

2021年07月25日

“周期性风险”，理解与应对

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）

majieying@kysec.cn

证书编号：S0790120080081

“周期性风险”为近期首次提出，理解其含义，或有助于厘清当下政策思路。

- **“周期性风险”，在国内经济中体现为短周期下行压力、以中周期债务压制**
“周期性风险”，在国内短周期的体现，或为疫后政策“退潮”带来的经济局部下行压力，以投资为例。政策托底及“外溢”下，房地产和基建投资在疫情期间快速修复，2020年年中已恢复至疫情前；伴随经济活动逐渐正常化，政策重心回归“调结构”、“防风险”，房地产投资从2020年11月高点12.7%回落至2021年6月两年复合的7.2%，基建投资从高位回落7个百分点至最新两年复合的3.9%。
“周期性风险”，在国内中周期的体现，或为持续累积的债务压力，及债务化解过程中的信用风险暴露，与经济下行压力。疫后杠杆的快速抬升，使前期持续累积的债务压力加速显性化，再融资现金流趋紧，城投债募资用于“借新还旧”比例抬升至86%、创历史新高；同时，城投平台负债短期化、信用分层等加剧，推升潜在信用风险。债务压制下，地方政府投资意愿和能力等下降，进而影响经济。
- **“周期性风险”，在全球经济运行中体现为全球通胀、资金回流、及出口回落**
“周期性风险”，在海外的体现，首先包含了全球“大放水”之后的全球大通胀。应对疫情影响，美国等发达经济体实施货币“大放水”、M2增速创历史新高。不同于以往因衰退“放水”阶段，美国财政大规模发钱，导致部分居民就业意愿下降、企业被迫加薪招人，使劳动力成本“不降反升”；同时，发达经济体经济修复带动商品需求扩张，而新兴经济体疫情反复拖累原材料供给，进而推升全球通胀。美国已进入复苏甚至过热的状态，部分新兴经济体却已陷入“滞涨”，如此格局容易鼓励资金从新兴市场回流美国。新兴经济体，大多需要出口相对低附加值商品、进口相对高附加值商品，美元走强背景下，输入性通胀压力上升；抗击通胀、汇率贬值的压力下，又被迫加息、加剧问题暴露。此外，主要生产型经济体生产能力的修复，或导致中国出口“份额”的下降，出口链对国内经济支撑作用下降。
- **面对“周期性风险”，政策或应做好跨周期调节，注重前瞻性、持续性等**
跨周期调节应对“周期性风险”，更加注重前瞻性、持续性和结构引导等，带来经济长期波动下降等。应对经济回落压力等，传统阶段以逆周期调节为主；而当前主要运用跨周期调节，目标、方式、影响等不同。相较逆周期调节，跨周期调节着眼经济长期可持续发展，熨平经济短周期波动的过程中，更加注重前瞻性、持续性和结构引导等，并通过结构性改革释放政策红利，加快推动经济转型等。跨周期调节下，货币流动性不具备趋势性收紧的基础，也不会“大水漫灌”。经济回落等周期性风险的渐显，决定了货币流动性较难出现明显收紧；政策重心回归“防风险”、“调结构”，也需要适宜的货币流动性环境相配合。但过于宽松的货币流动性环境，容易导致商品交易的金融属性增强、加大通胀压力和资产泡沫，也容易引发金融机构和企业“空转”套利等行为，不利于应对“周期性风险”。
- **风险提示：**经济压力加大，债务风险暴露。

相关研究报告

《宏观经济专题-水泥、玻璃表现，映射地产投资结构分化》-2021.7.21

《宏观经济点评-收入改善延续，支出仍然偏慢》-2021.7.21

《宏观经济专题-从债务付息，看地方财政压力》-2021.7.19

目 录

1、 “周期性风险”，在国内体现为短周期下行压力、债务压制等	3
2、 在全球经济运行中体现为全球通胀、资金回流、出口回落等	4
3、 政策或应做好跨周期调节，注重前瞻性、持续性等	8
4、 流动性与政策跟踪	10
5、 风险提示	12

图表目录

图 1: 社融等领先指标显示，经济已逐步见顶回落	3
图 2: 地产、基建增速自 2020 年已先后见顶回落	3
图 3: 疫后杠杆率明显抬升	4
图 4: 地方债务到期、再融资压力明显加大	4
图 5: 疫后主要发达经济体货币“大放水”	4
图 6: 不同以往，本次经济回落后劳动力成本“不降反升”	4
图 7: 美国职位空缺数创历史新高	5
图 8: 经验显示，劳动力成本居高不下，容易推升通胀	5
图 9: 全球疫苗供给严重失衡	5
图 10: 主要资源型经济体疫苗接种率多偏低	5
图 11: 考虑原油产量，当前油价仍处于相对偏低位置	6
图 12: 中国 CPI 部分原材料相关分项已处于历史高位	6
图 13: 伴随通胀压力上升，美债利率上行	6
图 14: 土耳其政策利率上调应对通胀压力	6
图 15: 伴随美元指数走强，部分新兴市场国家汇率贬值	7
图 16: 新兴市场国家外债压力攀升	7
图 17: 2020 年，中国在全球出口中的份额明显提升	7
图 18: 海外主要发达经济体生产大多已恢复至疫情前	7
图 19: 美国、欧盟从中国进口占比下降	8
图 20: 中国出口增速逐季回落	8
图 21: 传统周期下，基建和房地产投资对冲出口下行	8
图 22: 2020 年年中以来，资金空转、地产等监管加强	8
图 23: 政策向中小微企业、高新技术产业倾斜	9
图 24: 财政直达资金支持“六保”	9
图 25: 全球“大放水”下，大宗商品上涨快于以往	9
图 26: 货币市场利率围绕政策利率附近波动	9
图 27: 本周(7月19日-7月23日)资金净投放为零	10
图 28: 下周(7月26日-7月30日)有 500 亿元资金到期	10
图 29: 本周(7月19日-7月23日)货币市场利率多数回落	11
图 30: 本周(7月19日-7月23日)SHIBOR 多数回落	11
表 1: “周期性风险”为近期首次出现	3
表 2: 本周重点政策概览(7月19日-7月25日)	11

