

2023 海外宏观年度展望：下山的路

报告发布日期

2022 年 11 月 30 日

研究结论

- 在年度展望当中，我们将从经济增长、通胀风险、政策反应三个核心位点，前瞻 2023 年度海外宏观形势发展的关键和潜在的变化。
- 2022 年以来，伴随着通胀大幅走高且顽固，央行陆续进入政策紧缩周期，紧缩幅度超出市场预期。先期作用于经济增长的正向因素逐渐消退，经济下行风险加大。主要经济体经济增速预期正处在不断下修的动态中。美国、欧洲、日本经济增速预期均中枢向下，其中美国、欧洲从 23 年初开始的增长已经预期趋于停滞。
- 作为美联储核心决策依据的通胀已经显现出跨越峰值的趋势，名义通胀、核心通胀分别见顶回落。2023 年，由于通胀本身在周期中表现滞后，且经济需求端的压力变得更大，通胀将重新回归对称性的双向超预期风险。结合领先指标、基本面形势通胀各主要分项进行预测，我们预计 CPI 同比大致在 2022 年末下行至 6-6.5%，在 2023 年 6 月份下行至 3.5-4%。而核心通胀虽然在近期确认见顶，下行速度会比名义通胀更加缓慢，可能在 23H1 出现核心通胀高于名义通胀的局面。
- 欧洲、日本作为更大体量的能源进口经济体，共同受到更加严重的输入性通胀冲击。目前欧洲、日本通胀最早预计在 22 年底前后见顶。同时，通胀长期维持高位，正在带动欧洲、日本核心通胀上行，这意味着欧日货币当局也无法以输入性通胀为由对价格水平的高企放松警惕，至少在持续冲高的过程当中，通胀将成为欧日货币政策的主要影响因素。
- 在经济每况愈下，通胀趋于回落的背景下，政府就更加难以抑制边际扩张的政策冲动，从而有可能在滞胀尾声阶段出现财政急于托举经济，而货币力求抑制遏制通胀的困局。财政冒进的冲动，是滞胀周期平静谢幕前“最后的诱惑”。目前看来，欧洲由于面临的经济衰退压力最大，也是当前宽财政政策倾向表现最为强烈的市场，同时也是主权信用风险担忧最为明显的市场。相较之下，在刚刚完成中期选举的美国，经济压力诱发财政扩张的概率较低，23 年美国财政甚至有边际紧缩的风险。
- 通胀水平仍将成为央行的核心决策依据，但受制于比以往加息尾声阶段更加严苛的经济和金融条件，央行可能需要在通胀、经济、金融条件的多元目标之间寻求再平衡。我们估计 23Q2 通胀可以给出满足美联储确立加息终点的水平，或者市场建立美联储加息终点预期的通胀水平，美联储货币政策到达下一个转向点。在这个过程中，经济指标和金融条件有可能加速政策转向的达成。欧洲通胀尚未见顶，根据利率期货定价，市场预期加息周期终点位于 23 年 7 月。日本方面，市场预期日银暂时按兵不动，但是在 23 年确实存在越发明显的货币政策紧缩预期。
- 资产表现展望：基准情形下：美债 > 美股 > 黄金 > 商品。严重衰退情形下：美债 > 黄金 > 美股、商品。

风险提示

根据领先指标和模型预测的结果可能存在偏差。
基本面和金融条件变化的非线性。
地缘政治形势发展存在不确定性。

证券分析师

王仲尧 021-63325888*3267
wangzhongyao1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518050001
香港证监会牌照：BQJ932

孙金霞 021-63325888*7590
sunjinxia@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860515070001

曹靖楠 021-63325888*3046
caojingnan@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520010001

联系人

吴泽青 wuzeqing@orientsec.com.cn

相关报告

美国：通胀新变化，联储转向点？	2022-11-08
能源危机：现况、测算、欧洲宏观环境关键变化前瞻	2022-10-03
交易衰退？交易宽松？还是交易滞胀？——海外宏观一周札记 0808	2022-08-10
衰退周期与美股回调的历史镜鉴：——海外宏观一周札记 0720	2022-07-20
通胀、增长、政策：拐点谁先来？——海外宏观 2022 年中期策略	2022-06-20
美国的衰退近了吗：经济领先指标目前什么状况？	2022-04-14

目录

经济：下行压力加大	5
美国：内生动能持续疲弱，消费、住宅投资为承压环节	5
欧日：等待更大的下行压力显现	7
通胀：如其在上，如其在下	9
美国：通胀开始走下山路	9
欧洲、日本：峰值未到	11
宽财政：最后的诱惑	11
已经出现的财政扩张尝试	12
在欧洲，正向主权信用担忧传导	13
中期选举锁住美国财政空间，警惕债务上限风波	14
货币政策：无所谓还是无所畏惧？	16
央行的加息终点	16
市场影响展望	18
可比宏观环境下的大类资产表现	18
美债	18
美股	19
美元	20
风险提示	20

图表目录

图 1：实际 GDP 同比增速机构预期中值：美国、日本、欧元区（%）	5
图 2：美国本轮经济周期风险源头、传导及相关指标	5
图 3：Umich 消费信心、谘商会消费预期指数、个人实际可支配收入同比、CPI 同比（同比增速单位为%）	6
图 4：美国 PCE 月环比变化（%）	6
图 5：10 年按揭利率（%）、MBA 购买指数、私人住宅营建许可数	6
图 6：资本品订单 vs 非住宅投资环比年率（右，%）	7
图 7：美国企业税前利润同比	7
图 8：欧洲主要国家零售销售额环比（%）	7
图 9：EU 天然气消费结构：按用途和部门划分（2020）	8
图 10：德国工厂订单、工业产值环比（%）	8
图 11：制造业 PMI：日本、美国、欧洲	8
图 12：日本贸易逆差（百万日元）vs 原油价格（美元/桶）	8
图 13：CPI 能源项同比 vs 美国汽油零售价格同比（%）	9
图 14：联合国食品价格指数领先 CPI 食品项同比约 8 个月	9
图 15：Manheim、Blackbook、CPI 二手车价格环比	10
图 16：Zillow、Apartment List、CPI 住房项月环比季调	10
图 17：Zillow、AL 不同领先阶数下对 CPI 租客房租项的相关系数	10
图 18：Zillow、AL 不同领先阶数下对 CPI 业主等价租金项的相关系数	10
图 19：CPI 同比及预测值	11
图 20：欧洲 CPI 同比及分项拉动（%）	11
图 21：日本 CPI 同比及分项拉动（%）	11
图 22：10 年期英债收益率（%）：22H2	12
图 23：英镑兑美元汇率：22H2	12
图 24：全球主要经济体已经出现的宽财政实践和方案设想	13
图 25：EU27+英国：主权债收益率 vs 变动（YTD）	13
图 26：EU27+英国：赤字率 vs 债务规模（2022Q1）	13
图 27：欧洲国家主权债 CDS（bp）	14
图 28：欧洲国家近期主权信用展望下修情况汇总	14
图 29：拜登财政计划（BBB）内容构成、立法进度、投票记录	15
图 30：2011 债务上限危机与博弈结果复盘	15
图 31：22H2 全球主要经济体央行的边际宽松信号	16
图 32：历次美联储加息终点时刻的宏观指标表现	16
图 33：FFR 期货路径隐含美国加息预期	17

图 34：美元 3m OIS 定价.....	17
图 35：利率期货显示的欧洲加息预期.....	17
图 36：利率期货显示的日本加息预期.....	17
图 37：可比宏观环境下的资产表现历史复盘.....	18
图 38：10y 美债收益率 vs 联邦基金目标利率（%）.....	19
图 39：SPXFwd 12 动态 PE 和 EPS.....	20
图 40：SPX Fwd12 EPS 同比 vs 美国名义 GDP 同比（%）.....	20
图 41：美元指数 vs 衰退周期（黄色阴影）.....	20

