

2021年10月28日

当下宏观分析的三大“误区”

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

近期，市场对当前经济所处阶段讨论增多，“滞胀”与“衰退”争论频现，政策应对、市场研判的分歧也在加大。本文厘清三大“误区”，有助于把握宏观大势。

● “误区”一：“滞胀”与“衰退”之争，可能找错了经济分析的“锚”

“滞胀”与“衰退”之争，仍在沿用传统框架分析，而忽视了新一轮总量下台阶背景下，周期特征弱化、结构加大分化的事实。眼下我国处于转型“攻坚”阶段，结构转型的同时，新一轮增速下台阶正在进行，经济呈现周期特征弱化、结构分化加大、总量波动减弱等特征。供给端影响下，偏上游部分行业呈现“滞胀”特征，而偏下游多数行业表现为“衰退”迹象；二者都不能很好刻画当下经济特征。经济增速的新一轮下台阶，与“防风险”政策推进下，传统引擎“无序”扩张的进一步规范有关，经济或在2022年一季度前后见底，随后在新区间窄幅波动。年初以来经济的回落，源于：1）2020年下半年以来部分“防风险”政策的滞后影响，以地产链条为代表；2）特殊时段，部分非市场化手段对经济活动的干扰。前者影响具有持续性，是经济增速下台阶的主推力；后者对经济形成阶段性干扰。

● “误区”二：政策定力强于以往，对冲经济下行地产难放松、基建发力也不同转型“攻坚”阶段，政策重心在“调结构”、“防风险”，面临的约束条件更多，更加强调跨周期、逆周期调节。

传统周期下，经济下滑后能快速回升，很大程度上得益于托底政策下，地产和基建两大引擎的驱动。然而，伴随着债务的持续累积，资金效率不断下降，政策空间越发逼仄；疫后托底政策的加码，进一步加速地方债务的累积，加大了防风险、调结构的紧迫性，传统引擎的约束进一步提升。防风险、调结构下，政策定力较强，坚持相关调控方向不变，产业引导或成稳增长的重要抓手。传统思维惯性下，经济下行、放松地产的预期屡有出现；事实上，地产调控思路已发生根本性变化、定力也明显强于以往，三条红线、贷款集中度考核等稳步推进，部分地区“因城施策”的微调并不意味政策态度转向。托底政策或更注重稳增长与调结构的平衡，加大结构引导，推动产业转型、绿色发展等。

● “误区”三：稳增长到宽信用并不容易，债牛基础牢固、调整即提供加仓机会

传统引擎受限、需求偏弱下，信用环境由紧转松并不容易；伴随经济增速下台阶，与之相匹配的社融增速也下台阶、弹性下降。经验显示，信用环境从持续收缩转向扩张，多伴随稳增长加码、地产政策放松等。当前债务监管、地产调控定力较强，对相关链条融资的影响或将持续显现；尽管地方债错位发行、基数支持等，或推动社融读数阶段性上升，传统引擎受限、实体需求偏弱下，宽信用并非易事。多重目标约束下，货币流动性环境持续保持低位平稳，有利长端表现；继续强调，债牛基础牢固、调整即提供加仓机会。眼下，货币政策要服务于多重目标，经济压力加大、债务风险加速暴露、原材料涨价对中小企业的“伤害”等，仍需宽松的货币流动性环境来“呵护”。短端利率保持低位稳定的同时，传统引擎的收缩，决定“资产荒”仍将延续；叠加经济下台阶、利率中枢下移，皆指向债牛基础牢固。

● **风险提示：** 债务风险暴露，调控政策变化。

相关研究报告

《宏观经济点评-出口景气下，中游行业利润暂回升》-2021.10.27

《宏观经济专题-地产调控放松效果或有限》-2021.10.26

《宏观经济专题-全球“大割裂”下的市场展望》-2021.10.25

目 录

1、 “误区”一：“滞胀”与“衰退”之争，可能找错了“锚”	3
2、 “误区”二：对冲经济下行，地产难放松、基建发力也不同	5
3、 “误区”三：宽信用并不容易，债牛基础较为牢固	7
4、 风险提示	10

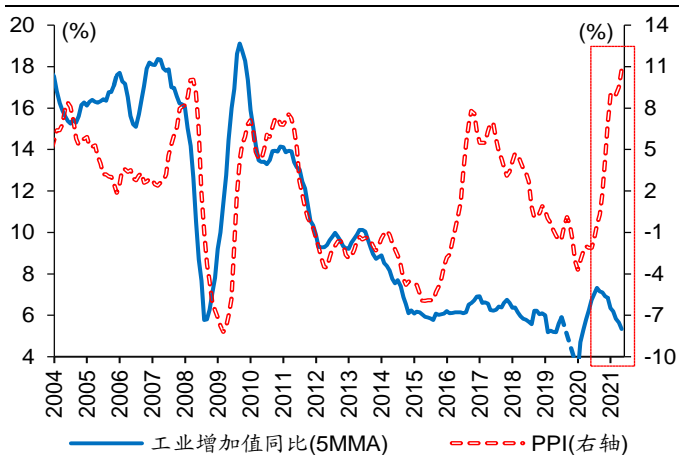
图表目录

图 1： 近几个月来，PPI 与工业生产明显背离	3
图 2： 行业内部明显分化，有些量缩价升，有些量价齐跌	3
图 3： 基建投资和地产投资依次见顶回落	4
图 4： 疫情反复等影响下，餐饮消费持续低迷	4
图 5： 部分银行个人住房贷款集中度仍超过上限	4
图 6： 地产投资、销售等依次见顶回落	4
图 7： 土地成交与地产投资均明显下滑	5
图 8： 出口领先指标，PMI 新出口订单持续下滑	5
图 9： 伴随杠杆持续抬升，债务压制加速显性化	5
图 10： 地方债新券投向基建占比回落、保障工程抬升	7
图 11： 一般财政支出投向社保和教育等增多、基建下降	7
图 12： 可比口径下，2021 年重大项目规模快速增长	7
图 13： 2021 年重大项目产业居多，民生增多、基建下降	7
图 14： 前两轮信用“扩张”，地产从调控转向放松	8
图 15： 专项债项目几乎没有外部融资	8
图 16： 票据连续多月大幅“冲量”	8
图 17： 经济增速下台阶，与之匹配社融增速也随之下降	8
图 18： 地方债务到期，再融资压力明显加大	9
图 19： 短端利率在利率走廊下沿保持低波动	9
图 20： 地方债供给较难对冲地产收缩缺口	9
图 21： 流动性平稳宽松下，债牛基础牢固	9
表 1： 地产、地方债务监管明显收紧	5
表 2： 地产调控定力较强，部分省市“因城施策”并非调控大方向变化	6

1、“误区”一：“滞胀”与“衰退”之争，可能找错了“锚”

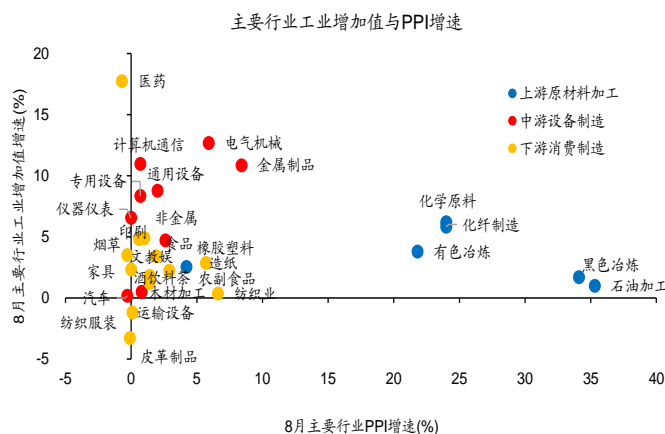
“滞胀”与“衰退”之争，仍在沿用传统框架分析，而忽视了新一轮总量下台阶背景下，周期特征弱化、结构加大分化的事实。眼下我国处于转型“攻坚”阶段，结构转型的同时，新一轮增速下台阶正在进行，经济呈现周期特征弱化、结构分化加大、总量波动减弱等特征。供给端影响下，偏上游部分行业呈现“滞胀”特征，而偏下游多数行业表现为“衰退”迹象；二者都不能很好刻画当下经济特征。这种背景下，如果简单套用传统分析框架，容易对宏观形势和市场研判产生“误读”。

图1：近几个月来，PPI与工业生产明显背离



数据来源：Wind、开源证券研究所

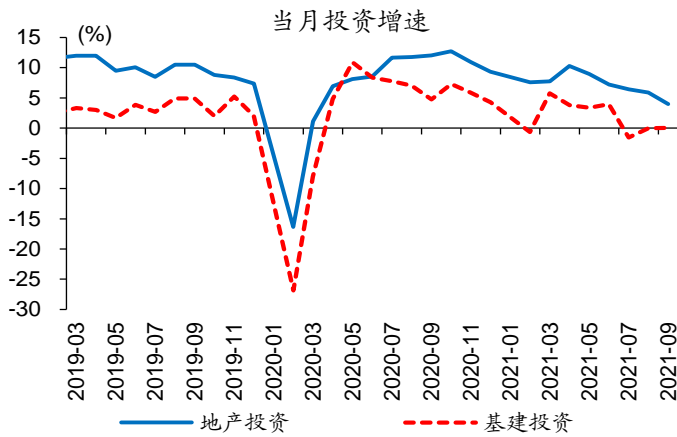
图2：行业内部明显分化，有些量缩价升，有些量价齐跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

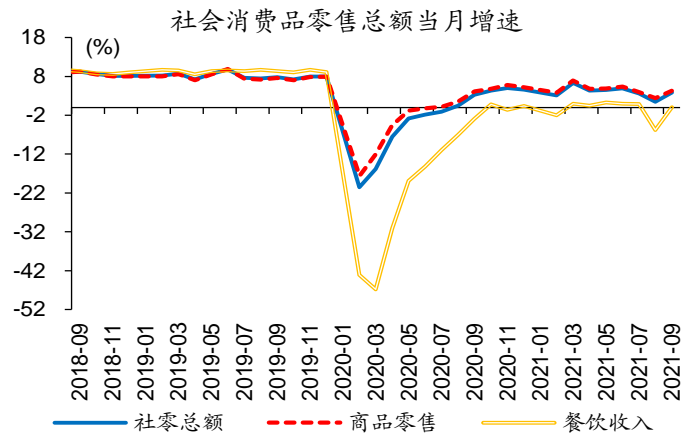
经济增速的新一轮下台阶，与“防风险”政策推进下，传统引擎“无序”扩张的进一步规范等有关。政策托底及“外溢”下，房地产和基建投资在疫情期间快速修复，2020年年中已恢复至疫情前；伴随经济活动逐渐正常化、政策重心回归“调结构”、“防风险”，地产和基建投资依次见顶、2021年初以来加速回落，分别较高点回落近9个百分点和11个百分点。疫情反复、收入修复偏慢等影响下，消费修复偏慢，以餐饮为代表的线下消费拖累显著。此外，部分地区“运动式”碳减排下的限电限产等，也阶段性对经济活动产生干扰。

图3: 基建投资和地产投资依次见顶回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

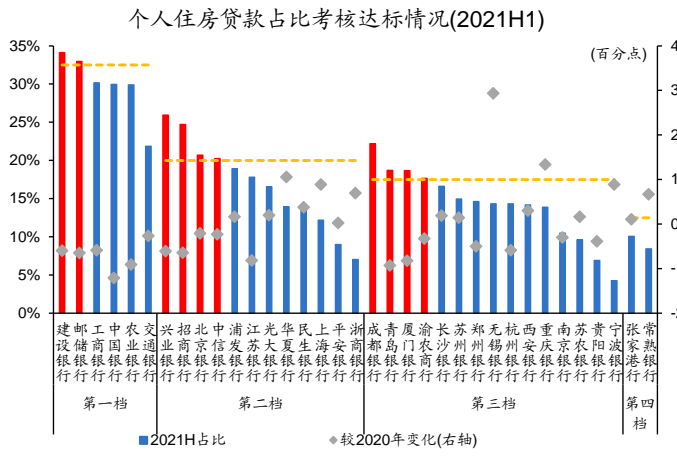
图4: 疫情反复等影响下, 餐饮消费持续低迷



数据来源: Wind、开源证券研究所

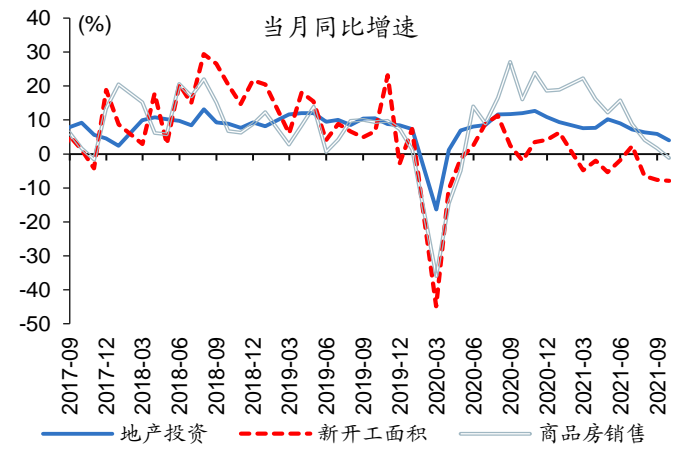
经济或在 2022 年一季度前后见底, 随后在新区间窄幅波动。“防风险”政策影响的持续显现, 或成为本轮经济下台阶的主推力, 以地产链条为典型代表, 地产调控下, 地产销售、拿地、新开工等已开始全面降温。伴随全球疫情“流感化”, 全球经济活动正常化, 或加快中国出口“份额”的衰减, 使得出口对国内经济支撑下降。而制造业和消费修复, 结构亮点大于总体弹性, 并不推动经济周期性复苏。

图5: 部分银行个人住房贷款集中度仍超过上限



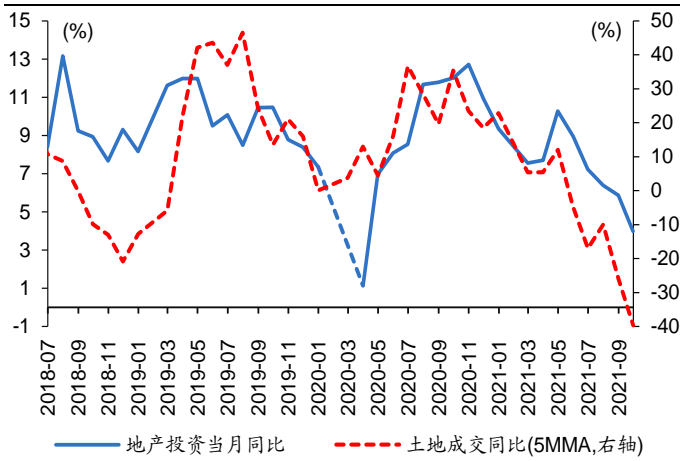
数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 地产投资、销售等依次见顶回落



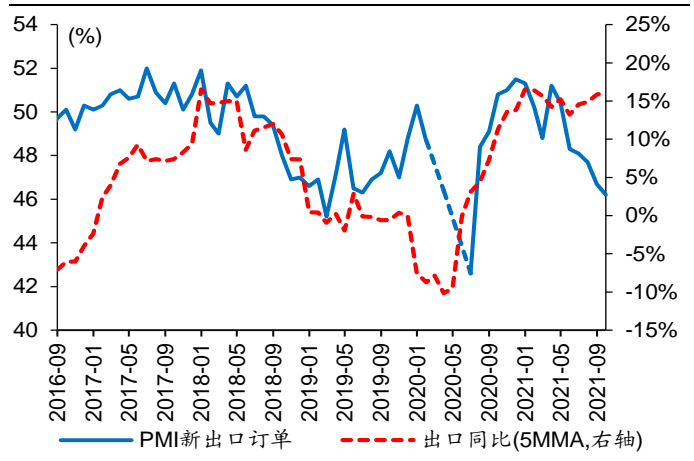
数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 土地成交与地产投资均明显下滑



数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 出口领先指标, PMI新出口订单持续下滑



数据来源: Wind、开源证券研究所

2、“误区”二: 对冲经济下行, 地产难放松、基建发力也不同

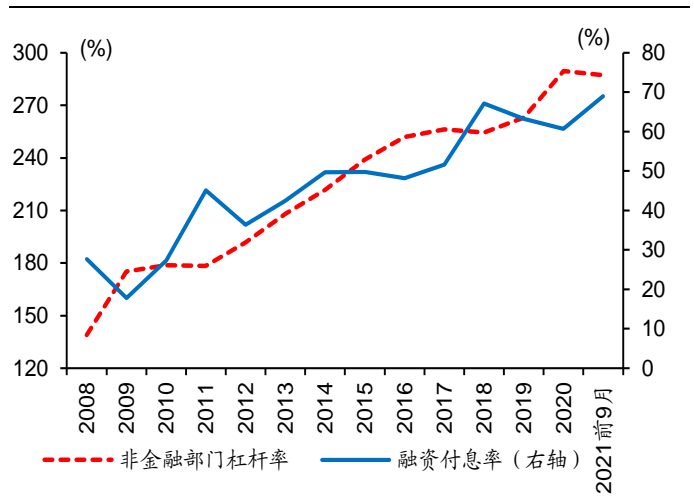
转型“攻坚”阶段, 政策重心在“调结构”、“防风险”, 面临的约束条件更多, 更加强跨周期、逆周期调节。传统周期下, 经济下滑后能快速回升, 很大程度上得益于托底政策下, 地产和基建两大引擎的驱动。然而, 伴随着债务的持续累积, 资金效率不断下降、政策空间越发逼仄; 疫后托底政策的加码, 进一步加速债务的累积, 加大了防风险、调结构的紧迫性。2020年7月底以来, 三条红线、贷款集中度考核等政策, 以及限制涉及隐性债务主体新融资、要求落实“地方党政同责”等政策, 传统引擎的约束进一步提升(详情参见《“周期性风险”, 理解与应对》)。

表1: 地产、地方债务监管明显收紧

时间	文件/会议/主题	主要内容
地产	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3月	关于防止经营用途贷款违规流入房地产问题专项检查, 于2021年5月31日前完成排查工作, 并加大对违规问题督促整改和处罚力度...对企业成立时间或受让企业股权时间少于1年, 以及持有被抵押房产时间低于1年的借款人, 要进一步 加强借款主体资质审查 。
	2021年9月	房地产金融工作座谈会 准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度, 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段。
地方债务	2020年10月	金融委专题会议 坚决整治各种金融乱象, 对各类违法违规行为“零容忍”, 积极稳妥防范化解金融风险, 坚决维护金融稳定, 牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。
	2020年12月	中央经济工作会议 抓实化解地方政府隐性债务风险工作...打击各种逃废债行为... 处理好恢复经济和防范风险关系 。
	2021年3月	政府工作报告 处理好恢复经济与防范风险的关系...稳妥化解地方政府债务风险 , 及时处置一批重大金融风险隐患。
	2021年4月	《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》 把防范化解地方政府隐性债务风险作为重要的政治纪律和政治规矩, 坚决遏制隐性债务增量...严禁地方政府通过金融机构违规融资或变相举债...决不允许新增隐性债务上新项目、铺新摊子。
	2021年4月	“交易所发债指引” (1)主要城市建设企业申报发行公司债券时, 应符合地方政府性债务管理的相关规定, 不得新增地方政府债务 。 (2) 城投企业总资产规模小于100亿元或主体信用评级低于AA(含)的 , 应结合自身所属层级、业务规模、盈利情况、资产负债结构、现金流量情况等评估自身经营和偿债能力, 审慎确定公司债券申报方案, 并采取调整本次公司债券申报规模 。
	2021年4月	政治局会议 要防范化解经济金融风险, 建立地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制 , 要加强和改进平台经济监管...

资料来源: Wind、开源证券研究所

图9: 伴随杠杆持续抬升, 债务压制加速显性化



数据来源: Wind、BIS、开源证券研究所

防风险下，地产调控定力较强，部分地区“因城施策”的微调，并不意味政策态度转向。传统思维惯性下，经济下行、放松地产的预期屡有出现；事实上，地产调控思路已发生根本性变化、定力也明显强于以往。近期央行等在多个场合明确强调，“不将房地产作为短期刺激经济的手段”、“准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度”，三条红线、贷款集中度考核等稳步推进。部分地区“因城施策”的放宽购房资格、预售条件、土地增值税等微调，并不意味政策态度转向。

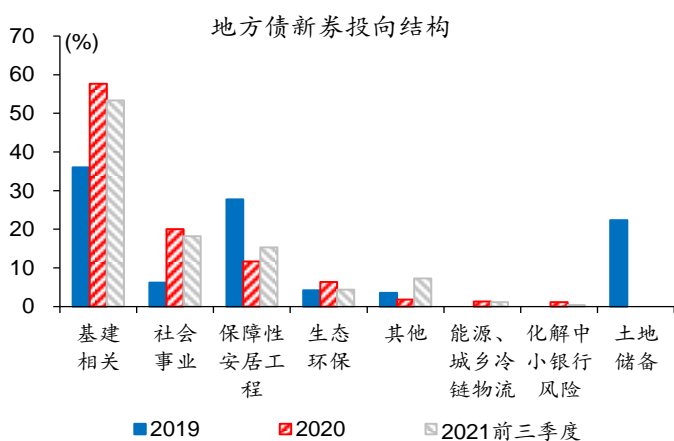
表2: 地产调控定力较强，部分省市“因城施策”并非调控大方向变化

	时间	主要内容
政策基调	2021/9	房地产金融工作座谈会 准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段
	2021/10	三季度金融统计数据新闻发布会 坚持稳地价、稳房价、稳预期，加快建立房地产长效机制，在防范化解房地产“灰犀牛”风险、实现房地产市场平稳健康发展的同时，也有力推动了中国经济结构转型和高质量发展，降低了整体金融风险水平。
因城施策	2021/8	岳阳 《关于房地产市场新疆商品住房网签成交价格限制的通知》，要求新建商品住房销售实施价格备案， 实际成交价格不得低于备案价格的85%，否则不予网签
	2021/8	成都 成都、德阳、眉山、资阳四市职工在这四个城市异地买房时，可就近向缴存地公积金中心申请公积金贷款
	2021/9	长春 《留（来）长人才、农民购房补贴和购房消费券办理流程》， 符合条件的人才按50元/平方米，农民按80元/平方米给予购房补贴
	2021/9	珠海 《关于调整珠海市个人二手房转让个人所得税、土地增值税核定征收率的公告（征求意见稿）》， 个人转让二手住宅的个人所得税核定征收率调整为1%，个人转让二手非住宅的个人所得税核定征收率调整为1.5%
	2021/9	沈阳 《高校毕业生和高新技术企业人才首次购房补贴实施细则（新修订）》， 博士毕业生补贴由6万元提高到7万元，硕士毕业生由3万元提高到4万元，本科毕业生和技师由1万元提高到2万元
	2021/9	惠州 《关于调整惠州市个人二手房转让个人所得税、土地增值税核定征收率的公告（征求意见稿）》， 个人转让二手住宅的个人所得税核定征收率调整为1%，转让二手非住宅的个人所得税核定征收率调整为1.5%
	2021/10	哈尔滨 出台“十六条”促进房地产市场平稳健康发展，提到 给予符合标准的人才以货币形式一次性发放购房补贴，普通标准住宅土地增值税由4%下调至1.5%，放宽二手房公积金贷款年龄限由20提高到30 ，允许异地缴存公积金职工申请公积金贷款
	2021/10	孝感 《关于进一步规范新建商品住宅预售价格备案工作的通知》，规定商品房销售价格不能超过备案价销售，且 涨价或降价幅度超过备案价10%需要重新报备
2021/10	鄂州 《关于进一步规范新建商品住宅预售价格备案工作的通知》，规定商品房销售价格不能超过备案价销售，且 涨价或降价幅度超过备案价10%需要重新报备	

资料来源：中国人民银行、住建部、开源证券研究所

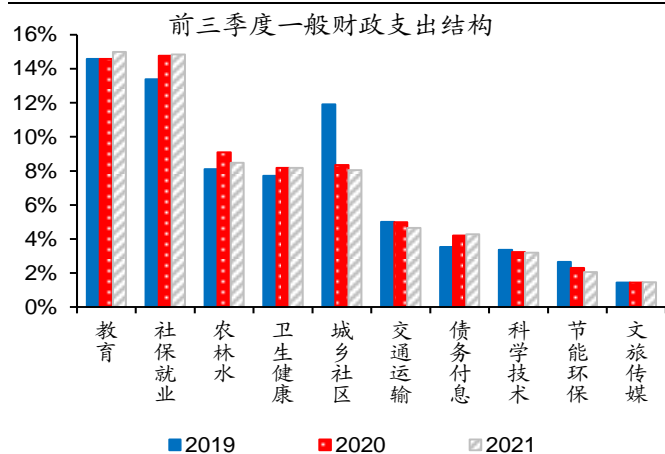
政策托底也不是简单的传统基建发力，更多以调结构为导向，产业引导或稳增长的重要抓手。防风险、调结构下，财政重在“三保”、加快推动产业转型等，一般财政投向社会保障等民生领域明显增加、投向交通运输等基建相关明显下降；类似地，专项债投向社会事业等领域占比上升、基建相关占比下降。跨周期调节下，政策注重稳增长与调结构的平衡，加大结构引导，推动产业转型升级、加快绿色发展等（详情参见《从重大项目，看“稳增长”抓手》）。

图10: 地方债新券投向基建占比回落、保障工程抬升



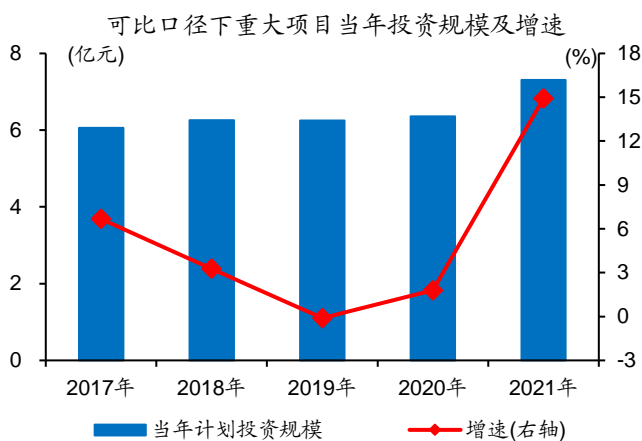
数据来源: 财政部、开源证券研究所

图11: 一般财政支出投向社保和教育等增多、基建下降



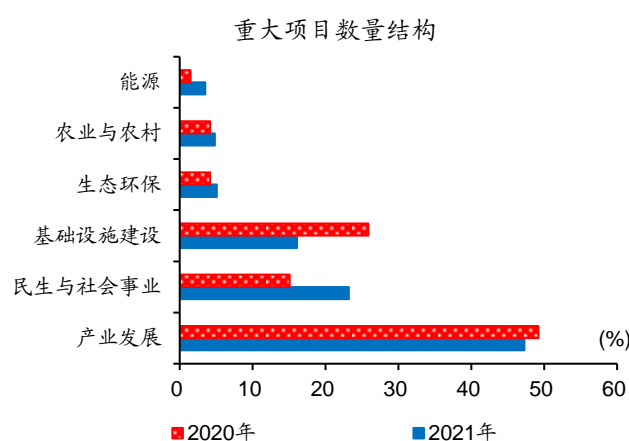
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 可比口径下, 2021年重大项目规模快速增长



数据来源: Wind、各地发改委、开源证券研究所

图13: 2021年重大项目产业居多, 民生增多、基建下降

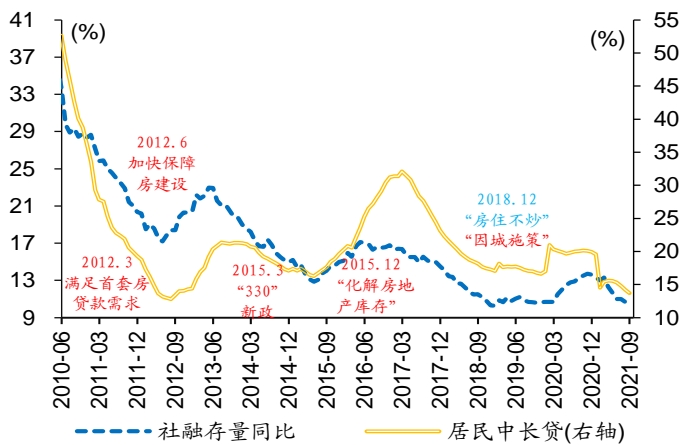


数据来源: 发改委、开源证券研究所

3、“误区”三：宽信用并不容易，债牛基础较为牢固

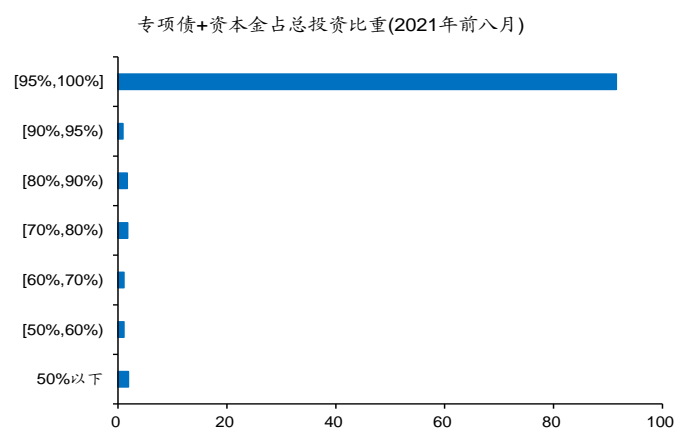
传统引擎受限、需求偏弱下，信用环境由紧转松并不容易；伴随经济增速下台阶，与之相匹配的社融增速也下台阶、弹性下降。经验显示，信用环境从持续收缩转向扩张，多伴随稳增长加码、地产政策放松等。当前债务监管、地产调控定力较强，对相关链条融资的影响或将持续显现；尽管地方债错位发行、基数支持等，或推动社融读数阶段性上升，但项目质量、债务等掣肘下，地方债撬动杠杆能力有限。在传统引擎受限、实体需求偏弱下，宽信用并非易事（详情参见《贷款流向全景图》）。

图14: 前两轮信用“扩张”，地产从调控转向放松



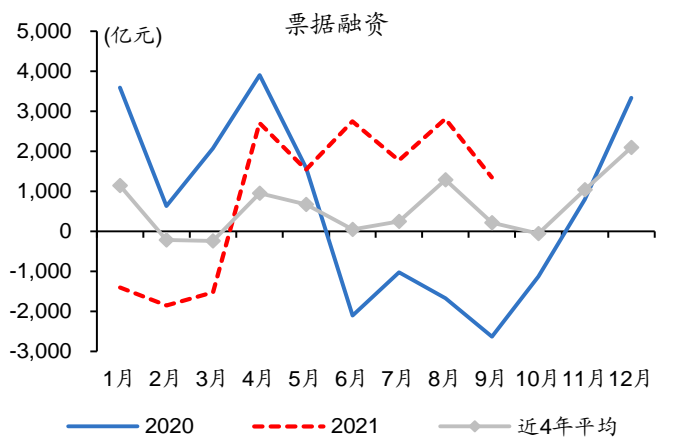
数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 专项债项目几乎没有外部融资



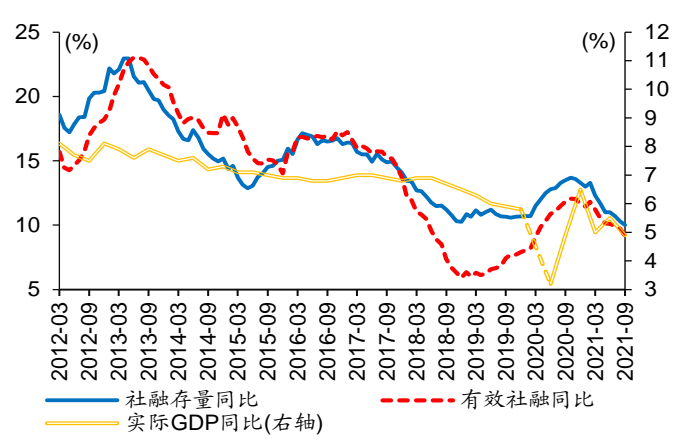
数据来源: 中国债券信息网、开源证券研究所

图16: 票据连续多月大幅“冲量”



数据来源: Wind、开源证券研究所

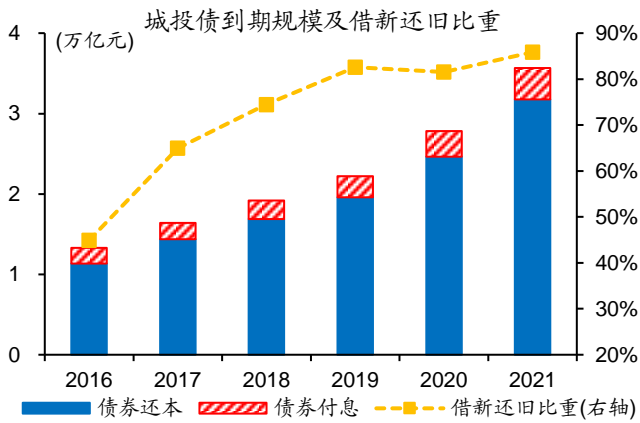
图17: 经济增速下台阶，与之匹配社融增速也随之下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

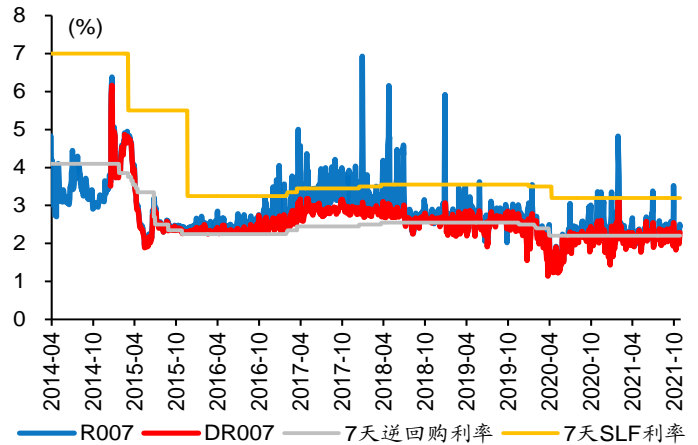
多重目标约束下，货币流动性环境持续保持低位平稳，有利长端表现。眼下，货币政策要服务于多重目标，经济压力加大、债务风险加速暴露、原材料涨价对中小企业的“伤害”等，仍需宽松的货币流动性环境来“呵护”。利率走廊调控日趋成熟的背景下，短端利率或持续低位水平保持低波动，类似2015-2016年的部分时段，仍对债市形成有力支撑。拉长维度来看，经济增速下台阶，与之匹配的利率中枢也相应下移、波动区间收窄（详情参见《坚定债牛不动摇》）。

图18: 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

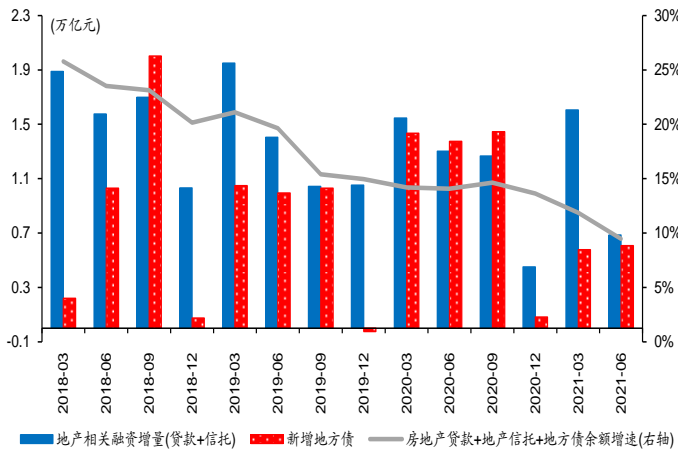
图19: 短端利率在利率走廊下沿保持低波动



数据来源: Wind、开源证券研究所

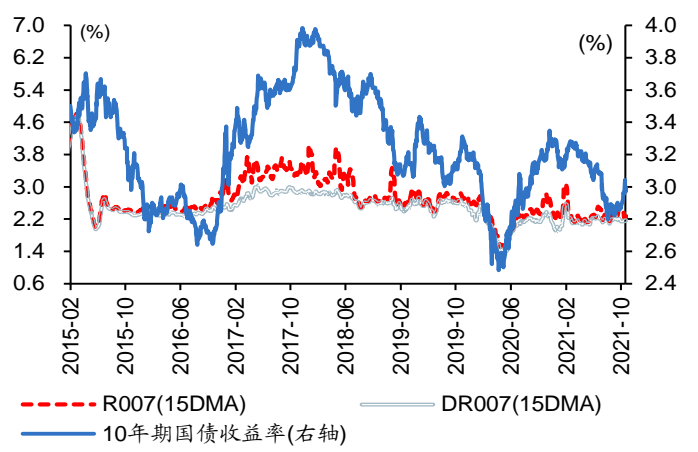
重申观点: 债牛基础牢固, 调整即提供加仓机会。短端利率保持低位稳定的同时, 本轮地产调控、地方债务监管的持续性, 意味着传统两大引擎的收缩尚未结束, 决定了“资产荒”未来仍将延续(详情参见《“资产荒”3.0时代》)。“资产荒”延续, 及经济下台阶、利率中枢下移, 皆指向债牛基础牢固。近期债市调整, 或主要缘于收益率水平较低下, 机构预期和交易行为, 对利空反应较为敏感, 并非债牛基础变化, 调整即提供加仓机会(详情参见《坚定债牛不动摇》、《债市牛熊之辩》)。

图20: 地方债供给较难对冲地产收缩缺口



数据来源: Wind、开源证券研究所

图21: 流动性平稳宽松下, 债牛基础牢固



数据来源: Wind、开源证券研究所

经过研究，我们发现：

(1) “滞胀”与“衰退”之争，仍在沿用传统框架分析，而忽视了新一轮总量下台阶背景下，周期特征弱化、结构加大分化的事实。经济增速的新一轮下台阶，与“防风险”政策推进下，传统引擎“无序”扩张的进一步规范有关，经济或在 2022 年一季度前后见底，随后在新区间窄幅波动。

(2) 转型“攻坚”阶段，政策重心在“调结构”、“防风险”，面临的约束条件更多，更加强调跨周期、逆周期调节。防风险、调结构下，政策定力较强，坚持相关调控方向不变，产业引导或成稳增长的重要抓手。

(3) 传统引擎受限、需求偏弱下，信用环境由紧转松并不容易；伴随经济增速下台阶，与之相匹配的社融增速也下台阶、弹性下降。多重目标约束下，货币流动性持续保持低位平稳，有利长端表现；继续强调，债牛基础牢固、调整即提供加仓机会。

4、风险提示

债务风险暴露，调控政策变化。

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2017/7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