

经济延续温和复苏，一揽子政策窗口打开

——宏观与大类资产观察

证券研究报告-宏观定期

发布日期：2023年06月21日

相关报告

《宏观定期：一季度经济平稳运行，欧洲通胀粘性略强》 2023-04-28

《宏观定期：海外衰退风险积累，国内复苏节奏放缓》 2023-04-06

《宏观定期：瑞士信贷风波再起，国内经济和复苏》 2023-03-21

联系人：马崑琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编：200122

投资要点：

● 【5月经济回顾：延续温和复苏】

工业主动去库周期，量利背离仍在：库存周期来看，当前原材料与产成品存货均处在下行周期，企业主动去库特征较为明显；工业领域仍然存在一定量利背离，从产业链对工业利润拉动来看，制造业负贡献较大，尤其是化工、计算机通信设备、医药等领域承压。

投资整体呈放缓态势，基建回暖，地产偏弱：(1) 制造业投资下滑的逻辑与工业主动去库周期一致，主要为工业企业利润承压、投资意愿不强。(2) 地产投资延续了下滑，竣工面积增速已经趋平，但新开工投资仍未看到拐点，受地产销售侧不景气影响，房企投资意愿依然不强。(3) 基建投资小幅回暖，根据财政支出基建相关资金的同比增速统计，一季度后半期基建相关资金支出增速略有加快，滞后反映为基建投资的小幅回暖。

汽车消费韧性较强，可选消费偏弱：当前消费数据在基数效应褪去后开始逐步回落，根据限额以上企业商品零售额结构，汽车类消费呈现出较强的增长动能与韧性，近两个月对社零同比增速整体贡献率均超过五成，但石油制品、服装鞋帽类消费回落幅度较大；整体呈现出耐用强，可选弱的消费格局，显示居民部门的消费意愿还有待进一步改善。

俄罗斯出口维持高位，整体出口需求边际回落：我国对俄罗斯出口依然维持了较高的增速，显著抬升了整体出口中枢，而香港、东盟地区出口维持了下滑，显示转口贸易的需求已经逐步得到释放，这一点也体现在对欧美地区的出口上。从出口结构来看，机电产品出口拉动率出现了较大幅度下滑，而汽车类产品维持了一定的韧性，边际仍有小幅下滑。

● 【权益：市场风险偏好短期得到提振】

降息政策落地后，6月16日，李强再次主持召开国常会“研究推动经济持续回升向好的一揽子政策措施”，也代表我国一揽子政策窗口打开。当前，经济低频数据呈现出的基本格局仍未变化，但高频数据呈现出一定边际变化，未来伴随政策的进一步落地，经济进入政策检验期，预计短期经济复苏动能将有所抬升，中期或仍以脉冲式复苏为主；策略上建议适度增配股票，建议仍以公用事业、军工、医药等防御板块为主，适度左侧博弈消费。

● 【债券：市场防御政策预期】

降息政策落地之后，债市短暂跟随，对降息定价偏谨慎，核心逻辑或是对于一揽子稳增长政策的综合来看，在7月政治会议定调前，政策预期仍可能对市场构成一定压制。从6月资金面来看，在央行外因素基本覆盖流动性缺口的情况下，央行的净投放力度并不弱，整体仍然呈现呵护资金面态度，资金中枢的上移一方面可能与财政投放的节奏错配相关，另一

方面或与政府债净融资集中在中下旬进行相关，预计短期将会修复。市场层面，非银杠杆接近历史峰值，基金久期在冲高后也开始回落，市场止盈与防御情绪较强，建议短期仍以防御为主，中期等待经济复苏高度的确认。

风险提示：经济短期修复仍有不确定性，宏观政策存在不确定性

内容目录

1. 5月国内经济数据回顾：延续温和复苏.....	5
1.1. 工业主动去库周期，量利背离仍在.....	5
1.2. 投资整体呈放缓态势，基建回暖，地产偏弱.....	6
1.3. 汽车消费韧性较强，可选消费偏弱.....	8
1.4. 俄罗斯出口维持高位，整体出口需求边际回落.....	9
2. 权益：市场风险偏好短期得到提振.....	13
3. 债券：市场防御政策预期.....	14

图表目录

图 1：工业增加值月度增速.....	5
图 2：工业增加值分项增速.....	5
图 3：工业库存周期.....	5
图 4：工业企业利润与原材料库存.....	5
图 5：工业产业链对工业企业利润增速的拉动率.....	6
图 6：固定资产投资完成额同比增速.....	7
图 7：固定资产投资分项增速.....	7
图 8：房屋新开工面积与房地产开发投资完成额增速.....	7
图 9：房屋竣工面积与房地产新增固定资产投资增速.....	7
图 10：基建相关财政资金与基建投资增速.....	7
图 11：基建相关财政支出占公共预算支出比重.....	7
图 12：社零总额累计同比与当月同比增速.....	8
图 13：社零商品与餐饮分项同比增速.....	8
图 14：限额以上企业商品零售总额分项拉动率.....	8
图 15：我国对世界主要地区出口当月同比增速.....	9
图 16：我国对世界主要地区出口对出口增速拉动率.....	9
图 17：我国主要商品出口对出口增速拉动率.....	9
图 18：我国宏观经济周频景气指数.....	10
图 19：我国生产资料价格指数与 PPI 同比.....	10
图 20：我国高炉炼铁周频开工率.....	10
图 21：我国焦化企业周频开工率.....	10
图 22：我国秦皇岛港煤炭周频调度量.....	10
图 23：我国石油沥青周频开工率.....	10
图 24：我国螺纹钢与线材合计周频产量.....	11
图 25：我国汽车半钢胎周频开工率.....	11
图 26：我国涤纶长丝织机周频开工率.....	11
图 27：我国 100 大中城成交土地占地面积.....	11
图 28：我国主要城市二手房成交面积.....	11
图 29：我国 30 大中城商品房成交面积.....	11
图 30：我国乘用车当周日均销量.....	12
图 31：我国电影票房当周收入值.....	12
图 32：上证综指收盘价以及估值水平.....	13
图 33：上周中信细分行业涨跌幅统计.....	13
图 34：上周中信细分行业市场情绪统计.....	13
图 35：五月申万行业指数市盈率历史分位数.....	14

图 36: 近一个月央行净投放与资金利率.....	15
图 37: 我国国债收益率曲线关键期限变动.....	15
图 38: R001 成交量占银行间逆回购成交量比重.....	15
图 39: 中长期纯债基金久期均值.....	15

1.5月国内经济数据回顾：延续温和复苏

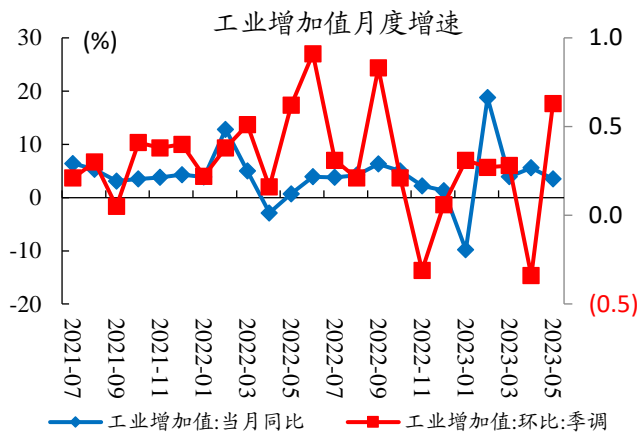
1.1. 工业主动去库周期，量利背离仍在

5月份，全国规模以上工业增加值同比增长3.5%，比上月回落2.1个百分点；环比增长0.63%。分三大门类看，采矿业增加值同比下降1.2%，制造业增长4.1%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长4.8%。

库存周期来看，当前原材料与产成品存货均处在下行周期，企业主动去库特征较为明显，一方面工业企业利润仍处在同比下滑区间，企业补库意愿不强；另一方面，中游需求偏弱使得企业仍有诸多存货需要出清，有色金属、化工、煤炭、汽车库存均有增长。