在 2023 年的年度展望当中，我们将再次从经济增长、通胀风险、政策反应三个核心位面出发，尝试前瞻下一阶段海外宏观形势发展的关键和潜在的变化。

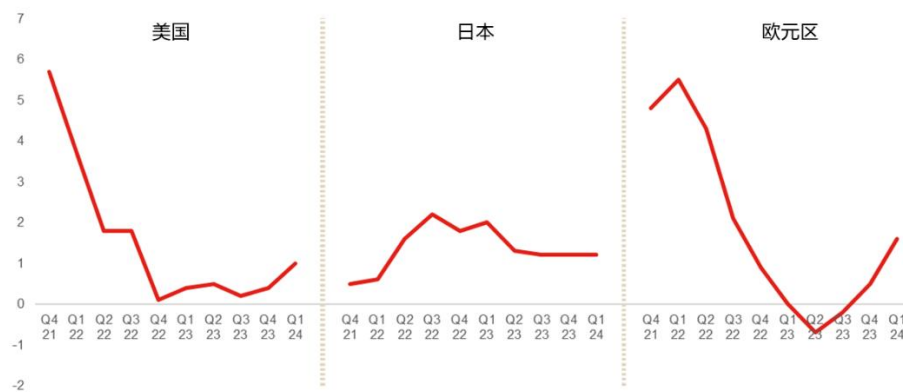
经济：下行压力加大

Covid-19 大流行冲击后，海外主要经济体曾先后经历了财政刺激推高消费、疫情管控放开下的服务消费报复式反弹，低利率刺激资本开支、地产投融资活动扩张和金融市场条件改善。

但是 2022 年以来，伴随着通胀大幅走高且顽固，央行陆续进入政策紧缩周期，紧缩幅度超出市场预期。先期作用于经济增长的正向因素逐渐消退，经济下行风险加大。主要经济体经济增速预期正处在不断下修的动态中。

随着经济增长的持续下行，2023 年，不少经济体或将真正面临步入衰退周期的考验。美国、欧洲、日本经济增速预期均中枢向下，其中美国、欧洲从 23 年初开始的增长已经预期趋于停滞。

图 1：实际 GDP 同比增速机构预期中值：美国、日本、欧元区（%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

美国：内生动能持续疲弱，消费、住宅投资为承压环节

高通胀抑制实际收入、消费需求，加剧货币紧缩，是美国经济面临的主要风险源。从 22H1 开始，美国实际 GDP 已经进入环比负增长，22Q3 虽然重回正增，但主要靠贸易项拉动。如果剔除贸易、库存变化，从国内最终销售（更加稳定的即期经济内生动能衡量标尺）来看，美国经济增长已经明显弱于趋势。消费、投资方面，都有受到明显负面影响的薄弱环节。

图 2：美国本轮经济周期风险源头、传导及相关指标



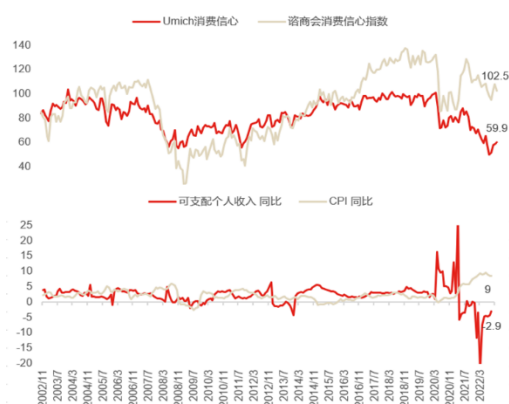
数据来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

消费：收入见底和通胀见顶的竞速。高通胀导致实际收入萎缩，挤压居民消费能力，美国居民消费预期在 22 年大幅崩塌，密歇根大学消费信心指数一度刷新历史低位。在这个大背景下，商品消费呈现明显的萎缩趋势，服务消费仍受益于疫情缓释表现出韧性。但是整体上，居民消费增长疲弱，仅勉强维持正增长。

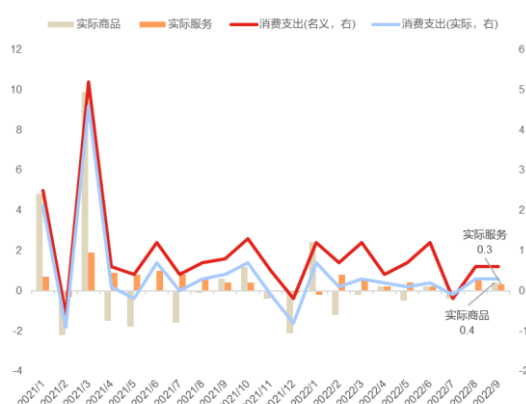
但是需要注意到，近期随着通胀（及通胀预期）见顶，实际收入增长有所修复，美国居民消费信心正在缓慢复苏。消费未来能否维持相对韧性，取决于经济持续下行与通胀逐渐缓释之间的竞速。如果实际收入水平能够维持当前的稳定回升，我们预期美国消费在 23 年仍有希望保持小幅度的正增长。

图 3：Umich 消费信心、谘商会消费预期指数、个人实际可支配收入同比、CPI 同比（同比增速单位为%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 4：美国 PCE 月环比变化（%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

投资：住宅/建筑投资承压，设备投资存在下行压力。22 年美国投资端的压力主要体现在住宅投资、建筑投资。受到激进加息周期的直接影响，美国按揭贷款利率飙升，住宅销售端冷却。住宅投资周期的表现与销售大致同步，营建许可、营建支出等指标均出现较大幅度的下行。从 GDP 分项来看，住宅投资几乎是今年美国经济当中表现最差的部分。22Q2、Q3 环比年率增长分别为-17.8%、-26.4%。未来，如果美联储加息并维持在限制性区间（正的实际利率），货币政策对美国房地产市场和住宅投资的抑制作用将会持续。

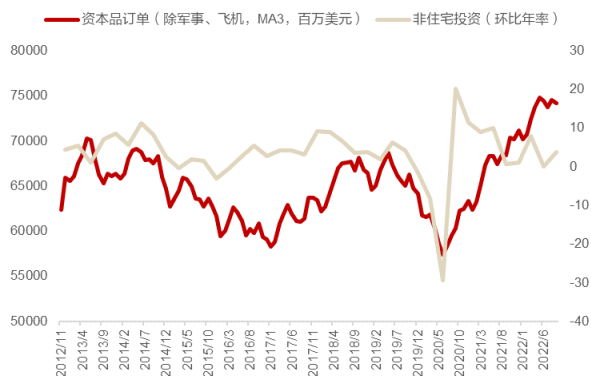
图 5：10 年按揭利率（%）、MBA 购买指数、私人住宅营建许可数



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

更多同企业资本开支相关的非住宅投资暂时维持韧性。作为企业投资景气度、资本开支领先指标的资本品订单在 22 年表现不差，预示着非住宅投资韧性可能继续维持。但我们认为，企业盈利是投资的重要前置条件，在价格持续下行的过程当中，经济增长萎缩的问题越发暴露，我们担心届时企业投资也难以抵御经济持续下行的压力。

图 6：资本品订单（百万美元）vs 非住宅投资环比年率（右，%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 7：美国企业税前利润同比

