

【宏观专题】

10年国债跌回疫情之初，2.8%错了吗？

❖ 前言

近期债市大幅调整，市场最大的困惑是在疫情冲击后经济尚未完全修复的情况下，利率就率先调整到了与疫情爆发初期（2月上旬）相当的水平。当下10年国债利率2.8%的位置，是市场在情绪反转下的超跌，还是对宏观环境的理性定价？本文尝试从利率四驱车模型再出发，以系统性的分析办法为当前变化多端的利率形势寻找一个答案。

❖ 经济基本面：工业经济决定的利率中枢变化

首先我们应当明确，我国利率实际上是对工业经济增长定价，而非对全体经济增长定价，最直接的证据在于10y国债利率与名义GDP增速并没有很好的对应关系，因此不能简单按照广谱经济增速去研判中国利率，中国利率定价与工业经济增速更为咬合。这是由我国经济中二产的高占比决定的。

在此基础上，再看当前2.8%的利率位置，虽然经济增速尚未修复到疫情前，但是工业经济部分景气度已经接近2019年全年水平（2019年工业增加值累计同比5.7%），2.8%10y国债利率隐含市场对下半年工业增加值的预期增速在4%-5%左右，并未体现过度定价（预计5月工业增加值同比增速大概率5%左右）。

❖ 当下货币政策的理解：为何变，变成什么样？

首先，我们强调二季度货币政策的变化并非因为汇率掣肘，没有资本外流配合的汇率价格波动是不具备货币掣肘基础的。

那么，货币政策到底因何而变？货币政策从一季度的“救死扶伤”转向二季度在继续降低融资成本和控制脱实向虚之间取得平衡，主要原因在于三月下旬到四月上旬脱实向虚抬头和债市杠杆热度的火速提升。同时恰逢经济修复也进入正式轨道，“等等看”的客观环境进一步明确了这种货币克制趋势。

最后，货币政策将变成什么样？针对变化的金融环境，后续货币政策仍需在多重均衡中转圜，既要继续降低融资成本、又要控制脱实向虚、以及顾及宏观杠杆率的系统性稳健。具体的，货币政策或存在三个变，让利角色的“变”、监管内容的“变”、具体做法的“变”。首先，让利角色从央行让利转向银行让利，特别对国有金融机构全面弱化对利润增长的考量，转将绩效考核与普惠型小微企业贷款情况挂钩。其次，加强监管从“渠道”变为“针对性打击高收益”，阻断“套利”链条。最后，央行做法从给量降价转为给量不降价或给量少降价。仍然维持给“量”，保证货币政策对财政的配合和支持，后续仍有降准配合特别国债发行的可能，但各种政策利率调降上或维持克制，从而达到挤压银行让利的目的。

无论是“银行让利”的要求，还是高收益业务的规范，或是小微信贷的专款专用，都旨在让银行增加对实体信贷的支持。对比过去货币宽松的经验，本轮宽松中银行对于流动性的配置被更大的限定在了信贷投放上，那么超储挤压后必然会形成对于债权资产的配置的收缩压力，这也意味着后续银行间资金面的调整和债券市场流动性预期的变化持续性较长。但货币政策维持给量的底线意味流动性环境并非绝对反转，维持流动性宽松仍然是宽信用降成本不可或缺的基本条件。

❖ 债市转熊不尽然，奈何大势已东去

综合利率四驱车四维度来看，利率中长期再回牛市的可能性有限，不过当即直线上行的动能亦不足，债市大概率将进入震荡格局，以2.8%-2.9%为新中枢双侧震荡，波段机会仍可博弈，趋势方向谨慎押注。当下经济基本面和流动性基本面尚未全面反转。经济未来继续反弹的高度和持续度仍存隐忧，货币政策虽有边际调整，但维持流动性宽松仍然是宽信用降成本的基本条件。7月前后或有部分交易机会的信号值得关注。但在长牛趋势已然告结的背景下，本次交易空间能有多大须得投资者谨慎把握。

