



中国农业银行

AGRICULTURAL BANK OF CHINA

私人银行

PRIVATE BANKING

2013年09月

资产配置报告动态

地方债风险研究

农业银行私人银行部
资产配置策略报告课题组

联系人:

牛播坤 13811593606

孟文博 13661564565

徐小乐 18017367191

相关事件

2013年7月28日, 审计署网站发布消息显示, 根据国务院要求, 审计署将组织全国审计机关对政府性债务进行审计, 该项工作已在8月份正式展开, 预计在10月份公布审计结果。在今年“两会”期间, 审计署副审计长董大胜曾表示, 估计目前各级政府总债务规模在15-18万亿。随着新一届政府对地方性债务的“摸底”, 地方债的风险问题成为了投资者关注的热点问题。

目 录

相关事件	1
事件点评	4
一、地方政府债概况.....	4
二、城投债概况	4
（一）城投债基本特点	4
（二）城投债的市场概况	5
（三）城投债的发行结构	6
三、城投债的收益与风险.....	7
（一）城投债的收益率	7
（二）城投债的风险研究	8
四、小结	11
地方债投资建议	13
一、城投债的选择	13
（一）评级选择	13
（二）地区选择	13
二、城投债的投资风险	14
（一）流动性风险	14
（二）个体信用事件引起的风险	15
（三）土地出让收入的风险	15

图表目录

图表 1: 地方政府债的发行量与存量.....	4
图表 2: 地方政府债与国资收益率.....	4
图表 3: 城投债运行机理.....	5
图表 4: 城投债存量.....	5
图表 5: 城投债发行规模（月度）.....	5
图表 6: 城投债发行量同比增速.....	6
图表 7: 城投债的发行结构.....	6
图表 8: 5 年期中票与企业债利差.....	6
图表 9: 城投债评级结构.....	7
图表 10: 城投债的区域结构.....	7
图表 11: 持有期收益率.....	7
图表 12: 1 年期城投与中票利差.....	8
图表 13: 5 年期城投与中票利差.....	8
图表 14: AA+城投债收益率情况.....	8
图表 15: 机构对地方债务估算.....	9
图表 16: 地方政府系统风险预估.....	9
图表 17: 城投债到期量.....	9
图表 18: 城投债存量/GDP（地区排序）.....	10
图表 19: 城投债存量/地方财政收入（地区排序）.....	10
图表 20: 70 大中城市新建住房价格当月同比.....	11
图表 21: 城投债个别风险事件汇总.....	11
图表 22: 5 年期城投与中票的利差比较（AA+与 AA）.....	13
图表 23: 5 年期城投与中票的利差比较（AA 与 AA-）.....	13
图表 24: 地区选择因素考虑与指标说明.....	13
图表 25: 地区评分概况.....	14

事件点评:

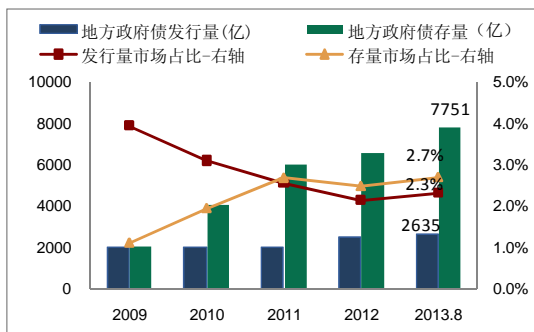
地方债分为广义地方债与狭义地方债两个概念。广义的地方债分为两部分，分别指地方政府债及地方政府授权代理机构发行的、以地方政府信用为保障的有价证券，所筹集的资金主要用于城市公用设施建设，其中城投债为该类证券的主体。狭义上，地方债仅指地方政府债，该概念是相对国债而言，以地方政府为发债主体的债券。

一、地方政府债概况

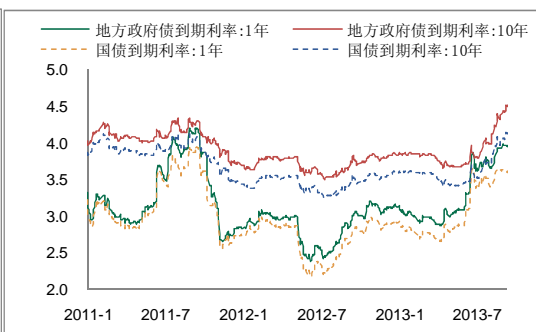
在 20 世纪 80 年代末至 90 年代初，地方政府具有发行地方政府债的自主权，通过该方式筹集资金来修路建桥，但由于该部分资金使用混乱，国务院在 1993 年制止了政府债的发行。在 2008 年大规模经济刺激政策出台后，国务院又重启了地方债，以配套地方基建的推进。由于各地方政府的每年发债量是由中央政府来定额度的，所以其年发行量非常有限，从 2009 至今，每年发行约 2000 亿，占整年债券发行量的 2% 左右；至 2013 年 8 月底，其存量仅为 7751 亿，占整个债券市场存量的 2.7%。