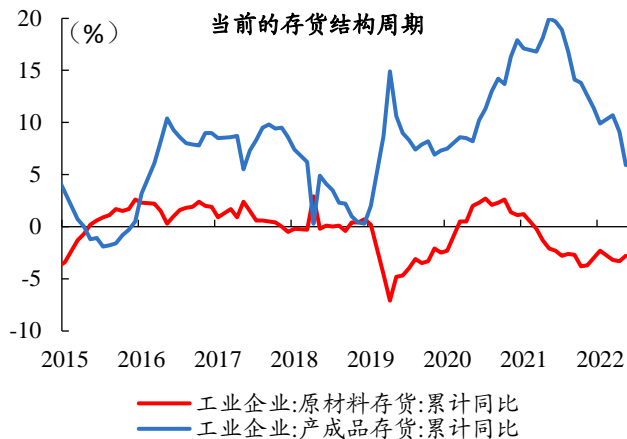
同时我们注意到，工业领域仍然存在一定量利背离，1-4月规模以上工业企业实现营业收入同比增长0.5%、实现利润总额同比下降20.6%，工业增加值和营收创利变化的差异，一定程度上说明了恢复中的供应端，从量转化为利的基础还有待进一步夯实。从工业产业链对工业利润的拉动来看，制造业整体负贡献比较大，尤其是化工、计算机通信设备、医药等领域承压。

图 1：工业增加值月度增速



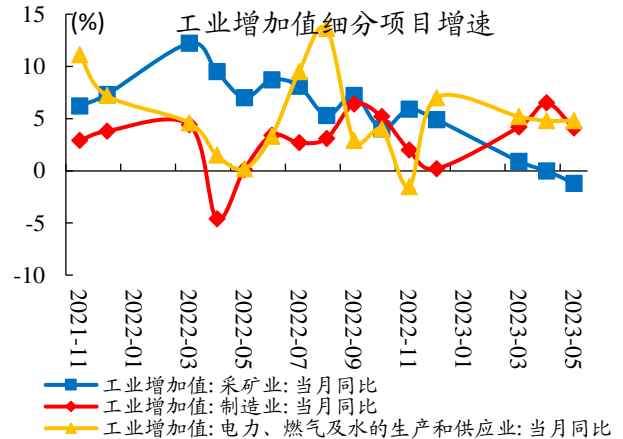
资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

图 3：工业库存周期



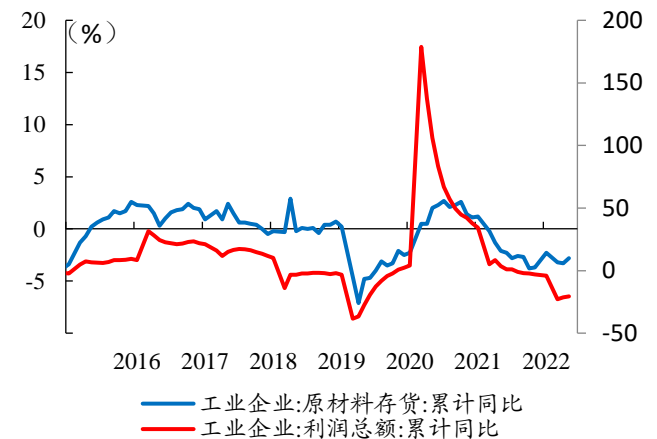
资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

图 2：工业增加值分项增速



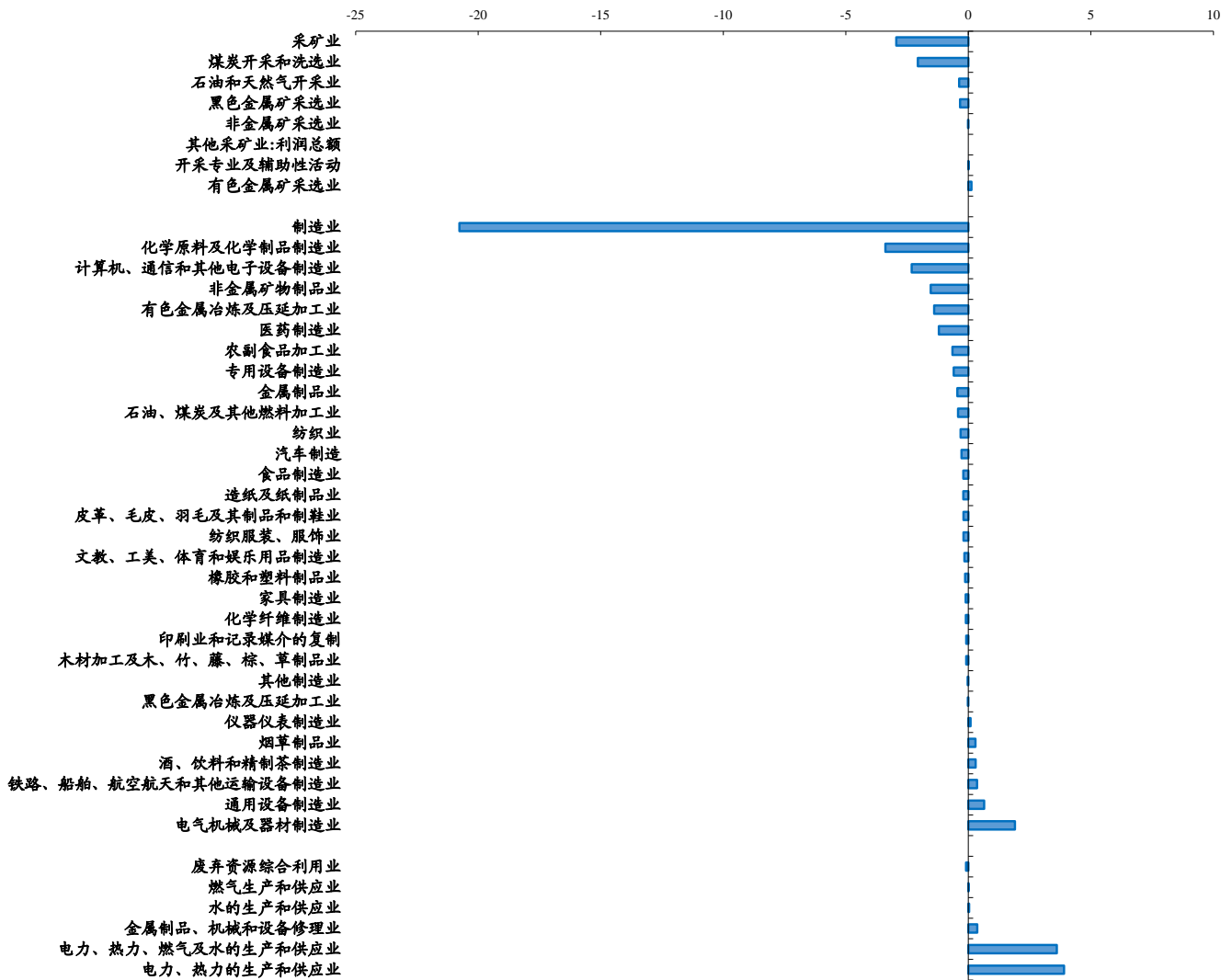
资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

图 4：工业企业利润与原材料库存



资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

图 5：工业产业链对工业企业利润增速的拉动率



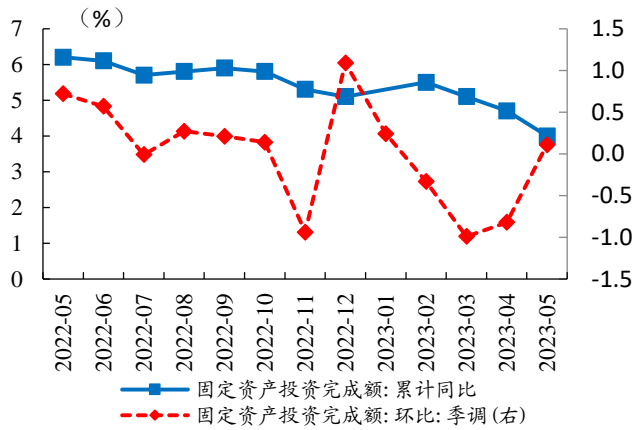
资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

