

2024年02月23日

# 房价延续普跌，银行“保卫”息差

## 定期报告

### 华金宏观·双循环周报（第45期）

#### 投资要点

- ◆ **年初各地房价延续下跌，一线二手住宅跌幅最深。**1月70城新建住宅、二手住宅环比平均分别下跌0.4%和0.7%，分别为开始连续下跌以来的近8个月低位和近9个月次低位，一线城市二手住宅当月环比下跌达1.1%跌幅最深，近几个月下跌加速。而二三线城市在最近半年间已经进入了房价稳定下跌阶段。
- ◆ **房地产市场何时见底的关键在于两大失衡问题何时缓和：**1) 一线城市产业实力雄厚吸纳、新增人口能力强，但房价收入比过高，刚需群体购买力相对疲弱；2) 二三线城市房价明显更加友好，但产业基础相对不强，吸引新增居民落户置业的能力有限。两大区域各自面临的不同失衡问题，都需要一定的时间来共同观察“量”和“价”的表现，才可以逐月进行房地产市场阶段的跟踪和判断。**需求侧的结构性放松政策应被看做是稳定和缓和作用为主的操作，核心的失衡还是在产业结构、人口流动方向和房价收入比等长期的、累积性的因素上，对房地产市场的反弹，我们建议客观谨慎分析研判，在上述中长期结构性问题经过不断努力而获得明显改善之前都不可操之过急。**
- ◆ **“保卫”净息差：超预期降息后，中小商业银行下调存款利率。**本轮LPR下调前后，商业银行或早做准备、或反应迅速，凸显出在房地产市场深度调整、地方债务风险持续化解的背景下，本次降息主要意在优化债务存量，而对于信用增量，央行已经转为相当谨慎的判断，并引导市场参与者理性看待，更关注结构优化。**本次降息只降长端政策利率、并且一次降幅较大，其本意更多在于促进化解地方债务风险和房地产市场风险向债市和商业银行资产负债表的风险延伸，对于房地产市场我们认为更多可能起到的是稳定而非刺激作用。考虑到美元年初以来重拾升势令人民币再度面临一定的外部贬值压力、同时存款利率越低利率刚性越大，我们预计年内后续进一步大幅下调长端政策利率的概率有所下降，后续的潜在降息操作预计将重回以1Y LPR和MLF利率下调为主的期限结构。**
- ◆ **美欧央行纪要中经济展望分化加剧。**美联储和欧央行均表达了对于近期通胀回落较快可能无法持续的担忧，后者偏鹰程度由此超出市场预期。同样的通胀高位黏性担忧却对应着完全相反的经济前景展望，我们认为暂时的走弱无法撼动美元指数重新向上的方向趋势。美联储在经历超强的23Q4工业生产之后展望相对稳中带有一些“谦虚”，欧央行对经济停滞的担忧和“类滞胀”的纠结却是深层次的。**制造业PMI方面，美强欧弱背离再度加大，佐证了欧央行的纠结。美国制造业PMI以较上月大幅上行0.8至51.5的绝对领先水平傲视发达经济体，而欧元区、日本、英国2月制造业PMI却分别下行0.5、0.8、0.2至46.1、47.2和47.1，均远低于荣枯线水平。我们维持这一轮美元指数的上行过程可能远未结束的判断不变，美元指数的高走可能进一步令我国货币政策操作的外部环境变得复杂化。好在我国财政货币政策协同配合的潜在空间较大，2024年在外部金融环境日趋复杂严峻的背景下，我们更期待国内经济政策组合拳形成良好的实体经济和金融市场、外汇市场同时稳定的效果。**
- ◆ **华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）：**本周A股普遍上涨，传媒、计算机、通信涨幅最大；美债收益率整体上行，中国短端国债收益率大幅下行，中美10Y利差扩大；美元指数下行，CNY被动升值；金价重回2000美元以上。
- ◆ **风险提示：**房地产市场复苏慢于预期风险；美元指数超预期走强风险。

分析师

秦泰

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

#### 相关报告

5Y LPR 降息：稳地产促化债，传导债市利率 2024.2.20

春节期间海内外宏观经济金融市场综述 2024.2.18

信用“开门红”再现，为何仍强调“盘活存量”？——金融数据、《货币政策执行报告》速评 2024.2.9

春节错位消费平稳，内需主动力仍需夯实——CPI、PPI 点评（2024.1） 2024.2.8

松地产再度加码，强非农推迟降息——华金宏观·双循环周报（第43期） 2024.2.3



## 内容目录

年初各地房价延续下跌，一线二手住宅跌幅最深 .....	3
房地产市场何时见底的关键在于两大失衡问题何时缓和 .....	3
“保卫”净息差：超预期降息后，中小商业银行下调存款利率 .....	5
美欧央行纪要中经济展望分化加剧 .....	6
制造业 PMI 方面，美强欧弱背离再度加大，佐证了欧央行的纠结 .....	8
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP） .....	9

