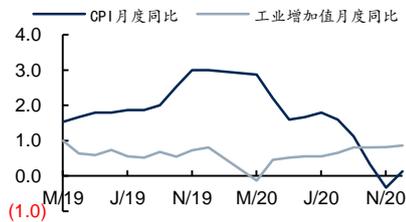


宏观经济

海外市场一周概览

2021年02月03日

CPI与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	2.90
社零总额当月同比	4.60
出口当月同比	18.10
M2	10.10

相关研究报告:

《海外市场一周概览: 如何把握欧洲经济的节奏?》——2021-01-20
 《宏观经济周报: PPI 同比上升速度加快, 非标融资清理拖累社融、M1、M2 增速》——2021-01-18
 《宏观经济周报: 疫情反复或对经济形成一定拖累, 但幅度应较有限》——2021-02-01
 《海外市场一周概览: 美国基建, 重返 2009》——2021-01-26
 《宏观经济周报: 1 月以来宏观扩散指数走弱或主要受季节因素影响》——2021-01-25

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158
 E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100001
联系人: 王艺熹
 电话: 021-60893204
 E-MAIL: wangyixi@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

宏观周报

剖析美国居民的资产构成

● 剖析美国居民的资产构成

本报告主要探究美国不同财富等级居民的资产构成以及负债情况。核心猜想: 美国股市走势主要对应高收入家庭的资产规模和整体经济状况, 进而决定其消费水平, 而联邦最低时薪及财政转移支付对应低收入人群消费水平上限。

美国居民收入来源概览: 美国居民的主要收入来源是雇员报酬, 其次是福利性质的转移支付, 股息、利息等金融类收入占比较小。**资产构成:** 资产水平排名 20%-80% 的人群中, 住所为其主要资产构成, 平均占总资产的 62%, 而证券类资产仅占总资产的 3.9%。随着财富排名的上升, 住宅占比下降, 证券和商业类资产比例显著上升。近年来美股经历过几次波澜壮阔的牛市, 但受益者都是持有股票类资产的高收入人群, 与财富排名在 20% 以外的民众并无太多关系, 大部分居民的收入仍旧取决于工资和社会福利。巨富者财富的大幅提升不成比例的拉高了美国平均财富水平, 而财富中位数未见明显增长。**负债情况:** 美国居民债务-收入比在 2007 年达到高峰的 1.24 倍, 近年来有明显下降。从构成上来看, 美国居民负债主要由房贷、车贷、学生贷款和消费贷款构成, 房贷占大头。

美国不同收入水平居民的消费差别: 收入最低的 20% 人群通常将 40% 的收入花在住所上, 剩余收入需用于交通、食品和医疗。随着收入的增长, 保险与教育支出占总收入比例显著增长。对于低收入家庭来说, 美国联邦最低时薪及转移支付与其消费水平有较好的对应。这是由于低收入家庭的储蓄率比较低, 金融资产持有量较少, 消费水平与收入水平几乎相等。

关于解决财富不平等的政策: 耶伦为首的拜登经济团队呼吁将美国最低时薪增加至 15 美元/小时。若该项计划得以通过, 那么符合美国各类福利补贴计划的人数将会下降, 财政福利支出有减少可能, 为基础建设投资、新能源研发等项目腾出资金。

● 海外疫情与疫苗接种进度追踪

目前, 欧美大多数国家疫情拐点已现, 美国每日新增病例已稳定降至 10-15 万例/天。值得注意的是, 近日法国每日新增数有上升的趋势。

疫苗方面, 美英两国接种进度持续领先, 欧盟接种进度落后。我们统计了疫苗接种数+治愈总人数占总人口的比例以粗略代表各国群体免疫的建立进展, 详见内文图片。后期来看, 欧盟疫苗吃紧, 疫苗供应不及前期预期。

● 上周主要资产走势概览

美股: 受“散户逼空”事件影响, 总体呈大跌大涨之势。标普 500 指数一周跌幅 2.11%, 道指一周跌幅 2.42%, 纳指一周跌幅 1.71%。

美债: 美国 10 年期国债利率上周共上行 4.9bp, 截至 2 日报 1.089%。美国 2 年期国债利率下行 1.2bp, 截至 2 月 2 日报 0.121%。

伦敦金价 上周继续在 1851.2 美元/盎司附近震荡, 2 日报 1854.43 美元/盎司。

美元指数 上周继续上行, 2 月 2 日涨破 91。

布油价格 上周主要在 55.5 美元/桶附近波动, 后因 OPEC+1 月产量控制达成率高达 99% 的消息而飙高, 2 月 2 日最高曾报 57.09 美元/桶, 较上周开盘涨 1.12 美元, 涨幅达 2%。

伦铜价格 上周跌破 8000 美元/吨, 一周均价为 7877.6 美元/吨。

内容目录

剖析美国居民的资产构成.....	4
美国居民收入来源概览.....	4
美国居民资产构成.....	5
美国居民负债情况.....	7
美国不同收入水平居民的消费差别.....	8
解决财富不平等的政策.....	9
海外疫情与疫苗接种进度追踪.....	10
上周主要资产走势概览.....	11
美股.....	11
美债.....	12
伦敦金和美元指数.....	13
布伦特原油和伦敦铜.....	13
国信证券投资评级.....	15
分析师承诺.....	15
风险提示.....	15
证券投资咨询业务的说明.....	15

