

中信证券研究部

核心观点



明明

首席债券分析师
S1010517100001



章立聪

固定收益分析师
S1010514110002



余经纬

固定收益分析师
S1010517070005

从去年 11 月份至今,美国的新屋和成屋销量一路下滑,反映房地产市场需求不振,而成屋库存的下降表现出企业的补库存意愿并不强烈。房地产市场逆风加大了人们对经济下行的担忧,推动了避险情绪的升温,促使美债期限利差压缩。展望未来,我们认为我国利率仍有下行空间,考虑到明年存在降息可能,我们对 10 年期国债收益率的区间判断是 3.0%-3.4%之间。

■ **美国房地产特征:** 美国房地产行业增加值同比增速和 GDP 同比增速周期一直保持同步。美国房地产行业增加值占 GDP 的比重基本在 10%以上,其对实际 GDP 的拉动绝大部分时候是正向作用。美国房地产投资额一直在私人投资总额中占比较高,一度达到 35.35%;此比重在金融危机后处于较低水平,近年来逐步回升。美国房地产行业的高附加值使得其与制造业有较强联动性,美国 PMI 曲线和房地产投资基本呈现相同的变化趋势。然而金融危机之前房地产过热也一定程度上抽离了制造业的投资,2008 年之后房地产投资占比的骤降给制造业带来了发展的空间,随着房地产业增速跌至零,房地产业的投机性需求消失。制造业自 2009 年开始,增长率开始迅速爬升,而经济复苏之后,近年来房地产业与制造业再度呈现相同走势。房地产市场的运行通常与信贷市场的运行高度相关,二者彼此强化,并通过资产价格的顺周期效应放大经济和金融波动,成为“助涨助跌”和引发系统性风险的重要来源。本世纪初美国信贷市场上的低利率加上流动性过剩,直接导致美国房地产等资产价格的过热。金融危机爆发之后,银行的不良贷款率陡增,一度升至 5%;同时 OFHEO 房价指数同比增速长期处于负数。

■ **美国房地产行业自上世纪八十年代以来的变化:** 从新建房屋销售量、房屋开工量以及 OCED 实际房价指数来看,20 世纪 80 年代至今美国经历了两个相对较为完整的房地产周期。第二轮周期中货币政策同时扮演了导火索与救世主的角色。危机后出台的《巴塞尔协议 III》直接对商业银行的杠杆率进行了限制。目前,政府部门的杠杆率远高于金融危机前的水平,非金融企业部门与金融危机前的杠杆率持平;居民杠杆率目前只有 77.3%,远低于 2008 年的 98%。目前的联邦基金利率大致和 2008 年 4 月的利率持平,而抵押贷款利率较 2008 年的抵押贷款利率水平低 1.5%左右。此外通过观察 NAHB 指数,我们发现 NAHB 指数大概领先货币政策两年左右,据此判断美联储或将在 2019 年下半年达到加息顶点。

■ **从房地产形势展望美国经济:** 从去年 11 月份至今美国的新屋和成屋销量一路下滑,房地产需求不振。目前美国经济增长放缓、美联储多次加息对经济造成一定的不利影响,抵押贷款利率的上行和高房价导致房地产需求疲软,加大了市场对经济下行的担忧,推动了避险情绪的升温,因此美股承压,同时美债期限利差收缩。虽然短端利差倒挂,但是在美国经济增长放缓、美联储加息接近顶点情况下,短端利差倒挂不足为虑。综上所述,我们认为我国利率仍有下行空间,考虑到中国央行明年存在降息可能,我们对 10 年期国债收益率的区间判断是 3.0%-3.4%之间。

