

顺势而为¹

高善文(S1450511020020)²

2023年6月15日

内容提要

总体上看，过去三年疫情对发达和新兴经济体的中长期影响差异明显：对发达国家而言，疫情后居民部门超额储蓄释放较快，同时劳动参与率下降，这促进了经济活动的较快恢复和通货膨胀的上升，推动中央银行收紧货币政策，在利率水平显著提高的背景下，股票指数仍然表现较好；新兴经济体的超额储蓄似乎释放缓慢，劳动参与率上升，通货膨胀温和，股票指数表现平淡。

对中国而言，经济数据的表现似乎接近新兴市场的一般模式，超额储蓄下降缓慢，劳动参与率上升，居民户表现出较强的去风险行为。今年4月以来，伴随积压需求释放的结束，经济恢复步伐放缓，伴随地产的加速下行，市场对经济活动的担忧升温。

尽管经济二次探底的过程存在诸多不确定性，地产市场、地方政府债务和中小金融机构的资产负债表也存在一定脆弱性，但考虑到政府的应对能力，以及防止出现极端事件的意愿和决心，我们倾向于认为中国出现危机的概率是很小的，市场二次探底空间有限。

风险提示：（1）地缘政治风险（2）地产和城投债务风险

¹ 本文根据作者在2023年6月7日安信证券2023年中期策略会上的演讲发言整理而成。

² 首席经济学家，gaosw@essence.com.cn，S1450511020020

一、疫情的中长期影响

疫情爆发至今，经过三年多的时间，人类在付出了可观的生命损失和沉重的经济代价后，生活终于恢复了正常。当前需要思考和追问的一个问题是：从中长期的角度来看，疫情到底给我们带来了怎样的影响？

我们知道，股票市场的价格主要反映了大家对于长期经济前景的预期。鉴于疫情的爆发出乎预料，2020年初全球股票市场定价了没有疫情的情况下人们对未来经济的基本看法。而当下全球的社会生活都已经完全恢复正常，股票市场价格代表了此刻投资者对长期经济活动的看法。

与2020年初相比，人们对长期经济预期的差异会在指数上体现出来，尽管这些差异由很多因素造成，但一定包含了疫情的中长期影响，如果这些影响确实存在的话。

当然，过去三年，同时发生了一些与疫情无关的事件，其长期影响在股价中也有反应，在这里举三个例子。

第一，今年以来人工智能技术的突破对股票市场形成了积极正面的影响。如果剔除掉这一因素，标普指数今年来上涨的幅度并不很大。

第二，2022年2月爆发了俄乌冲突，这一冲突至今尚没有明确的结束迹象。俄乌冲突的爆发，对冷战结束以来的国际秩序产生了巨大冲击，导致人们对地缘政治冲突的担忧扩散到更大范围。这些冲击和担忧无疑影响着投资者的预期。

第三，2021年下半年以来，中国房地产市场经历了较大幅度的调整，对经济活动和资本市场产生了显著影响。房地产市场的调整并不直接来自于疫情，尽管疫情无疑加剧了房地产市场的压力。

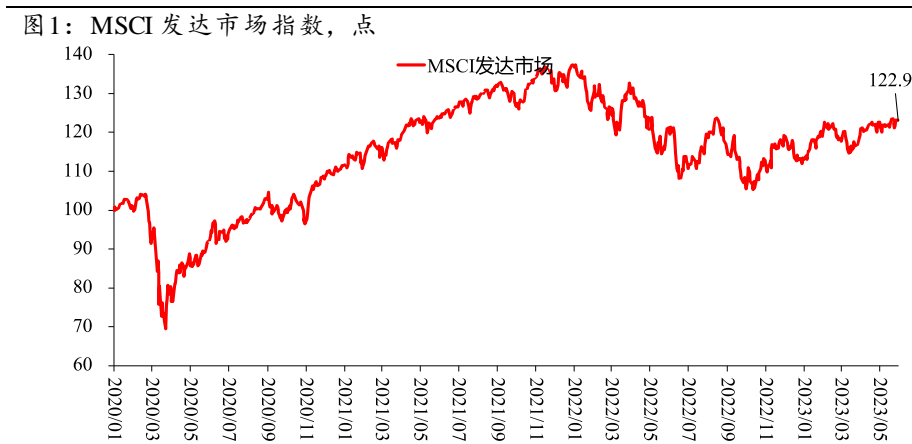
由于这些因素，当下股价和疫情前的差异反映了人们对未来看法的变化，这些差异一些与疫情可能无关，一些则体现了疫情的长期影响。

为了尽量减少疫情以外因素的影响，我们尝试观察全球市场的总体指数。在这一指数中，主要影响少数国家的冲击因素将会被淡化，尽管完全的控制和排除无疑很困难。

从现实情况看，将全球市场分为发达市场和新兴市场，并比较二者的差异是有意义的。

（一）疫情对发达市场的长期影响

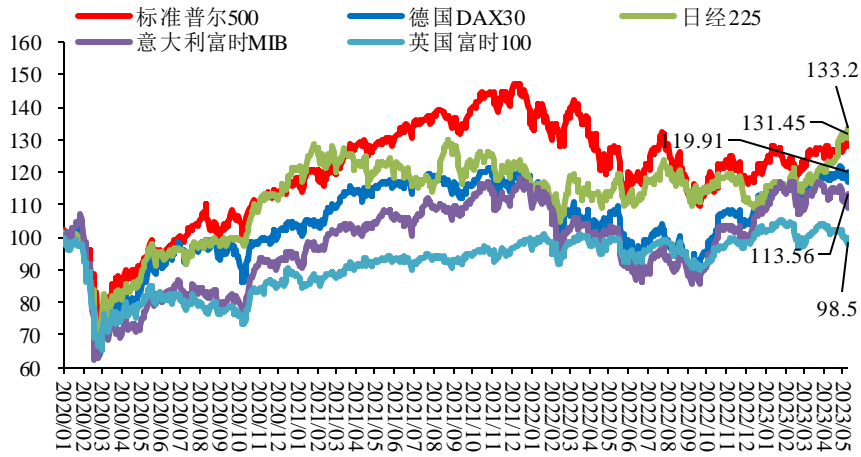
首先，我们来观察发达市场的股价指数。如图 1 所示，疫情期间，MSCI 发达市场指数经历了大幅下跌和猛烈的反弹。与 2020 年年初相比，当下发达市场指数总体上涨了 23%。



