2021 年 02 月 21 日

找准流动性的“脉搏”

——宏观经济专题

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@kysec.cn
证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）
majieying@kysec.cn
证书编号：S0790120080081

● **相较于货币市场变化，理解政策对防风险的重视，或有助于把握流动性趋势**

随着节后资金压力缓解，公开市场操作回笼资金属于常规操作，没有必要过度解读。2 月 18 日和 19 日，公开市场连续回笼资金、共计 3400 亿元，引起部分人士对货币政策收紧的担忧。经验显示，随着资金逐步回流银行体系、跨期需求下降等，节后资金压力一般趋于缓解，央行多回笼资金。但 2021 年节前资金异常紧张，使得机构对公开市场操作关注非常高，央行也加强与市场沟通、引导预期。**相较于货币市场变化，市场或低估了政策对防风险的重视度，“资产泡沫”、“补齐监管短板”等表述频现。**节前，政策借助短端资金波动上升，来“警告”市场过度杠杆行为，已释放一定信号。事实上，2020 年 10 月开始，当局对“资产泡沫”等风险的关注明显上升，只是“永煤”事件的出现，对政策操作和市场预期形成扰动。近期央行明确强调，抓紧补齐监管短板、坚决遏制各类风险反弹回潮。

● **解决结构性问题，不宜总量政策收紧，货币流动性也不具备趋势性收紧基础**

房地产“泡沫”等决定了货币政策不能“大水漫灌”，但解决结构性问题，不宜采用总量政策的收紧。随着资金违规流向房地产等增多，央行重提把握“货币总闸门”，更加注重政策精准、适度。不同于传统周期，解决地区、结构性问题，总量政策收紧不一定有针对性、甚至可能出现“负作用”。“双支柱”框架下，房地产金融宏观审慎管理加强，房地产贷款集中度管理、严查经营贷等措施陆续落地。**政策“退潮”、信用“收缩”下，货币流动性环境也不具备趋势性收紧的基础。**政策“退潮”下，信用环境已进入收缩通道，社融增速连续 2 个月明显回落。如果货币流动性持续紧张，可能会加速实体融资收缩、债务风险暴露，不利于经济、金融体系稳定。经验显示，信用“收缩”阶段，政策搭配以“宽货币”和“紧信用”为主，并适时适度采取对冲措施。近期央行也明确强调要防止信用“收缩”。

● **信用“收缩”下，资金中枢中短期或相对平稳，关注债务集中到期等潜在影响**

伴随信用加速“收缩”，下一阶段需关注，贷款展期和债券等集中到期，对政策操作和流动性环境潜在影响。2020 年共有 7.3 万亿元贷款本息实施延期，使得很大一部分贷款到期偿付压力延期到 2021 年，仅五大行 2021 年上半年贷款到期规模同比多增近 1.8 万亿元。同时，信用债和地方债到期规模也明显增加，尤其是 3 月和 4 月，信用债合计到期超 1.6 万亿元、较 2020 年同期多增近 5000 亿元。**总体来看，货币市场利率中枢中短期或相对平稳，资金波动或有所加大、但无需过度反应。**随着压降结构性存款等影响减弱，银行“水位”回归正常，12 月超储率回升至 2.2%；结合最新政策表态来看，货币市场利率中枢中短期或维持相对平稳，资金利率或宽幅区间震荡。**重申观点：债市不必过于悲观，短期调整提供了更好的配置时点，伴随信用“收缩”影响逐步显现，长端利率或重回下行通道。**

