



2024年06月03日

长端利率下行动力或收敛

——FICC&资产配置周观察(2024/05/27-2024/06/02)

证券分析师:

李沛 S0630520070001

lp@longone.com.cn

证券分析师:

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

相关研究

- 《从油价、商品规律与经济周期，展望资产方向——FICC&资产配置深度报告》
- 《美联储加息及衰退预期下大宗商品研究框架》
- 《资产配置框架与行业比较复盘深度报告——资产联动下的周期规律》
- 《美债收益率曲线及中美国债利差》
- 《存款利率下行，债牛或延续》
- 《多因素下债牛延续，关注降息预期》
- 《如何看待美元兑人民币汇率破“7”》
- 《贵金属或再迎配置窗口期》
- 《如何看待国内降息可能性》
- 《历轮降息前后债市如何演绎？》
- 《海外鹰派信号略有升温》
- 《人民币汇率有望于三季度企稳》
- 《如何看待美国地产景气度的反弹？》
- 《全球流动性拐点临近，股、商、汇共振回暖》
- 《央行释放稳外信号，30年国债期货创新高》
- 《日央行YCC政策微调，原油价格延续回暖》
- 《如何看待地产政策信号对债市影响？》
- 《信贷数据弱于季节性，债牛或未止》
- 《降息落地，如何看待人民币汇率波动？》
- 《美债收益率见顶了吗》
- 《如何看待外汇存款准备金率调降？》
- 《美元指数缘何再度上破105？》
- 《年内二次降准落地，沪金创历史新高》
- 《美债利率再度上行，与2022年10月有何异同？》
- 《“8·11”汇改以来人民币汇率周期复盘及展望》
- 《如何看待全球资产定价之锚——美债利率再新高？》
- 《复苏定价及供给扰动，债市或延续震荡》
- 《债市是否已处十字路口》
- 《海外流动性拐点初现》

投资要点

- **供给提速叠加监管因素约束利率下行空间。**利率债市场仍然延续震荡。10年期国债收益率仍围绕2.3%波动，全周报收2.29%。5月政府债发行进度边际提速，预计6-9月供给仍将延续放量。单月来看，5月国债净融资量为6913亿元，远高于过去五年同期均值4444.1亿元。5月地方政府债净融资量为6348亿元，略低于过去五年同期均值6879亿元。市场博弈的关键，一方面在于债券后市供给放量的预期及央行心理位置对利率下行空间形成约束。另一方面，新旧动能转型下的“资产荒”、银保及资管公募等机构的欠配需求仍将利多债市。
- **央行四月以来9次提示长长期债券利率风险。**央行提到年初以来的债券走牛一部分源于政府债供给节奏偏慢。长期收益率主要反映长期经济增长及通胀预期，而我国长期国债收益率在反映市场预期和宏观经济方面总体是有效的。展望而言，我国经济中长期预期向好的趋势不变。伴随后续供给提速，个人及机构购买政府债渠道拓宽，利率波动有望趋于平稳。
- **非银流动性有所提升，狭义流动性R-DR利差收窄。**伴随四月以来“手工补息”规范、协定存款及通知存款等产品下架，我们看到5月居民理财规模环比上升，比价效应之下商业银行负债端存款回流理财。与此同时，非银体系流动性上升，R007-DR007资金利差由1月的115bps收敛至4月的67bps。商业银行通过同业存单发行进行主动负债来对冲居民及企业存款的边际撤出。2024年3月-4月同业存单分别发行2.91万亿元及2.86万亿元，而近两个月1Y NCD利率均值在2.1%附近，较年初回落50bp，与MLF利率亦倒挂超35bps。后续伴随债市步入震荡窗口期，理财预期收益率平稳，R-DR利差可能逐步回归正常。
- **商业银行净息差压力仍严峻。**据金融监督管理总局，2023年Q4商业银行净息差达到1.69%的低位后，2024年Q1商业银行净息差进一步降至1.54%。分别下破1.7%及1.6%关口。展望来看，央行仍将在稳经济、稳汇率及稳息差等博弈中寻求平衡。当前楼市收储、以旧换新供给端及限购限贷政策需求侧提振同时发力。北京以外城市地产限购政策明显放宽，如上海首套房利率降为LPR-45bp。回顾上海过去两次加点调整时点为：1) 2021年7月23日，为抑制地产过热，上海首套住房利率加点上调后为LPR+35bp。2) 2023年12月15日，伴随楼市下行压力显现，首套利率减点后为LPR-10bp。2024年2月LPR五年期及以上利率调降25bps，商业银行资产端收益率或仍收敛，2024年Q2商业银行净息差或仍下行。
- **海外方面，关注欧央行六月议息会议。**欧央行将在6月6日召开议息会议，市场当前预期其降息概率超过9成。此前瑞士和瑞典已开启先行降息，对发达经济体货币政策形成一定指引意义。降息可能使得欧元和英镑短期承压，但有助于提振出口并一定程度推动进口商品价格降温。美国方面，通胀的回落仍未形成趋势性动力。经济韧性、财政发力的余温、以及两党之间的博弈可能使得11月前首次降息预期仍将存在一定反复。但伴随超额储蓄的消耗，高利率对各部门活动抑制信号或逐步显现，当前CME预期2024Q4降息开启概率仍存。
- **商品方面，油价震荡回落。**美国的假期未能推动燃料需求大幅增加，油价的下行压力上升；市场关注OPEC+在维也纳举行的会议，布伦特原油周收盘略下跌至82美元/桶下方。至5月24日当周，美国商业原油库存4.547亿桶，周下降416桶；汽油库存2.288亿桶，周上升202万桶；馏分油库存1.193亿桶，周上升254万桶；美国原油产量1310万桶/天，周环比不变，较去年同期增加90万桶/天。至5月31日，美国钻机数600台，周环比不变，较去年同期减少96台；其中采油钻机数496台，周环比减少1台，较去年同期减少59台。
- **风险提示：美联储降息落地节奏不及预期、海外银行业危机蔓延、国际地缘摩擦超预期。**

