

作者：陈浩川 简奖平 顾沈蓉
邮箱：research@fecr.com.cn

货币市场流动性稳中偏松，利率债收益率小幅回升 ——2021年10月利率债市场运行报告

摘要

货币市场方面，10月份，央行公开市场操作（不包含CBS）和MLF实现净投放1600亿元。关键货币资金价格中枢保持稳定，DR007月均值与央行7天逆回购操作利率基本持平；Shibor和同业存单利率则在10月继续小幅上行；1年期LPR继续保持在3.85%。

展望未来，一段时期内货币政策大概率还是以“稳”为主，维持流动性合理充裕。短期内生产性物价通胀水平仍较高，叠加碳减排支持工具的推出，货币政策的空间可能受到制约，人民银行全面降准、降息可能性不大。

利率债一级市场方面，10月份国债和政策性银行债的合计发行量和净融资环比均下行，共实现净融资4120.50亿元。国债和政策性银行债发行利率均环比上行；10月地方债月内共发行8688.60亿元，并实现净融资6893.38亿元，与上月相比大幅增加，其中，专项债新增发行继续提速，月内共新增发行5410亿元，占10月所有新增地方债券比重高达88%。

截至10月底，今年各地已组织发行新增地方政府债券36624亿元，包括一般债券7552亿元和专项债券29072亿元。其中，一般债发行进度完成已下达限额的94.40%，专项债发行进度仅完成已下达限额的83.84%。财政部前三季度财政收支情况发布会指出，2021年新增专项债券额度尽量在11月底前发行完毕，预计11月地方债供给压力仍会维持高位。

利率债二级市场方面，10月份国债和国开债成交活跃度环比降低；国债和国开债到期收益率均回升，10年期国债收益率月内峰值曾一度突破3.0%，月末回落至2.97%；地方政府债到期收益率小幅上行；中外国债利差小幅走阔，中美利差走阔至142.32BP，境外机构投资者在10月共净增持我国债券80亿元，增持力度较上月大幅减弱。10月29日，中国国债正式纳入富时全球国债指数（WGIBI），展望未来，我国债市对境外投资者仍有较强吸引力。

综合来看，10月份利率债收益率虽有所上升，但当前国内经济增长偏弱，或许尚不足以支撑其大幅上行，未来短期内利率债收益率维持震荡的可能性较大。后续可密切关注入冬后国内新冠疫情防控局势、国内经济增速、生产性物价后续走势、地产行业融资政策变化等重要变量。

相关研究报告：

- 1.《2021年9月利率债市场运行报告》，2021.10.15
- 2.《2021年9月信用债市场运行报告》，2021.10.15
- 3.《2021年8月利率债市场运行报告》，2021.9.15
- 4.《2021年8月信用债市场运行报告》，2021.9.15
- 5.《2021年7月利率债市场运行报告》，2021.8.13
- 6.《2021年7月信用债市场运行报告》，2021.8.13
- 7.《2021年6月利率债市场运行报告》，2021.7.15
- 8.《2021年6月信用债市场运行报告》，2021.7.15

目录

一、货币市场运行	2
(一) 货币市场流动性稳中偏松，公开市场操作实现净投放 1600 亿元	2
(二) 货币市场资金价格维持震荡，关键货币资金价格中枢保持稳定	3
(三) 货币政策维持稳健，统筹实施货币政策和宏观审慎政策	5
二、利率债市场运行	6
(一) 国债和政策性银行债净融资环比减少，专项债新增发行再提速	6
(二) 利率债到期收益率回升，外资增持我国债券力度大幅减弱	9
三、总结与展望	13

一、货币市场运行

(一) 货币市场流动性稳中偏松，公开市场操作实现净投放 1600 亿元

2021年10月（下称“10月”），央行公开市场操作（不包含CBS）和MLF（含TMLF）共实现净投放1600亿元。其中，逆回购投放量为1.39万亿元，逆回购到期1.23万亿元；国库现金定存投放700亿元，有700亿元国库现金定存到期；MLF（含TMLF）投放5000亿元，MLF（含TMLF）回笼5000亿元（见表1）。

表1：公开市场操作与中期借贷便利投放与回笼（截至2021年10月31日，单位：亿元）

时间	货币净投放	国库现金定存	国库现金到期	正回购投放	正回购到期	逆回购投放	逆回购到期	MLF投放(含TMLF)	MLF到期(含TMLF)
2020年10月	100	500	800	0	0	9300	11900	5000	2000
2020年11月	4300	500	500	0	0	17500	17200	10000	6000
2020年12月	3200	0	500	0	0	8600	8400	9500	6000
2021年1月	-2165	0	0	0	0	10690	12450	5000	5405
2021年2月	-3040	0	0	0	0	8300	11340	2000	2000
2021年3月	-200	0	0	0	0	2300	2500	1000	1000
2021年4月	839	700	0	0	0	2200	2000	1500	1561
2021年5月	0	700	700	0	0	1600	1600	1000	1000
2021年6月	1000	700	700	0	0	3100	2100	2000	2000
2021年7月	-3600	700	700	0	0	2600	3200	1000	4000
2021年8月	1300	700	0	0	0	4200	2600	6000	7000
2021年9月	5900	700	700	0	0	11800	5900	6000	6000
2021年10月	1600	700	700	0	0	13900	12300	5000	5000

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

具体来看，国庆节后至10月中旬，连续多日有大额逆回购到期，央行维持每日100亿元逆回购投放，截至10月15日逆回购共净回笼7800亿元。10月20日至月底，央行持续进行逆回购超量续作。截至月底，央行于月内共实现逆回购净投放1600亿元。

央行于10月15日对金融机构开展MLF操作5000亿元（期限为1年，利率为2.95%），并于同日有5000亿元MLF到期，实现等量续作。今年11-12月，将共有1.95万亿MLF到期。

此外，财政部、中国人民银行于10月27日以利率招标方式进行了2021年中央国库现金管理商业银行定期存款（七期）招投标，中标总量700亿元，2021年10月27日到期，中标利率3.50%。此外，为提高商业银行永续债的市场流动性，支持商业银行发行永续债补充资本，央行在10月29日以固定费率数量招标方式开展了2021年第十期央行票据互换（CBS）操作，期限3个月，费率0.1%，中标总量50亿元。

