

2023年06月06日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

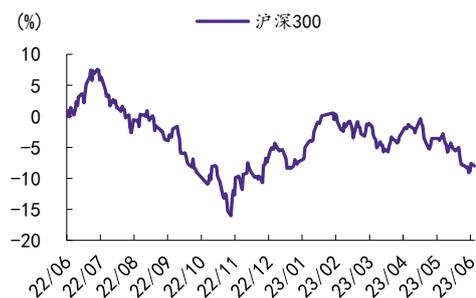
债务上限引流动性担忧，非农支撑加息预期再起

—宏观周报

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、《美债上限达成初步协议，人民币汇率有所承压》2023-06-01
- 2、《海外加息将止，国内金融和产业政策发力》2023-05-23
- 3、《联储加息或停，银行风波未止》2023-05-10

本周要点：本周市场再度预期加息，但后续再度加息概率仍低；美债谈判落地，但无需过度担忧流动性冲击。鉴于6月加息预期固定，超预期的非农进一步支撑市场预期7月和9月加息，但褐皮书显示美国经济近几周确实显示出降温迹象。经济持续放缓下，联储再起加息的空间将会逐步缩小，市场当前仍处在过度预期的阶段。美债上限谈判落地，短期流动性冲击或有限，但长期加税周期已在路上。欧洲通胀回落但是央行仍保持鹰派，加息进程未止。

经济：美国5月ISM制造业PMI为46.9，已连续七个月萎缩。但是就业出现了超预期强劲，5月新增33.9万人就业，失业率虽然有上行，但更多是自营就业转求职所致，美国经济韧性犹存，鉴于6月加息预期固定，市场加强了对于7月和9月加息预期。

欧元区制造业仍旧萎靡，5月制造业PMI为44.8，到达2020年6月以来最低水平。日本5月制造业PMI延续上行趋势，5月制造业PMI终值50.6。

通胀：欧元区5月CPI同比上涨6.1%，低于前值的7%；核心CPI同比上涨5.3%，低于前值的5.6%和预期的5.5%，通胀增速逐步放缓，高通胀已出现转折，但仍居高位。

资产市场：本周美元指数持续上涨0.2%，周均104.03；10年期美债收益率下降10BP至3.66%；美股指数均上涨。

流动性：海外流动性缓解，美国大额资金流入。

下周重点关注（6.5—6.11）：

海外：美国5月ISM非制造业PMI；欧元区5月服务业PMI，4月PPI；日本5月服务业PMI。

国内：5月进出口数据、外汇储备、CPI、PPI。

风险提示

联储货币政策超预期，地缘政治风险再起

正文目录

1、海外：非农超预期支撑，市场押注7月9月加息.....	3
1.1、本周热点：褐皮书显示美国经济出现降温迹象.....	3
1.2、美国5月就业数据强劲，欧元区高通胀已出现转折.....	5
1.3、市场：美元小幅上行，美股美债涨跌互现.....	6
1.4、海外流动性缓解，美国大额资金流入.....	8
2、下周重点关注.....	9
3、风险提示.....	10

图表目录

图表 1：美联储最新褐皮书显示经济出现降温迹象.....	3
图表 2：美联储多位官员暗示6月可以停止降息.....	4
图表 3：近期海外主要经济数据.....	5
图表 4：近期海外资产指标跟踪.....	6
图表 5：美元指数延续上涨.....	7
图表 6：本周10年期中美国债利差走阔（%）.....	7
图表 7：美债三大期限利差均下行（%）.....	8
图表 8：近期海外流动性整体回落.....	9
图表 9：A股外资流入放缓.....	9
图表 10：下周（6.5-6.11）宏观日历.....	10

1、海外：非农超预期支撑，市场押注 7 月 9 月加息

1.1、本周热点：褐皮书显示美国经济出现降温迹象

当地时间 5 月 31 日，美联储发布褐皮书显示，4 月和 5 月的经济活动基本持平；随着就业和通胀略有放缓，美国经济近几周显示出降温迹象。

在经济方面，经济陷入停滞，与上一份报告整体相同。四个地区的活动略有增长，六个地区没有变化，两个地区略有下降。分行业看，大多数地区的消费者支出保持稳定或小幅上升，许多地区报告休闲和酒店支出增长。供应链问题持续改善，但大部分地区的制造业活动仍较为疲软。尽管待售房屋库存持续较低，大多数地区的住宅房地产活动仍有所回升。

