

宏观经济报告

海外周度观察

证券研究报告

宏观经济组

分析师: 赵伟 (执业 S1130521120002)

zhaow@gjzq.com.cn

联系人: 李欣越

lixinyue@gjzq.com.cn

分析师: 陈达飞 (执业 S1130522120002)

chendafei@gjzq.com.cn

美国是否具备软着陆的条件?

热点思考: 美国是否具备软着陆的条件?

2023年伊始, 市场对美国是否会衰退产生了分歧: 衰退或已经不再是一致预期, 软着陆的概率边际上修。如果2023年上半年美国经济数据持续强化软着陆的预期, 美联储会进一步抬升终点利率指引、推迟降息吗? 市场会如何重新定价联邦基金利率的路径, 权益资产风格如何选择, 10年期美债利率还有多少下行空间?

加息与否与衰退与否的条件概率是模糊的, 重要的不是美联储是否加息, 而在于加息的细节和经济条件。1. 在其他条件相同的情况下, 更短的加息周期和加息节奏的前置 (front-loaded) 都有助于实现软着陆; 2. 以高 GDP 增速、高职位空缺率、低期限利差、低实际利率、低居民杠杆率、低通胀和通胀下行为初始条件的加息周期更有可能实现软着陆。本次美联储加息周期明显滞后于通胀, 降息周期也明显滞后于经济周期, **都指向“硬着陆”**。截至2023年初, 服务通胀仍创新高, 美国或已越过扩张周期的顶点, 但美联储加息周期尚未结束, 降息的时点更要显著滞后于衰退的起点。考虑到当前美国经济走弱的现实和劳动力市场短缺的现状, 这次很可能是一次非典型的“充分就业衰退”。

海外基本面跟踪

美国12月CPI同比连续第6个月回落, 创年内新低, 环比首次转负。具体来看, 12月CPI同比上涨6.5%, 符合预期值, 低于前值7.1%, 为1月份以来最低水平; 12月CPI环比-0.1%, 低于预期的0%, 为2020年4月以来的最大跌幅。核心CPI同比上涨5.7%, 持平预期。通胀粘性集中在服务项上, 能源下跌是通胀回落的主要贡献项。

美国零售回落, 消费者信心提升, 原油库存抬升。1月美国消费者信心指数初值从12月份的59.7上升到64.6, 达到2022年4月份以来的最高水平, 预期指数和现状指数同样分别回升到62和68.6, 主因为通胀放缓和衰退担忧降低。

美国商业原油库存大幅增加。1月6日当周美国商业原油库存大幅增加1896万桶, 库存量至4.4亿桶。主因是上周美国寒潮, 大部分炼油厂关闭, 导致原油库存大增。本周三EIA数据公布后, 原油期货仍震荡上行。原油上涨的乐观情绪主要来自中国复苏预期改善、西方制裁俄罗斯引发的减产担忧。

大类资产高频跟踪

全球主要股票指数和行业多数上涨。纳斯达克指数、德国DAX、澳大利亚普通股指数、标普500、法国CAC40、道琼斯指数、英国富时100和日经225分别上涨4.8%、3.3%、3.1%、2.7%、2.4%、2.0%、1.9%和0.6%。港股大涨。

发达国家10年期国债收益率悉数下行, 新兴市场也多数下行。美国10Y国债利率下行6bp至3.49%, 德国下行23bp至2.11%, 英国下行6bp至3.53%。法国和意大利分别下行13.2bp和22.8bp, 仅日本上行0.1bp。

美元指数走弱, 主要国家货币兑美元多数升值, 人民币兑美元大幅升值。欧元、英镑和日元兑美元分别升值1.78%、1.20%和3.32%。美元兑在岸、离岸人民币分别大幅贬值1.85%、1.77%至6.7082、6.7076。

大宗商品价格多数上涨, 动力煤价格大幅下跌。原油、贵金属、有色、黑色价格多数上涨, 农产品价格走势分化。上涨幅度最大的是LME铝、锌、铜、布伦特原油和WTI原油, 涨幅均超8%; 动力煤大跌13.6%、生猪大跌5.75%。

风险提示

全球疫情反复超预期; 地缘政治“黑天鹅”。

内容目录

一、热点思考：美国经济软着陆的概率和条件.....	4
(一) 美联储加息背景下，美国经济软着陆的概率被显著低估了.....	4
(二) 软着陆的条件：加息的细节和经济基本面状况.....	5
(三) 这次有什么不一样？——一次非典型的“充分就业衰退”.....	6
二、海外基本面跟踪.....	9
(一) 通胀：美国 12 月 CPI 回落，环比首次转负.....	9
(二) 消费：美国零售数据回落，但信心提升.....	11
(三) 库存：商业原油库存大幅增加.....	12
三、大类资产高频跟踪（2023/01/09-2023/01/13）.....	13
(一) 权益市场追踪：全球资本市场多数上涨.....	13
(二) 债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率多数下行.....	14
(三) 外汇市场追踪：美元指数走弱，美元兑人民币贬值.....	15
(四) 大宗商品市场追踪：动力煤价格大幅下跌、铝锌价格共振上涨.....	16
四、风险提示.....	18

图表目录

图表 1：这次不一样？1958 年来美联储的 12 次加息周期和美国经济的 9 次硬着陆、3 次软着陆.....	4
图表 2：美联储加息的细节与美国经济软着陆、浅衰退和深衰退.....	5
图表 3：软着陆和硬着陆的条件：这次有什么不一样？.....	5
图表 4：泰勒规则隐含的“合宜的利率水平”.....	7
图表 5：降息周期后移：芝商所隐含的联邦基金利率路径.....	7
图表 6：非农薪资就业视角看“充分就业衰退”.....	8
图表 7：非农薪资就业视角看“无就业复苏”.....	8
图表 8：2022 年 4 季度美国工业生产加速回落.....	8
图表 9：2022Q3 美国工业和制造业产能利用率见顶.....	8
图表 10：12 月美国 CPI 同比增速回落.....	9
图表 11：12 月 CPI 环比首次转负.....	9
图表 12：12 月能源及核心商品推动 CPI 下跌.....	9
图表 13：核心商品与能源商品降幅较大.....	9
图表 14：美国 CPI 结构中，服务价格粘性较强.....	10
图表 15：美国 CPI 下跌趋势进一步确立，但住房、服务价格粘性较强.....	10
图表 16：12 月能源商品和核心耐用品降幅较大.....	11

图表 17: 12 月核心耐用品同比降至-0.1%.....	11
图表 18: 服务价格中, 住房粘性较强.....	11
图表 19: 12 月服务项价格创新高.....	11
图表 20: 新年第一周红皮书零售增速降低至至 10.2%.....	12
图表 21: 当周折扣店销售增速回落较大.....	12
图表 22: 红皮书零售低于去年同期水平.....	12
图表 23: 1 月份美国消费者信心反弹.....	12
图表 24: 美国当周原油库存大幅增加 1896 万桶.....	13
图表 25: 美国战略石油储备当周减少 80 万桶.....	13
图表 26: 当周, 发达国家股指普遍上涨.....	13
图表 27: 当周, 新兴市场股指多数上涨.....	13
图表 28: 当周, 美股行业多数上涨.....	14
图表 29: 当周, 欧元区行业多数上涨.....	14
图表 30: 当周, 恒生指数全线上涨.....	14
图表 31: 当周, 恒生行业多数上涨.....	14
图表 32: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率多数下行.....	15
图表 33: 当周, 美德英 10Y 利率下行.....	15
图表 34: 当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益率多数下行.....	15
图表 35: 当周, 巴西 10Y 国债收益率下行.....	15
图表 36: 当周, 美元指数下跌, 欧元兑美元升值.....	15
图表 37: 欧元、英镑兑美元均升值.....	15
图表 38: 当周, 主要新兴市场兑美元多数升值.....	16
图表 39: 雷亚尔、土耳其里拉、韩元兑美元均升值.....	16
图表 40: 当周, 主要发达国家兑人民币涨跌互现.....	16
图表 41: 当周, 美元兑人民币贬值.....	16
图表 42: 当周, 大宗商品价格多数上涨.....	17
图表 43: 当周, WTI 原油、布伦特原油价格均上涨.....	17
图表 44: 当周, 动力煤价格下跌, 焦煤价格上涨.....	17
图表 45: 当周, 铜铝价格共振上涨.....	18
图表 46: 当周, 通胀预期回落.....	18
图表 47: 当周, 黄金价格上涨, 白银价格上涨.....	18
图表 48: 当周, 10Y 美债实际收益率下行.....	18

一、热点思考：美国经济软着陆的概率和条件

在美国国内就业市场保持韧性，通胀持续下行，以及中国重启与欧洲经济连续好于预期的情况下，市场对 2023 年美国是否会衰退产生了分歧：衰退或已经不再是一致预期，软着陆的概率边际上修。如果 2023 年上半年美国经济数据持续强化软着陆的预期，美联储会进一步抬升终点利率指引、推迟降息吗？市场会如何重新定价联邦基金利率的路径，权益资产风格如何选择，10 年期美债利率还有多少下行空间？

