

曙光隐现 乍暖还寒

■ 观点逻辑

- 若以两年均值为基准，二季度 GDP 增速大概率成为年内低点，下半年或触底弱回升，其中政策支持和库存周期转折临近，是经济弱复苏的外生和内生变量，若相关数据预期差边际向上，将重新提振弱复苏信心。结构上，消费>基建>制造业>地产>出口，其中接触型消费和地产销售的边际预期差是主要变量。
- 弱复苏基准之下，下半年政策基调中性偏松，再宽松时机非线性，总量空间小，结构性政策为主。国内政策宽松条件好于外部，人民币汇率贬值风险对政策有阶段性限制，但不改偏松方向；下半年，关键是前期支持政策的累积效果能否如期显现，若社融增速和居民信贷触底回升，利于消减通缩风险，驱动通胀中枢稳中有升。
- 外部变量仍将聚焦美联储紧缩终点、衰退风险和金融系统稳定性。边际上，美国软着陆仍为基准预期，若兑现，将带来更高的通胀和利率中枢，以及更持久的高通胀和高利率环境。当前 7/9 月再加息两次是下半年市场基准预期，但考虑到本轮美联储紧缩节奏，缺乏前瞻性，决策视数据而定，且数据预期差偏离度较大，下半年实际紧缩节奏仍有超预期可能，节奏调整取决于通胀和就业的边际预期差。
- 宏观驱动方面，下半年，中美仍处在被现实不断检验的过程之中，接近系统变量转换的临界点。若内外无超预期突发风险，国内或维持高政策定力，更多依靠库存周期转折的内在动力来实现弱复苏，进而带来风险资产价格的阶段性弱反弹，整体仍以结构性和阶段性机会为主，趋势性机会或由非常态和超预期因素推动，而在去库周期的尾部阶段，通常是机会与风险并存。

■ 风险提示

信用扩张不及预期、政策宽松超预期、海外通胀韧性过强、美国信用收缩过度、欧美银行危机再起。

投资咨询业务资格
证监许可[2011年]1444号

宏观半年报

2023年7月6日

陶玮玮
(F026507, Z0002437)

tww@zcfutures.com
上海市浦东新区陆家嘴环路
958号23楼(200120)



二、经济内生变量：去库周期接近尾声

2.1 边际经济预期或趋改善

今年年度 GDP 目标增速设定在 5% 左右，对应的两年 GDP 年均增速约 4%。当前，二季度 GDP 增速的 WIND 预测均值为 7.1%，若兑现，则二季度 GDP 增速的两年均值将低于 4%，阶段性下破目标增速，有望推动逆周期维稳政策出台，叠加经济的内生修复动力，预计下半年经济预期将触底弱回升，常态下，二季度大概率成为年内经济预期低点。

据 WIND 数据显示，三四季度 GDP 增速的预测均值分别为 4.7% 和 5.5%，按此测算，三四季度的两年 GDP 增速均值将重新回到 4% 上方，年度 GDP 目标增速将可实现；但边际看，二季度以来，各季度 GDP 增速的预期值均有所下调，下半年，经济预期差的偏离方向和幅度仍将是关键变量，若偏离方向为正，将重新提振弱复苏信心。

经济景气度看，此前 4-5 月制造业 PMI 的超预期下行，驱动经济预期明显下修，最新公布的 6 月制造业 PMI 数据，强于此前 WIND 预测均值，较 5 月温和上行，预期差偏离方向为正，利于暂时稳定当下悲观的经济预期。按历史数据呈现的季节性规律，下半年制造业 PMI 景气度变化的关键期在 9-10 月，其余月份大概率维持低位；经济韧性仍将依赖于高景气度的服务业，尤其是接触性消费的均值回归。

图 5：制造业与非制造业 PMI

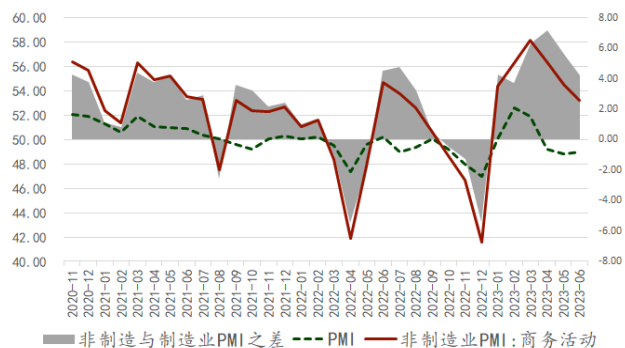


图 6：制造业 PMI 季节性

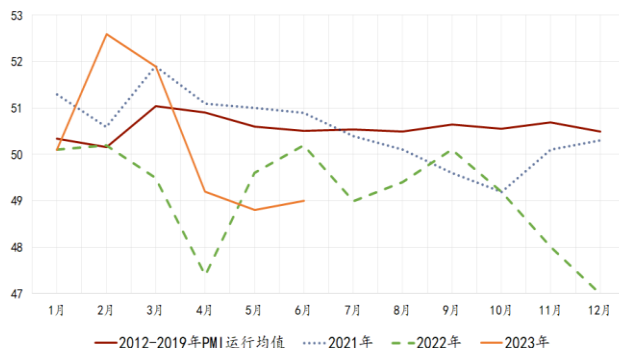


图 7：GDP 增速预测及历史预期差

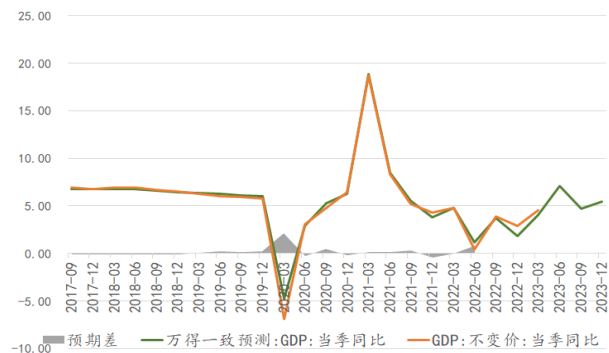
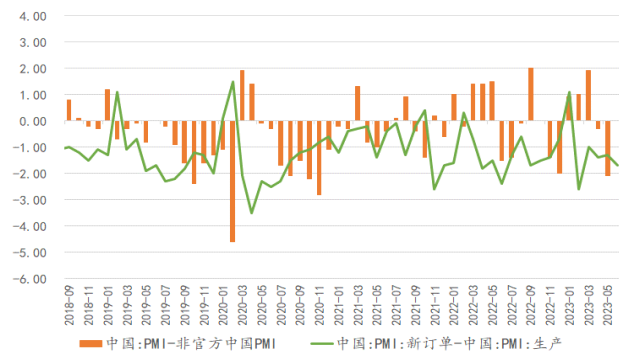


