

专题报告

2012 年 3 月 28 日

M2 月度预测方法探讨以及 2012 年走势预测

相关研究

《从减法到加法——2012 年春季宏观报告(PPT)》
2012 年 3 月 22 日

《2012 年财政政策的力度将强于去年——2012 年政府预算报告解读》
2012 年 3 月 8 日

《底在哪里，路在何方？——对 2012 年经济、美元和货币政策的基本判断》
2012 年 2 月 16 日

《卖地收入与地方政府的财政收入——财政专题系列报告之五》
2012 年 2 月 9 日

《外汇占款、新增贷款、财政存款与 M2——“热钱”专题研究第五篇》
2011 年 12 月 23 日

《FDI 中的“热钱”研究——“热钱”专题研究第四篇》
2011 年 12 月 8 日

《重回十二五——2012 年中国经济报告》
2011 年 11 月 22 日

证券分析师

李慧勇 A0230203100029

lihy@swsresearch.com

孟祥娟 A0230511090004

mengxj@swsresearch.com

研究支持

徐有俊

xuyj@swsresearch.com

张承启

zhangcq@swsresearch.com

联系人

陈果

(8621)23297818-7336

chenguo@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621) 23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

结论或者投资建议：

- 在前期年度 M2 研究的基础上，本篇报告进一步对 M2 月度预测方法进行探讨，并对 2012 年月度 M2 走势进行预测。综合考虑历史趋势法、报表法、以及货币乘数法的结果，我们认为全年 M2 增长 13%-14%，月度 M2 增长率走势将呈现前低后高的走势，3 月、6 月和 12 月 M2 增长率相对较低。

原因及逻辑：

- 第一种方法从历史数据出发，通过寻找 M2 自身规律来预测今年的大致趋势。历史数据的趋势表明，今年 M2 月度增速大致在 3 月份达到最低的约 12.8%，接着在 6 月份再次略有下降，此后整个下半年将会由于去年基数的影响，增速开始回升。今年年末，M2 增速约为 13.9%。
- 第二种方法从金融机构报表出发，依据勾稽关系，推导出 M2 的等价表达式，然后综合我们对信贷、财政存款和外汇占款的预测，2012 年 M2 增速呈现前低后高的走势，3 月、6 月、12 月增速较低，年末 M2 增速为 13.3%。
- 第三种办法从货币银行学经典的货币乘数公式出发，分别对全年基础货币和货币乘数做出判断，最后综合获得 M2 增速。上半年 M2 增速维持较低位置，到 4 月份达到最低值约 13.1%，下半年后增速也开始回升，年底时增速回落到 14.3%左右。
- 三种方法见仁见智——假设前提不同、预测逻辑各异，预测结果最终受到的外生因素影响的来源亦不尽一致，因此三种方法孰优孰劣不易评判，就方法本身的对比来看，不同方法各有其优势和不足之处：第一种方法，基于历史的规律来预测未来，可以较好的把握 M2 增速本身固有的规律，但是却没有将 2012 年特有的新情况新形势纳入预测框架之中；第二种方法，利用报表勾稽关系，从 M2 的约等式出发预测，揭示了未来影响 M2 的最主要的几大因素，但是局限在于对于这些因素之外的其他因素的影响有所忽略。第三种方法从基础货币和货币乘数出发，一步一步预测最终的结果，逻辑性最为严密，但是不足之处在于预测链条拉得很长，预测误差在这个链条上面不断累积叠加，导致最终结果的预测误差较大。
- 综合考虑历史趋势法、报表法、以及货币乘数法的结果，我们认为全年 M2 增长 13%-14%，月度 M2 增长率走势将呈现前低后高的走势，3 月、6 月和 12 月 M2 增长率相对较低。

目 录

1、从历史规律看M2 未来增速.....	3
2、基于报表法预测M2 的增速.....	5
3. 基于货币乘数视角看M2 未来增速.....	10
4. 各种方法的比较	16

图表目录:

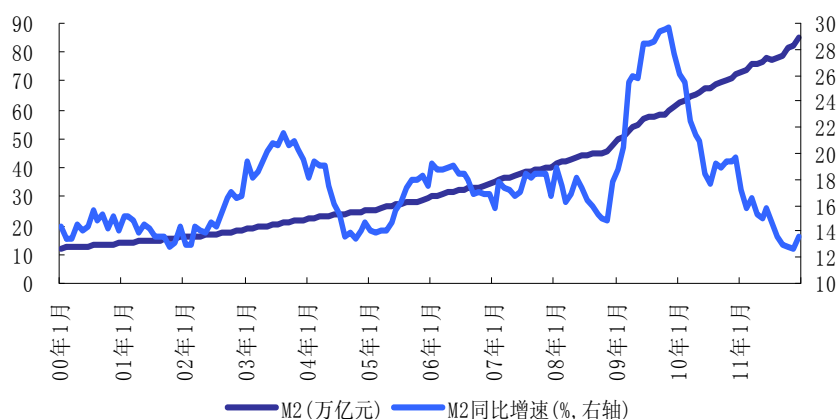
图 1: 2000 年后 M2 增速波动性增大.....	3
图 2: M2 显示出明显的季节性.....	4
图 3: 基于历史数据的预测	4
图 4: 2012 年月度信贷投放预测 (亿元)	5
图 5: 财政存款新增量与财政收支差额基本一致 (十亿元)	6
图 6: 2012 年月度财政收入预测 (亿元)	6
图 7: 2012 年月度财政支出预测 (亿元)	7
图 8: 2012 年月度财政差额预测 (亿元)	7
图 9: 2012 年月度贸易顺差预测.....	8
图 10: 2012 年 FDI 预测值.....	8
图 11: 2012 年热钱流入规模明显下降.....	9
图 12: 2012 年月度热钱预测值.....	9
图 13: 2012 年月度新增外汇占款预测值.....	9
图 14: 2012 年月度 M2 增速预测.....	10
图 15: 2012 年月度基础货币预测.....	11
图 16: 2000 年后货币乘数的变化.....	11
图 17: 货币乘数反映货币政策 (存准) 松紧, 但关系较松散.....	13
图 18: 现金漏损率和超额准备金率历史走势	14
图 19: 基于模型预测的未来 12 月货币乘数	15
图 20: 货币乘数法预测未来 12 月 M2.....	16
表 1: 货币乘数计量回归结果.....	15

