

中美通胀、利率、房地产市场对比

定期报告

华金宏观·双循环周报（第21期）

投资要点

- ◆ **美国核心 CPI（除汽车）维持粘性、PPI 反弹，维持年内再加一次预期。**美国当地时间 8 月 11 日公布的 7 月 PPI 同比涨幅超出市场预期，服务业、消费品生产价格环比涨幅均超预期，显示薪资走高强化未来核心通胀黏性，验证了稍早公布的美国核心 CPI 超预期下行更多是暂时性的。稍早前公布的美国 7 月 CPI，核心 CPI 小幅超预期回落，主要原因仍在于因供给连续大幅改善而导致的汽车价格的阶段性回落，预计数月之后可能企稳反弹。美元指数、美债收益率高位震荡小幅收涨，年内美联储再加息一次的预测仍然是合理的。
- ◆ **美联储明年降息会否提前，则取决于长端利率和房地产市场变化。**中期视角下，美国房地产市场的变化可能成为核心 CPI 通胀的“灰犀牛”，房价和地产需求又在很大程度上被长端美债利率所左右。今年 3 月以来，随着美国银行业突发动荡，美联储去年既定的连续快速加息路径被打断，美债长端利率一度大幅下挫后温和恢复，美国房地产市场迎来喘息，近几个月以来美国房价止跌企稳，直至最近公布数据的 7 月，美国核心 CPI 中权重最大的房租环比涨幅均大于年初市场预期，构成未来数月美国核心 CPI 高位黏性的另一重要来源。而近日美债长端收益率再度“破 4” 创出阶段性新高，可能对美国房地产市场产生新的下行压力，如果再度影响到近期房价和未来的房租通胀预期，可能令美联储重燃对 MBS 相关金融风险的担忧，则可能因此而被迫在 2024 年 3 月前后即启动降息，但十年美债收益率是否持续维持高位仍有待观察，我们先将这一逻辑预先提出以便持续观察跟踪。
- ◆ **我国房地产市场处于长周期探底期，调整到位前宜实行小幅稳步宽松。**中美通胀结构对比显示我国与美国当前供需周期、房地产周期处于完全相反的位置，供大于求、总需求相对疲弱的阶段，货币政策应当实施适当力度的偏松操作。但现阶段房地产需求降温主要由中长期结构性因素所驱动，并非短期激进货币宽松可以迅速刺激出需求泡沫的阶段，货币政策的偏松操作需要精确把握合适的力度，以稳定居民预期、避免居民部门去杠杆速度过快为主要参考标准。至最新的 8 月 12 日，从月均住宅销售面积与疫情前数年同期均值之比来看，全国已经降至 55%，一二三线表现逐层变差，分别为 72.5%、53.4%、44.7%，二三线当前住宅需求较去年年底时更差。而周五公布的最新金融数据则显示居民信贷超预期收缩，房地产市场去杠杆过程可能尚在中段。当前阶段需实施较大力度的流动性供给量的保障政策，以及适度的、向短端政策利率倾斜的小幅降息，以避免居民部门去杠杆速度过快引发更大程度的需求收缩为货币宽松是否合理的主要判断标准之一。维持年底前降准 75BP、1Y LPR/MLF 利率再降 20-30BP、5Y LPR 再降 10-15BP 的预测不变。维持本轮地产政策结构性放松以二三线城市用足现有框架内空间为主的预测不变。
- ◆ **华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）：**本周 A 股跌幅较深，通信、家电、房地产跌幅最深，石油石化跌幅较浅；美债长短端收益率分化，10Y 国债收益率继续上行 11BP，中国 1Y 国债收益率上行 8BP，中美 10Y 利差继续扩大；美元指数上行，人民币被动小幅贬值；金价铜价下跌、油价煤价微涨。
- ◆ **风险提示：**美联储超预期加息风险。

分析师

秦泰

 SAC 执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.com.cn

相关报告

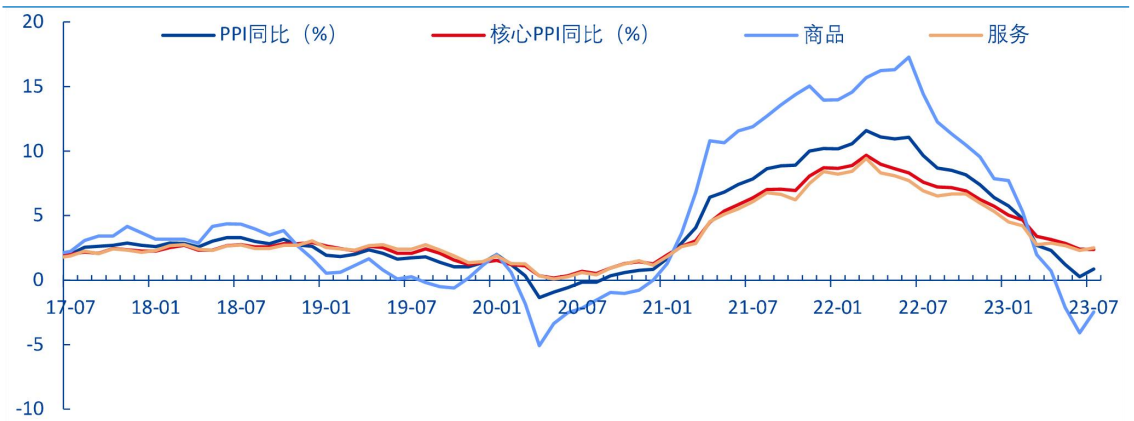
- 金融数据速评（2023.7）-坚持底线思维，期待大幅降准 2023.8.11
- CPI、PPI 点评（2023.7）-内需基本见底，刺激政策侧重可持续性 2023.8.9
- 进出口数据点评（2023.7）-外部环境复杂严峻，制造业高级化久久为功 2023.8.8
- 美联储货币政策与利率（上）：框架及 1968-1984-REBORN 2023.8.7
- 华金宏观·双循环周报（第 20 期）-美就业市场仍紧张，四部门联会强调政策执行 2023.8.6



1、美国核心 CPI（除汽车）维持粘性 PPI 反弹，维持年内再加一次预期

美国当地时间 8 月 11 日公布的 7 月 PPI 同比涨幅超出市场预期，服务业、消费品生产价格环比涨幅均超预期，显示薪资走高强化未来核心通胀黏性，验证了稍早公布的美国核心 CPI 超预期下行更多是暂时性的。据当地时间 8 月 11 日美国劳工部公布的数据，美国 7 月 PPI 同比上涨 0.8%，涨幅较 6 月扩大 0.6 个百分点，并逆转了此前 12 个月的连跌趋势。其中不含短期波动较大的食品和能源的核心 PPI 同比持平于 2.4% 的较高涨幅，超出市场预期 0.1 个百分点。受薪资直接驱动的服务 PPI 同比涨幅扩大 0.2 个百分点，消费品中，非耐用品和耐用品环比分别上涨 0.2%、0.1%，均较 6 月涨幅有所扩大，一方面验证薪资通胀螺旋仍在强化而非减弱，另一方面也显示核心 CPI 中汽车因供给大幅改善而价格出现大幅回落是个别现象，其他领域商品 CPI 通胀仍将维持较大的黏性。7 月 PPI 削弱了市场对 CPI 超预期下行展望的概率，数据公布后当日美元指数及 10Y 美债收益率均小幅上行。

