



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

证券研究报告
2024年3月18日
行业：固收

利率向下趋势不改，关注地产债 β 的机会 ——2024年春季债市策略

分析师：张河生 SAC编号：S0870523100004

目录

Content

- 一、无风险收益率大幅下行，信用利差短阔长窄
- 二、经济同比反弹，警惕通缩
- 三、宽货币落地，后续仍值得期待
- 四、两会与政策展望
- 五、利率向下趋势不改，关注地产债 β 的机会
- 六、风险提示



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

一、无风险收益率大幅下行，信用利差短阔长窄

- 1、利率债走强，曲线形态更为外凸
- 2、城投债利差短阔长窄，成交活跃度年后略微下滑
- 3、二永债利差短阔长窄，成交活跃度持续提升

1.1 利率债走强，曲线形态更为外凸

◆ 2023-12-1至2024-2-29，利率债走强

- ◆ 30年国债期货上涨7.98%， 10年国债期货上涨2.13%；
- ◆ 收益率曲线看，1年及以内品种与10年以上的品种收益率降幅更大，曲线形态更为外凸；

图 30年国债期货表现

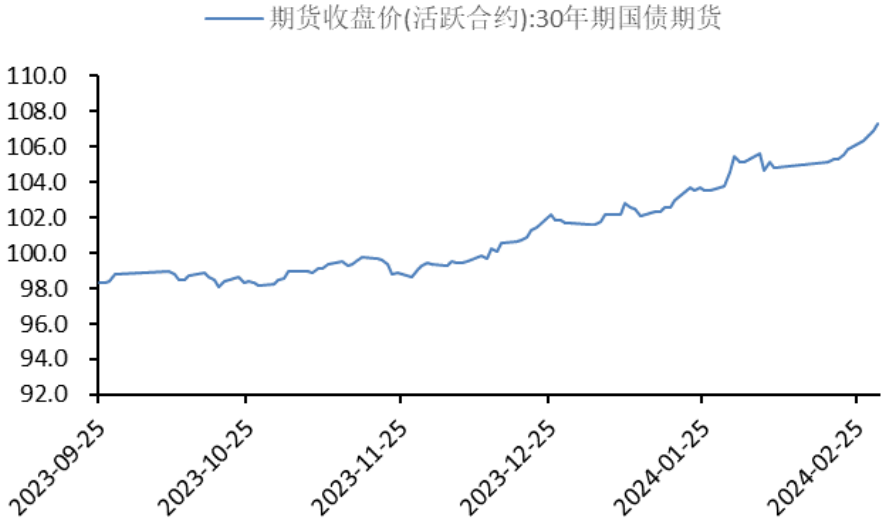
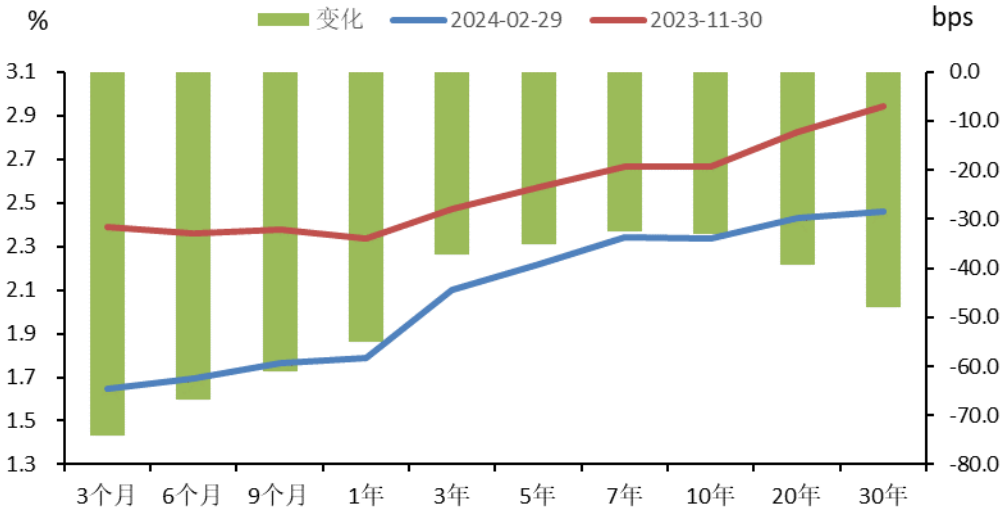


图 国债收益率曲线



资料来源: Wind, 上海证券研究所

资料来源: Wind, 上海证券研究所



1.2 城投债利差短阔长窄，成交活跃度年后略微下滑

- ◆ 2023-12-1至2024-2-29，城投债利差短阔长窄
 - ◆ 城投债1年以内利差走阔，2-3年利差收窄；
 - ◆ 高评级走阔幅度更大，收窄幅度更小；

图 城投利差变动（2023-12-1至2024-2-29）

利差变动	评级	1M	3M	6M	9M	1Y	2Y	3Y
城投债	AAA	1.76	35.35	30.95	25.2	21.06	-2.95	-6.71
城投债	AA+	0.76	34.35	29.95	24.2	20.06	-5.95	-10.71
城投债	AA	-1.24	32.38	28.01	22.2	18.06	-9.95	-19.71
城投债	AA(2)	-2.06	31.35	26.95	21.2	18.06	-10.95	-26.71
城投债	AA-	-7.24	26.35	21.95	16.2	6.06	-142.95	-138.71

资料来源: qeubee, 上海证券研究所



1.2 城投债利差短阔长窄，成交活跃度年后略微下滑

◆ 2023-12-1至2024-2-29，各省市城投债成交情况

- ◆ 城投债成交活跃度年后略微下滑；31省市日均成交笔数2023年12月、2024年1月、2024年2月分别为 607.19、631.73 与511.56 笔
- ◆ 2024年2月份日均成交5笔以上的活跃省市：
 - ◆ 东部5个，江苏、广东、浙江、山东、福建；
 - ◆ 直辖市4个：北京、上海、天津、重庆；
 - ◆ 中部7个，江西、湖北、湖南、河南、安徽、河北、山西；
 - ◆ 西部5个，四川、云南、广西、陕西、新疆；
- ◆ 活跃省市成交收益率均已跌破2.9%，3%以上的只有贵州、青海；

图 日均成交5笔以上的活跃省市城投债成交收益率（2024年2月）

地区	成交收益率(%)	地区	成交收益率(%)	地区	成交收益率(%)
广东	2.54	安徽	2.65	重庆	2.72
上海	2.54	河北	2.67	河南	2.76
北京	2.55	江西	2.68	山东	2.8
福建	2.61	湖北	2.68	山西	2.81
浙江	2.62	湖南	2.69	广西	2.81
新疆	2.63	四川	2.7	陕西	2.83
江苏	2.65	天津	2.71	云南	2.87

资料来源：qeube，上海证券研究所



1.3 二永债利差短阔长窄，成交活跃度持续提升

◆ 2023-12-1至2024-2-29，二永债成交

- ◆ 二永债成交活跃度持续提升，2月较1月略微走弱，日均成交笔数2023年12月、2024年1月、2024年2月分别为588.67、599.00与559.19笔；
- ◆ AA-以外评级的二永债，1年及以内品种利差走阔，2-3年品种利差收窄；
- ◆ AA-评级利差均收窄；

图 二永债成交情况

	202402	202401	202312
大行二级债	3,519	5,343	4,722
大行永续债	2,122	3,196	3,107
股份行二级债	1,160	1,485	1,528
股份行永续债	971	1,442	1,445
城商行二级债	541	722	770
城商行永续债	372	634	500
农商行二级债	147	142	99
农商行永续债	44	67	44
其他金融机构二级债	21	31	18
其他金融机构永续债	50	116	129
	8,947	13,178	12,362
工作日	15	22	21
	596.47	599.00	588.67