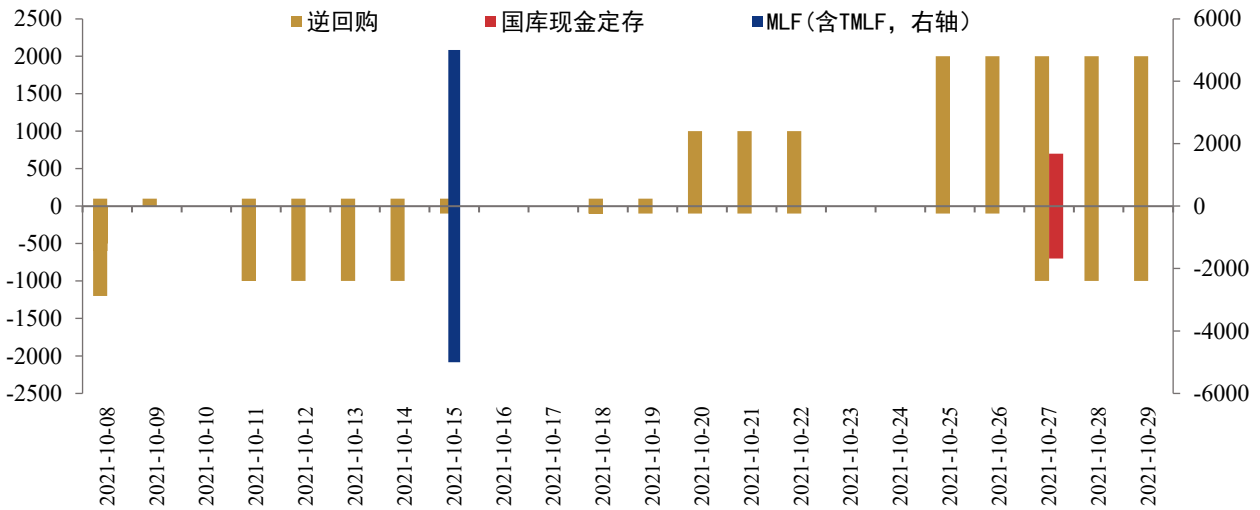


图1：2021年10月央行公开市场操作与中期借贷便利投放与回笼（正值为投放，负值为回笼，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

10月，为满足金融机构临时性流动性需求，央行对金融机构开展常备借贷便利操作共2.92亿元，期限均为隔夜，期末常备借贷便利余额为0亿元。隔夜、7天、1个月常备借贷便利利率分别为3.05%、3.2%、3.55%。此外，国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净归还抵押补充贷款466亿元，期末抵押补充贷款余额为28378亿元。

（二）货币市场资金价格维持震荡，关键货币资金价格中枢保持稳定

10月央行公开市场7天逆回购操作中标利率维持在2.20%。

银行间市场7天回购利率在10月呈震荡运行态势，中枢基本稳定（见图2）。10月29日，R007为2.4249%，与上月末相比变化不大；DR007则较上月末小幅上行6.57BP至2.34%，R007-DR007价差小幅收窄6.79BP。10月DR007月均值为2.17%，低于央行7天逆回购操作利率3BP。

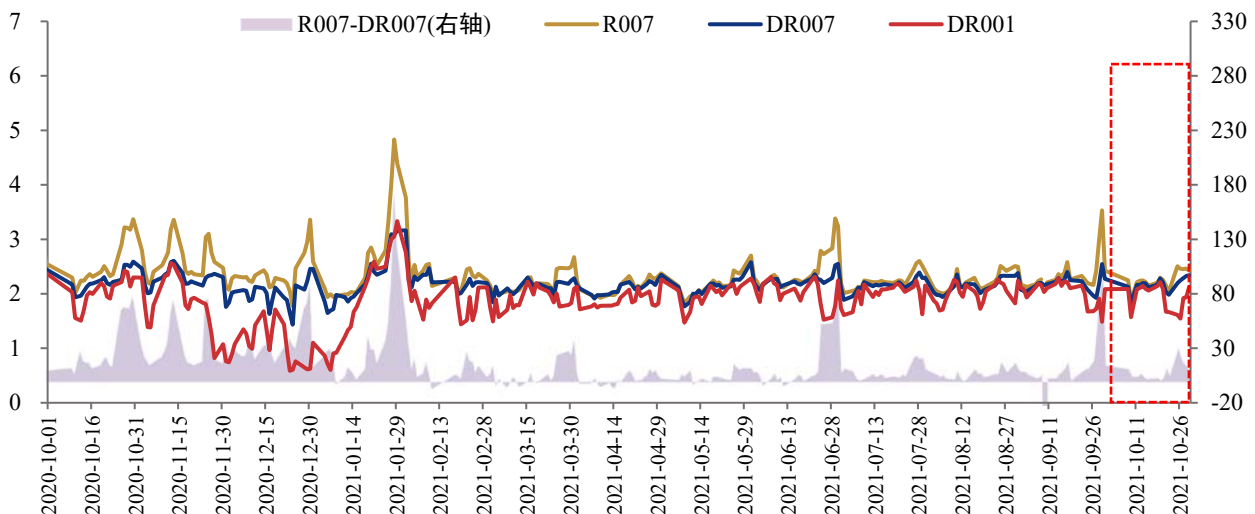


图2：R007、DR007利率及利差（单位：%、BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

信贷市场方面，10月20日，全国银行间同业拆借中心公布贷款市场报价利率（LPR）与上月相比保持不变，1年期LPR为3.85%。

10月，不同期限Shibor利率小幅上行（见图3）。截至10月29日，3个月期、6个月期和1年期Shibor利率分别上行1.8BP、4.7BP和6BP至2.4490%、2.5360%和2.7820%，长期限Shibor利率上行相对更为明显。

10月同业存单到期收益率走势总体与Shibor利率类似，整体小幅上行（见图4）。其中，AAA级3个月期和1年期同业存单收益率上行较为明显，与9月末相比分别上行13.46BP和7.91BP；AA级3个月期同业存单收益率上行11.46BP，而AA级6个月期同业存单收益率则下行4.97BP。

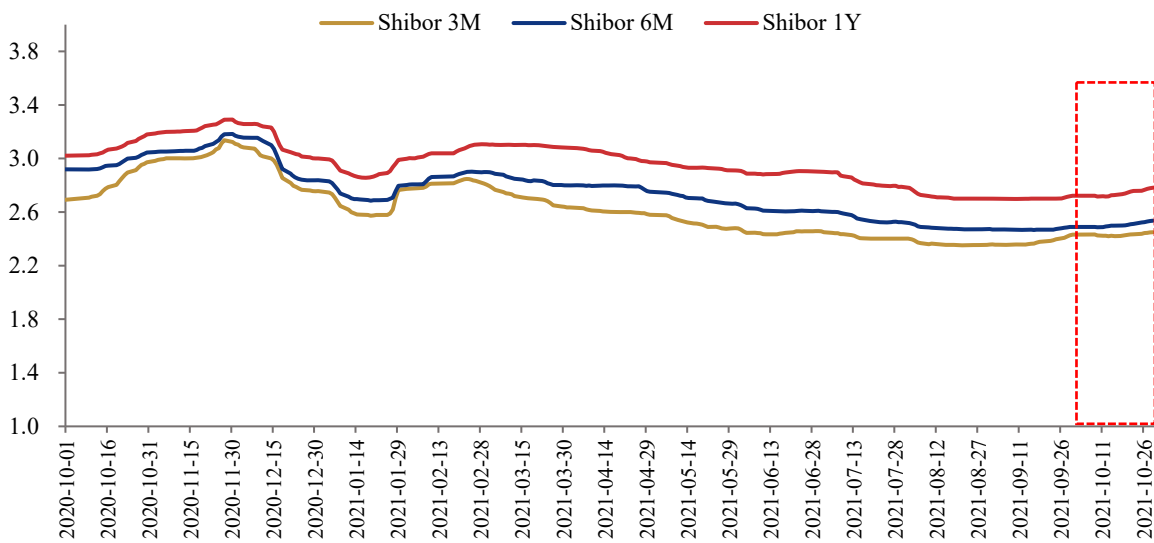


图3: Shibor利率走势 (单位: %)