● **风险提示：**金融风险加速释放，及监管升级。

相关研究报告

《宏观经济专题-就地过年下的经济“开门红”》-2021.2.17

《宏观经济专题-“春节”效应 VS 经济“趋势”》-2021.2.16

《宏观经济专题-3 分钟看清春节海外要闻》-2021.2.15

目 录

1、 找准流动性的“脉搏” 3
2、 研究结论：不必过度关注公开市场操作，货币流动性不具备趋势性收紧的基础 7
3、 风险提示 8

图表目录

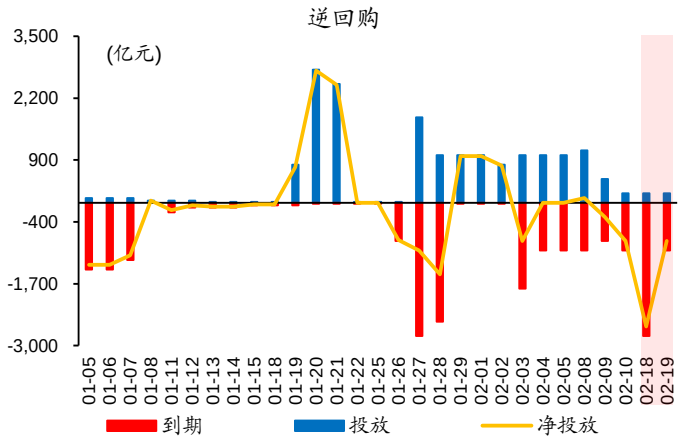
图 1： 节后连续两个工作日，逆回购连续回笼资金 3
图 2： 货币市场利率下行、而隔夜成交规模占比回落 3
图 3： 节后资金利率多有回落 3
图 4： 回溯历史，节后公开市场多净回笼 3
图 5： 2020 年以来，一线城市住宅价格明显抬升 5
图 6： 货币环境宽松阶段，地产相关贷款占比有所抬升 5
图 7： “紧信用”环境，多对应“宽货币” 6
图 8： 中性情景下，2021 年社融或回落至 10%左右 6
图 9： 2021 年上半年，五大行贷款到期明显增加 6
图 10： 2021 年地方债、信用债到期合计约 9.4 万亿元 7
图 11： 2021 年 3 月和 4 月信用债到期高峰 7
图 12： 2020 年 12 月，超储率已回升至 2.2% 7
图 13： 货币市场利率或在利率走廊附近宽幅震荡 7

表 1： 近期，资产泡沫、监管短板等相关表述频现 4
表 2： 政策对房地产和债务风险的关注度提升 5
表 3： 2020 年 8 月以来，地产调控措施加强 5
表 4： 2020 年疫情期间推出的货币政策工具或到期 6

1、 找准流动性的“脉搏”

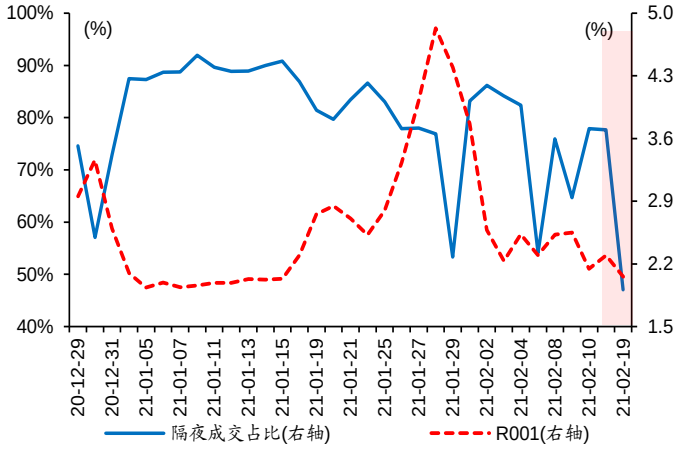
节后公开市场操作连续净回笼资金，引起部分人士对货币政策收紧的担忧。节后 2 个交易日，MLF 和逆回购集中到期 5800 亿元，除等额续作 MLF 外，央行仅投放 400 亿逆回购，净回笼资金 3400 亿元。尽管货币市场利率已明显回落，资金大幅净回笼仍引起广泛关注和讨论。衡量杠杆行为的隔夜质押回购成交占比，较节前大幅回落至 47%，除春节因素外，也一定程度反映了机构行为的偏谨慎。