❖ 风险提示：经济超预期二次触底

华创证券研究所

证券分析师：张瑜

电话：010-66500918

邮箱：zhangyu3@hcyjs.com

执业编号：S0360518090001

联系人：杨轶婷

电话：010-66500905

邮箱：yangyiting@hcyjs.com

相关研究报告

《【华创宏观】四维度跟踪海外经济重启——疫后世界观·系列一》

2020-05-12

《【华创宏观】稳增长下，“旧改”的变与不变——扩内需系列五》

2020-05-18

《【华创宏观】新兴市场国家基本面风险全评估——疫后世界观·系列二》

2020-05-20

《【华创宏观】今年的财政是如何打算的？——扩内需系列六》

2020-06-01

《【华创宏观】唯一的海南，唯一的自贸港》

2020-06-06

投资主题

报告亮点

本文尝试从利率四驱车模型再出发，以系统性的框架分析当前变化多端的利率形势。结合经济基本面、广义流动性供需、市场资金变化和境外增量资金回顾和展望当下利率市场的定价因素，并对货币政策方向的调整做出了较为详细的剖析。

投资逻辑

综合四维度来看利率中长期再回牛市的可能性有限，不过当即直线上行的动能亦不足，债市大概率将进入震荡格局。

工业增加值和通胀结合决定的利率中枢基本在 2.85% 左右，广义流动性供需双热，社融-M2 缺口进一步收窄的空间业已不大。但经济基本面和流动性基本面尚未全面反转。经济未来继续反弹的高度和持续度仍存隐忧，货币政策目标虽有边际调整，但维持流动性宽松仍然是宽信用降成本不可或缺的基本条件。7 月前后或有部分交易机会的信号值得关注。但在长牛趋势已然告结的背景下，本次交易空间能有多大须得投资者把握。

目 录

一、利率四驱车模型回顾.....	5
二、主轮之经济基本面：工业经济决定的利率中枢变化.....	5
三、主轮之广义流动性供需：社融-M2 预示震荡而非转熊.....	7
四、副轮之资金力量：货币政策引起资金力量调整.....	7
五、副轮之境外资金：中美息差是吸引境外资金的关键.....	8
六、当下货币政策的理解：为何变，变成什么样？	8
七、债市转熊不尽然，奈何大势已东去.....	10

图表目录

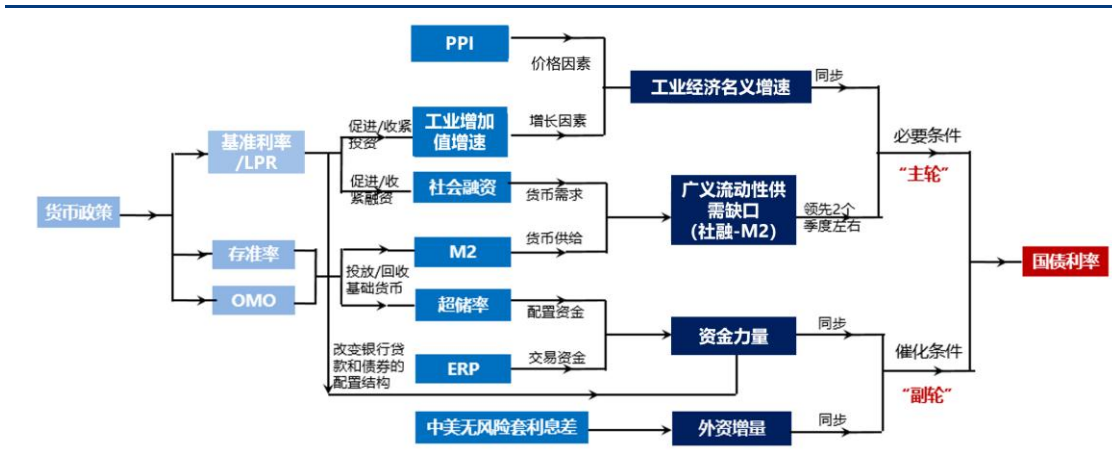
图表 1 利率四驱车分析框架.....	5
图表 2 我国工业增加值占 GDP 比重远高于美国.....	6
图表 3 我国非金融信用债中二产占据了一半规模.....	6
图表 4 根据工业增加值和 PPI 推算的工业经济名义增速与当前 10 年期利率水平基本相当.....	7
图表 5 社融-M2 同比缺口预示未来利率或陷入震荡但并非转熊.....	7
图表 6 4 月底 ERP 已接近 2019 年初高位.....	8
图表 7 4 月超储率进一步下行.....	8
图表 8 无风险套息差是外资增持利率债的重要因素.....	8
图表 9 AA 级 1 年期中短票据利率与 1 年理财收益倒挂.....	10
图表 10 R001 成交量 5 月由历史高位回落.....	10

