

美债上限临近，避险情绪如何发酵？

报告发布日期

2023年05月15日

研究结论

● 美债上限危机的典型及本轮发展阶段：

1) **美债存量规模触及法定上限**。23年1月19日，耶伦宣布美债正式触及法定上限，并触发一系列特别措施。2) **市场、政府部门测算美债违约日（X-date）**。23年5月初，耶伦警告本轮美债 X-date 最早在6月1日，较市场先前一致预期的7-8月份大幅提前。3) **白宫、国会两党展开法定上限的立法谈判**。谈判过程通常伴随的经典条件交换：反对党要求在任政党削减当前和未来财政支出，以换取债务上限抬升。23年4月上旬，麦卡锡代表众议院共和党提出了债务上限方案。截至5月上旬，本轮两党谈判仍然处在僵持阶段，没有清晰的推进节奏、方式预期。4) **债务上限解决或美债违约**。如果未能在 X-date 前完成立法，美债将进入违约，期间到期的美债本金、利息将无法兑付，同期其他财政支出大概率也受到影响，出现政府关门、政府合同无法兑付、福利支出延期等。

● 典型金融市场影响和资产价格含义：

- **触及法定上限+远离 X-date=金融条件放松**。在进入法定上限而又远离 X-date 的时点，违约风险暂时不会引发市场的担忧，而美债发行的缩量、TGA 账户释放的流动性，事实上对金融条件产生了进一步放松的影响。
- **短券影响最直接，X-date 附近到期收益率或大幅上行，但市场冲击有限**。5月初，1个月期美债收益率报价飙升超 100bp，反映目前市场对风险的认知定价转向 X-date 最早在6月初到来的情景展开。但是，由于受影响短债久期太短，虽然收益率的波动幅度很大，但是债券价格的影响事实上并不大，对市场的冲击有限。
- **避险利多长端美债，但利率趋势仍受经济、政策关键变量影响**。违约风险对期限长的债券影响较小，长债就仍然在危机期间表现出避险属性，事件偏向驱动长端收益率下行。从实际案例来看，我们无法确定上限危机的避险逻辑对长债定价产生了多大程度的影响，这种影响有时非常重要，有时并非决定性的。在 2011 上限危机期间，长债利率大幅下行；在 2013 危机期间，长债利率震荡上行。
- 我们认为 23 年这轮美债上限危机当中，长债表现或许更加接近 2011 年的情形：
1) 避险情绪可能成为未来一段时间里美债长端收益率下行的增量驱动因素。2) 同时，债务上限抬升的代价可能是严重的财政空间收束。3) 甚至美债发生短暂违约的风险大于以往。4) 这样，无论对当期经济还是中长期经济预期，债务上限都可能产生重要的负面影响。从而在中期继续向长端利率施加向下的压力。
- **美股波动率放大，多发生急跌**。经验上，临近 X-date 前的 2-3 周最需要关注。随着 X-date 临近，美股的市场反馈有可能在随后数周时间里出现。
- **黄金出现脉冲式交易机会**。在过去较为严重的美债上限危机中，金价也曾在事件发展的关键期间出现短期上涨。在本轮债务上限危机发酵的过程当中，金价受到避险情绪催化的影响值得关注。
- **上限抬升后的影响**。大概率情形下，债务上限在 X-date 前解决，在上限打开后，财政部的融资会在短期中上量，并重建 TGA 账户。在此情形下，先前美债上限对市场的影响多数将会逆转、回吐，在流动性层面上形成“抽水”的影响。
- **短暂违约情形的其他潜在冲击可能性**。1) 政府关门。2) 银行资本冲击。3) 美债抛售潮。

风险提示

债务谈判进展难以预测。

美债违约冲击的可能性

证券分析师

王仲尧	021-63325888*3267 wangzhongyao1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518050001 香港证监会牌照：BQJ932
孙金霞	021-63325888*7590 sunjinxia@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515070001
曹靖楠	021-63325888*3046 caojingnan@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520010001