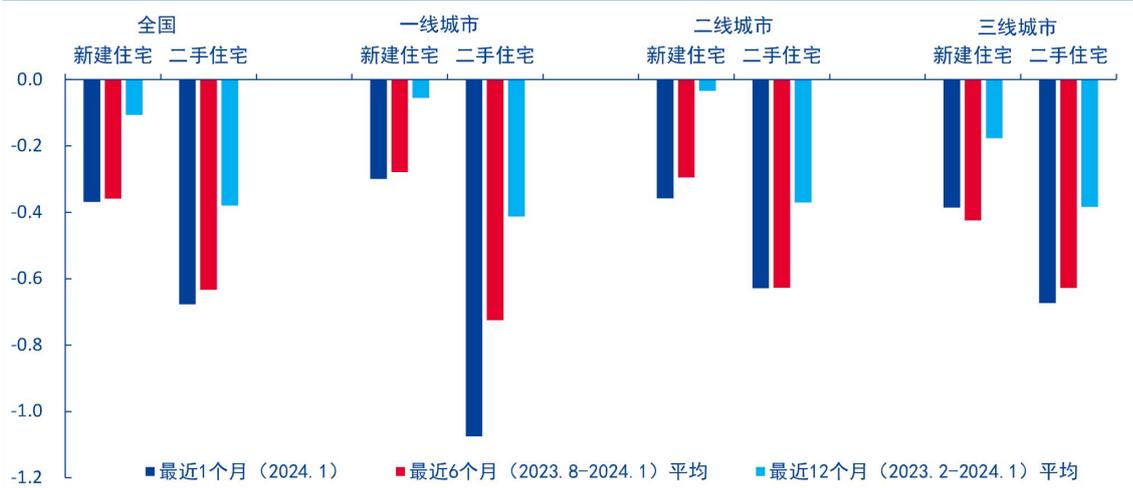
## 图表目录

图 1：70 城房价环比及最近 6 个月、最近 12 个月平均环比涨跌幅对比（%） .....	3
图 2：全国平均住宅价格指数（2010 年 12 月=100） .....	4
图 3：一线城市平均住宅价格指数（2010 年 12 月=100） .....	4
图 4：二线城市平均住宅价格指数（2010 年 12 月=100） .....	4
图 5：三线城市平均住宅价格指数（2010 年 12 月=100） .....	4
图 6：30 城新建住宅销售面积 30 日均与疫情前数年同期均值之比（%） .....	5
图 7：7 天逆回购利率和政策利率（%） .....	6
图 8：发达经济体主要央行政策利率（%） .....	7
图 9：美欧日英 Markit 制造业 PMI 初值（%） .....	8
图 10：全球股市：本周英国外全球股市普遍上涨，上证综指涨幅靠前 .....	9
图 11：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：本周 A 股普遍上涨，传媒、计算机、通信涨幅最大 .....	9
图 12：标普 500 及行业涨幅对比（%）：本周美股普遍上涨，IT 板块涨幅最大 .....	9
图 13：美国国债收益率变动幅度：美债收益率整体上行 .....	10
图 14：中国国债收益率变动幅度：短端国债收益率大幅下行 .....	10
图 15：本周中国国债短端收益率大幅下行（%） .....	10
图 16：中美 10Y 利差继续扩大（%） .....	10
图 17：10Y 国开债与国债利差有所收窄（%） .....	11
图 18：1Y、3Y 信用利差持平（BP） .....	11
图 19：美联储本周资产规模继续缩小（USD bn） .....	11
图 20：主要央行政策利率（%） .....	11
图 21：全球汇率：美元指数有所下行 .....	11
图 22：CNY 被动升值 .....	11
图 23：本周金价回升至 2000 美元以上 .....	12
图 24：本周油价有所下行 .....	12
图 25：2 月初，山西优混价格继续下行 .....	12
图 26：本周铜价继续上行 .....	12

## 年初各地房价延续下跌，一线二手住宅跌幅最深

1月全国新建、二手住宅价格均基本延续较大幅度下跌趋势，其中一线城市二手住宅当月环比跌幅最深，持续数月的全国普遍性的房价下跌过程仍在延续，尚未出现止跌企稳迹象。据国家统计局2月23日公布的最新数据，1月70城新建住宅、二手住宅环比平均分别下跌0.4%和0.7%，跌幅分别持平于前月和较前月小幅收窄0.1个百分点，分别为开始连续下跌以来的近8个月低位和近9个月次低位，全国房价仍在加速下跌过程中，尚未出现止跌企稳迹象。我们将最近1个月的房价环比变动幅度与最近6个月和12个月平均变动幅度进行比较，可明显看出1月跌幅最深的一线城市二手住宅（当月环比下跌达1.1%，与前月持平）明显较最近6个月和12个月下跌加速，而二线、三线城市新建和二手住宅的月度环比跌幅都与最近6个月平均跌幅接近。这样的数据结构显示二三线城市在最近半年间已经进入了房价稳定下跌阶段，市场情绪平淡但并未变得更加悲观，而一线城市本轮房价开始下跌本就明显晚于二三线城市，当前仍处于房价加速下跌期，跌幅尚未企稳，房价企稳可能仍需更大力度的结构性放松政策见效，并且可能比已经调整较为充分的二三线城市需要更长时间。

图 1：70 城房价环比及最近 6 个月、最近 12 个月平均环比涨跌幅对比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

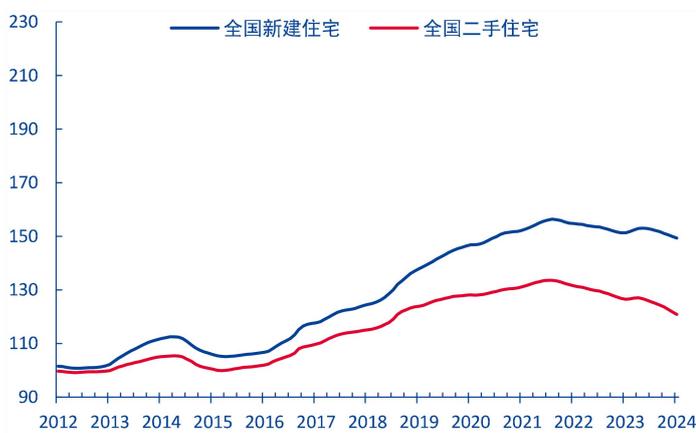
## 房地产市场何时见底的关键在于两大失衡问题何时缓和

房地产市场何时见底或将取决于两大结构性问题的再平衡进度：一线城市产业实力雄厚吸纳、新增人口能力强，但房价收入比过高，刚需群体购买力相对疲弱；二三线城市房价明显更加友好，但产业基础相对不强，吸引新增居民落户置业的能力有限。房地产需求侧涉及产业基础与人口流动的吸引力，我国各线城市之间差异比较大，情况比较复杂，需要结构分析而不能一概而论。一线城市、东南沿海省份等区域长期以来产业基础扎实并且产业升级较快，新增人口吸引力明显较强，也正因如此在房地产市场勃兴的阶段房价上涨明显快于其他区域。我们将各区域住宅销售价格都用相同的基期 100（2010 年 12 月）进行定基指数比较，可看到一线城市新建、二手住宅 1 月价格指数分别达到 220.1 和 209.1，大幅高于全国平均和二三线城市，充分反映了一线城市长期以来累计的人口吸纳能力较强的优势。但人口流入对房地产市场来说，影响是双方面的，在房价持续上涨阶段，涌入一线城市的新增人口基于对房价的持续上涨预期，愿意加更大的

