月之后连续两个月降温至更加接近正常的水平。

图 2：居民存款、总存款余额同比

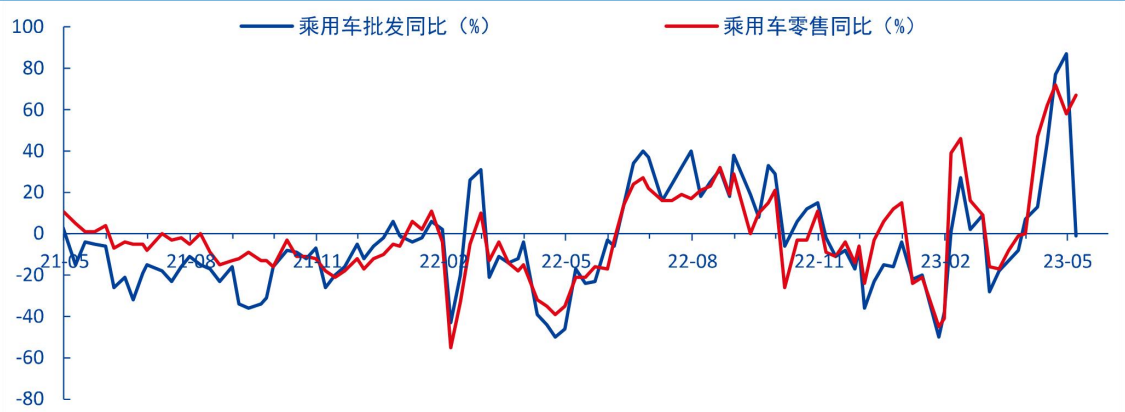


资料来源：Wind，华金证券研究所

二、边际消费倾向改善较慢，超额储蓄仍在增长

高频数据显示 4 月下旬汽车销售有所降温，月度环比从 3 月的高增再度降温至正常水平附近。当前鼓励汽车消费的政策落脚于以农村等地区充电桩建设创造需求，预计中期向好但年内商品消费恢复强度较为温和。乘联会数据显示 4 月下旬至 5 月初，汽车销售出现较为明显的下滑。尽管 4-5 月汽车销售基数因去年上海等地封控而相当低，必然带来今年这两个月份汽车消费同比的高增，但在前期地产周期不断下探、竣工走弱的同时，今年新能源汽车国家补贴结束，车企纷纷大幅降价导致居民预期有所紊乱的情况下，年内汽车等后地产周期可选大宗商品消费预计表现将较为一般。当前政策关注到汽车消费需求偏弱的现状，但囿于财政资源相当紧张，4 月底以来多个中央层面重要会议均明确当前鼓励汽车消费的政策路径主要是在农村地区增加充电桩等建设，以供给创造需求，而与直接补贴购买的措施相比，这样的政策路径在中期预计可带动汽车消费向好，但短期内中高收入群体财富效应预期谨慎、房地产周期磨底、国家补贴结束仍可能意味着今年商品消费需求恢复强度不会很大。

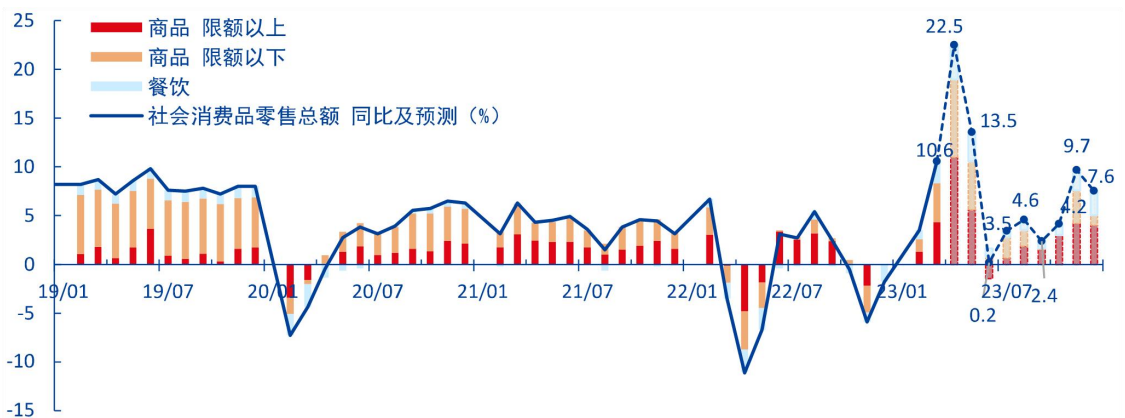
图 3: 乘联会乘用车批发、零售同比增速



资料来源: Wind, 华金证券研究所

预计全年社会消费品零售总额同比增速温和恢复至**6.8%**左右,其中商品零售同比或仅有**5.7%**左右。尽管4月零售低基数下同比增速有望大幅上冲至**22.5%**,商品消费全年仍难言强劲。去年4月、全年零售总额同比增速分别为**-11.1%**、**-0.3%**,我们预计今年4月、全年社会消费品零售同比增速分别改善至**22.5%**和**6.8%**,两年平均来看,今年全年或将低于2021年4%的增速水平,商品消费恢复难言强劲。

