

2023年05月31日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

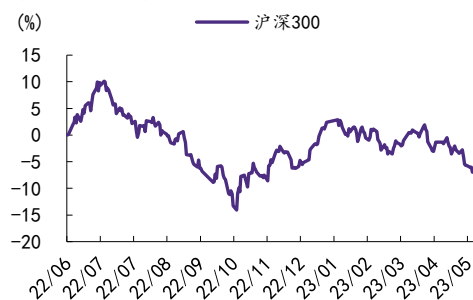
联储加息预期再起，对各类资产影响几何？

—宏观专题报告

投资要点

分析师：杨芹芹 S1050523040001
yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘走势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《加息已止，降息尚早》2023-05-05
- 2、《三管齐下应对出口的近忧与远虑》2023-04-09
- 3、《2023 年中美汇率展望：收敛与再平衡》2023-02-14

加息预期升温的支撑

美国加息概率上修，预计 6-9 月至少有一次 25BP 加息，主要原因有三：1) 联储官员鹰派发言；2) 经济韧性犹存；3) 通胀粘性再现。

再次加息的概率偏低

鲍威尔已暗示 6 月暂停加息，7 月和 9 月大概率不会再度加息。主要是经济逐渐降温，通胀仍在下行通道，具体表现为：1) 美国地产市场仍在底部区域，并未反转；2) 消费对于经济的支撑边际减弱；3) 劳动市场紧张局势缓和趋势不改；4) 住宅项将带动整体 CPI 走低，商品和服务通胀的切换不足以再度推高 CPI，大概率是破 4 入 3；

预期反复不改投资主线

宏观主线：美国经济持续回落，联储不会再度加息，2023 年降息概率较小；

风险研判：银行风波接近尾声，美债上限妥善解决，流动性冲击减弱；

美股：过度预期加息修正后，加息终结将从预期面助推美股上行，历次高利率悬挂时期美股都有不错的表现。

黄金：短期略有承压，需静待美国衰退的正式兑现或者降息周期的开始。

风险提示

美国经济韧性超预期，联储货币政策超预期

正文目录

1、 市场为何转押加息？	3
1.1、 联储官员未达成统一意见	3
1.2、 经济和通胀韧性再度显现	4
2、 经济和通胀走势不太支持再次加息	6
2.1、 地产仍在底部区域	6
2.2、 就业紧张局势边际缓和	9
2.3、 通胀仍处于下行通道	9
2.4、 消费支撑边际减弱	10
3、 预期反复，不改投资主线	12
4、 风险提示	13

图表目录

图表 1：市场再度押注加息	3
图表 2：近两周联储官员发言	4
图表 3：GDP 预期整体上行	5
图表 4：新房销售市场出现明显回暖	6
图表 5：整体房地产市场仍在底部	7
图表 6：新房开工仍在下行	7
图表 7：新增房贷指数持续下行	8
图表 8：居民房屋购买力指数出现了大幅回落	8
图表 9：Indeed 就业指数持续走弱	9
图表 10：汽车通胀支撑商品 CPI 快速回升 (%)	11
图表 11：美国汽车销量逐步恢复 (百万辆)	11
图表 12：当前汽车价格指数保持在低位 (%)	12
图表 13：美国不同货币周期下的美股表现	13

1、市场为何转押加息？

CME 数据显示近期期货市场再度押注联储加息，预期 6 月、7 月或者 9 月至少有一次 25BP 的加息。

图表 1：市场再度押注加息

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES													
	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
14/06/2023							0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	42.7%	57.3%	0.0%
26/07/2023		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	25.8%	51.5%	22.7%
20/09/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.7%	31.4%	45.2%	17.7%
1/11/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	19.3%	38.7%	30.6%	8.3%
13/12/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	11.0%	28.8%	34.8%	19.7%	4.3%
31/01/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	7.7%	22.6%	32.7%	25.0%	9.7%	1.5%
20/03/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	6.1%	19.2%	30.4%	26.7%	13.2%	3.4%	0.3%
1/05/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	6.4%	19.4%	30.3%	26.4%	12.9%	3.3%	0.3%	0.0%
19/06/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	4.2%	14.1%	25.8%	28.0%	18.5%	7.2%	1.5%	0.1%	0.0%
31/07/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	3.4%	12.2%	23.5%	27.6%	20.3%	9.4%	2.7%	0.4%	0.0%	0.0%
25/09/2024	0.0%	0.0%	0.3%	2.5%	9.4%	19.9%	26.3%	22.6%	12.9%	4.8%	1.1%	0.1%	0.0%	0.0%
6/11/2024	0.8%	4.2%	11.9%	21.5%	25.4%	20.3%	10.9%	3.9%	0.9%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，华鑫证券研究

1.1、联储官员未达成统一意见

市场对于加息预期升温，主要从近期的联储官员发言以及 5 月 FOMC 会议纪要来看，联储官员们尚未在停止加息上达成一致，虽然鲍威尔近期传达出了六月加息的信号，但是对于后续的货币政策路径并没有一个明确的结论，而相对鹰派的官员再度出来喊话再度加息，使得市场再度预期后续的加息。

