

2023年07月30日

# 美国计算实际利率转正，未来继续大超预期可能性下降

——宏观周报（20230724-20230730）

**证券分析师**

胡少华 S0630516090002  
hush@longone.com.cn

**证券分析师**

刘思佳 S0630516080002  
liusj@longone.com.cn

**联系人**

高旗胜  
gqs@longone.com.cn

**相关研究**

1.4月地产销售是升？还是降？——宏观周报（20230515-20230521）

2.调整金融市场收益水平，引导更多资金流向实体经济——宏观周报（20230522-20230528）

3.经济恢复弱于预期，政策端或将加码——宏观周报（20230529-20230604）

4.6月房地产需要供需两端齐发力——宏观周报（20230605-20230611）

5.积极政策开启，权益配置价值提升——宏观周报（20230612-20230618）

6.积极因素有所增加，但内需仍显不足——宏观周报（20230626-20230702）

7.我国实际利率水平相对偏高——宏观周报（20230703-20230709）

8.出口增速承压，但地区结构产品结构有亮点——宏观周报（20230710-20230716）

9.民营经济或将迎来发展新阶段——宏观周报（20230717-20230723）

**投资要点**

- **核心观点：**美国二季度经济增速大超预期，市场对美国经济信心又有增加。我们采用名义美债收益率减通胀来反映目前的实际利率水平，根据计算而来的实际利率6月份刚刚转为正值，此前一直处于历史超低水平，对投资、消费等仍有很强的促进作用，是美国经济超预期的一个重要原因。未来，经计算的实际利率可能会逐步上行，对经济促进作用会减弱，甚至起到抑制作用，美国经济超预期的可能性估计会逐步下降。
- **美国经济再超预期。**美国2023年二季度GDP环比折年率季调后初值2.4%，超预期，前值2%，预期1.8%。此前，虽然一季度GDP环比折年率初值为1.1%，修正后的终值上调为2.0%，上修幅度大超预期，预期1.4%。至此，美国经济在2022年一、二季度连续两个季度环比负增长后，GDP环比折年率已连续四个季度维持在2%以上。从2023年二季度美国经济来看，居民消费和私人部门投资分别拉动GDP增长1.12%、0.97%，政府支出拉动GDP增长0.45%，净出口拖累GDP增速0.12%。服务消费具有韧性，是二季度增长的主要动力。
- **我们计算出的实际利率处于低位。**若以十年期国债收益率减CPI测算实际利率，尽管美联储自2022年3月起开始快速加息，当时计算出的实际利率为-6.37%，是历史极低值；2023年1月为-2.87%，5月份为-0.43%，6月份为0.75%，刚刚转正。历史上，2008年7月低点为-1.59%，2011年9月低点为-1.92%；2009年7月高点为5.18%，2015年6月为2.26%。2023年一季度以及二季度计算的美国实际利率仍处于相对低位，对投资、消费仍然是促进作用。未来如果通胀下行，名义利率保持相对稳定，则利率对投资、消费等的促进作用可能会减小，甚至起到抑制作用。因此，我们预计未来美国经济超预期的可能性会下降。**金融条件并未恶化**，芝加哥联储全国金融状况指数2023年6月为-0.27，已连续4个月下行，1980年以来的分位数水平在62.8%，当前来看金融条件并未因为较快的加息，以及较高的名义利率而恶化。
- **美国就业韧性或将面临拐点。**从结构上看，美国就业韧性的支持主要来自服务业，计算机和数学等行业近几个月就业人员已出现负增长。但数据显示服务业招聘需求也已开始下降，这可能预示着职位空缺率会加速下降。从跳槽概率和接受外部职位概率等指标来看，失业率和职位空缺率的关系可能会向均值靠近，随着职位空缺率的下降，失业率的上行可能会逐步加速。
- **下周关注：**中国7月制造业PMI；欧元区二季度GDP；美国ISM7月制造业PMI；欧美7月Markit PMI终值；美国7月非农就业。
- **风险提示：**地缘政治风险；海外金融事件风险。

## 正文目录

1. 超预期的美国经济 .....	4
2. 经我们计算的美国实际利率开始转正 .....	4
3. 美国就业韧性或将面临拐点 .....	5
4. 未来衰退可能性依然存在 .....	7
5. 行业周观点汇总 .....	8
6. 下周关注 .....	10
7. 风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1 美国 GDP 不变价环比折年率, %.....	4
图 2 美国 PCE 物价指数季度环比增速 (经年化和季调), %.....	4
图 3 以十年期国债收益率-CPI 计算实际利率, %.....	5
图 4 芝加哥联储全国金融状况指数.....	5
图 5 美国居民、企业、政府杠杆率, %.....	5
图 6 美国职位空缺数与失业率, 千人, %.....	6
图 7 新增非农就业人数和失业率, 千人, %.....	6
图 8 劳动力供需, 百万人.....	6
图 9 分行业新增就业人数, 千人.....	7
图 10 美国十年期国债与 3 个月国债利差, %.....	8
图 11 纽约联储预计未来 12 个月美国经济衰退概率.....	8