数据来源: Wind, 安信证券, 截至 2023 年 5 月 30 日
2020 年 1 月 1 日标准化为 100

尽管疫情对社会生活带来了巨大的破坏，但发达市场投资者对未来经济的看法比 2020 年初更加乐观。如果进一步拆分，如图 2 所示，可以发现主要国家的股价指数上涨相当普遍。

图2：各发达经济体股价指数，点

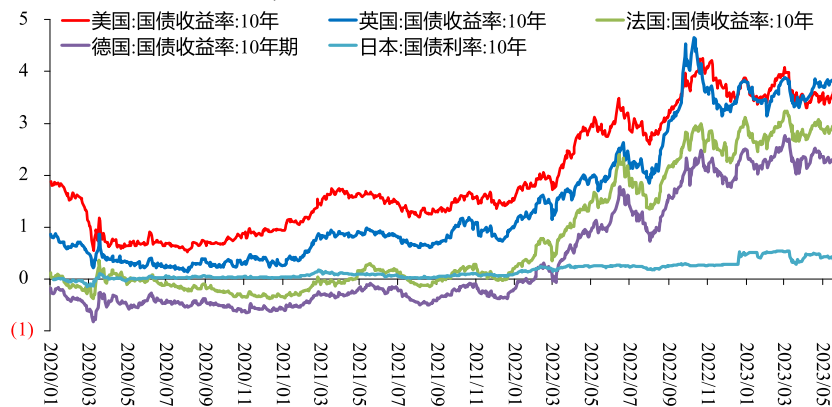


数据来源：Wind，安信证券，截至2023年5月31日
2020年1月1日标准化为100

尽管目前英国股价指数与2020年初接近，但当时英国指数基本处在历史最高位置附近。对大多数发达市场来讲，现在的指数都比2020年初高得多。

此外，如图3所示，从2022年初以来，发达市场国债收益率经历了广泛且幅度较大的上升，只有日本是明显的例外。

图3：发达国家国债收益率，%

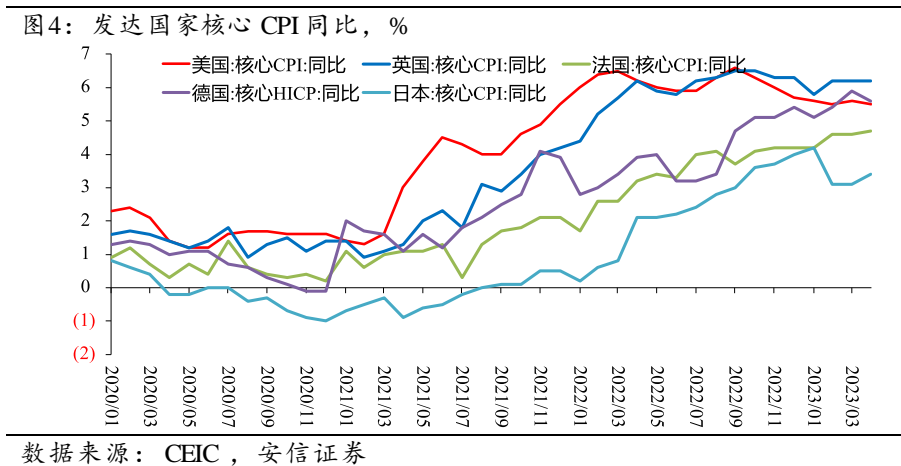


数据来源：Wind，安信证券，截至2023年5月17日

股票价格指数在分子上包含了对长期盈利增长的预期，分母则是对长期利率的看法。如果把现在市场对长期利率趋势的看法合并进来，当下股票指数比起疫情前的显著涨幅，显然并不来自于分母端的利率因子。

在利率大幅上升的情况下，发达经济体股价指数仍有大幅度的上涨，说明比起疫情之前，大家对未来长期盈利的预期更加乐观。由于这一指数包括了主要的发达国家，人工智能和俄乌冲突等因素被冲淡或相互抵消，这种差异可能在较大程度上代表了疫情所造成的影响。

如果继续观察发达国家的情况，如图 4 所示，与股票市场上涨、利率强劲的上升以及预期更乐观相一致的是，几乎在所有发达国家，从 2021 年下半年开始，核心通货膨胀水平都出现了幅度较大的抬升。



毫无疑问，当前的通货膨胀趋势里有俄乌冲突的影响，因为俄乌冲突对全球能源、粮食价格都产生了巨大的冲击。但是俄乌冲突可能并不改变通货膨胀的基本趋势，这里面有两个原因。

第一，通胀趋势在 2021 年下半年就出现了加速上升的苗头，这早于俄乌冲突爆发的时间。第二，我们集中观察的是核心通货膨胀，已经剔除了能源和食品价格的影响，尽管应该承认能源和食品价格会通过其他渠道对核心通胀产生间接的影响。

合并这些观察可以发现，随着经济和社会生活逐步恢复正常，2021年下半年以来发达经济经历了强有力的恢复，通胀也随之上升。在这样的条件下，尽管利率上行的速度前所未见，但市场对未来经济仍然维持了相当乐观的看法。这样的情绪在发达市场中比较普遍。

