下载日志已记录，仅供内部参考

宏观专题

证券分析师

程强

资格编号：S0120524010005
邮箱：chengqiang@tebon.com.cn

谭诗吟

资格编号：S0120523070007
邮箱：tansy@tebon.com.cn

研究助理

郭津岑
邮箱：guojc@tebon.com.cn

美国如何化解债务？

投资要点：

- 近期，美国债务规模突破 40 万亿美元，美债收益率持续攀升，市场对美国债务可持续性的关注度逐渐升温。**美国当前的化债选择较为狭窄，正处于在货币信用、财政压力与经济增长之间“走钢丝”的状态。**一方面，高赤字和高债务推升国债供给与利息负担，融资成本上升又进一步加大财政压力；另一方面，过早宽松可能重新推升通胀预期和长端利率，而过快财政紧缩则可能拖累经济增长，使债务率进一步承压。因此，美国化债难以依赖单一政策工具，而需要在稳增长、控通胀和改善财政之间寻找平衡。我们认为，**美国化债更可能沿着“短期稳信用、中期降成本、长期控赤字、更长期促增长”的路径渐进推进。**

- **短期来看，美国化债的首要任务是稳定货币信用，而非通过快速降息直接降低政府融资成本。**在财政赤字高企、长期美债供给压力较大的背景下，若美联储过早转向宽松，或推升通胀预期与期限溢价，进一步推高长端收益率。因此，我们认为，短期政策或需在控制通胀与避免经济深度衰退之间寻找平衡，通过维持货币政策独立性和抗通胀信誉，稳定市场对美元的信心，为后续融资成本下降创造条件。

- **中期来看，在通胀和货币信用逐步稳定后，债务期限管理与降息有望共同缓解政府融资成本压力。**财政部可以通过优化国债发行结构、阶段性调整短长债发行比例以及回购存量长期国债等方式，缓解长端久期供给压力；美联储则可在通胀明显回落后逐步降低政策利率，推动短端融资成本下降。随着存量债务逐步到期并以更低利率滚动续作，政府平均融资成本有望渐进回落。

- **长期来看，财政整固仍是稳定债务率的必要条件，核心在于逐步改善初级财政余额并切断债务自我强化机制。**单纯降低融资成本只能缓解利息负担，如果初级财政赤字持续存在，新增债务仍会不断累积，并形成新的利息支出。因此，美国仍需要通过扩大税基、优化税收优惠、控制非必要支出以及逐步约束社会保障和医疗等刚性支出增长，改善财政基本面。但考虑到财政紧缩本身会压制总需求，财政整固不宜采取短期大规模紧缩，而更可能需要通过明确中期财政调整路径、分阶段推进增收减支，在控制赤字的同时避免经济过快下行。

- **更长期来看，能否实现“以增长化债”或取决于 AI 能否转化为持续的全要素生产率提升。**仅靠压缩赤字和降低融资成本或不足以彻底改善债务动态，提高潜在经济增速同样关键。我们认为，AI 的价值或不在于当前数据中心和芯片等资本开支本身，而在于能否向传统行业扩散并转化为效率提升。若 AI 能形成广泛的生产率红利，则有望抬升潜在 GDP 增速、扩大税基，从增长端改善债务可持续性；反之，美国将更多依赖财政整固和降息维持债务稳定。

- **风险提示：**美国财政整固不及预期风险；通胀反复及融资成本超预期风险；AI 投资向生产率转化不及预期风险

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 美国债务困境.....4
2. 美国化债路径.....5
2.1. 短期稳信用.....5
2.2. 中期降成本.....6
2.3. 长期改善财政.....7
3. AI 能否重塑生产率.....8
4. 风险提示.....9

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：美国联邦政府债务与预算赤字占 GDP 比例走势（%）.....4
图 2：美国经济增速与融资成本利差（G-R）走势（%）.....5
图 3：未来十年，美国刚性支出呈逐年上涨趋势.....7
图 4：美国数据中心建设月支出走势（千万美元）.....8