联系人

吴泽青	wuzeqing@orientsec.com.cn
-----	---------------------------

相关报告

4月美国CPI点评：去通胀是政策转向重要背景板	2023-05-11
4月就业数据维持韧性，避险情绪仍将反复左右市场	2023-05-09

目录

美债上限危机的典型资产价格含义	4
美债上限危机的典型及本轮发展阶段	4
典型金融市场影响和资产价格含义	5
触及法定上限+远离 X-date=金融条件放松	5
短券影响最直接，X-date 附近到期收益率或大幅上行，但市场冲击有限	6
避险利多长端美债，但利率趋势仍受经济、政策关键变量影响	7
美股波动率放大，多发生急跌	9
黄金出现脉冲式交易机会	11
上限抬升后的影响	12
短暂违约情形的其他潜在冲击	12
风险提示	12

图表目录

图 1: TGA 账户余额 (亿美元, 2011 年、2019 年、2021 年)	5
图 2: 美债净供给、总供给 (十亿美元, 2011 年、2019 年、2021 年)	5
图 3: 月度国债发行规模 (十亿美元)	6
图 4: TGA 账户余额 (亿美元)	6
图 5: 各期限美债收益率 (%) 和涨跌幅 (bp): 2023 年 4 月	6
图 6: 1m 美债拍卖分配、认购比率	7
图 7: 1m 美债收益率: 5 月初至今 (%)	7
图 8: 2011 年: 10y UST 收益率 (%)	8
图 9: 2013 年: 10y UST 收益率 (%)	9
图 10: 2011 年标普 500 指数	10
图 11: 2013 年标普 500 指数	10
图 12: 2011 年 COMEX 黄金价格 (美元/盎司)	11
图 13: 2013 年 COMEX 黄金价格 (美元/盎司)	11

在进入 23 年之前，市场就因美债规模临近法定上限而将美债上限问题列入了今年的潜在风险议程。

23 年 1 月下旬，美债存量规模正式触及法定上限。4 月份，国会共和党抛出解决方案，两党条件诉求话不投机，解决问题的尝试刚刚起步就已经碰壁，加之 4 月税收不及预期，市场预期的 X-date（美债最早可能发生违约的日期）不断提前。

在耶伦的警告之后，5 月 4 日 1 个月期美债收益率日内涨幅超过 100bp，标志着市场开始定价美债上限危机。

这篇报告将为读者厘清美债上限问题的典型发展，对市场（各类资产价格）、经济和政治造成的可能影响，并结合历史案例复盘前瞻本轮美债上限危机发展。

美债上限危机的典型资产价格含义

美债上限危机的典型及本轮发展阶段

1) **美债存量规模触及法定上限。**美国财政部的税收、支出和融资均受到国会及法律约束。当美债存量规模触及法定上限，将引发财政部一系列政策反应，以限制美债规模的进一步走高，包括减少新债发行、消化财政存款（财政部一般账户，TGA）、特别措施（暂停一些政府基金再投资，暂停特定类别国债发行等）等。

23 年 1 月 19 日，耶伦宣布美债正式触及法定上限，并触发一系列特别措施。

2) **市场、政府部门测算美债违约日（X-date）。**X-date 是综合考虑并预测财政收入、支出，给出的预测性的美债最早可能发生违约的日期。

23 年 5 月初，耶伦警告本轮美债 X-date 最早在 6 月 1 日，较市场先前一致预期的 7-8 月份大幅提前。

3) **白宫、国会两党展开法定上限的立法谈判。**问题的解决需要国会以立法形式抬升或冻结法定上限，法案需要在两院以至少简单多数表决通过。

谈判过程通常伴随的经典条件交换：反对党要求在任政党削减当前和未来财政支出，以换取债务上限抬升。

23 年 4 月上旬，麦卡锡代表众议院共和党提出了债务上限方案，法案名为《限制、节约、增长法案》，要求在未来 10 年削减约 4.5 万亿美元财政支出，把财政支出增速限制在年化 1%，取消一系列先前已经立法授权的财政支出，包括：① 抗疫纾困基金剩余部分（500-600 亿美元）② 学生贷款优惠（4650 亿美元）③ 《通胀削减法案》的绿色税收优惠（2700-12000 亿美元）等。