目录

美国房地产行业特征	1
1980 年以来的金融危机中，房地产行业发生了哪些变化？	4
美国房地产与经济展望.....	7

插图目录

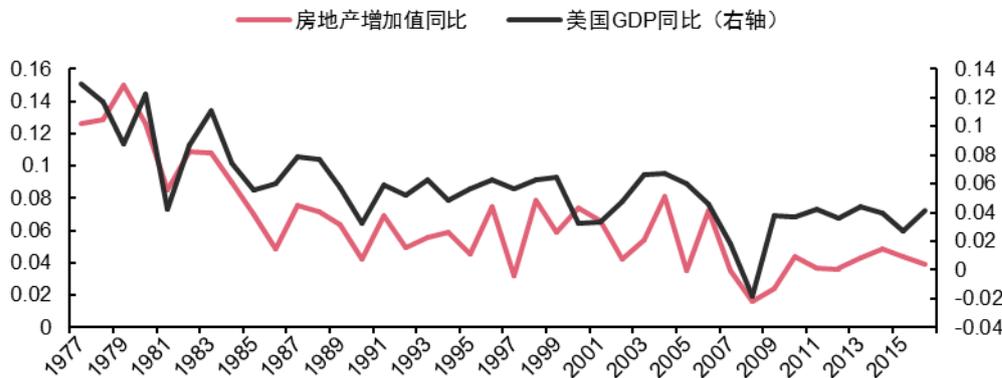
图 1：美国房地产增加值同比增速和 GDP 同比增速.....	1
图 2：美国房地产对 GDP 的推动及增加值所占比重.....	2
图 3：美国房地产投资额与总投资额及占比.....	2
图 4：美国房地产投资额占比与 PMI.....	3
图 5：美国 OFHEO 房价指数同比与银行不良贷款率	3
图 6：美国 OFHEO 房价指数同比与适龄人口比例.....	4
图 7：新建房屋销售量、房屋开工量以及 OCED 实际房价指数变化	5
图 8：NAHB 与联邦基金利率	5
图 9：NAHB 与平移之后的联邦基金利率	6
图 10：美国抵押贷款利率	6
图 11：各杠杆率和 OFHEO 指数	7
图 12：新屋销量及成屋销量	7
图 13：新屋待售及成屋库存	8

虽然 2018 年以来美国经济增长相对较快，但是从房地产等行业来看预计美国经济将在明年面临下行风险。近期长端债券收益率回落有一定短期扰动因素，但也确实会使得美联储变得更加鸽派。投资者情绪在修复后又快速趋于避险、原油价格大幅下跌是导致长端回落的两个因素，但是全球增长动能减弱的预期是重要原因。在通胀没有明显压力的情况下，预计美联储虽然 12 月份仍会加息，但明年加息步调会放缓。在全球增长动能减弱的背景下，美国房地产行业近期的多项数据出现下滑，而美国房地产行业又与投资、居民消费等息息相关，因此本篇报告旨在通过分析美国房地产行业判断美国经济的前景。

美国房地产行业特征

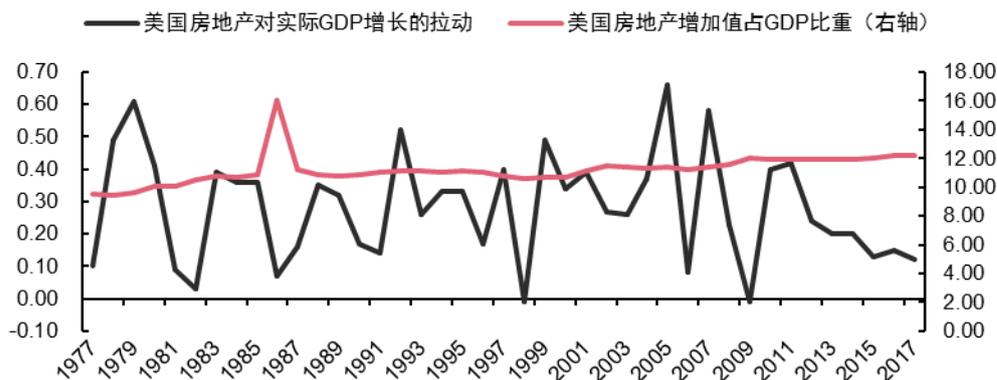
美国房地产与 GDP 的关系：房地产行业的高固定投资、高关联、高产业比重以及高 GDP 贡献，决定了房地产行业在国民经济中的重要地位。高杠杆率使得投资者热衷于房地产投资，并在高风险中寻找高回报。同时，房地产以其较高的附加值为各类行业的发展和国家的税收增加创造了良好条件。土地出让收入也是国家财政收入的重要来源。美国房地产行业增加值同比增速和 GDP 同比增速周期一直保持同步，且二者均在 2008 年到达最低点之后回升。目前房地产增加值同比依旧处于一个较低水平，而 GDP 同比已经回到 2007 年的水平。从图 2 可以看出，美国房地产行业增加值占 GDP 的比重基本在 10% 以上，而房地产绝大部分时候对实际 GDP 的拉动是正向作用，对国民经济的发展起到了很大的推动作用。

图 1：美国房地产增加值同比增速和 GDP 同比增速（%，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