下载日志已记录，仅供内部参考

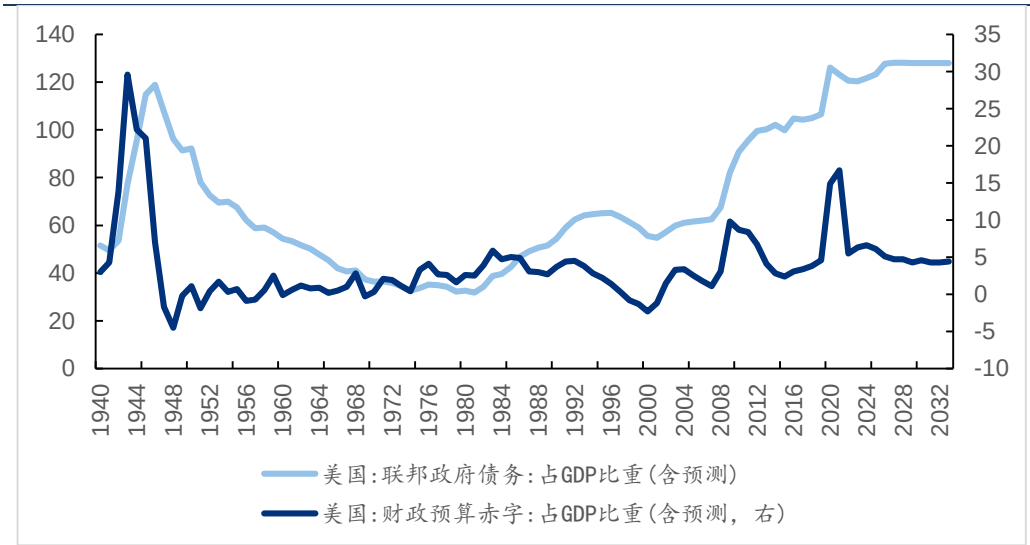
1. 美国债务困境

近年来，美国联邦债务规模持续攀升，2026 年 9 月已突破 40 万亿美元。随着财政赤字扩大、利息负担上升，市场对美国财政可持续性的担忧有所升温，美债市场也开始更多地定价长期财政风险。近期，30 年期收益率一度突破 5.3%，10 年期收益率亦持续维持在 4.8%的高位。由于美债是全球最重要的无风险资产之一，其收益率不仅决定美国政府自身的融资成本，也会影响全球资产定价和资金流向。而随着债务规模和融资成本同步上升，市场关注的重点已逐渐从债务规模本身，转向高债务水平下的融资可持续性。

从债务绝对规模来看，美国政府债务当前已经处于较高水平，而债务率仍有进一步上升压力。根据国会预算办公室（CBO）2026 年 2 月发布的基准预测，2026 财年联邦预算赤字约 1.9 万亿美元，占 GDP 约 5.8%；到 2036 年，赤字将进一步升至约 3.1 万亿美元，占 GDP 约 6.7%。同期，公众持有的联邦债务占 GDP 比重预计由今年的约 101%升至 2036 年的约 120%，净利息支出则由约 1.0 万亿美元升至约 2.1 万亿美元，占 GDP 比重由 3.3%升至 4.6%。2026 年 8 月的最新预算数据进一步显示，美国全年财政赤字可能升至约 2.1 万亿美元。在高赤字持续存在的情况下，债务规模仍在不断累积，而融资成本上升又会进一步推高利息支出，美国财政压力已经开始从“债务规模过高”进一步向“债务成本上升”演变。

更值得关注的是，债务规模扩大正在放大融资成本上升对财政的影响。随着债务存量不断扩大，利率变化对财政的影响也在逐步放大，利息支出正在成为美国债务问题的重要传导环节。当债务规模较小时，利率变化主要影响新增融资成本；但随着超过 40 万亿美元的存量债务不断进入滚动续作阶段，融资成本的小幅变化也可能逐步转化为较大的利息支出增量。2026 财年前 10 个月，美国公共债务净利息支出已达 9630 亿美元，较国防支出高出约 2000 亿美元，成为联邦预算中最大的支出项目之一。在此背景下，美国财政可能形成“高赤字—高发债—高融资成本—高利息支出—更高赤字”的负循环。