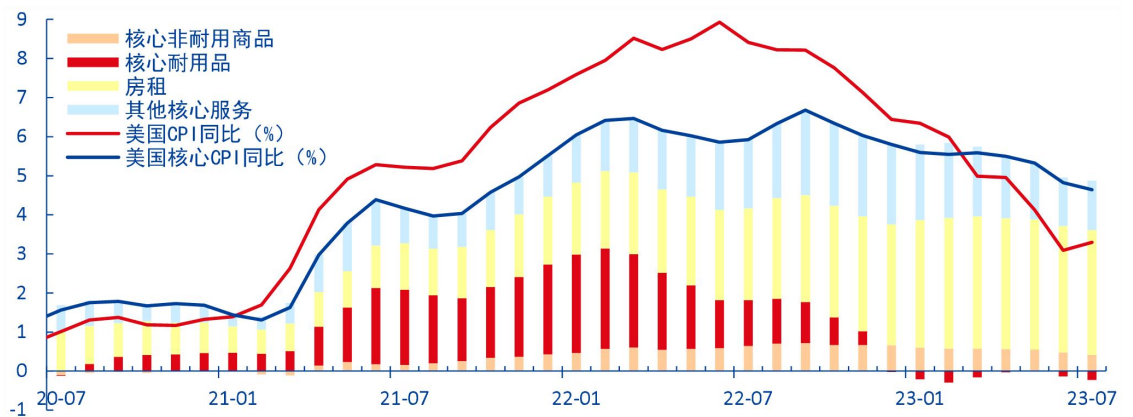
图 1：美国 PPI、核心 PPI、商品及服务 PPI 同比 (%)



资料来源：CEIC，华金证券研究所

回顾稍早前公布的美国 7 月 CPI，核心 CPI 小幅超预期回落，主要原因仍在于因供给连续大幅改善而导致的汽车价格的阶段性回落，预计数月之后可能企稳反弹。当地时间 8 月 10 日，美国劳工部公布美国 7 月 CPI 数据，当月总体 CPI（季调）受原油价格反弹影响同比上行 0.2 个百分点至 3.3%，而核心 CPI 同比下行 0.2 个百分点至 4.7%，低于市场预期 0.1 个百分点。核心 CPI 的超预期走低几乎全部源于汽车价格连续下滑所导致的耐用消费品价格超预期的下行，其重要原因是全球汽车供给的连续大幅改善，令美国居民在实际汽车消费量并未减少的情况下，获得了更多汽车价格下降的好处。

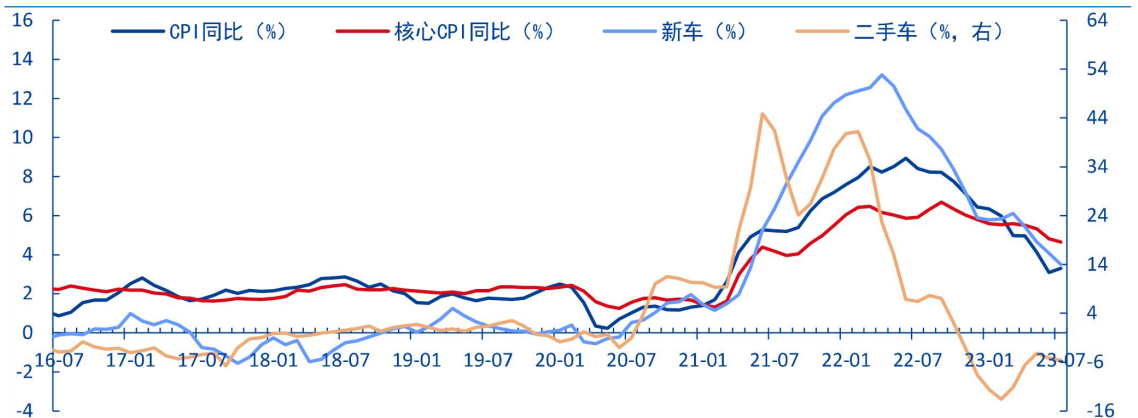
图 2: 美国核心 CPI 同比与贡献结构 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所 注: 大流行前两年为两年平均增速

受今年以来中国持续数月几乎保持翻倍增速的整车出口、以及美国自身汽车产能提升的影响, 当前美国新车及二手车市场均出现供给旺盛格局, 也因此带来 7 月美国新车、二手车 CPI 同比在上月大幅走低的基础上分别再度回落 0.6 和 0.5 个百分点至 3.5%和-5.6%的情况, 环比分别下行 0.1%和 1.3%, 直接导致耐用品对核心 CPI 同比的贡献下行 0.2 个百分点, 与后者当月下行的幅度一致。而从包括汽车在内的居民商品消费需求侧来看, 前期美国政府的巨额财政补贴导致的超额储蓄仍维持较大规模, 加之薪资的连续数月维持高位对居民收入进一步形成支撑, 居民商品消费需求预计近期仍将维持在过热区间, 下行速度将较为缓慢。这也佐证了二手车和新车 CPI 同比的逐月下探实际上指向的并非居民消费意愿的下降, 而是供给过剩导致的价格下行。而供给过剩冲击下的核心 CPI 下行过程可持续性远不及需求降温, 我们预计未来数月间随着汽车供给和库存的逐步消化, 大概率将见到二手车和新车价格的反弹。

图 3: 美国 CPI、核心 CPI、新车和二手车 CPI 同比 (%)