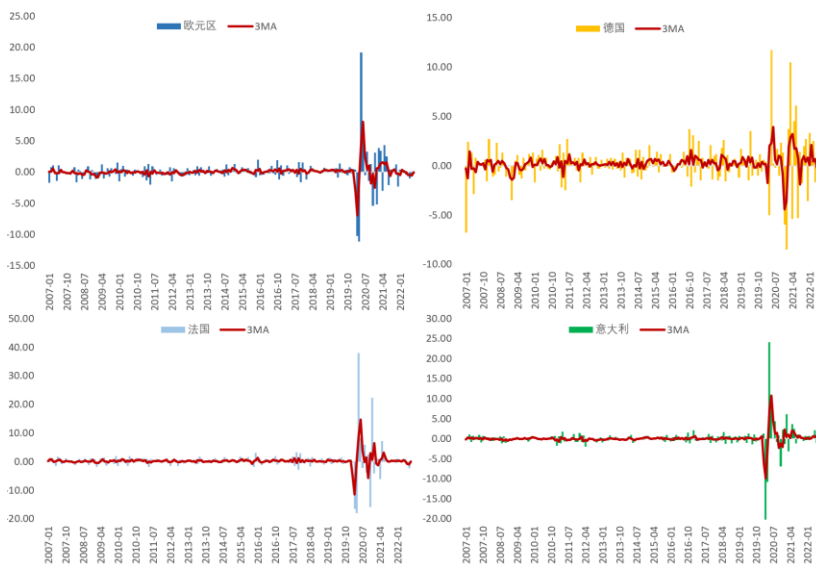


数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

欧日：等待更大的下行压力显现

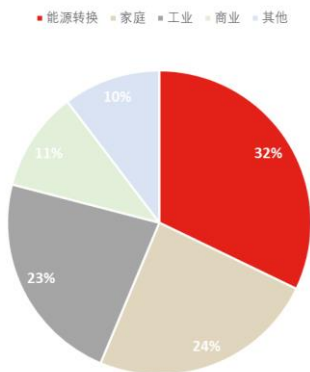
欧洲上半年经济增速较高。但是从下半年开始，欧洲才正式进入加息周期，且加息节奏较快。从居民收入、消费者信心、工厂订单、制造业 PMI 等经济领先指标来看，消费信心恶化、工厂订单下行、PMI 落入荣枯线以下，意味着欧洲经济趋势不容乐观。

图 8：欧洲主要国家零售销售额环比（%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 9：EU 天然气消费结构：按用途和部门划分（2020）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 10：德国工厂订单、工业产值环比（%）

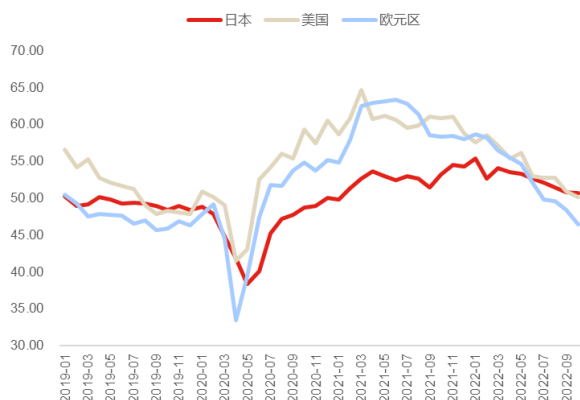


数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

此外，欧洲经济还将在入冬后面临能源危机的影响。从秋季开始，俄罗斯大幅收缩了对欧洲的天然气供给量，短期当中，其他气源难以回补俄罗斯的供给缺口，12月5日开始，欧洲对俄罗斯海运石油的禁运制裁还将生效。这有可能进一步挤压欧洲冬天的能源需求，尤其是对工业生产造成减产、停产的风险，从而带来更加严重的经济增长拖累。根据彭博统计的机构预期中值，欧元区实际 GDP 将在今年四季度出现环比-0.4%的负增长，此后在 23H1 维持低位。

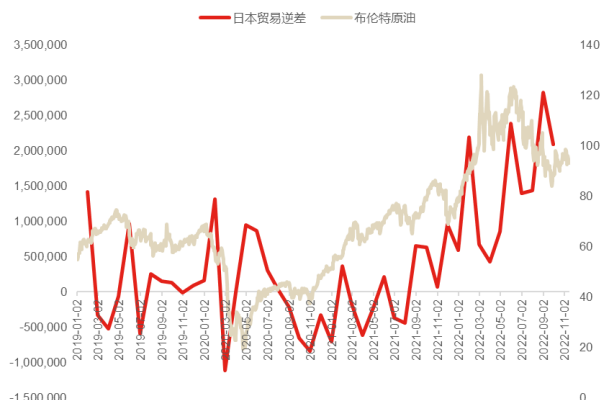
日本由于尚未进入货币政策紧缩周期，其经济维持了相对稳定的景气度，但是通胀也同样对日本消费需求开始形成挤压。同时，日本的生产、出口也受到输入性通胀的直接影响，22 年贸易逆差维持在高位，本币不断贬值，形成输入性通胀-贸易逆差-本币贬值的负面螺旋。在货币政策维持宽松的情形下，预计日本经济仍将在 23 年趋势降速。

图 11：制造业 PMI：日本、美国、欧元区



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 12：日本贸易逆差（百万日元）vs 原油价格（美元/桶）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

通胀：如其在上，如其在下

今年，在不断超预期上行的通胀之下，海外货币当局以遏制通胀为首要政策目标，致使美国、欧洲货币政策陆续走上激进的紧缩路径，加重衰退风险。因此，高通胀成为 22 年全球宏观和市场的风险源头。

现在，作为美联储核心决策依据的通胀已经显现出跨越峰值的趋势，名义通胀、核心通胀分别见顶回落。2023 年，由于通胀本身在周期中表现滞后，且经济需求端的压力变得更大，通胀将重新回归对称性的双向超预期风险。基准情形通胀走下行通道，上侧、下侧风险同时存在。也就是说，通胀上行过程中发生的预期内的趋势连续性和超预期的波动情形（主要为上侧），可能镜像地在下行过程当中重演——“如其在上，如其在下”。

美国：通胀开始走下山路

美国通胀(CPI 同比)自 2021 年一季度突破 2%，此后持续超预期上行。2022 年初至今，美国 CPI 同比一直在 6%-9.1% 的区间高位运行。但是下半年开始，名义通胀同比趋势回落，最新读数为 10 月份的 7.7%，低于市场预期，此前较为顽固的核心通胀也开始回落，但仍然远高于新冠疫情冲击以前的通胀中枢水平。

进入 23 年，目前通胀连续回落的趋势有望持续：

-1) 能源通胀基准情形下跟随油价持续下行，22Q4 存在上行风险。但基数效应决定 23 年大概率同比难再形成拉动。-2) 食品通胀同比预计在 22 年底前后见顶。-3) 二手车价格 22Q3 大跌，预示未来商品通胀可能进一步下行。-4) 医疗服务挂钩的医疗保险留存收益基期调整，医疗服务通胀下行；-5) CPI 住宅通胀在统计方法上难以即时性反映房租市场价格边际变化，滞后约 10-11 个月，则作为当前核心通胀主导因素的住宅通胀有望在 22Q4 环比见顶回落，并随后转入同比回落，这将是 23 年通胀水平下行的关键。

图 13: CPI 能源项同比 vs 美国汽油零售价格同比 (%)



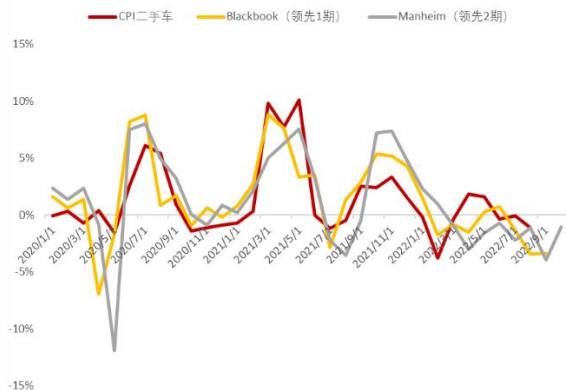
数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 14: 联合国食品价格指数领先 CPI 食品项同比约 8 个月