债务杠杆用于购房，因此区域性需求格外强劲，导致房价收入比过高的问题不但无法弥合，甚至进一步放大，而一旦如 2023 年中开始，一线城市房价也进入下行周期，那么此时流入一线城市的刚需型“新市民”就会感到房价下跌与过高房价收入比的双重压力相叠加，一线城市也进入一个调整期。而二三线城市尽管房价相对当地收入明显更为友好，但因为产业基础相对薄弱，先进产业链布局稀少，从收入预期端对新增人口流入的吸引力相对有限，所以尽管房价并不高，但却是先启动本轮下跌的，也是先开始呈现跌幅企稳迹象的。

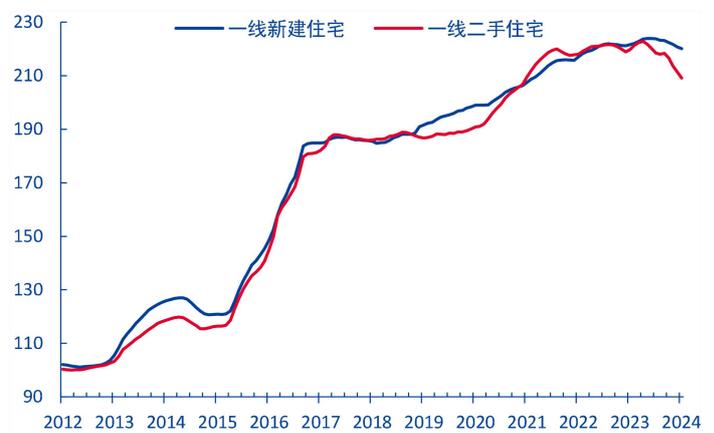
总体来看，两大区域各自面临的不同失衡问题，都需要一定的时间来共同观察“量”和“价”的表现，才可以逐月进行房地产市场阶段的跟踪和判断。从这个意义上来看，需求侧的结构性放松政策应被看做是稳定和缓和作用为主的操作，核心的失衡还是在产业结构、人口流动方向和房价收入比等长期的、累积性的因素上，对房地产市场的反弹，我们建议客观谨慎分析研判，在上述中长期结构性问题经过不断努力而获得明显改善之前都不可操之过急。

图 2：全国平均住宅价格指数（2010 年 12 月=100）



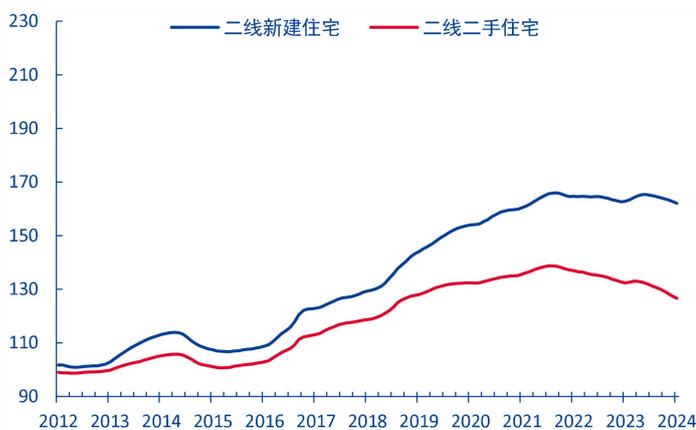
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 3：一线城市平均住宅价格指数（2010 年 12 月=100）



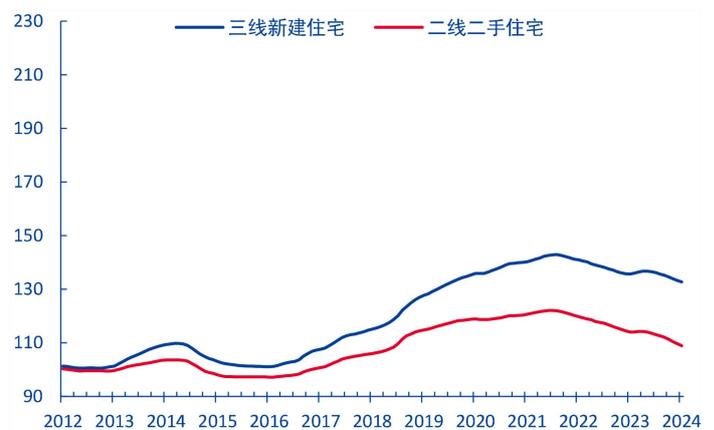
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 4：二线城市平均住宅价格指数（2010 年 12 月=100）



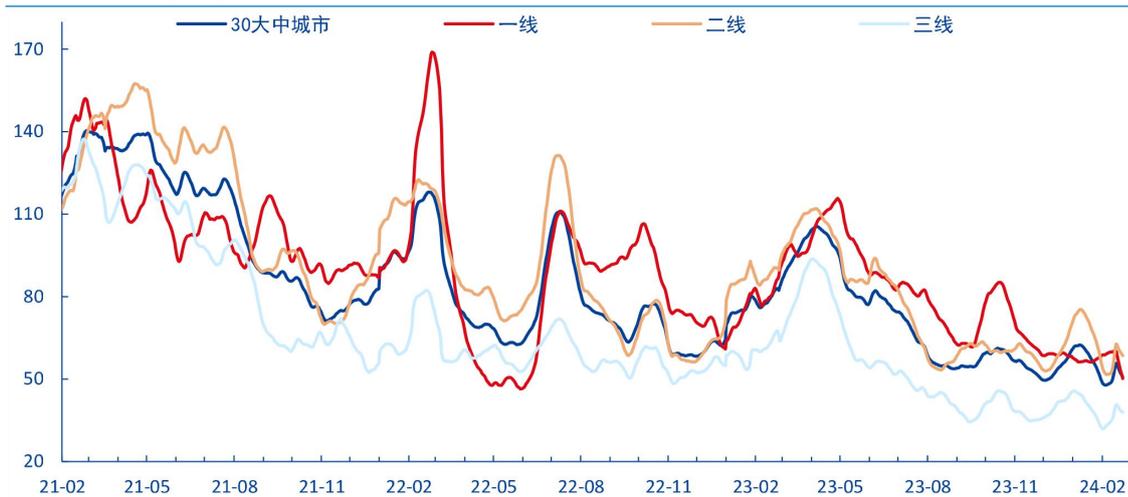
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 5：三线城市平均住宅价格指数（2010 年 12 月=100）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 6: 30 城新建住宅销售面积 30 日均与疫情前数年同期均值之比 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