2008 年后发行的地方政府债是由财政部代办还本付息，实际上以中央财政为担保，信用评级极高，从地方政府债和国债收益率比较可以发现，两者的走势完全一致，地方政府债与国债的利差最高不超过 50bp，比政策性金融债更接近于国债。故研究地方政府债风险的价值不大，本报告的主要研究对象是广义地方债里面的城投债。

图表 1：地方政府债的发行量与存量



图表 2：地方政府债与国债收益率



数据来源：wind，课题组整理

二、城投债概况

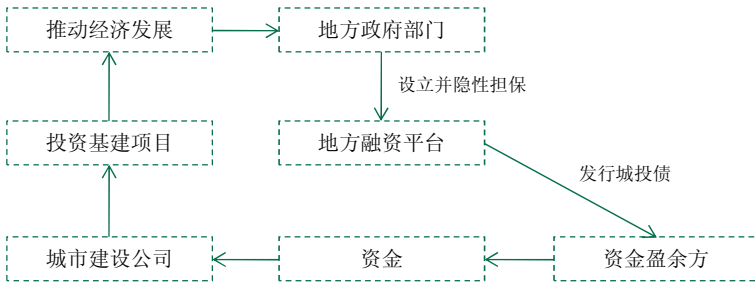
(一) 城投债基本特点

城投债是地方债的主体，截止 2012 年底，其存量规模约为 2.5 万亿，是地方政府债的 3 倍多。目前市场对其并无统一定义，但其主要要素有以下三个：

- 大股东为地方国资委、发改委或其他政府部门；
- 主要经营范围与公用事业、城市建设相关，包括经济开区、交通、水务、供热供气、文教等；
- 募集资金用途是用于公益性实业，而非盈利性项目。

城投债的产生原因较为复杂：第一，1994 年分税制改革之后，地方政府普遍开始感到财力不足，基建的投资缺口大，缺乏稳定的现金流；第二，2008 年底中央推出 4 万亿投资的刺激带动，地方政府存在着强烈的举债动机，使得城投公司——即地方融资平台兴起，纷纷发债为政府的基建项目筹集资金。在一定程度上，城投债解决了地方政府投资基建的资金不足，同时也化解了经济增长对城市带来的压力。

图表 3：城投债运行机理



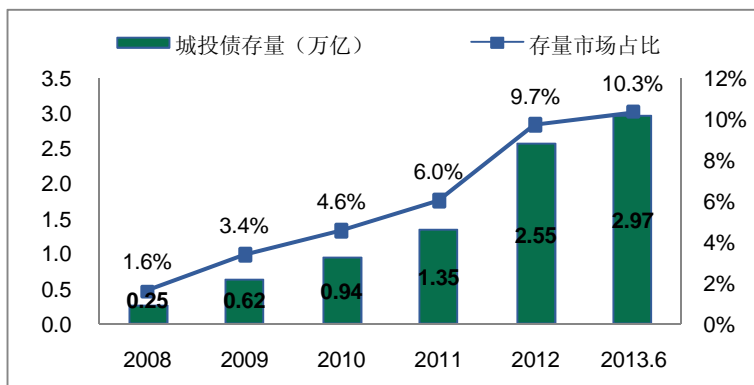
资料来源：课题组整理

但由于前期的监管存在缺陷，城投债一直存在着两个较大的风险隐患，一是城投主体通过互相担保来增信，二是政府把高估值资产注入融资平台扩充其资产规模。但在 2012 年 12 月 20 日，发改委下发《关于进一步强化企业债券风险防范管理有关问题的通知》，其中对地方融资平台的担保做出了明确的规定，对相应的担保需按规定计入负债，以此抑制相互担保行为；其次，还要求地方政府向地方融资平台注入资产时，必须注入经营性资产，而类似于学校、公园等公益性资产以及土地储备均不可再注入融资平台，从而使得城投债发行主体的偿债风险有了一定程度的改善。

（二）城投债的市场概况

由于各个机构对城投债的定义并不一致，所以在统计上会存在一定的差异，本报告把具备上面三个要素的公司所发的债券均作研究主体。2008 年城投债规模约 2500 亿，2011 年突破 1 万亿，至 2013 年 6 月份，接近 3 万亿，年复合增长率约 70%；同期的国债、金融债和信用债存量的年复合增长分别为 10%，13.5% 和 83%，城投债的快速增长一定程度上推动了信用债的“爆发式”扩容。同时，随着城投债的增长，其在我国债券市场的占有份额在不断提升，2008 年城投债仅为整个债市存量的 1.6%，至 2013 年突破 10%，其市场地位在不断提高。