图 4: 社会消费品零售总额同比及预测结构 (%)

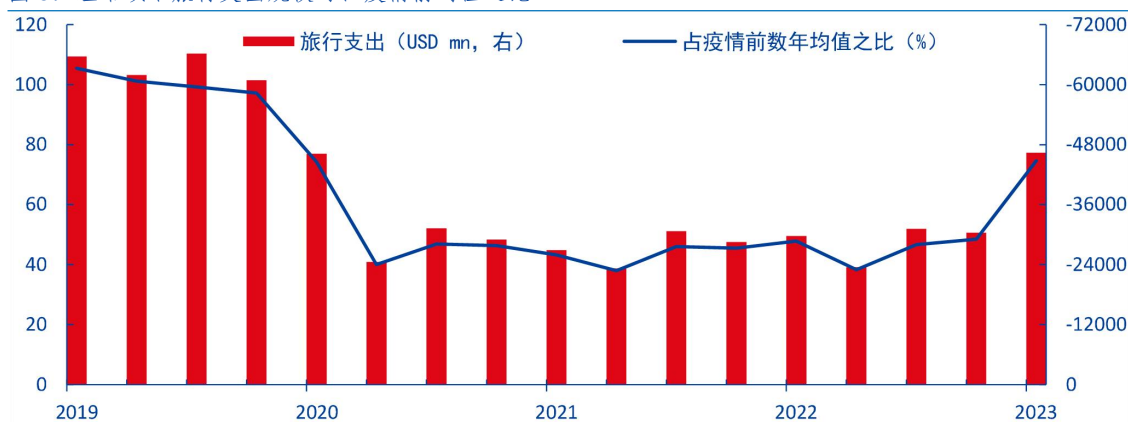


资料来源: Wind, 华金证券研究所

最新经常账户数据显示,出境旅游支出一季度稳步增长至疫情前**75%**左右,较去年四季度改善约**25**个百分点,亦未出现报复性高增态势。出境旅行是居民服务消费的重要方式之一。2019年我国服务贸易合计逆差**2611**亿美元,其中旅行项逆差达**2188**亿美元,占全部逆差规模的**84%**,旅行项下对外支出合计达**2546**亿美元。疫情以来除留学和必要的出境活动之外,境外旅游几乎暂停,2020-2022年旅行项下支出迅速减至**1311**、**1094**、**1148**亿美元。今年一季度支出增加较为迅速,单季达到**464**亿美元,占疫情前的季度均值的比例从22Q4的**48.5%**恢复至**74.6%**,但考虑到一月中旬之后疫情已经快速缓和,出境旅游复苏的速度实属相对稳健,并非报复性高增。五一假期期间出境机票、出境游情况也继续沿着稳健复苏的路径演绎,加之国内旅游收入恢复至2019年的**101%**,未超市场预期,并且仍低于旅游人数(恢复到2019年的**120%**),显示居民服务消费意愿整体改善也是比较稳健的而并非报复性的。

商品和服务消费恢复相对温和的现状，与一季度居民消费偏好仍处于底部、未明显反弹的表现相一致，由此超额储蓄仍进一步增加，促进消费需求改善仍需主抓中低收入群体就业和中高收入人群的财富效应。