## “保卫”净息差：超预期降息后，中小商业银行下调存款利率

在超预期的 5Y LPR 降息之后，一些中小银行随即实施了较大幅度的存款利率下调，以避免净息差过快收窄。2 月 20 日公布的 5Y LPR 下调达 25BP 至 3.95%，商业银行中长期贷款包括存量在内未来一年的利率收入都将出现明显的下行，而在此之前大型商业银行已经普遍下调定期存款利率，因而净息差收缩的幅度较为可控，而中小商业银行普遍净息差收窄压力较大。据媒体披露，本次降息后多家中小商业银行很快也跟随大行进行了存款利率调整，下调幅度为 10BP 至 60BP 不等。

本轮 LPR 下调前后，商业银行或早做准备、或反应迅速，凸显出在房地产市场深度调整、地方债务风险持续化解的背景下，本次降息主要意在优化债务存量，而对于信用增量，央行已经转为相当谨慎的判断，并引导市场参与者理性看待，更关注结构优化。本轮 LPR 下调前后，商业银行“保卫”净息差的行动非常迅速，大型商业银行普遍提前已经进行了存款利率的下调，而中小型商业银行本轮跟进的速度也远超以往历次降息。事实上，这恰恰反映出银行系统普遍对于今年的信用扩张增量展望比较谨慎，从而降息导致的净息差收窄问题所带来的银行利润影响或已经无法用资产规模增量有效抵消，因而“保卫”净息差就变得极为迫切。事实上，央行在 1 月金融数据公布前一天发布的 23Q4《货币政策执行报告》中，已经明确提出“盘活信贷存量”、不应过度关注月度信贷增量波动的观点。在其专栏 1 中，更明确指出“随着我国房地产发展模式重大转型、地方债务风险防范化解，这两块贷款需求都明显下降”，“需更加注重处理好总量与结构、存量与增量的关系，盘活低效存量、不良贷款核销、在社会融资总量中持续提升直接融资占比等”。对信用存量结构优化的关注度提升，与 1 月信贷、社融“开门红”如期而至、但在很大程度上是春节延迟至 2 月、信用需求进一步向 1 月集中、可持续性不强的特点相匹配。

本次降息只降长端政策利率、并且一次降幅较大，其本意更多在于促进化解地方债务风险和房地产市场风险向债市和商业银行资产负债表的风险延伸，对于房地产市场我们认为更多可能起到的是稳定而非刺激作用。考虑到美元年初以来重拾升势令人民币再度面临一定的外部贬值压力、同时存款利率越低利率刚性越大，我们预计年内后续进一步大幅下调长端政策利率的

概率有所下降，后续的潜在降息操作预计将重回以 1Y LPR 和 MLF 利率下调为主的期限结构。在上文对房地产市场的分析部分，我们阐述了当前判断房地产市场何时能够见底，更多需关注产业基础、人口吸纳能力、房价收入比等中长期累积性的因素，而并非短期的需求侧政策能够根本性扭转的。考虑到当前存量的企业中长期贷款与 5Y LPR 绑定的规模远大于居民存量房贷，5Y LPR 对新增信贷利率的传导也是向企业中长贷传导的效果明显比房贷更为直接（二三线城市新增房贷利率普遍已经与 LPR 脱钩），相比刺激地产，本轮大幅调降 5Y LPR 的操作，在加快债务风险化解方面的意图更加明显。而年初大幅降息已经对存量债务风险的有序化解提供了良好的利率环境，年内进一步大幅下调长端利率概率有所下降。从银行净息差角度来看，存款利率越低，就将面临约激烈的表外理财产品、货基、甚至活期存款的竞争，对于商业银行维持资产负债表规模都是极为不利的，日益更具刚性的存款利率也有很大可能性反向限制长期贷款利率的潜在下行空间。总体上，我们预计后续的潜在降息操作预计将重回以 1Y LPR 和 MLF 利率下调为主的期限结构。

图 7：7 天逆回购利率和政策利率（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

关于本次降息的结构性分析、以及在信用扩张“开门红”的背景下为何央行仍强调“盘活存量”，可参考我们此前报告《5Y LPR 降息：稳地产促化债，传导债市利率》（2024.2.20）和《信用“开门红”再现，为何仍强调“盘活存量”？——金融数据、〈货币政策执行报告〉速评》（2024.2.9）中更为详细的阐述分析。

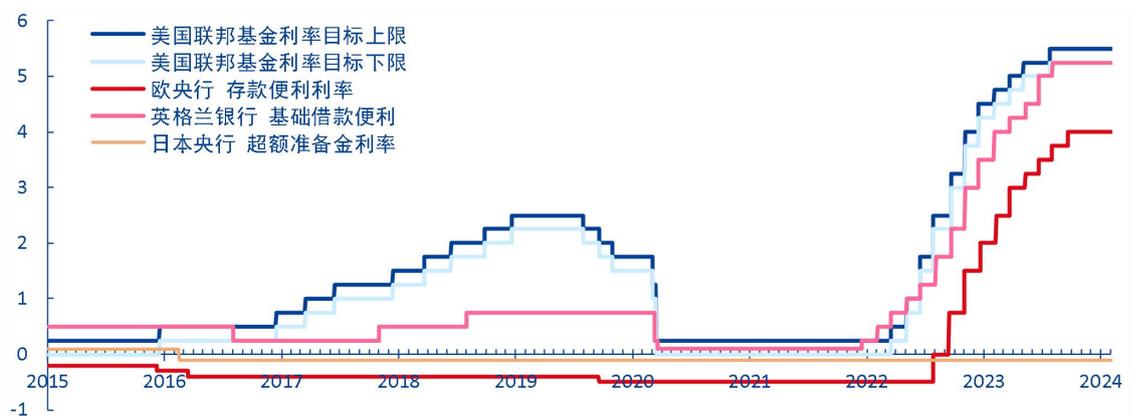
## 美欧央行纪要中经济展望分化加剧

美联储和欧央行在相继公布的 1 月货币政策会议纪要中均表达了对于近期通胀回落较快可能无法持续的担忧，后者偏鹰程度由此超出市场预期，美元指数暂时性小幅下行。但同样的通胀高位黏性担忧却对应着完全相反的经济前景展望，我们认为暂时的走弱无法撼动美元指数重新向上的方向趋势。当地时间 2 月 21、22 日，美联储、欧央行相继公布 1 月货币政策会议纪要。两大央行均表达对近期通胀下行可持续性的类似担忧，其中美联储的态度已经在前期美元指数的大幅上行过程中被市场充分消化，加之美联储纪要中指出对于 23Q4 超预期的强劲经济增长可持续性的担忧，对美元指数造成短线压力；而欧央行的表态则呈现出较市场预期稍偏鹰派的立场。美元指数在经历了短暂下行冲击后小幅回升，2 月 22 日收盘于 103.96 附近。

