

## 衰退交易，为何欧洲更受伤？

相比以往，本轮全球衰退交易中，市场明显更加担心欧洲经济的衰退风险。本文主要从贸易视角切入，剖析欧洲经济的驱动因素及未来演绎方向，供您参考。

### ■ 欧洲“衰退”担忧缘何升温？与贸易显露疲态息息相关

近期，欧洲主要经济指标快速回落，“衰退”担忧明显升温。俄乌战争爆发以来，德国、法国等制造业 PMI 持续回落至 50% 附近；消费方面，8 月欧元区消费者信心指数走低至 -24.9，该指标通常领先居民消费支出 3 个月，也反映着消费走弱的风险。相比更具韧性的美国经济，欧洲经济更加疲弱、衰退风险也更加严峻。美欧基本面分化下，美元指数升破 109，欧元对美元汇率持续跌破平价。

作为出口导向型经济体，欧盟贸易逆差却持续走扩。作为出口导向型经济体，欧盟经济景气和出口走势密切相关，主要受美国等主要贸易伙伴的进口需求驱动。在贸易全球化后，欧盟出口、进口走势大体维持同步。但 2021 年 9 月以来，欧盟出口、进口之间出现明显背离，贸易逆差持续走扩至 300 亿美元以上。其中，作为“经济火车头”的德国也遭遇明显冲击，30 年来首现贸易逆差、显露疲态。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002  
zhaow@gjzq.com.cn

曹金丘 分析师 SAC 执业编号：S1130522080008  
caojinqiu@gjzq.com.cn

### ■ 欧洲贸易疲态的背后？供应瓶颈、能源之殇

欧洲出口初显疲态的背后，是美国经济“繁荣的顶点”基本已过，制造业需求持续回落。欧盟对美出口中，化工制品、工业制成品、杂项制品等中间品占比约 6 成，意味着欧盟对美出口主要跟随美国制造业景气变化。3 月以来，美国制造业 PMI 由 60% 以上的高位快速回落至 53% 附近，新订单指数也已降至 50% 的荣枯线附近，反映制造业生产大幅滑坡，拖累欧盟中间品出口、进而拖累整体出口。

供应瓶颈与能源之殇下，欧洲贸易条件大幅恶化、逆差持续走扩。供应瓶颈下，欧洲汽车等产业链遭遇巨大冲击；能源价格的飙涨，导致欧洲部分上游企业生产成本大幅抬升，严重侵蚀利润、打压生产景气，均导致欧洲商品的出口份额出现明显滑坡。贸易条件的恶化推升进口、导致逆差持续走扩。以德国为例，对供应链相对完善的中国的逆差大幅走扩，对挪威等能源出口国的逆差也持续拉大。

### ■ 欧洲经济未来如何演绎？“滞胀”加剧，警惕债务冲击

全球能源价格高企及贸易收缩下，欧洲出口或将延续走弱、拖累经济表现。地缘风波、极端天气均有可能反复，加剧能源供需矛盾，使得价格维持高位、甚至创新高，还将继续成为欧洲出口的“重负”。同时，领先指标显示，全球制造业 PMI 已从 55% 以上的高位大幅回落至 50.3%，似乎指向全球贸易需求或将延续走弱趋势。德国出口订单自年初以来大幅回落，预示经济景气或将延续下滑趋势。

“滞胀”下的政策收紧，或将导致欧债问题的再度发酵，进而造成对经济的负面冲击。通胀目标制下，欧央行将不得不加快政策正常化，7 月已开启新一轮加息周期，市场预计年底前累计加息至少 150bp。据此测算，欧元区整体利息压力或将回到 2014 年水平。其中，对于意大利、西班牙等偿债压力更突出的经济体而言，欧央行加息或将成为不可承受之重，或将对经济进一步造成负面冲击。

风险提示：俄乌战争影响、持续时长超预期；欧元区“边缘国”经济崩溃。

## 内容目录

1、周度专题：衰退交易，为何欧洲更受伤？	4
1.1、欧洲“衰退”担忧缘何升温？与贸易显露疲态息息相关	4
1.2、欧洲贸易疲态的背后？供应瓶颈、能源之殇	6
1.3、欧洲经济未来如何演绎？“滞胀”加剧，警惕债务冲击	8
2、数据跟踪：美国 8 月 ISM 制造业 PMI 持平前值，欧元区 8 月 CPI 同比续创历史新高	11
2.1、美国经济跟踪：美国 8 月 ISM 制造业 PMI 持平前值	11
2.2、欧洲经济跟踪：欧元区 8 月 CPI 同比续创历史新高	13
3、重点关注：美国 8 月 ISM 非制造业指数	13
4、风险提示：	13

## 图表目录

图表 1：IMF 大幅下调欧元区经济预测	4
图表 2：欧元区经济体的制造业 PMI 持续回落	4
图表 3：欧洲主要经济指标走弱	4
图表 4：美元突破 108，欧元兑美元接近平价	4
图表 5：欧盟 GDP 主要分项走势	5
图表 6：欧盟经济景气和出口走势密切相关	5
图表 7：欧盟对美出口走势决定整体出口走势	5
图表 8：欧盟的出口走势主要取决于美国进口走势	5
图表 9：欧盟出口、进口之间出现明显背离	6
图表 10：欧盟、德国罕见地出现贸易逆差	6
图表 11：欧盟整体出口结构	6
图表 12：欧盟对美出口结构	6
图表 13：美国制造业新订单指数也已降至 50%附近	7
图表 14：欧洲中间品出口增速出现明显下滑	7
图表 15：欧洲主要经济体电价飙涨	7
图表 16：欧盟商品占美国的出口份额出现明显滑坡	7
图表 17：德国贸易条件大幅恶化	8
图表 18：德国贸易逆差较高商品所处行业	8
图表 19：2021 年 1 季度，德国贸易逆差相对较小	8
图表 20：2022 年 1 季度，德国贸易逆差大幅走扩	8
图表 21：欧盟能源高度依赖俄罗斯供应	9
图表 22：德国等部分欧洲国家的 LNG 基础设施匮乏	9
图表 23：欧盟提前完成天然气囤气计划	9
图表 24：天然气价格或将持续高企	9
图表 25：全球贸易需求走弱乃大势所趋	9

图表 26: 德国制造业出口订单指数.....	9
图表 27: 德国中间品出口订单大幅回落.....	10
图表 28: 德国资本品出口订单大幅回落.....	10
图表 29: 欧元区通胀率飙升.....	10
图表 30: 意大利、西班牙等偿债压力更突出.....	10
图表 31: 欧元区国别利差大幅走扩.....	10
图表 32: 欧洲高收益债信用利差大幅走扩.....	10
图表 33: 美国 8 月 ISM 制造业 PMI 持平前值.....	11
图表 34: 美国 8 月 ISM 制造业 PMI 低于过去同期均值.....	11
图表 35: 美国 8 月 ISM 制造业 PMI 分项变化.....	12
图表 36: 美国 8 月制造业物价指数大幅下滑.....	12
图表 37: 美国 ISM 制造业 PMI 主要分项走势.....	12
图表 38: 美国 ISM 制造业 PMI 主要分项走势.....	12
图表 39: 当周, 美国初请失业金人数低于预期.....	12
图表 40: 当周, 美国 EIA 原油库存下滑.....	12
图表 41: 欧元区 8 月 CPI 同比续创历史新高.....	13
图表 42: 欧元区 8 月 CPI 环比上升.....	13
图表 43: 下周海外重点数据发布日期情况.....	13