首先要回答的是：美联储加息与美国经济衰退是什么关系？软着陆、浅衰退和深衰退在交易和配置上有什么区别？更为根本的是：美国会不会衰退，以及深衰退还是浅衰退？

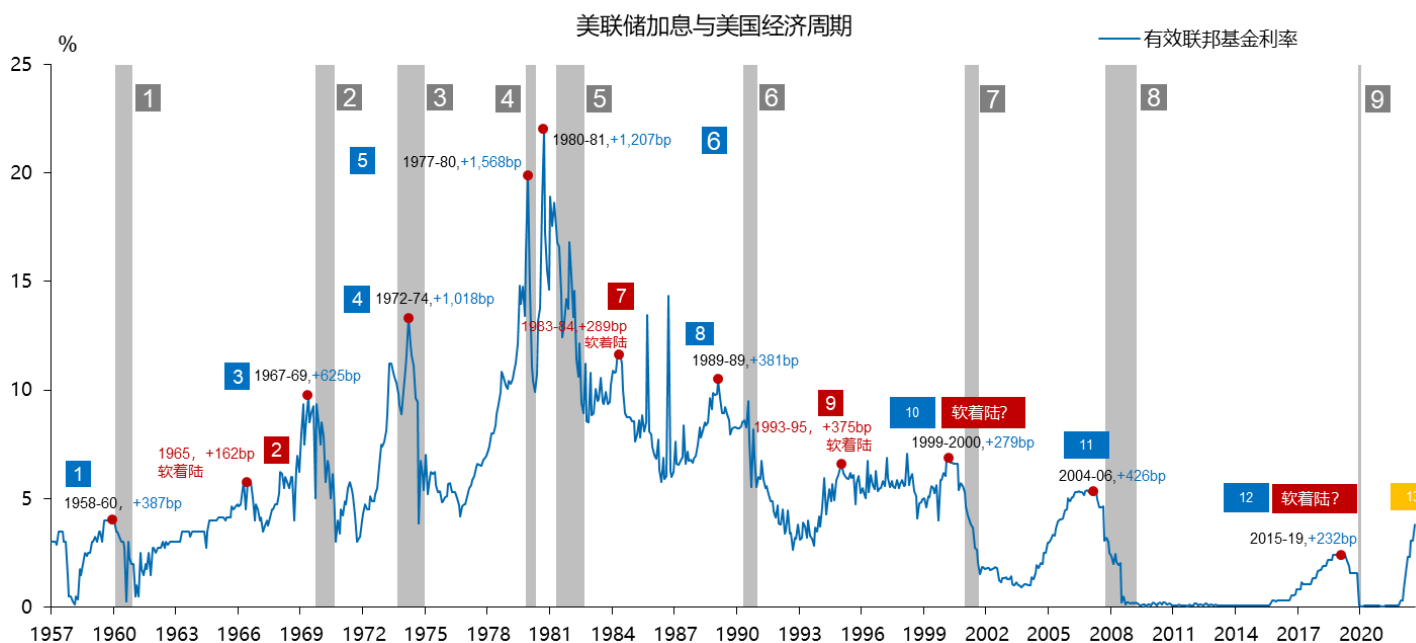
（一）美联储加息背景下，美国经济软着陆的概率被显著低估了

美联储加息与美国经济衰退存在一定的“领先-滞后”关系，如 1980 年、1981-82 年、2001 年、2008-2009 年衰退之前都经历了加息周期。这一时间上的先后关系常被诠释为逻辑上的因果关系：美联储加息刺破了金融泡沫，扭转了经济-金融的正反馈循环，使得实体经济从加杠杆到去杠杆，进而导致经济衰退。美联储加息固然有收缩总需求的效应，但不宜脱离加息的细节、经济基本面，及其它外生冲击而简单地进行归因。

美联储加息周期后美国经济实现软着陆的概率或被显著低估了。1958 至 2021 年共有 12 次加息周期，其后对应着 9 次衰退和 3 次软着陆（1965 年、1983-84 年和 1993-95 年）。在 9 次衰退中，根据实际 GDP 最大跌幅与均值的比较，可认为其中 4 次是浅衰退（1960、1970、1990-91 和 2001），5 次是深衰退（1973-75、1980、1981-82、2008-09 和 2020）。

仅从统计层面而言，衰退和软着陆的概率分别为 75%和 25%。但这显然低估了后者。假如 2020 年没有新冠疫情，2015-2019 年加息周期大概率对应着一次软着陆。仅考虑这一案例，衰退和软着陆的次数就分别修正为 8 和 4，概率为 67%和 33%。如果再考虑 2001 年案例（典型的浅衰退）——叠加了“911”事件的冲击，次数将被修正为 7 和 5，概率为 58%和 42%。那么，尚未结束的第 13 次加息周期是否会导致美国衰退，是深衰退还是浅衰退？

图表 1：这次不一样？1958 年来美联储的 12 次加息周期和美国经济的 9 次硬着陆，3 次软着陆



来源：美联储，Wind，国金证券研究所

说明：阴影部分为 NBER 衰退（下同）

图表 2: 美联储加息的细节与美国经济软着陆、浅衰退和深衰退

序号	加息周期	周期长度(月)	起点利率(%)	终点利率(%)	加息幅度(bps)	衰退的起点	衰退的终点	从加息到衰退(月)	加息终点到衰退(月)	衰退周期长度(月/季)	实际GDP降幅(%)	GDP负增长(季)
1	1958.05-1960.04	24	0.13	4.00	387	1960.05(Q3)	1961.02(Q1)	24	1	10(3)	-1.34	2/3
2	1965.12-1966.11	12	4.13	5.75	162	-	-	-	-	-	-	软着陆
3	1967.08-1969.08	25	3.50	9.75	625	1970.01(Q1)	1970.11(Q4)	29	5	11(4)	-0.65	3/5
4	1972.02-1974.06	29	3.13	13.31	1018	1973.12(74Q1)	1975.03(Q1)	22	-6	16(5)	-3.14	4/5
5	1977.01-1980.03	39	4.17	19.85	1568	1980.02(Q2)	1980.07(Q3)	37	-1	6(2)	-2.18	2/2
6	1980.08-1980.12	5	9.93	22.00	1207	1981.08(Q4)	1982.11(Q4)	12	8	16(5)	-2.52	3/5
7	1983.06-1984.07	14	8.94	11.83	289	-	-	-	-	-	-	软着陆
8	1988.03-1989.05	15	6.67	10.48	381	1990.08(Q4)	1991.03(Q1)	19	15	8(2)	-1.37	2/2
9	1994.01-1995.04	16	2.85	6.60	375	-	-	-	-	-	-	软着陆
10	1999.01-2000.06	18	4.07	6.86	279	2001.04(Q2)	2001.11(Q4)	27	10	8(3)	-0.11	2/3
11	2004.06-2007.07	38	1.02	5.28	426	2008.01(Q1)	2009.06(Q2)	43	6	18(6)	-3.84	5/6
12	2015.12-2019.07	44	0.08	2.40	232	2020.03(Q1)	2020.04(Q2)	51	8	2(2)	-9.56	2/2
13	2022.03-	9+	0.08	4.33	425							
	均值	23.3	4.1	9.8	579.1			29.3	5.1		-2.7	
	中位数	21.0	3.8	8.3	384.0			27.0	6.0		-2.2	

来源: 美联储, Wind, 国金证券研究所

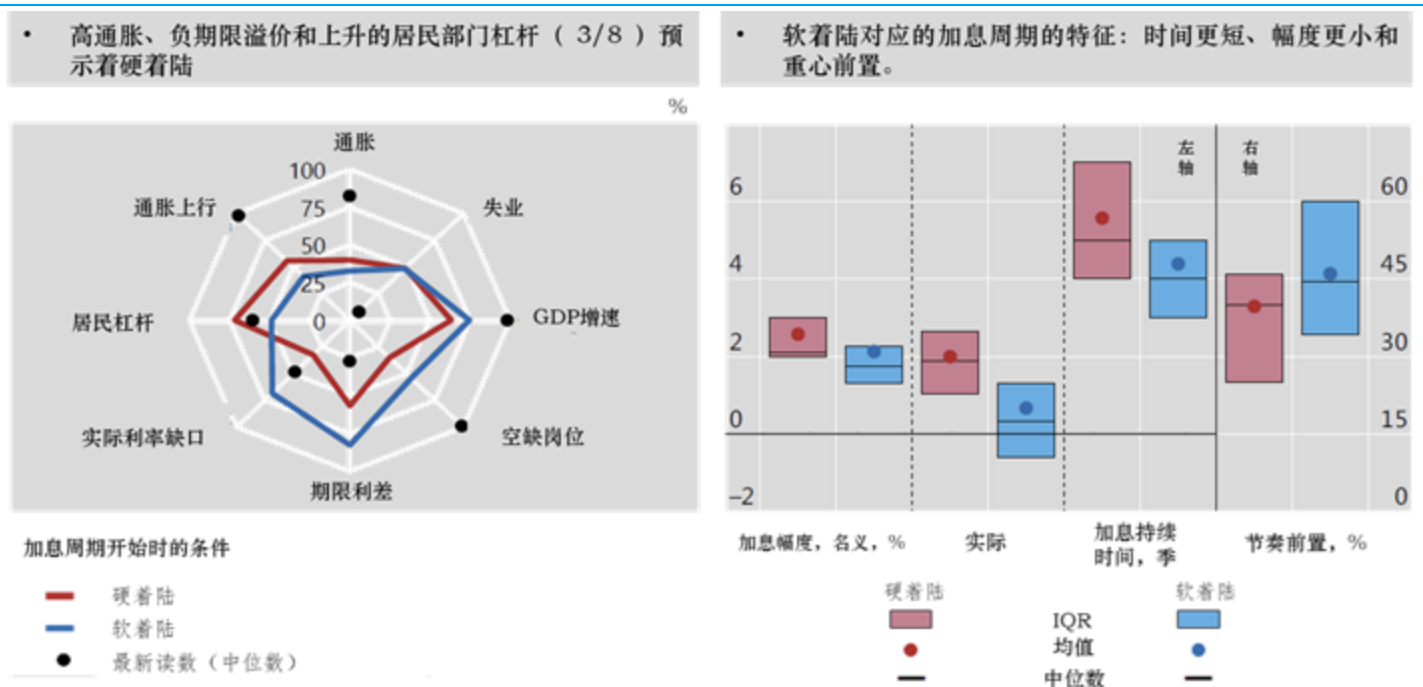
说明: 1. “序号”列中, 灰色为“浅衰退”, 淡橙色是“软着陆”, 蓝色为“深衰退”; 2. 加息周期的划分: 从第首次加息到首次降息的前一个月。

(二) 软着陆的条件: 加息的细节和经济基本面状况

加息与衰退不是一个“二值选择”问题, 加息与否与衰退与否的条件概率是模糊的, 更是弱因果关系。重要的不是美联储是否加息, 而在于加息的细节和经济条件。

国际货币基金组织(BIS)基于对19个发达经济体和6个新兴经济体的70次货币紧缩的比较研究发现: 1. 在其他条件相同的情况下, 更短的加息周期和加息节奏的前置(front-loaded)都有助于实现软着陆; 2. 以高GDP增速、高职位空缺率、高期限利差、低实际利率、低居民杠杆率、低通胀和通胀下行为初始条件的货币紧缩周期更有可能实现软着陆。

图表 3: 软着陆和硬着陆的条件: 这次有什么不一样?