图表目录

图 1: 美国 2000-2020 年人均可支配收入 (2019 不变价) 及同比	4
图 2: 美国个人收入来源主要分类与占比 (2019)	4
图 3: 美国个人转移支付细项划分	4
图 4: 美国 CPI 与最低时薪 (美元)	5
图 5: 美国收入基尼指数.....	5
图 6: 美国不同财富水平家庭资产构成情况 (2019)	5
图 7: 美国家庭各类金融资产持有比例 (2019)	6
图 8: 美国各财富水平家庭持股占总家庭持股比例 (2019)	6
图 9: 2016 年美国 73 支州与地方退休金 2016 年投资回报率主要在 4%-7% 之间.....	6
图 10: 美国 2016 年公共退休金投资中不同资产类别占比	7
图 11: 以 2019 年美元计价的美国家庭净财富中位数与平均数变化	7
图 12: 1980-2017 年美国家庭债务收入比.....	8
图 13: 2003-2020 美国家庭债务累计额 (万亿美元)	8
图 14: 美国各年龄段居民各类债务量均值 (美元)	8
图 15: 美国 30 年房贷利率 (%) 与房贷规模 (万亿美元)	8
图 16: 美国不同收入水平的各类家庭支出占总支出比例 (%)	9
图 17: 美国家庭按收入排名划分金融类财产占总收入比例 (%)	9
图 18: 美国年收入少于 3 万美元居民的主要收入来源占比 (%)	10
图 19: 美日德英法意六国每日新冠病例新增数 (7 天移动平均)	10
图 20: 美日德英法意六国群体免疫建立进度 (粗略估计)	11
图 21: 1 月 21 日-2 月 1 日标普 500 指数	12
图 22: 1 月 13 日-2 月 1 日 VIX 指数.....	12
图 23: 1 月 21 日-2 月 1 日道琼斯指数.....	12
图 24: 1 月 21 日-2 月 1 日纳斯达克指数.....	12
图 25: 1 月 26 日-2 月 1 日美国 10 年期国债利率 (%)	13
图 26: 1 月 26 日-2 月 1 日美国 2 年期国债利率 (%)	13
图 27: 1 月 26 日-2 月 2 日伦敦金价与美元指数 (伦敦金: 美元/盎司)	13
图 28: 26 日-2 日布伦特原油价格走势 (美元/桶)	14
图 29: 26 日-2 日伦敦铜走势 (美元/吨)	14
表 1: 美日德英法意六国疫苗供应和接种情况	11

剖析美国居民的资产构成

本报告主要探究美国不同财富等级居民的资产构成以及负债情况，总结不同收入家庭的消费区别，并提供美国官方对于不平问题的讨论。核心猜想：美国股市走势主要对应美国高收入家庭的资产规模，进而决定其消费水平，而联邦最低时薪及财政转移支付支出对应低收入人群的消费水平上限。

美国居民收入来源概览

美国人均可支配收入(以不变价计算)在过去 20 年的平均年化增速大约为 1.9%。截至 2020 年 12 月,美国年化人均可支配收入为 46704 美元,同比增长 2.8%。

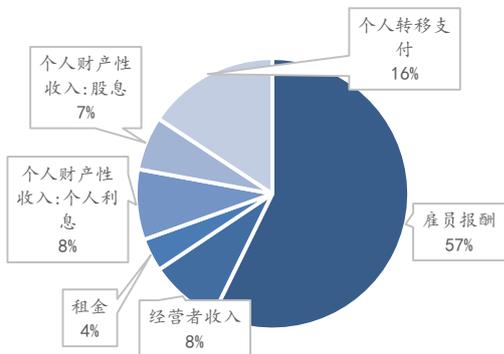
图 1: 美国 2000-2020 年人均可支配收入 (2019 不变价) 及同比



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

从整体上来看,美国居民的主要收入来源是雇员报酬(57%),其次是福利性质的转移支付(16%),部分内容类似我国五险一金。美国财政刺激中直接支付给居民的支票也属于转移支付。2020 年 4 月,个人转移支付占总收入比例从 2019 年的平均 16%飙升至 29%,反应了 CAREs 法案中现金支出的部分。相比之下,股息、利息等金融类收入占美国个人收入比例较小。

图 2: 美国个人收入来源主要分类与占比 (2019)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

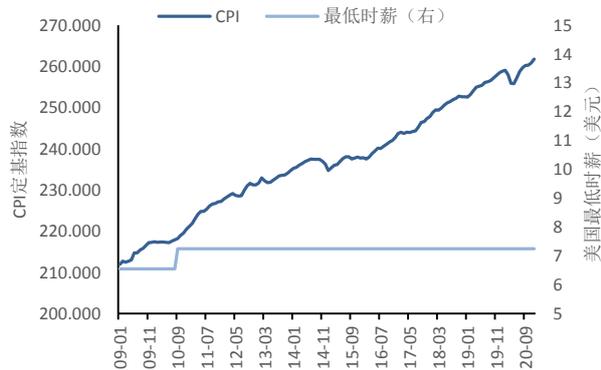
图 3: 美国个人转移支付细项划分



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

美国低收入人群的收入状况并不理想。美国联邦最低时薪(\$7.25)已 11 年未变,在美国的一亿六千万劳动力中,约有 54.2 万人领取最低时薪,以及 130 万人不符合最低时薪要求,薪资低于最低时薪。

