

美国就业再度走强，中美央行边际转鹰

主题报告

中美货币政策专题报告 暨双循环周报（第52期）

投资要点

◆ **美国新增就业强劲，劳动力缺口不降反升，美联储通胀担忧加剧。**美国三月就业数据连续第二个月明显改善，新增就业大超市场预期，时薪环比增速提升，劳动参与率小幅上行的同时失业率下降，均指向美国劳动力市场明显较美联储此前评估更为紧张。综合劳动力市场供、需、价三方面数据，一致指向美国劳动力市场紧张程度高于美联储3月FOMC会议之后所给出的指引，从而可能意味着美国核心通胀和失业率分别高于和低于美联储的最新预测，美联储启动降息的紧迫性是持续下降的。新增就业强劲的背景下，美国劳动力市场需求缺口反而有所扩大，充分显示美国劳动力需求当前仍极为旺盛，此前已经公布的制造业PMI的超预期走强为供给侧向好和劳动力需求旺盛的趋势提供了注脚。值得注意的是，3月新增就业改善较多的主要是普遍的生活性服务业，制造业企业信心的领先性改善可能对未来几个月制造业和生产性服务业的就业进一步提供强劲的支撑。事实上，薪资环比增速的反弹（以及其所反映的美国劳动力市场持续紧张的状况）可能通过薪资通胀螺旋延后地抬升消费需求并导致“二次通胀”风险大幅提升。近日美联储多位高官密集发声，整体基调转鹰，甚至有官员提出今年美联储不降息的可能性，与劳动力市场的持续紧张相互印证。美国工业生产、薪资增速和二次通胀风险的集中上修，与欧元区日益令人担忧的经济低迷和不断提升的“滞胀”迅速转为“通缩”风险的积累形成鲜明对比。我们愿重申预计美联储首次降息的最早时点是今年9月而非6月。而同时我们进一步将欧央行首次降息时点预期提早至6月或之前。维持全年美元指数中枢105高位的预测不变，海外“鹰鸽背离”时点可能通过人民币被动贬值压力对我国央行宽松操作形成掣肘。财政政策走向国内宏观经济政策组合前台是更接近内外均衡的选择。

◆ **人民银行最新货币政策例会传递边际审慎立场。**1、人民银行对海外高通胀粘性表达了更为明确的担忧，结合美元指数年初以来超市场预期上行以及近期对人民币汇率造成的被动贬值压力等新的变化，我国货币政策可能在更大程度上受到美联储降息预期推迟的宽松约束。2、首次提出“在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化”，暗示在经济恢复阶段长期利率下行过快一定程度上是不合理的；此外还删除了提高投资乘数效应、激发更多民间投资的要求，指向地方债务风险化解加速的背景下，央行并不意图通过引导利率大幅下行而过度刺激短期信用需求。考虑到在两大结构性风险加快化解的阶段，商业银行净息差是极为重要的风险缓冲垫，我们维持年内1Y LPR和MLF利率尚有30BP左右降息空间但5Y LPR不再下调的预测不变。3、删除加大对“城中村改造”的金融支持力度描述，对货币政策采取类似于2015-2018年“货币化棚改”的方式力度以刺激城中村改造的预期得到修正。4、对再贷款再贴现等非公开操作的“结构性”基础货币工具的阐述明显较上次会议更为审慎，同时新增了对设备更新、消费品以旧换新提供金融支持的表态，或显示降准等更具总量稳定意义的数量型工具或将更为活跃地使用，而透明度较低的结构工具可能延续2023年以来的规模缩减趋势。我们维持今年9月再实施50BP全面降准的预测不变，有鉴于美联储大概率也于当月启动首次降息，预计当时的降准操作对人民币汇率造成的影响幅度较小。

◆ **风险提示：**美联储降息晚于预期导致我国货币政策受到外溢性约束的风险。

分析师

秦泰

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

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

美国PMI上冲为何令降息预期推迟？薪资！——美国PMI点评（2024.3） 2024.4.2

PMI为何突升？能否持续？——PMI点评（24.3） 2024.3.31

美GDP上修欧日放鸽，地产边际放松仍看需求——华金宏观·双循环周报（第51期） 2024.3.30

闰年叠加低基数，利润增速仍放缓——工业企业利润点评（2024.1-2） 2024.3.27

CNH突发贬值：成因、脉络与走向——汇率专题报告 暨双循环周报（第50期） 2024.3.23



内容目录

美国新增就业强劲，劳动力缺口不降反升，美联储通胀担忧加剧	3
人民银行最新货币政策例会传递边际审慎立场	6
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	10