正文目录

1. 资产配置周观点	4
2. 债券市场	7
2.1. 国内债市	7
2.2. 海外流动性观察	8
2.3. 基准利率及债市情绪	9
3. 商品市场	10
4. 外汇市场	12
5. 经济日历	14
6. 风险提示	14

图表目录

图 1 主要资产表现情况汇总	4
图 2 2024 年政府债发行情况一览	5
图 3 同业存单发行量	5
图 4 R-DR 利差收敛	5
图 5 商业银行净息差	6
图 6 中国央行持有国债规模	6
图 7 欧元区通胀 HICP 同比	6
图 8 英国 CPI	6
图 9 欧洲 PMI	7
图 10 意、英、日 10Y 国债利率	7
图 11 公开市场操作货币净投放[逆回购]	7
图 12 MLF+TMLF 合计净投放	7
图 13 银行间质押式回购总量	8
图 14 IRS 质押式回购定盘利率	8
图 15 信用利差及 10Y-2Y 期限利差	8
图 16 AAA 同业存单利率	8
图 17 美债收益率及期限利差走势	8
图 18 美联储总资产及联邦基金利率	9
图 19 美国成屋销售价格及房贷利率	9
图 20 美国住房 NAHB 指数	9
图 21 美国财政部 TGA	9
图 22 央行政策利率走廊	9
图 23 主要产品利率走势	10
图 24 隐含税率“牛市下行、熊市上行”	10
图 25 RJ/CRB 商品及南华期货商品指数, 点	10
图 26 铁矿石与螺纹钢指数, 点	10
图 27 焦煤、焦炭价格, 点	11
图 28 铜价	11
图 29 美元与油价	11
图 30 农产品价格指数, 点	11
图 31 金银比价	11
图 32 伦敦金现及伦敦银现	11
图 33 国产锂价	12
图 34 钴价	12
图 35 英镑兑美元、欧元兑美元	12
图 36 美元兑人民币汇率、美元兑日元	12
图 37 外资对境内债券持有情况	12
图 38 外资对境内股票持有情况	12
图 39 银行代客远期净结汇	13
图 40 人民币汇率与权益走势呈现一定同向性	13
图 41 主要周度经济事件及数据	14

1.资产配置周观点

主要资产周度表现:

贵金属 > 中债 > 原油 > A股 > 美股 > 港股 > 美元指数 > 国内黑色商品

图1 主要资产表现情况汇总

2024/5/31	指标名称	单位	现价	单位	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅
权益	上证指数	点	3086.81	%	-0.07	3.76
	深证综指	点	1729.65	%	-0.30	-5.89
	创业板指	点	1805.11	%	-0.74	-4.56
	沪深300	点	3579.92	%	-0.60	4.34
	恒生指数	点	18079.61	%	-2.84	6.06
	恒生科技	点	3690.76	%	-2.86	-1.95
	日经225	点	38487.90	%	-0.41	15.01
	韩国综指	点	2636.52	%	-1.90	-0.71
	道琼斯工业	点	38686.32	%	-0.98	2.64
	纳斯达克	点	16735.02	%	-1.10	11.48
	标普500	点	5277.51	%	-0.51	10.64
	欧元区STOXX50	点	4983.67	%	-1.03	10.22
	英国富时100	点	8275.38	%	-0.51	7.01
	德国DAX	点	7109.89	%	-1.18	7.26
法国CAC40	点	7992.87	%	-1.26	5.96	
债券	DR001	%	1.81	bp	4.25	16.04
	DR007	%	1.87	bp	4.38	-4.04
	R001	%	1.86	bp	5.35	2.56
	R007	%	1.87	bp	4.26	-39
	SHIBOR:隔夜	%	1.72	bp	3.90	-2.30
	SHIBOR:7天	%	1.81	bp	3.30	-5.60
	中债国债收益率:10Y	%	2.29	bp	-2.08	-26.27
	国债期货收盘价格:10Y	%	104.35	点	0.05	4.13
	FR007 IRS:1Y	%	1.84	bp	-7.00	-34
	同业存单收益率AAA:1Y	%	2.07	bp	-2.10	-42.0
	美国国债收益率:10Y	%	4.51	bp	5	63
	中美国债利差:10Y	bp	222	bp	7.1	117
	10s2s美债利差	bp	-38	bp	9	15
	10s3m美债利差	bp	-95	bp	5	-41
	英国国债收益率:10Y	%	4.27	bp	6	65
德国国债收益率:10Y	%	2.70	bp	12	68	
法国国债收益率:10Y	%	3.15	bp	7	59	
日本国债收益率:10Y	%	1.08	bp	6	43	
商品	ICE布油	美元/桶	81.62	%	-0.61	5.94
	NYMEX WTI原油	美元/桶	76.99	%	-0.94	7.45
	伦敦金现	美元/盎司	2326.97	%	-0.29	12.82
	COMEX黄金	美元/盎司	2347.70	%	0.54	13.32
	COMEX白银	美元/盎司	30.56	%	0.04	27.21
	LME铜	美元/吨	10069.00	%	-2.56	17.60
	SHFE螺纹钢	元/吨	3706.00	%	-2.16	-7.40
	DCE铁矿石	元/吨	865.00	%	-4.74	-11.64
	南华有色金属	点	1828.12	%	-0.17	17.98
	南华农产品	点	1094.95	%	-0.35	2.87
外汇	美元指数	点	104.6318	点	-0.1103	3.2540
	美元兑人民币	点	7.2440	点	-0.0007	0.1520
	港元兑人民币	点	0.9263	点	-0.0008	0.0167
	英镑兑美元	点	1.2740	点	0.0000	0.0005
	欧元兑美元	点	1.0815	点	-0.0025	-0.0235
美元兑日元	点	157.33	点	0.3275	16.3000	

资料来源: Wind, 若休市则据最新交易日期, 东海证券研究所

供给提速叠加监管因素约束利率下行空间。利率债市场仍然延续震荡。10年期国债收益率仍围绕2.3%波动，全周报收2.29%。5月政府债发行进度边际提速，预计6-9月供给仍将延续放量。单月来看，5月国债净融资量为6913亿元，远高于过去五年同期均值4444.1亿元。5月地方政府债净融资量为6348亿元，略低于过去五年同期均值6879亿元。市场博弈的关键，一方面在于债券后市供给放量的预期及央行心理位置对利率下行空间形成约束。另一方面，新旧动能转型下的“资产荒”、银保及资管公募等机构的欠配需求仍将利多债市。