2012年，国际国内经济形势更加复杂，通胀压力缓解和经济增速放慢使得央行在稳健货币政策基础上相机抉择，预调微调。经济形势和政策的不确定性使得预测今年月份维度上M2流动性水平是一件非常困难的事情。我们试图通过几个不同的角度，尝试对全年月度M2增速作出初步判断。

1、从历史规律看M2未来增速

“历史总是惊人地相似”，从历史发展我们可以窥探到未来的趋向。2000年以来，M2增速波动性在增大，同时也呈现出一定规律性。

图 1：2000 年后 M2 增速波动性增大

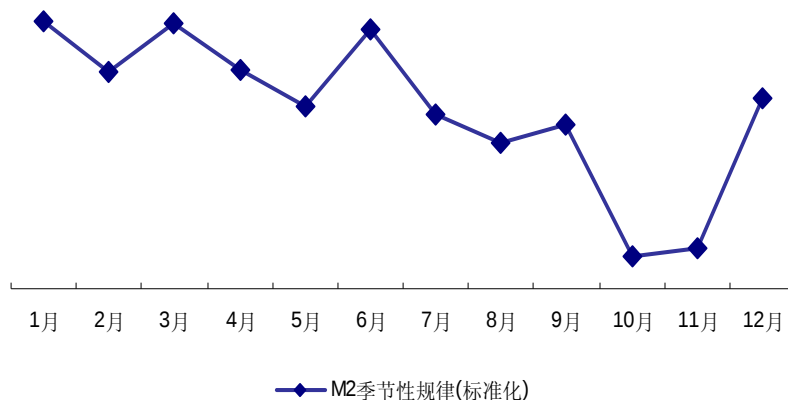


资料来源：CEIC，申万研究

2000 到 2003 年之间，同比增速维持在 14%到 15%窄幅波动，2003 年到 04 年期间，入世促进了国际贸易的发展，外汇储备上升，货币被动增发，M2 增速提高，但央行随即采用多种手段抑制流动性，同比增速因基数原因出现短期性下降，此后由于外汇持续流入，增速回升到 16%-18%的区间水平。次贷危机影响与 2008 年上半年紧缩的货币政策导致 M2 增速再次回落，但随后的政策转向，一度导致 M2 增速跃升到接近 30%，流动性泛滥的后果就是进入 10 年后，通胀高企，货币政策开始紧缩，当前 M2 增速不断下行正是对 09 年货币扩张的回归。

趋势上未来 M2 的走势与历史息息相关，高增速阶段后往往伴随均值回归的过程，另外，从历史上年内月度的走势来看，M2 体现出显著的季节性，我们利用季节调整的方法从 M2 中分离出月度季节性部分如下图所示：

图 2: M2 显示出明显的季节性

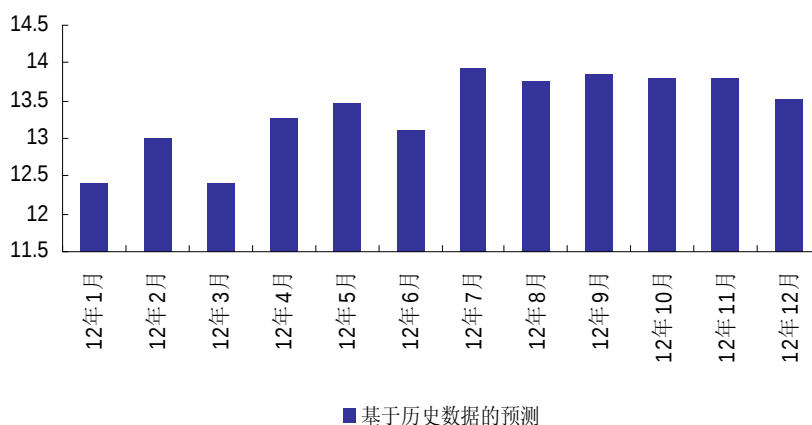


资料来源: CEIC, 申万研究

因此我们利用历史数据回归得到M2 的季节性ARIMA模型, 同时综合考虑到2012 年货币增速减缓、中枢下降的因素, 可以得到各个月份相对准确的M2 的存量数据, 利用这些存量数据, 综合去年 10 月份M2 统计口径调整的影响, 可以计算得到未来 12 个月内M2 同比数据的大致走势。¹

历史数据的趋势表明(如图 3 所示), 今年 M2 月度增速将大致在 3 月份达到最低的值约 12.8%, 接着在 6 月份再次略有下降, 此后整个下半年将会由于去年基数的影响, 增速开始回升。今年年末, M2 增速约为 13.9%。