由于方案对财政支出破坏较大，并触及大量核心政策内容，拜登政府态度坚决予以回绝，并宣称只会接受“干净”（不带条件）的债务上限方案。**截至 5 月初，本轮两党谈判仍然处在僵持阶段，没有清晰的推进节奏、方式预期。**

4) **债务上限解决或美债违约。**由于美债违约的严重经济成本，及可能更加严重的政治成本，理性假设下两党均不会任由美债违约，至少长期持续的违约是无法接受的。因此，在几乎全部情形下，债务上限总是在 X-date 前解决，谈判花费的时间和对价大小，取决于当时党争的激烈程度、在任政党的国会的优势席位等因素。

如果未能在 X-date 前完成立法，美债将进入违约，期间到期的美债本金、利息将无法兑付。当然，受到影响的不仅仅是美债，同期其他财政支出大概率也受到影响，包括政府合同承包商支付延期、社会和福利保障项目支付延期、政府雇员工资停发、政府关门等。

悲观情形下，短暂的美债违约、政府关门可能性无法排除。但是长期持续违约，如前所述，由于巨大的经济和政治成本，可能性几乎为 0。

典型金融市场影响和资产价格含义

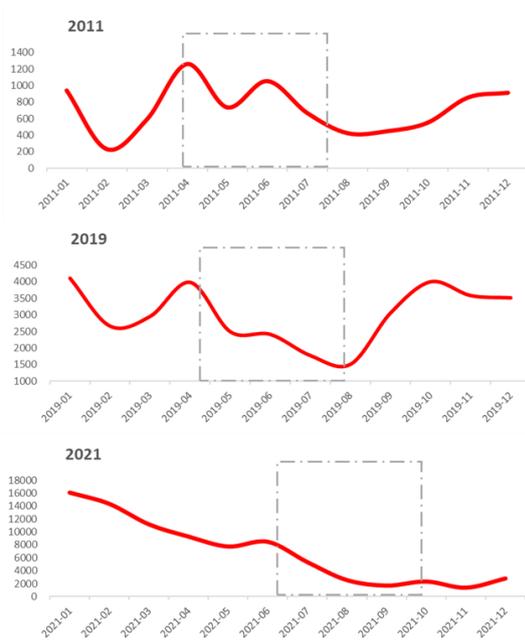
触及法定上限+远离 X-date=金融条件放松

在进入法定上限而又远离 X-date 的时点，违约风险暂时不会引发市场的担忧，而美债发行的缩量、TGA 账户释放的流动性，事实上对金融条件产生了进一步放松的影响。

TGA 余额去化，意味着沉淀在美联储账上的流动性被重新激活，去向一般是企业、个人（财政支出），利多金融市场和实体经济流动性。美债供给缩量，理论上会在供需层面上压制美债期限溢价，向下压制美债收益率。