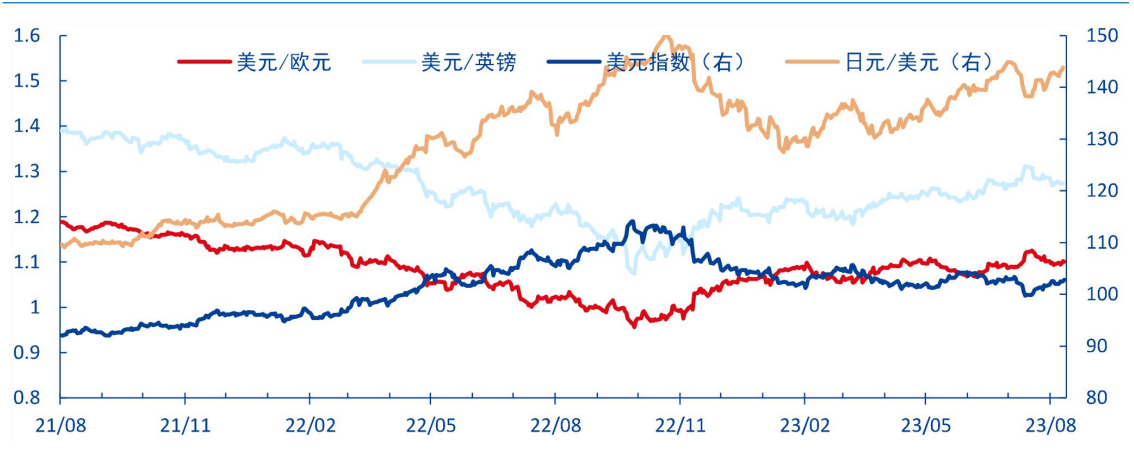


资料来源: CEIC, 华金证券研究所 注: 大流行前两年为两年平均增速

美国核心 CPI 近期的下行呈现明显的暂时性、结构性特征, 叠加 PPI 超预期反弹显示的薪资通胀螺旋问题, 美元指数、美债收益率高位震荡小幅收涨, 年内美联储再加息一次的预测仍然是合理的。7 月 CPI 数据公布后, 美元指数经历了高位跳水——波动反弹——小幅收涨的过程, 恰恰代表着市场从核心 CPI 数据刚公布到其结构被证明为汽车供给过剩造成的下行, 在房地产市场较为活跃、房租居高不下的情况下该过程不可持续。美联储自 2022 年起为对抗前期巨额财政补贴而造成的高通胀进行紧缩操作, 并迅速将美元指数推升至高位; 欧、英、日三大央行不同程度地被动跟随美联储进行加息, 但由于需求侧稳定性和过热程度都大幅弱于美国, 三大非美发

达经济体将面临更大的衰退压力，令近期美元指数表现出超市场预期强势。PPI 的止跌反弹令市场在预期波动中再度强化了美联储年内的加息预期，至 8 月 11 日收盘，美元指数和 10Y 美债收益率分别小幅上行 3BP 和 7BP。当前我们认为欧日英三大央行年内的紧缩程度并不会超出市场预期，因此也不会给美元指数造成明显的下行压力，预计美元指数年内保持在 100-103 之间高位震荡，维持年内美联储仍将再度加息一次甚至一次以上的预测不变。

图 4：美元指数与欧、英、日兑美元汇率



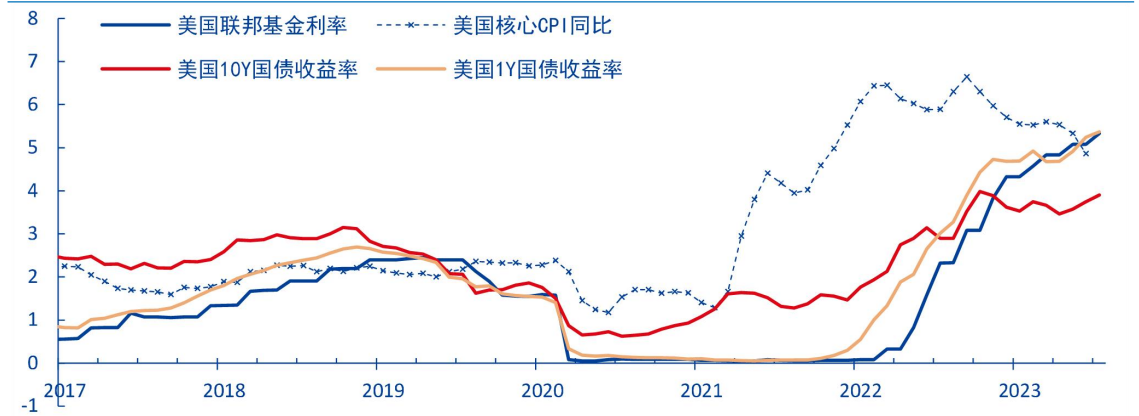
资料来源：CEIC，华金证券研究所

2、美联储明年降息会否提前，则取决于长端利率和房地产市场变化

中期视角下，美国房地产市场的变化可能成为核心 CPI 通胀的“灰犀牛”，房价和地产需求又在很大程度上被长端美债利率所左右，从而近期美债收益率曲线的变化及其成因可能对预测 2024 年美国货币政策的走向具有关键意义。

今年 3 月以来，随着美国银行业突发动荡，美联储去年既定的连续快速加息路径被打断，美债长端利率一度大幅下挫后温和恢复，美国房地产市场迎来喘息，近几个月以来美国房价止跌企稳，直至最近公布数据的 7 月，美国核心 CPI 中权重最大的房租环比涨幅均大于年初市场预期。3 月初硅谷银行破产，引爆市场对美联储本轮加息可能触发银行业挤兑和 MBS 风险的担忧，1-2 月因经济表现超强而不断强化的美联储加息加速预期戛然而止，银行业风波后美联储分别在 3 月和 5 月放缓加息节奏、6 月暂停加息一次，7 月再度小幅加息 25BP。在这一过程中，10Y 美债收益率在 3 月大幅下挫之后，随着美联储重归合理加息路径而再度温和恢复，至 7 月回升至 3.9% 左右，但也仅回到去年 11 月的水平，未超出去年 10 月 4.0% 的高点。长端美债收益率对美国住房抵押贷款利率具有决定性作用，美国短端利率向长端利率传导效率的下降令美国房地产市场获得久违的喘息空间，美国房价自 3 月以来加速上行，库销比趋于改善，也一定程度上扭转了房屋所有者对租金的展望判断。

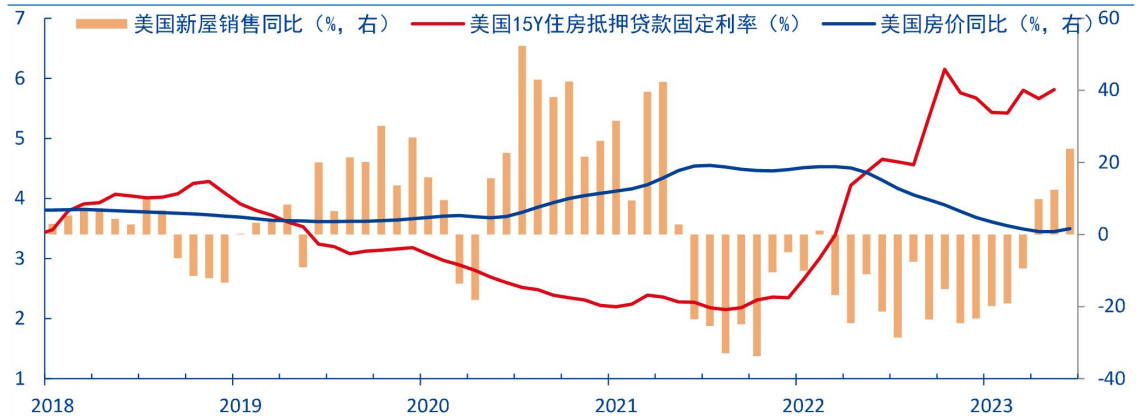
图 5: 1Y 及 10Y 美债收益率、10Y TIPS 收益率、隐含通胀预期 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