图2 2024年政府债发行情况一览

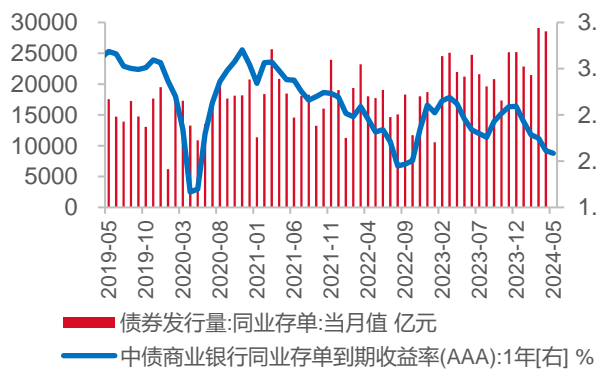
单位：亿元		一般国债			地方政府债		
月份	发行量	到期量	净融资	发行量	到期量	净融资	
1月	7500	6734	766	3844	1258	2586	
2月	7500	4853	2647	5600	1467	4132	
3月	9500	8088	1412	6294	3447	2848	
4月	10850	11834	-984	3439	2890	549	
5月	10014	3101	6913	9035	2687	6348	
2024年YTD	45364	34610	10754	28213	11749	16464	

资料来源：Wind，东海证券研究所

央行四月以来9次提示长久期债券利率风险。央行提到年初以来的债券走牛一部分源于政府债供给节奏偏慢。长期收益率主要反映长期经济增长及通胀预期，而我国长期国债收益率在反映市场预期和宏观经济方面总体是有效的。展望而言，我国经济中长期预期向好的趋势不变。伴随后续供给提速，个人及机构购买政府债渠道拓宽，利率波动有望趋于平稳。

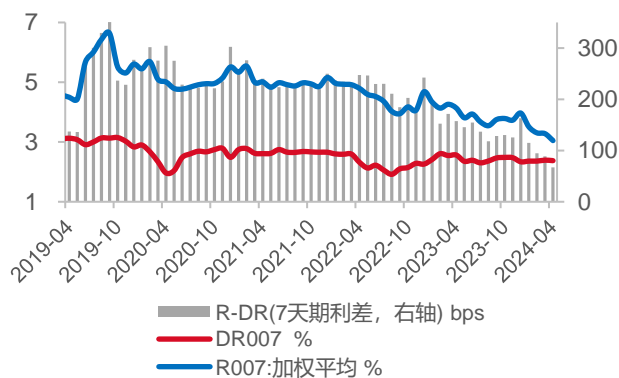
非银流动性有所提升，狭义流动性R-DR利差收窄。伴随四月以来“手工补息”规范、协定存款及通知存款等产品下架，我们看到5月居民理财规模环比上升，比价效应之下商业银行负债端存款回流理财。与此同时，非银体系流动性上升，R007-DR007资金利差由1月的115bps收敛至4月的67bps。商业银行通过同业存单发行进行主动负债来对冲居民及企业存款的边际撤出。2024年3月-4月同业存单分别发行2.91万亿元及2.86万亿元，而近两个月1Y NCD利率均值在2.1%附近，较年初回落50bp，与MLF利率亦倒挂超35bps。后续伴随债市步入震荡窗口期，理财预期收益率平稳，R-DR利差可能逐步回归正常。

图3 同业存单发行量



资料来源：Wind，东海证券研究所

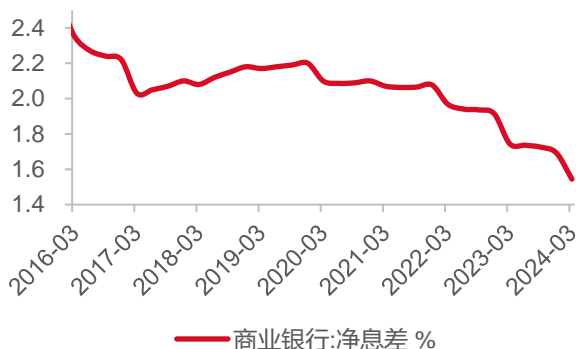
图4 R-DR利差收敛



资料来源：Wind，东海证券研究所

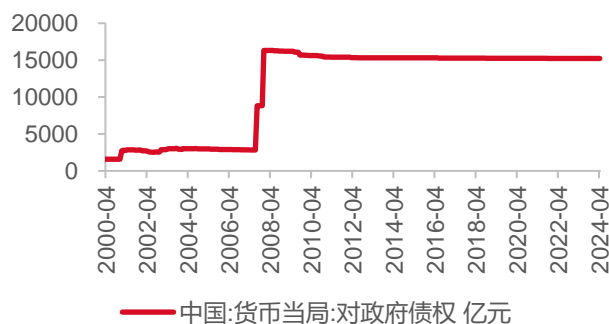
商业银行净息差压力仍严峻。据金融监督管理总局，2023年Q4商业银行净息差达到1.69%的低位后，2024年Q1商业银行净息差进一步降至1.54%。分别下破1.7%及1.6%关口。展望来看，央行仍将在稳经济、稳汇率及稳息差等博弈中寻求平衡。当前楼市收储、以旧换新供给端及限购限贷政策需求侧提振同时发力。北京以外城市地产限购政策明显放宽，如上海首套购房利率降为LPR-45bp。回顾上海过去两次加点调整时点为：1) 2021年7月23日，为抑制地产过热，上海首套住房利率加点上调后为LPR+35bp。2) 2023年12月15日，伴随楼市下行压力显现，首套利率减点后为LPR-10bp。2024年2月LPR五年期及以上利率调降25bps，商业银行资产端收益率或仍收敛，2024年Q2商业银行净息差或仍下行。

