

美国新刺激法案何去何从？

分歧所在、落地时间与效果预估

投资要点：

► 新财政刺激法案分歧何在？

两党历次救助提案体现疫情下各自关注重点，两党在方案总金额，失业救济，中小企业救助，教育补助，州政府和地方补助和疫情责任保护等方面继续存在较大分歧。另外，共和党参议院与特朗普白宫在救助方案上出现不同声音。

► 如何看待已实施的财政刺激法案？

今年以来美国共实施了四轮财政刺激计划，总额约2.6万亿美元，占美国GDP的比重达12%。政策效果卓著，期间经济快速恢复，金融市场反响较为剧烈。但是，当前既有财政刺激法案已经基本到期，经济恢复已现颓势，新政策落地势在必行。

► 新法案何时落地？

目前，两党在多个关键问题上仍然僵持不下，更重要的是，即使能达成原则上的协议，也不太可能会在大选落幕之前通过。新法案有可能要在新总统履职以后才会通过。

► 若新法案落地，对经济影响几何？

1) 就业层面，失业率修复速度放缓，部分指标开始反弹，失业结构存恶化趋势。预计新财政刺激法案的落地将有助于逆转当前美就业恢复欠佳的困境，并改善就业结构。

2) 生产层面，预计新法案落地后生产端修复速度将进一步加快。考虑到当前生产端依旧处于稳定的上升通道，该轮法案对生产端的边际效应可能小于此前法案。

3) 需求层面，政策将直接带动需求，通胀水平将进一步攀升。

整体而言，预计法案落地后美国的经济修复速度将进一步加快，但相较于前期刺激法案，本轮刺激政策边际效应可能会有所减弱，同时修复效果还有赖于美国整体的疫情防控与大选结果。

► 若新法案落地，对市场影响几何？

1) 新财政刺激政策的落地将进一步引发市场的积极预期，市场有望打开新一轮上涨行情。

2) 经济恢复、通胀抬头，美债收益率缓步上行。

3) 美国财政赤字快速扩张，财政赤字化与美联储扩表的驱动下，“弱美元”的行情将进一步持续。

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050004

联系电话：021-50380388

风险提示

经济出现超预期波动，对相关指标预测带来不确定性。

正文目录

| | |
|------------------------------|----|
| 1. 当前财政刺激法案进展及分歧..... | 3 |
| 2. 此前救助方案与当前提案对比..... | 3 |
| 3. 既有刺激法案落实情况与新法案落地时间研判..... | 4 |
| 3.1. 既有刺激法案落实情况..... | 4 |
| 3.2. 新法案落地时间研判..... | 5 |
| 4. 财政刺激政策对美国的影响..... | 5 |
| 4.1. 就业层面..... | 5 |
| 4.2. 生产层面..... | 7 |
| 4.3. 需求层面..... | 8 |
| 4.4. 综合评估经济影响..... | 9 |
| 5. 对美国市场的影响..... | 10 |
| 5.1. 美股市场..... | 10 |
| 5.2. 债券市场..... | 11 |
| 5.3. 美元..... | 11 |
| 6. 风险提示..... | 12 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1 美国失业率 (U1-U6, 单位: %) | 6 |
| 图 2 美国领取失业金人数情况 (单位: 万人, %) | 6 |
| 图 3 美国就业结构恶化 (单位: 万人) | 6 |
| 图 4 费城联储制造业指数 | 7 |
| 图 5 纽约联储 PMI 指数 | 7 |
| 图 6 Markit 制造业 PMI 指数 | 8 |
| 图 7 堪萨斯制造业指数同比和美制造业 PPI (单位: %) | 8 |
| 图 8 密歇根大学消费者预期指数与 CPI (单位: %) | 9 |
| 图 9 纽约联储 WEI 指数 (单位: %) | 10 |
| 图 10 美国各大股指 | 11 |
| 图 11 美债收益率 (单位: %) | 11 |
| 图 12 美元指数 | 12 |
| 表 1: 21 日收盘后期货价格以及变动情况 | 3 |
| 表 2: 首轮疫情救助方案 VS. 次轮疫情救助提案-民主党 VS. 次轮疫情救助提案-共和党 | 3 |
| 表 3: 各轮次财政刺激法案落实情况 (单位: 亿美元) | 4 |

1. 当前财政刺激法案进展及分歧

美国时间 10 月 21 日，美国第二轮新冠疫情救助方案进展继续停滞。21 日收盘后，美国四大指数期货价格全面下跌，代表市场对在总统选举前通过第二轮救助方案不抱希望。尽管民主党众议院议长洛佩西与财政部长姆努钦宣布取得重要进展，以及川普方面将救助方案总额由 1.6 万亿美元逐渐提升到 1.9 万亿美元的让步。但共和党参议院领袖麦康奈尔近日表示将拒绝政府和众议院的新方案并提出新的救助方案，代表着共和党就疫情刺激方案以及近期政策的内部分歧明朗化。