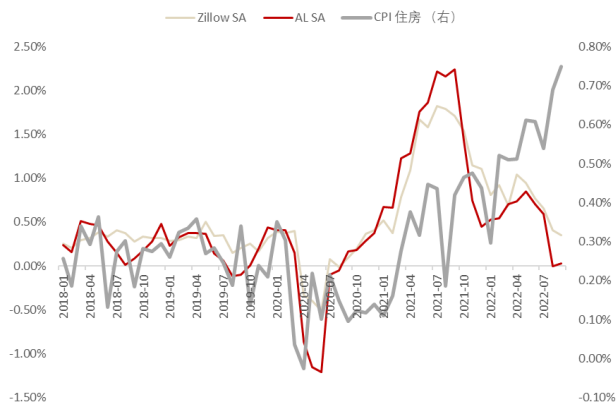
数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 15: Manheim、Blackbook、CPI 二手车价格环比



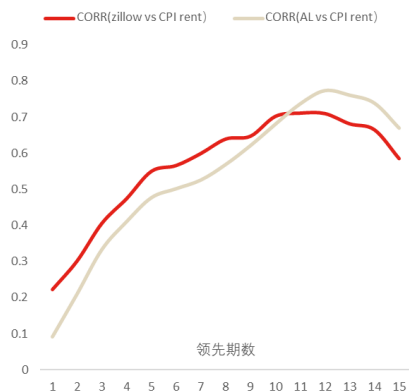
数据来源: Bloomberg, Manheim, Blackbook, 东方证券研究所

图 16: Zillow、Apartment List、CPI 住房项月环比季调



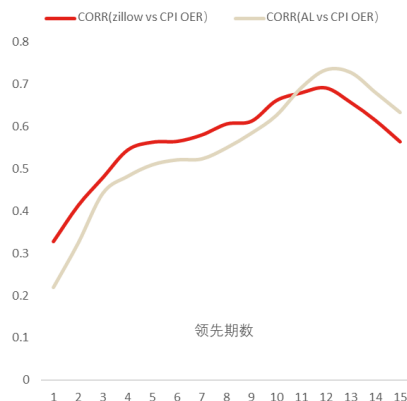
数据来源: Bloomberg, Zillow、Apartment List, 东方证券研究所

图 17: Zillow、AL 不同领先阶数下对 CPI 租客房租项的相关系数



数据来源: Bloomberg, Zillow、Apartment List, 东方证券研究所

图 18: Zillow、AL 不同领先阶数下对 CPI 业主等价租金项的相关系数



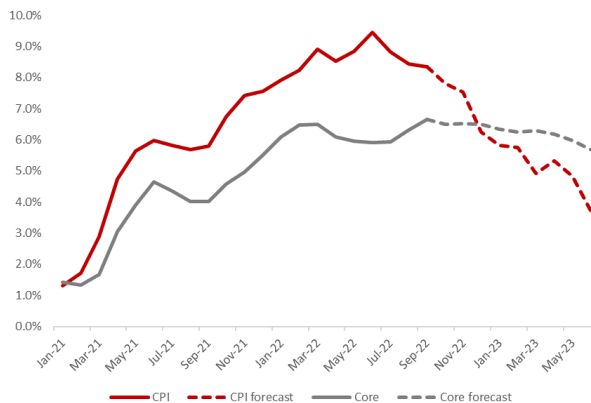
数据来源: Bloomberg, Zillow、Apartment List, 东方证券研究所

综合上, 美国通胀可能在 23 年继续走下山路, 在价格线性发展的趋势下, 这将会是一条艰难漫长的道路。结合领先指标、基本面形势通胀各主要分项进行预测, 我们预计 CPI 同比大致在 2022 年末下行至 6-6.5%, 在 2023 年 6 月份下行至 3.5-4%。而核心通胀虽然在近期确认见顶, 下行速度会比名义通胀更加缓慢, 可能在 23H1 出现核心通胀高于名义通胀的局面。

当然, 价格非线性发展的可能性在 23 年也必须被重视。例如地缘冲突大幅恶化导致油价出现二轮飙升, 有可能对通胀的连续下行趋势造成破坏, 且能源价格同核心通胀水平存在一定程度的联动, 核心通胀的下移也将受到阻碍。

另一方面, 市场对未来经济和就业冷却的节奏也并无清晰准确的预期, 如果发生就业市场的快速崩塌和衰退, 或者地缘政治冲突的峰回路转, 将会导致通胀向下的非线性回落。届时我们的预测也需要依据现实情况的变化再行更新和调整。

图 19: CPI 同比及预测值

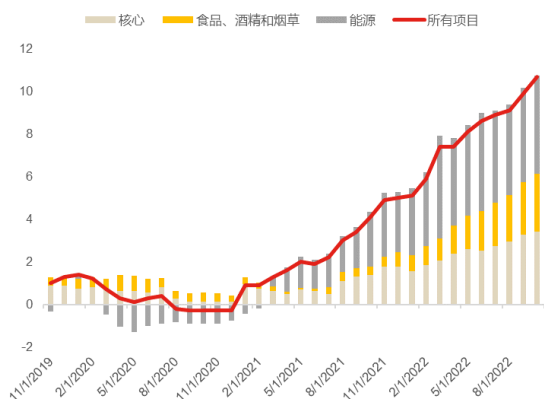


数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所

欧洲、日本：峰值未到

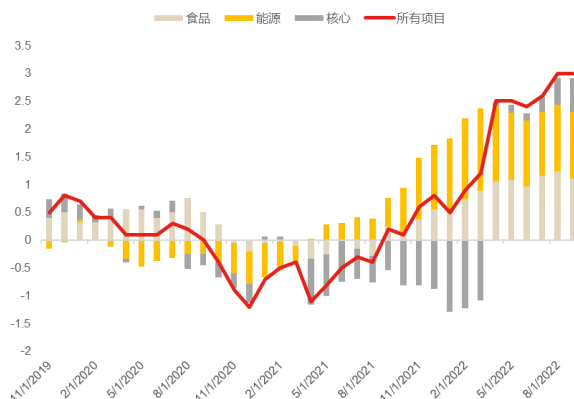
欧洲、日本作为更大体量的能源进口经济体，共同受到更加严重的输入性通胀冲击。日本在长年通缩后，通胀已经连续 4 个月超过 2% 的目标水平，欧洲通胀则已经超出美国通胀水平。目前欧洲、日本通胀最早预计在 22 年底前后见顶。同时，通胀长期维持高位，正在带动欧洲、日本核心通胀上行，这意味着欧日货币当局也无法以输入性通胀为由对价格水平的高企放松警惕，至少在持续冲高的过程当中，通胀将成为欧日货币政策的主要影响因素。

图 20: 欧洲 CPI 同比及分项拉动 (%)



数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所

图 21: 日本 CPI 同比及分项拉动 (%)



数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所

宽财政：最后的诱惑

不同于货币当局，在任政府和政党多以经济增长、就业等指标作为执政的 KPI。那么在经济每况愈下，通胀趋于回落的背景下，政府就更加难以抑制边际扩张的政策冲动，从而有可能在滞胀尾声阶段出现财政急于托举经济，而货币力求抑制遏制通胀的困局。财政冒进的冲动，是滞胀周期平静谢幕前“最后的诱惑”。

在通胀尚未平抑、货币紧缩尚未结束的情况下，扩张性财政可能会重新加剧通胀风险，拉高主权债收益率，甚至引发主权信用风险担忧，传导路径为：

- 1) 无法实现自我融资（收入端扩张）的财政方案，将会扩大国债供给；
- 2) 财政刺激放大即期通胀，抬高中长期通胀预期，加重央行治理通胀（加息）的任务；
- 3) 上述两项结合，在更严峻的升息环境下，恶化潜在的主权信用风险。

已经出现的财政扩张尝试

尽管风险较高，但 22H2 以来，已有海外主要经济体展开财政扩张的实践或者尝试，期间也一度造成主权债市场的下跌压力乃至危机：

英国：特拉斯内阁上台后尝试推进约 450 亿英镑的财政刺激方案，聚焦减税、能源补贴。该方案随后引发市场剧烈震荡，方案被迫停止推进，并直接导致了特拉斯下台。现在继任首相苏纳克和财相亨特正致力于修改该财政方案，想尽办法平衡该方案带来的财政赤字扩张。“迷你预算”包括将个人所得税的基本税率从 20% 下调到 19%；废除税率为 45% 的高收入所得税；撤销此前宣布将公司税从 19% 提高至 25% 的计划；搁置正在讨论中的卫生和社会福利税等。