图 4：美国 CPI 与最低时薪（美元）



资料来源: Fred、国信证券经济研究所整理

图 5：美国收入基尼指数



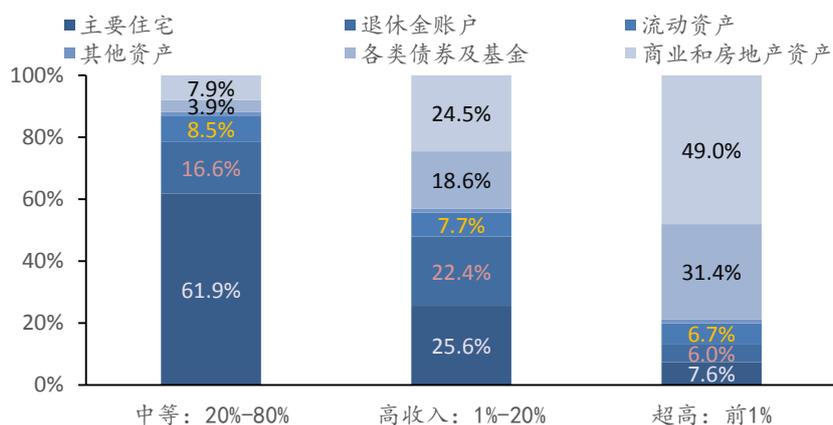
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

若以 CPI 定基指数计算，可以发现 2009 年美国最后一次上调最低时薪以来，通胀共上行 19.93%，而最低时薪却一直未变。相比巨富者和高收入人群，中低收入者的财富累积显得比较困难。反应贫富差距的基尼指数一直走高，美国贫富差距不断扩大。

美国居民资产构成

从资产构成角度来看，不同财富水平的家庭各类资产占比相差甚广。资产水平排名 20%-80%的人群中，住所为其主要资产构成，平均占总资产的 62%，而证券类资产仅占其总资产的 3.9%。随着财富排名的上升，住宅占比显著下降，证券和商业类资产比例显著上升。排名前 1%家庭的资产则主要由商业类资产构成（占 49%），股票、债券等证券类资产占其总资产 31.4%，而住宅类资产仅占 7.6%。

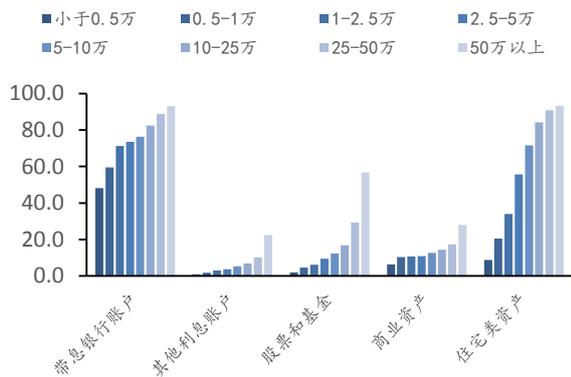
图 6：美国不同财富水平家庭资产构成情况（2019）



资料来源: 美联储 SCF、国信证券经济研究所整理

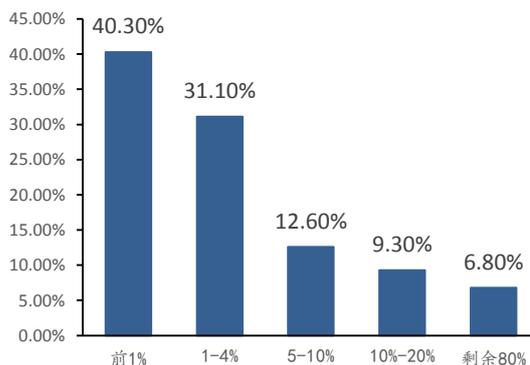
以财富水平划分，前 20%的人持有了 93%的股票类资产，这意味着高收入家庭资产的回报率远高于中产及低收入人群。中等与低收入家庭的资产价格单纯随资产品种市场价格的变化而变化（如房价涨则资产规模长），但高收入家庭可以通过投资金融资产、房地产或商业资产等途径，进一步实现财富的累积和升级。如下图所示，拥有股票、基金和商业类资产家庭比例随着家庭资产规模的增加而增加。

图 7: 美国家庭各类金融资产持有比例 (2019)



资料来源: 美联储 SCF、国信证券经济研究所整理

图 8: 美国各财富水平家庭持股占总家庭持股比例 (2019)

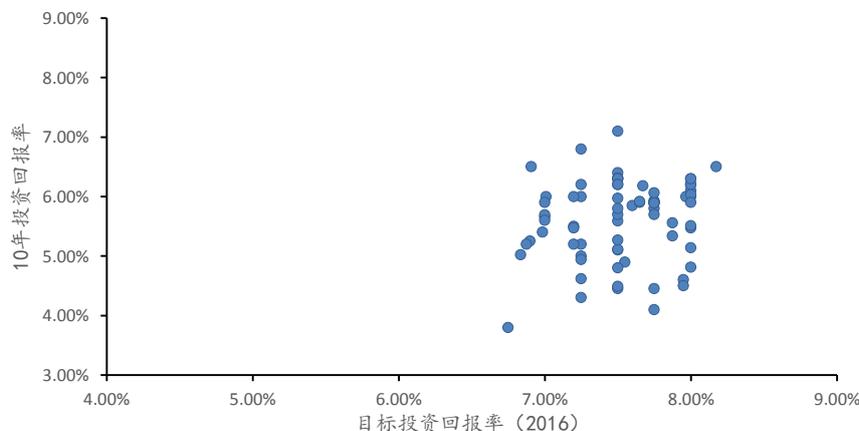


资料来源: 美联储 SCF、国信证券经济研究所整理

这也意味着, 股市的繁荣给居民带来的财富效应仅针对高收入家庭。虽然近年来美股经历过几次波澜壮阔的牛市, 但显然受益者都是高收入人群。相较而言, 股市的盛况与财富排名在 20% 以外的民众并无太多关系, 大部分居民的收入仍旧取决于工资和社会福利。