图表 4：城投债存量

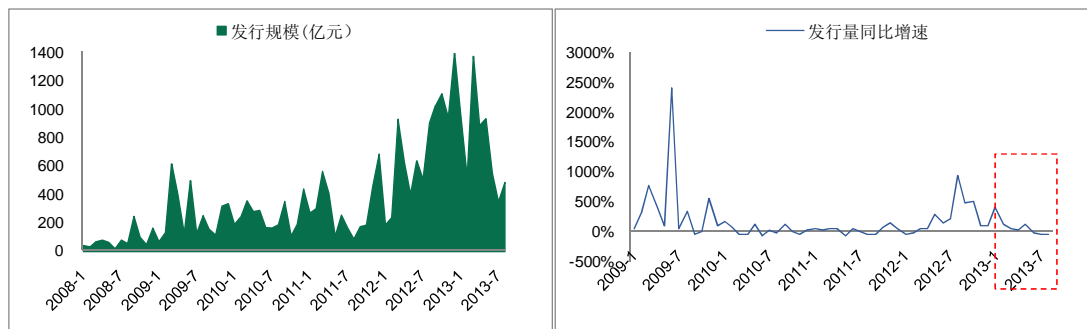


数据来源：wind，课题组整理，高盛高华

城投债存量变化最显著的两年分别为 2009 年和 2012 年，从流量的角度能更好地解释该现象。从发行量来看，2009 年和 2012 年城投债发行同比增速非常高，其中 2009 年月度同比平均增速超过 400%，2012 年月度同比平均增速超过 200%。2009 年的发行量增速过高是因为要配合国家“4 万亿”经济政策的需求，地方政府需要大量资金地推动基建项目的“上马”，从而导致了城投债的第一次“大爆发”；2012 年的情况其实有所类似，特别在下半年，政府保增长的意图较为明显，流动性开始松动，加之政府力推债券市场融资，使得地方政府有动力发债迎合政策导向，大量提高债务融资的体量，导致城投债二次“爆发”。

图表 5：城投债发行规模（月度）

图表 6：城投债发行量同比增速



数据来源：wind 数据库，课题组整理

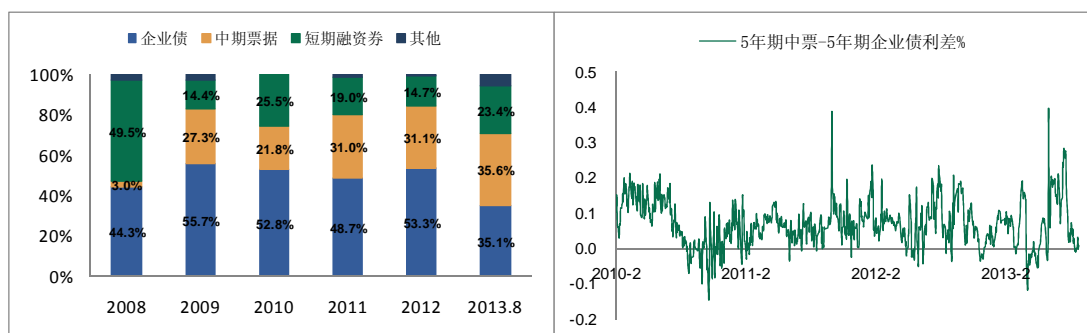
进入 2013 年，城投债的发展有了新变化。第一，随着 2012 年底发改委发文禁止地方政府注入非经营性资产进入地方融资平台，城投债的发行标准提高；第二，2013 年 6 月份的“钱荒”事件，使得我国整个利率体系的利率中枢有了明显提高，其中城投债的发行成本也明显提高；第三，2013 年 8 月份的地方债务审计开始，促使地方债的发行有所收敛。三大事件的综合作用，使得 2013 年城投债的发行同比增速有了明显的下降，特别是 2013 年 6 月份以后，城投债发行转入了负增长阶段。

（三）城投债的发行结构

品种结构：中票成功“逆袭”。首先从发行品种来看，企业债是城投债的主体类型，2012 年前企业债均占城投债发行量的 40% 以上，其次是中票，再次便是短融。由于城投债主要服务于基建项目，所以发行企业债和中票可以匹配现金流期限；而发行企业债较中票更为普遍的主要原因是中票的成本较企业债更高。从 5 年期中票与企业债的利差来看，2010 年 2 月至今，约 900 个交易日中，企业债利率低于中票的交易日接近 800 个。从发行制度来看，中票是实行备案制的，而企业债则主要是国家发改委审批把关的，所以中票的隐藏风险相对更高，随之其风险溢价也会更高。

图表 7：城投债的发行结构

图表 8：5 年期中票与企业债利差



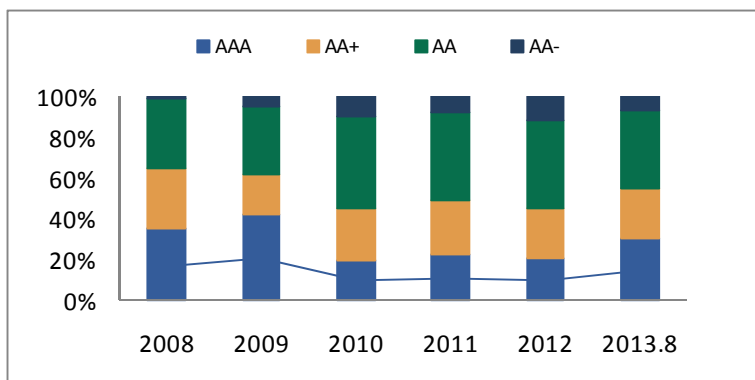
数据来源：wind 数据库，课题组整理

由于 2013 年 4 月发改委进一步发文《关于进一步改进企业债券发行审核工作的通知》，其中提出把地方政府的负债规模列为监测试点，收紧了地方负债过高的城投企业债发行；同时对评级较低，连续发债两次以上，且资产负债率较高的城投类企业“从严审批”，明显地提高了城投债发行的门槛。在发改委审核加严下，中票和企业债间产生了替代效应，在企业债审批收紧、地方资金短缺的背景下，城投企业只能通过中票来进行融资，故 2013 年城投债的发行出现了结构性转变。