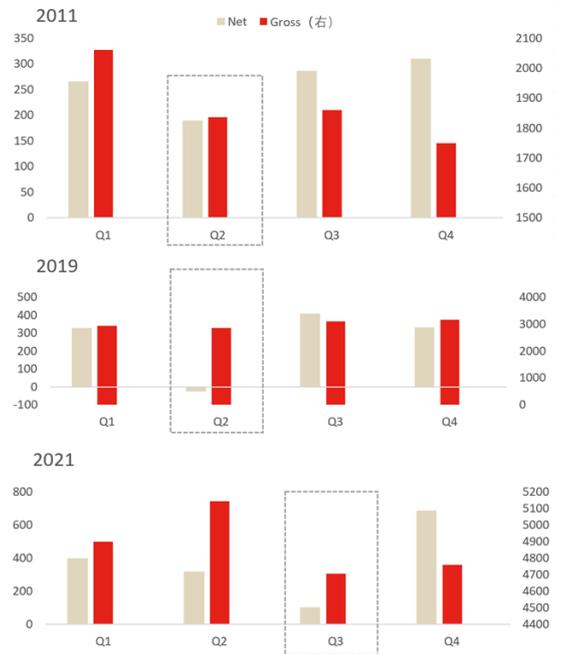
以 2011、2019、2021 三轮债务上限为例，在债务上限解决前，均发生了 TGA 余额的大幅去化和美债供给的明显缩量。

图 1：TGA 账户余额（亿美元，2011 年、2019 年、2021 年）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 2：美债净供给、总供给（十亿美元，2011 年、2019 年、2021 年）

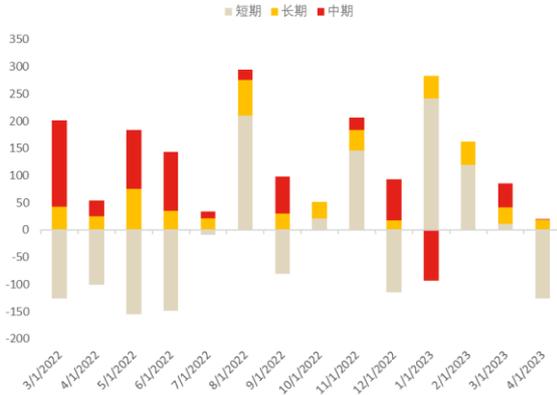


数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

3 月份以来，美债净发行低于去年同期，减量以 1 年期限以下的短债（bills）为主。TGA 账户余额从 1 月中旬峰值的 5726 亿美元，消耗至 4 月初谷值 866 亿美元。在 4 月税收季后，TGA 账户余额反弹至峰值 2962 亿后再次回落，目前规模约 1548 亿美元。但 4 月税收相较于

预期规模其实并不理想，事实上还导致了 X-date 预期的提前，也成为眼下市场交易美债上限危机的触发因素之一。

图 3：月度国债发行规模（十亿美元）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 4：TGA 账户余额（亿美元）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

短券影响最直接，X-date 附近到期收益率或大幅上行，但市场冲击有限

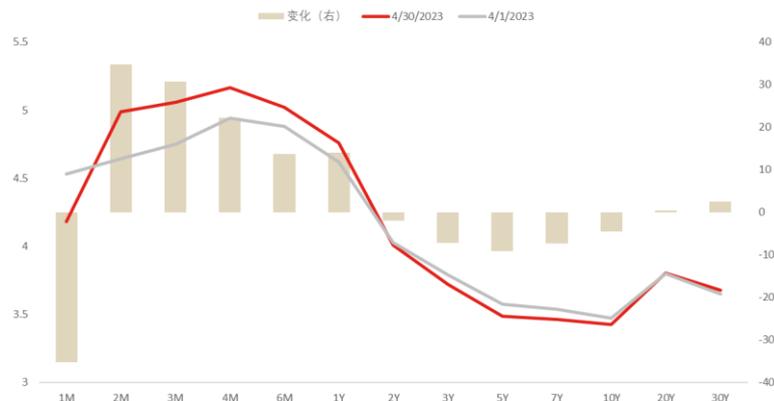
伴随 X-date 的临近，违约逐渐变成了一项严重的风险。通常在临近 X-date 1 个月左右的时间里，围绕违约风险的避险情绪开始在市场上更加直观发酵。

到期日在 X-date 附近的短期美债首当其冲，是理论上受潜在违约风险影响最直接的资产类别：X-date 前到期债券可以规避违约，对之后更久的到期债券来说，上限问题则可能已经得到了解决。在 X-date 附近到期的债券则遭受支付延期所带来的损失。