美股市场对于民生的影响主要在于, 美国大多数养老计划都重金投资于美股市场。2016 年美国州与地方退休金的资产规模达 3.8 万亿。次贷危机曾给美国各大退休金计划带来严重损失。根据 OECD 的数据, 美国养老基金 2008 年的实际投资收益率为 -26.23%。

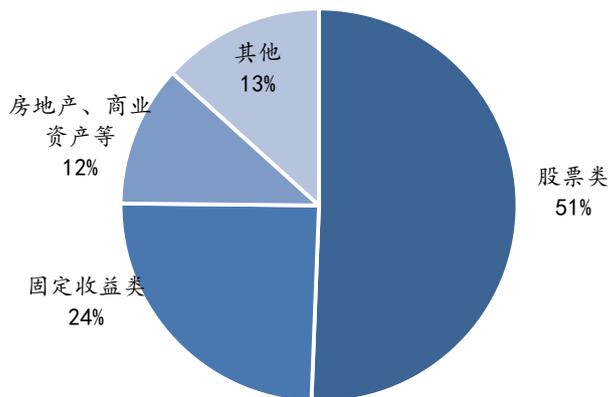
图 9: 2016 年美国 73 支州与地方退休金 2016 年投资回报率主要在 4%-7% 之间



资料来源: Pew Research、国信证券经济研究所整理

与我国社保基金不同, 美国州与地方退休金项目投资有一半都投向股票, 四分之一购买债券和现金类资产, 剩余则投向商品、基建、房地产等领域。该项计划包含了 1900 万现任和前任州与地方政府系统工作人员的退休金。所以, 美股市场的动荡对这些居民的影响不容小觑。

图 10: 美国 2016 年公共退休金投资中不同资产类别占比



资料来源: Pew Research、国信证券经济研究所整理

然而，对于并不持股或购买其他证券类资产的普通美国人而言，股市波动对其影响不大。

巨富者财富的大幅度提升不成比例的拉高了美国平均财富水平，但财富中位数却未见增长。美国国家经济分析局的一项研究显示，若以 2019 年美元计价，美国家庭财富的中位数在 1962-1983 年以每年 1.63% 的速度增长，1989-2007 年速度增加至 1.98%。但在 2007-2010 年，财富中位数下降了 43.9%。也就是说，2010 年的实际财富中位数与 1969 年相当。截至 2019 年，美国居民财富中位数（\$100800）还未回到 2007 的高位水平（\$126700）。

图 11: 以 2019 年美元计价的美国家庭净财富中位数与平均数变化



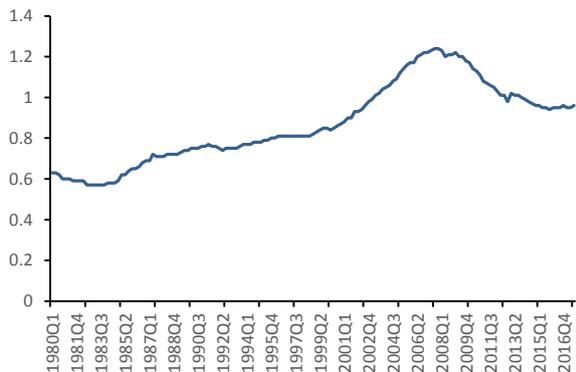
资料来源: 美联储 SCF、国信证券经济研究所整理

由于美国普通居民的资产主要由房产构成，房产价格的下降叠加中产阶级负债水平的攀升导致了资产规模爬升较慢的结果。

美国居民负债情况

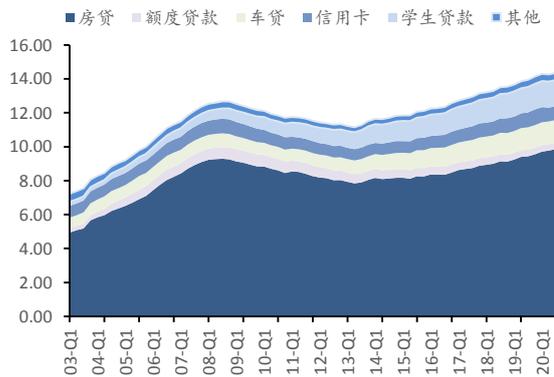
从负债角度看，美国居民债务-收入比在 2007 年达到高峰的 1.24 倍，近年来有明显下降的主要原因在于收入的增长超过债务的上升速度。从构成上来看，美国居民负债主要由房贷、车贷、学生贷款和消费贷款构成，房贷占大头。

图 12: 1980-2017 年美国家庭债务收入比



资料来源: Fred、国信证券经济研究所整理

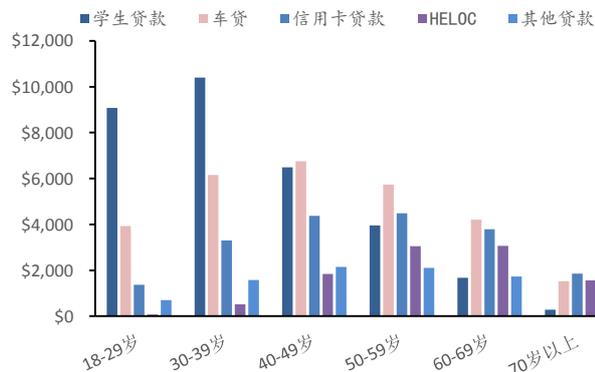
图 13: 2003-2020 年美国家庭债务累计额 (万亿美元)