图 8：新订单 PMI 与生产 PMI 差值



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

2.2 就业预期不佳 旅游消费弹性高于耐用品

1-5月消费累计增速高达9.3%，基本符合市场预期，是国内经济弱复苏的正向驱动。消费分项看，仍以餐饮、旅游等接触型消费为主驱动，1-5月餐饮收入的两年累计增速均值约6%，同期，社消零售总额两年累计增速均值仅3.8%。而汽车等耐用大宗消费品，景气度低迷，1-5月汽车累计销量，略高于22年同期，但较21年同期下降2.3%。

边际上，消费意愿的释放，取决于未来的就业和收入预期。但从央行调查问卷的反馈结果看，企业招工前瞻指数短暂修复后，已再度明显走弱，创年内新低，仅略高于去年5-6月和11月的两轮疫情低点。同期，居民当前就业感受和未来就业预期均偏弱，其中5月16-24岁人口的调查失业率高达20.8%，再创有数据来新高；受限于收入前景不明，居民消费行为偏保守，储蓄意愿明显高于消费，高性价比低频率的场景消费意愿明显高于耐用品投资。据央行调查问卷数据显示，未来3个月旅游支出的增加占比已达到26%，为20年疫情来最高，接近疫情前该数据的运行中枢；但同时，大额商品的支出增加占比创历史新低，延续22年以来的快速下降态势。

考虑到就业数据为经济复苏的滞后性指标，下半年若经济预期如期边际改善，居民收入和就业预期也将趋向修复。下半年，基数和季节性效应下，消费增速大概率呈现N型状态，低点在6月，高点在11月；若无超预期消费刺激政策出台，消费的内生性驱动仍将依赖于接触型消费，关注暑期和十一长假的旅游数据边际改善强度。

图 9：当期就业感受与未来就业预期

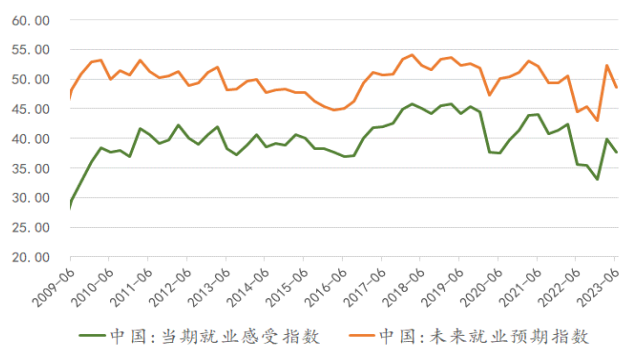


图 10：企业招工前瞻指数

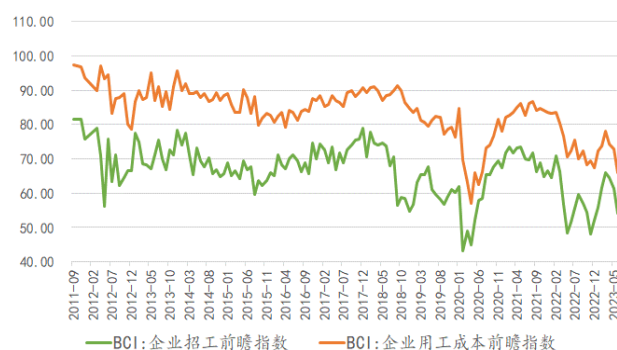


图 11：储蓄与消费意愿

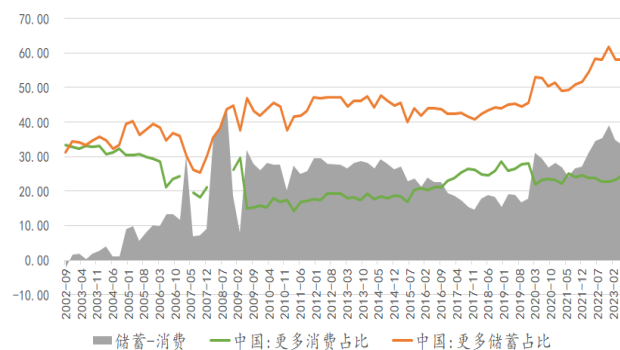
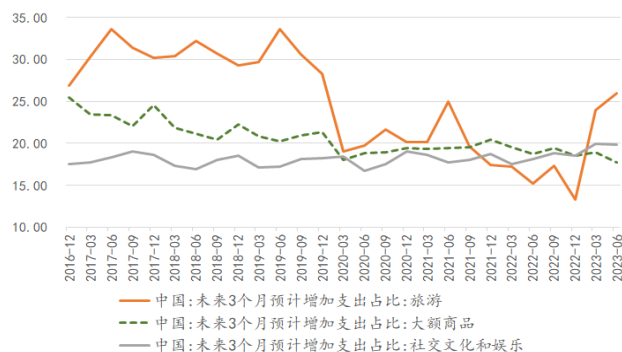


图 12：旅游支出增加占比高



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

2.3 地产信心回稳待政策支持

1-5月固定资产投资累计增速降至4%，投资分项中，基建和制造业均为正向贡献，房地产为负向贡献，1-5月地产投资累计增速低至-7.2%，且逐月趋弱，地产触底信心再度受挫。