图 5：经常项下旅行支出规模与占疫情前均值之比

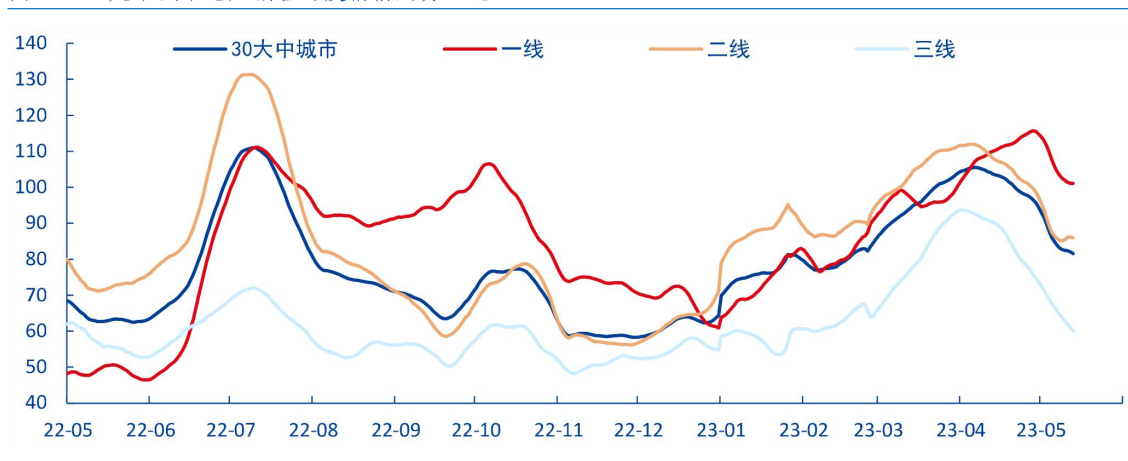


资料来源：Wind，华金证券研究所

三、购房需求集中释放后连续降温，偿还房贷仍然较快

当前不同收入人群消费意愿逻辑背离，中高收入群体财富效应是主要驱动因素。地产需求 23Q1 集中释放过后，4 月以来转向降温，特别是 4 月下旬至 5 月初的两周降温较快，目前二线城市有企稳迹象，三线仍陡峭下行。我们对 30 大中城市及其内部的一二三线城市地产销售数据进行季节调整后持续跟踪，最新情况显示，4 月以来一二三线地产销售全面下滑，4 月下旬至 5 月初下行加速，5 月第二周开始一线、二线有企稳迹象，三线下行斜率仍然非常陡峭，并降至疫后三年的平均水平附近。具体来看，全国地产销售恢复的峰值大约在 3 月底出现，为疫情前数年均值的 105%，而去年年底只有 75% 的总体强度；至 4 月底、5 月中，分别降至疫情前趋势强度的 85%、80% 左右，其中一线、二线、三线最新情况分别占疫情前趋势的 101%、86%、60%，分别较一季度复苏峰值低 15%、26%、34%，地产需求释放总量的可持续性较弱，结构上一线强于二线、三线人口流出需求最弱的“跷跷板效应”日益突出。

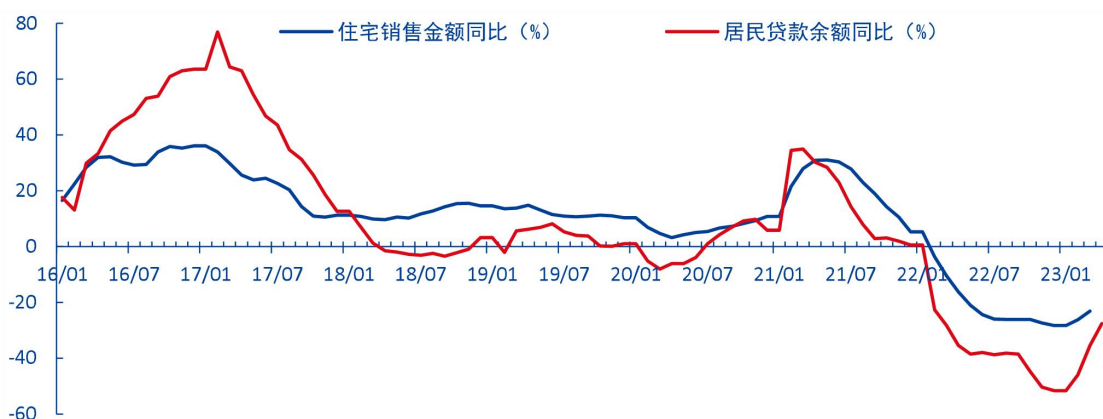
图 6：30 大中城市地产销售与疫情前趋势之比（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

从居民金融杠杆来看，居民部门去杠杆过程仍在延续，与新增购房金额相比，新增居民贷款仍是大幅少增的，从而数据显示已有房贷的居民仍热衷于集中提前偿还，那么中高收入群体的消费意愿自然是不足的。居民借贷在3月一度冲高，但4月再度转为较大幅度下降，再度重回去年年初以来的居民连续去杠杆的趋势之中。实际上从2021年下半年开始，居民贷款的增速就开始大幅低于住宅销售金额的增速，我们测算过去三年居民年均提前偿还房贷或接近4万亿，已经大幅超过了居民部门减少消费所带来的狭义超额储蓄的累积金额，这一罕见现象指向中高收入群体居民以减少消费、从理财和股市撤出资金的形式集中偿还房贷降低自身金融杠杆，而中低收入群体居民在疫情期间因维持必要消费而实际上在收入受到冲击的同时有一定的贷款增加或是消耗历史存量储蓄的行为。

