

国开证券

CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

中美利差收缩 人民币稳中有进
—— 2024 年国际宏观经济展望

分析师:

2023 年 12 月 7 日

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

主要观点:

美国经济: 2024 年, 美国经济整体或呈现增长与通胀“双回落”态势。为了保持实际利率的稳定, 美联储将跟随通胀数据回落而开启降息, 这一时间窗口或在 2024 年年中。

美元: 由于美国经济增长与通胀或将双双回落不支持美元走强。而日本央行将适时取消收益率曲线控制政策和退出负利率政策, 日元作为融资货币、将美元作为投资货币的套利模式或将发生逆转, 日元兑美元双边汇率将持续升值, 预计 2024 年日元兑美元的汇率中枢或将在 135 附近, 而日元的升值将会对美元指数形成一定程度制约。综合美国自身因素以及欧元与日元的因素, 2024 年美元指数的中枢或将较 2023 年有所下移。

美债: 综合考虑美国经济增长、通胀水平“双回落”以及财政赤字缩减引致的风险溢价回落等因素, 2024 年, 10 年期美债收益率可能回落至 3.5%-4.0% 甚至更低的水平。

美股: 2024 年下半年, 美股股票定价分子端的企业利润的下降或逐步显现, 则分子端的企业利润或成为股票定价的主导因素, 美股或将回落。

人民币汇率: 2024 年, 随着中美利差大概率收窄以及美国经济增长下半年大概率回落, 人民币兑美元双边汇率或震荡走高, 市场情绪面或更倾向于预期人民币升值。

风险提示: 美联储超预期加息, 国内外经济超预期下降, 地缘冲突加剧升级风险, 全球能源超预期风险等均可能导致人民币汇率出现大幅波动。

目 录

1. 2023 年美国经济与市场回顾	3
1.1 2023 年美国经济.....	3
1.2 2023 年美国主要宏观政策.....	3
1.3 2023 年美国市场表现.....	5
2. 2024 年美国经济与市场展望	6
2.1 2024 年美国经济增长与通胀或呈现“双回落”	6
2.2 2024 年美国宏观政策.....	7
2.3 2024 年美国市场走势研判.....	9
3. 2023 年人民币汇率回顾	11
4. 2024 年人民币汇率展望	13
5. 风险提示	15

自俄乌冲突以来，全球经济与市场持续受到通胀影响，主要经济体的央行持续致力于抑制通胀的努力。虽然 2023 年上半年全球通胀预期开始回落，同时，也较 2022 年的波幅有所缓和，但是，在 7 月份国际油价重拾升势的情况下，市场对主要经济体央行加息预期重新升温，全球市场重新由上半年的“衰退交易”模式进入“紧缩交易”模式，“高利率、高工资、高油价”的特征延续。11 月份至今，全球通胀预期重新回落，通胀对于全球经济的影响似乎逐渐式微。进入 2024 年，主要经济体的表现究竟会怎样？我们着重以美国为例，分别从经济增长、通胀、政策以及股债汇等市场表现维度进行回顾并做出展望，同时，就人民币汇率问题进行回顾与展望。

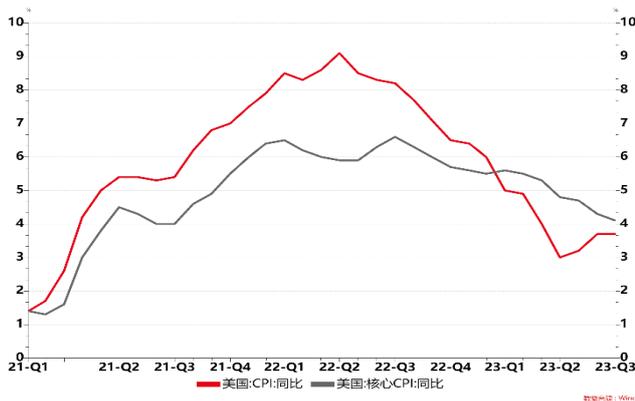
1. 2023 年美国经济与市场回顾

1.1 2023 年美国经济

经济增长方面，2023 年，美国经济增长总体表现出“先抑后扬”的特征。以 PMI 指数为例，2022 年三季度以来，美国 PMI 开始持续下行，尤其是制造业 PMI 由荣枯线 50% 快速下行至 2023 年二季度的 45% 附近，而非制造业 PMI 相对较好，一直维持在 50%-55% 区间波动。从 2023 年下半年开始，随着美国制造业 PMI 的回升，美国整体 PMI 指数表现出了较强的反弹势头。

通胀方面，自 2022 年三季度开始，美国 CPI 掉头向下，且相对于核心 CPI 下跌速度更快，至 2023 年二季度，CPI 已跌至 3% 左右。自 7 月份开始，受国际油价大幅反弹影响，虽然核心 CPI 保持回落惯性，但 CPI 又重拾升势，这强化了市场对美联储加息或至少政策利率较长时间维持高位的预期。

图 1: 美国 CPI 同比增长 (%)