评级结构：AAA 评级有所上升。从评级结构来看，2010-2012 年，AAA 评级的债量约

为总量的 20% 左右；进入 2013 年后，该类评级占比上升至 30% 左右，接近 2008, 2009 年的水平；同时 AA 级以下的占比从 50% 左右的占比下降至 40%，国家发改委对城投债加强风险管理的政策初现效果。

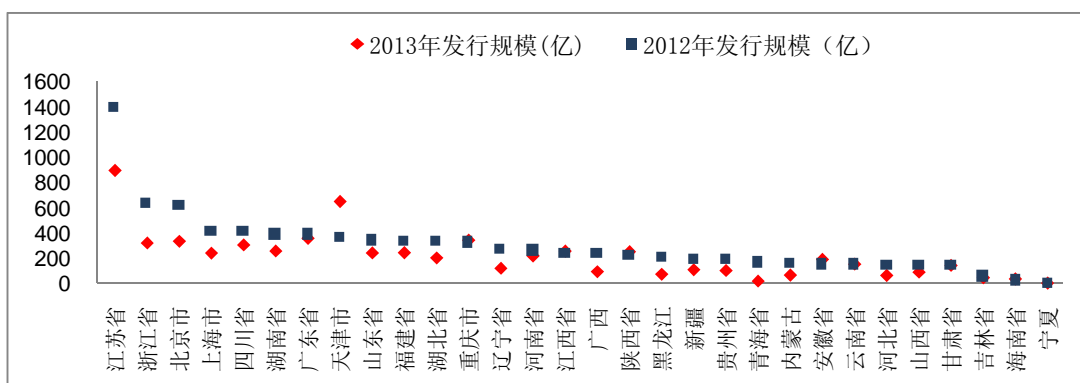
图表 9: 城投债评级结构



数据来源: wind 数据库, 课题组整理

区域结构: 东部发行额较高。从 2012 年和 2013 年城投债的发行规模数据来看, 东部区域为城投债的主要发行区域, 其中江苏、浙江、北京、天津等地为主要的发行省份。而重庆、四川则为西部城投债发行的集中省份。比较 2012、2013 年的数据来看, 发行体量的排位变化不大, 各地区的城投债融资排位较为稳定。

图表 10: 城投债的区域结构



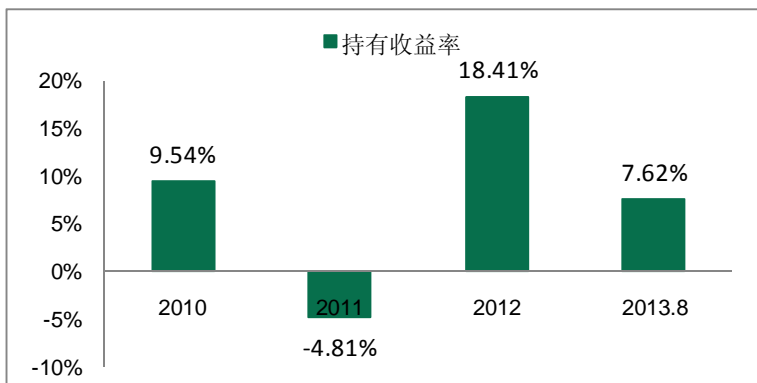
数据来源: 财汇数据, 课题组整理(2013 年为 2013 年 8 月底)

三、城投债的收益与风险

(一) 城投债的收益率

绝对价格: 2012 年持有收益下降。目前银行间市场 1 年期城投债的到期收益率区间在 5.5%-5.9%，其中评级较高的 AA+ 在 7、8 月均值为 5.54%，AA 评级则为 5.93%，两均值差距为 39 个 bp；5 年期的城投债收益率约为 5.8%-6.4%，其中 AA+ 在 7、8 月均值为 5.88%，AA 评级则为 6.31%，两均值差距为 63 个 bp。长期限城投债的评级利差较大，反映出长期限城投债的交易较短期更为冷淡。除此，假设年初持有至年末，可以估算出，2010-2013 年的持有收益率分别为 9.54%，-4.81%，18.41% 以及 7.62%，今年的持有收益相比 2012 年有了明显的下降。