表 1：21 日收盘后期货价格以及变动情况

| 指数 | Month | Last | High | Low | Chg. % | Chg. % |
|----------------|--------|----------|----------|----------|--------|--------|
| US 30 | Dec 20 | 27979.0 | 28154 | 27897.0 | -155.0 | -0.55% |
| US 500 | Dec 20 | 3414.12 | 3433.62 | 3402.88 | -19.38 | -0.56% |
| US Tech 100 | Dec 20 | 11631.88 | 11701.38 | 11593.62 | -59.37 | -0.51% |
| Small Cap 2000 | Dec 20 | 1594.95 | 1605.05 | 1587.85 | -9.55 | -0.60% |

资料来源：Investing，华西证券研究所

根据最新公布的方案内容，三方（民主党，白宫，参议院共和党）在方案总金额，失业救济，中小企业救助，教育补助，州政府和地方补助和疫情责任保护等方面继续存在较大分歧。

共和党参议院领袖麦康奈尔号召其同僚将精力放在 10 月 26 日的最高院大法官提名通过表决上，并提出参议院上月提出的 5000 亿美元方案已经足够满足当下的救助需求（主要包括：教育经费，失业救助和企业工资保障），然而该方案在参议院投票中被民主党驳回。

民主党坚持 4360 亿美元的州政府和地方补助，但白宫在该项救助上拒绝任何超过 1500 亿美元的支出。在额外失业救助金上，民主党和白宫继续存在 200 美元每周的分歧（民主党要求每人 600 美元每周，白宫要求 400 美元每周）。同时，民主党和白宫在食物救助和税务减免上尚有一定分歧。

2. 此前救助方案与当前提案对比

表 2：首轮疫情救助方案 VS. 次轮疫情救助提案-民主党 VS. 次轮疫情救助提案-共和党

| | 首轮疫情救助方案 (3月27日法案通过) | 新版次轮疫情救助 提案-民主党(10月1 日通过众议院) | 次轮疫情救助提案- 民主党(5月15日通 过众议院) | 次轮疫情救助提案- 共和党(7月27日于 参议院提出) |
|-----------|---|--|--|---|
| 方案总金额 | \$2.2 万亿 | \$2.2 万亿 | \$3 万亿 | \$1 万亿 |
| 直接救助最大金额 | \$1200 (单人及年收入 7.5 万美元) \$2400 (单 人及年收入 12.5 万美 元) | 与首轮相同 | 与首轮相同 | 与首轮相同 |
| 受抚养人补助 | 16 岁及以下受抚养人 \$500 | 每位受抚养人\$500, 无 年龄限制 | 每位受抚养人\$1,200 | 每位受抚养人\$500, 无 年龄限制 |
| 额外失业救助金 | 在各州标准上增加\$600 每周 | 与首轮相同 | 与首轮相同 | 起始\$200 每周, 上限 \$500 每周 |
| 额外失业救助有效期 | 7 月 31 日过期 | 延期至 2021 年 1 月 31 日, 可继续延期至 3 月 底。向州政府支付 \$9.25 亿相关经费 | 所有从业人员延期至 2021 年 1 月 31 日, 部 分从业人员可继续延期 至 3 月底。 | 9 月前\$200 每周, 12 月 31 日前失业前工资 的 70% |
| 工资保障 | 向企业发放\$6590 亿 但 75% 必须用于工资支 | 增加\$300 亿及以上救助 金, 扩大救助金适用 | 延期至 12 月 31 日。取 消 75% 救助金必须用于 | 增加\$1900 亿至 PPP 项 目 (原原有救助项 |

| | | | | |
|------------|-----------------------------|---|---|---|
| | 付。维持\$1300 原有保障金额至8月8日 | 企业范围。 | 工资限制。 | 目), 取消75%救助金必须用于工资限制。 |
| 税务减免 | 减免50%, 减免上限\$10000 | 与首轮相同 | 减免80%, 减免上限\$15000 | 减免65%, 减免上限\$30000 |
| 就业鼓励 | 未提及 | 未提及 | 未提及 | \$450 每周返岗奖励金 |
| 租客保护 | 8月24日前禁止驱逐, 7月25日前禁收租金延期罚款。 | \$591 亿租金及其他服务救助 | 原方案延期12月, 并增加\$2000 亿房屋项目, 支助\$1000 亿租房支助 | 未提及 |
| 重新开放校园 | 未提及 | K-12 项目\$1820 亿, 高等教育\$390 亿, 儿童看护\$570 亿 | K-12 项目\$580 亿, 高等教育\$420 亿, | 开启面授课程的 K-12 项目\$700 亿, 高等教育\$290 亿, 印第安教育机构\$50 亿, 州政府自由分配\$50 亿 |
| 免于诉讼保护 | 未提及 | 未提及 | 未提及 | 5 年期免于诉讼保护 (商业、医院、学校) |
| 新冠病毒检验以及治疗 | 未提及 | \$750 亿 | 未提及 | \$160 亿 |