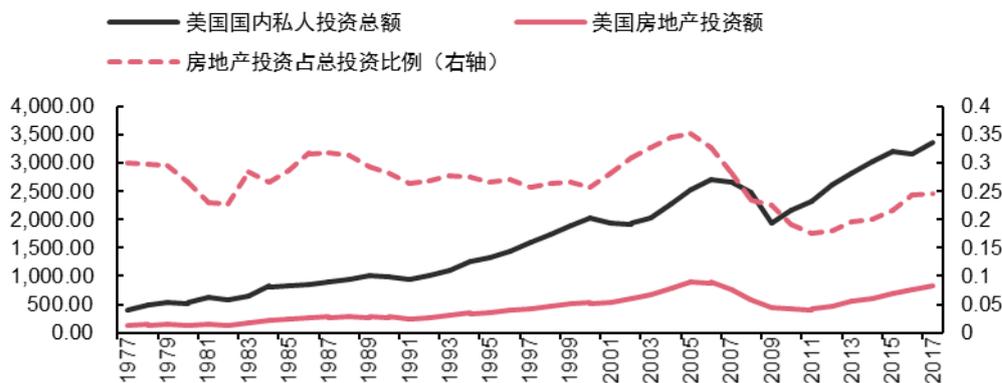
图2：美国房地产对 GDP 的推动及增加值所占比重（%， %）



资料来源：Wind，中信证券研究部

美国房地产与投资的关系：房地产投资额一直在私人投资总额中占有较高比重，一度达到 35.35%。房地产投资是固定资产投资的重要组成部分，它需要动员大量的社会资源（包括资金、土地、物质材料、劳动力、技术、信息等资源），才可能使投资效益得到实现。美国房地产投资额与私人投资总额大体呈现相同的变化趋势，其在私人投资中的占比在金融危机后处于较低水平，近年来逐步回升。

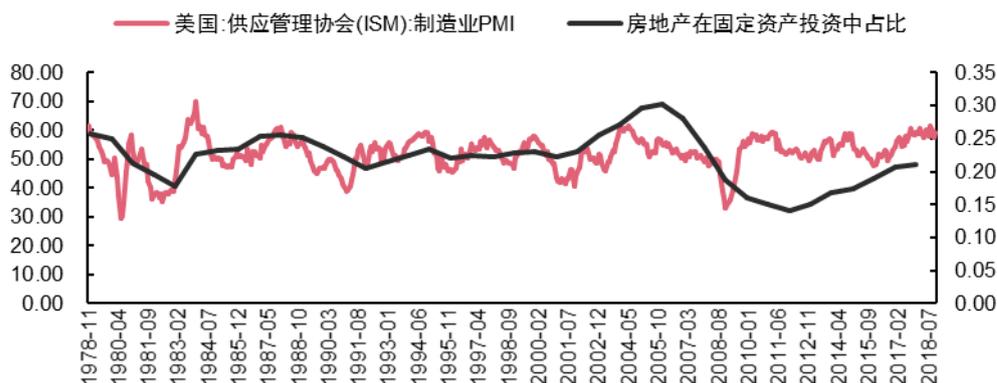
图3：美国房地产投资额与总投资额及占比（十亿美元， %）



资料来源：Wind，中信证券研究部

美国房地产与制造业的关系：房地产行业与制造业有较强联动性。一般情况下，房地产行业与原材料消耗型及物质加工型产业的关联大，能明显地促进非金属矿物制造业、化学工业、机械工业等行业的发展，从而形成对制造业发展的促进作用，因此房地产前景的扰动将会影响经济增长。图4中 PMI 曲线和房地产投资基本呈现相同的变化趋势，然而金融危机之前房地产过热在一定程度上抽离了制造业的投资，因此 2008 年之后房地产投资占比的骤降给制造业带来了发展的空间，随着房地产业增速跌至零，房地产业的投机性需求消失。制造业自 2009 年开始，增速开始迅速爬升；而经济复苏之后，近年来房地产业与制造业再度呈现相同走势。