本轮危机发展至今，短债价格已经明显开始定价违约风险。

从 4 月开始，2-3 个月到期的美债收益率上行幅度在曲线上开始突出，反映市场定价大致出现在 7-8 月份的潜在违约风险。

图 5：各期限美债收益率（%）和涨跌幅（bp）：2023 年 4 月

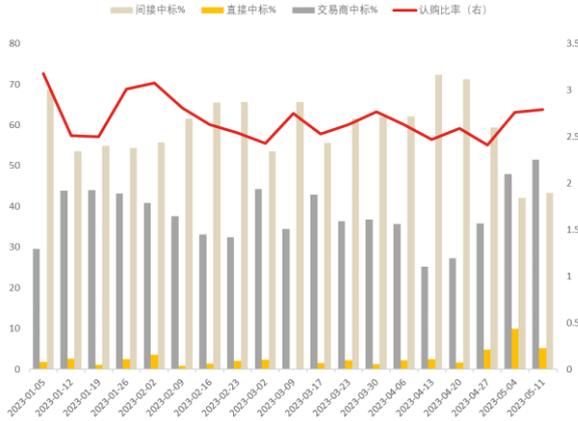


数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

在耶伦警告国会作出动作，否则美债最早于 6 月 1 日违约的声明之后，5 月初，1 个月期美债拍卖遇冷，终端需求走弱，中标利率大涨。随后在 5 月 4 日盘中，1 个月期美债收益率报价飙升约 100bp，反映目前市场对风险的认知定价转向 X-date 最早在 6 月初到来的情景展开。

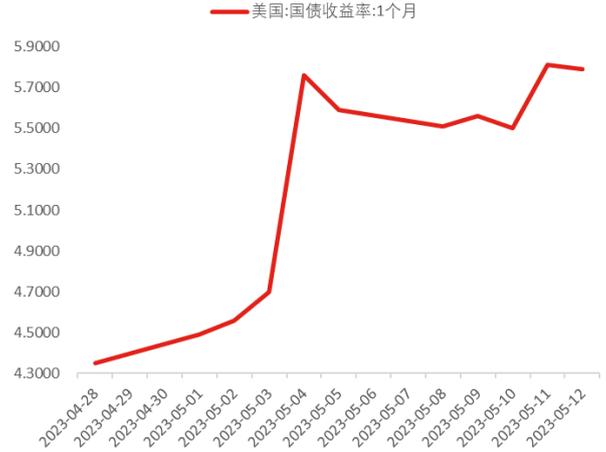
但是，由于受影响短债久期太短，虽然收益率的波动幅度很大，但是债券价格的影响事实上并不大，对市场的冲击有限。

图 6：1m 美债拍卖分配、认购比率



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 7：1m 美债收益率：5 月初至今（%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

避险利多长端美债，但利率趋势仍受经济、政策关键变量影响

如果违约风险存在，但预期违约持续时间短暂，那么违约风险对期限长的债券影响较小，长债就仍然在危机期间表现出避险属性，事件偏向驱动长端收益率下行。

从实际案例来看，我们无法确定上限危机的避险逻辑对长债定价产生了多大程度的影响，这种影响有时非常重要，有时并非决定性的。

我们选取 2011Q2-Q3、2013Q3-Q4 两轮美债上限危机作为复盘案例，在这两段时间里，除了迫近的美债违约风险之外，美联储货币政策均发生了有意义的变化。而在 2011 上限危机期间，长债利率大幅下行；在 2013 危机期间，长债利率震荡上行。

2011:

5 月 16 日，美债正式触及法定上限，美国财政部长盖特纳宣布暂停发债，宣布财政部将采取“非常措施”为联邦债务提供资金。

但由于经济疲软，期间美联储引导维持低利率的政策预期，2011 债务上限危机期间美债收益率趋势下行。4 月初至 6 月底，10 年期美债收益率下行约 30bp。7 月初，对欧债危机的担忧不断蔓延，10 年期美债小幅回升约 20bp。