资料来源: Wind, 上海证券研究所





上海证券
SHANGHAI SECURITIES

二、经济同比反弹，警惕通缩

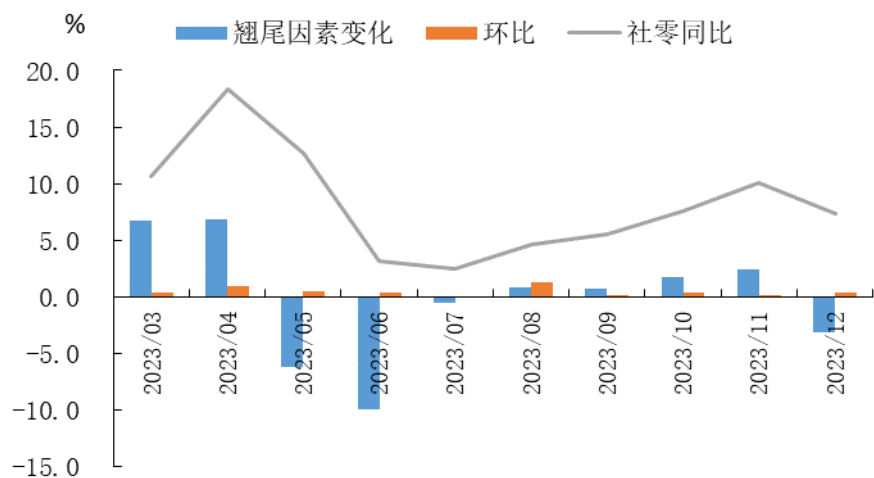
- 1、消费同比增速回落
- 2、固投总需求止跌企稳
- 3、外贸延续改善且保持顺差
- 4、2023年四季度GDP同比反弹，环比走弱
- 5、通缩风险犹存，名义增速低于实际增速

◆ 社零2023年12月同比增速回落；

◆ 社零2023年7-11当月同比增速持续反弹是因为2023年同期基数较低，环比增速并不高；

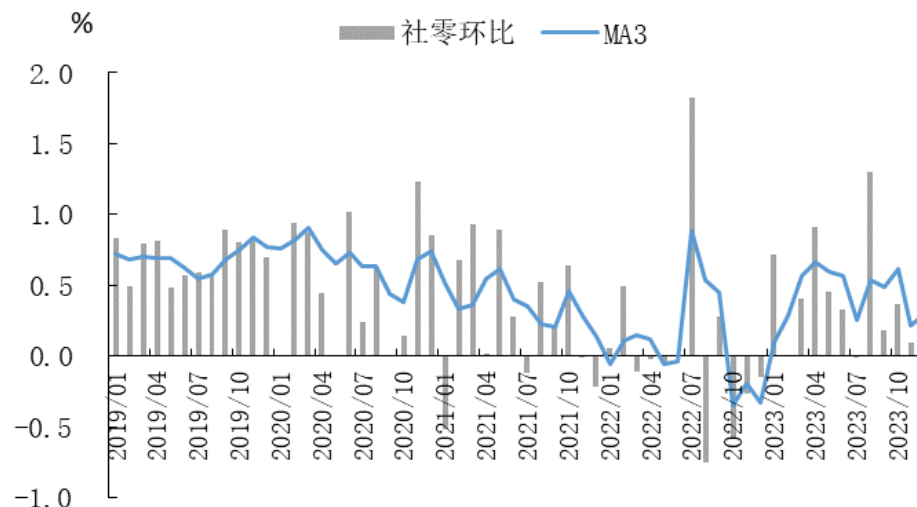
◆ 2023年12月是高基数效应，同比增速再次回落；

图 社零当月同比与环比增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 社零历史环比



资料来源: Wind, 上海证券研究所

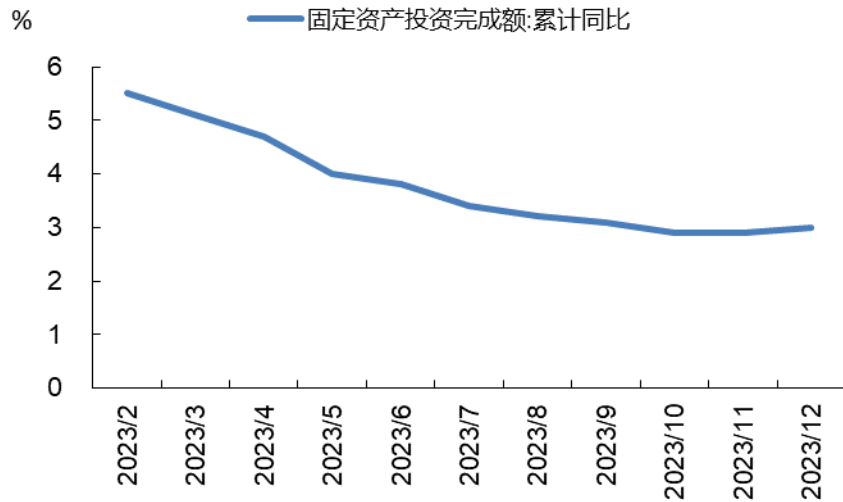


2.2 固投总需求止跌企稳

◆ 固投总需求止跌企稳；

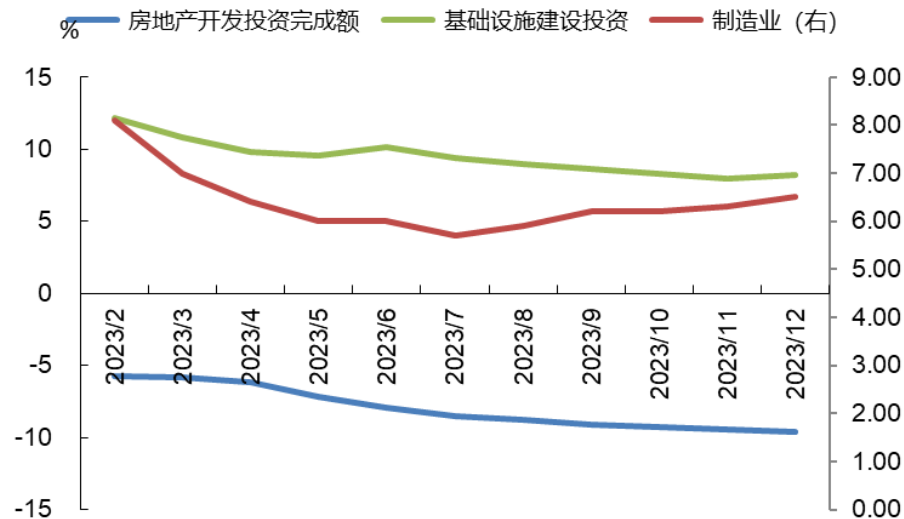
- ◆ 2023年固定资产投资累计同比增速持续下跌至2.9%后稳住，并略微反弹；
- ◆ 2023年地产投资累计同比跌幅扩大；
- ◆ 2023年基建投资累计同比增速同样下滑但全年保持8%以上增速；
- ◆ 2023年制造业投资累计同比增速前7个月持续下跌至5.7%，随后5个月反弹至6.5%；

图 固定资产投资累计同比增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 投资分项累计同比增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所

