

相关研究

证券分析师

秦泰 A0230517080006
qintai@swsresearch.com
屠强 A0230521070002
tuqiang@swsresearch.com
贾东旭 A0230522100003
jiadx@swsresearch.com

联系人

秦泰
(8621)23297818×
qintai@swsresearch.com

2022 年 10 月 15 日

工业用电量回升，专项债集中发行

——申万宏源宏观周报 · 第 185 期

本周关注：工业用电量回升，专项债集中发行

- **稳增长政策逐步见效，9月工业用电量有所回升。天气转凉叠加散发疫情影响，城乡居民用电与第三产业用电量明显走弱，拖累全社会用电量同比9月大幅回落。**9月，全社会用电量当月同比大幅回落9.8个百分点至0.9%，结构上构成主要拖累的来自两大领域。其一是居民用电由6-8月的集中高增转为快速降温，9月城乡居民用电量单月增速（同比-36.3pct至-2.8%）大幅回落，其二是服务业用电量亦回落明显，第三产业用电量单月增速（同比-19.6pct至-4.6%）。但伴随稳增长政策拉动内需逐步恢复，**工业生产延续回补势头，第二产业用电量增速“逆势”有所改善。**第二产业用电量当月同比在去年超高基数下仅小幅回落0.3个百分点至3.3%，三年平均增速更是回升1.3pct至5.9%，是本月各用电主体中唯一改善的领域，也达到今年4月以来最高水平。在9月金融数据显示表内外金融杠杆推动基建地产投资回升后，整体工业品需求的好转也带动工业生产延续回补势头。
- **专项债结存限额集中发行，政策性开发性金融工具再增资。**1) 在前期国常会要求下，5000亿专项债结存限额集中于10月发行。根据九月底至今24个省市陆续公布的四季度地方政府债务发行计划，合计发行新增专项债4032亿。从10月发行规模来看，有六省份超过300亿，分别为河北(374亿)、山东(360亿)、福建(359亿)、四川(356亿)和河南(314亿)。2) 新增专项债可以投向的领域扩大9个领域扩大到11个领域，增加新能源项目和新型基础设施2个领域，可用作资本金的领域从10个领域扩大到13个领域，增加新能源项目、煤炭储备设施、国家级产业园区基础设施3个领域。**新增专项债投向领域将有长期项目收益来源的新能源和新基建纳入，有利于在满足专项债穿透式监管的要求下，更好发挥撬动投资的效果。**3) 结合政策性开发性金融工具的再度增资，以及政策性银行信贷的支撑，下半年基建投资12.2%的同比增速是可以期待的，将成为阶段性稳增长的重要抓手。中国农业发展银行10月12日披露，“10月11日银保监会批复同意基金第二期第二次增资559亿元到10月12日完成投放”，显示政策性开发性金融工具年内可能根据基建投资项目的实际资金需求情况进一步增加额度，也将持续为年内加快基建投资相关贷款投放提供对应的资本金支持。
- **财政部通知严禁国企购地等虚增土地出让收入。**财政部近日下发通知，严禁通过国企购地等方式虚增土地出让收入，显示地产下行周期中，财政部着力避免地方政府短期过度供地而导致财政和房地产市场更大的潜在长期风险。我们认为我国今年以来房地产市场（特别是需求侧）的连续较大幅度调整，更多反映出近十几年以来工业化、城镇化再度向东南沿海地区等城镇化率已经较高的地区集中，而导致的全国范围城镇化速度放缓、结构性人地矛盾更加突出等长期经济结构性隐忧，从而中短期政策维度上来看，货币财政政策对于地产需求的刺激仍将严格恪守因城施策的方向性要求，不会以一线、强二线城市房价再度泡沫化为代价，换取短期的地产需求恐慌式释放，也因此而有望避免因刺激地产周期而导致更长期的消费内需不足等深层次问题。
- **高频数据经济表现：汽车、地产销售改善。**乘用车零售同比较上周上行8pct至33%。国庆后新增确诊病例抬头，全国整车货运量同比下行。**房地产市场：**地产销售回暖，武汉等地房贷利率降至4%以下。**政府性基金与基建：**当周新增专项债439亿，下周计划发行988亿。**工业生产与制造业投资：**中下游开工率回升，钢材产量持平，外贸集装箱吞吐量大幅回落。**通胀：**猪肉、原油、煤炭、蔬菜价格上涨，果价回落，钢价回落。**货币政策与汇率：**流动性合理充裕，资金利率持平低位。美元指数持续上行，人民币被动贬值。