近几个月以来,美国核心 CPI 中占比最高的房租项环比涨幅连续高于市场预期,构成未来数月美国核心 CPI 高位黏性的另一重要来源。正常情况下美国房价的趋势性变化向房租传导基本存在五个季度左右的时滞。7 月美国核心 CPI 中房租环比上涨 0.4%,较疫情前正常水平仍然偏高,对应同比仍保持在 7.8%左右的较高增速水平,与前期房价涨幅收窄的幅度相比,房租近几个月降温的速度偏慢,一定程度上显示近期美国房地产市场的小幅转暖可能正在改变美国房屋所有者的租金预期,构成未来数月美国核心 CPI 高位黏性的另一重要来源。

图 6: 美国房地产市场在 3 月之后迎来喘息

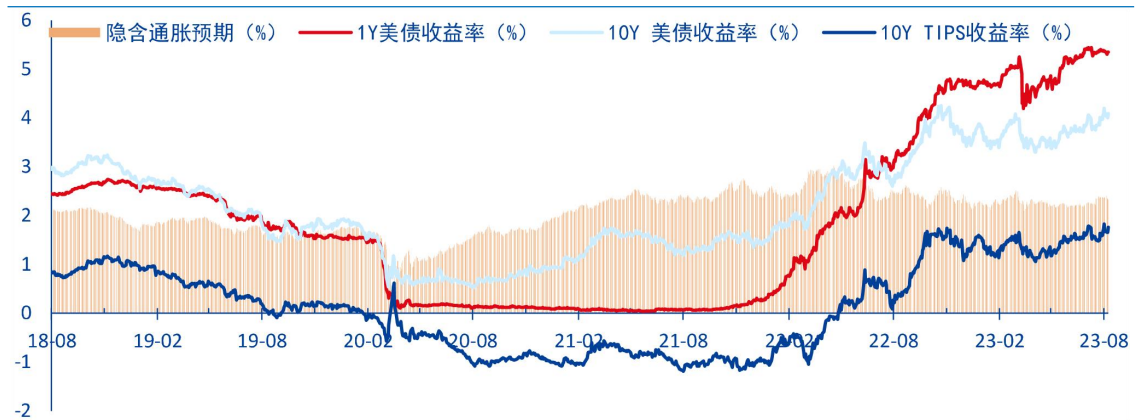


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

而近日美债长端收益率再度“破 4”创出阶段性新高,可能对美国房地产市场产生新的下行压力,如果再度影响到近期房价和未来的房租通胀预期,可能令美联储重燃对 MBS 相关金融风险的担忧,则可能因此而被迫在 2024 年 3 月前后即启动降息,但十年美债收益率是否持续维持高位仍有待观察,我们先将这一逻辑预先提出以便持续观察跟踪。由于 7 月底公布的美国 Q2 实际 GDP 大超预期,特别是居民消费的持续火热状态,加之房地产市场的回暖,市场参与者对美国经济增长的展望迅速升温,8 月至今 10Y TIPS 收益率已经连续上行达 20BP,推升 10Y 美债收益率上行类似的幅度至周五收盘的 4.16%,创出去年 12 月以来的阶段性新高。但需警惕长端利率上行过快可能通过住房抵押贷款利率传导为美国房地产市场交易价格的新一轮下行压力,在此背景下,美国房地产市场活跃度可能再度有所下降,导致市场预期 2024 年下半年核心 CPI 中房租项可能以更为陡峭的斜率下降。一旦美国房地产市场出现新的波动,可能重新令美联储对其

紧缩路径产生犹疑纠结，从而可能令 2024 年的降息时点有所提前。我们建议关注长端“美债收益率——美国房地产市场——美国核心通胀——美联储加息强度”这一链条的重要性。

图 7: 1Y 及 10Y 美债收益率、10Y TIPS 收益率、隐含通胀预期 (%)

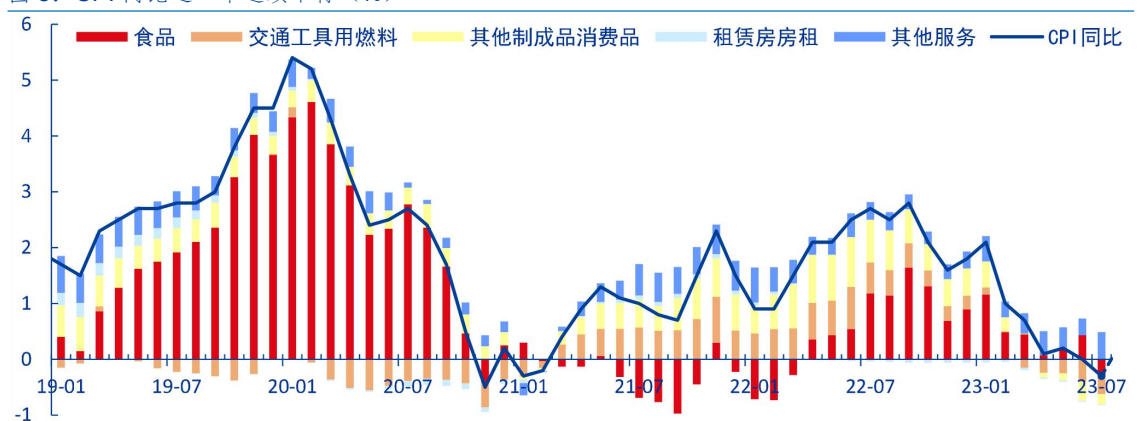


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

3、我国房地产市场处于长周期探底期，调整到位前宜实行小幅稳步宽松

中美通胀结构对比显示我国与美国当前供需周期、房地产周期处于完全相反的位置，供大于求、总需求相对疲弱的阶段，货币政策应当实施适当力度的偏松操作。与美国以及主要发达经济体形成鲜明对比的是，我国从去年开始总体通胀、核心通胀同步连续回落，直至 7 月核心通胀才呈现底部企稳迹象。CPI 房租同比连续 15 个月位于零以下，与 2021 年中至今房地产市场的持续深度调整过程一致。房地产市场的连续大幅降温又导致了居民从此前连续二十年的加杠杆扭转为去杠杆过程，财富效应预期偏弱、还贷意愿大于借贷意愿，对可选商品和高档服务消费形成拖累。而与此同时，国内能源保障力度加大，现代化产业体系建设加速，供给能力进一步普遍改善，呈现出比较典型的供大于求的格局，与美国等发达国家供不应求、核心通胀维持高位黏性的结构恰好相反。供大于求、总需求相对疲弱的阶段，货币政策应当实施适当力度的偏松操作。