图7：30大中城市地产销售与疫情前趋势之比（%）

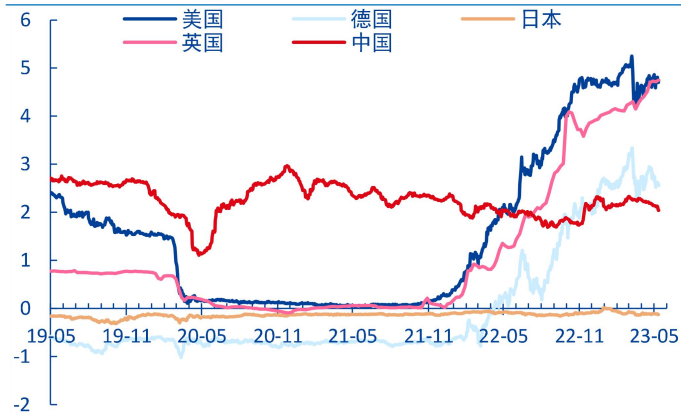


资料来源：Wind，华金证券研究所

四、超额存款回流理财、股市，或是中高收入群体消费改善的前提

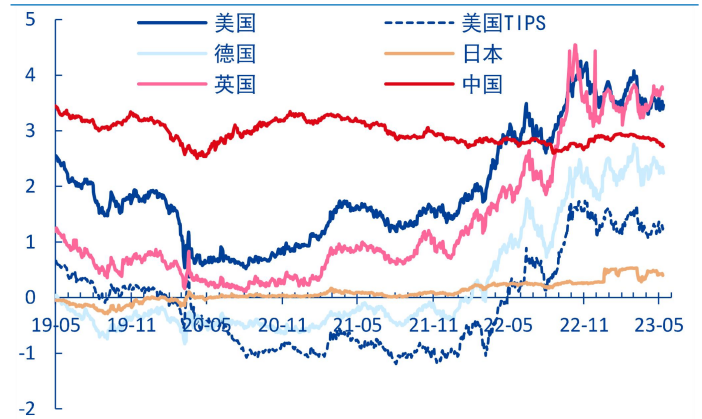
逻辑上，超额存款向理财、股市再度形成回流，中高收入群体财富效应预期企稳，或是其消费改善的前提，4月随债市收益率加速下行，理财产品收益改善，超额存款向理财市场回流有所加速。综上分析，我们可以得出两个初步的重要结论：一、超额储蓄反映居民消费意愿相对于收入水平的下降，当前主要掌握在中高收入群体手中，中低收入群体消费偏好并无明显变化；二、剔除超额储蓄后的超额存款，更多反映股市、债市表现不佳阶段中高收入群体以存款反向代替股票、债券类金融资产配置。两个结论又指向一个推论，由于中高收入人群疫情期间收入受影响较小，其消费意愿主要由财富效应所驱动，因此在房地产市场改善热度减弱的背景下，应首先观察到超额存款向理财产品（债券市场）和股票市场的回流，之后才可能观察到可选商品消费的明显复苏、以及服务消费改善斜率的陡峭化。好消息是4月以来随着债市收益率的加速下行，理财产品收益预期改善，已经出现初步的超额存款向理财产品加速回流的迹象。据证券时报·券商中国报道，4月末12家理财子公司合计管理规模单月回升近1.2万亿元，与4月住户存款减少1.2万亿元规模几乎相当。当然具体测算方面两者并不可直接对比，但大体规模上确实可看出中高收入群体财富效应正在修复路径之中。另一条路径则来自与证券交易保证金直接相关的非银金融机构存款，近几个月数据显示居民未再像2022年一样持续从股票市场及权益类公募产品中净卖出，但尚未形成连续的超额存款向股市回流态势。

图 8: 全球 1Y 国债收益率 (%) : 中国短端国债收益率下降



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 9: 全球 10Y 国债收益率 (%) : 3 月以来我国逆势下行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

而政策年内更为关注的中低收入群体消费改善的逻辑则主要系于就业、收入而非财富效应。服务业就业吸纳能力的提升建构于疫后经济复苏的过程之中，是第二性的，第一性的对中低收入群体就业形成最初直接拉动的外生政策刺激应该还是在基建投资、以工代赈的逻辑链条上。农村户籍人群城镇化的初始就业行业往往集中在生活性服务业和基础设施建设两个方面。餐饮住宿批发零售交通运输等生活性服务业自身具有疫后恢复改善的内生逻辑，但国内外三年来的经验均已证明其改善斜率不会非常陡峭，在此之前需要宏观经济政策外生性地给予额外刺激，加速经济恢复斜率，从而进一步加快服务业就业吸纳，提高国内经济供需循环的韧性。那么基建投资在今年的宏观经济政策逻辑上无疑就处于优先位置。也就是说，当前促进消费恢复的两大逻辑前提之二，实际上就是基建投资维持高增以创造就业、稳定中低收入群体居民收入。年初以来基建投资连续超市场预期的高增在今年的宏观逻辑上不但通顺，而且很关键。