资料来源: 纽约联储、国信证券经济研究所整理

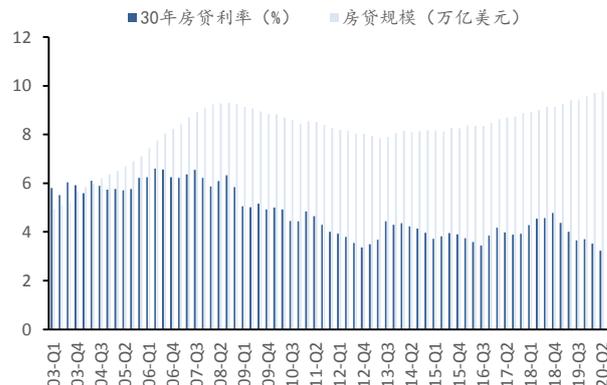
随着年龄的增长, 房贷 (未在下图左中显示) 和车贷比例增加。美国大学学费高昂, 许多人在 40 岁还在偿还大学学费贷款。从增速来看, 学费贷款规模是 03 年以来扩张速度最快的一类贷款, 总计规模扩大 5.42 倍。由于总规模大、涉及范围广、扩张速度快, 学费贷款近年来也是美国国会经常讨论的议题。新冠疫情爆发后美国国会推出的 CAREs 和去年年末推出的财政刺激法案都包含延迟偿还或鼓励雇主帮忙偿还学费贷款的相关项目。

图 14: 美国各年龄段居民各类债务量均值 (美元)



资料来源: 纽约联储、国信证券经济研究所整理

图 15: 美国 30 年房贷利率 (%) 与房贷规模 (万亿美元)



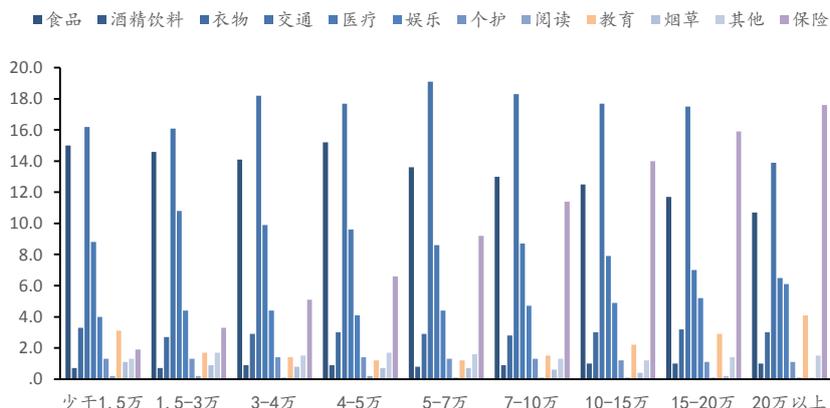
资料来源: Fred、国信证券经济研究所整理

居民部门的房贷规模则从 2003 年的 4.94 万亿美元扩大到 2020 年的 9.86 万亿美元 (增长约 99.53%)。

美国不同收入水平居民的消费差别

从消费端来看, 美国劳动数据局的调查结果显示, 收入最低的 20% 人群通常将 40% 的收入花在住所上, 剩余收入需用于交通 (16%)、食品 (16%)、医疗 (10%) 等必须支出。娱乐、教育和医疗支出占其可支配收入的比例较小, 绝对值也比较低。

图 16: 美国不同收入水平的各类家庭支出占总支出比例 (%)

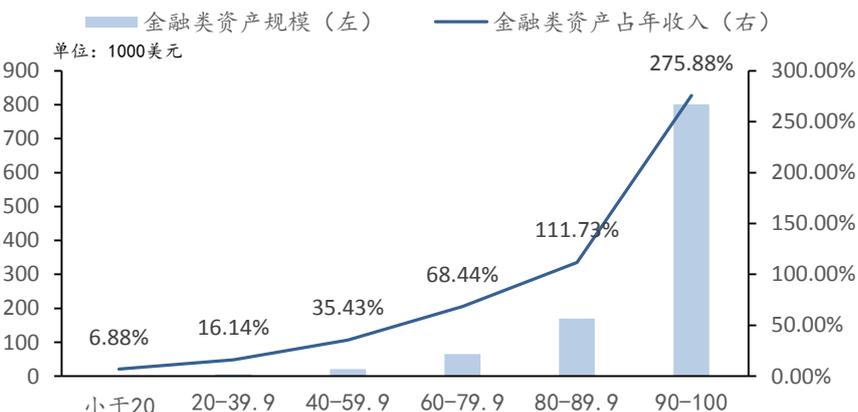


资料来源: 纽约联储、国信证券经济研究所整理

随着收入的增长, 各类花销的绝对值明显增多。值得注意的是, 保险(上图紫色)与教育(上图橙色)占总收入比例也随收入增加而增长。年收入少于 1.5 万家庭的教育支出平均值为 822 美元 (3.1%), 而年收入 20 万以上的家庭教育支出均值达到 6614 美元 (4.1%)。另外, 门票、音响设备、爱好、玩具等方面的支出上, 高收入家庭支出显著高于低收入家庭。

此前提到美股对于高收入家庭的财富效应。相对于低收入家庭来说, 美国联邦最低时薪及转移支付与其消费水平有较好的对应。这是由于低收入家庭的储蓄率比较低, 金融资产持有量较少, 消费水平与收入水平几乎相等。而低收入家庭的主要收入来源于支付最低时薪的工作以及各类社会保障和救济补助, 所以美国联邦最低时薪及转移支付能够对应低收入人群消费水平的上限。

图 17: 美国家庭按收入排名划分金融类财产占总收入比例 (%)