资料来源: Investing, 华西证券研究所

3. 既有刺激法案落实情况与新法案落地时间研判

3.1. 既有刺激法案落实情况

当前美国财政赤字规模不断攀升。上周(10月16日), 美国财政部发布的2020年财政最终预算结果显示, 美国2020年财政预算赤字达到了3.13万亿美元(2019年赤字为9844亿美元), 创下历史新纪录, 是1945年来的最高水平。美国赤字的增加主要来源于为应对新冠疫情给美国经济带来的巨大冲击。

美国目前共实施了四轮财政刺激计划, 总额约2.6万亿美元, 占美国GDP的比重达12%。仅第三轮刺激计划的金额就有2.2万亿美元, 是美史上规模最大的一次财经刺激援助方案, 期间经济快速恢复, 金融市场反响剧烈, 美股大幅反弹。从时间上来看, 美国的前三轮财政刺激方案从推进到生效也仅仅用了三周时间, 效率较高。就目前来看, 既有财政刺激法案已经基本到期, 尽管存在诸多弊端, 但让新一轮财政刺激政策落地可能是美国当前恢复经济最为有效的办法之一。目前美国经济恢复已现颓势, 政策落地势在必行。

表 3: 各轮次财政刺激法案落实情况(单位: 亿美元)

| 日期 | 政策 | 状态 | 具体内容 | 金额 |
|-------|--|-----|--|----------|
| 3月6日 | HR6074 法案, 紧急补充拨款法案 | 已签署 | 78 亿美元用于州和地方政府抗疫 (包括疫苗开发和公共卫生资金)、5 亿美元用于向联邦医疗保险拨款用于病毒的远程医疗计划。 | 83.00 |
| 3月18日 | 美国财政部和联邦国税局 (IRS) 发布了 2020-17 号通知 | 实施中 | 美国纳税人于 2020 年 4 月 15 日到期的美国联邦所得税逾期不会产生罚款或利息, 并且允许个人和其他非企业纳税人延期缴纳最多 100 万美元的美国联邦所得税, 公司纳税人也可以延期缴纳最多 1000 万美元的美国联邦所得税, 但是申请截止日期仍为 4 月 15 日不变 | |
| 3月18日 | 美国总统签署 HR6201 法案, 家庭首次冠状病毒应对法, 为职工提供带薪病假, 加大失业保险范围等防疫手段该法案将于 4 月 2 日生效 | 实施中 | 救助资金, 免除所有学生贷款利息 | 1040.00 |
| 3月27日 | 3月27日美国参议院投票通过 2.2 | 已签署 | 4月14日美国财政部决定将2万亿中的250亿美 | 22000.00 |

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

| | 万亿美元新一轮财政刺激计划 | | 元分配给民航业者的薪资援助计划 | |
|-------|---------------|------|--|---------|
| 4月17日 | 农业救助计划 | 白宫宣布 | 190亿美元的农业救助计划将帮助受新冠疫情影响的农民和农场主等群体，其中160亿美元用于直接经济救助，30亿美元用于政府经济采购 | 190.00 |
| 4月24日 | 第四轮经济刺激方案 | 已签署 | 1) 增加小型企业贷款计划 (PPP) 额度 3220 亿美元; 2) 600 亿美元用于灾难贷款; 3) 750 亿美元用于补贴医院; 4) 250 亿美元用于增加各州检测能力。 | 4840.00 |
| 8月8日 | 失业救济 | 已签署 | 美国总统特朗普签署行政令宣布从现有的 700 亿美元救灾基金 (DRF) 中拨出 440 亿美元用于联邦政府每周向失业者提供 300 美元的额外失业救济，并呼吁各州为另外 100 美元的失业补助提供资金，相当于为失业者提供每周 400 美元的额外救济。同时继续推进减免学生贷款、递延部分工资税等政策。 | 440.00 |

资料来源：BLOOMBERG、华西证券研究所

3.2. 新法案落地时间研判

两党存在很小可能在大选前就新一轮财政刺激达成协议。梳理相关内容后发现，三方（民主党，白宫，参议院共和党）在方案总金额，失业救济，中小企业救助，教育补助，州政府和地方补助和疫情责任保护等方面继续存在较大分歧，而时间则不多，且双方各自的首席谈判代表佩洛西和姆努钦在向各州提供援助和商业责任保护等关键问题上僵持不下，因此不太可能在大选之前达成协议。**更重要的是，即使能在未来几天宣布达成原则上的协议，看起来也不太可能会在大选日之前通过。**

