

通胀和货币政策预期牵动市场情绪，债市对基本面利好钝化

——利率债周报（2021. 10. 18–2021. 10. 24）

分析师 冯琳 于丽峰

1. 核心观点

从上周（10月18日当周）债市表现来看，市场对通胀走势及央行货币政策走向较为敏感，对基本面反应继续钝化。周一债市大跌，主因前一周五孙国峰司长对四季度降准问题的回应导致市场降准预期降温，造成的悲观情绪在周一集中发酵，但从周二起，债市转为偏强震荡。我们认为，这一方面反映尽管短期降准预期落空，但市场对于央行货币政策中期向宽仍抱有期待，因此，在长端利率升破3.0%后，多头资金开始入市抄底；另一方面，也因监管层加大对煤炭价格的管控力度，包括对期现货价格的联动监管，导致黑色系商品期货价格大跌，部分缓解了市场的通胀担忧。另外，上周央行连续三个交易日开展千亿规模逆回购操作、单日净投放资金900亿，呵护流动性态度明显，支撑债券短端利率走势平稳，故当周国债收益率曲线继续走陡。

可见，通胀走势及其对央行货币政策的约束是当前影响债市的核心矛盾。从历史数据来看，PPI同比和10年期国债收益率之间具有较强的正相关性，但今年以来，二者走势发生背离，且“豁口”不断扩大。这实际上反映了此前债市对于PPI上行并不敏感，背后的核心原因在于央行认为PPI走高是“暂时的”，且PPI向CPI传导不畅，食品之外的商品和服务价格涨幅变化不大，这也是10月13日央行行长易纲表示“中国通胀总体温温和”的原因，故无碍货币宽松。因此，在上半年资金面超预期宽松和三季度央行超预期降准提振下，尽管PPI大幅上扬且三季度未如期回落，但前三季度债市整体走牛。不过，随着PPI持续超预期上行，且其动能从“输入性”转为“内生性”，PPI通胀的“暂时性”越发受到质疑，市场进而开始担忧PPI上涨对货币政策的影响，债市对通胀的反应相应增强。

我们认为，针对PPI高涨对央行货币政策的影响仍无需过度担忧。原因在于，今年PPI涨幅持续超预期主因供给短缺，而非需求过热。由于货币政策是调控总需求的手段，因此，如果央行为应对PPI高涨而主动收紧货币政策，虽然可以通过抑制总需求来缓和供需矛盾，起到一定的价格控制作用，但在总需求不振、经济下行压力较大的情况下并不可取。更为重要的是，在当前宏观经济下行压力加大背景下，CPI涨幅持续偏低，这有两个政策含义：首先，央行货币政策目标主盯CPI，CPI涨幅偏低意味着接下来物价因素不会对货币宽松形成掣肘。其次，在政策工具选择方面，由于PPI与CPI之间的剪

剪刀差不断扩大，而且接下来一段时间这种局面不会显著缓解，这意味着下游小微企业的经营困难在加剧。可以看到，央行7月降准的一个直接原因是这种剪刀差对下游小微企业带来的成本压力。因此，为稳定今年底明年初宏观经济运行，特别是定向加大对小微企业的金融扶持力度，在当前物价走势剧烈分化的局面下，四季度央行再次实施全面降准的可能性仍然存在。

当然，PPI持续高涨也会在一定程度上限制货币宽松空间。如果货币政策过于宽松，可能会通过提振需求和助燃通胀预期而加剧通胀压力，故在PPI出现明显回落之前，央行货币宽松空间将持续受到制约。这主要体现在，接下来政策环境将表现出“稳货币”+“结构性宽信用”的特征，降准的可能性仍存，但降息的概率很小。我们认为，在居民通胀预期仍然可控、核心CPI低位徘徊的背景下，当前阶段通胀仍非货币政策关注的主要矛盾，但央行将持续监测居民通胀预期、PPI上涨向CPI的传导以及核心CPI走势，并作为调整政策力度甚至于政策方向的重要依据。

后市展望：上周债市走势基本符合我们的预期，即降准预期降温带来的悲观情绪集中宣泄后，债市将转为震荡，市场继续消化利空将带动10年期国债收益率短线上破3.0%，但要继续冲破3.1%需要进一步的增量利空来催化，同时，债券短端利率将保持平稳，收益率曲线将继续陡峭化上移。往后看，一方面，PPI拐点未现，对通胀的担忧仍将压制债市表现，且10月份降准落地的概率较小，这意味着未来一段时间降准预期的落空无法证伪，但另一方面，国内疫情再度反弹，截至10月24日已波及11个省份，全国范围内防控措施升级，由此引发的避险情绪升温和对经济的负面影响将对债市情绪产生一定提振。基于此，我们判断，短期内债市将继续维持震荡格局，10年期国债收益率将大致在2.9%-3.0%之间震荡。

2. 上周市场回顾

2.1 二级市场

上周一（10月18日）债市大跌后，自周二起转为偏强震荡行情，全周看，10年期国债期货主力合约累计下跌0.15%；现券方面，上周五10年期国债收益率升至2.9953%，较前一周五上行2.7bp。

10月18日：前一周五（10月15日）央行三季度金融统计数据新闻发布会上，货币政策司司长孙国峰对四季度会否降准的回应被广泛理解为打破了市场的降准预期，这一利空消息在周一集中发酵；当日公布的三季度GDP增速下行偏快，但在宽松预期降温引发的悲观情绪下，债市对基本面利好反应继续钝化。当日银行间主要利率债收益率大幅上行7-9bp，其中，10年期国债到期收益率上行7.43bp至3.04%，续创逾三个月新高；国债期货各期限主力合约全线收跌，其中，10年期主力合约跌0.52%。