边际上，地产细分数据的修复强度排序为竣工>销售>施工>新开工，显示保交楼是地产维稳政策的支持核心，但地产销量则是决定市场信心能否回稳的关键。以30大中城市商品房成交面积为基准，上半年住宅销量冲高回落，6月较3月高点下降约27%，与22年下半年成交均值基本持平，回到疫情闯关前状态；相比历年同期，今年1-6月30大中城市商品房成交面积处在偏低位，与12年和22年低点相当，低于18年和20年同期，整体延续低迷的市场景气度。

下半年，投资分项中，地产信心能否有序软着陆是市场关注焦点，伴随经济预期边际企稳，叠加基数效应，地产投资增速将有改善，其中住宅需求的修复强度和持续性是关键变量，关注“金九银十”传统旺季的销售预期差。地产政策方面，22年至今，地产结构性支持政策频出，对地产销售有阶段性兜底效果，但对地产需求的修复弹性和持续性支撑不足，高质量发展和房住不炒总基调之下，下半年，地产政策仍大概率以取消限制性政策和出台结构性鼓励政策为主，市场期待较高的存量房贷利率调降时机并非线性可预期，要由非常态潜在风险触发。

图 13: 房屋新开工与销售增速

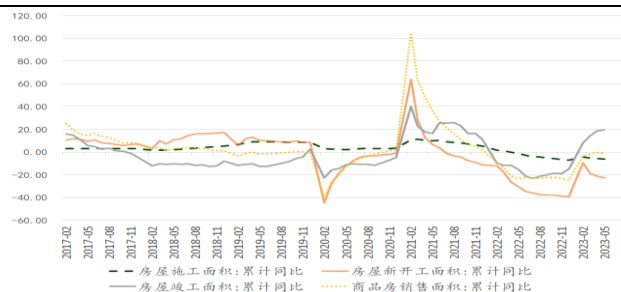


图 14: 房地产开发资金来源

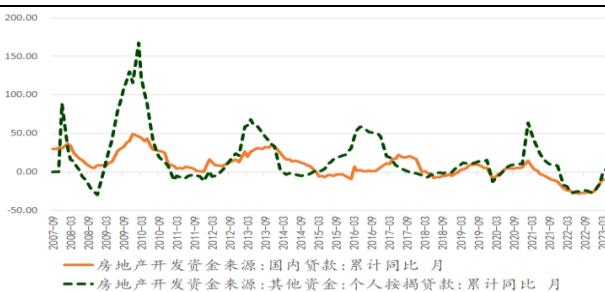


图 15: 土地购置费与地方财政收入

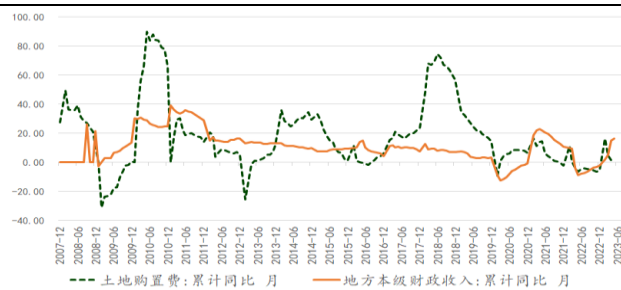


图 16: 百城住宅下跌城市数

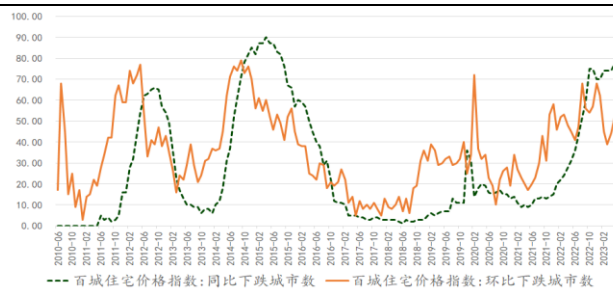


图 17: 30 大中城市: 商品房成交面积

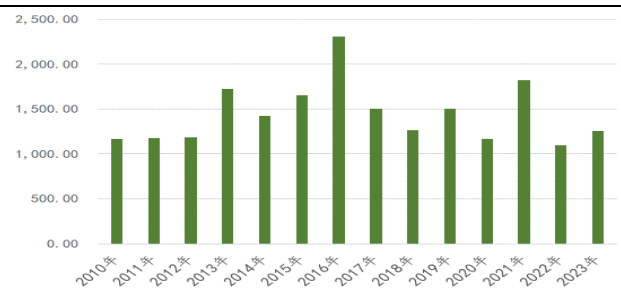
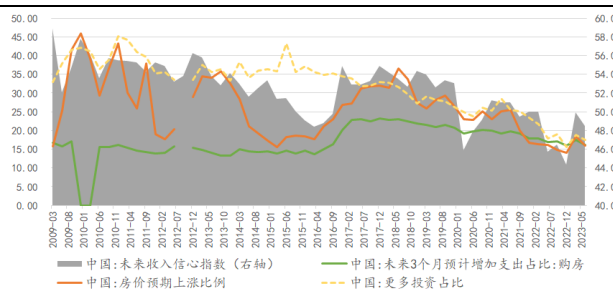


图 18: 房价与购房支出预期



资料来源: Wind, 中财期货投资咨询总部

2.4 出口向弱 欧美软着陆预期待确认

上半年，全球制造业 PMI 指数触底企稳，但已连续 9 个月处于 50% 下方，持续时间为 09 年以来最久；此前，全球制造业 PMI 处于衰退区间的阶段，分别为 12 年 6 月-11 月、19 年 5 月-10 月、20 年 2 月-6 月，其中前两次顺利实现软着陆，第三次则为疫情触发的硬着陆。

下半年，全球经济景气度将进入下行尾部阶段，自 21 年 5 月起，本轮下行周期已持续 25 个月，超过此前两轮景气度下行持续时间。按历史经验，景气周期的下行尾部阶段，机会与风险并存，若以软着陆为基准，则伴随着风险偏好的触底回升；但相对而言，本轮欧美经济软着陆的确定性低于以往，一方面受限于高通胀，政策层面无法提前宽松为经济兜底；另一方面，软着陆若如期兑现，则可能带来更高更持久的通胀和加息周期，进而限制经济的内生性增长。