1、“周期性风险”，在国内体现为短周期下行压力、债务压制等

“周期性风险”为近期首次出现，理解其含义，或有助于厘清当下政策思路。7月12日，国务院总理在经济形势专家和企业界座谈会上指出，“做好跨周期调节，应对好可能发生的周期性风险”。而在此之前的7月7日，国务院常务会议决定，适时运用降准等工具，进一步加强金融对实体经济特别是中小微企业的支持；随后7月9日，央行宣布降准。超预期的降准，放在“周期性风险”环境下，或更容易理解。

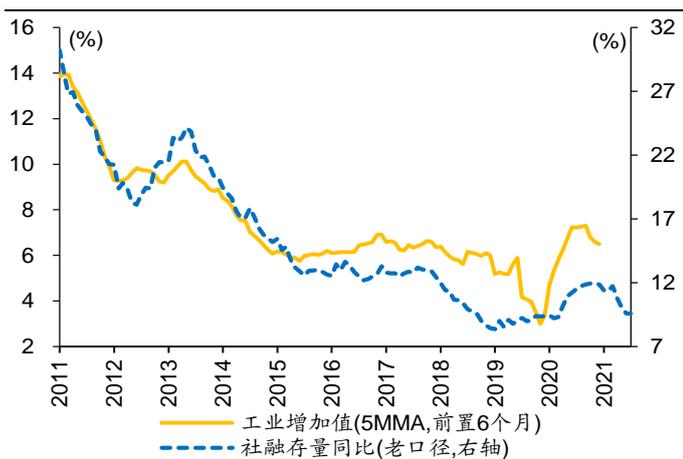
表1：“周期性风险”为近期首次出现

时间	会议/文件	主要内容
2021年7月7日	国务院常务会议	针对大宗商品价格上涨对企业生产经营的影响，要在坚持不搞大水漫灌的基础上，保持货币政策稳定性、增强有效性， 适时运用降准等货币政策工具 ，进一步加强金融对实体经济特别是中小微企业的支持，促进综合融资成本稳中有降。
2021年7月9日	央行宣布降准	中国人民银行决定于2021年7月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。
2021年7月13日	经济形势专家和企业界座谈会	统筹疫情防控和经济社会发展，立足当前，着眼长远，做好跨周期调节， 应对好可能发生的周期性风险 ，大力推进改革开放，在发展中保障和改善民生，巩固经济稳中向好态势

资料来源：中国政府网、中国人民银行、开源证券研究所

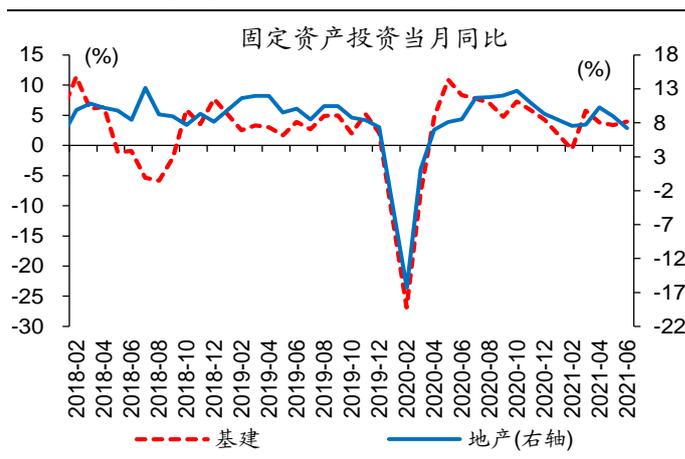
“周期性风险”，在国内短周期的体现，或为疫后政策“退潮”带来的经济局部下行压力，以投资为例。政策托底及“外溢”下，房地产和基建投资在疫情期间快速修复，2020年年中已恢复至疫情前；伴随经济活动逐渐正常化，政策重心回归“调结构”、“防风险”，房地产投资增速从2020年11月高点12.7%回落至2021年6月两年复合的7.2%，基建投资增速从高位回落7个百分点至最新两年复合的3.9%。

图1：社融等领先指标显示，经济已逐步见顶回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

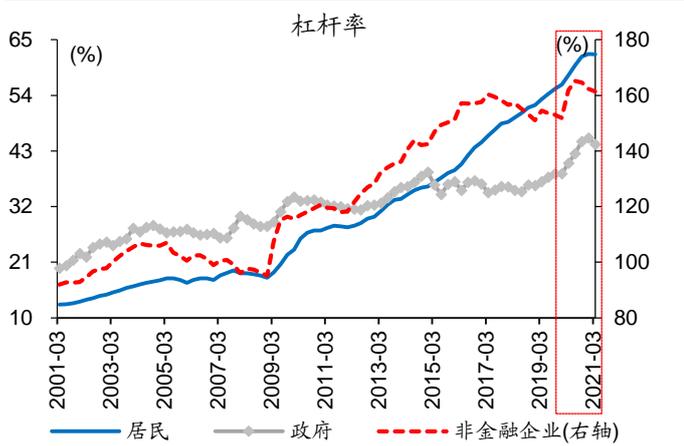
图2：地产、基建增速自2020年已先后见顶回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

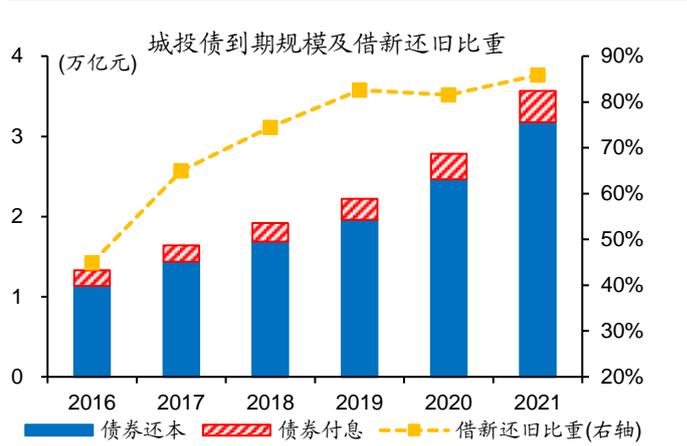
“周期性风险”，在国内中周期的体现，或为持续累积的债务压力，及债务化解过程中的信用风险暴露，与经济下行压力。疫后杠杆的快速抬升，使得前期持续累积的债务压力加速显性化，再融资现金流趋紧，城投债募资用于“借新还旧”比例抬升至 86%、创历史新高；同时，城投平台负债短期化、信用分层等加剧，推升潜在信用风险（详情参见《城投债融资“新”变化》）。债务压制下，地方政府投资意愿和能力等下降，也可能影响经济表现。

