

海外宏观经济回顾和展望

2024年欧美经济增长走弱，日本经济进入复苏轨道

核心观点

2023年全球经济面临诸多挑战：俄乌战争、巴以冲突等地缘政治事件推高了能源价格，输入性通胀使得居民生活和企业生产成本剧增；全球多个国家央行开始加息周期，利率上升抑制实体需求，同时增加了财政再融资成本；欧美银行业危机爆发，提升了居民和企业获取信贷资源的成本和难度。受益于疫后供应链的修复，全球通胀正有序降温；经济增速虽有所放缓，但仍富有弹性。

2024年美国经济增长将有所走弱：（1）消费韧性有所下滑：居民超额储蓄预计于2023年底消耗殆尽；通胀快速下行的窗口期过去，居民实际薪资增长见顶回落。（2）企业投资意愿受抑制：2023-2025年企业债务集中到期，高利率下企业部门即将面临较高的债务置换成本，加杠杆意愿不足。（3）国会两党对新财年预算仍未达成一致；此前债务上限法案通过的一个前提条件即削减2024-2025年财政开支。

2024年日本经济结构上出现“内需回升、外需走弱”的格局：（1）居民消费韧性强。预计新一轮劳资谈判后，日本居民实际薪资收入增速将转正，同时考虑到财富效应和偏高的消费倾向，日本居民消费潜力充足。（2）企业盈利逐渐好转。2023年日本贸易逆差持续收窄，PPI-CPI剪刀差显著收敛，企业盈利有明显改善，将会对企业投资起到较好的刺激作用。（3）出口存在较大挑战。全球大部分央行加息接近尾声，2024年日元汇率进入升值周期，产品竞争力下降；2024年欧美经济增长走弱的可能性较高，外需不足将进一步对出口形成拖累。

2024年欧元区经济衰退风险上升：（1）通胀降温、供应链修复对经济的正向贡献接近尾声。随着通胀企稳，供应链修复结束，高利率对经济的抑制作用将明显加强。（2）利率上升以及融资条件收紧会抑制居民和企业借贷。调查显示预计抵押贷款利率将继续上升以及预计获得信贷变得更加困难的受访者比例均保持高位。（3）2024年全球经济走弱将进一步抑制对欧元区商品的需求，预计欧元区2024年出口依旧低迷。（4）财政对经济的支持力度减弱。欧央行预计欧盟各国2024年能源相关补贴规模将进一步减少，并于2025年退出该补贴政策。

风险提示：欧美央行超预期加息，地缘政治局势失控。

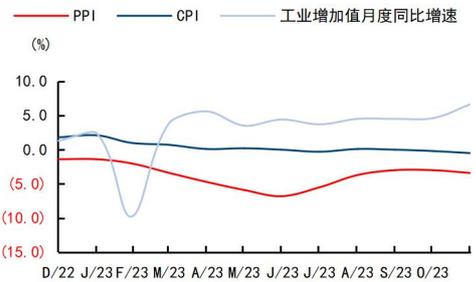
经济研究·宏观专题

证券分析师：董德志 **证券分析师：季家辉**
 021-60933158 021-61761056
 dongdz@guosen.com.cn jijiahui@guosen.com.cn
 S0980513100001 S0980522010002

基础数据

固定资产投资累计同比	2.90
社零总额当月同比	10.10
出口当月同比	0.50
M2	10.00

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《“弱汇率”下资金面如何演绎？》——2023-11-26
- 《宏观经济专题：三大需求均回暖推动2024年中国名义GDP增速上升》——2023-11-23
- 《宏观经济专题研究-多措并举，高质量建设北交所》——2023-09-21
- 《宏观经济专题研究-国信高频宏观扩散指数底层指标替换后效果更佳》——2023-09-12
- 《宏观经济专题研究-降息预测模型的探索》——2023-08-24

内容目录

海外宏观经济回顾和展望	4
（一）美国经济回顾和展望	4
（二）日本经济回顾和展望	8
（三）欧元区经济回顾和展望	14

图表目录

图 1：2023 年美国经济增长凸显韧性	4
图 2：2023 年美国居民消耗超额储蓄进行超额消费	5
图 3：2023 年美国居民实际收入增速回升	5
图 4：本轮居民住宅投资以刚需为主	6
图 5：新房开工与新房销售存在时滞	6
图 6：美国企业债务在 2023 年集中到期	7
图 7：2023 年美国财政提前抢跑	7
图 8：2023 年美国通胀表现分化	8
图 9：2023 年日本经济增长“高位回落”	9
图 10：2023 年日本通胀企稳	9
图 11：2023 年日本居民消费倾向上升，实际收入增长下降	10
图 12：2023 年日本居民财富增长	10
图 13：2023 年日本居民资产配置结构出现调整	10
图 14：2023 年日本贸易逆差明显改善	11
图 15：日本私人企业投资以库存投资为主	12
图 16：2023 年日本私人企业开始去杠杆	12
图 17：2021 年下半年-2022 年日本 PPI-CPI 剪刀差走阔	13
图 18：通胀上升后，日本央行购债压力上升	14
图 19：2023 欧元区 GDP 增长进一步下滑	14
图 20：2023 年欧元区消费者获取信贷难度增加	15
图 21：2023 年欧元区居民消费信心处于历史偏低水平	15
图 22：2023 年美国进口需求偏弱影响欧元区出口	16
图 23：2023 年欧元区工业产出同比增速转负	16
图 24：2023 年欧元区政府杠杆率进一步降低	17
图 25：2023 年欧元区通胀快速降温	17