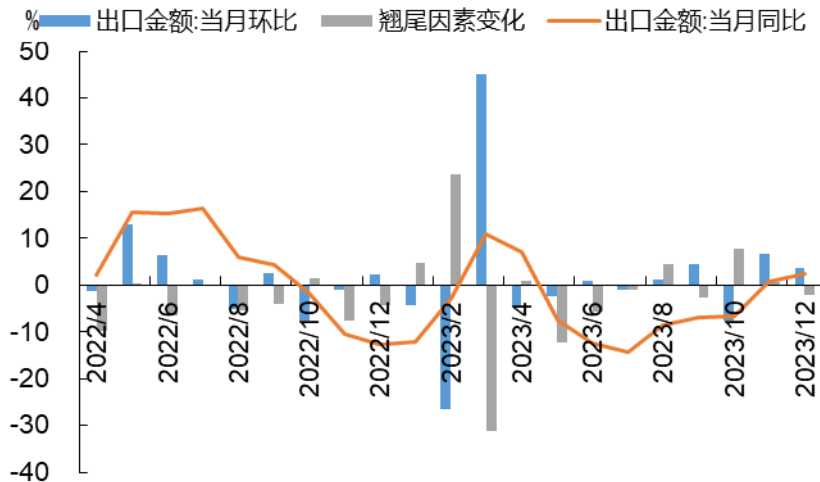


2.3 外贸延续改善且保持顺差

◆ 商品贸易改善且保持顺差；

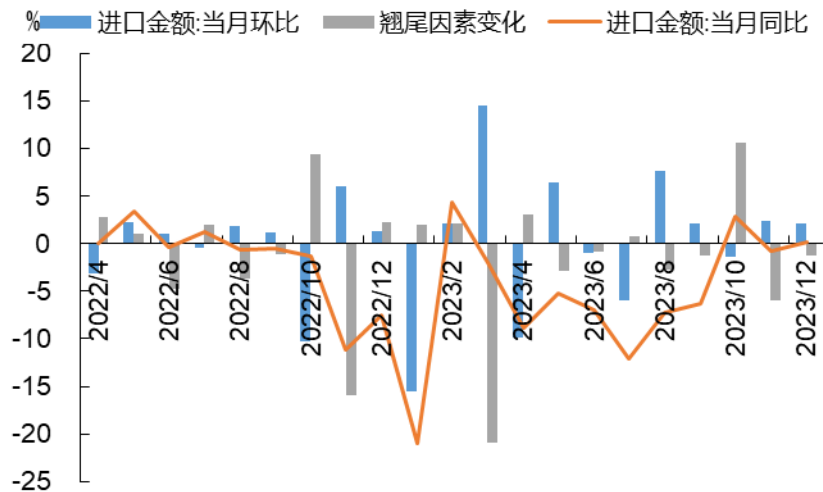
- ◆ 出口当月同比增速从2023年8月份开始提升，并于2023年11月转为正增长；
- ◆ 进口当月同比增速从2023年8月份开始提升，并于2023年12月转为正增长；

图 出口当月同比增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 进口当月同比增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所

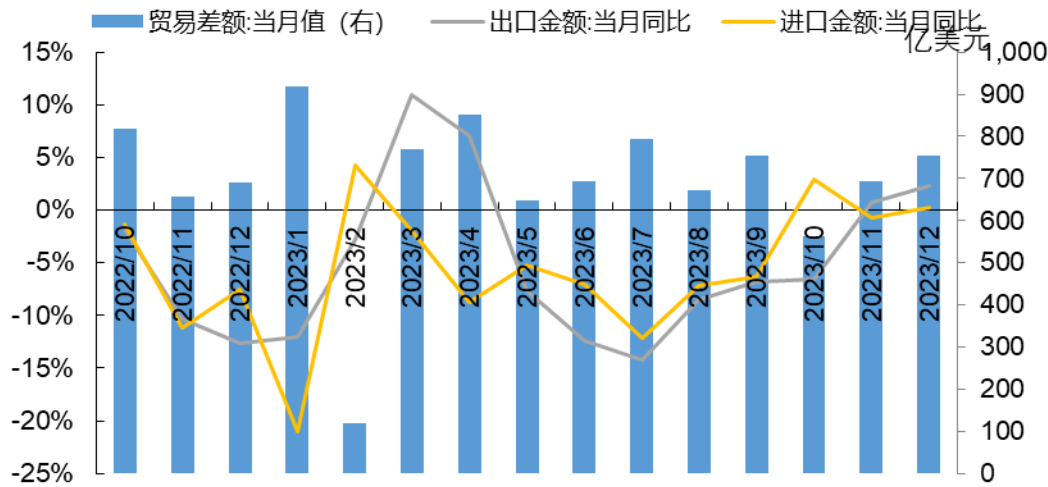


2.3 外贸延续改善且保持顺差

◆ 商品贸易改善且保持顺差；

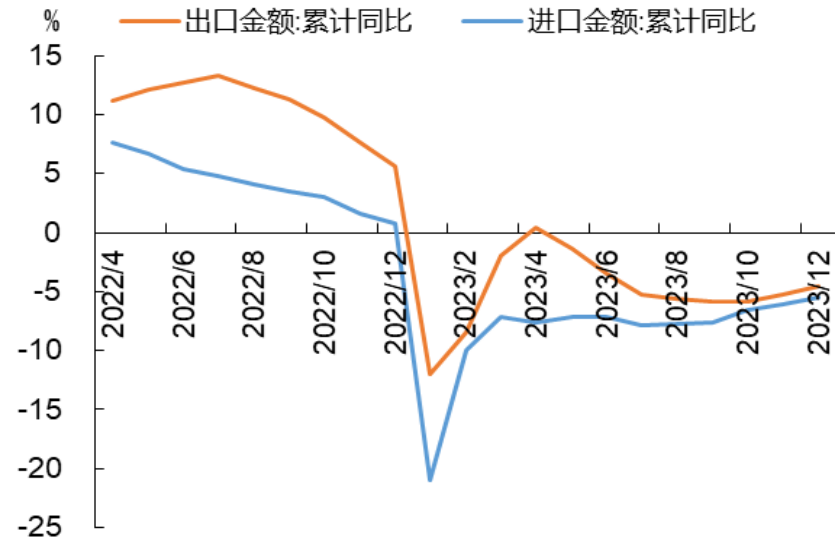
- ◆ 出口当月同比增速从2023年8月份开始提升，并于2023年11月转为正增长；
- ◆ 进口当月同比增速从2023年8月份开始提升，并于2023年12月转为正增长；
- ◆ 2023年5-10月，出口当月增速低于进口，但出口累计同比增速始终大于进口，贸易顺差同比增多；

图 贸易差额 (亿美元)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 出口与进口累计同比增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所