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 2: 美国 PMI 指数



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

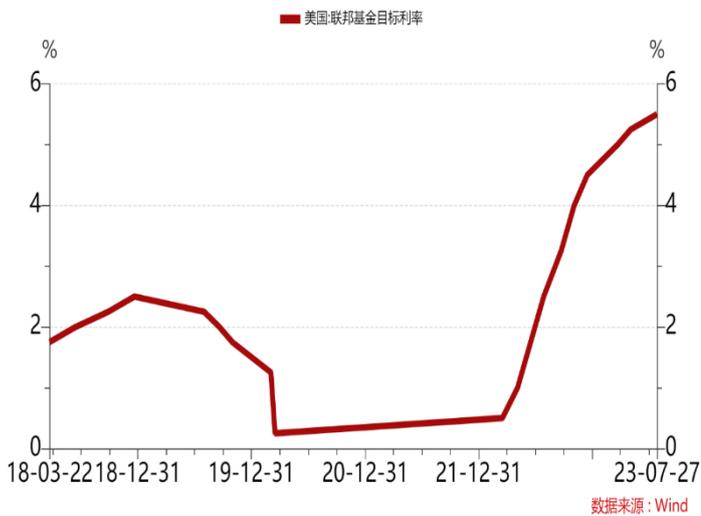
1.2 2023 年美国主要宏观政策

在货币政策方面，为了遏制通胀，美国开展了加息和缩表操作。在政策利率方面，自 2022 年 3 月开始，美联储连续加息 11 次，2022 年加息 7 次，2023 年加息 4 次，将联邦基金目标利率从 0-0.25% 区间提高至 5.25-5.50% 的水平。尤其是 2023 年上

半年，在加息预期减弱的情况下，7月份开始的国际油价上涨重新点燃了市场对美联储加息的预期，在7月油价上涨的情况下，美联储7月议息会议又实施了第11次加息。

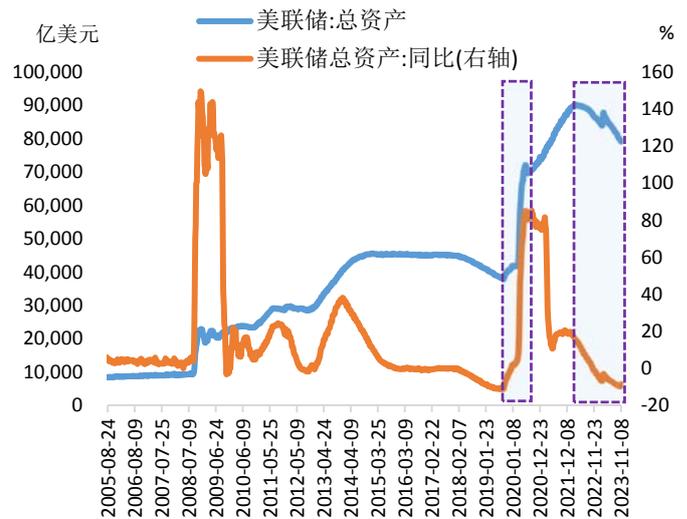
在缩表方面，自2022年6月开始至目前，美联储开始了长达19个月的缩表进程，其资产负债表已缩减约1.1万亿美元至7.8万亿美元，降幅达12%。

图 3: 2022 年以来美联储持续加息



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 4: 2022 年 6 月以来美联储持续缩表



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

在财政政策方面，2023 年，美国经济和通胀能够维持韧性的很大原因来自于美国财政扩张力度的超预期，美国财政支出结构较多向民生需求端倾斜，使得美国居民对美联储货币政策紧缩的痛感不明显，实体收入和就业预期能够维持相对乐观，进而带动消费尤其是服务消费的表现偏积极，进而支撑了美国经济增长和通胀。