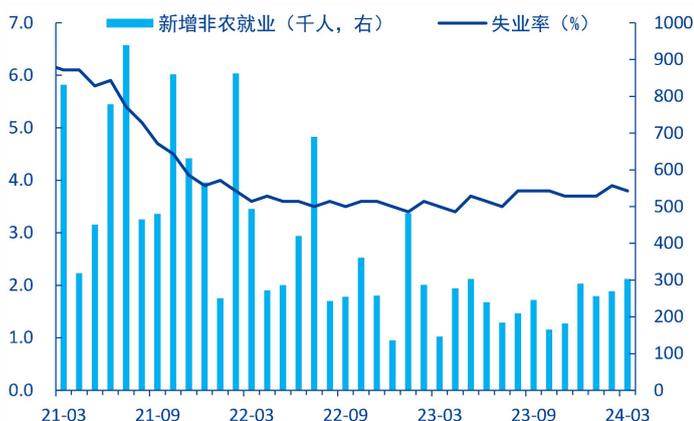
图表目录

图 1：美国新增非农就业与失业率	3
图 2：美国平均时薪环比及同比	3
图 3：美国劳动力缺口及平均时薪同比	4
图 4：美国劳动参与率与广义失业率	4
图 5：美国各行业新增非农就业人数、及过去 6 个月和 12 个月平均水平对比（千人）	5
图 6：美国薪资增速对核心通胀形成传导效应	5
图 7：美国核心 CPI 同比预测及结构（%）	7
图 8：7 天逆回购利率和政策利率（%）	8
图 9：M2 同比增速及贡献结构（%）	9
图 10：全球股市：本周美国主要股指集体收跌，A 股深证成指涨幅靠前	10
图 11：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：本周有色金属板块领涨，计算机板块跌幅较深	10
图 12：标普 500 及行业涨幅对比（%）：本周美股能源板块领涨，健康护理板块跌幅较深	10
图 13：美国国债收益率变动幅度：本周长端美债收益率上行较多	11
图 14：中国国债收益率变动幅度：本周长端中国国债收益率有所下行	11
图 15：中国国债短端收益率较上周基本持平（%）	11
图 16：中美 10Y 利差持续扩大（%）	11
图 17：10Y 国开债与国债利差较上周持平（%）	12
图 18：1Y、3Y 信用利差较上周持平（BP）	12
图 19：美联储本周资产规模继续减少（USD bn）	12
图 20：主要央行政策利率（%）	12
图 21：截至美国 3 月就业数据公布前美元指数小幅回落	12
图 22：CNY 小幅贬值	12
图 23：本周金价大幅上涨	13
图 24：本周油价有所上涨	13
图 25：3 月末煤价普遍下跌	13
图 26：本周铜价大幅上行	13

美国新增就业强劲，劳动力缺口不降反升，美联储通胀担忧加剧

美国三月就业数据连续第二个月明显改善，新增就业大超市场预期，时薪环比增速提升，劳动参与率小幅上行的同时失业率下降，均指向美国劳动力市场明显较美联储此前评估更为紧张。1) 据美国劳工统计局于当地时间4月5日上午公布的最新数据，美国3月新增非农就业和私人部门新增非农就业人数分别高达30.3万人、23.2万人，分别较2月多增3.3万人、2.5万人，均为连续第二个月显著改善，大幅超出市场预期。2) 新增就业人数增加的同时，3月劳动力供给同步小幅改善，劳动参与率较此前3个月的平稳水平小幅上行0.2个百分点至62.7%，但仍小幅低于2023年8月-11月62.8%的均值水平，而后者是疫情以来劳动力供给复苏的峰值。3) 由于新增就业改善幅度较大，超出潜在劳动力供给增量，3月美国失业率在劳动参与率反弹的同时仍下行0.1个百分点至3.8%，与此同时时薪环比增速大幅反弹0.17个百分点至0.35%，超过过去6个月和过去12个月平均涨幅，意味着尽管时薪同比增速因高基数效应而小幅回落0.1个百分点至4.1%，但薪资增长的短期趋势并非单线下降，而是已经出现较为强劲的反弹，这意味着美国劳动力市场的紧张程度加剧。综合上述劳动力市场供、需、价三方面数据，一致指向美国劳动力市场紧张程度高于美联储3月FOMC会议之后所给出的指引，从而可能意味着美国核心通胀和失业率分别高于和低于美联储的最新预测，美联储启动降息的紧迫性是持续下降的。

图 1：美国新增非农就业与失业率



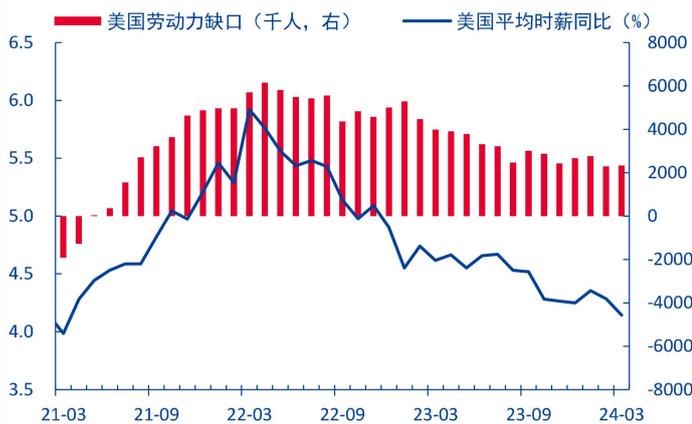
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 2：美国平均时薪环比及同比



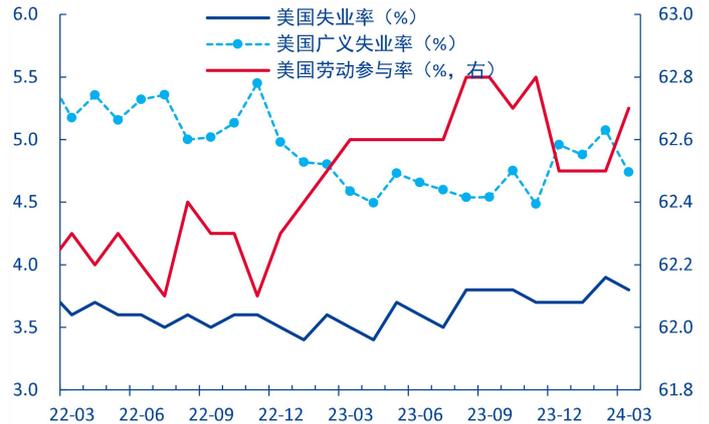
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 3：美国劳动力缺口及平均时薪同比