图1：节后连续两个工作日，逆回购连续回笼资金



数据来源：Wind、开源证券研究所

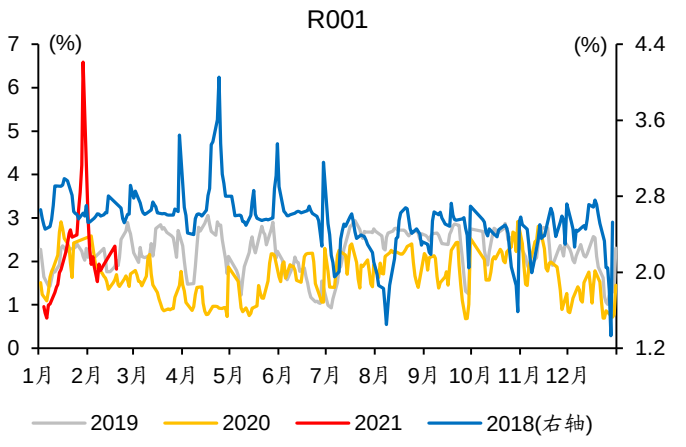
图2：货币市场利率下行、而隔夜成交规模占比回落



数据来源：中国货币网、开源证券研究所

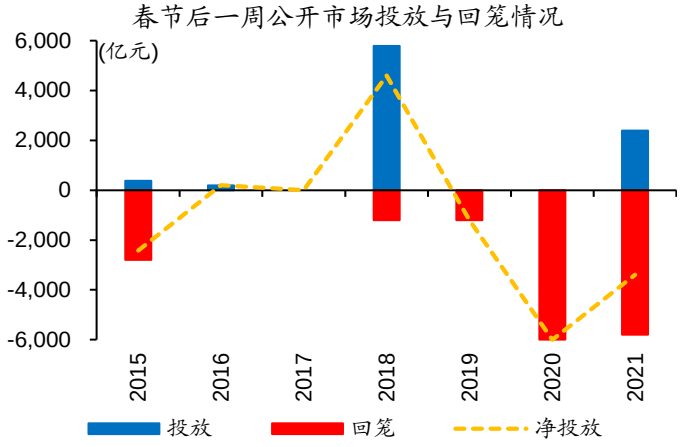
经验显示，节后资金压力一般趋于缓解，公开市场多净回笼；为避免市场误解，近期央行还加强市场预期引导。经验显示，随着资金逐步回流银行体系、跨期需求下降等，节后资金压力一般趋于缓解，央行多回笼资金。但 2021 年节前资金异常紧张，使得机构对公开市场操作关注非常高，央行也加强与市场沟通、引导预期，通过多个渠道强调，不应过度关注公开市场操作数量、个别机构成交利率等。

图3：节后资金利率多有回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：回溯历史，节后公开市场多净回笼



数据来源：Wind、开源证券研究所

相较于货币市场变化，市场或低估了政策对防风险的重视度，“资产泡沫”、“补齐监管短板”等表述频现。节前，政策借助短端资金波动上升，来“警告”市场过度

杠杆行为，已释放一定信号。事实上，2020 年 10 月开始，当局对“资产泡沫”等风险的关注明显上升，只是“永煤”事件的出现，对政策操作和市场预期形成扰动。近期央行明确强调，抓紧补齐监管短板、坚决遏制各类风险反弹回潮。

