

衰退延迟--2023年年中海外经济展望

2023年7月6日

宏观经济 深度报告

分析师 康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

投资摘要：

海外实体经济：美国消费可支撑年内经济，投资有望止跌。商品冷服务热是全球普遍现象，服务消费恢复性增长、低失业率仍将高于通胀对经济的影响。家庭负债健康是美国经济不陷入衰退的重要支撑。美国国内投资有望止跌，底部震荡。地产虽受到加息的压制处于底部，但供需处于紧平衡状态，有望跌幅收窄。三季度美国劳动力市场仍将较为紧张。下半年通胀环比小幅回落，CPI同比基数效应在6月达到顶峰，随后年末回升至5%附近。考虑到下半年为欧美传统消费旺季，年内衰退概率不大。

海外货币政策：美联储加息接近尾声，短期可承受5.5~6.25%之间的政策利率终点。加息终点和维持在终点的时间长短决定美国是否衰退。维持超过5.25%衰退概率加大的观点。家庭部门处于低杠杆状态，可承受高利率。企业部门杠杆高位，但基于企业负债的利率结构，需更长时间显现。我们认为美国政策利率高于5.25%以上的时间不会过长：若能及时跟随通胀回落下调回5.25%附近，则衰退概率可再次下降。美国年内通胀回落幅度取决于住宅分项。近三年的全球通胀局面基本印证我们在2020年初对本轮通胀周期的判断，即通胀维持高位的时间比美联储预期的要长，随后回落幅度比美联储预期的要小。相较于美国，欧洲地区通胀压力较大，加息的必要性远高于美国。预计欧洲地区的利率终点比欧洲央行当前给出的预期略高。

海外资本市场：美股趋势性泡沫再次出现。考虑到年内美国经济衰退概率不大，以及AI技术的突破，三季度略积极。但纳斯达克为代表的指数再次出现长期趋势性泡沫，类似1997~2000年的科技泡沫，因此长期仍维持中性。上调美十债利率上限至4~4.25%，政策利率正常化或带来市场利率正常化。由于美联储再次加息，在停止加息前，美元相对略强势，但趋势性弱于前期。在高利率背景下，大宗商品很难走出震荡市。

风险提示：全球通胀超预期导致全球衰退。

目 录

1. 实体经济：消费可支撑年内经济，投资有望止跌	4
1.1 商品冷服务热是全球性现象	4
1.2 消费放缓收窄，仍将支持经济	5
1.3 投资有望止跌	9
1.4 就业紧绷至少可以继续一个季度	11
2. 通胀与货币政策	13
2.1 通胀高点已过，下半年平台期小幅回落	13
2.2 下半年继续加息，接近终点	14
3. 资本市场	17
3.1 利率上调	17
3.2 股市三季度风险不大，长期趋势性泡沫再次出现	17
3.3 汇率与大宗	18
4. 风险提示	18
相关报告汇总	19

插图目录

图 1： 欧美制造业 PMI 均在底部	4
图 2： 欧洲主要国家制造业 PMI 再探新低	4
图 3： 英美服务业 PMI 处于高位	4
图 4： 欧盟主要国家服务业处于高位（法国除外）	4
图 5： 美国 ISM 分项客户库存仍在高位	5
图 6： 历史上制造业 PMI 低于 45 即为经济危机	5
图 7： 日韩出口处于底部	5
图 8： 疫情危机恢复速度快于次贷危机	6
图 9： 实际人均可支配收入增速低于长期趋势	6
图 10： 实际人均可支配收入同比提高	6
图 11： 有房人群存量房贷利率很低	7
图 12： 十二月移动平均收入同比增速（四分位）	7
图 13： 家庭杠杆率与 2001 年持平	7
图 14： 家庭部门债务同比增速未超过 10%	7
图 15： 家庭部门债务偿还占比处于低位	8
图 16： 信用贷款利率回升	8
图 17： 超额储蓄还有很小的空间	8
图 18： GDP 总量并未过热，消费过热	8
图 19： 消费处于长期增长趋势上，消费止跌	9
图 20： 耐用品消费止跌回升	9
图 21： 投资有望止跌	9

图 22: 非住宅投资分项	9
图 23: 住宅分项底部震荡, 跌幅收窄	10
图 24: 存量房过低, 新房销售回升	10
图 25: 受政策支持, 工业投资处于高位	10
图 26: 融资成本上升	10
图 27: 企业杠杆处于高位 (疫情期间除外)	11
图 28: 银行信贷没有放松	11
图 29: 就业人数突破平台	12
图 30: 劳动参与率突破平台	12
图 31: 政府就业加速, 制造业平台期	12
图 32: 岗位空缺数仍在高位	12
图 33: 非农新增环比变化	12
图 34: GDP、消费和劳动力恢复程度	13
图 35: 部分服务业恢复程度	13
图 36: CPI 脱离原油走势为 80 年代以来首次	13
图 37: 可选消费通胀分项, 服装、娱乐上涨	14
图 38: 非住宅核心服务通胀同比下滑	14
图 39: 核心通胀环比并未下降	14
图 40: 需看到环比稳定低于 0.3%	14
图 41: 通胀与政策利率	15
图 42: SOFR1%、99%分位开始出现正常波动	15
图 43: 一年期国债利率回升至 FFR 上方约 40bp	15
图 44: 时薪需稳定在 0.4% 以下	15
图 45: 美国银行业资产端占比	16
图 46: 商业地产占比处于正常周期偏高位置	16
图 47: 欧洲通胀与政策利率距离太远	16
图 48: 美十债模型	17
图 49: 政策利率正常化带动市场利率正常化	17
图 50: 标普与长短利差	17
图 51: 美股与实体投资正相关	17
图 52: 纳斯达克再次出现长期趋势泡沫 1	18
图 53: 纳斯达克再次出现长期趋势泡沫 2	18

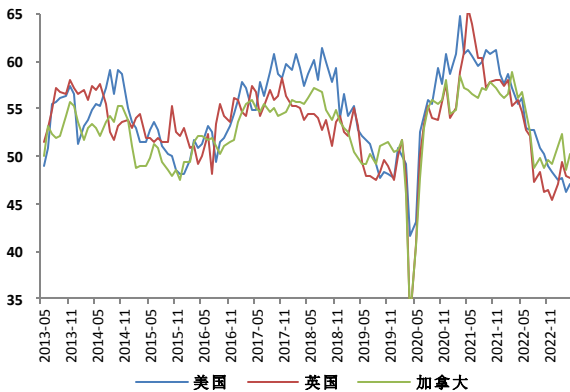
1. 实体经济：消费可支撑年内经济，投资有望止跌

商品冷服务热是全球普遍现象，服务消费恢复性增长、低失业率仍将高于通胀对经济的影响。家庭负债健康是经济不陷入衰退的重要支撑。投资有望止跌，底部震荡。三季度劳动力市场仍将较为紧张，下半年为传统消费旺季，年内衰退概率不大。

1.1 商品冷服务热是全球性现象

欧美制造业 PMI 底部企稳情况不明，特别是德国制造业 PMI 再探新低。从美国制造业 PMI 的库存分项来看，欧美商品库存仍在高位，去库存尚未结束，3 季度较难开启新的库存周期。以美国数据为例，一季度美国的商品消费出现止跌略有回升的现象(图 19)，其中耐用品消费高于预期，非耐用品相对较弱(图 20)。从国际贸易链条看，韩国出口止跌回升，日本出口仍在底部。下半年，随着服务业就业的进一步恢复，以及商品库存改善，预计年末商品冷服务热的现象将有所改观。根据历史经验，制造业 PMI 低于 45 即为经济危机，本次经济复苏存在明显的商品和服务生产错位的现象，存在这相关性较弱的可能。

图1：欧美制造业 PMI 均在底部



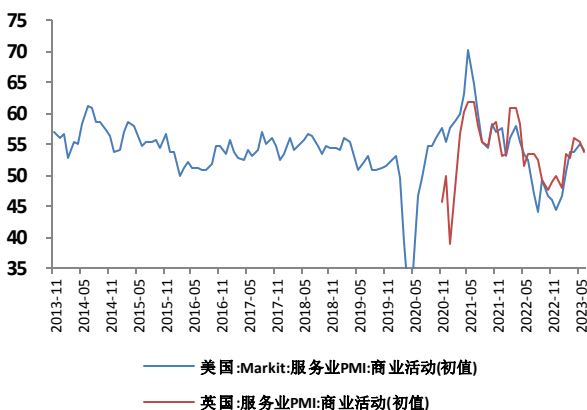
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图2：欧洲主要国家制造业 PMI 再探新低