（二）疫情对新兴市场的长期影响

从新兴市场来看，情况则大相径庭。如图 5 所示，MSCI 新兴市场指数比疫情前下跌了 5%。



数据来源：Wind，安信证券，截至 2023 年 5 月 30 日
2020 年 1 月 1 日标准化为 100

和发达市场类似，疫情后新兴市场股价同样经历了猛烈下降、剧烈反弹的过程。当经济社会生活恢复正常以后，可以发现新兴市场对未来的预期与疫情之前基本一致，也许略差一些。

在这个背景下，中国沪深 300 指数和新兴市场指数的表现基本一致，目前沪深 300 指数的点位与 2020 年初接近。

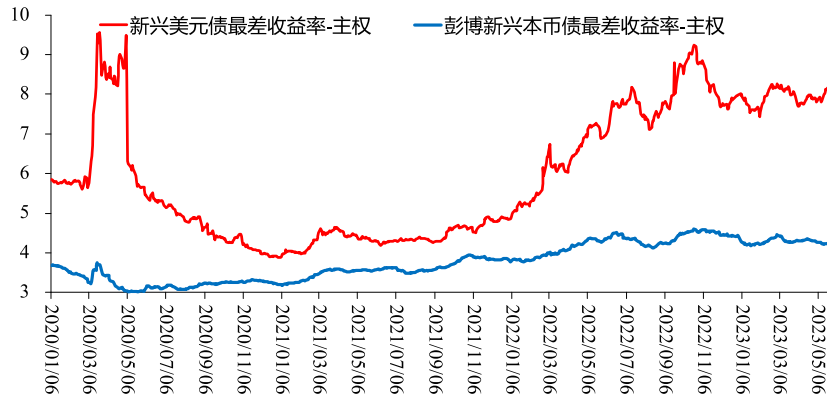
图6：沪深300指数，点



数据来源：Wind，安信证券，截至2023年6月12日
2020年1月1日标准化为100

如果我们比较新兴市场本币债的利率，如图7所示，可以看到从疫情期间到现在，在发达国家通胀和利率都出现上升的背景下，新兴市场本币利率上升的幅度是很轻微的。至少相对发达市场而言，本币利率相对比较稳定。

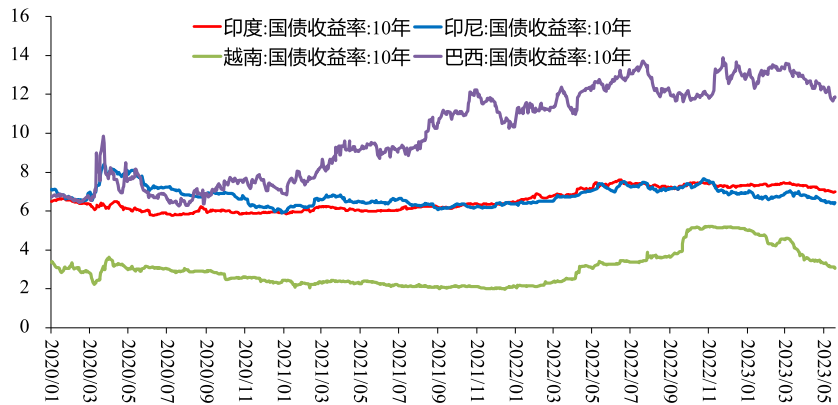
图7：新兴经济体美元债收益率和本币债收益率，%



数据来源：Bloomberg，安信证券，截至2023年6月2日

如图8所示，尽管存在巴西这样的例外，总体上来讲，新兴市场从疫情开始到现在，利率没有明显上升。当然，这里只列出了少数几个新兴国家的情况。

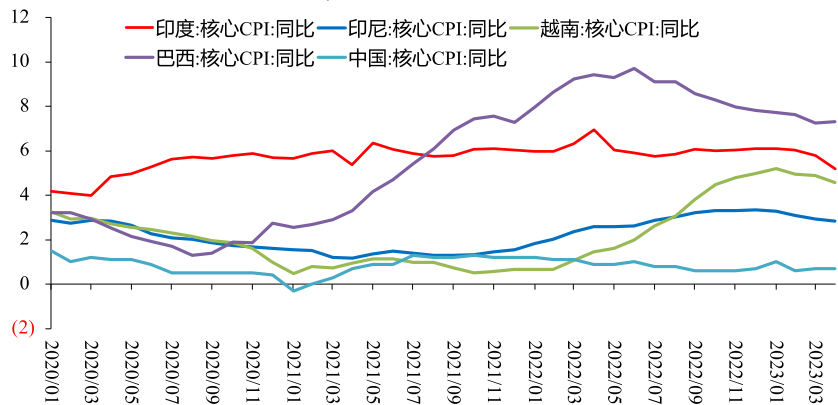
图8：发展中国家国债收益率，%



数据来源：Wind，安信证券，截至2023年5月26日

如果用同样的方法观察新兴市场的核心通胀，如图9所示，对大多数的新兴市场来讲，利率波动反映通胀变化，而通胀从疫情期间到现在变化轻微。相对发达国家来讲，尽管存在例外，但总体上新兴市场的通货膨胀水平比较稳定。

图9：发展中国家核心CPI同比，%



数据来源：CEIC，安信证券

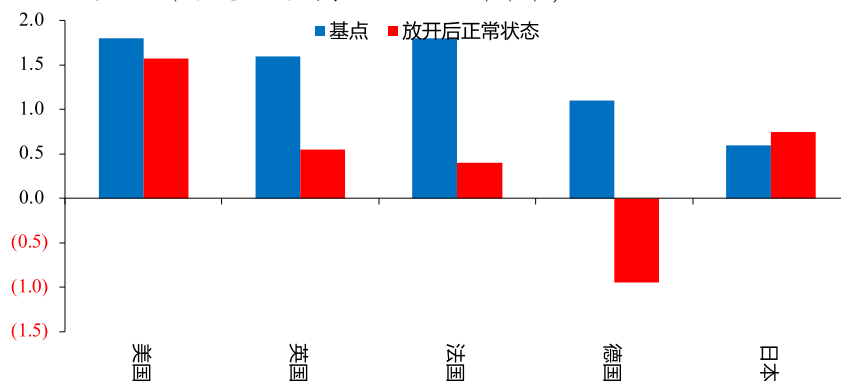
总体而言，疫情对新兴市场 and 发达市场的中长期影响有明显差异。过去3年多时间，新兴市场的通货膨胀和利率变化不大，股票价格与疫情前基本一样。