图 3: 基于历史数据的预测



资料来源: CEIC, 申万研究

¹ 需要特别指出的是, M2 存量数据的季节性特征只是用来预测 M2 的月度存量数据, 计算得到的 M2 同比数据是没有季节性的。今年月度 M2 同比数据的走势是 M2 预测数据作同比计算得到的结果, 而不是因为历史上的月度特征体现出季节性。

基于历史数据的方法的优势在于它能自动地从过去的走势找出规律，但是不足之处在于无法将未来一年内的新情况、新变化放入其中，因此，我们试图引入未来情况的变化，从分析外生决定因素的角度来预测 M2 的走向。

一种方法是从金融机构报表出发，依据勾稽关系，推导出 M2 的等价表达式，获取 M2 变动影响最大的关键性指标，然后依据我们对这些指标的判断，推导 M2 未来的走向；第二种方法是从货币乘数出发，依据我们对未来基础货币和货币乘数的判断，综合得到对 M2 的判断。

2、基于报表法预测 M2 的增速

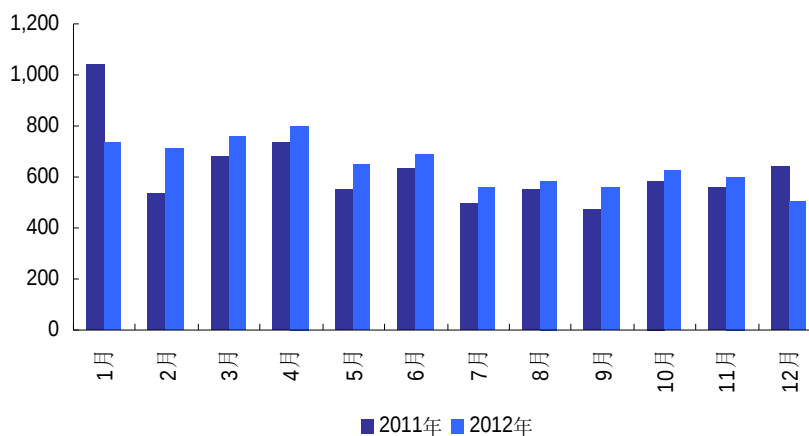
我们在《财政存款变动影响储备货币和 M2-财政系列报告之二》以及《外汇占款、贷款和财政存款影响 M2》中，根据金融机构信贷收支表推出以下公式：

$$\Delta M2 \approx \Delta \text{贷款} + \Delta \text{外汇占款} - \Delta \text{财政存款}$$

我们可以通过预测每月的贷款新增量、外汇占款新增量和财政存款新增量，预测每月的 M2 增速。

首先是月度新增贷款预测。按照 2012 年新增贷款 8 万亿，季度投放 3:3:2:2 的节奏，月度新增贷款预测如下图所示。

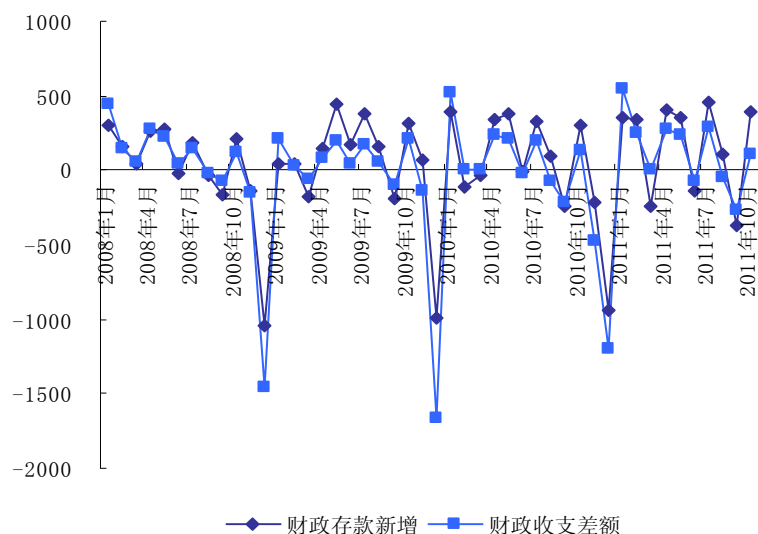
图 4：2012 年月度信贷投放预测（亿元）



资料来源：财政部，CEIC，申万研究

其次是财政存款的预测。在《财政存款变动影响储备货币和 M2-财政系列报告之二》中，曾明确指出财政存款的新增量与财政收支差额基本一致，因此我们需要预测每月的财政收入和财政支出规模。

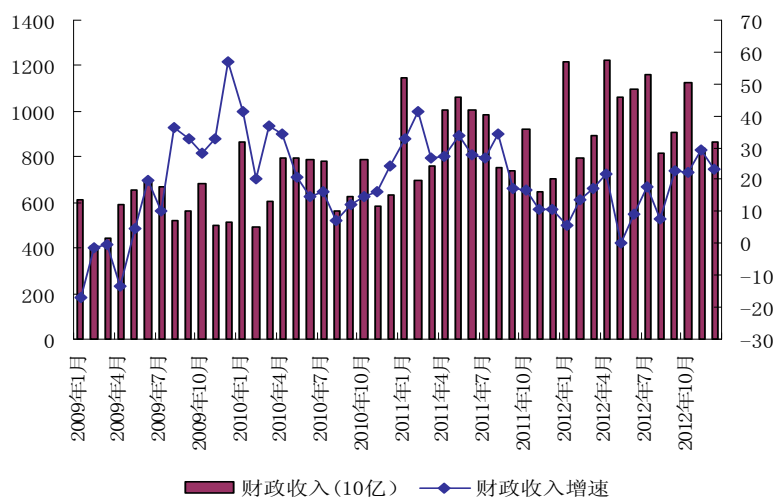
图 5：财政存款新增量与财政收支差额基本一致（十亿元）



资料来源：财政部，CEIC，申万研究

财政收入的预测主要通过名义 GDP 增速预测，我们预计 2012 年实际 GDP 增速为 8.6%，通胀为 2.6%，则 2012 年 GDP 名义增速为 11.2%，预测财政收入增速为 15%，财政收入总量约为 12 万亿，根据财政收入的季节性规律，预测 2012 年每月的财政收入规模及同比增速。