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图3：英美服务业 PMI 处于高位



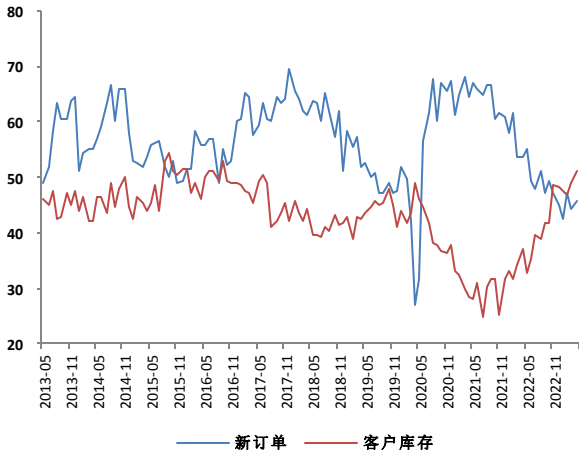
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：欧盟主要国家服务业处于高位（法国除外）



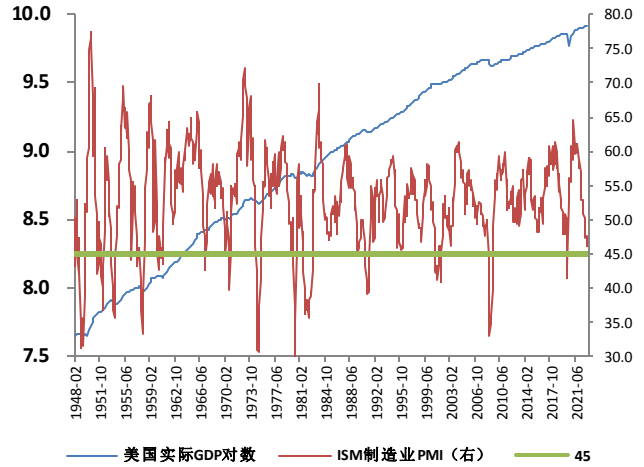
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图5：美国 ISM 分项客户库存仍在高位



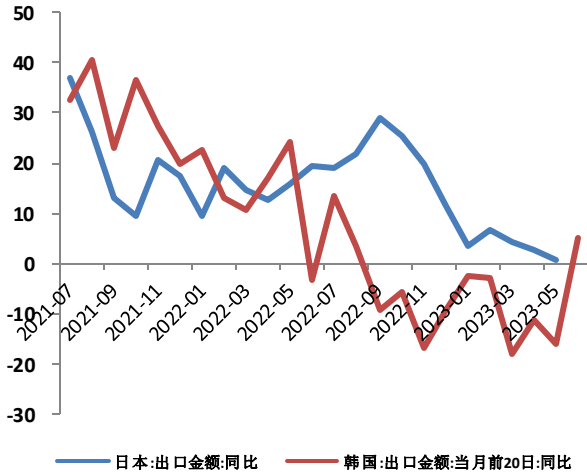
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图6：历史上制造业 PMI 低于 45 即为经济危机



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图7：日韩出口处于底部

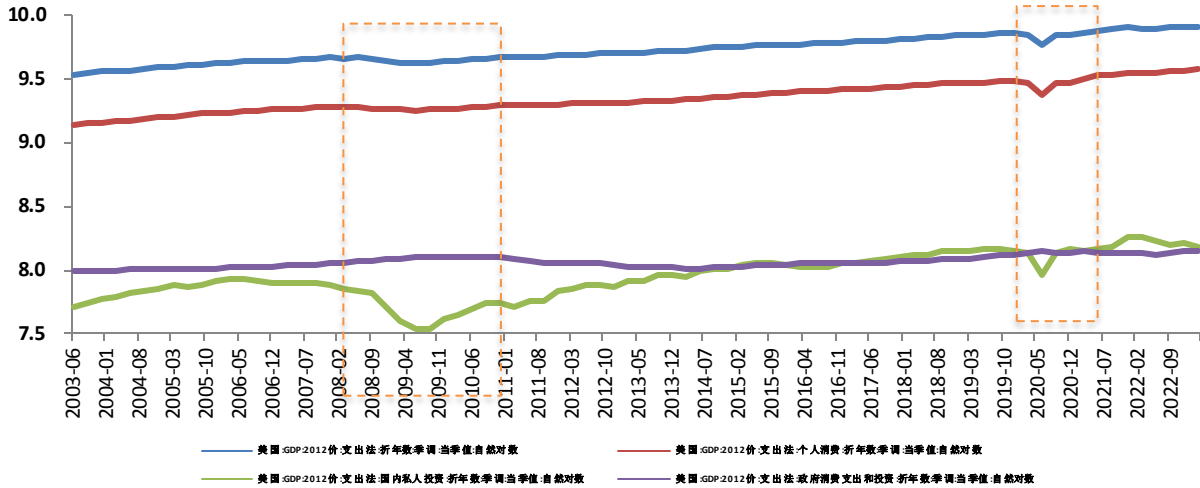


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

1.2 消费放缓收窄，仍将支持经济

美国回到长期增长趋势通道，更受消费驱动。一季度美国商品消费受耐用品消费强劲影响已经环比止跌略有回升，而服务行业受制于劳动力市场紧绷的影响尚未充分释放(图 19)。疫情对经济的冲击远小于次贷危机的原因在于两次经济波动中家庭部门的资产负债表健康程度有明显差异。

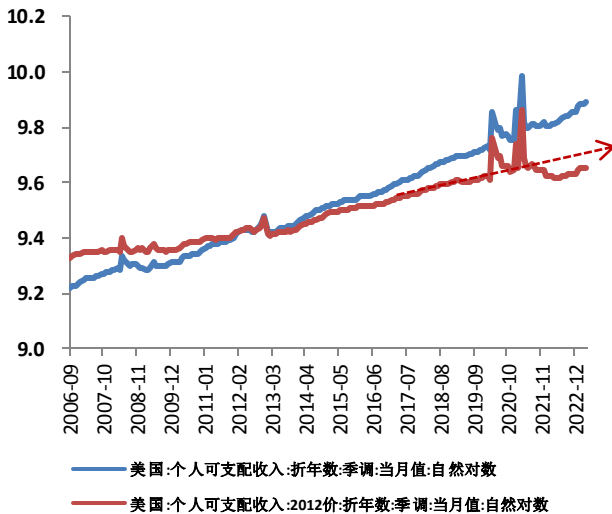
图8：疫情危机恢复速度快于次贷危机



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

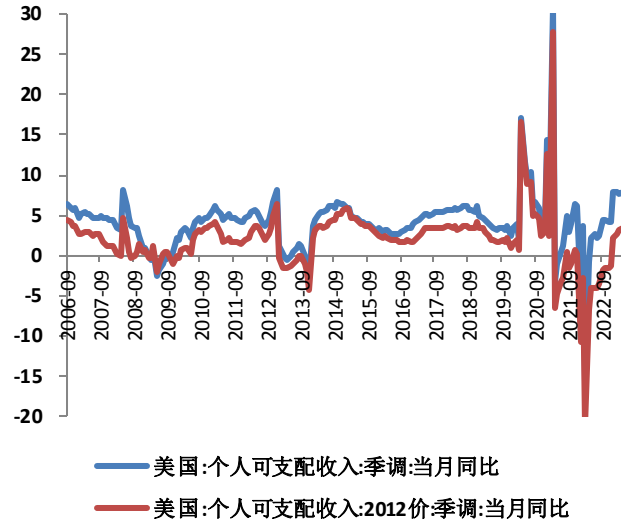
家庭部门收入端继续增长。下半年随着劳动力市场紧绷程度下降，收入增速将有所放缓但仍将在较高位置。受高通胀冲击，实际人均个人可支配收入仍低于长期趋势。但这一负面影响被超额储蓄抵消，并且受劳动力紧缺影响，名义/实际人均个人可支配收入从2022年下半年开始明显增长。

图9：实际人均可支配收入增速低于长期趋势



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图10：实际人均可支配收入同比提高



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

通胀对家庭部门消费的侵蚀作用被延后。通胀主要侵蚀底层消费，有房人群抵御通胀能力强。2020-2022年存量房贷置换成低利率，减少房贷的部分可以对冲通胀。但随着房价上升，房产税将会提高，低利率存量房