图 5：2023 年美国财政政策扩张



资料来源：Wind、国开证券研究与发展部

1.3 2023 年美国市场表现

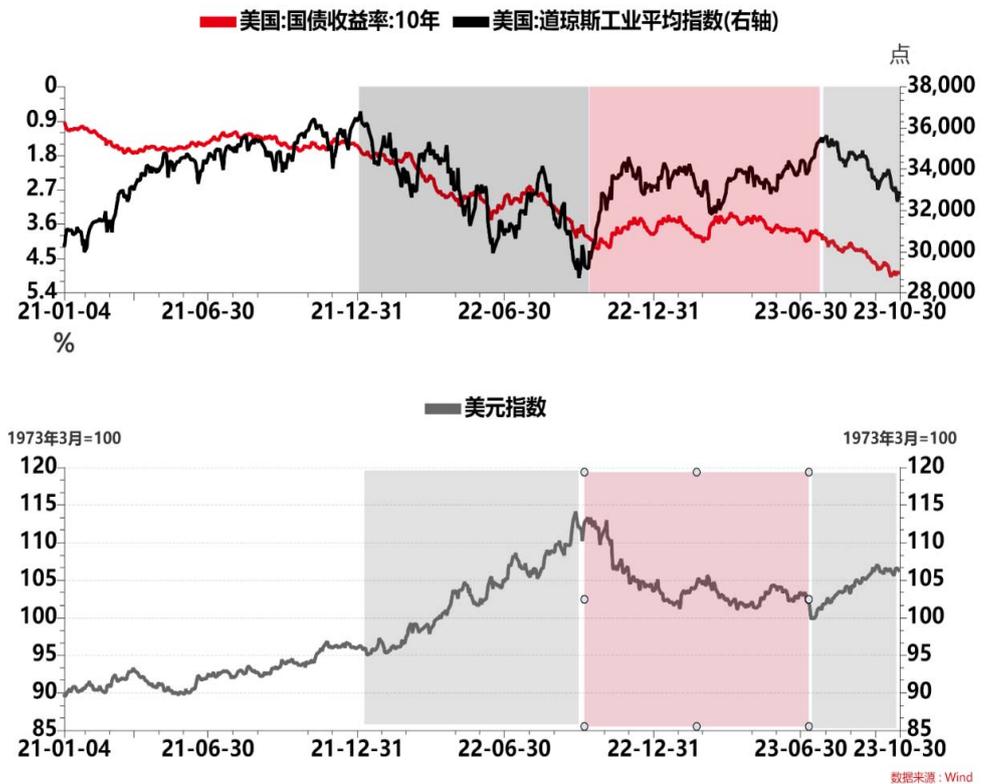
回顾美国市场表现，自 2022 年 2 月俄乌冲突以来，能源供给引发的全球通胀预期一直持续到当年 10 月份，这期间市场处于紧缩交易阶段，即在美联储连续加息的背景下，美股、美债齐跌，美元指数上扬。之后，在美国通胀数据和经济增长数据双双回落的情况下，市场开始进行“衰退交易”，即在加息预期弱化的背景下，美股、美债双双反弹，美元指数下跌，这一时期持续到 2023 年的 6 月份。

2023 年 7 月份开始，在国际油价大幅反弹加上美国经济增长数据向好的条件下，市场又开始了“紧缩交易”，即加息预期重新升温，美股、美债双双下跌，美元指数上扬。

进入 11 月份，伴随着美国经济增长数据和通胀数据双双回落，市场“衰退交易”迹象重新显现，即美联储加息预期消失，美股、美债上涨，美元指数大幅回落。

可以看出，自俄乌冲突以来，通胀预期一直是全球政策与市场的焦点，伴随通胀预期的“两起两落”，美联储的加息道路也经历同样的起伏，在美联储政策调控下，市场持续在“紧缩交易”与“衰退交易”间转换。

图 6: 美国股债汇表现对比



资料来源：Wind、国开证券研究与发展部

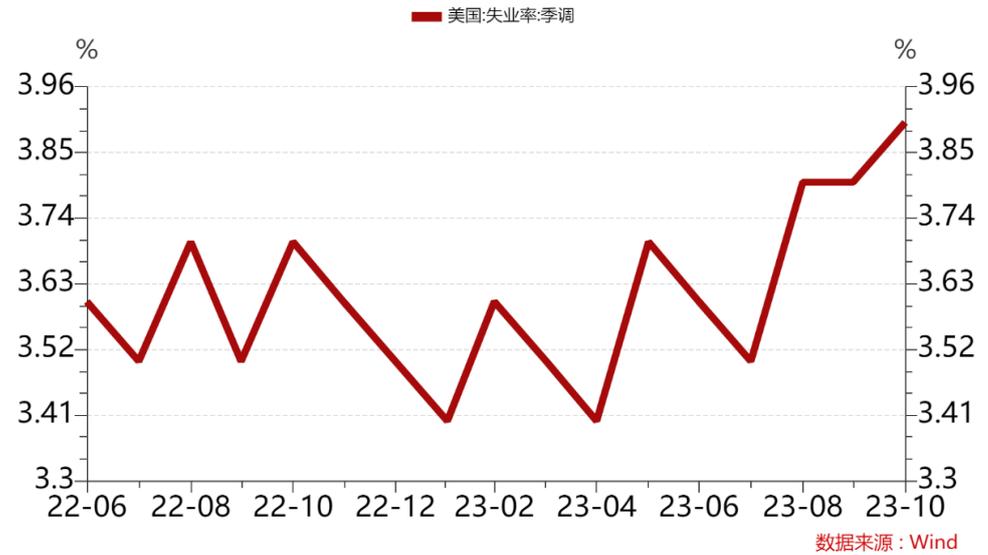
2. 2024 年美国经济与市场展望

2.1 2024 年美国经济增长与通胀或呈现“双回落”

2024 年，美国经济整体或呈现增长与通胀“双回落”态势。从经济增长来看，2024 年，美国就业市场供需矛盾有放缓迹象，尤其是服务业就业增长减少趋势明显，同时，从 2023 年 10 月份开始，美国失业率升至 3.9%，失业率从之前的低点开始有所回升，这也反映出经济增长的放缓迹象。