图5 商业银行净息差



资料来源：Wind，东海证券研究所

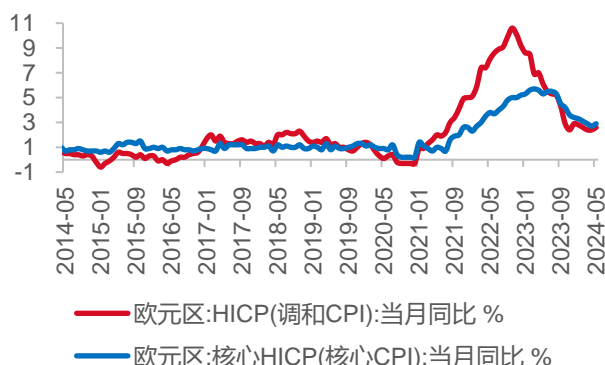
图6 中国央行持有国债规模



资料来源：Wind，东海证券研究所

海外方面，关注欧央行六月议息会议。欧央行将在6月6日召开议息会议，市场当前预期其降息概率超过9成。此前瑞士和瑞典已开启先行降息，对发达经济体货币政策形成一定指引意义。降息可能使得欧元和英镑短期承压，但有助于提振出口并一定程度推动进口商品价格降温。美国方面，通胀的回落仍未形成趋势性动力。经济韧性、财政发力的余温、以及两党之间的博弈可能使得11月前首次降息预期仍将存在一定反复。但伴随超额储蓄的消耗，高利率对各部门活动抑制信号或逐步显现，当前CME预期2024Q4降息开启概率仍存。

图7 欧元区通胀 HICP 同比



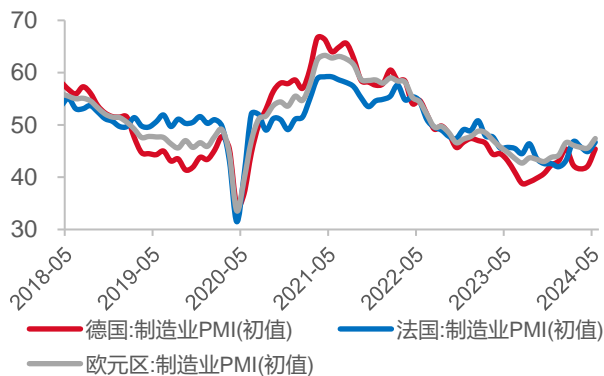
资料来源：Wind，东海证券研究所

图8 英国 CPI



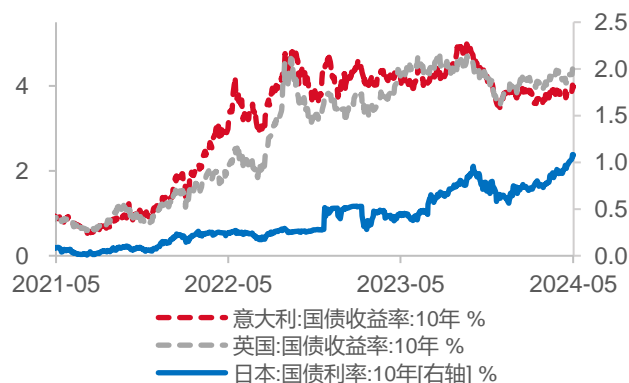
资料来源：Wind，东海证券研究所

图9 欧洲 PMI



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图10 意、英、日 10Y 国债利率



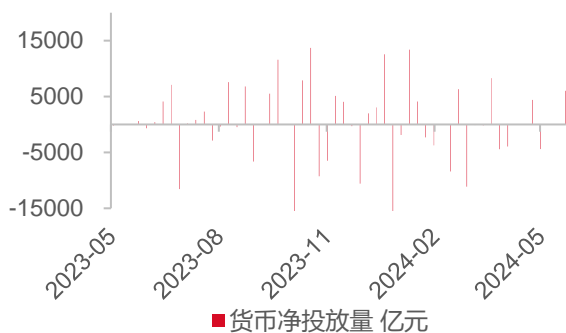
资料来源: Wind, 东海证券研究所

商品方面，油价震荡回落。美国的假期未能推动燃料需求大幅增加，油价的下行压力上升；市场关注 OPEC+在维也纳举行的会议，布伦特原油周收盘略下跌至 82 美元/桶下方。至 5 月 24 日当周，美国商业原油库存 4.547 亿桶，周下降 416 桶；汽油库存 2.288 亿桶，周上升 202 万桶；馏分油库存 1.193 亿桶，周上升 254 万桶；美国原油产量 1310 万桶/天，周环比不变，较去年同期增加 90 万桶/天。至 5 月 31 日，美国钻机数 600 台，周环比不变，较去年同期减少 96 台；其中采油钻机数 496 台，周环比减少 1 台，较去年同期减少 59 台。

2. 债券市场

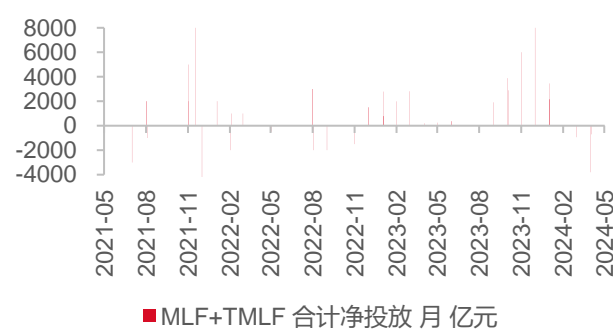
2.1. 国内债市

图11 公开市场操作货币净投放[逆回购]



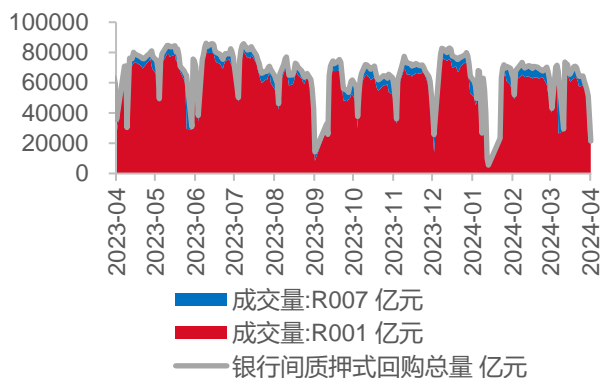
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图12 MLF+TMLF 合计净投放