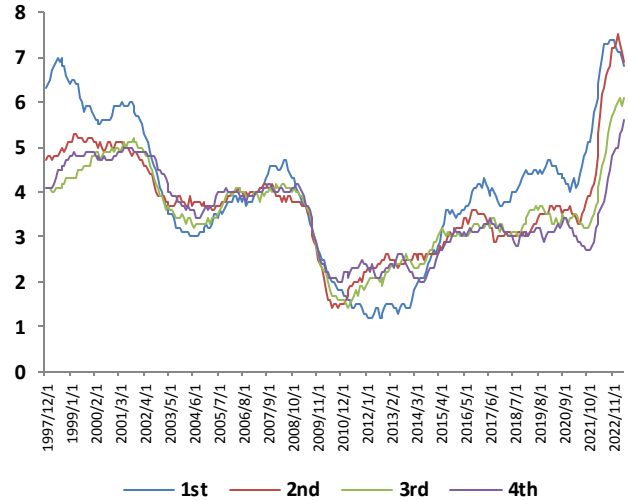
贷优势稍有减弱。本轮经济周期中，低收入阶层名义收入与高收入同幅度增长(图 12)，这是与前两次经济周期完全不同。预计下半年低收入阶层名义收入虽见顶但仍将高企。

图11：有房人群存量房贷利率很低



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

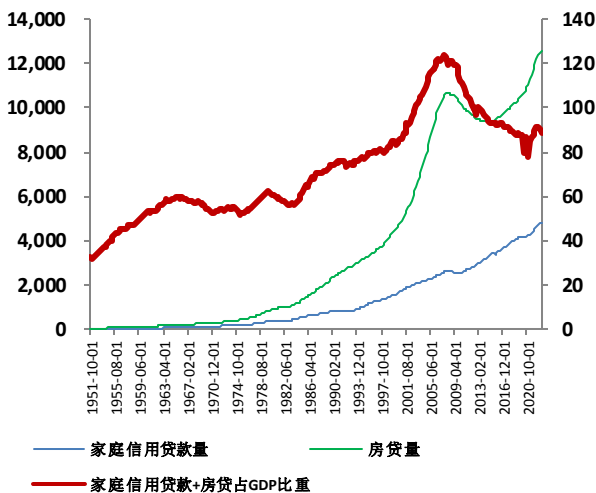
图12：十二月移动平均收入同比增速（四分位）



资料来源：美联储，东兴证券研究所

负债端对消费能力总体不构成压制。目前，家庭部门总杠杆率与 2001 年持平，总体可以承受目前的高利率，甚至更高。家庭部门低杠杆是支撑经济浅衰退/软着陆的主要来源。从债务增速看，家庭债务同比并未超过 10%，低于历次经济危机高点。从实际债务负担看，家庭部门债务偿还占比总负担处于历史最低位。根据历史经验，当消费债务偿还占比超过 6%，信用消费债务才会对消费起到压制作用。随着政策利率的进一步攀升，下半年偿还占比才可能接近。

图13：家庭杠杆率与 2001 年持平



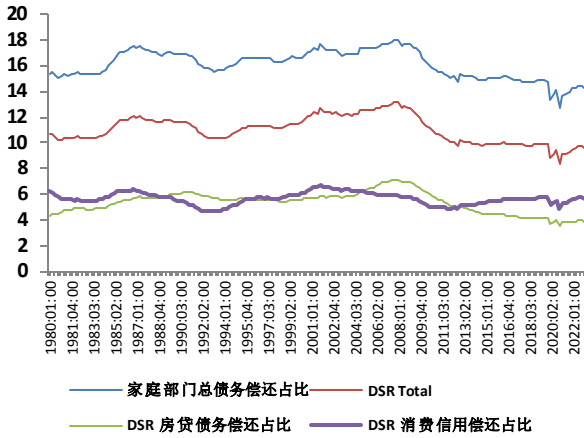
资料来源：FRED，东兴证券研究所

图14：家庭部门债务同比增速未超过 10%



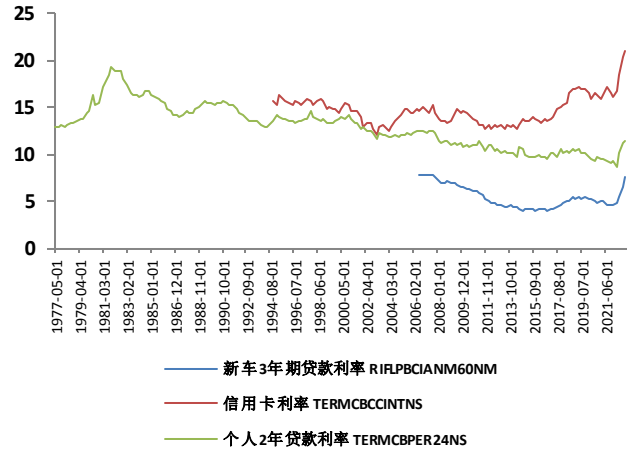
资料来源：FRED，东兴证券研究所

图15：家庭部门债务偿还占比处于低位



资料来源：美联储，东兴证券研究所

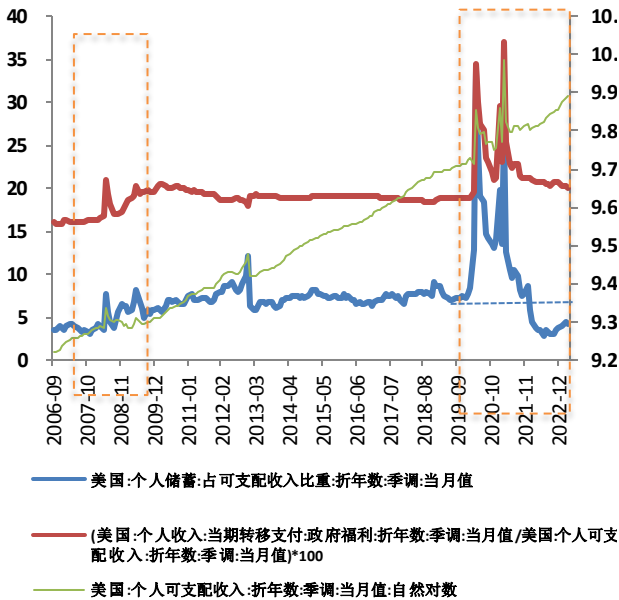
图16：信用贷款利率回升



资料来源：FRED，东兴证券研究所

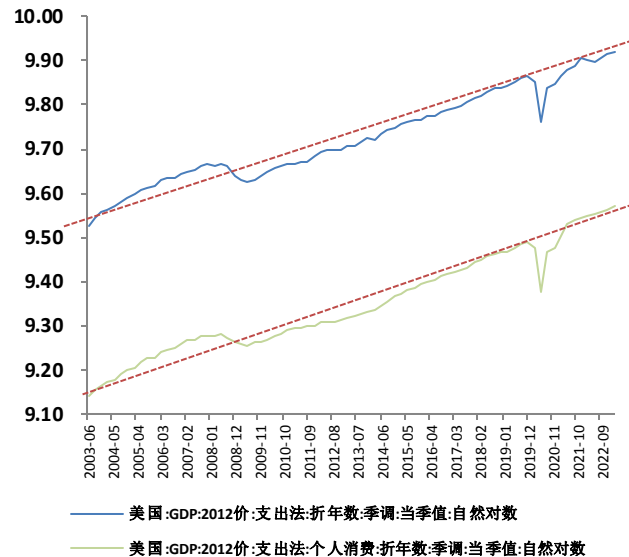
超额储蓄还有很小的空间。储蓄率触底回升：储蓄率虽明显下降，但短期财富和收入效应仍存，继续衰减。但在低失业率和低收入人群收入同比（12月移动平均）加速的背景下，短期内不构成负面因素。

图17：超额储蓄还有很小的空间



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图18：GDP总量并未过热，消费过热

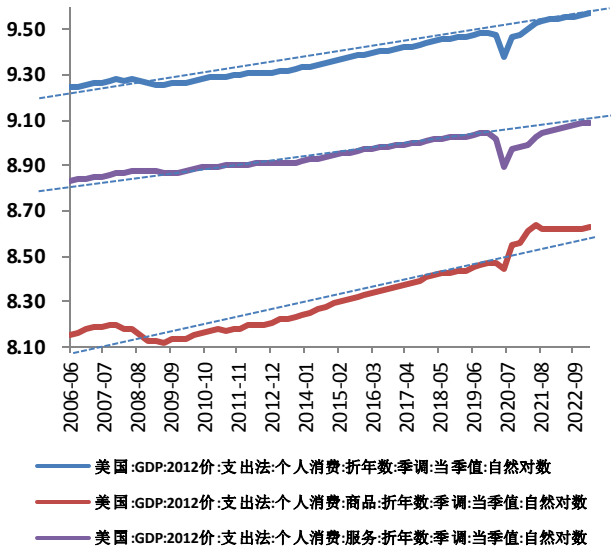


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

我们预计下半年美国私人消费仍处于长期增长趋势范围。欧美消费更受服务消费影响。服务业继续受到疫情管控放开的刺激稳步复苏，服务业就业紧绷限制服务消费恢复速度。同时，受耐用品消费环比超预期影响，商品消费放缓不及预期，2023年1季度环比已止跌略有回升，表明疫情管控结束后服务消费对商品消费的