数据来源: Wind资讯, 远东资信整理

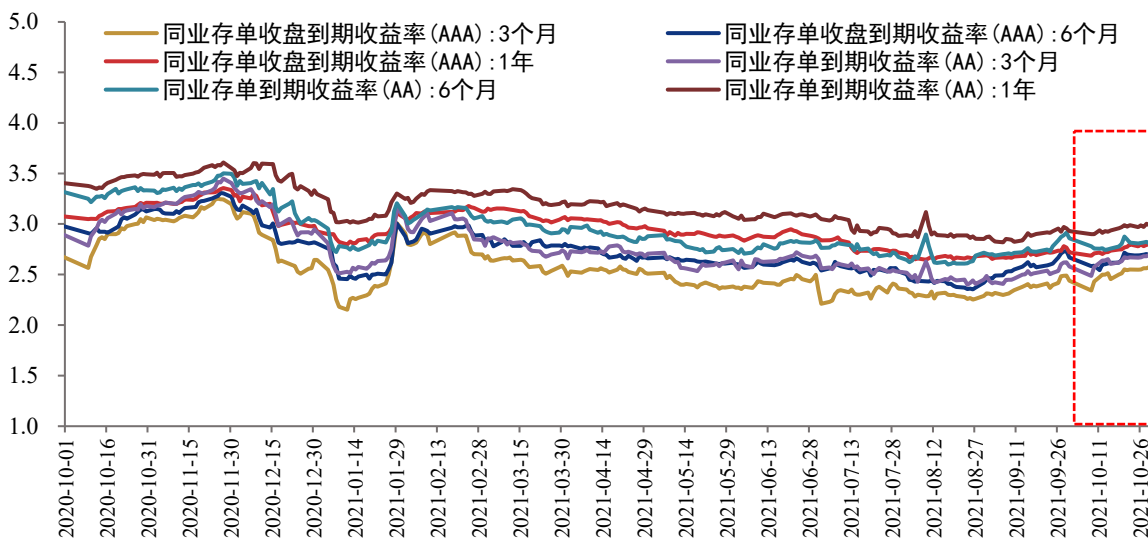


图4: 同业存单到期收益率走势 (单位: %)

数据来源: Wind资讯, 远东资信整理

从同业存单的发行与到期来看，10月份发行量为16322.90亿元，环比增长2927.1亿元；净融资额为4686亿元（见图5），环比大幅增长4278.5亿元。未来3个月（11月-1月），每月分别有16519.60亿元、16994.80亿元和10066.90亿元到期。

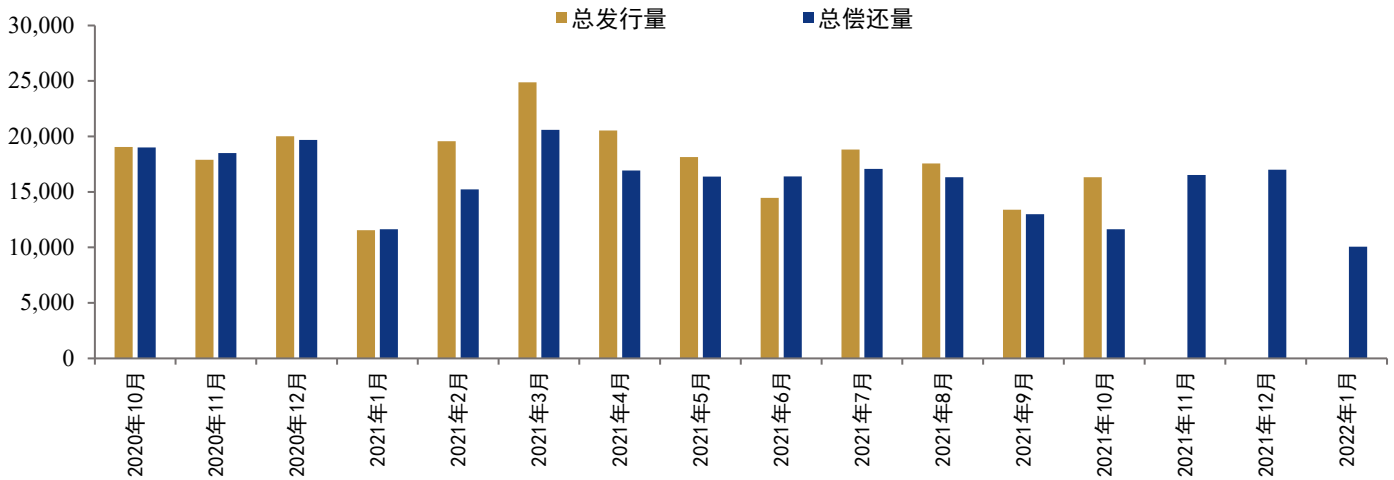


图5：同业存单的发行与到期（数据截至2021年10月31日，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

（三）货币政策维持稳健，统筹实施货币政策和宏观审慎政策

10月14日，国际货币与金融委员会会议召开，央行行长易纲表示，在有效控制疫情的基础上，中国经济继续恢复态势，通胀总体温温和。进出口强劲增长，经常账户顺差继续处于合理区间，人民币汇率保持平稳。**中国政府将继续采取积极的财政政策和稳健的货币政策支持经济复苏。**

10月15日，三季度金融统计数据发布会上，央行官员就前金融市场热点问题作出回应：（1）关于四季度有大规模MLF到期压力，央行货币政策司司长孙国峰称，**第四季度，银行体系流动性供求将继续保持基本平衡，不会出现大的波动，央行将运用MLF、公开市场操作等种货币政策工具，熨平短期波动**；结构性货币政策工具的实施在增加流动性总量方面也将发挥一定的作用。受孙司长发言影响，市场降准预期有所降温。（2）关于恒大集团债务相关问题，央行金融市场司司长邹澜称，恒大集团总负债中，金融负债不到三分之一，债权人也比较分散，单个金融机构风险敞口不大；总体上看，其风险对金融行业的外溢性可控，**恒大的问题在房地产行业是个别现象，房地产行业总体是健康的**。邹司长同时表示，之前，部分金融机构对于30家试点房企“三线四档”融资管理规则也存在一些误解，将要求“红档”企业有息负债余额不得新增，误解为银行不得新发放开发贷款，企业销售回款偿还贷款后，原本应该合理支持的新开工项目得不到贷款，也一定程度上造成了一些企业资金链紧绷。对于这些情况，人民银行、银保监会已于9月底召开房地产金融工作座谈会，指导主要银行准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，保持房地产信贷平稳有序投放，维护房地产市场平稳健康发展。

10月21日，2021金融街论坛年会召开，易纲在会议中提出，**要统筹实施货币政策和宏观审慎政策**。要保持正常货币政策，保持利差水平处于合理区间，有利于促进银行体系更好地为实体经济增长服务，也有利于维护金融稳定。

综合来看，未来一段时期内货币政策大概率还是以“稳”为主，维持流动性合理充裕。房地产方面严格的调控政策已开始有所边际放松，但“房住不炒”“稳地价、稳房价、稳预期”的主基调不会发生改变。短期内生产性物价通胀仍将处于偏高水平，货币政策的空间可能受到制约。11月8日，人民银行正式推出碳减排支持工具，通过“先贷后借”的直达机制，对金融机构向碳减排重点领域内相关企业发放的符合条件的碳减排贷款，按贷款本金的60%提供资金支持，利率为1.75%。碳减排支持工具发挥了再贷款和定向降息的作用，该工具的推出或降低了短期内人民银行全面降准、降息的可能性。