（三）发达市场和新兴市场的经济增长情况

前面我们观察了股票市场、债券市场和通货膨胀，为了更深入地研究这个问题，我们进一步观察这些国家的经济增长情况。

如图 10 和图 11 所示，蓝色柱子代表没有发生疫情时这些发达和新兴国家的经济增速，红色柱子代表疫情放开之后的经济增速。

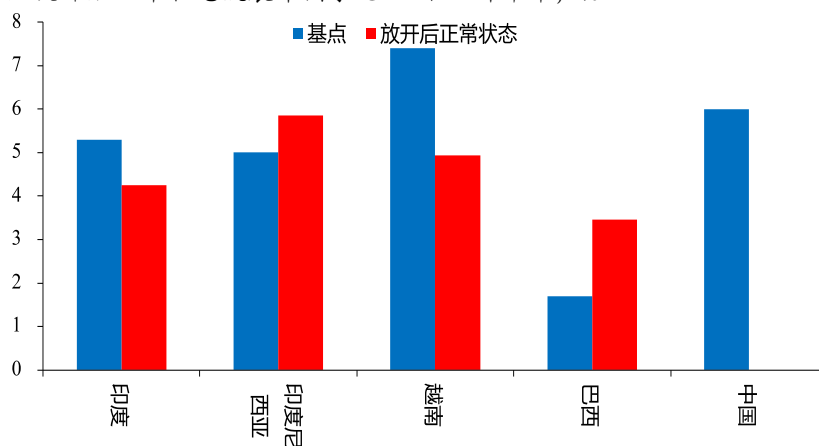
图 10：放开后正常状态发达国家 GDP 环比折年率，%



数据来源：Wind，安信证券

注：基点为疫情前的趋势水平，放开后正常状态为考虑到放开后两个季度内存在基数和积压性需求释放的影响，采用放开后第三季度后的平均值

图 11：放开后正常状态发展中国家 GDP 环比折年率，%



数据来源：Wind，安信证券

注：基点为疫情前趋势水平，放开后正常状态为考虑到放开后两个季度内存在基数和积压性需求释放的影响，采用放开后三、四季度平均值

疫情放开时经济活动会有猛烈的反弹，积压需求集中释放。为了排除这一因素的影响，基于经验和数据观察，我们假设疫情放开六个月之内的经济数据是不正常的，并从疫情放开六个月之后起计算这些国家的经济增长，把他们连续几个季度的环比折年率取平均值，观察经济回到正常状态后的经济增速。

虽然个别国家总是存在一些例外，但总体来讲，发达国家的经济增速没有回到疫情前的水平。

主要新兴经济体的经济增长与疫情之前相比有高有低。但合并来看，他们的经济增长可能大致接近疫情前的水平。

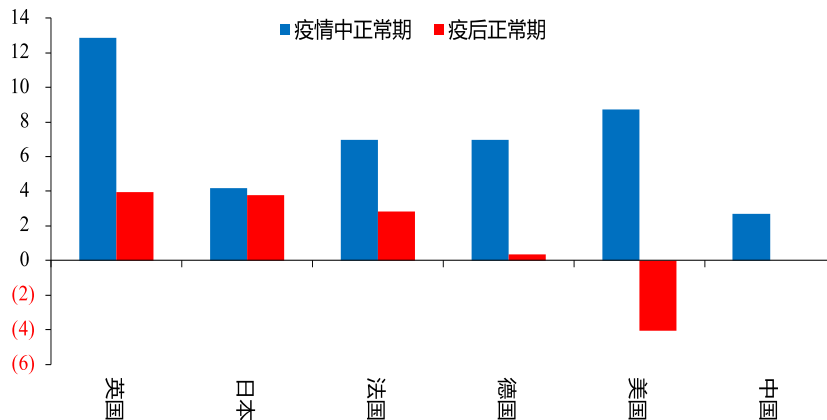
（四）储蓄率和劳动参与率的差异

为什么发达经济体和新兴经济体在一系列重要数据上会表现出如此的差异？

我们从两个角度展开讨论。

第一个角度是居民超额储蓄率的变化。疫情期间由于严重恐慌，叠加封控带来的生活不便，人们消费变得更少，储蓄更多。疫情放开后消费趋于正常化。

图 12：发达国家和中国超额储蓄率，%



数据来源：Bloomberg, Wind, 安信证券

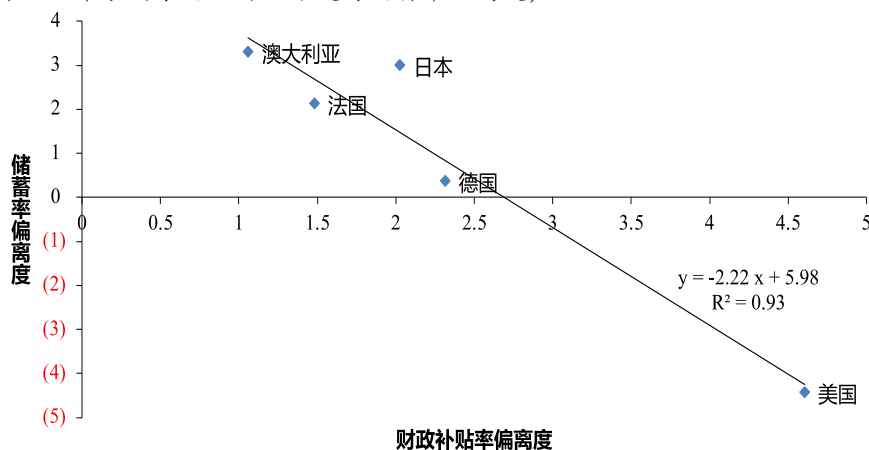
疫情中正常期定义为疫苗尚未出现，疫情的恐慌出现缓解的 20Q4 和 21Q1 期间储蓄率。疫后正常期定义为放开后第三个季度开始

如图 12 所示，防控放开后，和疫情期间相比，大多数发达国家的超额储蓄率都经历了显著下降。超额储蓄率的大幅下跌，推动了经济活动猛烈的恢复。

我们该如何理解超额储蓄率的下跌？

财政补贴力度的数据对我们理解超额储蓄率的下跌有参考意义。如图 13 所示，疫情期间补贴力度越大，疫后超额储蓄率就越低。疫情期间，政府在财政支持和收入支持上相对越谨慎，疫情恢复正常后，超额储蓄率下跌的幅度就越小。