1.2. 投资整体呈放缓态势，基建回暖，地产偏弱

1-5 月份，全国固定资产投资（不含农户）188815 亿元，同比增长 4.0%，比 1-4 月份回落 0.7 个百分点。分领域看，基础设施投资同比增长 7.5%，制造业投资增长 6.0%，房地产开发投资下降 7.2%，基建投资较前值小幅回暖，制造业与地产投资均延续下滑。

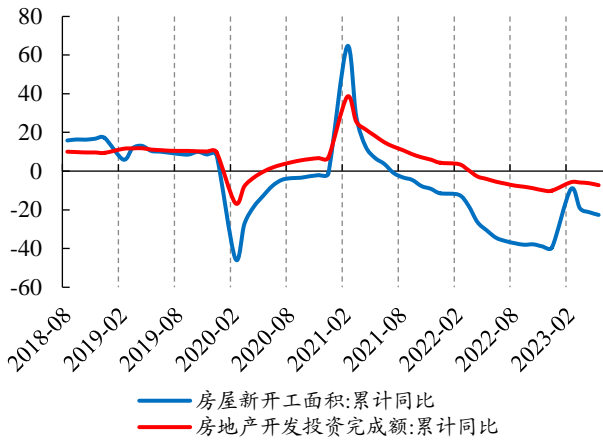
(1) 制造业投资下滑的逻辑与工业主动去库周期一致，主要为工业企业利润承压、投资意愿不强，且产业结构上集中在化工、通信、医药等制造企业；(2) 地产投资延续了下滑，竣工面积的增速已经趋平，但新开工投资仍未看到拐点，受地产销售侧不景气影响，房企投资意愿依然不强。(3) 基建投资小幅回暖，根据财政支出基建相关资金的同比增速统计，一季度后半期基建相关资金支出增速略有加快，滞后反映为基建投资的小幅回暖，但从 5 月支出状况来看，基建投资的复苏仍有压力。

图 6：固定资产投资完成额同比增速



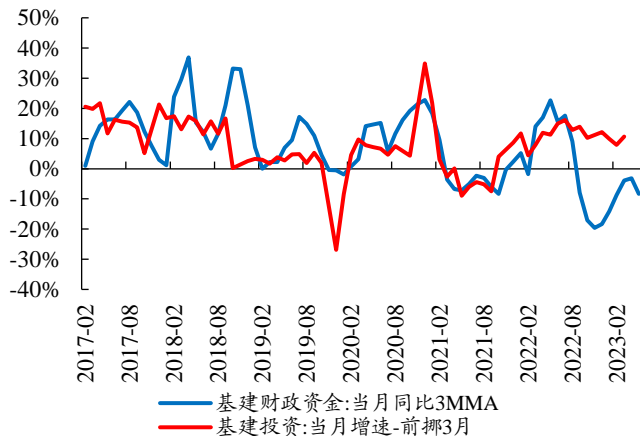
资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

图 8：房屋新开工面积与房地产开发投资完成额增速



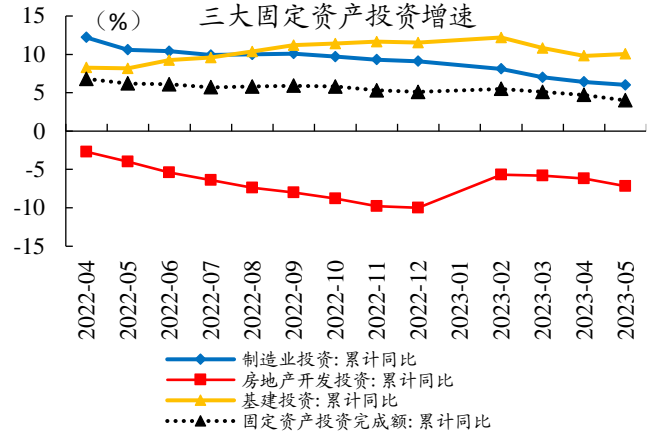
资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

图 10：基建相关财政资金与基建投资增速



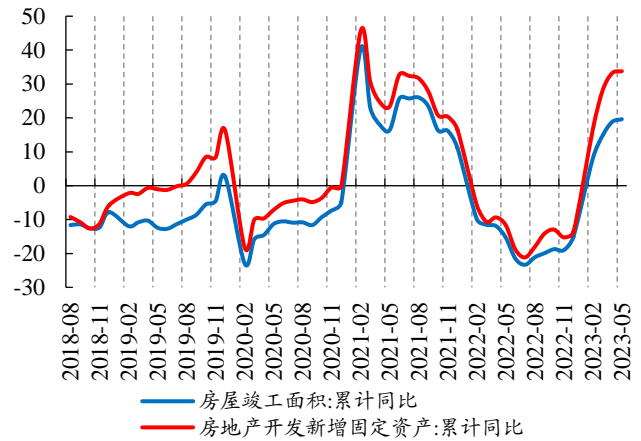
资料来源：国家统计局，Wind，中原证券编制（见此前报告）

图 7：固定资产投资分项增速



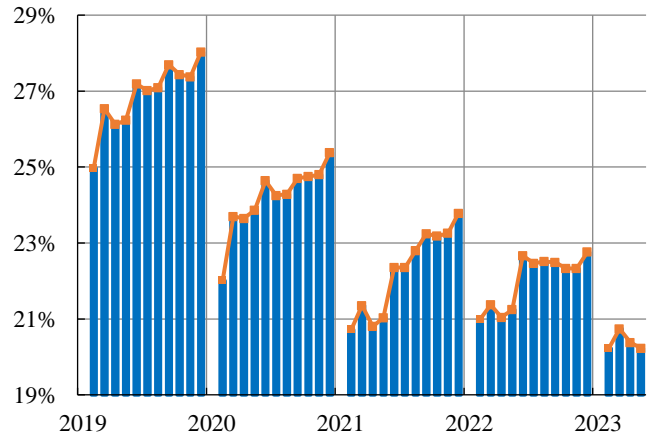
资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

图 9：房屋竣工面积与房地产新增固定资产投资增速



资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

图 11：基建相关财政支出占公共预算支出比重



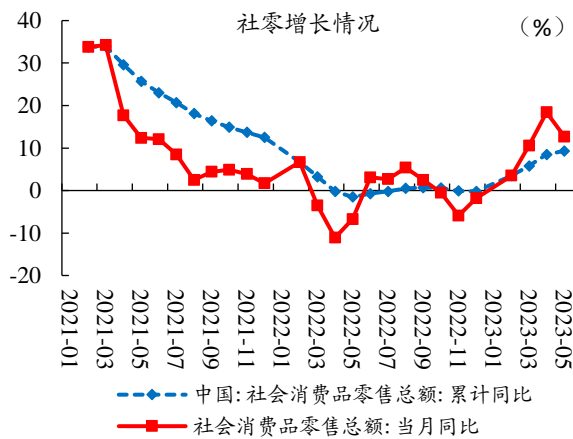
资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

1.3. 汽车消费韧性较强，可选消费偏弱

5 月份，社会消费品零售总额 37803 亿元，同比增长 12.7%，比上月回落 5.7 个百分点；环比增长 0.42%。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额 32906 亿元，同比增长 12.7%；乡村消费品零售额 4897 亿元，增长 12.8%。按消费类型分，商品零售 33733 亿元，增长 10.5%；餐饮收入 4070 亿元，增长 35.1%。