图 10: 固定投资单月同比 (%) : 基建投资 23Q1 同比 11.6%，仍处于 6 年以来最强阶段



资料来源: Wind, 华金证券研究所

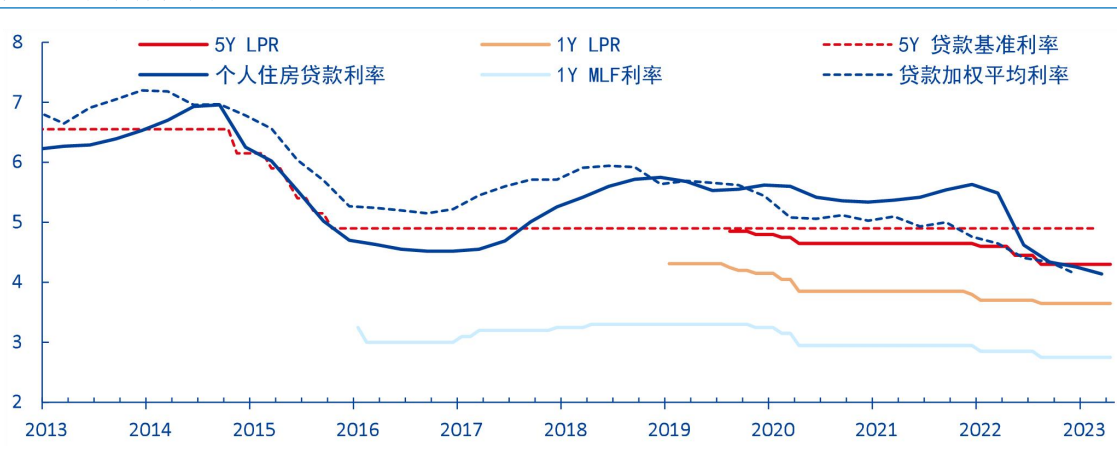
五、协议存款利率下调，是终点还是起点？

货币政策最具有总量需求扩张属性，我们分析货币银行体系的任何变化都应该带有宏观逻辑的思维方式。本轮协议存款利率下调，是去年 8 月上一次 LPR 下调之后的自然结果，但不可忽视的是，在基建投资主要依赖信用扩张的今年，二季度这个时点上进行这样的调整，我们认为更多代表着货币政策趋于扩张、量价两方面保障基建投资维持较大力度、以此带动下半年消

费稳健增长的深层次逻辑之始。从这个角度来看，我们对全年降准 100BP（每季度 25BP）和下半年 LPR、MLF 利率向 1Y 期倾斜的结构化降息的期待，无疑是当前宏观经济需求结构和宏观经济政策逻辑自然演绎的结果。据第一财经报道，近日有国有大行接到通知，5 月 15 日起，对协议存款和通知存款利率自律上限进行调整，国有银行执行基准利率+10BP、其他金融机构执行基准利率+20BP 上限，较之前的上限水平分别下调 30BP、50BP。协议存款是企业的一种不固定期限存款产品，其利率水平显著高于活期存款，比定期存款稍低。2022 年 8 月最后一次下调 5Y 1Y LPR 各 5BP 之后，大型商业银行首先及时下调了定期存款利率，今年 2-3 月在存款利率自律机制内的中小银行也进行了回溯下调，4 月不在自律机制内的中小银行跟随性下调后，协议存款是最后一块拼图。在占总存款规模 10%-20%的协议存款利率下调完成之后，前期 LPR 下调向存款端的利率调整基本完毕。今年以来的上述三轮存款利率下调也构成了债市走牛的很重要的逻辑支持。

而本轮下调之后，从宏观逻辑来看，中高收入群体需要政策利率的进一步下行和流动性的进一步改善来推动股市债市表现向好，带动财富效应预期企稳，从而释放潜在的消费购买力；而中低收入人群就业和收入的改善需要基建投资维持高增的前端刺激，但财政存量资源比较捉襟见肘的当前情况下，基建投资融资结构和穿透式监管的要求，也都需要货币政策从量价两方面给予充分的呵护。当前我国和美国在居民需求端对货币政策的要求是相反的，美国中高收入群体居民希望货币转松，但中低收入群体掌握超额储蓄对货币紧缩是不敏感的，而我国各收入群体居民都期待见到货币中性偏松的操作，在这种情况下，我们相信全年的货币政策不会在方向决策问题上产生犹豫。我们维持全年降准 100BP，每个季度降准 25BP 的预测不变，预计在美联储确定加息到达顶部之后，下半年我国 1Y LPR 和 MLF 可下调 20-30BP，5Y LPR 下调 10-15BP 的预测不变。