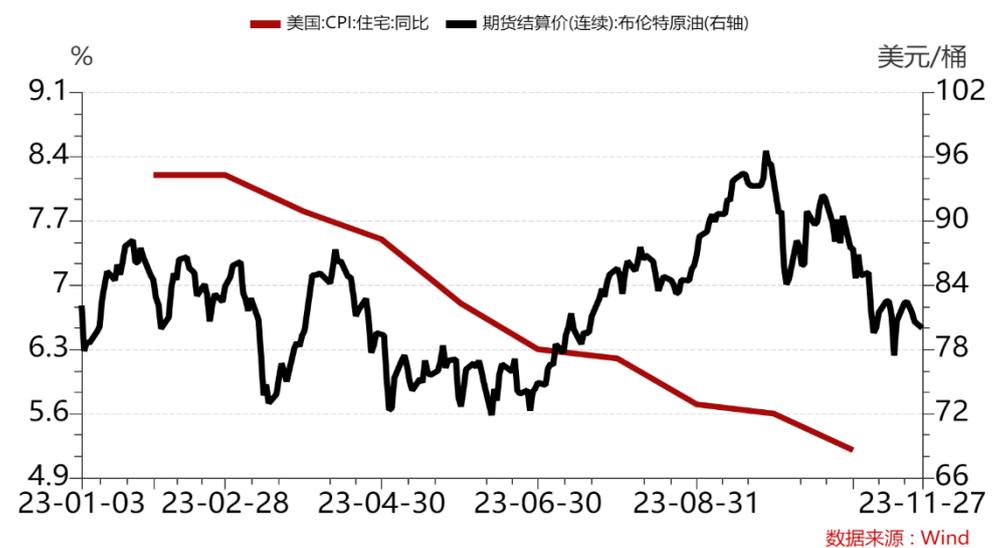
从通胀来看，虽然 2023 年美国通胀表现出较强的韧性，尤其是，三季度国际油价飙升情况下，通胀预期重拾升势，但进入 2023 年四季度以来，国际油价持续回落，能源价格对通胀的推动作用消失，商品通胀回落明显，同时，作为影响通胀另外两大权重项目，虽然服务通胀方面的医疗服务通胀（医疗服务通胀占通胀权重为 7%）仍处于高位，但是房租价格的持续回落则对通胀回落贡献了力量，因此，2024 年，商品通胀（占通胀权重为 15%）与房租价格通胀（占通胀权重为 41%）的持续下行将共同带动通胀价格的回落。

图 7: 美国失业率



资料来源: Wind、国开证券研究与发展部

图 8: 美国通胀中的住宅因素与商品因素影响



资料来源: Wind、国开证券研究与发展部

2.2 2024 年美国宏观政策

货币政策方面,在 2023 年 11 月美联储议息会议上,美联储主席鲍威尔强调了美联储紧缩不足和紧缩过度的风险接近平衡,可以看出,这一基调已经开始由“控通胀”为中心向“控通胀与稳增长”的平衡过渡。

在 2024 年美国经济增长和通胀数据大概率双双回落,同时美联储政策利率维持一

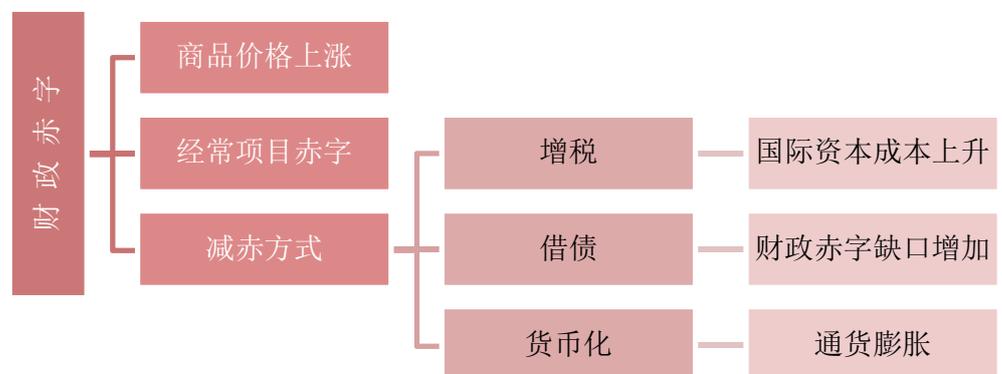
段时间不变的背景下，美国实际利率的抬高将会放大高利率的影响，这样美联储的重心将继续加大由“控通胀”为重心向“稳增长”转移的力度。除非美国经济数据和通胀数据显著反弹，否则，美联储已无加息的理由，美联储加息周期或结束。从调控利率的节奏上来看，在 2024 年开始阶段，美联储或维持政策利率不变，静待通胀数据持续回落，届时，为了保持实际利率的稳定，美联储将跟随通胀数据回落而开启降息，这一时间窗口或在 2024 年年中。