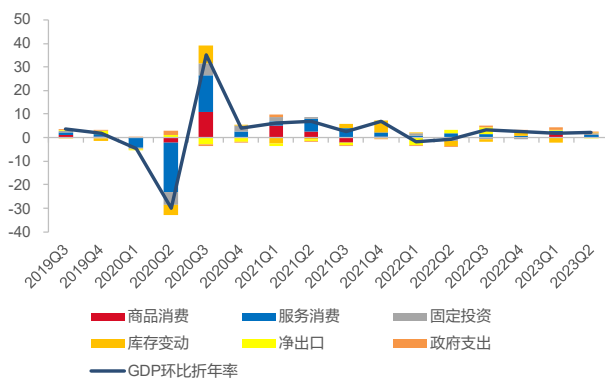
## 1.超预期的美国经济

美国经济再超市场预期。美国 2023 年二季度 GDP 环比折年率季调后初值 2.4%，超市场预期，前值 2%，预期 1.8%。此前，虽然一季度 GDP 环比折年率初值为 1.1%，低于预期，预期为 2.0%；但第一次修正后上调至 1.3%，预期 1.1%，第二次修正后的终值上调为 2.0%，上修幅度大超市场预期，预期 1.4%。至此，美国经济在 2022 年一、二季度连续两个季度环比负增长后，GDP 环比折年率已连续四个季度维持在 2% 以上。

从 2023 年二季度美国经济来看，居民消费和私人部门投资分别拉动 GDP 增长 1.12%、0.97%，政府支出拉动 GDP 增长 0.45%，净出口拖累 GDP 增速 0.12%。服务消费具有韧性，是二季度增长的主要动力。

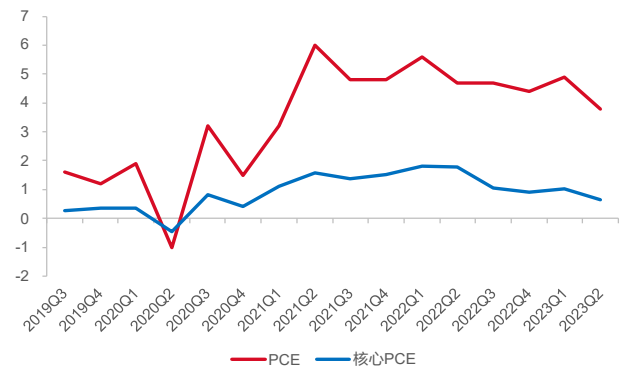
经历了上世纪 80 年代以来最快的加息周期，目前美国经济仍能维持相对较强的韧性，消费仍是主要的带动项，而这源于前期超额储蓄的持续释放，美国股市上涨带来的财富效应等因素。二季度私人投资的走强，一方面反映预期以及信心仍然较好，另一方面虽然加息导致利率有所上升，但整体金融条件仍然相对宽松。

图1 美国 GDP 不变价环比折年率，%



资料来源：FRED，东海证券研究所

图2 美国 PCE 物价指数季度环比增速(经年化和季调),%



资料来源：BEA，东海证券研究所

## 2.经我们计算的美国实际利率开始转正

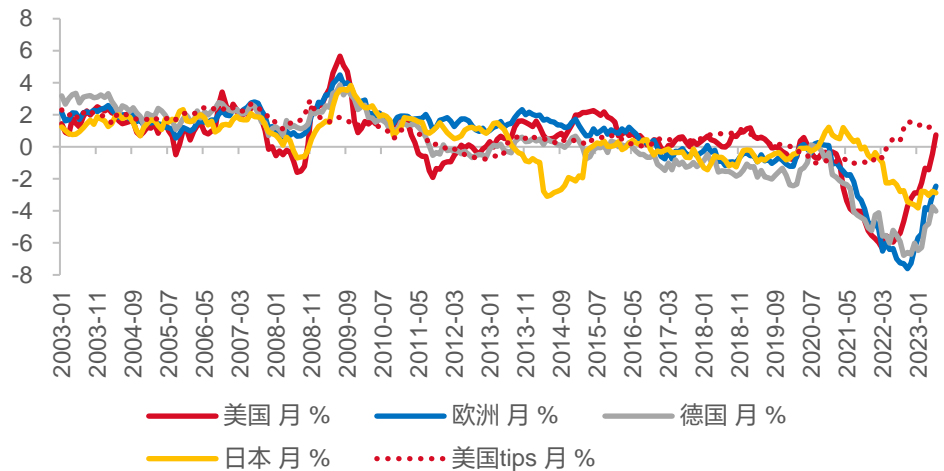
经我们计算的美国实际利率仍处于历史低位，但已开始转正。以十年期国债收益率代表名义利率来看，2022 年以来，美国十年期国债收益率在持续加息的影响下总体上行，今年 6 月均值为 3.75%。若以十年期国债收益率减 CPI 测算实际利率，尽管美联储自 2022 年 3 月起开始快速加息，当时计算出的实际利率为 -6.37%，是历史极低值；2023 年 1 月为 -2.87%，5 月份为 -0.43%，6 月份为 0.75%，刚刚转正。历史上，2008 年 7 月低点为 -1.59%，2011 年 9 月低点为 -1.92%；2009 年 7 月高点为 5.18%，2015 年 6 月为 2.26%。2023 年一季度以及二季度计算的美国实际利率仍处于相对低位，对投资、消费仍然是促进作用。未来如果通胀下行，名义利率保持相对稳定，则利率对投资、消费等的促进作用可能会减小，甚至起到抑制作用。因此，我们预计未来美国经济超预期的可能性会下降，甚至不排除出现衰退可能。

市场上通常用美国国债实际收益率来反映通胀预期，但从历史数据来看，美债实际收益率变化主要受名义国债收益率影响，受通胀的影响较小，也就是说美债实际收益率反映的通胀预期未能反映现实世界通胀的实际变化。因此，本文采用市场利率与通胀相减的值来反映实际利率。

金融条件并未恶化。从金融条件来看，芝加哥联储全国金融状况指数 2023 年 6 月为-0.27，已连续 4 个月下行，1980 年以来的分位数水平在 62.8%，当前来看金融条件并未因为较快的加息，以及较高的名义利率而恶化。

政府、企业、居民杠杆率均下行。截至 2022 年四季度，美国政府、企业、居民杠杆率分别为 111.9%、78.1%和 74.4%，均较 2021 年四季度的高点有所回落。虽然名义利率因加息影响较疫情前大幅上升，但居民、企业偿债压力可能并不大，可能因为美国经济表现韧性，名义 GDP 的扩张速度大于负债的扩张速度。

图3 以十年期国债收益率-CPI 计算实际利率，%



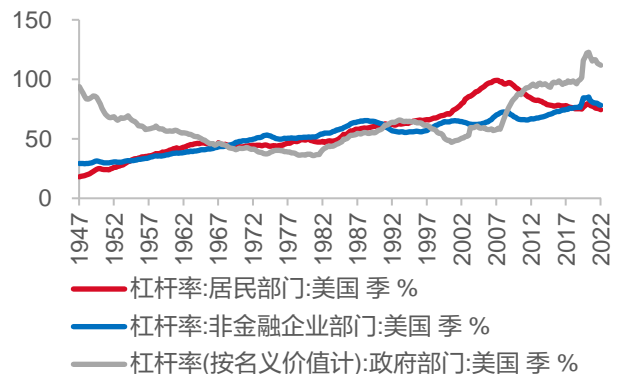
资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 芝加哥联储全国金融状况指数



资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 美国居民、企业、政府杠杆率，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

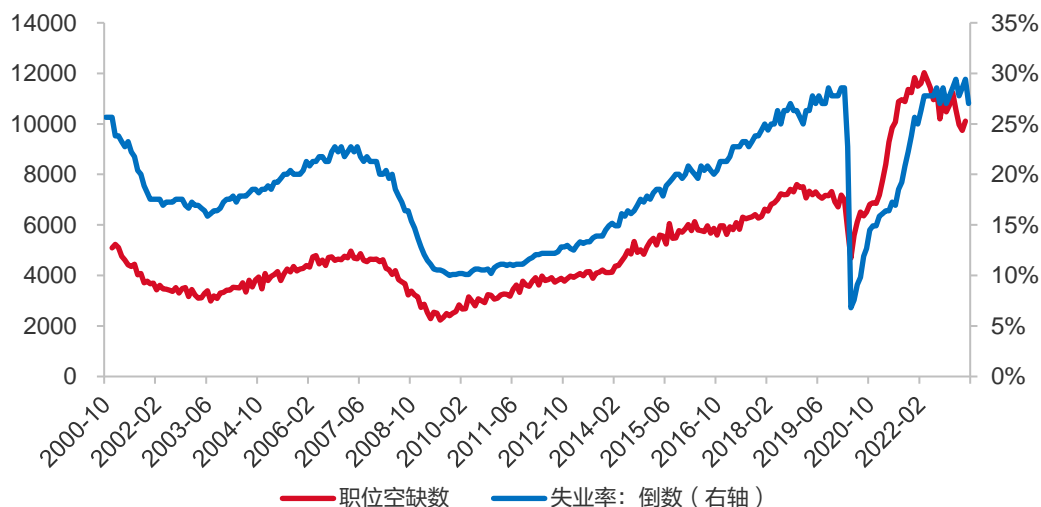
### 3.美国就业韧性或将面临拐点

6月美国就业指标总体偏弱。非农就业指向就业市场供需缺口收敛。服务业和政府部门是就业增长的主要行业，但服务业的就业增长速度较上月明显放缓。服务业的新增就业人数仍高，但较5月有所下降，其中教育和保健服务新增就业人数最高，为7.3万人；政府部门新增就业人数继续走高，6月新增6万人，前两个月分别为4.7万和3.8万；制造业新增就业7千人，较过去几个月有小幅度的恢复。

从结构上看，美国就业韧性的支持主要来自服务业，计算机和数学等行业近几个月就业人员已出现负增长。但数据显示服务业招聘需求也已开始下降，这可能预示着职位空缺率会

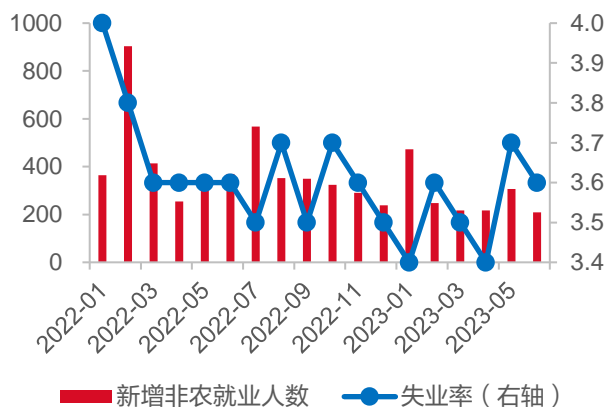
加速下降。从跳槽概率和接受外部职位概率等指标来看，失业率和职位空缺率的关系可能会向均值靠近，随着职位空缺率的下降，失业率的上行可能会逐步加速。

图6 美国职位空缺数与失业率，千人，%



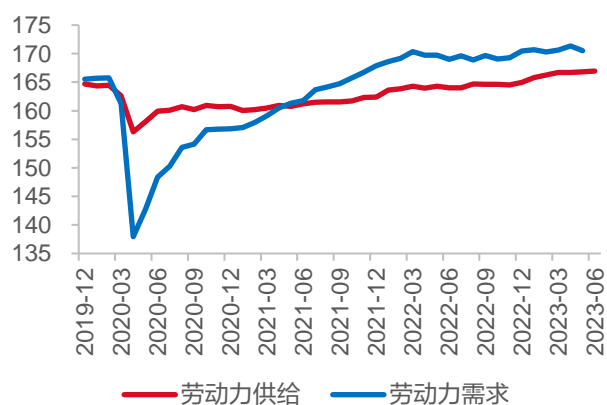
资料来源：FRED，东海证券研究所

图7 新增非农就业人数和失业率，千人，%



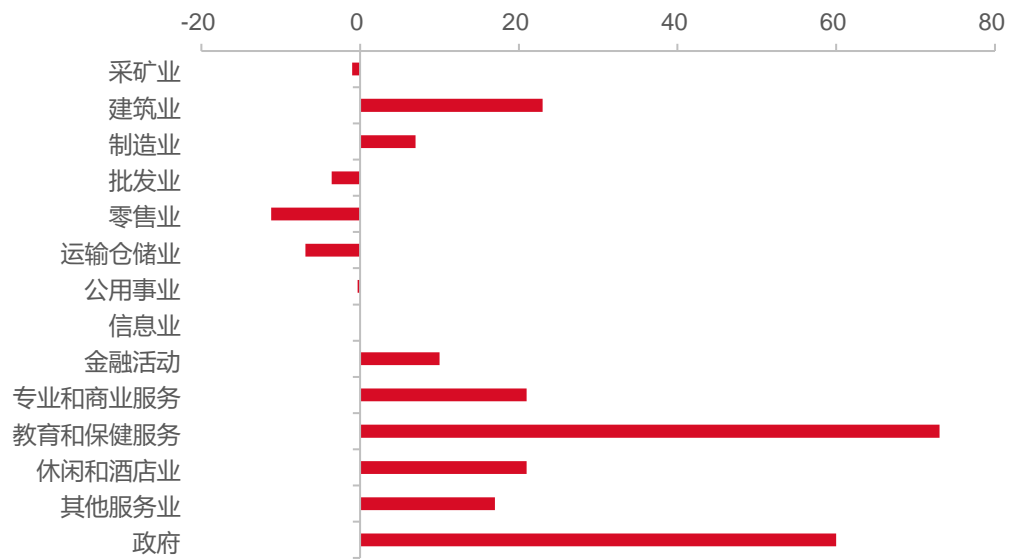
资料来源：FRED，东海证券研究所

图8 劳动力供需，百万人



资料来源：FRED，东海证券研究所

图9 分行业新增就业人数，千人



资料来源：FRED，东海证券研究所

## 4. 未来衰退可能性依然存在

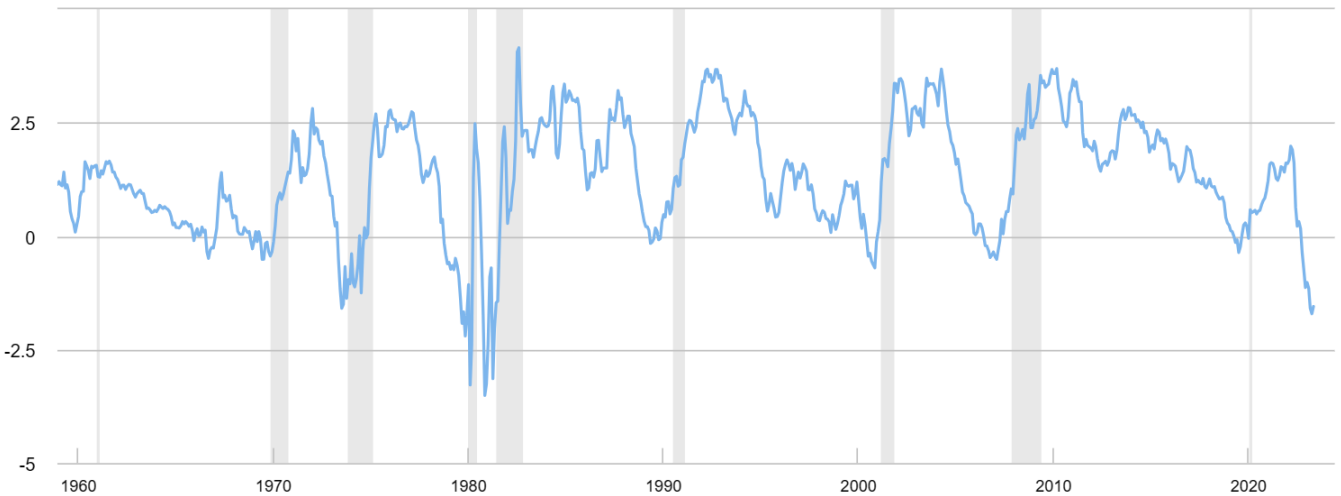
美国经济将继续保持韧性中缓慢下行的趋势，今年年内可能不会衰退。美国居民消费的韧性来自于前期财政刺激的余效、股市繁荣带来的财富效应、疫情期间被压抑的服务消费的错位复苏。投资的高增长一方面来源于消费上游产业的扩产，另一方面也得益于资产价格持续上涨之下，总体金融条件较为宽松。短期来看消费尽管仍有韧性，但环比增速已有明显下行趋势，且就业市场的疲弱趋势正在加剧，长期来看，消费对上游产业的提振作用将有所减小，对 GDP 增长的支撑作用将逐步减弱。

未来衰退的概率依然存在。纽约联储利用十年期国债与 3 个月期国债利差来计算美国未来十二个月经济衰退的可能性。收益率曲线基本上预测了自 1950 年以来的每一次美国经济衰退，只有一个“错误”信号，即 1967 年信贷紧缩和生产放缓之前。根据目前数据来看，2024 年 6 月美国经济衰退的概率为 67.31%。

图10 美国十年期国债与3个月国债利差，%

## Treasury Term Spread: 10 Year Bond Rate - 3 Month Bill Rate

Percentage points (monthly average)

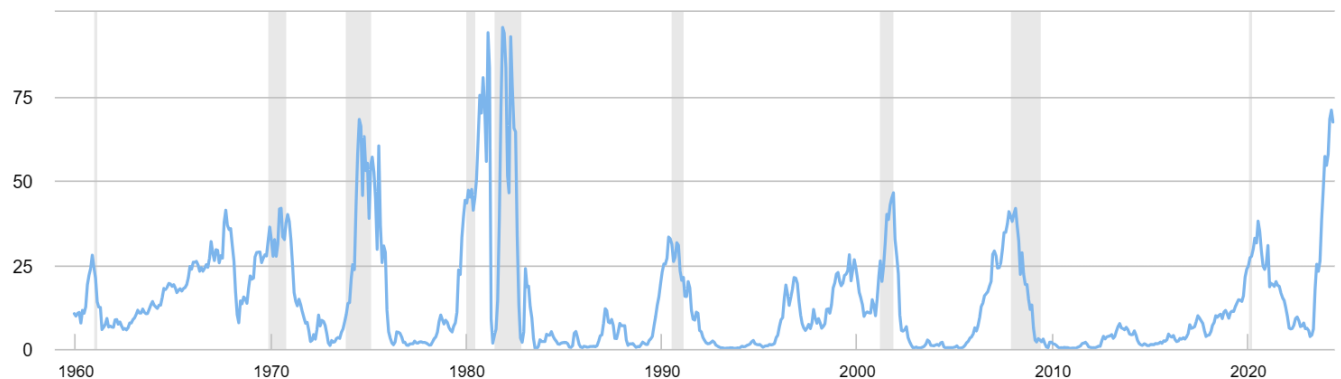


资料来源：FRED，东海证券研究所

图11 纽约联储预计未来12个月美国经济衰退概率

## Probability of U.S. Recession, Twelve Months Ahead of Term Spread Readings

Percent (monthly average)



资料来源：FRED，东海证券研究所

## 5.行业周观点汇总

表1 行业周观点

行业	周观点及标的 (2023/07/24-2023/07/30)	联系人	电话
	<p><b>日央行 YCC 政策区间松动，原油价格温和上行</b></p> <p>日本央行 7 月 28 日宣布，将更加灵活地实施 YCC 政策，在一定情形下允许 YCC 目标收益率波动幅度超过±0.5%范围，利率指引带动全球风险资产波动。2022 年美日货币政策周期分化，日元大幅走贬。2022 年日元兑美元贬值最大区间幅度近 34%。</p>		
FICC	<p>我们认为 YCC 区间松动主要源于日元的贬值及日本通胀压力。该调整信号意义较大，一定程度预示日本货币政策或“转向”，但对于全球资产价格影响或偏短期。中期而言，日本国债收益率有望上行，一定程度推动全球资本回流日本。叠加联储加息尾声下美元强弩之末，日元有望结束贬值，重拾升势。日本股市等日元计价风险资产亦有望持续受益。2022 年日本国债在 GDP 占比达 250%，而日本银行的国债持有额已超国债发行总额的 50%。YCC 区间扩大可能抑制央行购债动力。通胀角度，2023 年 6 月日本核心</p>	李沛 S0630520070001	18201989766



CPI 录得 3.3%，高于美国 6 月 CPI 同比 3%，且连续 15 月高于日央行 2% 的目标水平。YCC 区间灵活上调或助力日本通胀降温。

原油价格温和上行，或对通胀预期形成一定扰动。本周 RJ/CRB 商品指数涨 1.45%，原油延续反弹，布油最高触及 84.5 美元/桶。美国经济的强劲支撑油价，中国上半年原油进口量大增。至 7 月 21 日当周，美国商业原油库存周减少 60 万桶；美国原油产量周环比下降 10 万桶/天。至 7 月 28 日，美国采油钻机数 529 台，周环比减少 1 台，较去年同期减少 76 台。

风险提示：美国通胀回落速度不及预期、海外银行业危机蔓延、国际地缘摩擦超预期。

出口链或有望好转。从海外部分家电公司、零售商一季报看，存货同比减少。根据海关数据，2023 年 3-6 月，我国家电出口金额同比增长，修复趋势初现。汇率贬值有望对出口企业盈利产生一定的积极作用，如影响财务费用、毛利率等。同时海运费用回落，也有助于缓解成本压力。关注**海尔智家、新宝股份、石头科技、比依股份、格力博**。

王敏君  
S0630522040002 18810137073

风险提示：宏观经济下行；行业竞争加剧；海外市场波动风险。

美国继续 SPR 增储动作，油气上游资本开支维持，OPEC+持续收缩原油供应，美国页岩油产量下半年将会下降，全球原油供需将迎来拐点，以中国为首的经济体有望维持 2023 年原油消费，油价将维持相对高位，资源储备水平良好、炼油产能领先、开采成本控制良好的上市石化国企将迎来价值回归，如：**中国石化、中海油**；以及整体估值明显低位、海外市场潜力较大、技术处国际先进水平的上市油服公司，如**海油工程、中海油服**；同时天然气持续低迷将利好国内轻烃一体化龙头，如**卫星化学**；高油价凸显煤制烯烃优势，如**宝丰能源**。

张季恺  
S0630521110001 15620941880

风险提示：地缘政治不稳定；政策变化带来的风险；项目建设进度不及预期。

1.地产链受政策影响有望回暖，MDI、TDI 价格价差波动上行，纯碱、PVC、钛白粉等产品价格均有回升，有望带动企业盈利提升，建议关注：**万华化学、远兴能源、中泰化学、龙佰集团等**。

2.轮胎板块：美国对东南亚轮胎出口关税调整，泰国方面关税下降，利好海外建厂相关胎企，同时海外需求向好，行业景气提升，建议关注**森麒麟、玲珑轮胎和赛轮轮胎**。

3.氟化工：高温拉动制冷剂需求，三代制冷剂配额落地在即，建议关注：**巨化股份、永和股份、三美股份**。

4.农化板块：草甘膦价格回升，国际尿素、磷酸一铵等价格上行，氯化钾、硫酸钾价格小幅回升，叠加海外市场行情好转，建议关注：**兴发集团、广信股份、云天化、亚钾国际、湖北宜化等**。

吴骏燕  
S0630517120001 13775119021  
张晶磊

风险提示：产品价格大幅波动的风险；下游需求不及预期的风险；政策变化的风险。

地产政策频出提升地产链信心，数据出现可持续性修复仍待时间验证，建议关注各细分赛道龙头右侧布局，**东方雨虹、兔宝宝、旗滨集团、三棵树等**。

吴骏燕  
S0630517120001 17701635056

风险提示：政策落地不及预期；原材料成本上涨。

行业底部改善，方向不变。基于较小的向下空间、持续改善的各消费板块基本面，以及社零继续温和复苏，上周股市表现各版块全线向上。具体行业方面，一方面，酒类持仓比较高，次高端、白牌库存问题难消除，但高端龙头边际改善，地产酒尤其是部分中小身份龙头影响有限，Q2 后动能较足；另一方面，非酒整体表现较好，包括零食、乳制品，具备较高左侧布局价值，我们持续谨慎乐观。

丰毅  
S0630522030001 13571855319

风险提示：政策影响；竞争加剧的影响；消费需求的影响；食品安全的影响。

1.化妆品方面，建议关注具备品牌力优秀、产品矩阵丰富的国货美妆龙头**珀莱雅**。

2.医美方面，监管趋严推动合规市场扩张，推荐关注合规产品线丰富的上游龙头医美企业**爱美客**以及下游大型医美机构**朗姿股份**。

任晓帆  
S0630522070001 18896572461  
丰毅  
S0630522030001

风险提示：行业竞争加剧；新品发展不及预期；行业景气度下行；政策风险。

1.生猪养殖。本周生猪价格继续低位震荡，仔猪价格低位下跌，行业已连续亏损超过半年，目前养殖户资金压力较大，行业产能去化将加速。涌益咨询 6 月能繁母猪存栏环比-1.68%（前值为-0.93%）。此外，当前猪肉需求疲软，屠宰企业库容率持续增加。板块调整后具有较高的安全边际，在“低猪价+低估值”的背景下，建议关注具有成本优势且经营稳健的企业，**牧原股份、温氏股份、巨星农牧、华统股份**。

2.种业：俄罗斯宣布停止执行黑海港口农产品外运协议，或对全球农产品价格供给形成干扰，建议关注粮

姚星辰  
S0630523010001 13661571036

	<p>食安全主题投资机会，<b>大北农、隆平高科、苏垦农发</b>。</p> <p>风险提示：需求不及预期；疫病风险；政策风险。</p>		
医药	<p>本周创新药在支付端政策回暖下涨幅居前，建议持续关注。当前为中报期，重点关注医疗服务消费恢复带来业绩边际改善的相关细分板块及个股，关注创新药械、二类疫苗、连锁药店、血制品等。建议关注个股：<b>贝达药业、康泰生物</b>。</p> <p>风险提示：政策风险；业绩风险；事件风险。</p>	杜永宏	13761458877
		S0630522040001	
汽车	<p>1.车板块中报行情延续，去年低基数下二季度增速可观，重点关注海外收入占比较高，受益于海外汽车市场供应链恢复、汇率产生较大正向影响的个股，如<b>继峰股份、爱柯迪、福耀玻璃</b>等；国内需求复苏叠加出口高景气的重卡、大客等商用车龙头，如<b>中国重汽、潍柴动力、中集车辆</b>等。</p> <p>2.智能驾驶具备较强政策预期，特斯拉 FSD、新势力城市 NOA 等取得进展，近期小鹏与大众合作也有望开拓全新的盈利模式，持续关注线控制动、域控制器、空气悬架等汽车智能化赛道，如<b>伯特利、科博达、华阳集团、保隆科技</b>等。</p> <p>风险提示：汽车销量不及预期的风险；行业政策变化的风险。</p>	黄涵虚	18301888016
		S0630522060001	
机械	<p>机器人：关注内资品牌市占率提升与行业规模扩容两大机会。工业机器人在锂电、光伏等下游行业的应用场景进一步丰富，整机渗透率有望持续提升。建议关注<b>埃斯顿</b>。持续关注特斯拉 bot 及国产机器人开发情况，核心零部件供应链有望随人形机器人落地进度迎来突破，关注具有相关技术积累的厂商，如<b>绿的谐波、鸣志电器、步科股份</b>等。</p> <p>通用设备：顺周期景气度有望筑底回升，持续关注国产替代及下半年行业复苏情况。短期来看，下半年下游整体需求有望改善，推动行业景气度上修。长期来看，设备升级、国产替代仍是推动通用机械行业发展的逻辑之一。随着制造业高端化，国产高端数控机床在航空航天等高新技术领域加速渗透。建议关注工业母机板块，如<b>华中数控、科德数控</b>等。</p> <p>风险提示：海外出口增速不及预期；基建及地产投资不及预期；核心技术突破进度不及预期。</p>	王敏君	13817183771
		S0630522040002	
		商俭	
		梁帅奇	
银行	<p>当前估值处于历史低位，关注积极政策积累对修复行情的催化。建议关注<b>常熟银行、宁波银行、苏州银行、江苏银行</b>等优质区域性银行。</p> <p>风险提示：地产领域风险明显上升；宏观经济快速下行；东部地区信贷需求明显转弱。</p>	王鸿行	18217671854
		S0630522050001	
TMT	<p>中报预告频出，受行业周期影响，多数公司业绩大幅下滑。半导体终端消费依然低迷，海外芯片巨头业绩不佳，价格筑底，库存去化缓慢。基本面依然在周期底部，关注 Q4 变化。建议：1.关注长期受益国产化、电动化、智能化的底部优质汽车芯片，推荐 MCU 的<b>国芯科技、兆易创新</b>，功率器件的<b>宏微科技、斯达半导</b>。2.关注国产化加速趋势材料、设备，如<b>北方华创、拓荆科技、中船特气、雅克科技</b>。</p> <p>风险提示：企业订单不及预期风险；行业周期继续下行风险；海外管制升级风险。</p>	方霁	17521066505
		S0630523060001	
电新	<p>1.光伏：本周光伏板块震荡上行，板块内部轮动频繁，前期上涨较多的 HJT 概念股进入回调。产业链上，硅料、硅片价格底部企稳微涨，结合估值及业绩，硅料、硅片龙头反弹。后续建议继续关注产业链价格变动及业绩预告。建议关注：<b>通威股份、TCL 中环、隆基绿能、迈为股份</b>。</p> <p>2.锂电：政治局会议强调要提振汽车消费，结合近期各部提出的新能源汽车政策，将进一步扩大新能源汽车市场需求。建议关注动力电池龙头企业：<b>亿纬锂能、国轩高科</b>。</p> <p>3.风电：1) 本周招标约 30MW，均为分散式。中标公示约 100MW，均为陆风。2) 粤水电与湖南洞口县签订 300MW 分散式风电协议，建议关注相关整机厂商。3) Q3 为风电装机旺季，零部件环节业绩高增兑现有望持续。建议关注：<b>明阳智能、天顺风能</b>。</p> <p>风险提示：全球宏观经济波动；上游原材料价格波动；风光装机量、新能源汽车需求不及预期。</p>	周啸宇	13651725192
		S0630519030001	

资料来源：东海证券研究所

## 6.下周关注

- 1) 中国 7 月制造业 PMI;
- 2) 欧元区二季度 GDP;

- 3) 美国 ISM7 月制造业 PMI;
- 4) 欧美 7 月 Markit PMI 终值;
- 5) 美国 7 月非农就业;

## 7.风险提示

- 1) 地缘政治风险, 俄乌冲突存在不确定性, 可能出现超预期扰动风险, 或对地缘政治形势产生影响;
- 2) 海外金融事件风险, 导致全球出现系统性金融危机。

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8621) 20333275  
 手机: 18221959689  
 传真: (8621) 50585608  
 邮编: 200215

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8610) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: (8610) 59707100  
 邮编: 100089