- 10月19日：**在经历前一日大跌、10年期国债收益率升破3.0%后，周二部分资金入市抄底，加之当日有消息称国务院参事室研究员建议四季度可以降准1个百分点（但国新办官方新闻稿中删除了这一表述），周二债市止跌反弹。当日银行间主要利率债收益率下行2-4bp，其中，10年期国债到期收益率下行3.24bp；国债期货各期限主力合约全线收涨，其中，10年期主力合约涨0.24%。
- 10月20日：**周二晚间，发改委连发三文，提出将充分运用《价格法》规定的一切必要手段，研究对煤炭价格进行干预的具体措施，同时还强调依法加强监管，严厉查处资本恶意炒作动力煤期货。受此影响，国内商品期货市场夜盘开盘多数下跌，黑色系主力合约全线下跌，煤炭重挫，动力煤跌停，对债市情绪有所提振。加之周三央行开展1000亿元逆回购操作，净投放900亿元，资金面明显转松，以及尾盘公布的下一周国债招标量缩量，当日银行间主要利率债收益率多数下行，其中，10年期国债到期收益率下行1.24bp。期货方面，当日国债期货各期限主力合约涨跌互现，其中，10年期主力合约跌0.02%。
- 10月21日：**周四动力煤、焦煤、焦炭、螺纹钢等黑色系商品期货价格继续下跌，加之央行逆回购连续第二日维持1000亿规模以扶助流动性，银行间市场资金继续向宽，当日银行间主要利率债收益率明显下行，短券表现更好，10年期国债到期收益率下行2.76bp。期货方面，当日国债期货各期限主力合约全线收涨，其中，10年期主力合约涨0.29%。
- 10月22日：**周五债市多头暂歇，加之财政部明确2021年新增专项债券额度尽量在11月底前发行完毕，当日银行间主要利率债收益率多数上行，其中，10年期国债到期收益率上行2.51bp，不过，当日央行逆回购连续第三日维持1000亿规模，资金面宽松无虞，带动1年期国债到期收益率下行0.99bp。期货方面，当日国债期货各期限主力合约窄幅震荡，其中，10年期主力合约跌0.08%。