图 1：美国联邦政府债务与预算赤字占 GDP 比例走势（%）



资料来源：IFIND，德邦研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

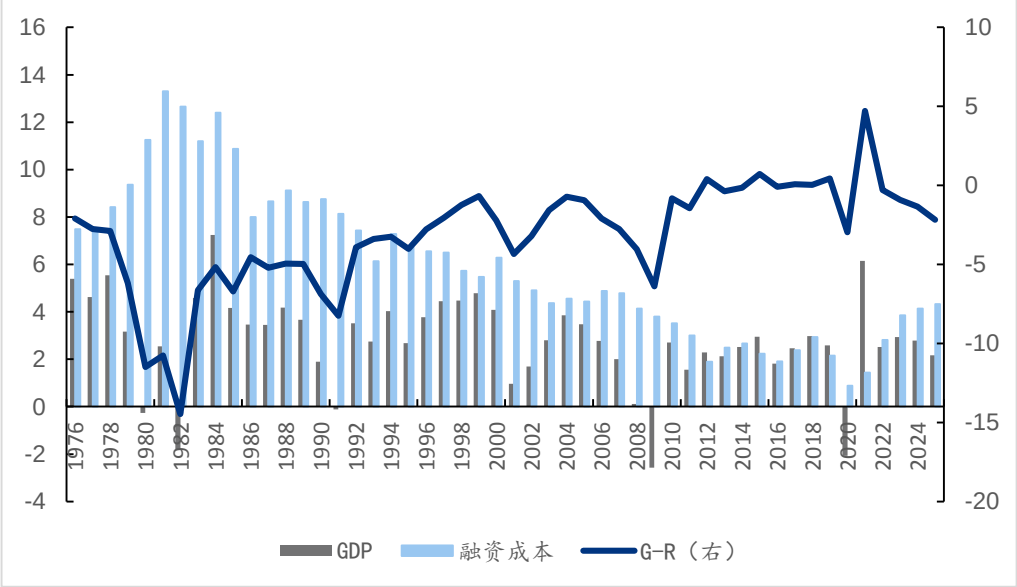
从债务动态方程来看，美国债务率的变化主要取决于经济增长、融资成本和初级财政赤字三个因素：

$$\Delta（D/Y）\approx(r-g)\times（D/Y）+Primary\ Deficit/Y$$

其中（D/Y）是政府债务占 GDP 的比重，(r)是债务的平均融资成本，(g)是名义 GDP 增速，Primary Deficit/Y 则是初级财政赤字占 GDP 的比重。简单来说，经济增长越快、融资成本越低，越有利于稳定债务率；而初级财政赤字越大，债务率上升压力越大。因此，当名义 GDP 增速高于融资成本，即(g>r)时，经济增长能够通过扩大 GDP 分母部分抵消债务增长；但如果政府长期维持较大的初级财政赤字，新增债务仍会持续累积。

因此，我们认为，美国化债的关键并不是短期大幅压降债务存量，而是逐步改善债务动态中的三个变量。降低融资成本可以改善(r)，财政整固可以降低初级财政赤字（Primary Deficit），提高生产率、扩大劳动供给和促进私人投资则有助于提高长期经济增速(g)。其中融资成本和财政赤字决定了美国债务问题能否稳住，而经济增长则决定了未来美国债务率能否真正下降。

图 2：美国经济增速与融资成本利差（G-R）走势（%）



资料来源：IFIND，德邦研究所

2. 美国化债路径

根据债务动态公式来看，美国化债需要同时改善融资成本、财政赤字和经济增长，但三者并非可以独立推进，而是存在明显的政策顺序。我们认为，美国化债更可能是一个渐进过程：**先稳定市场对美国货币和财政信用的预期，再逐步降低融资成本、改善财政赤字，最终通过提高长期经济增长为高债务率提供消化空间。**

2.1. 短期稳信用

短期来看，货币政策的首要目标并非降低债务成本，而是重建市场对美国货币信用的信任。在财政赤字高企、政府利息负担不断上升的背景下，市场可能逐

下载日志已记录，仅供内部参考

渐形成“财政压力限制货币政策”的预期，即美联储为了降低政府融资成本而倾向于维持更低利率，并容忍通胀处于相对较高水平。如果这种预期形成，投资者要求的通胀补偿和期限溢价可能上升，反而推高长端美债收益率。因此，美国化债的第一步并不是简单地推动利率下行，而是首先稳定通胀预期，避免市场形成“货币政策受财政约束”的担忧。

