宏观研究

美国大放水，钱究竟流向了何处？

宏观专题报告 | 2021 年 2 月 4 日

报告摘要：

- **拜登提出了1.9万亿元的财政刺激计划**

  作为拜登“两步走”战略中的第一步，此次计划在原有基础上延长并补充了失业救济、提高了个人救济金额、新增了对州和地方政府的拨款，整体上可以作为对上一轮财政刺激的完善和补充；第二步计划将在基础设施和制造业、创新、研发和清洁能源方面进行历史性的大规模投资。总体来看，拜登的第一步计划集中于疫情救济，第二步计划着眼于经济复苏、气候变化和种族平等。

- **通过费雪方程式推敲货币放水没有引发通胀的背后原因**

  一方面伴随着美国社会失业率的升高和居民收入的降低，导致了美国内外需求不足；另外除了M2的增加，货币流通速度也是导致物价增长的重要因素之一，在美国多轮宽松下，货币并没有传导到居民消费上，而是到了股市和楼市里。

- **重温1985年的“广场协议”和2008年金融危机，体会美国如何运用汇率手段和量化宽松来化解和转移危机**

  1985年美国同日、德、法、英四国签订广场协议，诱导美元对主要货币的汇率有秩序地贬值，从而实现影响资本流动，改善赤字的效果，在稳定了通胀水平的同时也提高了自身出口竞争力。反观日本却由于流动性过剩，导致了严重的资产泡沫；2008年金融危机以后美国启动量化宽松释放大量流动性，过剩的资金流入中国等新兴市场，造成了输入性通胀。

- **我们认为美国政府后续会实行宽松的财政政策，并兼顾美元汇率的稳定**

  前美联储主席耶伦在上周的听证会发表观点称“考虑到债务水平会增加，但在利率处于低位的情况下，最明智的做法就是推出一项大规模刺激计划”，她还提到“美元汇率应该由市场来决定,不会寻求弱势美元来获得相对优势”。结合拜登的“两步走“计划和疫情因素，美国大概率将在维护美元稳定性的同时加码财政刺激。

- **风险提示：**

  全球疫情传播持续恶化；疫苗产量不及预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号： S0100519040001

电话： 010-85127665

邮箱： xieyunliang@mszq.com

相关研究

目录

1 拜登 1.9 万亿美元大放水 3
2 通胀指标选择 4
3 从费雪方程式解读通胀 5
3.1 消费需求疲软 5
3.2 货币流动速度下降 8
4 经典案例回顾 8
4.1 1985 年“广场协议” 9
4.2 2008 年金融危机后美国开启量化宽松 10
4.3 小结 12
5 美国后续政策展望 12
风险提示： 13
插图目录 14

1 拜登 1.9 万亿美元大放水

2020 年是全球各经济体货币大放水的一年。2020 年 3 月 23 日，美联储宣布实施开放式的资产购买计划，开启无限量的量化宽松。**2021 年 1 月 14 日，美国总统拜登更是提出了规模高达 1.9 万亿元的财政刺激计划**，这个名为“美国救济计划”的法案主要围绕“疫情救助”展开，拜登希望给美国家庭和企业提供额外的财政支持，直到新冠疫苗在美国普及。整个计划以稳定经济、恢复发展为核心目的，那么这个 1.9 万亿的“美国救济计划”主要花在哪些地方？从具体内容来看，主要包括：

1.向大部分符合条件的美国公民每人直接发放 1400 美元，连同特朗普在去年 12 月公布的 600 美元一起，发放到每个美国公民手上的救济总金额将达到 2000 美元。

2. 将最低工资从每小时 7.25 美元提高到 15 美元；

3. 将失业救济金从每周 300 美元提高到 400 美元、期限延长至 9 月底；将未付房租或房贷面临驱逐、丧失抵押品赎回权的暂停期延长至 9 月底；

4. 给州和地方政府 3500 亿美元补助，给幼儿园、中小学以及大学 1700 亿美元补助；

5. 拨款 500 亿美元将用于新冠病毒检测，200 亿美元用于全国新冠疫苗接种。

表 1：1.9 万亿财政刺激法案的详细内容

类别	详细内容	规模
医疗卫生	新冠病毒检测	投资500亿美元
	国家疫苗接种方案	投资200亿美元
居民/小型企业援助	联邦最低工资标准	提高到15美元/小时
	个人补贴	提高1400美元至2000美元/每人
	额外失业援助	从300美元/周提高到400美元/周，并将期限延至9月底
	小型企业援助	提供150亿美元援助小企业主，对部分州提供350亿美元的投资
	带薪休假	恢复带薪病假至9月底，同时扩展该福利至更多人
	饮食援助	将增长15%的食品券福利期限延长到9月底
	儿童税收抵免	将儿童税收抵免增加至3000美元/人，其中6岁以下孩子3600美元
	健康保费补贴	增加《平价医疗法案》，并提供精神健康方面的服务
	住房援助	对中低收入家庭提供250亿美元的租金援助
		将1月底到期的租客驱逐延长至9月底
机构拨款	周政府和地方政府	提供3500亿美元的援助
	K12学校和高等教育机构	提供1700亿美元的援助
	受灾最严重的公共交通机构	提供200亿美元的援助
合计		1.9万亿美元

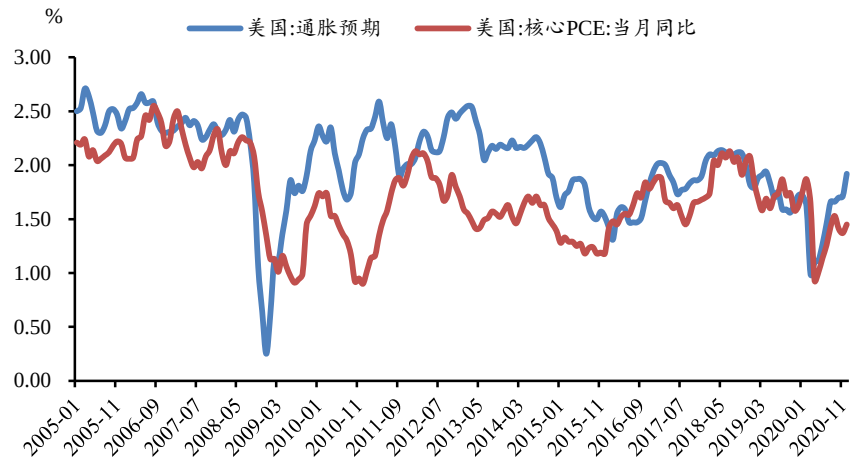
资料来源：CNN，民生证券研究院

与上一轮 9000 亿美元财政刺激相比，这份计划在原有基础上延长并补充了失业救济、提高了个人救济金额、新增了对州和地方政府的拨款，因此整体上可以作为对上一轮财政刺激的完善。需要注意的是这项总规模为 1.9 万亿美元的财政刺激计划仅仅是拜登的“救援和复苏计划”中的第一步，第二步——“重建更好未来”复苏计划将在基础设施和制造业、创新、研发和清洁能源方面进行历史性的大规模投资。**总体来看，拜登的第一步计划集中于疫情救济，第二步计划着眼于经济复苏、气候变化和种族平等。**

美国接二连三的货币放水往往会引发普通民众对于通胀的恐慌。**然而事实真的如此吗？美国通胀预期的抬升真的会直接影响本国通胀走势吗？**我们发现自 2020 年 1 月以来，由 10 年期美债收益率与美国十年期通胀保值国债（TIPS）之差代表的通胀预期均值约为 1.5%，而核心 PCE 均值则为 1.4%，两者并非完全吻合。**纵观历史，美国通胀预期与实际的通胀走势均**

存在一定程度的差异。换言之，美国的货币放水并没有完全反应在其通货膨胀上。那么问题来了，钱到底去哪儿了？本文将进行深入的分析解答。

图 1：美国通胀预期与核心 PCE 之间存在一定差异



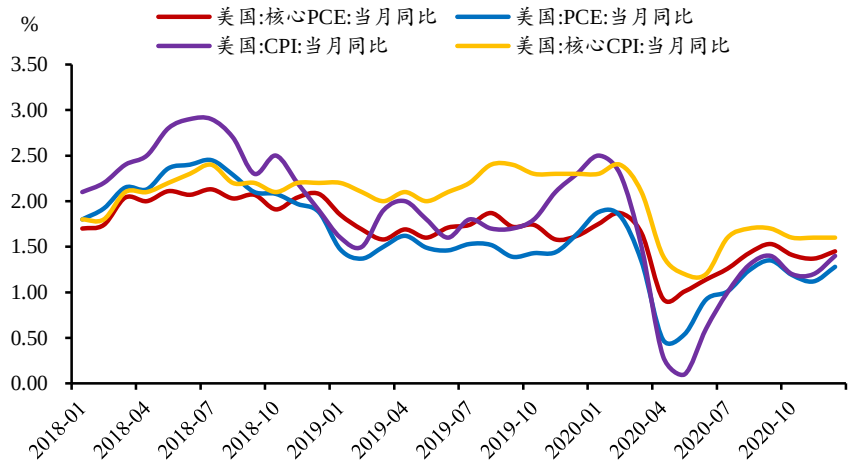
资料来源：Wind，民生证券研究院

2 通胀指标选择

美联储衡量市场通胀水平的两个主要参考指标分别为 PCE 指数和 CPI 指数，两者在指标的构建方面有所差异。CPI 指数所选用的权重分配来自于对家庭的居民消费调查，篮子的组成成分相对固定，每两年更新一次；PCE 指数所选用的权重分配来自于对商业的家庭调查，篮子的组成成分每季度更新一次。CPI 指数统计的是消费者直接购买的商品和服务，而 PCE 指数额外多增了政府以及雇主为消费者间接购买的商品和服务，因此 PCE 指数相较于 CPI 指数具有更多的分类和更广的统计范围。在具体的权重分配方面，PCE 指数在住宅和交通两个方面分配的权重相对较低，而在医疗方面则给予了更大的权重，PCE 指数和 CPI 指数在权重方面的不同也使得两种指数最终的统计结果存在权重效应。

由于 PCE 指数和 CPI 指数在编制的过程中存在较多差异，因此造成 CPI 指数所反映的通胀水平一般会大于 PCE 指数。**相较于 CPI 指数，PCE 指数能够更好的反映商品的替代效应，使其在衡量通胀水平上具有更优的特性，美联储也从 2000 年开始以 PCE 指数来对标美国通胀水平。**

图 2：PCE 指数与 CPI 指数对比



资料来源：Wind，民生证券研究院

3 从费雪方程式解读通胀

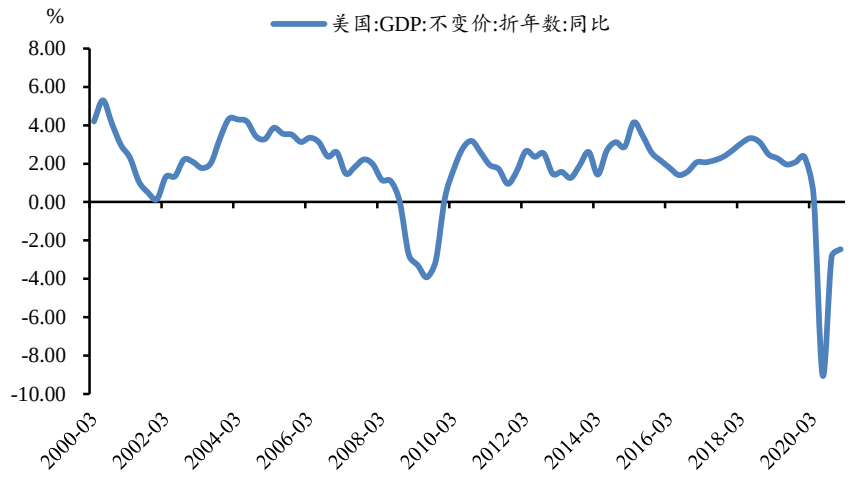
什么是通货膨胀？通货膨胀实际上就是市场上的货币发行量超过了流动中所需要的金属货币量，从而使得物价水平出现了普遍而持续的上涨，纸币贬值，从而最终导致货币购买力下降。从市场经济的角度来看，决定通胀的核心因素是市场供需关系。只有当实体经济需求的扩张大于供给的扩张，价格才会上涨，通胀才会出现。

在著名的费雪方程式：**MV=PQ** 中，M 为货币供应量，V 为货币流通速度，P 为物价，Q 为交易的商品总量。我们可以发现，**M2 的增加，并不一定会带来物价的上涨。货币流通速度也是导致物价增长的重要因素之一，**只有当货币流动速度也保持在较快水平，超宽松的货币供应量才会导致物价的大幅上涨。但是需特别留意：货币放水引发通胀是假定费雪方程式右边的交易商品总量是由增量的 GDP 组成的。但是当前，货币还可以用于虚拟经济交易，例如资本市场等。并且目前虚拟经济的规模是远大于实体经济的。明确了通胀的定义之后，**我们认为货币放水没有引发通胀的背后存在着两大原因：内外需求不足以及货币流动速度下降。**

3.1 消费需求疲软

决定居民消费的首要因素是居民收入，而居民收入又与国家经济增长情况直接相关。受到新冠疫情的影响，美国国内 GDP 自 2020 年 2 季度以来一直处于同比负增长状态，其中 3 季度和 4 季度 GDP 同比分别为-2.85% 和 -2.46%。

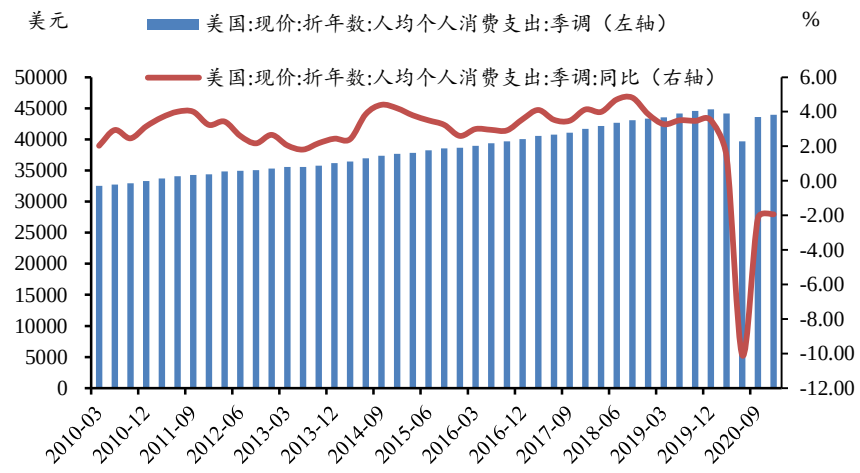
图 3：美国 GDP 同比增速自 2020 年 2 季度以来一直处于负数



资料来源：Wind，民生证券研究院

从消费视角来看，2020 年美国宏观经济的急转直下压抑了居民短期的消费意愿。公开数据显示，自 2020 年 1 季度以来，美国居民人均个人消费支出出现历史性的走弱，其中 2 季度和 3 季度消费支出同比分别为-10.1% 和 -2.15%。

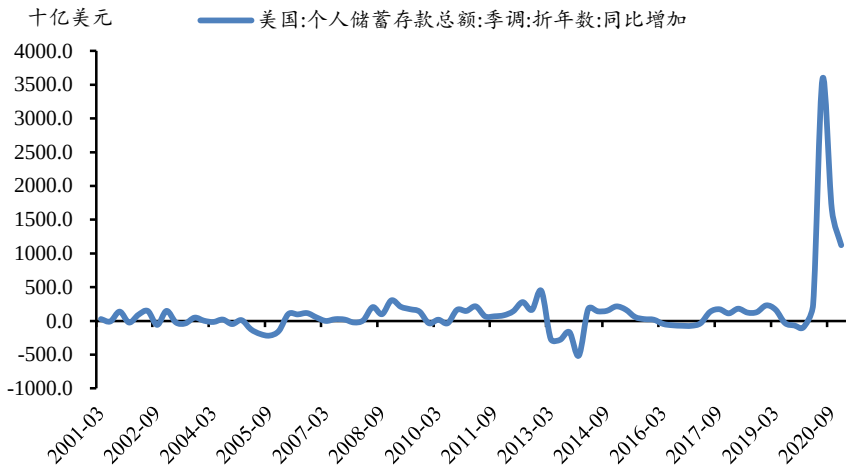
图 4：美国居民人均消费支出走弱



资料来源：Wind，民生证券研究院

伴随着美国社会失业率的升高和居民收入的降低，出于风险偏好的角度考虑，居民避险情绪又会带动预防性储蓄的急剧走高，居民存款获得了大幅上升。观察数据发现，美国居民储蓄存款同比增值在 2020 年二季度达到 3.6 万亿元，而在此后的 3 季度和 4 季度也继续保持着高于 1 万亿的同比增长。创历史性新高的居民存款也从侧面证明了居民消费意愿的降低。

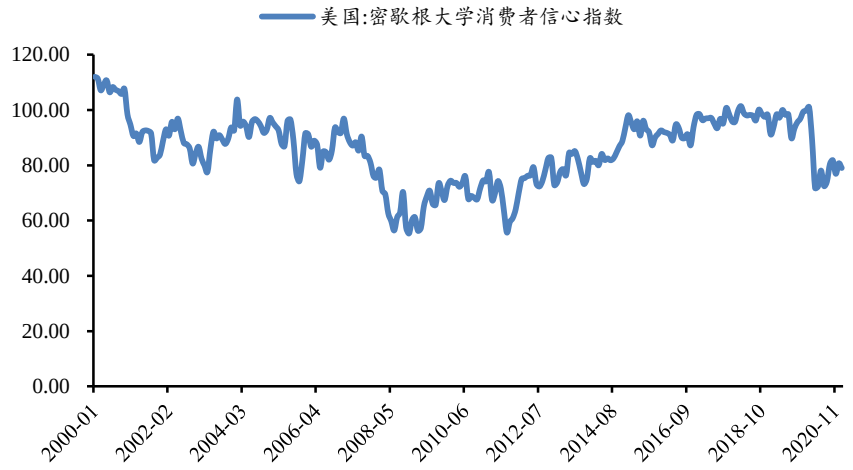
图 5：美国居民储蓄存款同比增速明显



资料来源：Wind，民生证券研究院

从另一方面来看，自 2020 年 3 月以来，密歇根大学消费者信心指数均值仅为 77.9，也明显低于历史同期。直观地显示了居民边际消费的弱化趋势。而这也正是美国核心 PCE 指数不及通胀预期的核心原因。

图 6：美国消费者信心指数明显低于历史同期，居民消费意愿不强



资料来源：Wind，民生证券研究院

从 PPI 来看，自从 2020 年 2 月份以来，美国 PPI 一直处于同比负增长，截止 2020 年 10 月，PPI 同比依旧下降 1.5%。背后原因主要是由于疫情导致的国际经济整体萎靡。

图 7：美国 PPI 保持同比负增长

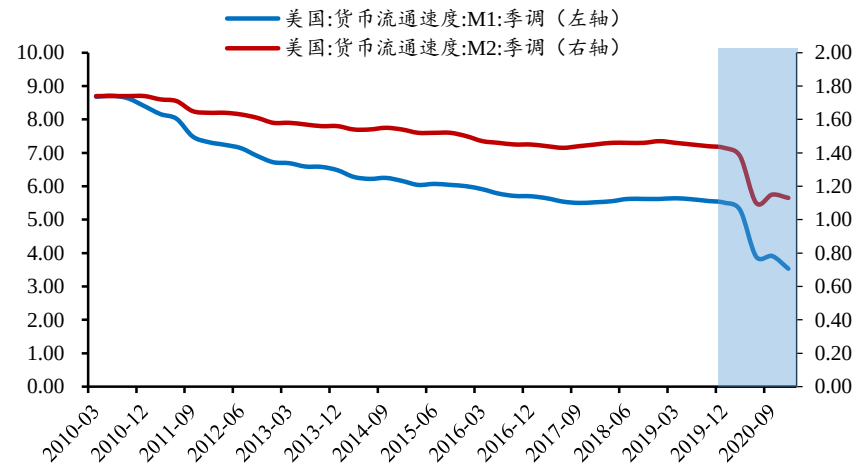


资料来源：Wind，民生证券研究院

3.2 货币流动速度下降

通过观察费雪方程式，我们可以发现等式左边是由货币供应量和货币流通速度共同组成的。回顾 2008 年美国次贷危机，美联储大多数时间都保持宽松的货币政策，然而这种流动性并没有直接反应到本国通胀上，其主要原因就是货币流通速度降低。换言之，在美国多轮宽松下，货币并没有传导到居民消费上，而是到了股市和楼市里，由此引发的美国贫富差距拉大进一步抑制居民消费的意愿。

图 8：在宽松的货币政策下，美国货币流通速度依然降低



资料来源：Wind，民生证券研究院

4 经典案例回顾

回顾历史，我们发现美国曾数次在刺激经济复苏的同时运用汇率手段和量化宽松的策略来化解和转移危机，最有名的两次当属 **1985 年的“广场协议”和 2008 年金融危机**，下面就让我们重温这两次经典案例。

4.1 1985 年“广场协议”

受 1973 年的石油危机的影响，叠加 70 年代美国采取的高财政支出、高税收政策以及宽松的货币政策，到了 70 年代末，美国出现了严重的“滞涨”现象。通胀水平继续上升，在 1979 年达到了创纪录的 15%；同时经济增长速度减缓，1980 年 GDP 增长率再次出现负数。低迷的劳动生产率和持续走低的工业份额导致美国的国民生产总值占资本主义国家比重从 1950 年的 57.8% 降至 1980 年的 26.7%。

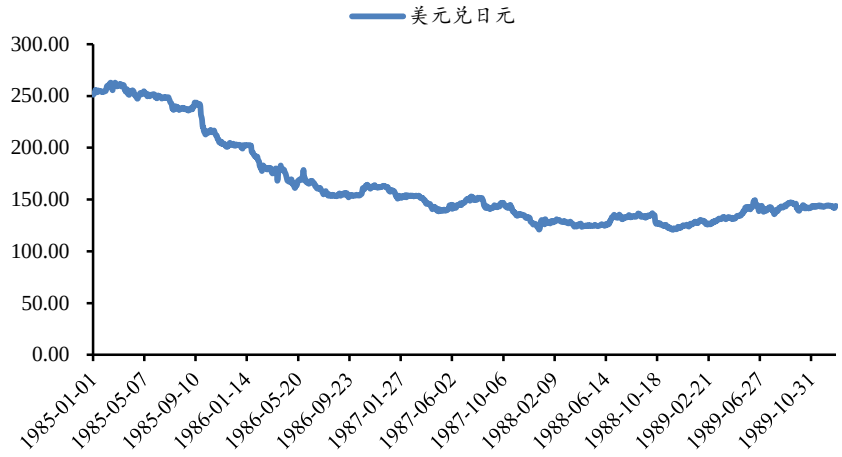
为了解决 80 年代初期美国经济低迷的情况，里根政府大幅度减税，以鼓励储蓄与投资；在国防政策方面，开启“星球大战”，大幅增加军费开支；同时缩小政府规模，放松政府对企业规章制度的限制，减少国家对企业的干预，以此推动经济发展。

为解决通胀问题，里根政府在货币政策上采用提高银行利率，严格控制货币供应量的手段。紧缩的货币政策解决了持续的高通胀问题。从 1980 年开始，美国实际利率基本维持在 6%-8%的高水平，高利率对通货膨胀率起到了一定的抑制作用，CPI 也从 1980 年的 13.5%降低到 1982 年的 6.2%，其后基本维持在在 5%以下。

80 年代初期，美国财政赤字剧增，对外贸易逆差逐年增大，从 1981 年的 161.72 亿美元扩大至 1987 年 1516.84 亿美元。美国希望通过美元贬值来增加产品的出口竞争力，以改善美国国际收支不平衡状况。1985 年 9 月 22 日，美、日、德、法、英五国财政部长和中央银行行长在纽约的广场饭店举行例行会议并发表共同声明，史称“广场协议”。**该协议的关键点是五国政府联合干预外汇市场，诱导美元对主要货币的汇率有秩序地贬值。诱导美元贬值致使 1988 年以后贸易逆差规模有所减小。**

作为美国贸易逆差最大来源国的日本，在协议签订后不到 3 个月的时间里，美元兑日元跌幅达 20%。日元大幅升值导致日本进口商品的日元价格下跌，导致了短期内日本物价指数增长率下跌，同时日本出口急速跌落，经济增长率下降。另一方面，由于日本的实体经济是出口导向为主，为抵消本币升值导致出口下降而带来的紧缩效应，日本采取了扩张性的财政政策和宽松的货币政策来来缓解国内经济压力，在维持低利率环境的同时，更是出台了规模达 6 兆亿日元的“紧急经济对策”计划来进一步扩大内需。然而日元走强导致大量国际投机资金涌入日本，为了维持日元稳定，日本不得不大量购买美元，抛售日元，从而投放大量的基础货币，导致金融市场的流动性过剩。**多余资金流入房地产市场和股市，造成金融性资产过度膨胀。资产价格持续上升，日本 80 年代末有名的资产泡沫由此而来。**由于日元升值导致的通货膨胀率下跌到 1986 年底就开始触底反弹，而日本中央银行一直等到在 1989 年初才开始加息，**一年多的时间就把利率从 2.5%增加到 6%。这种快速剧烈的收紧流动性的做法，是导致日本房地产泡沫和股市泡沫在 1990 年代初破裂的直接原因。**

图 9：1985 年广场协议之后美元兑日元汇率走势



资料来源：Wind，民生证券研究院

4.2 2008 年金融危机后美国开启量化宽松

什么是量化宽松？量化宽松是指中央银行实施的涉及大规模资产购买的非常规货币政策，本质上是在价格工具失效后把操作目标由价格转向数量。当利率下调至零或近似零利率后，继续下调的空间非常有限，常规的价格型货币政策工具失效。货币当局大幅扩张资产负债表，通过购买国债、公司债、资产支持证券等资产的方式，显著增加基础货币供给，向市场注入大量流动性，恢复金融市场功能，鼓励私人部门开支和借贷，以此刺激实体走出衰退和通缩。

量化宽松的广泛应用始于次贷危机，2008 年美国金融危机引发了全球经济的衰退， 全球经济面临着严峻的考验，为了刺激经济复苏， 各国政府采取各种财政政策和货币政策提振经济。**随着短期利率接近零， 传统的货币政策已近失效，美国率先采取量化宽松，实施向金融市场直接注入大量流动性的非常规货币政策，**目的在于稳定金融市场，尽可能减小危机对经济的破坏程度。

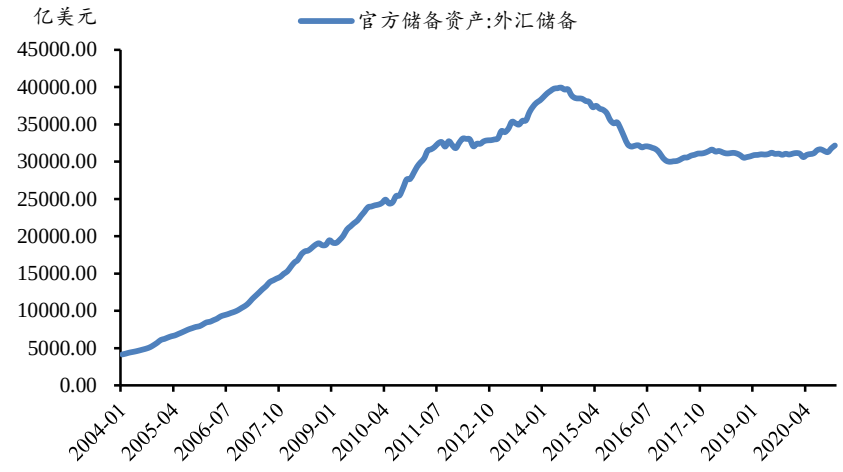
美联储为应对次贷危机而采取的量化宽松主要包括三次大规模资产购买和展期计划。QE1 的目的是直接向金融机构和企业提供流动性支持。从 2008 年 11 月开始，美联储购买了房地美、房利美、吉利美 1000 亿美元的债务和 5000 亿美元的抵押贷款支持证券。QE2 的目的是通过增加基础货币投放，解决美国政府财政危机。2010 年 11 月，美联储增加了 6000 亿美元的长期国债购买量，并维持再投资政策，把此前 QE1 购买的到期机构债和抵押贷款支持证券转投资于长期国债。QE3 的目的是保持货币政策的稳定性和连续性。 QE3 从 2012 年 9 月开始，每月按计划购买 400 亿美元抵押贷款支持证券。自 2012 年 12 月起，每月增加购买 450 亿美元国债。展期计划于 2011 年 9 月开始实施，其主要目的是降低长期融资成本。具体的操作是美联储购买 4000 亿美元的中长期国债，并出售同样价值的短期国债。展期计划本质上是美联储对收益率曲线的控制。三轮量化宽松政策使美联储的资产负债表总规模急剧扩大， 数据显示在 QE3 结束时，美联储总资产已从危机前的 9000 亿美元，扩张至 2014 年 10 月的 4.5 万亿美元。

美国启动量化宽松释放大量流动性导致短期内美元供给相对过剩，鉴于中美的较大利差，低息的贬值货币会涌向高收益的投资去处，引发大量短期国际资本流入中国等新兴市场，由于这些资金均涌向兼具高收益和高流动性的股票市场和房地产市场，中国的资产泡沫开始显

现。

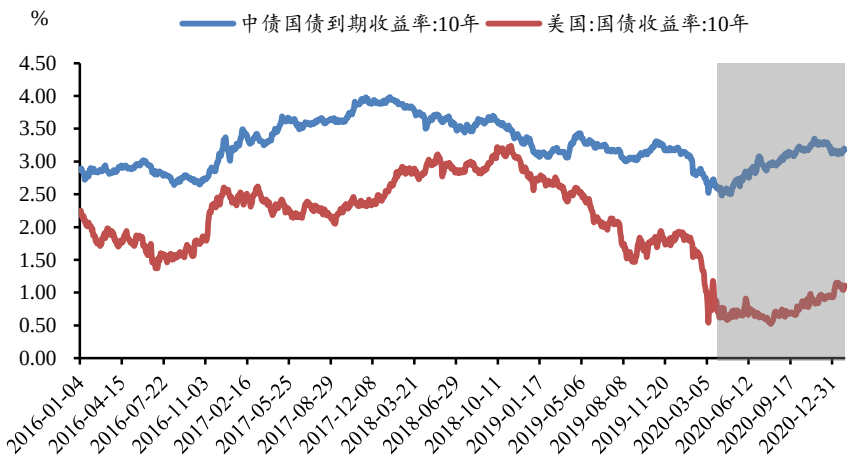
为了应对全球性金融危机对我国的不利影响，中国政府推出了“4 万亿” 财政刺激政策进行基建投资，拉动内需。叠加美国实行量化宽松以来造成的流动性溢出，引发了流动性泛滥的现象。我国的外汇储备在 2009 年之后迅速增长，截至 2011 年底，中国外汇储备余额为 3.18 万亿美元。**外汇储备的持续攀升造成外汇占款增加，为保持人民币汇率的稳定，迫使中央银行在市场上投放大量基础货币以吸纳过剩的外汇，货币投放又以乘数效应扩大货币供给，从而引起了货币供应量的激增并导致输入性通胀，人民币面临升值压力。**

图 10：国际收支双顺差下中国外汇储备大幅增加



资料来源：Wind，民生证券研究院

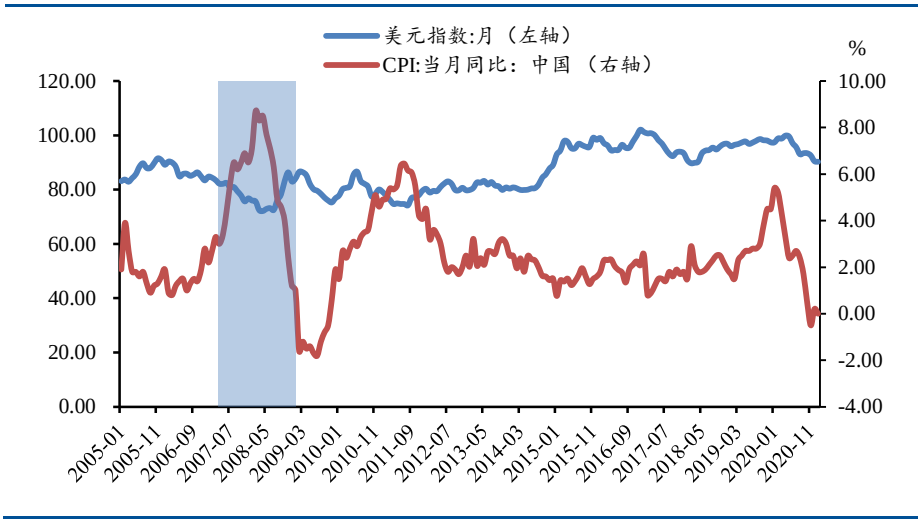
图 11：中美利差



资料来源：Wind，民生证券研究院

随着美国经济的逐步恢复，美国逐步退出量化宽松，到了 2014 年开始美元加速升值，国内通货膨胀率下降，同时美元开始从各个渠道各种方式大规模回流，中国长期累积的资产泡沫也随之破灭。

图 12：中国通货膨胀率与美元汇率指数呈现较强的负相关关系



资料来源：Wind，民生证券研究院

4.3 小结

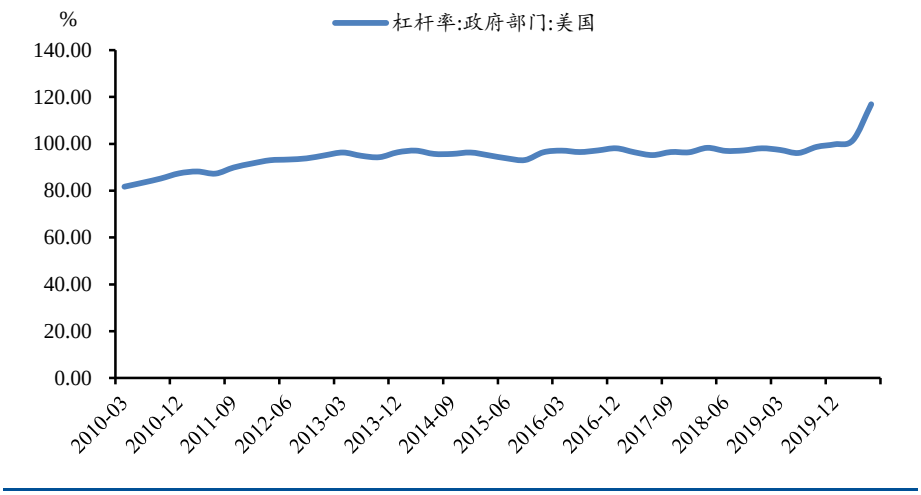
古人云：“以史为鉴，可以知兴替”，1985 年美国利用汇率手段强迫日元升值来影响资本流动，改善赤字，一举扭转了“滞涨”的局面，稳定了通胀水平的同时也提高了出口竞争力；而 2008 年金融危机则是在货币政策失效后通过量化宽松的手段来化解危机，以邻为壑地将通胀转嫁给了中国。**从历史经验来看， 量化宽松实际上是一种货币贬值政策，在一定程度上埋下了全球通胀的隐患。**

5 美国后续政策展望

白宫在上周二就 1.9 万亿美元的刺激法案的后续通过流程进行了讨论。美国参议院多数党领袖舒默表示，参议院可能会利用预算工具通过疫情救济法案，有关预算决议的投票最早将于本周开始。美国总统最高经济顾问在上周二透露，拜登政府可能愿意调整下一轮抗疫刺激措施支票发放的门槛，以确保将救济金流向最需要紧急资金的家庭。**这意味着此轮财政刺激在规模上有面临缩水的可能。**

美国当地时间 1 月 19 日，前美联储主席耶伦出席参议院财长提名听证会。针对财政刺激、美元、美国债务水平等市场关心的话题表达了自己的观点。对于 1.9 万亿美元刺激计划，耶伦称拜登考虑了债务水平会因此增加，但在利率处于历史低位的情况下，最明智的做法就是推出一项大规模刺激计划（Act Big），由此带来的收益将远远超过成本。我们认为耶伦的此番讲话是对拜登政府实行强财政刺激态度的进一步肯定。我们在报告《美债收益率：复盘与展望》中曾经提到：**截至 2020 年 6 月末，美国政府部门杠杆率已达到 116.9%**，创下自 1951 年以来的历史最高值。考虑到此次 1.9 万亿财政刺激仅是“两步走”中的第一步，新的财政刺激势必导致美国政府发债需求延续在较高水平。然而另一个角度来说，在新冠疫情爆发以后，美联储在短期内便降息至零利率，**历史性的低利率环境压低了美国政府发债融资的利息支出负担，进而为美国继续加码财政政策提供了空间，**也进一步印证了耶伦所说的令“收益大于成本”成为可能。

图 13：美国政府部门杠杆率创新高

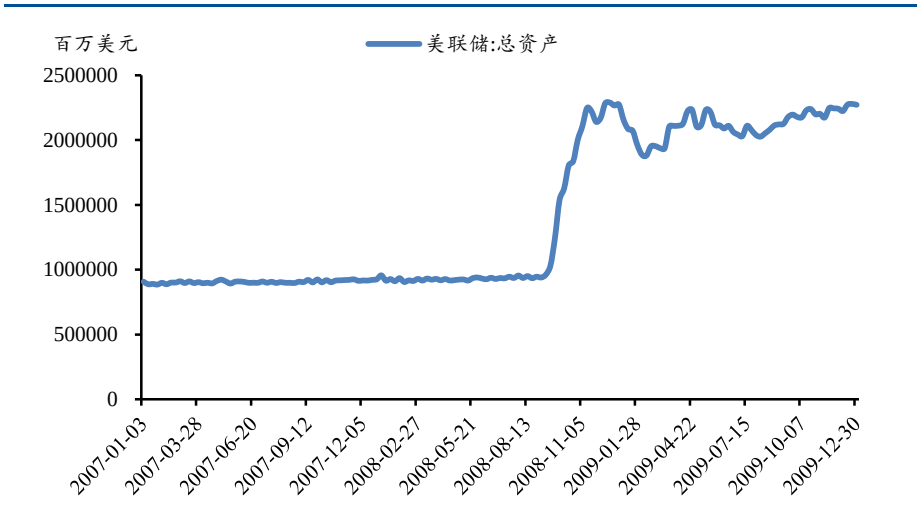


资料来源：Wind，民生证券研究院

另一个值得关注的焦点是耶伦对美元的看法，耶伦表示“美元和其他货币的价值应该由市场来决定,美国并不寻求通过弱势美元来获得经济优势”。 由于特朗普执政时期一直表现出弱势美元的偏好。**我们认为这可能是对特朗普时期弱美元做法的修正，增强市场影响下美元走势的稳定性。**

结合拜登推出的“两步走”财政刺激计划和耶伦在听证会当中的观点，我们认为鉴于当前美国经济尚未完全复苏，新冠疫情的阴霾尚未褪去的情况下，美国政府会实行宽松财政政策，同时兼顾美元汇率的稳定。根据前文分析，疫情对美国经济造成的冲击需要强财政政进行支持，另外当前的低利率环境也为拜登在短期内进一步提高债务规模提供了可能。此次量化宽松势必带来美联储资产负债表的大幅扩张，我们观察发现自 2020 年以来美联储总资产规模已开启回升势头，从 2019 年 9 月的 3.8 万亿美元攀升至 2020 年 6 月底的 7.1 万亿美元。此次再度向金融市场“大放水”，美联储将继续强势扩表。从美元的角度来看，由于过强与过弱的美元都有其两面性，结合耶伦的观点，拜登政府或充分发挥美联储货币政策的独立性，增强市场影响下的美元稳定性。

图 14：美联储总资产规模在金融危机后大幅攀升



资料来源：Wind，民生证券研究院

风险提示：

全球疫情传播持续恶化；疫苗产量不及预期等

插图目录

表 1：1.9 万亿财政刺激法案的详细内容.....3

图 1：美国通胀预期与核心 PCE 之间存在一定差异.....4
图 2：PCE 指数与 CPI 指数对比.....5
图 3：美国 GDP 同比增速自 2020 年 2 季度以来一直处于负数.....6
图 4：美国居民人均消费支出走弱.....6
图 5：美国居民储蓄存款同比增速明显.....6
图 6：美国消费者信心指数明显低于历史同期，居民消费意愿不强.....7
图 7：美国 PPI 保持同比负增长.....7
图 8：在宽松的货币政策下，美国货币流通速度依然降低.....8
图 9：1985 年广场协议之后美元兑日元汇率走势.....9
图 10：国际收支双顺差下中国外汇储备大幅增加.....11
图 11：中美利差.....11
图 12：中国通货膨胀率与美元汇率指数呈现较强的负相关关系.....11
图 13：美国政府部门杠杆率创新高.....12
图 14：美联储总资产规模在金融危机后大幅攀升.....13

分析师简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券研究所，任高级经济学家。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。