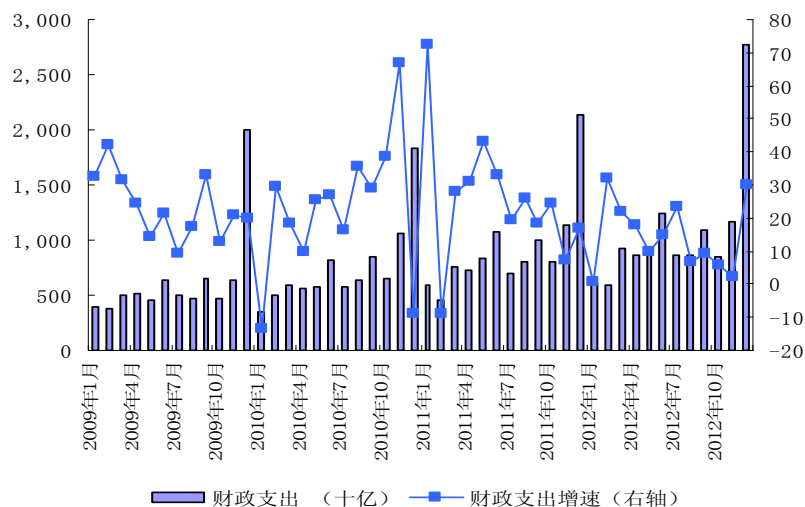
图 6：2012 年月度财政收入预测（亿元）



资料来源：财政部，CEIC，申万研究

以财政收入状况预测 2012 年财政支出增速为 15.4%，财政支出规模为 12.7 万亿，根据财政支持的季节性规律，预测 2012 年每月的财政支出规模。

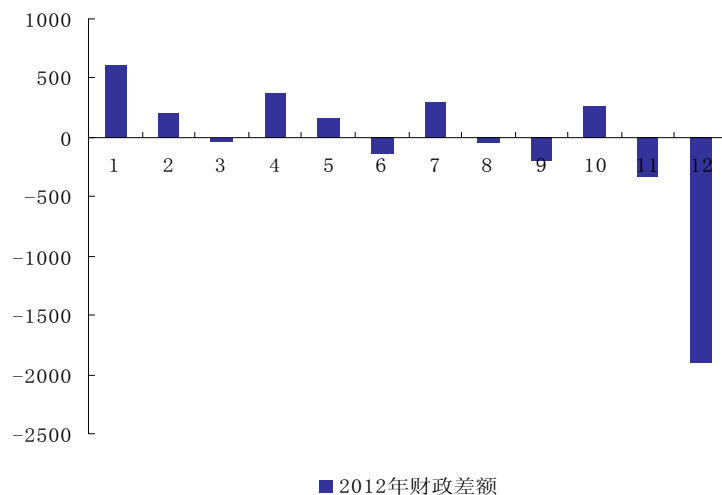
图 7：2012 年月度财政支出预测（亿元）



资料来源：财政部，CEIC，申万研究

按照预测的财政收入和财政支出月度规模，可以预测每月的财政收支差额。

图 8：2012 年月度财政差额预测（亿元）



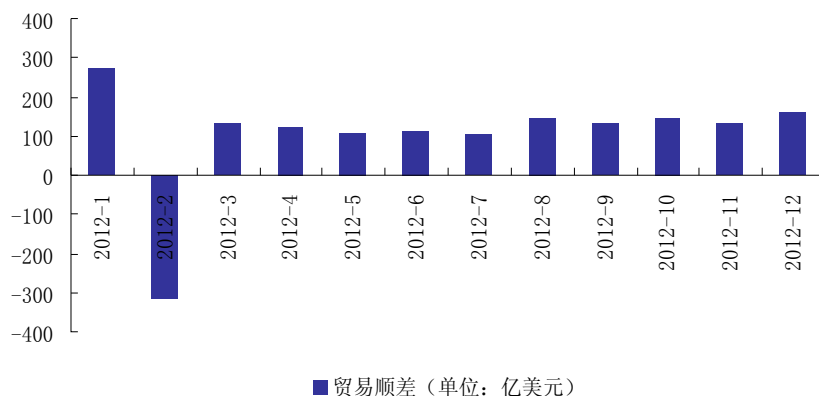
资料来源：财政部，CEIC，申万研究

最后预测 2012 年外汇占款新增量。外汇占款包括贸易顺差、FDI 和跨境热钱。我们通过预测这三部分金额，预测 2012 年的外汇占款量。

2012 年贸易顺差预计为 1250 亿美元。2012 年受债务危机拖累，外围经济增长弱于 2011 年，预计我国出口增速将回落至 13.5%，根据我们对世界经济的