图表 11: 持有期收益率

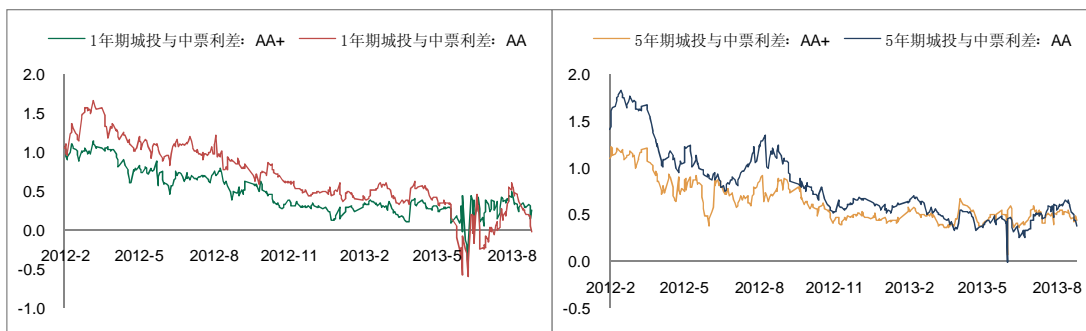


数据来源: wind 数据库, 课题组整理

相对价格: 相对于中票, 价格处于历史高位。从相对价格来看, 城投债与中票的利差在逐步缩小, 2012 年两者的利差在 70-100bp 之间, 到了 2013 年上半年缩减至 30-40bp 的区间; 特别在 2013 年 6 月的流动性危机事件中, 1 年期城投债和中票的收益率更是出现了反常的逆转现象, 其利差缩至历史最低。进入 2013 年 7、8 月, 城投债与中票的利差开始逐步恢复正常, 目前利差主要在 20-40bp 的区间。与历史的利差比较, 城投债的相对价格处在历史高位。

图表 12: 1 年期城投与中票利差

图表 13: 5 年期城投与中票利差

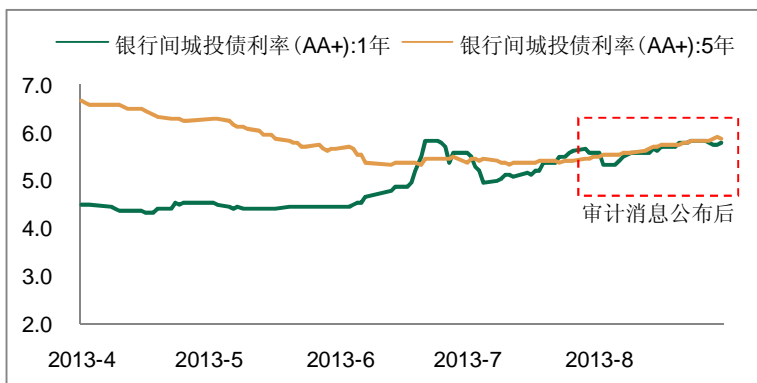


数据来源: wind 数据库, 课题组整理

(二) 城投债的风险研究

从城投债的运行机理来看, 其实城投债的风险归根到底是地方财政的偿付风险。7 月底审计署公布审计地方政府性债务后, 城投债的收益率出现了一轮上升, 从该事件可见市场对城投债的风险预期是存在很大忧虑的。地方债的风险可分为两个部分, 一个是系统性风险, 一个是个体风险。

图表 14: AA+城投债收益率情况

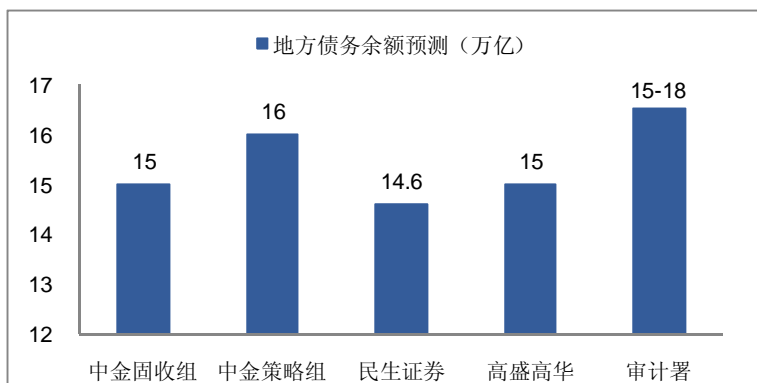


数据来源: wind 数据库, 课题组整理

1. 地方债的系统性风险: 系统性偿付风险可控

首先从系统性风险来看，虽然地方政府的实际债务情况暂时不得而知，但是各机构对地方政府财务都有各自的估算，从各大机构的估算结果来看，地方政府债务的范围在 14-18 万亿的区间。

图表 15：机构对地方债务估算



数据来源：机构研报，公开信息，课题组整理

本报告通过一个简单的方法来粗略估算地方债的大体规模。这里可以回顾审计署的两个审计事件，一个是 2011 年国家审计署公布了 2010 年地方政府债务的情况，另一个是 2013 年国家审计署公布的地方性债券的抽查情况。

2013 年 6 月国家审计署公布了《36 个地方政府本级政府性债务审计结果》，受审计的 36 个城市债务余额为 3.85 万亿；同时，2011 年国家审计署的审计结果显示，该 36 个城市的债务余额占总地方政府性债务的 31.79%，假设 36 个城市的债务占比不变的话，估算结果为 12.1 万亿。该方法的缺陷是，36 个城市均为省会城市或直辖市等大城市，其融资需求较小城市小，所以其债务占比应该比 2010 年有所下降，所以 12.1 万的估算值会相对低了。

各机构估值的中值在 16 亿左右，我们在本报告中假设地方政府性债务余额为 16 亿。结合财政部公布的数据，预估了 2012 年地方财政的综合收入为 14.2 万亿，收入负债比为 89%；同时期，A 股资产量前 100 的公司的收入负债比为 106%，两者虽有差距，但该差距处在可控的范围，一定程度上反映出地方政府性债务的系统风险仍然有限。