在通胀方面，受访地区整体价格适度上涨，许多地区增速出现放缓，并预计这一趋势将延续。非劳动力投入成本有所上升，但许多联系人表示，成本压力已经缓解，运输和某些原材料为代表的投入品价格下降，大多数地区的房价和租金总体上略有上涨。通胀整体处于下行通道，与近期经济数据相符。

在就业方面，大多数地区报告就业率有所上升，但增速较之前进一步放缓，降温迹象已经出现。建筑、交通和金融领域的招聘更加容易，不少企业称员工计划已满，一些公司表示正在暂停招聘或减少员工人数。工资增长温和。

在信贷方面，大多数地区报告金融状况稳定或略有收紧。在前段时间美国出现区域性银行危机后，美联储并未发现金融体系有太多问题。与此同时，部分区域反馈出现贷款需求减少和拖欠率小幅上升的现象。纽约联储表示信贷状况持续收紧，贷款需求出现下降。费城联储表示，一些地区性银行已经暂停发放新贷款。

图表 1：美联储最新褐皮书显示经济出现降温迹象

美联储经济褐皮书发布	
分类	主要内容
经济	经济陷入停滞，四个地区的活动略有增长，六个地区没有变化，两个地区略有下降。大多数地区的消费者支出保持稳定或小幅上升，制造业活动持平，供应链问题持续改善。
通胀	物价温和上涨，许多地区的价格涨幅有所放缓。大多数地区的联系人预计，未来几个月价格将以类似的速度上涨。非劳动力投入成本有所上升，房价和租金整体略有上涨。
就业	劳动力市场保持健康。大多数地区报告就业率有所上升，但增速较之前进一步放缓。劳动力市场降温迹象已经出现，建筑、交通和金融领域的招聘更加容易。工资增长温和。
信贷	大多数地区报告金融状况稳定或略有收紧。有几个地区的联系人反馈，消费者贷款违约率有抬头迹象。部分区域反馈，出现贷款需求减少和拖欠率小幅上升的现象。

资料来源：财联社、彭博，华鑫证券研究

本周美联储官员鸽派言论增加，暗示可能会在 6 月份美联储货币政策会议上暂停加息。美联储理事杰斐逊与费城联储主席哈克周三均表示可以跳过 6 月加息，但均强调此举不能

认为是加息周期的结束，两人言论将加息预期大幅压低至 30%。鹰派代表梅斯特和布拉德本周继续强调通胀水平过高，认为需要保持警惕。

本周公布的就业数据韧性强劲，支持美联储跳过 6 月加息，市场对 6 月暂停加息预期上升。周五 CME 美联储观察显示，美联储 6 月维持利率不变的概率为 72.5%，加息 25 个基点的概率为 27.5%；到 7 月维持利率在当前水平的概率为 36.6%，累计加息 25 个基点的概率为 48.9%，累计加息 50 个基点的概率为 14.5%。

图表 2：美联储多位官员暗示 6 月可以停止降息

美联储多位官员暗示6月可以暂停加息		
日期	官员	具体内容
2023/5/29	芝加哥联储主席古尔斯基	美联储在通胀目标上正取得进展，但尚未成功；不想对六月会议的利率决议提前做出判断。
2023/5/30	里士满联储主席巴尔金	通胀将比许多人认为的更为顽固，利率处于限制性区间，但需要到达何处存在不确定性。一旦通胀消退，美国经济可能会支持利率处于“中性、正常水平”，而不是推至接近0的水平。
2023/5/31	美联储理事杰斐逊	暗示6月会议倾向于维持利率不变，以便让决策者有更多时间来评估经济前景，但暂不调整利率并不意味加息周期已经结束。
2023/5/31	费城联储主席哈克	“我认为可以稍微跳过一次会议，如果我们将进入一个需要采取更多紧缩措施的时期，我们可以每隔一次会议就这样做。”
2023/5/31	克利夫兰联储主席梅斯特	如果经济数据证实，必须采取更多措施来控制美国通胀，那么没有“令人信服的”理由先观望再加息。
2023/6/2	圣路易斯联储主席布拉德	利率处于具有足够限制性的区间水平低端。通胀已经下降，但整体水平仍然过高。通胀降温的前景不错，但不是非常确定的事情，需要继续保持警惕。