预测，全球经济增长将呈现上半年下滑，下半年企稳的走势，我国整体出口增速也将呈现该走势。进口方面，受国内需求疲弱拖累，2012 年进口增速预计为 16.5%。根据我们对经济运作状况的判断，在出口、地产和政策的综合带动下，3-4 季度经济将企稳回升，下半年进口增速也将有所改善。根据对出口和进口的判断，2012 年月度贸易顺差如下图所示。

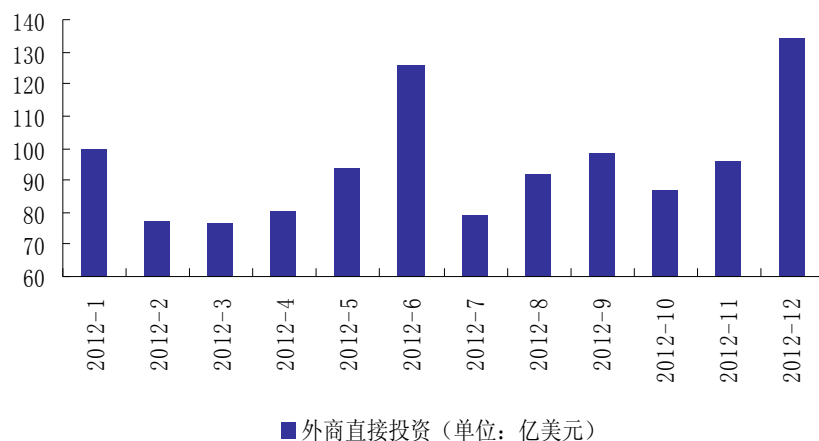
图 9：2012 年月度贸易顺差预测



资料来源：CEIC，申万研究

2012 年 FDI 预计为 1140 亿美元，考虑到 2012 年外围经济弱于 2011 年，并且上半年是到期债务的高峰期，外资流入将呈现增速低于 2011 年，并且绝对量前低后高的走势。

图 10：2012 年月度 FDI 预测值

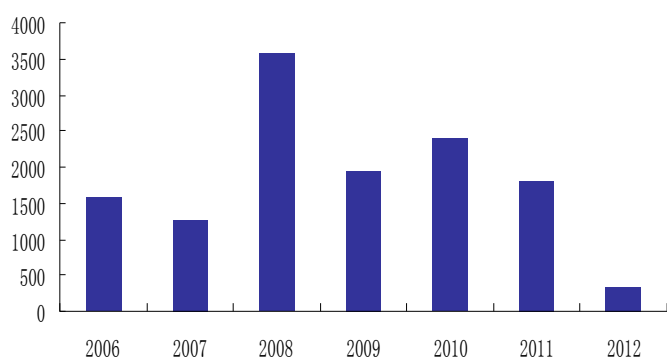


资料来源：CEIC，申万研究

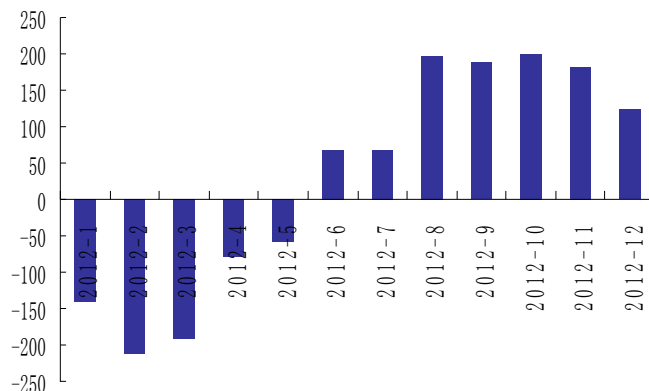
2012 年跨境热钱流入预计为 350 亿美元。热钱的流动受经济局势影响明显，同样考虑到上半年是到期债务的高峰期，恐面临再危机状况，热钱流入将呈现上半年少，下半年多的格局。

图 11：2012 年热钱流入规模明显下降

图 12：2012 年月度跨境资金预测值



■ 历年跨境资金流动 (单位：亿美元)



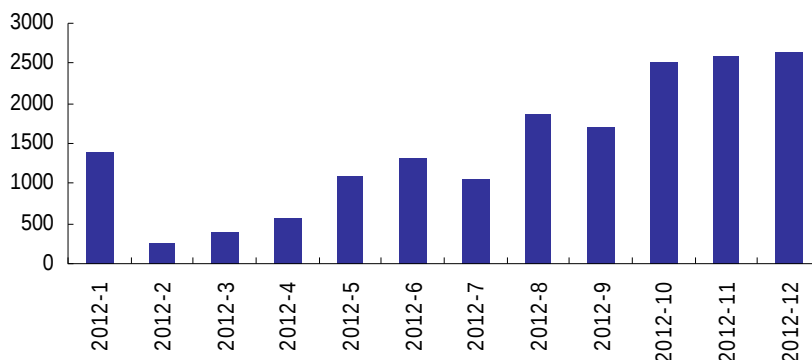
■ 跨境资金流动规模 (单位：亿美元)