图3：疫后杠杆率明显抬升



数据来源：CNBS、开源证券研究所

图4：地方债务到期、再融资压力明显加大



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、在全球经济运行中体现为全球通胀、资金回流、出口回落等

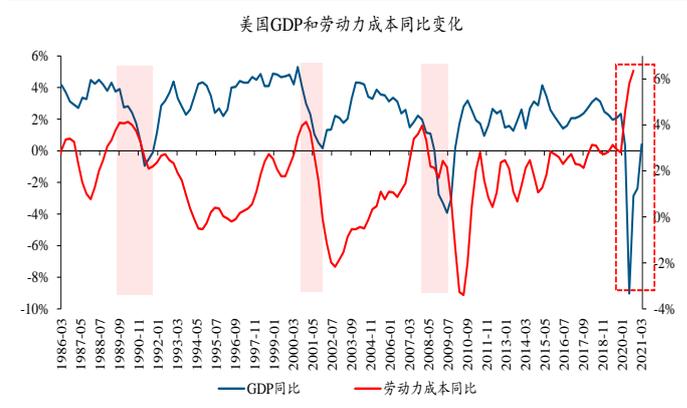
“周期性风险”，在海外的体现，首先包含了全球“大放水”之后的全球大通胀。应对疫情影响，美国等发达经济体均实施货币“大放水”、M2 供应增速创历史新高。不同于以往因衰退“放水”阶段，美国财政大规模发钱，导致部分居民就业意愿大幅下降，企业被迫加薪招人，使得劳动力成本“不降反升”。“用工荒”的持续存在下，美国企业的劳动力成本持续高企；经验显示，美国劳动力成本的居高不下，容易引发通胀螺旋式上涨（详情参见《全球大通胀时代》）。

图5：疫后主要发达经济体货币“大放水”



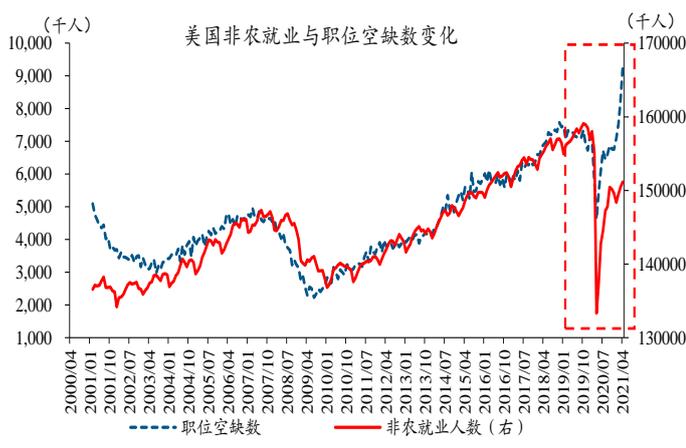
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：不同以往，本次经济回落后劳动力成本“不降反升”



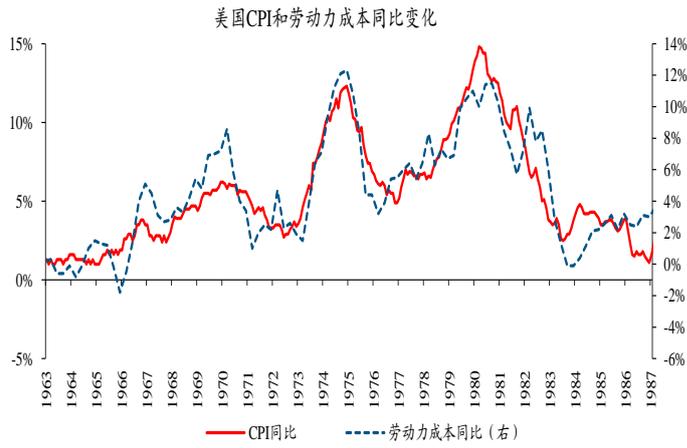
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7: 美国职位空缺数创历史新高



数据来源: Wind、开源证券研究所

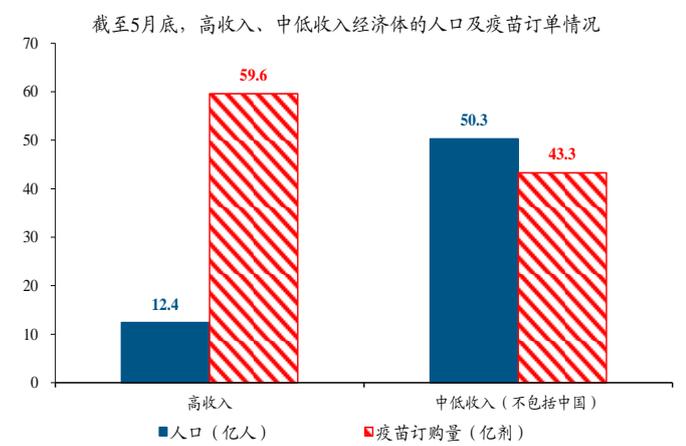
图8: 经验显示, 劳动力成本居高不下, 容易推升通胀



数据来源: Wind、开源证券研究所

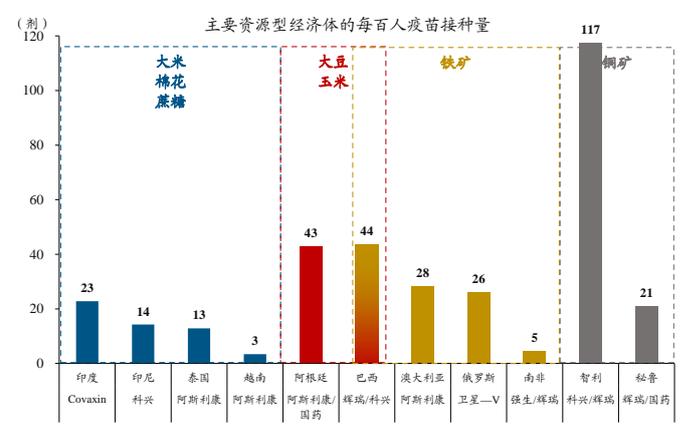
供需缺口等影响下, 全球大通胀压力或持续较长时间, 也带来国内输入性通胀压力显性化。伴随疫苗大规模推广、疫情形势改善, 发达经济体的经济修复将持续加快, 并带动各类商品需求大幅扩张。相反, 由于疫苗严重短缺, 新兴经济体的疫情反复仍是常态, 农产品、铜等商品的产能将因此持续受限。全球供需缺口及流动性过剩等因素影响下, 全球主要商品持续大幅上涨, 多创历史新高, 对国内物价的影响也已有明显体现, CPI 交通工具燃料、通信工具、家用器具等分项抬升至历史高位(详情参见《低估的通胀“传导”》)。