来源: Boissay, De Fiore and Enisse Kharroubi, 2022. Hard or soft landing? BIS Bulletin, No.59. 国金证券研究所

加息的细节远不止加息周期的长度和加息的节奏,除此之外,加息的时点(领先或滞后于通胀)、起点利率水平、加息的幅度和降息的时点¹(领先或滞后于衰退)都会影响软着陆的概率。一般而言,领先于通胀加息、更短的加息周期、更低的起点利率、更小的加息幅度和前置的加息节奏都有助于实现软着陆。同样重要的是降息的时点——能否在通胀的压力缓解和经济衰退的压力增加时果断转向。

以3次软着陆为例。1965年加息周期(1965.12-1966.11)时长12个月,在12次加息周期中排序倒数第2(仅次于1980年沃尔克时代第一阶段加息)。加息幅度为162bp(4.13-5.75%),排序倒数第1。在1965年12月首次加息时,美国整体CPI通胀率仅为1.92%,虽然相对于年初上行0.8个百分点,但仍处于低位。所以,可视之为一次“预防性加息”。值得补充的是,约翰逊时代扩张的财政政策也做出了重要贡献。

1983-84年同样是一次经典案例。第一,加息周期14个月,仅比1965年长2个月,历史排序中倒数第3;第二,加息幅度为289bp,是前9次加息周期中的次低值,仅次于1965年;第三,1983年6月首次加息时,美国整体CPI同比已经下降到2.47%;第四,在1984年3月CPI触顶下行后,沃尔克8月果断开始降息,且降息斜率更陡,幅度更大。

1994-95年也符合前述软着陆的条件。第一,加息周期长度16个月,比1983-84年多两个月,低于12次加息的平均值(约23个月,中位数21个月);第二,加息周期的起点为2.85%,为前10次加息周期的次低值(仅次于1958-60年);第三,加息幅度385bp,在前9次加息中排序倒数第3(紧随1983-84年);第四,在1994年1月开始加息时,美国整体CPI通胀率为2.45%,且处于下降通道中;第五,1995年5月降息周期与CPI通胀率的定点基本同步,表明降息的时点也非常及时。

在4次浅衰退中,1990-91年和2001年对应的加息周期都比较短(15和18个月),均小于历史均值(中位数);加息幅度也都低于均值(579bp)或中位数(384bp);从加息终点到衰退的距离看²,这两次分别为15个月和10个月,说明美联储控制了紧缩的幅度,也即在衰退之前就开启了降息周期;1960年和1970年衰退对应的加息周期都较长(24和25个月),幅度为387bp和625bp(均高于中位数,后者高于均值),但前一次加息起点为0.13,后一次加息起点到衰退的距离也长达29个月。

在5次深衰退中,最典型的“紧缩式衰退”是1973-75年、1980年和1981-82年,均发生在“大滞胀”时代。3次衰退对应的加息周期的长度分别为29、39和5个月,幅度分别为1,018、1,568和1,207bp。其中,前两次降息周期明显落后于经济周期——因为降息的起点落后于衰退周期的起点(分别为6个月和1个月)。

(三) 这次有什么不一样?——一次非典型的“充分就业衰退”

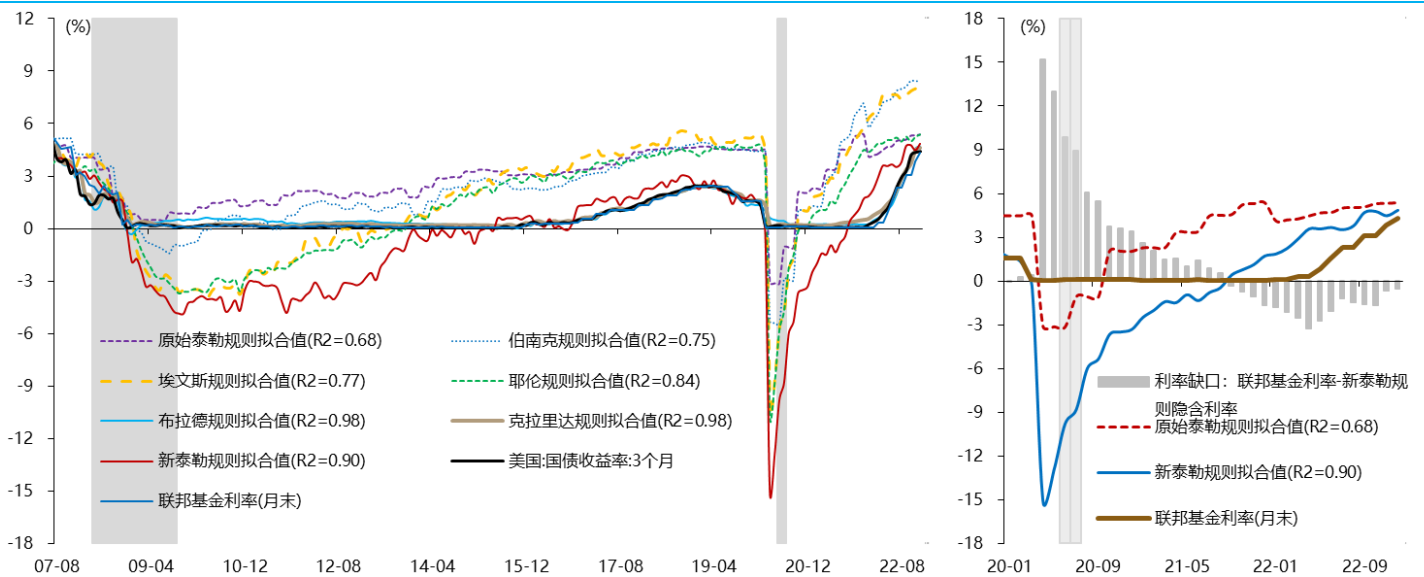
截止到2022年底,美联储第13次加息周期已进行9个月,累计加息幅度为425bp。芝商所隐含的信息是,市场定价的加息终点为475-500bp,首次降息的时间为2023年11月(2022年底为9月)。据此,本轮加息周期的起点为0、幅度475bp、长度为19个月。其中,幅度为1983年以来的最大值,长度比2004-2007年和2015-2019年都短。所以是一次起点很低、周期较短和幅度较大的加息周期,故而也是一次节奏很快的周期。仅从这3个变量中较难得到软着陆或硬着陆(含深衰退和浅衰退)的概率。

但是,这一次加息周期明显滞后于通货膨胀,降息周期也明显滞后于衰退周期。我们拟合的新泰勒规则能够较好的拟合2015-2019年加息路径。其隐含的联邦基金利率在2021年9月已经转正(0.4),而此时美联储尚未开始缩减资产购买规模(Taper),仍然认为通胀是临时的。在2022年3月首次加息时,美国整体与核心CPI通胀率已经分别上升至7.91%和6.42%,且升势未止。2022年底美国或已越过扩张周期的顶点而进入衰退区间,但美联储加息周期尚未结束,降息的时点更要显著滞后于衰退的起点(可比1972-1974年)。

¹ 隐含在加息周期的长度中。

² 部分反映了美联储行动的快慢——时间越长行动越快。

图表 4: 泰勒规则隐含的“合宜的利率水平”



来源: 美联储、Wind、国金证券研究所

图表 5: 降息周期后移: 芝商所隐含的联邦基金利率路径

日期/日期	30-04	20-05	20-07	20-09	20-11	20-12	21-01	21-03	21-04	21-06	21-07	21-09	21-11	21-12	22-01	22-03	22-05	22-06	22-07	22-09	22-11	22-12	23-01	23-03	23-05	23-06	23-08	23-09	23-11	23-12	24-01	24-03	24-05	24-06	24-08	24-09	24-11	24-12				
575-600	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
550-575	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
525-550	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
500-525	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
475-500	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
450-475	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
425-450	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
400-425	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
375-400	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
350-375	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
325-350	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
300-325	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
275-300	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
250-275	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
225-250	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
200-225	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
175-200	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
150-175	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
125-150	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
100-125	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
75-100	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
50-75	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
25-50	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
0-25	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	93	94	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	

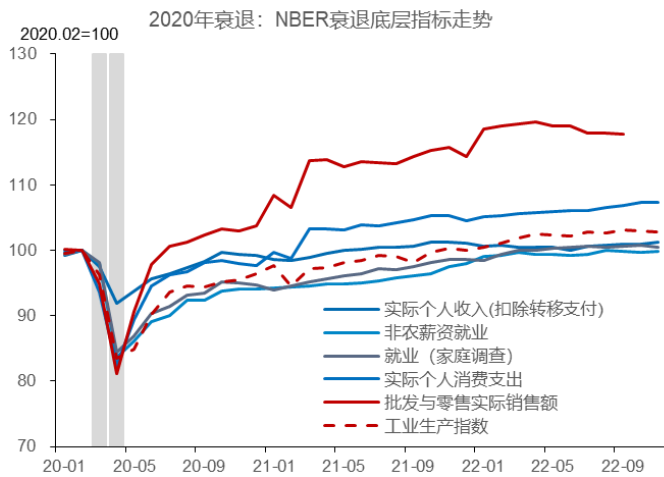
来源: 芝商所、国金证券研究所 (2013 年 1 月 13 日更新)

当然，负的实际利率缺口、高职位空缺率和 2008 年后持续修复的居民部门资产负债表都可以提升软着陆的概率。但 2023 年实际利率曲线或全面转正。相对于新泰勒规则隐含的利率水平，5%的终点利率意味着“过度紧缩”。

考虑到当前美国经济走弱的现实和劳动力市场短缺的现状，这次很可能是一次非典型的“充分就业衰退”：衰退仍是大概率事件，但期间失业率可能都不会大幅提升——前 9 次衰退的均值为 3.81%，前 8 次为 2.89%，最小的一次为 1.5% (1980 年 6 个月衰退阶段)。