一、利率四驱车模型回顾

在去年5月报告《利率“四驱车”驶向何处？——宏观四视角框架》中，我们曾提出我国利率实为“四轮驱动”模式，通过对工业经济名义增速、货币供需、资金配置、增量外资四个角度进行宏观分析，有利于投资者在复杂的市场情境中把握利率行进的方向。

具体而言，从生产角度看的工业经济名义增长速度，以及从金融角度看的广义流动性供需缺口，是决定利率长期趋势的“主轮”，前者决定中枢，后续领先预示利率方向。其次，资金力量在边际上影响了利率的变化幅度和持续度，是利率行进的“副轮”之一，在短期内对市场行情形成干扰或是助推。同时，伴随中国债券市场的改革开放，外资对于国内利率走势也形成一个不容忽视的力量，是利率行进的“副轮”之二。而货币政策对于债市利率的影响，则是通过价格调控和数量调控两种手段，以降息促进社会投融资活力，以降准和公开市场操作等手段投放流动性，作用于这四个方面，并进一步影响利率走势。

图表1 利率四驱车分析框架



资料来源：Wind，华创证券

二、主轮之经济基本面：工业经济决定的利率中枢变化

对于本轮债市调整，市场最大的困惑是在疫情冲击后经济尚未完全修复的情况下，利率就率先调整到了与疫情爆发初期（2月上旬）相当的水平。当下10年期国债利率2.8%的位置，是市场在情绪反转下的超跌，还是对宏观环境的理性定价？这一问题的答案直接决定了投资者未来的策略部署。

首先我们应当明确，我国利率实际上是对工业经济增长定价，而非对全体经济增长定价。最直接的证据在于10y国债利率与名义GDP增速并没有很好的对应关系，因此不能简单按照广谱经济增速去研判中国利率，中国利率定价与工业经济增速更为咬合。在利率四驱车模型搭建过程中，不同于美国10年期国债利率定价以实际经济增速和CPI作为经济基本面估算指标，我国10年期国债利率是以工业增加值和PPI拟合的工业经济名义增速作为经济基本面的参考指标，着重考量工业经济的增长。为什么会有这样的区别？两国利率定价因素不同的背后，反映的是两国不同的经济结构及债券市场结构。我国工业增加值占GDP比重在35%左右，而美国不到15%。我国非金融业信用债中二产占比更高达50%。

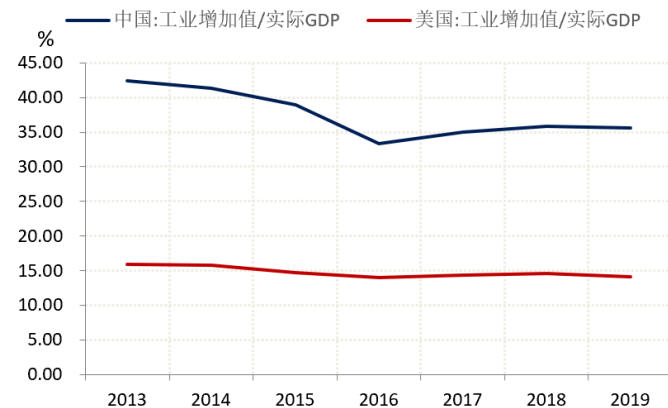
注：华创宏观美债利率定价模型参见报告《从三因素框架看美债利率--大类资产配置系列一》，10年期国债利率“四驱车”分析框架详见报告《利率“四驱车”驶向何处？——宏观四视角框架》。

图表 2 10y 利率走势与工业经济名义增速咬合度较好



资料来源: Wind, 华创证券

图表 4 我国工业增加值占 GDP 比重远高于美国



资料来源: Wind, 华创证券

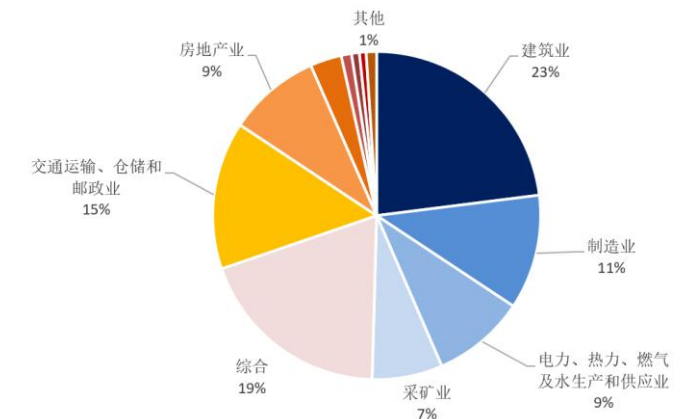
在此基础上,再看当前 2.8% 的利率位置,虽然经济增速尚未修复到疫情前,但是工业经济部分(以工业增加值为基础)景气度已经接近 2019 年全年水平(2019 年全年工业增加值累计同比 5.7%),2.8% 10y 国债利率隐含市场对下半年工业增加值的预期增速在 4%-5% 左右,这并未体现过度定价(预计 5 月工业增加值同比增速大概率 5% 左右)。金融资产定价的是未来现金流而非过去的经济变化,2-3 月份疫情下工业增加值的深 V 大坑已经是既定事实,而 4 月以来在加码基建和韧性出口的支撑下工业增加值同比迅速转正,也证明疫情对经济的拖累低于此前市场的预期。不仅如此,5 月多项大宗商品的上涨亦反映 PPI 跌幅可能小幅收窄。在欧美经济初步解封、国内基建大幅上行的影响下,5 月布油月均价格环比上涨 56%。螺纹钢现货月均价格小幅上涨 3.3% 左右,中国化工产品价格指数月均环比上涨 3.1%,全国水泥价格指数月均环比上涨 0.9%。综合工业增加值和 PPI 的预测决定的未来利率中枢基本在 2.85% 左右。

图表 3 10y 利率走势与名义 GDP 增速在趋势和点位上均难以完美对应



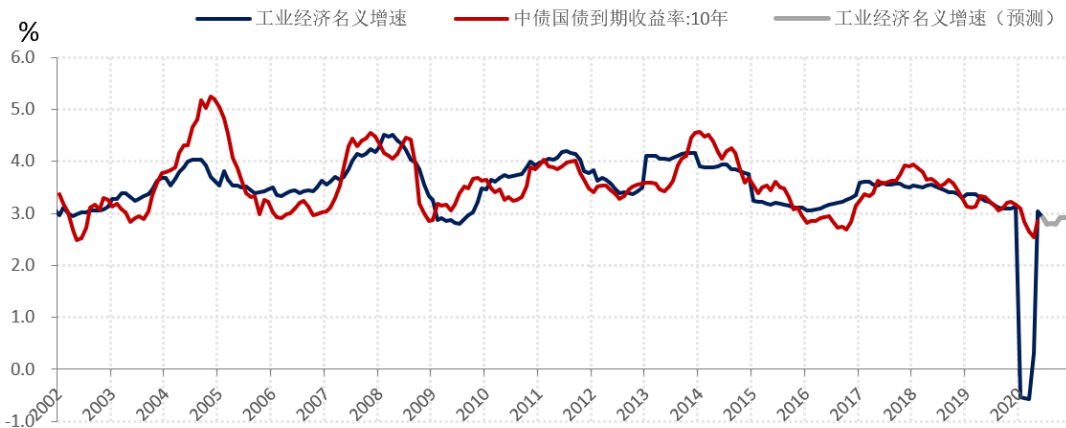
资料来源: Wind, 华创证券

图表 5 我国非金融信用债中二产占据了一半规模



资料来源: Wind, 华创证券

图表 6 根据工业增加值和 PPI 推算的工业经济名义增速与当前 10 年期利率水平基本相当



资料来源: Wind, 华创证券

三、主轮之广义流动性供需: 社融-M2 预示震荡而非转熊

根据利率四驱车模型, 社融-M2 代表的广义流动性供需也同样有决定资金价格即利率水平的力量。根据既往经验, 社融-M2 缺口与利率走势正相关, 并基本领先于利率走势 2 个季度。2012 年之前, 市场对于货币需求、融资需求, 简单理解为信贷需求。但 2012 年开始, 伴随表外融资和直接融资的蓬勃发展, 社融指标成为市场关注的焦点, 社融-M2 领先利率的稳定性强化。