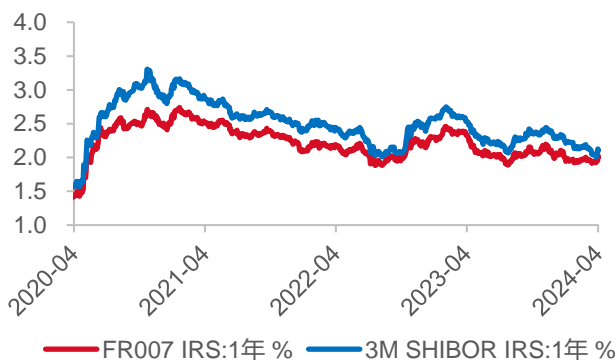
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图13 银行间质押式回购总量



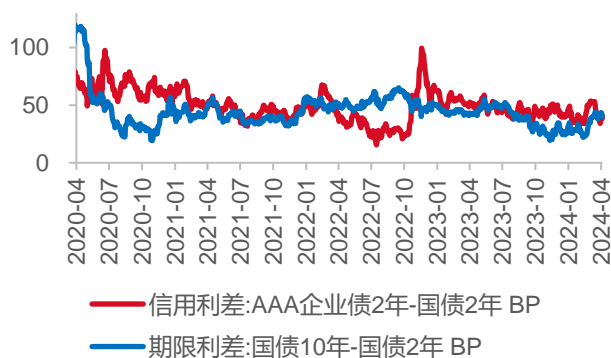
资料来源：Wind，东海证券研究所

图14 IRS 质押式回购定盘利率



资料来源：Wind，东海证券研究所

图15 信用利差及 10Y-2Y 期限利差



资料来源：Wind，东海证券研究所

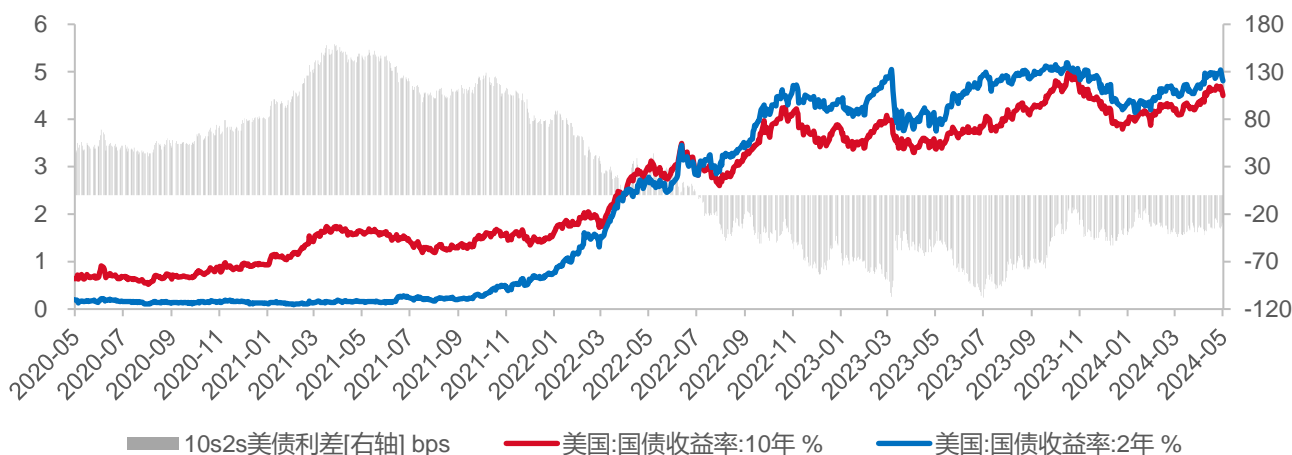
图16 AAA 同业存单利率



资料来源：Wind，东海证券研究所

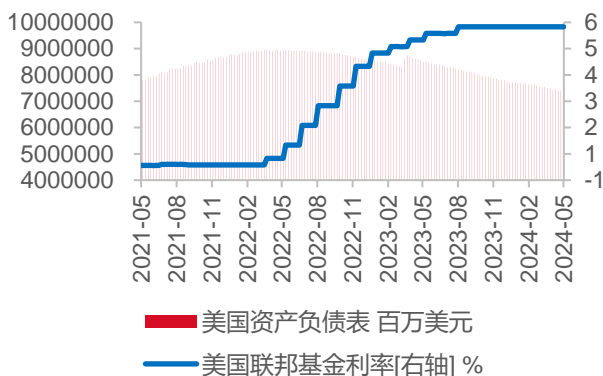
2.2.海外流动性观察

图17 美债收益率及期限利差走势



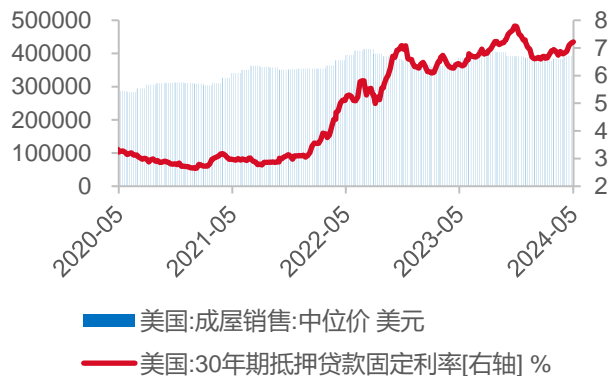