资料来源：CEIC，华金证券研究所

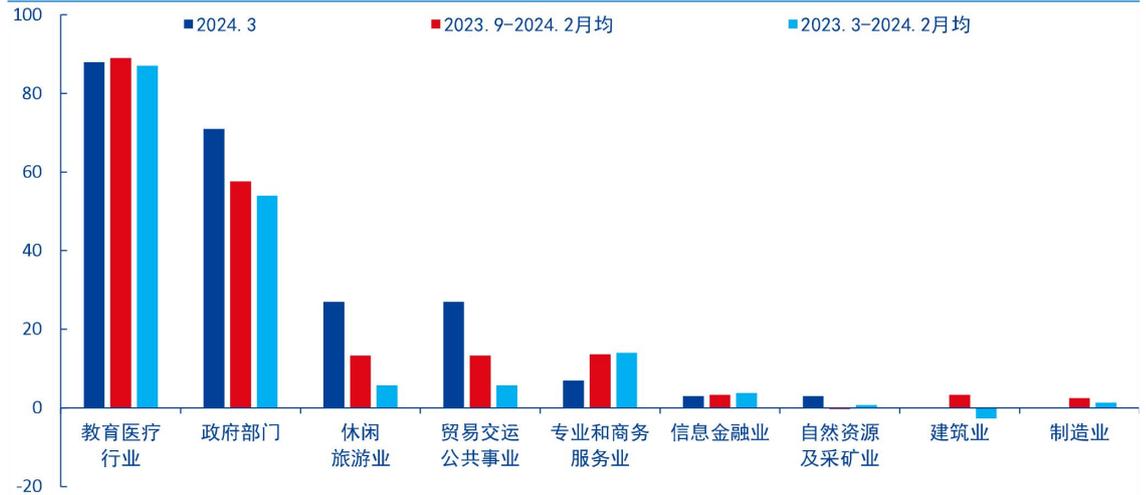
图 4：美国劳动参与率与广义失业率



资料来源：CEIC，华金证券研究所

新增就业强劲的背景下，美国劳动力市场需求缺口反而有所扩大，充分显示美国劳动力需求当前仍极为旺盛，此前已经公布的制造业 PMI 的超预期走强为供给侧向好和劳动力需求旺盛的趋势提供了注脚。值得注意的是，3 月新增就业改善较多的主要是普遍的生活性服务业，制造业企业信心的领先性改善可能对未来几个月制造业和生产性服务业的就业进一步提供强劲的支撑。尽管新增就业十分强劲，但在填补旺盛的就业需求方面似乎仍然显得较为紧绷，3 月美国劳动力市场需求缺口达到 232.7 万人，较 2 月反弹了 3.7 万人，一方面显示美国商品和服务生产一侧持续趋于改善，火热的劳动力需求短期内并不会很快降温，另一方面也意味着薪资环比增速反弹到较高水平之后很有可能持续数月，而不会很快因劳动力市场明显缓和而连续走低。数日前已经公布的美国 3 月制造业 PMI 超市场预期大幅上行达 2.5 个百分点，与劳动力需求缺口再度扩大的趋势是一致的。我们在此前报告《美国 PMI 上冲为何令降息预期推迟？薪资！》（2024.4.2）明确指出，考虑到近两年 ISM 制造业 PMI 表现转为系统性低于工业生产，时隔 17 个月再次大幅上冲至 50 以上的 3 月读数很可能意味着美国工业生产更大幅度的改善，由此推升美国经济增长前景展望。而从 3 月美国新增就业的行业结构来看，教育医疗、政府部门、休闲旅游、贸易交通运输公用事业为前四大行业类别，这些行业一方面因主要与居民服务消费需求和财政支出两大持续性较强的需求侧相联系而有望延续较好表现，另一方面也显示制造业企业信心恢复在前，投资扩产和增加就业在后，从而未来几个月制造业及生产性服务业（如专业和商务服务、信息金融）就业有望接力改善，可能推动美国劳动力市场连续数月出现超市场预期的表现。

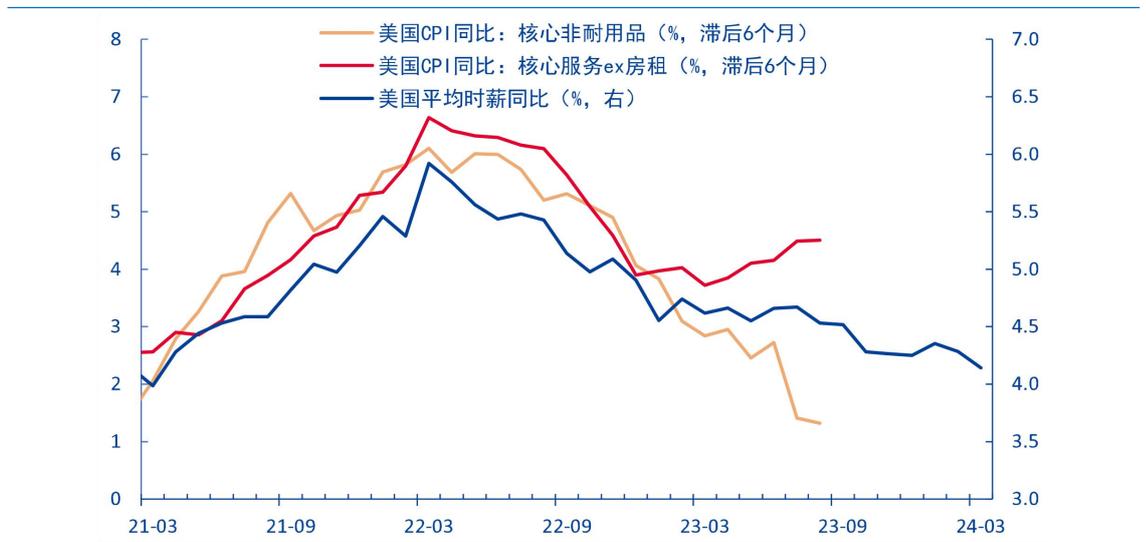
图 5: 美国各行业新增非农就业人数、及过去 6 个月和 12 个月平均水平对比 (千人)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

事实上, 薪资环比增速的反弹 (以及其所反映的美国劳动力市场持续紧张的现状) 可能通过薪资通胀螺旋延后地抬升消费需求并导致“二次通胀”风险大幅提升。当前美国的贸易和投资政策都日益清晰地展露出逆全球化的保护主义导向, 其主要政策目的就是持续不断地缩窄其在高端制成品领域的贸易逆差, 带动其本土产出和就业持续增加。此外, 疫情期间美国联邦政府宏观杠杆率大幅提升, 反而打开了美国可持续的财政赤字率的扩张空间, 加之全球地缘冲突日渐复杂化, 美国财政扩张周期短期内逆转的概率极低。这两方面的因素都可能进一步加剧美国劳动力市场的紧张程度, 美国汽车工人罢工以来工人薪资高增的舆论压力大概率将得到强化, 制造业薪资增速的提升又很可能外溢至服务业, 并通过居民收入增速的支撑, 传递至消费需求, 最终仍将反映为核心通胀二次反弹的风险增加、以及更大的高位黏性。而这一过程或将持续长达数月。而反映劳动力市场潜在供给的美国劳动参与率尽管单月小幅回升, 但已经低于几个月前的疫情以来复苏高点, 这意味着美联储一度寄予厚望的“劳动力供给增加——薪资增速回落——通胀回落加速”的逻辑实现概率持续下降, 薪资通胀螺旋强化的概率有所提升。