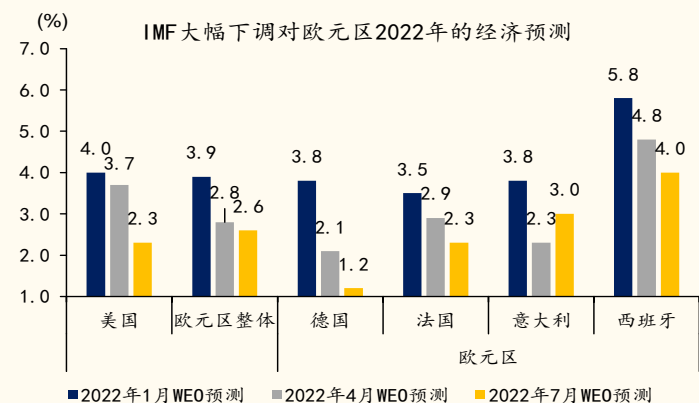
## 1、周度专题：衰退交易，为何欧洲更受伤？

相比以往，本轮全球衰退交易中，市场明显更加担心欧洲经济的衰退风险。本文主要从贸易视角切入，剖析欧洲经济的驱动因素及未来演绎方向，供您参考。

### 1.1、欧洲“衰退”担忧缘何升温？与贸易显露疲态息息相关

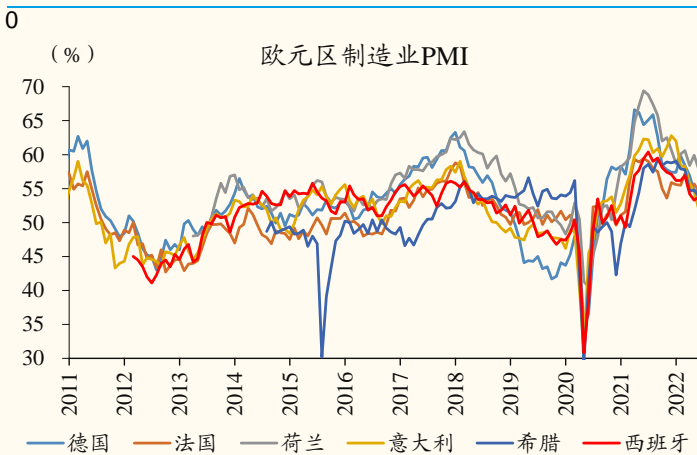
近期，欧洲主要经济指标快速回落，“衰退”担忧明显升温。俄乌战争爆发以来，欧洲经济的表现十分疲弱，衰退风险逐步累积。生产方面，德国、法国等制造业 PMI 持续回落至 50% 附近；消费方面，8 月欧元区消费者信心指数走低至 -24.9，该指标通常领先居民消费支出 3 个月，也反映着消费走弱的风险。俄乌战争的非对称性影响，使得欧洲基本面相比美国更差，支撑美元指数升破 109，欧元对美元汇率跌破平价（详情请参见《强势美元的背后？》）。

图表 1：IMF 大幅下调欧元区经济预测



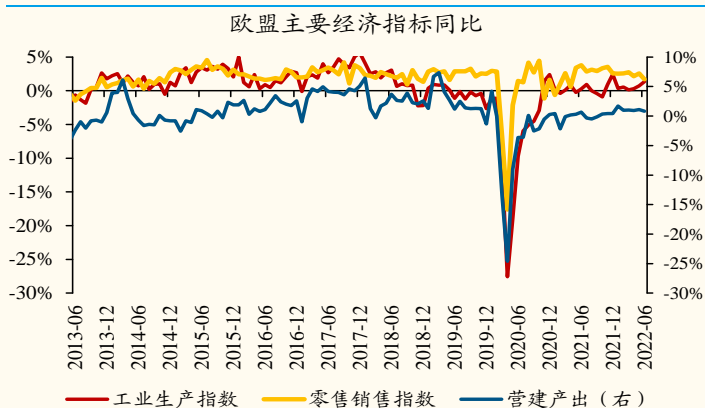
来源：IMF、国金证券研究所

图表 2：欧元区经济体的制造业 PMI 持续回落



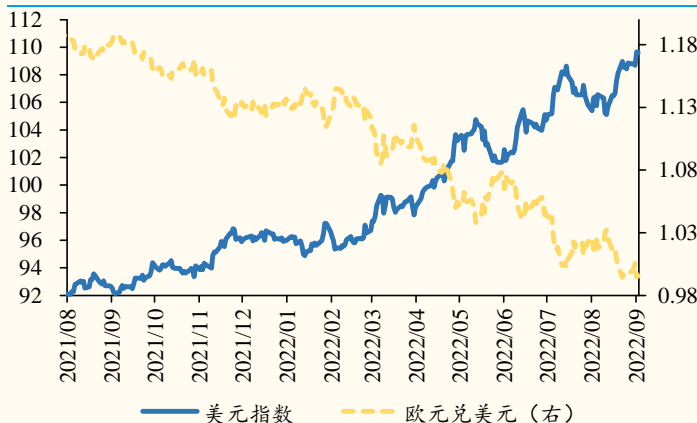
来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：欧洲主要经济指标走弱



来源：Wind、国金证券研究所

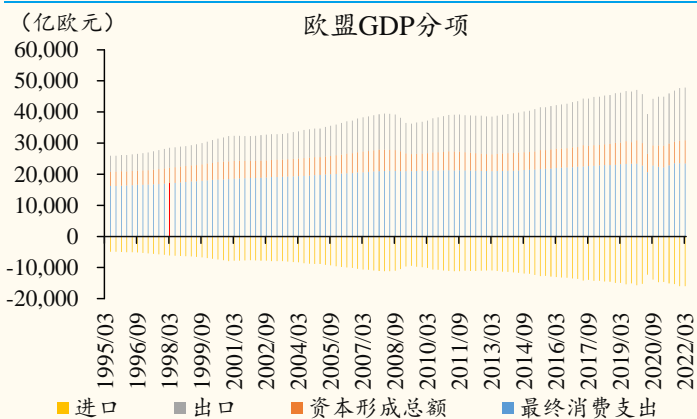
图表 4：美元突破 108，欧元兑美元接近平价



来源：Wind、国金证券研究所

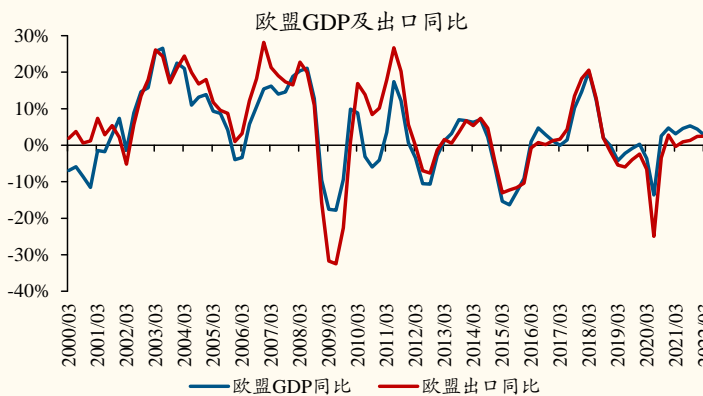
作为出口导向型经济体，欧盟经济景气和出口走势密切相关。与美国等消费型经济体不同，欧洲属于外向型经济体，整体经济形势变化与全球贸易景气高度相关。数据显示，欧盟出口占 GDP 比重接近 5 成（含区内贸易），近 10 年对 GDP 的环比拉动率均值约为 0.5 个百分点，属于“第一推力”。基于历史走势来看，当出口景气趋于上行时，欧洲经济景气往往也趋于上行，反之亦然。