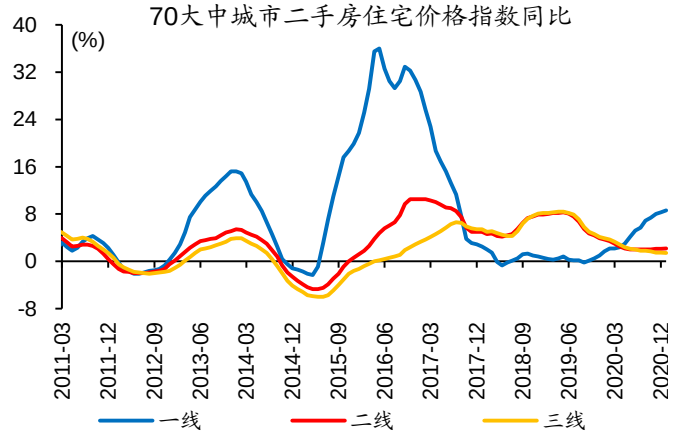
表1：近期，资产泡沫、监管短板等相关表述频现

分类	时间	会议/文件	主要内容
资产泡沫	2020 年 10 月 24 日	金融街论坛	中国金融不能走**投机赌博的歪路，不能走金融泡沫自我循环的歧路，不能走庞氏骗局的邪路**。
	2020 年 11 月 6 日	国务院政策例行吹风会	“**资金去哪里？要去实体经济，不要去玩“钱生钱”的游戏**…政策要有确定性，货币政策要有一定的数量但不能“溢出来”。
	2020 年 11 月 27 日	“财经年会 2021：预测与战略”	坚决防范和化解系统性金融风险，持续拆解高风险影子银行业务，**严查严控资金违规流入房地产领域**，积极配合防控地方政府隐性债务的风险。
	2020 年 12 月 1 日	《完善现代金融监管体系》	完善现代金融监管体系…**房地产是现阶段我国金融风险方面最大的‘灰犀牛’**。
	2021 年 1 月 15 日	2020 年金融统计数据新闻发布会	密切关注重要领域的资产价格，在保持物价稳定的同时，**通过宏观审慎政策来防范资产价格大起大落带来的宏观金融风险**，以切实维护金融稳定。
	2021 年 1 月 26 日	中央经济工作会议解读与当前经济形势分析专题研讨会	“**有些领域的泡沫已经显现**，去年我国几个主要的股市指数都大幅上升，接近 30%，在经济增速大幅下降的情况下出现如此牛市，不可能与货币无关。另外，**最近上海、深圳等地房价涨得不少，这些都与流动性和杠杆率的变化有关**。”
金融监管	2020 年 12 月 19 日	中央经济工作会议	加强规制，提升监管能力，坚决反对垄断和不正当竞争行为。金融创新必须在审慎监管的前提下进行…**大力提升国内监管能力和水平**。
	2021 年 1 月 6 日	央行工作会议	**抓紧补齐监管制度短板**…确保金融创新在审慎监管前提下发展，普惠金融服务质量和竞争力稳中有升。
	2021 年 1 月 8 日	易纲谈 2021 年金融热点问题	要稳妥处置个体机构风险和重点领域风险，**健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系**，进一步压实各方责任，**补齐监管制度短板**。要构筑与更高水平开放相适应的监管框架和风险防控体系…加强监管协调，形成监管合力。
	2021 年 2 月 8 日	四季度货币政策执行报告	维护金融安全，健全金融风险预防预警处置体系、问责制度，**抓紧补齐监管制度短板**，坚决守住不发生系统性金融风险的底线…**坚决遏制各类风险反弹回潮**，坚决不让局部风险发展成系统性风险、区域风险演化为全国性风险。

资料来源：中国人民银行、政府网站、开源证券研究所

结合相关表态、措施来看，当前政策或聚焦在房地产“泡沫”、区域债务风险等。2020 年政策托底过程中，资金空转、违规流向等问题凸显，部分热点城市房价快速、大幅上涨；使得国内疫情刚平复、经济活动修复伊始，当局即加大对相关行为的打击力度。新一轮地产调控的落地，及防范地方债务风险措施的加强等，均是政策对防风险重视度提升的具体体现，也是理解 2021 年政策的关键点。