图 6: 美国薪资增速对核心通胀形成传导效应



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

近日美联储多位高官密集发声，整体基调转鹰，甚至有官员提出今年美联储不降息的可能性，与劳动力市场的持续紧张相互印证。近日美国明尼阿波利斯联储主席卡什卡利称，尽管他本人3月时曾认为今年可能降息两次，但由于已经公布的1-2月美国通胀数据“令人担忧”，可能需看到物价取得更多进展，才能获得对通胀的信心，并表示如果“如果通胀进展停滞不前”，“那将令我质疑，我们是否需要降息”。芝加哥联储主席古尔斯比也表示，一月和二月的通胀数据不应被视为“纯粹的噪音”，如果房地产通胀不下降，通胀率将难以恢复至2%的美联储长期目标水平。当地时间周三，美联储主席鲍威尔发表讲话称年内开始降息“可能是合适的”，但他也承认通胀率向2%目标水平降低的道路是曲折的，并再度强调利率风险是双向的，如果过早降息可能导致通胀上升风险。

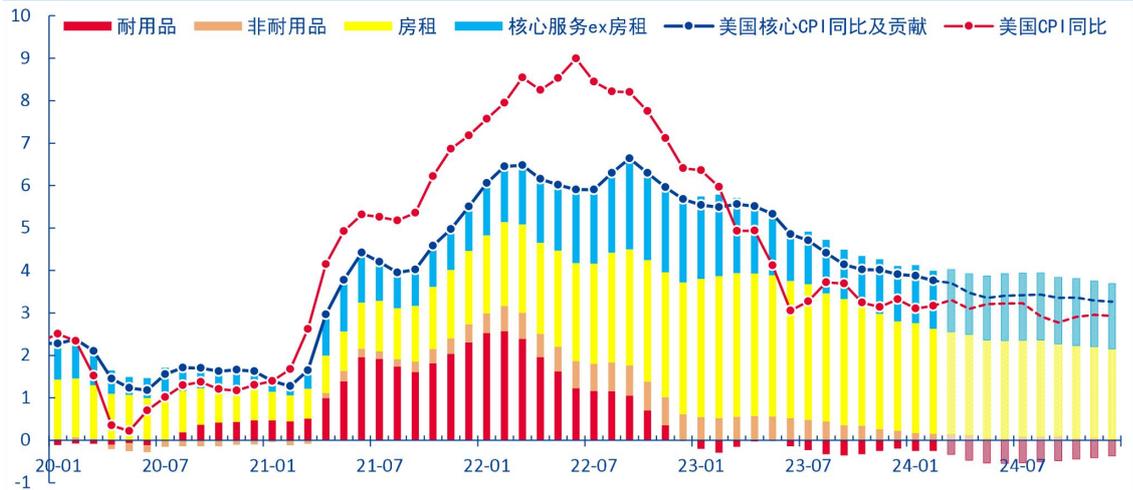
美国工业生产、薪资增速和二次通胀风险的集中上修，与欧元区日益令人担忧的经济低迷和不断提升的“滞胀”迅速转为“通缩”风险的积累形成鲜明对比。我们愿重申预计美联储首次降息的最早时点是今年9月而非6月。而同时我们进一步将欧央行首次降息时点预期提早至6月或之前。维持全年美元指数中枢105高位的预测不变，海外“鹰鸽背离”时点可能通过人民币被动贬值压力对我国央行宽松操作形成掣肘。财政政策走向国内宏观经济政策组合前台是更接近内外均衡的选择。

人民银行最新货币政策例会传递边际审慎立场

人民银行一季度例会表达出对海外高通胀粘性的担忧，首次明确提示“关注长期收益率的变化”，删除了“实施好存续结构性货币政策工具”的指引，删除了支持城中村改造的相关内容，货币政策立场边际意义上向审慎方向有所转变。据中国人民银行4月3日发布的消息，中国人民银行2024年一季度货币政策例会于3月29日在北京召开，与上次会议相比呈现四点明显变化，总体立场边际转向审慎。

1、人民银行对海外高通胀粘性表达了更为明确的担忧，结合美元指数年初以来超市场预期上行以及近期对人民币汇率造成的被动贬值压力等新的变化，我国货币政策可能在更大程度上受到美联储降息预期推迟的宽松约束。本次例会海外经济总结部分，在延续上次会议所称海外“通胀出现高位回落趋势”的基础上，新增了“但仍具粘性”的判断，直接呼应了1-2月美国核心通胀连续超预期的最新数据表现。本文第一部分中我们结合美国3月就业数据详细分析了美国当前所面临的“薪资通胀螺旋”可能超市场预期强化的风险。这一点或也正在成为人民银行对海外货币金融环境最新判断的新增担忧。在紧接着的对我国货币政策立场的最新总结中，本次例会以相对中性的“先立后破”替代了上次会议明确要求的“加大宏观政策调控力度”，可能正是反映出对于美元指数年初以来因美联储降息预期不断推迟而超市场预期上行、以至于最近一度导致人民币被动贬值压力加大的情形所可能引发的外溢性货币宽松约束的更大程度的关注。

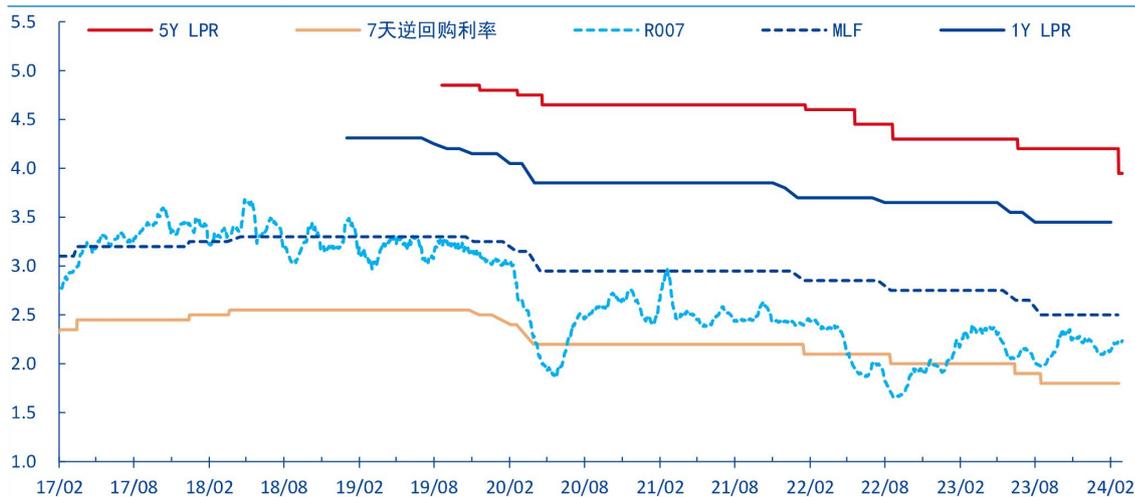
图 7：美国核心 CPI 同比预测及结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