二、利率债市场运行

（一）国债和政策性银行债净融资环比减少，专项债新增发行再提速

1. 国债与政策性银行债净融资减少，发行利率环比上行

2021年10月，国债和政策性银行债的合计发行量小幅下降，共发行9862.20亿元，实现净融资4121.50亿元，发行量和净融资环比均有所减少（见图6）。其中，国债和政策性银行债分别发行6267亿元和3595.20亿元，净融资额分别为1439.20亿元和2682.30亿元。

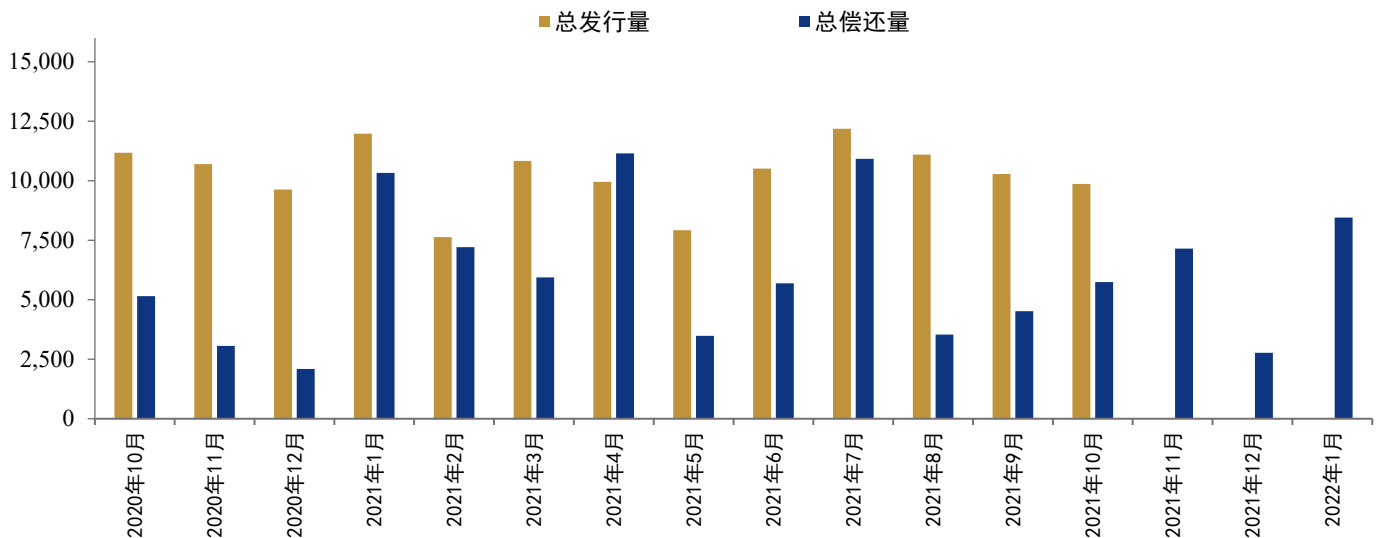


图6：国债和政策性银行债合计的发行与到期（数据截至2021年10月31日，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从发行利率来看，10月各期限国债和政策性银行债发行利率均环比上行。国债方面，5年期国债加权平均发行利率上行幅度较大，上行14.92BP至2.9882%；2年期和10年期国债加权平均发行利率分别较上月上行12.27BP和8.55BP。政策性银行债方面，10月2年期、5年期和10年期政策性银行债分别上行20.8BP、14.01BP和15.43BP。

拉长时间来看，2018年以来，10年期国债和10年期政策性银行债发行利率总体呈现回落态势。从发行利差来看，10月份，10年期政策性银行债发行利差为27.6BP，已连续3个月收窄，处于近5年的较低水平（见图7）。

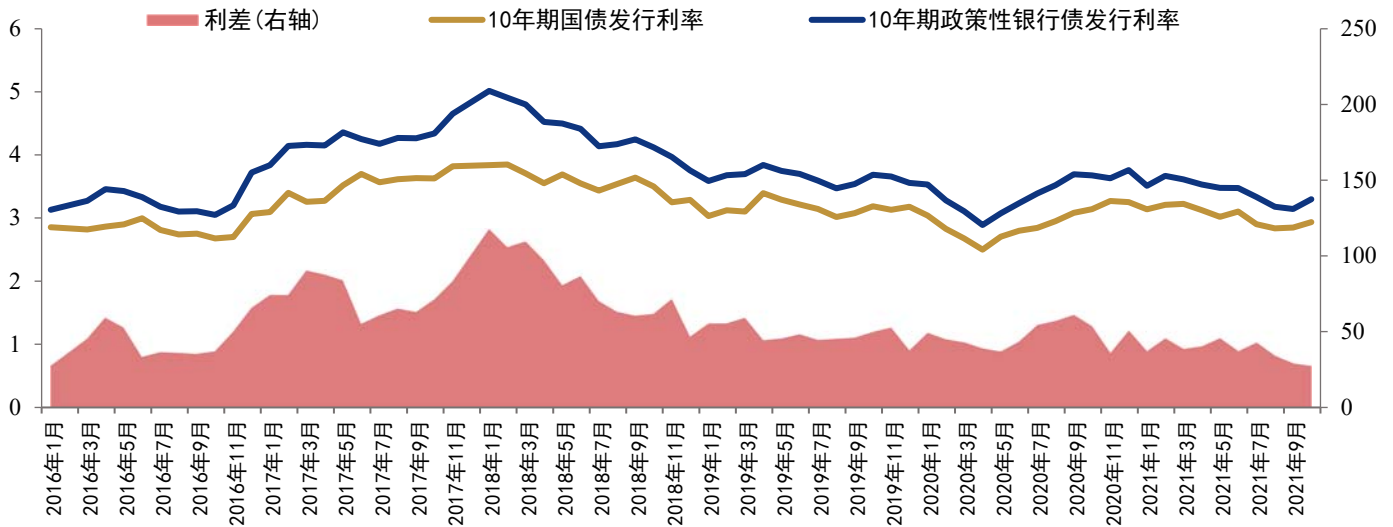


图7：10年期国债和10年期政策性银行债发行利率及利差（数据截至2021年10月31日，单位：%，BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

2. 专项债新增发行再提速

10月份，地方债发行节奏进一步提速。10月全国地方债共计发行8688.60亿元，环比增加1310.16亿元；实现净融资6893.38亿元，环比大幅增加2040.85亿元（见图8）。新发行债券中有6072.38亿元为今年新增额度债券，占所有新增发行债券比重为69.89%。10月地方债平均发行期限为13.55年，其中，10年期地方债平均发行利率为3.22%，环比上行12BP。10月地方债发行额超过500亿元的为广东、四川、浙江和江西等四地，广东和四川两地方债发行额均超过1000亿元。

从专项债新增发行来看，专项债新增发行继续提速，10月共新增发行专项债5410亿元，占10月所有新增地方债券比重高达88%，较上月新增发行规模增加179.31亿元（见图9）。新增发行的专项债主要用于市政及产业园区基础设施（占比38.41%）、社会事业（占比18.51%）、交通基础设施（占比18.21%）、保障性安居工程（13.99%）、农林水利（占比6.93%）、生态环保（占比0.5%）等领域（见图10）。