资料来源：Wind，东海证券研究所

图18 美联储总资产及联邦基金利率



资料来源：Wind，东海证券研究所

图19 美国成屋销售价格及房贷利率



资料来源：Wind，东海证券研究所

图20 美国住房 NAHB 指数



资料来源：Wind，东海证券研究所

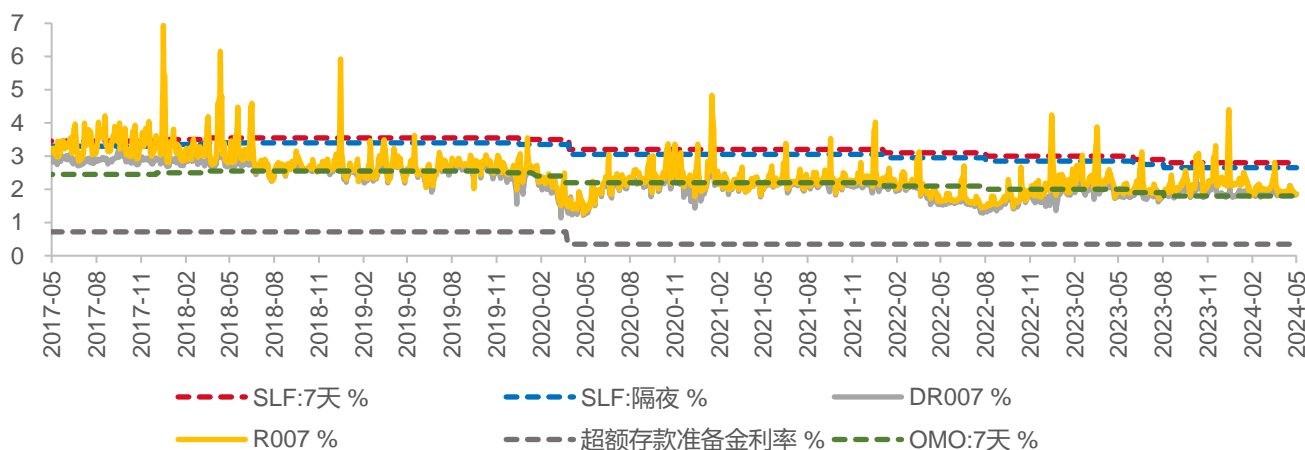
图21 美国财政部 TGA



资料来源：Wind，东海证券研究所

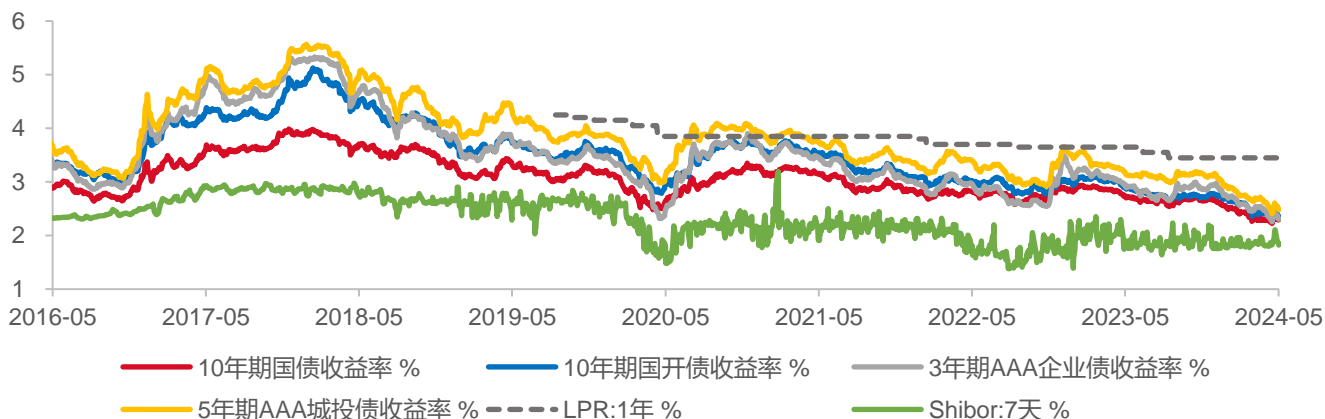
2.3.基准利率及债市情绪

图22 央行政策利率走廊



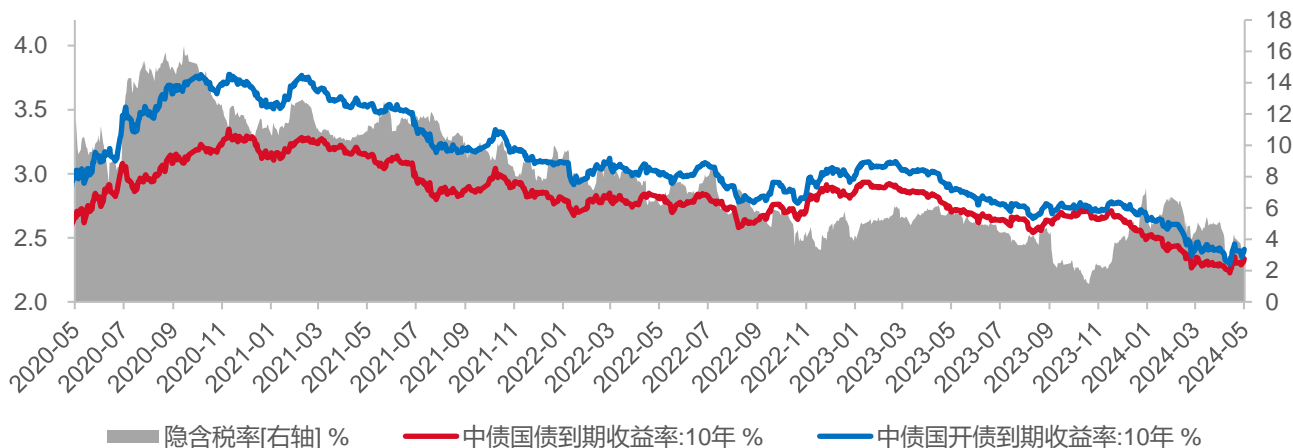
资料来源：Wind，东海证券研究所

图23 主要产品利率走势



资料来源：Wind，东海证券研究所

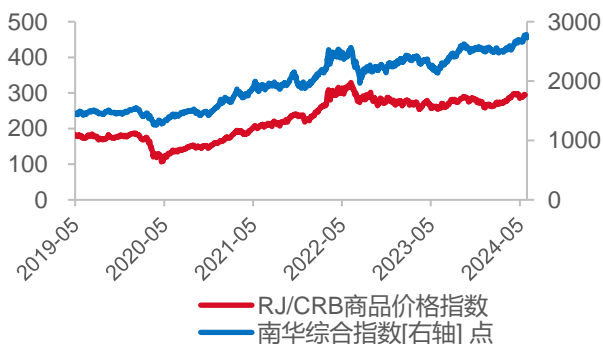
图24 隐含税率“牛市下行、熊市上行”