图表 2：近两周联储官员发言

日期	官员	具体内容
2023/5/15	亚特兰大联储主席博斯蒂克	“控制通胀是首要任务。我们必须回到我们的目标。如果这会有一些代价，我们必须愿意承担。”
2023/5/15	明尼阿波利斯联储主席卡什卡里	重申通胀率太高，指出劳动力市场总体上仍然强劲，“我们不应该被几个月的美好数据所迷惑。”
2023/5/15	芝加哥联储主席古尔斯比	没有明确支持在6月暂停加息，表示官员们仍需几周时间来评估即将出炉的数据谨慎决定。
2023/5/15	里士满联储主席巴尔金	“如果通胀持续下去，或者（但愿不会）加速，我认为进一步加息没有障碍。”“我不认为有必要因为金融稳定风险而做出不同的决定。”
2023/5/16	克利夫兰联储主席梅斯特	“目前，基于我所掌握的数据，考虑到通胀的顽固程度，我认为我们还没有达到那个暂停加息的水平，另外，数据也表明美国利率还没有达到足够限制性的水平。”
2023/5/17	纽约联储主席威廉姆斯	表示美国经济仍面临高得不可接受的通胀的困扰，但已经开始走向正确的方向。美国经济正在恢复到正常模式中，预计在今年年内将继续增长。认为美国银行业系统健康且充满韧性。
2023/5/18	美联储理事杰斐逊	表示抗击通胀的进展可能正在放缓，表示现在就判断美联储政策行动的全面影响还为时过早。
2023/5/18	达拉斯联储主席洛根	“未来几周的数据仍可能表明，跳过下次会议是合适的。不过，截至今天，我们还没有达到这一点。”
2023/5/18	圣路易斯联储主席布拉德	表示美国通胀降温的速度还不够快，不足以让美联储按下暂停键。
2023/5/19	美联储主席鲍威尔	表示美国通胀远远高于2%目标，信贷环境的收紧可能意味着政策利率峰值下降。
2023/5/22	圣路易斯联储主席布拉德	预计今年将需要再加息两次以抑制通胀，“我认为我们正在考虑今年再采取两次加息政策。虽然我还不清楚具体是哪两次，但我经常主张加息这件事情宜早不宜迟。”
2023/5/22	明尼阿波利斯联储主席卡什卡里	表示6月加息与否都是“惊险的抉择”，暂停不意味着紧缩周期结束。提出利率可能需要超过6%。
2023/5/22	旧金山联储主席戴利	表示需要格外依赖经济数据来做出政策决定，信贷收紧的程度可能相当于“几次”加息。
2023/5/24	亚特兰大联储主席博斯蒂克	表示在考虑是否进一步加息时央行需要保持灵活性。不认为在2024年之前美联储会降息。
2023/5/24	美联储理事沃勒	“我不支持停止加息，除非我们有明确的证据表明通胀正朝着2%的目标下降”“在6月的会议上，我们是应该加息还是不加息，将取决于未来三周的数据”
2023/5/25	波士顿联储行长柯林斯	“虽然通胀仍然过高，但有一些令人鼓舞的表明通胀在放缓的迹象”“我相信我们可能已经处于或接近货币政策可以暂停加息的时间点”

