

广发宏观

当前的美国经济更像哪个历史阶段？

报告摘要：

- **疫情影响有别于大萧条和 2008 年经济危机。**金本位是 1929-1932 年美国大萧条的根源。1929 年股灾后，为防止黄金储备流失，美联储上调基准利率加剧了信贷收缩引发通货紧缩。当下，美国货币政策弹性较大、工具较丰富，可有效避免信用收缩。2008 年美国大危机是居民部门资产负债表恶化的结果，宏观背景是人口结构恶化叠加地产泡沫破灭所致。目前美国人口结构略有改善、居民杠杆率较低，与 2008 年情况也有较大差异。
- **当前美国经济更像哪个历史阶段？**由美国三部门杠杆水平及人口结构评估。2019 年美债规模占 GDP 比重已高达 106.2%。疫情冲击下，今明两年该指标或将攀升至 130%-140%。疫情结束后的几年内美国亦将处于高债务、低利率环境，类似上世纪 40 年代末到 50 年代初。金融危机后美国非金融企业部门资产负债率持续回升，2019 年美国非金融企业资产负债率为 138%，略低于 1999 年的 142%，为有数据以来的次高水平。金融危机后居民部门则一直去杠杆：2008 年美国居民资产负债率为 18.9%，2019 年该指标已降至 12.3%，为 35 年以来最低水平。整体而言，目前美国私人部门杠杆率水平类似上世纪 90 年代末。疫情结束后，企业部门或进入降杠杆阶段，居民部门则有望进入加杠杆周期。此外，未来十年美国人口结构或为低配版的 90 年代。
- **疫情过后美国经济复苏节奏如何？**根据亚特兰大联储 GDPNow 模型的最新估算，Q2 美国实际 GDP 环比折年率或为 -51.2%。理论上复工后 Q3 美国实际 GDP 环比折年率或将出现两位数正增长。但美国实际 GDP 同比增速由负转正的时间或将出现在明年 H1。此外，疫情爆发前美国经济处于金融危机后的经济晚周期阶段，表现为充分就业。疫情令美国经济由经济晚周期切换到经济衰退期，4 月失业率攀升至 14.7%。往后看，美国失业率大概率在一年内就能快速脱离两位数的极端水平，但重新回到 4% 或者更低水平则可能需要 5-8 年时间。
- **疫情结束后，地产将是美国重要经济增长点。**疫情影响下，美国居民购房以及房企开工行为皆受阻，地产相关数据大幅下滑。结合美国人口结构和居民资产负债率可知，一旦疫情彻底结束，地产景气度将重新回升。此外，10 年期美债收益率是美国住房抵押贷款利率的锚，换言之，疫情结束后的相当长时间内美国居民的购房成本均偏低。预计疫情过后，地产将为美国重要经济增长点。
- **核心假设风险：**美国疫情超预期；美联储货币政策超预期；美国财政政策超预期。

分析师：张静静



SAC 执业证号：S0260518040001



SFC CE No. BOP790



010-59136616



zhangjingjing@gf.com.cn

相关研究：

广发宏观：穿越疫情系列（三）： 2020-04-28

疫情过后：中国的股票和美越

的地产

广发宏观：穿越疫情系列（一）： 2020-04-16

疫情过后全球或迎来一轮强

资本开支周期

广发宏观：衰退还是危机：实质 2020-03-24

差异及历史比较

目录索引

一、当前美国经济更像哪个历史阶段？	4
（一）疫情影响有别于大萧条和 2008 年经济危机	4
（二）高债务形势类似 40 年代，私人杠杆水平接近 90 年代末	8
（三）未来十年美国人口结构或为低配版的 90 年代	9
二、疫情过后美国经济复苏节奏如何？	10
（一）疫情过后美国经济会否 V 型反转回疫情爆发前？	10
（二）环比折年率 Q3 反弹，实际 GDP 同比或于明年 H1 转正	11
（三）地产或为疫情过后美国重要经济增长动能	12
三、风险提示	14
（一）美国疫情超预期	14
（二）美联储货币政策超预期	14
（三）美国财政政策超预期	14