图 8: CPI 同比近一年连续下行 (%)



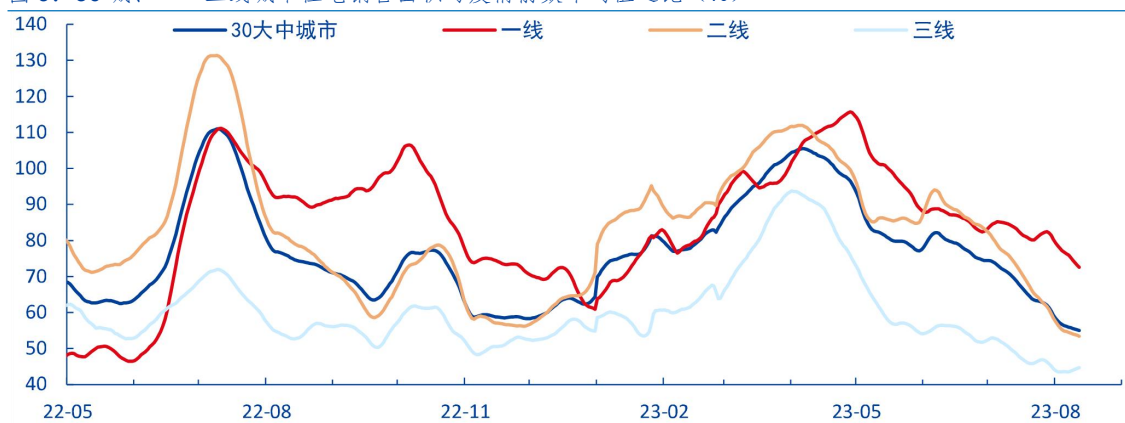
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

但也应关注到，现阶段房地产需求降温主要由中长期结构性因素所驱动，并非短期激进货币宽松可以迅速刺激出需求泡沫的阶段，货币政策的偏松操作需要精确把握合适的力度，以稳定居民预期、避免居民部门去杠杆速度过快为主要参考标准。房地产需求来自于人口的城镇化，城镇化又依托于工业化和产业体系的建设。近十年以来，工业体系建立的初期外延式红利基本消

退，随着国内产业体系趋于中高端化，国际竞争日趋激烈，国内制造业高级化过程从普遍推进再度扭转为“强者恒强”模式，具备产业高端化存量优势的东南沿海区域更迅速地实现了新一轮的制造业高级化进程，由此导致城镇化率已经较高的这些地区“人地矛盾”更加突出地显现出来，房价收入比进一步提升，全国范围内的中高收入人群又因制造业相对更为发达而集中在这些地区，这一人群的支出结构进一步固化在房地产市场上，对于长期的国内可选商品消费需求的促进来说，这种地产需求结构是不利的。本轮房地产市场调整，除今年一季度因疫情消退而出现一轮各地积压购房需求的集中释放之外，自4月至今重新回到了普遍下滑的态势之中。至最新的8月12日，从月均住宅销售面积与疫情前数年同期均值之比来看，全国已经降至55%，一二三线表现逐层变差，分别为72.5%、53.4%、44.7%，除一线城市外，二三线当前住宅需求较去年年底时更差。

这种结构下，我国房地产政策调转船头，冒着二三线城市进一步空心化的房地产和金融市场重大系统性风险而重新开始刺激一线城市地产需求和房价，概率是非常低的。日前重庆宣布的存量房贷利率置换政策符合我们前期的预期：本轮地产调控政策仅在已有的框架内将政策“用足”，不会产生超预期的地产刺激政策，“因城施策”仍将为主要指导方针，一线城市地产政策绝无可能大幅放松。

图9：30城、一二三线城市住宅销售面积与疫情前数年均值之比（%）



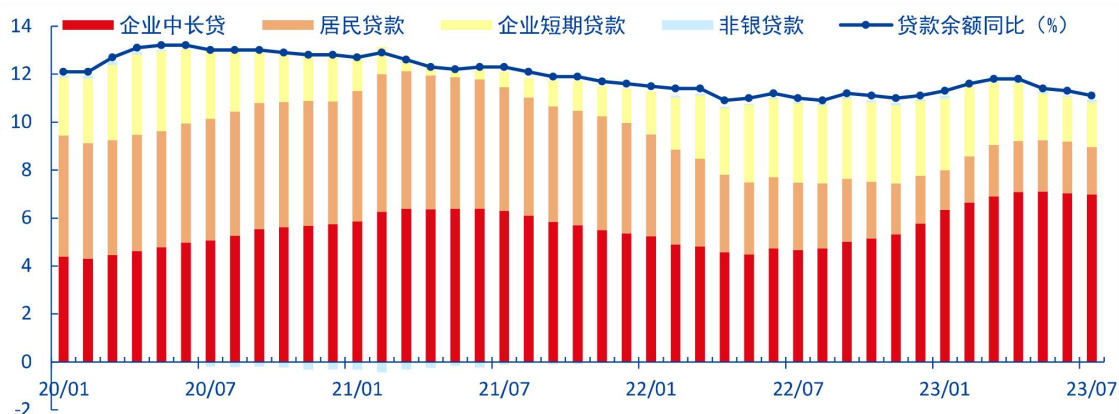
资料来源：CEIC，华金证券研究所

而周五公布的最新金融数据则显示居民信贷超预期收缩，房地产市场去杠杆过程可能尚在中段。当前阶段需实施较大力度的流动性供给量的保障政策，以及适度的、向短端政策利率倾斜的小幅降息，以避免居民部门去杠杆速度过快引发更大程度的需求收缩为货币宽松是否合理的主要判断标准之一。7月新增信贷仅3459亿，少增3331亿，居民新增信贷超预期收缩是主要原因，一方面显示居民购房意愿5-6月的暂时性的企稳基础并不稳固，与七月新增购房需求再度下探直接相对应，另一方面也与前期部分经营贷接力等不规范的旨在降低存量房贷利率的置换行为得到纠正有关。加之近期有知名头部房企中报亏损较为严重，整体显示房地产市场供需两侧去杠杆螺旋可能仍在中段尚未见底。

7月金融数据呈现出两大与市场预期偏差比较明显的主线。其一，市场对房地产市场特别是一线城市需求侧刺激政策期待过高，但是地产去杠杆尚未企稳。其二，对财政政策潜在刺激期待过高，但受土地市场拖累、以及财政政策更加关注中长期可持续性的共同影响，今年以来预算内债务发行速度都持续偏慢，而在预算外额外进行融资支持大规模一次性消费券发放的可能性更是微乎其微。