新法案有可能要在新总统履职以后才会通过。

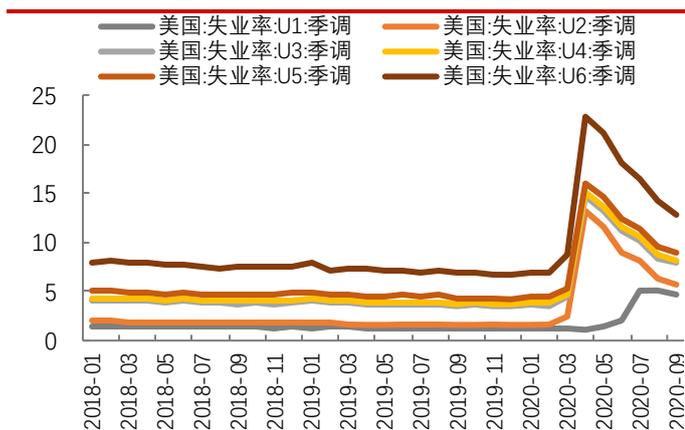
4. 财政刺激政策对美国的影响

4.1. 就业层面

美国 9 月的 U3 失业率降至 7.9%，修复缺口 0.5%，远低于 8 月的 1.8%。代表失业 15 周或以上劳动力占比的 U1 失业率降至 4.6%，修复缺口虽优于上月的 -0.1%，但仍显著高于 4 月的 1.1%。失业统计口径最宽泛的 U6 失业率¹降至 12.8%，修复 1.4%，小于上月的 2.3%，依然在保持在疫前水平的两倍左右，表明部分劳动群体因为担心病毒感染或经济形势，对返回劳动力市场更为谨慎或缺乏信心。美劳工部数据显示，美国上周（10 月 10 日）首次申请失业救济人数增至 89.8 万人，相较于上上周数据（10 月 3 日，为 84.5 万）发生反弹；持续申领失业补助金人数维持在 1000 万人以上，进一步说明了当前美国就业的恢复困境。可见，美失业率虽然处于下行通道，但修复速度正在放缓，部分失业指标开始出现反弹。

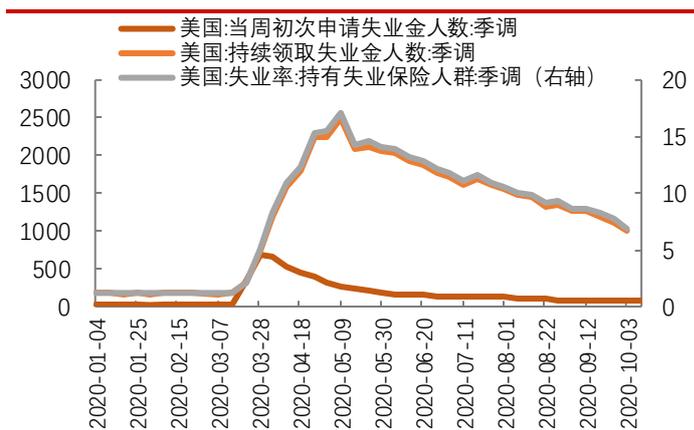
¹ 包含了对当前经济形势感到失望的气馁的求职者、拒绝就业的劳动者、没有全职工作的劳动者。

图 1 美国失业率 (U1-U6, 单位: %)



资料来源: WIND 资讯, 华西证券研究所

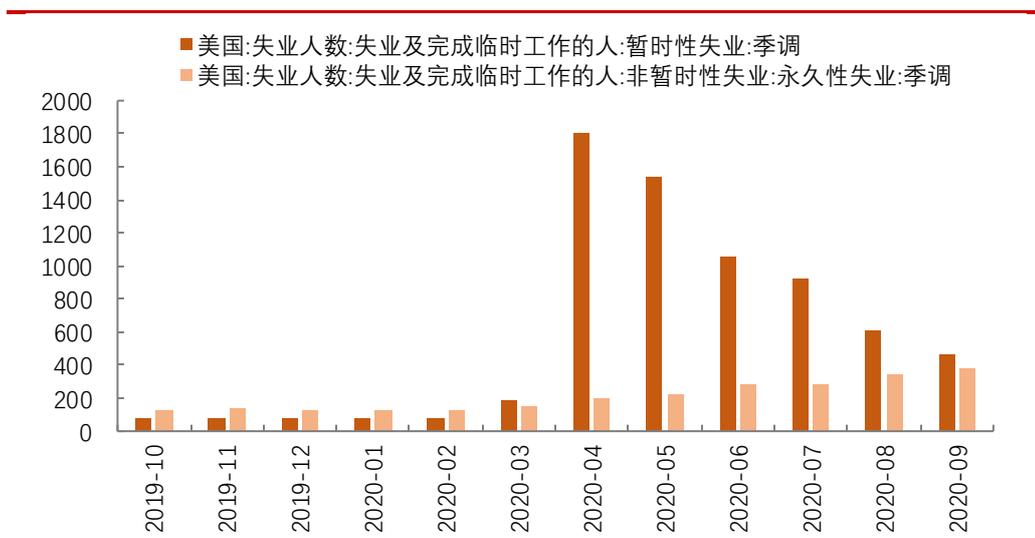
图 2 美国领取失业金人数情况 (单位: 万人, %)