从这一视角看, 5 月以来利率回调的背后是市场对于社融增速进一步上行的预期提振。政策上, 先有两会确认全年财政参数和社融、M2 增速目标, 后有八部门联合发文“宽信用”, 货币政策创新工具定向支持小微。真实数据上, 4 月社融增速直达 12% 超市场预期, 同时当月政府债融资破万。但我们认为, 未来在社融增速上行的同时, M2 也将继续增长, 从而限制了利率单边上行的可能。一则货币政策仍将维系较为宽松的流动性为“宽信用”创造有利环境, 二则财政效率的提升意味着当前的财政融资将更快的转化为财政支出回补广义流动性。结合社融-M2 增速对于利率的领先性, 未来利率或将步入震荡, 但直线上行的可能性有限。

图表 7 社融-M2 同比缺口预示未来利率或陷入震荡但并非转熊



资料来源: Wind, 华创证券

四、副轮之资金力量: 货币政策引起资金力量调整

经济基本面和广义流动性供需两个主轮决定了利率大势, 境内资金力量和境外增量资金则是影响利率波段行情的副轮。无论是在股债配置视角看交易资金力量, 还是从银行间流动性宽裕程度看配置资金力量, 4 月底债市资金均出现调整的信号。而把握资金力量变化的关键, 还在于理解货币政策方向的边际转变。

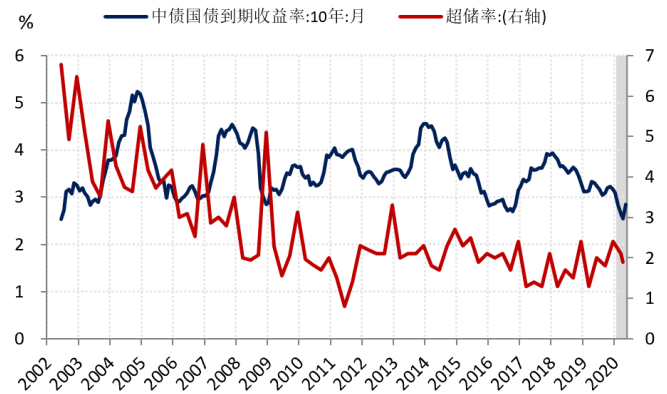
首先，资金信号变化如何改变？从ERP看交易资金力量，4月底ERP回升至历史高位，已经与2019年初水平相当，权益较债市具有更高的大类资产配置价值。从超储率和短端利率看银行间配置资金力量，4月超储率进一步下移至1.9%，同时5月DR007重新向OMO7天靠拢，利率中枢明显上移。伴随短端利率的回升，债市“滚隔夜”的杠杆力量下行。央行有意调整银行间资金价格水平，打压资金脱实向虚和空转的力量。

图表 8 4月底ERP已接近2019年初高位



资料来源：Wind，华创证券

图表 9 4月超储率进一步下行



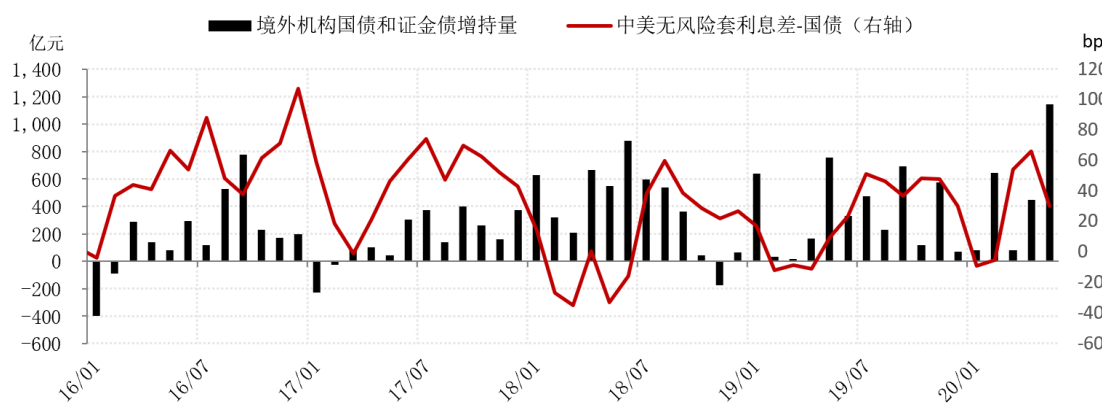
资料来源：Wind，华创证券

五、副轮之境外资金：中美息差是吸引境外资金的关键

我国金融市场的不断开放使得境外资金已经成为债市不可忽视的边际力量，中美考虑套保成本后的无风险套利息差是决定境外资金增持国内利率债的直接因素。

无论是从汇率角度考虑，还是从境内控制资金套利的角度考虑，货币政策或都无意让境内无风险利率快速下行，中美息差仍将维持在相对高位，从而吸引外资加码中国国债。并且从5月外资增持力量看，尽管利差小幅回落，但外资资金流入却创历史新高，亦反映在美联储持续扩表，美元流动性充裕的情况下，美元资金在全球寻找高性价比资产，中国国债博得关注。

图表 10 无风险套利息差是外资增持利率债的重要因素



资料来源：Wind，华创证券

六、当下货币政策的理解：为何变，变成什么样？

1、首先，否认一个观点。

二季度货币政策的变化并非因为汇率掣肘。没有资本外流配合的汇率价格波动是不具备货币掣肘基础的，两会中明确提及“防止资金空转套利”和总理的“避免有人浑水摸鱼”都明确了二季度货币政策变化的主要原因就是脱实向

虚套利的重燃。

2、其次，到底为何变？

一季度面临疫情冲击，货币政策的目标是“救死扶伤”防范系统性金融风险，组合拳是宽货币+给量降价+松监管，结果是曲线迅速牛陡，短端资金价格创历史新低。于是紧接着看到金融环境的剧烈变化，三月下旬到四月上旬脱实向虚抬头和债市杠杆热度的火速提升。

一方面看到杠杆热度的替代指标——隔夜回购交易量占比提升到历史高位，一方面看到脱实向虚套利的替代指标——AA一年期中短期票据利率相对一年期理财收益率出现倒挂，倒挂幅度甚至堪比2015年最深处，即企业发债买理财（同期限，根本没有期限错配风险）都有了确定性的套利空间。

于是二季度开始，货币政策进入降低融资成本呵护经济与控制脱实向虚之间的权衡，同时恰逢经济修复也进入正式轨道，“等等看”的客观环境进一步明确了这种货币克制趋势。早在4月及5月初我们就多次提及资金脱实向虚的问题和提示货币宽松边际放缓的趋势，在4月18日报告《经济与资产这道多元方程如何求解？》中，我们便提出二季度利率难在大幅下行，更在5月报告《三个细节看当下宏观》中再次强调市场对货币政策宽松幅度不宜过于期待。

3、最后，变成什么样？

针对变化的金融环境，后续货币政策需要转圈在多重均衡中，包括继续降低融资成本、控制脱实向虚以及顾及宏观杠杆率的系统性稳健，一季度“不顾一切”的宽松已是过去式，速效救心丸不能总当作日常米饭来期待。

未来货币政策或存在三个变，让利角色的“变”、监管内容的“变”、具体做法的“变”。

首先，让利角色从央行让利转向银行让利。经济下行周期中，不良风险和资本消耗的压力加大，银行若还为了利润问题束手束脚，那么宽信用就是“天方夜谭”。因此我们看到除了对中小金融机构仍有防风险的考量，针对安全垫较厚的国有金融机构，本轮监管全面弱化对利润增长的考量，转将绩效考核与普惠型小微企业贷款情况挂钩。

其次，加强监管从“渠道”变为“针对性打击高收益”。在正常认知下，宽信用和监管似乎不能共存，但需要清晰的是今年监管的重心并非是2017年那一轮聚焦的“渠道”（收紧一些渠道必然对宽信用有所影响），今年针对脱实向虚问题，监管重心在限制高收益类存款产品，从而达到引导资金流向实体以确保让实体享受低成本资金的目的。3月开始央行及银保监陆续发文整改存款“创新”产品，先有央行下发《关于加强存款利率管理的通知》将结构性存款保底收益率纳入自律管理和宏观审慎评估，后有5月银保监会下达“资金管理新规”推动资金信托监管，以及近日监管继续压降银行不规范存款创新产品，这些监管的本质都是聚焦打击“高收益”，阻断“套利”链条。

最后，央行做法从给量降价转为给量不降价或给量少降价。仍然维持给“量”，保证货币政策对财政的配合和支持，后续特别国债的发行配合定向降准的可能性依然存在，但各种政策利率调降上或维持克制，从而达到挤压银行让利的目的。

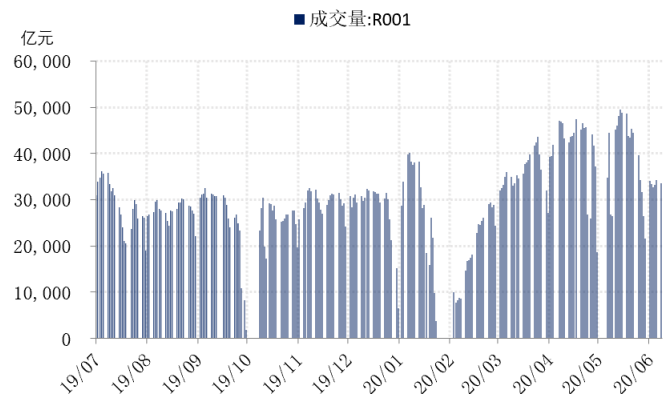
无论是“银行让利”的要求，还是高收益业务的规范，或是小微信贷的专款专用，都旨在让银行增加对实体信贷的支持。对比过去货币宽松的经验，同样是银行获得宽松资金，本轮宽松中银行对于流动性的配置被更大的限定在了信贷投放上，那么超储挤压后必然会形成对于债权资产的配置的收缩压力，这也意味着后续银行间资金面的调整和债券市场流动性预期的变化持续性较长。但货币政策维持给量的底线意味流动性环境并非绝对反转，维持流动性宽松仍然是宽信用降成本不可或缺的基本条件。

图表 11 AA 级 1 年期中短票据利率与 1 年理财收益倒挂



资料来源: Wind, 华创证券

图表 12 R001 成交量 5 月由历史高位回落



资料来源: Wind, 华创证券

七、债市转熊不尽然，奈何大势已东去

综合四维度来看利率中长期再回牛市的可能性有限，不过当即直线上行的动能亦不足，债市大概率将进入震荡格局，以 2.8%-2.9% 为新中枢双侧震荡，波段机会仍可博弈，趋势方向谨慎押注。当下工业增加值和通胀结合决定的利率中枢基本在 2.85% 左右，广义流动性供需双热，社融-M2 缺口进一步收窄的空间业已不大。

但在当下工业经济修复超预期和货币政策边际调整的同时，经济基本面和流动性基本面并未全面反转。经济未来继续反弹的高度和持续度仍存隐忧，一是在财政吃紧的情况下基建逆周期加码的持续性能有多强，赶工季过后的高频数据还能有多热仍需跟踪，二是在防疫物资出口拉动力减弱和机电产品继续拖累的情况下，出口增速谷底或仍有 -11% 到 -13%，需待验证。货币政策目标虽有边际调整，但维持流动性宽松仍然是宽信用降成本的基本条件。

那么未来是否还可能出现交易机会？7 月前后或有部分信号值得关注。1、6 月中美第一阶段贸易协议 review 释放的中美关系的新信号，是否会再度压制风险偏好；2、6-7 月正值二季度逆周期政策效果的验证时点，赶工季过后高频生产数据如水泥发货量、发电日均耗煤等是否可能回落超出季节性；3、出口增速是否将在 7 月进一步下行触底并达到 -13% 左右的跌幅。4、从社融-M2 的领先性上看，年初以来社融-M2 缺口小幅收窄，或在三季度短暂牵引利率回落。以上四个观察点，如能有过半共振，或意味债市将有小幅交易机会。但在长牛趋势已然告结的背景下，本次交易空间能有多大须得投资者谨慎把握。

宏观组团队介绍

组长、首席分析师：张瑜

中国人民大学经济学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围。

研究员：杨轶婷

香港大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

分析师：陆银波

中国人民大学经济学硕士，CPA。曾任职于中信证券。2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

研究员：高拓

加拿大麦克马斯特大学金融学硕士。2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

助理研究员：殷雯卿

中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

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。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500