2、首次提出“在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化”，暗示在经济恢复阶段长期利率下行过快一定程度上是不合理的；此外还删除了提高投资乘数效应、激发更多民间投资的要求，指向地方债务风险化解加速的背景下，央行并不意图通过引导利率大幅下行而过度刺激短期信用需求。本次会议罕见地直接提及市场利率，指出“在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化”，并作为转折接续于延续上次会议的推动信贷成本稳中有降的表述之后。这一新增表述的重要背景是，2月5Y LPR 一次性罕见大幅下调 25BP，操作的本意是平衡偏高的贷款市场长期利率和此前已经较大幅度下行的债券市场长期利率，但在此之后长端国债利率单边下行预期反而进一步强化，导致债市收益率的新一轮大幅下行，并较为明显地与经济基本面情况偏离度加大。债券市场和贷款市场收益率相继出现大幅下行，又可能在房地产市场风险和地方债务风险化解加速、信用需求总体较往年不旺的背景下，导致市场对于过度宽松的货币政策导向（例如通过连续大幅下调政策利率以额外对投资需求形成刺激）的过高期待。本次会议在专门提示市场关注长期利率风险的同时，还删除了上次会议中“增强政府投资和政策激励的引导作用，提高乘数效应，有效带动激发更多民间投资”的要求。两者共同指向两大年内货币政策操作预期：其一是年内再进行 5Y LPR 下调的概率已经降至极低水平，并考虑到在两大结构性风险加快化解的阶段，商业银行净息差是极为重要的风险缓冲垫，我们维持年内 1Y LPR 和 MLF 利率尚有 30BP 左右降息空间但 5Y LPR 不再下调的预测不变；其二是央行对于今年的信用融资需求的政策导向很大程度上是“顺势而为”而不是“逆势刺激”，这一点也与本次会议通篇都删除了此前连续多次提到的“跨周期调节”是一致的。

图 8: 7 天逆回购利率和政策利率 (%)



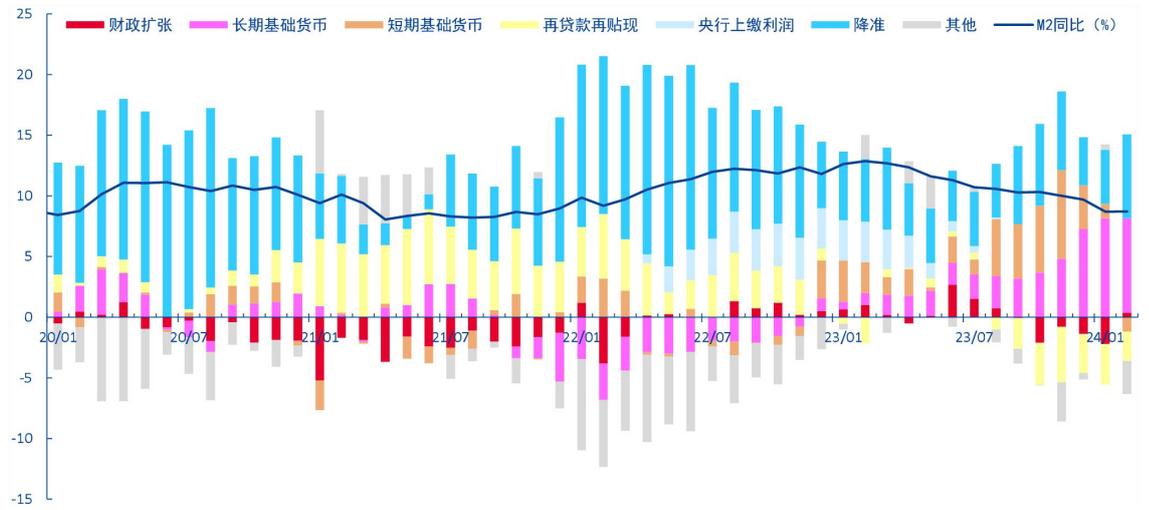
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

3、删除加大对“城中村改造”的金融支持力度的描述，对货币政策采取类似于**2015-2018**年“货币化棚改”的方式力度以刺激城中村改造的预期得到修正。自2023年7月政治局会议对房地产市场供求关系的定位明显变化之后，市场对于城中村改造的政策支持方式和力度的关注度大幅提升。本次例会对于房地产发展新模式的阐述随着两会政府工作报告进行了更新，删除了上次会议中加大对“‘平急两用’公共基础设施建设、城中村改造”的金融支持力度的表述，对保障房建设的支持方面，表述则更为具体，定调更高，改为“加大对‘市场+保障’的住房供应体系的金融支持力度”，与政府工作报告相同，将保障房体系与市场化商品房供给体系并列，突出了以政府为主保障工薪阶层居民刚性住房需求的新的扩展性定位。但配售型保障房与城中村改造以及棚户区改造不同，后两者往往涉及大量的政府资金对小部分居民的直接“补贴”，从而可能更大程度上在短期内造就较多的房地产市场新增购买力和短期需求，从而一方面需要较大规模的央行基础货币投放，另一方面也可能带来更为明显的房地产市场短期刺激效果，但同时也不可忽视其长期预期扰乱的副作用。而配售型保障房的政策逻辑是促进当下既有的被压制的刚性需求以合理的幅度逐步释放出来，其所需要的货币政策支持力度相对较小，造成的货币金融市场波动也相应幅度较窄。本次会议更为精准的相关阐述，也意味着市场对于类似于“货币化棚改”阶段的货币宽松操作刺激城中村改造等地产增量需求的过度预期有望很快得到修正。