图 22：10 年期英债收益率（%）：22H2



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 23：英镑兑美元汇率：22H2



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

德国：朔尔茨政府推动了一份规模约 2000 亿欧元的财政刺激方案，以对本国在能源危机影响下的经济和社会民生压力。主要包括——

- 推广可再生能源，加快液化天然气基础设施建设，并推动扩大欧洲对氢兼容管道基础设施的投资。
- 对个人消费者和中小型企业的一定用量内电力费用设定上限，高于这一用量的部分将按照市场价格定价，能源供应商将获得国家补贴。
- 设置天然气价格上限，具体设计和指导方针将在专家委员会得出结果后确定，预计为 10 月中旬。
- 取消原定 10 月开始征收的天然气附加税，将天然气增值税税率从 19% 下调至 7%。
- 重启曾为应对新冠疫情而设立的“经济稳定基金”（WSF）。

目前德国财政刺激方案已经基本敲定了配套的债务融资方案，期间德债市场表现出较为显著的下跌压力，但受益于德国良好的财政条件和主权信用，并未出现类似 22 年 9 月英债市场的风波。

意大利：新上任的梅洛尼内阁同样在竞选过程中承诺了大量财政刺激措施，从竞选过程当中的倡议来看，主要包括削减能源和其他必需品的增值税、增加对家庭能源消费补贴、提高失业、养老保险的最低额、支持航空、电信等行业国有化、支持扩大基础设施投资、支持欧盟的能源价格上限、希望重启核能建设等等。成型的财政方案有待后续推进敲定。

日本：岸田政府 10 月份宣布了规模约 72 万亿日元（约 4900 亿美元）的财政扩张方案，主要内容也是应对大宗商品通胀影响，包括削减家庭水电费、对石油批发商提供补贴、促进入境旅游业的复苏、增加日本农产品的海外出口、在财政上支持国内谷物和化肥产量等。

图 24：全球主要经济体已经出现的宽财政实践和方案设想

国家	时间	金额	主要内容
英国	9.8	1500亿英镑	紧急能源计划：把家庭能源账单控制在2500英镑/年左右、暂时取消150英镑的环保税、为能源交易商提供流动性工具支持、发放新的北海石油气勘探许可证、重启水力压裂开发页岩气
英国	9.23	450亿英镑	“迷你预算”：将个人所得税的基本税率从20%下调到19%、废除税率为45%的高收入所得税、撤销此前宣布将公司税从19%提高至25%的计划、搁置正在讨论中的卫生和社会福利税
英国	11.17	平衡	财政大臣亨特将寻求通过削减约300亿英镑开支和增加200亿英镑税收填补该国公共财政的500亿英镑（约合570亿美元）缺口
德国	9.29	2000亿欧元	推广可再生能源、上限电力费用设定、设置天然气价格上限、取消天然气附加税、重启“经济稳定基金”（WSF）
日本	10.28	71.6万亿日元	削减家庭水电费、对石油批发商提供的现有补贴、促进入境旅游业的复苏、增加日本农产品的海外出口、在财政上支持国内谷物、化肥产量
意大利	11.4	100 亿欧元	天然气和电费补助、延长能源密集型公司的税收减免

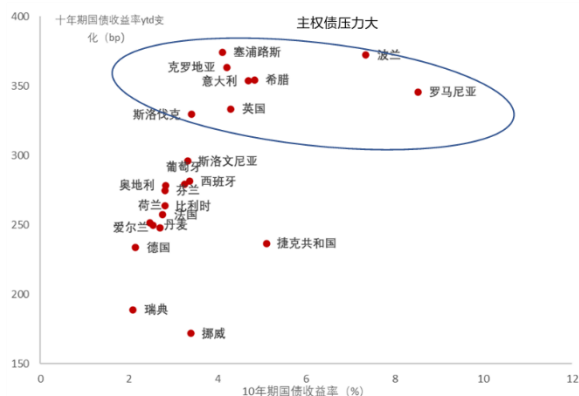
数据来源：wiki、东方证券研究所

在欧洲，正向主权信用担忧传导

目前看来，欧洲由于面临的经济衰退压力最大，也是当前宽财政政策倾向表现最为强烈的市场，同时也是主权信用风险担忧最为明显的市场。

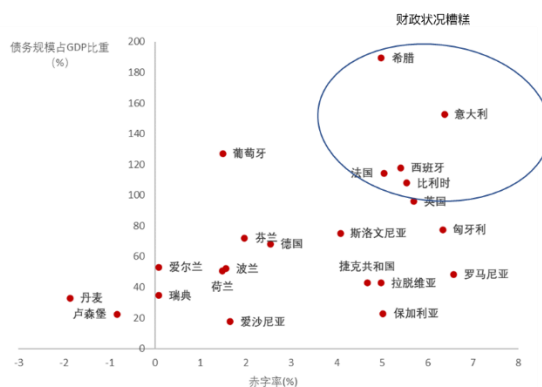
22 年初至今，整个欧洲主权债市场已经经历过幅度可观的下跌，从市场表现（主权债跌幅）来看，压力主要集中在：-1）受到能源危机更加直接影响的中欧、东欧国家；-2）财政条件（赤字率、政府债务规模）较为恶劣的国家。

图 25：EU27+英国：主权债收益率 vs 变动（YTD）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 26：EU27+英国：赤字率 vs 债务规模（2022Q1）

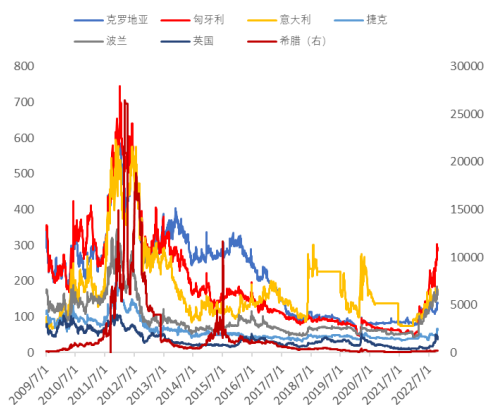


数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

主权信用风险目前已经表现在欧洲主权债违约互换（CDS）定价走势和水平上：22H2 以来，大量欧洲国家主权债 5 年期 CDS 走高，目前水平大致可以对标 2010 年水平，彼时希腊已经被下调主权信用评级，主权信用风险的担忧正在欧洲更多国家酝酿扩散。从评级来看，下半年以来至少有 8 个欧洲国家遭遇了主权信用评级展望的下调，但评级下调情况目前还没有在欧盟成员国出现。

图 27：欧洲国家主权债 CDS (bp)



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 28：欧洲国家近期主权信用展望下修情况汇总

国家	时间	负面展望机构	目前评级
意大利	Aug-22	穆迪	Baa3u
斯洛伐克	Aug-22	穆迪	A2
	Aug-22	惠誉	A
	May-22	标普	A+
爱沙尼亚	Aug-22	惠誉	AA-u
奥地利	Oct-22	惠誉	AA+u
匈牙利	Aug-22	标普	BBB
捷克	Aug-22	穆迪	Aa3
	May-22	惠誉	AA-
英国	Oct-22	穆迪	Aa3u
	Oct-22	惠誉	AA-u
	Sep-22	标普	AAu

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

我们认为未来欧洲国家财政条件可能会继续走弱，信用风险可能在未来进一步发酵。在经历了 2010-2012 的欧债危机后，更加严格的财政纪律约束下，多数欧盟成员国向财政平衡方向发展，但新冠冲击后，欧盟财政整体恶化，赤字率和政府债务规模再度走高。当前，财政压力较大国家的赤字率水平上升但仍明显好于欧债危机时期水平，但后续如果欧洲进入衰退，GDP 下滑叠加可能出现的财政扩张，财政条件有可能会快速恶化，逼近 2010-2011 遭遇评级下调时期的赤字率水平。届时，欧洲主权信用风险有可能会进一步发酵。2023 年需要对欧洲国家财政条件、市场预期和定价保持观察，特别是关注欧洲国家财政政策冲击再度出现的可能性及市场反馈。欧洲风险如果出现，有可能成为改变全球宏观和政策周期节奏的催化剂。