图 13：部分国家财政补贴力度与储蓄率偏离度，%



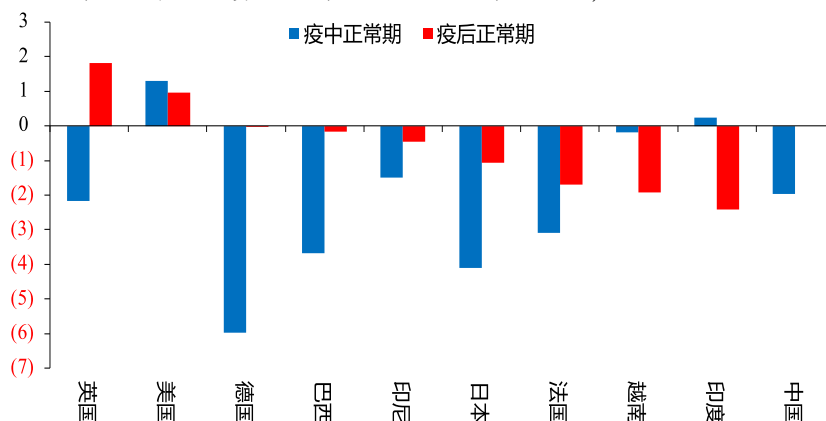
数据来源：Bloomberg，日本统计局，安信证券；

注：日本使用工人家庭数据，使用非经常性收入占比作为财政补贴衡量，日本在 2014 年后储蓄率存在年均上升 1.13%，剔除这一趋势。其余国家使用转移性收入，另外储蓄率无趋势。t 值为 -6.1，P 值为 0.009 财政补贴偏离度使用 2020 和 2021 两年转移性支付占收入比重的均值减去 2016 至 2019 年均值。储蓄率偏离度使用 2022 年 Q3 累计储蓄率减去 2016-2019 年均值，反应防控放松后的消费倾向。

尽管这个样本数据量不够大，做结论需要十分慎重，但一个值得考虑的倾向是：疫情期间财政的支持力度会影响人们的消费和储蓄心理，以及对长期不确定性的看法。

对于新兴市场而言，比较大的问题在于，没有可信的住户调查数据来衡量住户部门的消费、收入和储蓄。因此我们直接计算了这些国家的家庭消费支出增长，并把这些增长与经济增速进行对比，如图 14 所示。

图 14：不同阶段家庭消费支出同比差值-GDP 同比差值，%



数据来源：Wind，CEIC，安信证券

注：中国和越南为消费支出（包含政府消费）

如果认为经济增速代表了居民收入增速，家庭消费支出增速代表了居民消费增速。那么消费增速比收入增速低，说明储蓄率在上升；如果消费增速比收入增速高，就代表储蓄率在下降。

这种估算数据相对可得，但是问题在于短期 GDP 的增长在多大程度上能够代表住户可支配收入的增长，是存在疑问的。所以我们也许不应该对它做过度解读。

对于新兴市场的情况，总体而言，似乎没有特别清晰的模式。对有些国家来讲，疫情期间消费下降剧烈，疫情后大幅反弹；但是对于另外一些国家，在疫情期间消费的下跌不太明显，疫情结束后消费反弹也相对轻微，或者消费还有更大幅度的下降。

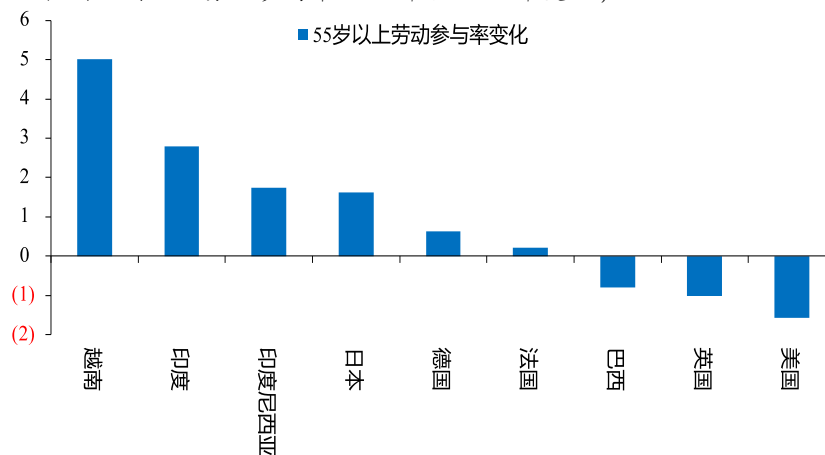
一个猜测性的解读是，由于新兴经济体的社会保障体系和财力的原因，在疫情期间政府没有能力为居民提供补贴，导致尽管经济恢复正常，但人们的超额储蓄似乎下降不大。