图 11：政策利率体系（%）

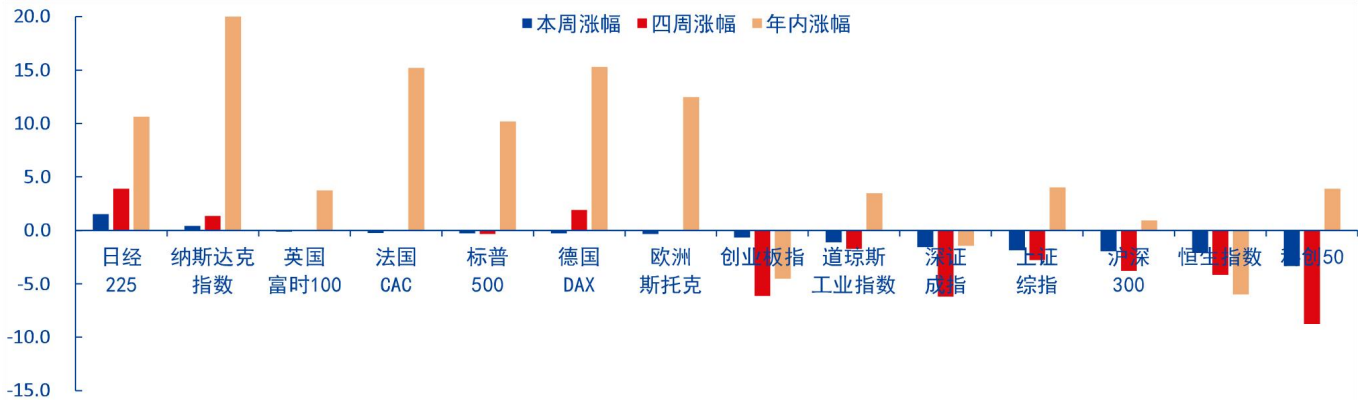


资料来源：Wind，华金证券研究所

风险提示：稳增长政策力度不及预期。

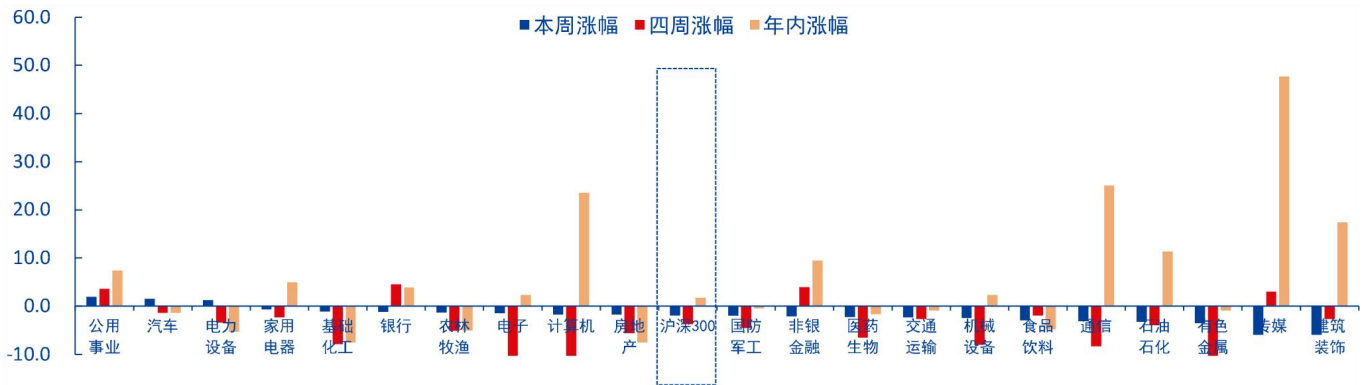
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 12: 全球股市: 日本股市领先, 美股、欧洲股市表现较差, A 股延续下跌趋势



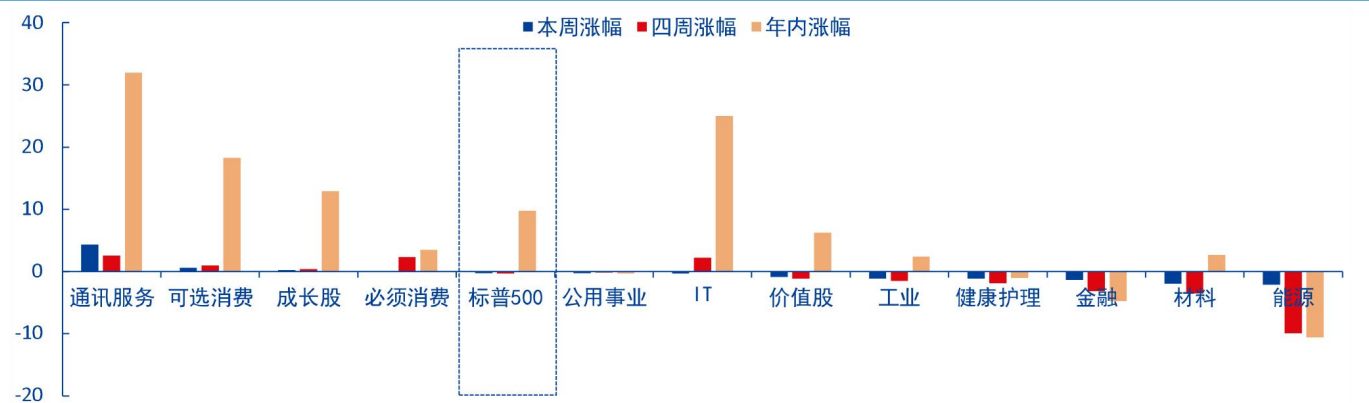
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 13: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%) : 本周市场整体表现一般, 多数板块微跌