资料来源: WIND 资讯, 华西证券研究所

失业结构存恶化趋势。美国 9 月暂时性失业人数 463.7 万人，环比减少 152.3 万人，对本月新增非农就业数据的贡献率达到 230%。永久性失业人数 375.6 万人，环比增加 34.5 万，上升幅度 10%，这也是永久性失业自 7 月以来连续两个月上行。

图 3 美国就业结构恶化 (单位: 万人)



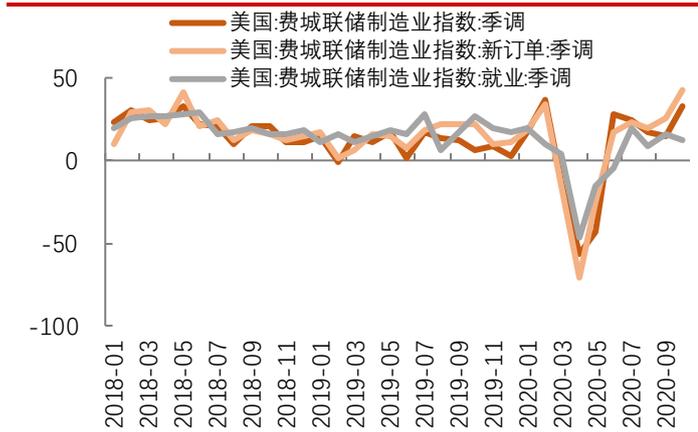
资料来源: WIND 资讯, 华西证券研究所

预计新财政刺激法案的落地将有助于逆转当前美就业恢复欠佳的困境，并进一步改善当前就业结构。从《CARES 法案》经验来看，刺激政策落地快速逆转了彼时美国失业率快速上行的趋势，失业规模与失业结构均得到快速改善。根据目前新刺激法案可能涉及的失业救助举措，预计未来新一轮财政刺激法案落地将进一步修复美国整体就业情况，令失业率重回修复通道。

4.2. 生产层面

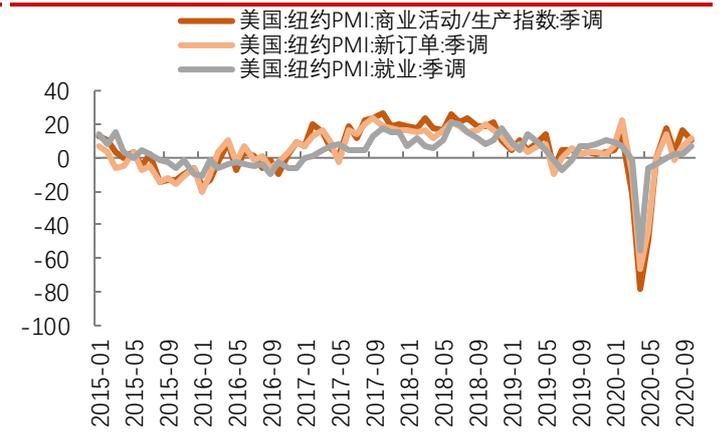
10月，费城联储制造业指数、新订单指数分别反弹至32.3和42.6，新订单指数创疫情以来新高；就业指数为12.7，出现了一定的下滑。纽约联储PMI指数的变化趋势与费城制造业指数整体类似，但商业活动/生产的PMI指数则从9月的17回落至10.5，恢复速率放缓。