图9: 全球疫苗供给严重失衡



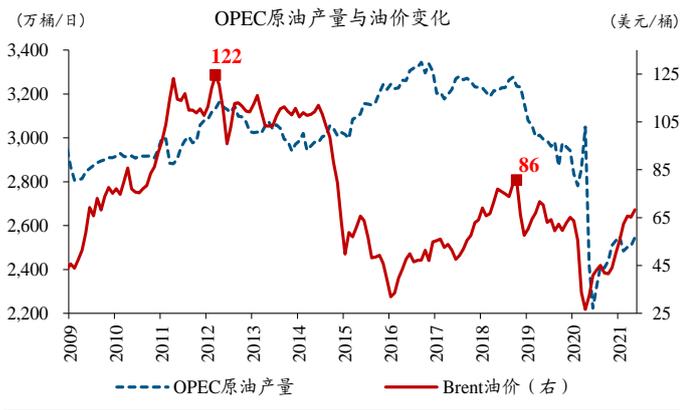
数据来源: Duke University、开源证券研究所

图10: 主要资源型经济体疫苗接种率多偏低



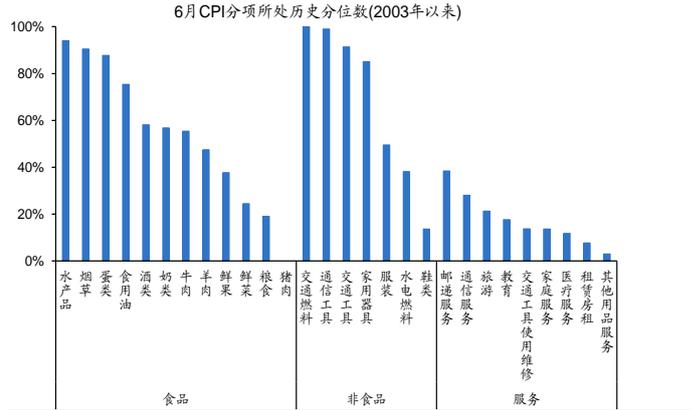
数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 考虑原油产量, 当前油价仍处于相对偏低位置



数据来源: Wind、开源证券研究所

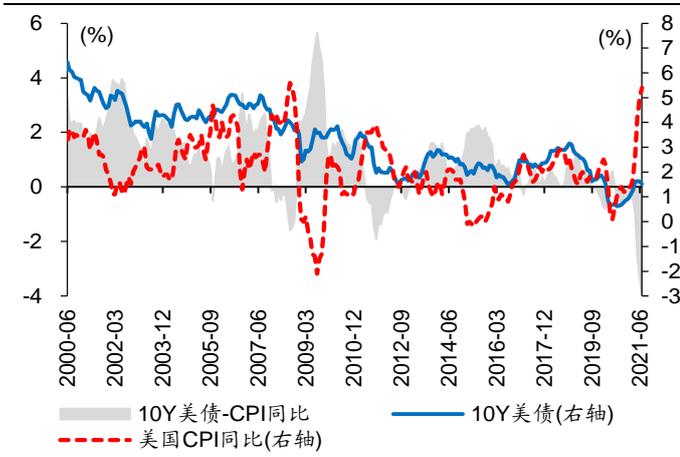
图12: 中国 CPI 部分原材料相关分项已处于历史高位



数据来源: Wind、开源证券研究所

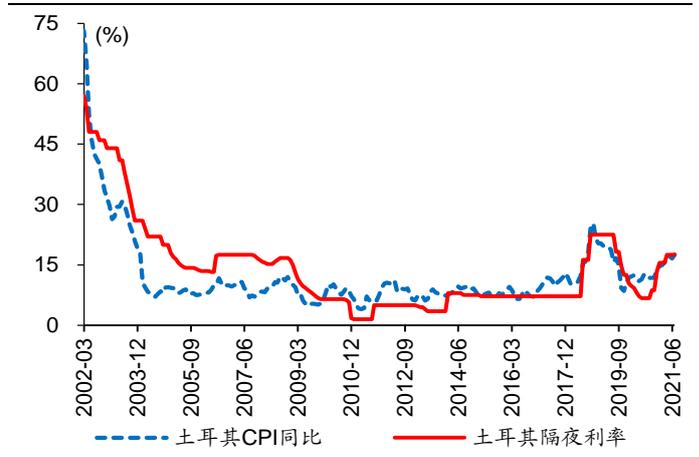
美国已进入复苏甚至过热的状态, 受制于输入性通胀压力, 部分新兴经济体却已陷入“滞涨”, 如此格局容易鼓励资金从新兴市场回流美国。新兴经济体, 大多需要出口相对低附加值商品、进口相对高附加值商品, 美元走强背景下, 输入性通胀压力上升; 抗击通胀、汇率贬值的压力下, 又被迫加息、加剧问题暴露。经验显示, 美债利率上行、美元进入“强势通道”, 往往会带动资金回流美国, 部分新兴经济体的“尾部风险”容易暴露(详情参见《美债上行的国别影响》)。