图表 5：欧盟 GDP 主要分项走势



来源：Wind、国金证券研究所

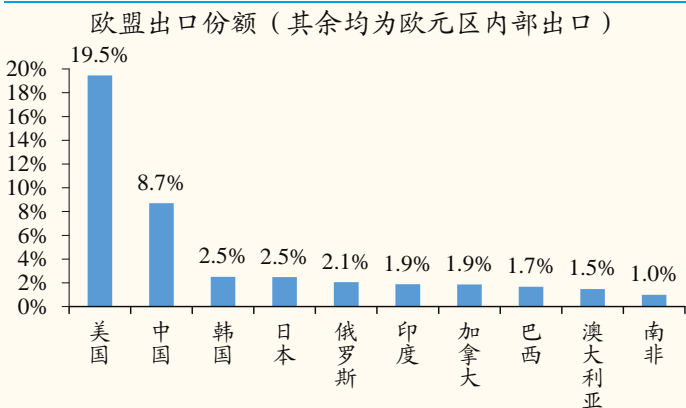
图表 6：欧盟经济景气和出口走势密切相关



来源：Wind、国金证券研究所

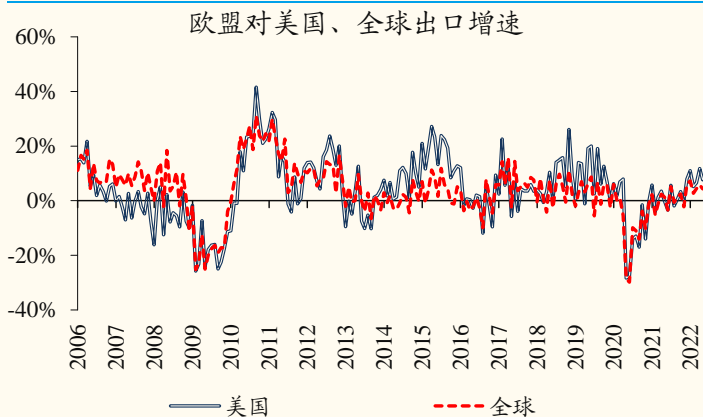
其中，欧盟的出口走势，主要受美国等主要贸易伙伴的进口需求驱动。作为高度一体化的市场，欧盟大约 6 成的出口为区内出口，例如德国对意大利、荷兰对西班牙。此外，欧盟对美国、中国的出口占比分别达到 19.5%、8.7%，分列前两名。从历史走势来看，作为欧盟最核心的贸易伙伴，美国的进口需求变化往往驱动欧盟出口景气变化。

图表 7：欧盟对美出口走势决定整体出口走势



来源：Wind、国金证券研究所

图表 8：欧盟的出口走势主要取决于美国进口走势

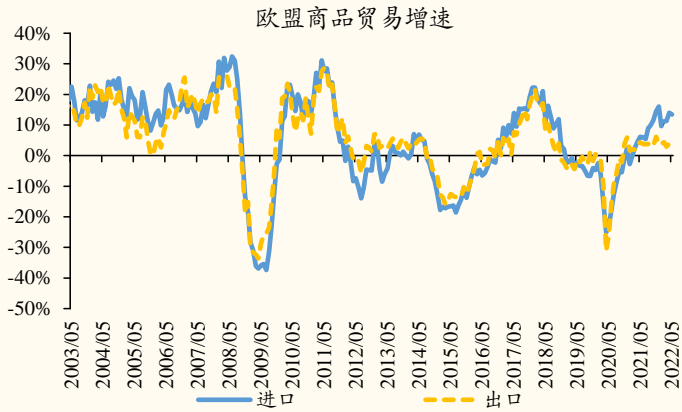


来源：Wind、国金证券研究所

近期，欧盟对外贸易已经初显疲态，其中“经济火车头”德国 30 年来首现贸易逆差。一般而言，贸易全球化后，欧盟出口、进口走势大体维持同步。但 2021 年 9 月以来，欧盟出口、进口之间出现明显背离，前者 5 月复合增速<sup>1</sup>已不足 5%，后者复合增速却远超 10%。导致的结果是，欧盟贸易逆差持续走扩至 300 亿美元以上、创下历史新高。其中，德国作为欧洲“经济火车头”，贸易差额初值也于 5 月由正转负，为 30 年来首现贸易逆差。

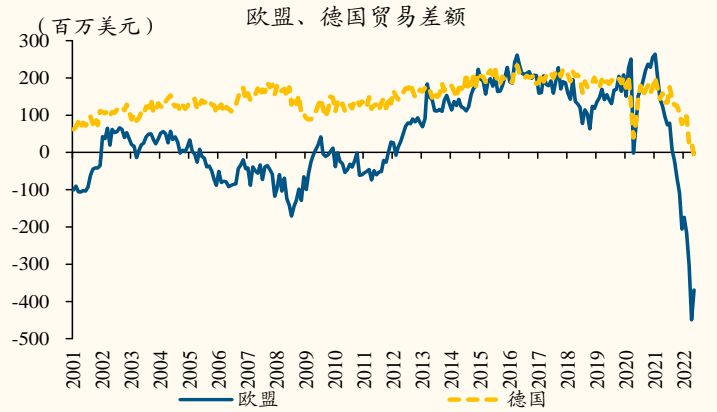
<sup>1</sup>为剔除基数效应的干扰，2021 年及以后的数据均以 2019 年同期数据为基准，进而计算复合增速，下同。

图表 9: 欧盟出口、进口之间出现明显背离



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表 10: 欧盟、德国罕见地出现贸易逆差

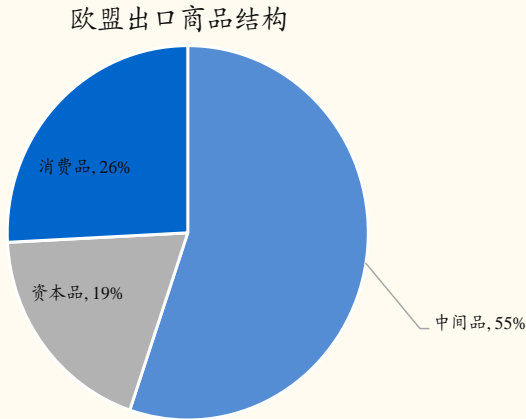


来源: Bloomberg、国金证券研究所

### 1.2、欧洲贸易疲态的背后? 供应瓶颈、能源之殇

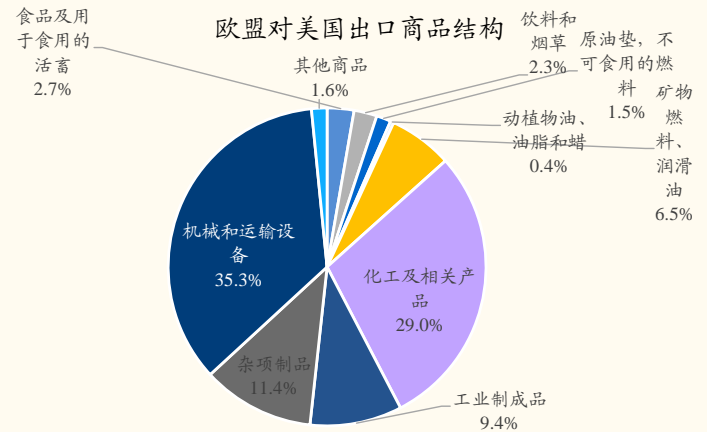
伴随着美国制造业等景气顶点已现, 欧洲出口已经初显疲态。欧盟出口商品结构中, 中间品、消费品、资本品占比分别为 55%、26%、19%。其中, 欧盟对美出口中, 化工制品、工业制成品、杂项制品等中间品占比约 6 成, 意味着欧盟对美出口主要跟随美国制造业景气变化。3 月以来, 美国制造业 PMI 由 60% 以上的高位快速回落至 53% 附近, 新订单指数也已降至 50% 的荣枯线附近, 反映制造业生产大幅滑坡, 拖累欧盟中间品出口、进而拖累整体出口。