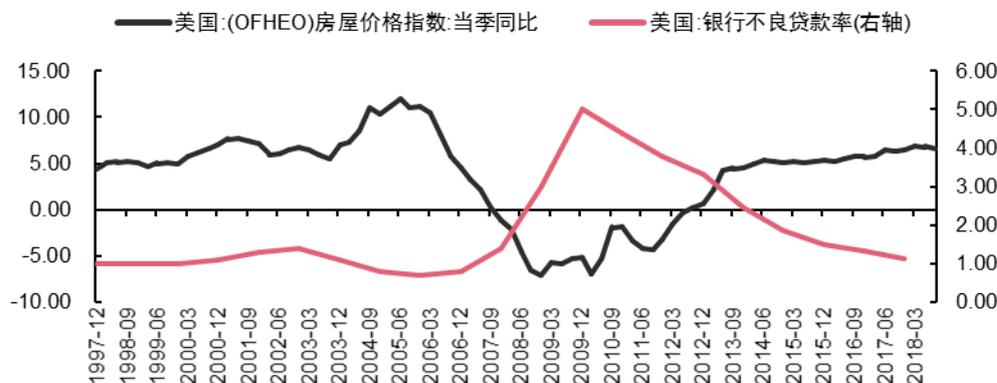
图 4: 美国房地产投资额占比与 PMI (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

美国房地产与信贷的关系: 房地产市场的运行通常与信贷市场的运行高度相关, 二者彼此强化, 并通过资产价格的顺周期效应放大经济和金融波动, 成为“助涨助跌”和引发系统性风险的重要来源。特别是, 当资产价格上涨超过了贷款抵押率能承受的范围时, 由于进一步的资产价格上涨缺乏新增信贷资金的支持, 资产价格泡沫随之达到了破灭的临界条件。此时任何一个微小的外部冲击都能导致资产价格泡沫的瞬间破裂, 并对经济和金融体系的稳定性造成严重冲击。本世纪初美国信贷市场上的低利率加上流动性过剩, 直接推动了美国房地产等资产价格的过热, 形成了购房者对住宅价格持续上升的预期, 进而导致住房贷款需求增加, 住房贷款需求增加又进一步刺激了住房价格上升, 房地产市场呈现一派繁荣景象。由于优质按揭贷款市场已经趋于饱和, 发放次级按揭贷款的机构就开始转向低等级客户, 次级抵押贷款市场因而迅速发展, 房屋价格和房屋信用泡沫逐渐变大, 导致美国住房供应市场迅速饱和。此时, 美联储发现了泡沫问题并连续十七次加息, 因此贷款违约率迅速上升, 次级按揭贷款的价值也因其高杠杆比率的影响而急速下降, 最终金融危机爆发。危机爆发之后, 银行的不良贷款率陡升, 一度升至 5%。同时, 房价暴跌, OFHEO 房价指数 (美国联邦住宅供给机构监察办公室发布的季度房价指数) 同比增速长期为负。由此可见房地产市场与信贷市场之间的关系十分密切。

图 5: 美国 OFHEO 房价指数同比与银行不良贷款率 (% , %)

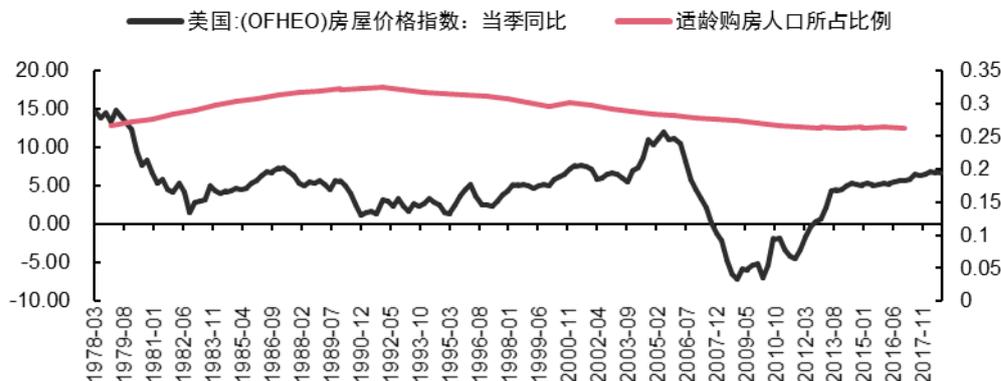


资料来源: Wind, 中信证券研究部

美国房地产与人口的关系: 适龄购房人口占比与房地产行业的周期相关性不大。进入

21 世纪以来，美国适龄购房人口（25 岁-44 岁）占比呈现缓慢下滑的态势，从图 5 我们可以看出，人口结构对房屋价格的影响并不大，房地产行业的兴衰更取决于宏观经济条件。