图1 10年期国债现券收益率和期货价格走势



图2 上周国债收益率曲线陡峭化上行

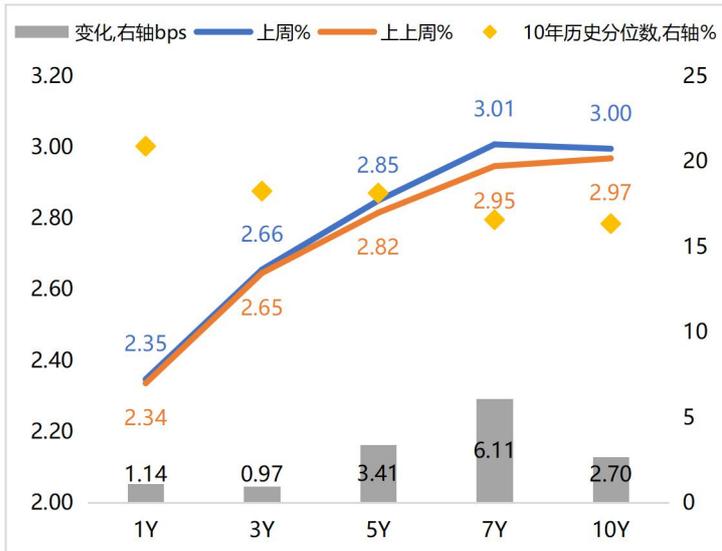


图3 上周国开债收益率曲线陡峭化上行

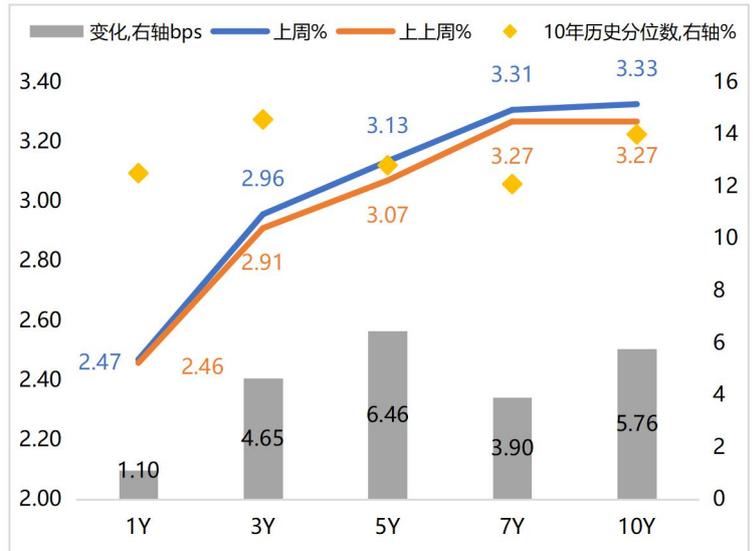


图4 上周国债期货小幅下跌，波动较大

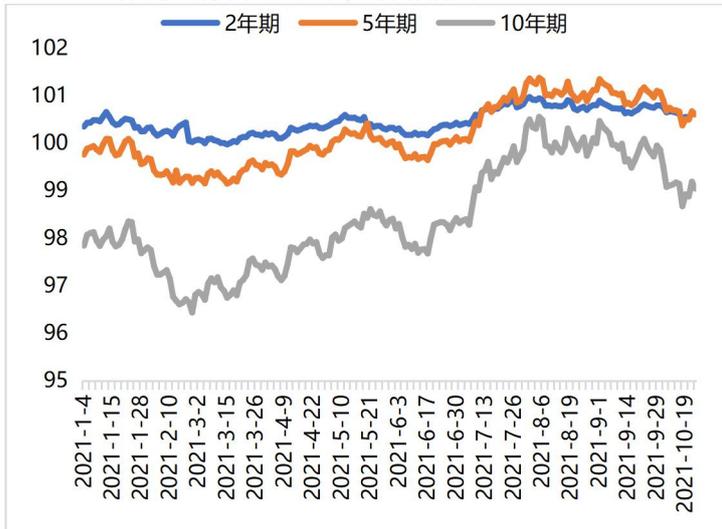


图5 上周5年期国开债隐含税率明显回升

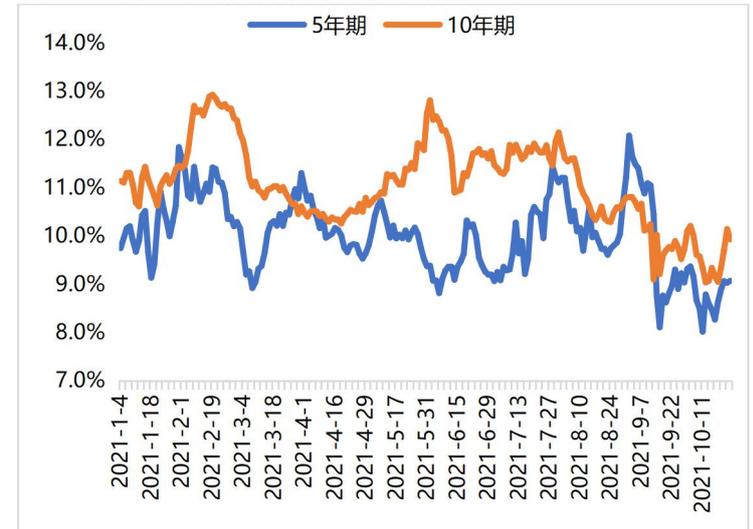


图6 上周国债10Y-1Y期限利差（bp）小幅上行

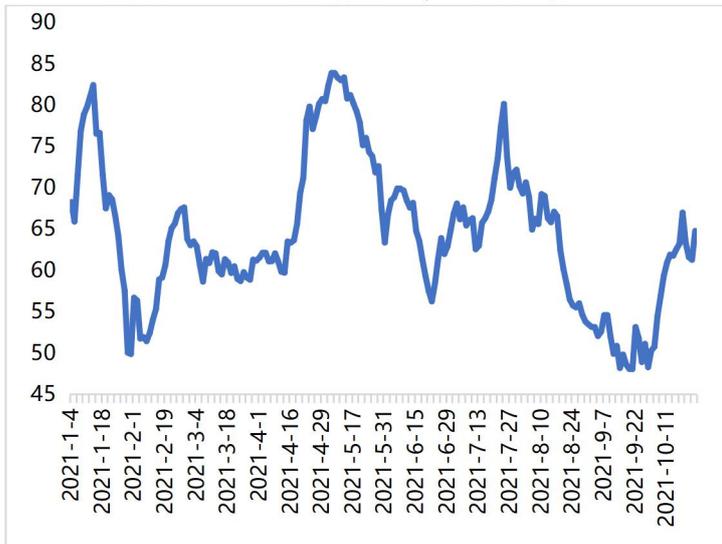
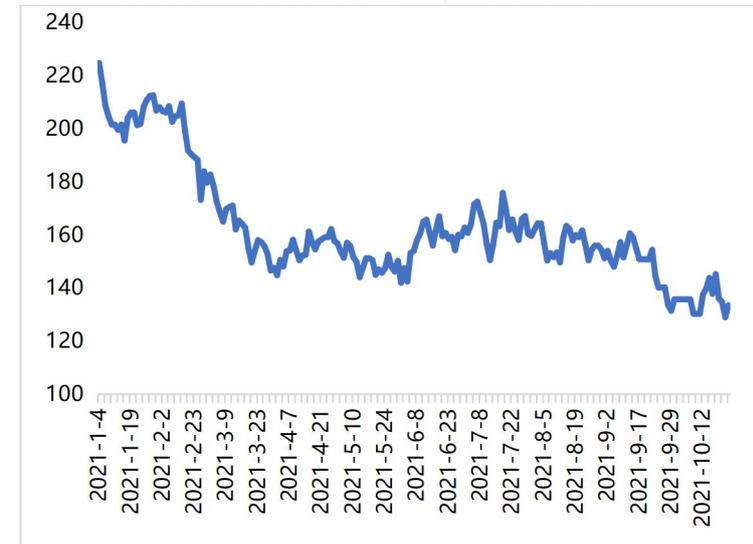


图7 上周中美10年期国债利差（bp）小幅收敛



数据来源：Wind，东方金诚

2.2 一级市场

上周共发行利率债 82 只，环比增加 31 只，发行量 6516 亿，环比增加 2287 亿，净融资额 3916 亿，环比增加 2522 亿。上周国债发行量环比小幅下降，且偿还量增加，净融资转负；政金债发行量、偿还量和净融资均环比小幅增加；地方债发行放量，发行量和净融资环比大幅增加，创 8 月下旬以来新高。

表 1 利率债发行与到期（亿元）

	本周发行量	上周发行量	本周偿还量	上周偿还量	本周净融资额	上周净融资额
国债	2,045	2,121	2,056	1,822	-11	300
政金债	1,208	1,080	150	50	1,058	1,030
地方政府债	3,263	1,028	394	964	2,869	64
合计	6,516	4,229	2,600	2,835	3,916	1,394

数据来源：Wind，东方金诚

上周利率债认购需求整体尚可：共发行 4 只国债，平均认购倍数为 2.94 倍；共发行 21 只政金债，平均认购倍数为 4.13 倍；共发行 57 只地方政府债，平均认购倍数为 18.55 倍。（*上周利率债发行情况详见附表 1-3*）

3. 上周重要事件

上周三（10 月 20 日），全国银行间同业拆借中心公布新版 LPR 报价：1 年期品种报 3.85%，5 年期以上品种报 4.65%，两项贷款市场报价利率均连续 18 个月保持不变。

可以看到，10 月 15 日央行续作 1 年期 MLF，招标利率为 2.95%，与上月持平。这表明 10 月 LPR 报价的参考基础未发生变化。同时，尽管 7 月央行全面降准，其后一段时间市场利率出现不同幅度下行，但本次降准带动的银行边际资金成本下降幅度较小，尚不足以促使报价行下调 LPR 报价 0.05 个百分点（LPR 报价最小调整步长）。另外，数据显示，近期一般贷款利率下行较快，二季度末银行净息差收窄至历史低位附近。由此，商业银行下调关键贷款利率定价参考基准的动力不足。

值得注意的是，受市场预期波动等因素影响，9 月中下旬以来，货币市场短端利率、3 个月 SHIBOR、银行同业存单利率等出现不同程度的上行走势。这意味着在本次报价周期中，商业银行在货币市场的融资成本出现边际上升，导致其主动下调 10 月 LPR 报价的动力进一步削弱。

我们判断，近期稳增长需求增大，政策面多次强调要引导小微企业等实体经济综合融资成本“稳中有降”，四季度 1 年期 LPR 报价有下调可能。三季度宏观数据显示，近期宏观经济增长势头有所放缓，当季 GDP 同比增速和两年平均增速均降至 4.9%，已略低于 5-6% 的潜在经济增长区间，未来一段时间金融体系支持稳增长需求加大。另外，9 月物价数据显示，PPI-CPI “剪刀差”持续扩大。这意味着多属

中下游的小微企业成本压力还在上升，需要金融体系加大对其支持力度，包括进一步降低小微企业融资成本。

由此，尽管在跨周期调节下，本轮稳增长政策力度相对温和，年内 MLF 利率下调的可能性不大，但这并不意味着接下来 LPR 报价也会一直保持不动。其中，为加大对实体经济支持力度，四季度央行仍有可能再次实施降准；累积效应下，届时 1 年期 LPR 报价下调的可能性会显著增大，下调幅度可能在 0.05-0.1 个百分点之间。这不仅将打破 1 年期 LPR 报价与 1 年期 MLF 利率点差固定局面，推动利率市场化再进一步，更重要的是，这将会有效带动企业贷款利率更快下行，激发实体经济融资需求，对缓解小微企业“融资贵”问题也能产生明显效果。这会推动降准等政策红利较快向企业融资端传导，有助于确保今年底明年初宏观经济运行在合理区间。