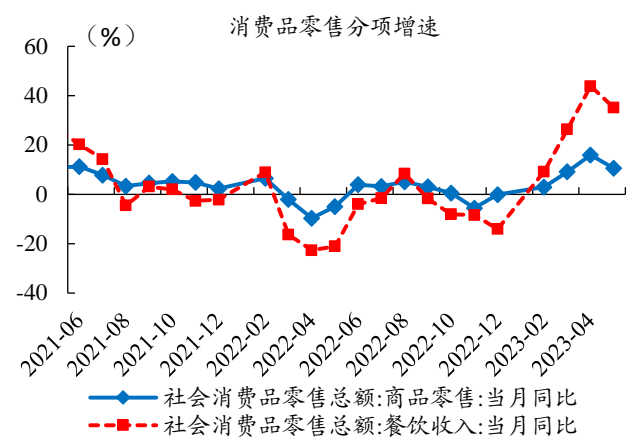
当前消费数据在基数效应褪去后开始逐步回落，根据限额以上企业商品零售额结构，汽车类消费呈现出较强的增长动能与韧性，近两个月对社零同比增速整体贡献率均超过五成，但石油制品、服装鞋帽类消费回落幅度较大；整体呈现出耐用强，可选弱的消费格局，显示居民部门的消费意愿还有待进一步改善。

图 12：社零总额累计同比与当月同比增速



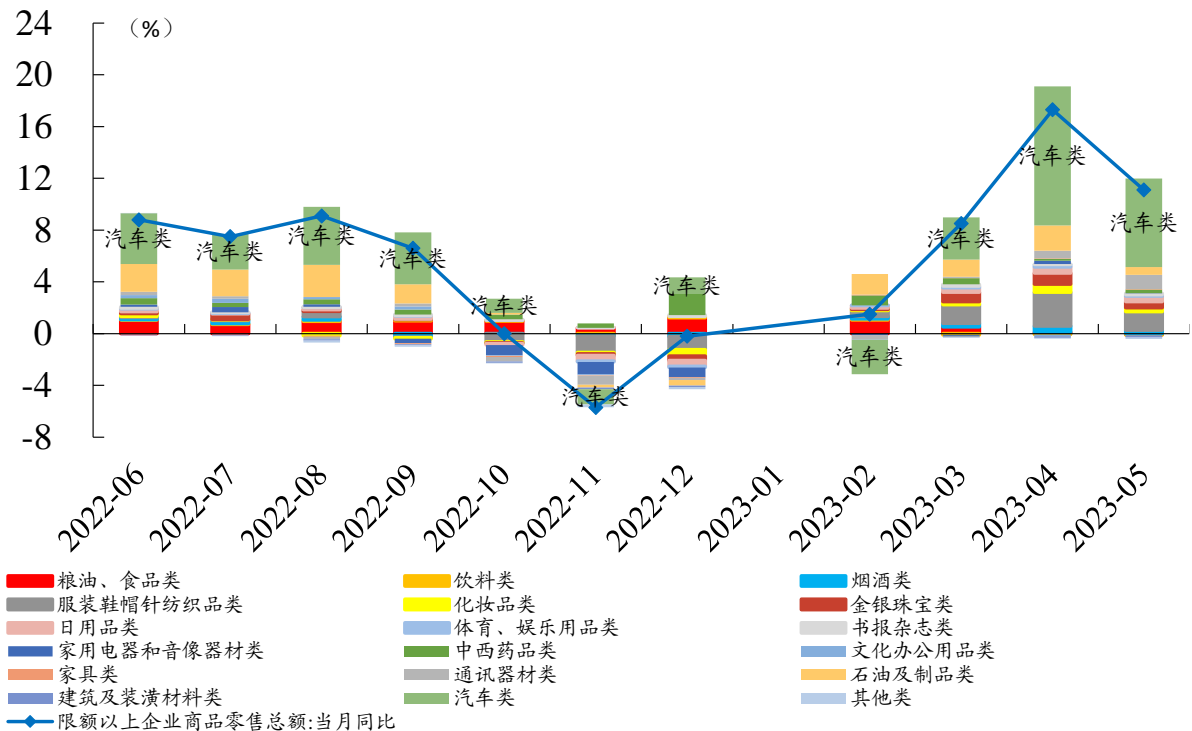
资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

图 13：社零商品与餐饮分项同比增速



资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

图 14：限额以上企业商品零售总额分项拉动率



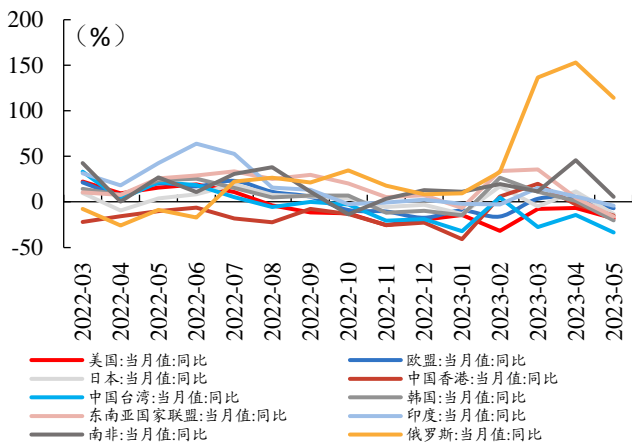
资料来源：国家统计局，Wind，中原证券

1.4. 俄罗斯出口维持高位，整体出口需求边际回落

5 月份,货物进出口总额 34460 亿元,同比增长 0.5%。其中,出口 19492 亿元,下降 0.8%;进口 14968 亿元,增长 2.3%。进出口相抵,贸易顺差 4523 亿元。1-5 月份,货物进出口总额 167714 亿元,同比增长 4.7%。其中,出口 96214 亿元,增长 8.1%;进口 71500 亿元,增长 0.5%。

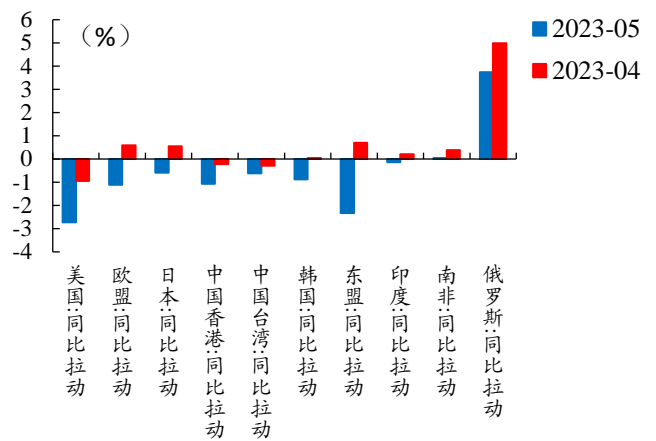
国别来看,我国对俄罗斯出口依然维持了较高的增速,显著抬升了整体出口中枢,而香港、东盟地区出口维持了下滑,显示转口贸易的需求已经逐步得到释放,这一点也体现在对欧美地区的出口上。从出口结构来看,机电产品出口拉动率出现了较大幅度下滑,而汽车类产品维持了一定的韧性,边际仍有小幅下滑。