图4 费城联储制造业指数



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

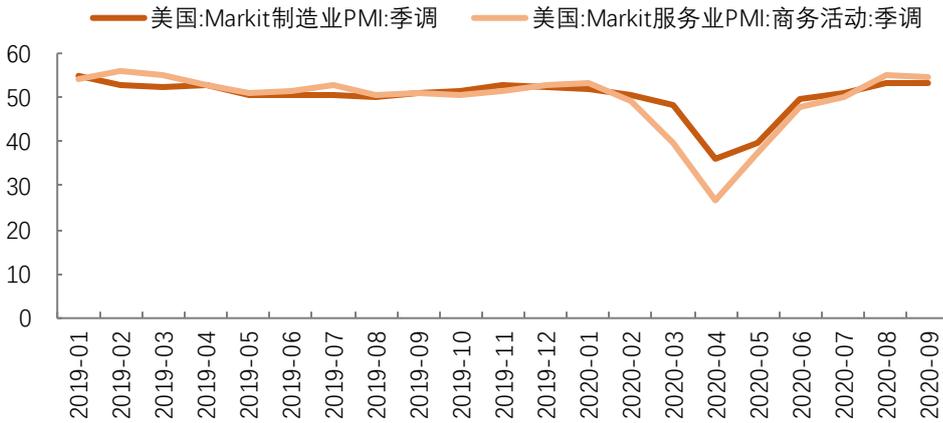
图5 纽约联储PMI指数



资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

与费城和纽约州制造业指数结果不同，Markit 制造业 PMI 自5月开始连续反弹，8月、9月别为53.1和53.2，9月的商务活动PMI则出现了小幅下降。结合新财政刺激法案可能涉及的薪酬保护计划，预计新一轮法案落地后生产端修复速度将进一步加快。同时，考虑到当前生产端依旧处于稳定的上升通道，预计该轮法案对生产端的边际效应可能小于此前的财政刺激法案。

图 6 Markit 制造业 PMI 指数

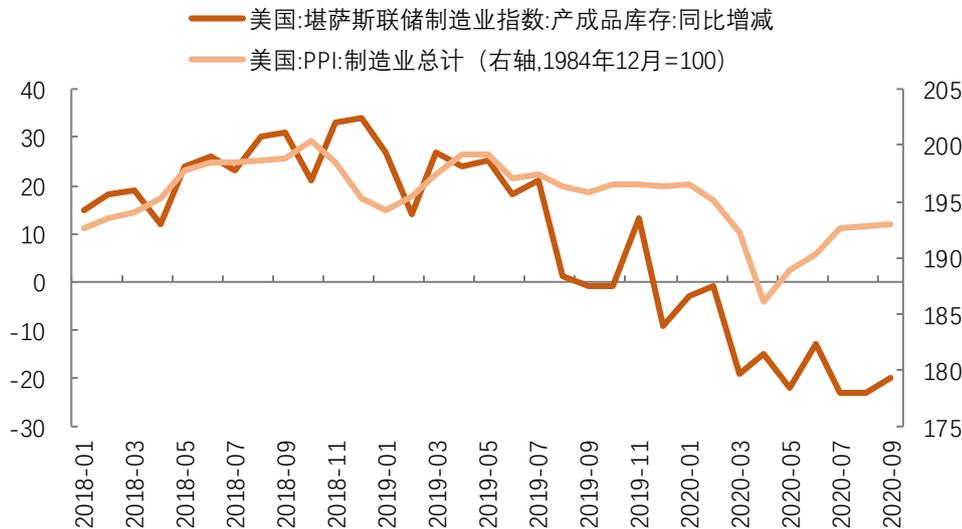


资料来源: WIND 资讯, 华西证券研究所

4.3. 需求层面

疫情加速了美国制造业的去库存, 前期多轮次的财政刺激法案推动居民消费快速反弹。制造业当前处于去库末期和主动补库的早期阶段。

图 7 堪萨斯制造业指数同比和美制造业 PPI (单位: %)

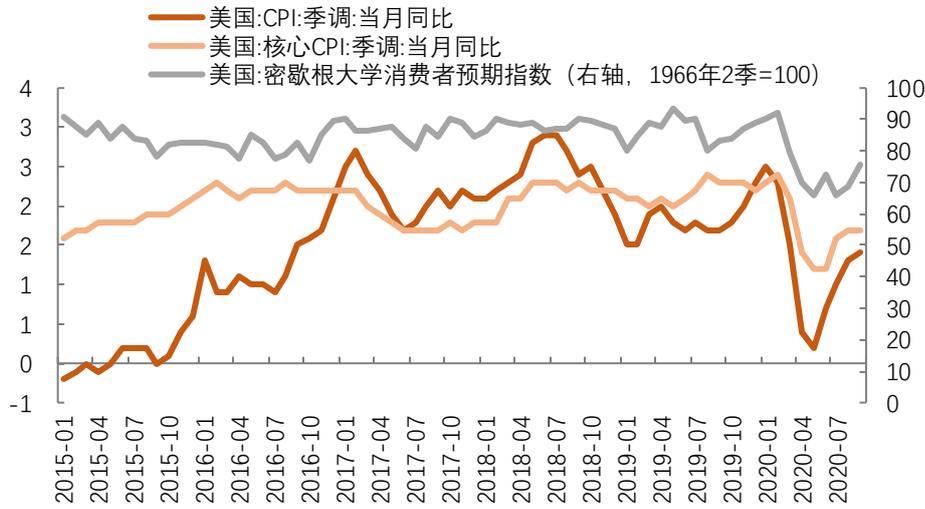


资料来源: WIND 资讯, 华西证券研究所

当前美国 CPI 仍然处于较低水平, 9 月 CPI 为 1.4%, 核心 CPI 为 1.7%, 基本与上月持平。结合当前需求复苏优于供给的现实情况, 预计美国通胀将进入持续上升通道。从通胀预期与实际通胀的历史走势来看, 通胀预期往往领先实际通胀, 实际通胀比通胀预期的波动更大。目前通胀预期的反弹具备合理性, 因为相较于金融危机后 2%-2.5% 的平均水平, 现阶段的通胀水平并不算高。因此, 可以预计随着新财政刺