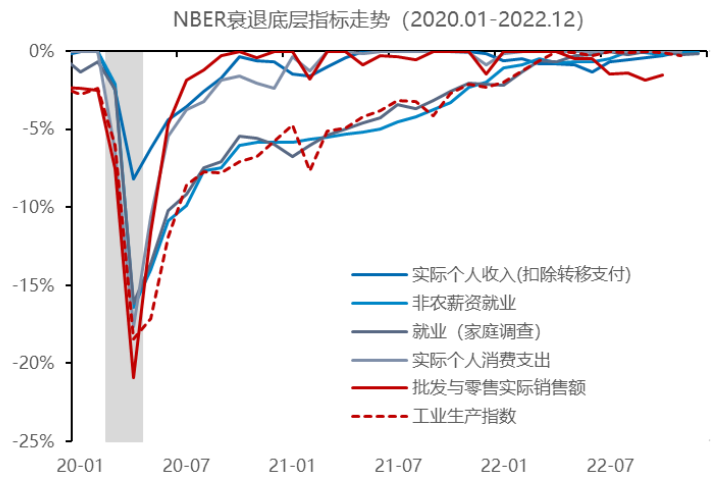
在 NBER 周期委员会观察的 6 个指标中，实际个人收入 (扣除转移支付) 早在 2021 年 11 月就已见顶。批发与零售实际销售额的高点出现在 2022 年 4 月。非农薪资就业、工业生产指数和家庭调查就业分别在 2022 年 8 月、9 月和 10 月见顶，实际个人消费支出还在创新高，但 11 和 12 月持平。结合谘商会 (TCB) 经济领先指数、中小企业信心调查 (NFIB) 和金融条件来看，多数指标或继续向下，2022 年底或成为周期的顶点。

图表 6: 非农薪资就业视角看“充分就业衰退”



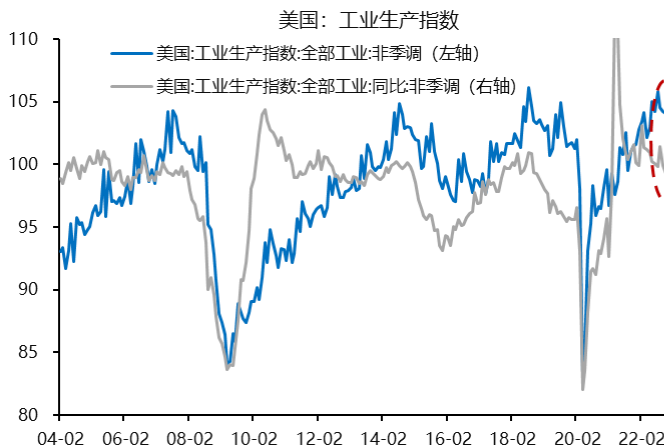
来源: Wind、国金证券研究所(周期顶点值设为 0, 其它期为相对值)

图表 7: 非农薪资就业视角看“无就业复苏”



来源: Wind、国金证券研究所(周期低谷值设为 0, 其它期为相对值)

图表 8: 2022 年 4 季度美国工业生产加速回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表 9: 2022Q3 美国工业和制造业产能利用率见顶



来源: Wind、国金证券研究所

通胀仍是美联储的主要关切,在未来一段时间仍是主导货币政策走向的关键变量。但值得强调的是,继 2022 年 7 月例会首次提到过度紧缩 (more than necessary) 风险后,12 月例会美联储再次从风险管理 (risk management) 的角度讨论了平衡“过度紧缩”(主要担心货币政策的滞后效应)和“紧缩不足”风险的问题。有一部分成员开始认为,通胀风险已趋于平衡——向上的风险不再明显占优。

我们重申: 2023 年,在政策立场和紧缩力度上,美联储更需要在紧缩不足和紧缩过度之间取得平衡,以实现政策的跨期最优:短期压制通膨和中期降低衰退的深度(或实现软着陆)。政策的主次矛盾随着时间的推移而切换。2023 年上半年,美联储或需要在双重目标间取得平衡,但不改变矛盾的主次关系。美联储会放缓加息节奏,而后停止加息,保持利率高位运行一段时间,监测通胀、就业、金融稳定和海外风险,预计主次矛盾将在 2023 年下半年逐步取得平衡。如果经济放缓速度超预期,在通胀向 2%目标收敛的趋势明朗后,美联储会适时放缓缩表节奏,也会果断开启降息周期。

我们的基准判断是: 1. 联邦基金利率终点区间为 [475, 500bp], 2023 年底开始降息,但降息空间有限; 2. 美国经济“浅衰退”——充分就业衰退,时长 3 个季度 (2023Q1-Q3)。对应的资产配置含义是: 美股尚未充分定价企业盈利的下修,“右侧机会”尚需等待,2023 年价值与成长风格面临切换; 10 年期美债收益率仍有下行空间。贵金属还存在上行空间。

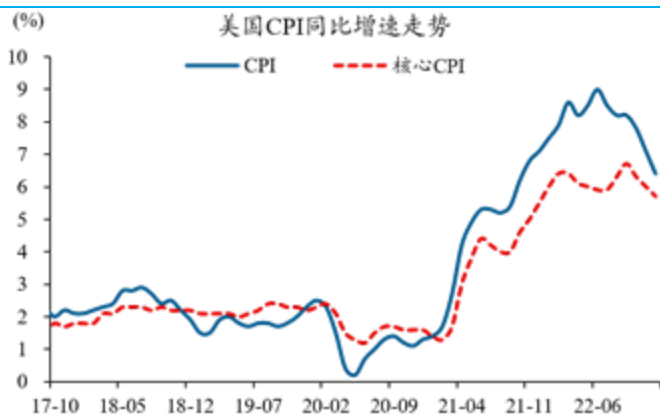
二、海外基本面跟踪

(一) 通胀：美国 12 月 CPI 回落，环比首次转负

美国 12 月 CPI 同比连续第 6 个月回落，创年内新低，环比首次转负。具体来看，12 月 CPI 同比上涨 6.5%，符合预期值，低于前值 7.1%，为 1 月份以来最低水平；12 月 CPI 环比-0.1%，低于预期的 0%，为 2020 年 4 月以来的最大跌幅，为疫情以来首次转为负增长。核心 CPI 同比上涨 5.7%，持平预期。综合来看，本次公布的通胀数据与市场预期较为一致。

环比转负的背后，美国通胀风险缓解，但仍未完全解除。12 月 CPI 环比为 2020 年 5 月以来首次转为负增长，但通胀结构继续失调，主要粘性集中在服务项上。从主要分项看，CPI 服务项中除运输类项目外，其他主要分项的环比增速本月均有不同程度的扩大，权重超过三分之一的住房分项环比由 0.4% 抬升至 0.8%。医院服务项环比上升幅度较高，本月为 1.7%，前值 0%。