图 15: 我国对世界主要地区出口当月同比增速



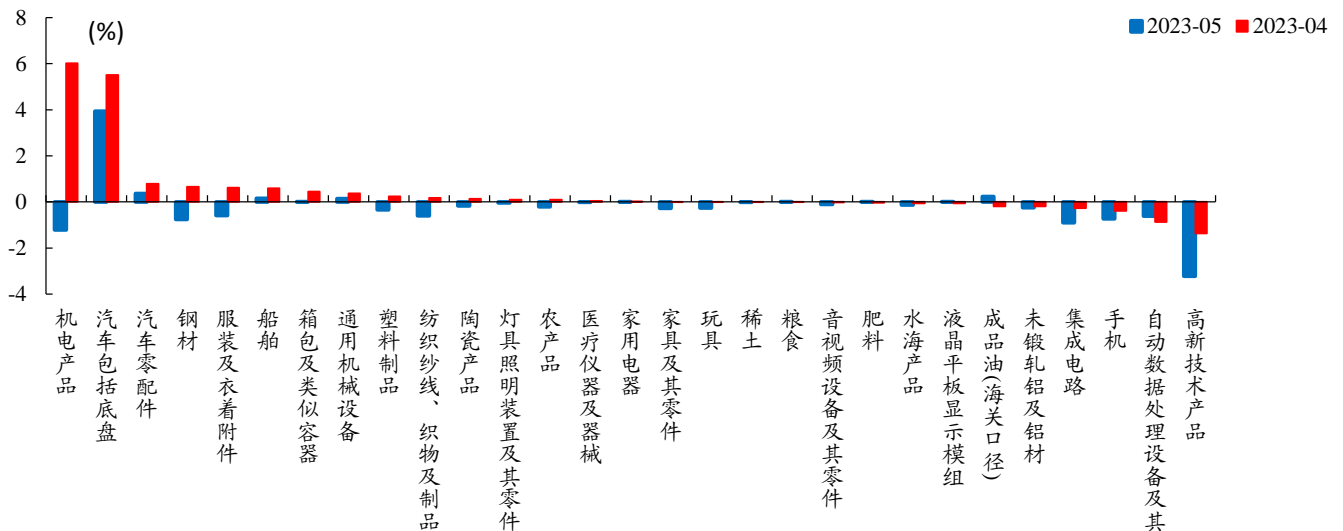
资料来源:国家统计局, Wind, 中原证券

图 16: 我国对世界主要地区出口对出口增速拉动率



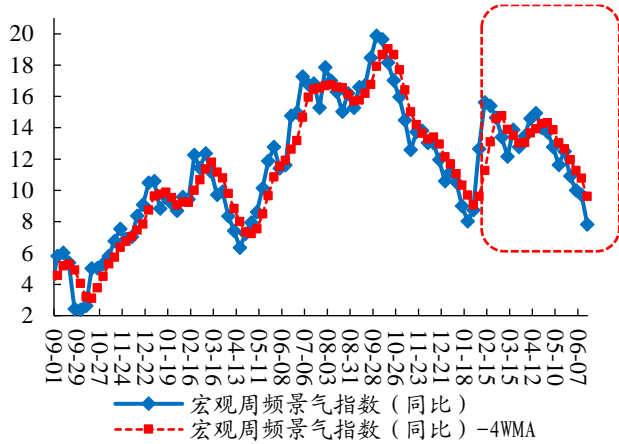
资料来源:国家统计局, Wind, 中原证券

图 17: 我国主要商品出口对出口增速拉动率



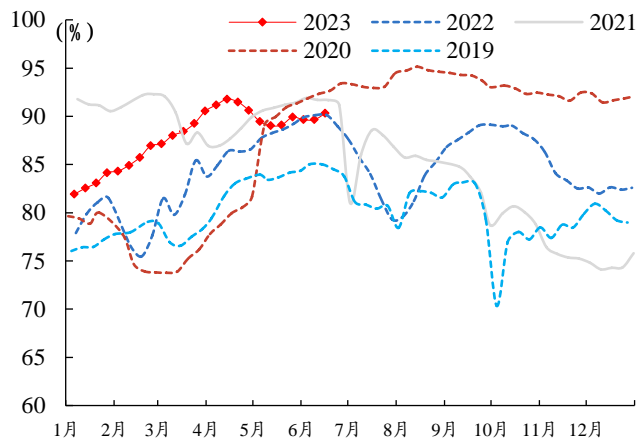
资料来源:国家统计局, Wind, 中原证券

图 18: 我国宏观经济周频景气指数



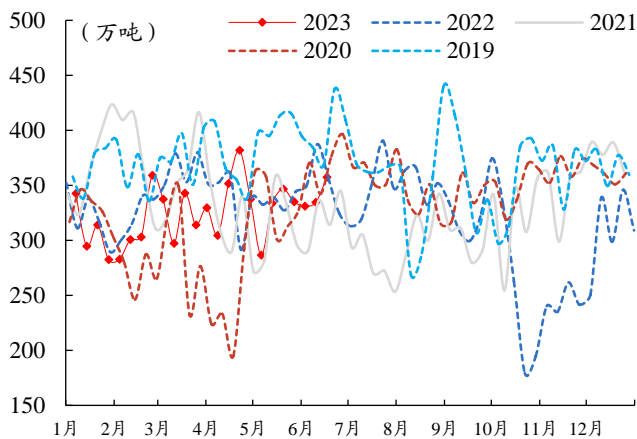
资料来源: 国家统计局, Wind, 中原证券编制 (见此前报告)