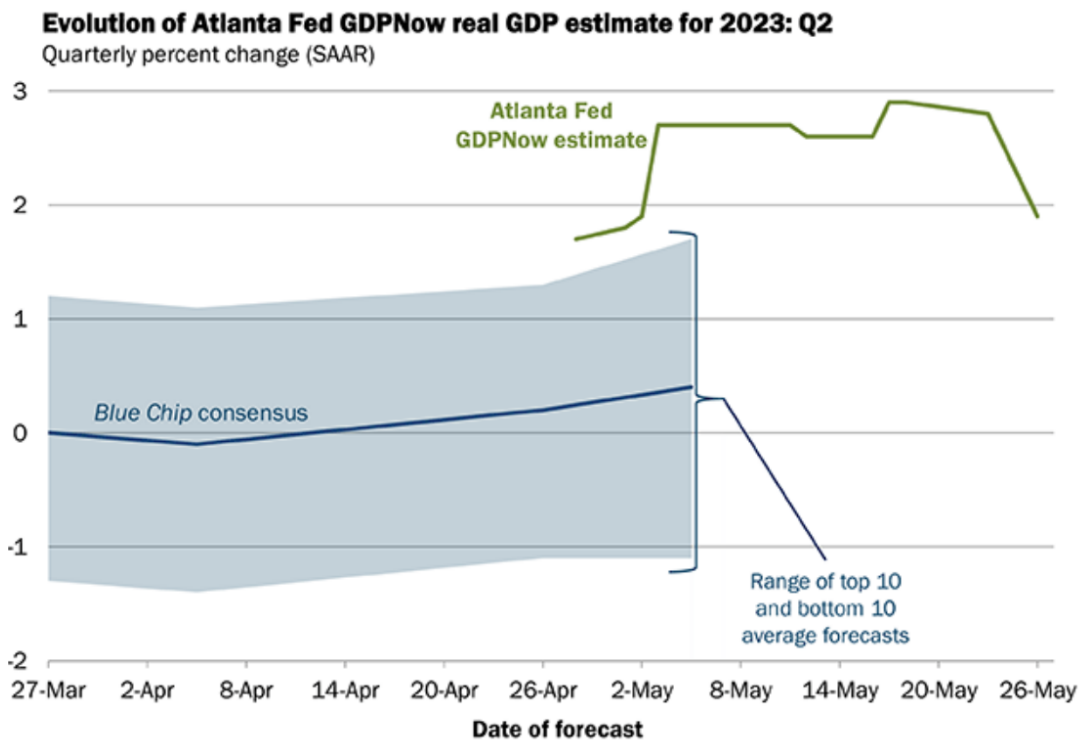
资料来源：各大媒体网站，华鑫证券研究

1.2、经济和通胀韧性再度显现

当前美国经济的韧性较强，通胀的压力犹存，弱预期和强现实的博弈加剧，使得市场对于后续降息的进程较为悲观，再度押注加息。

近期发布的三个数据使得当前对于美国经济韧性的预期不断加强：一是美国商务部公布了一季度 GDP 的终值，各项指标均有所上调。一季度的经济数据从 1.1% 的环比增速上调至 1.3，个人消费支出 PEC 的环比折年率 3.7% 上调至 3.8%，核心 PCE 的环比折年率也从 4.9% 上修至 5%，对应的核心 PCE 价格指数也上修至 5%，强经济和高通胀的组合使得市场快速降息的预期落空。亚特兰大联储的 GDP 预测模型也不断的上调对于美国经济的预期，对于二季度的经济预期从 4 月的 1.7% 上调至了最高 2.9%。

图表 3: GDP 预期整体上行

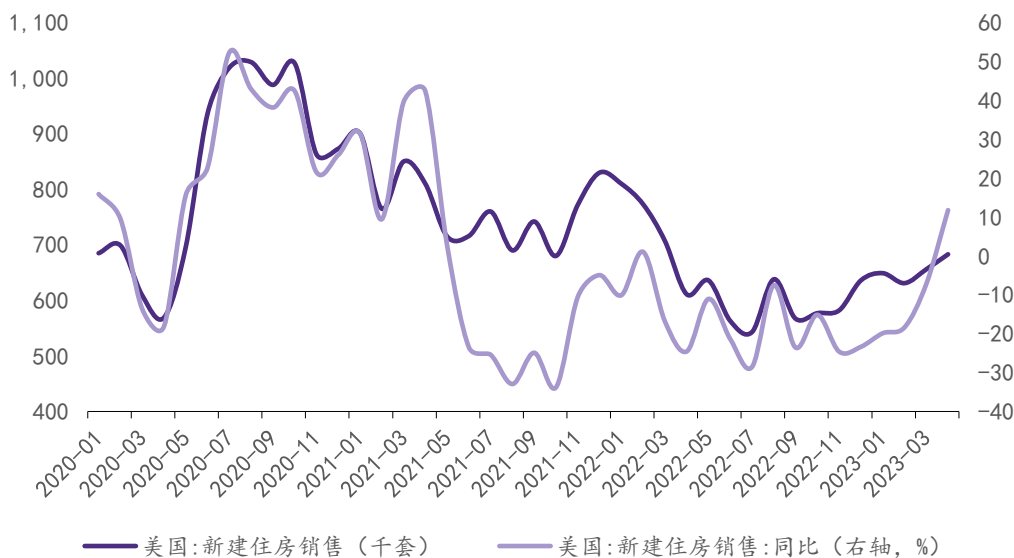


资料来源：亚特兰大联储，华鑫证券研究

二是美国的 PMI 数据进一步体现出了制造业和服务业的分化，5 月 23 日公布了美国 Markit PMI 的初值，制造业 PMI 录得 48.5，跌落至不景气区间，而服务业的 PMI 则是出现了大幅的上行，录得 55.1，远超 53.6 的前值和 52 的市场预期。服务业的超预期强劲将会进一步支撑服务业就业以及工资增速，进一步拖后联储的降息兑现，甚至推动联储进一步加息。实际上，从当周申请失业金人数来看，劳动市场仍保持缓慢降温进程，未能达到联储的目标：5 月 20 日当周，美国初请失业金人数新增 22.9 万人，低于预期的 24.5 万人，且由于之前马萨诸塞州的欺诈申请，前一周的申请人数下修 1.7 万人至 22.5 万人。

三是美国的地产销售出现了持续的回暖。美国 4 月新房销售折年数为 68.3 万套，远超 63 万套的市场预期，是自 2022 年 3 月以来的最高值。美国新房销售数据在 2023 年以来就出现了不断地改善，4 月同比增速来到 11.78% 的位置，同样是自 2022 年 3 月以来首次同比增速转正，经济还未步入衰退，但是地产市场已经出现了一定的回暖，使得市场再度押注加息，预计在 6-9 月至少会有一次 25BP 加息。