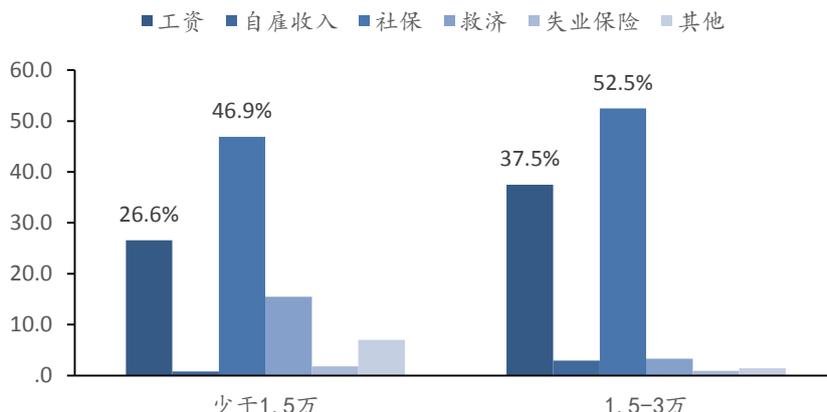


资料来源: 美联储 SCF、国信证券经济研究所

解决财富不平等的政策

财富再分配是当今美国执政者需要面临的巨大课题。过度的财富不平等会抑制社会整体消费水平。但现况是, 美国财政中福利相关开支巨大, 各类社保救济、补贴等支出占总支出比例超过三分之一。从年收入少于 3 万的居民收入来源可以看出, 此类居民社保救济收入超过其工作薪资收入, 给财政支出造成巨大负担。

图 18: 美国年收入少于 3 万美元居民的主要收入来源占比 (%)



资料来源: 纽约联储、国信证券经济研究所整理

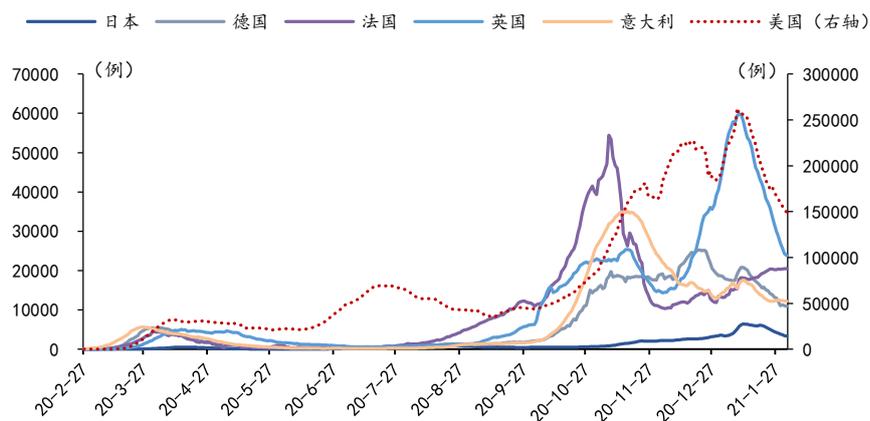
新上任的美国财长耶伦对于收入再分配方面颇有研究，其发表的学术著作大多讨论宏观经济政策与收入分配问题。2014 年任美联储主席时，耶伦关于财富不平等的演讲曾引起广泛关注，讲话内容主要将美国财富不平等的根源归于教育资源不平等、企业所有权和财富继承几个方面。

目前，耶伦为首的拜登经济团队目前呼吁将美国最低时薪增加至 15 美元/小时。若该项计划得以通过，那么符合美国各类补贴计划的人数将会下降，财政福利支出有减少的潜力，为基础建设投资、新能源研发等项目腾出资金。另外，民主党各方下一步大概率会就教育公平方面做更多努力。

海外疫情与疫苗接种进度追踪

目前，欧美大多数国家疫情拐点已现，美国每日新增病例已稳定降至 10-15 万例/天。值得注意的是，近日法国每日新增数有上升的趋势。

图 19: 美日德英法意六国每日新冠病例新增数 (7 天移动平均)

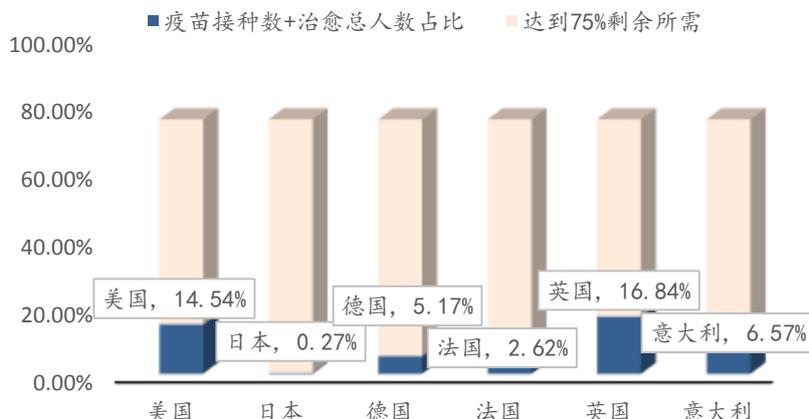


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

疫苗方面，美英两国接种进度持续领先，欧盟接种进度落后。

我们统计了疫苗接种数+治愈总人数占总人口的比例，该数值能粗略代表各国群体免疫的建立进展，总结如下图。目前来看，美英两国群体免疫建立进度最为领先，在 15% 左右。

图 20: 美日德英法意六国群体免疫建立进度 (粗略估计)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