图 6：美国 OFHEO 房价指数同比与适龄人口比例

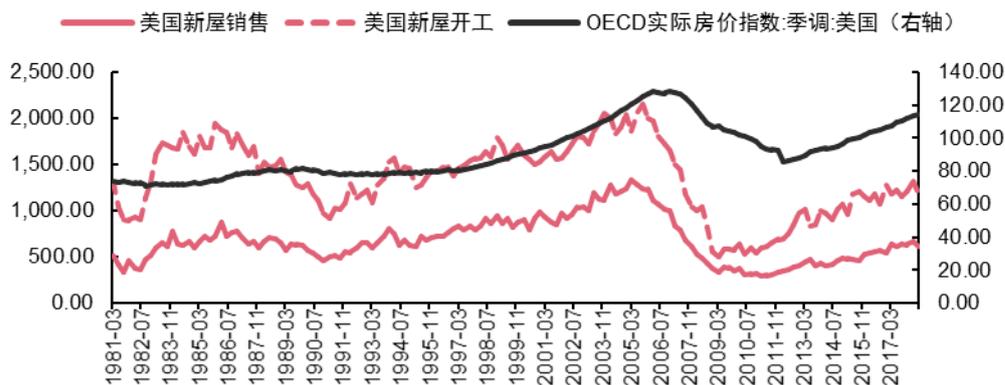


资料来源：Wind，中信证券研究部

1980 年以来的金融危机中，房地产行业发生了哪些变化？

两轮周期：20 世纪 80 年代至今美国经历了两个相对较为完整的房地产周期：从新建房屋销售量、房屋开工量以及 OCED 实际房价指数来看，第一轮房地产周期开始于 1982 年，1982 年-1986 年逐渐步入繁荣阶段并在 1986 年新屋销售量和房屋开工量达到峰值，房价也不断上涨，在 1989 年达到峰值。进入 90 年代后，房价上行空间不断缩小，市场交易量迅速萎缩，房屋动工数量也出现锐减，房地产市场进入衰退阶段，本轮周期基本结束。第二轮房地产周期开始于 1993 年-1994 年，美国房地产市场走出萧条进入恢复发展期。20 世纪末至本世纪初，美国房地产交易量显著增加，价格也不断上涨。2004 年第 3 季度至 2006 年第 1 季度房地产价格季度涨幅维持在 10% 以上，房屋投资显著增加，房地产市场再次进入繁荣扩张期。直至 2007 年，次贷危机爆发，房地产交易量与价格显著下行，房屋开工量迅速缩减，本轮周期的衰退阶段来临。此后新屋销售量一蹶不振，近年来稍有抬升；房屋开工量虽有起色，但并没有回到 20 世纪初的水平，而是一直缓慢上升，2017 年第二季度后基本回复到 2007 年底的水平；而房屋价格指数则经过 4 年下跌后在 2012 年第四季度开始迅速升温，而 OCED 房屋价格指数的值目前已经达到 2008 年第一季度的水平。

图 7: 新建房屋销售量、房屋开工量以及 OECD 实际房价指数变化 (千套, 千套, %)