当前我们处在国际竞争环境日益复杂严峻、国内房地产市场调整仍需时间的压力叠加阶段，我们预计年内经济政策仍将持续强调加快现代化产业体系建设和稳就业改善收入，在地产去杠杆底部企稳之前，先进制造业投资和基建投资持续需要企业中长贷更大力度、更具确定性的保障，年底之前以较大的力度实施降准，以低成本、高效率的方式足额向银行体系投放中长期流动性，保障上述两大融资需求能够得到很好的满足，是当前既具备政策空间，也有很强可操作性的最优选择，在此基础上再考虑向 1Y LPR 倾斜的小幅降息，更可获得兼顾促进有效投资、改善银行息差的结果。维持年底前降准 75BP、1Y LPR/MLF 利率再降 20-30BP、5Y LPR 再降 10-15BP 的预测不变。维持本轮地产政策结构性放松以二三线城市用足现有框架内空间为主的预测不变。

图 10：贷款余额同比及贡献结构（%）：企业中长贷勉力支撑，居民去杠杆仍在途中

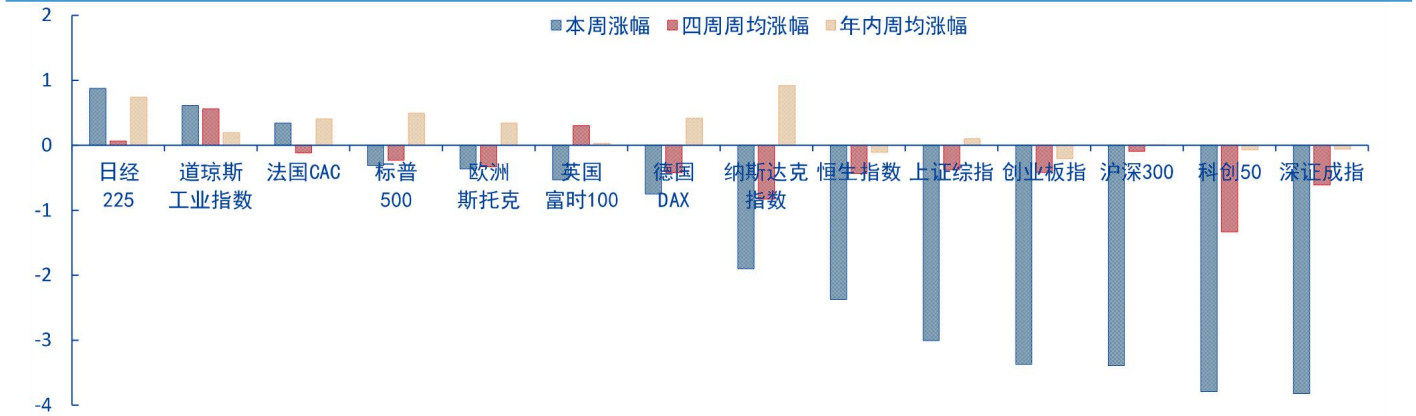


资料来源：CEIC，华金证券研究所

风险提示：美联储超预期加息风险。

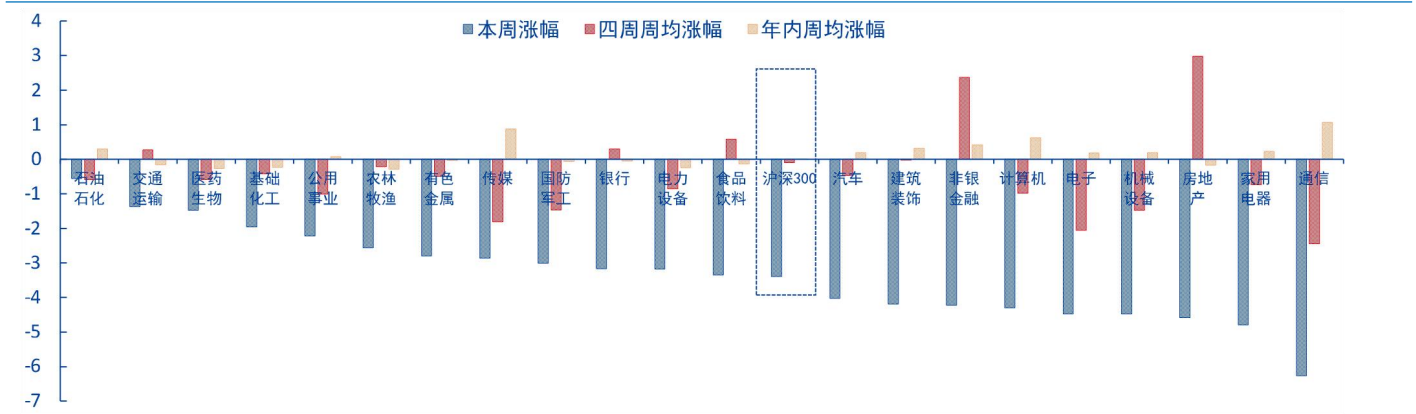
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 11: 全球股市: 全球股市普遍下跌, 日本股市涨幅较大, A 股跌幅较深



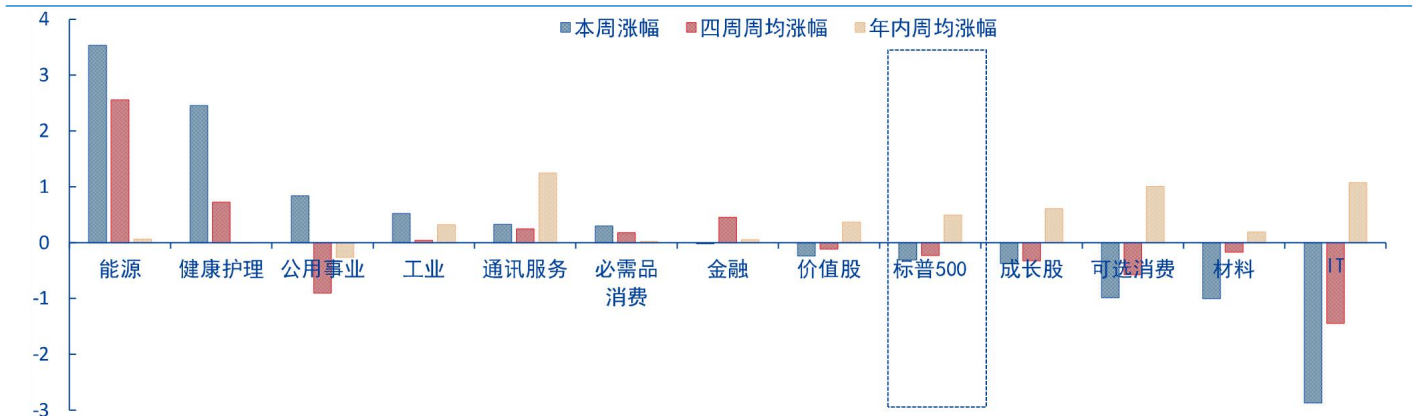
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 12: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%): 本周 A 股板块普遍下跌, 通信、家电、房地产跌幅最深, 石油石化跌幅较浅