2.4 2023年四季度GDP同比反弹，环比走弱

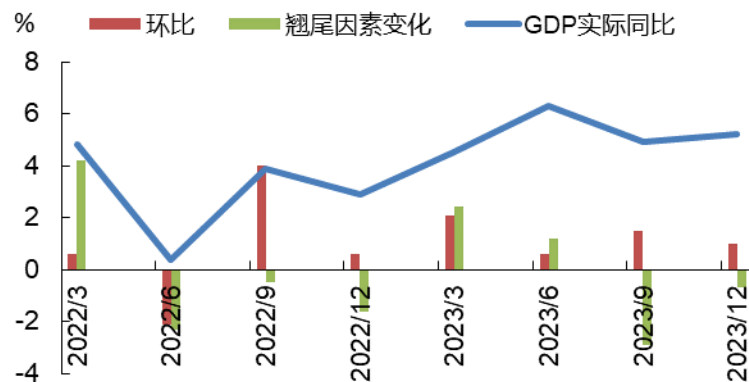
◆ 2023年四季度GDP同比反弹，环比走弱；

◆ 2023年四季度GDP同比增速提升0.3%至5.2%；

◆ 从三大支出对当季GDP同比拉动率来看，投资维持1.2%不变，消费下滑0.4%至4.2%，净出口提升0.8%至-0.2%；

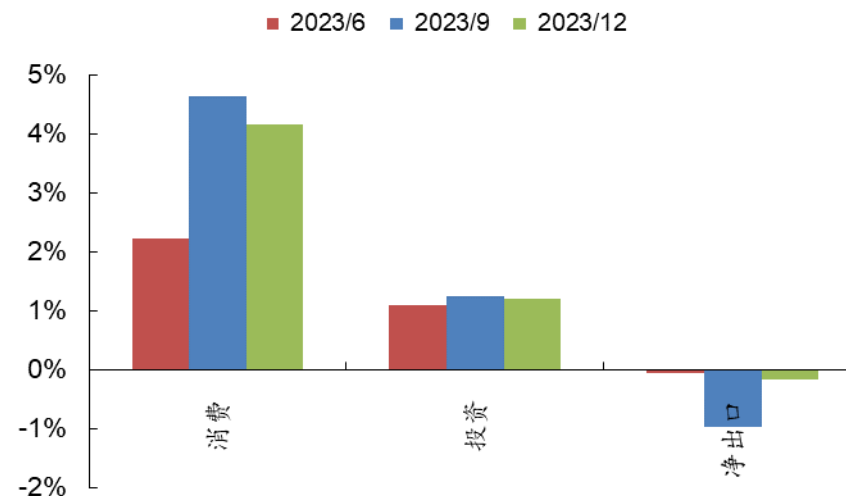
◆ 2023年四季度环比增长1.0%，较2023年三季度走弱；

图 GDP当季同比增速 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 GDP同比及其拉动率



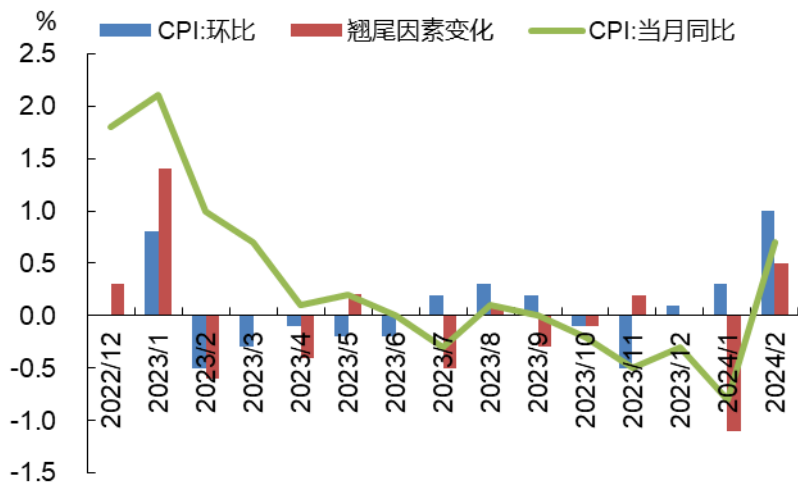
资料来源: Wind, 上海证券研究所



2.5 通缩风险犹存，名义增速低于实际增速

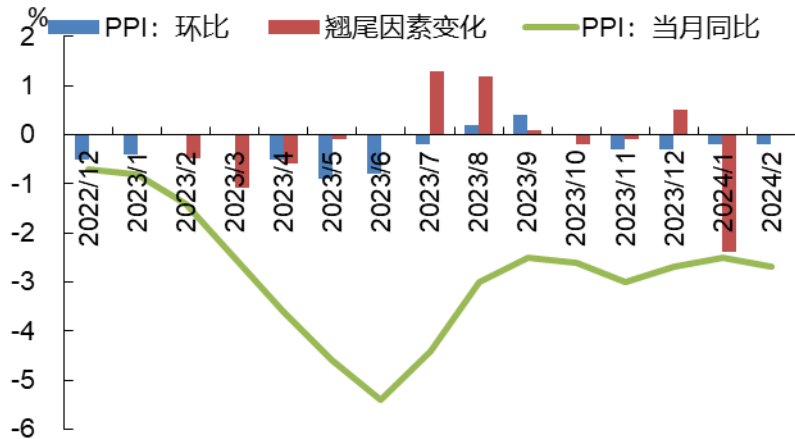
- ◆ 2024年2月CPI同比增速转为正增长，且环比增速连续3个月为正；
- ◆ 2024年2月PPI同比增速仍然为负，且环比增速连续4个月为负；

图 CPI同比与环比



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 PPI同比与环比



资料来源: Wind, 上海证券研究所



2.5 通缩风险犹存，名义增速低于实际增速

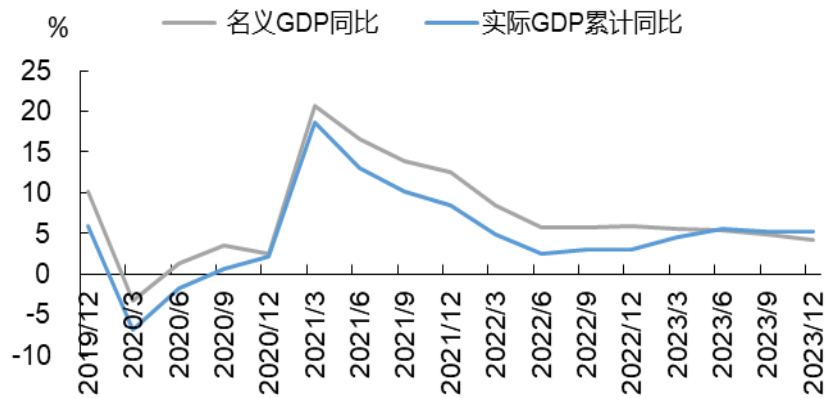
- ◆ 2023年2-4季度GDP平减指数同比负增长，名义GDP增速低于实际GDP增速；
- ◆ 我们认为2024年名义GDP同比增速有望再次高于实际GDP同比增速。

图 GDP平减指数同比



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 名义GDP与实际GDP累计同比



资料来源: Wind, 上海证券研究所





上海证券
SHANGHAI SECURITIES

三、宽货币落地，后续仍值得期待

- 1、资金面宽松，杠杆先升后降
- 2、降准与非对称降息落地
- 3、汇率压力对宽货币的掣肘

3.1 资金面宽松，杠杆先升后降

◆ 资金面较为宽松，资金价格整体回落；

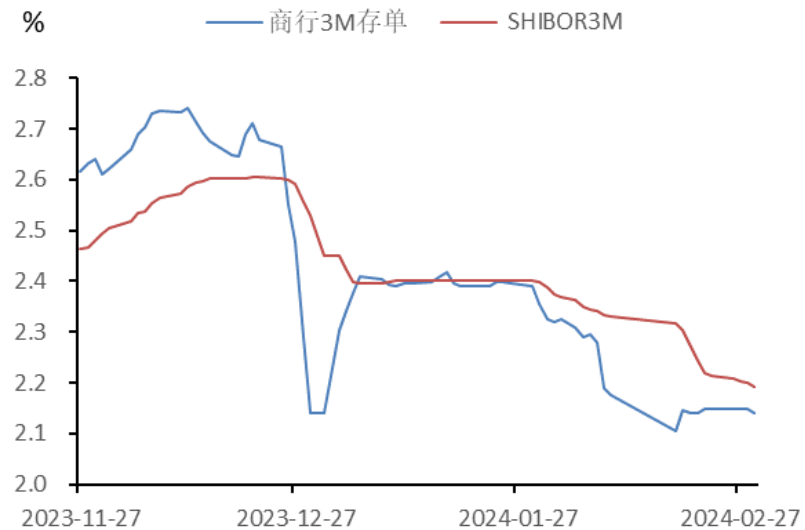
图 IRS 7天与7天逆回购利率



资料来源: Wind, 上海证券研究所



图 商行3M存单利率与SHIBOR 3M利率

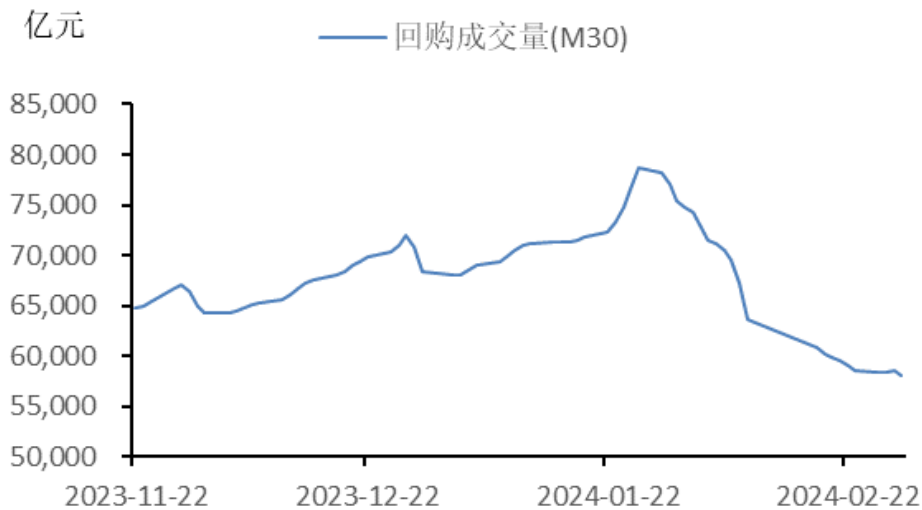


资料来源: Wind, 上海证券研究所

3.1 资金面宽松，杠杆先升后降

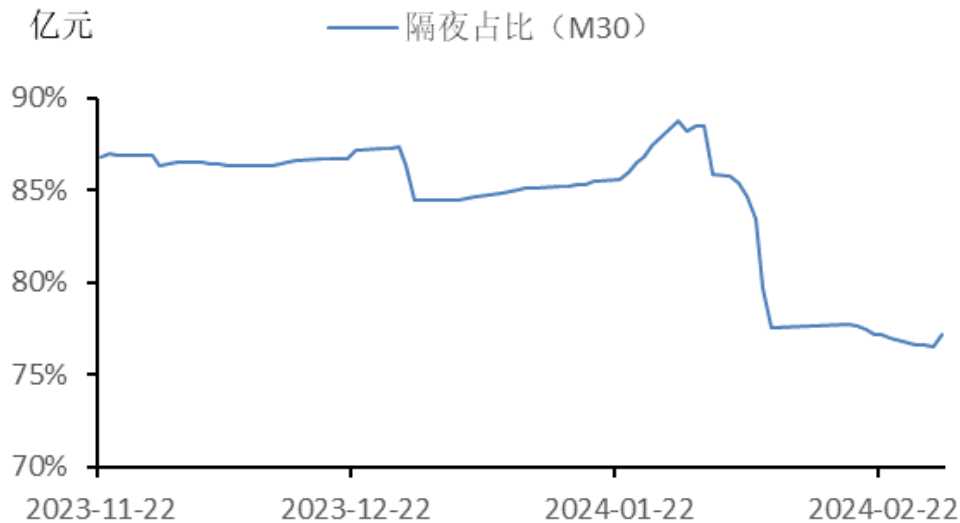
- ◆ 资金面较为宽松，资金价格整体回落；
- ◆ 债市杠杆水平在2023年12月、2024年1月提升，2024年2月下降；