资料来源：Wind，东海证券研究所

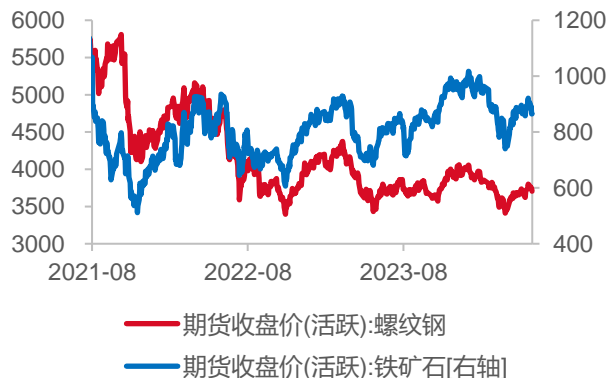
3.商品市场

图25 RJ/CRB 商品及南华期货商品指数，点



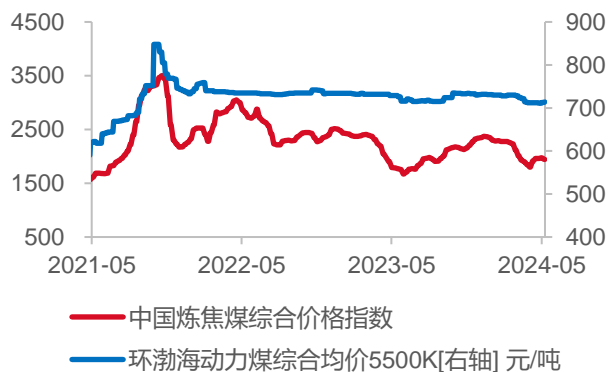
资料来源：Wind，东海证券研究所

图26 铁矿石与螺纹钢指数，点



资料来源：Wind，东海证券研究所

图27 焦煤、焦炭价格，点



资料来源：Wind，东海证券研究所

图28 铜价



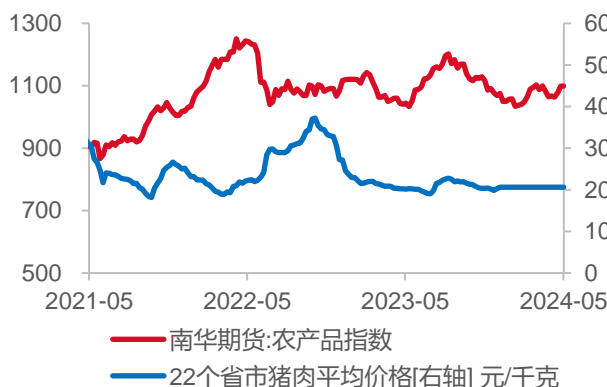
资料来源：Wind，东海证券研究所

图29 美元与油价



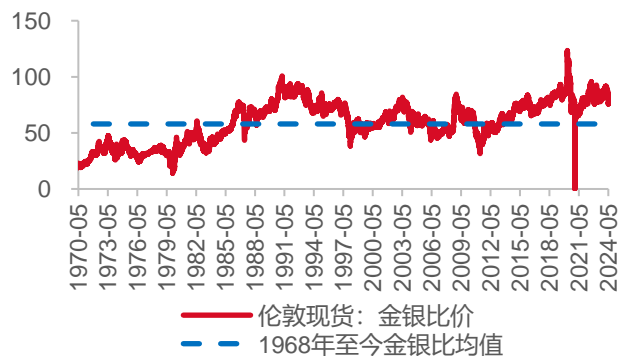
资料来源：Wind，东海证券研究所

图30 农产品价格指数，点



资料来源：Wind，东海证券研究所

图31 金银比价



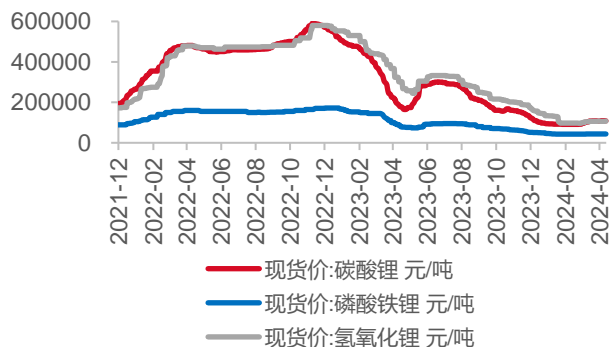
资料来源：Wind，东海证券研究所

图32 伦敦金现及伦敦银现



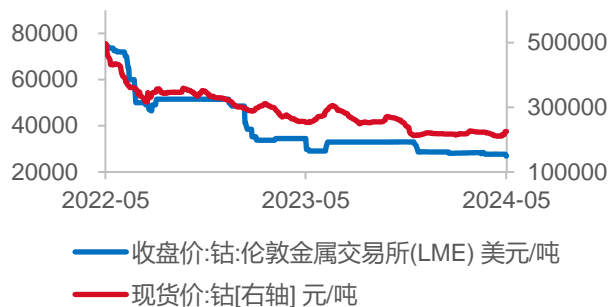
资料来源：Wind，东海证券研究所

图33 国产锂价



资料来源: Wind, 东海证券研究所

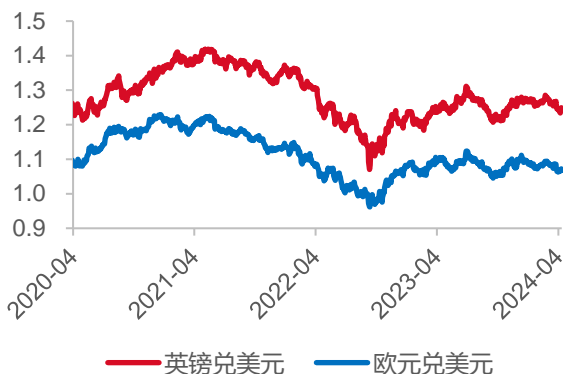
图34 钴价



资料来源: Wind, 东海证券研究所

4. 外汇市场

图35 英镑兑美元、欧元兑美元



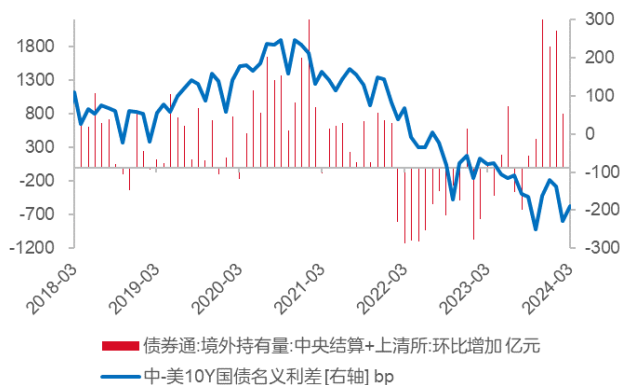
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图36 美元兑人民币汇率、美元兑日元