图13: 伴随通胀压力上升, 美债利率上行



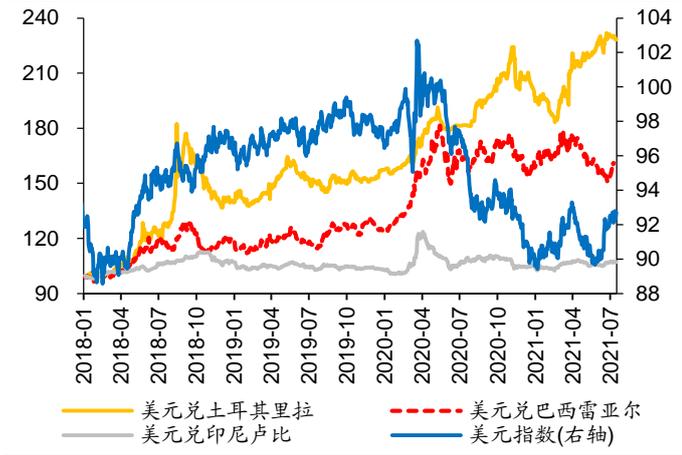
数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 土耳其政策利率上调应对通胀压力



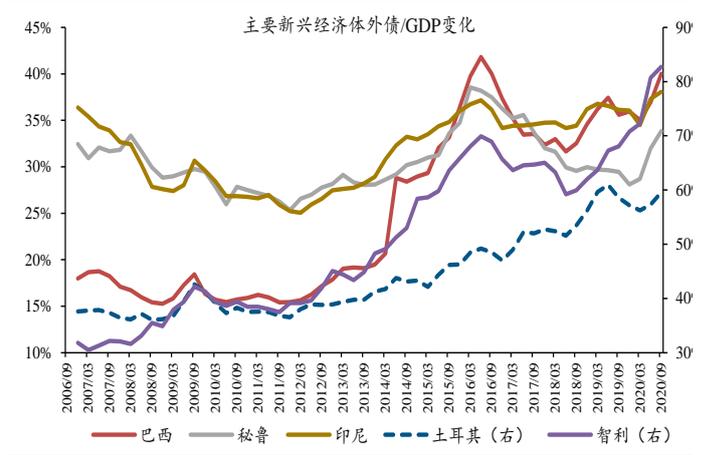
数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 伴随美元指数走强, 部分新兴市场国家汇率贬值



数据来源: Wind、开源证券研究所

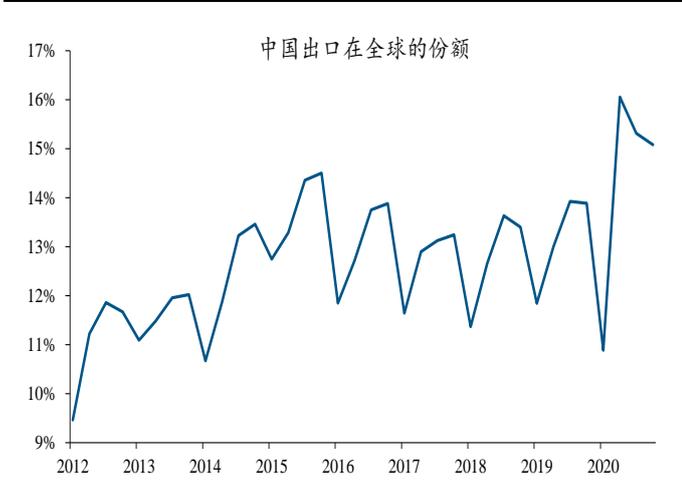
图16: 新兴市场国家外债压力攀升



数据来源: Wind、开源证券研究所

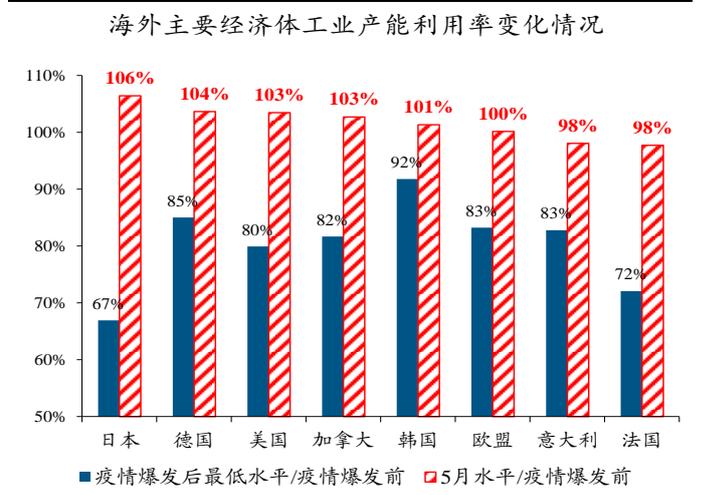
此外, 主要生产型经济体生产能力的修复, 或导致中国出口“份额”的下降, 出口链对经济支撑作用下降。中外疫情错位下, 中国率先走出疫情、生产恢复, 快速成为承接全球需求的生产中心, 出口在全球份额大幅提升。伴随疫情对发达经济体干扰减弱, 美、欧及主要生产型经济体的产能快速修复、大多已恢复到疫情前, 从中国进口的动能逐步减弱, 进而导致中国出口“份额”的下降(详情参见《出口形势, 全景展望》)。

图17: 2020年, 中国在全球出口中的份额明显提升



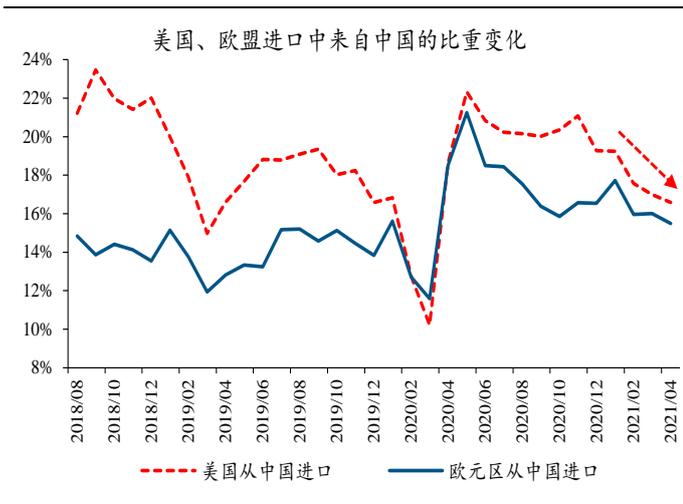
数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 海外主要发达经济体生产大多已恢复至疫情前