后期来看, 欧盟疫苗库存吃紧, 新疫苗供应不及前期预期, 欧洲多国欲绕过欧盟, 直接向疫苗供应商购买疫苗。目前欧盟订购的主要是辉瑞、Moderna 和阿斯利康疫苗。

表 1: 美日德英法意六国疫苗供应和接种情况

国家(按人口排序)	疫苗接种进度
美国	接种进度较领先, 麦肯锡预计美国 2 季度回归正常经济活动, 今年 3-4 季度达成群体免疫。已向辉瑞订购 3.1 亿剂疫苗, 预计 2 月底开始优先接种医护人员, 日本国产疫苗研发仍在进行中
日本	封锁持续到至少 2 月 14 日, 目前面临疫苗短缺局面, 最高每日可接种 60 万人, 可能批准中、俄疫苗
德国	疫苗严重短缺, 2 月 Moderna 交付剂量比预期少 25%, Q1 配额降至 460 万剂 (原本的三分之一)
法国	主要是牛津和辉瑞疫苗, 麦肯锡认为 3-4 季度英国能达成群体免疫
英国	3 月底接受 340 万剂, 低于预期 1600 万剂
意大利	

资料来源:Wind、中新社、路透社、澎湃新闻、国信证券经济研究所整理

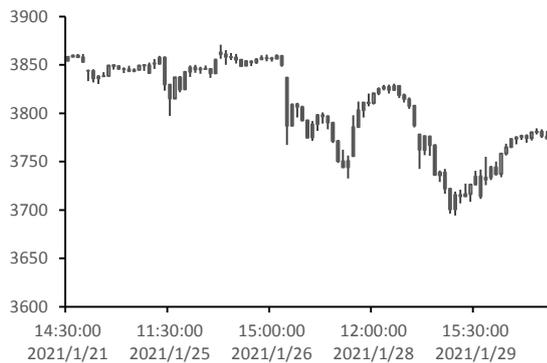
路透社 1 月 29 日报道称, 俄罗斯可能会在今年 Q2 为欧盟成员国提供 1 亿剂疫苗, 目前欧盟药品管理局已收到该疫苗的使用授权申请。

上周主要资产走势概览

美股

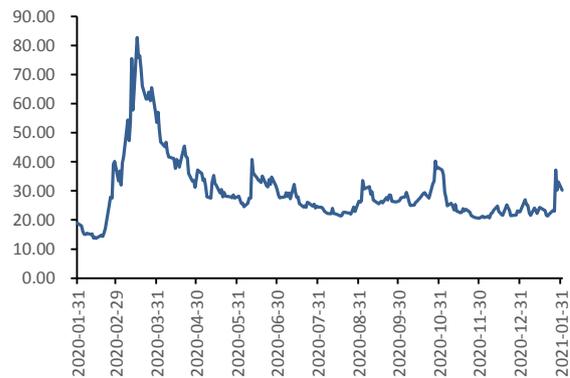
上周, 美股股市走势震荡, 受“散户逼空”事件影响, 总体呈大跌大涨之势。标普 500 指数 2 月 1 日收报 3773.86 点, 较上一周一开盘跌 81.5 点, 跌幅为 2.11%, VIX 指数 (标普 500 波动率指数) 飙升至 30 以上。

图 21: 1 月 21 日-2 月 1 日标普 500 指数



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

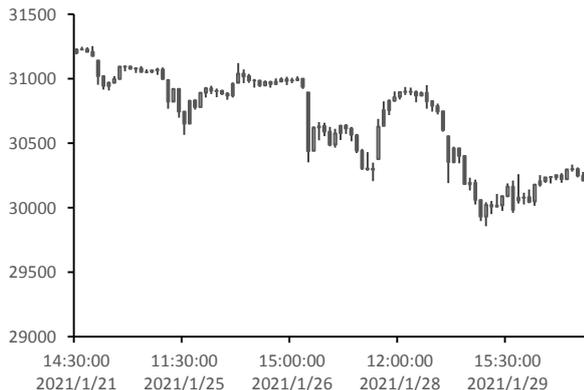
图 22: 1 月 13 日-2 月 1 日 VIX 指数



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

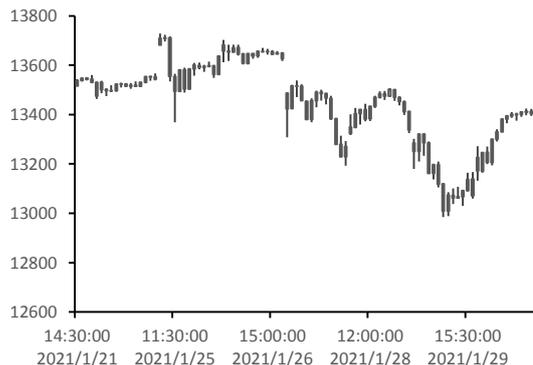
上周, 道指截止 2 月 1 日收报 30211.91 点, 较上一周一开盘跌 748.09 点, 跌幅达 2.42%。期间最高曾报 31121.42 点。纳斯达克指数先暴跌超过 5%, 后收复部分跌幅。截至 2 月 1 日, 纳指较上一周一开盘共跌 232.6 点, 跌幅达 1.71%。最高报 13702.69 点, 最低曾报 12985.05 点。