海外宏观经济回顾和展望

2023 年全球经济面临诸多挑战：俄乌战争、巴以冲突等地缘政治事件推高了能源价格，输入性通胀使得居民生活和企业生产成本剧增；全球多个国家央行开始加息周期，利率上升抑制实体需求，同时增加了财政再融资成本；欧美银行业危机爆发，提升了居民和企业获取信贷资源的成本和难度。受益于疫后供应链的修复，全球通胀正有序降温；经济增速虽有所放缓，但仍富有弹性。

（一）美国经济回顾和展望

2023 年美国经济增长韧性凸显。前三季度美国 GDP 年化环比分别为 2.2%、2.1% 和 5.2%，整体水平高于 2022 年全年 2.1% 和疫情前 2019 年 2.3% 的增速。结构上，2023 年美国经济增长表现主要呈以下几大特征：（1）居民消费保持韧性；（2）住宅投资持续改善；（3）企业资本开支意愿低迷；（4）财政刺激超前发力。

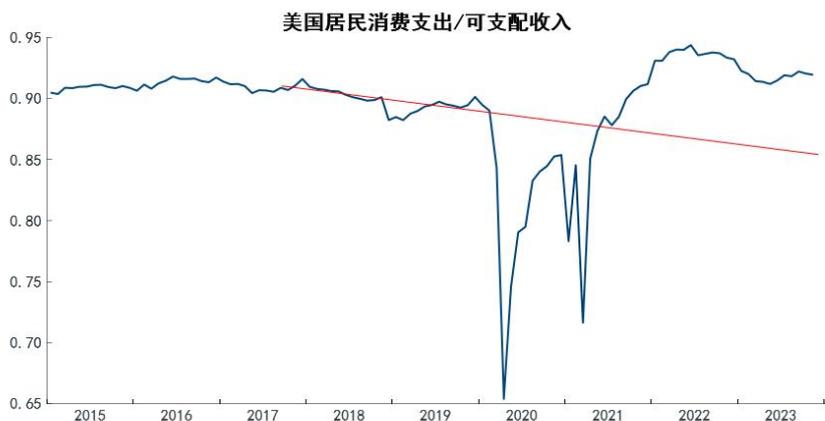
图 1：2023 年美国经济增长凸显韧性



资料来源：WIND，国信证券经济研究所测算和整理

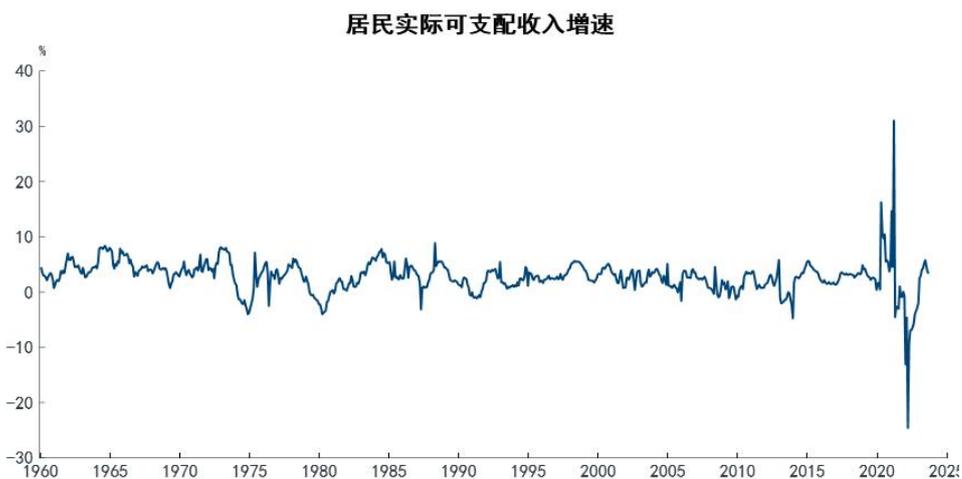
2023 年前三季度美国居民消费支出环比年化增速为 2.7%，高于 2022 年全年 2.5% 的增速，居民消费保持强劲。我们认为两大因素对居民消费形成支撑：一是居民购买力水平上升。2023 年美国整体通胀降温速度快于核心服务通胀，而核心服务通胀与劳动力成本挂钩。这意味着尽管居民名义时薪增速下降，但通胀降温速度更快，居民实际薪资增速反而有所回升，带动消费信心恢复。二是“超额储蓄”支撑了“高消费倾向”。疫情期间的隔离政策使美国居民积累了大规模超额储蓄，而超额储蓄支撑了 2023 年居民部门“高消费倾向”，主要表现为居民消费占可支配收入的比重明显高于疫情前的趋势水平。