图表 11: 欧盟整体出口结构



来源: Wind、国金证券研究所

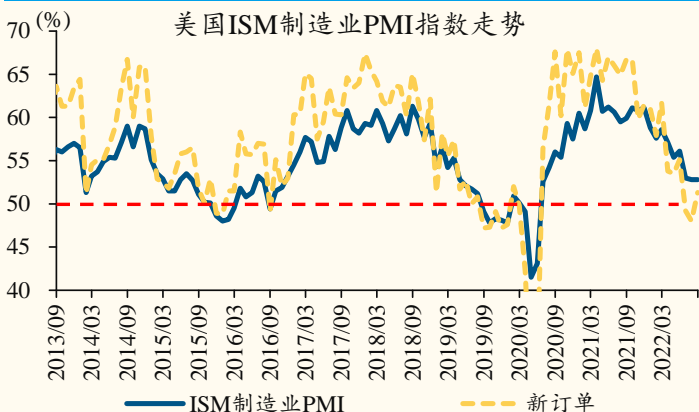
图表 12: 欧盟对美出口结构



来源: Wind、国金证券研究所

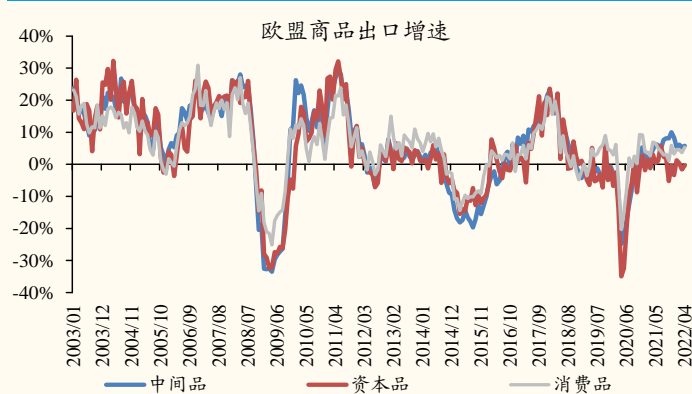
来源: Wind、国金证券研究所

图表 13: 美国制造业新订单指数也已降至 50% 附近



来源: Wind、国金证券研究所

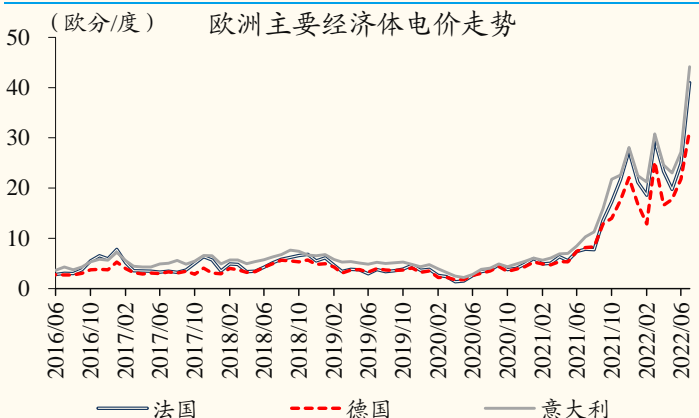
图表 14: 欧洲中间品出口增速出现明显下滑



来源: Wind、国金证券研究所

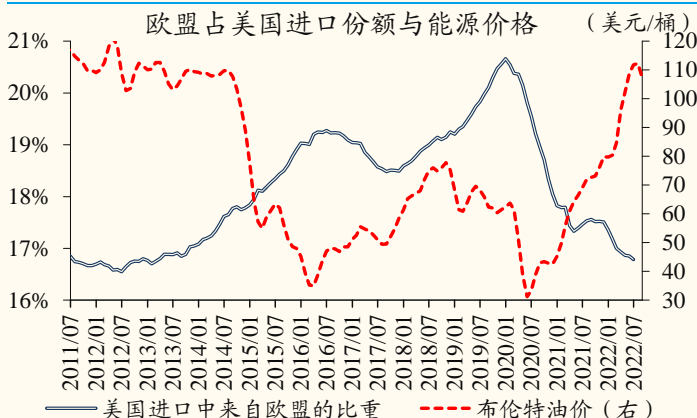
由于能源自给率较低，能源成本的持续抬升，大幅拖累欧洲商品的出口竞争力。俄乌冲突、高温天气等综合影响下，欧洲能源体系的脆弱性进一步显露。7 月数据显示，法国、意大利、德国电价再创新高，同比涨幅分别达到 423%、330%、288%。再加上欧盟出口主要以高能耗的中间品为主，例如化工制品等。能源价格维持高位，导致高耗能行业生产的大幅受挫，使得欧盟商品占美国的出口份额由疫情前的 20% 以上回落至 17% 以下（详情参见《欧洲能源之殇》）。

图表 15: 欧洲主要经济体电价飙涨



来源: Ember、国金证券研究所

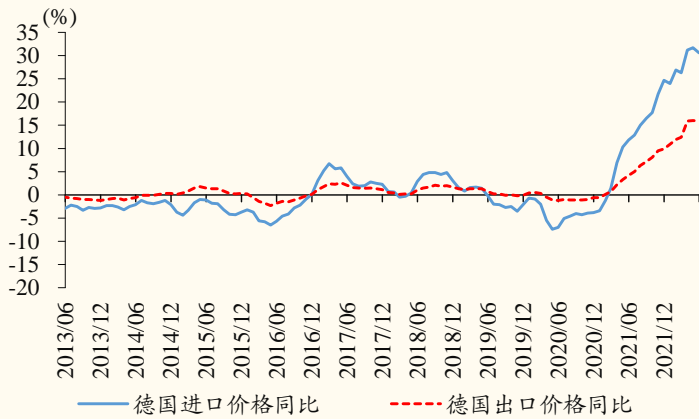
图表 16: 欧盟商品占美国的出口份额出现明显滑坡



来源: Wind、国金证券研究所

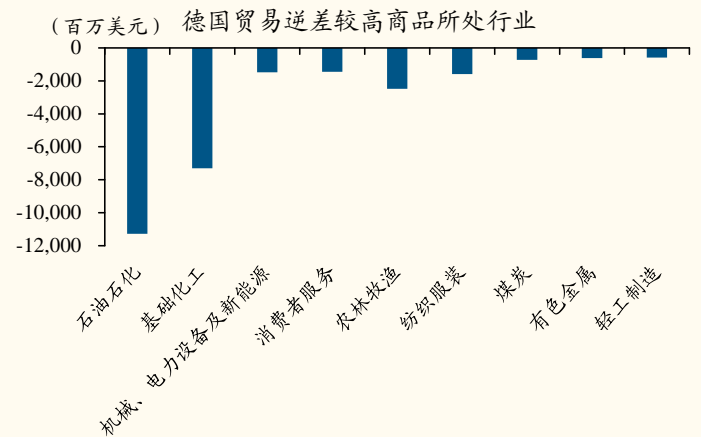
俄乌战争等一系列的非对称影响，使得欧洲贸易条件大幅恶化，最终导致贸易逆差不断走扩。以德国为例，包括食品、能源和德国制造商使用的零配件等在内的整体进口，5 月价格同比高达 30% 以上，但出口价格仅同比增长约 15%。贸易条件恶化的影响主要体现为两点，第一点是供应链中断的德国，对供应链相对完善的中国的贸易逆差大幅走扩，第二点是，德国对挪威、俄罗斯等能源出口国的贸易逆差持续拉大。