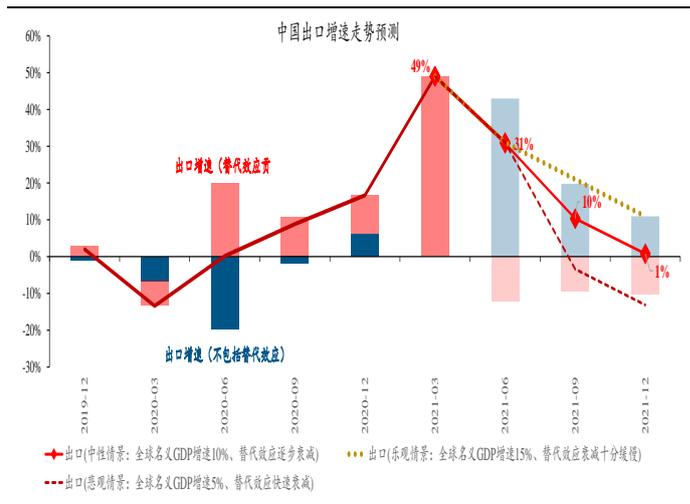
数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 美国、欧盟从中国进口占比下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 中国出口增速逐季回落

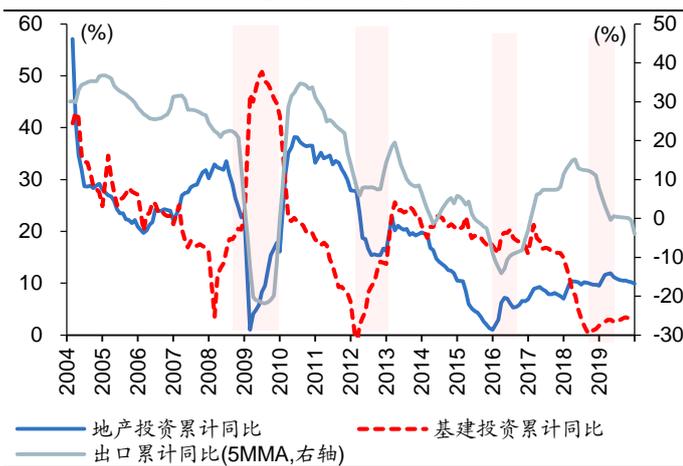


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、政策或应做好跨周期调节，注重前瞻性、持续性等

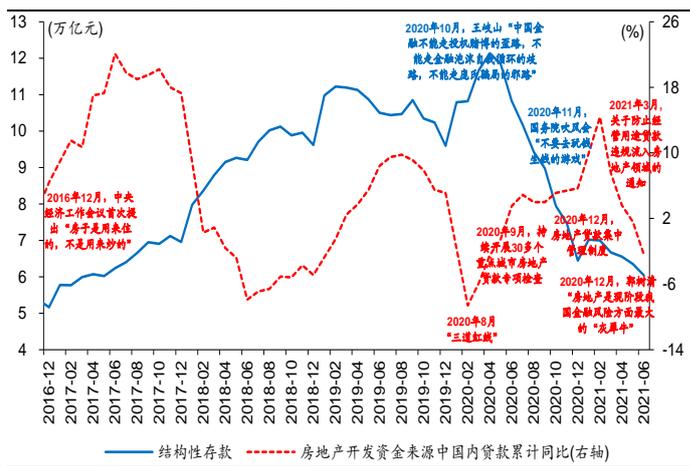
跨周期调节应对“周期性风险”，更加注重前瞻性、持续性和结构引导等，带来经济长期波动下降等。应对经济回落压力等，传统阶段以逆周期调节为主；而当前主要运用跨周期调节，目标、方式、影响等不同。相较逆周期调节，跨周期调节着眼经济长期可持续发展，熨平经济短周期波动的过程中，更加注重前瞻性、持续性和结构引导等，对结构性问题的“容忍度”较低，2020年年中以来地产调控加强即为典型。

图21: 传统周期下，基建和房地产投资对冲出口下行



数据来源: Wind、开源证券研究所

图22: 2020年年中以来，资金空转、地产等监管加强

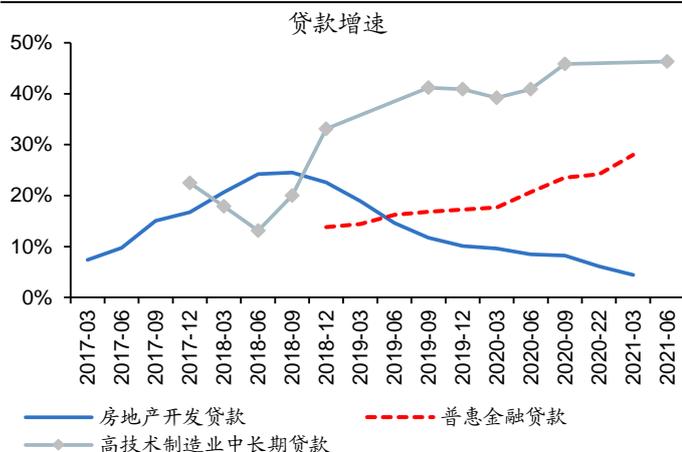


数据来源: Wind、中国人民银行、政府网站、开源证券研究所

跨周期调节更加注重政策协同、结构引导，并通过结构性改革释放政策和制度红利，加快推动经济转型。应对“周期性风险”，仍需要稳健的货币政策和积极的财政政策配合；跨周期调节思路下，政策更加注重长期和短期目标的平衡，持续支持中小微企业和民生等领域的同时，加大对新兴产业、绿色转型等的引导。更进一步，当