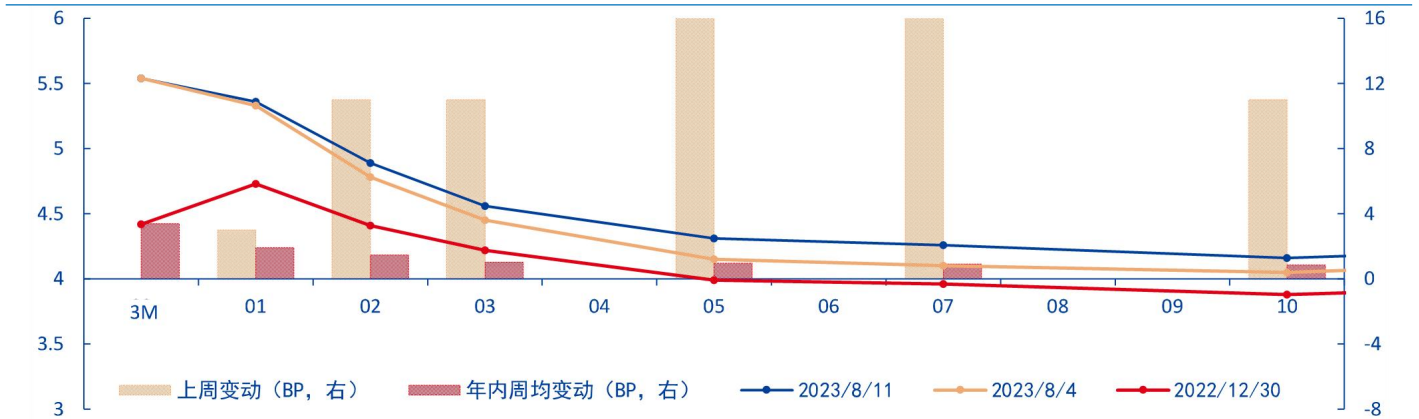
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 13: 标普 500 及行业涨幅对比 (%): 本周美股能源继续上涨, IT、材料、可选消费跌幅较深



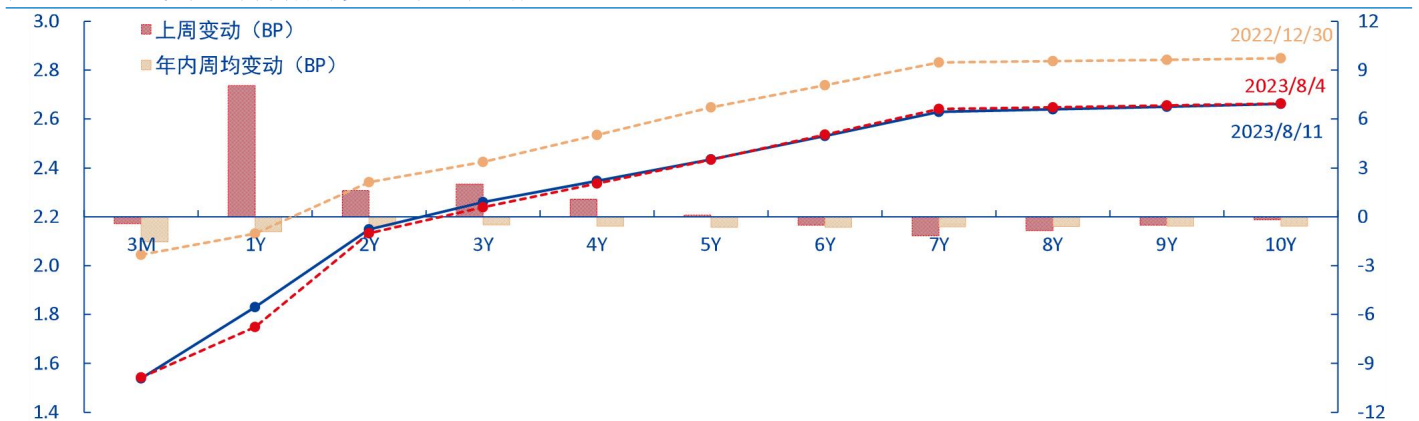
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 美国国债收益率变动幅度: 长短端收益率分化, 10Y 国债收益率继续上行 11BP



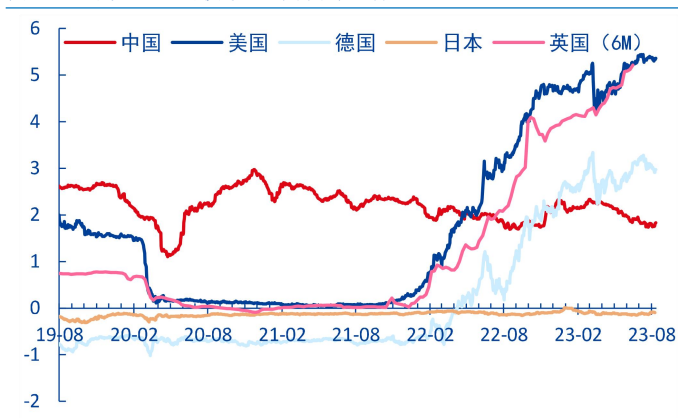
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 15: 中国国债收益率变动幅度: 1Y 收益率上行 8BP



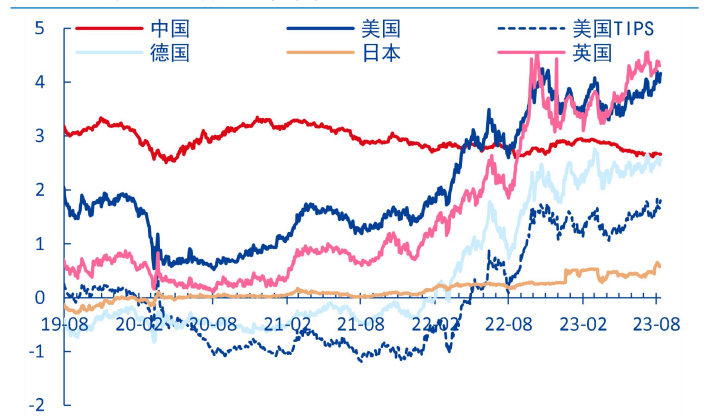
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 16: 中美 1Y 国债收益率分别上行 8BP、3BP (%)