资料来源：CEIC，申万研究

资料来源：CEIC，申万研究

结合以上对贸易顺差、FDI 和跨境资金流动的预测，预计 2012 年新增外汇占款为 1.8 万亿元左右，呈现前低后高的走势。

图 13：2012 年月度新增外汇占款预测值

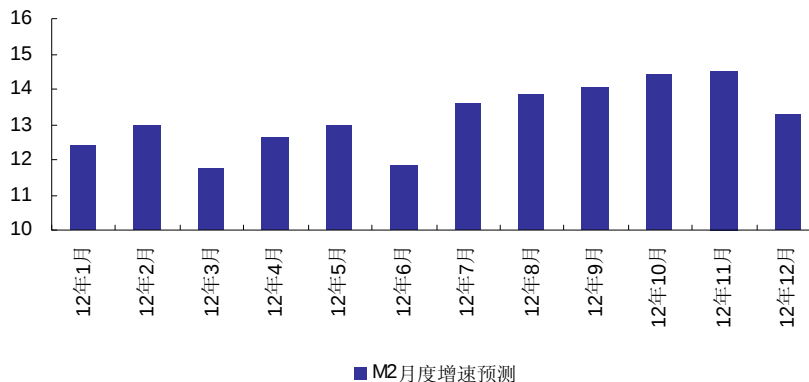


■ 外汇占款预测

资料来源：CEIC，申万研究

最后，综合我们对信贷、财政存款和外汇占款的预测，2012 年 M2 增速如下图所示，月度间走势比较平稳，M2 增速为 13.3%。

图 14: 2012 年月度 M2 增速预测



资料来源：CEIC，申万研究

3. 基于货币乘数视角看M2 未来增速

央行放出基础货币，商业银行通过吸收存款、发放贷款的方式创造出广义货币。1994 年，我国开始进行基础货币的统计，基础货币=金融机构库存现金+流通中现金+金融机构准备金存款+金融机构特种存款+邮政储蓄转存款+机关团体在人民币行的存款。2002 年，央行调整货币当局资产负债表，自此，基础货币就基本等同于“储备货币”口径。

货币创造过程的信用扩张程度用货币乘数来衡量。在公式里面，货币乘数被定义为广义货币供应量与基础货币的比例：

$$\text{货币乘数} = \frac{\text{广义货币}}{\text{基础货币}}$$

此处我们主要考虑 M2 货币乘数问题。由 M2 和基础货币的定义公式：M2=流通中现金+单位活期存款+居民储蓄存款+单位定期存款+其他；基础货币=M0+法定准备金+超额准备金。

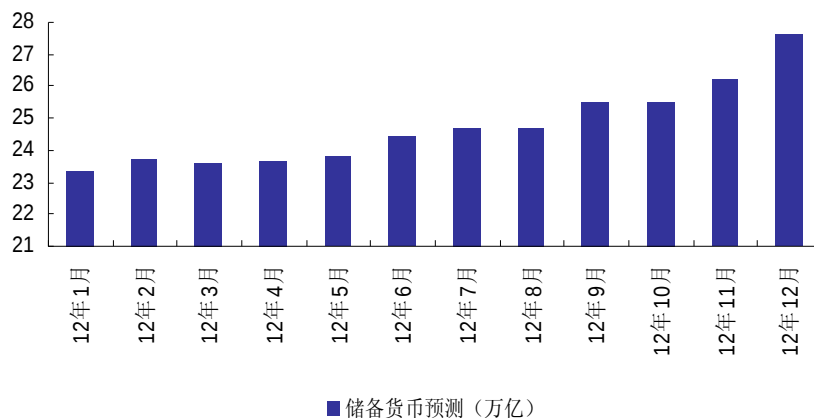
由货币乘数公式，我们得到广义货币=基础货币*货币乘数。因此，要利用货币乘数公式来预测广义货币，需要先预测基础货币和货币乘数。

基础货币预测：由货币当局资产负债表出发，剔除掉变动较小的其他负债和其他资产，我们可以得到

$$\Delta \text{储备货币} \approx \Delta \text{外汇} - \Delta \text{发行债券} - \Delta \text{政府存款}$$

由于公开市场操作主要是一种适应性操作，并没有强外生性，无法作为对未来预测的依据，因此我们利用历史上它与其它几个量的关系，获得其规律，然后基于上一章节中外汇变化和财政存款的变化，从而得到基础货币的预测。

图 15：2012 年月度基础货币预测



资料来源：申万研究

货币乘数的回归与预测相对而言非常困难，从数据来看，它既有趋势性，又有规律的波动性和无规律的波动性。

图 16：2000 年后货币乘数的变化



资料来源：CEIC, 申万研究

从波动来看，货币乘数在年内的波动幅度比较大，在 2002 年到 2006 年的体现出了较明显的季节性，主要的表现是在每年年底，货币乘数都处于一个谷底。从趋势来看，2000 年到 2002 年底，货币乘数相对比较稳定，在 4 附近小幅波动。从 2003 年开始，一直到 2006 年底，货币乘数缓慢上升，中枢从 4

上升到 4.5 左右，这个阶段我国经济处于不断上升的周期，由此货币乘数也随之上升；到 2007 年，货币乘数突然下降，进入 2008 年后，由于国际经济的影响，我国进入衰退的周期，货币乘数也开始进入历史底部，截至 2008 年 12 月，货币乘数下降到 2000 年以来最低值 3.67，导致最低值的原因是年底季节性因素和这个时间段内乘数下降趋势二者的叠加。此后货币乘数进入一个快速上升期，仅仅用了 5 个月就恢复到 4.5 的水平。2010 年下半年开始，货币乘数开始下降，一直持续接近半年后才稳定在 4 附近，开始了又一次在历史底部徘徊。总体而言，货币乘数与经济周期有比较密切的关系，周期处于上升阶段，经济活力增加，乘数会逐渐上升；而周期进入下行阶段后，经济活力减弱，乘数也会由此而下降。