图表 4：新房销售市场出现明显回暖



资料来源：Wind，华鑫证券研究

2、经济和通胀走势不太支持再次加息

但我们认为后续联储持续加息的概率相对较小，现在市场更多的是如同 2-3 月一样处在数据公布前的预期混乱期，更需要找准确定的宏观方向来指引投资决策。

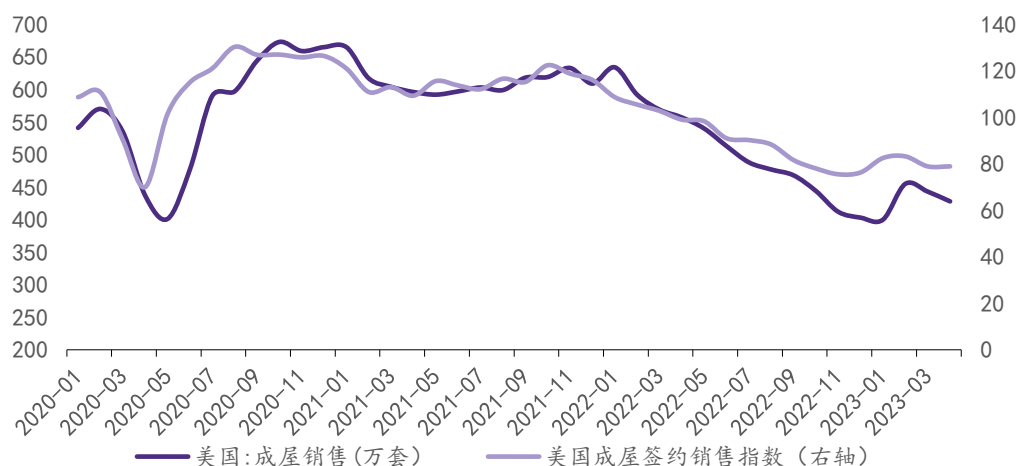
2.1、地产仍在底部区域

从美国房地产市场来看，当前新屋出售虽然出现了一定的回暖，但是新屋销售仅占了美国成屋销售数据的很小一部分，4 月美国成屋销售 428 万套，低于 443 万套的前值以及 430 万套的市场预期，新屋开工以及建筑许可证的数据都保持下行，使得美国房屋的总库存出现了持续的累计。

从房贷申请情况来看，当前美国的新增房贷指数仍处在低位运行，购买和再融资指数均没有出现明显的回升。从美国全国房地产协会的地产购买力数据来看，当前居民的房屋购买力仍然保持在了历史的低位，加息进程削弱了居民的购房能力，从根本上限制了房地产市场的回暖。

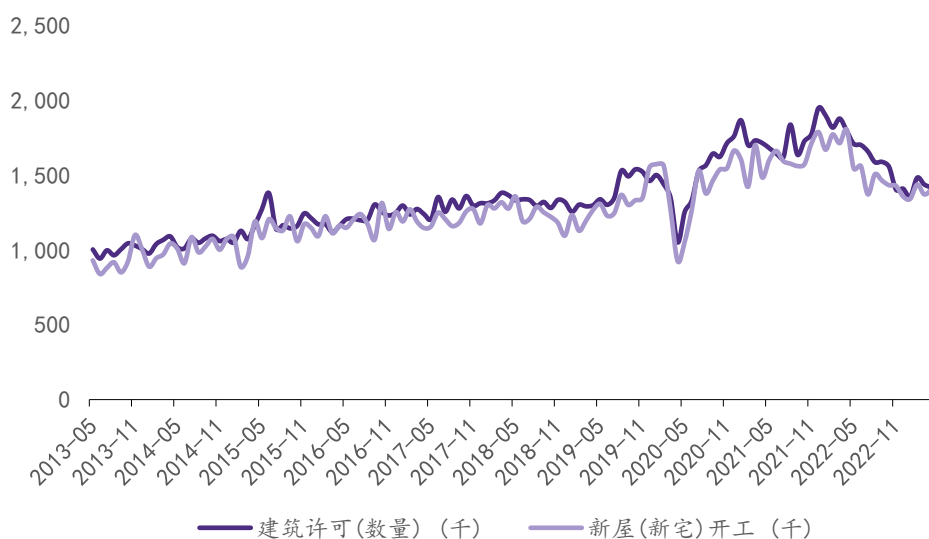
综合来看，地产市场仍处在下行周期，仍会继续拖累美国经济走向衰退，并未反转。

图表 5: 整体房地产市场仍在底部



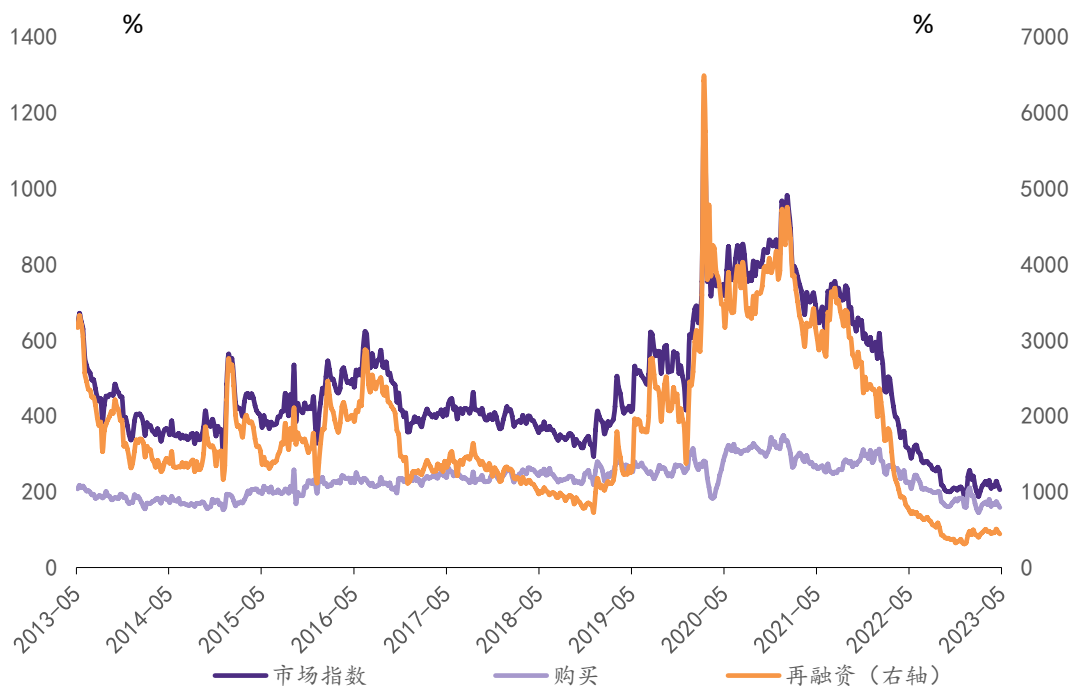
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 6: 新房开工仍在下行