此外，财政部政府债务研究和评估中心发布的数据显示，截至10月底，今年各地已组织发行新增地方政府债券36624亿元，包括一般债券7552亿元和专项债券29072亿元。其中，一般债发行进度完成已下达限额的94.40%，专项债发行进度完成已下达限额的83.84%。

相关政策方面，10月22日，财政部前三季度财政收支情况发布会指出，财政部将继续加强对地方的指导，要求地方按照“资金跟着项目走”的原则，继续围绕国家重大区域发展战略以及“十四五”发展规划等，加大对重点项目的支持力度，2021年新增专项债券额度尽量在11月底前发行完毕，持续发挥专项债券对地方经济社会发展的积极作用。

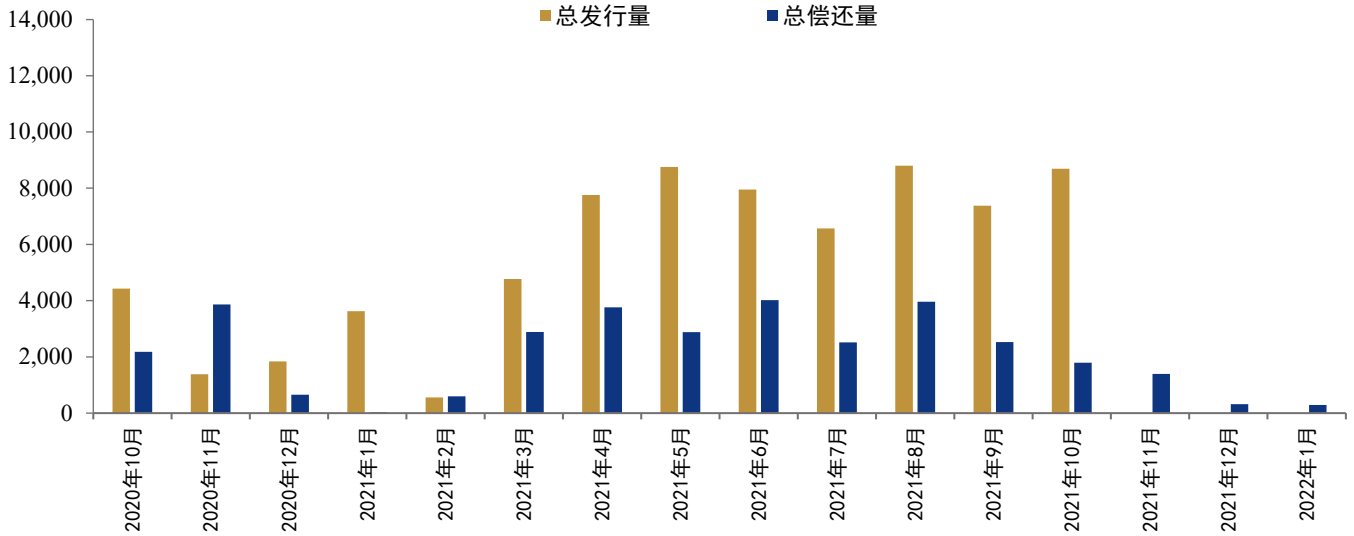


图8：地方债的发行与到期（数据截至2021年10月30日，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

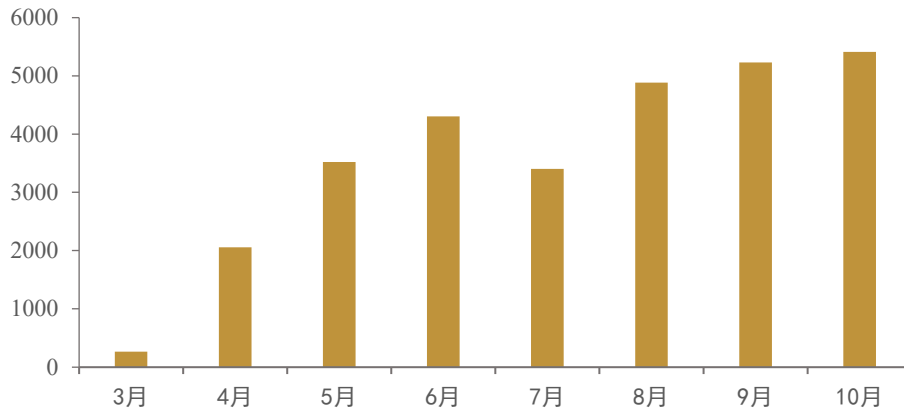


图9：专项债新增发行情况（2021年3月至2021年10月，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

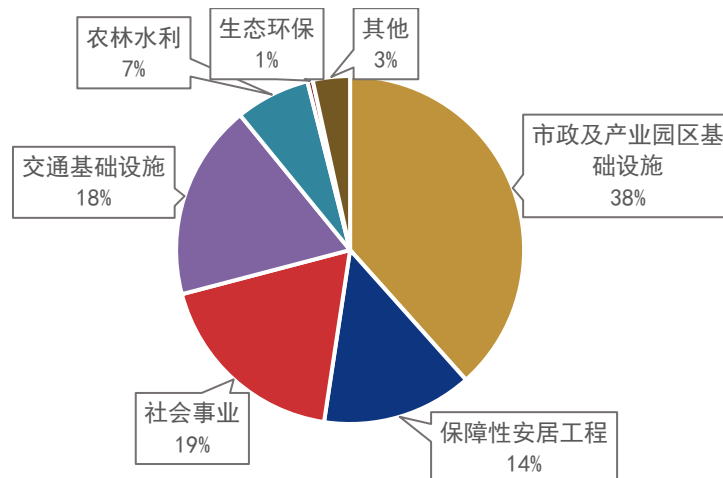


图10：10月新增额度专项债资金投向占比

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

(二) 利率债到期收益率回升，外资增持我国债券力度大幅减弱

1. 利率债到期收益率回升

(1) 国债和国开债成交活跃度下降，到期收益率回升

2021年10月份，由于有国庆假期，国债和国开债成交量均大幅下降。10月国债共成交24424.79亿元，成交额较上月减少7156.78亿元，其中：活跃券“21付息国债09”10月29日到期收益率为2.97%，与9月末相比上行12.75BP；政策性银行债成交54807.87亿元，成交额较上月大幅减少16203.59亿元，其中，活跃券“21国开10”10月29日到期收益率为3.33%，较9月末上行11.5BP。

10月份10年期国债和国开债收益率小幅回升（见图11）。10月末中债10年期国债收益率为2.9732%，和上月末相比上行9.56BP，月内峰值曾一度突破3.0%；10月末10年期国开债到期收益率为3.293%，与上月末相比上行9.54BP。

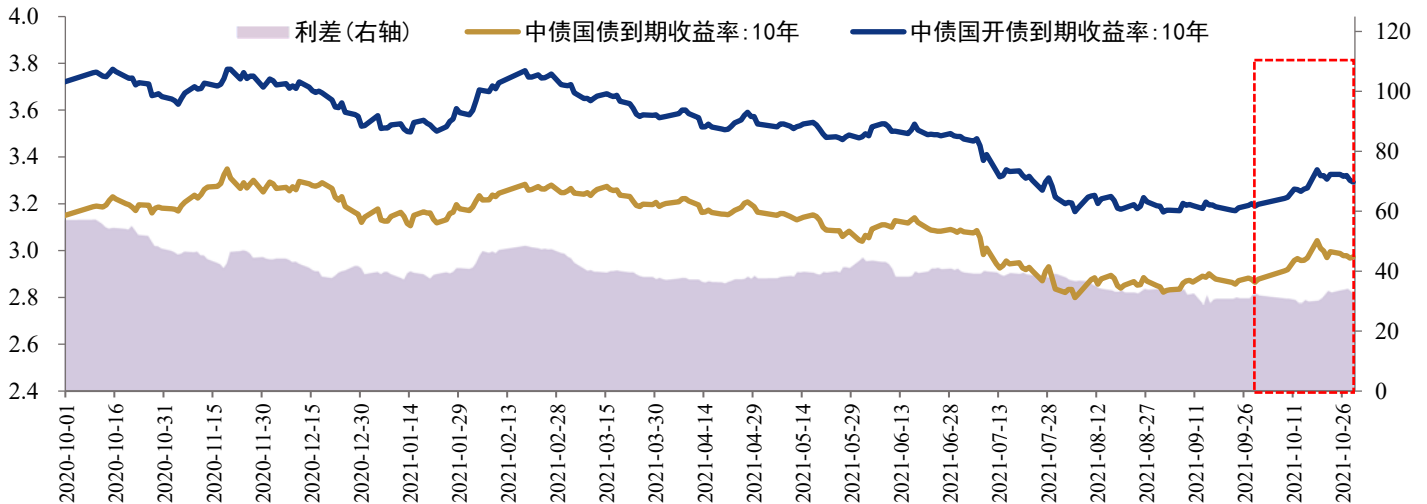


图11：10年期国债与国开债利率走势及两者利差（单位：%；BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从影响利率债收益率运行的因素来看（图12），利率债收益率在10月中上旬上行，其主要原因或在于以下两个方面。一是央行三季度金融数据发布会上的表态降低了“降准”预期，叠加税期及利率债放量等因素对流动性显著扰动，驱动国债收益率上行。二是节后在高通胀预期以及海外流动性收紧预期的合力之下，市场情绪受到一定扰动，国内利率债收益率受到了一定影响。两方面因素综合作用，一度将利率债收益率推升至3.0%上方。10月下旬利率债收益率升势渐收，维持在3%下方震荡运行，主要可能是受到央行自10月20日至月底持续每日大额超量续作逆回购的影响。

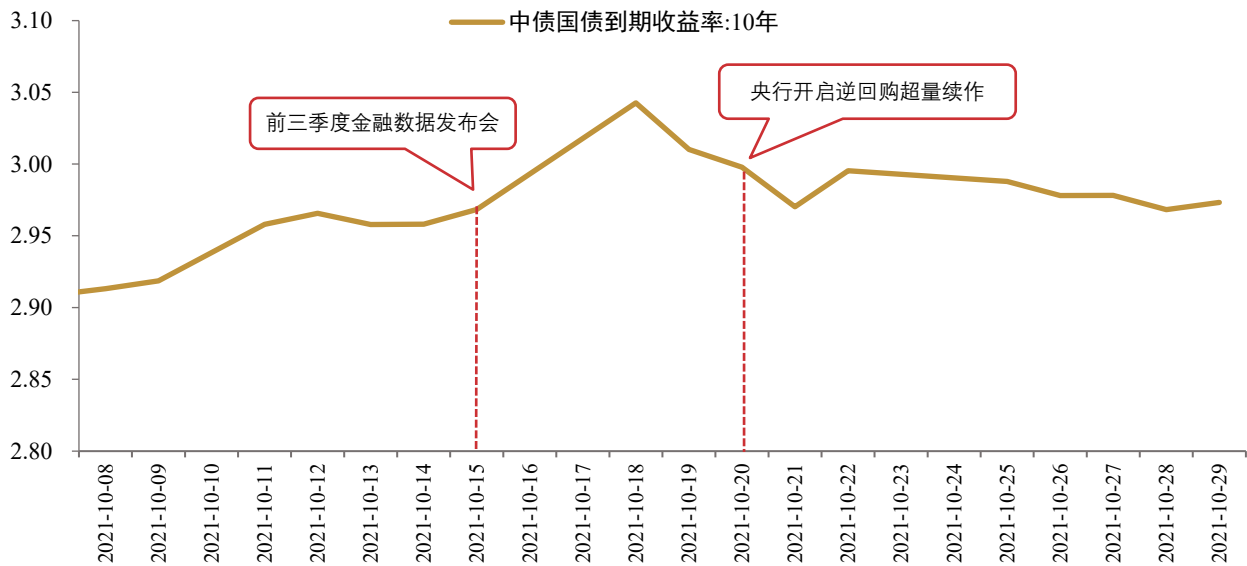


图 12: 10 年期国债利率走势及相关影响因素 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

从不同期限国债到期收益率变化来看,与9月末相比,除1年期外,10月末各期限国债收益率总体均上行。具体来看,10月末1年期国债收益率下行2.27BP;3年期、5年期和7年期国债收益率上行幅度相对较大,分别上行了17.35BP、13.04BP和15.35BP。值得一提的是,7年期国债收益率和10年期国债收益率在10月29日出现倒挂,7年期国债收益率高于10年期国债收益率3.43BP。从国债期限利差来看,与9月末相比,10月末5Y-2Y国债期限利差小幅拓宽3.58BP至25.8BP;10Y-5Y国债期限利差为12.94BP,较上月末小幅收窄3.48BP(见图13)。

从国开债到期收益率变化来看,与国债情况类似,10月末国开债收益率与上月相比均上行,中长期限国开债收益率上行幅度较大。从国开债期限利差来看,10月末5Y-2Y国开债期限利差为41.03BP,与上月末相比走阔9.29BP;10Y-5Y国开债期限利差小幅收窄3.64BP至17.42BP(见图14)。

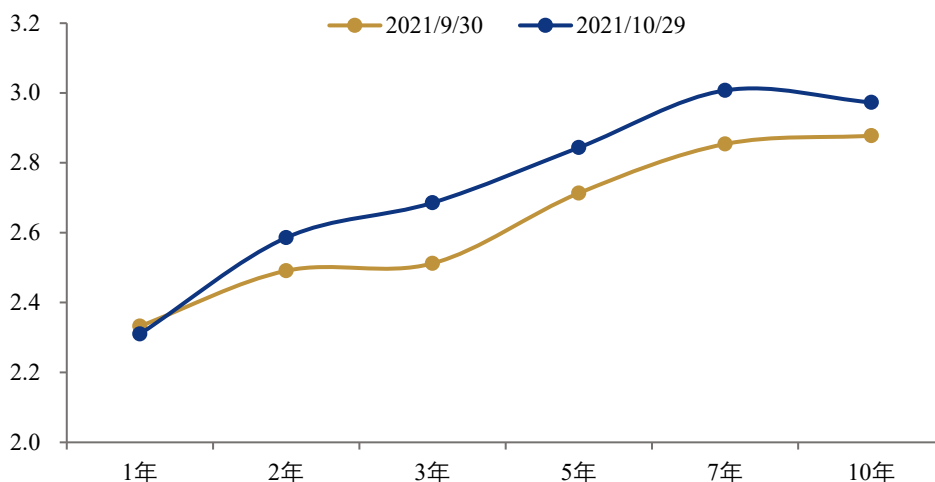


图 13: 2021 年 10 月末各期限中债国债到期收益率及其与 9 月末比较 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