我们从货币乘数本身的机理出发，试图找到能够刻画货币乘数变化规律的方法。

由货币乘数公式和广义货币、基础货币定义，我们可以得到如下公式：

$$\begin{aligned} \text{M2 乘数} &= \frac{\text{M0} + \text{单位活期存款} + \text{定期存款} + \text{其他}}{\text{货币发行} + \text{法定准备金} + \text{超额准备金}} \\ &= \frac{\text{现金漏损率} + 1}{\text{现金漏损率} + \text{法定准备金率} + \text{超额准备金率}} \end{aligned}$$

其中第二步推导是在分子和分母部分分别除以 M2-货币发行得到。依据公式：货币发行=M0+其他存款性机构库存现金，这一步推导在分子部分引入一个上偏的误差是其他存款性机构库存现金。不过，库存现金数量很少，一般都在 4000-5000 亿元附近徘徊，只占 82 万亿元 M2 的千分之五到千分之六左右，因此误差的影响可以忽略不计。

另外，这里近似地用 M2-M0 作为法定存款准备金率缴存范围，实际上二者也存在一定的差异。在 2011 年 9 月前，保险存款需要缴纳法定准备金，但不计入 M2；保证金存款不需要上交准备金却计入 M2。从 2011 年 9 月起，央行将保证金存款纳入存款准备金交存范围；从 2011 年 10 月起，央行在 M2 旧口径基础上新加入“住房公积金存款”和“非存款类金融机构同业存款”，其中住房公积金存款和除保险存款之外的非存款机构同业存款均不需要缴存准备金。因此，须缴存准备金存款=M2(11 年 10 月后口径)-M0-证券公司客户保证金-住房公积金存款-除保险存款外的非存款性金融机构同业存款=M2(11 年 10 月前口径)-M0-证券公司客户保证金+保险存款。由于数据可获得性限制，以及这些差异项目相对缴存范围的差异不是太大，此处暂时忽略这些误差的影响。

由货币乘数的公式可以看出，当法定准备金率上升，货币乘数将下降，但是从历史数据来看，二者之间并不是完全一一对应的关系。

图 17：货币乘数反映货币政策（存准）松紧，但关系较松散



资料来源：CEIC, 申万研究

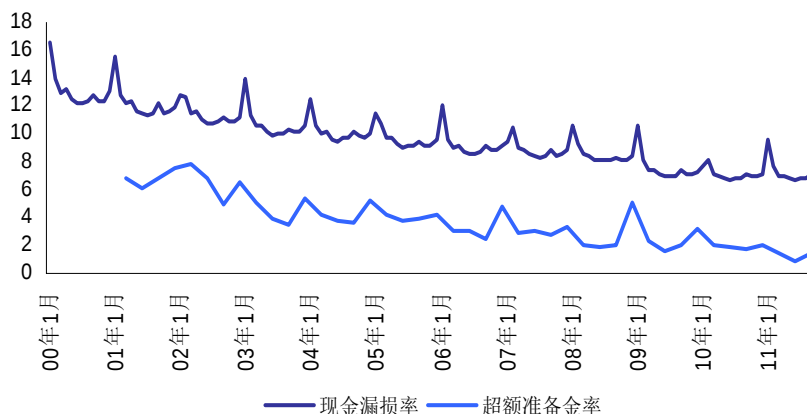
我们不能将货币乘数的变化完全归咎于调整法定存款准备金率。一方面，法定准备金率调整频率比货币乘数变动的频率要低很多，在2006年以前，存准调的频率很低（仅调两次，共上调1.5个百分点），但货币乘数一直缓慢上升；另一方面，存准变动以后也不意味着货币乘数一定发生变化，例如2010年多次提高存准，但是货币乘数下降很不明显。

为什么单独从货币政策不能很好地把握货币乘数的变动呢？决定货币乘数的两个部分：基础货币和广义货币，其中基础货币基本上可以由央行完全决定，广义货币则是货币供给与货币需求的综合体，既有央行的决定性作用，又有经济体反馈性作用。体现在货币乘数上，就是货币乘数的外生性因素和内生性因素。

法定准备金率是货币乘数的外生性因素，因为它完全由央行来决定；而现金漏损率和超额准备金率则由居民和银行系统反馈性规定。

现金漏损率主要决定于家庭持有现金的动力大小，超额准备金率则主要体现了商业银行流动性管理的能力。

图 18：现金漏损率和超额准备金率历史走势



资料来源：CEIC, 申万研究

综合上述分析，我们在构建货币乘数(mm)计量模型时需要考虑到如下的四大因素：

- 一、政策性因素，即法定存款准备金率(RRR)。 RRR 上升，银行体系贷款规模收缩，货币创造能力减弱，从而导致货币乘数下降。
- 二、季节性因素，主要由于现金漏损率存在显著的季节性，以及超额准备金率中或多或少的一些季节性因素，因此需要将此因素包含在内。加入季节性因素的方式有很多中，此处我们采用一种比较简便的方法，直接添加滞后12期的货币乘数变量($mm(-12)$)。
- 三、居民持有现金机会成本。此处利用存款利率作为持有现金的边际成本。
- 四、银行持有超额准备金的成本，可以用贷款利率与超额准备金利率的利差来表示银行超额准备金的机会成本，利差越高，持有超额准备金机会成本越高，超储的数量就越低。