4、对再贷款再贴现等非公开操作的“结构性”基础货币工具的阐述明显较上次会议更为审慎，同时新增了对设备更新、消费品以旧换新提供金融支持的表态，或显示降准等更具总量稳定意义的数量型工具或将更为活跃地使用，而透明度较低的结构性工具可能延续**2023**年以来的规模缩减趋势。本次会议删除了“实施好存续结构性货币政策工具”的要求，对应删除了“完善绿色金融体系”、“优化消费金融服务”、“加大对企业稳岗扩岗和重点群体创业就业的金融支持力度”等进一步的详细指引，仅明确保留了“用足用好碳减排支持工具”一项既有的存续性再贷款再贴现工具的要求，新增了“适当增加支农支小再贷款再贴现额度”，“设立科技创新和技术改造再贷款”两个具体工具。考虑到新增两项的金额预计不大，同时**2023**年以来存续的再贷款再贴现工具规模一改此前数年的连续增加而转为净减少，非公开工具在数量型工具箱中的重要性有所下降。而本次会议对于“大规模设备更新和消费品以旧换新”的财政扩张政策导向则明确要求加大金融支持，呈现出以总量意义更强的降准等高效率、低成本数量型工具的更加活跃的操作更好地支持中央政府融资为主的财政扩张格局的“积极主动配合财政政策”的货币政策立场。我们维

持今年9月再实施50BP全面降准的预测不变，有鉴于美联储大概率也于当月启动首次降息，预计届时的降准操作对人民币汇率造成的影响幅度较小。

图9：M2 同比增速及贡献结构（%）

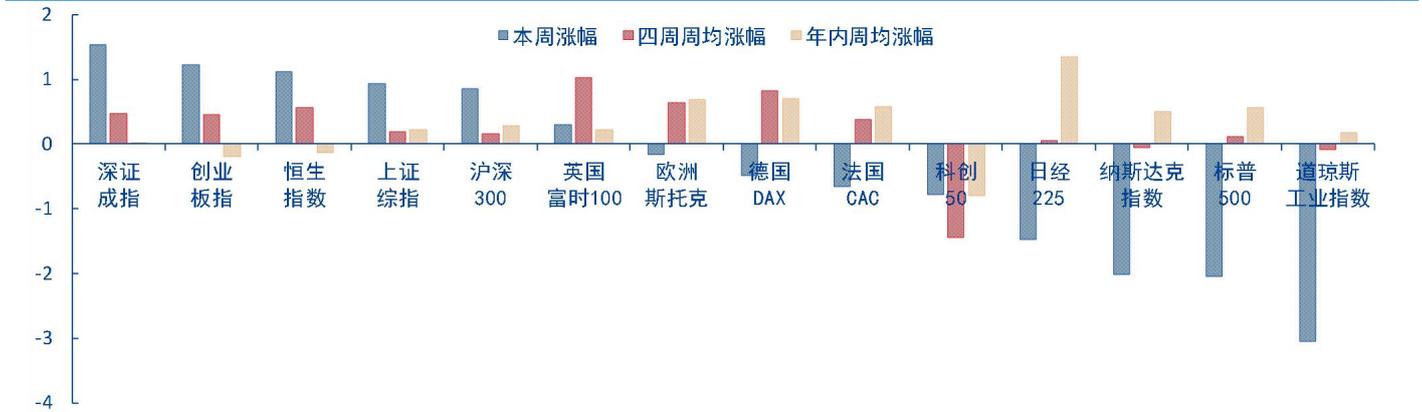


资料来源：CEIC，华金证券研究所

风险提示：美联储降息晚于预期导致我国货币政策受到外溢性约束的风险。

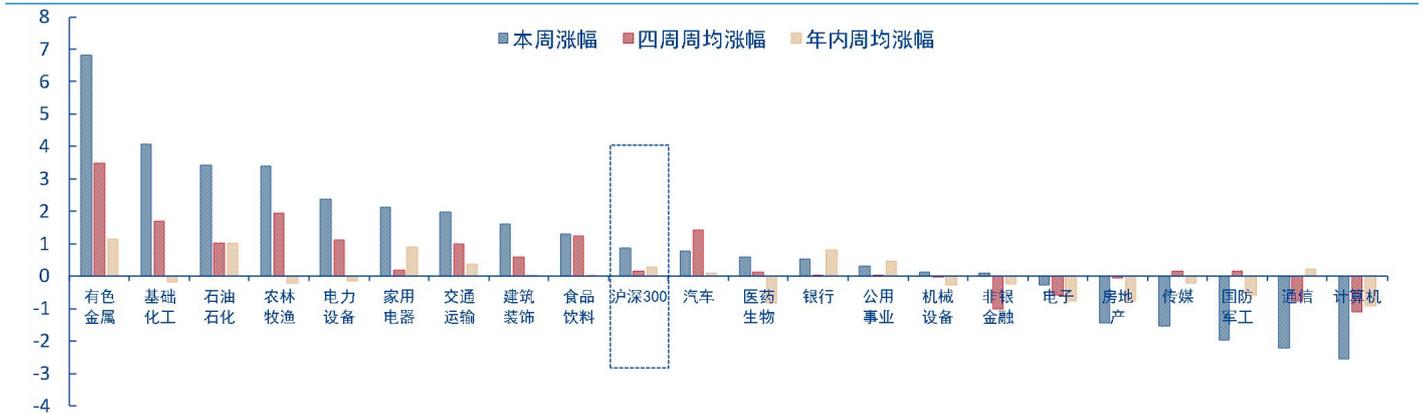
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 10: 全球股市: 本周美国主要股指集体收跌, A 股深证成指涨幅靠前