图表 10：12 月美国 CPI 同比增速回落



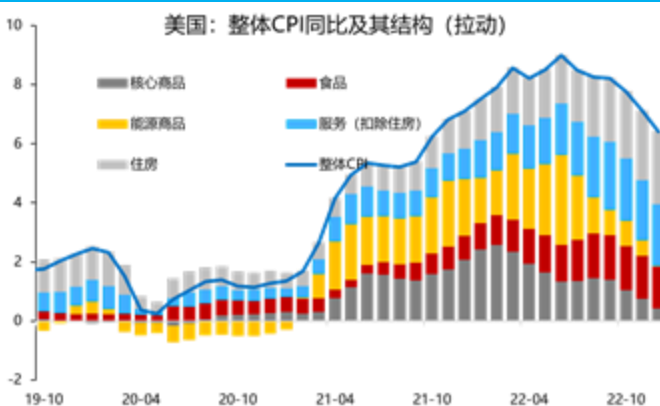
来源：Wind、国金证券研究所

图表 11：12 月 CPI 环比首次转负



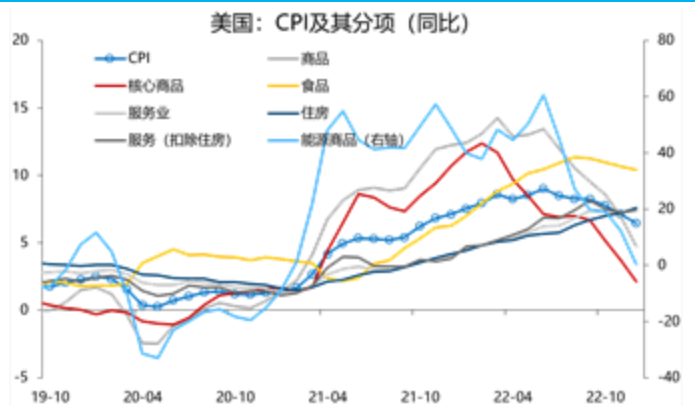
来源：Wind、国金证券研究所

图表 12：12 月能源及核心商品推动 CPI 下跌



来源：Wind、国金证券研究所

图表 13：核心商品与能源商品降幅较大



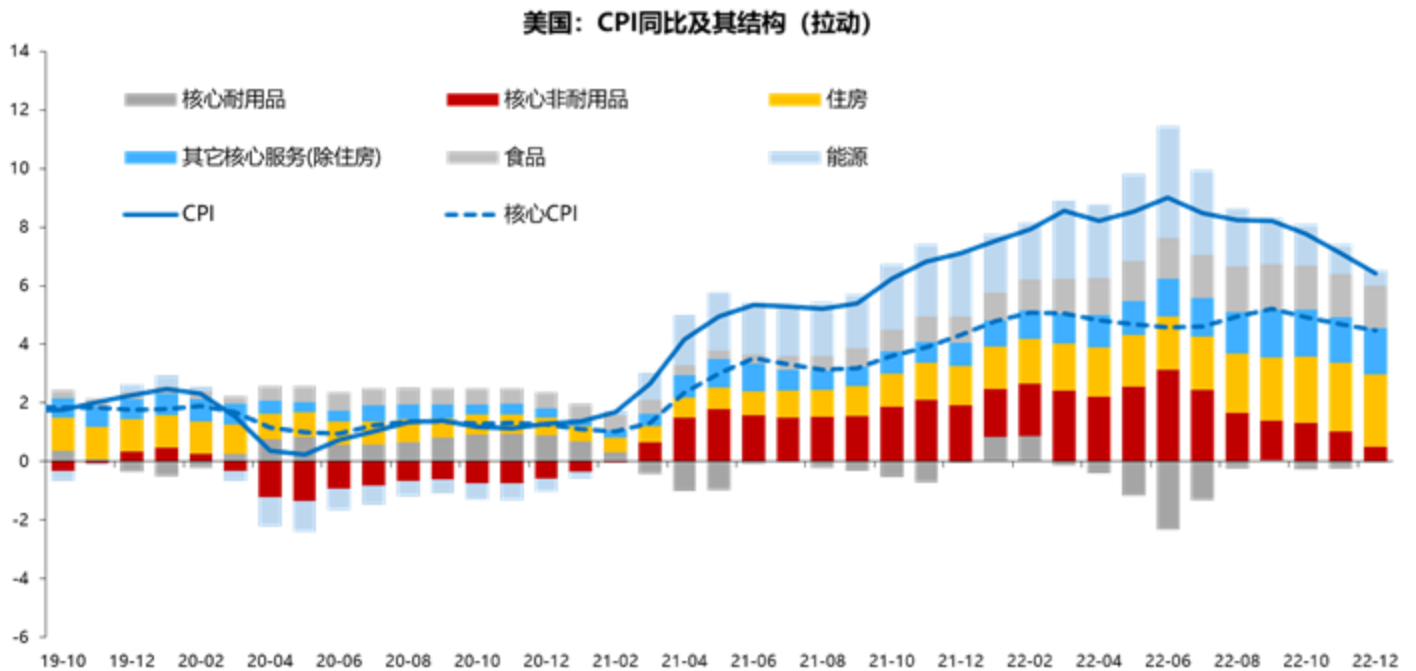
来源：Wind、国金证券研究所

图表 14: 美国 CPI 结构中, 服务价格粘性较强

	权重 (%)	预期值	同比 (%)					预期值	环比 (%)				
			22-12	22-11	22-10	22-09	22-08		22-12	22-11	22-10	22-09	22-08
CPI	100.0	6.5 →	6.5	7.1	7.8	8.2	8.2	0.0 ↓	-0.1	0.1	0.4	0.4	0.1
核心CPI (除能源、食品)	79.1	5.7 →	5.7	6.0	6.3	6.7	6.3	0.3 →	0.3	0.2	0.3	0.6	0.6
CPI: 食品	13.9		10.4	10.7	10.9	11.2	11.4		0.3	0.5	0.6	0.8	0.8
CPI: 能源	6.9		7.3	13.0	17.6	19.9	23.9		-4.5	-1.6	1.8	-2.1	-5.0
商品 (不含能源商品和食物)	20.3		2.1	3.7	5.1	6.7	7.0		-0.3	-0.5	-0.4	0.0	0.5
服装	2.7		2.9	3.6	4.1	5.5	5.0		0.5	0.2	-0.7	-0.3	0.2
新车	3.7		5.9	7.2	8.4	9.4	10.1		-0.1	0.0	0.4	0.7	0.8
二手车和卡车	3.0		-8.8	-3.3	2.0	7.2	7.8		-2.5	-2.9	-2.4	-1.1	-0.1
医疗商品	1.5		3.2	3.1	3.1	3.7	4.1		0.1	0.2	0.0	-0.1	0.2
酒精饮料	1.0		5.8	5.5	5.0	4.1	4.3		0.5	0.7	0.8	0.0	0.4
烟草烟具	0.6		5.5	6.3	6.6	8.2	8.8		-0.1	0.7	0.3	0.2	1.1
服务 (不含能源服务)	58.8		7	6.8	6.8	6.7	6.1		0.5	0.4	0.5	0.8	0.6
住所	32.9		7.5	7.8	7.9	8.0	7.8		0.8	0.4	0.5	0.7	0.8
主要住所租金	7.7		8.3	7.9	7.5	7.2	6.7		0.8	0.8	0.7	0.8	0.7
业主等量房租	23.8		7.5	7.1	6.9	6.7	6.3		0.8	0.7	0.6	0.8	0.7
医疗服务	7.2		4.1	4.4	5.4	6.5	5.6		0.1	-0.7	-0.6	1.0	0.8
医师服务	1.8		1.7	1.5	1.8	1.8	1.1		0.1	0.0	0.0	0.5	0.2
医院服务	2.2		4.4	2.9	0.0	3.8	4.0		1.7	0.0	0.0	0.1	0.7
运输服务	5.2		14.6	14.4	15.3	14.6	11.4		0.2	-0.1	0.8	1.9	0.5
机动车保养与维修	1.1		13	11.7	10.3	11.1	9.1		1.0	1.3	0.7	1.9	1.7
机动车保险	1.6		14.2	13.4	12.9	10.3	8.7		0.6	0.9	1.7	1.6	1.3
机票	0.7		28.5	36.0	42.9	42.9	33.4		-3.1	-3.0	-1.1	0.8	-4.6

来源: Wind、国金证券研究所

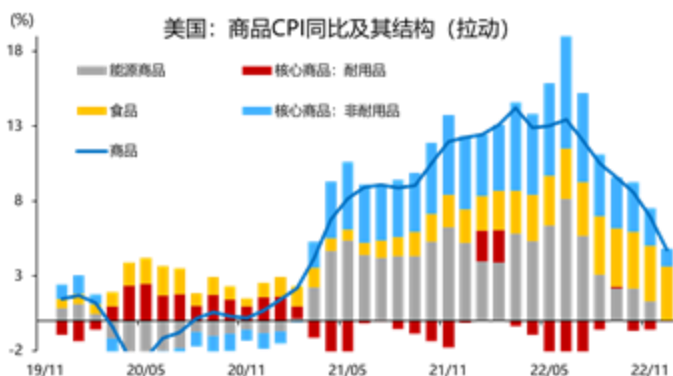
图表 15: 美国 CPI 下跌趋势进一步确立, 但住房、服务价格粘性较强



来源: Wind、国金证券研究所

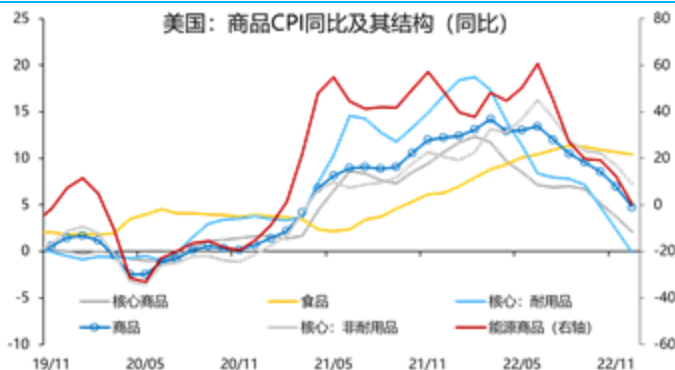
商品价格方面, 能源价格降幅较大, 汽油的急剧下降是 CPI 回落下降的重要原因。食品、能源商品价格同比降至 10.4%、7.3%, 均较前值的 10.7%、13% 回落。燃油项本月环比下跌 16.6%, 车用燃油本月环比跌 9.2%, 导致能源项环比总计下跌 4.5%。作为通胀的重要驱动因素二手车价格本月环比下跌 2.5%, 同比下跌 8.8%。耐用品(能源商品和核心耐用品) 降幅较大, 核心耐用品同比降至-0.1%, 美国能源商品和核心非耐用品对商品 CPI 同比拉动进一步下降。

图表 16: 12 月能源商品和核心耐用品降幅较大



来源: Wind、国金证券研究所

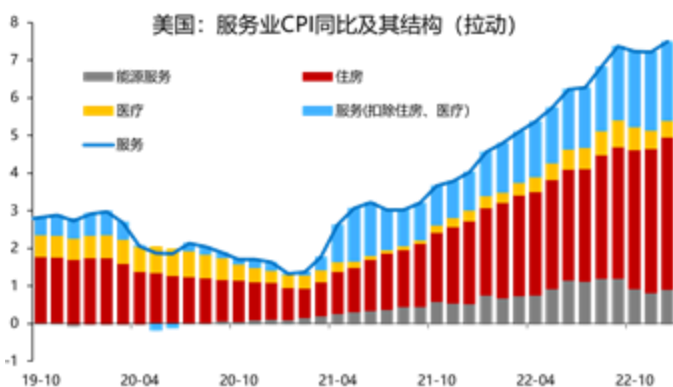
图表 17: 12 月核心耐用品同比降至-0.1%



来源: Wind、国金证券研究所

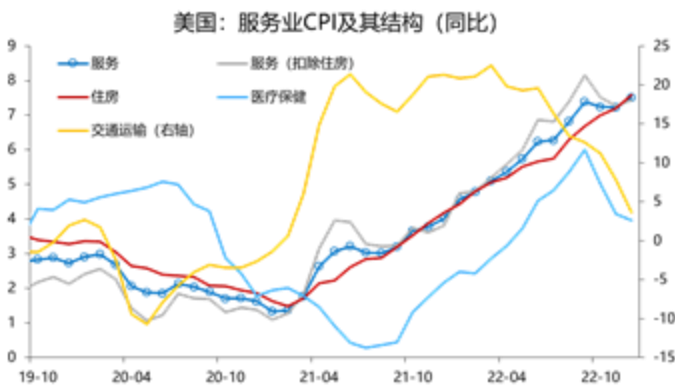
服务项价格创 1983 年以来的新高。服务项 12 月同比增 7%，前值 6.8%，环比增速由前月的 0.4%回升至 0.5%。服务价格分项中，租金项和运输价格在前期微跌后再度上涨，同比分别升至 8.3%和 14.6%，前值分别为 7.9%和 14.4%；CPI 服务项中除运输类项目外，其他主要分项的环比增速本月均有不同程度的扩大，权重较高的住房分项环比由 0.4%抬升至 0.8%。医疗价格延续回落，同比 4.1%，前值 4.4%。最终导致服务项同比增 7%，继续创下新高。

图表 18: 服务价格中，住房粘性较强



来源: Wind、国金证券研究所

图表 19: 12 月服务项价格创新高



来源: Wind、国金证券研究所

市场反应较为纠结，继续交易紧缩放缓。美国 CPI 数据公布后，由于与预期较为一致，美股期货市场上下波动，开盘后，标准普尔 500 指数微跌 0.2%。道琼斯工业指数下跌 0.2%。纳斯达克下跌 0.4%。大宗商品市场涨跌互现。布油上涨 1.2%，伦敦期铜期货下跌 0.9%。美国 10 年期国债收益率下跌至 3.5%，美元指数回落至 102，COMEX 黄金价格收盘至 1900。