图表 16：地方政府系统风险预估

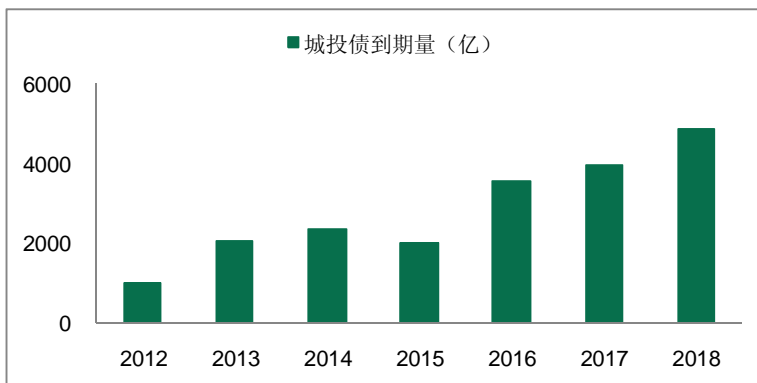
项目 (单位：万亿)	数额
地方本级财政收入	6.1
中央对地方的转移支付与税收返还	4.5
地方政府性基金本级收入	3.4
中央性基金对地方转移支付	0.1
地方国有资本经营收入	0.1
地方政府综合财力	14.2
地方政府余额	16
收入/负债	88.8%
A股前100家公司的 (收入/负债)	106%

数据来源：财政部，课题组整

注：A 股前 100 家公司为资产最大的 100 家公司，其中剔除银行金融股和 ST 股

除此，城投债并不是集中兑付的，其期限设计一般为 3 年后开始逐年还本，总期限在 5 年以上；从兑付的年度规模来看，城投债的集中兑付期是在 2016 年以后，近三年内的总体偿债压力实际不大，其中 2013、2014 年的偿债量在 2000 亿左右。

图表 17：城投债到期量



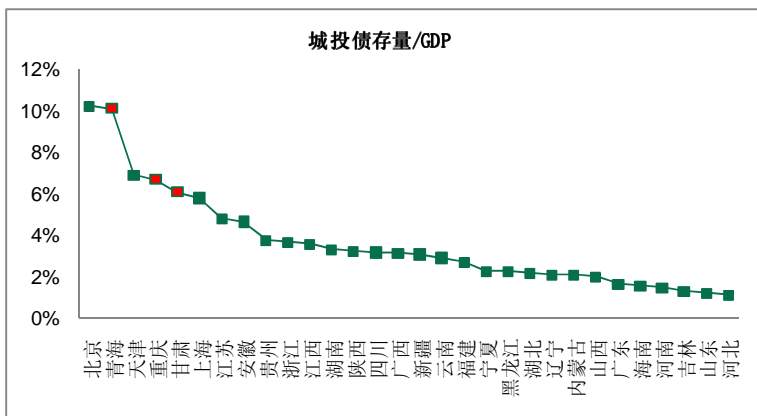
数据来源: wind 数据库, 课题组整理

2. 地方债的个体风险: 部分地区风险需要关注

(1) 相对指标对比

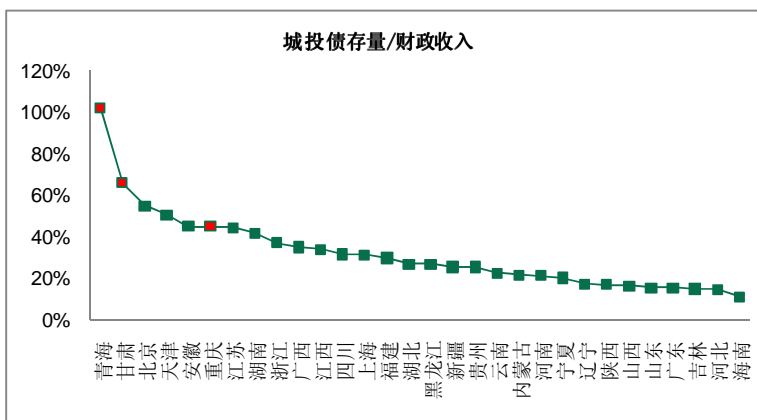
从目前来看, 短期内发生系统行风险的可能性不大, 但是地方个体风险仍然是值得关注的。观察城投债的两个相对量——城投债存量/GDP 与城投债存量/地方财政收入, 两者显示, 城投债相对存量较大的城市有北京、青海、天津、重庆、甘肃等, 该五个城市在两个相对量的排位相对稳定。

图表 18: 城投债存量/GDP (地区排序)



数据来源: wind 数据库, 财汇资讯, 课题组整理

图表 19: 城投债存量/地方财政收入 (地区排序)