欧央行和美联储当前虽然都面临通胀下行无法持续的风险，但背后成因却南辕北辙。美联储在经历超强的 23Q4 工业生产之后展望相对稳中带有一些“谦虚”，欧央行对经济停滞的担忧和“类滞胀”的纠结却是深层次的。美联储在纪要中指出，美国 23Q4 实际 GDP 的超预期增长主要反映了超预期的净出口和存货增加，而这二者由于波动性较强而只能边际意义上传递可持续增长的信号，从而经济展望“仍不确定”，但纪要又明确指出“资本品和服务进口增加的部分被消费品和汽车进口的减少所抵消”，也即在美国居民消费倾向并未明确下降的同时，美国自身的供给能力也在大幅提升，从而侧面显示出所谓强劲表现不可持续的说法很大程度上是一种“谦虚”的表达；加之美联储仍然十分关注通胀再度上行的风险（highly attentive to inflation risks），后续何时降息仍将取决于对收入、经济和风险的综合考虑。简而言之，在经历了经济超强增长的 23Q4 之后，美联储当前并不倾向于将供给侧的强劲表现简单线性外推，而另一方面，正如我们此前所阐述的关键逻辑，在需求持续偏热的背景下，美国供给越强需求缺口将越快收窄，从而通胀可能越快回落，因此美联储对近期工业生产的强劲表现是否能持续的相对“谦虚”的态度，自然转变为通胀可能重回上行的担忧，所有这些判断的基础是美国居民强劲的消费需求已经延续较长时间，美国的实体经济和劳动力市场供需两侧表现过于强劲，“薪资通胀螺旋”久久难以解除，通胀已隐隐有再度抬头的趋势。

而反观欧央行，对于通胀前景的表述虽然同样较为强硬，甚至直接称“过早降息的风险远超推迟降息”，但其背后的主要原因却是对已经较为疲弱的生产端进一步下行的深度担忧和纠结，欧央行对于经济增长的展望仍然不乐观，认为欧元区经济可能会在 2023 年最后一个季度陷入停滞（stagnated），在欧央行 1 月货币政策会议结束后公布的欧元区 23Q4 实际 GDP 同比增速也仅为 0.1%，验证了欧央行此前的担忧。相比美联储在工业生产已经获得强劲表现之后的“谦虚”态度，欧央行对经济停滞的担忧是非常深层次的。对于欧央行来说，经济停滞的现状指向的是供给和需求的同时趋弱，而在这种“类滞胀”情形下，只有供给偏弱的程度稍低于需求侧时，通胀才会因需求缺口的小幅收窄而较快回落，但需求长期疲弱的背景下，供给是不可能连续改善的，一旦到供给因需求拖累而重新开始下行的时刻，就可能出现需求收缩、供给收缩更快而通胀不降反升的典型“滞胀”局面，一旦陷入此种尴尬境地，实行通胀单一目标制的欧央行将被迫冒着经济深度衰退的风险而实施更加鹰派的货币政策，从而可能导致欧元相对美元汇率长期中枢的大幅下修，亦将对欧元即期汇率形成拖累。

图 8：发达经济体主要央行政策利率（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

## 制造业 PMI 方面，美强欧弱背离再度加大，佐证了欧央行的纠结

发达经济体 Markit 制造业 PMI 本周集中公布，其中美国制造业 PMI 一骑绝尘，欧元区小幅降温，美强欧弱背离再度加大，佐证了欧央行的担忧和纠结。本周主要发达经济体 2 月 Markit 制造业 PMI 集中公布，其中美国制造业 PMI 以较上月大幅上行 0.8 至 51.5 的绝对领先水平傲视发达经济体，回升至近一年半以来高位；而欧元区、日本、英国 2 月制造业 PMI 却分别下行 0.5、0.8、0.2 至 46.1、47.2 和 47.1，均远低于荣枯线水平。其中欧元区的表现不但弱于美国，而且连续数月弱于日本和英国。在内需不振的背景下，欧元区工业生产再度小幅降温并且与美国之间差距进一步拉大，这一点与上文所述欧央行在其会议纪要中所展现的对通胀回落可持续性的担忧和对经济停滞的纠结是相互佐证的。关于美国与非美发达经济体通胀黏性的不同深层次成因，我们在此前报告《春节期间海内外宏观经济金融市场综述》(2024.2.18) 中进行了更为深度的阐释，可资参考。

我们维持这一轮美元指数的上行过程可能远未结束的判断不变。诸如英国这样的近期因供给收缩较快而核心通胀维持高位、本币相对美元贬值幅度较小的发达经济体，可能很快就会迎来一轮本币币值的“补跌”，而且这种潜在的急速转向宽松所带来的本币贬值幅度历史上来看可能会比较大，从而美元指数的走高可能进一步令我国货币政策操作的外部环境变得复杂化。好在我国财政货币政策协同配合的潜在空间较大，2024 年在外部金融环境日趋复杂严峻的背景下，我们更期待国内经济政策组合拳形成良好的实体经济和金融市场、外汇市场同时稳定的效果。

图 9：美欧日英 Markit 制造业 PMI 初值 (%)