边际上，以软着陆为基准预期，关注外部通胀、经济、就业、美联储行为的边际预期差。现阶段，欧美经济现状指数和花旗意外指数，显示欧洲宏观风险高于美国，其中花旗欧洲意外指数已低至-144.9，逼近 08 年和 20 年危机低点，处于风险敏感期；相对看，美国经济韧性仍偏强，现状指数处在中性区域，意外指数则均处在正向区域，表明当前机构对美国软着陆预期偏强，但同期美国消费者信心则处在历史低位，下半年仍需关注潜在的衰退风险。

图 19：欧美经济现状指数

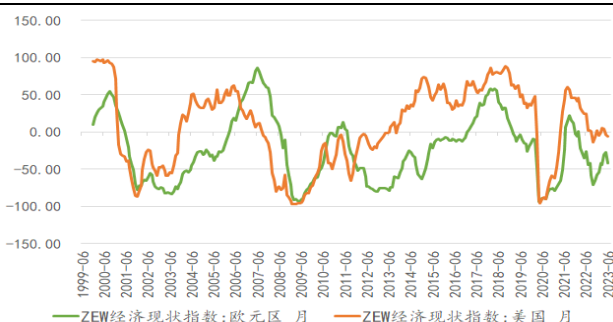


图 20：全球制造业 PMI 与新出口订单

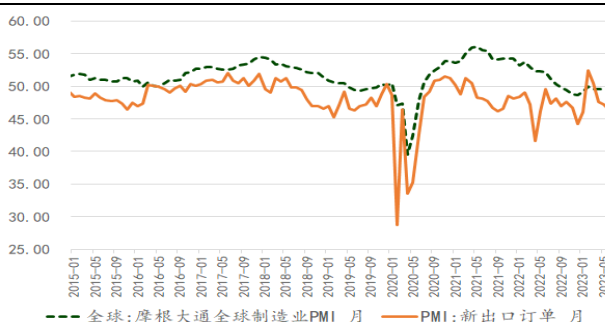


图 21：欧美花旗经济意外指数

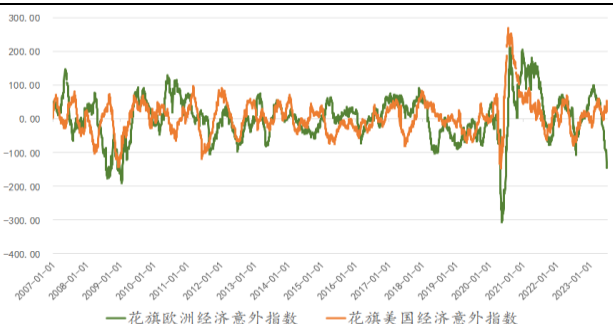
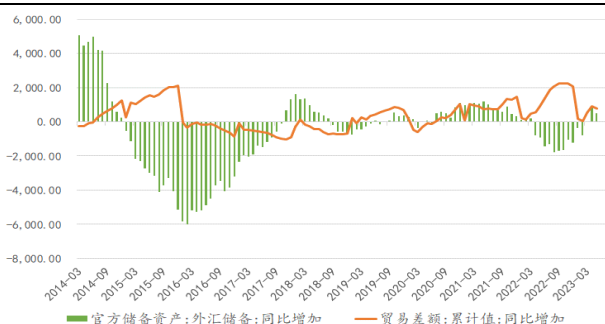


图 22：贸易顺差与外汇储备



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

三、政策高定力：宽松时机非线性

3.1 宽信用遇瓶颈 结构性突破为主

上半年，货币政策基调总体中性偏松，降准和降息各一次，调降幅度中性，调降时点超预期，其中 6 月降息距离上次已有十个月，政策兜底的信号意义高于实际效果。从政策预期的兑

现程度来看，今年以来，政策稳增长力度和频率始终低于市场预期，显示政策对经济偏弱运行有较高的容忍度，再宽松时机并非线性可推，需要由阶段性的低于目标底线的数据或事件触发。

政策效果来看，宽货币强于宽信用，M2 与社融增速显著背离，差值接近历史新高，其中 M2 持续高位运行，社融持续低迷，对应着流动性充足和资产荒的组合状态，这意味着，当前稳增长的政策瓶颈是信用传导路径不畅，其中地产信心的修复是关键。今年 1-5 月居民中长期信贷月均值较 21 年峰值跌近 60%，同期央行的房地产贷款需求指数，也显著低于基建、制造业、批发零售业，关注下半年超一线城市放松限购或降低存量房贷利率的可能性。

边际上，考虑到较弱的经济增长预期和较高的外部风险，下半年国内政策基调大概率仍将维持中性偏松；若下半年国内经济如期触底回升，三四季度 GDP 增速的两年均值在 4% 以上，则年内再宽松空间较小，地产信心也将随着收入预期的边际改善而企稳，减轻全面降息压力；预计高质量增长基调之下，相比此前的政策驱动型增长，更应关注经济周期中的内生型增长因素，以及增长弹性的中枢下移。

图 23：居民中长期贷款-月均值

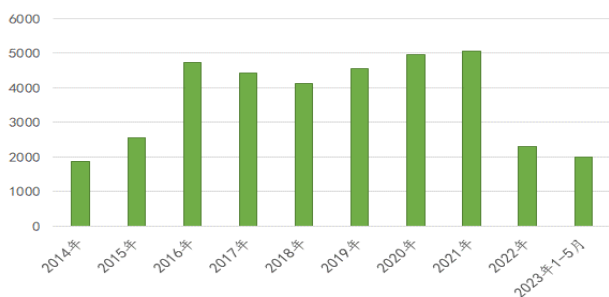


图 24：M1-M2 与 社融-M2

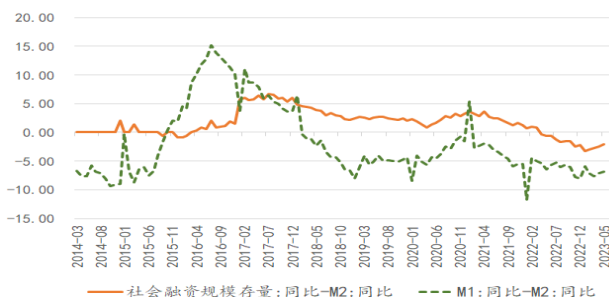


图 25：企业中长期贷款-月均值

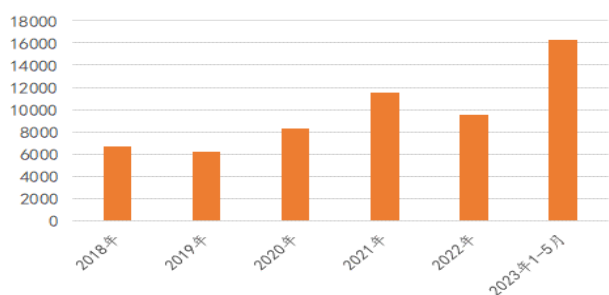
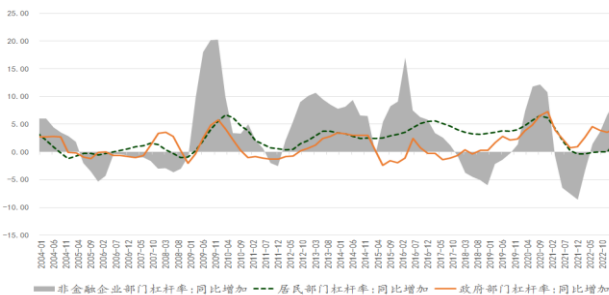


图 26：各部门杠杆率变化



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

3.2 汇率贬值有下限 阶段性约束政策空间

上半年，人民币汇率先升后贬，截至 6 月 30 日，美元兑人民币中间价 7.2258，CFETS 人民币汇率指数 96.74，已与去年 11 月汇率贬值低点相当，再度处于稳定汇率预期的政策出台临界期，同时也将阶段性的约束内部货币政策的再宽松空间。

边际上，汇率贬值压力来自中美经济和政策预期差的向下修正，美国服务业景气度韧性高于预期，是美国软着陆的核心支撑和内生经济驱动。后期，虽然人民币汇率边际仍有贬值压力，但中美制造业景气度的“东强西弱”方向未改，仍将对人民币汇率构成支撑。

下半年，以中美软着陆为基准预期，“东强西弱”的阶段性预期差，仍将是人民币汇率波动的核心驱动，在边际综合预期差转强之前，人民币汇率或延续弱势，而若边际经济和地缘预期差持续偏正面，并伴随着库存周期的触底企稳，人民币汇率有望再度阶段性升值。

图 27：中美国债利差



图 28：外汇增量与汇率

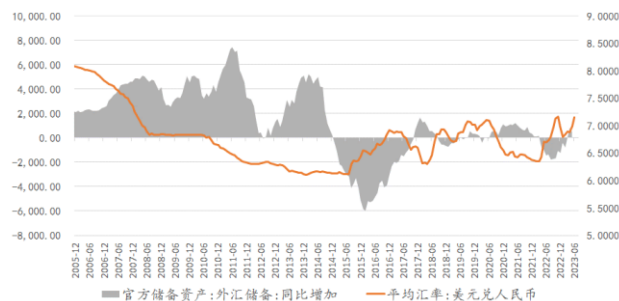


图 29：美国经济景气度与职位空缺率

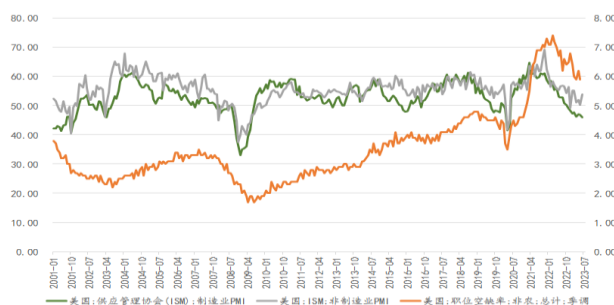
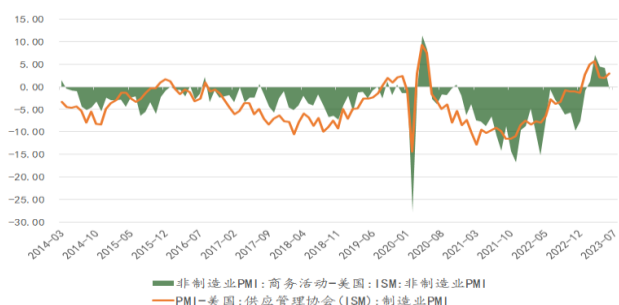


图 30：中美制造业 PMI 景气度对比



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

3.3 通胀或触底弱回升 缓解通缩担忧

上半年，内部通胀数据显著低于市场预期均值，1-5 月 CPI 和 PPI 累计增速同步下行，其中 4-5 月 CPI 当月增速逼近 0%，引发通缩担忧。历史数据看，06 年至今，仅有两个阶段 CPI 增速出现负增长，分别为 09 年和 20 年底，平均持续时间 6 个月，且均在经济已经触底企稳之后，并伴随着前期强刺激政策的逐步显效而触底明显回升。

从经济修复的传导次序看，价格指标的改善通常滞后于经济指标，常态下，下半年陷入通缩风险的概率较低，前期结构性政策的累积效果或将显现，叠加去库周期触底和盈利预期改善的内生驱动，通胀数据大概率触底弱回升，其中 PPI 反弹弹性将高于 CPI，但整体通胀状态仍将低位运行，对应着有限政策力度支持下的经济弱修复。

结构上，猪价和油价若持续下行，将面临供给政策方面的调控和兜底。截至 6 月底，猪价已降至历史低位区域，其中猪粮比价已逼近历史极值，全国平均猪粮比价低于 5:1，进入“政府猪肉储备调节机制”的过度下跌一级预警区间，触发官方猪肉收储操作。油价方面，若持续下行也将面临供应端的政策扰动，近日，沙特将新增 100 万桶/日的自愿减产计划延长至 8 月，同期俄罗斯也将减少石油出口 50 万桶/日，叠加前期减产计划，总供应削减达到 310 万桶/日，占全球消费量的 3% 左右。