4. 上周实体经济观察

4.1 上周重点数据

✚ 上周一（10月18日），国家统计局公布数据显示：2021年第三季度GDP同比增长4.9%，前值7.9%；9月规模以上工业增加值同比实际增长3.1%，前值5.3%；1-9月固定资产投资累计同比增长7.3%，1-8月为8.9%；9月社会消费品零售总额同比增长4.4%，前值为2.5%。

我们认为，三季度前期南京疫情带动全国防疫措施收紧，对消费、特别是服务消费等需求端带来一定冲击；8月开始能耗双控升级，对工业生产等供给端影响较大。由此，在供需两端承压背景下，三季度GDP增速下行偏快，明显低于市场预期。三季度GDP两年平均增速为4.9%，低于上季度的5.5%。这有两重含义，一是这一数据低于二季度的5.5%，代表三季度经济修复进度放缓，预示四季度稳增长政策将会发力；二是这一数据已略低于潜在经济增长区间，但偏离程度不大，叠加当前就业市场比较稳定，接下来稳增长政策将会比较温和，政策性降息的概率较低。预计监管层将更多依靠释放财政支出潜力，以及推出绿色再贷款及加大支小再贷款规模等结构性货币政策发力，对宏观经济薄弱环节进行重点扶持，我们判断，四季度仍存在一定降准空间。

工业生产方面，三季度以来工业生产扩张动能明显减弱，这一方面受需求走弱拖累，另一方面也受到疫情防控、极端天气、能耗双控、芯片等关键原材料短缺，以及上游商品涨价挤压中下游企业利润空间等供给侧因素扰动。其中，7月疫情反复和洪涝灾害对工业生产造成的负面干扰较大；8月以后，这两个因素的影响减退，但从8月中下旬开始，能耗双控升级，各地纷纷出台限电、限产措施，成为9月制造业生产动能明显减弱、工业增加值增速大幅放缓的主要原因。

投资方面，1-9月固定资产投资同比增速回落，而且以两年平均增速衡量的固定资产投资修复也在继

续放慢。这与当前恒大风险发酵，楼市转冷下房地产投资较快下滑直接相关；另外，由于近期对高耗能行业投资限制性政策强化，以及PPI-CPI剪刀差加剧导致下游制造业承压，9月制造业投资修复进度未见改善，持平于上月；最后，受近期财政支出中基建相关投资持续发力推动，9月基建投资两年平均增速出现近4个月以来的首次小幅反弹。

消费方面，三季度居民消费减速势头明显，这主要受国内疫情防控有所升级，楼市、车市遇冷，以及经济下行压力加大背景下，居民收入和增长预期不稳，储蓄意愿增强而消费心理趋于谨慎等因素影响。其中，伴随疫情扰动减退，9月消费修复动能得到改善，但在楼市、车市继续降温以及居民消费信心下滑影响下，当月社零两年平均增速仍明显弱于疫情前水平，终端消费仍未摆脱疲软状态。

图8 三季度 GDP 增速下行偏快，经济修复进度放缓



图9 三季度工业生产增速持续放缓

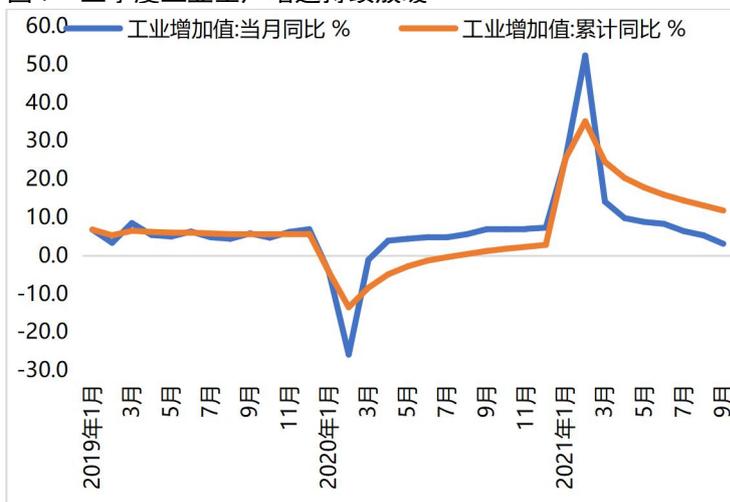


图10 9月固定资产投资走弱，两年平均增速连续第三个月下行

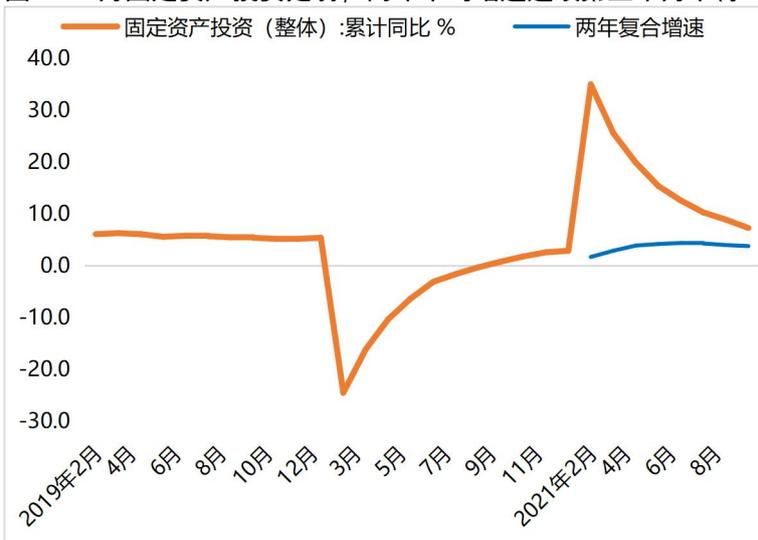
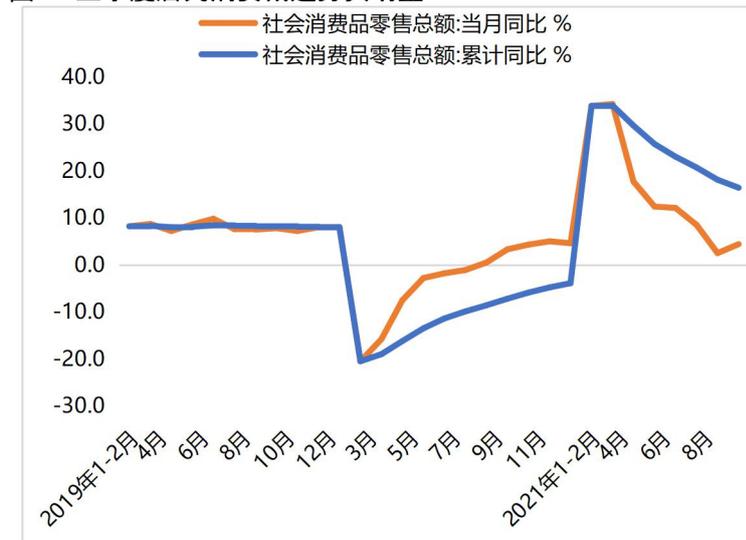