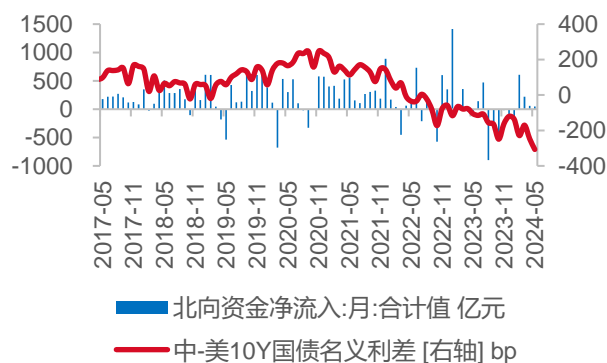
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图37 外资对境内债券持有情况



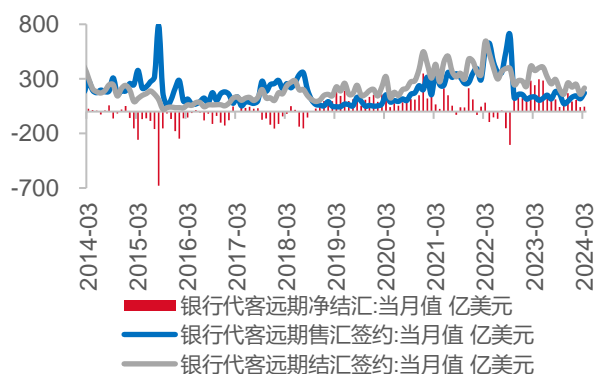
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图38 外资对境内股票持有情况



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图39 银行代客远期净结汇



资料来源：Wind，东海证券研究所

图40 人民币汇率与权益走势呈现一定同向性



资料来源：Wind，东海证券研究所

表1 央行主要汇率管理工具最新使用情况，截至 2024 年 05 月

汇率管理工具	首推年限	RMB 贬值时	RMB 升值时	最新调整日	当前状态
外汇存款准备金率	2005 年	下调↓	上调↑	20230915	下调 2 个百分点 4%
远期售汇风险准备金率	2015 年	上调↑	下调↓	20220928	由 0%上调至 20%
跨境融资宏观审慎调节参数	2016 年	上调↑	下调↓	20230720	全口径上调至 1.5
离岸央行票据发行	2018 年	-	增发	20230919	滚动续作，增发 100 亿元
离岸掉期市场干预	2018 年	提升离岸做空成本	-	-	-
口头干预	-	-	-	20240511	2024Q1 央行货政执行例会：重申“防范汇率超调风险”“保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定”
逆周期调节因子	2017 年	-	-	-	有所启用

资料来源：中国人民银行，外汇管理局，东海证券研究所

5.经济日历

图41 主要周度经济事件及数据

日期	时间	国家/地区	指标/事件	前值	预期值
2024-06-03	22:00	美国	5月ISM制造业PMI	49.2	-
2024-06-04	22:00	美国	4月耐用品:新增订单(百万美元)	305569	-
2024-06-04	22:00	美国	4月耐用品新增订单:季调:环比(%)	0.926875	0.5
2024-06-04	22:00	美国	4月全部制造业:新增订单(百万美元)	613335	-
2024-06-05	20:15	美国	5月ADP就业人数:季调(人)	131922000	-
2024-06-05	22:00	美国	5月ISM非制造业PMI	49.4	-
2024-06-06	20:30	美国	6月01日初请失业金人数:季调((人)	219000	-
2024-06-07	待定	中国	5月出口金额:当月同比	1.5	4.6
2024-06-07	待定	中国	5月出口金额:人民币:当月同比	5.1	-
2024-06-07	待定	中国	5月官方储备资产;其他储备资产(亿美元)	-	-
2024-06-07	待定	中国	5月进口金额:当月同比	8.4	-
2024-06-07	待定	中国	5月进口金额:人民币:当月同比	12.2	-
2024-06-07	待定	中国	5月外汇储备(亿美元)	32008.31	-
2024-06-07	20:30	美国	5月U6失业率:季调(%)	7.4	-
2024-06-07	20:30	美国	5月非农就业人口变动:季调(千人)	175	-
2024-06-07	20:30	美国	5月平均时薪:季调(美元)	34.75	-
2024-06-07	20:30	美国	5月失业率:季调(%)	3.9	-
2024-06-07	20:30	美国	5月私营企业非农就业人数变动:季调(千人)	167	-
2024-06-07	20:30	美国	5月政府就业人数:季调(千人)	8	-

资料来源: Wind, 东海证券研究所

6.风险提示

美联储降息落地节奏不及预期: 美国当前劳动力市场依旧强劲, 通胀水平仍处高位, 若回落不及预期或引发美联储态度转向偏慢, 从而约束我国利率下行空间。

海外银行业危机蔓延: 部分海外银行资产端以长久期、低利率产品为主, 流动性相对较差。而全球多数发达经济体央行连续加息背景下, 银行负债端若集中于久期短且利率高的产品, 或使得资产负债期限错配、净息差压缩甚至倒挂, 引发一定流动性危机和挤兑风险。

国际地缘摩擦超预期: 俄乌冲突尚未结束, 地缘摩擦扰动或引发大宗价格大幅波动, 引发通胀上行。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师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为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089