我们在年度展望报告中总结到：2023 年，在政策立场和力度上，美联储更需要在紧缩不足和紧缩过度之间取得平衡，以实现政策的跨期最优：短期压制通胀和中期实现“软着陆”。政策的主次矛盾随着时间的推移而切换。2023 年上半年，美联储或需要在双重目标间取得平衡，但不改变矛盾的主次关系。美联储会放缓加息节奏，而后停止加息，保持利率高位运行一段时间，监测通胀、就业、金融稳定和海外风险，预计主次矛盾将在 2023 年下半年逐步取得平衡。如果经济放缓速度超预期，在通胀向 2%目标收敛的趋势明朗后，美联储会适时放缓缩表节奏，也会果断开启降息周期。

重申观点：通胀仍是 2023 年主导美联储政策走向的关键变量。12 月例会美联储再次从风险管理角度讨论了平衡“过度紧缩”和“紧缩不足”风险的问题。部分成员认为，通胀风险已趋于平衡（向上的风险不再明显占优）。2023Q3-Q4，美联储大概率将 FFR 从“过度紧缩”水平下调至中性水平。

（二）消费：美国零售数据回落，但信心提升

美国圣诞新年消费季接近尾声，零售增速回落，但消费者信心提升。1 月 7 日当周美国红皮书零售销售指数增速 5.3%，前值 10.2%，度过年末消费季后增速回落。结构上，折扣店

销售回升较大。折扣店增速 6.2%，前值 12.4%；百货商店增速 1.5%，前值 4.9%。与往年同期相比，美国年初消费低于 2022 年同期水平。与消费数据回落相反，1 月份美国消费者信心指数初值从 12 月份的 59.7 上升到 64.6，达到 2022 年 4 月份以来的最高水平，预期指数和现状指数同样分别回升到 62 和 68.6，主因来自通胀放缓和衰退担忧降低。

图表 20：新年第一周红皮书零售增速降低至至 10.2%



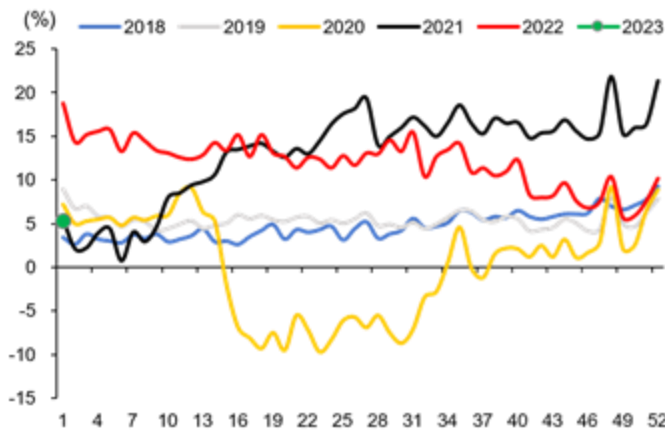
来源：Wind、国金证券研究所

图表 21：当周折扣店销售增速回落较大



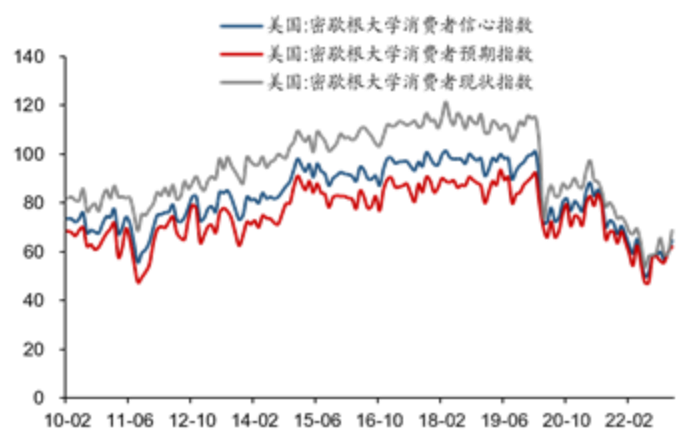
来源：Wind、国金证券研究所

图表 22：红皮书零售低于去年同期水平



来源：Wind、国金证券研究所

图表 23：1 月份美国消费者信心反弹

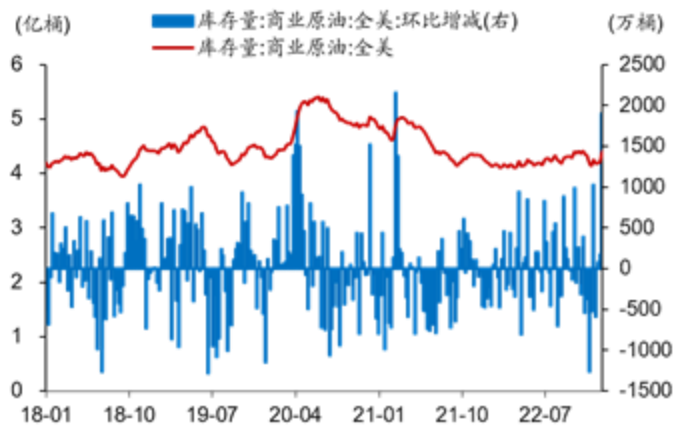


来源：Wind、国金证券研究所

（三）库存：商业原油库存大幅增加

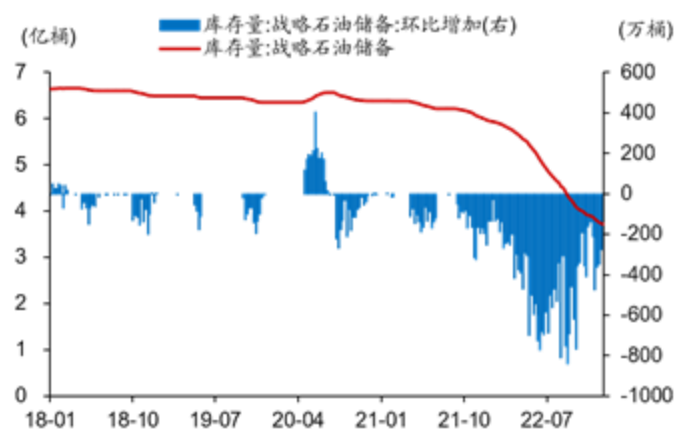
美国商业原油库存大幅增加。1 月 6 日当周美国商业原油库存大幅增加 1896 万桶，库存量至 4.4 亿桶。主因是上周美国寒潮，大部分炼油厂关闭，导致原油库存大增。本周三 EIA 数据公布后，原油期货仍震荡上行。原油上涨的乐观情绪主要来自中国复苏预期改善、西方制裁俄罗斯引发的减产担忧。当周美国国内原油产量增加 10.0 万桶至 1220.0 万桶/日。美国战略石油储备 (SPR) 库存减少 80 万桶至 3.7 亿桶，为 39 年来最低水平。

图表 24: 美国当周原油库存大幅增加 1896 万桶



来源: Wind、国金证券研究所

图表 25: 美国战略石油储备当周减少 80 万桶



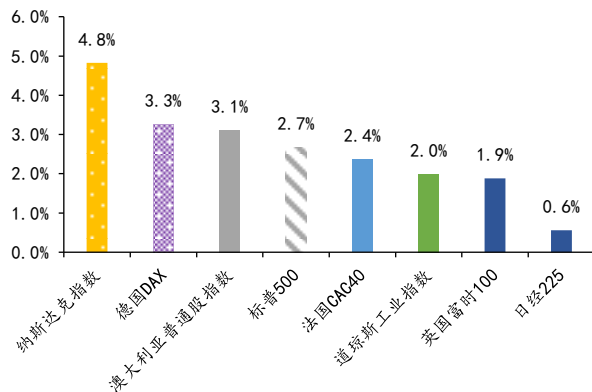
来源: Wind、国金证券研究所

三、大类资产高频跟踪 (2023/01/09-2023/01/13)

(一) 权益市场追踪: 全球资本市场多数上涨

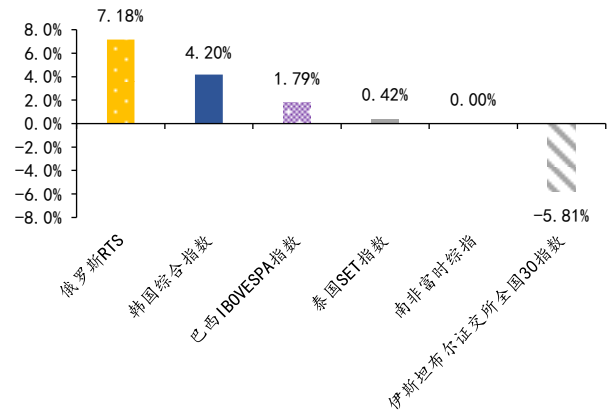
发达国家股指普遍上涨, 新兴市场股指多数上涨。纳斯达克指数、德国 DAX、澳大利亚普通股指数、标普 500、法国 CAC40、道琼斯指数、英国富时 100 和日经 225 分别上涨 4.8%、3.3%、3.1%、2.7%、2.4%、2.0%、1.9%和 0.6%。俄罗斯 RTS、韩国综合指数、巴西 IBOVESPA 指数、泰国 SET 指数分别上涨 7.18%、4.20%、1.79%、0.42%, 南非富时综指保持不变, 仅伊斯坦布尔证交所全国 30 指数下跌 5.81%。