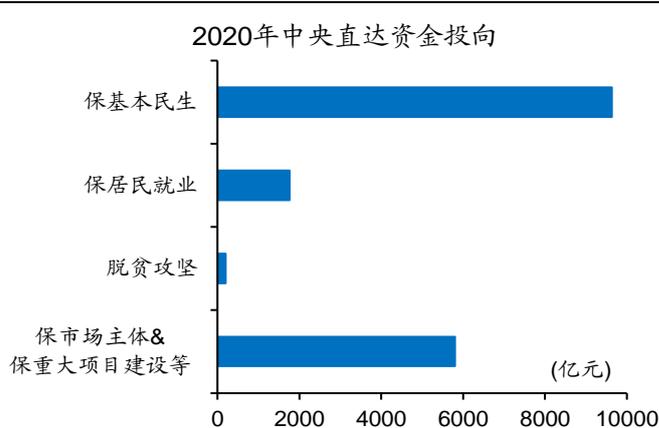
局加大推进财政金融、产业等领域制度改革，进一步激发经济创新活力、加快转型。

图23: 政策向中小微企业、高新技术产业倾斜



数据来源: Wind、中国人民银行、开源证券研究所

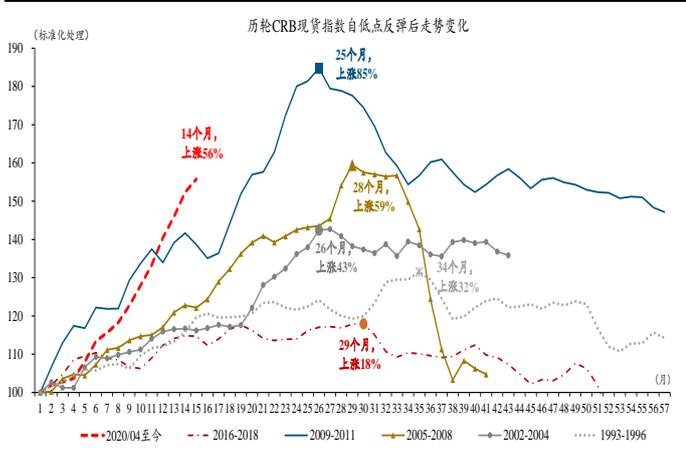
图24: 财政直达资金支持“六保”



数据来源: 财政部、开源证券研究所

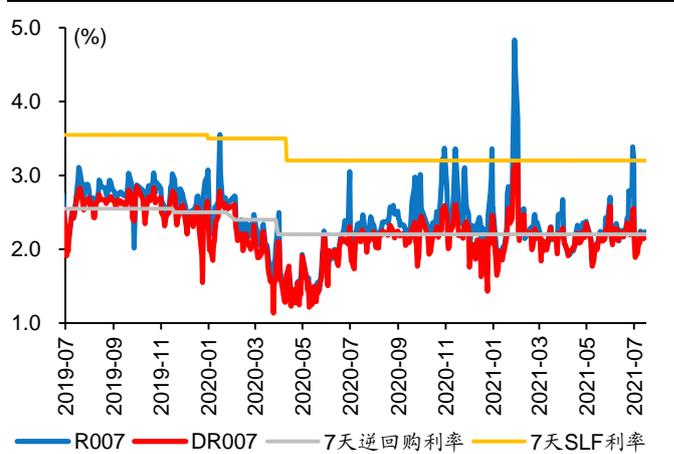
跨周期调节下，货币流动性不具备趋势性收紧的基础，也不会“大水漫灌”。经济回落等周期性风险的渐显，决定了货币流动性较难出现明显收紧；政策重心回归“防风险”、“调结构”，也需要适宜的货币流动性环境相配合。但过于宽松的货币流动性环境，容易导致商品交易的金融属性增强、加大通胀压力和资产泡沫，也容易引发金融机构和企业“空转”套利等行为，不利于应对“周期性风险”。

图25: 全球“大放水”下，大宗商品上涨快于以往



数据来源: Wind、开源证券研究所

图26: 货币市场利率围绕政策利率附近波动



数据来源: Wind、开源证券研究所

经过研究，我们发现:

- (1) “周期性风险”，在国内短周期的体现，或为疫后政策“退潮”带来的经济局部下行压力，以投资为例；在国内中周期的体现，或为持续累积的债务压力，及债务化解过程中的信用风险暴露，与经济下行压力。
- (2) “周期性风险”，在海外的体现，首先包含了全球“大放水”之后的全球大

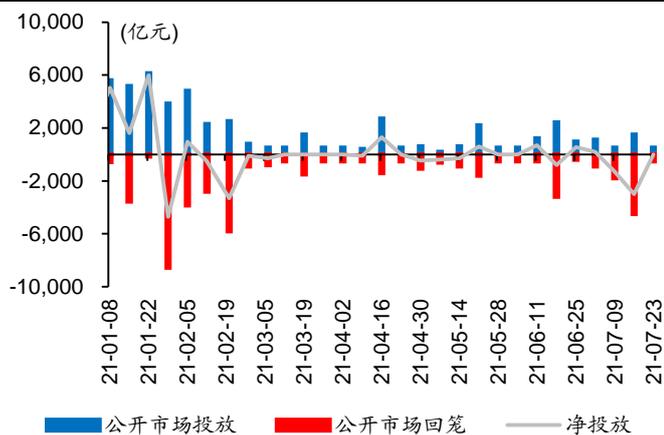
通胀；其次，美国已进入复苏甚至过热的状态，部分新兴经济体却已陷入“滞涨”，如此格局容易鼓励资金从新兴市场回流美国；此外，主要生产型经济体生产能力的修复，或导致中国出口“份额”的下降，出口链对国内经济支撑作用下降。

(3) 跨周期调节应对“周期性风险”，更加注重前瞻性、持续性和结构引导等，带来经济长期波动下降等。跨周期调节下，货币流动性不具备趋势性收紧的基础，也不会“大水漫灌”，货币市场利率或围绕政策利率附近波动。

4、流动性与政策跟踪

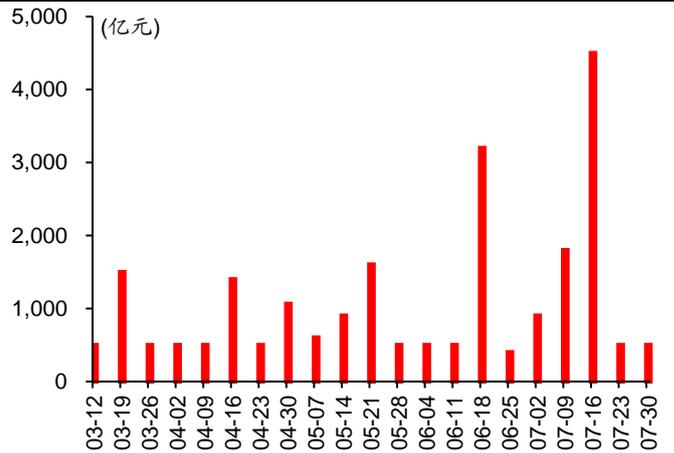
资金净投放为零。本周(7月19日-7月23日)资金净投放为零，其中7天逆回购投放500亿元、到期500亿元。下周(7月26日-7月30日)将有500亿元逆回购到期，其中，周一至周五，每日均有100亿元逆回购到期。