申万宏源研究微信服务号

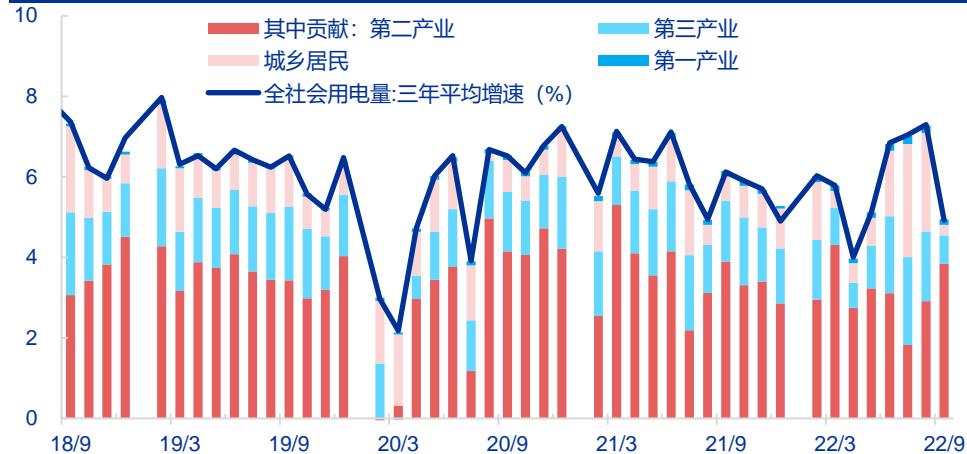
周关注：工业用电量回升，专项债集中发行

1. 稳增长政策逐步见效，9月工业用电量有所回升

天气转凉叠加散发疫情影响，城乡居民用电与第三产业用电量明显走弱，拖累全社会用电量同比9月大幅回落。9月，全社会用电量当月同比大幅回落9.8个百分点至0.9%，虽然部分受到去年同期基数走高的影响，但三年平均增速也大幅回落2.4个百分点至4.9%。结构上构成主要拖累的来自两大领域。其一是居民用电由6-8月的集中高增转为快速降温，9月城乡居民用电量单月增速（同比-36.3pct至-2.8%，三年平均增速-12.5pct至1.6%）大幅回落，显示高温天气过去后居民集中用电需求明显降温。其二是服务业用电量亦回落明显，第三产业用电量单月增速（同比-19.6pct至-4.6%，三年平均增速-5.5pct至4.0%），亦显示散发疫情对服务业的短期扰动。

但伴随稳增长政策拉动内需逐步恢复，工业生产延续回补势头，第二产业用电量增速“逆势”有所改善。在整体全社会用电量明显走弱的背景下，第二产业用电量“逆势”回升，当月同比在去年超高基数下仅小幅回落0.3个百分点至3.3%，三年平均增速更是回升1.3pct至5.9%，是本月各用电主体中唯一改善的领域，也达到今年4月以来最高水平。在9月金融数据显示表内外金融杠杆推动基建地产投资回升后，整体工业品需求的好转也带动工业生产延续回补势头。

图1：9月全社会用电量增速明显回落，但第二产业稳步恢复



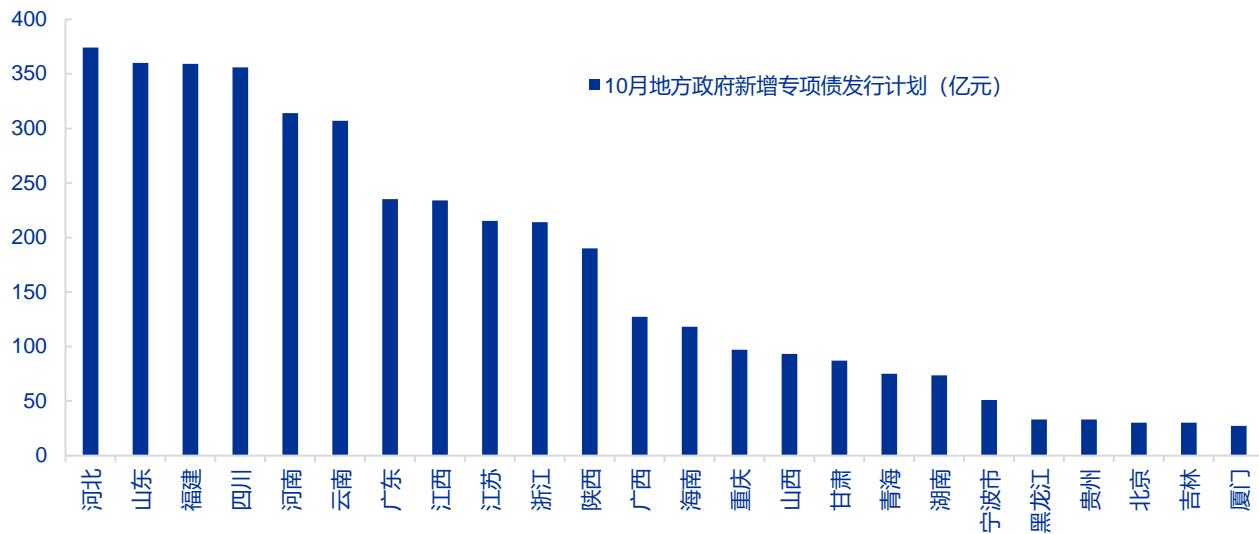
资料来源：CEIC，申万宏源研究

2. 专项债结存限额集中发行，政策性开发性金融工具再增资

在前期国常会要求下，5000亿专项债结存限额集中于10月发行。9月7日国常会要求“依法盘活地方2019年以来结存的5000多亿元专项债限额”，“各地要在10月底前发行完毕”。但9月新增地方政府专项债发行仅有241亿，客观上要求地方政府将5000亿结存专项债限额发行集中在10月。根据九月底至今24个省市

陆续公布的四季度地方政府债务发行计划，合计发行新增专项债 4032 亿，10 月将成为下半年新增专项债发行的高峰。从 10 月发行规模来看，有六省份超过 300 亿，分别为河北（374 亿）、山东（360 亿）、福建（359 亿）、四川（356 亿）和河南（314 亿）。

图 2：24 省市公布 2022 年 10 月地方政府新增专项债发行计划（亿元）

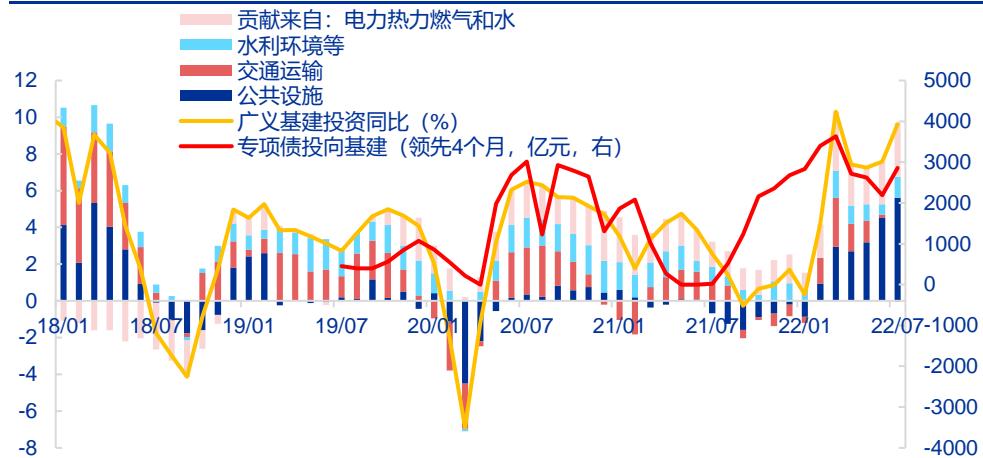


资料来源：各地方政府官网，申万宏源研究

新增专项债可以投向的领域扩大 9 个领域扩大到 11 个领域，增加新能源项目和新型基础设施 2 个领域，可用作资本金的领域从 10 个领域扩大到 13 个领域，增加新能源项目、煤炭储备设施、国家级产业园区基础设施 3 个领域。本轮盘活地方 2019 年以来结存专项债限额的 5000 多亿资金，其投向领域进一步扩充至新能源项目和新型基础设施。新能源投向细化为公共领域充换电基础设施，大型风电基地等绿色低碳能源基地。新基建细化为云计算、数据中心、人工智能基础设施，轨道交通等传统基础设施智能化改造，市政、公共服务等民生领域信息化项目等。另外，本轮新增专项债可用作资本金领域将新能源项目、煤炭储备设施、国家级产业园区基础设施纳入其中。**新增专项债投向领域将有长期项目收益来源的新能源和新基建纳入，有利于在满足专项债穿透式监管的要求下，更好发挥撬动投资的效果。**

结合政策性开发性金融工具的再度增资，以及政策性银行信贷的支撑，下半年基建投资 12.2% 的同比增速是可以期待的，将成为阶段性稳增长的重要抓手。8 月 31 日国常会要求“在用好新增 3000 亿元以上政策性开发性金融工具基础上，根据实际需要扩大规模”，实际上给政策性开发性金融工具的扩容提供了政策依据。中国农业发展银行 10 月 12 日披露，“10 月 11 日银保监会批复同意基金第二期第二次增资 559 亿元到 10 月 12 日完成投放”，显示政策性开发性金融工具年内可能根据基建投资项目的实际资金需求情况进一步增加额度，也将持续为年内加快基建投资相关贷款投放提供对应的资本金支持。我们维持今年下半年广义基建投资同比增速 12.2% 的预期不变，对应全年广义基建投资同比增速预计达到 10.5%，较去年提升 10 个百分点。

图3：广义基建投资同比及结构与专项债资金支持 (3MMA, %)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

3. 财政部通知严禁国企购地等虚增土地出让收入

财政部近日下发通知，严禁通过国企购地等方式虚增土地出让收入，显示地产下行周期中，财政部着力避免地方政府短期过度供地而导致财政和房地产市场更大的潜在长期风险。财政部近日公布《关于加强“三公”经费管理严控一般性支出的通知》，要求硬化预算执行刚性约束，“强化预算指标管理，不得无预算、超预算安排支出”，

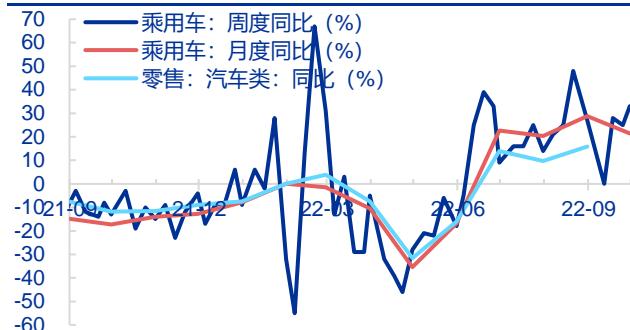
“严控预算调剂事项，不得年底突击花钱”，做深做细过紧日子情况评估。这些要求显示，尽管今年受地产周期向下、拖累居民消费意愿不足等影响，经济面临一定下行压力，稳增长必要性阶段性大幅提升，下半年财政支出同比增速需有所抬升，但稳增长过程中亦要求恪守预算，财政支出效率不可因稳增长而放松要求。此外《通知》明确提出“防止虚增财政收入与严控一般性支出一体推进”，“严禁通过举债储备土地，不得通过国企购地等方式虚增土地出让收入”，“建立严格的举债审批制度，禁止新增各类隐性债务”，显示当前经济政策层面对房地产周期持续降温有一定的中长期准备，十分警惕在因城施策放松地产调控过程中，因地方政府要求当地国企过度购地而导致未来当地房地产进一步供大于求、房地产市场系统性风险进一步积累的可能性。

我们认为我国今年以来房地产市场（特别是需求侧）的连续较大幅度调整，更多反映出近十几年以来工业化、城镇化再度向东南沿海地区等城镇化率已经较高的地区集中，而导致的全国范围城镇化速度放缓、结构性人地矛盾更加突出等长期经济结构性隐忧，从而中短期政策维度上来看，货币财政政策对于地产需求的刺激仍将严格恪守因城施策的方向性要求，不会以一线、强二线城市房价再度泡沫化为代价，换取短期的地产需求恐慌式释放，也因此而有望避免因刺激地产周期而导致更长期的消费需求不足等深层次问题。

高频数据经济表现：汽车、地产销售改善

1) 商品消费与收入：乘用车零售同比上行。9月26日-30日，乘用车零售同比较上周上行8pct至33%。八月服务业生产指数同比回升1.2pct至1.8%。

图4：乘联会汽车零售同比上行至33%



资料来源：Wind,申万宏源研究

图5：8月服务业生产指数同比回升1.2pct至1.8%

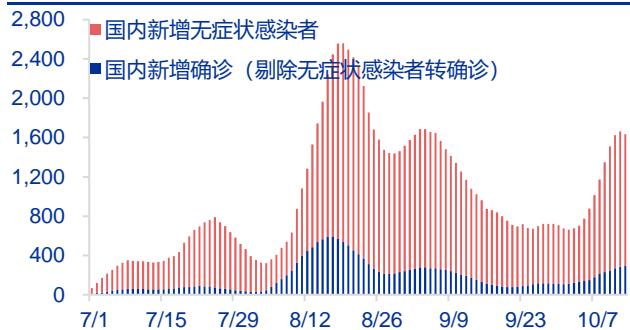


资料来源：CEIC, 申万宏源研究

2) 服务消费与疫情：国庆后新增确诊病例抬头，全国整车货运量同比下行。

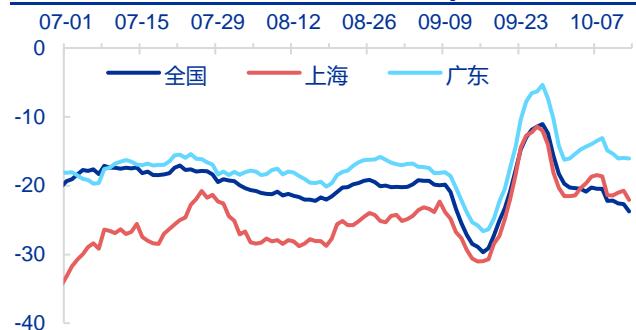
10月13日新冠新增确诊和无症状感染者新增(7DMA)较上周上行754例至1632例，10月13日全国整车货运量同比较上周下行3.5pct至23.7%，京沪深迁徙趋势同比较上周下行6.8pct至-27.1%。

图6：国庆后新增确诊进一步抬升(7DMA, 例)