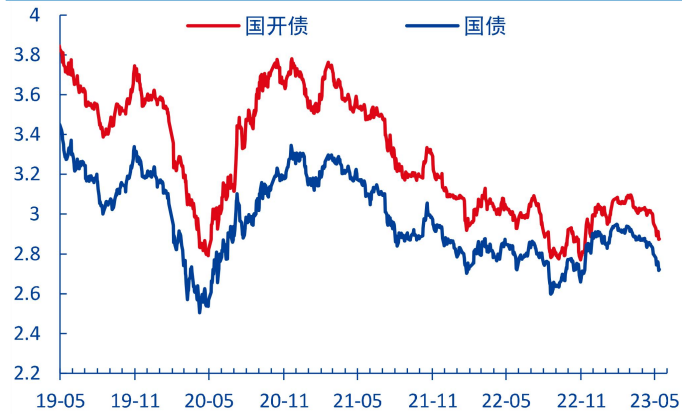
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 标普 500 及行业涨幅对比 (%) : 通讯服务涨幅较大, 其他行业表现一般



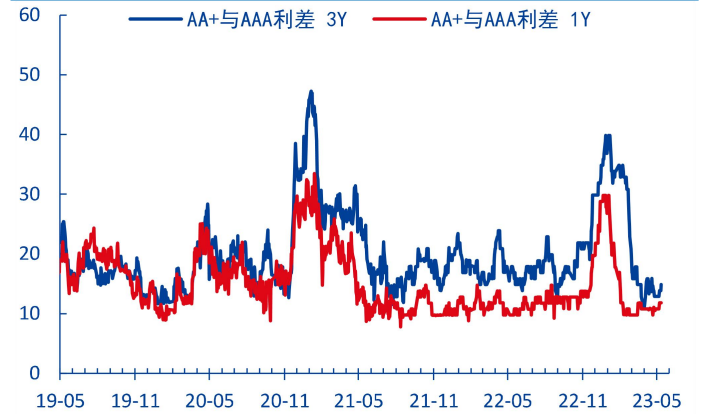
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 15: 10Y 国开债与国债利差进一步缩小 (%)



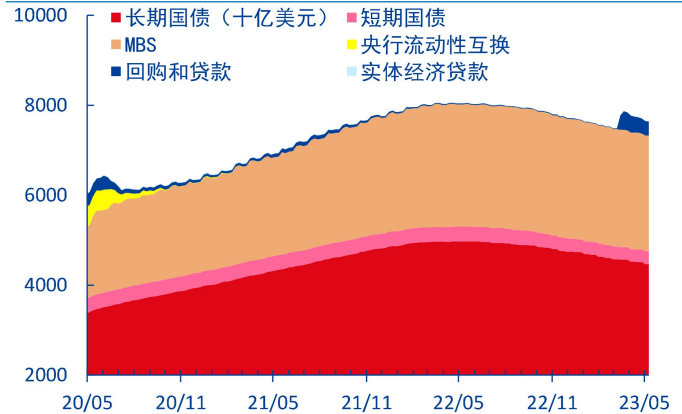
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 16: 1Y、3Y 信用利差走高 (BP)



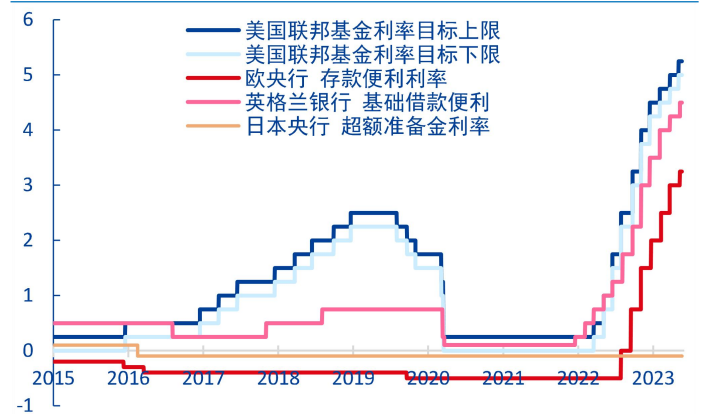
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 17: 美联储资产规模小幅降低 (USD bn)