就缩表而言，2024 年，美联储的继续缩表与或于年中开始的调降政策利率背道而驰，也不利于国债收益率的稳定。因此，为避免国债市场利率的波动，美联储缩表或配合其利率政策。预计至 2025 年，美联储总资产将收缩至 6.4 万亿美元，自 2022 年 6 月开始的缩表直至结束，总计规模为 2.5 万亿，按照缩表对国债收益率影响的历史经验，未来剩余的 1.4 万规模或导致 10 年期美债收益率上行 40BP 左右。

财政政策方面，美国财政赤字为 2023 年下半年美国经济企稳贡献了力量，但是，持续扩张的财政也正带来诸多负面挑战，2023 年 10 月份以来的美国国债收益率上升除了经济增长的少量贡献外，更多地是来自于财政赤字导致的国债供需矛盾所引发的风险溢价上升，可见，这种财政的持续扩张不可持续。

为了避免财政赤字导致国债收益率持续上升，2024 年，美国或将控制其财政赤字。弥补财政赤字必须通过增税、借债和赤字货币化等手段来弥补。而增税将使国际资本的成本上升，借债则进一步增加财政赤字缺口且可能导致国债供需失衡令国债收益率上升，赤字货币化直接导致通货膨胀。因此，可以预见，为了防范通胀和国债收益率上升，2024 年美国财政赤字大概率将边际缩减，此外，由于 2024 年是美国大选年，两党也会围绕财政展开拉锯战，这也会抑制 2024 年财政支出的力度，而一旦财政对实体端的支撑不再、政府杠杆转向下行，美国内生性消费等需求或有较为明显的回落，对经济支撑的力度将下降。

图 9：财政赤字可能引发的后果



资料来源：Wind、国开证券研究与发展部

2.3 2024 年美国市场走势研判

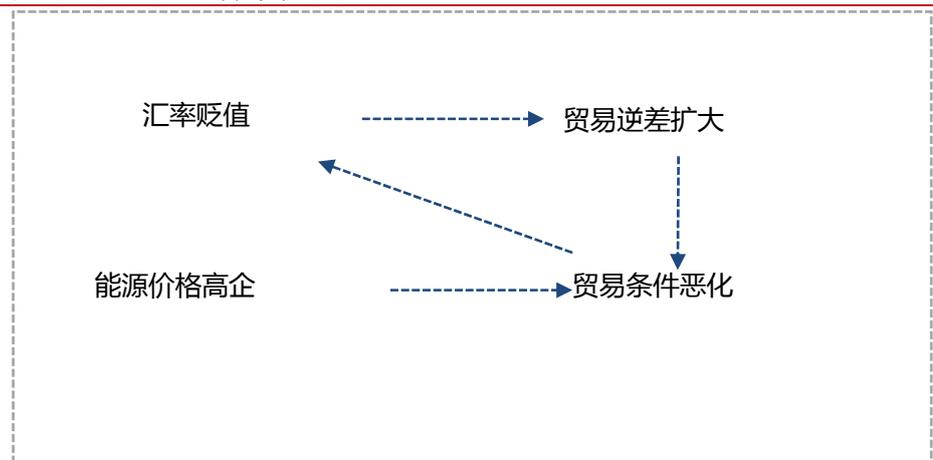
美元: 2024 年, 美元指数取决于内部因素与外部因素。就内部因素而言, 由于美国经济增长与通胀或将双双回落, 美联储或于 2024 年年中开始降息, 因此, 这些因素均不支持美元走强, 这是主导美元走势的内在主动因素, 但是, 美联储的政策目标是想要实现美国经济软着陆, 即经济增长放缓的速度低于通胀回落的速度, 因此, 在不出现地缘冲突扩大和金融市场波动风险的情况下, 美元指数向下的走势可能是渐进式的震荡走低。

就外部因素而言, 则主要取决于欧元区和日本的影响, 这是影响美元走势的外部被动因素。就欧元区来看, 由于目前欧元区经济已呈现疲态, 从 2023 年 11 月欧央行议息会议可以看出, 欧央行已经不认为有进一步紧缩货币政策的必要性, 本轮欧央行加息累积 450 基点周期或结束, 并且市场一致预期欧央行将先于美联储在 2024 年 4 月降息, 因此, 这些因素均不支持欧元的上行, 对欧元的看空或成为美元上行的外部因素, 而且, 从节奏上来看, 欧元经济和货币政策或先于美国出现回落, 因此, 2024 年上半年, 欧元的疲弱或成为支撑美元强势的被动因素, 而下半年, 随着美元自身经济和政策回落趋势明显, 美国自身因素或超过欧元区影响进而主导美元趋弱。

就日本而言, 自 2022 年 3 月以来, 作为能源进口国, 由于油价高企和贸易逆差引致的汇率贬值, 使得日本进口价格持续上升, 能源价格作为外生变量冲击进口价格, 而汇率贬值作为内生变量与贸易逆差形负反馈效应引致进口价格上涨, 最终导致能源进口国贸易条件恶化。

$$\text{贸易条件} = \frac{\text{出口价格}}{\text{进口价格}} = \frac{\text{出口商品价格} \times \text{汇率}}{\text{进口商品价格} \times \text{汇率}}$$