7 月 31 日，国会通过了 2011 年预算控制法案，允许分两个阶段将债务上限提高 2.4 万亿美元，在第一阶段中将增加 9000 亿美元的债务上限，第二阶段允许增加 1.2 万亿至 1.5 万亿美元。该法案还设立了削减赤字联合委员会，要求该委员会制定议案，以使美国联邦政府在未来 10 年至少削减 1.2 万亿美元的财政赤字。到 8 月 4 日 10 年期美债收益率下降 35bp。

8月5日，标准普尔将美国的信用评级从 AAA 下调至 AA+。

8月9日，美联储正式宣布“lower for longer”的前瞻指引，国债收益率再度快速下行，评级下调至9月底谷底最大降幅约达 85bp。

这样，自债务上限法案通过以来，叠加联储鸽派指引，2011 全年 10 年期美债收益率合计降幅约 150bp，8月初至年底均维持在 2%水平上下。

图 8：2011 年：10y UST 收益率 (%)



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

2013:

5月17日，奥巴马于2月签署的“*No Budget, No Pay Act*”中“暂停债务上限”条款到期。

5月22日，美联储主席伯南克首次在公开场合讨论缩减购债相关事宜，美债长端收益率前后处在连续快速抬升通道。随后三个月内，10年期国债收益率快速攀升 100bp，突破 3%。

9月末，财政部宣布10月17日可能是 X-date。10月1日，两党因削减社会福利和医改问题再次陷入债务上限谈判僵局，导致政府停摆，约 80 万名联邦雇员暂时休假。10月17日，通过“*Continuing Appropriations Act, 2014*”法案，为政府提供资金至2014年1月15日，并将债务上限暂停至2014年2月7日。在此期间，10年期美债收益率震荡回落。在临近 X-date 前约 1 个月时间里，收益率从9月的区间高点累计下行约 35bp。

上限解决后，10年期国债收益率再次进入上行区间，12月美联储议息会议正式决定开启 taper，减少购债规模，紧缩预期靴子落地，从10月低点到2013年底，10年美债收益率回升 50bp 至 3%。

图 9：2013 年：10y UST 收益率 (%)



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

可以发现：

- 1) 长债表现出一定的避险属性。特别是临近 X-date 的 2-3 周，长端收益率伴随波动率放大，容易出现较大幅度的下行。
- 2) 中期趋势仍较大程度上受到核心变量影响。2011 美联储引入前瞻指引的“lower for longer”（更低更久）奠定全年长端收益率下行趋势；2013 的 taper tantrum（缩减恐慌）则是驱动收益率上行的最重要冲击因素。
- 3) 解决债务上限的协议内容影响长债的事后走势。2011 年的《预算控制法案》（BCA）严重影响到未来财政支出增长和政策空间，因此在协议落地后，违约风险出清，长债收益率继续加速回落。

综合考虑当下美国政治、经济和政策环境：美联储接近加息终点，民主党在国会不掌握两院多数，党派斗争激烈，我们认为 23 年这轮美债上限危机当中，长债表现或许更加接近 2011 年的情形：

- 1) 避险情绪可能成为未来一段时间里美债长端收益率下行的增量驱动因素。
- 2) 同时，债务上限抬升的代价可能是严重的财政空间收束。
- 3) 甚至美债发生短暂违约的风险大于以往。
- 4) 这样，无论对当期经济还是中长期经济预期，债务上限都可能产生重要的负面影响。从而在中期继续向长端利率施加向下的压力。

美股波动率放大，多发生急跌

面临巨大的政策不确定性，美股经常在上限期间发生剧烈波动和急跌。经验上，临近 X-date 前的 2-3 周最需要关注，市场常常会在接二连三的标题冲击下开始放大对相关风险和不确定性的关注。