我们无疑需要进一步观察中国的数据变化，但 4 月份以来的情况似乎暗示，中国居民在生活逐步正常化以后，超额储蓄的下降是很缓慢的。

接下来讨论的第二个角度是劳动参与率的变化。

首先观察各个国家的老龄人口劳动参与率，也就是 55 岁以上的人口有多少处在工作状态，或者正在努力找工作。

图 15：各国老龄人口劳动参与率 2022 年较 2019 年变化，%



数据来源：CEIC，安信证券

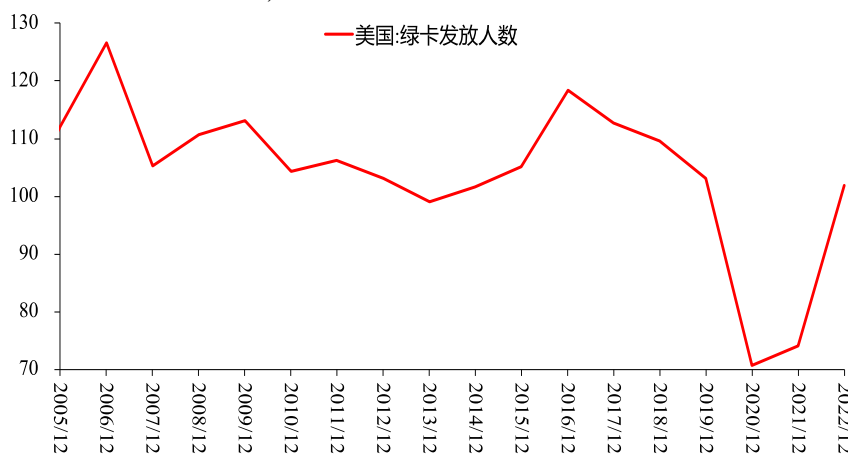
注：老龄人口指代表 55 岁以上人口

如图 15 所示，尽管总是有一些例外，但是从相对普遍的模式上讲，发达国家的劳动参与率下降幅度较大，或者上升不明显，而新兴经济体相对疫情之前的劳动参与率大幅上升。

对美国来讲，除了劳动参与率的下降之外，还有一个很大的问题是移民流入的减少，包括非法移民等。如图 16 所示，绿卡发放人数的减少意味着移民的流入相对正常趋势有明显的下降。一些学术论文对此也进行了讨论。³

³ Duzhak E A. The Role of Immigration in US Labor Market Tightness[J]. FRBSF Economic Letter, 2023, 2023(06): 1-6.

图 16: 美国绿卡发放人数, 万人



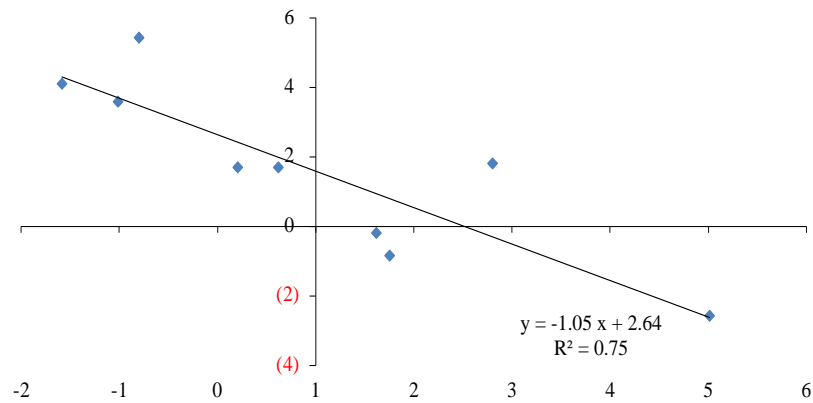
数据来源: Wind, 安信证券

中老年人口退出劳动力市场，叠加移民下降，使得劳动力供应出现巨大的收缩，这会推动工资的加速上升，导致通胀压力增加，这是我们在迄今为止的数据中看到的发达市场的情况。

对于新兴市场，情况则相反。疫情之后的劳动参与率反而在上升，这一上升对于工资、失业率、以及人们对经济活动和收入增长预期都与发达国家形成了反差。

我们进一步来看两个数据。如图 17 所示，一个是核心通货膨胀相对疫情之前的差别，另外一个数据是 55 岁以上劳动人口的参与率相对疫情之前的差别。

图17：核心 CPI 差值与 55 岁以上人口劳动参与率差值，%



数据来源：CEIC，Wind，安信证券
P 值为 0.002，t 值为 -4.6

在统计上通胀压力相对比较突出的国家，都出现了劳动参与率显著下降的情形。而在统计上核心通货膨胀降低或者比较低的国家，都出现了劳动参与率上升的情形。

这一点从理论上讲也是便于解释的。日本之所以在通胀上例外，在一定程度上与劳动参与率上升有关系。巴西的通胀作为新兴经济体的例外，和劳动参与率下降也许同样有关。

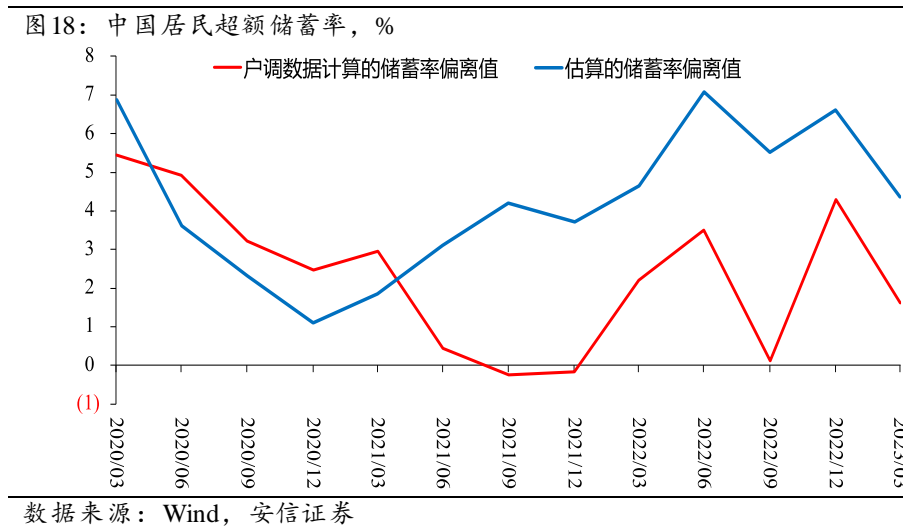
对发达国家而言，在疫情后劳动参与率都出现下降，这种劳动参与率的下降带来工资和通胀的上升。工资的上升增强了对未来的信心，反过来刺激超额储蓄的加速下降，而超额储蓄加速下降反过来推动工资进一步上升。而对新兴经济体而言，劳动参与率上升带来了反向的循环。

二、我国疫后经济和市场状况

对中国而言，经济活动完全恢复正常，也许要到三四季度，因为一季度有积压需求释放的影响。在这个背景下，我们尽可能来观察中国的情况，主要分析两组数据。

（一）中国居民疫后超额储蓄率仍然相对较高

一个值得关注的数字是中国的超额储蓄率。如图 18 所示，红线来自于户调数据，蓝线是基于社会消费品零售的估算。这两个数据的趋势大致接近，但是幅度相差很大，真实的情况可能在这两个数据之间。