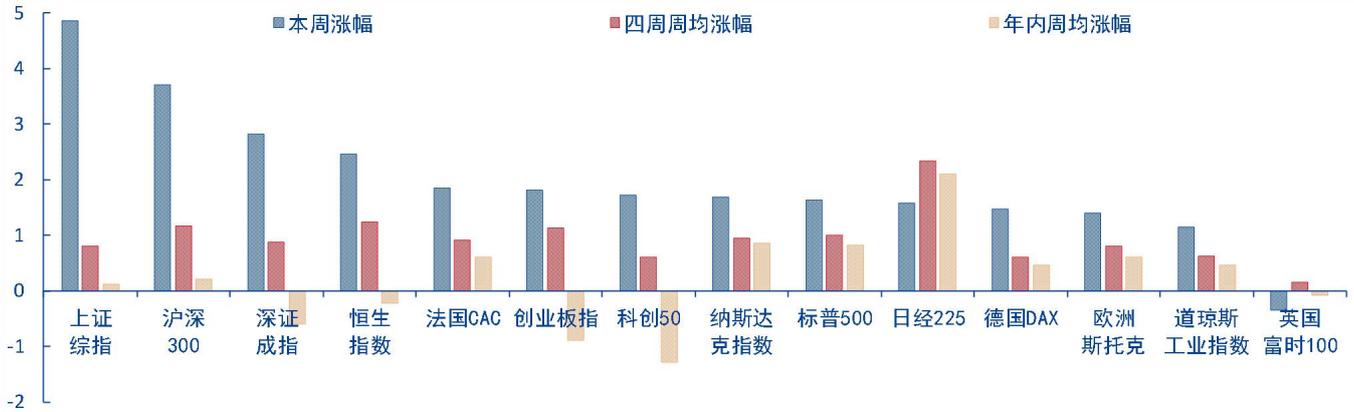


资料来源：Wind，华金证券研究所

风险提示：房地产市场复苏慢于预期风险；美元指数超预期走强风险。

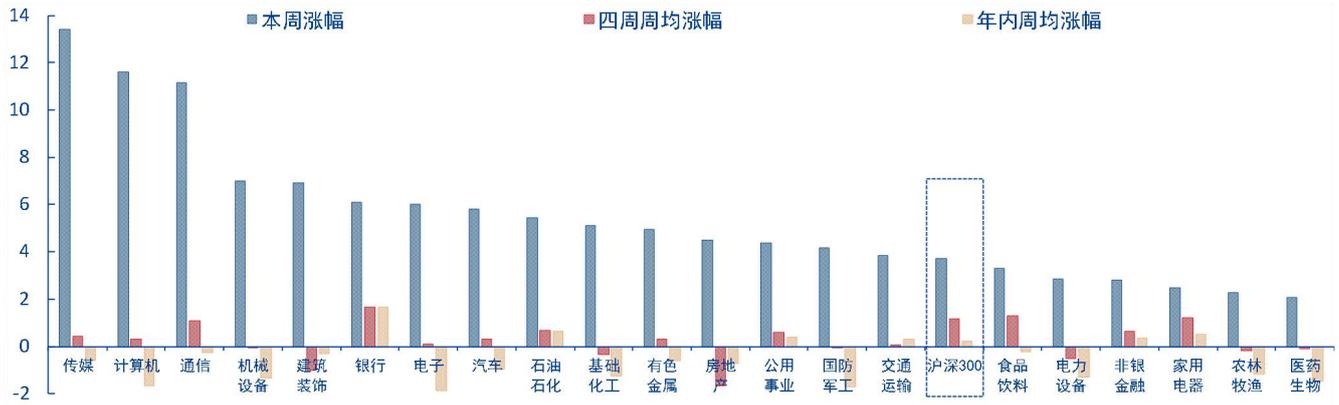
## 华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 10: 全球股市: 本周英国外全球股市普遍上涨, 上证综指涨幅靠前



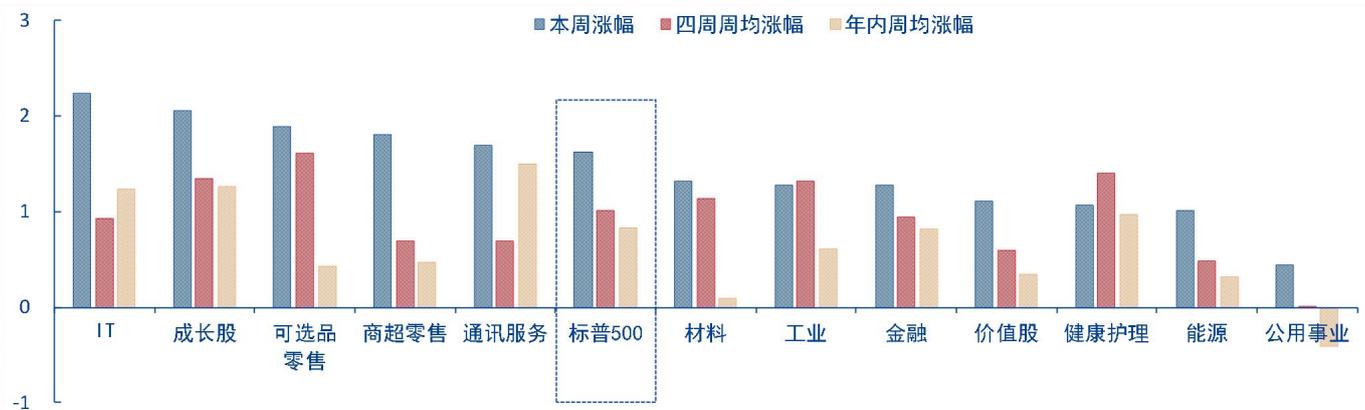
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 11: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%) : 本周 A 股普遍上涨, 传媒、计算机、通信涨幅最大



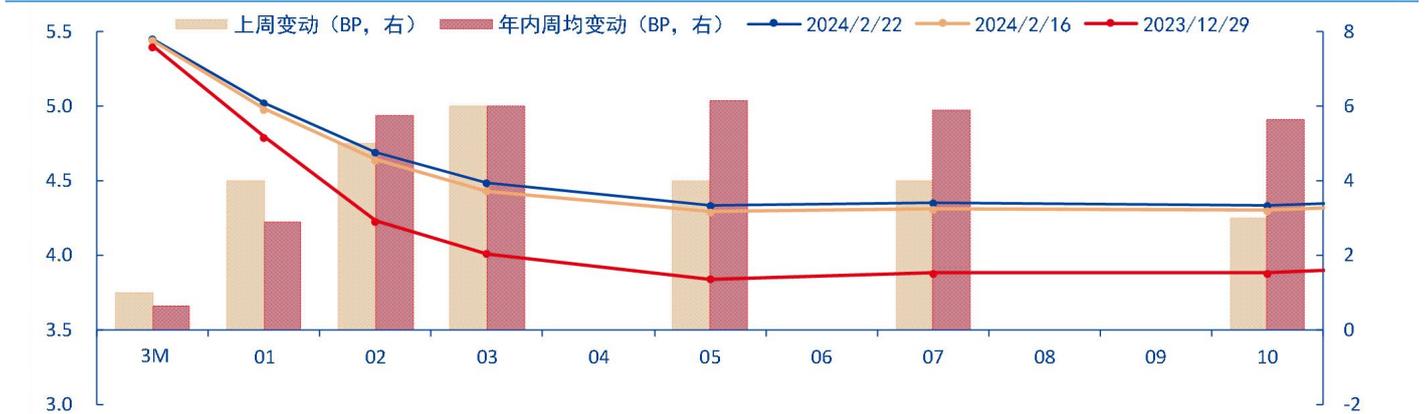
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 12: 标普 500 及行业涨幅对比 (%) : 本周美股普遍上涨, IT 板块涨幅最大