激法案的落地，居民需求将被进一步拉动，从而提高生产部门复工复产的动力，加速生产端修复进程，协同通胀水平的进一步攀升。

图 8 密歇根大学消费者预期指数与 CPI（单位：%）



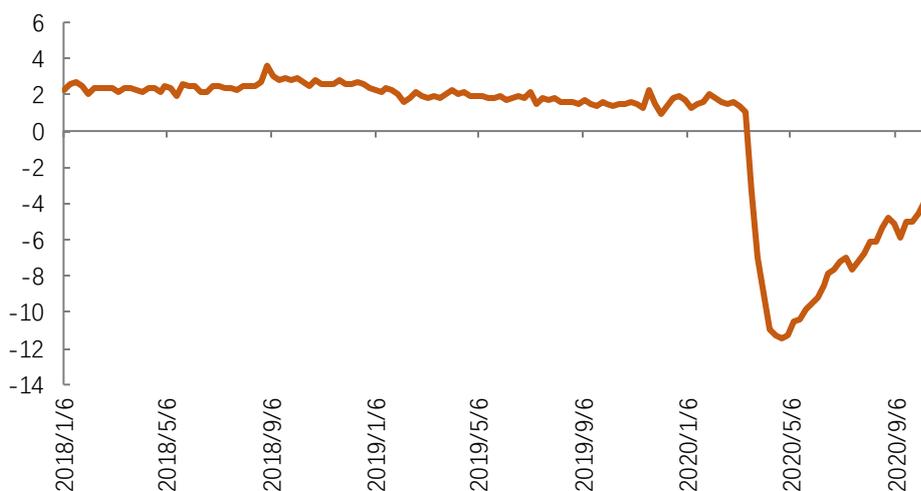
资料来源：WIND 资讯，华西证券研究所

4.4. 综合评估经济影响

纽约联储的 WEI 指数包括了零售额、消费者信心指数、首次失业保险申请、临时合同雇佣指数、钢铁生产量、燃料以及电力消费量等经济指标，具有较强的综合性。从数据来看，WEI 领先指标自疫情后一路回升。二次疫情扰动下，WEI 领先指标在 7 月出现了一定程度的回撤，随后虽有所反复，但整体处于修复通道。

结合当前经济的多维度背景，预计新财政刺激法案落地后美国的经济修复速度将进一步加快，但相较于前期多轮次的刺激法案，本轮刺激法案边际效应可能会有所减弱，同时修复效果还有赖于美国整体的疫情防控与大选结果。

图 9 纽约联储 WEI 指数 (单位: %)



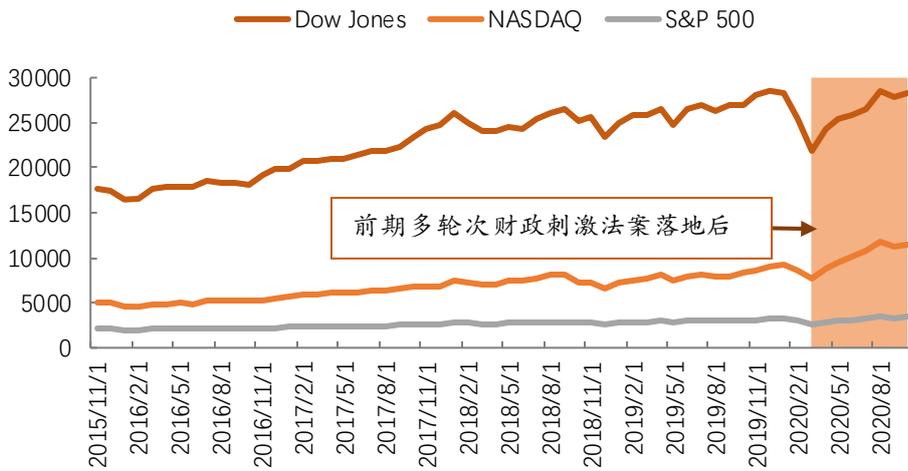
资料来源: New York Fed, 华西证券研究所

5. 对美国市场的影响

5.1. 美股市场

上周(10月12日-10月16日), 美股重要股指普涨, 其中道琼斯指数上涨 0.1%, 纳斯达克指数上涨 0.8%, 标普 500 上涨 0.19%。此前疫情二次冲击令三大股指均有不同幅度的下跌, 在 9 月左右才重新进入上升通道。当前影响市场的因素主要来自两个方面: 一是总统大选, 二是新财政刺激法案的落地。大选将可能诱发市场的避险情绪, 同时新财政刺激法案的落地则将引发积极预期。结合此前经验, 预计新财政刺激政策的落地将进一步引发市场的积极预期, 市场有望打开新一轮上涨行情。