2011 年 7 月 22 日-8 月 10 日，债务上限危机及标普下调评级前后，标普 500 指数断崖式下跌近 17%。

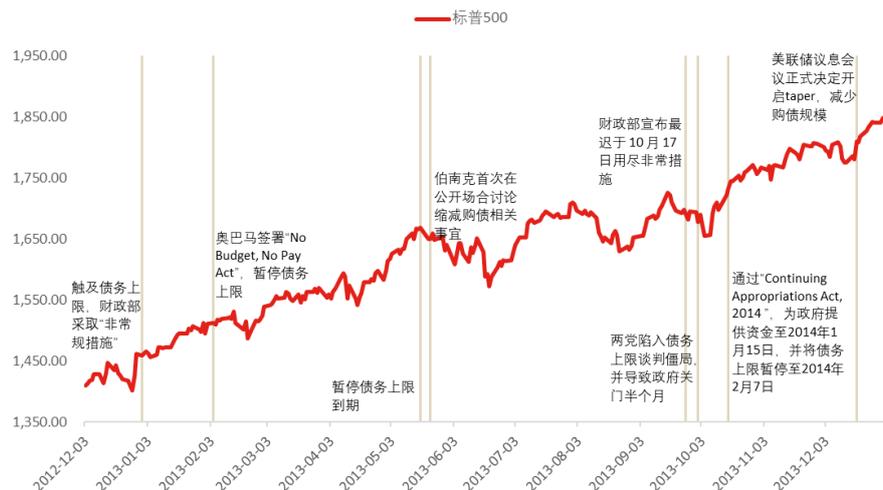
2013 年全年美股呈现较为稳定的上升趋势，但随 X-date 临近，9 月底财政部宣布最迟于 10 月 17 日用尽非常措施后，到最终法案通过前夕，标普 500 指数也曾经出现约 5% 的短暂快速下跌，期间美股市场的波动率有所放大。

图 10：2011 年标普 500 指数



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 11：2013 年标普 500 指数



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

本轮美债上限危机之前，银行危机已经为风险资产带来一条重要的避险交易线索，而美股尚未出现较为典型的对债务风险的定价。随着 X-date 临近，美股的市场反馈有可能在随后数周时间里出现。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

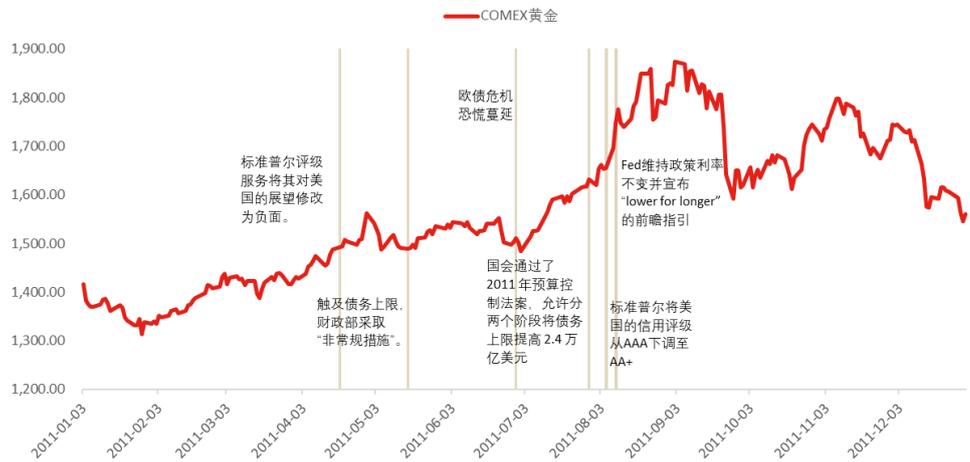
黄金出现脉冲式交易机会

黄金也是避险情绪的直接呈现。在过去较为严重的美债上限危机中，金价也曾曾在事件发展的关键期间出现短期上涨。在本轮债务上限危机发酵的过程当中，金价受到避险情绪催化的影响值得关注。