图表 17: 德国贸易条件大幅恶化



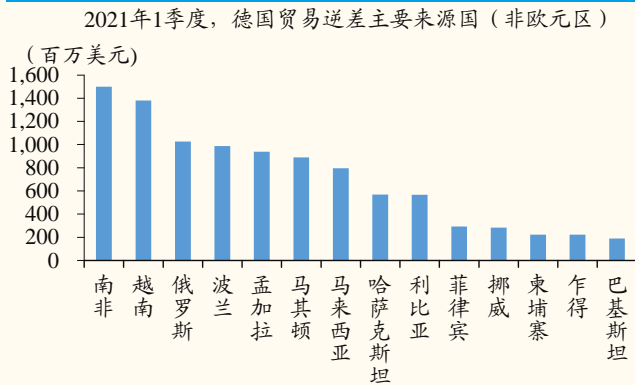
来源: Wind、国金证券研究所

图表 18: 德国贸易逆差较高商品所处行业



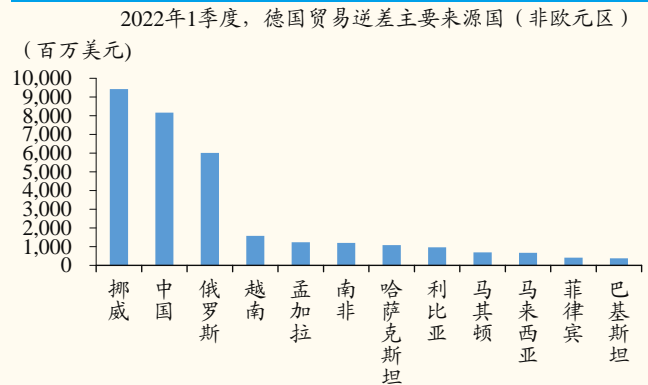
来源: Wind、国金证券研究所

图表 19: 2021 年 1 季度, 德国贸易逆差相对较小



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表 20: 2022 年 1 季度, 德国贸易逆差大幅走扩



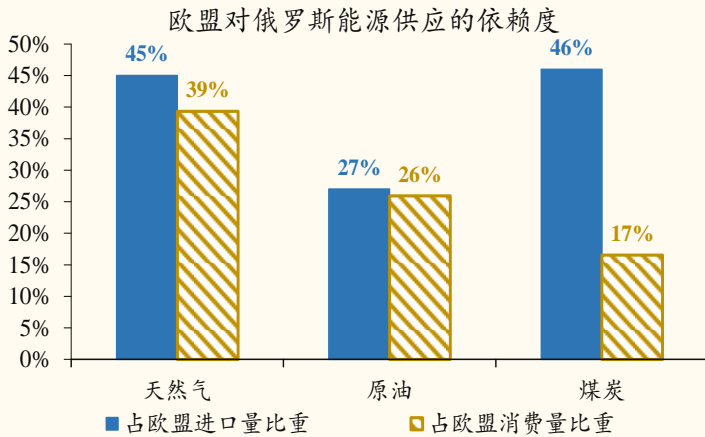
来源: Bloomberg、国金证券研究所

### 1.3、欧洲经济未来如何演绎? “滞胀”加剧, 警惕债务冲击

展望未来, 能源价格或仍将维持高位, 继续拖累欧洲出口竞争力。近期天然气等价格出现回调, 主因欧洲天然气储存进度超预期, 例如德国 9 月初储气量约为 83%, 较原计划提前一个月。短期, 欧洲能源压力似乎有所缓解。但通过压缩需求储气, 仅能缓和供需矛盾, 并未从根本上解决天然气的供给约束。再往后看, 地缘风波、极端天气均有可能反复, 加剧能源供需矛盾, 使得价格维持高位、甚至创新高。对于欧洲而言, 能源成本居高不下, 还将继续成为出口的“重负”(详情参见《欧洲能源之殇之二: 美国 LNG 能否救欧洲?》)。

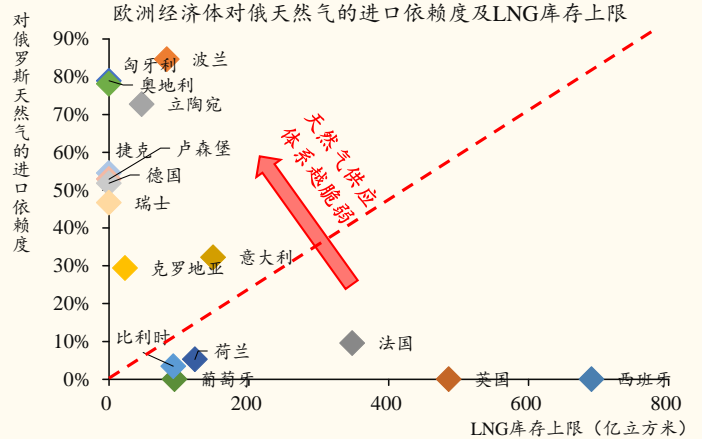


图表 21: 欧盟能源高度依赖俄罗斯供应



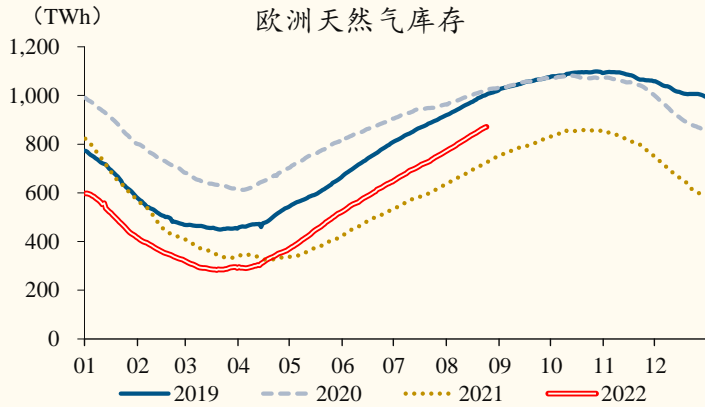
来源: BP、国金证券研究所

图表 22: 德国等部分欧洲国家的 LNG 基础设施匮乏



来源: AGSI、国金证券研究所

图表 23: 欧盟提前完成天然气囤气计划



来源: AGSI、国金证券研究所

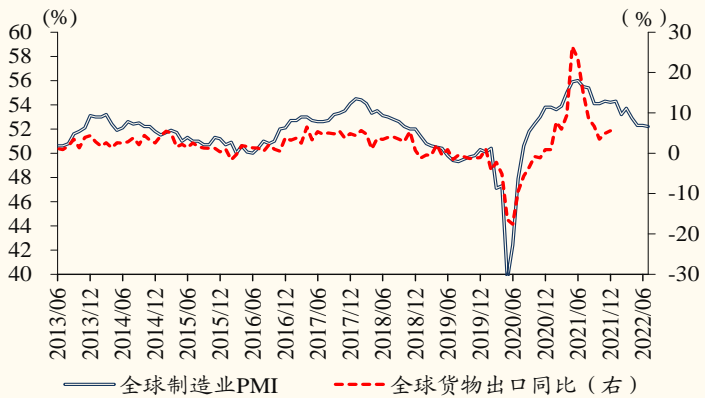
图表 24: 天然气价格或将持续高企



来源: Wind、国金证券研究所

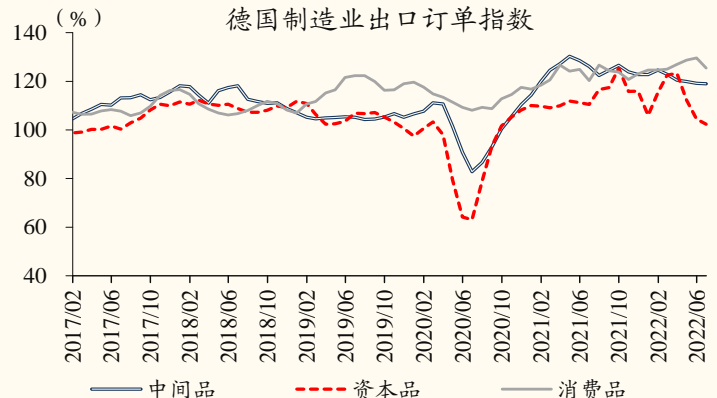
展望未来, 全球贸易需求走弱乃大势所趋, 可能进一步拖累欧洲经济景气。领先指标显示, 全球制造业 PMI 已从 55%以上的高位大幅回落至 50.3%, 似乎指向全球贸易需求或将延续走弱趋势。以德国为例, 主要商品的制造业出口订单均出现不同程度的回落, 其中“大头”中间品、资本品出口订单指数分别从年初的 124.6、115.4 回落至 119、102.4, 预示出口未来大概率将继续走弱。出口拖累下, 未来欧洲经济景气或仍将延续下滑趋势。