图 回购成交量30日均值



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 隔夜成交占比30日均值



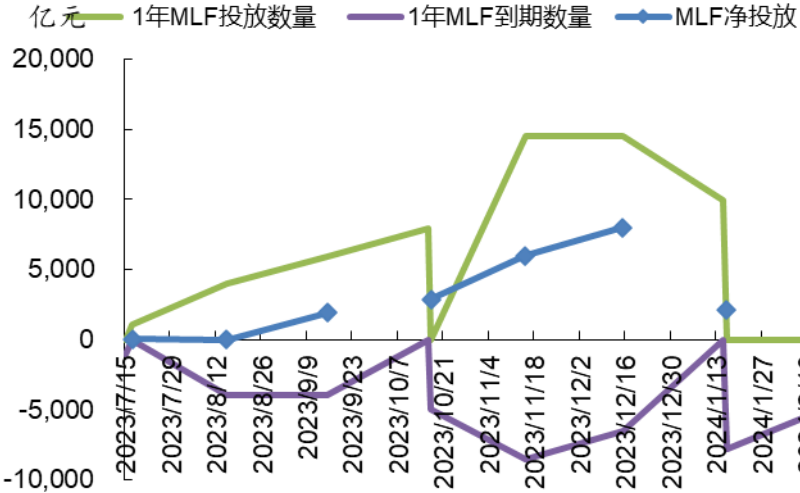
资料来源: Wind, 上海证券研究所



3.2 降准与非对称降息落地

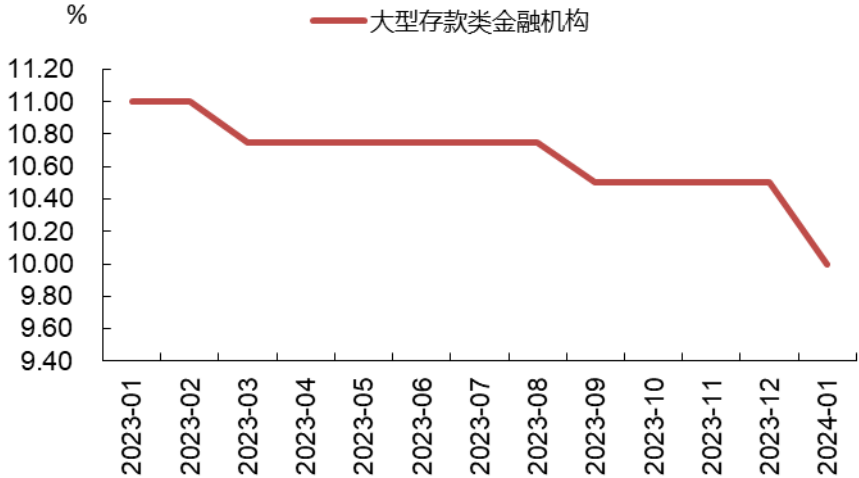
- ◆ 2023年四季度，巨额MLF到期以及新增1万亿国债、1.5万亿特殊再融资券发行，但是降准迟迟未落地，MLF大额净投放进行对冲；
- ◆ 2024年1月底公布降准后，2月份MLF净投放下降至10亿；
- ◆ 2023年12月启动第四轮存款利率调降，2024年1、2月omo、mlf利率没降，2024年2月LPR仅5年期下降；

图 MLF操作



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 存款准备金



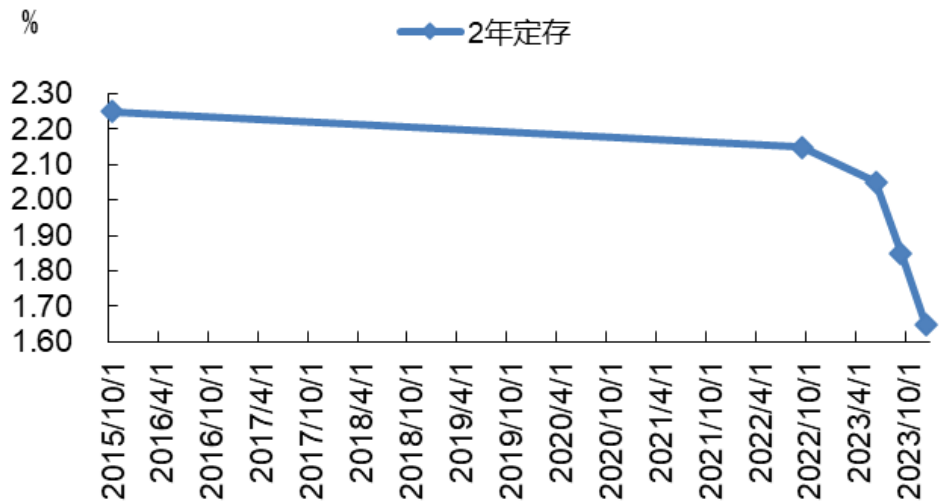
资料来源: Wind, 上海证券研究所



3.2 降准与非对称降息落地

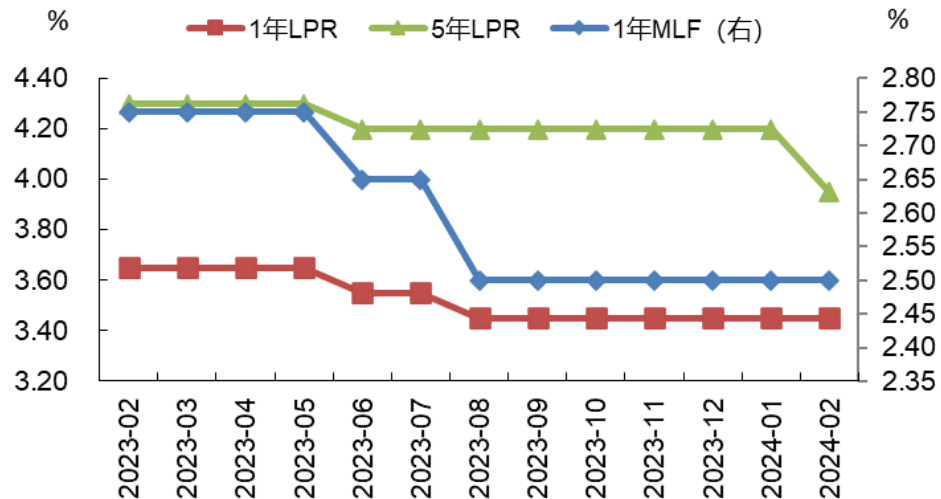
- ◆ 2023年四季度，巨额MLF到期以及新增1万亿国债、1.5万亿特殊再融资券发行，但是降准迟迟未落地，MLF大额净投放进行对冲；
- ◆ 1月底公布降准后MLF净投放下降接近0；
- ◆ 启动第四轮存款利率调降，omo、mlf利率没降，LPR仅5年期下降；