图 2：2023 年美国居民消耗超额储蓄进行超额消费



资料来源：WIND，国信证券经济研究所测算和整理

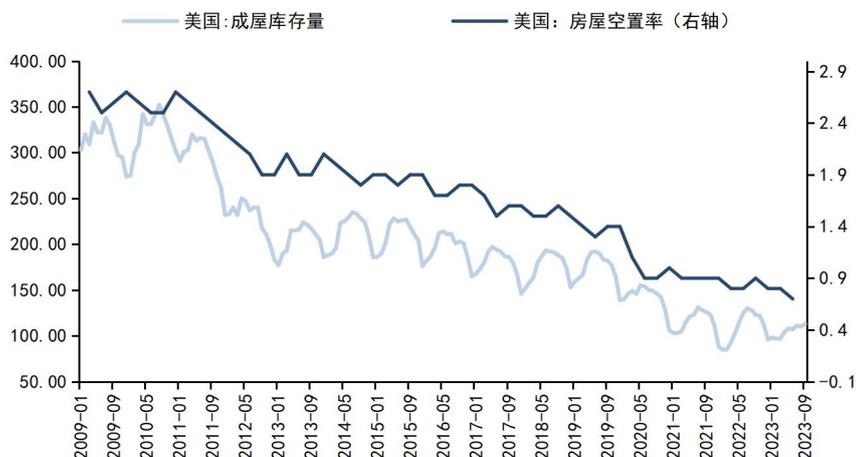
图 3：2023 年美国居民实际收入增速回升



资料来源：WIND，国信证券经济研究所测算和整理

2023 年美国居民住宅投资持续改善，年化环比增速自 2022 年三季度以来持续回升，并于 2023 年三季度由负转正，实现 6.2% 的环比增长。我们认为房地产投资快速复苏主要有以下两个原因：一是需求不弱，当前美国成屋库存和住房空置率均处于次贷危机以来的历史低位，美国疫情期间大规模财政转移支付刺激了低收入人群的“刚需”购房意愿。二是供给修复，受疫情冲击，过去两年美国新房市场出现供给不足的状况，新房开工量显著滞后于购房需求量。而 2023 年美国地产产业链持续修复，带动新房供给明显改善，进一步支撑了房地产市场景气回升。

图 4：本轮居民住宅投资以刚需为主



资料来源：WIND，国信证券经济研究所测算和整理

图 5：新房开工与新房销售存在时滞



资料来源：WIND，国信证券经济研究所测算和整理

2023 年美国企业资本开支意愿下降，前三季度非住宅固定资产投资环比年化平均增速为 4.8%，弱于 2022 年全年 5.6% 的水平。尽管拜登政府上台后完成了刺激企业投资一揽子计划，包括出台“基建法案”、“芯片法案”以及“通货膨胀削减法案”，但企业投资意愿并未随之上升，我们认为主要是债务问题抑制了企业投资需求。2023 年属于近 20 年企业债务到期最为集中的一年，同时美联储加息抬高了企业再融资成本，削弱了企业部门举债投资意愿。

图 6：美国企业债务在 2023 年集中到期



资料来源：WIND，国信证券经济研究所测算和整理

2023 年美国财政明显发力，主要体现在两方面。一是 2023 年政府购买和投资增加，前三季度政府购买和投资环比年化平均增速为 4.5%，较 2022 年全年显著上升 3.65 个百分点。二是 2023 年政府财政赤字率明显上升，截至 2023 年三季度，美国财政赤字率年化后约为 8.3%，相较 2022 年 5.5% 的水平明显上升。从历史经验来看，美国财政往往在失业率上升时开始扩大赤字进行“逆周期”调节，但 2023 年美国失业率并未明显上升，本轮财政属于提前发力。

图 7：2023 年美国财政提前抢跑



资料来源：WIND，国信证券经济研究所测算和整理

通胀方面，2023 年美国通胀整体继续降温，截至 2023 年 10 月，CPI 和核心 CPI 同比分别降至 3.2% 和 4%。但通胀结构表现分化：能源通胀快速下降的“窗口期”基本过去，三季度 CPI 能源价格同比下降 4%，较二季度 12% 的降幅明显收窄。核心商品通胀开始企稳，CPI 核心商品价格同比增速连续四个月在 0%-1% 的区间内波动。核心服务通胀降温缓慢，2023 年 10 月 CPI 核心服务价格同比增长 5.5%，较

年初下降不足 2 个百分点，就业市场韧性一定程度对核心服务通胀形成支撑。

图 8：2023 年美国通胀表现分化



资料来源：WIND，国信证券经济研究所测算和整理

前瞻来看，我们预计美国 2024 年经济增长将有所走弱：（1）消费韧性有所下滑：居民超额储蓄三季度末还剩 1800 亿美元，预计于 2023 年底消耗殆尽；通胀快速下行的窗口期过去，居民实际薪资增长见顶回落。（2）企业投资意愿受抑制：2023-2025 年企业债务集中到期，高利率下企业部门即将面临较高的债务置换成本，加杠杆意愿不足。（3）财政退坡确定性较强：2023 年财政支出发力明显，但国会两党对新财年预算仍未达成一致。同时此前债务上限法案通过的一个前提条件即削减 2024-2025 年财政开支。

通胀方面，由于利率已达“限制性水平”，我们认为 2024 年通胀不改继续降温的走势，但下降速度将有所放缓。目前看来，供给改善对通胀降温的贡献基本接近尾声，能源和商品通胀降至低位，现已基本企稳，这意味着通胀快速下降的窗口期已过。此外，市场对 2024 年降息过于乐观，10 年期国债利率已降至 4% 以下，长端利率快速下行意味着货币紧缩对需求的抑制作用弱化，通胀仍存在反弹风险。

货币政策方面，我们认为 2024 年美联储货币政策调整进入新阶段。（1）再度加息可能性较低：美联储货币紧缩将由“调短端”变为“调长端”。美联储认可货币政策已达“限制性”水平，接下来需要提高货币政策有效性。相比再次加息，引导市场降息预期使长端利率稳定在偏高的水平提高了政策的灵活性，降低加息过度的风险。（2）不宜对美联储降息过度乐观：美联储 12 月会议的鸽派态度促使市场降息预期快速升温，会后市场预期最早 2024 年 3 月降息，全年一共降 150bp，10 年期美债利率显著下行至 3.9% 左右。但我们认为，市场可能对美联储降息过于乐观。考虑目前市场长期通胀预期在 2.8% 左右，扣除通胀的影响，现在实际利率水平仅在 1.1% 的水平，远低于美国长期潜在增速 1.9%，当前长端利率不具备“限制性”，货币政策的有效性可能降低。为此，我们认为美联储仍有再度转鹰可能。

（二）日本经济回顾和展望

2023 年日本经济增长趋势上呈“高位回落”的走势，前三季度 GDP 年化环比增速

分别为 5%、3.6%和-2.9%。整体来看，2023 年日本 GDP 增长较 2022 年 0.7%和疫情前 1%（2019 前三季度年化）的水平增长显著。虽然 2023 年日本整体经济增长强劲，但结构表现不平衡，存在“外需强，内需弱”的特征。

图 9：2023 年日本经济增长“高位回落”



资料来源：WIND，国信证券经济研究所测算和整理

通胀方面，2023 年日本通胀整体呈企稳走势。CPI 同比维持在 3.2%左右；扣除食品和能源的核心 CPI 同比维持在 2.6%左右。截至 2023 年 10 月，日本 CPI 同比连续 19 个月高于日央行 2%的通胀目标。日元贬值带来的输入性通胀基本帮助日本走出 2015 年以来长期的“低通胀”时期。

图 10：2023 年日本通胀企稳



资料来源：WIND，国信证券经济研究所测算和整理

一般来说，温和的通胀有利于支出和借贷：当通胀上升时，储蓄的实际收益是在下降的，实体部门更愿意消费和投资而不是储蓄。与此同时，日央行坚持收益率曲线控制政策，锁定了长端利率，这意味着实际借贷成本也被压低，实体部门借贷意愿会增强。

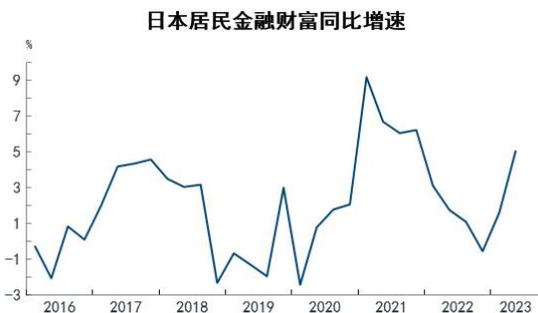
与之相反，2023 年日本居民消费表现不佳，前三季度仅贡献了实际 GDP 环比年化 0.1% 的增长，低于 2022 年 0.6% 的水平。收入端来看，2023 年日本居民名义工资增速低于通胀上升速度，这意味着输入性通胀削弱了居民的实际购买力。支出端来看，日本居民储蓄率较疫情期间出现了明显回落，反映通胀确实一定程度刺激了居民的消费倾向。从居民财富效应来看，通胀上升带动居民风险偏好上升，资产配置结构出现分化：储蓄类资产占总金融资产比重下滑，而权益类资产占比上升，2023 年二季度权益资产占比基本持平 2006 年的高点。受益于股市牛市，2023 年日本居民财富也有了明显增长。整体来看，输入性通胀一定程度带动了日本居民消费倾向回升以及财富增长，但居民实际薪资收入增速下滑对消费信心的负面冲击更为明显。

图 11：2023 年日本居民消费倾向上升，实际收入增长下降



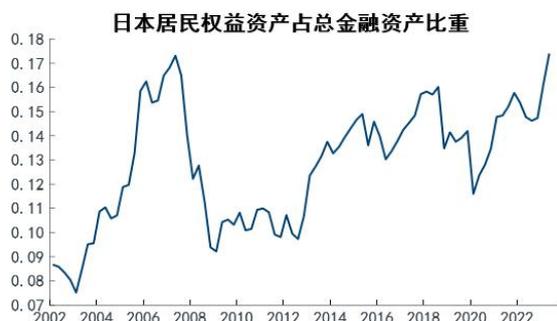
资料来源：WIND，国信证券经济研究所测算和整理

图 12：2023 年日本居民财富增长



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 13：2023 年日本居民资产配置结构出现调整



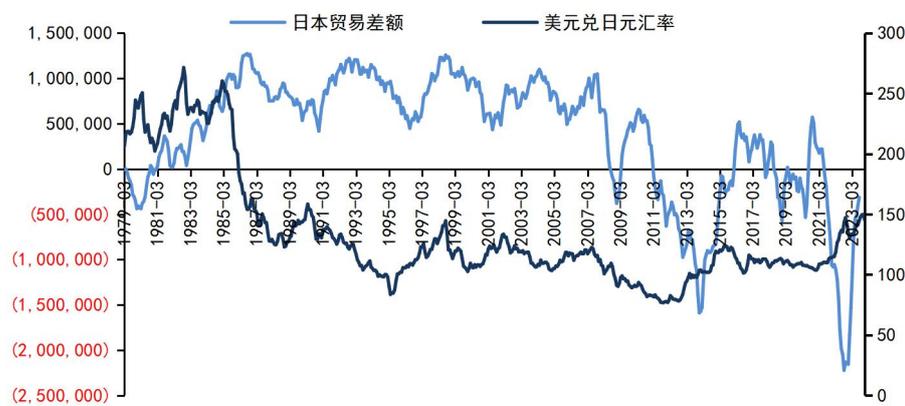
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理及测算

2023 年日本居民房地产投资未出现明显改善，前三季度贡献了实际 GDP 环比年化 0.07% 的增长，高于 2022 年 -0.1% 的水平，但弱于 2019 年 0.1% 的水平。从居民部门杠杆率来看，2023 年日本居民部门依旧保持疫情后降杠杆的行为，这是房地产投资低迷的主要原因。我们认为日本人口老龄化程度高、出生率持续下降等导致

真实购房需求不足。此外，通胀上升使得市场预期日央行即将进行货币政策正常化调整，利率上升不利于房地产资产表现，削弱了居民部门投资购房意愿。

2023 年日本外需对经济增长形成显著支撑，前三季度净出口贡献了实际 GDP 环比年化 1.5% 的增长，相比 2022 年 -0.5% 以及 2019 年 0.1% 的水平显著改善。我们认为日本出口改善主要与日元贬值相关。由于日本是典型的“加工国”，对外贸易呈“高进口、高出口”的特征，当日元开始贬值时，往往对进口冲击较为迅速，但出口改善存在时滞，表现为贸易逆差上升。而当货币贬值一段时间后，价格优势开始凸显，带动出口复苏，表现为贸易逆差改善，甚至出现顺差。2022 年日本外贸明显受原材料涨价影响，净出口对经济增长形成拖累，贸易逆差持续上升。而 2023 年日元贬值增加出口产品竞争力，贸易逆差明显改善，叠加低基数效应，出口表现强劲。

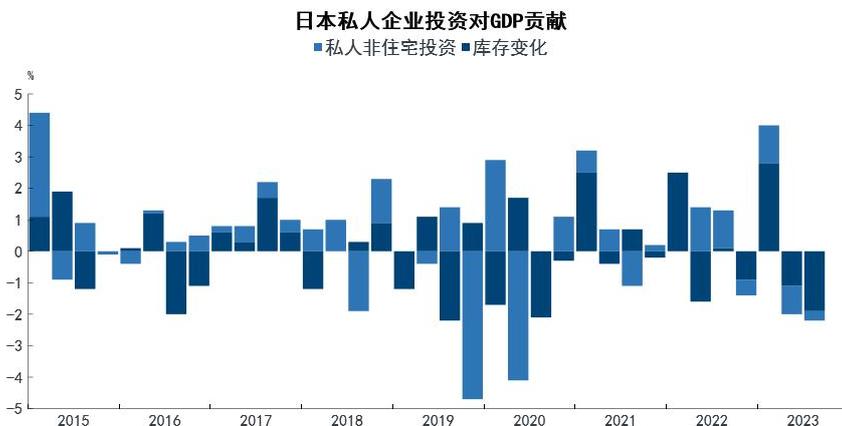
图 14：2023 年日本贸易逆差明显改善



资料来源：WIND，国信证券经济研究所测算和整理

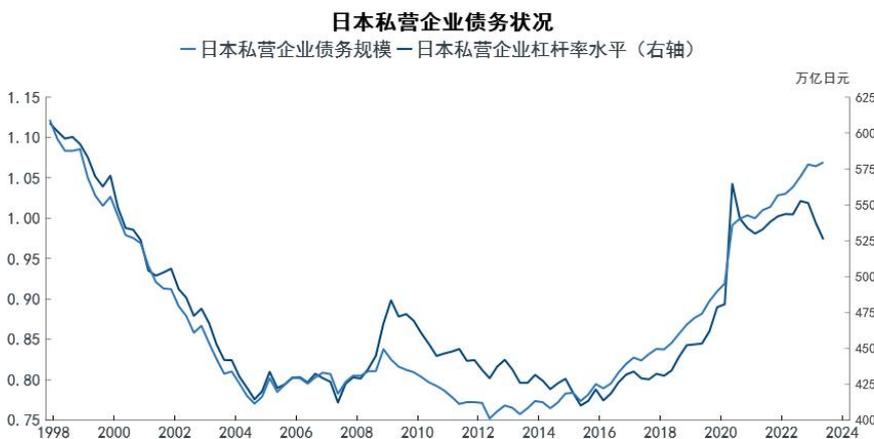
尽管外需强劲，但 2023 年日本私人企业投资表现不佳，有且仅有一季度贡献了实际 GDP 环比年化 4% 的增长，二、三季度贡献转负。并且结构上，以库存投资为主，固定资产投资占比不高。同时 2023 年以来私营企业杠杆率持续下行，日本私人企业去杠杆的意愿较强。

图 15：日本私人企业投资以库存投资为主



资料来源：WIND，国信证券经济研究所测算和整理

图 16：2023 年日本私人企业开始去杠杆



资料来源：WIND，国信证券经济研究所测算和整理

我们认为主要是以下几大因素影响日本私人企业投资：一是内需不振，居民消费和房地产投资依旧偏弱。二是出口改善具有短期性，多个国家央行加息基本接近尾声，日元升值预期下，企业对于外需的信心不足。三是前期企业盈利受损，从PPI-CPI剪刀差来看，2021年下半年-2022年，日本PPI-CPI剪刀差显著走阔，意味着输入性通胀的主要承担对象是日本企业部门，原材料成本上升持续侵蚀企业盈利，弱化了企业资本开支意愿。

图 17：2021 年下半年-2022 年日本 PPI-CPI 剪刀差走阔



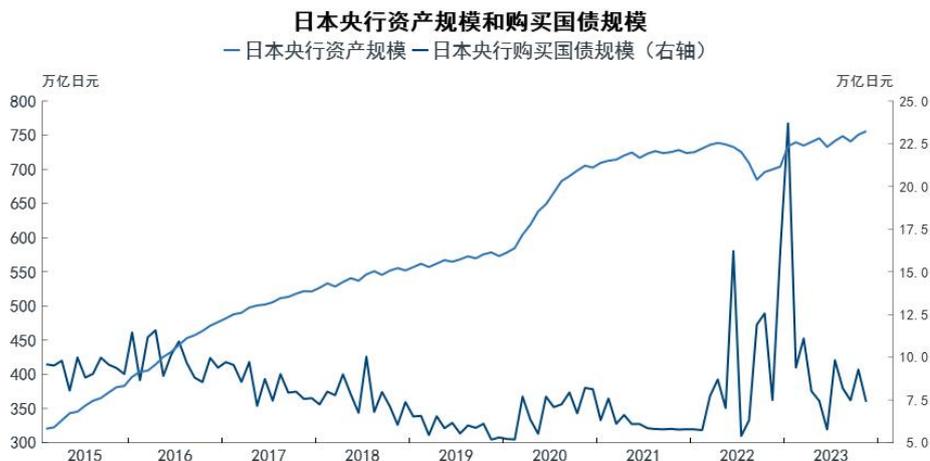
资料来源：WIND，国信证券经济研究所测算和整理

前瞻来看，经济增长方面，我们认为 2024 年日本经济继续复苏的可能性较大，结构上出现“内需回升、外需走弱”的格局：（1）员工薪资将有所改善。日本政府已开始重视员工薪资问题，预计新一轮劳资谈判后，日本居民实际薪资收入增速将转正，同时考虑到财富效应和偏高的消费倾向，日本居民消费潜力充足。（2）企业盈利逐渐好转。2023 年日本贸易逆差持续收窄、PPI-CPI 剪刀差显著收敛，意味着企业盈利有明显改善，将会对企业投资起到较好的刺激作用。（3）出口存在较大挑战。目前全球大部分央行加息接近尾声，预计 2024 年日元汇率进入升值周期，产品竞争力下降；此外，我们预计 2024 年欧美经济增长走弱的可能性较高，外需不足将进一步对出口形成拖累。

通货膨胀方面，我们认为 2024 年日本整体和核心通胀将企稳在 3%左右水平：（1）尽管输入性因素对通胀的影响正在弱化，但内需回升一定程度会对通胀形成支撑。（2）日本员工名义薪资增速正在回升，且日本政府考虑进一步调高员工薪资增长。居民收入预期转好将进一步稳固工资-价格的通胀结构。

货币政策方面，我们认为 2024 年日本央行大概率会退出“收益率曲线控制”（YCC）政策，主要基于两点考虑：（1）当前日本通胀表现基本达到日央行“2%”的目标水平。（2）通胀上升后，长端利率多次逼近或突破区间上限，日央行购债压力激增。

图 18：通胀上升后，日本央行购债压力上升



资料来源：WIND，国信证券经济研究所测算和整理

（三）欧元区经济回顾和展望

2023 年欧元区经济增长进一步下滑。前三季度 GDP 环比年化分别为 0.1%、0.1% 和 -0.1%。较 2022 年 0.5% 和疫情前 2019 年 0.3% 的水平明显走弱。结构上居民消费、资本形成额、净出口均表现不佳。

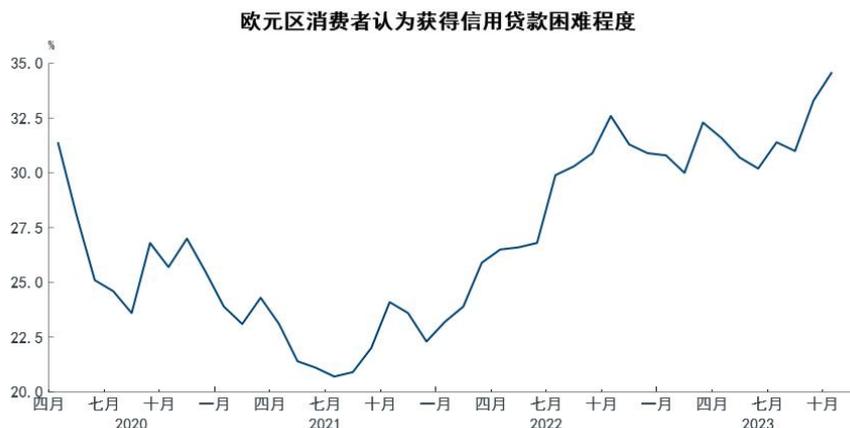
图 19：2023 欧元区 GDP 增长进一步下滑



资料来源：WIND，国信证券经济研究所测算和整理

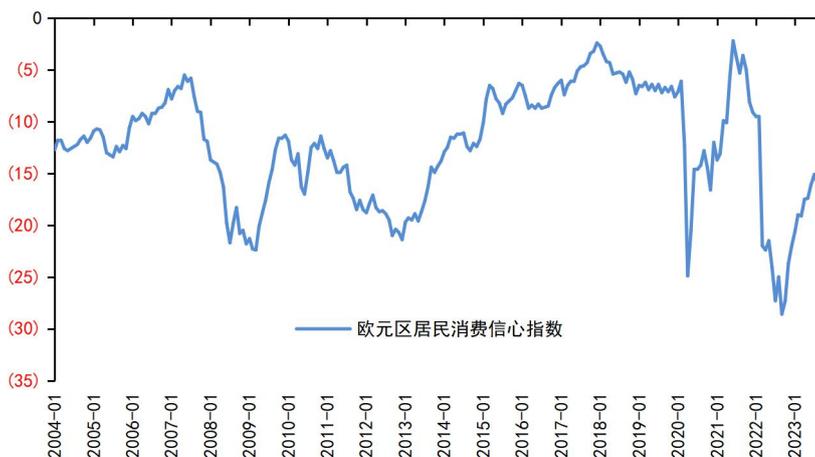
2023 年欧元区居民消费前三季度贡献了实际 GDP 环比年化 0.06% 的增长，较 2022 年 0.16% 的水平继续下滑。我们认为一方面高通胀带来了较高的生活成本，能源价格高企一定程度上挤压了欧洲居民对其他商品和服务的消费；另一方面，瑞士信贷暴雷后，欧洲银行收紧了信贷条件，居民获取信贷难度上升一定程度影响了消费信心。

图 20：2023 年欧元区消费者获取信贷难度增加



资料来源：WIND，国信证券经济研究所测算和整理

图 21：2023 年欧元区居民消费信心处于历史偏低水平



资料来源：WIND，国信证券经济研究所测算和整理

2023 年净出口贡献了欧元区实际 GDP 环比年化 0.03% 的增长，较 2022 年 0.18% 的水平明显走弱。值得关注的是，2023 年出口对实际 GDP 贡献转负，进口对实际 GDP 贡献转正，这意味着 2023 年欧元区进口和出口均出现了负增长。我们认为 2023 年欧元区进出口表现较差受两大因素拖累：（1）海外需求下滑。美国作为欧盟第一大出口国，2023 年美国进口需求偏弱极大影响了欧元区出口。（2）欧元区产品缺乏竞争力。一方面，俄乌战争爆发后欧盟能源短缺问题较为严重，极大推高了欧元区制造业的生产成本；另一方面，由于日元相对欧元贬值，日本产品价格优势显著，进一步挤压了欧元区出口份额。