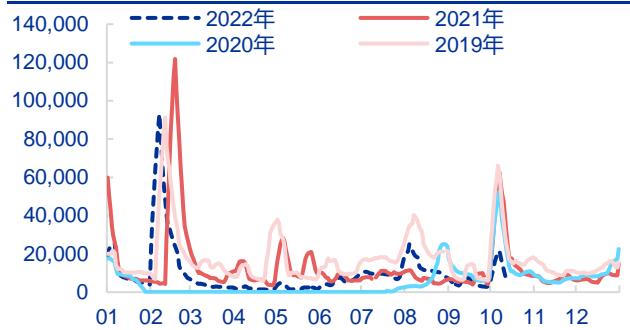
资料来源：CEIC, 申万宏源研究

图7：全国整车货运量同比下行5.4pct至23.7%



资料来源：CEIC, 申万宏源研究

图8：电影票房(7DMA)同比下行16pct至-79%



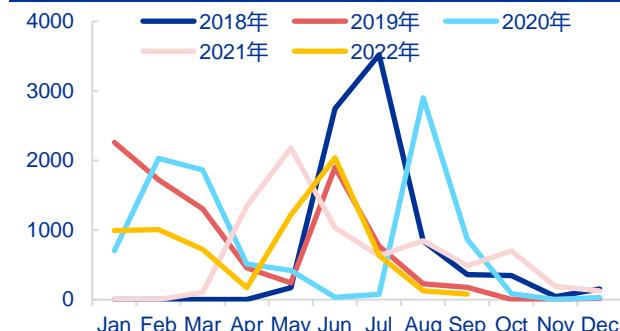
资料来源：Wind, 申万宏源研究

图9：京沪深迁徙趋势同比下行6.8pct至-27.1%

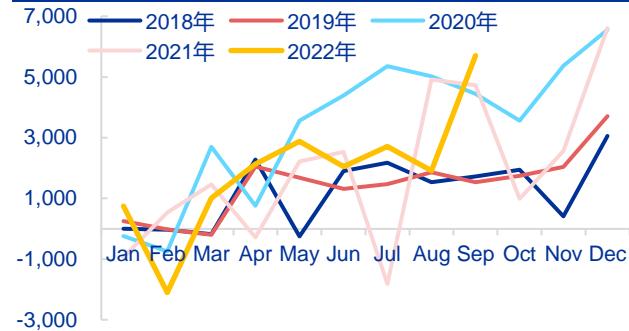


资料来源：CEIC, 申万宏源研究

3) 财政与政府消费：当周新增一般债26.9亿，下周计划发行68亿。10月14日当周国债净融资-856.1亿。

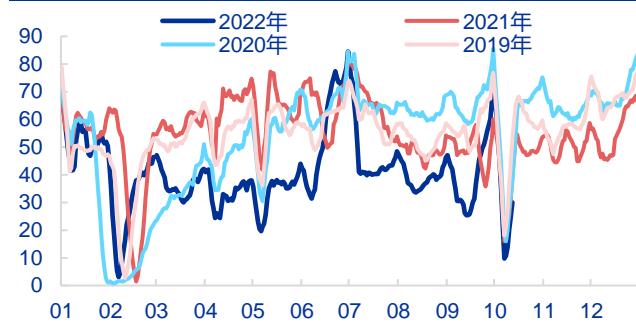
图 10：新增地方政府一般债（亿元）


资料来源：Wind，申万宏源研究

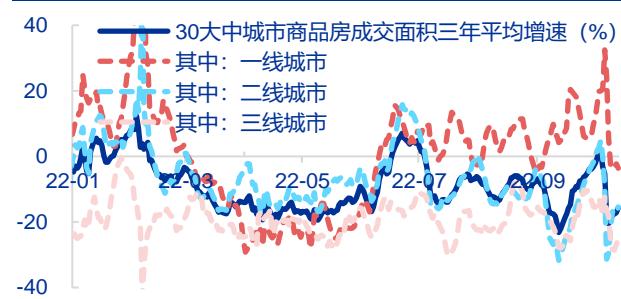
图 11：国债净融资（亿元）


资料来源：Wind，申万宏源研究

4) 房地产市场：地产销售回暖，房贷利率继续下降。截止 10 月 13 日，30 大中城市商品房成交面积三年平均增速回升 4pct 至 -15.7%，其中，一线回落 1.1pct，二线明显回升 6.7pct，三线城市基本持平。武汉等地首套房贷利率降至 4% 以下。

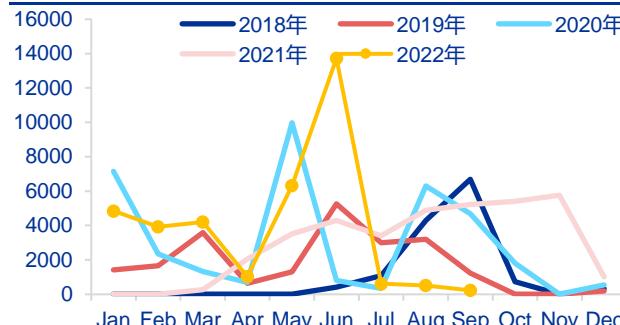
图 12：商品房成交面积周均 49.5 万平方米/日


资料来源：Wind，申万宏源研究

图 13：30 大中城市商品房成交三年平均增速 (%)


资料来源：Wind，申万宏源研究

5) 政府性基金与基建：当周新增专项债 439 亿，下周计划发行 988 亿。结存专项债限额开始密集发行，有望支撑政府性基金支出。

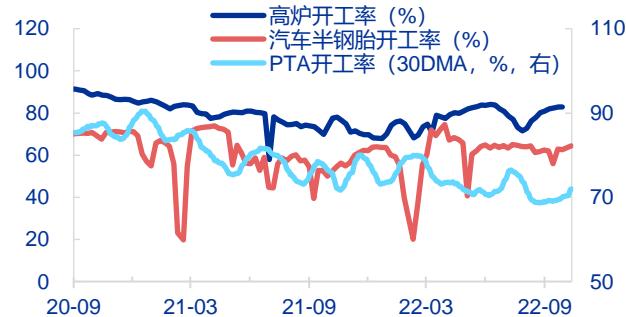
图 14：新增地方政府专项债发行（亿元）


资料来源：Wind，申万宏源研究

图 15：新增地方政府专项债发行进度 (%)


资料来源：Wind，申万宏源研究

6) 制造业投资与工业生产：中下游开工率回升，钢材产量持平。截止 9 月 29 日，高炉开工率持平 82.8%；10 月 13 日，汽车半钢胎开工率同比上行 1.8pct 至 64.4%，PTA 开工率回升 1.8pct 至 72.0%。截止 9 月 30 日钢材产量同比上行 4.3pct 至 10.9%。

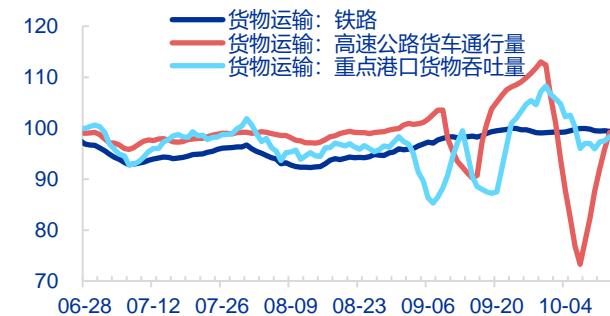
图 16：开工率：上游持平，中、下游回升


资料来源：CEIC，申万宏源研究

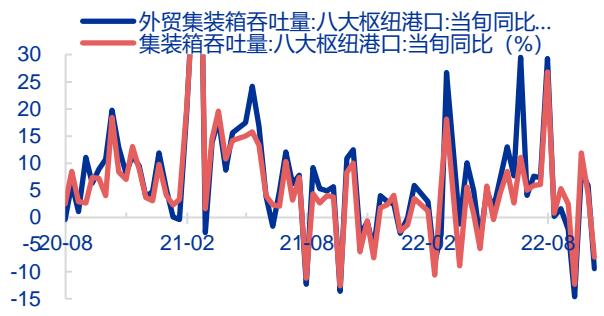
图 17：钢材产量上行 4.3pct 至 10.9%


资料来源：CEIC，申万宏源研究

7) 出口：外贸集装箱吞吐量大幅回落。 截止 10 月 13 日，交运部铁路货运量周均环比小幅回升 0.2%，重点港口货物吞吐量周均环比回升 2.4%。截止 10 月 10 日，八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量同比大幅回落 17.8pct 至 -9.4%。

图 18：高速公路货车通行量大幅回落


资料来源：CEIC，申万宏源研究

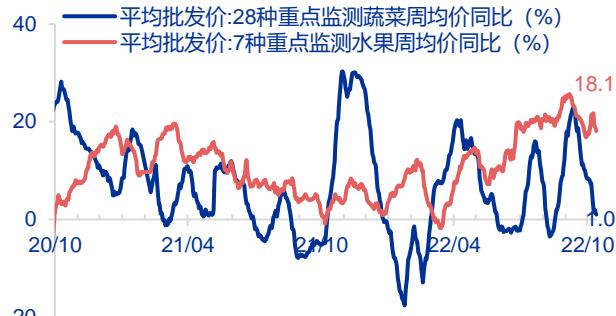
图 19：八大港口高频物流效率大幅回落


资料来源：CEIC，申万宏源研究

8) 食品价格：猪肉价格小幅上涨，菜价、果价同比回落。 截止 10 月 8 日，猪肉零售价环涨 3.4% 至 37.8 元/公斤；截止 10 月 13 日，蔬菜、水果价格分别环涨 4.6%、环跌 1.5%，同比分别回落 6.4pct、3.3pct 至 1.0% 和 18.1%。

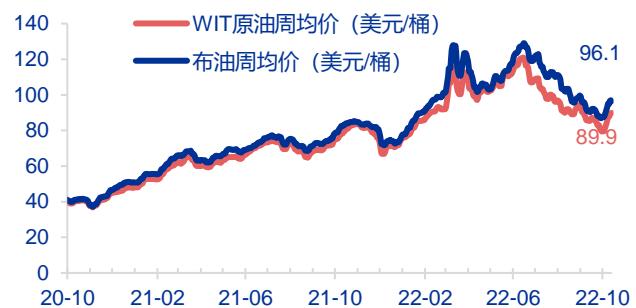
图 20：猪肉价格小幅上涨


资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 21：菜价、果价同比回落


资料来源：CEIC，申万宏源研究

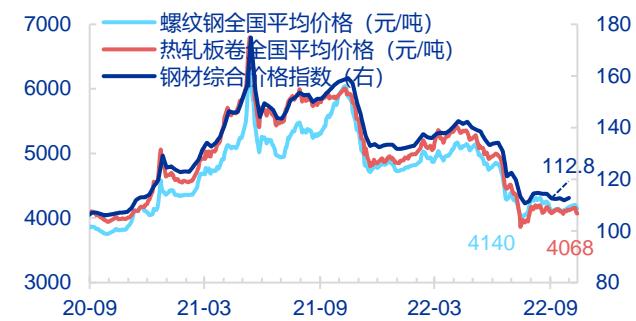
9) 工业品价格：油价、煤价回升、钢价回落。 截止 10 月 13 日，布油周均价上行 1.2% 至 96.1 美元/桶；螺纹钢价格小幅下行 0.7% 至 4140；动力煤价格环涨 2.4% 至 1510 元/吨，截止 10 月 7 日，美国原油产量回落 10 万桶/日至 1190 万桶/日。

图 22：布油、WTI 原油周均价大幅上行


资料来源：Wind，申万宏源研究

图 23：美国原油产量 1190 万桶/日


资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 24：螺纹钢价格小幅下行


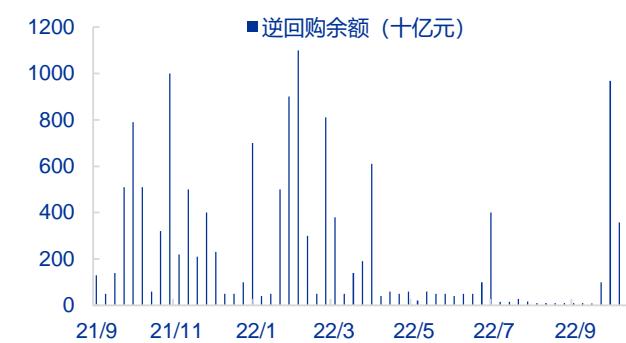
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 25：动力煤价格同比大幅回落

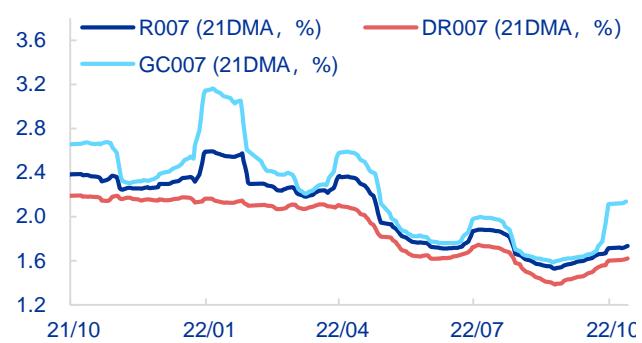

资料来源：Wind，申万宏源研究

10) 货币政策与汇率：流动性合理充裕，资金利率持平低位。截至 10 月 14 日，逆回购余额 270 亿，DR007 (1.5651%) 和 R007 (1.6582%) 基本持平上周。

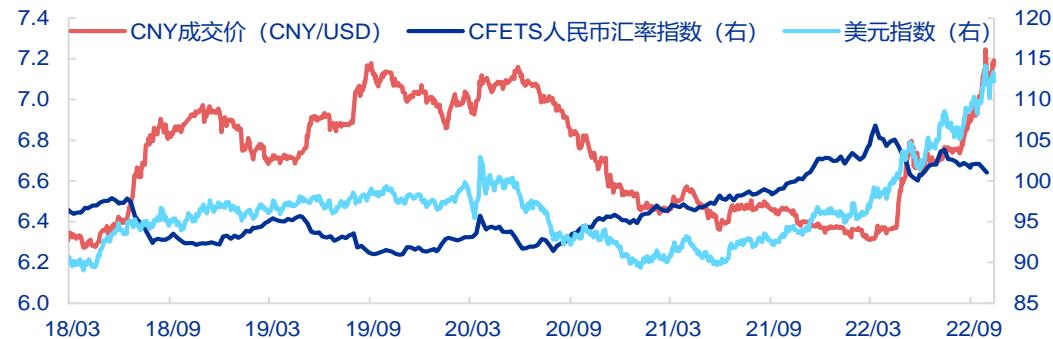
美元指数持续上行，人民币较节前小幅贬值。受美国 9 月通胀数据影响，美元指数本周继续保持上升趋势，人民币被动贬值。截至 10 月 13 日，CNY 和 CNH 分别报收 7.1928 和 7.1790，较节前贬值 1.4% 和 0.9%。

图 26：截至 10 月 14 日逆回购余额 270 亿


资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 27：DR007、R007 仍处于低位


资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 28: CNY 和 CNH 节前分别贬值 0.10% 和 0.22%, 美元指数上行 1.53 至 112.46

资料来源: CEIC, 申万宏源研究

政策梳理：2020年以来稳增长政策梳理

图 29：2020年以来稳增长政策梳理

		货币政策	财政政策	地产政策	能源安全
2020年	Q1	全面降准50bp，普惠金融定向降准50bp/150bp 再贷款、再贴现：1.8万亿 降息：OMO利率下调30bp，MLF利率下调10bp，1Y LPR下调10bp，5Y LPR下调5bp	减税：针对重要保供企业减所得税，免征增值税等，小规模纳税人减按1%征收率征收 地方债提前下达8480亿 阶段性减免社保费	各地政策允许房企延期缴纳购地款项，纾解房企短期流动性压力。需求侧未出台因城施策刺激工具	工信部：防范“地条钢”死灰复燃和已化解的过剩产能复产，严禁新增钢铁产能。
	Q2	定向降准100bp 降息：MLF利率下调20bp，1Y LPR下调20bp，5Y LPR下调10bp	再提前下达1万亿专项债，赤字率3.6%以上，发行1万亿抗疫特别国债，新增专项债3.75万亿元 延长阶段性减免社保费政策	政治局会议：坚持房住不炒	“双碳目标”首次提出：习总书记于联合国大会
	Q3			政治局会议：坚持房住不炒，住建部、央行提出三线四档	
	Q4			中央经济工作会议：坚持房住不炒，因地制宜 央行、银保监会：房贷集中度管理政策	工信部：确保粗钢产量同比下降。 粗钢产量压减避免“一刀切”
2021年	Q1		赤字率拟按3.2%左右安排，地方政府专项债券3.65万亿元	集中供地政策提出 两会：坚持房住不炒	国常会、发改委督促煤炭增产增供
	Q2	全面降准50bp 3000亿支小再贷款		政治局会议：坚持房住不炒、防止以学区房等名义炒作房价 各地地产调控从严	《完善能源消费和总量双控制度方案》发布，各地运动式减碳，拉闸限电
	Q3			财政部部署进一步做好房地产调控。住建部持续整治规范房地产市场秩序，上海提高首套房贷利率35bp。 央行、银保监会联合召开房地产金融工作座谈会，维护房地产市场平稳健康发展。	国常会部署保障电力和煤炭等供应
	Q4	2000亿元专项再贷款 全面降准50bp	对制造业中小微企业阶段性税收缓缴，延续实施全年一次性奖金等个人所得税优惠政策	央行、银保监会、证监会、住建部、广东省政府同日发声支持稳定房地产市场 中央经济工作会议：20年下半年来首次重提“因城施策”，	中央经济工作会议：立足以煤为主的基本国情，能耗双控向碳排放双控转变
2022年	Q1	降息：OMO利率下调10bp，1Y LPR下调10bp，5Y LPR下调5bp 央行向财政上缴利润，全年上缴超1万亿	税收缓缴继续延长 赤字率拟按2.8%左右，地方政府专项债券3.65万亿元 全年退税减税约2.5万亿元	两会：相较去年《报告》重提“因城施策” 二三线大面积出台政策刺激地产需求	习总书记赴山西：保障煤炭供应安全 发改委进一步完善煤炭市场价格形成机制，加大释放煤炭优质产能
	Q2	全面降准25bp 再贷款：科技创新、煤炭改造等共3400亿 降息：5Y LPR下调15bp，房贷LPR加点下调20bp 8000亿政策性贷款+3000亿政策性金融债	特困行业社保费缓缴 33项稳增长政策增加退税1400多亿元，将特困行业缓缴社保政策延至年底并扩大范围，减征乘用车购置税600亿元。 中央财经委：全面加强基建	政治局会议：支持各地从实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管	国常会：落实地方稳产保供责任，要释放煤炭先进产能、能开尽开，今年新增煤炭产能3亿吨，进一步加强电力保供
	Q3		政治局会议：用足专项债限额，近2000亿	政治局会议：稳定房地产市场，因城施策用足用好政策工具箱，压实地方政府责任，保交楼。	能源局部署五大煤炭增供措施

资料来源：中国政府网、央行、财政部等，申万宏源研究

全球宏观日历：关注中国经济数据

表1：全球主要宏观经济数据日历

月份	星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
10月	17	18	19	20	21	22	23
		10:00 CN 🇨🇳	17:00 EU 🇪🇺	22:00 US 🇺🇸			
		9月、Q3 经济 数据	HICP	成屋销售			
		21:15 US 🇺🇸	20:30 US 🇺🇸				
		工业生产	新屋开工、营建许可				
	24	25	26	27	28	29	30
	16:00 EU 🇪🇺		20:30 US 🇺🇸	9:30 CN 🇨🇳	10:30 JP 🇯🇵		
	综合 PMI 初值		贸易数据初值	9月工业企业利润	日央行议息会议		
			22:00 US 🇺🇸	润			
			新屋销售	19:45 EU 🇪🇺	22:00 US 🇺🇸		
				欧央行议息会议	成屋签约销售		
				20:30 US 🇺🇸			
				耐用品订单、GDP			

资料来源：各国统计局、申万宏源研究

注：中国金融数据公布日期不定，每月 10-15 日公布概率较高。

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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資目标、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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。