图 工行两年定存利率作



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 MLF与LPR



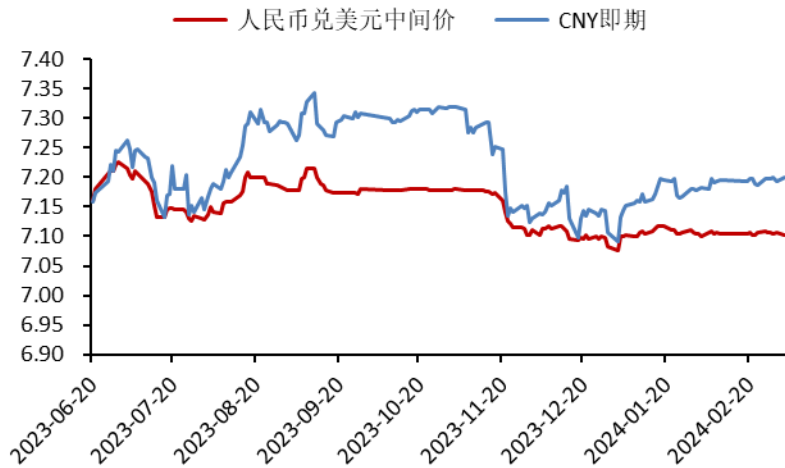
资料来源: Wind, 上海证券研究所



3.3 汇率压力对宽货币的掣肘

- ◆ 人民币兑美元中间价12月升值后表现平稳，即期汇率贬值力度有限；
- ◆ 我们认为央行短期不会启动第五轮存款利率调降或下调omo或mlf利率；
- ◆ 美联储如若降息，人民币兑美元贬值压力大幅缓解，届时外部掣肘减弱；

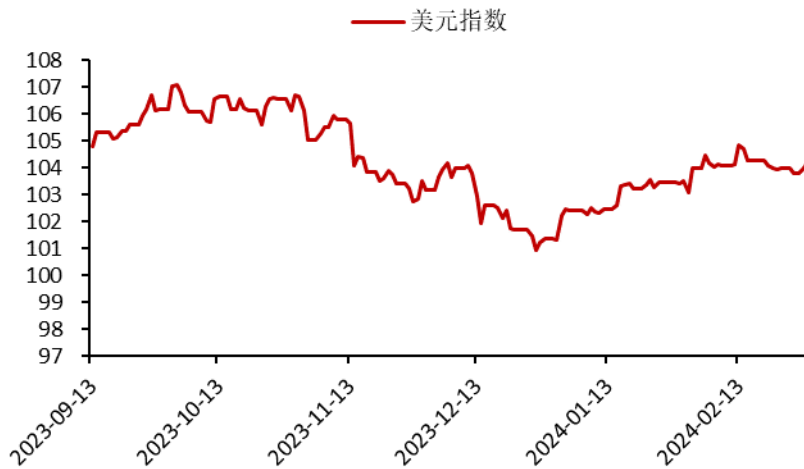
图 人民币兑美元中间价以及在岸即期汇率



资料来源: Wind, 上海证券研究所



图 美元指数



资料来源: Wind, 上海证券研究所



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

四、两会与政策展望

- 1、地方下调经济增速目标，中央维持目标增速不变
- 2、财政政策发力，中央加杠杆
- 3、稳健的货币政策要灵活适度、精准有效
- 4、三大风险化解

4.1 地方下调经济增速目标，中央维持目标增速不变

◆ 地方下调经济增速目标，中央维持目标增速不变；

◆ 2024年各省加权平均GDP目标增速为5.4%，较2023年下降0.2%，2023年加权平均实际增速为5.3%；

◆ 2024年全国5.0%左右，2023年全国目标5.0%左右，全国实际5.2%；

图 各省市2024年GDP增速目标加总

	2023年GDP（亿元）	2024年GDP预期目标	2024年GDP预期（亿元）		2023年GDP（亿元）	2024年GDP预期目标	2024年GDP预期（亿元）
北京	43,760.70	5.0%	45,948.74	湖北	55,803.63	6.0%	59,151.85
天津	16,737.30	4.5%	17,490.48	广东	135,673.16	5.0%	142,456.82
河北	43,944.10	5.5%	46,361.03	广西	27,202.39	5.0%	28,562.51
山西	25,698.20	5.0%	26,983.11	湖南	50,012.85	6.0%	53,013.62
内蒙古	24,627.00	6.0%	26,104.62	海南	7,551.18	8.0%	8,155.27
辽宁	30,209.40	5.5%	31,870.92	重庆	30,145.79	6.0%	31,954.54
吉林	13,531.19	6.0%	14,343.06	四川	60,132.90	6.0%	63,740.87
黑龙江	15,883.90	5.5%	16,757.51	贵州	20,913.25	5.5%	22,063.48
上海	47,218.66	5.0%	49,579.59	云南	30,021.00	5.0%	31,522.05
江苏	128,222.20	5.0%	134,633.31	西藏	2,392.67	8.0%	2,584.08
浙江	82,553.00	5.5%	87,093.42	陕西	33,786.07	5.5%	35,644.30
安徽	47,050.60	6.0%	49,873.64	甘肃	11,863.80	6.0%	12,575.63
福建	54,355.10	5.5%	57,344.63	青海	3,799.10	5.0%	3,989.06
山东	92,069.00	5.0%	96,672.45	宁夏	5,314.95	6.0%	5,633.85
河南	59,132.39	5.5%	62,384.67	新疆	19,125.91	6.5%	20,369.09
江西	32,200.10	5.0%	33,810.11	各省加总	1,250,931.49	5.4%	1,318,668.30

资料来源：Wind，上海证券研究所



4.1 地方下调经济增速目标，中央维持目标增速不变

◆ 地方下调经济增速目标，中央维持目标增速不变；

◆ 固投，2024年各省加权平均目标增速为5.9%、较2023年下调1.9%，2023年全国实际3.0%；

◆ 社零，2024年各省加权平均目标增速为6.2%、较2023年下调0.9%，2023年全国实际7.2%；

图 各省市2024年各项经济指标目标

	GDP增速	一般公共预算收入增速	规模以上工业增加值增速	固定资产投资增速	社会消费品零售总额增速	进出口总额增速		GDP增速	一般公共预算收入增速	规模以上工业增加值增速	固定资产投资增速	社会消费品零售总额增速	进出口总额增速
北京	5.0%	5.0%	-	-	-	-	湖北	6.0%	-	-	-	-	-
天津	4.5%	与经济增长同步	-	实现正增长	6.0%	-	广东	5.0%	3.0%	5.0%	4.0%	6.0%	1.0%
河北	5.5%	5.0%	5.5%	6.0%	6.0%	3.0%	广西	5.0%	3.0%	6.0%	3.0%	5.0%	7.0%
山西	5.0%	-	-	10.0%	5.5%	5.0%	湖南	6.0%	6.0%	7.0%	5.0%	6.0%	6.0%
内蒙古	6.0%	5.5%	7.0%	15.0%	-	-	海南	8.0%	7.0%	-	10.0%	8.0%	-
辽宁	5.5%	5.0%	5.5%	10.0%	8.0%	6.0%	重庆	6.0%	6.0%	7.0%	4.0%	-	-
吉林	6.0%	10.0%		3.0%	6.0%	3.0%	四川	6.0%	和经济增长基本同步	-	-	-	-
黑龙江	5.5%	-	5.0%	7.0%	6.5%	7.0%	贵州	5.5%	3.0%	6.5%	4.5%	6.0%	-
上海	5.0%	5.0%	-	-	-	-	云南	5.0%	3.0%	7.0%	-	7.0%	30.0%
江苏	5.0%	4.0%	-	-	5.5%	实现正增长	西藏	8.0%	-	-	13.0%	10.0%	-
浙江	5.5%	与经济增长同步	6.0%	6.0%	5.5%	-	陕西	5.5%	3.0%	-	-	-	-
安徽	6.0%	3.0%	-	7.0%	7.0%	9.0%	甘肃	6.0%	6.0%	7.0%	6.0%	8.5%	-
福建	5.5%	-	-	5.0%	6.5%	5.5%	青海	5.0%	-	-	-	-	-
山东	5.0%	4.0%	-	-	-	-	宁夏	6.0%	5.0%	8.0%	6.0%	5.0%	6.0%
河南	5.5%	5.0%	6.5%	7.0%	7.0%	平稳增长	新疆	6.5%	10.0%	8.0%	10.0%	8.0%	20.0%

资料来源：Wind，上海证券研究所



◆ 2023年底增发一万亿用哪里去？

- ◆ 2023年两会预算赤字率3.0%，赤字规模3.88万亿；2023年底预算执行3.8%，赤字规模4.88万亿；
- ◆ 2023年年初两会中央一般公共预算支出139015亿元，年底中央一般公共预算支出141164.58亿，多出2149.58亿，用于中央本级支出以及转移支付；
- ◆ 补充中央预算稳定调节基金2851.24亿元，结转下年资金5000亿元；



4.2 财政政策发力，中央加杠杆

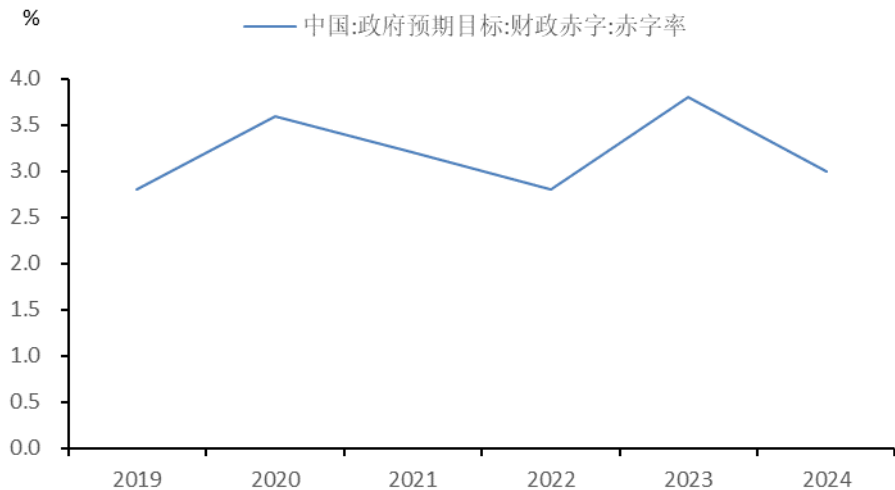
◆ 2024年公共预算收支增速目标均下调，赤字率目标不变；

◆ 赤字率2024年3.0%，赤字规模4.06万亿；

◆ 公共预算收入：2024年一般预算22.40万亿+调入资金与结转结余2.09万亿，共计24.49万亿，增速3.3%；

◆ 公共预算支出：2024年28.55万亿，增速4.0%；

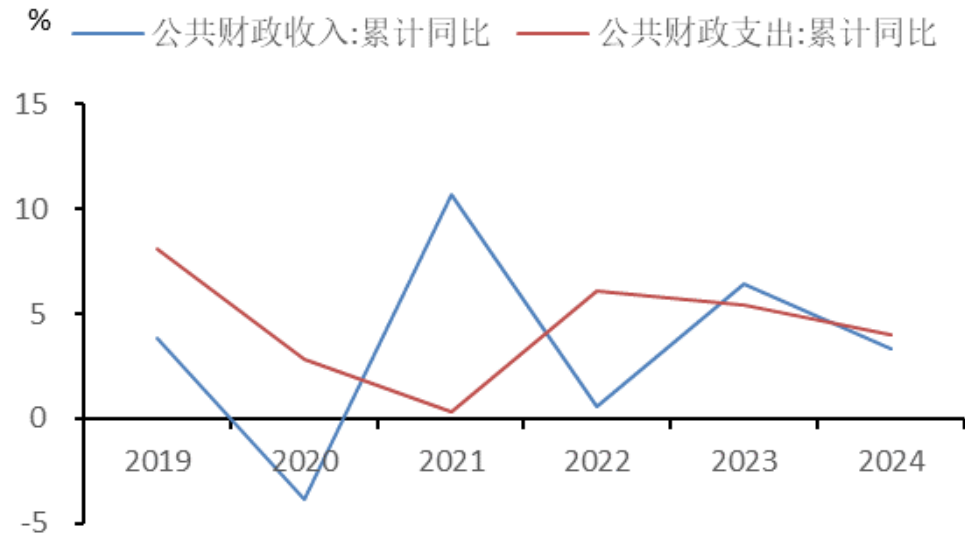
图 中国财政赤字率



资料来源: Wind, 上海证券研究所



图 公共预算收支增速

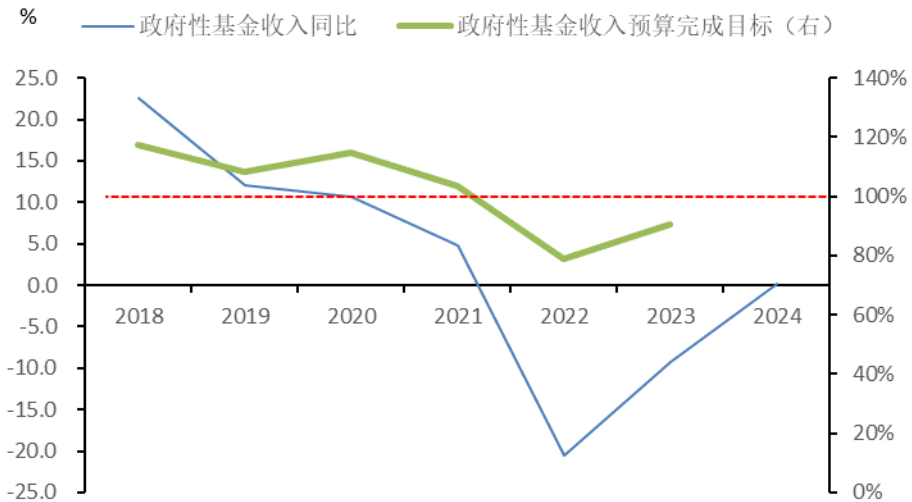


资料来源: Wind, 上海证券研究所

4.2 财政政策发力，中央加杠杆

- ◆ 政府性基金收支近几年未达目标，2024年支出增速大幅提升；
 - ◆ 收入端2022年-2023年均未完成目标，增速均为负，但2023年较2022年有所好转；
 - ◆ 支出端2021年-2023年均未完成目标，增速均为负，但2023年较2022年完成目标占比有所好转，增速跌幅扩大；