图 10 美国各大股指



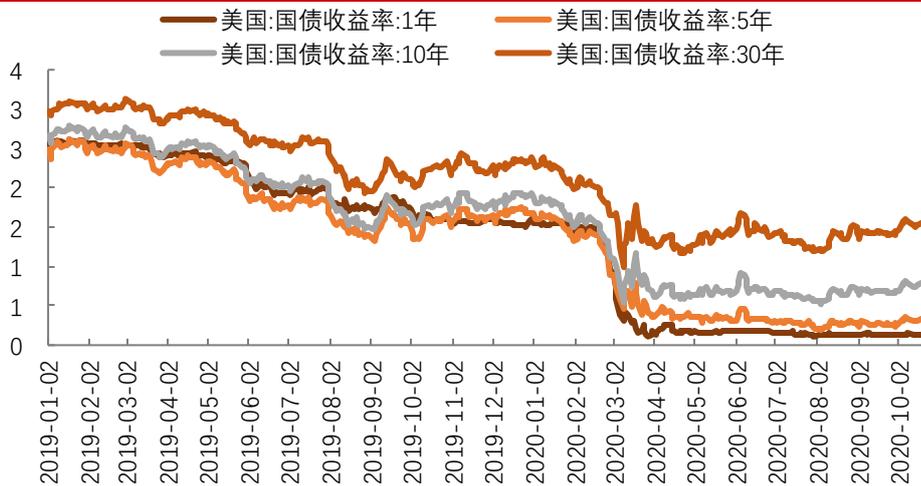
资料来源: Yahoo Finance, 华西证券研究所

5.2. 债券市场

从数据来看, 美债收益率已经摆脱下行通道, 在箱型震荡中存修复态势。

近期, 美债压力来自于通胀、外部市场以及货币政策。综合来看, 新一轮财政刺激政策将配套持续的宽松型货币政策, 加之近期通胀有抬头趋势与国际债券市场中美债的持续承压, 未来美债收益率将缓步上行。

图 11 美债收益率 (单位: %)



资料来源: WIND 资讯, 华西证券研究所

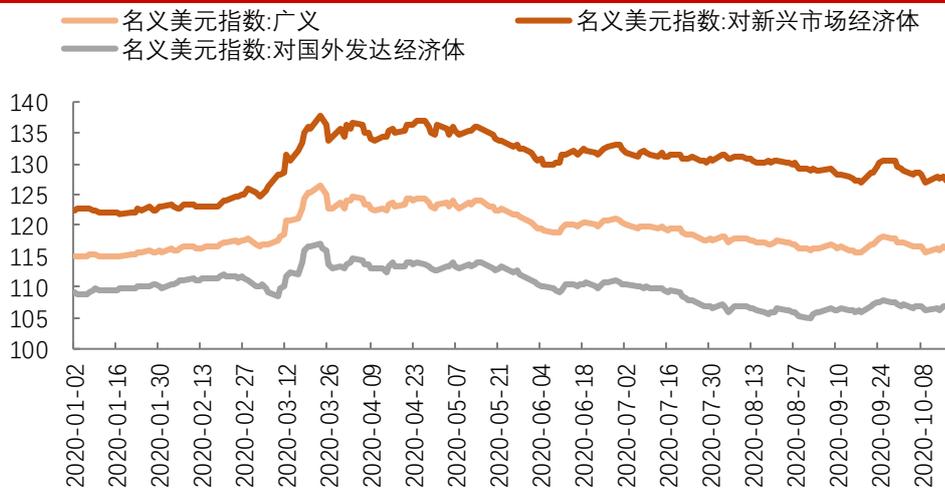
5.3. 美元

此前美财政刺激谈判陷入僵局导致了美元指数的短期反弹。结合当前美国局势, 新一轮财政刺激法案落地的可能性依然较大。因此, 可以预计新财政刺激政策的落

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

地将导致美国财政赤字快速扩张，财政赤字化与美联储扩表的驱动下，“弱美元”的行情将进一步持续。

图 12 美元指数



资料来源: WIND 资讯, 华西证券研究所

6. 风险提示

宏观经济出现超预期波动, 比如疫情反复、中美贸易摩擦出现超预期的变化, 将对相关经济指标预测带来不确定性。

分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|----------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。