图27: 本周(7月19日-7月23日)资金净投放为零



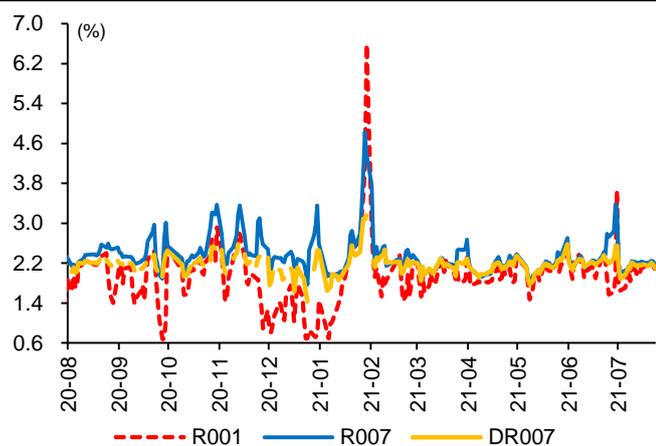
数据来源: Wind、开源证券研究所

图28: 下周(7月26日-7月30日)有500亿元资金到期

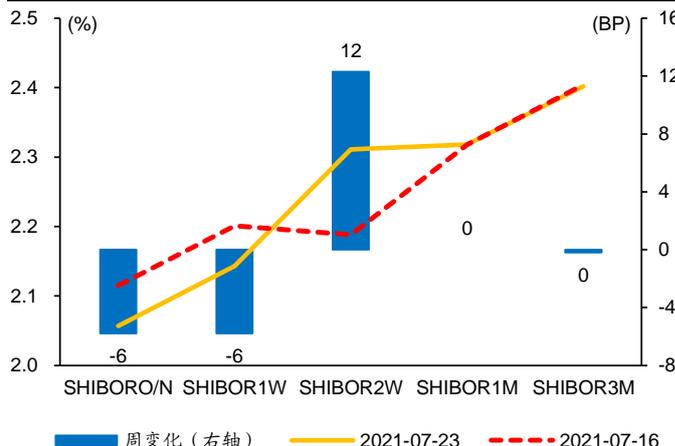


数据来源: Wind、开源证券研究所

货币市场利率多数回落。R001、R007、DR007和R1M分别较前周回落4.9BP、5.5BP、7BP和0.7BP至2.07%、2.16%、2.11%和2.56%，R014和R3M分别较上周上涨2.4BP和2.5BP至2.41%和2.51%；SHIBOR隔夜和1周均较前周回落6BP，分别至2.06%和2.14%，SHIBOR2W较前周上涨12BP至2.31%，SHIBOR1M和3M分别为2.32%和2.40%，均较上周走平。

图29: 本周(7月19日-7月23日)货币市场利率多数回落


数据来源: Wind、开源证券研究所

图30: 本周(7月19日-7月23日)SHIBOR多数回落


数据来源: Wind、开源证券研究所

政策跟踪关键词：“持续整治房地产市场秩序”。本周（7月19日-7月25日）房地产相关政策出台较多，例如，住建部房地产市场监管司司长表示“加强房地产金融管控，对调控工作不力、房价上涨过快的城市要坚决予以问责”；住房和城乡建设部等8部门联合印发《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》，称将力争用3年左右时间，通过整治“经营贷”“消费贷”等非个人住房贷款用于购房等行为来规范房地产市场秩序；上海首套房和二套房贷利率均有所上调。此外，本周国常会部署了防汛救灾工作，发改委消息称近期将投放2021年第二批国家储备铜、铝、锌等，为大宗商品保供稳价。

表2: 本周重点政策概览（7月19日-7月25日）

分类	时间	文件	内容
政策基调	7月21日	国常会	1、部署抓紧抓实防汛救灾工作，确保人民生命财产安全。 2、围绕增强金融服务实体经济能力，深化金融改革开放，用好两个市场、两种资源，吸引外资；做好口岸疫情防控的同时，统筹推进通关便利化，保持外贸进出口稳定增长。
民生实体	7月21日	大宗商品储备投放	继7月5日投放国家储备铜2万吨、铝5万吨、锌3万吨后，7月下旬将投放第二批国家储备铜3万吨、铝9万吨、锌5万吨。
	7月23日	《关于做好2021年能源迎峰度夏工作的通知》	强化安全生产，全力保持能源稳产增产。加快推进煤炭优质产能释放，晋陕蒙等重点产煤地区要带头落实增产增供责任；坚持底线思维，完善能源需求侧管理。各地要认真对标对表碳达峰、碳中和目标，统筹减煤和保供，有序推进煤炭替代，把握工作力度，保障重点领域用煤需求。
房地产	7月22日	住建部房地产市场监管司司长张其光	1、进要进一步落实城市政府主体责任，强化省级政府的监督指导责任，对调控工作不力、房价上涨过快的城市要坚决予以问责。 2、将加强房地产金融管控，完善房地产企业“三线四档”融资管理规则，落实银行房地产贷款集中度管理，坚决查处经营贷、消费贷、信用贷违规用于购房。
	7月23日	住房和城乡建设部等8部门《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》	1、力争用3年左右时间，实现房地产市场秩序明显好转。违法违规行为得到有效遏制，监管制度不断健全，监管信息系统基本建立，部门齐抓共管工作格局逐步形成，群众信访投诉量显著下降。 2、整治重点：挪用交易监管资金；套取或协助套取“经营贷”“消费贷”等非个人住房贷款用于购房；协助购房人非法规避房屋交易税费；违规收取预付款、“茶水费”等费用，变相涨价；利用不公平格式条款侵害消费者权益；捆绑销售车位、储藏室；捏造、散布不实信息，扰乱市场秩序等。
	7月23日	上海放贷利率上调	上海首套房贷利率将从现在的4.65%调整5%，二套房贷利率从5.25%上调至5.7%，新规将于7月24日起开始实行。

资料来源: 中国人民银行、新华社、政府网站、人民网、证券时报、开源证券研究所

5、风险提示

债务风险暴露，项目储备不足。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn