

价格意外：谁是下一个？

分析师：沈明高



SAC 执证号：S0260519010002



852-37191055



minggaoshen@gfgroup.com.
hk

分析师：欧亚菲



SAC 执证号：S0260511020002



SFC CE.no: BFN410

020-66335066



oyf@gf.com.cn

请注意，沈明高并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

报告摘要：

- **经济激烈调整的一个基本症状，是价格水平的超预期波动，也叫价格意外。**
以 10 年期美债收益率、国际原油期货交割价格、国际金价和中美 10 年期国债收益率利差为代表的全球资产价格，今年以来出现历史性的调整，各指标震荡幅度远超市场预期，其程度甚至超过 2008 年全球金融危机时的水平。
- **价格意外频发，与“实体经济羸弱”和“全球流动性泛滥”这一特殊组合密切相关。**
新冠疫情影响了今年全球经济大衰退发生的时间和调整幅度，但去年美债收益率倒挂早就预示经济衰退的到来；上一轮科技红利基本消失，新的增长点尚未出现，是美国乃至全球经济出现衰退的根本原因。总需求不足与流动性泛滥叠加，直观体现在“油弱金强”的资产价格上，不仅压低了美债中长期收益率，还令美元走弱，使美股迅速完成“牛熊转换”；另外，中美长期利差持续走阔，且未受新冠疫情冲击中国经济的影响，表明市场对我国经济增长前景更为认可。
- **价格调整并未结束，全球基础性通胀有可能成为下一个价格意外，且带有明显的结构性特征。**
一是根据历史经验，金油价格收敛意味着美国通胀将上行，换言之，通缩是当下现实，而通胀则是未来担忧；二是随着中美“脱钩”程度加深，美国产能不足与中国产能过剩，将导致美国通胀与中国通缩同时出现；三是我国的国内大循环，或使食品供给与非食品需求的缺口显性化，加剧食品通胀与非食品通缩间的矛盾；四是“中国制造”的成本红利逐渐消失，全球劳动力密集型产品成本上升，继而推高全球基础性通胀水平。
- **未来价格表现不仅受到全球通胀的影响，还取决于目前极端宽松的货币政策逻辑能否兑现。**
当前过量的流动性掩盖了市场对基本面恶化的担忧，市场试图朝着“政策带动后疫情时期的经济复苏”这一方向定价；然而如果全球经济复苏低于预期，宽松的流动性条件难以退出，则可能构成更大范围的价格意外。
- **对资产配置而言，需要提防美元超预期贬值、通胀超预期升高，以及美股二次回调等价格意外的出现。**
一是美元贬值压力或进一步上升，甚至出现“日元化”或“欧元化”迹象，相对利好人民币资产；二是债券市场的两大风险是基本面弱于预期或通胀超预期，经济衰退期间，高收益债集中到期或增大违约风险；三是美股风险大于 A 股。盈利不及预期、低利率、高金油比和弱美元均会压制美股表现，相对而言，中美利差扩大及盈利修复等利好 A 股表现；四是可考虑增持通胀友好的大宗商品、趋势性行业板块（消费、生物医药、科技、非银金融等）和供给侧支持的周期性板块（如进口替代）。
- **核心假设风险：美国经济修复进度快于预期、美联储宽松政策退出早于预期、国内房地产政策变化超预期。**

目录索引

一、2020：价格意外年.....	4
二、下一个价格意外会是谁.....	6
三、对大类资产配置的影响.....	8
（一）美元贬值：人民币资产机遇.....	9
（二）债市风险：基本面恶化与通胀预期.....	10
（三）股市风险：流动性支撑与基本面挑战.....	10
（四）行业偏好.....	12
四、风险提示.....	12

图表索引

图 1: 黄金与石油价格 6 个月移动平均值的走势	5
图 2: 美国十年期国债收益率同比与美元指数同比	5
图 3: 中美长期利差与中美名义 GDP 增速差	6
图 4: 金油价格比与美国 CPI 同比	6
图 5: 中美供需端通胀差 (CPI 同比减 PPI 同比) 对比	7
图 6: 中美外贸顺差: 食品与非食品	7
图 7: 中国出口占 G20 比重与美欧日 CPI	8
图 8: 美德利差同比、美日利差同比与美元指数同比变化	9
图 9: 美国 CPI 同比与美元指数同比	9
图 10: 全球高收益债历年违约率 (截至 2020 年 7 月 30 日, %)	10
图 11: 标普 500 预期盈利与实际差值 VS. 股指同比走势	11
图 12: 必需消费与可选消费相对回报与上证综指同比	11
图 13: 中国供需端通胀差与上证综指同比	12

经济激烈调整或者发生经济危机的一个基本症状，就是价格水平的超预期波动，也叫价格意外。从很多领先指标（如美国国债利差）来看，2020年注定成为全球经济的一个调整年，而新冠疫情突袭只是加快了调整的步伐并加剧了调整的幅度，今年一季度我国实际GDP同比收缩6.8%，二季度美国实际GDP同比收缩9.1%。相应地，一系列主要价格也呈现出超越市场预期的历史性调整，其中最为显著的是美国十年期国债收益率有史以来首次低于1%，并在盘中创下了0.32%的最低记录，离“零利率”仅一步之遥。

那么，谁将成为下一个价格意外？到目前为止，价格意外产生的背景均有一个基本特点，即需求羸弱但流动性泛滥。各国央行“开闸放水”的基本逻辑，是认为保持宽松的流动性条件，最终能够刺激总需求回升，将经济拉回到正常发展的轨道上。然而，在经济复苏持续乏力的前提下，当前的基本面与政策组合或许很难满足各国决策者的期许。站在今年下半年至未来两三年的角度看，全球基础通胀抬升，很可能会成为下一个价格意外。

一、2020：价格意外年

重大经济调整，通常都是以价格调整的形式落地。到目前为止，今年已经有很多价格意外出现，各指标的调整幅度甚至超过了2008年全球金融危机时的水平。

一是美国十年期国债收益率有史以来首次跌破1%，3月份盘中报价最低时离“零利率”仅剩32个基点，目前也才维持在0.72%左右；

二是全球石油期货报价曾急速下跌并一度转负，“负油价”突破了所有市场参与者的认知极限，为有史以来所仅见；

三是美国股市在短短半年内完成了一轮“牛-熊-牛”的切换，以纳斯达克、标普500为代表的宽基指数，既经历了3月的4次“史诗级”熔断，也实现了4月至8月的“绝地反弹”并续创新高；

四是COMEX黄金期货价格在7月突破了2011年的高位，创下每盎司2075.14美元的新纪录。

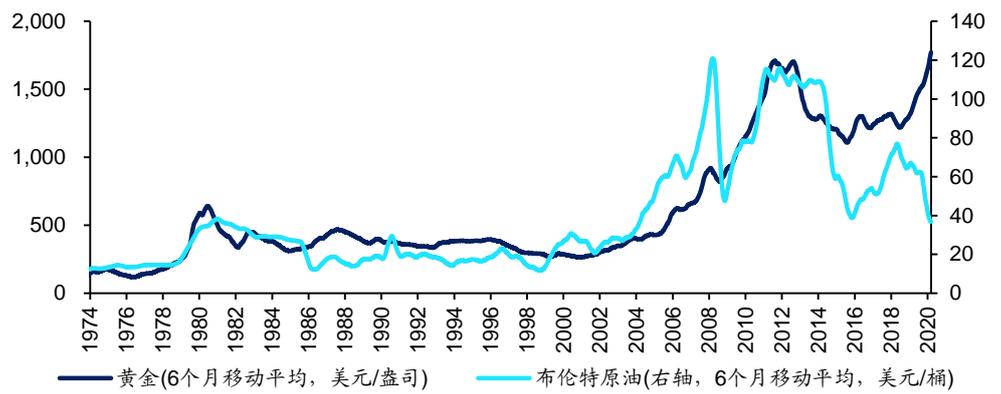
五是中美十年期国债名义收益率利差在9月3日创下248个基点的历史新高。

价格意外频发，与“实体经济羸弱”和“全球流动性泛滥”这一特殊组合有密切联系。表面上看，新冠疫情是今年全球经济大衰退的“罪魁祸首”，但实际上，市场去年就已对衰退临近有所预期。3个月与10年期美债收益率曾于去年6-9月间明显倒挂，历史经验显示，美国经济通常会在收益率倒挂后的1-3年内发生衰退。今年二季度美国GDP负增长，标志着自2009年6月起长达129个月的超长扩张周期已宣告结束。以移动互联网技术大发展为代表的上一轮科技红利基本消失，新的需求增长点却尚未出现，这是美国乃至全球经济出现衰退的根本原因。可以说，新冠疫情突袭加快了全球衰退的到来并加剧了衰退调整的幅度，但即使没有疫情出现，全球衰退仍不可避

免。

总需求不足与流动性泛滥叠加，在资产价格上的典型表现，是“油弱金强”（图1）。年初至今，布伦特原油期货连续报价从每桶66美元下跌至41.93美元，跌幅达36.5%，这与新冠疫情下全球经济陷入停滞，生产端与消费端能源需求均大幅萎缩有关；与此同时，黄金现货价格从每盎司1517.29美元飙涨至1930.98美元，涨幅达27.3%，这既与资本市场价格波动带来的避险需求上升有关，也反映出美元流动性泛滥下，投资者对未来全球通胀上行有所预期。

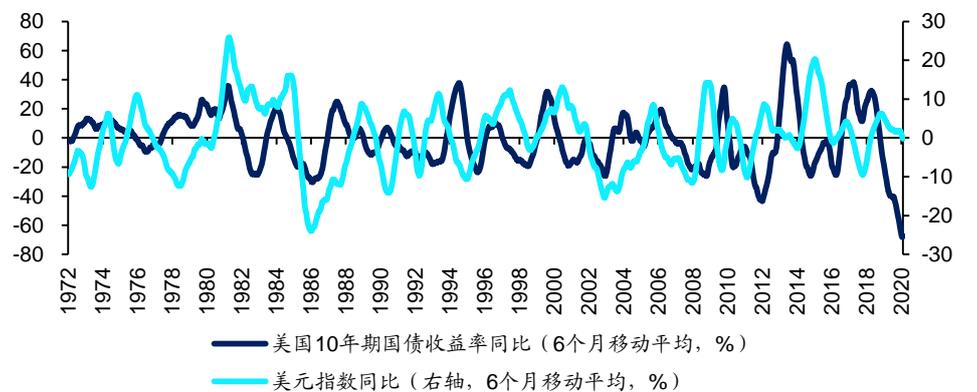
图1：黄金与石油价格6个月移动平均值的走势



数据来源：Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

美元流动性泛滥不仅压低了美债中长期收益率，还带来两个伴生现象：一是美元走弱，当前美元指数已跌至93附近。从历史表现来看，美元指数同比与美债收益率同比正相关（图2），美债收益率被压低，意味着美元的无风险投资价值下降，贬值压力加大。二是美股迅速完成“牛熊转换”并阶段性走强，这与历史经验不太一致。过去50年，当十年期美债收益率同比走低时，纳斯达克指数同比一般也会明显走低，其背后逻辑在于当市场预期恶化时，风险偏好下降会带来“股跌债涨”；但这一次不同，在美债收益率已处历史最低水平的条件下，过量的流动性转而向风险资产溢出。

图2：美国十年期国债收益率同比与美元指数同比

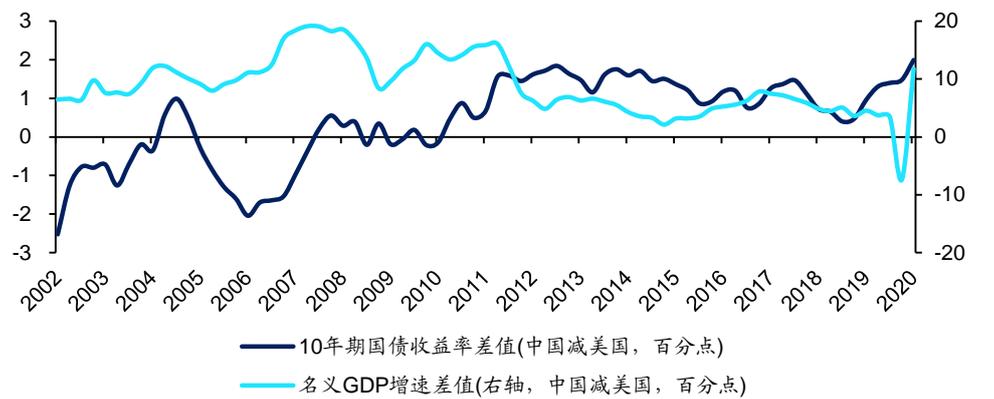


数据来源：Bloomberg, 广发证券发展研究中心

美国十年期国债收益率是全球主要价格的变动之母。今年以来发生的另外一个基于美国长债的价格意外，是中美长期利差持续走阔，这表明市场对中美两国的增长前景有不同看法。作为重要的无风险参考利率，中长期国债收益率变化能反映市场对

一国长期可持续增长能力的预期。自2018年末起，中美十年期国债收益率差值就已开始走阔（图3），这一长期利差变化，反映了两国经济基本面的相对差异，表明在中国经济出现下行压力的同时，美国经济也步入了扩张末期，周期性衰退矛盾加大。今年一季度，我国经济受新冠疫情影响出现罕见的负增长，但中美长期利差并未缩窄，反而继续扩大，这证明市场对中美经济相对走势的判断没有受到短期经济波动的影响。

图3：中美长期利差与中美名义GDP增速差



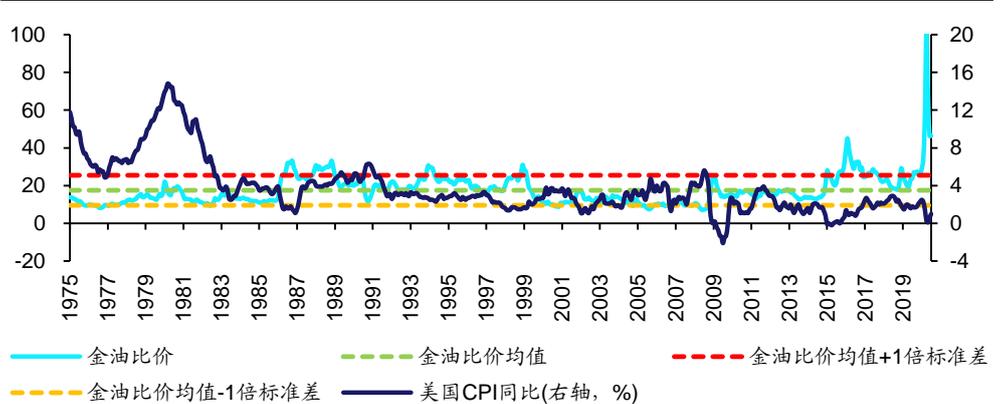
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、下一个价格意外会是谁

在美股、美债、黄金、原油等大类资产价格剧烈波动之后，国际价格调整还没有结束。未来一段时间，什么价格可能会有意外表现呢？我们认为，这将是全球的基础通胀水平，且近期这一价格变化将带有明显的结构性特点。

一是从历史上看，金油价格收敛的过程就是美国通胀上升的过程（图4）。以往经验显示，国际金价走势通常领先美国CPI同比变化约一年左右，国际油价走势与中美PPI同比变化高度相关。可以说，金价上涨代表了通胀预期，而油价低位徘徊则显示出需求的低迷；短期来看，通缩是现实，通胀则是担忧。金油价格高度分化后，紧跟着的或将是油价上涨所驱动的价格收敛。

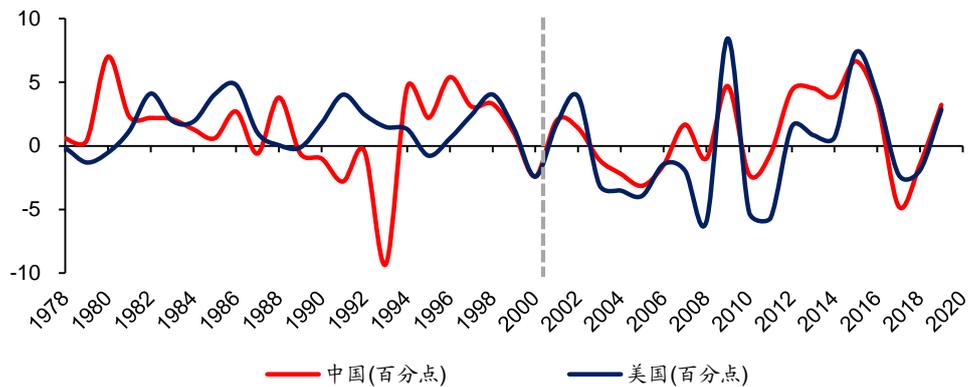
图4：金油价格比与美国CPI同比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二是随着中美“脱钩”程度加深，边际上会出现美国产能不足与中国产能过剩，导致美国通胀与中国通缩。在过去40年里，中美经济关系随全球化愈趋紧密，千禧年后的中美价格波动相关性明显提高（图5）。如若中美经济强行脱钩，美国短期内将很难找到像“中国制造”这样基于规模经济效应创造的廉价劳动力密集型商品，中国削减产能也需要时间，因此美国的相对通胀与中国的相对通缩会同时出现，中美的价格相关性将由强转弱。

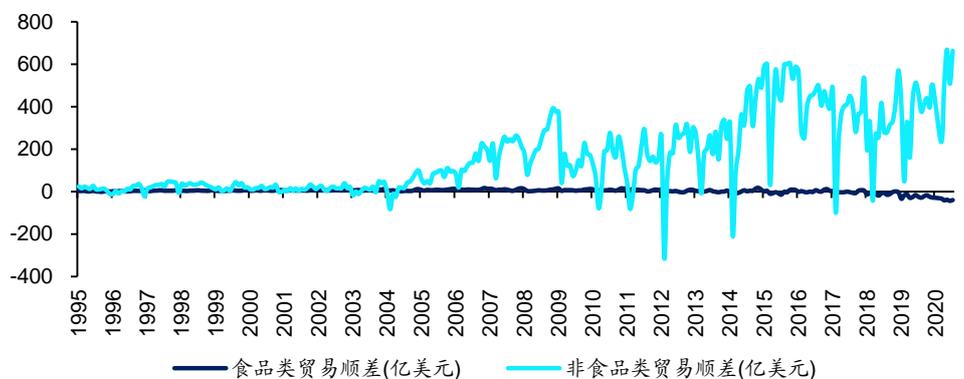
图5：中美供需端通胀差（CPI同比减PPI同比）对比



数据来源：CEIC，广发证券发展研究中心

三是我国开启“国内大循环”模式后，由于食品供给与非食品需求存在缺口，食品价格通胀与非食品价格通缩可能会出现。从外贸差额变化来看，过去25年，我国食品进出口总体上保持平衡，但近两年来开始出现逆差扩张，而非食品贸易自2004年起就已呈明显的顺差扩张（图6）。从粮食净进口占国内总产量比值看，我国稻谷产出基本能实现自给自足，而大豆消费则有赖于海外进口，因此国内粮油肉价波动，主要取决于国际大豆价格变化。在海外需求持续疲软、中美经贸相对脱钩等因素作用下，国内大循环更加注重“中国生产、中国消费”。以往通过外贸平抑国内供需与物价波动空间被压缩，食品供应偏紧会助推国内食品类CPI上涨，而非食品供过于求则压低非食品CPI，两者“剪刀差”将扩大，滞胀风险会上升。

图6：中美外贸顺差：食品与非食品

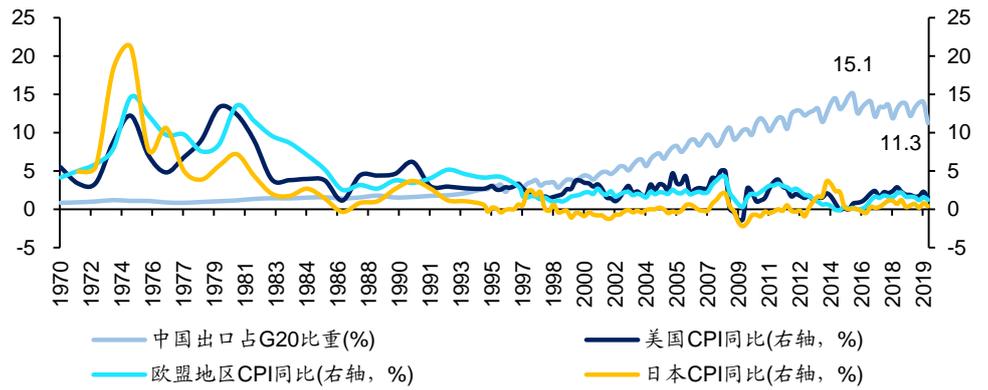


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

四是中国制造的成本红利逐渐消失，全球劳动力密集型产品的价格进入上行周期，推高全球基础性通胀水平。改革开放以来，随着我国经济融入世界的程度加深，中

国出口在G20中的份额持续提升，由上个世纪九十年代初期之前的不到1%增加至高峰时超过15%（图7）。自上个世纪七十年代以来，全球主要国家的消费者物价指数变动与中国出口市场份额高度相关。八十年代以后，中国制造凭借其专业化分工、规模化生产、高效化配送的模式为全球提供了海量廉价和低价商品，压低了美、欧、日等发达地区的消费价格。然而，随着中国经济发展，国内要素成本上升与产业转型升级下，一些中低端制造业向东南亚迁移，会加剧当地要素稀缺性，继而带动区域价格普遍上涨，抬升全球劳动力密集型工业品的价格水平。

图7：中国出口占G20比重与美欧日CPI



数据来源：联合国统计署，日本北海道大学，CEIC，广发证券发展研究中心

由此推断，下一个价格意外很可能是全球基础性通货膨胀，且具有明显的结构性特点。一是相较于中国，全球通胀上行的风险更大；二是供需紧平衡条件下，我国食品领域通胀上行风险大于非食品领域；三是金油价格收敛很可能导致油价上涨；四是中美脱钩与中国红利消失，或是构成全球“滞胀”的两大风险。

三、对大类资产配置的影响

一个价格意外频发的市场，具有高度不稳定性的特点。全球基础性通胀水平的抬升会有不确定性，实现的路径主要有以下三种可能性：（1）粮价上行带动；（2）石油价格上涨带动；（3）美元贬值带动。

未来价格意外还取决于一个重要因素，即全球经济基本面变化。最近美股连创新高，在“风险偏好改善”与“流动性宽裕”大背景下，“基本面恶化兑现”对资产估值的影响似乎已被市场遗忘。从近期大类资产表现来看，各期限美债收益率标准差均已回落至疫情发生前水平；而以美股、高收益企业债为代表的风险资产自4月中旬显著走强，与过往历次危机中“流动性紧张缓解后，基本面恶化兑现引发风险资产价格走弱”的情形截然相反，表明过量流动性已掩盖了市场对基本面恶化的担心，市场试图朝着“政策带动后疫情时期的经济复苏”这一方向定价。