图 20: 我国高炉炼铁周频开工率



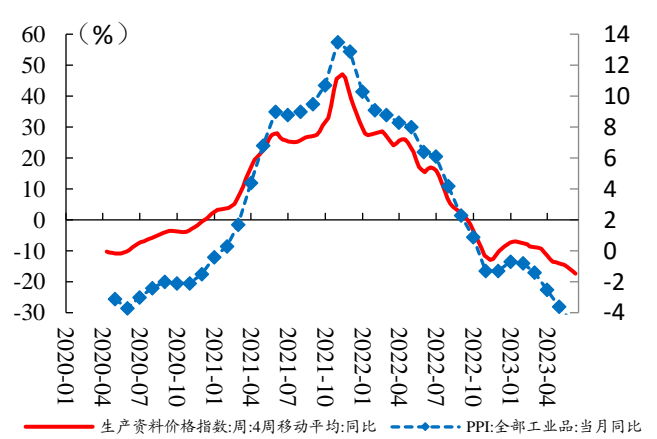
资料来源: Wind, 中原证券

图 22: 我国秦皇岛港煤炭周频调度量



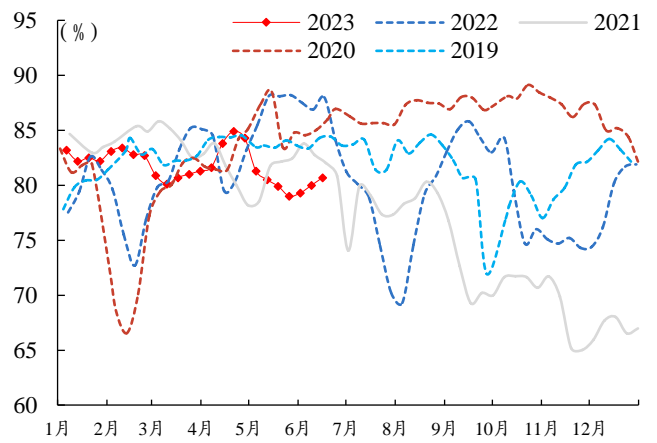
资料来源: Wind, 中原证券

图 19: 我国生产资料价格指数与 PPI 同比



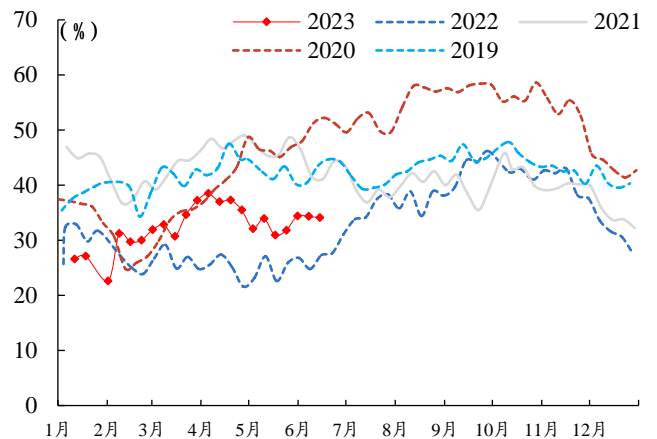
资料来源: 国家统计局, Wind, 中原证券

图 21: 我国焦化企业周频开工率



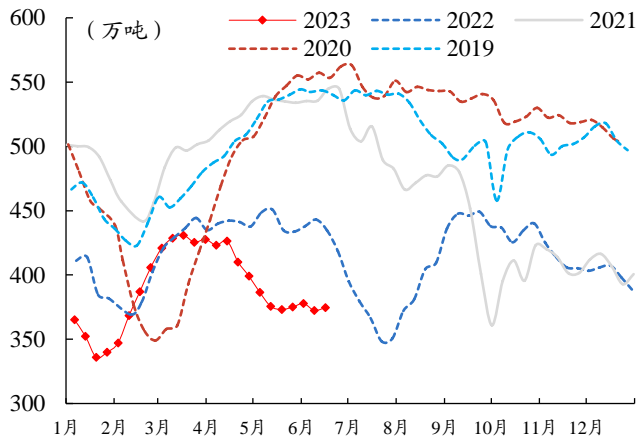
资料来源: Wind, 中原证券

图 23: 我国石油沥青周频开工率



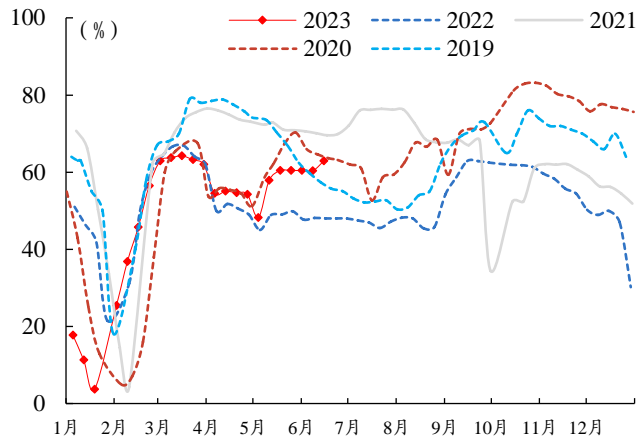
资料来源: Wind, 中原证券

图 24: 我国螺纹钢与线材合计周频产量



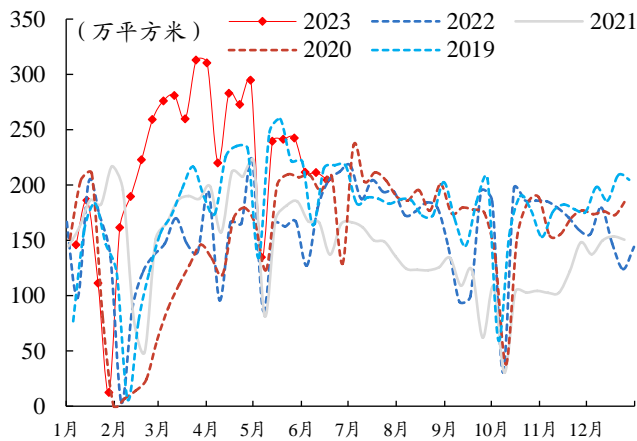
资料来源: Wind, 中原证券

图 26: 我国涤纶长丝织机周频开工率



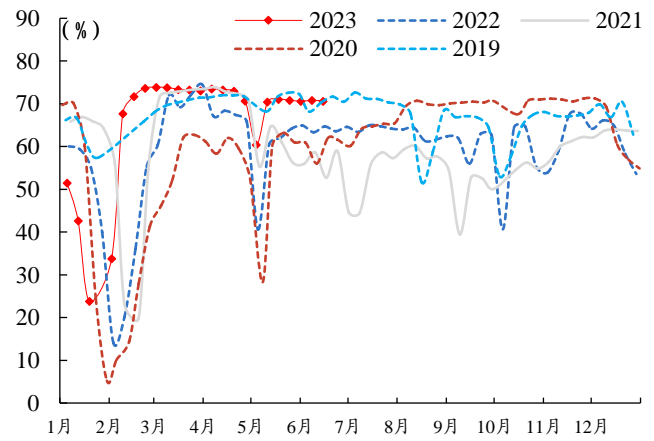
资料来源: 隆众化工, Wind, 中原证券

图 28: 我国主要城市二手房成交面积



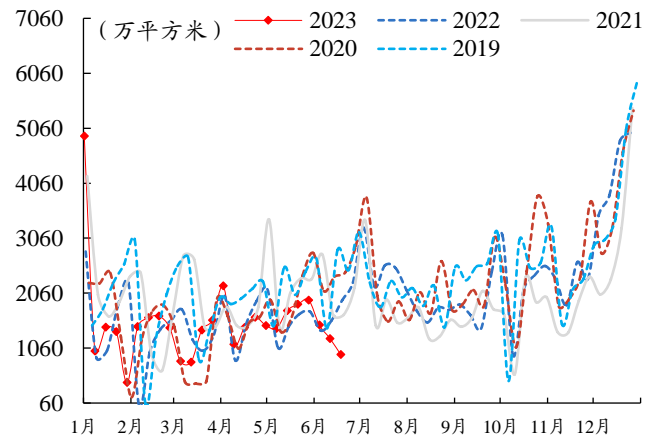
资料来源: 各地房管局、房产信息中心, Wind, 中原证券

图 25: 我国汽车半钢胎周频开工率



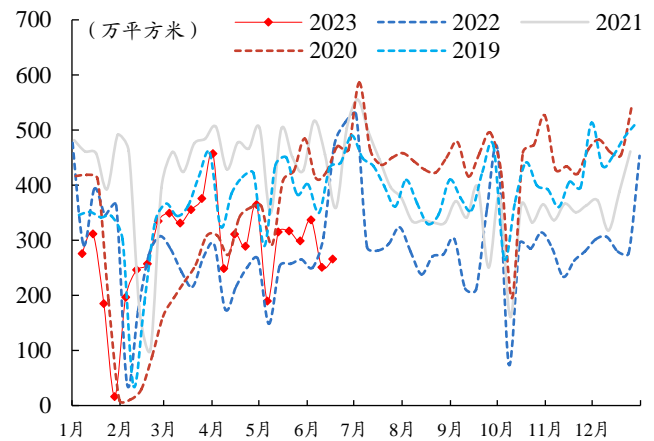
资料来源: 中国橡胶信息贸易网, Wind, 中原证券

图 27: 我国 100 大中城成交土地占地面积



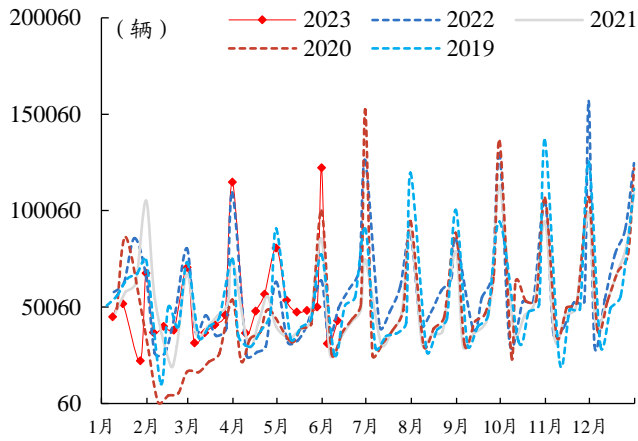
资料来源: 各地房管局、房产信息中心, Wind, 中原证券

图 29: 我国 30 大中城商品房成交面积



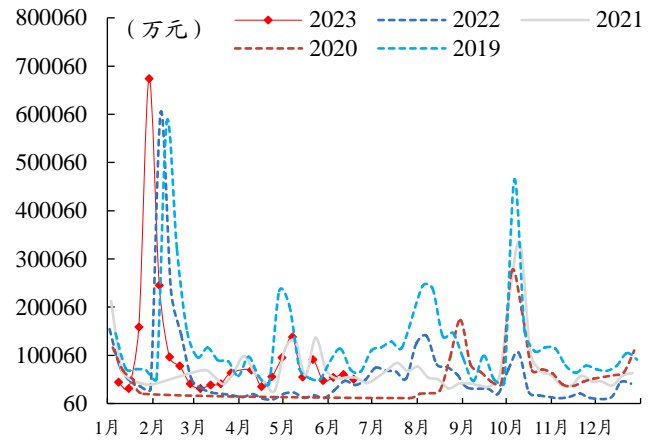
资料来源: Wind, 中原证券

图 30：我国乘用车当周日均销量



资料来源：乘联会，Wind，中原证券

图 31：我国电影票房当周收入值

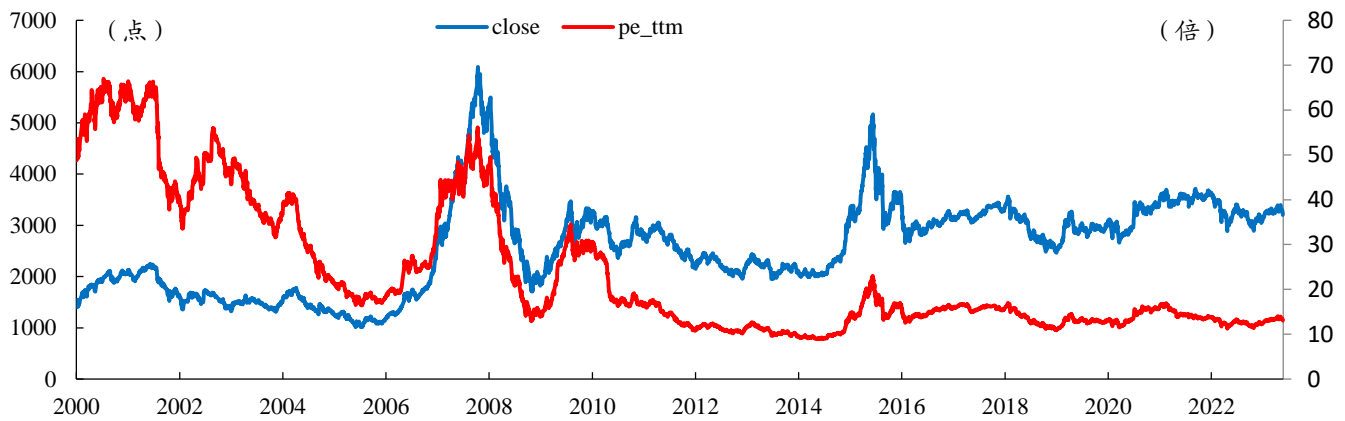


资料来源：国家新闻出版广电总局，Wind，中原证券

2. 权益：市场风险偏好短期得到提振

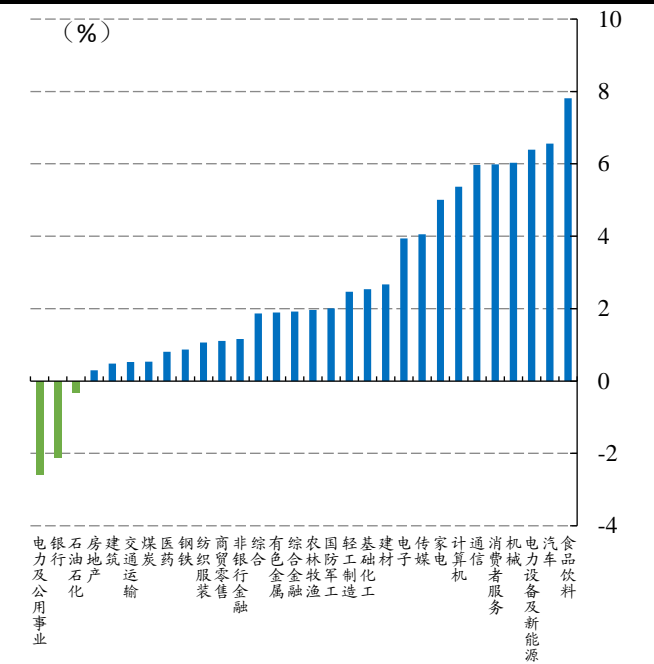