在这一过程中，美联储或需通过短期加息和明确的鹰派政策信号，重新锚定通胀预期，重振美联储信誉。较高的政策利率能够压制消费、房地产和企业投资需求，并通过降低总需求缓解通胀压力。虽然这一过程或会带来一定的经济增长成本，但如果能够使市场重新相信美联储仍然以价格稳定为核心目标，通胀预期和长期美债中的通胀风险溢价才有望逐步下降，从而为后续降低融资成本创造条件。

加息并不意味着长端收益率一定下降，其作用在于稳定通胀预期和货币政策信用，为长期利率回落创造条件。因为加息直接影响短端利率，而长端收益率还受到未来短端利率预期、通胀预期、期限溢价以及国债供给等因素影响。如果市场对美国财政可持续性的担忧持续上升，那么即使美联储提高短端利率，长端收益率也可能继续上行。因此，短期加息的真正目的并非简单地“用加息压低长债”，而是通过恢复货币政策信用，压低通胀预期和财政风险溢价，为未来降低长端融资成本创造条件。

货币信用修复也需要控制政策力度，避免经济出现过度下滑。加息过快可能导致企业投资和居民消费明显走弱，并进一步推高失业率；一旦经济增长大幅放缓，税收收入下降、失业相关支出增加，财政赤字反而可能进一步扩大。与此同时，加息还可能就金融市场波动和市场流动性压力，迫使美联储重新大幅宽松，使前期建立的抗通胀信誉再次受损。因此，我们认为，短期政策目标需要在控制通胀和避免经济衰退之间寻找平衡。这一阶段的目标并不是立即改善债务率，而是以一定的增长代价稳定通胀预期和货币信用，为后续降低融资成本和推进财政整固创造条件。

2.2. 中期降成本

在通胀预期逐步稳定、市场对美国货币信用逐步恢复信心后，**政策重点可以从“稳信用”逐步转向“降成本”**。这一阶段的重点不是减少债务本金，而是通过债务期限管理和适度降息等方式尽可能降低新增融资和存量债务续作的成本，从而改善债务动态中的(r)。

首先，灵活运用债务管理工具，优化期限结构，缓解长端供给压力。在长期国债供给较大、投资者要求更高期限补偿的情况下，财政部可以根据市场环境灵活调整发行结构，例如阶段性提高短期国债发行比例，同时通过回购部分存量长期国债、调整拍卖结构等方式，减少市场需要承接的长期久期供给。这样做虽然并不会减少财政赤字总量，但可以在一定程度上改善不同期限之间的供给结构，缓解长端美债收益率的上行压力。不过，短债发行比例也不能长期过高，否则政府融资会更加依赖短期利率，未来一旦利率重新上升，财政融资成本可能更快增加。

其次，待通胀明显回落、长期利率和美元信用趋于稳定后，再审慎启动降息。我们认为，此时降息与前期直接宽松存在根本区别，前者建立在通胀预期已经得到控制的基础上，市场不易将其误读为美联储向财政压力妥协。随着政策利率下

下载日志已记录，仅供内部参考

调，短期国债可以以更低的利率进行续作，政府平均融资成本也会逐步下降，进而减缓净利息支出的增长。同时，适度降息也有助于降低企业和居民融资成本，避免经济在财政整固过程中出现过快下滑。

从债务动态角度看，降息的核心作用并不是“靠降息还债”，而是通过降低融资成本（r），从而改善（g-r）差值，为债务率稳定创造空间。因此，我们认为，降息更适合作为前期信用修复和通胀治理成功后的政策结果，而不应成为美国化债的起点。若在通胀预期尚未稳定、美元信用仍然脆弱时提前转向宽松，可能重新推升通胀补偿和期限溢价，反而导致长端美债收益率上行，使降低政府融资成本的目标适得其反。