问题是，如果全球经济复苏低于预期，宽松的流动性条件难以退出，全球价格或将有超预期表现。从当前各国抗疫进展来看，全球衰退的终点尚不明晰，且在总需求疲弱，新增长点匮乏的条件下，各国经济复苏力度与2008年金融危机后相比会更弱。“流动性泛滥+基本面弱修复”这一宏观组合可能催生新的价格意外，比如美

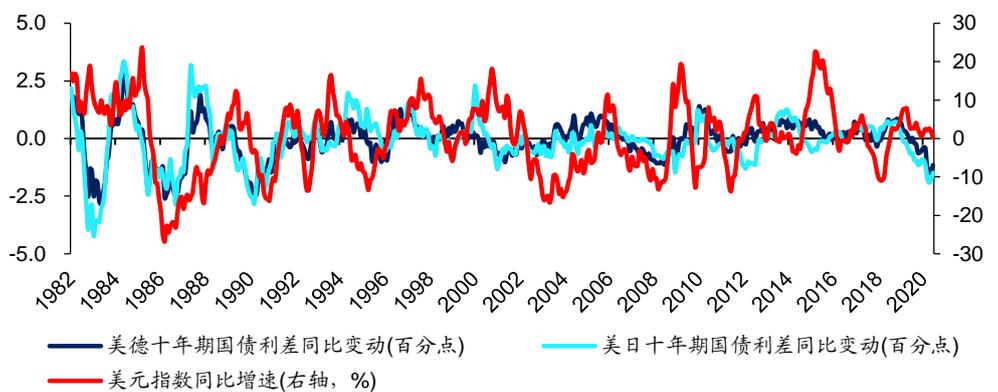
元超预期贬值、通胀超预期升高，以及美股二次回调等。

（一）美元贬值：人民币资产机遇

在可见的未来，美元表现很可能将受制于基本面与通胀的相对走势，经济复苏、美元走强是一种可能，美元“日元化”或“欧元化”的风险也不能排除；相对而言，人民币资产吸引力增加。

从无风险收益的相对变化来看，美债收益率降至历史低位，美德、美日利差缩窄，令美元贬值压力上升。所谓美元“日元化”与“欧元化”，是指日本和欧元区在实行长期“零利率”乃至“负利率”的极端宽松政策后，仍无法令经济增速与实体通胀回到合意增长区间；也就是说，单靠货币宽松政策刺激，并不能使总需求恢复并实现可持续增长，反而会带来货币贬值、资产泡沫化以及刺激政策难以有效退出等一系列新问题。如果美国经济未能找到新的增长点，美联储宽松政策释放的超额流动性会转为美元相对其他货币贬值的压力。

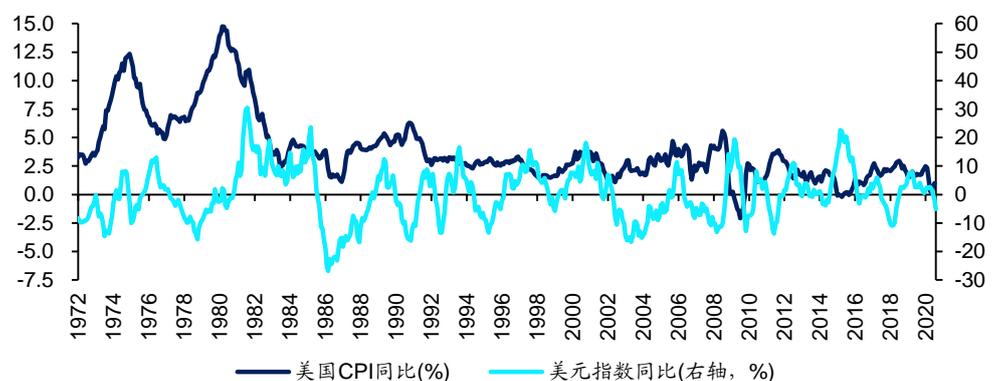
图8：美德利差同比、美日利差同比与美元指数同比变化



数据来源：CEIC, Wind, 广发证券发展研究中心

在大多数情况下，美国通缩施压美元，而美元的持续贬值又带动通胀上升。历史上看，美元贬值的底滞后于CPI底（图9）。最近一轮的美元贬值，主要反映了美国基本面弱但流动性宽松的基本格局，美元走弱很可能会维持到美国通缩压力释放之后。