图表 26: 当周, 发达国家股指普遍上涨



来源: Wind、国金证券研究所

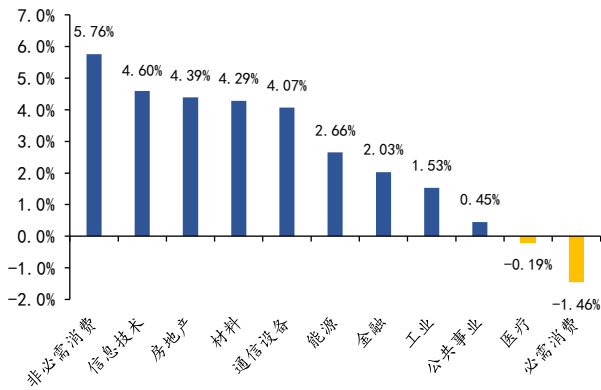
图表 27: 当周, 新兴市场股指多数上涨



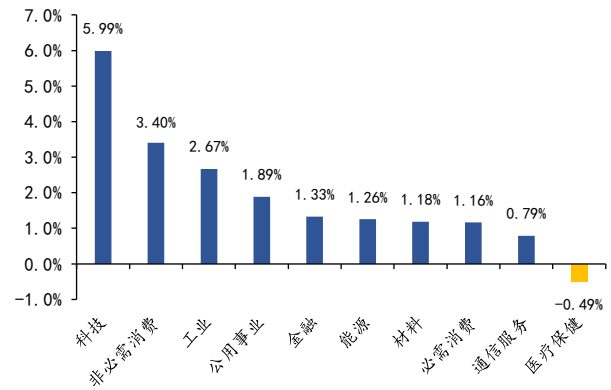
来源: Wind、国金证券研究所

美国、欧元区各行业多数上涨。从美国标普 500 的行业涨幅来看, 本周美股行业多数上涨。其中非必需消费、信息技术、房地产、材料和通信设备领涨, 分别上涨 5.76%、4.60%、4.39%、4.29%和 4.07%; 仅必需消费和医疗下跌, 分别下跌 1.46%和 0.19%。从欧元区行业板块来看, 本周欧元区行业多数上涨。其中科技、非必需消费、工业、公用事业和金融领涨, 分别上涨 5.99%、3.40%、2.67%、1.89%和 1.33%; 仅医疗保健下跌 0.49%。

图表 28: 当周, 美股行业多数上涨



图表 29: 当周, 欧元区行业多数上涨

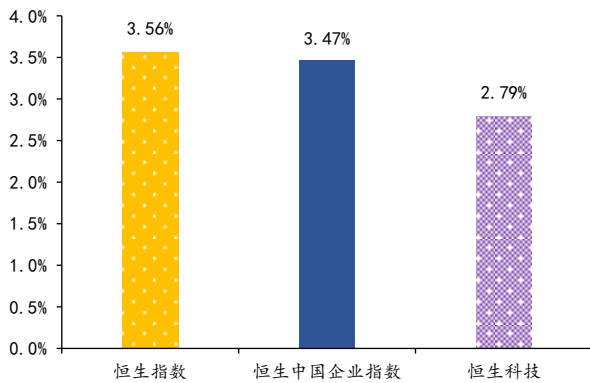


来源: Wind, 国金证券研究所

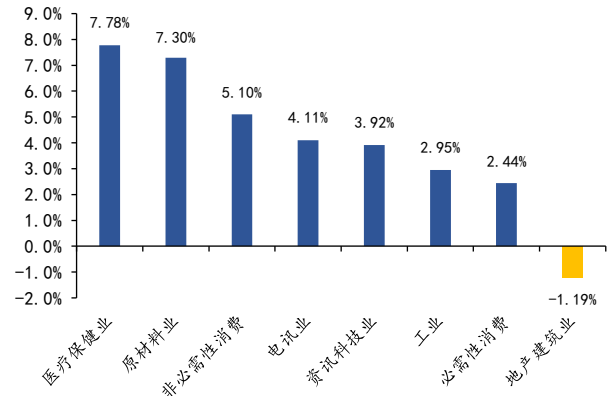
来源: Wind, 国金证券研究所

香港市场全线上涨, 恒生指数、恒生中国企业指数和恒生科技分别上涨 3.56%、3.47%和 2.79%。行业方面, 恒生行业多数上涨, 医疗保健业、原材料业、非必需性消费、电讯业和资讯科技业领涨, 分别上涨 7.78%、7.30%、5.10%、4.11%和 3.92%; 仅地产建筑业下跌 1.19%。

图表 30: 当周, 恒生指数全线上涨



图表 31: 当周, 恒生行业多数上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

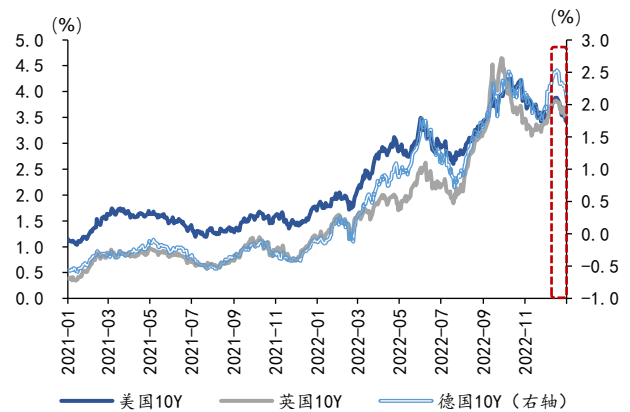
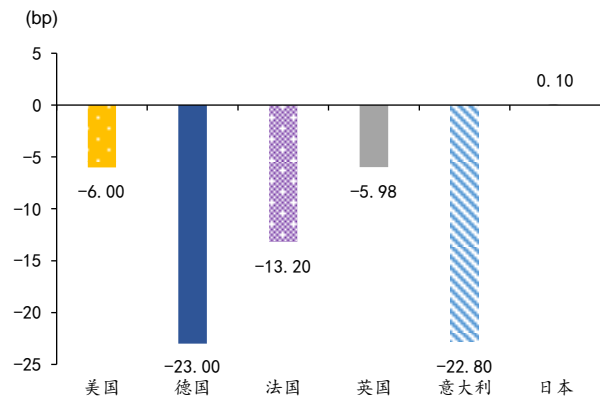
来源: Wind, 国金证券研究所

(二) 债券市场追踪: 发达国家 10 年期国债收益率多数下行

发达国家 10 年期国债收益率多数下行。其中, 美国 10Y 国债收益率下行 6bp 至 3.49%, 德国 10Y 国债收益率下行 23bp 至 2.11%, 英国 10Y 国债收益率下行 6bp 至 3.53%。法国、和意大利 10Y 国债收益率分别下行 13.20bp 和 22.80bp, 仅日本 10Y 国债收益率上行 0.10bp。

图表 32: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率多数下行

图表 33: 当周, 美德英 10Y 利率下行



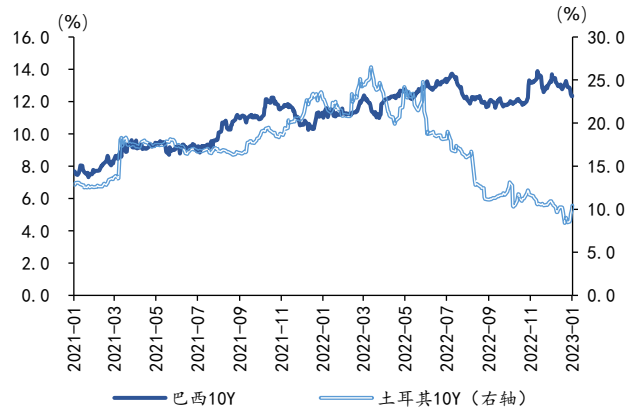
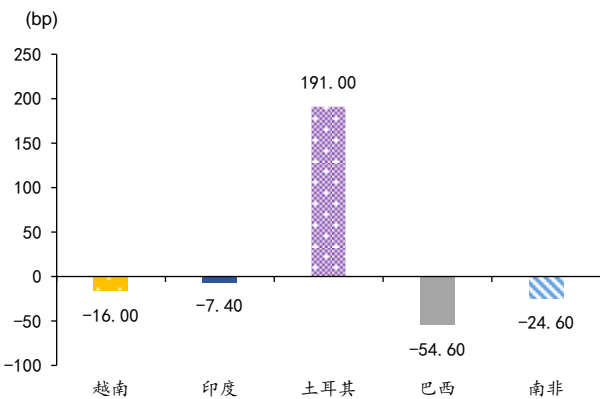
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

新兴市场 10 年期国债收益率多数下行。土耳其 10Y 国债收益率上行 191bp 至 10.40%，巴西 10Y 国债收益率下行 54.60bp 至 12.34%。越南、印度和南非 10Y 国债收益率分别下行 21.00bp、7.40bp 和 24.50bp。

图表 34: 当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益率多数下行

图表 35: 当周, 巴西 10Y 国债收益率下行



来源: Wind, 国金证券研究所

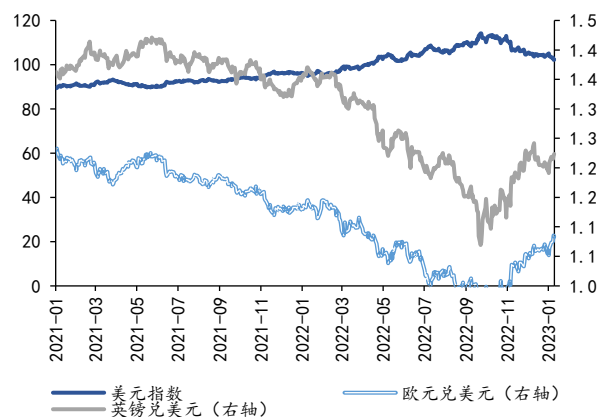
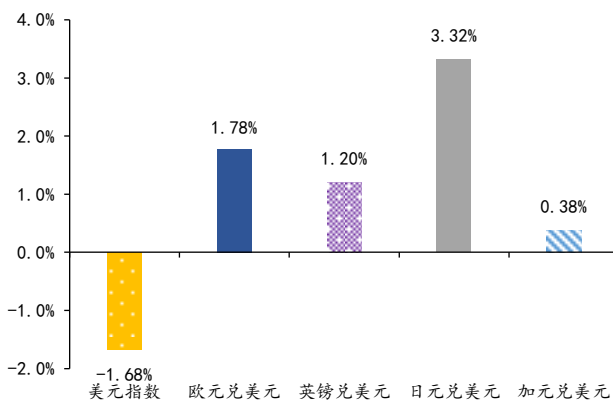
来源: Wind, 国金证券研究所