图表 25: 全球贸易需求走弱乃大势所趋



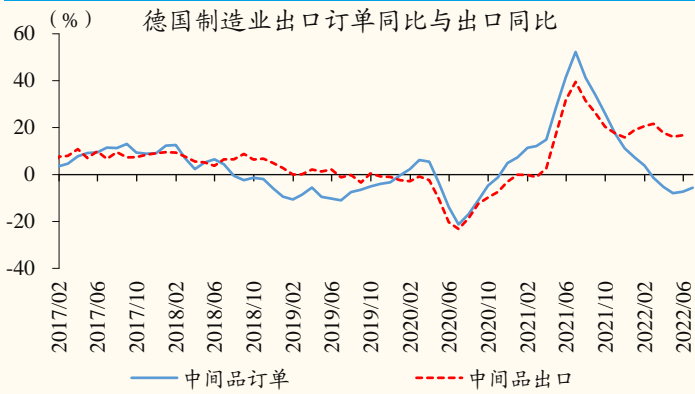
来源: Wind、国金证券研究所

图表 26: 德国制造业出口订单指数



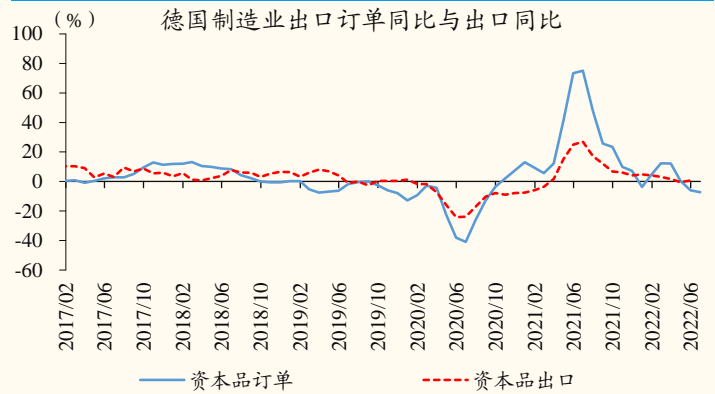
来源: Wind、国金证券研究所

图表 27: 德国中间品出口订单大幅回落



来源: Wind、国金证券研究所

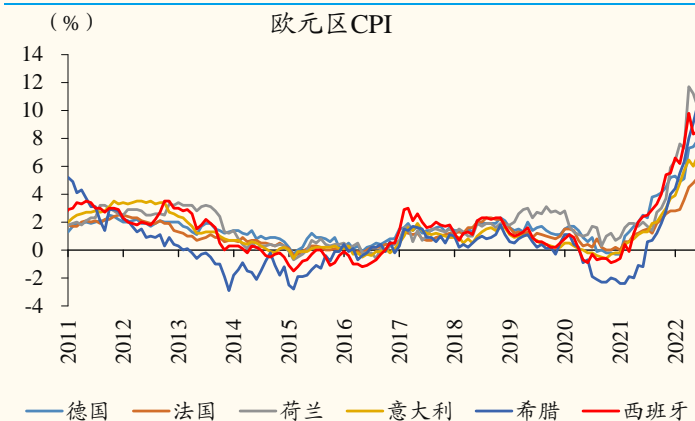
图表 28: 德国资本品出口订单大幅回落



来源: Wind、国金证券研究所

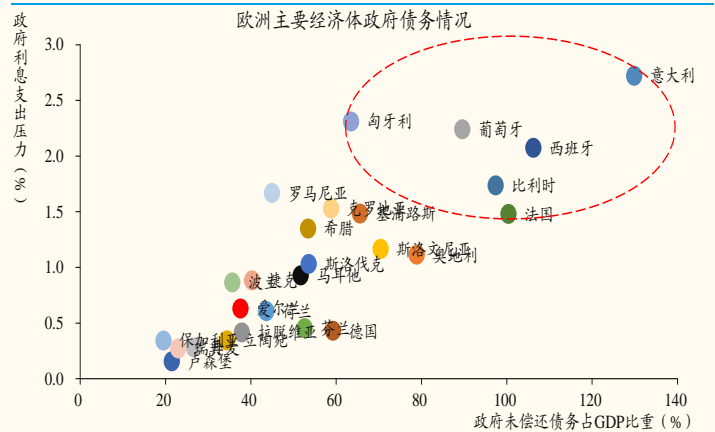
“滞胀”下的政策收紧，或将导致欧洲债务问题的再度发酵，进而造成对经济的负面冲击。通胀目标制下，欧央行将不得不加快政策正常化，7月已开启新一轮加息周期，市场预期年底前累计加息至少 150bp。据此测算，欧元区整体利息压力或将回到 2014 年水平。其中，对于意大利、西班牙等偿债压力更突出的经济体而言，欧央行加息或将成为不可承受之重，或将对经济进一步造成负面冲击（详情参见《欧债危机，是否过度担忧？》）。

图表 29: 欧元区通胀率飙升



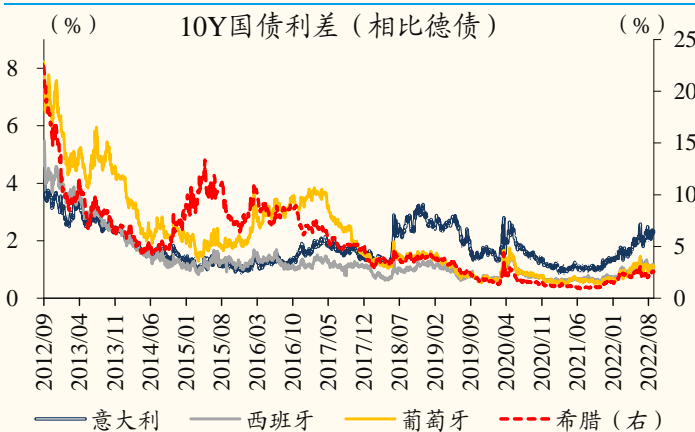
来源: Wind、国金证券研究所

图表 30: 意大利、西班牙等偿债压力更突出



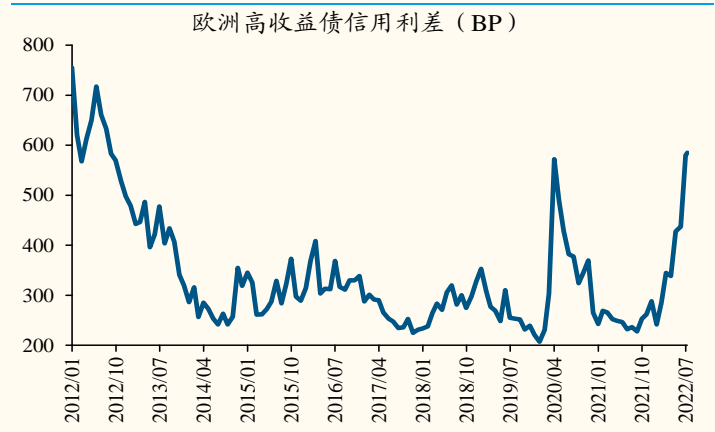
来源: Wind、国金证券研究所

图表 31: 欧元区国别利差大幅走扩



来源: Wind、国金证券研究所

图表 32: 欧洲高收益债信用利差大幅走扩



来源: Bloomberg、国金证券研究所

经过研究，我们发现：

- 近期，欧洲主要经济指标快速回落，“衰退”担忧明显升温。作为出口导向型经济体，欧盟经济景气和出口走势密切相关，且长期保持贸易顺差。但近期，欧盟贸易逆差却持续走扩。
- 欧洲出口初显疲态的背后，是美国经济“繁荣的顶点”基本已过，制造业需求已持续回落。供应瓶颈与能源之殇下，欧洲贸易条件大幅恶化、逆差持续走扩。
- 全球能源价格高企及贸易收缩下，欧洲出口或将延续走弱、拖累经济表现。“滞胀”下的政策收紧，或将导致欧洲债务问题的再度发酵，进而造成对经济的负面冲击。

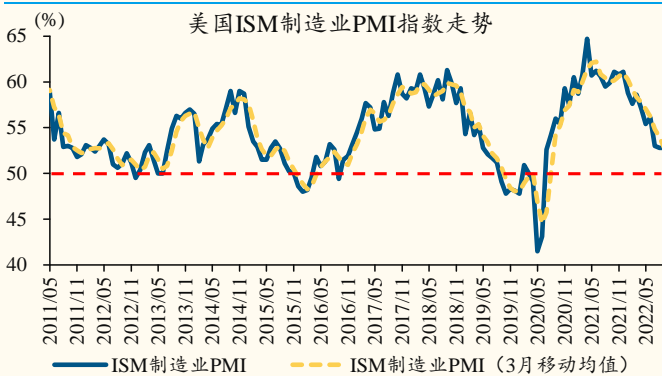
## 2、数据跟踪：美国 8 月 ISM 制造业 PMI 持平前值，欧元区 8 月 CPI 同比续创历史新高

### 2.1、美国经济跟踪：美国 8 月 ISM 制造业 PMI 持平前值

#### ■ 2.1.1、美国 8 月 ISM 制造业 PMI 持平前值

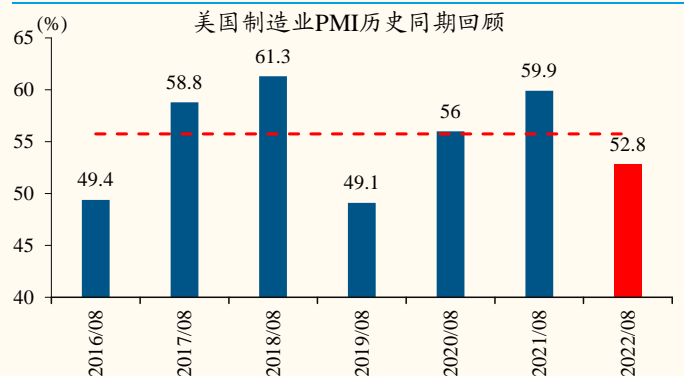
当周（8月29日-9月2日），美国公布8月ISM制造业PMI。具体来看，美国8月ISM制造业PMI录得52.8%，高于预期的51.9%，持平前值，远低于过去6年同期均值水平。主要分项中，除新订单、就业以及订单库存分项外，其余分项均相较上月下滑。具体地，新订单、就业分项分别由48%、49.9%上升至51.3%及54.2%，重回容枯线以上。物价支付指数由60%大幅下滑至52.5%，降至自2020年8月以来的最低水平。新出口订单指数录得49.4%，跌至容枯线以下。

图表 33：美国 8 月 ISM 制造业 PMI 持平前值



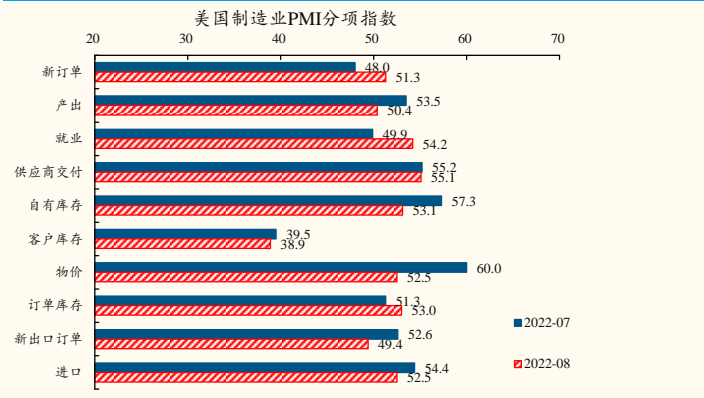
来源：Wind、国金证券研究所

图表 34：美国 8 月 ISM 制造业 PMI 低于过去同期均值



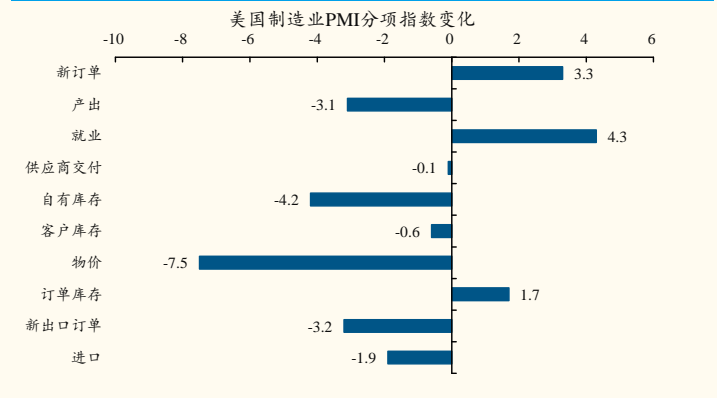
来源：Wind、国金证券研究所

图表 35: 美国 8 月 ISM 制造业 PMI 分项变化



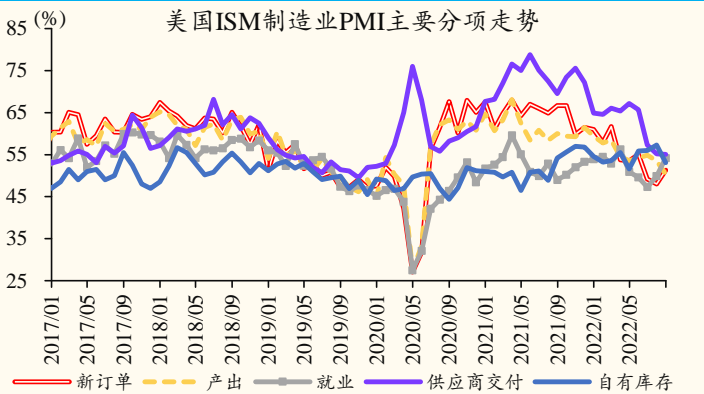
来源: Wind、国金证券研究所

图表 36: 美国 8 月制造业物价指数大幅下滑



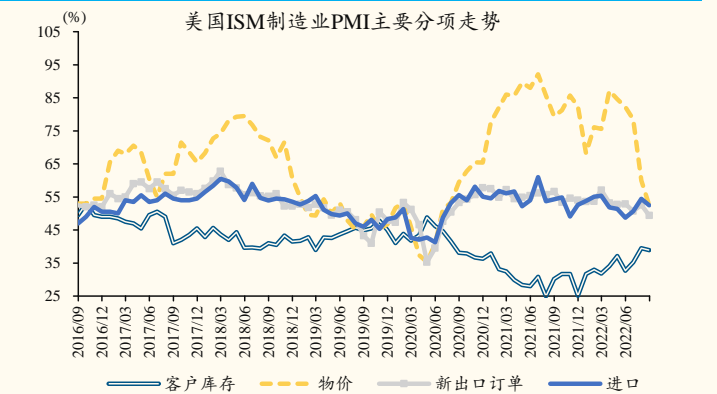
来源: Wind、国金证券研究所

图表 37: 美国 ISM 制造业 PMI 主要分项走势



来源: Wind、国金证券研究所

图表 38: 美国 ISM 制造业 PMI 主要分项走势

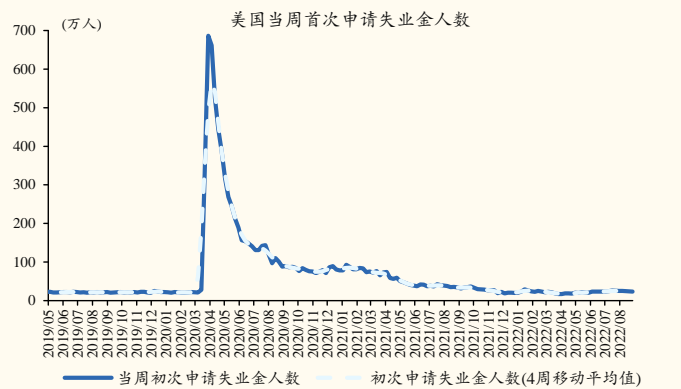


来源: Wind、国金证券研究所

■ 2.1.2、美国当周初请失业金人数低于预期，EIA 原油库存下滑

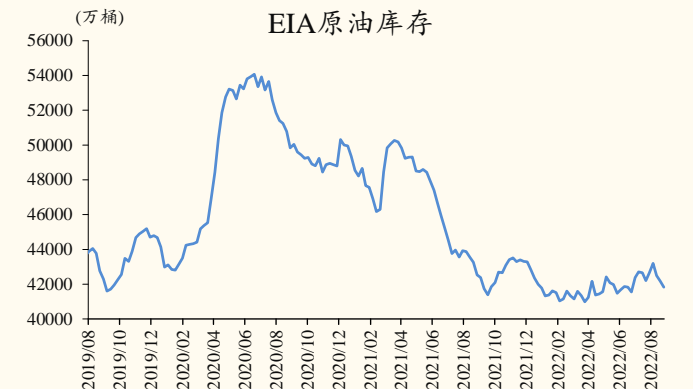
当周（8月29日-9月2日），美国公布8月27日当周初请失业金人数和8月26日当周 EIA 原油库存数据。其中，当周初请失业金人数为 23.2 万人，预期为 24.8 万人，前值由 24.3 万人下修至 23.7 万人。当周 EIA 原油库存下滑 332.6 万桶，预期值为下滑 95 万桶，前值为下滑 328.2 万桶。

图表 39: 当周，美国初请失业金人数低于预期



来源: Wind、国金证券研究所

图表 40: 当周，美国 EIA 原油库存下滑



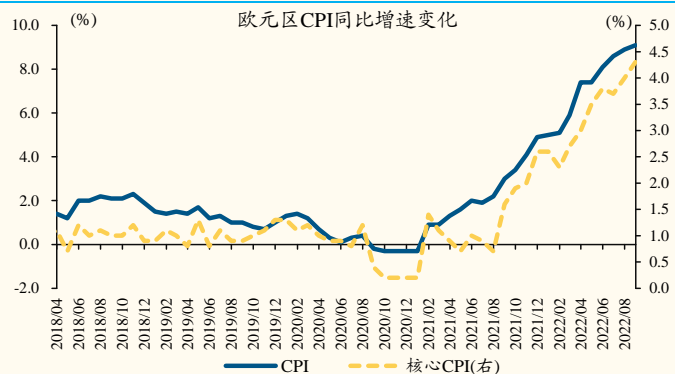
来源: Wind、国金证券研究所

## 2.2、欧洲经济跟踪：欧元区 8 月 CPI 同比续创历史新高

### ■ 2.2.1、欧元区 8 月 CPI 同比续创历史新高

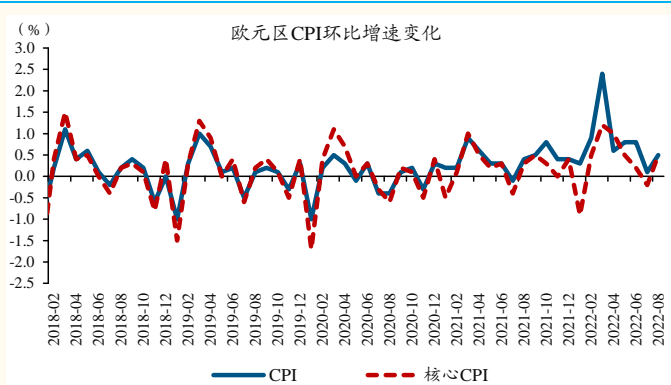
当周（8 月 29 日-9 月 2 日），欧元区公布 8 月调和 CPI 同比初值。具体来看，欧元区 8 月 CPI 同比增长 9.1%，高于预期 9%、前值 8.9%，续创历史新高；环比方面，欧元区 7 月 CPI 环比增长 0.5%，高于预期的 0.4%和前值 0.1%。

图表 41：欧元区 8 月 CPI 同比续创历史新高



来源：Wind、国金证券研究所

图表 42：欧元区 8 月 CPI 环比上升



来源：Wind、国金证券研究所

## 3、重点关注：美国 8 月 ISM 非制造业指数

图表 43：下周海外重点数据发布日期情况

经济体	日期	经济指标	期间	预期	前值
美国	9/7	美联储梅斯特（2022票委）就美国经济和货币政策发表讲话	-	-	-
		美联储副主席雷纳德发表讲话	-	-	-
		美联储副主席布雷纳德就美国经济前景发表讲话	-	-	-
	9/8	美联储理事巴尔就金融体系的公平与安全发表讲话	-	-	-
		美联储公布经济状况褐皮书	-	-	-
		美联储主席鲍威尔参加卡托研究所举办的有关货币政策的会议	-	-	-
	9/9	美国召开印太经济框架部长级会议，至9月9日	-	-	-
		美联储埃文斯（2023票委）参加一个关于当前经济状况或货币政策的问答环节	-	-	-
		美联储埃文斯（2023票委）就经济发表讲话	-	-	-
	9/10	美联储理事沃勒就美国经济前景发表讲话	-	-	-
欧元区	9/6	ISM非制造业指数	8月	55.2	56.7
		贸易帐(亿美元)	7月	-701	-796
	9/8	首次申请失业救济人数(万人)	9月3日当周	-	23.2
		EIA原油库存变动(万桶)	9月2日当周	-	-332.6
	9/8	欧洲央行公布利率决议	-	-	-
德国	9/9	欧盟各国财长和央行行长会晤，讨论通胀飙升、财政政策应对措施、欧盟预算规则的修改以及创建数字欧元等问题	-	-	-
		欧盟召开能源紧急会议，讨论危机应对方案	-	-	-
		综合PMI终值	8月	-	49.2
	9/5	服务业PMI终值	8月	-	50.2
		零售销售环比	7月	-	-1.2%
9/7	GDP同比终值	二季度	3.9%	3.9%	
	GDP季环比终值	二季度	0.6%	0.6%	
	欧洲央行存款便利利率	-	0.75%	0%	
9/8	欧洲央行边际贷款利率	-	1.5%	0.75%	
	欧洲央行主要再融资利率	-	1.25%	0.5%	
	综合PMI终值	8月	47.6	47.6	
9/5	服务业PMI终值	8月	48.2	48.2	
	季调后工厂订单环比	7月	-0.5%	-0.4%	
	工业产出环比	7月	-	0.4%	
日本	9/5	综合PMI终值	8月	-	48.9
		服务业PMI终值	8月	-	49.2
	9/8	实际GDP年化季环比终值	二季度	-	2.2%

来源：Bloomberg、国金证券研究所

## 4、风险提示：

- 1、俄乌战争影响、持续时长超预期。**俄乌双方陷入持久战，美欧对俄制裁力度只增不减。
- 2、欧元区“边缘国”经济崩溃。**全球需求走弱、能源危机冲击下，意大利等欧元区“边缘国”的经济率先奔溃。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402