6月第二周降息政策落地后，6月16日，李强再次主持召开国常会“研究推动经济持续回升向好的一批政策措施”，也代表我国一揽子政策窗口打开；从市场反应来看，上证指数单边动能增强，按中信行业分类，共27个板块上涨，3个板块下跌；消费、TMT、金融板块均有不错表现，电力及公用事业表现偏弱，市场风险偏好在短期得到明显提振。当前，经济低频数据呈现出的基本格局仍未变化，但高频数据呈现出一定边际变化，未来伴随政策的进一步落地，经济进入政策检验期，预计短期经济复苏动能将有所抬升，中期或仍以脉冲式复苏为主；策略上建议适度增配股票，建议仍以公用事业、军工、医药等防御板块为主，适度左侧博弈消费。

图 32：上证综指收盘价以及估值水平



资料来源：上交所，Wind，中原证券

图 33：上周中信细分行业涨跌幅统计



资料来源：Wind，中原证券

图 34：上周中信细分行业市场情绪统计

换手分位数水平	2023-06-16	2023-05-31	成交额分位数水平	2023-06-16	2023-05-31
传媒	96%	95%	通信	99%	90%
通信	87%	64%	传媒	98%	97%
计算机	85%	84%	计算机	97%	96%
机械	82%	50%	机械	96%	83%
消费者服务	81%	83%	消费者服务	90%	91%
建筑	78%	65%	电子	85%	87%
家电	76%	79%	建筑	84%	73%
房地产	70%	55%	商贸零售	80%	60%
国防军工	61%	46%	汽车	79%	43%
汽车	59%	19%	电力设备及新能源	76%	50%
商贸零售	56%	39%	电力及公用事业	71%	88%
银行	56%	62%	国防军工	68%	57%
电力设备及新能源	52%	36%	轻工制造	68%	67%
电力及公用事业	47%	67%	家电	66%	53%
电子	46%	53%	非银行金融	52%	40%
石油石化	46%	46%	食品饮料	51%	39%
非银行金融	42%	29%	石油石化	51%	53%
煤炭	40%	53%	有色金属	46%	33%
医药	36%	38%	银行	45%	43%
交通运输	32%	40%	交通运输	44%	41%
轻工制造	31%	22%	煤炭	42%	63%
农林牧渔	29%	15%	房地产	41%	8%
有色金属	25%	11%	基础化工	39%	30%
纺织服装	24%	21%	纺织服装	38%	31%
综合	23%	44%	医药	35%	47%
食品饮料	20%	4%	综合金融	23%	16%
基础化工	13%	2%	农林牧渔	20%	16%
钢铁	10%	13%	建材	19%	3%
综合金融	9%	14%	钢铁	13%	15%
建材	7%	1%	综合	7%	9%