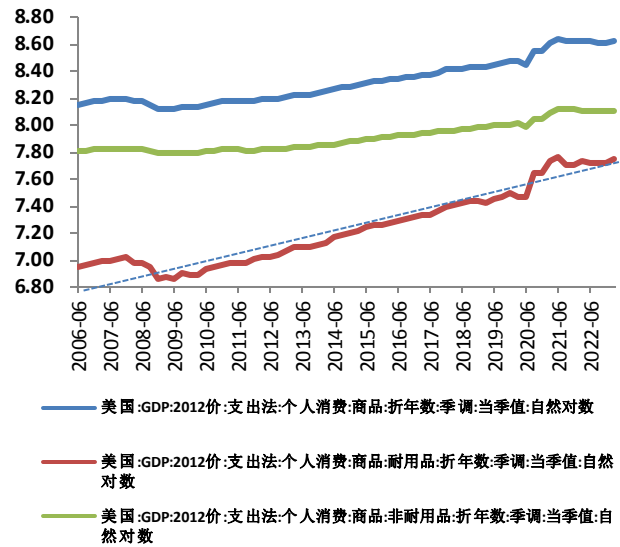
替代作用已经完成。目前，美国宏观经济总量并未过热，过热集中于消费和劳动力市场短缺。三四季度为传统消费旺季，三季度为旅游高峰，会加剧低收入服务业人手的短缺，四季度为传统感恩节和圣诞节商品消费高峰，均有望继续支撑经济。

图19：消费处于长期增长趋势上,消费止跌



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图20：耐用品消费止跌回升

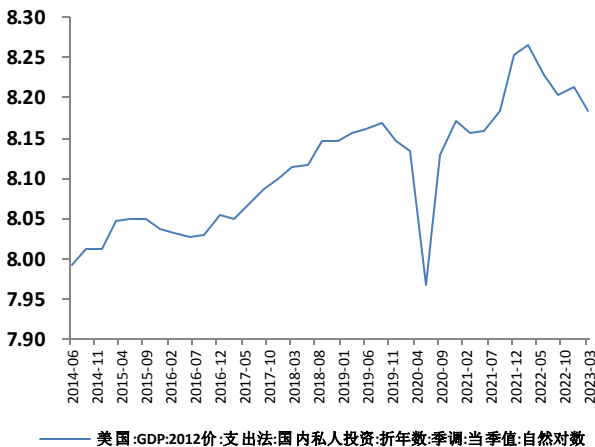


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

1.3 投资有望止跌

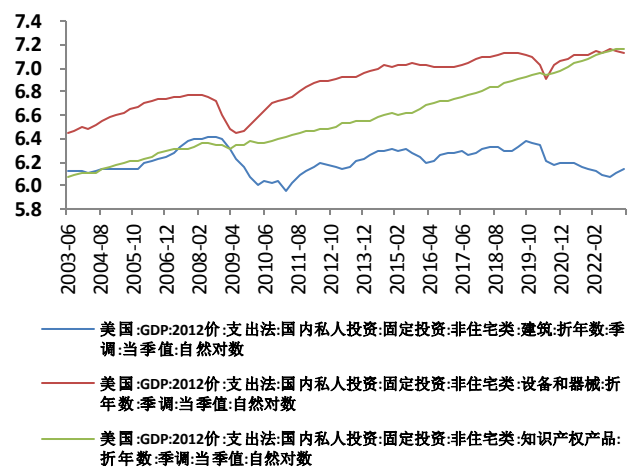
前期投资回落主要受地产回落影响，非住宅分项回落幅度远不及住宅，下半年地产底部止跌震荡，企业设备投资放缓不明显，R&D增长稳健，部分基建项目开工，建筑分项稳健。预计总投资跌幅收窄，有望止跌。

图21：投资有望止跌



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

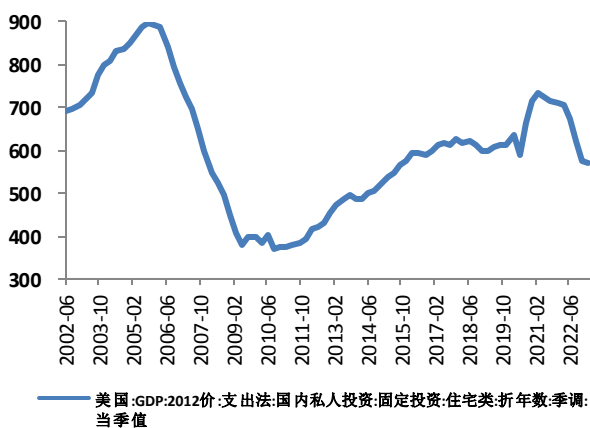
图22：非住宅投资分项



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

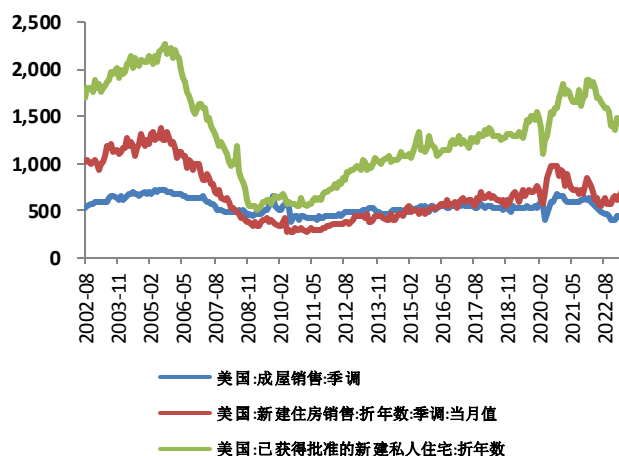
下半年地产底部止跌震荡。08年以后历经10多年的人口更新换代，购房适龄人群的家庭资产负债表没有受到次贷危机影响，非常健康。2019年以来，美国地产投资活力已完全恢复，脱离2008年次贷危机影响，恢复了对利率的敏感度。因此本次降息对地产的影响与08年完全不同。受高利率影响，地产高位震荡1年左右后出现显著下滑。但由于家庭部门收入端持续增长，虽然高房价和高利率抑制了部分地产需求，在存量房太低的背景下，住宅市场仍处于紧平衡状态，近期新房销售亦超预期。因此，下半年住宅投资有望跌幅收窄，止跌震荡。

图23：住宅分项底部震荡，跌幅收窄



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

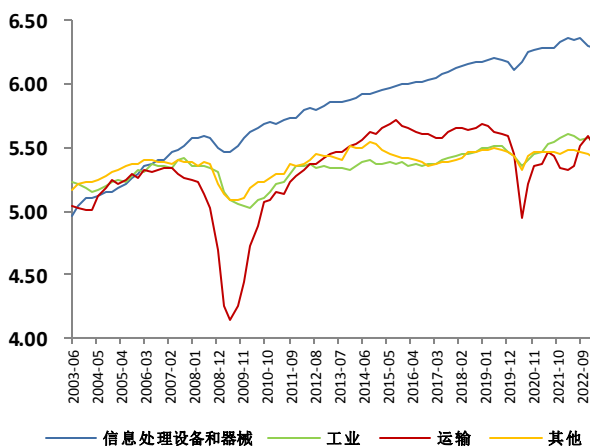
图24：存量房过低，新房销售回升



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

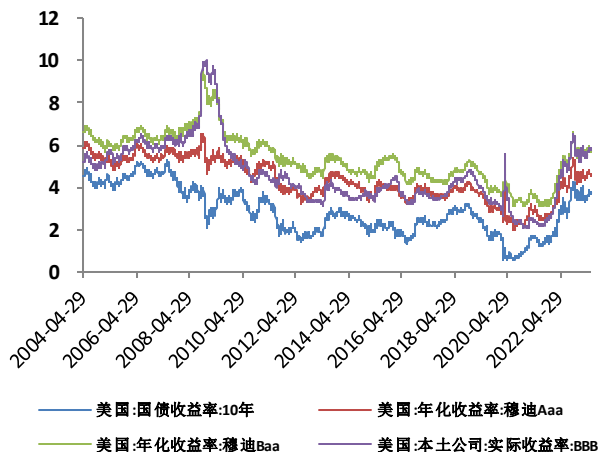
设备器械投资周期略有回落。融资、人力成本上升，企业盈利能力面临压力。头部科技、金融企业继续裁员，预计实体投资也有所谨慎。但受产业政策扶持，工业投资一直处于高位，对利率不敏感。因此，综合来看，预计设备器械投资略有回落，受产业政策扶持的产业，如芯片、新能源、电子产业不受周期影响。而占总投资占比最高的知识产权投资强劲，周期波动较小，预计下半年继续稳步增长。