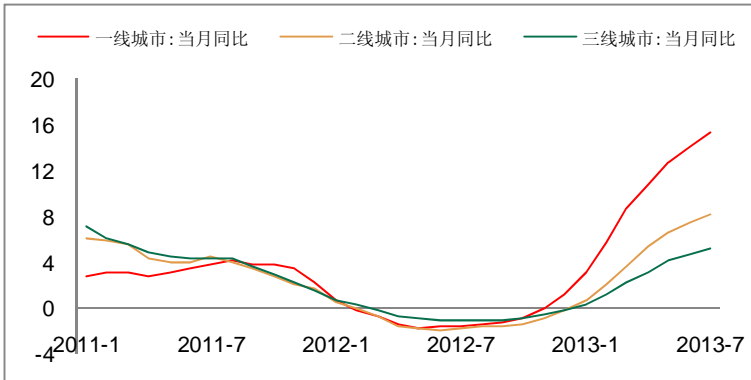


数据来源: wind 数据库, 财汇资讯, 课题组整理

城投债的主要还款来源是较为灵活的地方政府性基金收入, 其中土地出让收入占主要部分; 而其他财政收入一般会有项目与其配对, 如无必要是不会动用的。从近期的房地产价格走势来看, 一线城市的房价增速远高于二、三线城市; 二、三线城市的房价虽然紧跟趋势,

但涨幅仍然有限。房价的上涨在一定程度上拉动了土地的需求，可以稳住土地出让的价格。基于此，我们并不担心北京、天津等较为发达的一线城市或者省份会出现城投债的兑付危机。下面在投资建议部分我们还会对各地区风险给予评分，总结出风险较好与较差的地区。

图表 20：70 大中城市新建住房价格当月同比



数据来源：wind 数据库，课题组整理

(2) 个别风险事件

从 2009 年至今，与城投债风险相关的事件共有七件，涉及的省市有湖南、湖北、重庆、浙江、江苏、四川、云南、吉林和上海。东、中、西部均有与之相关联。其中较为严重的事件为 10 云城投债事件，该事件是最为接近违约的一个事件，其他事件仍停留在违规操作的层面上而已。

图表 21：城投债个别风险事件汇总

时间	涉及债	涉及省份（或直辖市）	信用事件
2009.5	09岳城建债，09渝水投债，09渝地产债、08长兴债、09余杭城建债	湖南、重庆、浙江	净资产一半甚至2/3均为无形资产评估而来的，资产注入被疑
2009.12	07宜城投债	湖北	延迟一天支付利息
2011.4	10川高速MTN1，10川高速MTN2	四川	在债权人未知的情况下，将核心资产转让给四川省政府的另一家平台公司
2011.7	10云城投债	云南	2011年6月云南城市开发投资公司向银行发函“即日起，只付息不还本”
2011.7	08沪城投债、09沪城投债	上海	外媒报道，沪城投无法偿还银行流动性贷款，要求银行延期及转为固定资产贷款，之后市政府出面澄清
2012.3	10镇城投债	江苏	核心资产被转移
2013.7	09长城开、10襄投债、09九江债	吉林、湖北、江西	财政的应收账款质押偿付资金未打入监管账户，使得债券本息的偿付增信力下降，评级被下调

资料来源：公开信息，国泰君安研究所，课题组整理

总结相对指标对比以及风险事件汇总，我们建议在投资城投债时需要重点关注重庆、青海、甘肃、云南等省份（或直辖市），出现兑付风险的个体存在于这些地区的可能性较大。

四、小结

从上面报告的论述可以发现地方债的风险主体是城投债，城投债存在以下几个特点：

第一，量上，存量市场规模相对庞大，增速有所收敛；

第二，发行结构上，中票类城投和高评级城投发行开始有所增加，东部地区是城投发行主力；

第三，收益率上，2013 年至今持有收益率较 2012 年有所下降，较中票价格处于历史高位；

第四，风险上，短期内城投的系统性偿付风险实际不大，但是要关注少数几个省份或直辖市的个体风险。

地方债投资建议：

一、城投债的选择

从上面报告的论述可以发现，城投债相对中票而言，处于一个利差的低位期，这反映了二级市场城投债的获利空间存在一定的限制。但城投债的一级市场依然活跃，加之城投债有票息相对高的特点，其配置价值依然存在。

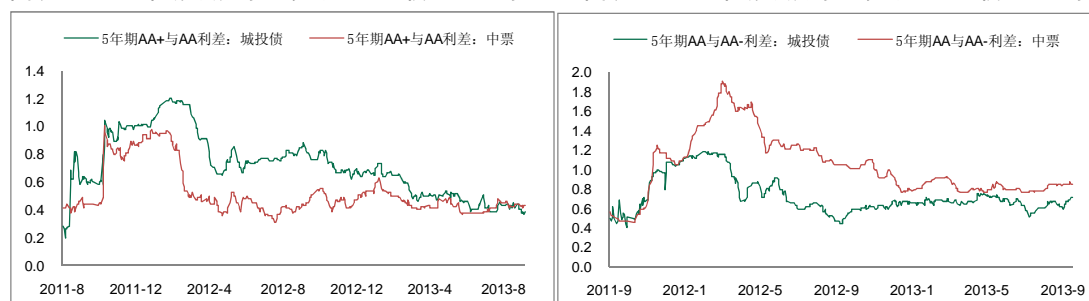
由于城投债期限主要是中长期品种，讨论期限的价值不大，下面将从评级选择和地区选择两个维度来讨论城投债的配置选择。