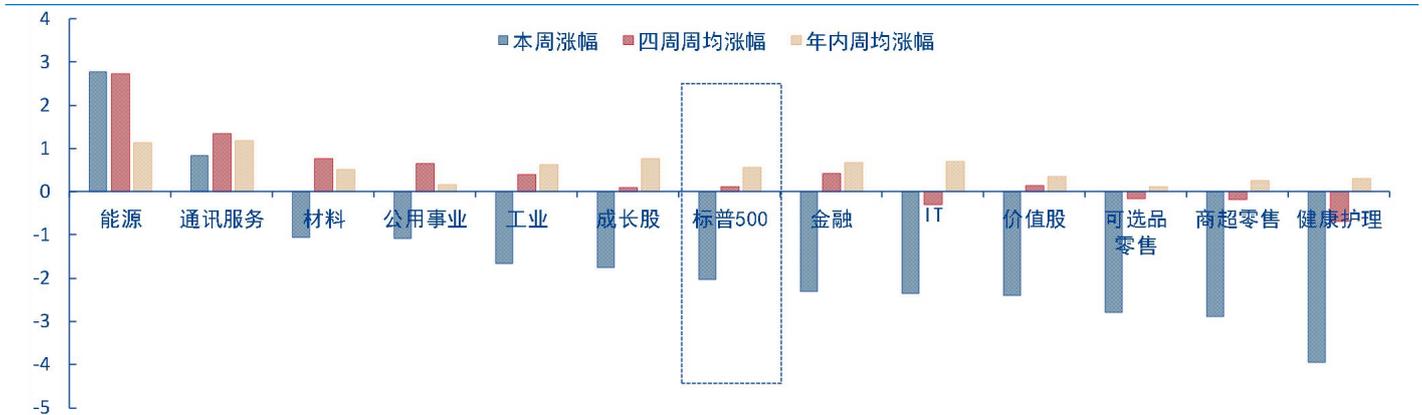
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 11: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%) : 本周有色金属板块领涨, 计算机板块跌幅较深



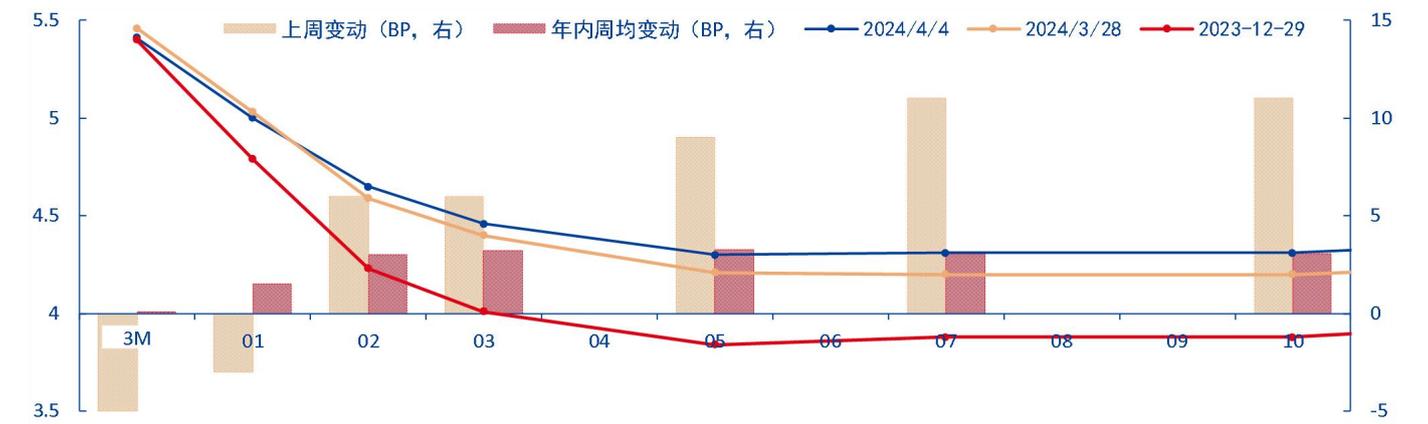
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 12: 标普 500 及行业涨幅对比 (%) : 本周美股能源板块领涨, 健康护理板块跌幅较深



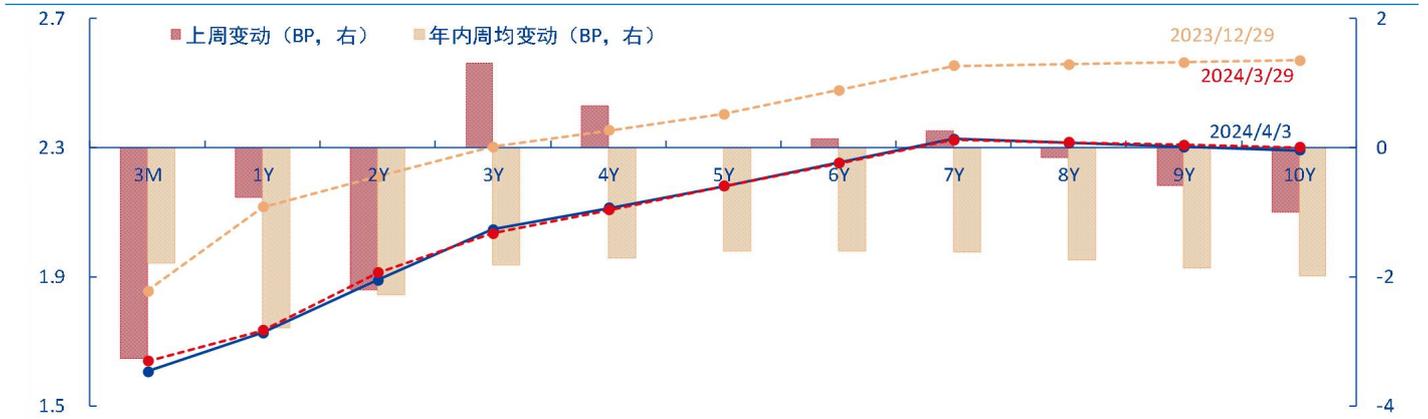
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 13: 美国国债收益率变动幅度: 本周长端美债收益率上行较多



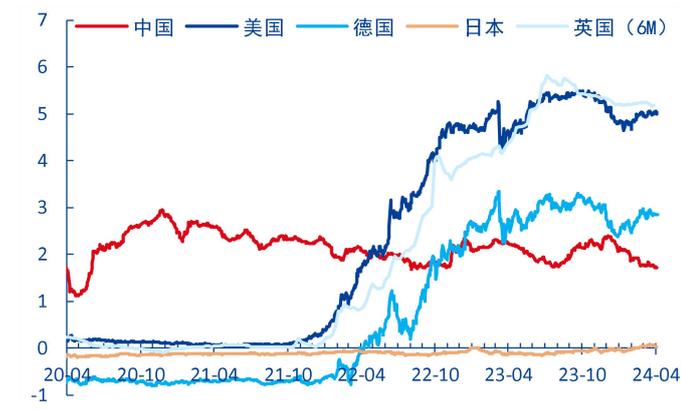
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 14: 中国国债收益率变动幅度: 本周长端中国国债收益率有所下行