中期选举锁住美国财政空间，警惕债务上限风波

相较之下，在刚刚完成中期选举的美国，经济压力诱发财政扩张的概率较低，23 年美国财政甚至有边际紧缩的风险。美国中期选举结果目前尚未定论，但根据最新计票情况（截至 2022.11.14），民主党有较大概率丢失众议院多数，在参议院则存在两种可能：维持 50 比 50 的边际优势，或者取得 51:49 的扩大优势。但无论最终何种情形落地，对后续美国财政政策判断基本是无差异的，影响的关键在于大概率丢失的众议院。

美国财政前瞻的重点之一在于拜登未完成的财政方案。但是从 22 年拜登财政关键立法投票记录来看，当前国会跨党派共识为 0——即使是对党内中间派议员（曼钦）一再妥协之后形成的《通胀削减法案》，在参议院、众议院都未获得任何共和党议员赞成票。这意味着丢掉一院之后，拜登财政剩余部分已经几乎不存在继续推进的可能性。

图 29：拜登财政计划（BBB）内容构成、立法进度、投票记录

重建美好未来—— BBB	法案载体	投票记录	法案载体	投票记录
美国援助计划—— American Rescue Plan	2021.3 ARPA 1.9 tn	50:49 220:211		
美国就业计划 American Jobs Plan 2.3万亿	2021.8 IIJA 547-715 bn	69:30 228:206		
美国家庭计划 American Families Plan 3.5 tn	2021.11 BBBA 1.7 tn	220:213 /	2022.8 IRA 811 bn revenue 773 bn spending	51:50 220:207

数据来源：wiki、东方证券研究所

重点之二在于 23 年重启的债务上限问题。由于当前美国政府债务规模再次达到了法定上限，最早在 23H2，国会将就债务上限问题进行决策立法。届时，国会共和党可能以抬升（或者冻结）债务上限为筹码，要求民主党政府削减财政支出。可比的历史案例是发生在 2011 年的美国债务上限危机，国会最终换取了时任民主党政府大幅削减未来财政支出的承诺，而彼时美国政治格局即是：共和党掌控众议院，民主党掌控白宫和参议院。

图 30：2011 债务上限危机与博弈结果复盘

主张	妥协	最终协议
民主党 - 大幅度、无条件地增加债务上限，以保证 2013 年前有足够上限继续借款 - 增加税收以减少赤字 - 不削减开支	- 同意削减开支幅度大于债务上限提升幅度 - 同意削减医疗保险支出，但不适用于社会保障，医疗补助，或退伍军人补助 - 放弃增税计划	10 年内削减 9170 亿美元财政支出，以换取增加 9000 亿美元的债务上限 - 设立国会特别委员会，审议政府削减赤字的方案，若不通过则触发全面削减方案，全面削减不适用于社会保障、医疗补助等 - 设立可自由支配的开支上限直至 2021 年
共和党 - 提高债务上限必须相应地削减开支 2013 年前大幅削减开支 - 设定政府消费上限	- 同意立即提高债务上限 - 允许 10 年内完成削减开支的计划 - 允许政府在支出上限内自由支配	

数据来源：wiki、东方证券研究所

需要留意债务上限危机如果发酵，可能在短期中造成美债市场大幅波动的风险。2011 年 10 月份，10 年期美债收益率在债务上限问题影响当中上行约 40bp。

综上，如果中选结果确认后，共和党至少掌控国会一院，我们预期在不发生严重经济衰退的情况下，美国财政面对经济下行压力的基准立场将是不作为，甚至可能在党派政治主导下，出现顺周期紧缩财政的风险。如果美国在 23 年出现较为严重衰退和失业率跳升，国会或受迫于民意压力，仅展开规模有限的财政扩张。

总而言之，对后续美国财政政策基准情形的展望进一步确认了 23 年美国经济基本面下行的趋势，加重了经济衰退风险担忧，也是在围绕货币政策转向的判断之外，另一个促动美债收益率拐点的政策因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

货币政策：无所谓还是无所畏惧？

22 年，全球货币当局的热词是无所畏惧控制通胀（whatever it takes），但由于实质性衰退尚未在任何一个主要经济体确认，货币当局迄今为止其实并没有承担政策紧缩乃至至于过度紧缩带来的显著政策成本和道德风险，政策立场发展至今反而近于无所谓（whatever）——央行不知道紧缩的全部后果，也不考虑紧缩是否过度（鲍威尔于美联储 11 月利率会议发布会：没人知道美国会不会衰退，也没人知道衰退会有多严重）。

23 年，随着紧缩带来的经济压力逐渐清晰、深化，央行无所畏惧的政策立场将面临真正的考验时刻，或者以复古的方式命名——沃尔克时刻。我们预期通胀水平仍将成为央行的核心决策依据，但受制于比以往加息尾声阶段更加严苛的经济和金融条件，央行可能需要在通胀、经济、金融条件的多元目标之间寻求再平衡。

虽然通胀风险仍在风口浪尖，但关于货币政策转向的讨论并非空穴来风。22H2 以来，全球主要经济体央行虽然并未出现实质性转向，但不同程度的边际宽松（或者说边际紧缩放缓）信号层出不穷。从这些边际宽松信号释放的背景来看，就业、通胀、金融条件等方面出现的变化不一而足。

图 31：22H2 全球主要经济体央行的边际宽松信号

国家	通胀	失业率	时间	货币政策边际变化
加拿大	9月CPI同比增长6.9%，连续第三个月放缓	就业增长强劲，失业率在9月份下降至5.2%后保持不变	10.26	加息50个基点，幅度不如先前市场预期
欧洲	10月CPI同比10.7%，再创历史新高	劳动力市场表现良好，失业率稳定在6.6%历史低位	10.27	对比9月议息会议，删除了在未来几次会议上继续加息的表述
澳大利亚	三季度CPI同比7.3%，创1990年以来新高	9月失业率3.5%，维持在历史低点，就业人数增长放缓	11.1	10月、11月加息幅度由9月75bp下降至25bp
美国	CPI同比增速连续四个月高点回落，10月同比7.7%，低于预期	就业市场整体仍然紧俏，失业率3.7%	11.3	11月议息会议：即期降低加息节奏，表示加息幅度不再那么重要；远期强调政策立场，控制通胀
英国	9月CPI同比上涨10.1%，涨幅较8月升高	劳动力市场短缺，失业率降至3.5%历史低位	11.3	英国央行强调利率峰值将低于金融市场预期的水平

数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

央行的加息终点

根据我们前述预期基准情形下美国通胀的回落路径及节奏，美国 CPI 预计在 23Q1 末确认 2 月份读数时回到约 5%，在 23H2 的开局回到约 3%，接近政策目标。考虑到通胀对政策反应的滞后性，美联储在多个抑制通胀加息周期的末尾并不会等到通胀完美回归目标位再停止加息（如 04-06 加息终点）。再考虑到新冠疫情之后，PCE 同比相较于 CPI 平均落后 150bp 左右，我们估计以 PCE 衡量的通胀可能在 23Q2 接近满足美联储控制通胀要求的水平，此时市场可能建立起更加明确的美联储停止加息预期。美联储货币政策迎来下一个转向点——从加息节奏放缓，到预期加息停止。