2.3. 长期改善财政

降低融资成本只能缓解债务问题的“利息端”，长期稳定债务率仍需要财政整固。货币政策和债务期限管理可以降低政府融资成本，但无法解决财政赤字本身。近年来，美国联邦财政持续处于较高赤字状态，2025 财年联邦政府财政赤字约 1.8 万亿美元，占 GDP 的 5.8%。根据 CBO 最新基准预测，2026—2036 年美国初级赤字平均约占 GDP 的 2.1%，高于过去 50 年的平均水平 1.7%。与此同时，未来十年美国失业率预计总体维持在 5%以下，说明当前财政赤字已经不完全是经济下行阶段的短期现象，即使经济保持正常运行，美国财政仍将维持较大规模的初级赤字。因此，单纯依靠经济复苏难以消除财政赤字，美国仍需要通过增加财政收入、控制支出增长，逐步改善初级财政余额。具体来看，增收可以通过扩大税基、减少税收优惠以及提高部分税种收入实现；减支则需要从非必要支出以及医疗、养老等长期增长较快的项目入手。

财政整固的核心并不是短期实现财政盈余，而是逐步降低初级赤字，减少新增债务。即使未来美债收益率有所下降，如果财政赤字仍然较高，政府仍需要通过发行新债弥补资金缺口，并进一步增加未来的利息支出。因此，财政改善的重点应放在逐步降低初级赤字，而不是要求财政在短期内实现盈余。考虑到美国财政调整涉及税收和支出多个方面，短期内大幅削减赤字的空间有限，更现实的方式是制定明确的中期财政调整计划，根据经济状况逐步推进增收和控支，在不明显冲击经济增长的情况下改善财政状况。

美国财政整固的难点在于，联邦支出中强制性支出占比较高，而人口老龄化将进一步推高社会保障和医疗支出。2025 财年美国联邦政府总支出约 7 万亿美元，其中强制性支出约占 60%。根据 CBO 最新基准预测，未来财政支出增长将更多来自社会保障和医疗等项目，而可自由裁量支出占 GDP 比重则趋于下降。其中，社保支出占 GDP 比重预计由 2025 年的 5.2%升至 2036 年的 5.9%，医疗支出则由 3.3%升至 4.2%。这意味着，美国财政调整不能仅靠压缩年度可自由裁量支出来实现，人口老龄化带来的社会保障和医疗支出增长才是长期财政整固面临的主要约束。同时，财政紧缩本身也会对经济增长形成压力，如果在经济明显走弱阶段快速削减支出或提高税收，可能进一步压低消费和投资，并导致税收收入下降。因此，美国财政整固更可能采取渐进方式，在经济保持一定韧性的情况下逐步推进，而非短期实施大规模财政紧缩。

图 3：未来十年，美国刚性支出呈逐年上涨趋势

下载日志已记录，仅供内部参考

	Percentage of GDP					Billions of dollars			
	Average, 1976–2025	Actual, 2025	2026	2027	2036	Actual, 2025	2026	2027	2036
Revenues	**17.3**	**17.2**	**17.5**	**17.7**	**17.8**	**5,235**	**5,596**	**5,885**	**8,301**
Individual income taxes	8.0	8.7	8.6	8.8	9.1	2,656	2,751	2,947	4,249
Payroll taxes	6.0	5.8	5.7	5.7	5.7	1,748	1,826	1,897	2,666
Corporate income taxes	1.7	1.5	1.3	1.3	1.2	452	404	419	576
Customs duties	0.2	0.6	1.3	1.3	0.9	195	418	421	402
Other	1.2	0.6	0.6	0.6	0.9	183	197	201	408
Outlays	**21.2**	**23.1**	**23.3**	**23.3**	**24.4**	**7,010**	**7,449**	**7,772**	**11,416**
Mandatory	11.2	13.7	14.2	14.4	15.0	4,168	4,529	4,783	7,028
Social Security	4.5	5.2	5.2	5.3	5.9	1,575	1,666	1,769	2,747
Major health care programs	3.5	6.0	6.0	6.0	6.7	1,819	1,908	1,985	3,115
Medicare	2.2	3.3	3.3	3.4	4.2	988	1,063	1,140	1,970
Medicaid, CHIP, and marketplace subsidies	1.4	2.7	2.6	2.5	2.5	832	845	845	1,145
Other mandatory	3.2	2.5	3.0	3.1	2.5	773	955	1,029	1,166
Discretionary	7.8	6.2	5.9	5.6	4.8	1,872	1,880	1,882	2,244
Defense	4.1	2.9	2.8	2.7	2.4	893	885	901	1,100
Nondefense	3.7	3.2	3.1	2.9	2.4	980	996	981	1,144
Net interest	2.1	3.2	3.3	3.3	4.6	970	1,039	1,108	2,144
Total deficit (-)	**-3.8**	**-5.8**	**-5.8**	**-5.7**	**-6.7**	**-1,775**	**-1,853**	**-1,887**	**-3,115**
Primary deficit (-)	-1.7	-2.7	-2.6	-2.3	-2.1	-805	-814	-779	-971
Debt held by the public	51.2	99.4	100.6	102.1	120.2	30,172	32,095	34,005	56,152