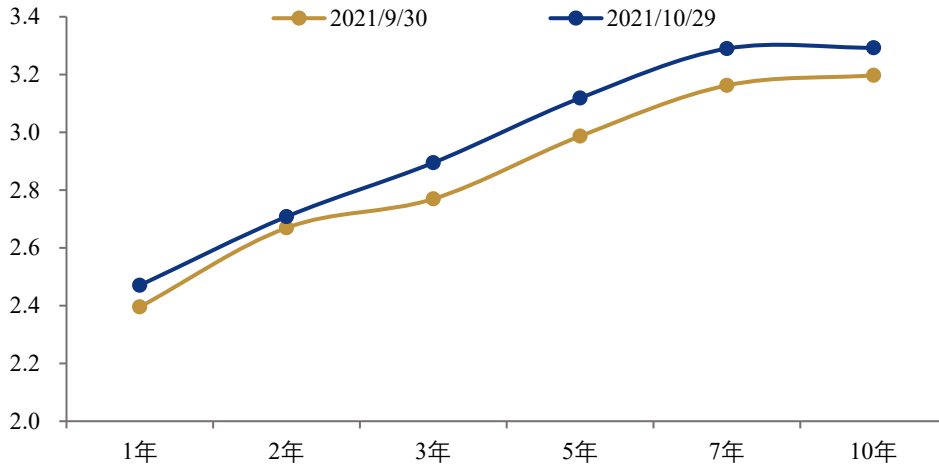


图 14: 2021 年 10 月末各期限中债国开债到期收益率及其与 9 月末比较 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

(2) 地方政府债到期收益率上行

10 月份, 受到国债收益率走势影响, 主要中期限地方债到期收益率均上行, 上行幅度均在 6BP 左右 (见图 15)。

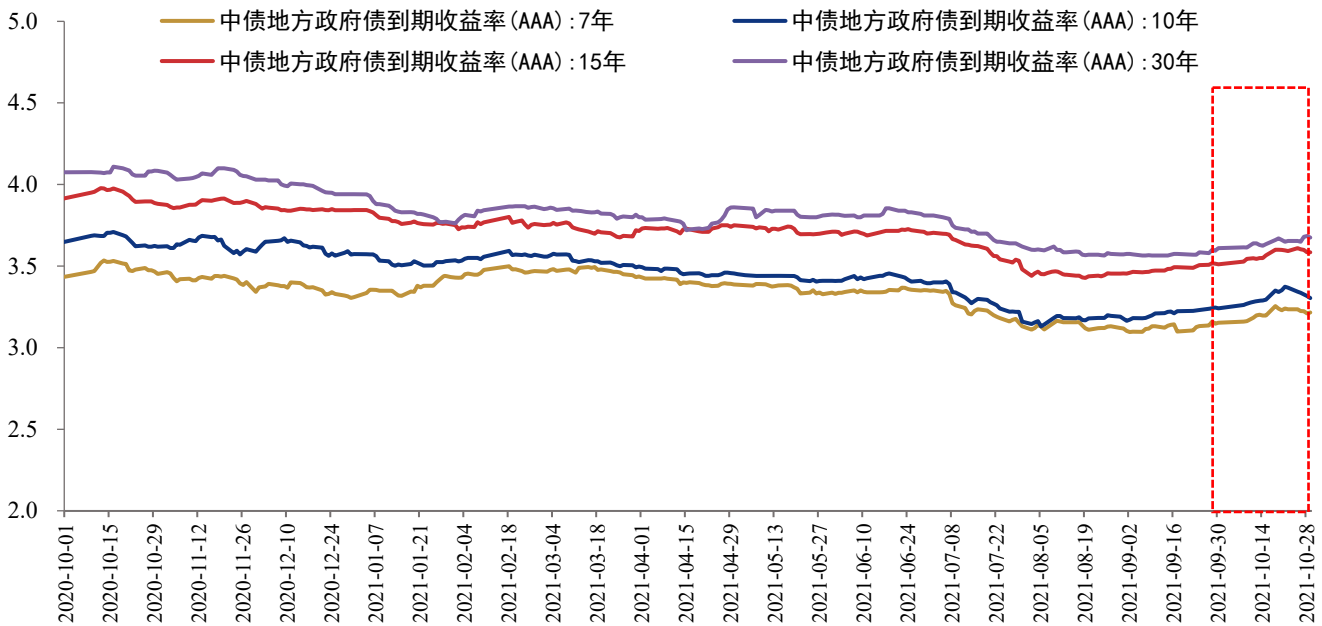


图 15: 7 年期、10 年期、15 年期和 30 年期地方政府债利率走势 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

2. 中外国债利差小幅走阔, 境外投资者增持我国债券力度大幅减弱

从国际角度来看, 10 月份海外主要经济体国债收益率震荡运行, 中外 10 年期国债利差小幅走阔 (见图 16)。其中, 10 月末中美国债利差为 142.32BP, 与 9 月末相比走阔了 6.56BP。此外, 中日、中英 10 年期国债利差分别走阔了 7.56BP 和 7.62BP。

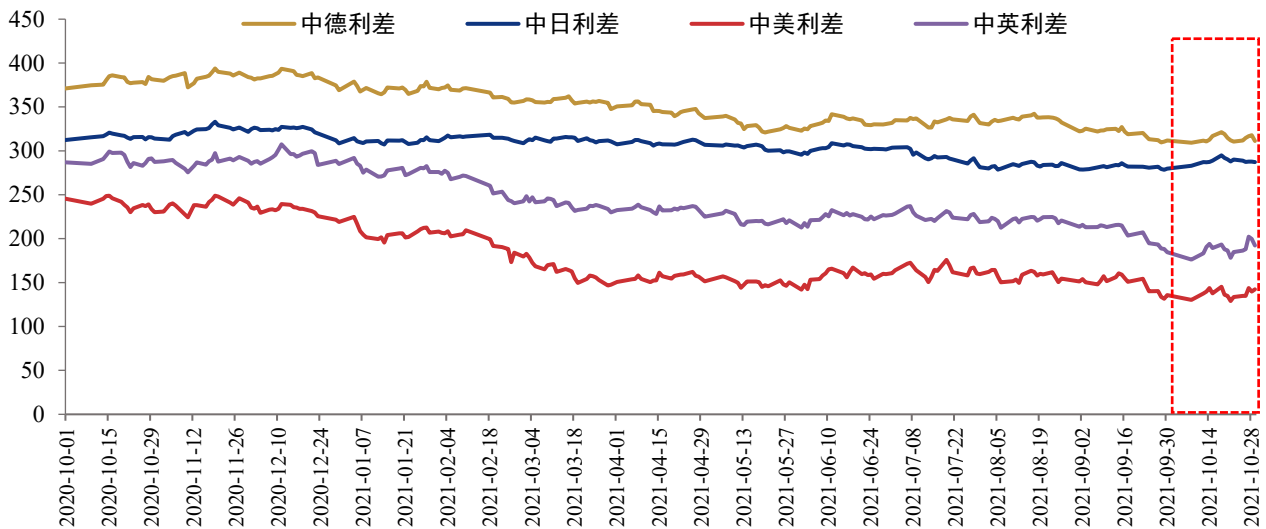


图 16: 10 年期中国国债和其他主要经济体国债利差走势 (单位: BP)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