图9：美国CPI同比与美元指数同比

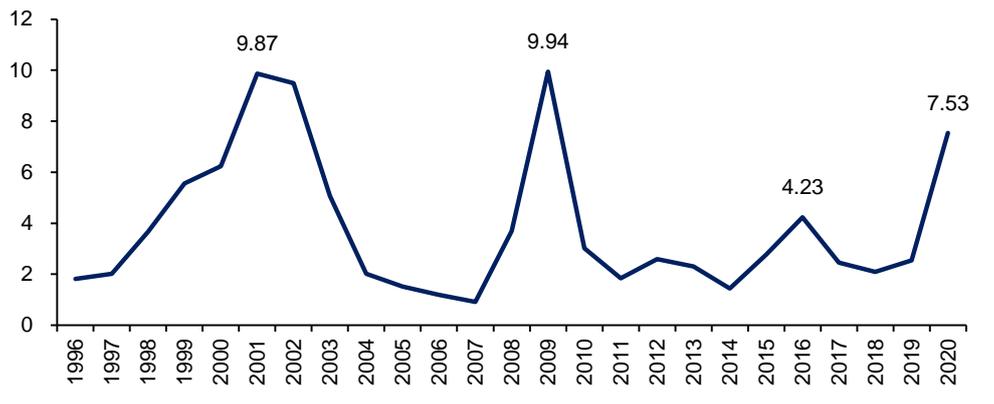


数据来源：CEIC, 广发证券发展研究中心

（二）债市风险：基本面恶化与通胀预期

基本面弱于预期和通胀强于预期，很可能是未来一年债券市场的两大风险。通胀预期强化与经济弱复苏会压制利率债价格，而信用债表现则可能受到企业违约风险集中暴露的影响。全球高收益债市场违约率已由去年底的2.5%快速飙升至7.5%以上（图10）。随着大批企业债于今年下半年至2023年间集中到期，债券市场违约风险仍在上升，这或诱使信用利差再次走阔。

图10：全球高收益债历年违约率（截至2020年7月30日，%）



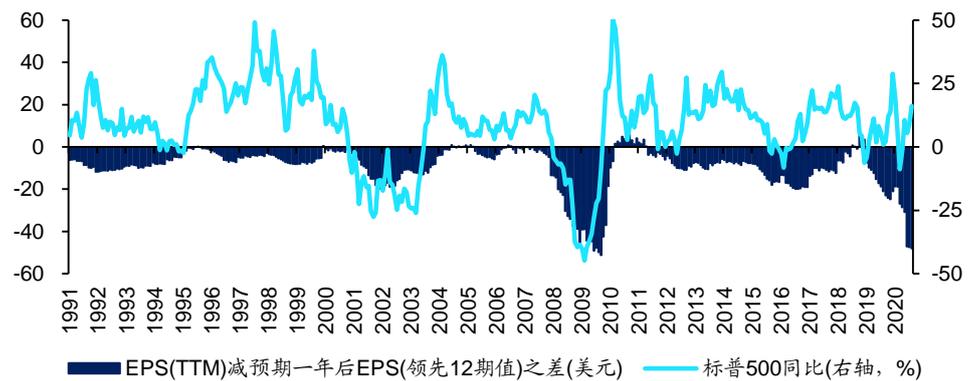
数据来源：Bloomberg, S&P Global Fixed Income Research, 广发证券发展研究中心

（三）股市风险：流动性支撑与基本面挑战

未来，股市仍有一定的支撑。当前美股所处的历史高位，与美国经济大幅衰退的现实之间，存在明显的矛盾。近期支撑美股反弹的有利因素主要来自两个方面，一是流动性极度宽裕，二是市场风险偏好较为积极。在周期资产疲弱、优质资产相对有限的情况下，疫情期间营收稳定性较高的科技股带领市场攀升。

然而，美股未来仍旧存在“二次探底”的风险。其一，盈利基本面或不如预期。疫情对上市企业利润的冲击将随着财报披露而逐步显性化，市场有可能会持续下调盈利预期，对美股估值将产生不利影响。从标普500当前EPS（TTM）与12个月前的预期未来一年后EPS之差来看，两者缺口近期明显放大，表明美股实际利润水平已远低于市场预期，在美国经济重启尚不充分的情况下，“盈利意外”可能将成为引发美股回调的风险之一（图11）。

图11: 标普500预期盈利与实际差值VS.股指同比走势



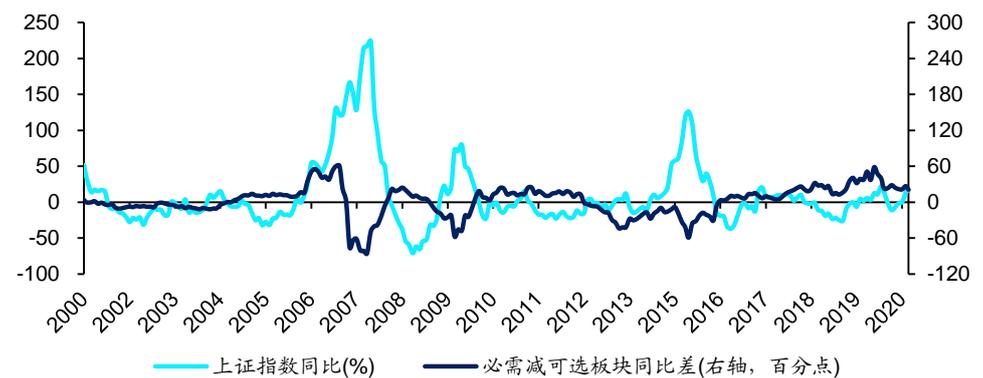
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