图 10: 能源进口国贸易条件恶化机理



资料来源: Wind、国开证券研究与发展部

与 2022 年相比，2023 年下半年的国际油价对日本的影响相对较弱，但由于美日利差持续高位，2023 年日元兑美元双边汇率承受了较大的贬值压力，迫使日本财政部两次对汇市进行了干预。

展望 2024 年，从实体经济来看，随着日本经济增长相对趋稳与通胀预期持续回升，其通胀预期有望扭转自 1998 年以来近 20 多年的通缩状态。2023 年日本总工会公布其“春季斗争”的涨薪水平为 5% 左右，而在 2023 年 11 月工会公布的 2024 年涨薪水平为 5% 以上，高于 2023 年水平，这一向好趋势有望形成“物价上涨-工资上涨”的正循环。

从财政政策来看，2024 年，日本政府仍将会实施积极财政政策，通过财政扩张拉动需求，这也有利于其通胀水平的提高。

从货币政策来看，由于 2024 年日本央行 2% 的通胀目标大概率实现，加上此前两年国际油价和美元指数上涨对其货币政策形成制约的痛苦经验，2024 年，日本央行将在外部环境平稳和国内通胀水平上升的情况下，适时收紧货币政策，预计会在 2024 年二季度或取消收益率曲线控制政策，三季度结束负利率政策，并根据通胀水平的情况酌情开始加息。而一旦开始加息，近两年国际资本利用美日利差，将日元作为融资货币、将美元作为投资货币的套利模式或将发生逆转，日元兑美元双边汇率将持续升值，预计 2024 年日元兑美元的汇率中枢或将在 135 附近，而日元的升值将会对美元指数形成一定程度制约。

综合美国自身因素以及欧元与日元的因素，2024 年，美元指数的中枢或将较 2023 年有所下移。

图 11: 美元指数走势图



资料来源: Wind、国开证券研究与发展部

美债：未来支撑美国经济和通胀韧性的诸多因素可能都会转弱，财政力度可能收敛，叠加持续“三高”，即高利率、高油价、高工资对实体投融资活动制约加深、全球不确定性风险增多，美国经济或面临不低的下行风险，美债利率可能重新回落，综合考虑美国经济增长、通胀水平“双回落”以及财政赤字缩减引致的风险溢价回落等因素，2024年，10年期美债收益率可能回落至3.5%-4.0%甚至更低的水平。

美股：2024年，预计美股总体呈现“先扬后抑”。目前，从美联储加息预期不再导致的美股指数大幅上扬，可以看出无风险利率在股票定价中的重要作用，但是，随着市场对美联储不加息预期的持续强化，无风险利率在股票定价中的作用将逐步钝化，美股上涨态势或将放缓。2024年上半年，美股或维持高位震荡，随着时间的推移，至2024年年中，美国实体经济增长或显疲态，股票定价分子端的企业利润的下降或逐步显现，则分子端的企业利润或成为股票定价的主导因素，美股或将回落，即便美联储在下半年响应经济衰退进行跟随式降息，但由于是被动操作，并不会对经济下行通道中的股价支撑产生决定性影响，因此，2024年下半年，随着美国经济增长趋缓，美股或将震荡向下。

图 12: 美股与美债走势图



资料来源：Wind、国开证券研究与发展部

3. 2023 年人民币汇率回顾

回顾 2023 年，人民币兑美元双边汇率走弱大致分为以下两个阶段，即：2 月至 5 月美元避险情绪主导的阶段和 6 月以来的国内经济弱预期主导的阶段。受“美国银行业危机”和“美国债务上限危机”两大避险因素影响，2 月和 5 月，美元指数先后出现两轮快速上涨，相应致人民币汇率出现两轮贬值，但是在 6 月美元指数回落的情况下，人民币汇率却仍然延续 5 月弱势一路走低，逼近 2022 年的 7.3280 低点，