资料来源：财联社、彭博，华鑫证券研究

6月1日，欧洲央行公布了5月货币政策会议纪要。会议纪要显示，几乎所有委员支持加息 25 个基点。欧央行表示，银行面临的短期利率风险似乎得到了控制，有必要采取更果断的行动，将利率调至足够严格的区间，以确保通胀及时回归目标水平。

银行风险方面，会议纪要显示，到目前为止市场（尤其是欧元区）似乎已经很好地消化了银行业危机，衡量系统性压力、波动性和市场流动性的标准已经恢复到接近硅谷银行破产前的水平。通胀方面，近几个月来总体通胀已明显下降，但潜在的价格压力仍然强劲，核心通胀趋势令人担忧，服务业通胀居高不下。

总体而言，欧央行成员认为现在还不具备“宣布胜利”或对通胀前景感到满意的条件。欧央行对长期通胀预期一直保持在 2.0-2.1% 的范围内，为达成这一目标，市场预期欧央行将继续加息一到两次。另一方面，欧洲经济很大程度上深受美国经济的影响，加息很大程度上也是与美国加息趋势紧密相连，若美联储加息进入下行通道，欧央行可能在一到两次加息后顺应这一趋势。

6月1日，众议院和参议院相继通过了两党达成的一致协议，美债违约风险彻底消除。从协议来看，协议暂停实施债务上限 2 年，推迟到大选之后，限制 2024 和 2025 财年的非国防财政预算，并削减部分有关社会福利的财政支出。拜登和麦卡锡均有妥协让步：共和党删除了清洁能源税收减免政策等阻挠内容。众议院债务上限有所调降，之前是提高到 1.5 万亿美元。

后续来看，短期关注新发债券带来的流动性冲击，但预计冲击有限。目前财政部一般账户（TGA）余额处于历史低位，6 月开始财政部为了重建金库或将大量发债，将从银行体系中抽走更多资金，银行准备金下降。但是当前的美国 MMF 市场来看，仍有大量的资金无

处可去，更多的流转在联储的隔夜市场中（ON RRP），大概有 2 万亿美元以上，足以吸收财政部新发债券，同时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，因此像 2019 年一样的流动性吸尘器的情况大概率不会再现，2019 年时期的回购市场动荡 Repo Crisis 更多是 FED 的 ONRRP 市场流动性存量极低导致，与当前情况也有很大不同。

中长期则是更要关注新一轮加税的开始。债务上限法案要求 2024 财年非国防支出大致持平，2025 财年仅能增加 1%，联邦财政预算受限，加税或将成为破解困境的有效选择。

1.2、美国 5 月就业数据强劲，欧元区高通胀已出现转折

经济方面，美国 5 月 ISM 制造业 PMI 为 46.9，与 4 月的 47.1 相比出现小幅回落，不及市场预期的 47，且已连续七个月萎缩。此次持续萎缩时间创下 2009 年以来最长纪录，表明美国制造业仍处于萎靡阶段。同日公布的美国 5 月 Markit 制造业 PMI 终值为 48.4，创 2 月以来新低。

欧元区 5 月制造业 PMI 为 44.8，高于预期的 44.6，与 4 月相比进一步下跌，到达 2020 年 6 月以来最低水平，制造业仍旧萎靡。日本 5 月制造业 PMI 延续上行趋势，5 月制造业 PMI 终值 50.6，历经 7 个月重回荣枯线以上，经济强劲复苏。