图 31: CPI-PP1

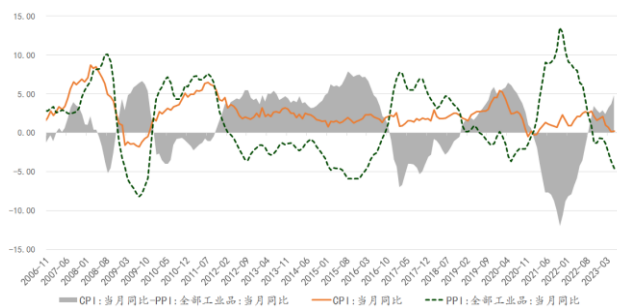


图 32: CPI:猪肉与交通用燃料

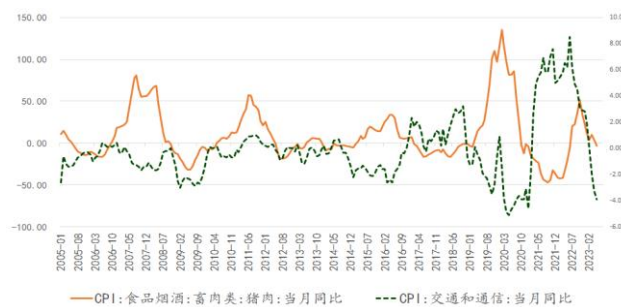


图 33: 22 个省市猪粮比价

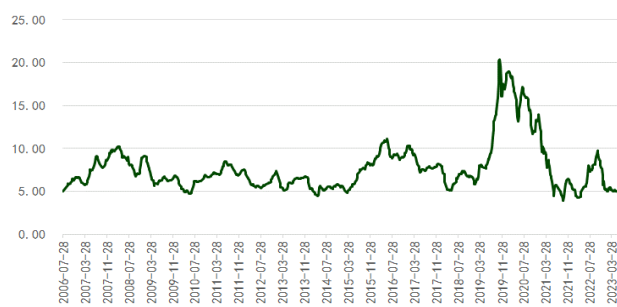
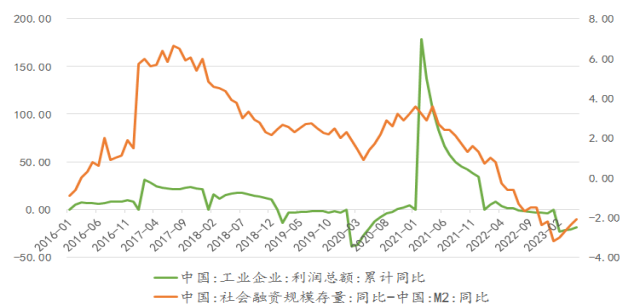


图 34: 社融-M2 与利润增速



资料来源: Wind, 中财期货投资咨询总部

四、外部变量: 美联储紧缩终点 & 衰退分歧

4.1 软着陆若兑现 高利率或更持久

自去年 6 月见顶后, 美国 CPI 同比增速已连续下降十一个月, 截至今年 5 月, 已降至 4%, 下降趋势明确, 但降速慢于市场预期, 绝对位置距离美联储目标 2% 较远。考虑到基数效应, 6 月 CPI 数据仍将进一步降低, 当前市场预期值在 3.1% 左右。

下半年, 基数效应消减, 美国 CPI 数据的持续下行空间, 需要由更强的需求下行压力来驱动, 但目前市场的基准预期仍是软着陆, 若软着陆如期兑现, 则将带来更强的通胀韧性和更小的通胀下行空间, [3%, 4%] 较难跌破, 2% 通胀目标的回归路径道阻且长, 年内再加息概率较高。

下半年, 美联储紧缩预期的边际变化, 仍将是外部波动的核心变量之一。通胀降速始终慢于市场预期, 驱动美联储加息暂停时点晚于年初预期, 且加息终点仍不明确; 美联储 6 月会议虽暂停加息, 但同时上调利率终值, 下半年再加息两次成为当前市场基准预期, 其中 7 月和 9 月会议是再加息的敏感期。

本轮美联储紧缩周期的前瞻性较差, 更依赖于通胀和就业数据的即时反馈。7 月会议前, 美联储将有一次通胀和就业数据可供参考, 6 月 CPI 增速下降为市场共识, 若预期兑现, 则美联储仍有余地暂停加息继续观望; 比较看, 9 月再加息概率更高, 9 月会议前, 将有 7-8 月两个月的通胀和就业数据来参考, 若期间, 通胀韧性再超预期, 将带来更高和更持续的高利率环境。

通胀结构上, 住房租金 CPI 的回落速率是核心变量。截至 5 月, 美国核心 CPI 增速仍高达

5.3%，降势明显低于CPI，住宅分项高位运行是主要原因；而住宅分项也是美联储历次紧缩政策压制需求的重心，但本轮地产韧性偏强，虽然4-5月美国成屋库存有所回升，但仍处于历史低位区域，不足07年库存高位的30%，且在30年房贷利率高达6.7%的背景下，成屋销售中位价从1月低位反弹近10%，截至5月已达到22年历史高点的95%。按历史经验显示，在软着陆基准下，住宅通胀分项下降空间有限，而住宅分项的快速下降通常伴随着衰退风险的发生。