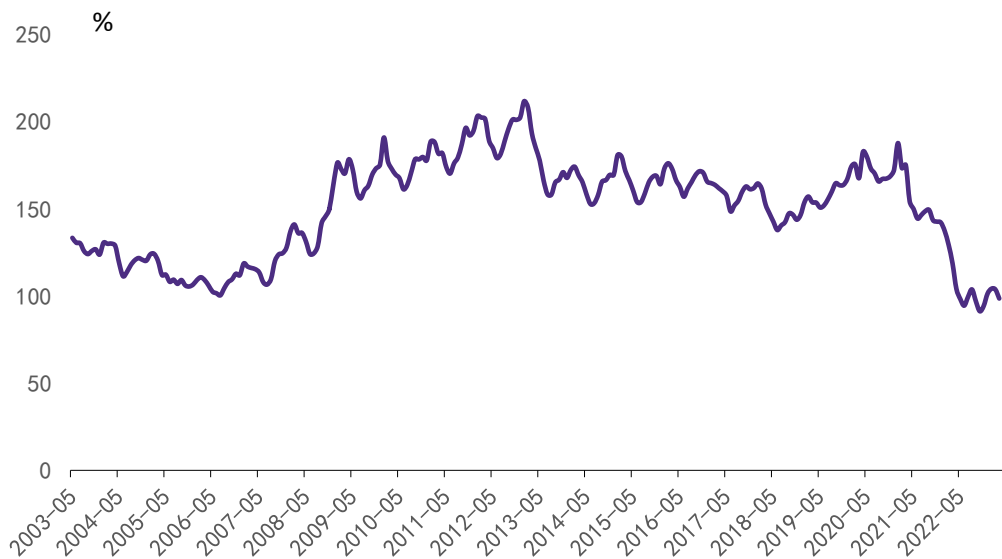
资料来源: Bloomberg, 华鑫证券研究

图表 7：新增房贷指数持续下行



资料来源：Bloomberg，华鑫证券研究

图表 8：居民房屋购买力指数出现了大幅回落

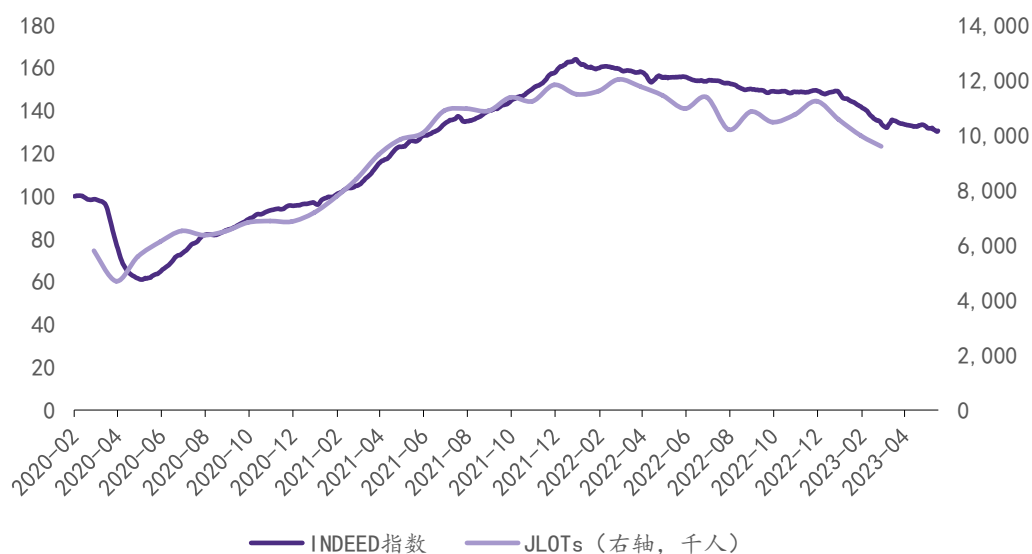


资料来源：Bloomberg，华鑫证券研究

2.2、就业紧张局势边际缓和

从就业市场来看，当前虽然出现了非农就业数据和失业救济金数据的超预期，但是总体来看美国就业市场紧张局势缓和的趋势是不变的。本轮美国劳动市场的供给相对有限，而需求较为旺盛，使得劳动市场持续保持了较高的职位空缺数，求职人员和职位比也一直保持在了相对的高位。我们仍然保持了前期的观点，宏观杠杆率的提升仍会给实体带来经营的压力，使得雇工需求出现下行，带来劳动市场的降温，尤其是过去更依赖便宜借贷成本的僵尸公司，在本轮加息进程中将面临更多的生存压力，从而出现劳动力市场需求端的缓解。从日度高频数据来看，当前的劳动市场需求持续回落，同样降低了后续进一步加息的概率。