通胀方面，欧元区 5 月 CPI 同比上涨 6.1%，环比 0%，低于前值的 7%和 0.6%；核心 CPI 同比上涨 5.3%，低于 4 月份的 5.6%，也低于预期的 5.5%。欧元区 5 月 CPI 同比与环比均低于预期，通胀增速逐步放缓，高通胀已出现转折。当前通胀水平仍显著高于欧央行 2% 的目标，欧洲央行管委穆勒表示可能还会有超过 25 个基点的额外加息，并警告称，潜在的价格压力“还没有显示出放缓的迹象”。

就业方面，美国 5 月失业率 3.7%，环比升高 0.3 个百分点；非农业部门新增就业人数为 33.9 万，显著高于市场共识预期的 19 万，为过去 4 个月最高水平。服务业依然是就业的主力军，5 月份专业和商业服务业就业人数增加 6.4 万，显著高于 4 月份的 4.3 万；商品制造也结束了对于非农的拖累，连续两个月正增长。

失业率和就业人数的矛盾是劳工部企业统计数据和家庭统计数据的区别所致，前者统计“岗位数”，后者统计“家庭在职人数”，在劳动市场持续缓解的情况下身兼数职的情况会导致数据间差值。另一方面，家庭统计中可能存在大量自营人员转职为公司职员，也将导致数据差异。整体而言，美国劳动力市场的韧性仍远超预期。

欧元区 4 月失业率 6.5%，与预期和前值相同，通胀降温的同时就业数据稳定，欧洲经济开始向平稳方向过渡。日本 4 月失业率 2.6%，相较前值的 2.8%出现下降，也是过去三个月来首次下降，为日本央行未来的可持续通胀目标提供支撑。

图表 3：近期海外主要经济数据

时间	主题	主要内容
2023/5/30	日本4月失业率	日本4月失业率2.6%，预期2.5%，前值2.8%，三个月以来首次下降。
2023/6/1	日本5月制造业PMI	日本5月制造业PMI50.6，预期50.8，前值49.5，连续三个月上行。
2023/6/1	欧元区5月制造业PMI	欧元区5月制造业PMI44.8，预期44.6，前值45.8，为2020年6月以来新低。
2023/6/1	欧元区5月CPI	欧元区5月CPI同比6.1%，预期6.3%，前值7%；环比0%，预期0.2%，前值0.6%，均低于预期。5月核心CPI同比5.3%，预期5.5%，前值5.6%。
2023/6/1	欧元区4月失业率	欧元区4月失业率6.5%，预期6.5%，前值6.5%，保持平稳。
2023/6/1	美国5月ISM制造业PMI	美国5月ISM制造业PMI46.9，预期47，前值47.1，已连续7个月萎缩。
2023/6/2	美国5月失业率	美国5月失业率3.7%，预期3.5%，前值3.4%，出现2020年4月以来最大的增幅。5月失业人数增加44万，劳动参与率继续维持在62.6%不变。
2023/6/2	美国5月非农就业	美国5月非农业部门新增就业人数为33.9万，预期18万，前值29.4万，为过去4个月最高水平。3月非农就业由16.5万修订为21.7万，4月非农就业由25.3万修订为29.4万。