图25：受政策扶持，工业投资处于高位



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

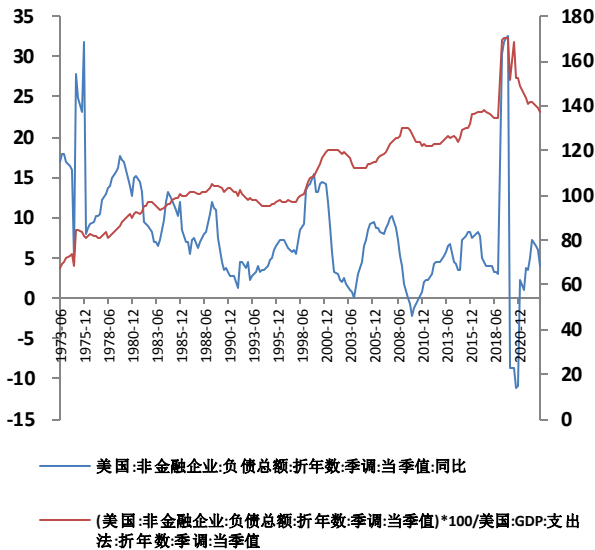
图26：融资成本上升



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

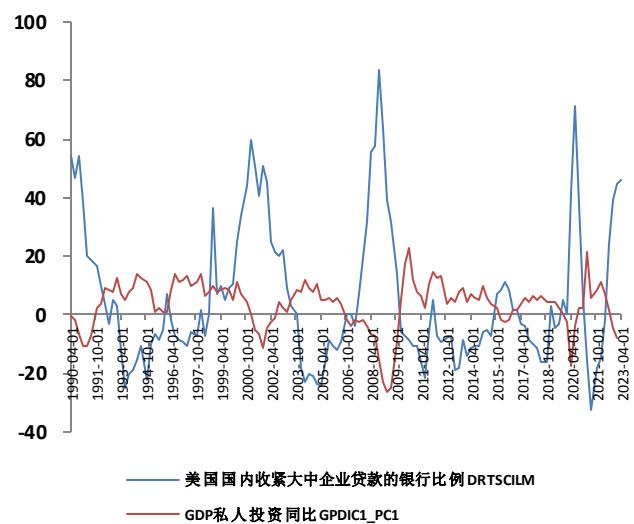
下半年非住宅投资跌幅有限，但也很难有明显增长。企业部门杠杆高位，未来对利率敏感度远高于家庭部门。银行信贷从去年三季度开始收紧，目前继续维攀升。利率升高对存量企业贷款的影响是逐年显现的（如3~5年更新贷款利率），与08年次贷危机不同（次贷利率每年更新）。

图27：企业杠杆处于高位（疫情期间除外）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图28：银行信贷没有放松



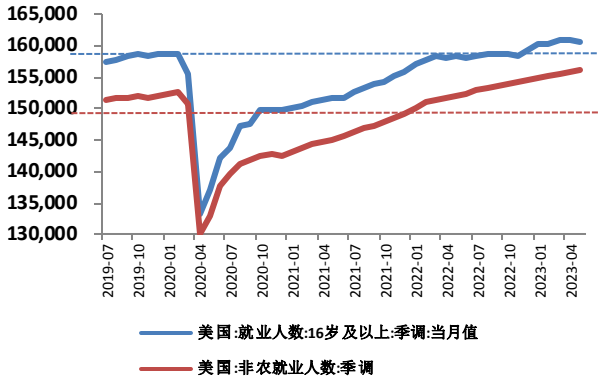
资料来源：FRED，东兴证券研究所

1.4 就业紧绷至少可以继续一个季度

无论是绝对水平还是劳动参与率，均突破平台。预计至少还需一个季度才能缓解紧绷。目前，生产部门就业略有停滞，服务业稳步回升，政府部门恢复加速。岗位空缺数与就业供给的差距仍旧过大。疫情管控导致的经济错位复苏，使得各行业恢复速度有明显差异。（恢复最快的行业：制造业和运输业、地产、科技行业。较慢的行业：餐饮、酒店、地方政府。）先期快速复苏的行业已明显减速或小幅回落，紧绷主要集中于服务业人群。总量上，GDP和消费分别超过2019年四季度的5.3%、4.6%，而5月非农仅超过2.3%，差距明显。以餐饮业为例，餐饮业与疫情前只有0.2%约2万的差距，考虑到总非农已超过疫情前2%，若餐饮业以2.2%的恢复空间为目标，以去年12月餐饮每月3万人的增速计算需9个月达标，以1月8万人的速度需3个月。

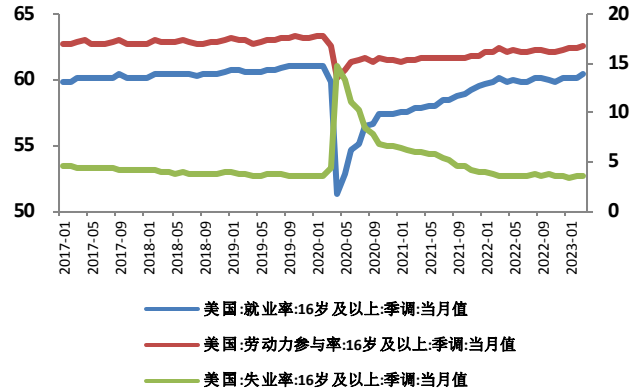
错位复苏导致下半年美国经济陷入衰退的可能不大。与以往经济周期中行业复苏同步性较强不同，本轮经济复苏中行业间存在明显的周期性错位（科技、商品消费 v.s 服务业）导致高利率、高通胀下的就业数据显得尤为强劲。服务业就业总量上的占优掩盖了先期行业的回落，这使得在服务业恢复完成后就业市场突然预冷的可能性较以往明显提高。

图29：就业人数突破平台



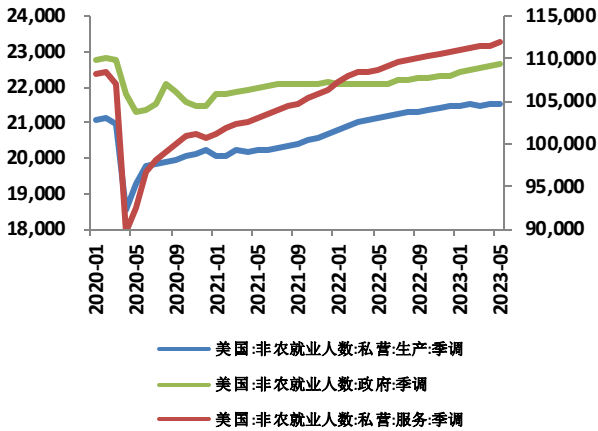
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图30：劳动参与率突破平台



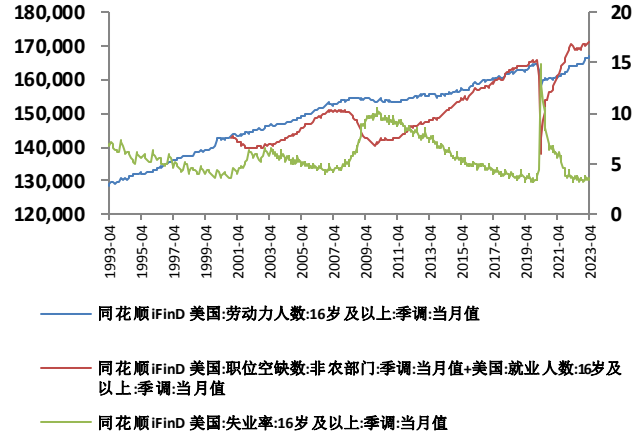
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图31：政府就业加速，制造业平台期