图表 9：Indeed 就业指数持续走弱



资料来源：FRED，华鑫证券研究

2.3、通胀仍处于下行通道

从 CPI 角度来看，当前商品项对于通胀的支撑已经出现回落，能源项和住宅项后续对于通胀的支撑也是后劲不足。

从食品项来看，USDA 已经下调了对于全年食品通胀的预期，从 2022 年末的 8.2% 全年通胀预期下调至了 4 月份的 6.2%，伴随着地区粮食禁运的取消以及极端天气的退潮，2023 年的粮食价格预计不会出现 2022 年那样的大幅波动，整体拉低食品通胀的上限。

从能源项来看，当前欧美缓慢步入衰退，国内经济复苏略低于预期，使得油价即使在 OPEC+ 减产下依然出现了震荡下行，布油价格已经低于 80 美元/桶，因此后续能源价格对于通胀的支撑也相对较弱。

从住宅项来看，住宅通胀则更多的等待地产价格和住宅项之间的时滞兑现，通常来讲美国住宅价格和住宅通胀之间会有 12 个月左右的时差，美国地产价格数据在 2022 年 4 月

开始了回落，住宅 CPI 也在 2023 年的 2 月出现了触顶，从 2 月 8.2% 的高位回落至 4 月 7.5% 的低位，往后来看，住宅项的 CPI 会呈现加速回落的状态，对于 CPI 的支撑也会越来越弱，整体 CPI 从“4”到“3”的步伐将会相对较快。

2.4、消费支撑边际减弱

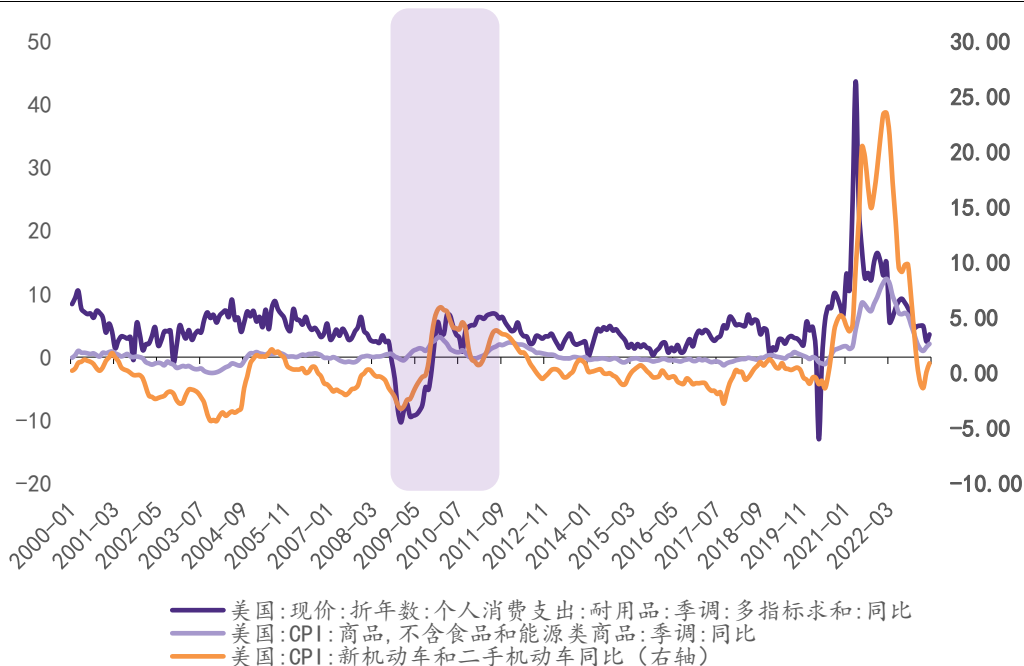
从经济角度来看，美国最为关键的经济组成成分为消费，但是一季度以来消费数据的回落是十分明显的，零售数据的年率同比从 1 月份的 7.4% 回落至 4 月份的 1.6%。

从居民消费力角度来看，当前美国居民消费贷数据和消费贷拖欠率数据已经出现了回升，疫情期间超额储蓄对于居民消费的支撑将越来越弱。但是服务业的支撑仍存，从分析师的预测来看，对于上市的 126 家美国服务消费类型的公司，近四周共有 592 名分析师上调了对于其的盈利预期，有 259 名分析师下调了对其的预期。市场还是相对看好服务业的业绩，因此后续预计服务消费仍会保持相对的韧性，但综合来看居民消费力的下行仍会带来整体消费的降温。