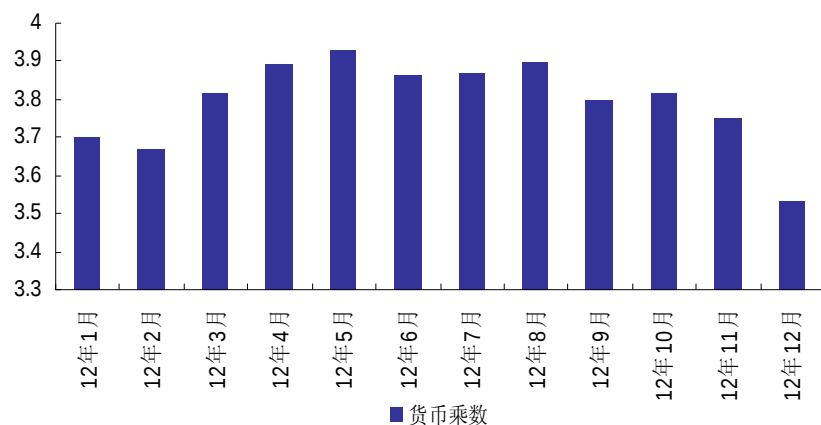
表 1：货币乘数计量回归结果

Dependent Variable: LOG(乘数)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
截距	0.137839	0.081274	1.695975	0.0934
LOG(乘数(-1))	0.639628	0.067152	9.525086	0
LOG(乘数(-12))	0.091514	0.060553	1.511293	0.1343
LOG(存准)	-0.050216	0.015627	-3.213524	0.0018
LOG(存款利率)	-0.194667	0.050378	-3.864124	0.0002
LOG(贷款利率-准备金利率)	0.211392	0.069077	3.06023	0.0029
R-squared	0.898367	Mean dependent var		1.476837
Adjusted R-squared	0.892592	S. D. dependent var		0.090038
S.E. of regression	0.029508	Akaike info criterion		-4.146588
Sum squared residual	0.076625	Schwarz criterion		-3.98425
Log likelihood	200.8896	Hannan-Quinn criter.		-4.081015
F-statistic	155.5716	Durbin-Watson stat		1.950092
Prob(F-statistic)	0			

资料来源：申万研究

基于预期未来全年存准下调四次，集中下调时期在上半年的前提假设，同时假定利率不变，我们可以获得对未来 12 个月货币乘数的预测结果。

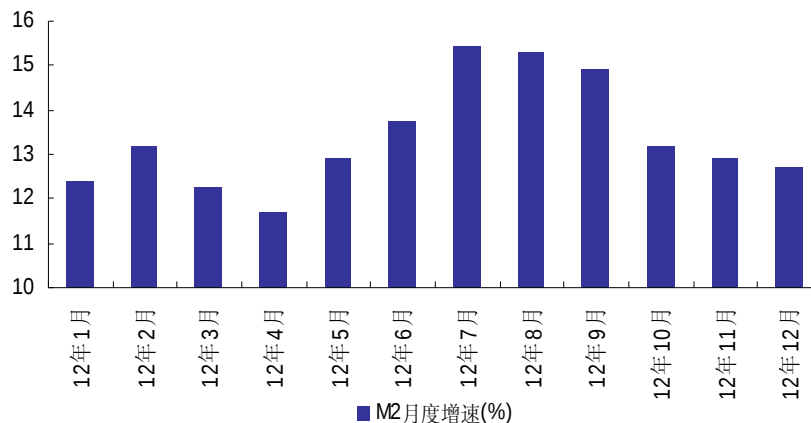
图 19：基于模型预测的未来 12 月货币乘数



资料来源：申万研究

综合上述的基础货币和货币乘数的结果，再控制住 M2 总量数据因为口径变化导致的不可比因素，我们最后就可以得到 M2 的增速数据：

图 20：货币乘数法预测未来 12 月 M2



资料来源：申万研究

由于外汇占款流入处于低位以及货币乘数较低的缘故，上半年 M2 增速维持较低位置，到 4 月份达到最低值约 11.7%，下半年后由于存准下降导致的货币乘数回升以及外汇占款回流、财政存款投放导致的基础货币投放增加，M2 的增速也开始回升。在 7、8 月份的增速相对最高，达到 15%以上，年底时增速回落到 12.7%左右。

4. 各种方法的比较

纵向来看，不同方法预测的结果存在一定的差异，我们同时考虑三种不同方法，主要目的是希望从不同的角度窥视未来一年流动性的可能趋向。由于不同方法的假设前提不同，采用的预测逻辑各异，以及预测结果最终受到外生因素影响的来源亦不尽一致，三种方法孰优孰劣不易评判，从方法本身的对比来看，不同方法各有其优势和不足之处：

第一种方法，基于历史的规律来预测未来，可以较好的把握 M2 增速本身固有的规律，但是却无法将 2012 年特有的新情况新形势纳入预测框架之中；第二种方法，利用报表勾稽关系，从 M2 的约等式出发预测，揭示了未来影响 M2 的最主要的几大因素，但是局限在于对于这些因素之外的其他因素的影响有所忽略。第三种方法从基础货币和货币乘数出发，一步一步预测最终的结果，逻辑性最为严密，但是不足之处在于预测链条拉得很长，预测误差在这个链条上面不断累积叠加，导致最终结果的预测误差较大。

综合考虑历史趋势法、报表法、以及货币乘数法的结果，我们认为全年 M2 增长 13%-14%，月度 M2 增长率走势将呈现前低后高的走势，3 月、6 月和 12 月 M2 增长率相对较低。

信息披露

分析师承诺

李慧勇，孟祥娟：经济。

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

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。

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投资标的的邀请或向人作出邀请。

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惟一因素。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。

市场有风险，投资需谨慎。

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。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。