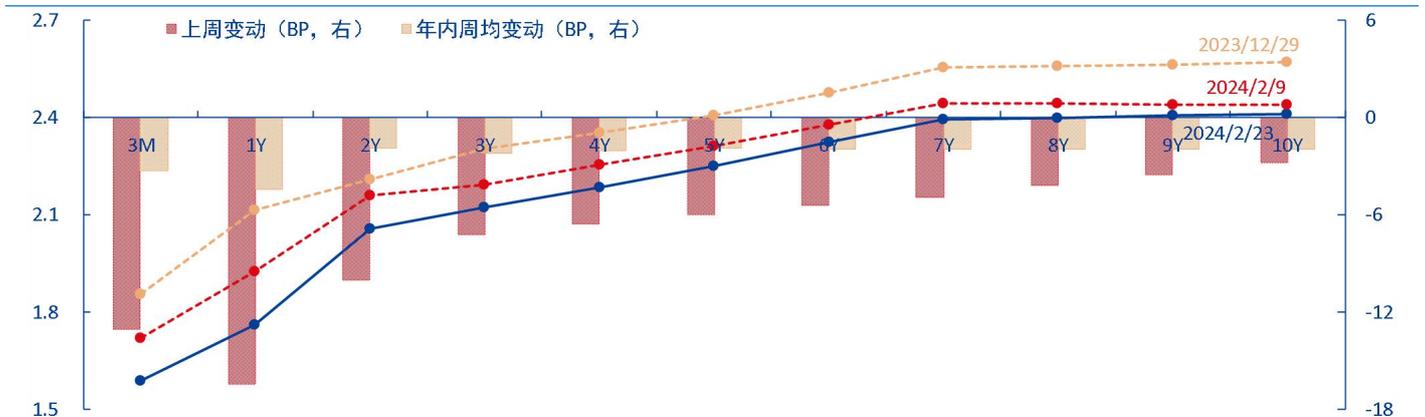
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 13: 美国国债收益率变动幅度: 美债收益率整体上行



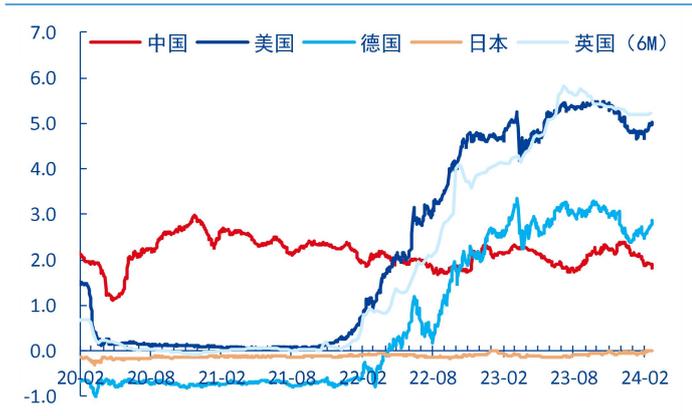
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 14: 中国国债收益率变动幅度: 短端国债收益率大幅下行



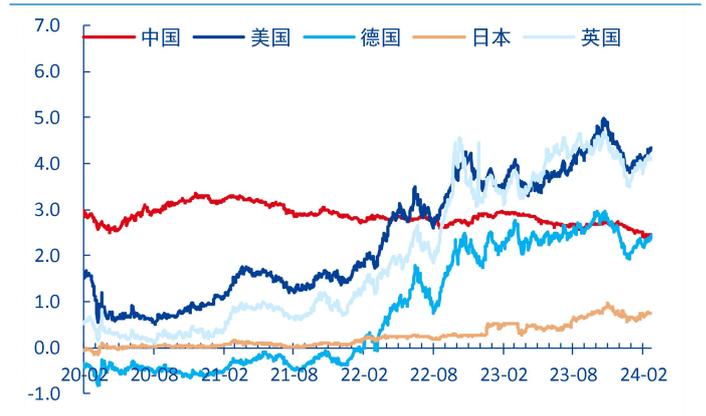
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 15: 本周中国国债短端收益率大幅下行 (%)



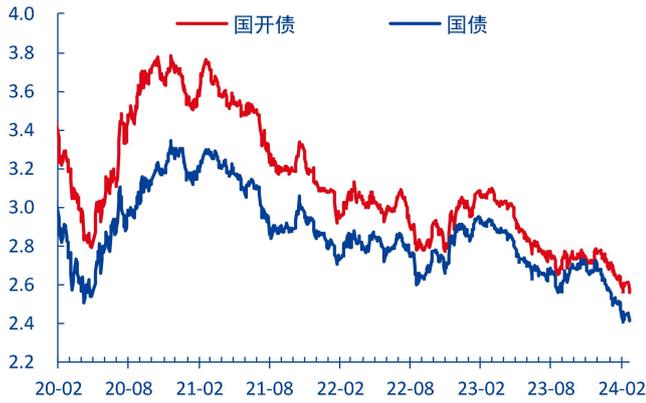
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 16: 中美 10Y 利差继续扩大 (%)



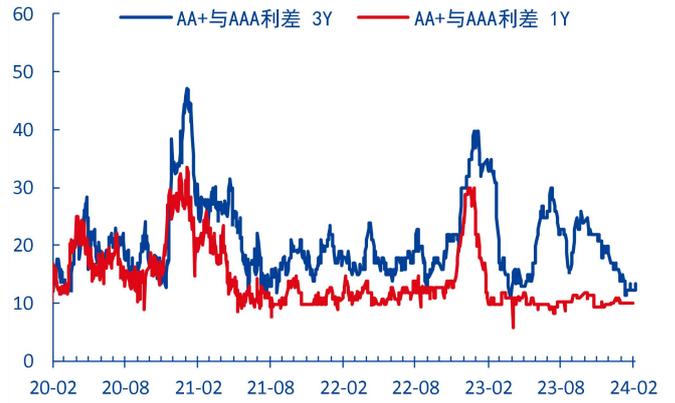
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 17: 10Y 国开债与国债利差有所收窄 (%)