当前市场也在担忧商品消费和服务通胀的错位恢复的可能，会使得整体通胀出现了按下葫芦浮起瓢的情况，但这种情况出现的概率极低。首先从实际情况来看，商品消费所代表的物价占全部 CPI 的比重较小，非食品和能源商品物价仅占全部 CPI 的 21.3%，占核心 CPI 的比为 26.8%，而服务通胀则是占据整体通胀的近 60% (58.2%)。从当前的水平来看，商品项的通胀增速虽然出现了一定的上行，但是商品消费仍保持在下行通道中，根据过去历史经验来看，商品消费的增速与商品通胀的走势较为一致，仅仅在 2009 年时期出现了较大的背离，主要是交通工具 CPI 上行推动所致，其是商品价格中的主要组成部分（大约占 1/3 以上）。

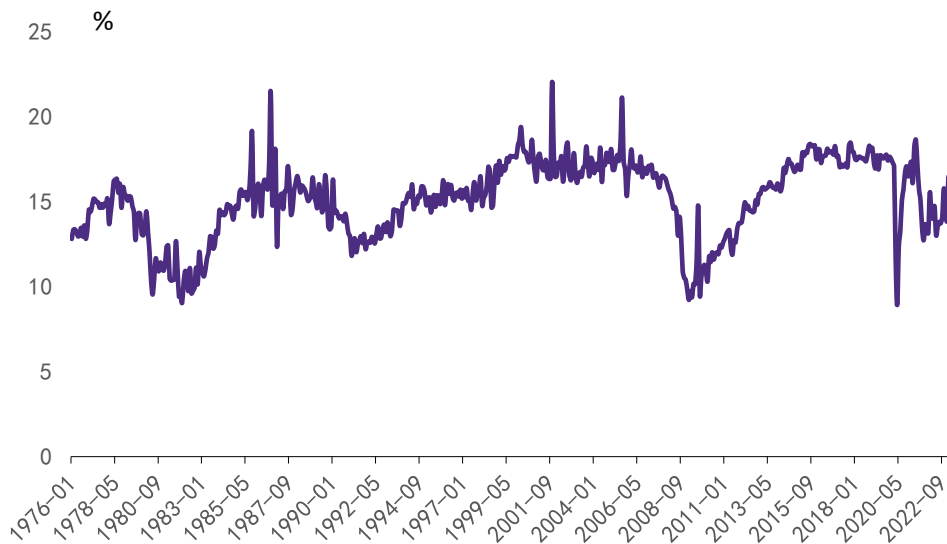
当前美国汽车消费仍保持了上行的通道，4 月汽车销量 1645.3 万辆，同比增速 11.63%，确实可能出现了汽车支撑商品通胀，使得整体通胀呈现出服务商品左手倒右手的情况。但是从绝对值来看已经接近了疫情前的平均水平（1760 万辆），汽车消费后续上行的空间相对有限，对于整体商品的价格支撑相对较弱，不会出现 2009 年时期情况。因此我们认为虽然有可能出现商品和服务的通胀切换，但是相对动能较弱，商品成为后续通胀的主要支撑概率较小，并不足以支撑联储再度加息。

图表 10: 汽车通胀支撑商品 CPI 快速回升 (%)



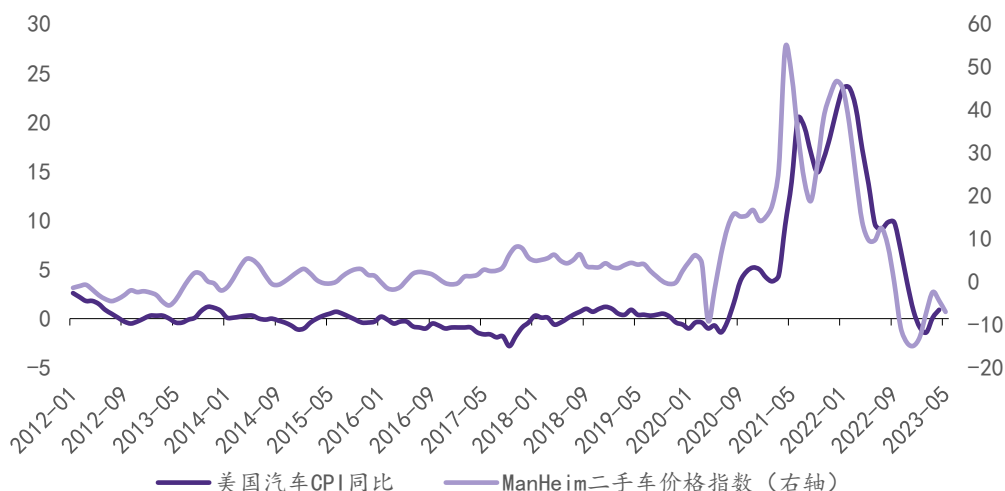
资料来源: FRED, 华鑫证券研究

图表 11: 美国汽车销量逐步恢复(百万辆)



资料来源: FRED, 华鑫证券研究

图表 12: 当前汽车价格指数保持在低位 (%)