资料来源：财联社、彭博，华鑫证券研究

1.3、市场：美元小幅上行，美股美债涨跌互现

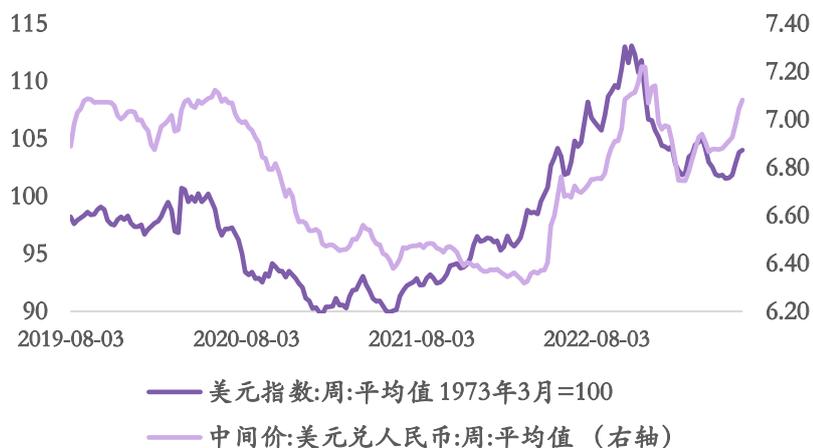
本周美元指数持续上涨 0.2%，周均 104.03 点，美元兑人民币延续上涨，本周涨至 7.08，10 年期美债收益率下行 10BP 至 3.66%，中美国债利差上行 8BP；美债三大期限利差均下跌，10Y-3M、10Y-2Y、10Y-5Y 利差分别收窄 25BP、14BP、5BP。截至 5 月 26 日，美股指数均大幅上涨，标普 500 指数当周收盘 4282.37 点，当周上涨 265.08 点；纳斯达克指数当周收盘 13240.77 点，当周上涨 72.92 点。

图表 4：近期海外资产指标跟踪

	指标	单位	涨跌	变动幅度	本周	上周	指标说明
汇率	美元指数	—	▲	0.20	104.03	103.83	美元指数延续上行
	美元兑人民币中间价	—	▲	0.04	7.08	7.05	美元兑人民币中间价延续上行
海外	美国10年期国债	%	▼	-0.10	3.66	3.76	美国10年期国债小幅下跌
	美国国债10Y-3M利差	%	▼	-0.25	-1.86	-1.61	美国国债10Y-3M利差收窄
	美国国债10Y-2Y利差	%	▼	-0.14	-0.77	-0.62	美国国债10Y-2Y利差持续收窄
	美国国债10Y-5Y利差	%	▼	-0.05	-0.12	-0.06	美国国债10Y-5Y持续收窄
	中美10年期国债利差	%	▲	0.08	-0.97	-1.05	中美10年期国债利差走阔
美股	纳斯达克指数	—	▲	265.08	13240.77	12975.69	纳斯达克指数和标普500指数微涨
	标普500指数	—	▲	76.92	4282.37	4205.45	

资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

图表 5: 美元指数延续上涨



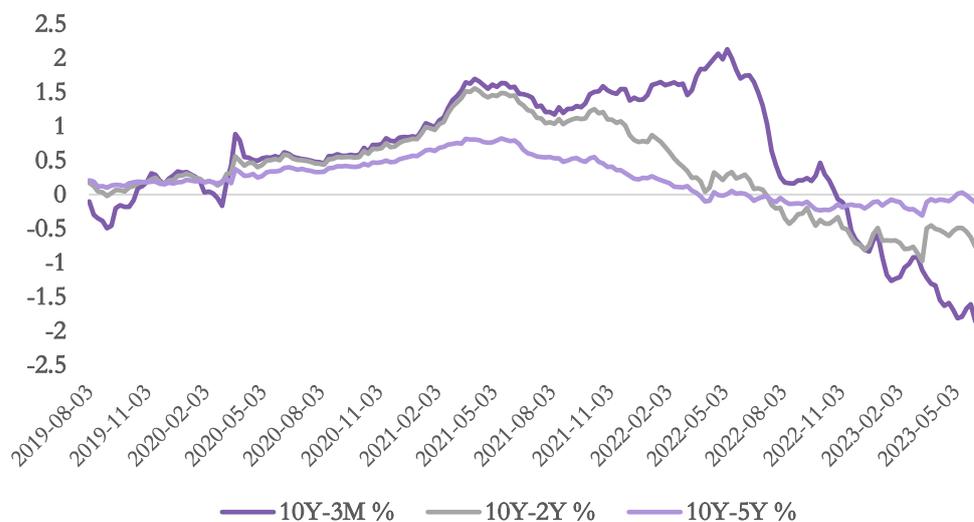
资料来源: Wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 6: 本周 10 年期中美国债利差走阔 (%)



资料来源: Wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 7: 美债三大期限利差均下行 (%)