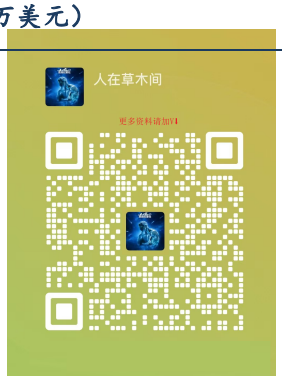
资料来源：CBO，德邦研究所

3. AI 能否重塑生产率

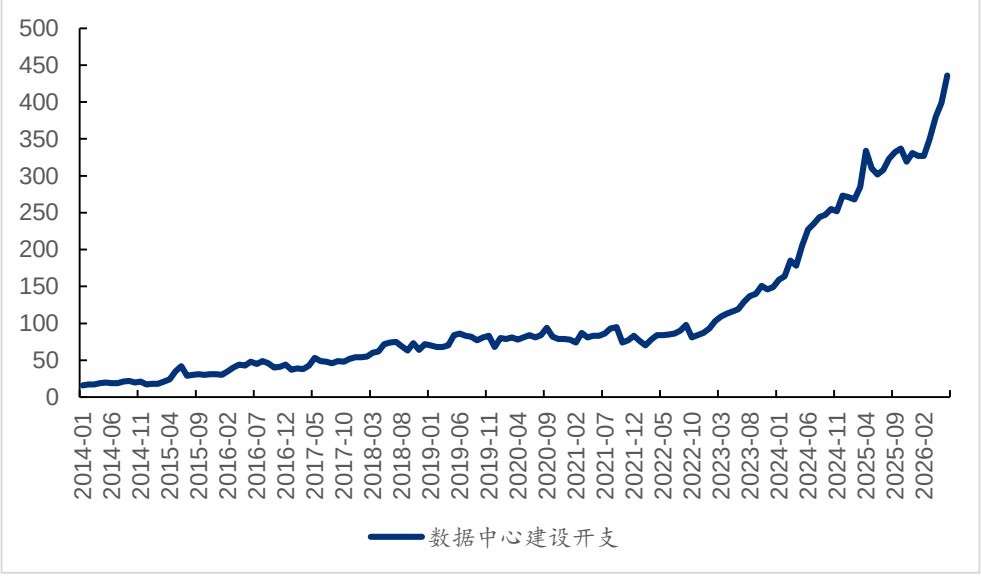
从更长期角度来看，货币政策主要影响融资成本，财政整固着眼于控制新增债务，而经济增长则决定了高债务率能否逐步消化。从债务动态方程来看，降低融资成本能够改善（r），财政整固能够降低初级财政赤字（Primary Deficit），而提高生产率则有助于抬升潜在经济增速，进而改善（g）。因此，在美国债务率已经处于高位、财政整固空间有限的情况下，如果 AI 能够推动全要素生产率持续提升，使名义 GDP 增速长期高于政府平均融资成本，就有望通过扩大 GDP 分母和税基，为高债务率的逐步消化提供新的增长支撑。

AI 对美国债务可持续性的潜在贡献，核心在于通过提高全要素生产率抬升潜在经济增速。随着 AI 向研发、软件、金融、制造、医疗、物流等领域加速渗透，企业有望在相同资本和劳动投入下实现更高产出，从而提升劳动生产率和资本回报率，并进一步抬升潜在 GDP 增速。与此同时，生产率提升还可能通过提高企业利润、居民收入和经济活动水平扩大税基，形成“生产率提升—潜在增长加快—税基扩大—财政收入增加—债务率改善”的正向循环。因此，AI 对美国财政可持续性的意义，不仅在于扩大 GDP 分母，也在于改善财政收入端。