资料来源: FRED, 华鑫证券研究

3、预期反复，不改投资主线

从风险端来看，当前市场风险因素逐步平息：一方面是美国银行事件后续的风波渐停，在美债上限和银行风波接近尾声，区域银行 ETF 已经出现了止跌，银行间的存款流出也出现了放缓，根据我们《美国风险面面观》的报告，后续的银行风险将更多的集中在 10 亿美元左右的小银行上，像是第一共和银行一样的大银行风险较小。伴随着两党就债务上限达成相对一致的协议，对于美债违约的避险操作也接近尾声。后续更多的是要警惕政府发债带来的流动性吸尘器影响。但是当前来看，与 2019 年时期不一样的是，当前美国的隔夜市场有着大量的资产，货币基金大概有 2 万亿美元以上的资金留存在 ONM RRP 市场，足以吸收政府的新发债规模。按照惯例，美国财政部本身也会在发行前和各大机构沟通，尽力避免流动性的扰动。因此综合来看当前市场的流动性冲击较小。

在风险相对有限的情况下，市场将会更为关注能体现实际经济运行的数据，这也是为什么本周在较为密集的经济数据发布下，市场预期会出现比较大幅的扭转。往后来看，我们坚持美国经济持续回落，联储不会再度加息，2023 年降息概率较小的宏观主线。

对于股票市场，短期仍有上行的空间。美股往往会在高利率悬挂期间表现更佳，因为高利率时期宏观经济环境往往不错，这也符合当前美国的经济情况。伴随着一季报的公布结束，且美债上限和美国区域银行风险的冲击缓和，我们预期市场对于 6 月过度鹰派的加息预期将会在后续得到一定程度的扭转，带来市场预期的整体好转，继续推动美股的上行。美股再度回到了数据的坏消息就是市场的好消息的阶段，伴随着各项经济数据的陆续公布，美国经济韧性减弱的信号将会越来越明显，推动市场调低对于加息的预期。除了对于预期的不断修正以外，6 月的联储议息会议也会进一步公布联储对于整体经济的最新预判，进一步锚定了整体的预期标准线，预计联储 6 月的经济预测仍不足以达到降息的角度（失业率向上触及到 5%，通胀向下触及到 3%），但是仍会有一定的调弱，同样支持经济步入浅衰退的宏观主线，推动美股修正加息预期。

对于大宗商品，黄金前期涨幅主要是银行危机和美债上限共同推动所致，在风险项缓

和之后黄金暂时失去了持续上行的动力，后续来看黄金的配置周期仍要静待美国衰退的正式兑现或者降息周期的开始。

图表 13：美国不同货币周期下的美股表现

		加息结束 一周	加息结 束一月	加息结束 两月	高利率悬 挂期间	降息开始 一周	降息开始 一月	降息两月	降息期间
2018年12月20日	纳斯达克	0.78%	9.63%	14.72%	24.24%	-0.89%	1.20%	-3.54%	4.33%
	标普	0.87%	8.24%	12.86%	19.70%	-0.52%	-0.92%	-2.23%	1.69%
	道琼斯	1.22%	8.08%	13.54%	16.29%	-0.77%	-0.68%	-1.90%	0.45%
2006年6月29日	纳斯达克	-0.89%	-3.69%	0.52%	21.95%	-1.83%	2.77%	1.67%	4.01%
	标普	0.10%	0.45%	2.47%	19.40%	-0.17%	-1.26%	-5.69%	-39.91%
	道琼斯	0.31%	0.26%	1.72%	22.77%	0.29%	-1.58%	-5.68%	-35.05%
2000年5月16日	纳斯达克	-14.88%	3.85%	14.99%	-29.61%	-4.02%	-2.20%	-15.76%	9.59%
	标普	-6.29%	-0.11%	3.03%	-8.08%	-2.54%	0.14%	-6.96%	-27.62%
	道琼斯	-4.69%	-4.44%	-1.19%	0.10%	-3.12%	-0.75%	-3.24%	-17.67%
1995年2月1日	纳斯达克	3.36%	5.34%	7.31%	25.66%	7.06%	-40.04%	-38.75%	97.13%
	标普	2.29%	3.19%	7.41%	17.77%	1.27%	0.89%	2.92%	105.66%
	道琼斯	2.28%	3.69%	9.20%	21.22%	1.36%	0.42%	0.42%	92.67%
1989年5月17日	纳斯达克	0.68%	2.15%	-	-	0.62%	-1.24%	3.07%	28.01%
	标普	0.52%	2.13%	-	-	-0.10%	0.21%	7.76%	28.63%
	道琼斯	-1.22%	-0.61%	-	-	0.29%	-0.34%	7.96%	31.47%
1984年8月9日	纳斯达克	0.00%	1.12%	-	-	-1.12%	-0.77%	-4.00%	50.57%
	标普	-1.07%	1.17%	-	-	-0.30%	0.29%	-1.76%	49.08%
	道琼斯	0.87%	1.38%	-	-	0.02%	0.77%	-1.23%	54.63%

资料来源：各大媒体网站，华鑫证券研究

4、风险提示

美国经济韧性超预期，联储货币政策超预期

■ 宏观策略组介绍

杨芹芹：经济学硕士，8年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

李刘魁：金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所。

周灏：金融学硕士，2022年7月加盟华鑫研究所，两年券商研究经验，从事中观比较与主题投资研究。

孙航：金融硕士，2022年5月入职华鑫研究所

■ 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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。