在这个背景下，去年年底的超额储蓄率无疑是极高的，仅低于疫情期间严重恐慌的时候。尽管今年一季度超额储蓄率经历了下降，但是我们需要考虑积压需求释放的影响。换句话说，今年二季度如果超额储蓄率再次反弹也是有可能的。如果二季度的超额储蓄率维持在一季度甚至更高的水平上，那么当下的超额储蓄率高于疫情中期的水平。

（二）中国疫后劳动参与率水平整体显著上升

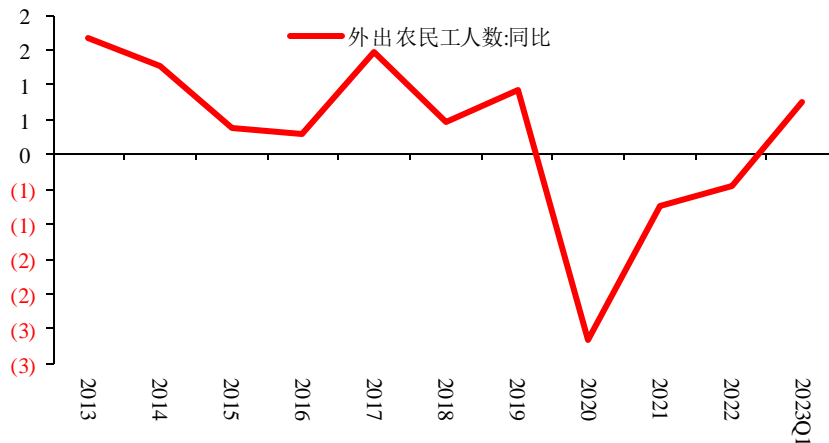
另外一个就是劳动力市场的情况。由于中国官方没有公布劳动参与率的数据，我们观察了一些代理指标。

首先是中国外出农民工的人数。外出农民工的人数与经济活动的起伏密切相关。如图 19 所示，从 2015 年到疫情之前，外出农民工数量的趋势增速是 0.7%，经济好的时候上升，经济差的时候下降，总体在这一趋势水平波动。

在疫情以后，外出农民工的人数开始恢复增长。到今年一季度的时候，外出农工人数的累计增速折年率为 0.75%，高于之前 0.7% 的趋势水平。

外出农民工的人数在历史上是由经济起伏决定的，过去三年累计的经济增速无疑大幅低于趋势。但在这样的条件下，外出农民工的人数的增速已经超过了趋势水平。

图 19：外出务工劳动力人数同比，%

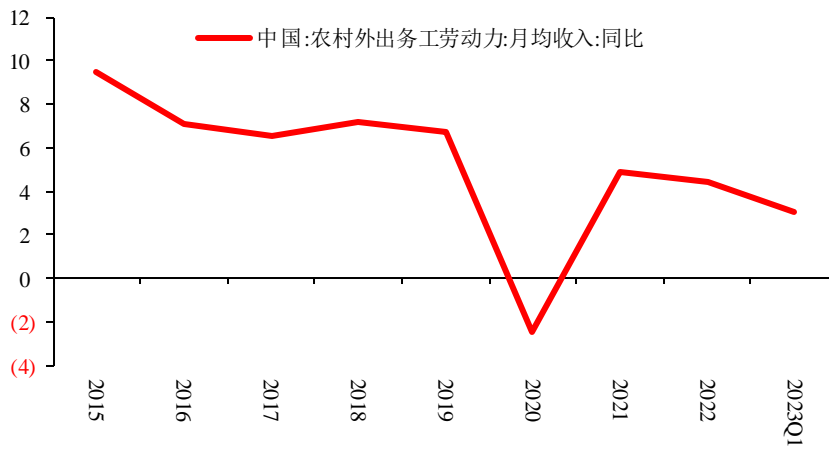


数据来源：Wind，安信证券

注：2021 为两年复合同比,2022 年为三年复合同比，2023 年 Q1 为四年复合同比。

再来看农民工工资。如图 20 所示，在疫情之前，工资的增速平均在 6%-7%，疫情期间经历了巨大的下跌和逐步反弹。到今年一季度，将 2020 年到 2023 年一季度的工资增速几何平均之后，可以发现这一增速明显低于疫情之前的趋势水平。

图20：外出务工劳动力工资月均收入同比，%



数据来源：Wind，安信证券

注：2021 为两年复合同比,2022 年为三年复合同比，2023 年 Q1 为四年复合同比。

外出农民工人数和工资两个数据合并在一起暗示，在疫情结束以后，中国劳动参与率可能在上升，这与其他新兴经济体的情况是一致的。

（三）近期市场在进一步吸收预期差的影响

今年一季度经济高增长有积压需求释放的影响，但进入四月之后，人们的预期迅速转弱，经济预期下修。劳动参与率上升和超额储蓄率下降缓慢可能是背后的部分原因。这对物价和收入的增长形成了负面的影响，在一定程度上存在进一步扩散的可能。

（四）房地产市场与疫情的双重压力

众所周知，近两年除了疫情的影响，另外一个关键的因素是房地产市场的调整，这对经济活动和市场形成了巨大的负面影响。

疫情与房地产调控本来是相互独立的。在 2021 年下半年，房地产的问题开始出现的时候，人们对 2022 年疫情再次扩散可能是没有充分预期的。当时普遍的想法是，对中国而言疫情已经过去，我们正在逐步恢复正常生活。

但最终在整个 2022 年，疫情再次出现，加剧了房地产市场调整，对经济和市场影响不小。

2022 年我们经历了疫情和房地产的交互作用，当前这些因素在一定程度上仍然存在。尽管现在疫情已经过去，但我们正在经历着疫情的后遗症，我们还继续经历着房地产市场的调整。经济活动的走弱对房地产市场形成了额外压力，更多房地产企业的退市、众多城市房价下跌的压力，反过来进一步加剧了经济活动的下滑。