10 月份, 受美联储 Taper 官宣在即等因素影响, 境外机构投资者增持我国债券力度大幅减弱, 增量规模主要由国债支撑 (见图 17)。

媒体根据中债登最新数据计算, 截至 10 月末, 境外机构在中债登托管我国境内债券面额为 35167 亿元, 新增债券持有量 226 亿元, 增持力度较上月大幅减少 (前值为 884 亿元)。在新增持有债券中, 有中国国债 241 亿元, 其增量亦较上月大幅减少。

从上清所公布的数据来看, 截至 10 月末, 境外机构在上清所托管我国境内债券面额为 3361.6 亿元, 月内境外机构在上清所债券托管量减少 146.18 亿元人民币, 主要受同业存单减持 130.35 亿元拖累。

综合来看, 境外机构在 9 月共净增持我国债券 80 亿元, 增持力度较上月大幅减弱。

10 月 27 日, 国务院常务会议指出, 要坚持扩大对外开放, 发挥国内大市场的优势, 优化营商环境, 加大吸引外资力度, 鼓励更多外资通过债券市场参与国内发展。会议决定, 将境外机构投资者投资境内债券市场取得的债券利息收入免征企业所得税和增值税政策的实施期限, 延长至“十四五”末, 即 2025 年 12 月 31 日。10 月 29 日, 中国国债正式纳入富时全球国债指数 (WGBI)。这标志着继 2019 年纳入彭博巴克莱全球综合指数、2020 年纳入摩根大通-全球新兴市场政府债券指数后, 我国国债被全球三大主流债券指数悉数纳入, 反映了国际社会对我国政府债券市场改革开放成果的认同。

总的来说, 中外国债利差优势、对外开放政策加码等因素会持续为外资流入我国债券市场提供动力, 美联储 Taper 等短期因素或不会对外资配置人民币债券的大趋势产生影响。

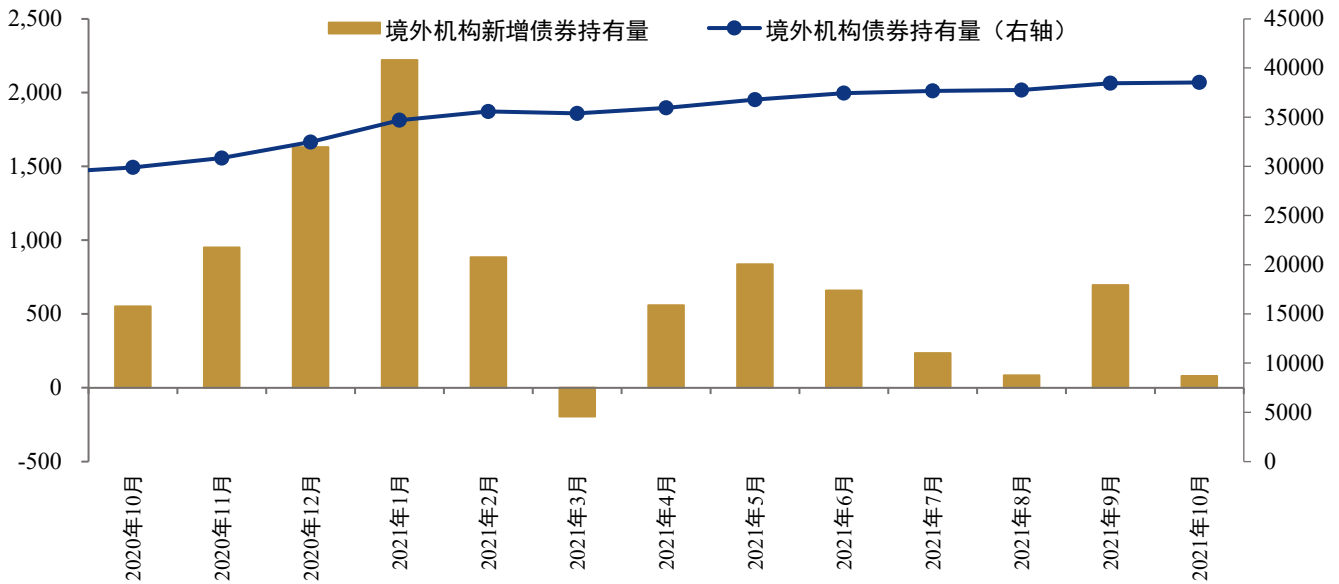


图 17: 境外机构持有我国债券总量及新增量 (单位: 亿元)

数据来源: 上清所、中债登, 远东资信整理

三、总结与展望

货币市场方面, 10月央行公开市场操作共实现净投放1600亿元。关键货币资金价格中枢保持稳定, DR007月均值与央行7天逆回购操作利率(2.20%)基本持平; Shibor和同业存单利率则在10月继续小幅上行。展望未来, 一段时期内货币政策大概率还是以“稳”为主, 维持流动性合理充裕。短期内生产性物价通胀水平仍较高, 货币政策的空间可能受到制约, 叠加碳减排支持工具的推出, 全面降息、降准可能性显著弱化。

利率债市场方面, 从一级市场来看, 10月国债和政策性银行债净融资共实现4121.50亿元, 环比减少; 10年期国债和政策性银行债发行利率环比均上行。10月地方债月内共发行8688.60亿元, 并实现净融资6893.38亿元, 环比大幅增加; 专项债新增发行进一步提速, 月内共新增发行5410亿元, 占有新增发行地方债比重为88%; 截至10月末, 今年专项债新增发行已完成已下达限额的83.84%。财政部前三季度财政收支情况发布会指出, 2021年新增专项债券额度尽量在11月底前发行完毕, 预计11月地方债供给压力仍会维持高位。

从利率债二级市场来看, 10月份国债和国开债成交活跃度环比降低; 国债和国开债到期收益率均回升, 10年期国债收益率月内峰值曾一度突破3.0%, 月末回落至2.97%; 地方政府债到期收益率小幅上行; 中外国债利差小幅走阔, 中美利差收窄至142.32BP, 境外机构投资者净增持我国债券80亿元, 增持力度较上月大幅减弱。10月29日, 中国国债正式纳入富时全球国债指数(WGBI), 展望未来, 我国债市对境外投资者仍有较强吸引力。

综合来看, 10月份利率债收益率虽有所上行, 但当前国内经济增长偏弱, 或许尚不足以支撑其大幅上行, 未来短期内利率债收益率维持震荡的可能性较大。后续可密切关注入冬后国内新冠疫情防控局势、国内经济增速、生产性物价后续走势、地产行业融资政策变化等重要变量。

【作者简介】

陈浩川，北京化工大学材料科学与工程硕士、麦考瑞大学银行金融硕士，研究与发展部研究员；
简奖平，CIIA，对外经济贸易大学金融学院硕士、清华大学软件学院硕士，研究与发展部总经理、研究员；
顾沈蓉，中央民族大学金融硕士，研究与发展部助理研究员（实习生）。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-5727 7666

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层
电话：021-6510 0651

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。