图 22：2023 年美国进口需求偏弱影响欧元区出口



资料来源：WIND，国信证券经济研究所测算和整理

2023 年欧元区工业产出同比增速持续下滑，截至 2023 年 10 月，欧元区工业产出同比降至-5.7%的历史低位。工业产出转负一方面反映出需求低迷，另一方面也反映了企业对经济前景不乐观，主动补库存动力不强。同时欧央行加息推高了企业融资成本，进一步抑制了企业的资本开支意愿。

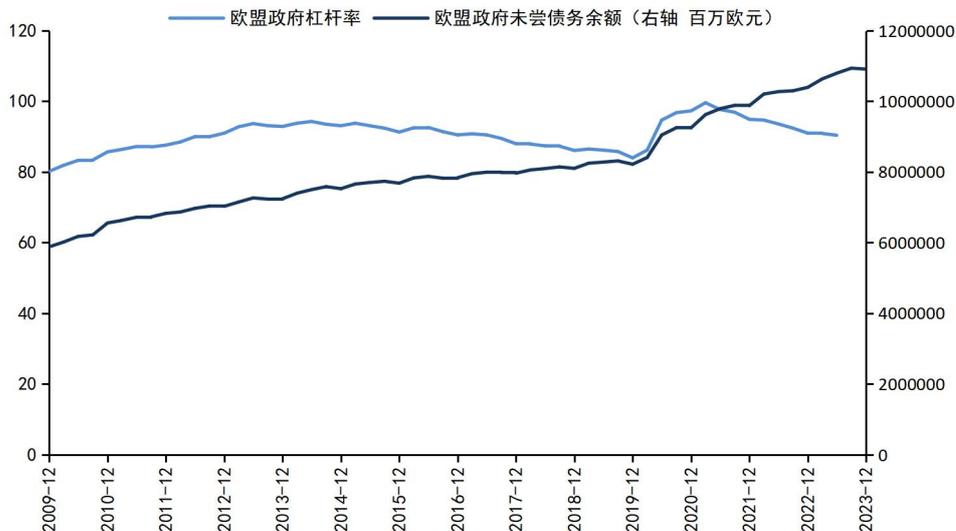
图 23：2023 年欧元区工业产出同比增速转负



资料来源：WIND，国信证券经济研究所测算和整理

2023 年欧盟各国逐步取消与疫情相关的临时措施，并减少对私人投资的补贴，财政对实体经济的支持力度有所下滑，主要表现在政府杠杆率（政府债务/名义 GDP 比重）下滑。

图 24：2023 年欧元区政府杠杆率进一步降低



资料来源：WIND，国信证券经济研究所测算和整理

通胀方面，2023 年欧元区整体通胀和核心通胀呈快速下降的趋势，截至 2023 年 10 月，欧元区 HICP 和核心 HICP 同比分别降至 2.4% 和 3.6% 的水平。一方面，能源价格高位回落、供应链修复等供给端因素改善驱动通胀降温。另一方面，利率上升叠加金融环境收紧对需求的抑制作用开始显现。

图 25：2023 年欧元区通胀快速降温



资料来源：WIND，国信证券经济研究所测算和整理

前瞻来看，我们认为 2024 年欧元区经济衰退风险上升：（1）通胀降温、供应链修复对经济的正向贡献接近尾声。此前供给修复带动通胀快速下行，居民实际收入增速回升、企业原材料成本下降一定程度对冲了货币紧缩对经济增长的抑制作用。但随着通胀企稳，供应链修复结束，高利率对经济的抑制作用将明显加强。

（2）利率上升以及融资条件收紧会抑制居民和企业借贷，增强其储蓄意愿，继续抑制消费者支出以及企业资本开支。欧洲央行消费者预期调查 (CES) 显示，预计抵押贷款利率将继续上升以及预计获得信贷变得更加困难的受访者比例均保持高

位。（3）2024 年全球经济走弱将进一步抑制对欧元区商品的需求，预计欧元区 2024 年出口依旧低迷。（4）财政对经济的支持力度减弱。欧央行预计欧盟各国 2024 年能源相关补贴规模将进一步减少，并于 2025 年退出该补贴政策。预计 2024、2025 年欧元区政府债务杠杆率将降至 83%和 79%的水平。

通胀方面，货币紧缩对经济的抑制作用已开始显现，我们认为 2024 年欧元区通胀将继续下降，但下降速度更为缓慢，主要是食品和服务领域通胀压力的缓解速度较慢、且范围更广。

货币政策方面，考虑到欧元区经济景气显著下滑，2024 年“稳经济”大概率成为欧央行的主要矛盾。（1）欧央行加息基本结束：欧央行认可外部需求疲软和融资条件收紧对投资和消费支出造成越来越大的压力，欧央行政策利率已达“限制性”，再度加息的可能性不大。（2）欧央行降息时点大概率滞后于美联储：若欧央行提前降息，欧元贬值将进一步增加原材料成本，给欧元区经济带来更大的下行压力。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

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

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032