图11 三季度居民消费减速势头明显



数据来源：Wind，东方金诚

展望四季度，在短期扰动因素缓解，以及政策面向稳增长方向倾斜背景下，四季度GDP同比有望达到

4.5%左右，同比增速下降主要源于基数抬高，而消除上年基数影响的两年平均增速有望加快至5.5%，将重返潜在经济增长区间。我们判断，四季度财政政策集中发力，货币政策向稳增长方向边际放松（包括推出较大规模的绿色再贷款、有可能再次实施全面降准等），以及国内疫情得到有效防控，将是支撑经济修复进度反弹的关键因素。

4.2 上周高频数据

上周高炉开工率环比小幅下跌，PTA产业链负荷率（江浙织机）跌幅和半胎钢开工率均小幅上行，高炉开工率和PTA产业链负荷率（江浙织机）仍弱于节前；上周30大中城市商品房销售面积环比大幅减少，地产下行压力继续加大；BDI指数继续下跌高位回调，或因经济下行及能耗双控影响原材料进口需求；CCFI指数延续上涨，出口景气度仍高。通胀方面，上周猪肉价格小幅上行；石油和铜价小幅下跌，螺纹钢价格跌幅超过10%。

图 12 上周高炉开工率环比小幅下跌 (%)

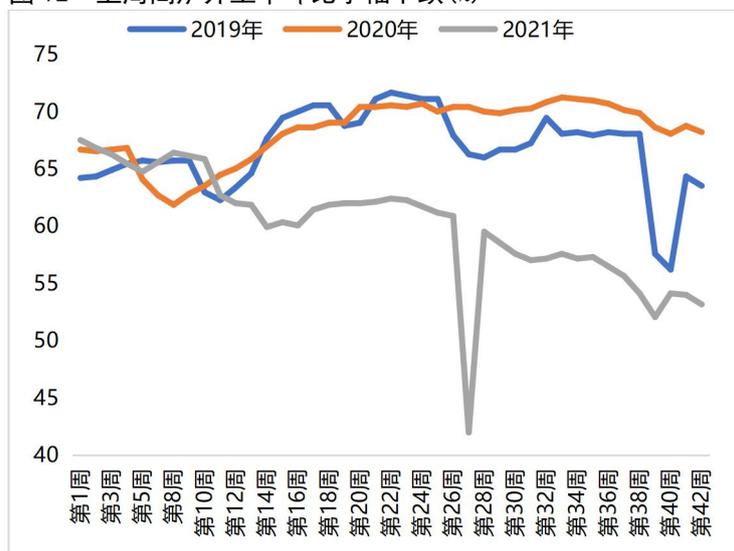


图 13 上周PTA产业链负荷率（江浙织机）环比上行 (%)

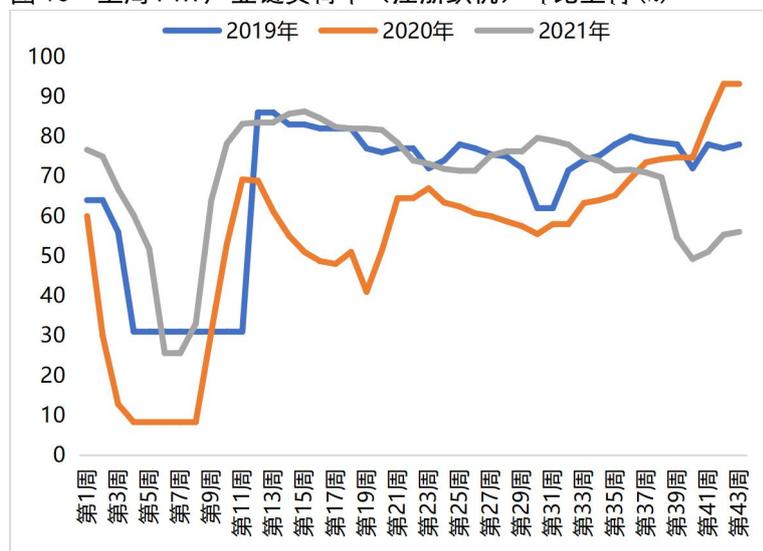


图 14 上周半钢胎开工率继续回升 (%)

图 15 上周 30 大中城市商品房成交面积跌幅较大 (万平方米)

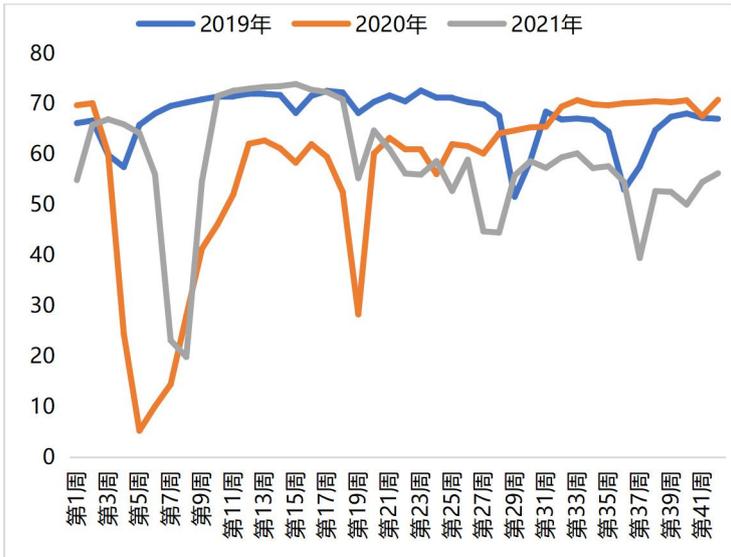


图 16 上周 BDI 指数延续下行

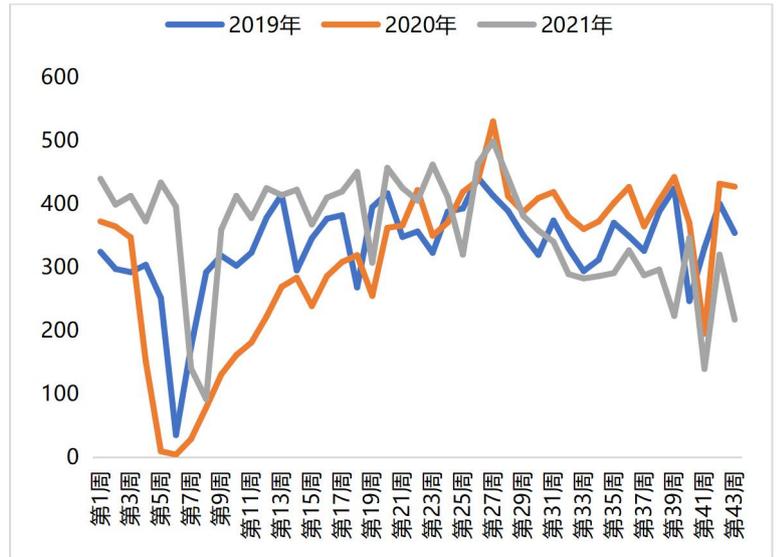


图 17 上周 CCFI 继续上行

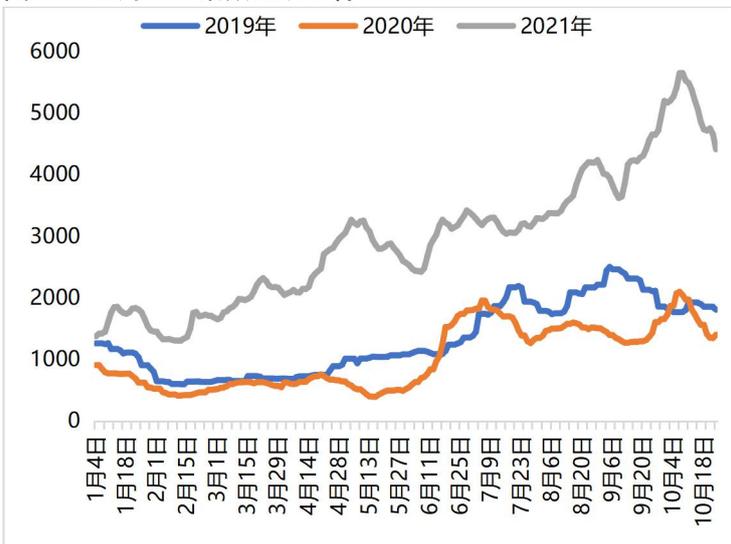


图 18 上周猪肉价格小幅上行

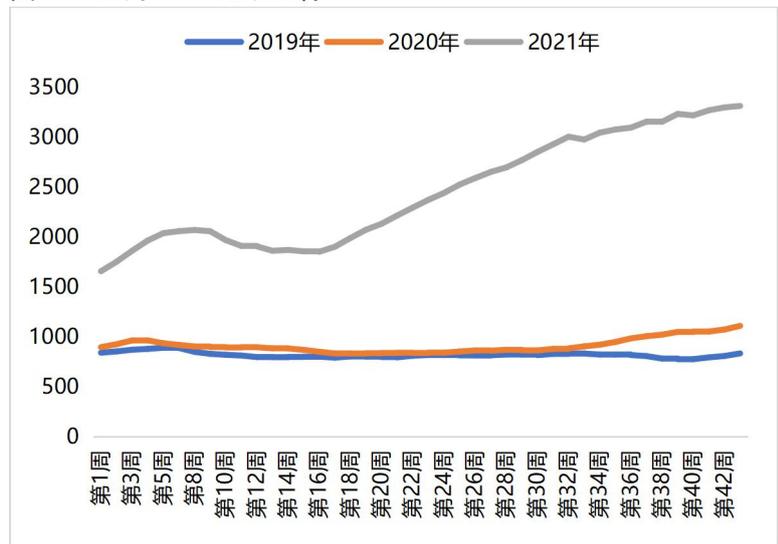


图 19 上周布油现货价格小幅下跌



图 20 上周铜期货价格小幅下跌



图 21 上周螺纹钢期货价格跌幅超 10%



数据来源: Wind, 东方金诚

5. 上周流动性观察

表 2 上周央行公开市场净投放 2600 亿元

发生日期	发行			到期		
	名称	发生量(亿元)	利率 (%)	名称	发生量(亿元)	利率 (%)
2021/10/18	逆回购 7D	100	2.2	逆回购 7D	200	2.2
2021/10/19	逆回购 7D	100	2.2	逆回购 7D	100	2.2
2021/10/20	逆回购 7D	1000	2.2	逆回购 7D	100	2.2
2021/10/21	逆回购 7D	1000	2.2	逆回购 7D	100	2.2
2021/10/22	逆回购 7D	1000	2.2	逆回购 7D	100	2.2
投放	3200 亿元					
到期	600 亿元					
净投放	2600 亿元					

数据来源: Wind, 东方金诚

图 22 上周 R007 和 DR007 小幅下行

图 23 上周股份行同业存单发行利率继续上行(%)

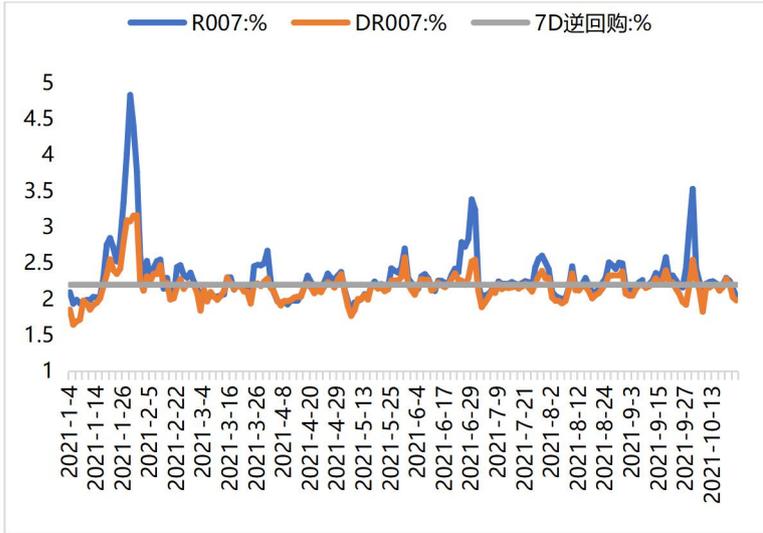


图 24 上周票据利率与前一周期持平 (%)

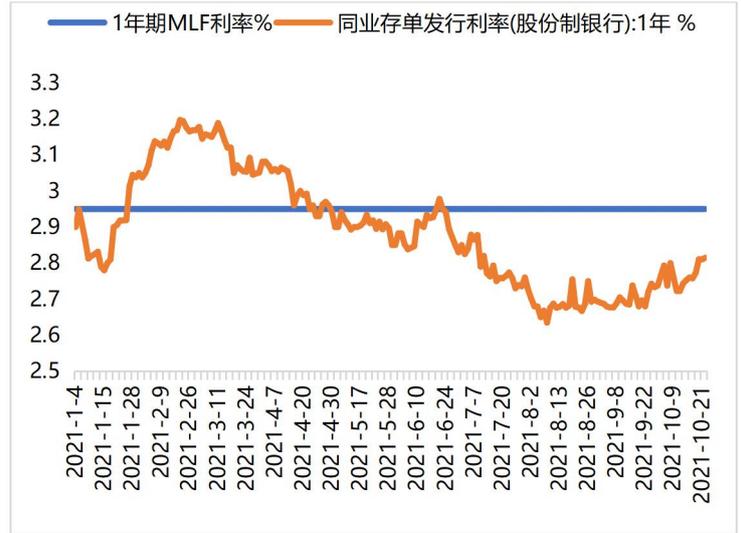
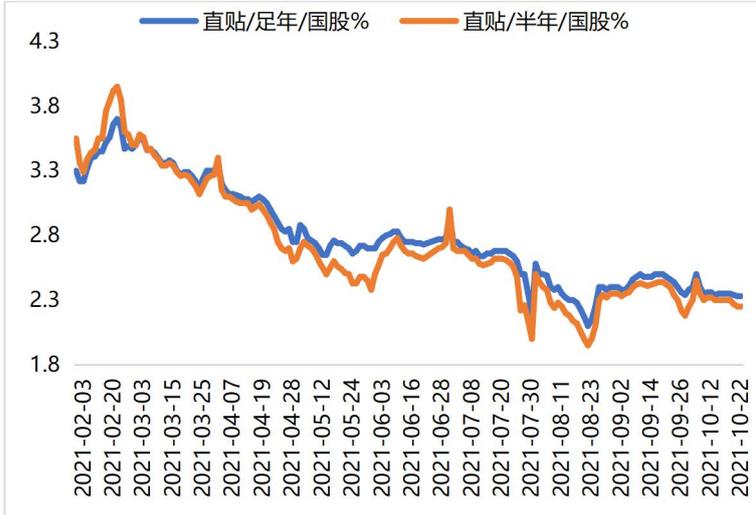


图 25 上周质押式回购成交量和隔夜占比继续回升

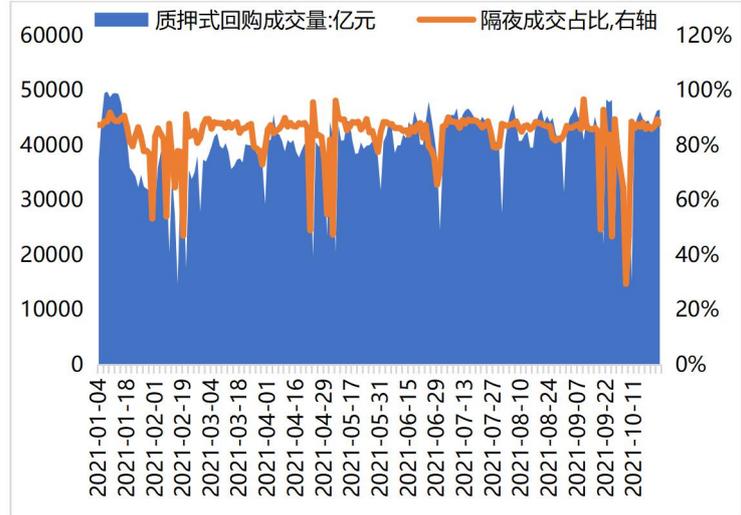
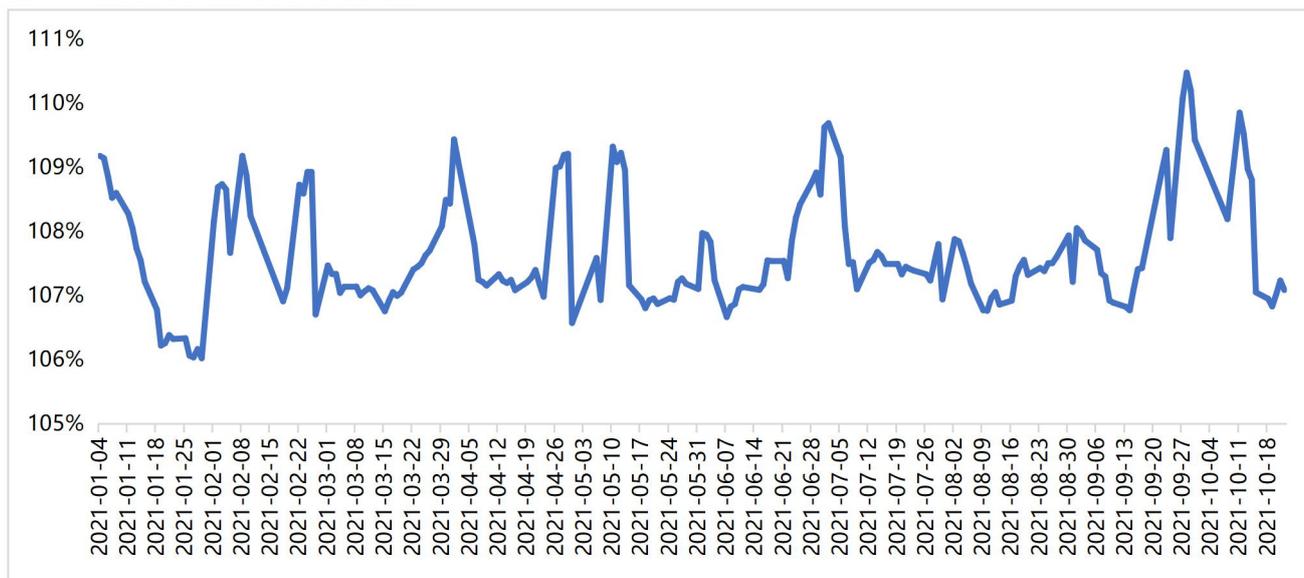


图 26 银行间市场杠杆率小幅回升



注：杠杆水平=银行间债券市场托管余额/(银行间债券市场托管余额-待回购质押式回购余额)，其中银行间债券市场托管余额日数据用月数据插值估计；待回购质押式回购余额用各期限质押式回购成交量滚动加和估计，最新月份托管余额未公布前计算方法为去年同月托管余额*（1+过去 12 个月托管余额同比增幅均值）

数据来源：Wind，东方金诚

附表：

附表 1 上周国债发行情况

债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	票面利率(%)	全场倍数
21 贴现国债 51	200	0.25	1.98	3.75
21 贴现国债 50	500	0.50	2.19	2.14
21 附息国债 15	673	2.00	2.56	2.86
21 附息国债 11(续 2)	672	5.00	2.69	3.02

资料来源：Wind，东方金诚

附表 2 上周政金债发行情况

债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	加权利率(%)	全场倍数	债券简称	发行规模(亿)	发行期限(年)	加权利率(%)	全场倍数
21进出06(增5)	0	1	2.20	3.72	21农发07(增11)	60	1	2.05	3.94
21进出22(增2)	0	2	2.63	5.45	20农发07(增20)	20	3	3.06	6.64
农发2101	30	1	2.27	3.57	21农发05(增21)	60	10	3.52	3.77
农发2102	50	4	3.04	3.91	21国开11(增10)	138	1	2.08	3.47
农发2103	20	6	3.21	4.20	21国开07(增14)	89	3	3.00	3.55
21进出688	50	0	1.77	3.91	21国开08(增4)	91	5	2.83	4.34
21进出03(增23)	30	3	3.14	6.48	21农发清发03(增发11)	30	2	2.58	3.61
21进出05(增19)	60	5	3.22	3.87	21农发清发04(增发8)	40	7	3.19	3.25
21进出10(增11)	70	10	3.38	3.43	21农发06(增11)	40	3	2.78	3.31
21国开09(增9)	30	7	3.09	4.88	21农发08(增9)	40	5	2.99	4.40
21国开15(增4)	180	10	3.12	2.98					

资料来源：Wind，东方金诚

附表 3 上周地方政府债发行情况

证券简称	发行额 (亿)	期限 (年)	发行利率 (%)	较前五日国债收益率均值上浮幅度 (bp)	全场倍数	证券简称	发行额 (亿)	期限 (年)	发行利率 (%)	较前五日国债收益率均值上浮幅度 (bp)	全场倍数
21 广东债 80	31.5	7	3.25	24	16.75	21 深圳债 57	0.7	10	3.15	15	10.00
21 广东债 89	37.4	10	3.25	25	15.96	21 深圳债 60	10.3	15	3.51	15	11.03
21 广东债 87	6.7	10	3.15	15	16.23	21 深圳债 59	3.9	15	3.51	15	10.25
21 广东债 88	31.0	10	3.25	25	15.46	21 深圳债 62	0.6	15	3.51	15	11.00
21 广东债 81	185.1	10	3.25	25	16.25	21 深圳债 64	1.0	15	3.51	15	10.69
21 广东债 85	1.6	15	3.61	25	16.09	21 深圳债 55	25.4	20	3.54	15	8.82
21 广东债 82	190.3	15	3.61	25	16.86	21 新疆债 34	38.2	7	3.25	25	18.09
21 广东债 86	10.8	15	3.61	25	15.98	21 新疆债 35	10.2	10	3.25	25	18.23
21 广东债 83	199.8	20	3.63	25	13.49	21 江苏债 22	71.0	5	2.97	15	22.23
21 广东债 84	204.3	30	3.69	15	20.77	21 江苏债 23	40.6	7	3.11	15	21.75
21 重庆债 13	59.0	3	2.94	25	29.10	21 江苏债 24	25.7	10	3.13	15	21.14
21 重庆债 15	19.7	10	3.25	25	26.92	21 江苏债 25	174.4	15	3.49	15	20.63
21 重庆债 14	217.2	30	3.79	25	29.34	21 江苏债 26	30.0	15	3.49	15	22.54
21 广东债 92	192.0	7	3.21	20	14.88	21 江西债 28	5.0	5	3.07	25	31.10
21 广东债 93	89.9	7	3.21	20	15.70	21 江西债 29	34.2	5	3.07	25	28.78
21 广东债 90	167.4	7	3.21	20	14.59	21 江西债 30	90.8	7	3.21	25	28.15
21 广东债 94	117.6	7	3.21	20	15.26	21 江西债 27	87.4	10	3.23	25	27.57
21 广东债 91	184.7	7	3.21	20	15.88	21 江西债 31	69.1	10	3.23	25	27.23
21 河南债 73	7.0	5	3.11	25	19.10	21 江西债 32	157.2	15	3.59	25	25.23
21 河南债 67	30.5	7	3.26	25	18.22	21 江西债 33	42.7	20	3.63	25	27.92
21 河南债 70	1.5	7	3.26	25	18.24	21 江西债 34	102.6	30	3.67	15	27.21
21 河南债 71	10.6	10	3.25	25	20.24	21 山东债 61	4.0	5	3.05	25	19.75
21 河南债 72	8.7	15	3.61	25	18.18	21 山东债 62	27.0	7	3.19	25	18.43
21 河南债 68	3.6	15	3.61	25	17.79	21 山东债 67	42.2	7	3.19	25	17.26
21 河南债 69	1.8	30	3.79	25	19.89	21 山东债 63	24.6	10	3.21	25	16.82
21 深圳债 63	3.3	5	3.00	15	10.80	21 山东债 64	30.9	15	3.58	25	18.52
21 深圳债 58	3.1	5	3.00	15	10.92	21 山东债 65	57.3	20	3.61	25	17.81
21 深圳债 56	18.8	7	3.15	15	10.50	21 山东债 66	18.1	30	3.65	15	19.42
21 深圳债 61	3.6	10	3.15	15	10.24						

资料来源：Wind，东方金诚

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。