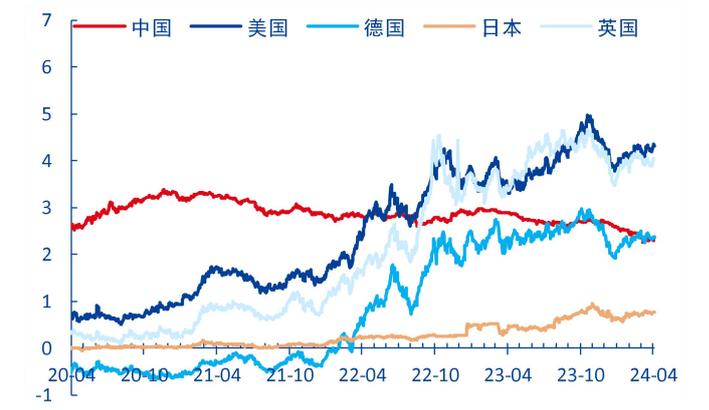
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 15: 中国国债短端收益率较上周基本持平 (%)



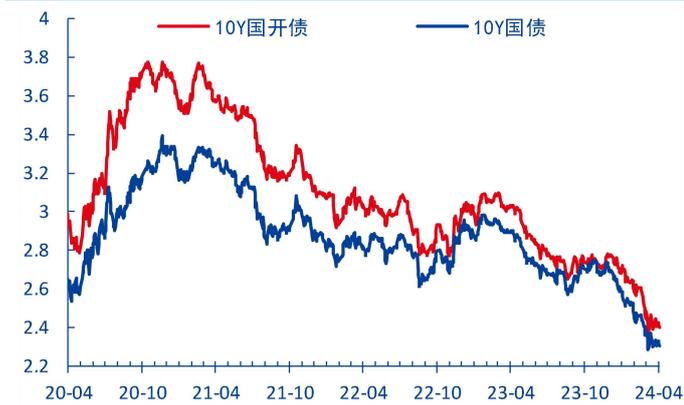
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 16: 中美 10Y 利差持续扩大 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 17: 10Y 国开债与国债利差较上周持平 (%)



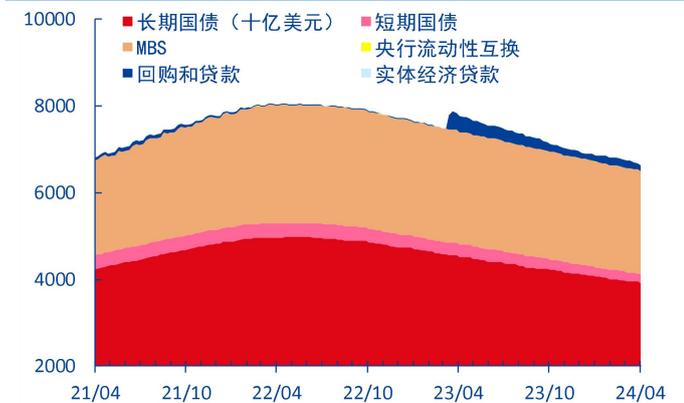
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 18: 1Y、3Y 信用利差较上周持平 (BP)



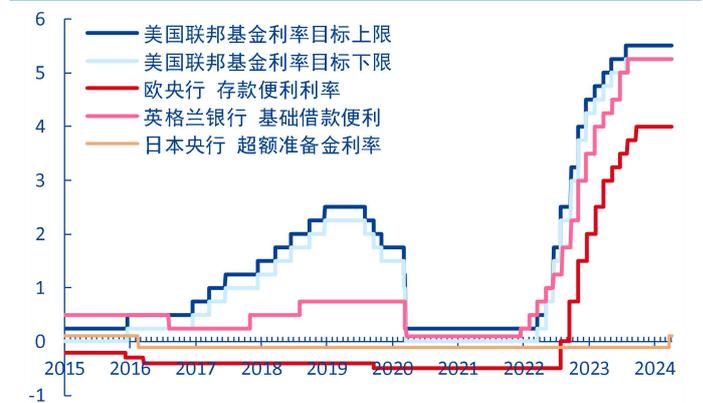
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 19: 美联储本周资产规模继续减少 (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: 截至美国 3 月就业数据公布前美元指数小幅回落



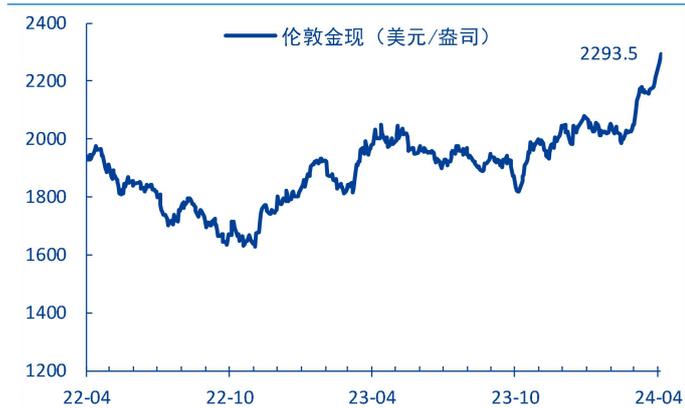
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 22: CNY 小幅贬值



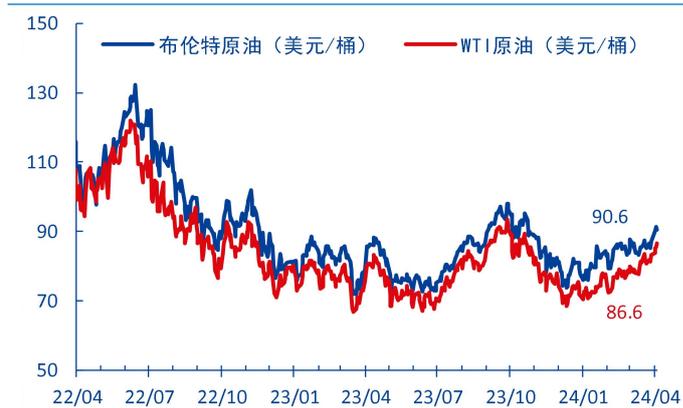
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 23: 本周金价大幅上涨



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 24: 本周油价有所上涨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 25: 3 月末煤价普遍下跌



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 26: 本周铜价大幅上行



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