图 35：全球能源和非能源价格指数

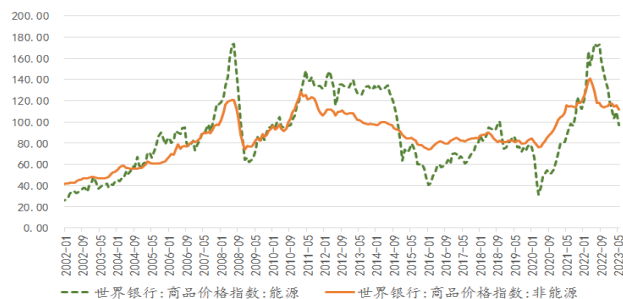


图 36：美国住房租金 CPI 与职位空缺率

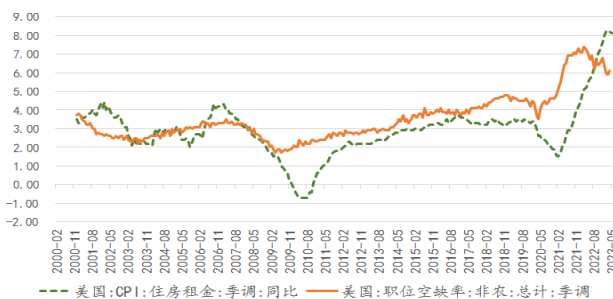


图 37：美国新增非农与失业率

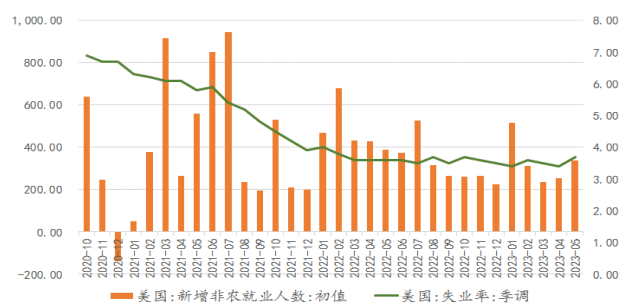


图 38：美国核心 CPI 与平均时薪

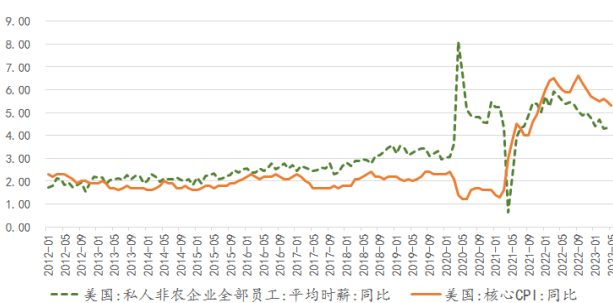


图 39：全球供应链压力指数

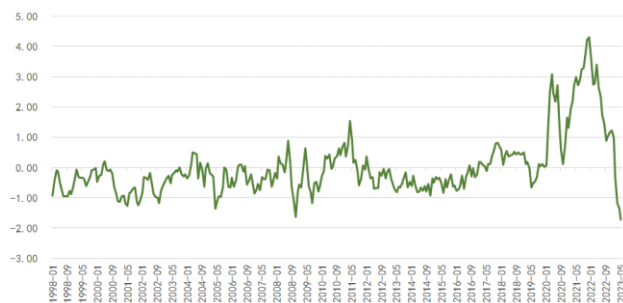
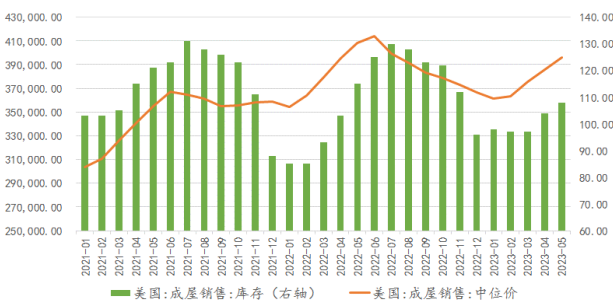


图 40：美国成屋库存与中位价



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

4.2 美债利差深度倒挂 再通胀 or 衰退？

上半年，年初市场担忧的衰退风险并未兑现，局部的区域性银行风险，尚未动摇美国软着陆根基，经济和就业数据维持较强韧性，各主流机构同步调升了23年美国GDP增速预期，其中IMF预测值最高，达到1.6%，世界银行和美联储预测值相当，分别为1.1%和1.0%，总体上，美国软着陆仍为基准预期。

与机构预测不同，美债利差深度倒挂显示美国衰退风险难消。自去年10月起，美债利差

全线倒挂，且倒挂程度边际加剧，其中 10 年期与 3 个月间的美债利差倒挂程度曾高达 189BP，短端利率定价高通胀和软着陆，长端定价低通胀和衰退，市场分歧显著。

边际上，美债利差倒挂的回归，存在两种路径，路径一是长端定价调整，10 债利率中枢上行向短端靠近，即美国如期实现软着陆，但也意味着更高的通胀和利率中枢，有重演 70s 再通胀风险；路径二是短端定价调整，3 个月利率中枢下行向长端靠近，即通过更强的需求下行压力，来缓解通胀和利率压力，但有触发深度衰退风险。

参考历史经验，强滞胀或深度衰退的触发并非线性，有突发性特征。下半年，关于美国软着陆的分歧和预期博弈，以及美债利差深度倒挂状态仍大概率延续，直至达成“再通胀”或者“衰退”的市场共识，进而推动方向选择的完成及回归，其中库存周期驱动转向和服务业韧性的持续性是能否如期实现软着陆的观察变量，同时，仍需要谨慎观察高利率环境下的美国金融系统稳定性，与 08 年相比，本轮紧缩风险的压力传导主要在政府端和美债。