(三) 外汇市场追踪: 美元指数走弱, 美元兑人民币贬值

美元指数走弱, 发达国家货币兑美元多数升值。欧元、英镑和日元兑美元分别升值 1.78%、1.20% 和 3.32%。主要新兴市场兑美元多数升值, 印尼卢比、菲律宾比索、雷亚尔和韩元兑美元分别升值 3.33%、0.78%、2.53% 和 1.31%; 土耳其里拉兑美元贬值 0.10%。

图表 36: 当周, 美元指数下跌, 欧元兑美元升值

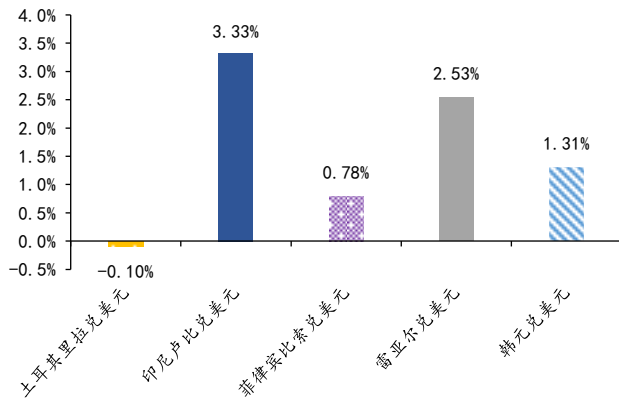
图表 37: 欧元、英镑兑美元均升值



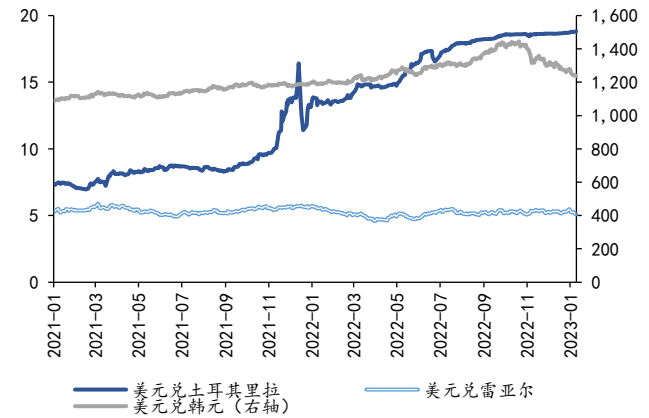
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 38: 当周, 主要新兴市场兑美元多数升值



图表 39: 雷亚尔、土耳其里拉、韩元兑美元均升值

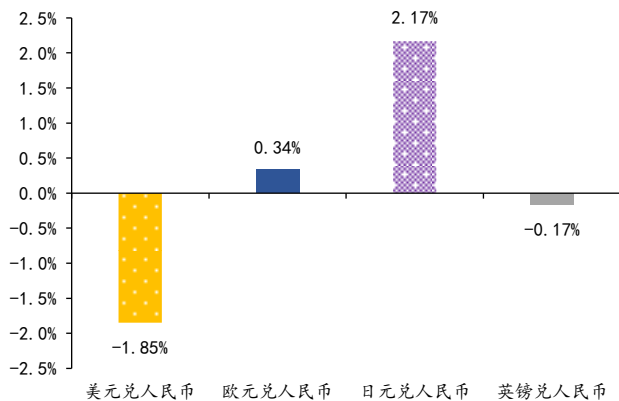


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

美元兑人民币贬值 1.85%。英镑兑人民币贬值 0.17%; 欧元、日元兑人民币分别升值 0.34%、2.17%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比下跌 1263bp 至 6.7082, 美元兑离岸人民币汇率下跌 1212bp 至 6.7076。

图表 40: 当周, 主要发达国家兑人民币涨跌互现



图表 41: 当周, 美元兑人民币贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

(四) 大宗商品市场追踪: 动力煤价格大幅下跌、铝锌价格共振上涨

大宗商品价格多数上涨, 动力煤价格大幅下跌。本周, 原油、贵金属、有色、黑色价格多数上涨, 农产品价格走势分化。其中, 上涨幅度最大的是 LME 铝、LME 锌、LME 铜、布伦特原油和 WTI 原油, 分别上涨 11.87%、10.10%、8.87%、8.54%和 8.26%; 动力煤、生猪价格下跌, 分别下跌 13.62%、5.75%。

图表 42: 当周, 大宗商品价格多数上涨

类别	品种	2023-01-13	2023-01-05	2022-12-29	2022-12-22	2022-12-14
原油	WTI原油	8.26%	-6.03%	1.17%	1.81%	7.32%
	布伦特原油	8.54%	-4.34%	1.58%	-0.28%	7.17%
贵金属	COMEX黄金	2.78%	0.80%	1.71%	0.42%	1.15%
	COMEX银	1.63%	-3.41%	2.66%	1.36%	5.30%
有色	LME铜	8.87%	0.46%	0.92%	1.08%	-1.05%
	LME铝	11.87%	-3.68%	1.14%	-0.04%	-2.76%
	LME镍	-1.00%	-5.41%	1.97%	-1.29%	-9.78%
	LME锌	10.10%	0.80%	1.18%	-3.70%	1.15%
黑色	动力煤	-13.62%	-9.95%	0.00%	3.46%	0.00%
	焦煤	2.92%	-4.23%	-0.61%	-5.27%	7.55%
	沥青	1.36%	-1.94%	4.51%	3.42%	2.27%
	铁矿石	0.95%	0.00%	1.57%	1.16%	3.21%
	螺纹钢	1.38%	-0.77%	0.80%	-0.77%	3.75%
农产品	生猪	-5.75%	-3.26%	1.33%	-2.38%	-12.98%
	棉花	0.28%	0.85%	0.96%	0.50%	1.57%
	豆粕	1.39%	-0.62%	2.52%	-11.62%	1.14%
	豆油	-1.98%	-0.80%	4.17%	-3.56%	-5.35%

来源: Wind, 国金证券研究所

原油价格上涨, 黑色金属多数上涨。WTI 原油价格上涨 8.26%至 79.86 美元/桶、布伦特原油价格上涨 8.54%至 85.28 美元/桶。动力煤价格大幅下跌 13.62%至 796 元/吨、焦煤价格上涨 2.92%至 1854 元/吨; 螺纹钢、沥青和铁矿石价格分别上涨 1.38%、1.36%和 0.95%至 4126 元/吨、3810 元/吨和 852 元/吨。

图表 43: 当周, WTI 原油、布伦特原油价格均上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 44: 当周, 动力煤价格下跌, 焦煤价格上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

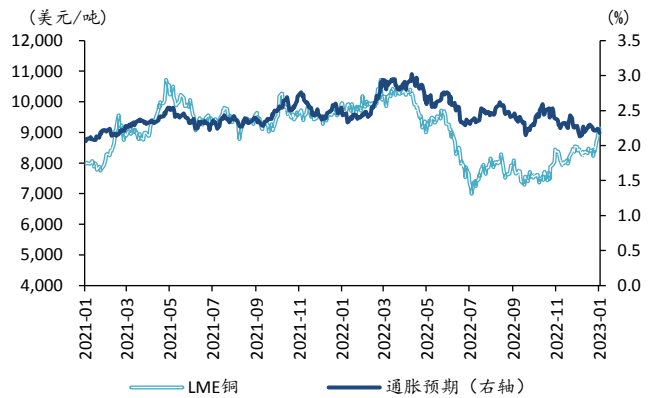
铜铝价格共振上涨, 贵金属价格上涨。LME 铜、LME 铝分别上涨 8.87%、11.87%至 9129 美元/吨、2544 美元/吨; 通胀预期从前值的 2.21%回落至 2.18%。COMEX 黄金上涨 2.78%至 1921.70 美元/盎司, COMEX 银上涨 1.63%至 24.37 美元/盎司; 10Y 美债实际收益率从前值的 1.34%下行至 1.31%。

图表 45: 当周, 铜铝价格共振上涨



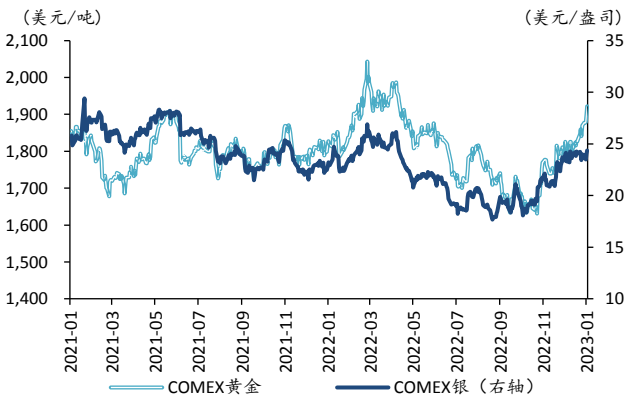
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 46: 当周, 通胀预期回落



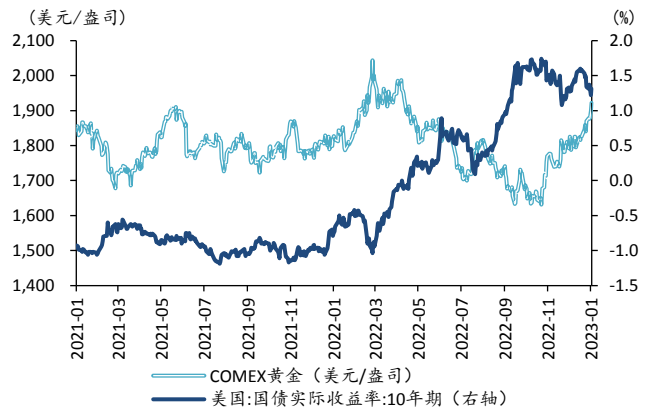
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 47: 当周, 黄金价格上涨, 白银价格上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 48: 当周, 10Y 美债实际收益率下行



来源: Wind, 国金证券研究所

四、风险提示

1. 全球疫情反复超预期。变异毒株等导致全球疫情仍存在反复的可能,或加大全球经济、供应链变化的不确定性。
2. 地缘政治“黑天鹅”。逆全球化思潮或地缘政治冲突等,仍可能对全球和地区贸易产生负面影响。

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	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-85950438	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮编: 100005	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	地址: 北京市东城区建国内大街 26 号	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	新闻大厦 8 层南侧	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