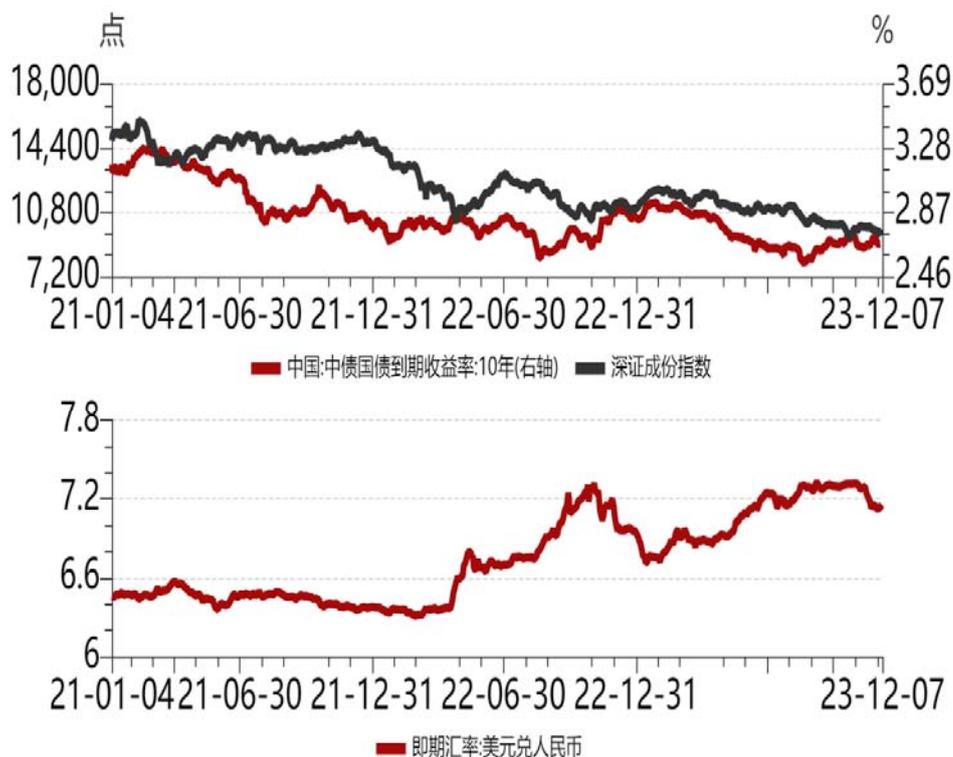
美元与人民币汇率“相向而行”表明，人民币汇率由之前“避险美元”主导向当前国内经济“弱预期”基本面主导转移。国内经济“弱预期”主要来自于：一是4月以来，PMI指数持续低于50%；PPI持续负增长导致通缩压力较大，同时，M1增速持续下行，社融与人民币贷款增速下行；二是在房地产方面，尽管2022年四季度出台了“三支箭”，但各种类型开发商融资并未得到显著改善，购房者、开发商与地方政府预期偏弱；三是在地方政府债务方面，中西部地区平台违约压力隐现。

进入7月，虽然美国通胀预期仍然偏强，但随着其增长数据疲软，市场对美国经济衰退的担忧持续升温，美元指数出现大幅下行，人民币外围压力得以缓解，加之政策面上逆周期因子和跨境融资宏观审慎调节参数的使用，外汇市场贬值预期得以缓解，人民币兑美元汇率出现反弹。

但进入8月，由于国内经济基本面压力仍然较大以及8月15日降息导致的10年期中美国债利差倒挂程度加深，人民币兑美元汇率重新出现了走软迹象。

8月至10月末，虽然人民币兑美元汇率没有继续下跌，但是一直维持弱势，直至11月初，美国经济增长数据和通胀数据双双回落，美元指数大幅下行，才致使人民币双边汇率大幅升值。

图 13: 中国股、债、汇市场走势图



数据来源: Wind

资料来源: Wind、国开证券研究与市场部

4. 2024 年人民币汇率展望

伴随着 2023 年 11 月以来美元指数大幅下跌，人民币对美元双边汇率大幅升值，进入 12 月，人民币汇率行情的随机性或将有所加大，人民币汇率或进入双向波动的阶段。但是，本轮人民币汇率的回升行情很可能还没有结束，因为目前仍有以下几个支撑汇率的因素：一是 2023 年年底的季节性结汇因素，即出口商在年底和春节前时点有结汇回款需求；二是出口回暖因素，即受欧美假期需求旺盛因素影响，2023 年 11 和 12 月的出口环比或有所反弹；三是美元指数进一步下行的可能性。随着即期汇率回到中间价设定的水平，未来的中间价或逐步向“收盘价+一篮子货币”的常态化定价靠拢，弹性也将逐步恢复。

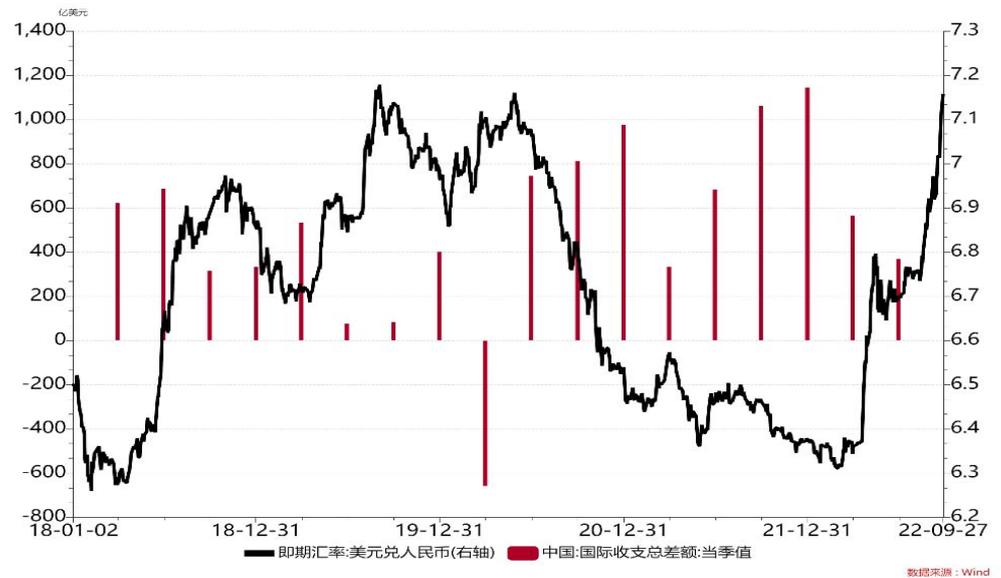
从 2024 年全年来看，随着中美利差逐步收敛、美国经济相对弱势等因素影响，人民币兑美元双边汇率将震荡走强，预计中枢将较 2023 年有所抬升。这一判断我们可以从金融、经济以及政策三维度来观察人民币汇率。