图 41：美债利差

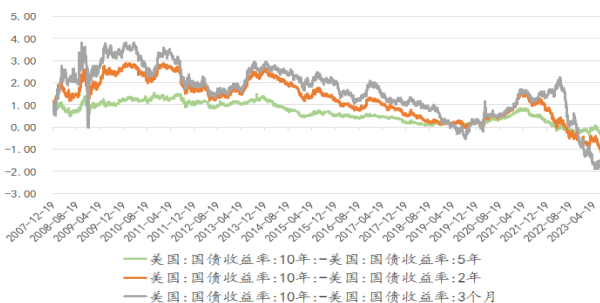


图 42：美国储备银行信贷

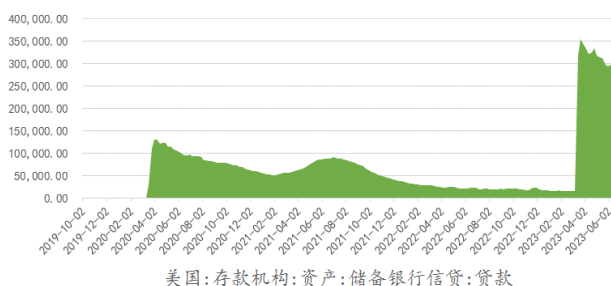


图 43：美国商业银行存款与信贷增速

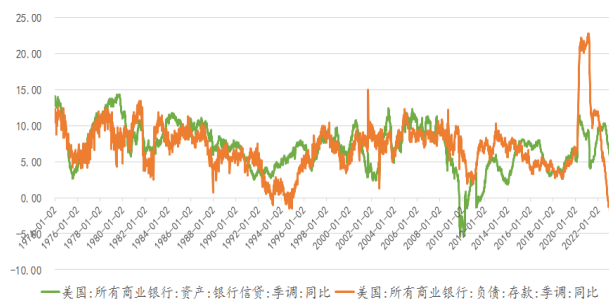


图 44：美国金融压力指数



资料来源：Wind，中财期货投资咨询总部

五、宏观驱动：弱平衡待突破 结构性机会为主

下半年，中美仍将处在被现实不断检验的过程之中，接近系统变量转换的临界点。比较看，虽然内部现实弱于预期，但弱复苏方向未改，经过前期的强预期向下修正，现阶段市场预期已贴近弱现实，6 月意外降息触发的政策期待，暂时限制了预期进一步下穿现实，维持着弱平衡状态，等待政策信号和库存周期转折信号来破局。

按高质量发展和高政策定力来看，下半年，若内外无超预期突发风险，更大概率维持较低的政策支持力度，更多依靠库存周期转折的内在动力来实现弱复苏，进而带来风险资产价格的阶段性弱反弹，整体仍以结构性和阶段性机会为主，而系统性的趋势性机会需要由非常态和超

预期因素推动。

与内部不同，外部则是经历了弱预期向强现实的有序回归，市场担忧的衰退风险并未发生，经济、就业、通胀的强韧性，抬升了经济软着陆概率，进而带来更高更久的通胀底部和利率终点。下半年，在强现实成为新的基准预期之后，市场对现实的边际预期差或更趋敏感，考虑到衰退和金融风险的非线性特征，在去库周期的尾部阶段，通常是机会与风险并存，也是衰退风险兑现与否的临界期，按市场共识预期，本轮美国库存周期转折点或在今年底和明年初。

中财期货有限公司

地址：上海市浦东新区陆家嘴华能联合大厦 23 楼

总机：021-68866666 传真：021-68865555 全国客服：400 888 0958 网站：<http://www.zcqh.com>

浙江分公司

杭州市体育场路 458 号中财金融广角二楼
电话：0571-56080568

江苏分公司

南京市建邺区江东中路 311 号中泰国际大厦 5 栋 703-704 室
电话：025-58836800

中原分公司

河南省郑州市郑东新区金水东路 80 号 3 号楼 11 层 1108 室
电话：0371-60979630

成都分公司

四川省成都市锦江区东华正街 40 号 8 楼
电话：028-62132736

上海陆家嘴环路营业部

中国(上海)自由贸易试验区陆家嘴环路 958 号 23 楼 2301 室
电话：021-68866819

上海襄阳南路营业部

上海市徐汇区襄阳南路 365 号 B 栋 205 室
电话：021-68866659

北京海淀营业部

北京市海淀区莲花苑 5 号楼 11 层 1117、1119-1121 室
电话：010-63942832

深圳营业部

深圳市福田区彩田南路中深花园 A 座 1209
电话：0755-82881599

天津营业部

天津市和平区马场道 114 号中财金融广角二楼
电话：022-58228153

重庆营业部

重庆市江北区聚贤街 25 号 3 幢名义层 15 层 1501 室
电话：023-67634197

沈阳营业部

沈阳市和平区三好街 100-4 号华强广场 A 座 905 室
电话：024-31872007

武汉营业部

武汉市硚口区沿河大道 236-237 号 A 栋 10 层
电话：027-85666911

西安营业部

西安市碑林区和平路 22 号中财金融大厦 304、307
电话：029-87938499

杭州营业部

杭州市体育场路 458 号 2 楼 206、208 室
电话：0571-56080563

扬州营业部

地址：扬州市广陵区运河西路 588-119 号壹位商业广场
电话 0514-87866997

济南营业部

山东省济南市历下区文化东路 63 号恒大帝景 9 号楼 11 楼 1119A 室
电话：0531-83196200

无锡营业部

江苏省无锡市嘉业财富中心 3-1105 室
电话：0510-81665833

郑州营业部

河南省郑州市金水区未来大道 69 号未来大厦 601、602 室
电话：0371-65611075

山西分公司

山西太原市综改示范区太原学府园区晋阳街 159 号 1 幢 10 层 1003 室
电话：0351-7091383

长沙营业部

湖南长沙市天心区芙蓉中路三段 426 号中财大厦 508-510 室
电话：0731-82787001

南昌营业部

江西省南昌市青云谱区解放西路 49 号明珠广场 H 栋 602 室
电话：0791-88457727

合肥营业部

安徽省合肥市庐阳区长江中路 538 号 1 幢 601 室
电话：0551-62836053

唐山营业部

唐山市路南区万达广场购物中心区 2 单元 B 座 1804 室
电话：0315-2210860

日照营业部

山东省日照市东港区济南路 257 号兴业财富广场 B 座 10 楼
电话：0633-2297817

赤峰营业部

内蒙古赤峰市红山区万达广场甲 B20 楼 2010
电话：0476-5951109

厦门营业部

福建省厦门市思明区梧村街道后埭溪路 28 号（皇达大厦）7 楼 F 单元
电话：0592-5630235

常州营业部

常州市天宁区竹林西路 19 号天宁时代广场 A 座 1706 室
电话：0519-85515185

南通营业部

江苏南通市崇川区中南世纪城 34 栋 2202、2203 室
电话：0513-81183555

宁波营业部

浙江省宁波市慈溪市新城大道北路 1698 号承兴大厦 7-2-1
电话：0574-63032202

特别声明：本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。未经我公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。