（一）评级选择

首先从债券资产的整体配置策略来看，由于广义流动性收窄，信用债评级调降案例出现历史新高，市场风险偏好出现下降，等级利差保护性不强，所以高等级债券的配置价值是好于低等级债券的。

其次从城投债的利差保护来看，AA 相对于 AA+的评级利差进入 2013 年后整体平稳，但与同期中票的保护利差相比，几乎没有任何优势；AA-相对于 AA 的评级利差来看，在 2013 年 6 月后有明显的上升趋势，但是整体劣于中票的保护水平。整体评价为，中低评级的保护利差相对于中票并无优势，而且均处于历史地位，这预示着中低评级的城投债配置价值不如高评级的城投债，这和债券资产整体配置的结论是一致的。

图表 22：5 年期城投与中票的利差比较（AA+与 AA） 图表 23：5 年期城投与中票的利差比较（AA 与 AA-）



数据来源：wind 数据库，课题组整理

（二）地区选择

城投债的地区选择旨在降低风险事件发生的概率，我们从报告的分析归纳出影响城投债风险的四个要素：系统风险、最大偿债能力、基本偿债能力以及个体风险水平。然后对每个因素配以一个代理变量，其中变量的具体含义如下表。

图表 24：地区选择因素考虑与指标说明

因素	指标	指标调整	指标说明
系统风险	地区经济发展水平, GDP	城投债存量/GDP	采用降序排列, 排名越前, 得分越低, 地区偿付风险越大
最大偿债能力	财政收入	城投债存量/财政收入	采用降序排列, 排名越前, 得分越低, 地区偿付风险越大
基本偿债能力	土地出让收入	由于土地出让金数据不全, 改为各地区一二线城市平均房价	采取升序排列, 排名越前, 得分越低, 地区土地出让收入越少, 偿付保障越小
个体风险水平	是否爆发过个体风险事件	对发生事件的恶劣程度进行评级, 最坏0分, 其次+1分, 没有发生类似事件的+2分	得分越少, 地区偿付风险越大

资料来源: 课题组整理

然后对全国 30 个省(或直辖市)进行打分排名, 结果显示青海、湖南、安徽、贵州、甘肃等地的偿付风险较高, 而海南、广东、辽宁、福建和内蒙古的偿付风险较低。从地区分布来看, 西部, 特别是西南部的偿付风险较其他地区更高, 东部沿海地区的风险相对低。但是需要指出的是, 本次评分的房价数据主要来自国内一、二线城市, 所以该评分代表的相对风险排位仅适用于省内一、二线城市融资平台所发的城投债。

图表 25: 地区评分概况

地区	评分	地区	评分
青海	7	北京	32
湖南	12	新疆	34
安徽	16	河北	36
贵州	18	山西	36
甘肃	23	黑龙江	36
宁夏	24	吉林	38
重庆	25	浙江	38
四川	26	山东	40
陕西	27	上海	40
广西	27	云南	41
江西	27	内蒙古	43
江苏	30	福建	43
天津	30	辽宁	45
河南	31	广东	51
湖北	32	海南	57

数据来源: 课题组整理

(三) 投资建议

综上, 我们的投资建议为城投债的较好投资方式是一级市场投资, 同时在等级选取上以高评级为主; 在降低风险事件发生上, 尽可能选取东部沿海的城市一、二线城市的融资平台所发出的产品。

二、城投债的投资风险

城投债的投资风险主要总结如下:

(一) 流动性风险

投资城投债存在两类流动性风险, 一类为城投债自身流动性风险, 城投债的自身流动性较中票差, 所以和中票应该存在着一定的利差——流动性溢价, 这预示着如果城投债发行主体发生个体风险事件, 债券价格的下跌幅度可能较其他债券更为厉害。另一类为市场流动性风险, 正如 2013 年 6 月份的“钱荒”事件, 整个市场的流动性会突然紧缩起来; 按估算,

城投债在“钱荒”事件后，利率中枢（5年期 AA+评级）大约提升了 23bp，而中票则提升了 16bp，相对而言，城投债受到市场流动性的冲击影响会更大。

（二）个体信用事件引起的风险

城投债属于信用债的范畴，其会受到信用债个体风险事件，特别是城投债个体风险事件的影响。但是具体影响几何，暂无权威机构做过详细测算，据国泰君安研究所的观点，2011年云南开发投资公司事件和上海城市建设公司事件，引起了城投债整体约 2%的收益率飙升。目前市场的风险偏好有所下降，即使其他个体风险事件对个券无实质影响，也可能放大其价格的下跌幅度。

（三）土地出让收入的风险

地方政府偿付城投债的资金来源主要靠土地出让，而 2010-2012 年的土地收入对城投债的覆盖比例分别为 3.96、4.17 和 3.15，有了明显下降；地方财政的土地收入同比有所放缓，整体来看，地方政府的土地出让收入的风险还是需要随时关注的。

免责声明

本报告仅供中国农业银行私人银行（以下简称“本银行”）的客户使用。本银行不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本银行对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本银行于发布本报告当日的判断。在不同时期，本银行可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本银行在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本银行对所述资产买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及资产的投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本银行所有，本银行对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本银行同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“中国农业银行私人银行部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

投资是一个风险无时不在的，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行各项交易。市场有风险，投资需谨慎。