图5：2020 年以来，一线城市住宅价格明显抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

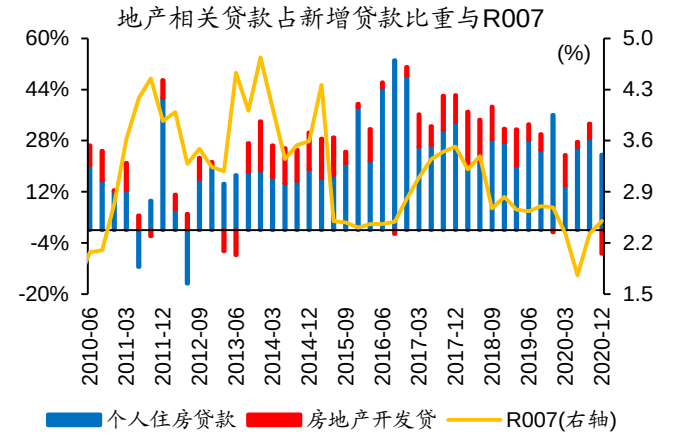
表2：政策对房地产和债务风险的关注度提升

分类	时间	事件	主要内容
债务	2020年8月	《坚定不移打好防范化解金融风险攻坚战》	利率下行一般性预期强化后，有可能助长杠杆交易和投机行为，催生新一轮资产泡沫。一些地方的房地产价格开始反弹，**金融资源有可能再次向高风险领域集中**，提升金融服务质效...有序处置重点领域突出风险，**实现稳增长和防风险长期均衡**。
	2020年9月	关于做好修订后的预算法实施条例贯彻实施工作的通知	要进一步加强地方政府债务管理，严格执行地方政府债务的预算调整、转贷程序，及时开展风险评估和预警工作，**切实防范和化解债务风险**。
	2020年11月	“财经年会2021：预测与战略”	**坚决防范和化解系统性金融风险，持续防解高风险影子银行业务，严查严控资金违规流入房地产领域**，积极配合防控地方政府隐性债务的风险。
	2020年12月	刘昆“开发性、政策性金融机构不得配合地方政府变相举债”	开发性、政策性金融机构等应强审慎合规经营，综合考虑项目现金流、抓原押物等审慎授信，**严禁向地方政府违规提供融资支配合地方政府变相举债**。要清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，严格落实政府举债终身问责制和债务问题制查机制。**严禁地方政府以企业债形式增加隐性债务**。
	2020年12月	《地方政府债券发行管理办法》	新增债券、再融资债券、置换债券发行规模**不得超过财政部下达的当年本地区对应类别的债券限额或发行规模上限**；债券发行后确需调整债券资金用途的，地方财政部门应当按程序报批，经省级人民政府或省级人大常委会批准后及时披露相关信息。
地产	2020年8月	《坚定不移打好防范化解金融风险攻坚战》	**房地产泡沫是流动金融安全的最大“支厚牛”...严防资金违规流入房地产市场**...利率下行一般性预期强化后，有可能助长杠杆交易和投机行为，催生新一轮资产泡沫。**一些地方的房地产价格开始反弹，金融资源有可能再次向高风险领域集中**。
	2020年8月	住建部和人行召开重点房企座谈会	**开启“三道红线”管理**，形成重点房地产企业资金监测和融资管理规则，控制房地产企业有息债务的增长。
	2020年9月	住建部印发政务公开工作要点	**坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位**，落实城市主体责任，稳地价、稳房价和稳预期。
	2020年11月	“财经年会2021：预测与战略”	坚决防范和化解系统性金融风险，持续防解高风险影子银行业务，**严查严控资金违规流入房地产领域**，积极配合防控地方政府隐性债务的风险。
	2020年12月	郭树清“完善现代金融监管体系”	**把握好金融创新的边界...管好货币总闸门...房地产是现阶段我国金融风险方面最大的“灰犀牛”**...健全宏观审慎、微观审慎、行为监管三支柱。
	2020年12月	房地产贷款集中度管理制度	综合考虑银行业金融机构的资产规模、机构类型等因素，**分档设置房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比两个上限**，对超过上限的机构设置过渡期，并建立区域差别化调节机制。
	2021年1月	上海银保监局	**防止消费类贷款、经营性贷款等信贷资金违规挪用于房地产领域**。
	2021年1月	北京银保监局	**重点排查**是否存在由于授信审批不审慎、受托支付管理不到位、贷后管理不尽职等情形导致**消费贷、经营贷资金被违规用于支付购房款等问题**。

资料来源：中国人民银行、政府网站、开源证券研究所

房地产“泡沫”等决定了货币政策不能“大水漫灌”，但解决结构性问题，不宜采用总量政策的收紧。随着资金违规流向房地产等增多，央行重提把握“货币总闸门”，更加注重政策精准、适度。不同于传统周期，解决地区、结构性问题，总量政策收紧不一定有针对性、甚至可能出现“负作用”。“双支柱”框架下，房地产问题更多依靠房地产金融宏观审慎管理，房地产贷款集中度管理、严查经营贷等措施陆续落地，上海、深圳等地区也有针对性出台了一些措施。

图6：货币环境宽松阶段，地产相关贷款占比有所抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

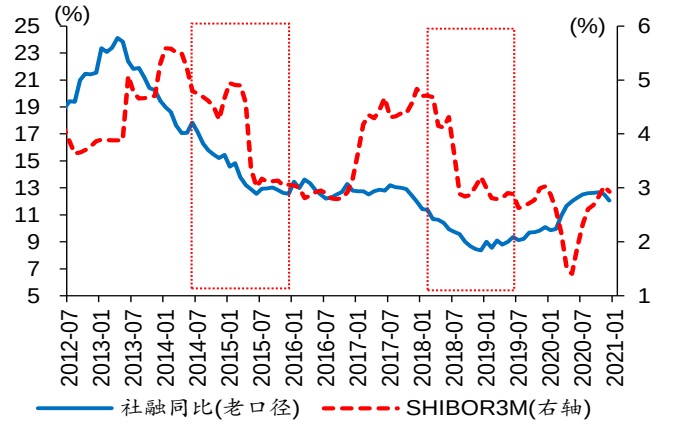
表3：2020 年 8 月以来，地产调控措施加强

时间	事件/机构	主要内容
2020年8月	“三道红线”	**开启“三道红线”管理**，形成重点房地产企业资金监测和融资管理规则,控制房地产企业有息债务的增长。
2020年9月	银保监会召开新闻通气会	**持续开展30多个重点城市房地产贷款专项检查**,加大对“首付贷”、消费贷资金流向房市的查处力度，助推房地产民生属性逐步回归。
2020年12月	房地产贷款集中度管理制度	综合考虑银行业金融机构的资产规模、机构类型等因素，**分档设置房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比两个上限**，对超过上限的机构设置过渡期，并建立区域差别化调节机制。
2020年12月	住房和城乡建设工作会议召开	稳妥实施房地产长效机制方案，**促进房地产市场平稳健康发展**；大力发展租赁住房，**解决好大城市住房突出问题**，加强住房市场体系和住房保障体系建设，加快补齐租赁住房短板。
2021年2月	《关于加强个人经营性贷款管理防范信贷资金违规流入房地产市场的通知》	在贷款的申请和审批环节，各个银行审慎向近期申请过个人住房按揭贷款或购买住房的客户发放个人经营性贷款，**针对经营贷来购房的行为**，防止信贷资金转入与借款人经营活动无关的账户。
2021年1月	2021年中国银保监会工作会议	**严格落实房地产贷款集中度管理制度和重点房地产企业融资管理规定**。

资料来源：政府网站、中国人民银行、开源证券研究所

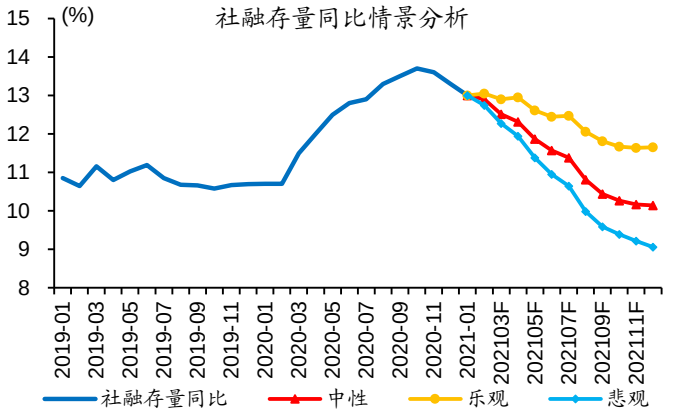
政策“退潮”、信用“收缩”下，货币流动性环境也不具备趋势性收紧的基础。政策“退潮”下，信用环境已进入收缩通道，社融增速连续 2 个月明显回落。我们判断，中性情景下，社融增速仍将加速回落，年底或回落至 10%左右。如果货币流动性持续紧张，可能会加速实体融资收缩、债务风险暴露，不利于经济、金融体系稳定。经验显示，信用“收缩”阶段，政策搭配以“宽货币”和“紧信用”为主，并适时适度采取对冲措施。近期央行也明确强调要防止信用收缩。

图7：“紧信用”环境，多对应“宽货币”



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：中性情景下，2021 年社融或回落至 10%左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

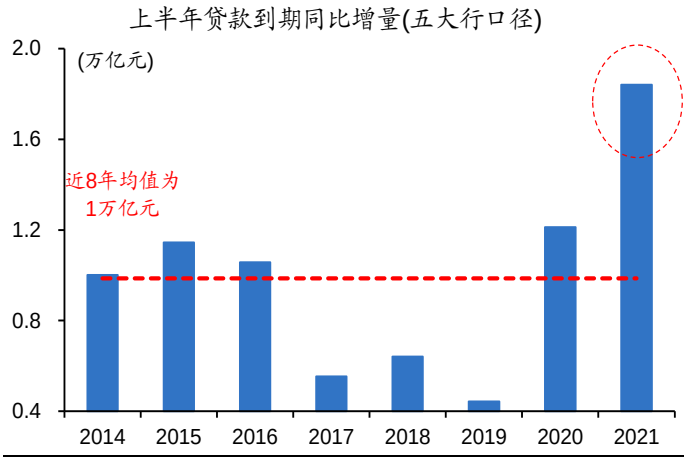
伴随信用加速“收缩”，下一阶段需关注，贷款展期和债券等集中到期，对政策操作和流动性环境潜在影响。2020 年共有 7.3 万亿元贷款本息实施延期，使得很大一部分贷款到期偿付压力延期到 2021 年，仅五大行 2021 年上半年贷款到期规模同比多增近 1.8 万亿元。同时，信用债和地方债到期规模也明显增加，尤其是 3 月和 4 月，信用债合计到期超 1.6 万亿元、较 2020 年同期多增近 5000 亿元（详情参见《信用“收缩”年，再融资压力的结构分化》）。

表4：2020 年疫情期间推出的货币政策工具或到期

时间	政策工具	额度/释放资金(亿元)	使用情况	备注	期限
2月7日	专项再贷款	3000	执行完毕	不能超过最近一次公布的一年期LPR减100个基点；财政贴息50%，企业实际融资成本约1.25%	1年
2月26日	再贷款再贴现专用额度	5000	执行完毕	支持地方法人银行向复工复产中小微企业发放优惠利率贷款	1年
2月28日	引导金融机构增加低息贷款	3000	/	定向支持受疫情影响较大的个体工商户	/
3月13日	政策性银行专项信贷额度	3500	执行完毕	民营小微企业专项信贷额度	/
3月31日	支持小微金融债券	3000	截至9月底，已达3500亿元	支持金融机构全年发行小微金融债券	/
3月31日	促成中小微企业应收账款融资	8000	截至11月初，完成1.1万亿元	推动核心企业和国有大行等于应收账款融资平台对接，全年促成中小微企业通过应收账款融资	/
4月3日	增加再贷款、再贴现额度	10000	截至5月7日，已使用7052亿元	面向中小银行，以优惠利率向量大面广的中小微企业提供贷款	3个月、6个月、1年三个档次，利率（不含扶贫再贷款）分别为2.2%、2.4%、2.5%
6月1日	普惠小微企业贷款延期支持工具	400	截至2020年底，累计支持普惠小微企业贷款延期本金共8737亿元	预计可以支持地方法人银行延期贷款本金约3.7万亿元	延期还本付息政策再延长至2021年3月31日，已明确延期
6月1日	普惠小微企业信用贷款支持计划	4000	截至2020年底，累计支持发放小微企业信用贷款共4808亿元	预计信用贷款支持可带动地方法人银行新发放普惠小微企业信用贷款约1万亿元	延期还本付息政策再延长至2021年3月31日，已明确延期
/	调增政策性银行全年信贷额度	6000	/	/	/

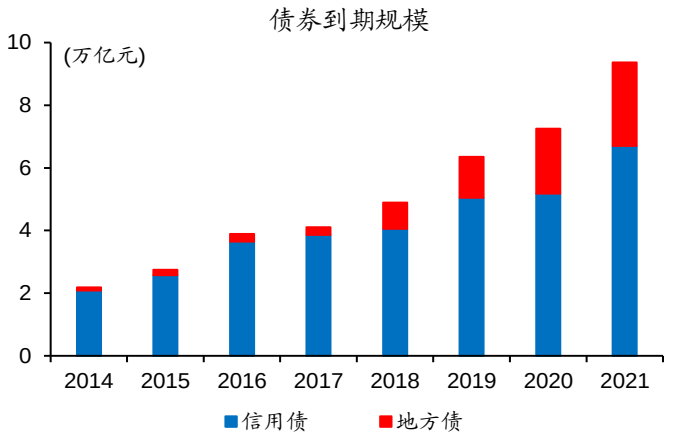
资料来源：中国人民银行、开源证券研究所

图9：2021 年上半年，五大行贷款到期明显增加



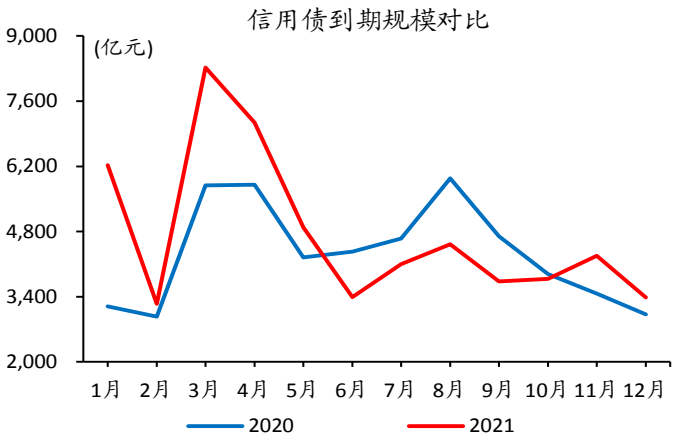
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2021 年地方债、信用债到期合计约 9.4 万亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

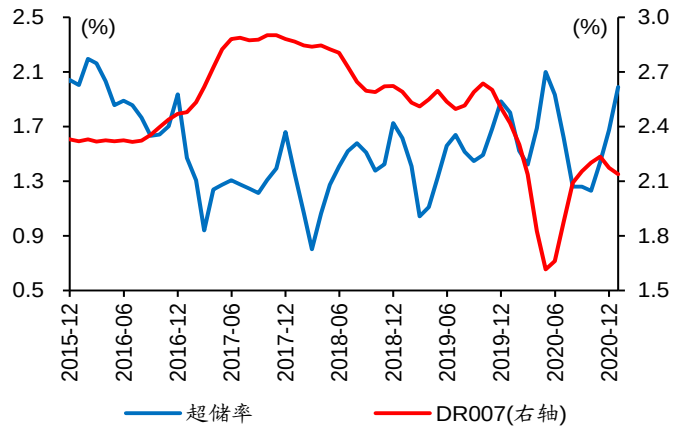
图11：2021 年 3 月和 4 月信用债到期高峰



数据来源：Wind、开源证券研究所

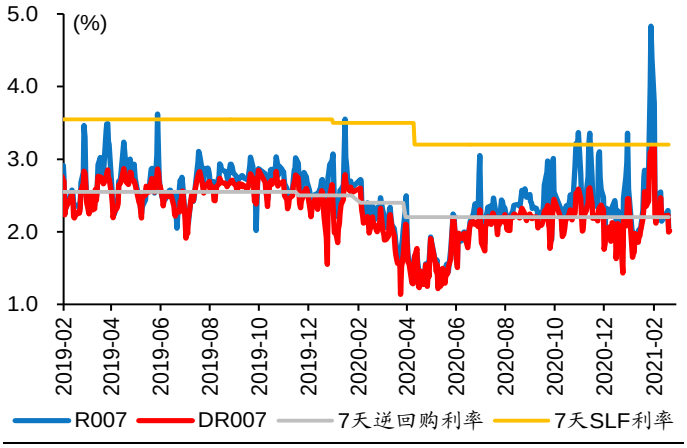
总体来看，货币市场利率中枢中短期或相对平稳，资金波动或有所加大、但无需过度反应。随着压降结构性存款等影响减弱，银行“水位”回归正常，12 月超储率回升至 2.2%；结合最新政策表态来看，货币市场利率中枢中短期或维持相对平稳，资金利率或宽幅区间震荡。**重申观点：债市不必过于悲观，短期调整提供了更好的配置时点，伴随信用“收缩”影响逐步显现，长端利率或重回下行通道**。

图12：2020 年 12 月，超储率已回升至 2.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：货币市场利率或在利率走廊附近宽幅震荡



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 研究结论：不必过度关注公开市场操作，货币流动性不具备趋势性收紧的基础

（1）随着节后资金压力缓解，公开市场操作回笼资金属于常规操作，没有必要过度解读。相较于货币市场变化，市场或低估了政策对防风险的重视度，“资产泡沫”、“补齐监管短板”等表述频现。

（2）房地产“泡沫”等决定了货币政策不能“大水漫灌”，但解决结构性问题，不宜采用总量政策的收紧。政策“退潮”、信用“收缩”下，货币流动性环境也不具备趋势性收紧的基础。

（3）伴随信用加速“收缩”，下一阶段需关注，贷款展期和债券等集中到期，对政策操作和流动性环境潜在影响。总体来看，货币市场利率中枢中短期或相对平稳，资金波动或有所加大、但无需过度反应。

3、 风险提示

金融风险加速释放，及监管升级。

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