如图 21 和图 22 所示，我们可以看到在俄乌冲突爆发之前，房地产指数相对沪深 300 指数大致持平。俄乌冲突后，房地产行业指数大幅度跑输沪深 300 指数，显示了房地产市场加速恶化的影响，也暗示这一转折可能与疫情再次出现存在关联。

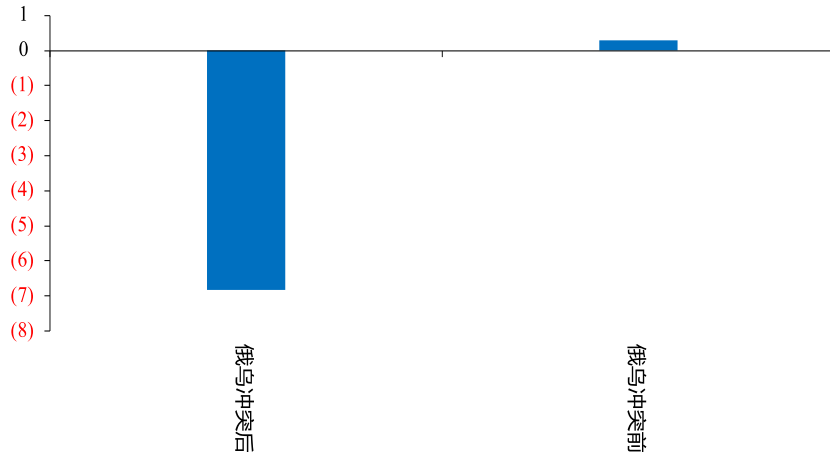
图 21：沪深 300 与申万房地产指数



数据来源：Wind，安信证券，截至 2023 年 5 月 29 日

注：以 2020 年 12 月 31 日为基准

图 22：不同阶段申万房地产相对沪深 300 差额跌幅，%

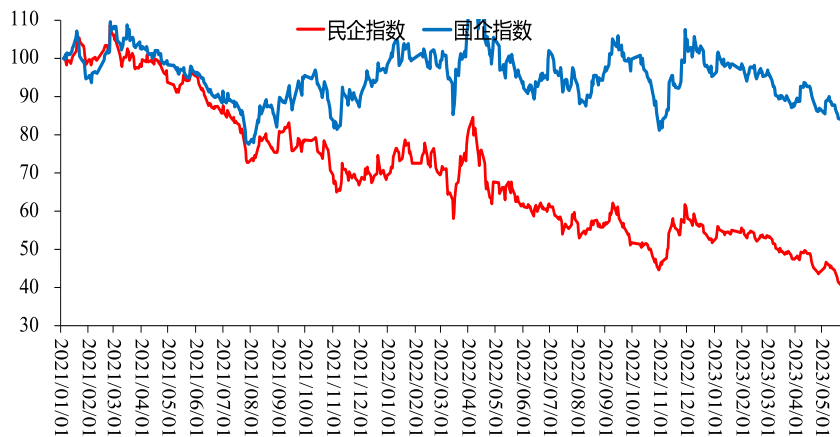


数据来源：Wind，安信证券

注：以 2020 年 12 月 31 日为基准

如果观察不同房地产企业的情况，如图 23 所示，所有市场主体都经历了下跌，但是民营企业指数跌幅显著更深，显示房地产市场的调整存在内在的结构性原因，独立于疫情。

图 23：A 股民营和国有房地产企业指数



数据来源：Wind，安信证券，截至 2023 年 5 月 26 日

注：以 2020 年 12 月 31 日为基准

（五）二次探底的空间有限

在这样的条件下，市场开始担心我们会不会走向一次危机，担心房地产企业、地方政府、中小金融机构出现严重的债务违约，叠加经济的减速和地缘政治风险，担心我国出现超预期的黑天鹅事件。

这一过程显然存在许多不确定性，但考虑到政府应对危机的能力，以及防止出现极端事件的政治意愿和决心，出现危机情形的概率应该是很小的，市场的二次探底空间有限。

从内在机理来讲，过去几年房地产市场调整的主要影响集中在海外中资美元债市场、信托市场、理财市场等，这些市场的参与者大多是有风险承受能力的高收入群体，而这一调整对银行表内资产的冲击有限。并且在很大程度上不影响金融体系货币派生和信用创造的能力。

房地产行业去年已经经历了大幅的新开工和投资的下滑，即便今年再有一些下滑，影响主要也是局限在实体经济层面。在去年如此低交易量的条件下，今年房地产相对去年交易量再次显著下滑的空间应该有限。

结论

总体上看，过去三年疫情对发达和新兴经济体的中长期影响差异明显：对发达国家而言，疫情后居民部门超额储蓄释放较快，同时劳动参与率下降，这促进了经济活动的恢复和通货膨胀的上升，推动中央银行收紧货币政策，在利率水平显著提高的背景下，股票指数仍然表现较好；新兴经济体的超额储蓄似乎释放缓慢，劳动参与率上升，通货膨胀温和，股票指数表现平淡。

对中国而言，经济数据的表现似乎接近新兴市场的一般模式，超额储蓄下降缓慢，劳动参与率上升，居民户表现出较强的去风险行为。今年 4 月以来，伴随积压需求释放的结束，经济恢复步伐放缓，伴随地产的加速下行，市场对经济活动的担忧升温。

尽管经济二次探底的过程存在诸多不确定性，地产市场、地方政府债务和中小金融机构的资产负债表也存在一定脆弱性，但考虑到政府的应对能力，以及防止出现极端事件的意愿和决心，我们倾向于认为中国出现危机的概率是很小的，市场二次探底的空间有限。

分析师简介

高善文，首席经济学家，北京大学理学学士、经济学硕士，中国人民银行研究生部博士。2007年4月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

本报告署名分析师声明，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

安信证券股份有限公司（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

本报告仅供安信证券股份有限公司（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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信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。

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼
邮编: 518026

上海

上海市虹口区东大名路 638 号 3 楼
邮编: 200122

北京

北京市西城区阜成门北大街 2 号国投金融大厦 15 层
邮编: 100034