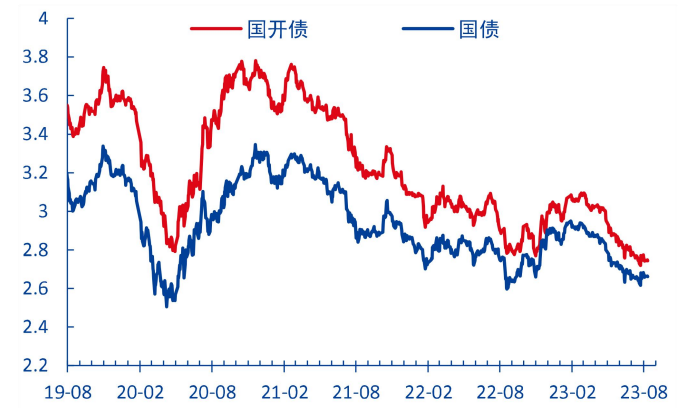
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 17: 中美 10Y 利差继续扩大 (%)



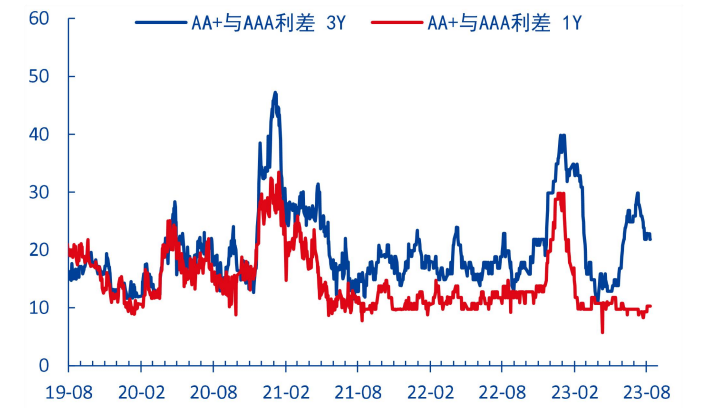
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 18: 10Y 国开债与国债利差小幅扩大 (%)



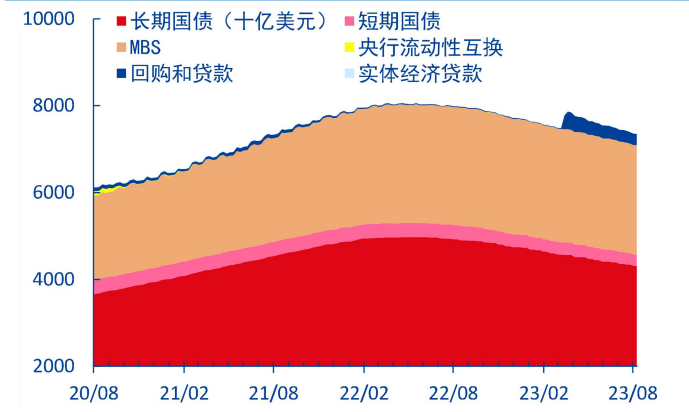
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: 1Y、3Y 信用利差均有所收窄



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 20: 美联储本周资产规模微幅增加 (USD bn)



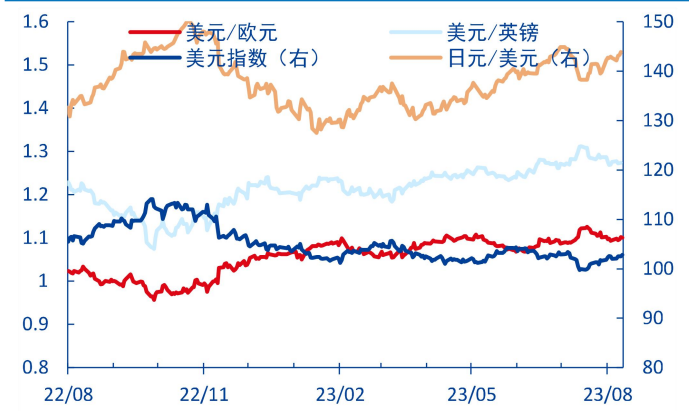
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 21: 主要央行政策利率 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 22: 全球汇率: 美元指数继续上行



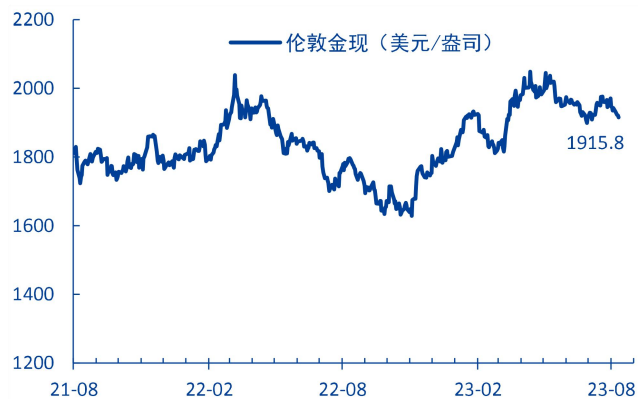
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 23: 人民币本周被动小幅贬值



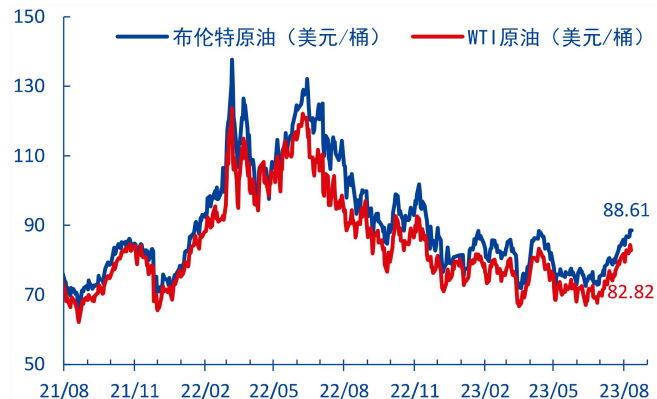
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 24: 金价本周继续下行



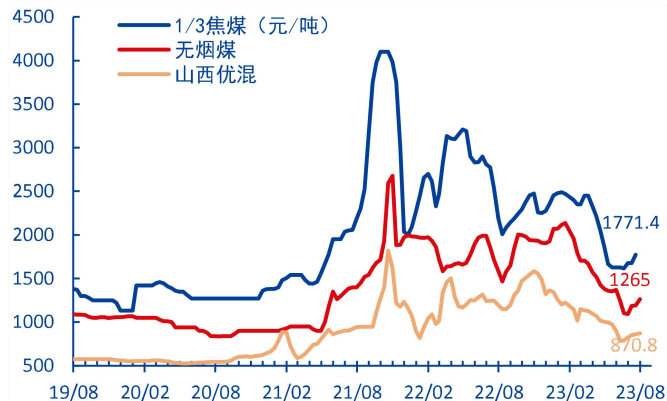
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 25: 本周油价小幅上涨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 26: 7 月底煤价继续上涨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 27: 本周铜价继续小幅下行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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。

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

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn