

两会聚焦：五大看点

投资要点

- ◆ **两会开幕之际，经济目标与政策方面五大看点值得关注。**每年两会将定调全年增长目标、明确财政货币政策力度、点明供需循环政策抓手、以及指出楼市股市政策方向等，在年初经济数据公布空档期具有重要的市场引领作用。
- ◆ **一、经济增长目标怎么定？**长期以来，年度经济增长目标的制定主要反映国内消费和投资需求所形成的潜在增速变化路径。2024年5.0%的全年经济增速中，净出口贡献高达1.5%，为2007年以来的贡献次高。特朗普第二任期开启后，短短一个多月对华额外加征关税累计已达20%，既可能令2025年净出口对我国经济增长的拉动作用有比较明显的回落，也可能进一步导致我国出口商品价格下跌、以价换量，对名义GDP增速和企业盈利造成压力。其次，房地产周期持续筑底、地方政府债务风险有序化解两大国内逻辑可能仍将对2025年消费投资内需回升的力度形成一定的内生性限制。综合考虑外部风险大幅提升、房地产周期仍在筑底、地方隐债置换基建稳增长或有上限等三大内外部因素，我们预计2025年经济增长目标定在4.5%-5%之间均属合理，目标越高则越需刺激消费。
- ◆ **二、财政赤字率提升到多高？**财政赤字是一般公共预算收入加调入资金小于支出的缺口。考虑到2025年名义GDP增速回升幅度温和、非税收入增速或有回落、刚性财政支出增速或需小幅上升、政府性基金预算调入预计减少等四方面因素，预计赤字率或需抬升至4.0%左右，以匹配4.5%-5.0%的实际增长目标区间。我们预计2025年名义GDP增速较2024年温和回升，对应的一般公共预算收入同比增速预计为2.7%。预计2025年一般公共预算支出同比增长4.5%。
- ◆ **三、货币“适度宽松”如何平衡汇率？**综合2024年底以来的重要会议精神，2025年货币政策“适度宽松”的最新立场定调行将坚持，但对外部冲击的关注度不断提升也意味着美元走强背景下稳汇率目标重要性的增加，两者平衡的结果可能是操作层面央行净买入利率债投放基础货币速度的有所放慢、以及降准工具更灵活和更大力度的使用，“适度宽松”最终可能表现为信贷社融增速下行斜率放缓，但长期国债利率中枢可能小幅抬升。2月以来稳汇率这一外部均衡目标在货币政策目标体系中的重要性和迫切性迅速提升，对货币操作开始形成反向作用，央行通过买债净投放基础货币较此前大幅减少。我们预计2025年全年降准100-150BP，降息概率和幅度预期均有一定程度的下调。
- ◆ **四、大力提振消费需要补贴多大规模？**最新中央政治局会议强调“扩大国内需求”，中央经济工作会议将提振内需的重要性列在2025年经济工作重点任务的首位，消费方面强调大力提振扩容提质。年初消费补贴接续政策落地确认，消费改善动能有所衰减。我们预计2025年全年将从超长期特别国债中预留5000亿规模用于全年耐用品消费补贴，并预计超长期特别国债规模为1.5-2万亿。
- ◆ **五、如何稳住楼市？专项债如何发挥作用？**近期重要会议持续强调“稳住楼市股市”，“持续用力推动房地产市场止跌回稳”。预计将从供给侧控制增量处置存量、需求侧充分释放刚性和改善性需求两方面同时入手，持续用力推动房地产市场止跌企稳，加快构建房地产发展新模式。预计2025年新增专项债4.2万亿，预计其中6000-8000亿用于保障房收储等。
- ◆ **风险提示：**财政扩张、货币宽松政策力度低于预期风险。

主题报告

分析师

秦泰

SAC 执业证书编号：S0910523080002

qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

PMI 节后反弹，投资好于消费——PMI 点评
(2025.2) 2025.3.2

LPR 四度持平，十债利率升至 1.7%，释放
何种信号？——华金宏观·双循环周报（第
95 期） 2025.2.21

信贷创纪录“开门红”，年初集中还是全年趋
高？——金融数据速评(2025.1) 2025.2.14
内外形势有何变化，货币如何调整优化？——
《货币政策执行报告》(2024Q4) 解读·周
报（第 94 期） 2025.2.14

核心通胀不降反升，美联储还能降息吗？——
美国 CPI 点评（2025.1） 2025.2.13



内容目录

一、经济增长目标怎么定？	3
二、财政赤字率提升到多高？	4
三、货币“适度宽松”如何平衡汇率？	5
四、大力提振消费需要补贴多大规模？	6
五、如何稳住楼市？专项债如何发挥作用？	8

图表目录

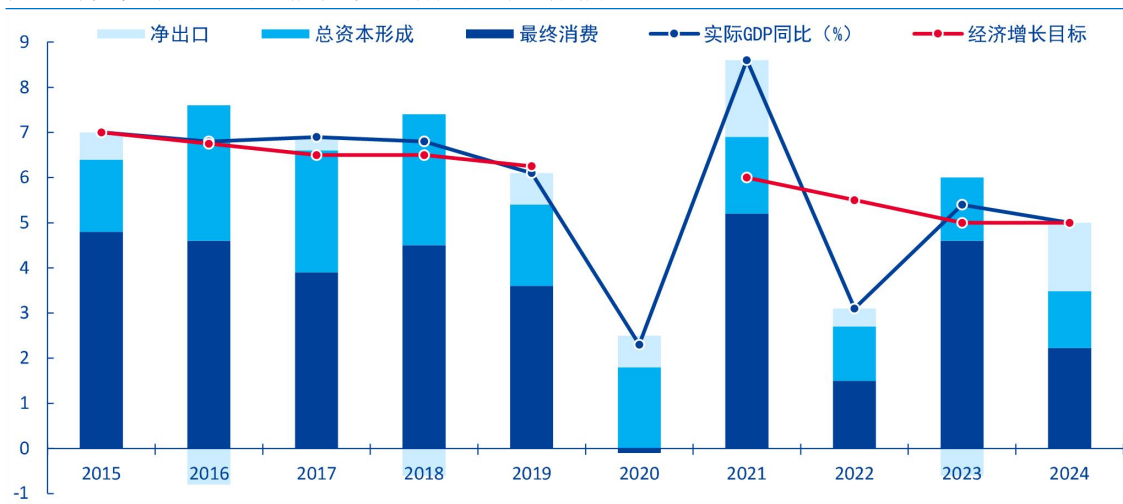
图 1：我国实际 GDP 同比增速、贡献拆分与当年经济增长目标（%）	3
图 2：美元计价出口同比及主要商品大类贡献（%）	4
图 3：主要经济体出口商品价格指数同比（%）	4
图 4：我国名义 GDP 同比、一般公共预算收入、支出、非税收入同比（%）	5
图 5：中国 1Y 和 10Y 国债收益率、美国 10Y 国债名义和实际收益率对比（%）	6
图 6：限额以上商品零售同比及预测（%）	7
图 7：社会消费品零售总额同比及预测（%）	8
图 8：30 大中城市及一二三线城市商品房销售面积与疫情前数年均值之比（%）	9
图 9：基建投资同比及贡献结构（%）	9

两会开幕之际，经济目标与政策方面五大看点值得关注。作为年初指导全年经济工作最重要的会议，每年两会将定调全年增长目标、明确财政货币政策力度、点明供需循环政策抓手、以及指出楼市股市政策方向等，在年初经济数据公布空档期具有重要的市场引领作用。两会开幕之际，我们梳理出五大方面政策看点，作为事后分析的前瞻性参照系。

一、经济增长目标怎么定？

长期以来，年度经济增长目标的制定主要反映国内消费和投资需求所形成的潜在增速变化路径。两会《政府工作报告》所提出的年度经济增长目标，长期以来与潜在增速的变化趋势是相当匹配的。除疫情冲击较为严重的 2020 年（未明确增长目标）和 2022 年（因超预期的疫情冲击而实际增长情况低于目标）以外，其他年份的实际经济增速均与经济增长目标持平或稍高于后者。而潜在增速主要由国内消费和投资循环所决定，外部需求和贸易规则环境变化的波动性远大于内需。在过去十年间的多数年份，年度经济增长目标均与事后的最终消费和资本形成增长贡献水平较为接近，特别是 2021 年，在 2020 年遭受疫情冲击而形成低基数的基础上，年度增长目标定在 6% 以上，与当年实际增长高达 8.6% 的事后结果相比似乎较为保守，但当年净出口对全年增长的贡献高达 1.7%，是 2007 年至今的最高值，扣除此项不确定性较大的贡献，来自国内消费和投资的贡献是 6.9 个百分点，与当年增长目标是比较接近的。这佐证了年度增长目标主要考虑可持续的内需拉动，而把净出口作为波动来源的关键逻辑。

图 1：我国实际 GDP 同比增速、贡献拆分与当年经济增长目标（%）

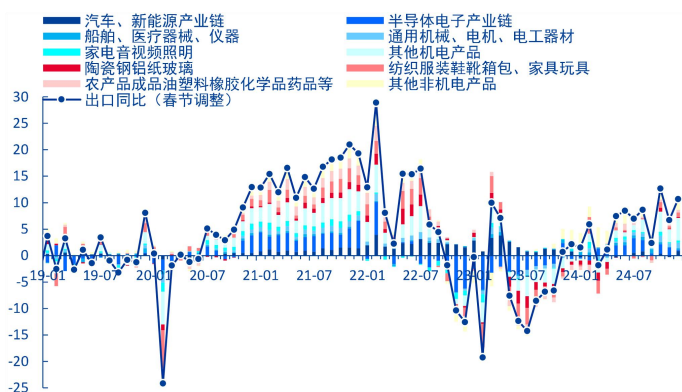


资料来源：CEIC，华金证券研究所

综合考虑外部风险大幅提升、房地产周期仍在筑底、地方隐债置换基建稳增长或有上限等三大内外部因素，我们预计 2025 年经济增长目标定在 4.5%-5% 之间均属合理，目标越高则越需刺激消费。首先，2024 年经济增长结构有一个突出特征就是净出口拉动特别高，在 5.0% 的全年事后同比增速中，净出口的贡献高达 1.5%，仅次于 2021 年为 2007 年以来的贡献次高，这为 2025 年经济增长在净出口方面留下一个偏高的基数。特朗普第二任期开启之后，延续并发展了其第一任期已经呈现的逆全球化孤立主义贸易政策导向，先后宣布自 2 月 4 日、3 月 4 日各对自华进口全部商品额外加征 10% 关税，短短一个多月时间内对华额外加征关税累计已达到 20%，加之其对墨西哥、加拿大也决定征收关税，并明确威胁将对汽车、半导体等关键品类商品不区分原产地加征普遍性关税，我国在 2025 年可能面临更高出口关税的同时，亦不可忽视与东盟等协

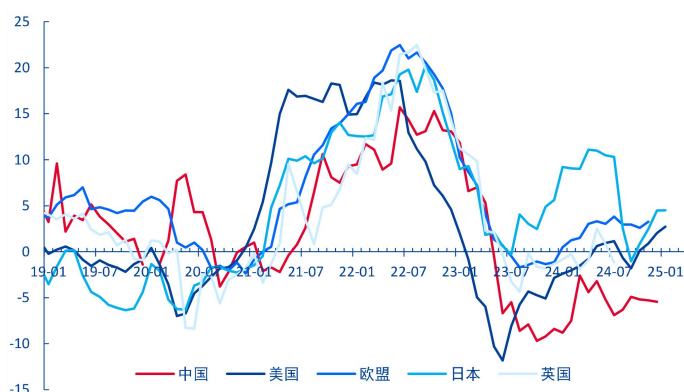
同生产链的脆弱性提升问题、以及美国大规模关税政策可能导致的全球工业品价格抬升和需求收缩压力。落实在经济增长贡献方面，既可能令 2025 年净出口对我国经济增长的拉动作用有比较明显的回落，也可能进一步导致我国出口商品价格下跌、以价换量的情况，而此种情况则可能对名义 GDP 增速造成更大的压力，而后者对企业盈利的传导和影响更为直接。

图 2：美元计价出口同比及主要商品大类贡献（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 3：主要经济体出口商品价格指数同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

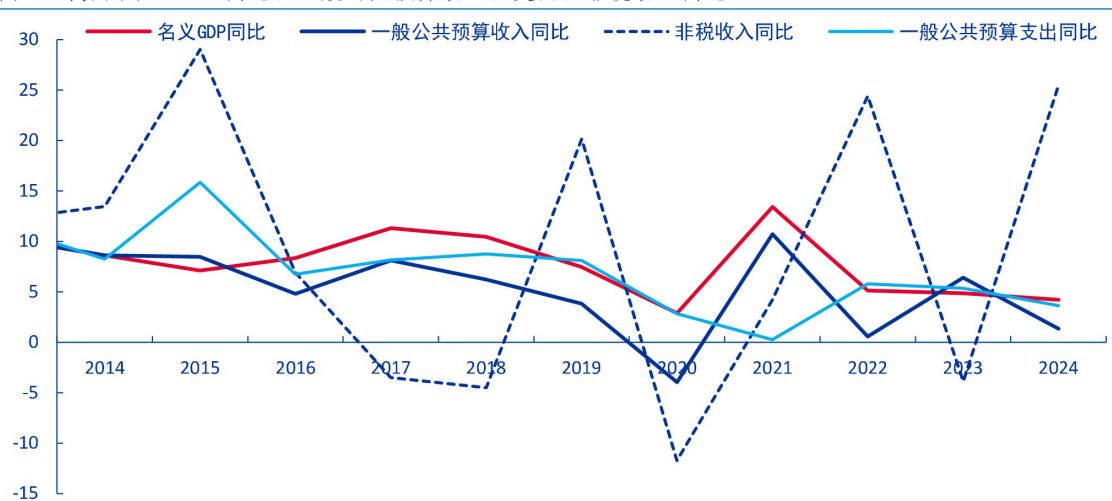
其次，房地产周期持续筑底、地方政府债务风险有序化解两大国内逻辑可能仍将对 2025 年消费投资内需回升的力度形成一定的内生性限制。2022 年开始国内房地产市场开始经历商品化改革以来首次真正意义上的调整周期，房地产是我国居民最重要的财富配置形式，在房地产量价下滑过程中，居民财富效应缩水，消费内需增长放缓，在 2024 年 2-3 季度表现尤为突出。此外随着房地产周期连续三年下探，前期土地成交和住房施工活跃度过高导致的库存积压问题浮出水面，进一步拉长了房地产开发投资和竣工收缩阶段的时长。而从基建投资稳增长潜在力度来分析，2024 年四季度启动新一轮“十万亿”地方政府隐性债务置换，确认了基建投资提质增效盈亏平衡、存量隐债严控新增有序化解的政策方向，预计 2025 年基建投资增速与 2024 年基本持平，很难有进一步大幅抬升的空间。从而综合上述内外部三大因素在 2025 年的潜在变化方向来看，预计 2025 年实际经济增长目标在 4.5%-5.0% 之间均是合理的，而且都需要付出极大的政策努力才可获得良好效果。具体来说，经济增长目标越接近 5.0%，越需要以更大的财政扩张力度直接刺激居民高端耐用品消费，才能可持续地优化增长结构、抵御外部不利因素对我国先进产业链的潜在需求冲击。

二、财政赤字率提升到多高？

财政赤字是一般公共预算收入加调入资金小于支出的缺口。考虑到 2025 年名义 GDP 增速回升幅度温和、非税收入增速或有回落、刚性财政支出增速或需小幅上升、政府性基金预算调入预计减少等四方面因素，预计赤字率或需抬升至 4.0% 左右，以匹配 4.5%-5.0% 的实际增长目标区间。一般公共预算收入端主要由税收收入和非税收入组成。税收收入与名义 GDP 增速息息相关，在实际增长区间波动较小的背景下，反映内外需强度的 CPI、PPI、出口商品价格等，就会对一般公共预算收入形成较大的影响。2024 年受消费内生需求增速放缓、投资稳增长力度精准、原油煤炭等国内外能源价格未有明显上涨等因素的共同影响，CPI、PPI 低位运行，名义 GDP 同比增长 4.2% 低于实际 GDP 增速，对应一般公共预算收入同比仅增长 1.3%，明显低于年初预

算，且其中已经包含同比增长高达 25.4% 的非税收入贡献。2025 年 1 月通胀数据呈现核心 CPI 稍好于预期、食品上涨温和、PPI 低位徘徊的结构，显示食品供给充足、服务消费稳中向好，投资方面地产筑底尚需时日、地方债务置换进程中基建投资增长趋势能够基本维持即是较好的结果。在此基础上，我们预计 2025 年名义 GDP 增速较 2024 年温和回升，对应的一般公共预算收入同比增速预计为 2.7%。而从支出角度来看，中央经济工作会议将“加大财政支出强度”作为一般公共预算更大力度扩张的目标，并增加“更加注重惠民生、促消费、增后劲”的支出导向要求，这与提振消费重点任务中明确提出的“适当提高退休人员基本养老金，提高城乡居民基础养老金，提高城乡居民医保财政补助标准”三大一般公共预算支出的增加是相匹配的。此外，2025 年消费补贴预计也将通过超长期特别国债融资后调入一般公共预算内进行支出。综合分析我们预计 2025 年一般公共预算支出同比增长 4.5%。支出增速高于收入，收支缺口本身就可能可能会出现比较明显的扩大。在此基础上，我们预计房地产市场在 2025 年中附近可能见到 L 型拐点，从而 2025 年全年土地出让金收入可能还将继续同比下滑，政府性基金预算向一般公共预算的调入规模可能有所减少。综合收入、支出、调入趋势分析，我们预计 2025 年赤字率将拉升至 4.0%。

图 4：我国名义 GDP 同比、一般公共预算收入、支出、非税收入同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

三、货币“适度宽松”如何平衡汇率？

综合 2024 年底以来的重要会议精神，2025 年货币政策“适度宽松”的最新立场定调行将坚持，但对外部冲击的关注度不断提升也意味着美元走强背景下稳汇率目标重要性的增加，两者平衡的结果可能是操作层面央行净买入利率债投放基础货币速度的有所放慢、以及降准工具更灵活和更大力度的使用，“适度宽松”最终可能表现为信贷社融增速下行斜率放缓，但长期国债利率中枢可能小幅抬升。2024 年底中央经济工作会议提出要实施“适度宽松的货币政策”，一改过去很长时间保持不变的“稳健”定调，但在 2024 年下半年特别是 12 月至今年 1 月央行持续大规模净买入利率债投放基础货币、带动长期国债利率大幅下行的背景下，“适度宽松”更像是对央行 2022 年以来新一轮中性偏松操作的确认，而并非激进走向 QE 的前兆。年初以来，外部环境发生重大变化，特朗普第二任期开启后迅速启动对华针对性和对其他经济体普遍性关税措施，并同步快速收紧边境管控减少移民流入，美国薪资通胀螺旋开始二次升温，本应回落的美元指数强势高位震荡，人民币面临较此前更大的个别性和外溢性贬值压力。2 月以来稳汇率这一外

部均衡目标在货币政策目标体系中的重要性和迫切性迅速提升，对货币操作开始形成反向作用。2月央行未进行国债买卖操作，买断式逆回购操作则开展9000亿3个月期和5000亿6个月期，考虑到当月出现了买断式逆回购工具2024年10月创设以来的第一次8000亿规模到期，2月央行通过买债净投放的基础货币规模较此前两个月大幅减少，并直接导致资金面利率和长期国债收益率2月中枢分别维持高位和有比较明显的抬升。市场此前预期的春节前后降息也再度延迟。通过货币操作层面宽松节奏的有所放缓，中美利差有所收窄的同时人民币相对美元汇率得以平稳运行，未出现明显贬值。展望2025年全年，“适度宽松”立场的实际指向因是对国内信用扩张（包括企业和政府部门各类债务融资）的大力支持，这要求央行流动性供给的数量规模仍需较大，但同时美元高位、关税影响下稳汇率迫切性的提升又要求长端国债利率无法进一步下行，从而央行可能在数量型工具选择方面继续作出调整，从过去几个月大规模净买债压低利率投放基础货币的方式，转变为降准这种不直接压低利率同时又能低成本向银行和实体经济投放流动性的方式。另一方面，如果美债收益率二季度以后再度出现大幅上行的走势，则我央行可能还需继续减少常规逆回购等短期资金面流动性投放，并进一步推动我国长端利率小幅上行以避免中美负利差再度扩张削弱汇率稳定性。一旦发生这种情况，为维持信用扩张能力，降准的力度需要更大、更果断。我们预计2025年全年降准100-150BP，降息概率和幅度预期均较此前有一定程度的下调。

图 5：中国 1Y 和 10Y 国债收益率、美国 10Y 国债名义和实际收益率对比（%）



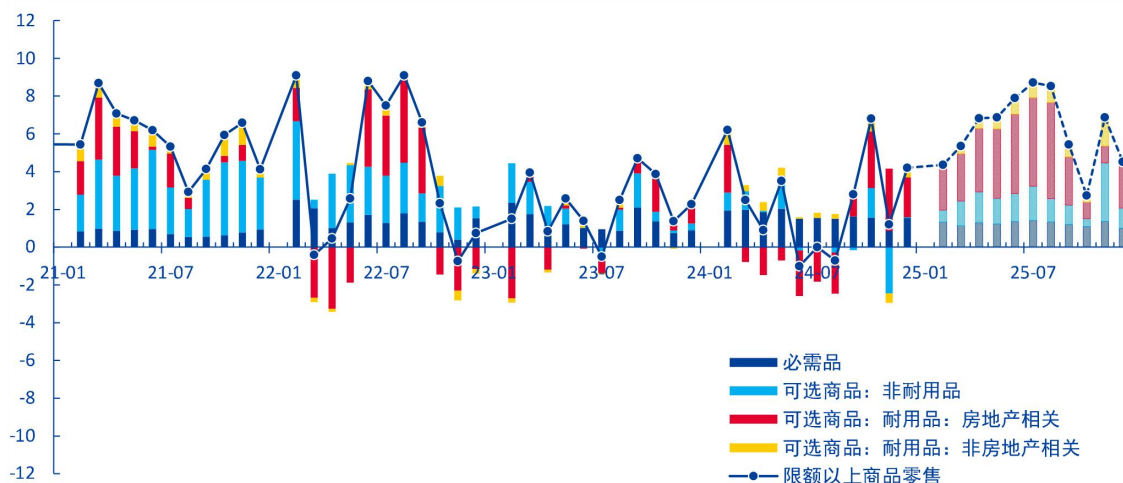
资料来源：Wind，华金证券研究所

四、大力提振消费需要补贴多大规模？

最新中央政治局会议强调“扩大国内需求”，中央经济工作会议将提振内需的重要性列在2025年经济工作重点任务的首位，消费方面强调大力提振扩容提质。年初消费补贴接续政策落地确认，我们预计2025年全年将从超长期特别国债中预留5000亿规模用于全年耐用品消费补贴，并预计超长期特别国债规模为1.5-2万亿。2月28日政治局会议讨论政府工作报告，会议强调“扩大国内需求”，“防范化解重点领域风险和外部冲击”，与中央经济工作会议的要求一脉相承。消费方面，中央经济工作会议将“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”列为2025年第一项需要抓好的重点任务，要求“实施提振消费专项行动”，“推动中低收入群体增收减负”，“加力扩围实施‘两新’政策”，并进一步促进服务消费稳定增长。从年初以来商品消费的情况来看，持续以较大力度对汽车、家电、通讯器材等高端耐用消费品进行补贴是极为必

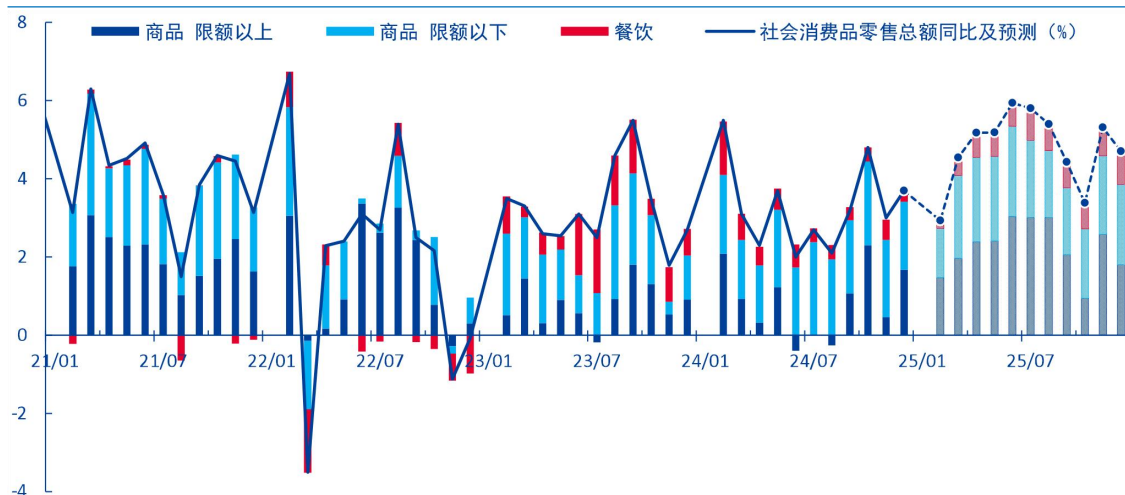
要的。2025 年消费刺激方案公布，汽车家电家居补贴强度基本维持而范围有所扩大，新增手机等数码产品补贴类别。这意味着在外部环境风险加大、政府杠杆结构优化居民去杠杆仍在延续的背景下，刺激消费是 2025 年内需政策的核心关键。补贴政策及时接续，春节假期家电、通讯器材等消费增长较快，凸显大宗耐用可选消费较高的政策弹性（详细分析参见《1 月外储略增或未干预汇率，预计新增贷款 4.25 万亿——华金宏观·双循环周报（第 93 期）》2025.2.7）。但也应当看到，2 月制造业 PMI 尽管明显反弹但 1-2 月均值仍明显低于 24Q4，并且结构上来看，基建投资稳增长靠前发力，消费改善动能有所衰减。这可能显示出我国居民消费内生动能仍持续受到房地产周期拖累财富效应预期、居民去杠杆挤占流量收入等因素的影响而仍然不强，维持高强度的消费补贴在外部环境不确定性进一步提升的背景下就变得尤为重要。两会前中央财政已预下达短期衔接资金 810 亿，对应两会之前的年初两个月消费补贴总金额约 900 亿，与我们此前预计的全年 5000 亿左右中央财政补贴规模较为一致，2024 年 9 月以来的月均补贴强度有望延续至 2025 年全年。我们测算 2024 年消费补贴的刺激效果约为 1:1.6，由此预计 2025 年全年消费补贴同比可额外刺激耐用品消费约 5000 亿左右（详细分析参见《消费刺激新政：扩容、增量、持续》2025.1.8），预计 2025 年社会消费品零售总额、限额以上商品零售同比分别为 4.6%、6.0%，分别较 2024 年抬升 1.1 和 3.3 个百分点。此外，2025 年特别国债还需兼顾注资六大行资金需求和项目投资需求，预计超长期特别国债全年发行 1.5 -2 万亿。

图 6：限额以上商品零售同比及预测（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2021，2022.4-5、10-12，2023.3-5、10-12 为两年平均增速

图 7：社会消费品零售总额同比及预测（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2021，2022.4-5、10-12，2023.3-5、10-12 为两年平均增速

五、如何稳住楼市？专项债如何发挥作用？

近期重要会议持续强调“稳住楼市股市”，“持续用力推动房地产市场止跌回稳”。预计将从供给侧控制增量处置存量、需求侧充分释放刚性和改善性需求两方面同时入手，持续用力推动房地产市场止跌企稳，加快构建房地产发展新模式。预计 2025 年新增专项债 4.2 万亿，预计其中 6000-8000 亿用于保障房收储等。最新政治局会议再度强调“稳住楼市股市”，中央经济工作会议要求“持续用力推动房地产市场止跌回稳”，并明确提出在需求侧“加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善型住房需求潜力”以及供给侧“合理控制新增房地产用地供应，盘活存量用地和商办用房，推进处置存量商品房工作”的具体政策方向。这符合我们此前对房地产市场供需两侧加码政策的方向性预期。从商品房销售高频数据来看，2024 年 9 月底以来的本轮房地产市场加力放松对新增房地产市场需求的释放效果已经在年底接近尾声，剔除春节错位效应之后，自 2025 年 1 月起一二线城市销售强度同步大幅降温，目前全国平均销售趋势基本重回接近 2024 年 7-8 月的水平。这显示经过一二线城市一轮存量需求集中释放之后，当前房价收入比与区域产业结构失衡相互叠加的背景下，房地产需求趋势性企稳仍然任重道远。预计 2025 年房地产需求侧加力放松方式或在 LPR 可能降息的同时以“房票”等更为灵活的货币化安置方式加快推动城中村和危旧房改造，以促进形成部分新增地产需求，但也应客观看到当前货币宽松操作面临一定外溢性约束，新一轮地方政府隐债置换也限制本轮城中村改造货币政策支持力度，预计明显不及货币化棚改时期。供给侧推进处置存量的方式或集中于大幅增加专项债用于保障房收储现房、收回存量闲置土地的资金额度的方式实现，预计 2025 年专项债中可能有 6000-8000 亿额度用于保障房收储等领域，以此改善开发商和产业链流动性，加速预售住宅交付竣工，这一点也可望对居民耐用品消费形成增量带动。供需两侧加力呵护之下，我们预计 2025 年中附近房地产市场迎来“L 型”底部，预计后续房地产市场最终逐步走上保障房和商品房市场并行的“双轨”新模式。

图 8：30 大中城市及一二三线城市商品房销售面积与疫情前数年均值之比（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

投资方面，中央经济工作会议指出“加强自上而下组织协调，更大力度支持‘两重’项目”，“适度增加中央预算内投资”，“以政府投资有效带动社会投资”，并“大力实施城市更新，实施降低全社会物流成本专项行动”，与删除供给侧结构性改革相关表述内容共同指向稳定 2025 年投资增长的决心。另一方面，新一轮决心处置并压降地方政府隐性债务杠杆的化债方案已经付诸实施，化债置换不等于扩张，基建投资盈亏平衡或仍将坚持高要求，新型城建或成为结构性增长点并有望撬动增量债务融资，通过指明新型城建项目具体涵盖的范围并加大政府投资力度以带动社会投资的方式，或将一定程度上打开 2025 年基建投资稳增长的力度上限。我们预计 2025 年全年广义基建投资同比增速与 2024 年基本持平。综合考虑用于保障房收储等的资金规模，我们预计 2025 年新增地方政府专项债可能扩容至 4.2 万亿。

图 9：基建投资同比及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

风险提示：财政扩张、货币宽松政策力度低于预期风险。

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn