

# 宏观经济报告

## 宏观专题研究报告(深度)

证券研究报告

### 宏观经济组

分析师: 赵伟 (执业 S1130521120002)  
zhaow@gjzq.com.cn

分析师: 陈达飞 (执业 S1130522120002)  
chendafei@gjzq.com.cn

联系人: 李欣越  
lixinyue@gjzq.com.cn

联系人: 赵宇

Zhaoyu2@gjzq.com.cn

## 美国库存周期“长鞭效应”的逆转

年初以来, 海外市场持续定价基本面的修复, 逐渐偏离了对衰退的定价。美国经济已跨越周期的顶点, 服务业消费面临低储蓄和实际工资长期负增长的考验, 库存周期或将进入加速去化阶段, 上半年美国基本面压力仍不容乐观。

### 热点思考: 美国库存周期“长鞭效应”的逆转

2022年中以来, 美国库存周期“名降实增”, 主要源自价格端波动过大: 全球价值链扰动导致企业过度补库存, 库存水平高企, 且主要集中在供应链末端。观察本轮周期, 实际库存更加合理, 更符合美国经济状态。现阶段库存周期仍在上行, 2023年将从被动补库存过渡到主动去库存阶段。

2023年, 随着供应链的修复和需求的收缩, 长鞭效应将走向对立面。供给侧, 全球货物运输、运价、运输速度及美国自身的供应链等环节正在逐步转好; 需求侧, 居民实际收入增速转负, 储蓄率降至低位, 超额储蓄消耗殆尽, 导致销售增速持续下滑, 库销比被动抬升。在制造、批发和零售三大环节中, 批发商库存抬升最明显, 去库压力也最大。

库存投资在GDP中的占比虽然较低, 但波动性大, 拉动效应明显。库存投资是2022年4季度美国GDP高增长的主要解释, 拉动了美国4季度实际GDP 1.46个百分点, 贡献率约50%。上世纪60年代以来, 美国衰退期实际GDP增速平均-1.6%, 库存投资平均贡献了-0.69%, 贡献率约三分之一。不应低估库存周期对美国经济下行产生的压力。

### 海外基本面&重要事件

日本首相岸田雄文计划任命植田和男为新一届日央行行长, 日央行超级宽松政策的连续性面临考验。市场短暂地交易了货币紧缩, 10年期日债利率向上贴近0.5%上限, 美元兑日元汇率跌至130以下, 但收盘时利率和汇率变化幅度大幅收窄。植田和男能否带领日央行摆脱YCC困境, 需从YCC的目标出发来理解, 同时还要看“天时”。

美国地产新房销售和房价双双轻微反弹, 12月美国新房销售连续第三个月回升, 1月住房市场指数相比前值有所回升。2月4日当周美国生产活动有所回落, WEI指数目前13周移动平均增速下降至1.29%。美国消费延续回落, 截至2月4日当周, 美国红皮书零售销售指数4.3%, 低于前值4.9%, 零售行业的繁荣程度进一步下降。2022年12月23日至2月3日当周, EIA库存已连续七周环比正增长, 为2021年6月以来的最高水平(4.5511亿桶)。因全球需求疲软, 散货船市场持续低迷, BDI延续跌势。近期主要城市交通拥堵指数呈现上升态势。2月4日当周, 美国初请失业金人数为19.6万人, 为2023年1月7日当周以来新高, 但仍处于历史低位附近, 美国就业市场仍具备韧性。

### 全球大类资产跟踪

全球主要股票指数和行业多数下跌。纳斯达克指数、澳大利亚普通股指数、法国CAC40、标普500、德国DAX分别下跌2.4%、1.8%、1.4%、1.1%和1.0%, 仅日经225上涨0.6%。除能源业外, 发达国家市场多数行业普遍下跌。

紧缩预期再度升温, 发达国家10年期国债收益率多大幅上行。美国10Y国债收益率上行21bp至3.74%, 英国上行26bp至3.44%, 德国上行20bp至2.33%。法国、意大利和日本分别上行19.4bp、19.2bp和0.8bp。

美元指数走强, 欧元和日元兑美元贬值, 人民币汇率小幅贬值。欧元和日元兑美元分别贬值1.09%和0.17%, 英镑兑美元小幅升值0.08%。美元兑在岸、离岸人民币分别升值0.45%、0.23%至6.8054、6.8234。

大宗商品价格涨跌互现, 油价大幅上涨, 有色金属价格普遍下跌。WTI原油和布伦特原油价格分别上涨6.36%和5.70%; 下跌幅度最大的是LME锌、铝和镍, 分别下跌6.96%、4.94%和4.59%。

### 风险提示

俄乌冲突再起波澜; 大宗商品价格反弹; 工资增速放缓不达预期

## 内容目录

一、热点思考：美国库存周期“长鞭效应”的逆转	5
(一) 美国库存周期“长鞭效应”的逆转	5
(二) 逆向长鞭效应，去库可能超预期	6
(三) 从周期与行业结构看去库的影响	10
二、海外基本面&重要事件	12
(一) 日央行换届，政策连续性面临考验	12
(二) 地产：美国新房销售、房价轻微反弹	13
(三) 生产：美国生产活动回落	13
(四) 消费：美国消费延续回落	14
(五) 库存：EIA 原油库存抬升	14
(六) 供应链：全球 BDI 与主要城市交通拥堵指数	15
(七) 就业：美国当周初请失业人数环比微增	15
三、大类资产高频跟踪（2023/02/06-2023/02/10）	16
(一) 权益市场追踪：全球资本市场多数下跌	16
(二) 债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率多大幅上行	17
(三) 外汇市场追踪：美元指数走强，人民币小幅贬值	18
(四) 大宗商品市场追踪：油价大幅上涨、有色金属价格普遍下跌	19
风险提示	21

## 图表目录

图表 1：美国库存的名义降实际增	5
图表 2：2022 年中以来，美国实际库存增速上升	5
图表 3：名义库存周期处于主动去库阶段	5
图表 4：实际库存周期处于被动补库阶段	5
图表 5：批发商库存中枢抬升最大	6
图表 6：批发商库存占比上升最明显	6
图表 7：库存投资是美国 2022 年四季度 GDP 温和放缓的主要原因	6
图表 8：运输价格回落至接近疫情前水平	7
图表 9：BDI 散干货指数回落至 2019 年水平	7
图表 10：原油运输指数正处于高位回落周期	7
图表 11：全球供应链压力持续缓解	7
图表 12：美国疫情谷歌搜索指数及新增均下降	8

图表 13: 全球疫情数量持续下降 .....	8
图表 14: 美国 PMI 反映的交付速度持续加快 .....	8
图表 15: 美国入座用餐人数回到疫情前水平 .....	8
图表 16: 美国储蓄率下行至后危机时代以来的低位 .....	8
图表 17: 疫情期间的超额储蓄已消耗近五成 .....	8
图表 18: 美国薪资增速见顶回落 .....	9
图表 19: 美国消费支出增速处于回落过程中 .....	9
图表 20: 长鞭效应的传导: 消费→零售→批发→生产 .....	9
图表 21: 疫情后美国供应链的变化 .....	9
图表 22: 美国库存可能进入量价同跌的阶段 .....	9
图表 23: 需求领先库存增速 .....	9
图表 24: 库存放大周期波动, 消费稳定周期波动 .....	10
图表 25: 美国库存的特征: 波动大, GDP 占比低 .....	10
图表 26: 从历史经验看, 1993 年以来美国共经历了 9 轮库存周期, 当前为第 10 轮库存周期 .....	11
图表 27: 美国分行业、分生产环节库存增速, 库存压力集中在零售、批发环节的食品、饮料、机械设备等行业 .....	12
图表 28: 失业率的上行或领先于周期顶点 .....	13
图表 29: 失业率的下降或滞后于周期低谷 .....	13
图表 30: 美国新房销售轻微反弹 .....	13
图表 31: 美国房价轻微反弹 .....	13
图表 32: 当周, 美国生产活动回落 .....	14
图表 33: 美国红皮书零售延续回落 .....	14
图表 34: 当周, 美国红皮书零售低于往年同期 .....	14
图表 35: 当周, 美国 EIA 原油库存上升 .....	15
图表 36: 当周, 美国 EIA 原油库存环比增 242.3 万桶 .....	15
图表 37: 全球需求疲软, BDI 跌破 600, 同比为负 .....	15
图表 38: 交通拥堵指数仍处低位 .....	15
图表 39: 当周, 美国初请失业金人数环比增加 1.3 万人 .....	16
图表 40: 当周, 发达国家股指多数下跌 .....	16
图表 41: 当周, 新兴市场股指普遍下跌 .....	16
图表 42: 当周, 美股行业多数下跌 .....	17
图表 43: 当周, 欧元区行业多数下跌 .....	17
图表 44: 当周, 恒生指数全线下跌 .....	17
图表 45: 当周, 恒生行业普遍下跌 .....	17
图表 46: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率多数上行 .....	17

图表 47: 当周, 美英德 10Y 收益率均上行.....	17
图表 48: 当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益率多数上行.....	18
图表 49: 当周, 巴西和土耳其 10Y 国债收益率上行.....	18
图表 50: 当周, 美元指数上涨, 欧元兑美元贬值.....	18
图表 51: 欧元兑美元贬值, 英镑兑美元微幅升值.....	18
图表 52: 当周, 主要新兴市场兑美元普遍贬值.....	19
图表 53: 雷亚尔、土耳其里拉、韩元兑美元均贬值.....	19
图表 54: 当周, 美元和英镑兑人民币升值.....	19
图表 55: 当周, 美元兑人民币升值.....	19
图表 56: 当周, 商品价格走势整体分化.....	20
图表 57: 当周, WTI 原油、布伦特原油价格大幅上涨.....	20
图表 58: 当周, 动力煤和焦煤价格持平.....	20
图表 59: 当周, 铜铝价格共振下跌.....	21
图表 60: 当周, 通胀预期回升.....	21
图表 61: 当周, 黄金和白银价格均下跌.....	21
图表 62: 当周, 10Y 美债实际收益率上行.....	21

年初以来，海外市场持续定价基本面的修复，逐渐偏离了对衰退的定价。美国经济已跨越周期的顶点，服务业消费面临低储蓄和实际工资长期负增长的考验，库存周期或将进入加速去化阶段，上半年美国基本面压力仍不容乐观。

## 一、热点思考：美国库存周期“长鞭效应”的逆转

### (一) 美国库存周期“长鞭效应<sup>①</sup>”的逆转

#### 1. 美国库存周期的“名降实增”

2022年中以来，美国库存增速“名义值降低实际值增长”，出现较大的背离。自2022年6月份后，美国名义库存增速高位回落，进入去库存阶段，但实际库存增速继续提升，二者反向运行长达半年之久。主因源自本轮周期中长鞭效应导致下的囤货需求高涨，且囤货主要集中在供应链末梢的零售批发环节。其次从价格的因素看，美国PPI增速从2022年6月的11.1%，回落到2022年底的6.2%，PPI回落中又以能源商品回落幅度最大，而反映美国真实需求的核心项回落幅度较低，构成了美国库存周期两项指标的背离。

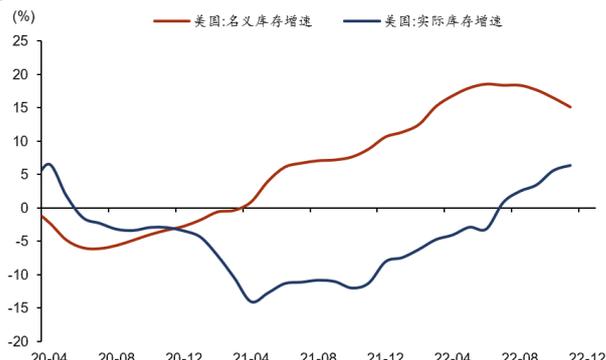
实际库存周期处于被动补库阶段，名义库存周期已进入主动去库阶段，现阶段实际库存周期更符合美国经济状态。以需求增速与库存增速之间的关系划分库存周期的四个阶段，主动去库存阶段对应需求放缓、库存增速下降，被动去库存阶段对应需求放缓、库存增速上升。从PMI的角度看需求端情况，美国制造业PMI指数自2021年3月开始回落，美国PMI新订单指数自2021年6月以来加速回落，均反映总需求回落。库存方面，美国社会总库存名义增速自2022年6月以来开始下降，剔除价格后的实际库存增速还在顶部。

图表1：美国库存的名义降实际增



来源：Wind、国金证券研究所

图表2：2022年中以来，美国实际库存增速上升

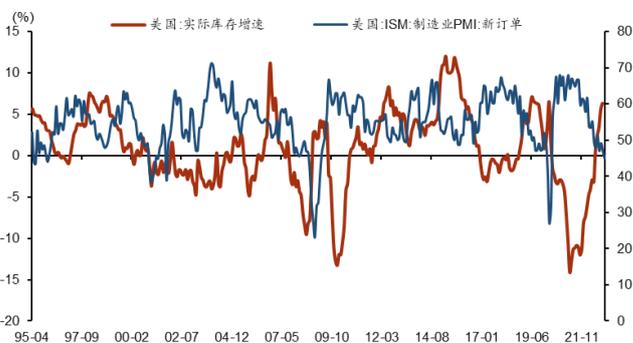


来源：Wind、国金证券研究所

图表3：名义库存周期处于主动去库阶段



图表4：实际库存周期处于被动补库阶段



<sup>①</sup>长鞭效应，是指当需求信息在供应链中以订单的形式向上游传播时，它的波动会被放大。一个由顾客、零售商、分销商和生产商组成的四阶段供应链中，顾客的消费需求往往较为稳定，但这个波动经过零售商订单和分销商订单的层层传递，最终反映为生产商的生产计划时，波动已被放大。生产商通常依赖下游企业的订单进行产品预测、设计生产能力、控制库存及安排生产时间。由于长鞭效应的存在，生产商面临的订单波动很大，导致供应链上的节点企业拥有过量的库存，放大的波动要求他们提高安全库存以保持一定的客户服务水平，这样整个供应链的库存成本提高，同时浪费资源。

来源: Wind、国金证券研究所

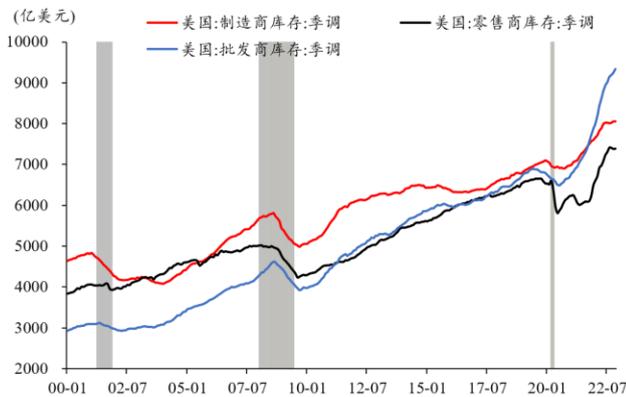
来源: Wind、国金证券研究所

## 2. 谁在补库? 长鞭效应与 GDP 温和放缓

三大供应链环节中, 夹在中间的渠道商库存绝对额抬升最明显。截至 2022 年底, 美国库存总金额达到 2.47 万亿美元, 疫情前的环境下, 制造商库存占比最高, 长期占比为 36%, 批发商占比为 31%, 零售商库存占比为 32.5%。本轮周期下, 批发商库存占比提升最快, 至 2022 年末占比已超过 37%, 已成为美国库存占比最大的生产环节, 制造商库存占比明显下降至 32%, 反映了生产受限的新特征; 零售库存占比在疫情初期库存回落后, 趋于稳定。从三大环节的库存绝对额来看, 批发环节的库存中枢抬升最明显, 这显示了长鞭效应影响下, 批发商的补库需求过高。

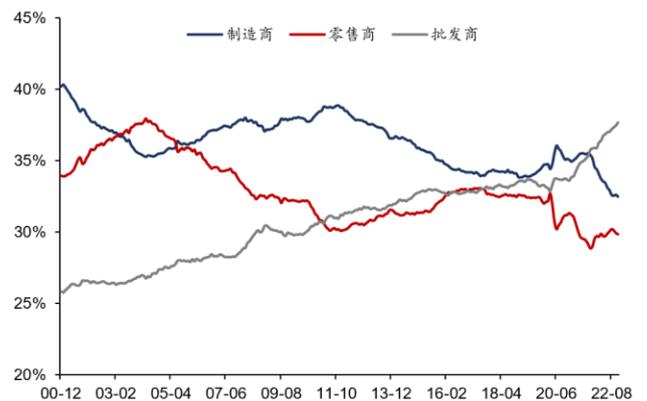
在长鞭效应的正面作用下, 企业对存货的投资使美国四季度经济温和放缓。四季度美国 GDP 四季度美国实际 GDP 年化环比为 2.9%, 好于预期的 2.6%, 较三季度环比 3.2% 仅有所温和降温。数据公布后, 金融市场对美国经济的软着陆预期上升。而从分项上看, 库存拉动了四季度 GDP 增速 1.46 个百分点, 是贡献最大的二级分项, 库存增加约占第四季度 GDP 年化增速 2.9% 的一半。但美国实际库存已处于顶部, 名义库存也调头向下, 意味着美国经济的持续性未必足够强。

图表5: 批发商库存中枢抬升最大



来源: Wind、国金证券研究所

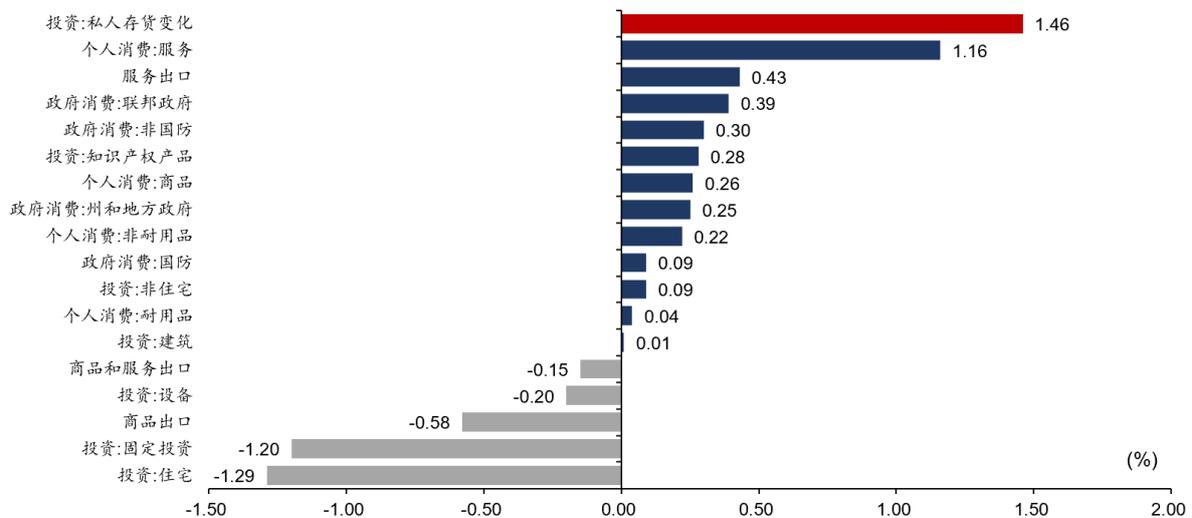
图表6: 批发商库存占比上升最明显



来源: Wind、国金证券研究所

图表7: 库存投资是美国 2022 年四季度 GDP 温和放缓的主要原因

美国2022年四季度GDP环比拉动率



来源: Wind、国金证券研究所

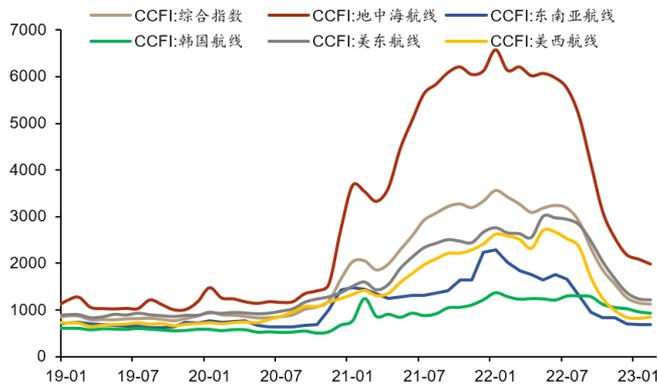
## (二) 逆向长鞭效应, 去库可能超预期

### 1. 疫后供应链开启正常化, 囤库的需求向常态回归

美国疫后供应链正在开启疫后正常化, 造成正向长鞭效应的外部条件正在消散。疫情后,

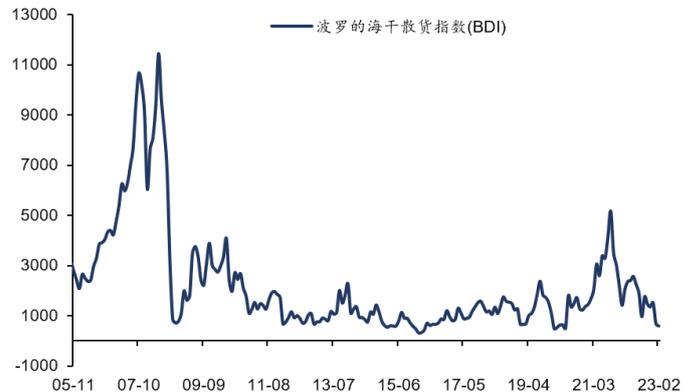
美国供应链的持续紧张状态是本轮周期里美国企业大幅补库的主因之一。而当前，全球货物运输、运价、运输速度及美国自身的供应链等环节正在逐步转好。全球海运价格 CCFI 指数整体回落，综合运价水平回落至 1333，仅略高于疫情前水平；BDI 指数已降至 2019 年同期水平；全球供应链压力指数 2023 年 1 月回落至 0.95，接近疫情前的水平。原油运输指数 BDTI 高位回落；美国国内运输的条件、运输速度同样转好，美国 PMI 供应商交付指数运输速度连续回落，2023 年 1 月回落至 45.6，反映交付速度加快。

图表8：运输价格回落至接近疫情前水平



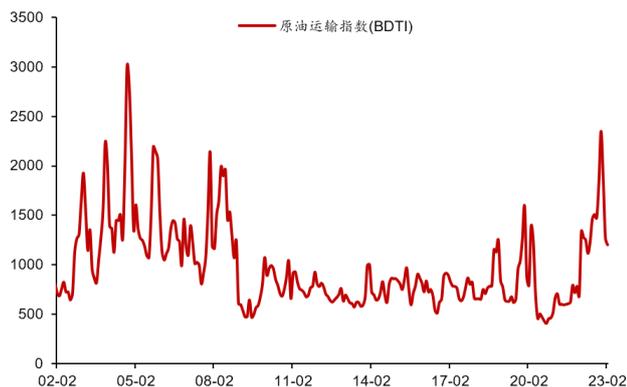
来源：Wind、国金证券研究所

图表9：BDI 散干货指数回落至 2019 年水平



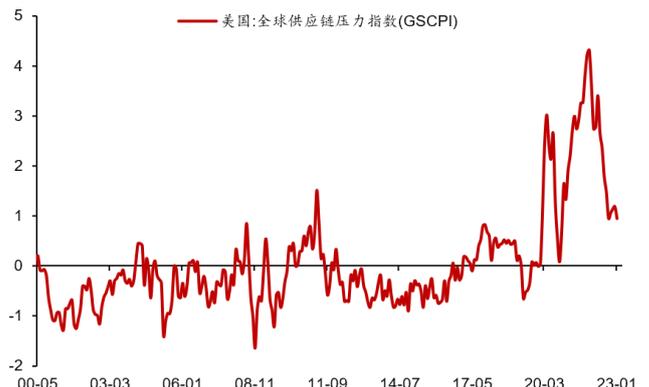
来源：Wind、国金证券研究所

图表10：原油运输指数正处于高位回落周期



来源：Wind、国金证券研究所

图表11：全球供应链压力持续缓解



来源：Wind、国金证券研究所

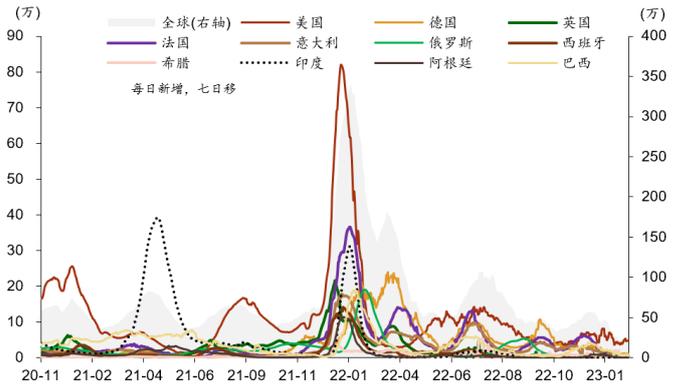
美国国内的疫情干扰逐渐消散，拜登政府预计将于年中宣布结束疫情并解除国家紧急状态。从美国当前的高频的数据来看，多项生活活动指标已回到疫情前的状态，Open table 入座用餐人数已基本回到 2019 年的同期水平。2023 年以来，全球新增疫情病例数量持续回落，美国本土新冠疫情病例数稳步降低，“COVID”的谷歌搜索指数持续回落。美国政府美国总统拜登将于 5 月 11 日宣布结束新冠疫情“国家紧急状态”和公共卫生紧急状态，这意味今年全球及美国的疫情干扰将可能逐渐消散。

图表12: 美国疫情谷歌搜索指数及新增均下降



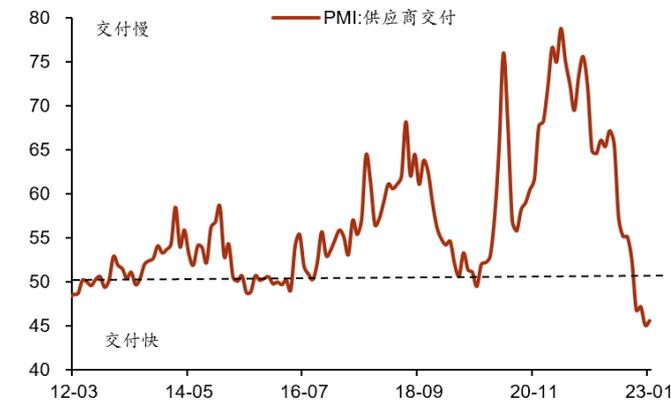
来源: Wind、谷歌、国金证券研究所

图表13: 全球疫情数量持续下降



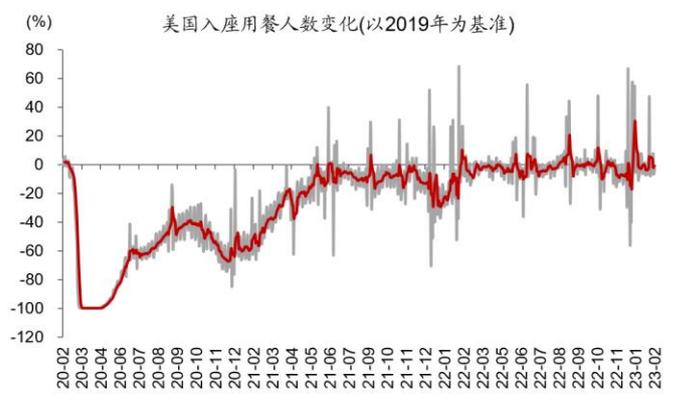
来源: Wind、国金证券研究所

图表14: 美国 PMI 反映的交付速度持续加快



来源: Wind、国金证券研究所

图表15: 美国入座用餐人数回到疫情前水平

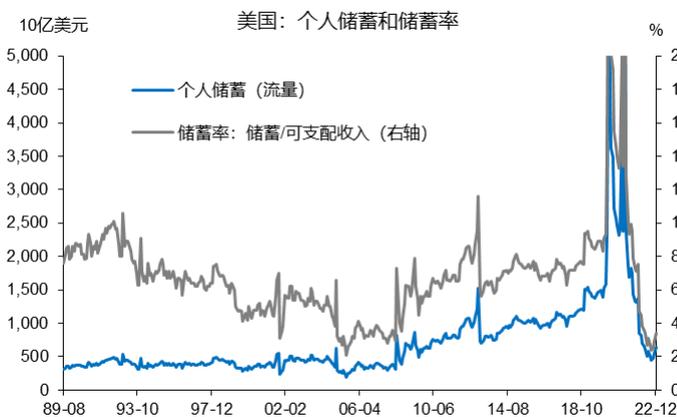


来源: CEIC、国金证券研究所

2. 美国库存可能面临量价同跌、供需螺旋下跌的挑战

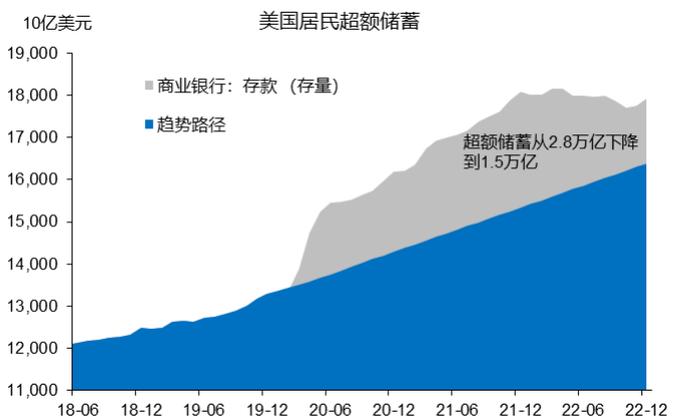
薪资增速见顶, 收入增速回落, 储蓄降低, 构成了需求端对库存的压制因素。需求是影响企业补库的重要决定条件。实际工资持续负增长, 损害了居民的实际购买力, 商品和服务的消费支出增速持续降低。2021年至今, 美国居民实际工资增速(工资增速-通胀率)持续为负, 削弱了居民的实际购买力。2021年2季度以来, 美国个人储蓄率持续下降, 目前已经降至2007年以来的低位(约3%), 远低于疫情前的9%。并且, 疫情期间的超额储蓄也在不断消耗, 从2021年底的2.8万亿峰值下降到2022年底的1.5万亿, 降幅近50%。

图表16: 美国储蓄率下行至后危机时代以来的低位



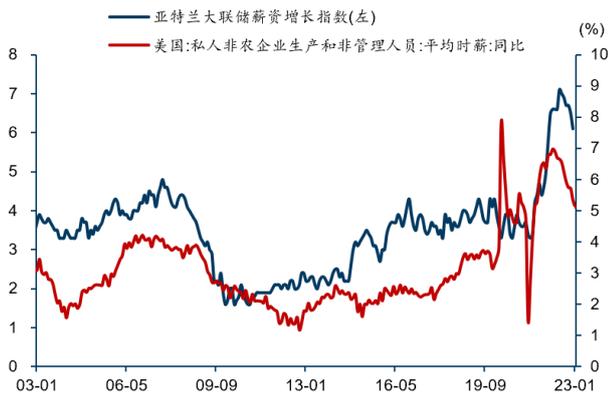
来源: Wind、国金证券研究所

图表17: 疫情期间的超额储蓄已消耗近五成



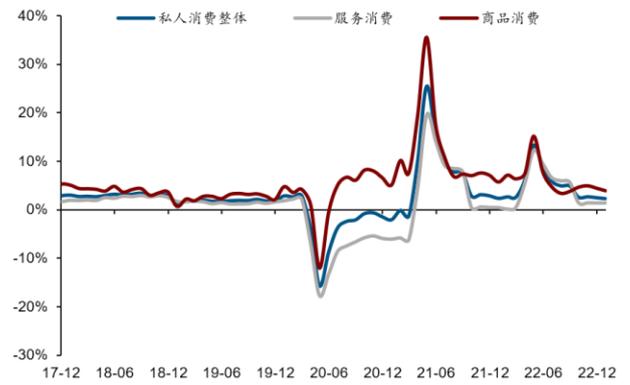
来源: Wind、国金证券研究所

图表18: 美国薪资增速见顶回落



来源: Wind、国金证券研究所

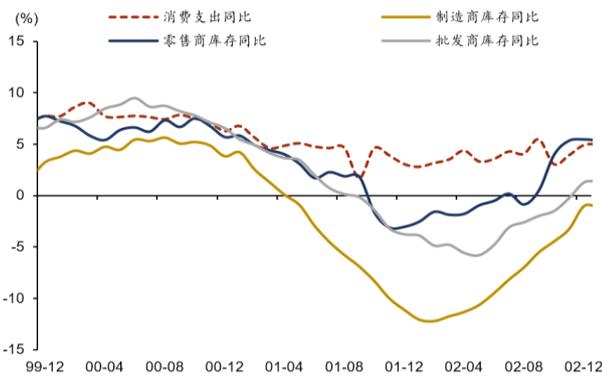
图表19: 美国消费支出增速处于回落过程中



来源: Wind、国金证券研究所

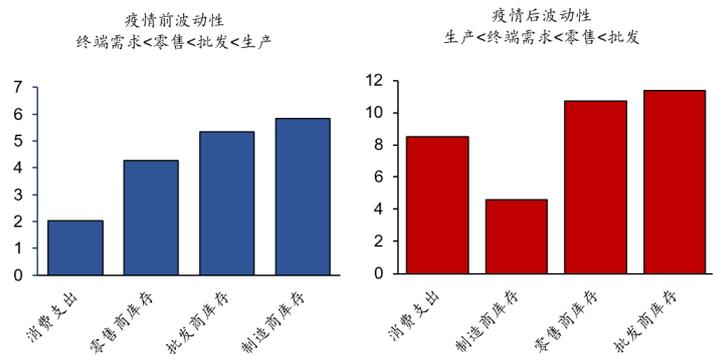
长鞭效应的反向可能使上半场过度的补库转为下半场超预期的去库。疫情前,供应链长鞭效应的传导表现较为规律,需求信息沿着终端需求→零售→批发→生产的顺序传导,体现为终端消费需求先启动,传导至零售、批发及生产环节,且终端消费的波动小于零售环节,继而小于批发环节及生产环节。因此消费领先库存,需求增速回落时,库存问题将更加明显。疫情后,美国的供应链遭受冲击,生产受限使得生产环节的库存波动降低,批发商的库存积压最为严重,批发作为中间环节,上游生产及下游需求共同回落下,过度的补库可能会形成较大的去库压力,当前,美国去库过程主要反映了价格回落的压力,随着实际库存增速降低,逆向长鞭效应的负面作用将可能对批发商构成较大影响。

图表20: 长鞭效应的传导: 消费→零售→批发→生产



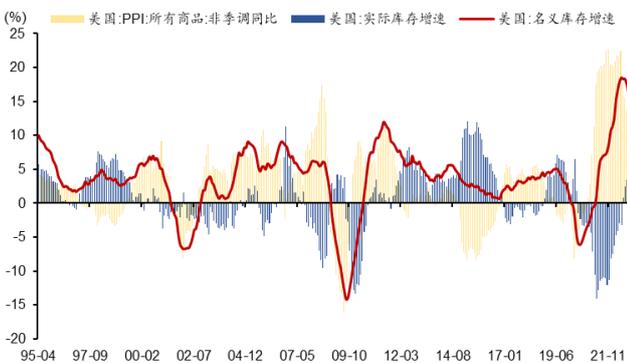
来源: Wind、国金证券研究所

图表21: 疫情后美国供应链的变化



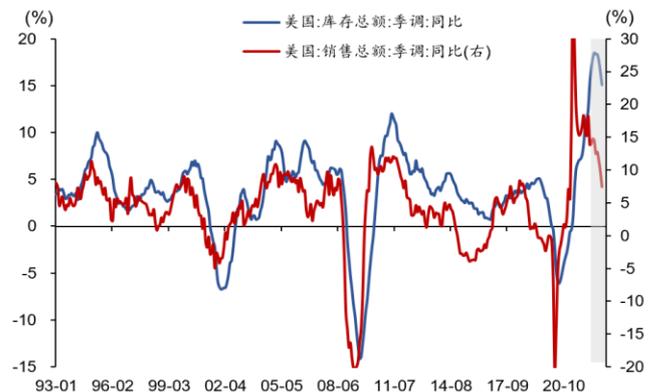
来源: Wind、国金证券研究所

图表22: 美国库存可能进入量价同跌的阶段



来源: Wind、国金证券研究所

图表23: 需求领先库存增速



来源: Wind、国金证券研究所

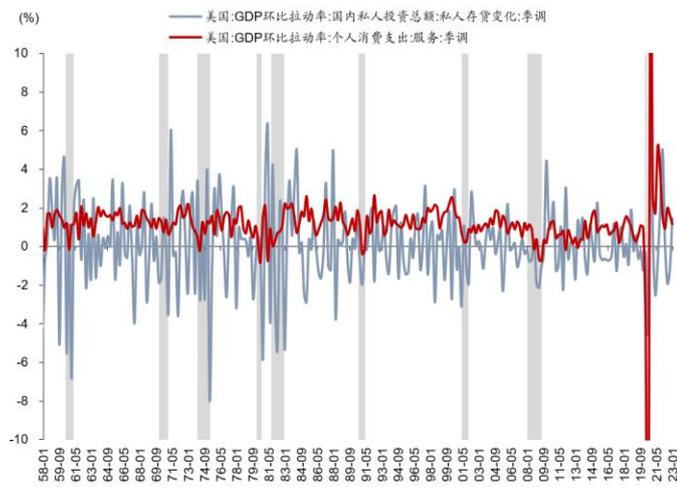
(三) 从周期与行业结构看去库的影响

1. 放大周期波动，构成浅衰退挑战

库存在 GDP 中的占比较低，但波动较大，拉动效应重要性更高。美国 GDP 中的分项私人存货变化主要反映了美国社会一段时期内的库存变动。从占比来看，美国 GDP 中的私人库存投资占比较低，但却是波动幅度最大的分项。私人库存的变异系数达到 0.96，远超其他分项，近五年的平均占比仅为 0.2%。与较为稳定的政府支出和服务支出相比，库存构成了经济波动的放大项。

库存在经济衰退期往往会增加下行压力。美国的衰退阶段里，库存变化往往拉动 GDP 下行，服务消费则构成了周期的稳定器，宏观经济的周期性波动很大程度上表现为库存投资的周期性波动。微观原因是衰退期，企业清库存加大增速下探；经济上升期，企业过度补库，加大经济过热程度。自 60 年代以来的美国衰退周期里，GDP 季环比增速平均为-1.6%，其中库存变化平均向下拖累 GDP 环比增速 0.69 个百分点，占比约三分之一。服务消费平均拉动 GDP 环比增速 0.46 个百分点，低于前者，可见去库压力不容小觑。

图表24：库存放大周期波动，消费稳定周期波动



图表25：美国库存的特征：波动大，GDP 占比低

美国GDP分项	变异系数	比重
美国:GDP:不变价:国内私人投资总额:私人存货变化	0.966	0.2%
美国:GDP:不变价:个人消费支出:耐用品	0.237	10.3%
美国:GDP:不变价:国内私人投资总额:知识产权产品	0.219	5.6%
美国:GDP:不变价:个人消费支出:商品	0.147	26.5%
美国:GDP:不变价:国内私人投资总额:住宅	0.142	3.4%
美国:GDP:不变价:商品进口	0.119	15.8%
美国:GDP:不变价:国内私人投资总额:固定资产投资	0.109	18.0%
美国:GDP:不变价:商品和服务进口	0.106	18.4%
美国:GDP:不变价:国内私人投资总额	0.106	18.4%
美国:GDP:不变价:国内私人投资总额:非住宅	0.104	14.6%
美国:GDP:不变价:个人消费支出:非耐用品	0.101	16.3%
美国:GDP:不变价:政府消费支出和投资总额:非国防	0.101	2.9%
美国:GDP:不变价:个人消费支出	0.080	69.6%
美国:GDP:不变价:国内私人投资总额:设备	0.079	6.3%
美国:GDP:不变价:服务进口	0.077	2.7%
美国:GDP:不变价:国内私人投资总额:建筑	0.074	2.7%
美国:GDP:不变价:服务出口	0.066	3.7%
美国:GDP:不变价:政府消费支出和投资总额:联邦政府	0.061	6.9%
美国:GDP:不变价:商品出口	0.058	9.2%
美国:GDP:不变价:个人消费支出:服务	0.053	43.6%
美国:GDP:不变价:商品和服务出口	0.053	12.8%
美国:GDP:不变价:政府消费支出和投资总额:国防	0.050	4.1%
美国:GDP:不变价:政府消费支出和投资总额	0.046	17.6%
美国:GDP:不变价:政府消费支出和投资总额:州和地方政府	0.043	10.6%
美国:GDP:不变价:商品和服务净出口	-0.319	-5.5%

来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

从历史经验看，1993 年以来美国共经历了 9 轮库存周期，当前为第 10 轮库存周期。美国库存周期的运行较为规律，一轮完整的名义库存周期平均持续 35 个月，呈现典型的三年左右短周期。其中，补库存周期（包括主动补库和被动补库）持续时长约 17.4 个月，去库存周期（包括主动去库和被动去库）平均持续 17.6 个月。主动去库存阶段，持续时间约为 11 个月左右，构成经济下行的压力，被动去库阶段持续时长约半年，对应复苏阶段。

参考美国历史上的库存周期变化规律，本轮库存周期里，长鞭效应引起美国补库存时间偏长，若未来作用逆转，美国去库时间可能会被拉长。美国本轮名义去库周期自 2022 年二至三季度陆续开启，其中，主动去库阶段自 2022 年 6 月以来已持续约 7 个月，历史中枢水平持续时间为约 11-12 个月，实际库存周期预计也将在 2023 年初进入去库阶段，参照历史经验名义去库阶段将持续到 2023 年四季度左右。但库存周期上半场存在的过度补库，在供应链压力缓和、需求减弱等因素下可能会使去库超预期。

图表26: 从历史经验看, 1993年以来美国共经历了9轮库存周期, 当前为第10轮库存周期

周期数	库存周期		库存周期上行(月)		库存周期下行(月)		总时长(月)
			主动补库	被动补库	主动去库	被动去库	
1	1994-03	1997-01	9	4	10	11	34
2	1997-02	1999-02	1	12	4	7	24
3	1999-03	2002-01	11	7	12	4	34
4	2002-02	2003-09	15	0	0	5	20
5	2003-10	2005-08	16	0	7	0	23
6	2005-09	2009-08	0	13	30	5	48
7	2009-09	2013-09	8	13	23	5	49
8	2013-10	2016-10	7	3	13	14	37
9	2016-11	2020-07	19	13	10	3	45
10	2020-08	至今	9	14	7	-	-
平均			9.5	7.9	11.6	6.0	34.9
			17.4		17.6		

来源: Wind、国金证券研究所

## 2. 行业层面库存压力中, 零售及批发业首当其冲

从行业库存压力的角度看, 零售端和批发端的去库压力均较大。名义库存增速普遍处于80%以上的分位数水平, 生产环节库存增速较低, 累库情况相对较好。重点行业中, 汽车行业链条的库存压力集中在零售环节, 制造环节库存增速分位仅34%, 批发渠道环节的库存增速分位92%, 零售环节的库存增速分位高达98%, 表现出终端去库压力大, 需求增速放缓的特征。食品行业的全链条库存压力均较大, 批发环节库存增速分位87%, 零售环节99%, 生产环节非耐用消费品达到87%; 另一方面, 计算机行业的库存压力较轻, 批发环节电脑设备库存增速分位仅为18%。

图表27: 美国分行业、分生产环节库存增速, 库存压力集中在零售、批发环节的食品、饮料、机械设备等行业

	百分位	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04
<b>制造环节</b>										
建筑材料及用品	63%	5.5	6.7	7.7	9.3	10.5	11.2	12.1	13.1	14.0
信息技术产品	91%	6.6	7.3	8.0	8.4	9.3	8.8	8.8	8.3	8.3
计算机及相关产品	69%	3.6	4.8	6.1	7.1	8.0	8.4	7.0	5.9	5.4
汽车及零部件	34%	4.5	5.8	5.9	4.9	6.7	9.1	9.7	11.9	13.4
核心资本品(不含飞机)	90%	10.2	10.7	11.7	12.0	12.4	12.6	12.5	12.4	13.0
消费品耐用消费品	63%	7.1	8.0	9.6	9.0	10.8	13.4	12.8	15.6	16.0
消费品非耐用消费品	87%	7.9	6.9	7.9	7.9	9.3	10.8	12.3	13.3	11.4
<b>批发环节</b>										
<b>耐用消费品</b>										
耐用消费品:汽车及汽车零件和用品	92%	20.0	22.7	24.8	26.7	26.8	26.8	27.2	26.3	25.4
耐用消费品:家具及家居摆设	96%	24.6	28.4	33.1	36.3	31.1	25.2	21.9	17.4	15.6
耐用消费品:家具及家居摆设	87%	20.9	27.6	34.7	42.4	44.8	45.8	50.2	47.6	45.0
耐用消费品:木材及其他建材	63%	11.1	16.7	16.5	19.5	21.4	26.5	30.8	34.6	42.1
耐用消费品:专业及商业设备和用品	85%	10.4	15.4	16.4	18.2	19.5	20.7	19.4	18.1	17.2
耐用消费品:电脑及电脑外围设备和软件	18%	-2.7	4.8	9.2	14.5	15.4	23.6	22.8	21.8	21.2
耐用消费品:金属及矿产,石油除外	50%	4.3	10.6	12.7	19.6	24.6	30.2	36.9	40.1	39.9
耐用消费品:电气和电子产品	91%	25.6	28.7	33.3	33.4	35.8	35.8	36.5	35.6	34.3
耐用消费品:五金、水暖及加热设备和用品	89%	25.0	27.2	31.3	34.3	38.2	38.6	38.4	38.2	36.2
耐用消费品:机械设备和用品	100%	28.8	27.2	25.7	23.4	20.7	19.5	18.9	16.2	13.9
耐用消费品:杂项	84%	10.6	11.6	15.3	19.9	19.7	22.2	24.5	29.1	30.4
<b>非耐用消费品</b>										
非耐用消费品:纸及纸制品	89%	14.1	18.0	17.7	20.5	22.7	22.6	23.0	22.7	22.3
非耐用消费品:纸及纸制品	86%	8.8	12.7	15.3	15.8	12.8	13.0	12.1	10.7	10.6
非耐用消费品:药品及杂品	69%	10.1	13.6	10.0	12.8	14.1	9.6	10.2	5.2	7.3
非耐用消费品:服装及服装面料	94%	46.5	56.8	59.1	67.8	69.4	71.5	60.4	49.1	42.3
非耐用消费品:食品及相关产品	87%	13.3	16.2	19.3	22.4	22.0	24.3	24.7	26.9	28.0
非耐用消费品:农产品原材料	29%	-4.8	-0.7	1.4	3.1	13.7	18.3	22.5	27.2	27.4
非耐用消费品:化学品及有关产品	88%	15.3	17.7	20.2	25.1	28.9	26.3	25.9	24.2	24.3
非耐用消费品:石油及石油产品	69%	9.7	20.6	10.8	17.7	21.3	21.7	23.1	37.8	25.3
非耐用消费品:啤酒,葡萄酒及蒸馏酒	98%	21.1	23.2	21.5	21.1	19.3	18.3	17.0	13.5	15.2
<b>零售环节</b>										
机动车辆和零部件店	98%	29.4	32.7	30.5	23.7	18.1	14.5	10.7	2.3	-3.1
家具、家用装饰、电子和家用电器店	86%	10.7	12.0	14.6	19.9	22.9	27.9	26.6	26.7	28.6
建筑材料、园林设备和物料店季调	85%	16.2	18.1	19.5	20.1	19.6	19.2	19.0	20.5	20.3
食品和饮料店	99%	13.9	15.3	12.5	13.6	11.5	12.1	11.4	10.5	8.1
服装及服装配饰店	94%	20.6	22.3	24.0	28.4	27.5	27.6	23.4	21.3	19.1
日用品商场	90%	14.7	17.3	21.4	28.6	29.4	31.0	30.8	32.1	30.8
日用品商场百货公司	89%	10.9	14.1	19.4	26.8	27.1	31.8	31.4	31.0	31.2

来源: Wind、国金证券研究所

## 二、海外基本面&重要事件

### (一) 日央行换届, 政策连续性面临考验

2月10日, 日本首相岸田文雄称, 计划提名植田和男(Kazuo Ueda)接替黑田东彦为下一任日央行行长。两位副行长提名人选分别为: 内田新一(Shinichi Uchida)和水见野良三(Ryozo Himino)。岸田文雄将于2月14日向日本国会提交提名人选, 经众参两院同意后, 行长将于4月9日就任, 副行长将于3月20日就任。任期均为5年。

植田和男现年71岁, 背景偏学术, 研究领域为国际经济和金融。1974年毕业于东京大学数学系, 获学士学位; 1980年获MIT经济学博士学位, 而后加入英属哥伦比亚大学经济系, 担任助理教授一职; 1982-1998年先后任教于大阪大学和东京大学; 1998-2005年担任日本银行政策委员会审议委员; 2005年回到东京大学任教, 并担任经济学院院长; 被提名前的工作岗位为国立女子大学的教授。值得关注的是, 植田和男MIT的导师是费希尔·费希尔(Stanley Fischer), 与伯南克是“同门”。植田和男获得博士学位的时间比伯南克晚一年。在一次采访中, 美国前财长萨默斯称, 可将植田和男看作日本的伯南克。

消息发布后, 市场短暂地交易了货币紧缩, 10年期日债利率向上贴近0.5%上限, 美元兑日元汇率跌至130以下(日元升值), 但收盘时利率和汇率变化幅度大幅收窄。在此前的调研中, 市场认为最可能的人选是现任副行长雨宫正佳(Masayoshi Amamiya), 也是坚定的鸽派——消息传出后, 日元汇率显著下跌。主流看法是, 植田和男比黑田东彦(坚定的鸽派)的立场更加平衡。在10日晚间接受采访时, 植田和男表示, “当前(日本)央行的货币政策是合理的”。“有必要继续(实施)货币宽松(政策)”。

图表28: 失业率的上升或领先于周期顶点



来源: Wind、国金证券研究所

图表29: 失业率的下降或滞后于周期低谷



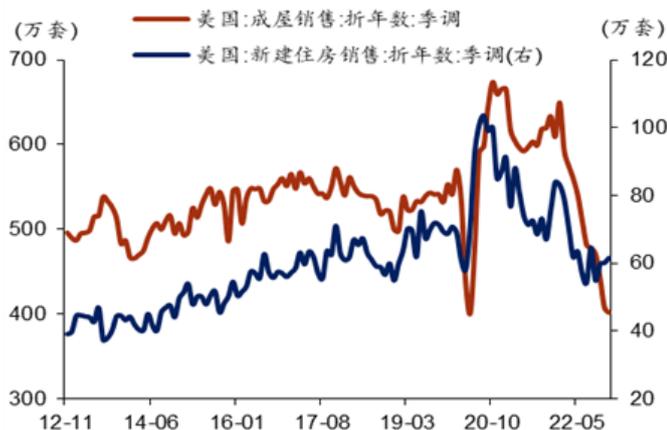
来源: Wind、国金证券研究所

植田和男是否会退出 YCC 和负利率政策,能否带领日本央行重回正常化的政策区间,还要看日本经济基本面是否支撑稳定的略高于 2%的通胀目标,以及“收支良性循环”能否实现。这又依赖于国际经济的运行。重申我们的观点:日央行退出 YCC 的逻辑分主动和被动两种,2022 年是被动逻辑,2023 年需切换至主动逻辑。因为,全球大通胀的环境为日央行提供了实施正常化政策的“天时”条件。

### (二) 地产: 美国新房销售、房价轻微反弹

美国地产新房销售和房价双双有所反弹。12 月美国新房销售 61.6 万套,略高于分析师的预期 61.5 万套,前值 60.2 万套,新房销售连续第三个月回升,但与去年同期相比,新房销售仍然下降了 26.58%。1 月住房市场指数录得 35,高于市场预期 32,相比前值 31 有所回升,但仍处低位,数值低于 50,表明销售状况仍有待进一步改善。此外,住房市场指数与房屋开工率密切相关,已开工与已获批准的新建私人住宅套数仍在下降。

图表30: 美国新房销售轻微反弹



来源: Wind、国金证券研究所

图表31: 美国房价轻微反弹

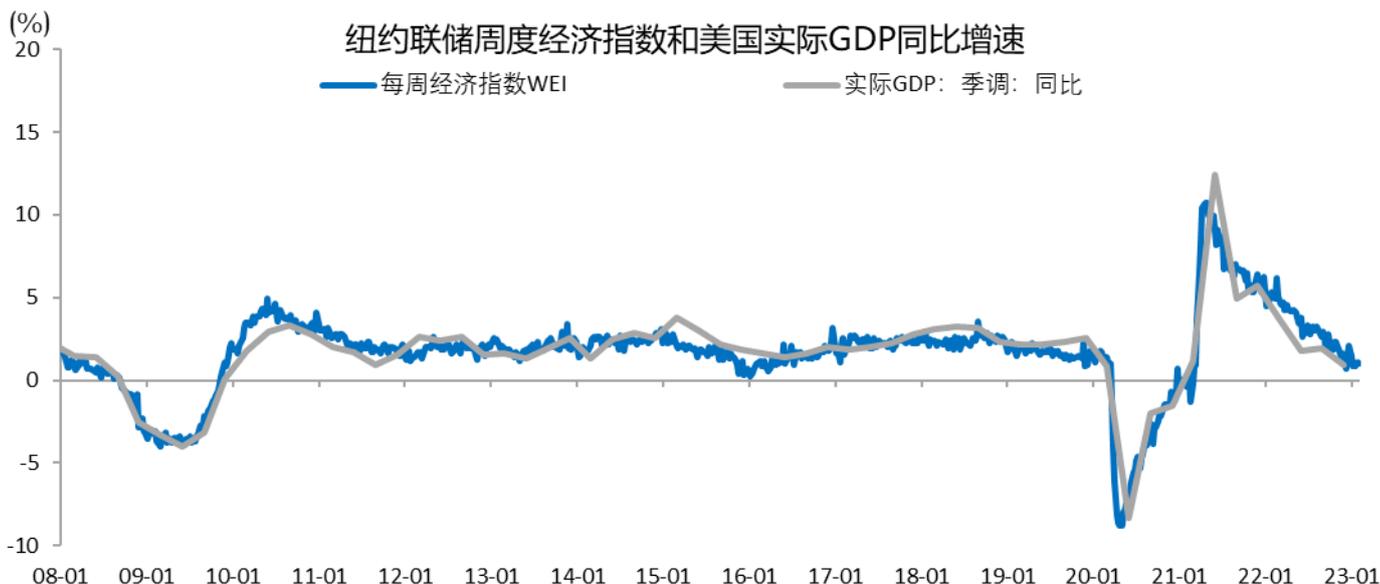


来源: Wind、国金证券研究所

### (三) 生产: 美国生产活动回落

2 月 4 日,美国纽约联储 WEI 为 0.98,低于前值为 1.09,表明当周美国生产活动有所回落。2022 年四季度 WEI 均值为 1.77%,而对应当季美国实际 GDP 同比增长 0.96%,预测值高于实际值约 0.81 个百分点。今年一季度已公布 5 期 WEI 指数,目前 13 周移动平均增速下降至 1.29%,并且还有进一步下降的趋势,预计美国今年一季度 GDP 同比增速将低于 2022 年四季度。

图表32: 当周, 美国生产活动回落



来源: Wind、国金证券研究所

(四) 消费: 美国消费延续回落

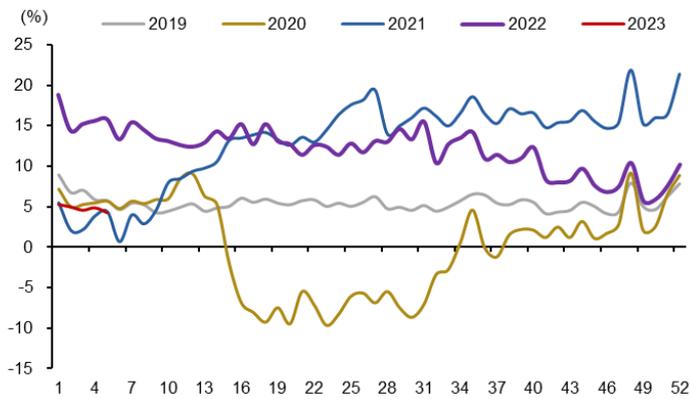
美国红皮书零售延续回落。红皮书零售销售是构建纽约联储 WEI 的指标之一, 数据好坏预示未来消费对经济的推动作用。截至 2 月 4 日当周, 美国红皮书零售销售指数 4.3%, 低于前值 4.9%, 零售行业的繁荣程度进一步下降。结构上, 折扣店增速 5.4%, 前值 5.9%; 百货商店增速 0.6%, 前值 0.6%。

图表33: 美国红皮书零售延续回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表34: 当周, 美国红皮书零售低于往年同期

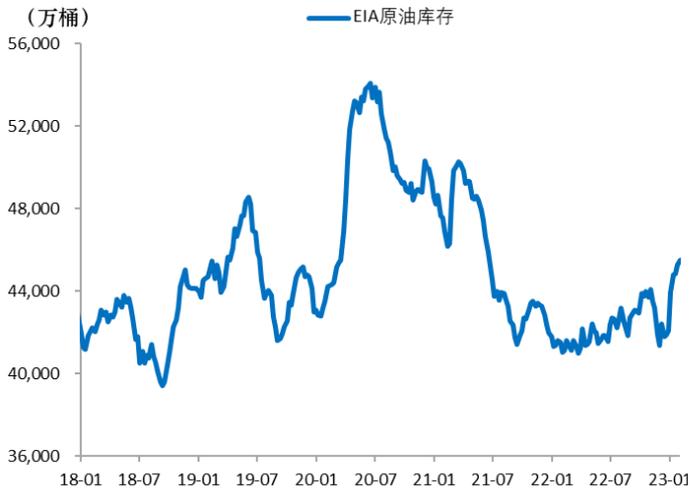


来源: Wind、国金证券研究所

(五) 库存: EIA 原油库存抬升

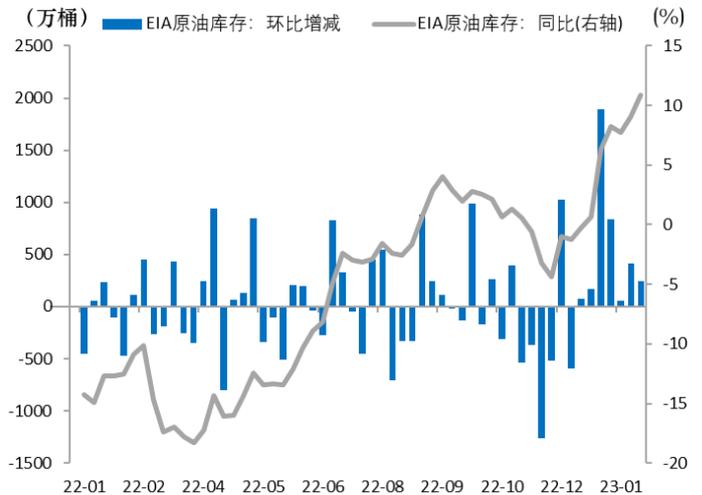
2022 年 12 月 23 日至今, EIA 原油库存已经连续七周环比正增长。截至 2 月 3 日当周, 美国 EIA 原油库存上升至 4.5511 亿桶, 周环比变动 242.3 万桶, 接近分析师预期的 245.7 万桶的增幅, 同比增 10.9%, 美国原油库存上升至 2021 年 6 月以来的最高水平。库存的增加意味着原油供应端持续大于需求端, 2022 年上半年供不应求的局面不复存在, 西方国家的“石油荒”得到缓解。当周美国战略石油储备 (SPR) 库存量维持在 3.7158 亿桶不变。

图表35: 当周, 美国 EIA 原油库存上升



来源: Wind、国金证券研究所

图表36: 当周, 美国 EIA 原油库存环比增 242.3 万桶



来源: Wind、国金证券研究所

### (六) 供应链: 全球 BDI 与主要城市交通拥堵指数

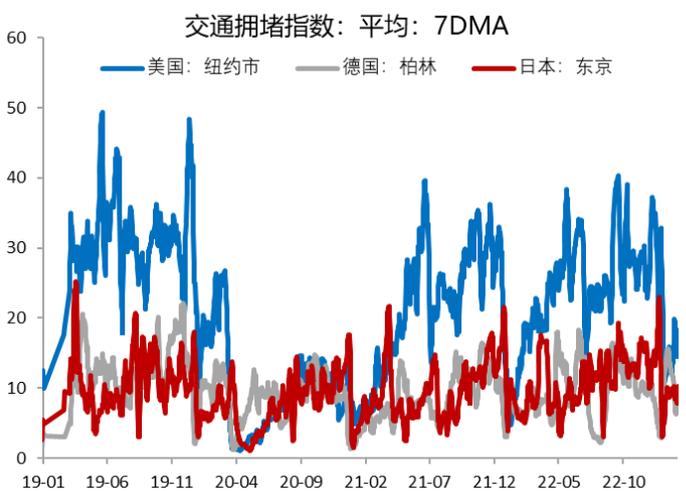
2023 年以来, 因全球需求疲软, 巴拿马型船和超灵便型散货船市场持续低迷, 波罗的海干散货运价指数 BDI 延续跌势, 为 2020 年 6 月初以来低点。2 月 9 日波罗的海干散货指数 BDI 连续六周下跌至 592、跌破 600, 同比-65.4%, 均处于历史低位。虽然短期内难以扭转颓势, 但二季度往后, 随着经济回暖, 散货船市场表现会逐步好转。此外, 近期主要城市交通拥堵指数呈现上升态势。

图表37: 全球需求疲软, BDI 跌破 600, 同比为负



来源: Wind、国金证券研究所

图表38: 交通拥堵指数仍处低位

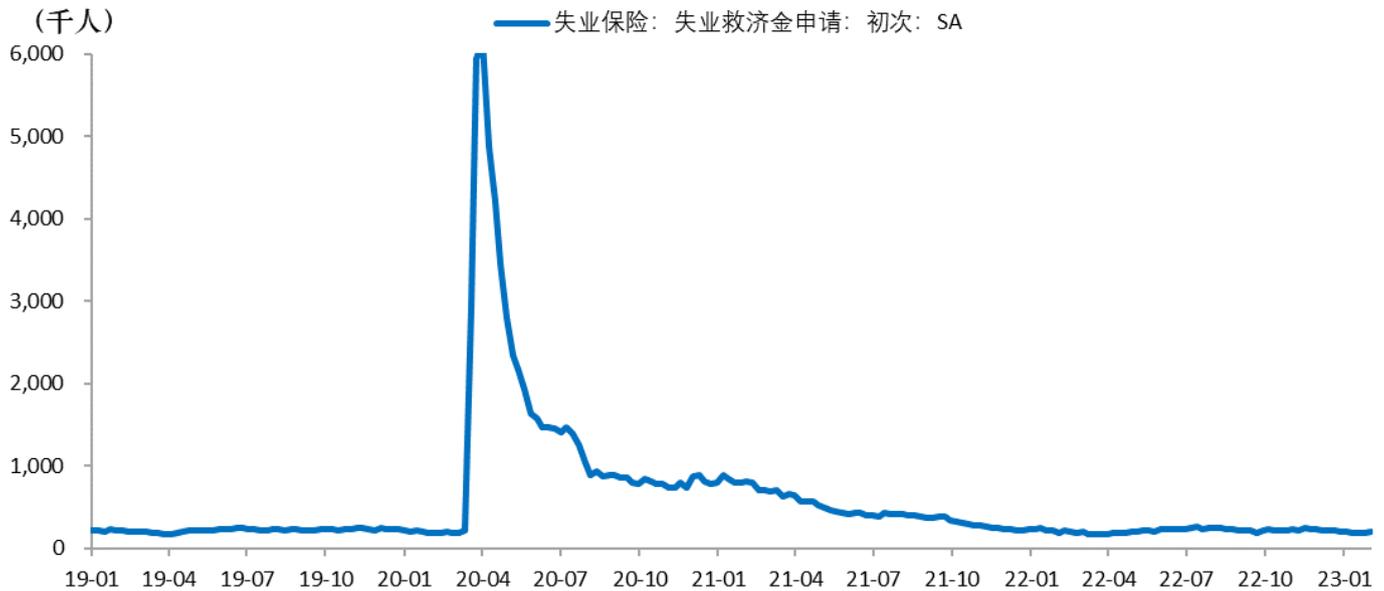


来源: Wind、国金证券研究所

### (七) 就业: 美国当周初请失业人数环比微增

2 月 4 日当周, 美国初请失业金人数为 19.6 万人, 为 2023 年 1 月 7 日当周以来新高, 但仍处于历史低位附近, 前值 18.3 万人, 环比增加 1.3 万人, 预期值 19 万人, 连续第四周低于 20 万, 美国就业市场仍具备韧性。当周续请失业金人数增至 169 万人。数据公布后, 美股股指期货小幅走高, 道指期货涨 0.6%, 标普 500 指数期货涨 0.8%, 美债收益率下跌。

图表39: 当周, 美国初请失业金人数环比增加 1.3 万人



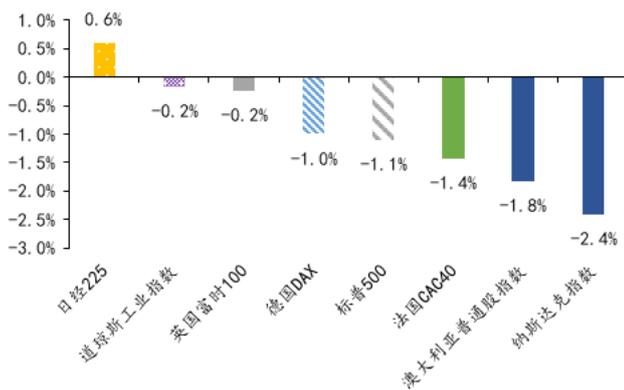
来源: Wind、国金证券研究所

### 三、大类资产高频跟踪 (2023/02/06-2023/02/10)

#### (一) 权益市场追踪: 全球资本市场多数下跌

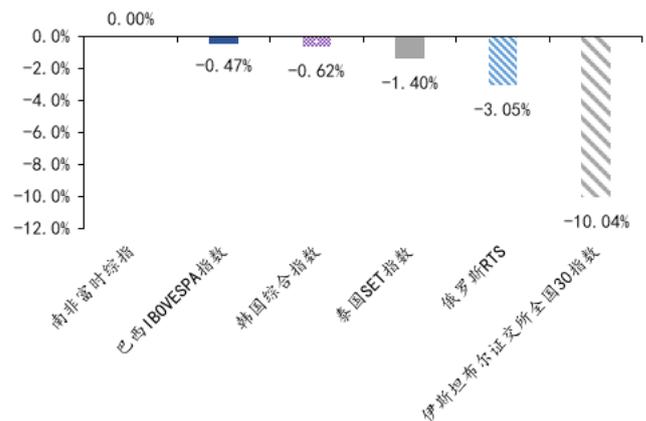
发达国家股指多数下跌, 新兴市场股指普遍下跌。纳斯达克指数、澳大利亚普通股指数、法国 CAC40、标普 500、德国 DAX 分别下跌 2.4%、1.8%、1.4%、1.1%和 1.0%, 仅日经 225 上涨 0.6%。伊斯坦布尔证交所全国 30 指数、俄罗斯 RTS、泰国 SET 指数、韩国综合指数和巴西 IBOVESPA 指数分别下跌 10.04%、3.05%、1.40%、0.62%和 0.47%, 南非富时综指走势持平。

图表40: 当周, 发达国家股指多数下跌



来源: Wind、国金证券研究所

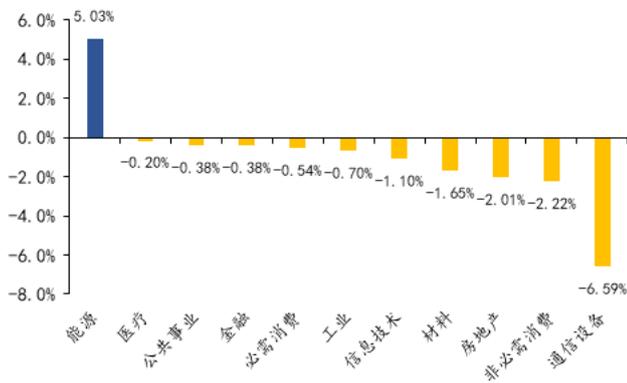
图表41: 当周, 新兴市场股指普遍下跌



来源: Wind、国金证券研究所

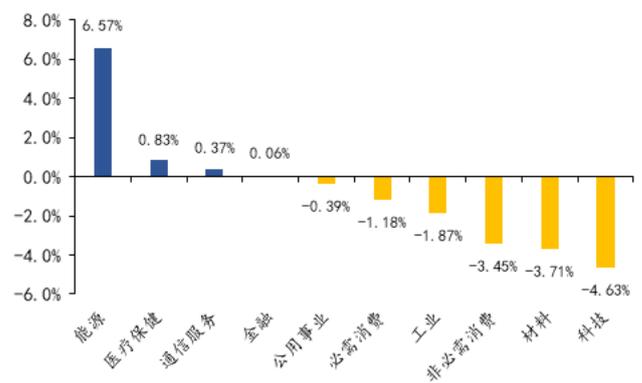
美国、欧元区各行业多数下跌。从标普 500 的行业涨跌幅来看, 本周美股行业多数下跌。其中通信设备、非必需消费、房地产、材料和信息技术分别下跌 6.59%、2.22%、2.01%、1.65%和 1.10%, 仅能源业上涨, 涨幅为 5.03%。从欧元区行业来看, 本周欧元区行业多数下跌。其中科技、材料、非必需消费、工业、必需消费和公用事业领跌, 分别下跌 4.63%、3.71%、3.45%、1.87%、1.18%和 0.39%; 仅能源、医疗保健、通信服务和金融上涨, 分别上涨 6.57%、0.83%、0.37%和 0.06%。

图表42: 当周, 美股行业多数下跌



来源: Wind、国金证券研究所

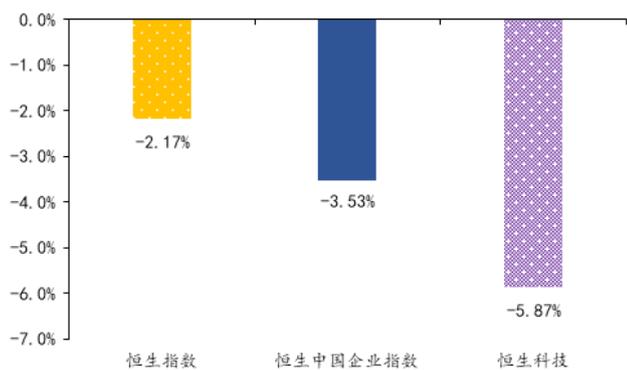
图表43: 当周, 欧元区行业多数下跌



来源: Wind、国金证券研究所

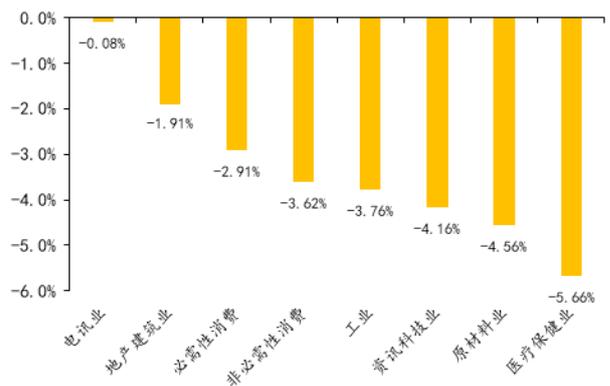
香港市场全线下跌, 恒生科技、恒生中国企业指数和恒生指数分别下跌 5.87%、3.53%和 2.17%。行业方面, 恒生行业普遍下跌, 医疗保健业、原材料业、资讯科技业、工业和非必需性消费领涨, 分别下跌 5.66%、4.56%、4.16%、3.76%和 3.62%。

图表44: 当周, 恒生指数全线下跌



来源: Wind、国金证券研究所

图表45: 当周, 恒生行业普遍下跌

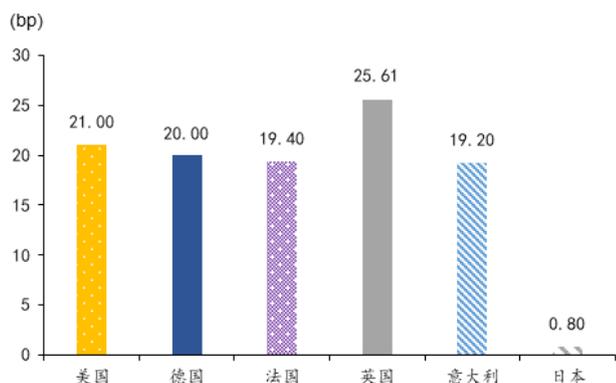


来源: Wind、国金证券研究所

## (二) 债券市场追踪: 发达国家 10 年期国债收益率多大幅上行

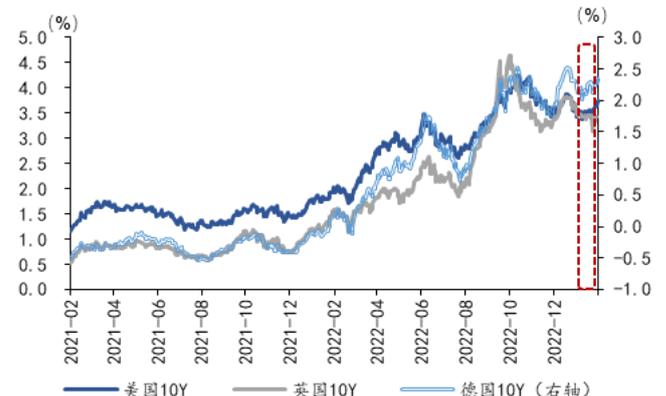
发达国家 10 年期国债收益率多大幅上行。美国 10Y 国债收益率上行 21.0bp; 英国、德国、法国、意大利和日本 10Y 国债收益率分别上行 25.6bp、20.0bp、19.4bp、19.2bp 和 0.8bp。美国 10Y 国债收益率上行 21bp 至 3.74%, 英国 10Y 国债收益率上行 26bp 至 3.44%, 德国 10Y 国债收益率上行 20bp 至 2.33%。

图表46: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率多数上行



来源: Wind、国金证券研究所

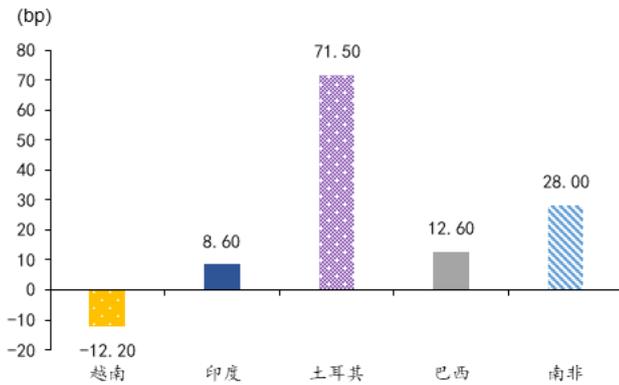
图表47: 当周, 美英德 10Y 收益率均上行



来源: Wind、国金证券研究所

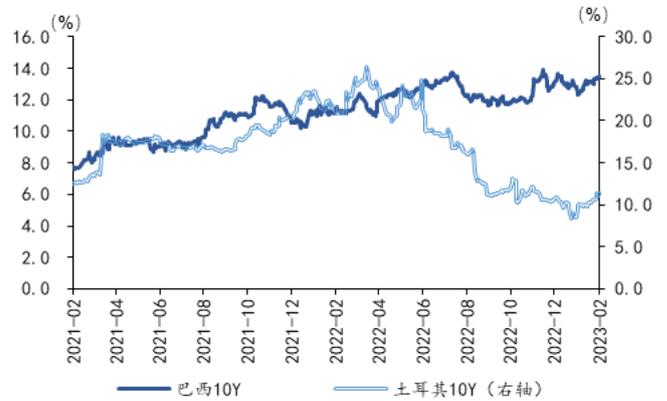
新兴市场 10 年期国债收益率多数上行。越南 10Y 国债收益率下行 12.2bp；土耳其、南非、巴西和印度 10Y 国债收益率分别上行 71.5bp、28.0bp、12.6bp 和 8.6bp。土耳其 10Y 国债收益率上行 71.5bp 至 11.37%，巴西 10Y 国债收益率上行 12.6bp 至 13.49%。

图表48：当周，主要新兴国家 10Y 国债收益率多数上行



来源：Wind、国金证券研究所

图表49：当周，巴西和土耳其 10Y 国债收益率上行

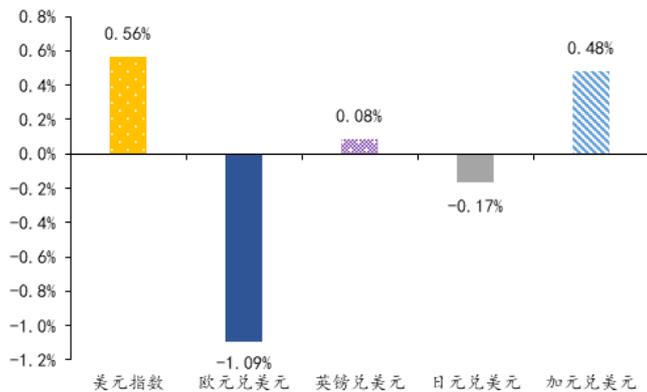


来源：Wind、国金证券研究所

### (三) 外汇市场追踪：美元指数走强，人民币小幅贬值

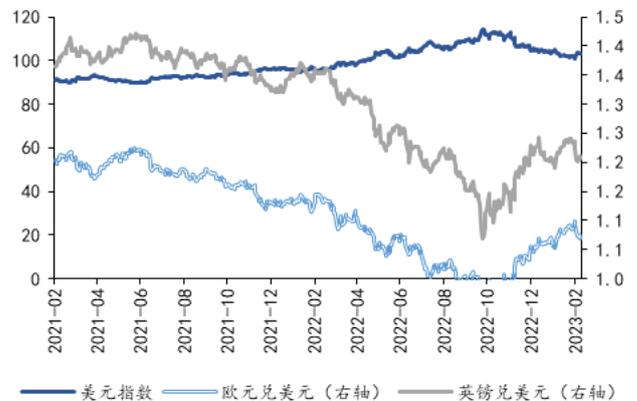
美元指数走强，本周上涨 0.56%。欧元和日元兑美元分别贬值 1.09% 和 0.17%，英镑兑美元小幅升值 0.08%。新兴市场货币普遍贬值，土耳其里拉、菲律宾比索、印尼卢比、雷亚尔和韩元兑美元分别贬值 0.02%、0.53%、0.67%、1.21% 和 1.58%。

图表50：当周，美元指数上涨，欧元兑美元贬值



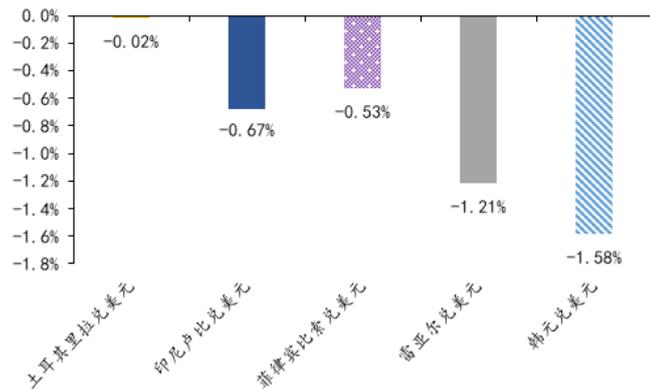
来源：Wind、国金证券研究所

图表51：欧元兑美元贬值，英镑兑美元微幅升值



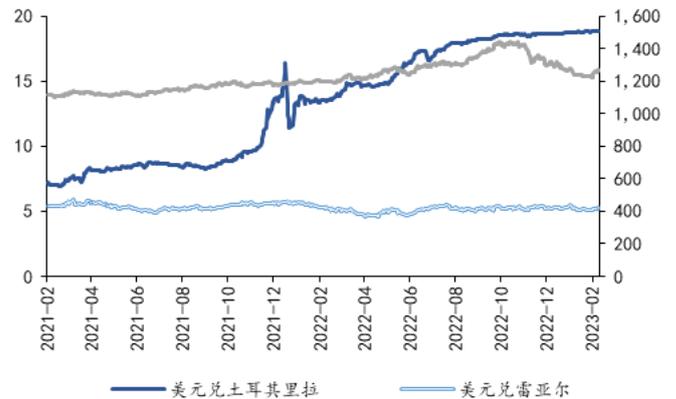
来源：Wind、国金证券研究所

图表52: 当周, 主要新兴市场兑美元普遍贬值



来源: Wind、国金证券研究所

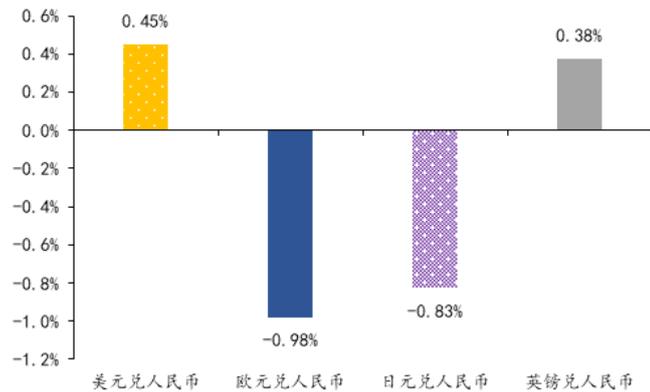
图表53: 雷亚尔、土耳其里拉、韩元兑美元均贬值



来源: Wind、国金证券研究所

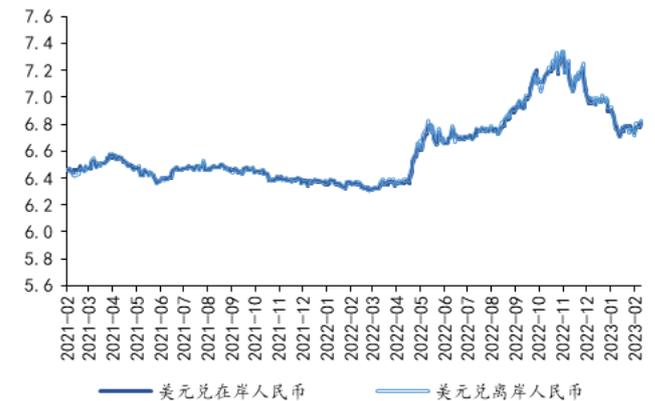
人民币汇率小幅贬值。美元和英镑兑人民币分别升值 0.45%和 0.38%，欧元和日元兑人民币分别贬值 0.98%和 0.83%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比上行 45bp 至 6.8054，美元兑离岸人民币汇率上行 23bp 至 6.8234。

图表54: 当周, 美元和英镑兑人民币升值



来源: Wind、国金证券研究所

图表55: 当周, 美元兑人民币升值



来源: Wind、国金证券研究所

#### (四) 大宗商品市场追踪: 油价大幅上涨、有色金属价格普遍下跌

贵金属和有色金属价格普遍下跌, 原油、黑色系价格普遍上涨, 农产品价格涨跌互现。其中, 下跌幅度最大的是 LME 锌、LME 铝和 LME 镍, 分别下跌 6.96%、4.94%和 4.59%; 原油价格大幅上涨, WTI 原油和布伦特原油价格分别上涨 6.36%和 5.70%。

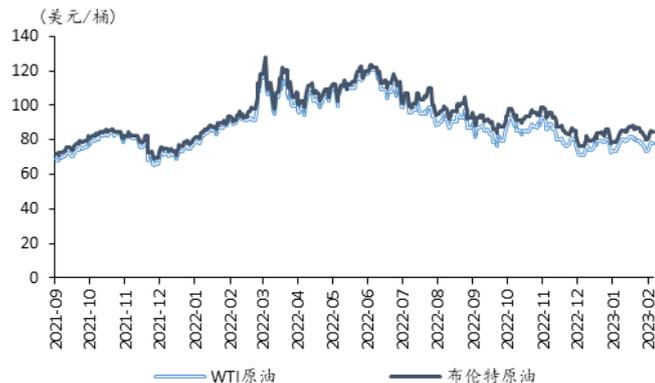
图表56: 当周, 商品价格走势整体分化

类别	品种	2023-02-10	2023-02-03	2023-01-27	2023-01-20	2023-01-13
原油	WTI原油	6.36%	-7.89%	-2.40%	2.23%	8.26%
	布伦特原油	5.70%	-7.75%	-1.11%	2.76%	8.54%
贵金属	COMEX黄金	-0.38%	-3.27%	0.03%	0.51%	2.71%
	COMEX银	-1.68%	-6.48%	-1.42%	1.10%	1.05%
有色	LME铜	-1.52%	-3.12%	1.27%	1.27%	8.87%
	LME铝	-4.94%	-1.67%	0.92%	2.71%	11.87%
	LME镍	-4.59%	-0.37%	2.43%	5.30%	-1.00%
	LME锌	-6.96%	-4.58%	1.75%	4.39%	10.10%
黑色	动力煤	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	焦煤	0.00%	7.74%	0.00%	-4.14%	4.81%
	沥青	0.31%	0.92%	0.00%	3.02%	1.01%
	铁矿石	0.79%	0.17%	0.00%	-1.50%	5.76%
	螺纹钢	0.28%	-3.27%	0.00%	-5.80%	5.33%
农产品	生猪	2.24%	-7.77%	0.00%	19.09%	-3.17%
	棉花	-3.96%	0.94%	0.00%	3.12%	0.17%
	豆粕	-0.77%	0.85%	0.00%	-3.26%	-3.16%
	豆油	0.77%	-2.89%	0.00%	4.94%	-5.04%

来源: Wind、国金证券研究所

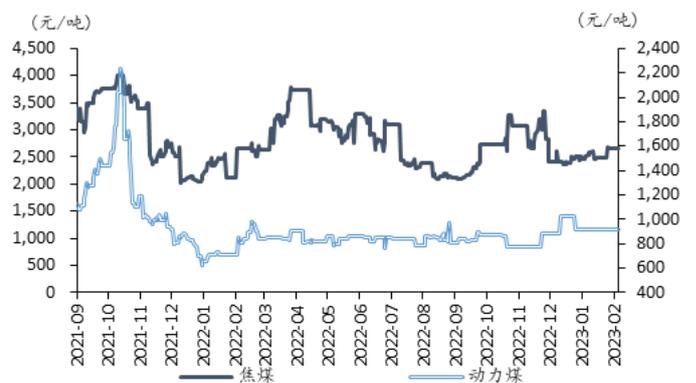
原油价格大幅上涨, 黑色金系小幅上涨。WTI 原油价格上涨 6.36%至 78.06 美元/桶、布伦特原油价格上涨 5.70%至 84.50 美元/桶。动力煤和焦煤价格分别持平在 921 元/吨和 2667 元/吨。沥青、铁矿石和螺纹钢价格均小幅上涨, 分别上涨 0.31%、0.79%和 0.28%至 3872 元/吨、895 元/吨和 3970 元/吨。

图表57: 当周, WTI 原油、布伦特原油价格大幅上涨



来源: Wind、国金证券研究所

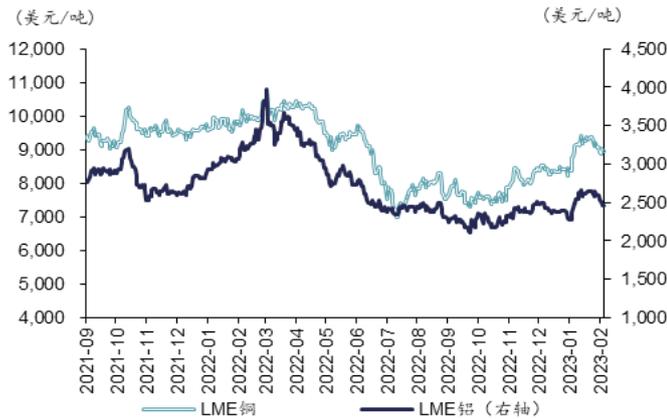
图表58: 当周, 动力煤和焦煤价格持平



来源: Wind、国金证券研究所

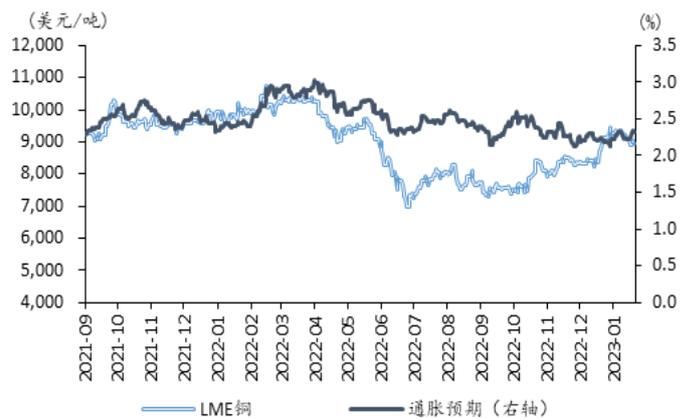
铜铝价格共振下跌, 贵金属价格小幅回落。LME 铜、LME 铝分别下跌 1.52%、4.94%至 8932 美元/吨、2465 美元/吨; 通胀预期从前值的 2.22%回升至 2.33%。COMEX 黄金下跌 0.38%至 1858.80 美元/盎司, COMEX 银下跌 1.68%至 21.99 美元/盎司; 10Y 美债实际收益率从前值的 1.31%上行至 1.41%。

图表59: 当周, 铜铝价格共振下跌



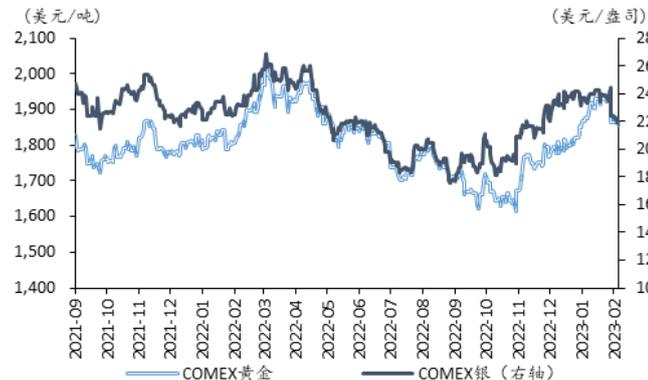
来源: Wind、国金证券研究所

图表60: 当周, 通胀预期回升



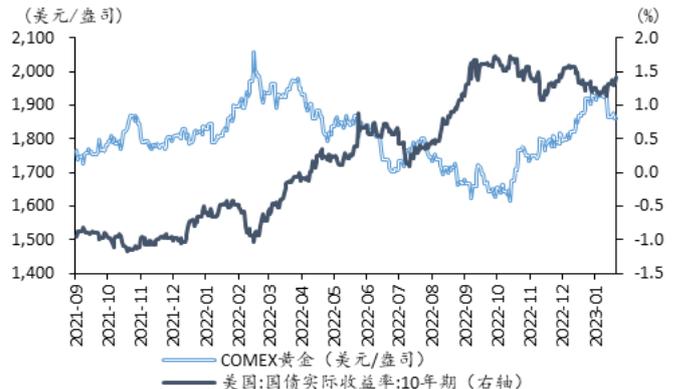
来源: Wind、国金证券研究所

图表61: 当周, 黄金和白银价格均下跌



来源: Wind、国金证券研究所

图表62: 当周, 10Y美债实际收益率上行



来源: Wind、国金证券研究所

## 风险提示

1. 俄乌冲突再起波澜: 2023年1月, 美德继续向乌克兰提供军事装备, 俄罗斯称, 视此举为直接卷入战争。
2. 大宗商品价格反弹: 近半年来, 海外总需求的韧性持续超市场预期。中国重启或继续推升全球大宗商品总需求。
3. 工资增速放缓不达预期: 与2%通胀目标相适应的工资增速为劳动生产率增速+2%, 在全球性劳动短缺的情况下, 美欧2023年仍面临超额工资通胀压力。

**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