图 32：历次美联储加息终点时刻的宏观指标表现

加息起点	加息终点	PCE (%)	失业率 (%)	失业率反弹 (%)	PMI	利差： 3M10S (bp)	利差： AAA-10Y (bp)	FCI
1994/2	1995/2	2.3	5.4	0	55.1	160	69	-0.63
1999/6	2000/5	2.4	4	0.2	53.2	21	160	-0.03
2004/6	2006/6	3.5	4.6	0	52	20	73	-0.60
2015/12	2018/12	1.9	3.9	0.2	54.9	36	114	-0.40
2022/3	/	6.2	3.7	0.2	50.2	-30	120	-0.10

数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

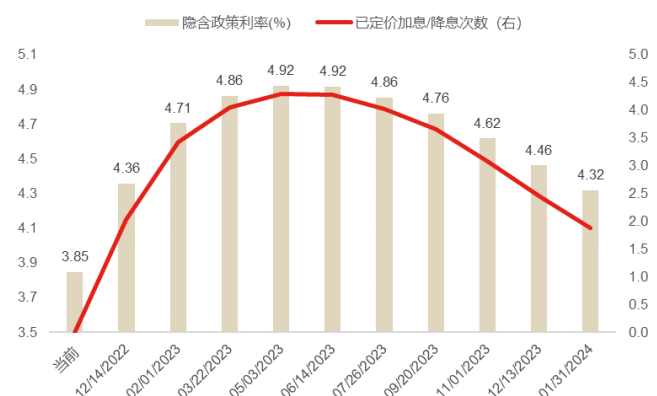
*本轮加息终点未到，为截至 11 月 24 日的当前值。其他均采用加息终点月份的指标读数。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

在这个过程当中，经济指标和金融条件有可能加速政策转向的达成。经济指标方面，目前美国制造业 PMI 已经跌落至接近荣枯线，失业率在 10 月出现上行迹象；金融条件上，芝加哥联储金融条件指数、GS 金融条件指数均较前两轮加息周期尾声阶段更加紧张，2s10s 美债利差大幅倒挂，11 月 FOMC 加息后，3m10s 利差也已倒挂。如果通胀目标接近达成的条件确认，经济、通胀、金融条件三位一体，均符合加息终点时刻的特征表现。

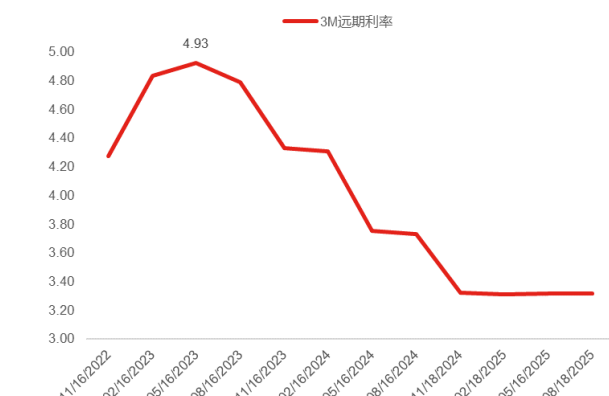
根据联邦基金利率期货预期，本轮加息周期终点在 23 年 6 月，终点利率水平约 4.75-5%。根据 SOFR OIS 定价显示的利率路径预期大致相当，市场预期在 23H2 降息约 50bp，在 24 年进入幅度更大的降息周期。

图 33：FFR 期货路径隐含美国加息预期



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

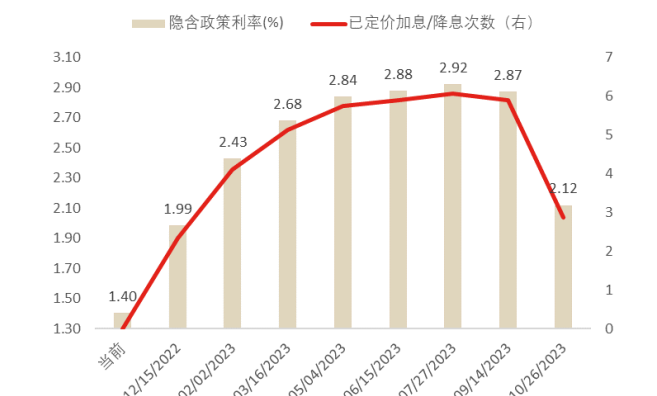
图 34：美元 3m OIS 定价



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

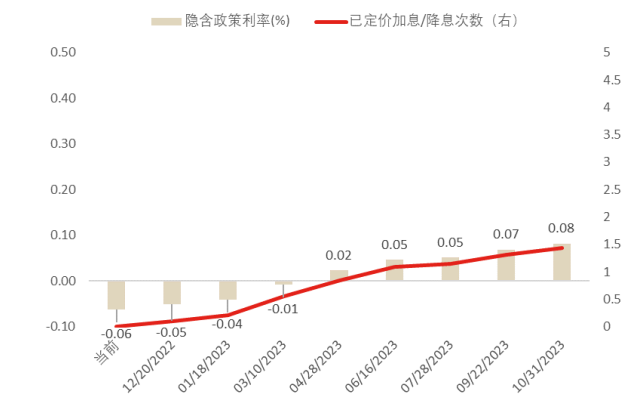
欧洲、日本方面：欧洲目前通胀尚未见顶，根据利率期货定价，市场预期加息周期终点位于 23 年 7 月，终点利率水平约为 2.75%-3%。日本方面，由于经济基本面疲弱和日银坚定的政策立场，市场对于未来日银货币政策紧缩的预期存在但相当有限，23 年隐含政策利率较当前上行幅度约 0.14%，重要节点在 23 年 4 月日银行长换届之后。

图 35：利率期货显示的欧洲加息预期



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 36：利率期货显示的日本加息预期



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

市场影响展望

可比宏观环境下的大类资产表现

综上，我们对 23 年海外宏观环境的主要判断包括下述要素，从发生概率更高进行排序：

- 1) 通胀确认见顶，回落趋势较为连续；
- 2) 经济景气持续下行，衰退风险增加；
- 3) 货币政策到达加息终点，或转入宽松周期；

以下统计了具有可比宏观环境要素的历史阶段各类资产的表现情况，可见：

- 1) 通胀见顶连续回落时期，美股、美债有相对明显的涨幅，黄金以上涨为主，但其表现同美元走势还存在关联（多数情形下美元指数下跌，但是在发生严重衰退和金融危机时，美元大幅上涨，美股也将大幅下跌），工业金属和原油则明显以下跌为主；
- 2) 经济景气持续下行时期，美股、美债上涨情形更多，而美债相对美股表现更优，其他资产价格则没有表现出明显的规律性。

综上所述，美债、美股在 23 年海外宏观基准情形下都具备关注的价值。但是在严重衰退情形下，需要关注美元短暂大幅走强和美股大跌的可能性。排序为：

基准情形下：

美债 > 美股 > 黄金 > 商品。

严重衰退情形下：

美债 > 黄金 > 美股、商品。

图 37：可比宏观环境下的资产表现历史复盘

通胀见顶后回落						衰退前夕(PMI<51 连续下行6M)										通胀见顶回落 PMI连续下行			
1974.12	1980.3	1989.5	1990.11	2006.6	2008.7	1974.8	1979.7	1984.12	1989.4	1995.4	1998.5	2000.7	2007.11	2019.6	1980.3	1989.5	1990.11	2008.7	
1975.6	1980.9	1989.11	1991.5	2006.11	2009.1	1975.2	1980.1	1985.6	1989.10	1995.10	1998.11	2001.1	2008.5	2019.12	1980.7	1989.9	1991.2	2009.1	
标普500	黄金	黄金	标普500	标普500	美债	黄金	黄金	标普500	美债	美债	美债	美债	原油	标普500	黄金	标普500	标普500	美债	
38.8%	34.8%	12.8%	21%	11.7%	38.9%	17.5%	120.3%	14.7%	14.5%	17.2%	17.8%	17.9%	34.3%	9.8%	24.2%	8.9%	13.9%	38.9%	
原油	标普500	美债	美元	美债	美元	标普500	铜	美债	标普500	标普500	标普500	美元	铜	黄金	标普500	铜	美债	美元	
1.2%	22.9%	9.9%	12.3%	9.2%	17.4%	13.1%	43.4%	13.1%	9.9%	13%	6.7%	0.8%	20.3%	7.6%	19.2%	5.3%	2.7%	17.4%	
美元	美债	标普500	美债	黄金	黄金	美债	原油	铜	美元	美元	黄金	0.1%	-0.7%	13.1%	17.5%	3.8%	1.4%	1.5%	
-1.5%	6.6%	7.9%	2.4%	3.4%	1.5%	8.7%	16.4%	8.4%	0.4%	2.3%	0.1%	-0.7%	13.1%	6.0%	17.5%	3.8%	1.4%	1.5%	
美债	美元	原油	黄金	美元	标普500	原油	标普500	黄金	黄金	黄金	美元	黄金	美债	美债	原油	黄金	铜	标普500	
-7%	-8.1%	1.9%	-6.4%	-1.8%	-34.8%	4.2%	10%	2.8%	-0.6%	-1.1%	-4.3%	-4.1%	-3%	4.6%	-4.4%	1.3%	-5.3%	-34.8%	
铜	铜	铜	铜	铜	铜	美元	美元	原油	原油	铜	铜	标普500	美元	铜	铜	原油	黄金	铜	
-7.4%	-10.7%	-5.4%	-10.8%	-7.3%	-61.7%	-9.9%	-1.3%	-1.6%	-4.1%	-3.1%	-9.2%	-4.5%	-4.3%	3.3%	-5.6%	-1.9%	-5.8%	-61.7%	
黄金	原油	美元	原油	原油	原油	铜	美债	美元	铜	原油	原油	原油	标普500	美元	美元	美元	原油	原油	
-9.6%	-11.3%	-6.4%	-39.4%	-10.7%	-67%	-29.8%	-19%	-3.5%	-8.2%	-13.6%	-15.3%	-7.9%	-5.5%	0.3%	-8%	-4.4%	-41.7%	-67%	

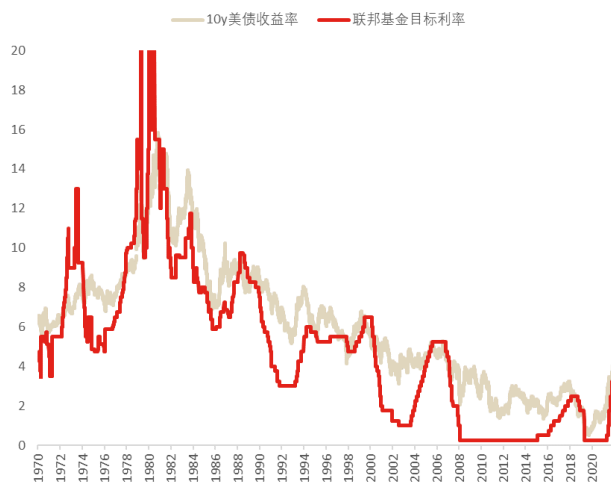
数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

美债

作为大类资产定价的锚，长端美债收益率今年发挥稳定，持续突破市场在各个时点形成的预期目标位。如今随着加息终点临近，美债收益率的顶点终于可以被再次拿出来进行讨论。

长端美债收益率顶点与加息终点高度相关。而节奏上，由于前瞻指引的完善，长端利率顶点可以领先于、也可以同步于加息终点的到来。幅度上，长端收益率也经常会在加息周期终点超出联邦基金利率水平。本轮加息周期至今，3m10s 已经倒挂，即使加息仍有未完成的路径，长端收益率上行空间已然有限。预计长端美债收益率目前接近顶部，随着通胀降温和经济景气持续下降，呈现前高后低走势。期间需要关注债务上限问题对美债造成的短期扰动。

图 38：10y 美债收益率 vs 联邦基金目标利率（%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

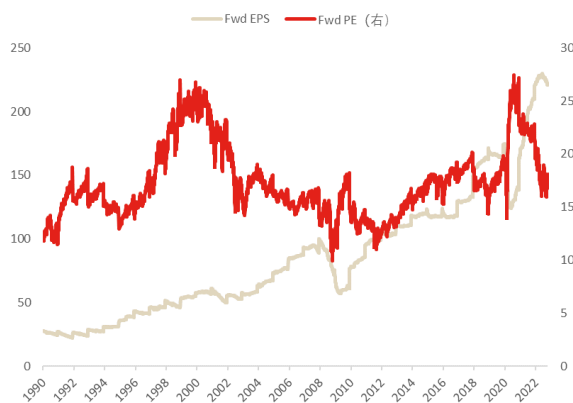
美股

美股受到的估值压制有望缓和，但是盈利可能继续下行。

1y 美债收益率隐含了短期货币政策路径预期，对美股估值有较好的解释力。根据两者之前的相关性，当前 1y 美债收益率（4.71%）对应 Fwd 12 动态 PE 约 13.9 倍，当前值约 19 倍。伴随加息来到终点，短端利率下行，有利于美股估值压制缓解。

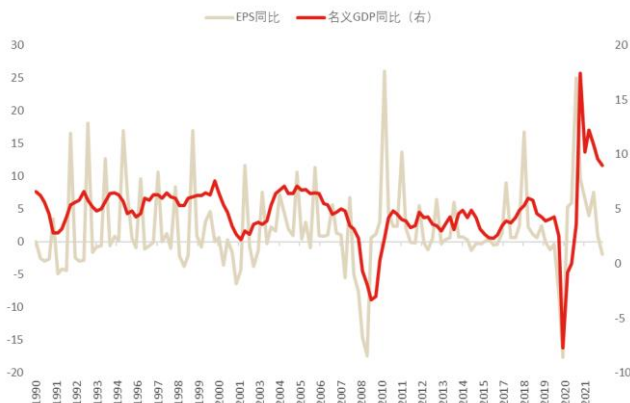
但从盈利面来看，美股动态 EPS 从 22Q3 财报开始了较为明显的下修。美股盈利下行周期是在经济景气下行，尤其是衰退周期当中不可避免的。当前美股盈利下行幅度不大，我们认为受到了价格因素掩盖经济实际增速疲弱的影响。23 年在温和衰退情况下，预计盈利面将延续幅度有限的下行，而估值压力的缓释则将在很大程度上消化和对冲盈利的温和下行。在严重衰退的情况下，盈利下行周期或将主导美股市场的整体表现。需要注意到，经济景气和股市盈利同时也是受到货币政策影响的变量，更加宽松的货币政策可能同时意味着更高的估值和更好的盈利，反之亦然。因此，在货币政策出现超预期变化情况下，美股在两侧的波动空间可能都是较大的。

图 39: SPXFwd 12 动态 PE 和 EPS



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 40: SPX Fwd12 EPS 同比 vs 美国名义 GDP 同比 (%)



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

美元

在衰退周期前夕和衰退周期前期，美元指数倾向于上行。今年美元指数上行幅度可观，特别是22H2以来 EU、英国和日本的麻烦，在较大程度上助推了美元指数的大幅走强。但随着美联储紧缩交易见顶，强美元的支撑受到一定程度的削弱。23 年更加需要警惕的是流动性和信用环境大幅收紧造成金融市场动荡情况下，可能导致的美元在短期中的脉冲式大幅走强。

图 41: 美元指数 vs 衰退周期 (黄色阴影)



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

风险提示

根据领先指标和模型预测的结果可能存在偏差。领先指标和模型基于历史数据表现，无法给出精准的指标预测。存在假设变动导致测算结果变化的风险。

基本面和金融条件变化的非线性。在经济和金融条件压力较大的环境下，趋势的发展可能是非线性的，大幅度的变化可能在短期当中发生。届时预测需要根据实际情况进行更新和修正。

地缘政治形势发展存在不确定性。地缘政治对于宏观环境的影响仍然显著，而地缘政治形势的走向本身，特别是短期当中的波动反复，存在较强的不可预测性。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究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。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。