资料来源: Wind 资讯, 华鑫证券研究

1.4、海外流动性缓解，美国大额资金流入

在美债上限问题得到妥善处置之后，本周海外主要地区的流动性有所回落，但是英国公司利差、金融市场指数有所回升。

从资金流入的角度来看，美国本周处于高位，中国当周流入 28.49 亿美元，仅次于美国；香港资金由负转正，本周流入 12.04 亿美元，处于高位。欧洲本周出现较大幅的资金流出，流出 7.77 亿美元。

图表 8：近期海外流动性整体回落

	指标	单位	涨跌	变动幅度	本周	上周	指标说明		
美国	FRA-OIS	百分点	▼	-2.45	26.85	29.30			
	银行间	BSBY-OIS	百分点	▲	12.04	21.07	9.03	美国银行间流动性波动	
		TED利差	百分点	▼	-3.03	8.08	11.11		
	货币市场	Commercial Paper/T-Bill	百分点	▼	-7.77	4.91	12.68	货币市场信用风险持续回落	
	实体	Baa/10Y	百分点	▼	-4.24	200.93	205.17	实体信用风险持续回落	
	地方政府	Muni/10Y	百分点	▼	-2.71	-42.09	-39.38	美国地方政府压力出现回落	
	股票市场	VIX	百分点	▼	-3.35	14.60	17.95	股市恐慌情绪整体有所缓解	
		SP500 ERP	百分点	▲	0.41	180.72	180.31	美股ERP有所回升	
	联储	路易斯联储金融压力指数（滞后一周）	百分点	▼	-0.12	-0.60	-0.48	金融压力有所缓解	
	欧洲	银行间	EU TED利差	百分点	▼	-2.20	48.66	50.87	欧洲银行间压力有所缓解
		EU 10Y swap spread	百分点	▼	-5.21	64.29	69.50		
综合		欧洲金融市场指数	百分点	▼	-0.09	-4.63	-4.54	市场指数和金融压力指数也保持在相对低位	
		欧洲系统压力指数	百分点	▲	0.02	0.13	0.11		
德国债差			意德债差（10Y）	百分点	▼	-0.06	1.81	1.87	欧洲主要主权债务对德债差整体回落
			法德债差（10Y）	百分点	▼	-0.06	0.54	0.60	
			西德债差（10Y）	百分点	▼	-0.01	1.05	1.06	
			欧德债差（10Y）	百分点	▼	-0.03	0.08	0.11	
英国		银行间	UK TED利差	百分点	▼	-7.13	15.25	22.38	英国银行间流动性改善
			UkLibor	百分点	▼	-4.44	9.50	13.94	
	综合	英国公司债利差	百分点	▲	1.29	164.70	163.40	实体信用债风险回升	
	英国金融市场指数	百分点	▲	0.05	0.43	0.37	金融市场压力有所回升		

资料来源：彭博，华鑫证券研究

图表 9：A 股外资流入放缓（百万美元）

国家/地区	本周净现金流	上周净现金流	年初至今
美国	13864	9314	95100
欧洲	-777	1497	25688
欧元区	139	1157	14017
亚太地区	4299	2405	29274
中国	2849	2514	14535
中国香港	1204	-461	5491
日本	94	-347	2262
非洲&中东	25	79	-197

资料来源：彭博，华鑫证券研究

2、下周重点关注

海外：美国 5 月 ISM 非制造业 PMI；欧元区 5 月服务业 PMI，4 月 PPI；日本 5 月服务业 PMI。

国内：5 月进出口数据、外汇储备、CPI。

图表 10：下周（6.5-6.11）宏观日历

日期	北京时间	数据/事件
2023/6/5 星期一	8:30	日本5月服务业PMI
2023/6/5 星期一	14:00	欧元区5月服务业PMI
2023/6/5 星期一	17:00	欧元区4月PPI
2023/6/5 星期一	22:00	美国5月ISM非制造业PMI
2023/6/7 星期三	待定	中国5月进出口数据、外汇储备
2023/6/9 星期五	9:30	中国5月CPI, PPI

资料来源：Wind 资讯，华鑫证券研究

3、风险提示

联储货币政策超预期，地缘政治风险再起

■ 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。