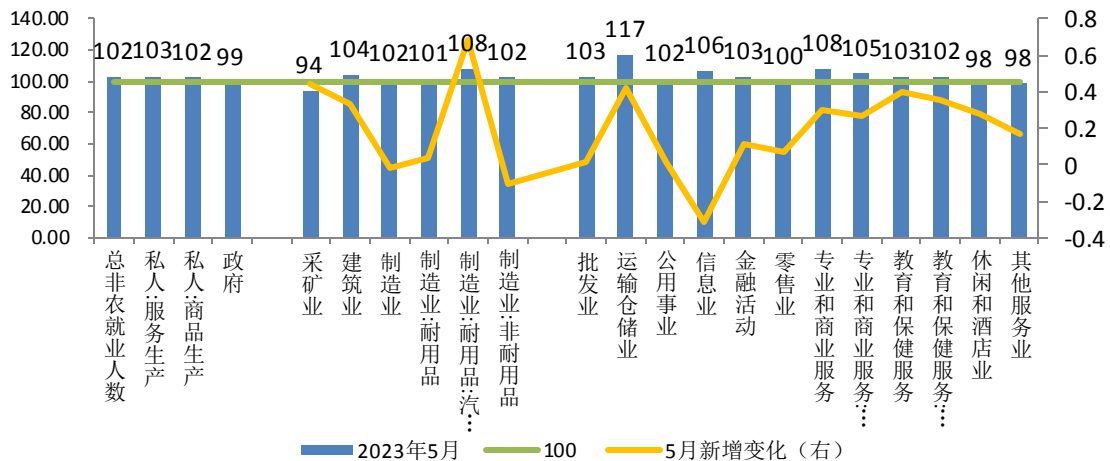
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图32：岗位空缺数仍在高位



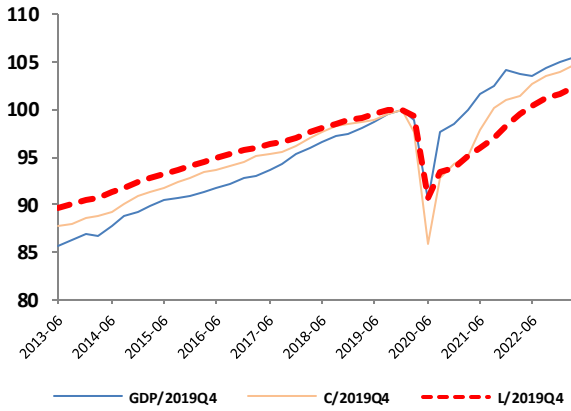
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图33：非农新增环比变化



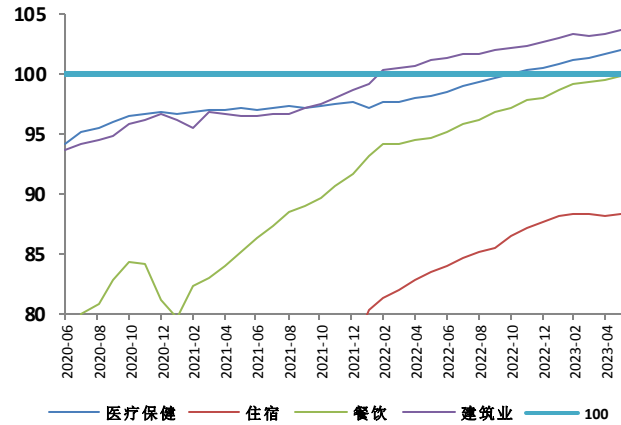
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图34：GDP、消费和劳动力恢复程度



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图35：部分服务业恢复程度



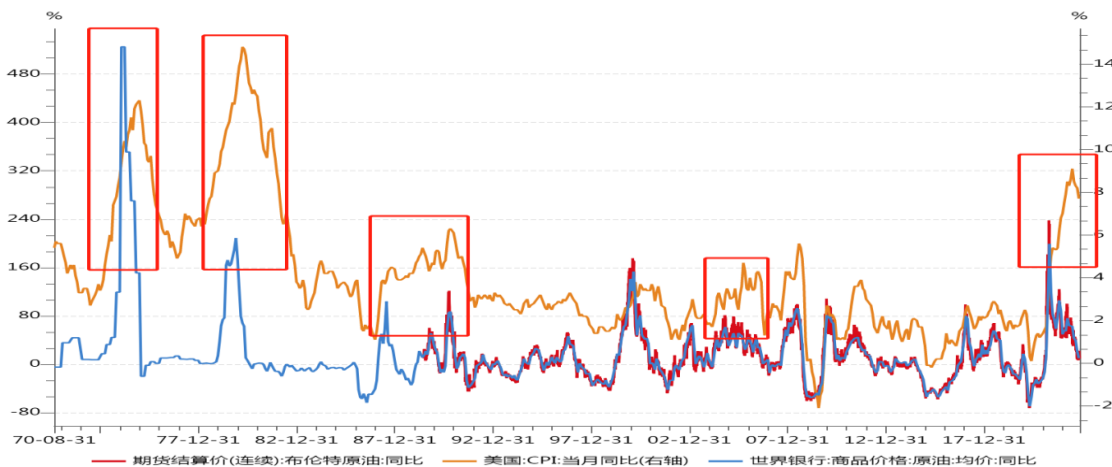
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

2. 通胀与货币政策

2.1 通胀高点已过，下半年平台期小幅回落

我们从2020年始贯穿本轮疫情周期的通胀观点有二：一、通胀维持高位的时间比美联储预期的要长；二、通胀回落的幅度比美联储预期的要小。长期通缩环境使得欧美货币财政政策对通胀略显麻痹，易于过度宽松。政府机构忽视了次贷危机和本次疫情危机的背景的区别，忽视了地产恢复了对利率的敏感度。此外，俄乌冲突刺激原油上涨，疫情期间供应链受阻，也都延长了通胀时间。从背景和触发缘由看，当前通胀形势为70年代的快进版。经济的易通缩体质消失，通胀中枢或抬升至2.5%。从低收入人群薪资12月移动平均同比创新高的现状来看(图12)，我们关于通胀的第二个观点正在印证。

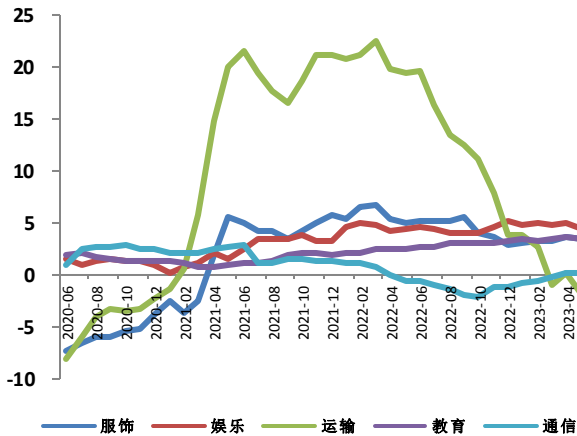
图36：CPI脱离原油走势为80年代以来首次



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

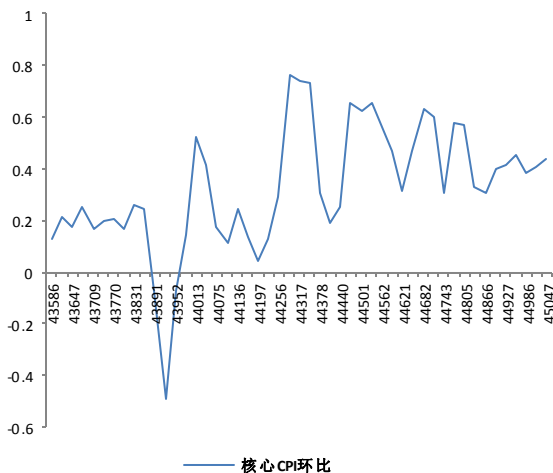
基于基数效应，6月CPI同比为全年最低点，预计在3.5~4%之间，随后缓慢回升，年末约回升至5%附近。可选消费通胀同比已下降，非住宅核心CPI已明显回落。目前核心通胀的粘性主要来自住宅分项，虽然近期租金数据再次上扬，但同比增速显著低于去年同期，因此总体压力上减。住宅分项落后领先指标1年，预计下半年住宅分项将最终显著回落，可部分对冲核心通胀和原油价格的粘性。从去年12月至5月，核心环比通胀没有下降，需降至0.3以下才可看到加息停止的可能。

图37：可选消费通胀分项，服装、娱乐上涨



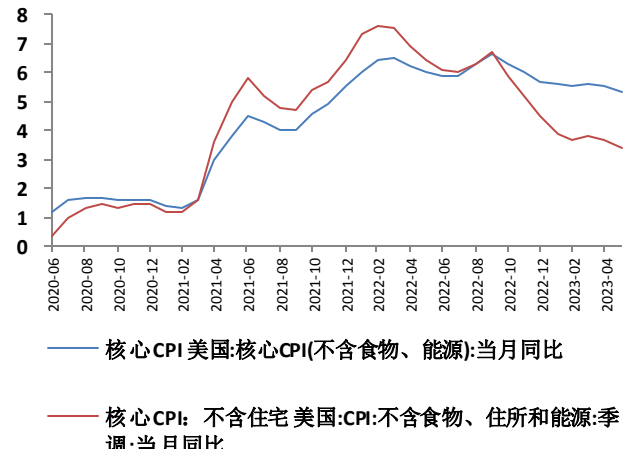
资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图39：核心通胀环比并未下降