图 4：美国数据中心建设月支出走势（千万美元）



下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：Our World Data，美国人口普查局，美国劳工统计局，德邦研究所（注：取 2021 年不变美元）

但从当前情况看，AI 资本开支的快速扩张尚不能直接等同于生产率改善。目前美国 AI 投资主要集中于数据中心、先进芯片、服务器、电力及网络基础设施等领域。以 Microsoft、Alphabet、Amazon 和 Meta 为代表的美国科技巨头资本开支近年来快速扩张，2026 年一季度四家公司单季资本开支合计约 1300 亿美元，约为 2024 年一季度的 3 倍，AI 已经成为美国新一轮资本形成的重要驱动力。但需要注意的是，数据中心、算力和电力基础设施建设能够直接形成固定资产投资，并在短期内拉动 GDP，却并不意味着全要素生产率已经同步提升。只有当 AI 进一步渗透至传统行业，并改变企业生产组织、劳动配置和商业模式后，前期资本投入才可能逐步转化为更广泛的效率提升。

AI 从资本投入转化为生产率提升可能存在较长的传导过程，当前更值得关注的是技术扩散而非单纯的资本开支规模。历史经验表明，新技术从基础设施投资到形成广泛的生产率红利，通常需要经历企业应用、生产流程重构和劳动力技能调整等多个阶段。AI 同样可能存在类似的时间滞后：在技术扩散初期，企业需要投入大量资本建设算力、软件和基础设施，但生产流程尚未完全重构，生产率提升可能相对有限，甚至出现“高投资、低生产率”的阶段。因此，当前美国 AI 资本开支的快速增长更多意味着未来生产率提升的潜在空间正在扩大，而不能简单视为生产率已经进入持续上行周期。

我们认为，AI 最终能否成为美国“增长化债”的支撑，或取决于 AI 投资能否转化为持续的生产率提升，并进一步渗透至传统行业。如果 AI 主要带来短期投资繁荣，而对全经济生产率提升有限，美国仍需依赖财政整固和较低融资成本维持债务稳定；反之，若 AI 能够持续提高劳动生产率和资本回报率，则有望抬升潜在 GDP 增速，并通过扩大企业利润、居民收入和税基改善财政收入，从增长和财政收入两端增强债务可持续性。因此，美国化债更可能是一条“降成本、控赤字、促增长”的渐进路径：货币政策和债务管理缓解融资成本压力，财政整固改善初级财政余额，而 AI 技术扩散则从增长端提供长期支撑。换言之，AI 真正值得关注的并非当前资本开支规模本身，而是其能否从“算力投资”进一步转化为全经济范围的“效率提升”，并最终形成足够持久的生产率红利。

4. 风险提示

1）**美国财政整固不及预期风险：**当前美国社保、医疗等刚性支出占比较高，

下载日志已记录，仅供内部参考

财政支出结构调整难度较大。若未来财政收入增长不及预期或支出控制进展低于预期，可能导致财政赤字和债务率持续高于当前预测，进一步加大国债供给及融资成本压力。

2）**通胀反复及融资成本超预期上行风险：**若美国通胀回落不及预期或再度反弹，美联储降息节奏可能慢于市场预期；同时，高财政赤字和国债供给压力可能推升期限溢价，导致长端美债收益率维持高位甚至进一步上行，从而加大政府利息支出压力。

3）**AI 生产率转化不及预期风险：**若 AI 向传统行业的扩散速度低于预期，或企业组织模式、劳动力技能与生产流程调整滞后，可能出现 AI 投资规模较大但全要素生产率提升有限的情形，从而削弱 AI 对美国潜在经济增速及长期债务可持续性的支撑。

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

分析师与研究助理简介

程强，北京大学经济学博士，CFA、CPA，德邦证券首席经济学家、研究所所长。

谭诗吟，海外市场分析师。具有国内国际双重视野，作为团队核心成员多次获得 Wind 金牌分析师前五，在《新财富》、《中国证券报》等期刊与媒体上多次发表文章，对美股、港股、新兴市场、黄金等投资理解深刻。

郭津岑，不列颠哥伦比亚经济学学士（Distinction），香港大学经济学硕士，2026 年加入德邦证券。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； **2. 市场基准指数的比较标准：** A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	**类 别**	**评 级**	**说 明**
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。
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。
市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。
本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。
根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。