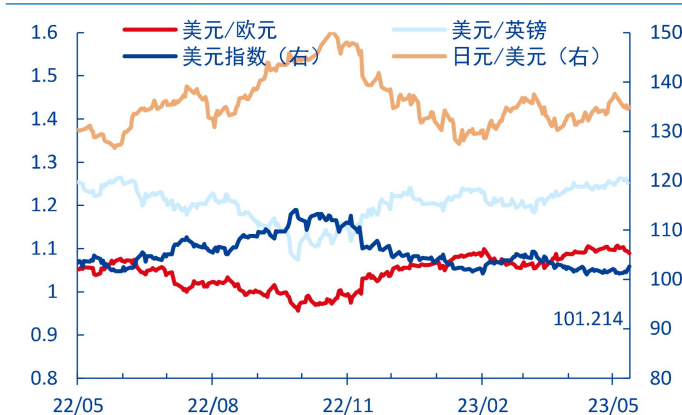
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 18: 主要央行政策利率 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: 全球汇率: 美元指数小幅回升



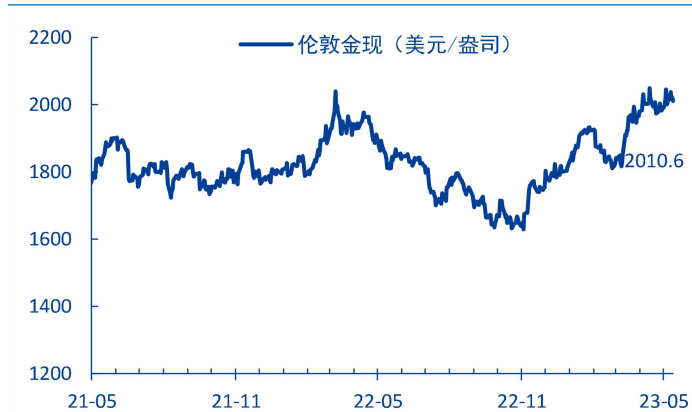
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 20: 美元上升带动人民币被动贬值



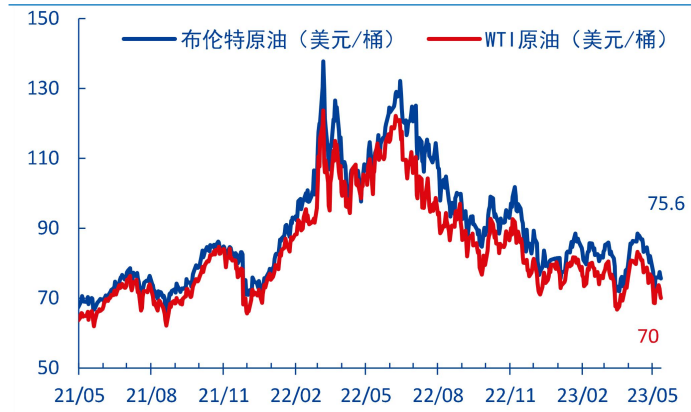
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 21: 黄金价格小幅回升



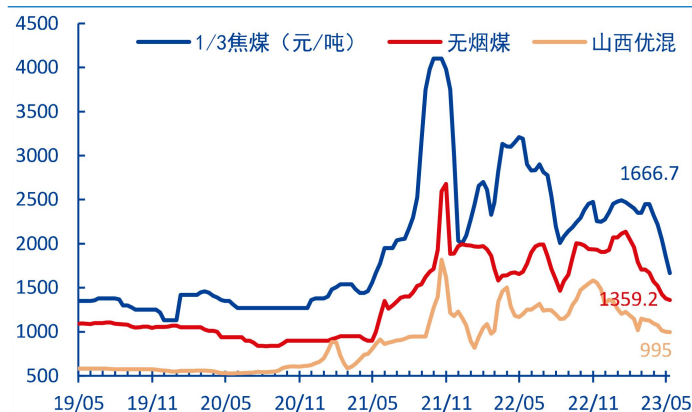
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 22: 油价继续回落



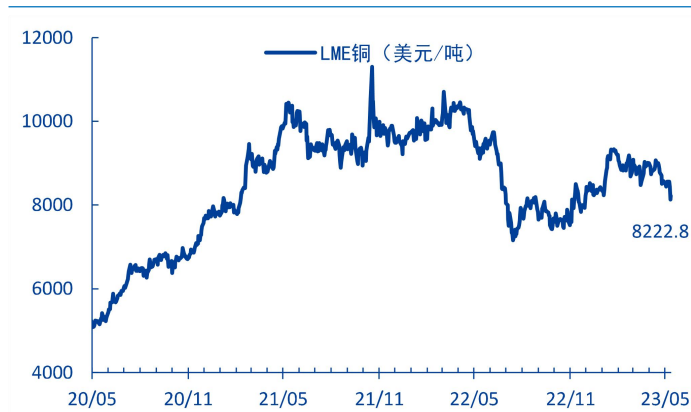
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 23: 5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 24: 本周铜价波动回落



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