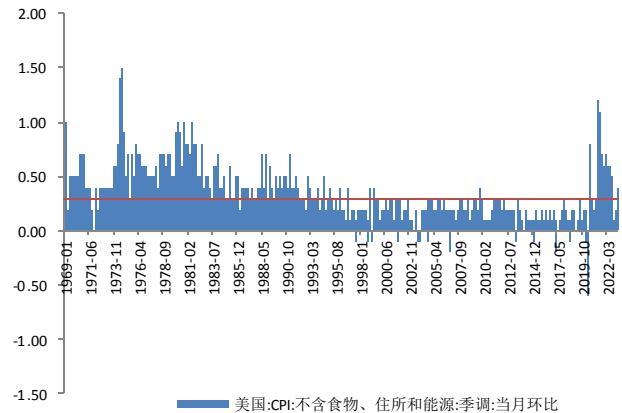
资料来源：FRED, 东兴证券研究所

图38：非住宅核心服务通胀同比下滑



资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

图40：需看到环比稳定低于0.3%

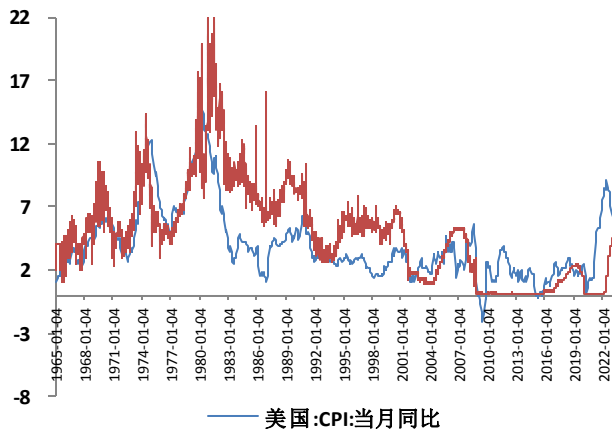


资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

2.2 下半年继续加息，接近终点

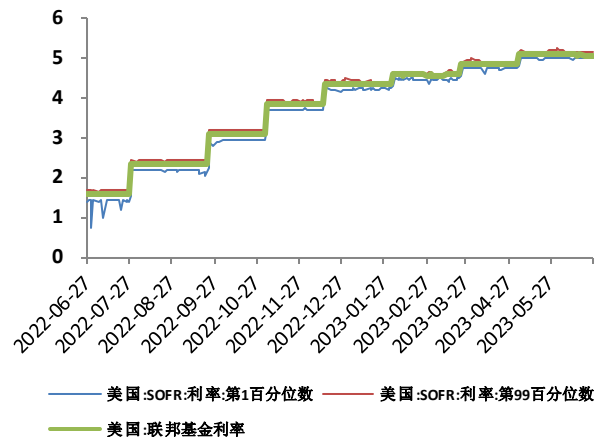
下半年继续加息，政策利率高于 5.25% 的时间不会太长。非金融企业部门杠杆率无法承受太高的利率，但由于加息过快，基于贷款、公司债券利率结构，需要 2~3 年才能显现。家庭部门可以承受高利率，消费继续支撑经济。劳动力紧绷仍需 4~9 个月。因此，我们认为美国经济短期可承受介于 2000 年和 2007 年政策利率高峰之间的利率区间：5.5~6.25%；长期仍维持超过 5.25% 衰退风险加大的观点。时薪至少需要稳定的回落至 4% 附近。年内降息可能不大，最早在四季度开始考虑。若要避免后期过早衰退，停留于 5.25% 上方的时间不宜过长。此外，流动性开始回归正常化。短期流动性开始出现波动，08 年以后过度的短期流动性充裕局面开始结束。

图41：通胀与政策利率



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

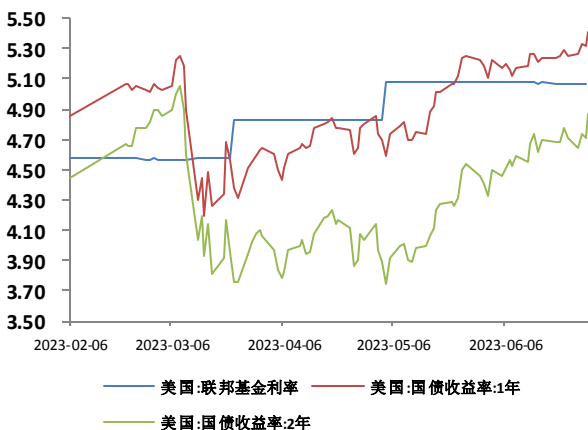
图42：SOFR 1%、99%分位开始正常波动



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

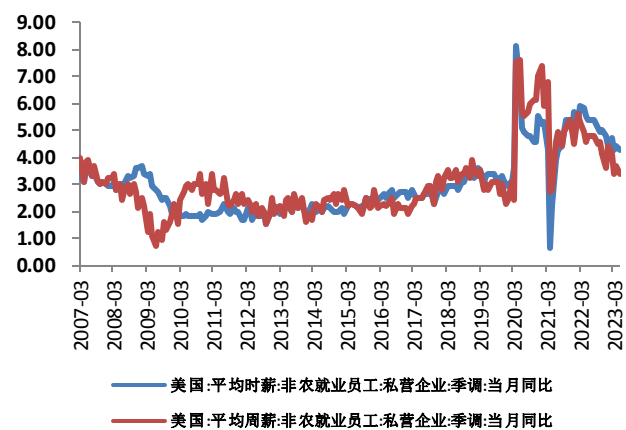
短端利率结构改善，下半年可承受进一步小幅加息。1 年期国债利率已回到 FFR 上方，短端利差倒挂结束，利率结构部分改善。同时，FFR 利率在最近两个月中表现非常平稳，并未再次出现 3 月异常波动情况。这表明市场可承受未来的小幅加息并开始计入预期。若 6 月核心通胀环比仍保持目前的状态，7 月可以小幅加息。7 月是否加息取决于 6 月核心 CPI 环比是否能跌落目前 0.4% 的平台，而非 CPI 同比是否继续回落。目前市场对 7 月加息 25bp 已充分定价。

图43：一年期国债利率回升至 FFR 上方约 40bp



敬请参阅报告结尾处的免责声明

图44：时薪需稳定在 0.4% 以下

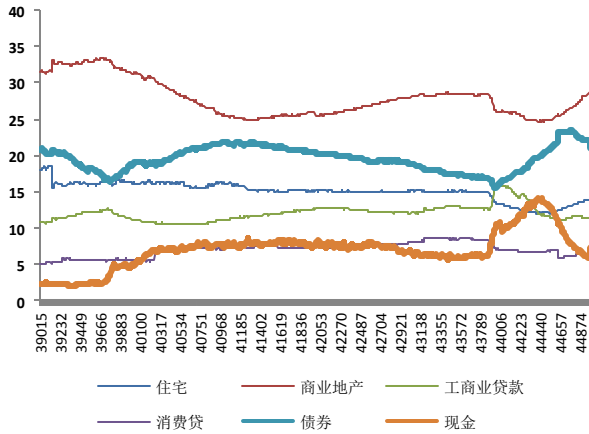


东方财富 兴盛之源

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

商业地产问题属于一般经济衰退范畴，与08年次贷危机完全不同。商业地产占银行贷款比例虽然逼近2008年，但占银行总资产比例正常。商业地产负债占GDP处于相对高位，风险主要集中于新增贷款，但商业地产贷款利率一般为5年固定利率周期，存量更新贷款部分在通胀背景下尚可。