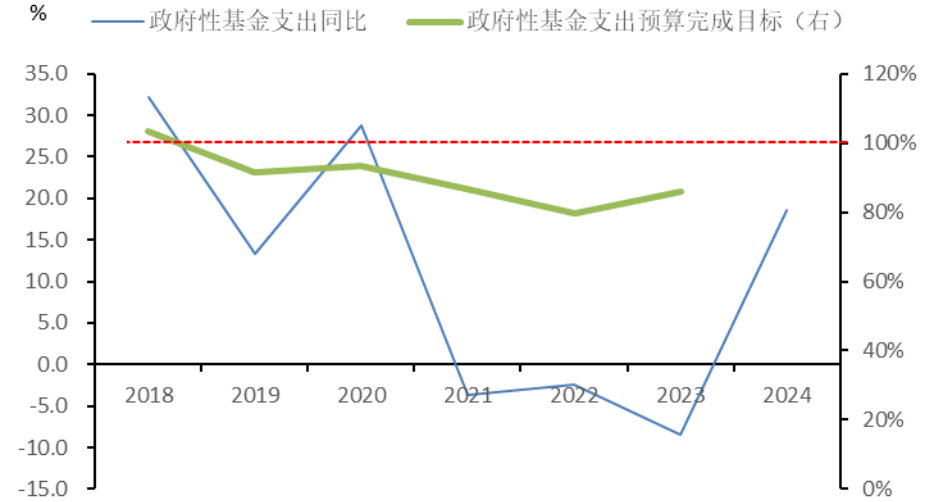
图 中国政府性基金收入预算



资料来源: Wind, 上海证券研究所



图 中国政府性基金支出预算

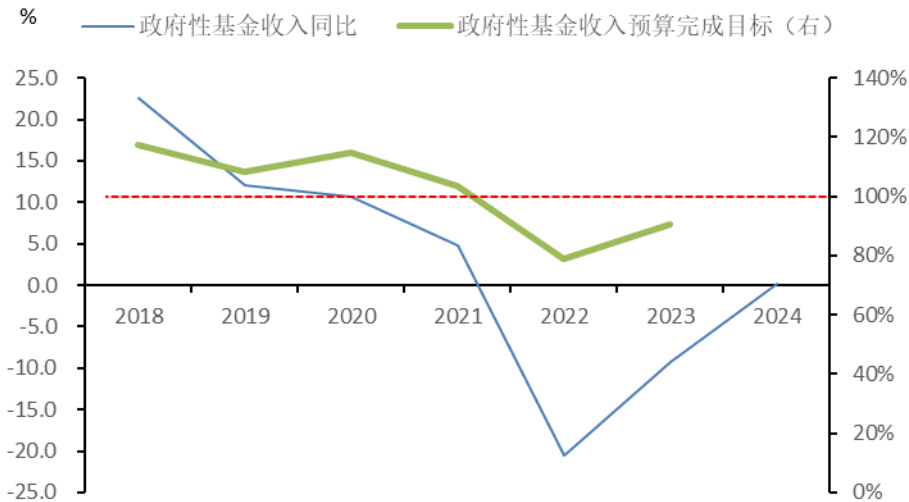


资料来源: Wind, 上海证券研究所

4.2 财政政策发力，中央加杠杆

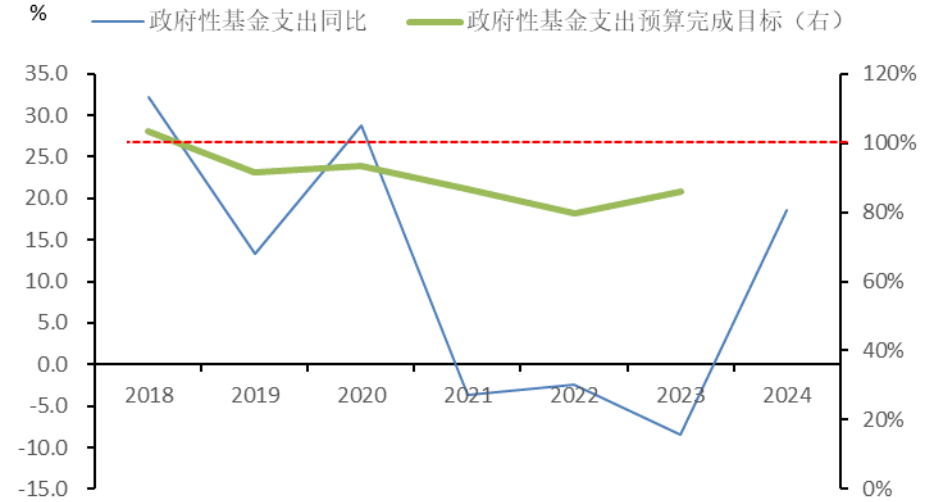
- ◆ 政府性基金收支近几年未达目标，2024年支出增速大幅提升；
 - ◆ 2024年全国政府性基金预算收入70802.05亿元，增长0.1%；
 - ◆ 加上上年结转收入391.87亿元、超长期特别国债收入10000亿元、地方政府专项债务收入39000亿元，收入总量为120193.92亿元；2024年全国政府性基金预算支出120193.92亿元，增长18.6%；
 - ◆ 全部当年自用，而且没有调入公共预算账本或者结转下年；

图 中国政府性基金收入预算



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 中国政府性基金支出预算



资料来源: Wind, 上海证券研究所

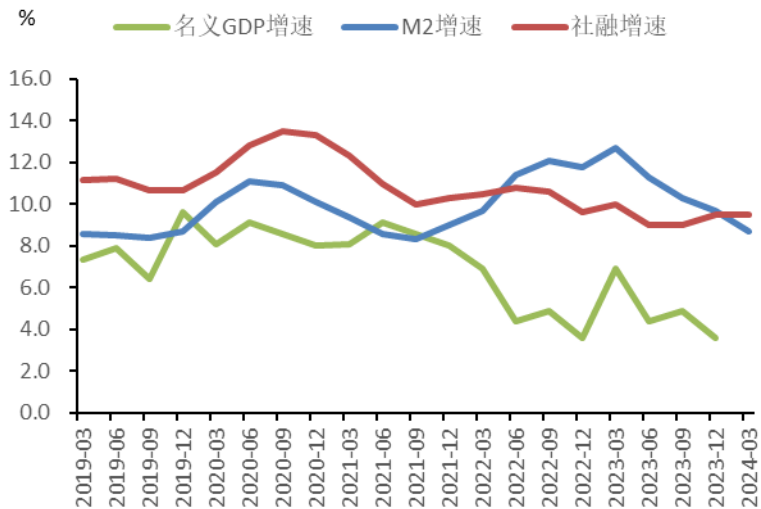


4.3 货币政策要灵活适度、精准有效

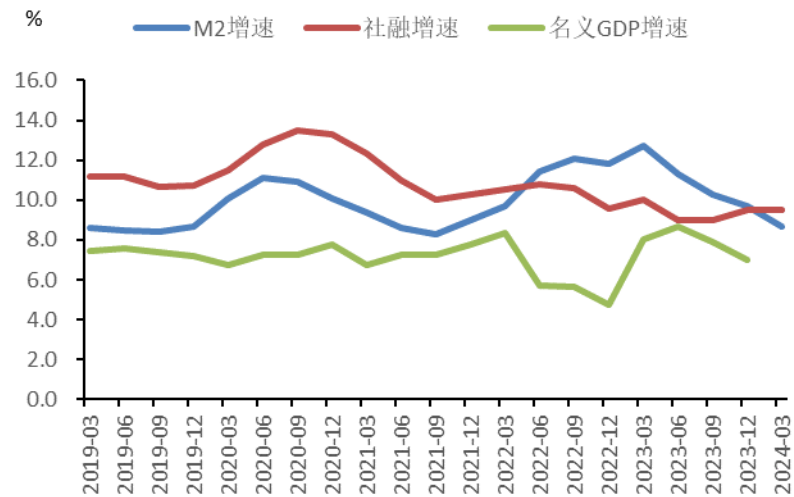
◆ 稳健货币政策要灵活适度、精准有效；

- ◆ 保持流动性合理充裕；促进社会综合融资成本稳中有降；
- ◆ 四匹配：社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配；
- ◆ 2023年平减指数为负导致名义GDP与另外两者不匹配；
- ◆ 我们假设平减指数同2022年保持正增长，则三者再次匹配；

图 社会融资规模、货币供应量与名义GDP增速



图社会融资规模、货币供应量与名义GDP增速（假设2023年未发生通缩）



资料来源: Wind, 上海证券研究所

资料来源: Wind, 上海证券研究所



4.4 三大风险化解

◆ 化解地方政府债务风险

- ◆ 完善全口径地方债务监测监管体系；
- ◆ 严防新增债务风险；
- ◆ 分类推进地方融资平台转型；

◆ 化解中小金融机构风险

- ◆ 严厉打击非法金融活动；

◆ 化解房地产风险

- ◆ 推进保交楼工作；
- ◆ 对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持；
- ◆ 加快构建房地产发展新模式：城中村改造、“平急两用”公共基础设施、保障房建设；





上海证券
SHANGHAI SECURITIES

五、利率向下趋势不改，关注地产债 β 的机会

5 固收策略：利率向下趋势不改，关注地产债 β 的机会

- ◆ 利率债：收益率长期向下趋势不改，调整幅度小；
 - ◆ 大方向做多，拉久期、加杠杆，如果一段时间收益率提升我们认为行情短期调整而非长期反转；
 - ◆ 10年以上的超长端利率债可以着重配置；
- ◆ 地产债：地产信贷支持政策落地或带来 β 机会；
 - ◆ 地产债主体下沉至优质混合所有制房企和民营房企；
- ◆ 城投债：短久期，适当下沉“强省”相对薄弱的市县城投以及“弱省”省级或强地级市城投；
 - ◆ “强省”定义为成交活跃的15个省市，如沿海5省江苏、浙江、广东、山东、福建，中部5省的湖北、湖南、安徽、江西、河南，4大直辖市以及西部的四川；
 - ◆ “弱省”定义为有一定的活跃度如中部2省山西、河北，西部5省云南、广西、贵州、陕西、新疆；
- ◆ 二永债：配置选择大行为主，股份行为辅，不建议下沉；





上海证券
SHANGHAI SECURITIES

六、风险提示

- ◆ 经济复苏超预期；
- ◆ 稳增长政策超预期；
- ◆ 降息落空或者时间点滞后。



行业评级与免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数20%以上
	增持	股价表现将强于基准指数5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数5%以上
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。



行业评级与免责声明

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