图 23: 1 月 21 日-2 月 1 日道琼斯指数



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 24: 1 月 21 日-2 月 1 日纳斯达克指数



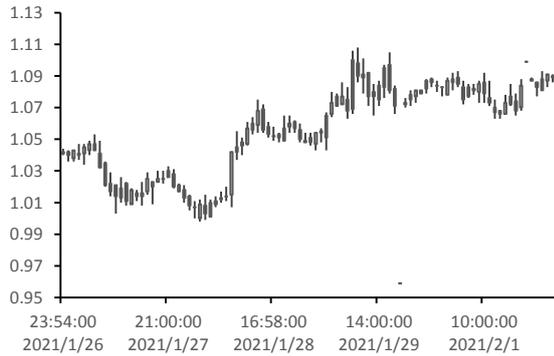
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

美债

美国 10 年期国债利率上周共上行 4.9bp。26 日 10 年期美债利率报 1.041%，截至 2 月 2 日报 1.089%，29 日最高曾报 1.108%。

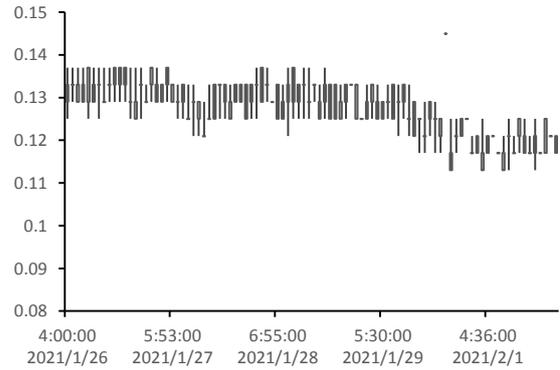
美国 2 年期国债利率上周下行 1.2bp。26 日 2 年期美债利率报 0.129%，截至 2 月 2 日报 0.121%，最低曾报 0.113%。

图 25: 1 月 26 日-2 月 1 日美国 10 年期国债利率 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 26: 1 月 26 日-2 月 1 日美国 2 年期国债利率 (%)



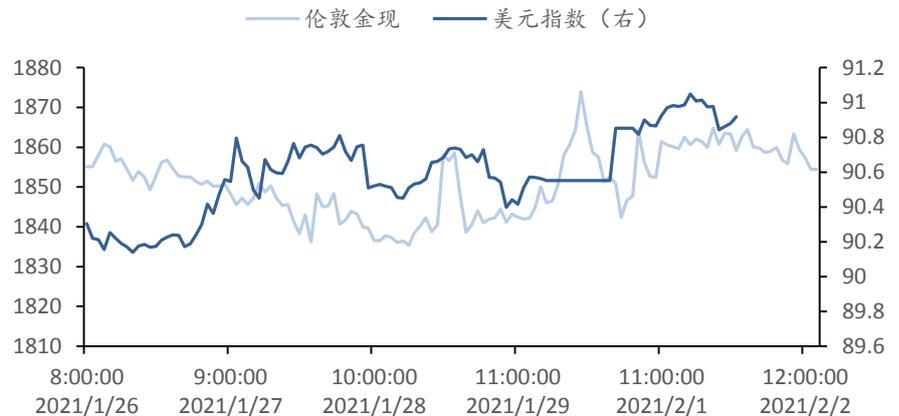
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

伦敦金和美元指数

伦敦金价上周继续在 1851.2 美元/盎司附近震荡,截至 2 月 2 日午间报 1854.43 美元/盎司,较上一周一开盘价跌 0.33 美元 (-0.02%)。

美元指数上周继续上行,2 月 2 日涨破 91。从上一周一开始计算,累计上行 0.54 点,涨幅为 0.6%。

图 27: 1 月 26 日-2 月 2 日伦敦金价与美元指数 (伦敦金: 美元/盎司)



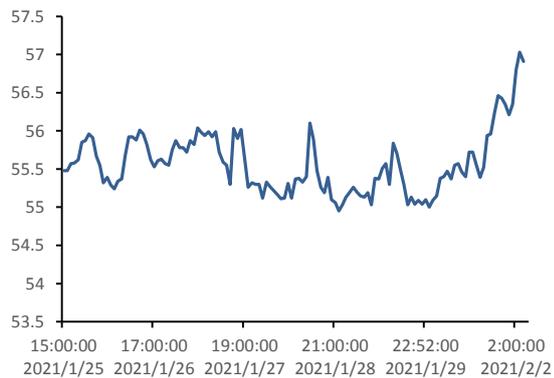
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

布伦特原油和伦敦铜

布伦特原油价格上周主要在 55.5 美元/桶附近波动,后因 OPEC+1 月产量控制达成率高达 99% 的消息而飙高,2 月 2 日最高曾报 57.09 美元/桶,较上一周一开盘涨 1.12 美元,涨幅达 2%。

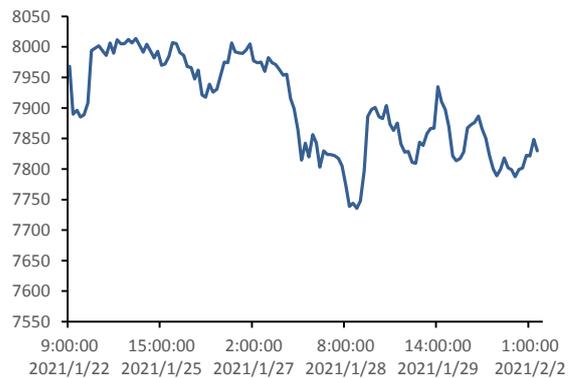
伦铜价格上周跌破 8000 美元/吨。截至 2 月 2 日晨间收盘,伦铜价格报 7830 美元/吨,较上一周一开盘价降低 175.5 美元,跌幅达 2.19%。一周均价为 7877.6 美元/吨。

图 28: 26 日-2 日布伦特原油价格走势 (美元/桶)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 29: 26 日-2 日伦敦铜走势 (美元/吨)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032