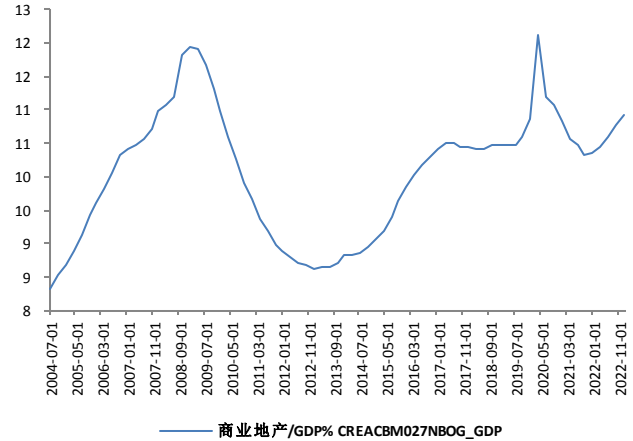
图45：美国银行业资产端占比



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图46：商业地产占比处于正常周期偏高位置



资料来源：FRED，东兴证券研究所

相较于美国，欧洲加息必要性远高于美国。目前，美国政策利率已略高于CPI，即使不考虑基数效应，年末CPI回升至5~5.5%，以当前美联储给出的至少加息50bp的暗示，下半年绝大多数时间政策利率将高于CPI，这符合历史上要压制通胀的必要条件。但欧洲通胀相对更加顽固，欧元区通胀水平远高于政策利率。欧洲的加息路径还需较长路程，比当下欧洲央行给出的预期要更高。

图47：欧洲通胀与政策利率距离太远



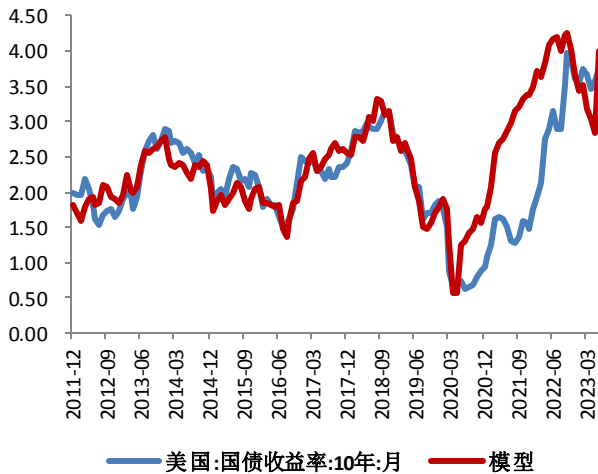
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

3. 资本市场

3.1 利率上调

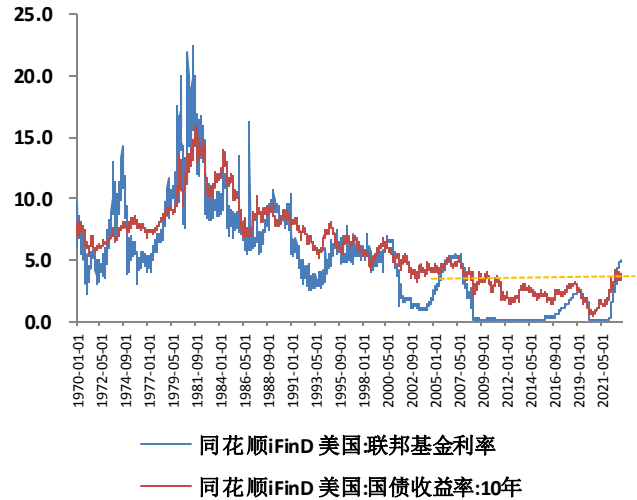
上调美国十年期国债利率上限至 4~4.25%。随着通胀中枢上移，利率结构恢复至次贷危机之前亦在合理范围之内。若加息至 5.75%+，则短债优于美股指数。

图48：美十债模型



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图49：政策利率正常化带动市场利率正常化

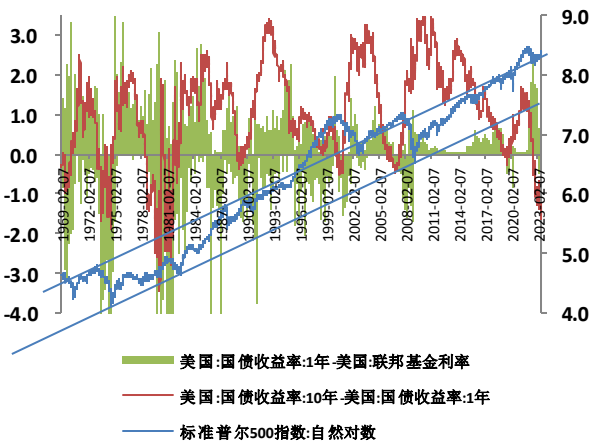


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

3.2 股市三季度风险不大，长期趋势性泡沫再次出现

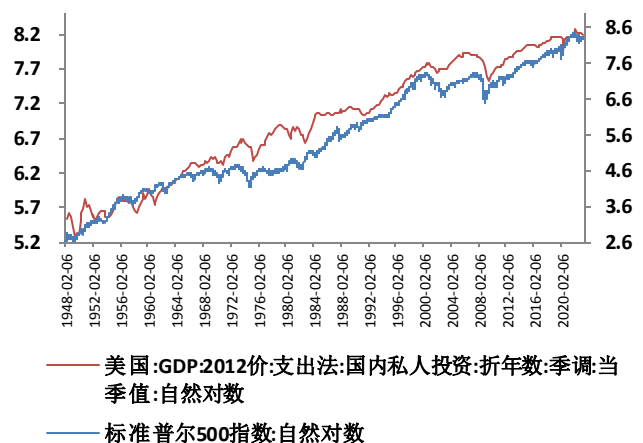
年内经济衰退风险不大，三四季度属于传统消费旺季，实体经济投资有望止跌，叠加 AI 技术突破，股市三季度风险不大，科技股优于其他行业。但长期泡沫再次出现，类似 1997-2000 年科技泡沫时期。历次长期趋势的泡沫湮灭均与货币政策收紧有关，长期维持中性。

图50：标普与长短利差



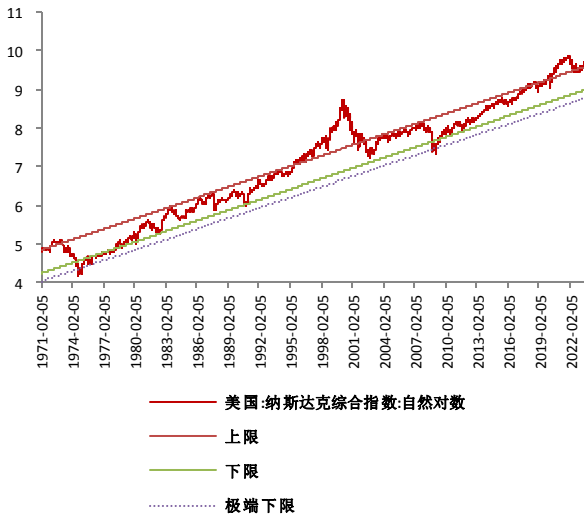
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图51：美股与实体投资正相关



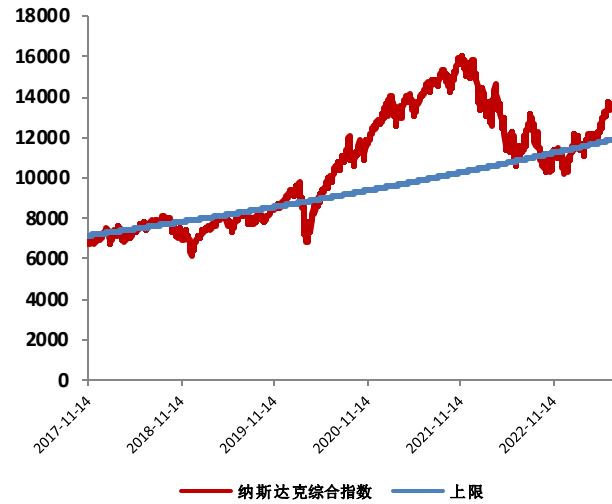
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图52：纳斯达克再次出现长期趋势泡沫 1



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图53：纳斯达克再次出现长期趋势泡沫 2



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

3.3 汇率与大宗

由于美联储继续加息，在加息完成前，美元指数将保持相对强势，但趋势性减弱。全球继续加息，大宗商品仍以震荡为主。

4. 风险提示

全球通胀超预期导致全球衰退。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储暂停加息，保留进一步加息空间	2023-06-16
宏观普通报告	宏观普通报告：基数效应护航，6月CPI将继续回落	2023-06-14
宏观普通报告	宏观普通报告：非农仍有上升空间	2023-06-06
宏观普通报告	宏观普通报告：美国6月通胀同比可降至4%	2023-05-11
宏观普通报告	宏观普通报告：4月非农不影响6月美联储利率决议	2023-05-08
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储无限接近暂停加息	2023-05-04
宏观普通报告	宏观普通报告：美国一季度GDP不及预期，但消费强劲	2023-04-28
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储期待银行信用收紧缓解通胀	2023-03-23
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀回落趋势保持，3月加息0或25bp	2023-03-15
宏观普通报告	宏观普通报告：非农仍有空间，SVB对加息影响有限	2023-03-13

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526