资料来源：Wind，中原证券

图 35：五月申万行业指数市盈率历史分位数

申万行业	最新市盈率	上月市盈率	环比变化	历史分位数	历史平均值	历史最高	历史最低
煤炭	6.0	6.5	-7.7%	0.1%	9.0	13.4	6.0
有色金属	13.4	13.5	-0.7%	0.8%	31.1	60.6	13.2
银行	4.7	4.8	-1.7%	2.3%	6.3	8.3	4.3
电力设备	21.7	22.1	-1.7%	2.6%	36.3	58.9	20.3
交通运输	12.9	12.9	0.2%	18.8%	17.2	27.5	11.0
食品饮料	30.0	30.0	-0.1%	18.9%	36.5	63.0	21.2
医药生物	27.2	28.6	-4.8%	26.0%	34.3	63.5	20.3
基础化工	16.4	16.9	-2.9%	30.2%	20.7	37.4	12.5
非银金融	14.4	14.6	-1.2%	31.9%	15.7	23.7	11.6
家用电器	14.7	13.7	7.1%	33.5%	16.9	30.0	10.6
国防军工	57.3	55.2	3.7%	37.1%	61.3	83.3	44.7
建筑装饰	9.6	9.6	-0.2%	38.7%	9.9	12.8	7.9
环保	21.3	22.2	-3.9%	39.7%	21.5	26.1	14.7
农林牧渔	28.5	28.9	-1.5%	44.2%	46.2	133.5	14.9
石油石化	14.0	14.2	-1.5%	46.0%	15.1	26.4	9.0
通信	36.4	28.9	25.8%	48.8%	36.5	52.8	23.9
纺织服饰	24.4	25.1	-2.6%	55.1%	25.6	39.6	16.6
综合	42.0	42.6	-1.2%	57.1%	40.5	74.4	23.1
美容护理	45.1	47.9	-5.8%	61.2%	41.5	64.8	25.2
汽车	30.0	28.0	7.0%	64.5%	25.3	39.0	12.6
社会服务	87.6	83.3	5.1%	66.3%	76.4	209.7	24.9
公用事业	24.3	24.8	-2.1%	71.6%	21.8	30.1	16.2
电子	46.1	42.3	9.1%	80.5%	37.1	64.7	20.3
轻工制造	29.8	29.5	1.0%	87.0%	23.9	34.3	14.2
机械设备	31.6	30.0	5.0%	88.2%	28.1	34.4	19.2
商贸零售	36.2	37.0	-2.1%	88.8%	24.9	40.9	13.1
房地产	14.0	13.8	0.9%	95.2%	10.0	15.6	6.8
计算机	78.5	65.8	19.4%	95.7%	56.1	91.5	34.7
钢铁	22.2	22.8	-2.7%	97.2%	11.3	24.1	5.7
建筑材料	18.2	18.5	-1.5%	97.3%	13.7	19.6	10.0
传媒	53.9	45.1	19.4%	98.6%	33.0	62.0	19.5

资料来源：上交所，深交所，Wind，中原证券

3. 债券：市场防御政策预期

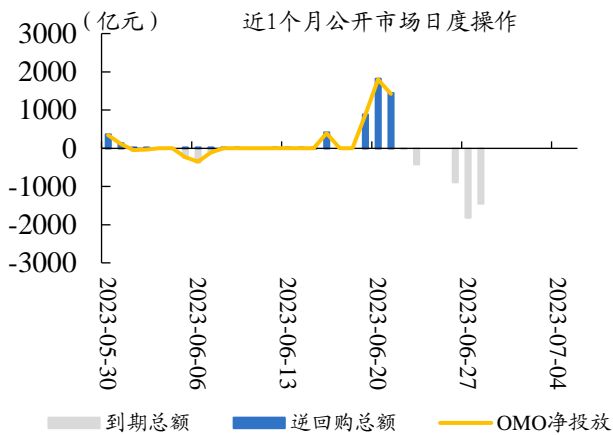
降息政策落地之后，债券市场短暂跟随，10Y 附近收益率下行约 5BP，但短端下行幅度偏小，整体收益率曲线略微趋平，债市对降息的定价偏于谨慎，其核心逻辑或是对于一揽子稳增长政策的防守；展望下半年，降息打开了政策窗口，但仅降息政策力量略显单薄，一揽子政策工具或集中在财政、货币、地产三个层面释放。财政端净融资节奏或许加快，目前来看，国债、地方债的使用力度不及预期，尤其是国债与地方专项债的节奏偏慢，下半年仍有较大供给空间；货币层面，四季度税期与 MLF 到期量较大，届时可能以降准手段补充流动性缺口；

地产层面供给与需求两侧仍有进一步释放政策的可能，且对市场情绪有较大影响；综合来看，在7月政治会议定调前，政策预期仍可能对市场构成一定压制。

从6月资金面来看，在央行外因素基本覆盖流动性缺口的情况下，央行的净投放力度并不弱，整体仍然呈现呵护资金面的态度，资金中枢的边际上移一方面可能与财政投放的节奏错配相关，另一方面可能与政府债净融资集中在中下旬进行相关。7月为缴税大月，税期仍可能会对流动性构成一定冲击，资金面相较于5月意外的宽松，可能会有一定幅度的收敛。

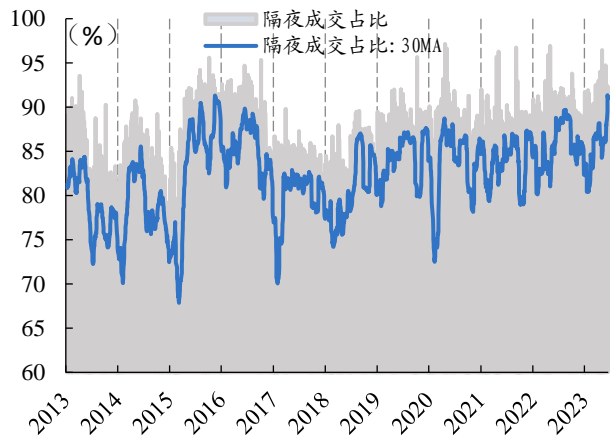
市场层面，非银杠杆已经接近历史峰值，基金久期在冲高后也开始回落，市场止盈与防御情绪较强，建议短期仍以防御为主，中期等待经济复苏高度的确认。

图 36: 近一个月央行净投放与资金利率



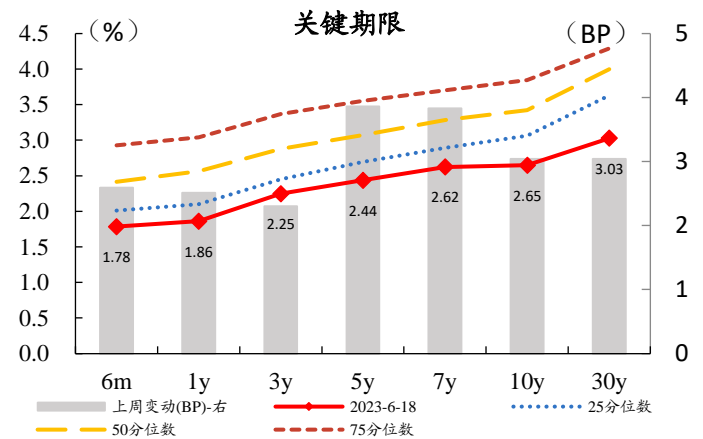
资料来源：中国人民银行，Wind，中原证券

图 38: R001 成交量占银行间逆回购成交量比重



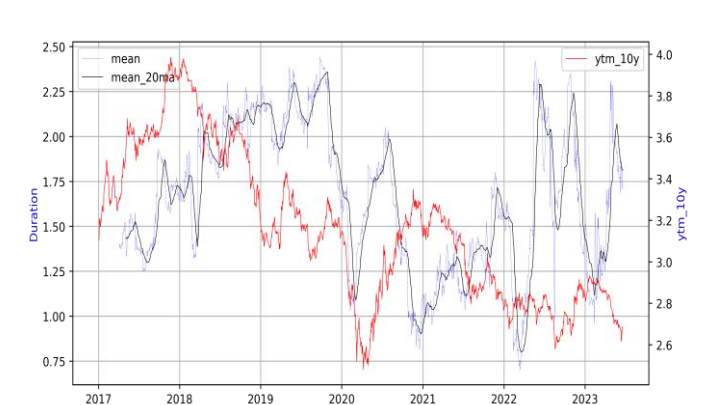
资料来源：中国货币网，Wind，中原证券

图 37: 我国国债收益率曲线关键期限变动



资料来源：中债信息网，Wind，中原证券

图 39: 中长期纯债基金久期均值



资料来源：中债信息网，中原证券计算（方法见此前报告）

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数涨幅 10% 以上；
同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数涨幅-10% 至 10% 之间；
弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上；
增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数涨幅 5% 至 15%；
观望：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数涨幅-5% 至 5%；
卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。