2011 年多数时间里，黄金价格呈现小幅上行趋势。7 月初，欧债危机恐慌情绪蔓延助推一波金价走高。8 月初，国会通过上调债务上限法案，严格限制财政支出，随后标普下调美债评级。8 月上旬，美联储发布鸽派政策指引。整个 8 月份，黄金上行加速。这样，从 7 月算起至 9 月初高点，期间金价最大涨幅达到 25%。

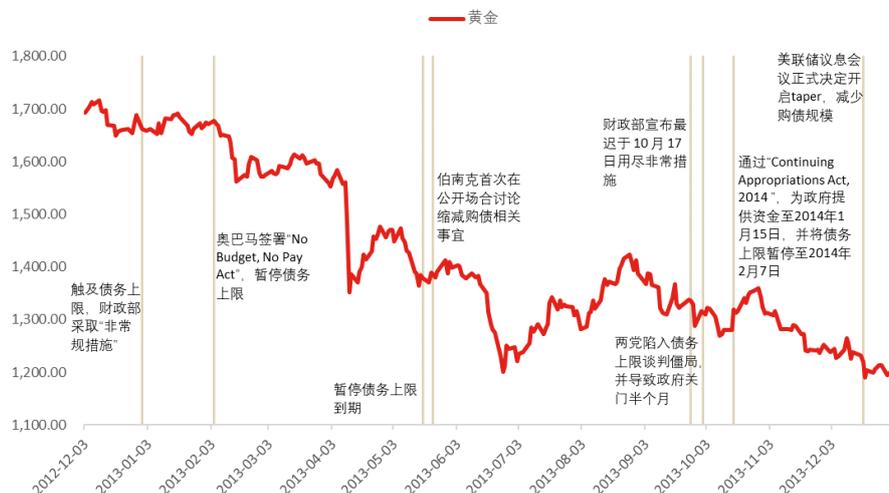
2013 年，在政策紧缩预期背景下，黄金总体呈现下行趋势。黄金曾在 X-date 宣布后至临近前，受到过美债上限问题的影响，但整体趋势不够清晰。

图 12：2011 年 COMEX 黄金价格（美元/盎司）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 13：2013 年 COMEX 黄金价格（美元/盎司）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

上限抬升后的影响

大概率情形下，债务上限在 X-date 前解决，此时由于美债发行已经长期受限，TGA 余额捉襟见肘，在上限打开后，财政部的融资会在短期中上量，以弥补此前被打乱的发债计划，并重建 TGA 账户。在此情形下，先前美债上限对市场的影响多数将会逆转、回吐，在流动性层面上形成“抽水”的影响。

短暂违约情形的其他潜在冲击

如前述，风险情形下，美债短暂违约的风险无法排除。事实上，在最新的国会辩论当中，共和党就并未选择就排除美债违约选项作出承诺。短暂违约情形极其罕见，没有可比的历史案例可作参考，但冲击一定不可小视。除上述资产价格影响之外，我们目前能够前瞻的潜在重大影响还包括：

- 1) 政府关门。经验来看，对短期经济数据表现有明显扰动；
- 2) 金融监管调整。比如美债在银行资本监管当中的风险计价权重可能发生变化，这可能给银行体系造成额外的冲击。
- 3) 美债抛售。如果影响-2) 发生，银行很有可能成为美债的大卖家。除此之外，货币市场基金、外资在违约发生后对待美债的态度也是未知的。

风险提示

债务谈判进展难以预测。宏观经济和政策形势复杂，党派斗争激烈，本轮围绕美债上限的谈判进展存在较大的不确定性，进度和发展难以预测，只能保持跟踪。

美债违约冲击的可能性。如报告分析，美债短暂违约风险不能排除，且本轮概率大于以往。若美债发生历史性的违约，对金融市场的影响不能忽视，机构行为变化、美债集中抛售、避险情绪激增等潜在风险需要关注。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。