其二, 低利率、高金油比和弱美元也令美股累积回调风险。低利率对美股估值有边际支撑, 但从历史上看, 低利率对于美股更多的是风险而非提升估值的机会, 其背后的原因是低利率通常叠加弱基本面, 而利率上行通常是经济强势复苏的结果。

相对而言, 从长期因素看, A股将获得支撑, 其表现或好于美股。这些因素包括:

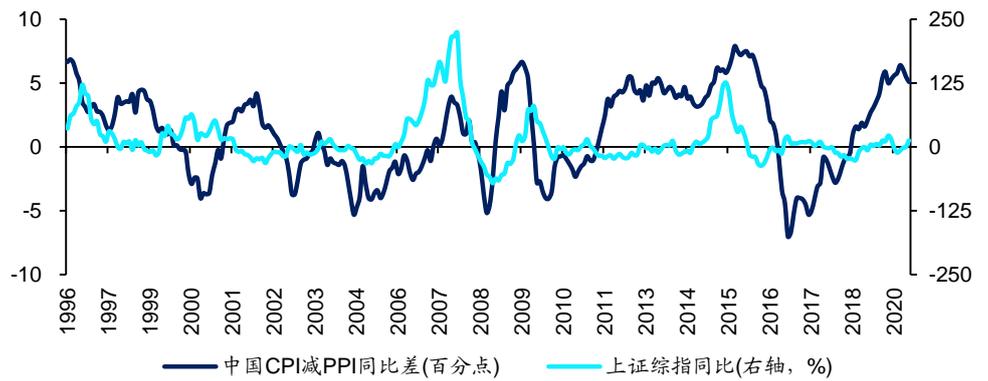
- (1) 美元贬值, 人民币资产吸引力提高;
- (2) 市场风险偏好支持。从板块相对表现来看, 我国股市必需消费与可选消费板块的同比增速差自去年三季度起开始持续缩窄, 显示我国股市已逐步消化前期“中美贸易战”与近期“新冠疫情”带来的不利冲击, 风险偏好开始回升(图12)。
- (3) 现有通胀结构有利于上市公司盈利改善。从价格基本面看, 我国供需两端通胀差尚处于历史高位, 企业盈利改善将提升A股估值(图13)。

图12: 必需消费与可选消费相对回报与上证综指同比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图13: 中国供需端通胀差与上证综指同比



数据来源: CEIC, 广发证券发展研究中心

(四) 行业偏好

从自上而下的角度看大宗商品领域, 除非各主要经济体极端宽松的货币政策能因经济复苏, 或央行自律而及时退出, 否则, 区域性粮价上涨、金油比收敛驱动下的油价上涨, 以及黄金价格持续上涨均有可能出现, 甚至不排除将来还会有其他超预期的价格调整。在3-5年的时间内, 考虑到中美摩擦等结构性因素, 上述主要大宗商品价格或已进入上升通道。

从行业表现来看, 股市各板块分化仍将持续, 趋势性行业仍有可能跑赢周期性行业。趋势性行业通常包括消费、生物医药、科技、非银金融等, 基础性通胀上升总体利好消费行业; 在出现价格意外的市场中, 投资者追逐确定性的意愿更为强烈, 更愿意付出较高的确定性溢价。当然, 趋势性行业中也会有分化, 比如就消费而言, 我们更加偏好“必需中的可选消费”和“可选中的必需消费”。受复苏预期差和风险偏好调整的影响, 周期性行业或将交易性机会为主, 也可能存在一些结构性机会, 比如周期性行业的进口替代。另外, 房地产业具有一定的防通胀特性, 是基础通胀升高的受益者, 但与房地产有关的投资应关注政策性风险。

四、风险提示

美国经济修复进度快于预期、美联储宽松政策退出早于预期、国内房地产政策变化超预期。

广发首席经济学家研究小组

沈明高：广发证券首席经济学家，美国斯坦福大学经济系博士，曾任花旗银行（中国）有限公司首席经济学家、经济与市场研究部总监，《财经》杂志首席经济学家，花旗环球金融亚洲有限公司董事总经理、中国研究主管和大中华区首席经济学家，财新智库首席经济学家，莫尼塔研究董事长，2017年6月加盟广发证券。

欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师。

蔡俊韬：新加坡国立大学金融工程专业硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。