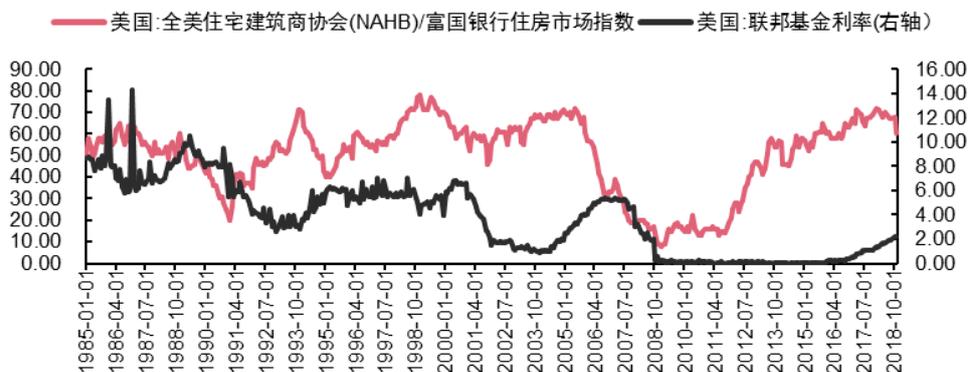


资料来源: Wind, 中信证券研究部

货币政策：货币政策的两面性——导火索与救世主。在房地产的第二轮周期开始发展不久即本世纪初时，为了应对“互联网泡沫”破裂可能引发的经济衰退风险，2001 年 1 月至 2003 年 6 月，美联储连续 13 次下调联邦基金利率，从 6.5% 调降至 1% 的历史最低水平，而且在该水平停留了一年之久。低利率促使美国民众将储蓄用来投资资产及银行过多发放贷款，这直接导致美国房地产泡沫的持续膨胀。然而，当货币政策连续收紧时，房地产泡沫开始破灭，低信用阶层的违约率首先上升，由此引发的违约狂潮开始席卷金融市场，NAHB 指数一路急跌。而金融危机爆发后，美国再次动用其货币手段，通过扩大基础货币供给持续实施量化宽松政策，NAHB 指数持续走高。2015 年之后次贷危机的影响基本消退，于是美联储不断地加息。由于 NAHB 指数是领先性指标，因此从整个利率与 NAHB 指数的走势来看，我们发现：**NAHB 指数大概领先货币政策两年左右**。2004 年 6 月美联储开始停止降息并调升利率，相对应的，2002 年上半年开始，NAHB 指数开始一路震荡上行。2007 年 11 月 30 日美联储释放流动性以遏制金融危机，相对应的，2005 年 10 月，NAHB 指数已经开始一路急跌。**为了使得结论更直观，我们将联邦基金利率曲线左移大概两年，在图 9 中，我们发现两曲线趋势十分吻合！**据此，我们找出 NAHB 近期高点为 2017 年 8 月，因此判断美联储将在 2019 年下半年度达到加息顶点。

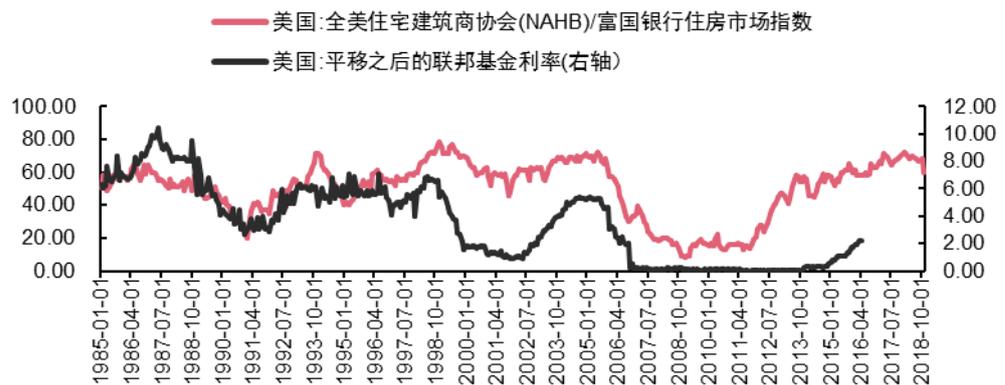
此外，目前联邦基金利率大致和 2008 年 4 月的利率持平，而抵押贷款利率较 2008 年的抵押贷款利率水平低 1.5% 左右。

图 8: NAHB 与联邦基金利率 (%)



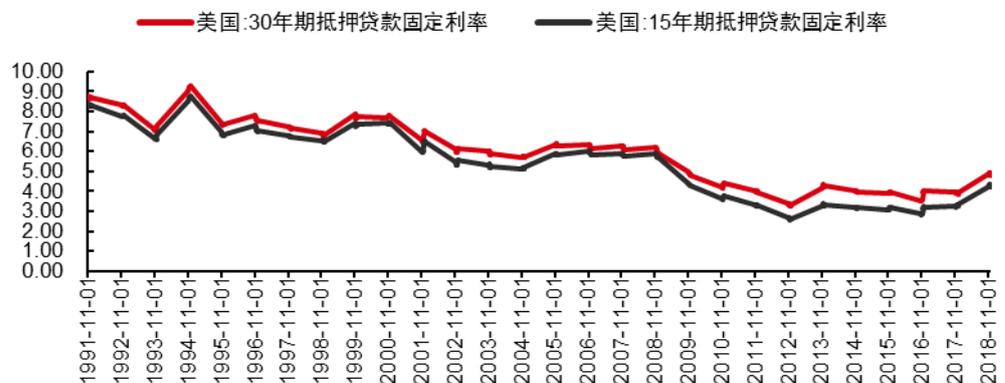
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 9: NAHB 与平移之后的联邦基金利率 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 10: 美国抵押贷款利率 (%)