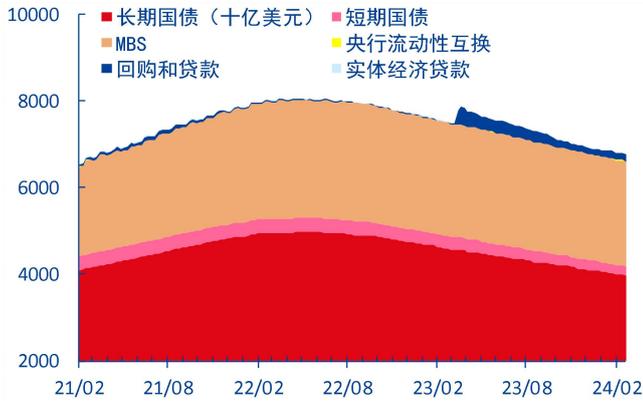
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 18: 1Y、3Y 信用利差持平 (BP)



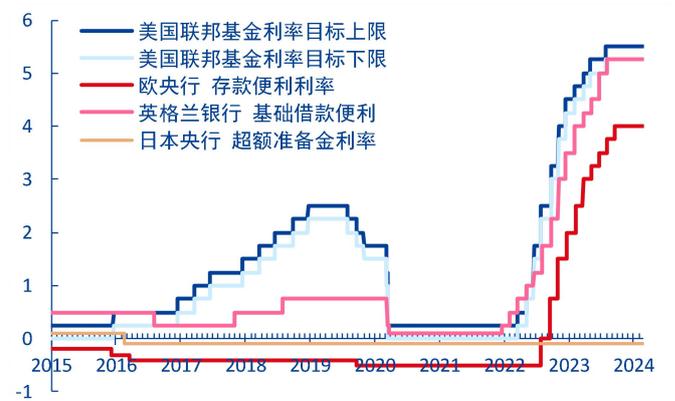
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 19: 美联储本周资产规模继续缩小 (USD bn)



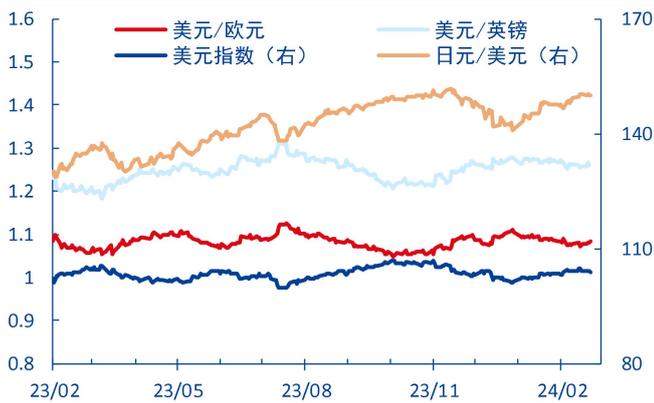
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 20: 主要央行政策利率 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 21: 全球汇率: 美元指数有所下行



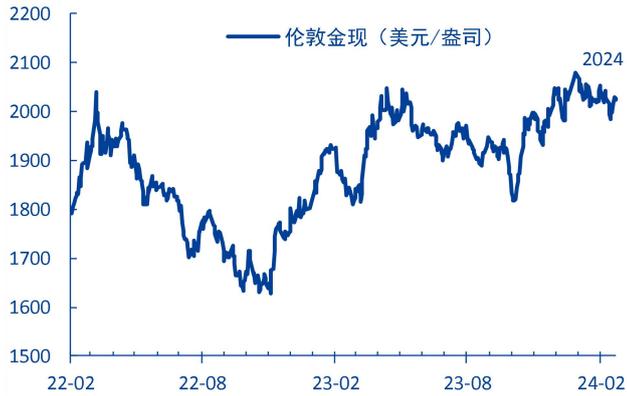
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 22: CNY 被动升值



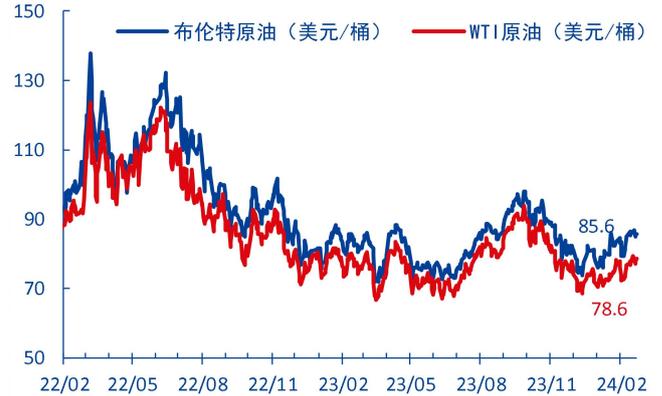
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 23: 本周金价回升至 2000 美元以上



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 24: 本周油价有所下行



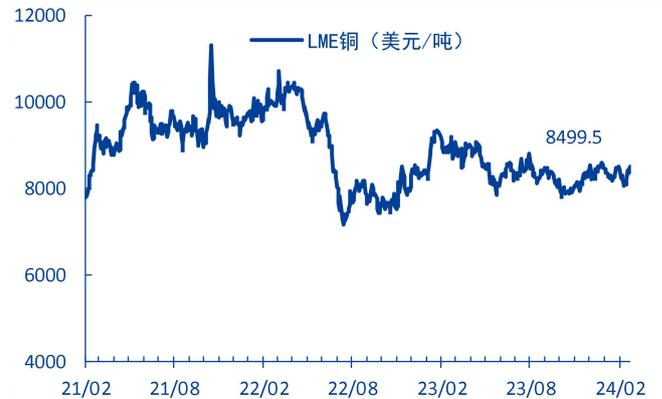
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 25: 2 月初, 山西优混价格继续下行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 26: 本周铜价继续上行



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