首先，就金融因素而言，主要是预计中美利差收窄。2023 年，中美利差持续倒挂，导致机构采取资产美元化和负债人民币化策略。2024 年，美联储维持的政策利率或因其实体经济逐步疲弱而出现跟随下调，同时我国货币政策下降空间幅度在已经连续下调后相对有限，因此，中美两国货币政策变化将会导致中美利差收窄，这有利于人民币兑美元双边汇率的企稳。

其次，就实体经济因素而言，2023 年，由于全球外贸疲弱导致我国出口较差，这是人民币汇率贬值的基本面因素，加之，汇率贬值导致资本账户逆差增加，最终形成国际收支顺差减少，进而形成国际收支顺差减少与人民币汇率贬值的负反馈效应。进入 2024 年，随着我国基建和外贸在 2023 年低基数的影响下，积极财政政策发力的背景下，我国实体经济将稳中向好，这将成为支持人民币汇率走强的基本面利好因素。

再次，就情绪面而言，2023 年的人民币汇率贬值也来自于情绪面的变化。一方面，由于市场对国内房地产、地方债务等领域的担忧，同时，美国经济下半年所表现出的韧性导致美元广谱利率居高不下，这两者形成对比，助长了市场对人民币兑美元双边汇率的悲观预期，进而使人民币兑美元双边汇率出现超调。在此背景下，我国运用外汇管理“工具箱”，发挥逆周期调节的作用，通过口头稳定预期、中间价逆周期因子、上调跨境融资宏观审慎参数、下调外汇存款准备金、收紧离岸人民币流动性等工具阻止了人民币快速贬值，起到了情绪降温的作用。

图 14: 我国国际收支与人民币汇率间的关系图



资料来源: Wind、国开证券研究与发展部

就外汇管理工具而言, 外汇管理工具安排会遵循价格工具辅之以宏观审慎的外汇管制工具的方向, 以降低市场的贬值预期。同时, 就人民币兑美元双边汇率而言, 监管层仅是想通过外汇工具降低贬值预期, 而人民币汇率波动由市场决定则是人民币汇率市场化改革的坚定方向, 因为, 其一, 历史经验表明, 外汇工具使用的越多越容易强化市场形成一致的单边预期, 从而与调控意愿背道而驰, 其二, 外汇工具的使用只能延缓波动, 并不能决定人民币汇率最终的均衡价格在哪里, 效果并不一定如监管层所愿, 也与市场化方向相悖。因此, 只要没有发生重大风险, 人民币汇率由市场决定。

表 1: 各类外汇政策工具及其影响力比较

政策维度	汇改前	汇改后	功能	操作	效果
价格工具	外汇储备干预市场价格	外汇准备金率	通过供给变化间接影响价格	调高减少外汇供给, 调低增加外汇供给	弱
		远期售汇业务外汇风险准备金率	间接对人民币对美元汇率加价	调高增加购汇成本, 调低降低购汇成本	较强
		逆周期因子	阻止单边价格趋势	在市场算法基础上加入该因子项	强
流动工具	对项目一事一议的事前审批	跨境融资宏观审慎调节参数	控制流入	在外汇贬值通道中, 提高参数, 鼓励流入	强
		境内企业境外放款宏观审慎调节系数	控制流出	在外汇贬值通道中, 降低系数, 限制流出	强

资料来源: 根据有关资料整理

2024 年，随着中美利差大概率收窄以及美国经济增长下半年大概率回落，人民币兑美元双边汇率或震荡走高，市场情绪面或更倾向于预期人民币升值。

此外，如果因非美经济体发生不可预测风险导致美元指数被动上涨，进而引发人民币快速贬值，则监管层仍会使用外汇管理“工具箱”开展逆周期调节，起到托底人民币汇率的作用。

5. 风险提示

美元指数上涨过快加剧市场波动风险；美联储货币政策出现重大调整；国内外经济形势急剧严峻；地缘政治冲突加剧，其他黑天鹅事件等。

分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

本人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登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发表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“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层