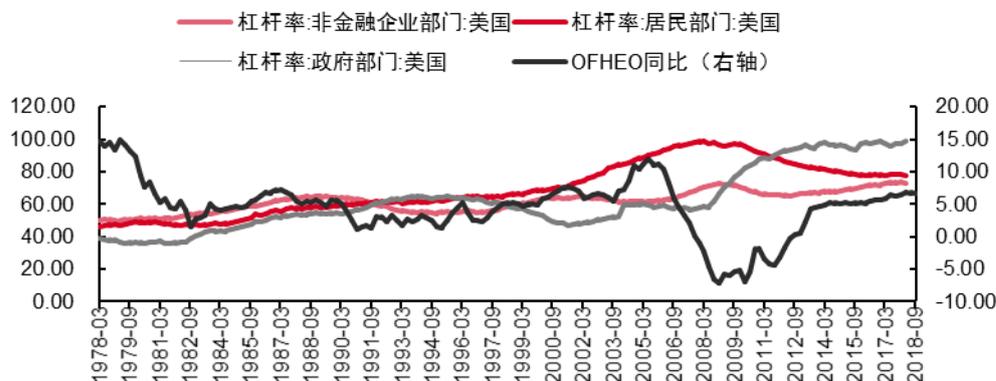


资料来源: Wind, 中信证券研究部

杠杆率:美国次债危机的发生令监管层意识到高杠杆是商业银行风险的集中体现,仅仅用资本充足率来约束商业银行自有资本的监管措施会导致其过度增加低风险资产的持有,从而导致杠杆率的大幅上升。然而,资产风险的高低往往带有主观色彩,且对同一资产在不同经济背景下的风险判断往往是不同的,并会随着经济条件的变化而发生变化,甚至发生逆转性的变化。例如,在次债危机发生前,由于美国房地产市场景气,房屋抵押贷款被视为低风险资产,导致美国商业银行过度持有该类资产,此时商业银行杠杆率虽然很高但依然满足资本充足率的监管要求。之后,随着房地产市场的下滑导致大量抵押贷款无法收回,最终引发银行危机。此时,房屋抵押贷款被认为是高风险资产。这个事件让监管层认识到,资本充足率监管不足以保持金融稳定,必须引入对商业银行杠杆率加以约束的针对性监管措施。为此,危机后出台的《巴塞尔协议 III》把杠杆率作为金融监管中仅次于资本充足率的第二大监管指标,通过该指标直接对商业银行的杠杆水平进行了限制,提高了商业银行的自有资本比重。从图中我们可以发现,居民杠杆率和非金融企业部门杠杆率在 2008 年到达顶点之后逐渐下滑,而政府部门的杠杆率在迅速提高后企稳,主要是由于金融危机后美国政府通过财政政策救市:2008 年 10 月美国财政部实施了高达 2500 亿美元的金融业注资计划;2009 年 3 月美国财政部再次投入 750 亿~1 000 亿美元资金,用于购买金融机构的不良资产。目前,政府部门的杠杆率远高于金融危机前的水平,而非金融企业部门杠杆率在 2013 年之后缓慢上升,目前的 72% 基本与金融危机前的杠杆率持平。此外,居民杠杆率目前只有

77.3%,远低于 2008 年的 98%。

图 11: 各杠杆率和 OFHEO 指数 (%)

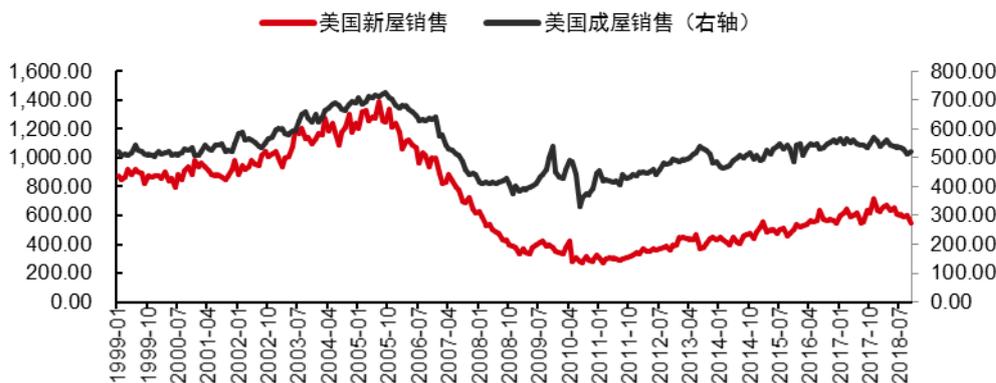


资料来源: Wind, 中信证券研究部

美国房地产与经济展望

房屋销售情况: 新屋销量增速超成屋, 二者销量今年全年下行。2008 年之后新屋销量跌至谷底并持续低迷, 直到 2011 年才渐有起色并持续缓慢上升, 并在 2017 年 11 月份达到峰值 712 千套。成屋销量则早在 2010 年便开始回暖, 此后便逐年上行, 但上行趋势不及新屋, 且同样在去年 11 月时达到峰值 572 万套。然而, 在二者达到峰值之后, 在之后的时间便一路下行, 且下半年以来下行趋势较为明显。如今年 10 月份新屋销量均值为 544 千套, 环比下行 8.88%, 同比下行 11.97%; 而 10 月份成屋为 522 万套, 同比下行 5.09%。营建许可在 2018 年 4 月达到金融危机复苏以来的高点后也转为下降, 反映出需求端不振也导致供给端开始乏力。

图 12: 新屋销量及成屋销量 (千套, 万套)

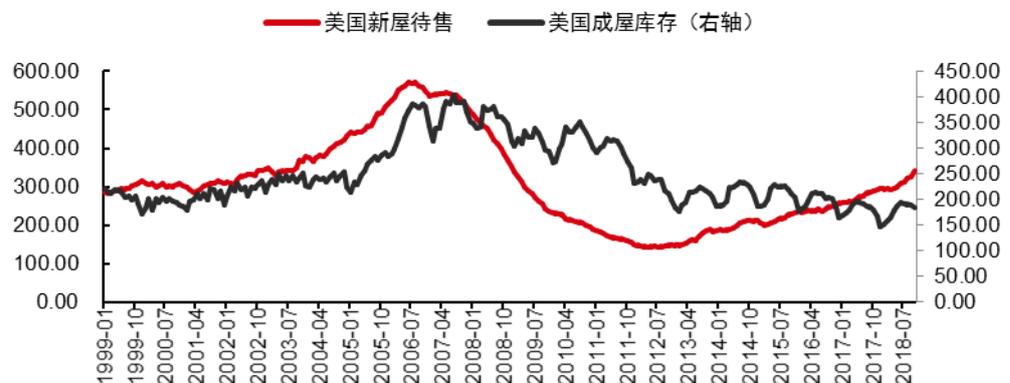


资料来源: Wind, 中信证券研究部

房屋库存情况: 新屋待售显著上行, 成屋库存震荡下行。新屋存量在 2012 年开始随着经济复苏不断上升, 但是今年的月均值 308.5 仍旧显著低于 2007 年的 531.25; 而成屋库存则不断下行, 以至于今年的月均成屋库存量为金融危机后的最低水平, 成屋供给不足问题成为限制销量增长、推高房价的重要原因, 也是购房人群从成屋市场转向新屋市场的

主要原因。

图 13: 新屋待售及成屋库存 (千套, 万套)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

从房地产形势展望美国经济: 从去年 11 月份至今, 美国的新屋和成屋销量一路下滑, 房地产需求不振。反观 2008 年之前的数据, 新屋销量和成屋销量在 2006 年 2 月开始不断下跌, 与现状类似。销售数据的下行反映房地产市场需求不振, 而成屋库存的下降表现出企业的补库存意愿并不强烈。

由于房地产行业的高固定资产投资、高关联、高产业比重以及高 GDP 贡献决定了其在国民经济中的重要地位, 房地产市场的下行, 预计将会对经济整体造成不利影响。目前美国经济放缓, 美联储多次加息对经济造成一定的不利影响, 抵押贷款利率的上行和高房价导致房地产需求疲软, 加大了市场对经济下行的担忧, 预计地产相关企业的盈利状况在明年有恶化的压力, 因此美股承压。同时, 美债期限利差收缩, 反映出市场对经济前景的担忧, 部分投资者资金从股市转入债市。虽然中美国债的短端利差倒挂, 但是在美国经济增长放缓、美联储加息接近顶点情况下, 我们认为中美国债的短端利差倒挂不足为虑。**综上所述, 我们认为我国利率仍有下行空间, 考虑到明年存在降息可能, 我们对我国 10 年期国债收益率的区间判断是 3.0%-3.4%之间。**

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。