图表索引

图 1: 1929-1933 年美国实际 GDP 同比与个人消费支出实际同比	4
图 2: 1929-1933 年美国 CPI 同比	4
图 3: 1928-1932 年美国黄金储备	5
图 4: 1930-1933 纽约联储贴现率 (%)	5
图 5: 1929-1938 年美国信贷规模	5
图 6: 1924-1937 年美国出口金额	6
图 7: 经合组织成员国 15-64 岁人口占比	6
图 8: OECD 国家实际 GDP 同比增速	6
图 9: 欧美日抚养比 (少儿抚养比加上老年人抚养比)	7
图 10: 美国青年人口增速	7
图 11: 美国居民部门资产负债率	7
图 12: 美国工商业贷款违约率为经济滞后指标	8
图 13: 1929 年以来 10 年期美债收益率与美国未偿国债总额占 GDP 比重	8
图 14: 1960 年以来美国非金融企业及居民资产负债率	9
图 15: 美国不同年龄段人口占比变化	9
图 16: 美国不同年龄段人口增速变化	10
图 17: 美国续请失业金人数与持有失业保险人群失业率	10
图 18: 1971 年 Q1-2019 年 Q4 美国实际 GDP 同比与失业率	11
图 19: 美国失业率同比与实际 GDP 同比	11
图 20: 亚特兰大联储 GDPNow 模型对于美国 Q2 实际 GDP 环比折年率的预测 (%)	12
图 21: 美国新屋销售折年数 (单位: 千套)	12
图 22: 美国成屋销售折年数 (单位: 万套)	12
图 23: 美国建筑商协会/富国银行住房市场指数	13
图 24: 美国新屋开工折年数 (单位: 千套)	13
图 25: 美国住房自有率	13
图 26: 美国 30 年期住房抵押贷款利率与 10 年期美债收益率	13

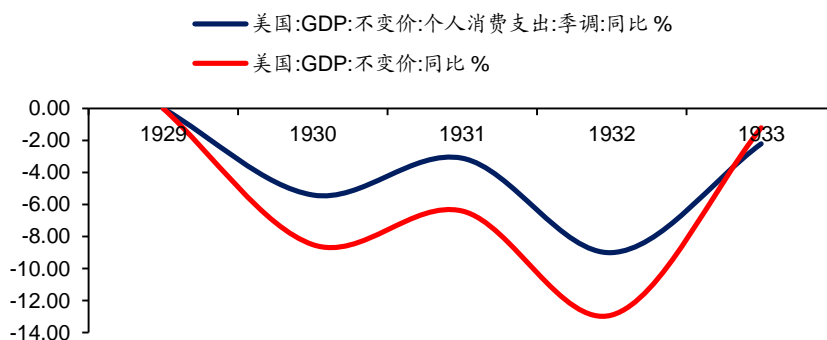
一、当前美国经济更像哪个历史阶段？

（一）疫情影响有别于大萧条和 2008 年经济危机

1. 疫情与大萧条影响不同

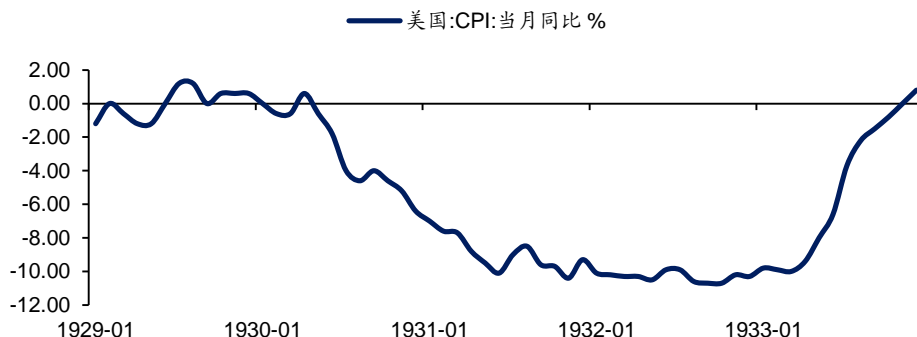
金本位是1929-1932年美国经济大萧条的根源。1929-1932年美国经济持续萎缩、通货长期紧缩，此阶段被称为“大萧条”。美国在一战结束后就立即恢复了金本位制，美联储的黄金储备决定货币发行量。1929年美国股灾后，1931-1932年外国央行和私人投资者纷纷撤出投资导致黄金储备外流。为防止黄金储备进一步流失，美联储将再贴现率从2.5%提升到了3.5%，但却加剧信贷收缩引发通货紧缩。1933年罗斯福政府中止了黄金与货币的自由兑换并禁止黄金出口后，美国就逐渐走出了大萧条。当下，美国货币政策弹性较大、工具较丰富，因此疫情影响与大萧条截然不同。

图 1：1929-1933 年美国实际 GDP 同比与个人消费支出实际同比



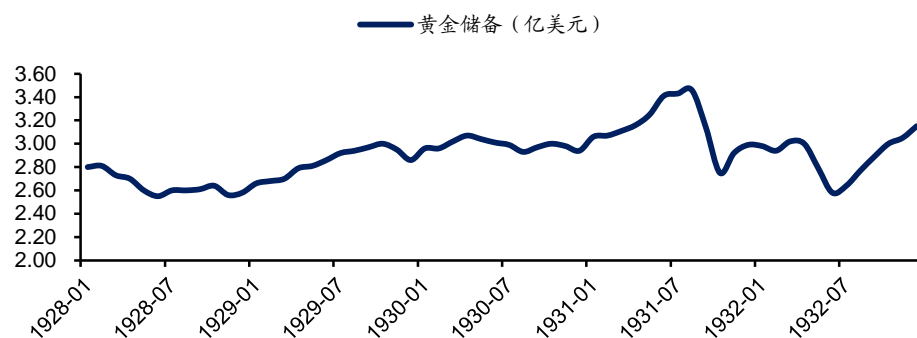
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 2：1929-1933 年美国 CPI 同比



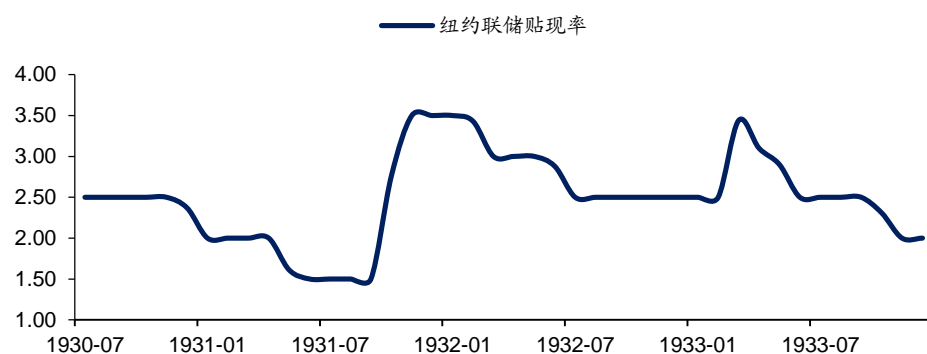
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3: 1928-1932 美国黄金储备



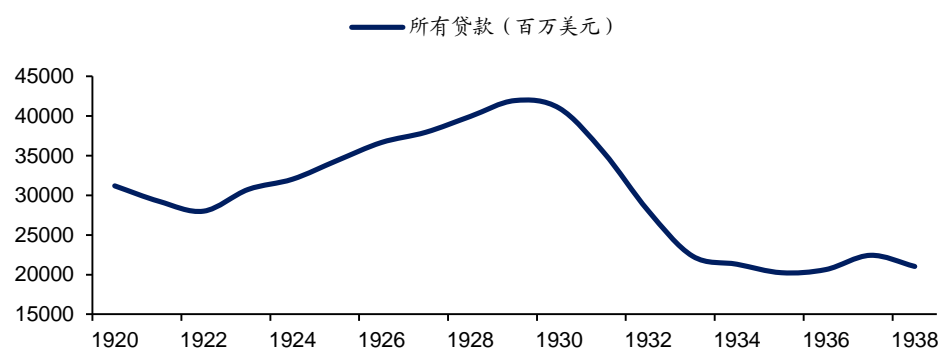
数据来源: StlouisFED, 广发证券发展研究中心

图 4: 1930-1933 纽约联储贴现率 (%)



数据来源: StlouisFED, 广发证券发展研究中心

图 5: 1929-1938 年美国信贷规模

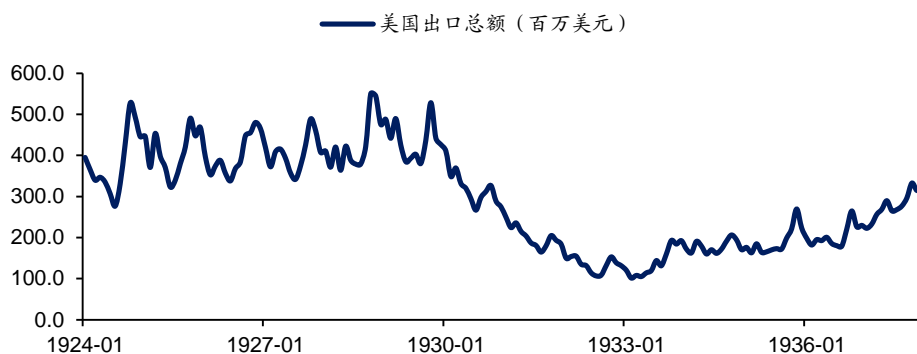


数据来源: All-Banks Statistics 1896-1955, 广发证券发展研究中心

《斯穆特-霍利关税法案》加剧了大萧条。1930年6月17日斯姆特-霍利关税法 (The Smoot-Hawley Tariff Act) 经签署成为法律, 该法案将20000多种的进口商品关税提升到历史最高水平。该法案通过后多国对美国采取了报复性关税措施, 使美国贸易额骤降。1929年美国出口总金额峰值为5.29亿美元 (1929年10月), 1930

年5月降至3.2亿美元。法案颁布后1931年8月美国出口金额萎缩至1.65亿美元，该指标又于1932年7月进一步下滑至1.07亿美元。也就是说《斯穆特-霍利关税法案》最终导致两年内美国贸易额萎缩了66.6%。该法案加剧了美国乃至全球的大萧条。有了前车之鉴，美国即便实施贸易保护，也难以达到当时的量级和影响程度。

图 6：1924-1937 年美国出口金额

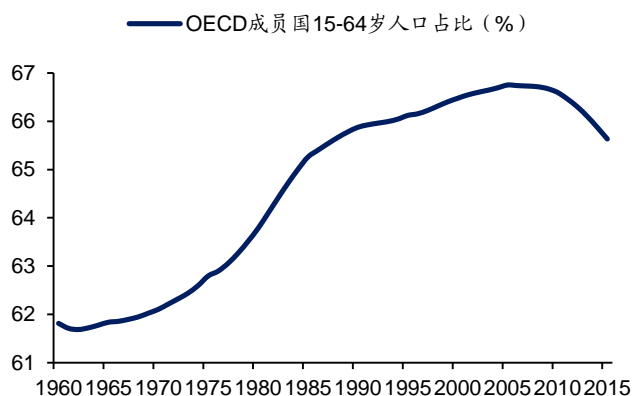


数据来源：StlouisFED，广发证券发展研究中心

2. 重申疫情不同于 2008 年美国经济危机

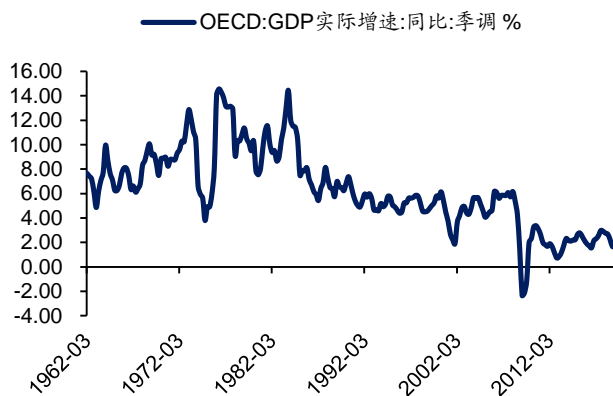
居民部门是经济核心，其资产负债表恶化引发发达经济体的经济危机。在支出法下，经济总量等于个人消费支出、政府采购、投资以及外需的总和，但个人消费支出才是发达经济体的内需核心。我们在报告《衰退还是危机：实质差异及历史比较》中指出上世纪 70 年代以来全球发达经济体爆发过三次经济危机：90 年代初的日本经济泡沫、2008 年美国次贷危机以及 2010-2012 年欧债危机。共同特征是作为内需核心的居民部门的资产负债表恶化，导致内需长期疲软并最终由“经济调节部门”政府部门承担了驱动经济增长的任务。

图 7：经合组织成员国 15-64 岁人口占比



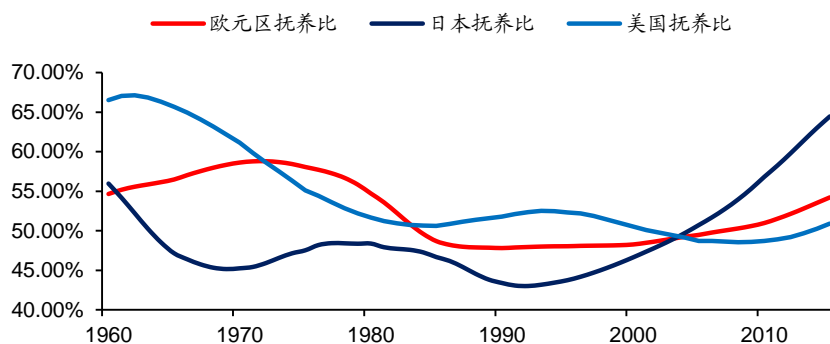
数据来源：World Bank，Wind，广发证券发展研究中心

图 8：OECD 国家实际 GDP 同比增速



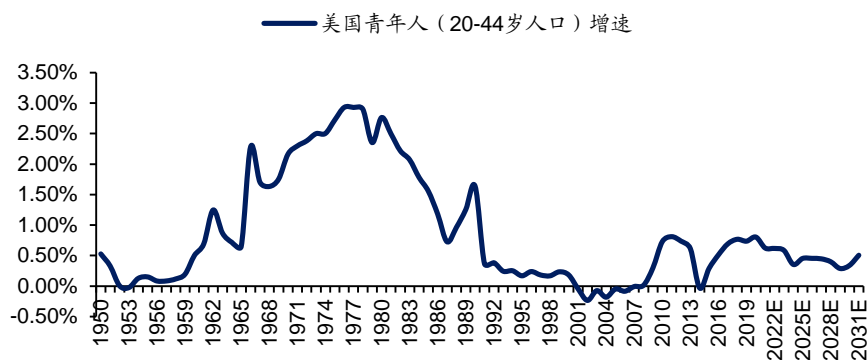
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 9：欧美日抚养比（少儿抚养比加上老年人抚养比）



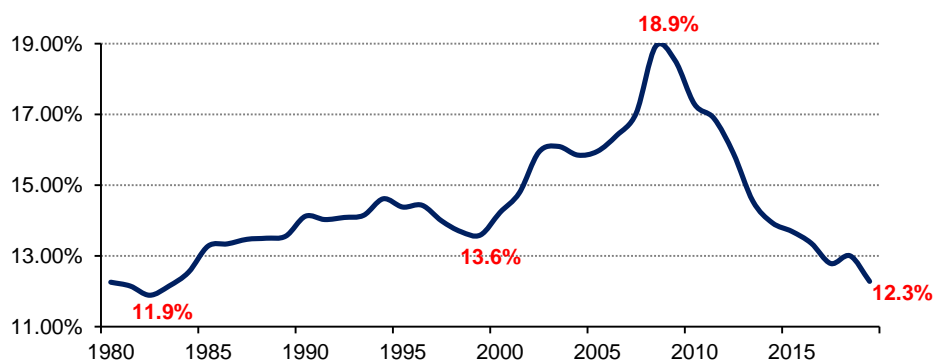
数据来源：World Bank, Wind, 广发证券发展研究中心

图 10：美国青年人口增速



数据来源：World Population Prospects 2019, 广发证券发展研究中心

图 11：美国居民部门资产负债率



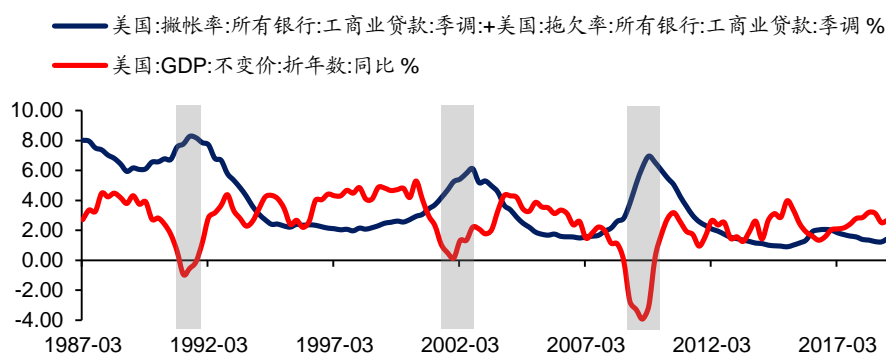
数据来源：Wind, 广发证券发展研究中心

居民部门资产负债表恶化是人口结构的拐点叠加地产泡沫破灭所致。OECD国家的数据极为明显地反映人口因素对于总需求和经济增长的影响。1965年-1984年OECD国家15-64岁人口占比持续攀升阶段其实际GDP增速中枢为9.5%；1985年-2004年OECD国家15-64岁人口占比攀升斜率扁平阶段其实际GDP增速中枢降至5.5%；

2005年后OECD国家15-64岁人口占比触顶回落以来其实际GDP增速中枢进一步下滑至2.7%。在日本经济泡沫破灭、美国次贷危机以及欧债危机爆发前后上述三大经济体的抚养比都出现了长期拐点。此外，日本、美国以及欧洲债务国（希腊、意大利、西班牙、爱尔兰及葡萄牙等）在经济危机前夕都出现了显著的地产泡沫（详见报告《衰退还是危机：实质差异及历史比较》）。

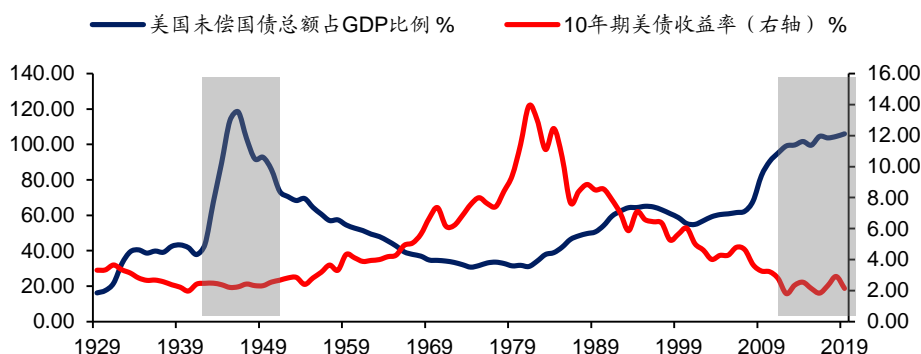
反观当下，美国人口结构改善且居民资产负债率降至80年代的低位水平，并无危机证据。但正如我们在报告《欧债危机是如何爆发的？对当下有何启示？》中指出，疫情确实会引发两个尾部风险：一是疫情触发的经济衰退将令美国企业违约率大幅上升；二是转移支付行为加大了财政和债务压力，不实施负利率的背景下美国财政弹药锐减。

图 12：美国工商业贷款违约率为经济滞后指标



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 13：1929 年以来 10 年期美债收益率与美国未偿国债总额占 GDP 比重



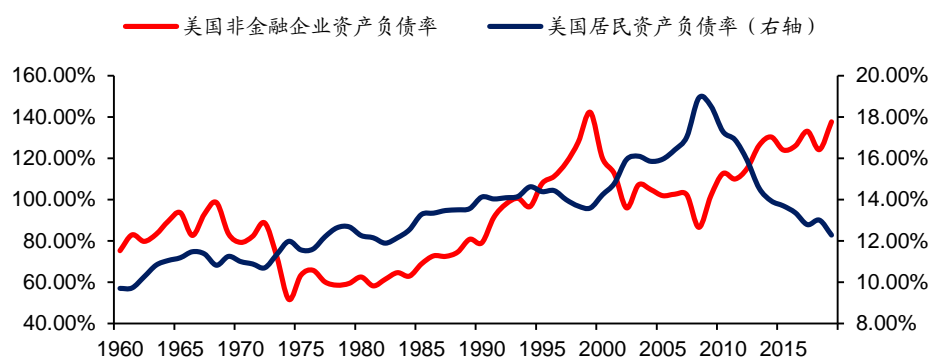
数据来源：<https://www.multpl.com/shiller-pe>，Wind，广发证券发展研究中心

（二）高债务形势类似 40 年代，私人杠杆水平接近 90 年代末
疫情结束后的几年内美国将处于高债务、低利率环境，类似上世纪40年代末到50年代初。2019年美国国债余额占GDP比重已高达106.2%。美国国会预算办公室预计受疫情影响，2020年美国将增加3.8万亿美元财政赤字，2021年将增加2.1万亿美元财政赤字。今明两年美国国债余额占GDP比重或将攀升至130%-140%。未来1-2年

美国政府部门的高债务形势与上世纪40年代相比，也可谓是有过之而无不及。上世纪40年代末到50年代初美国消化高债务过程，10年期美国国债收益率也处于历史底部水平。预计疫情结束后的几年内，美国消化高债务过程也仍将对应着低利率环境。

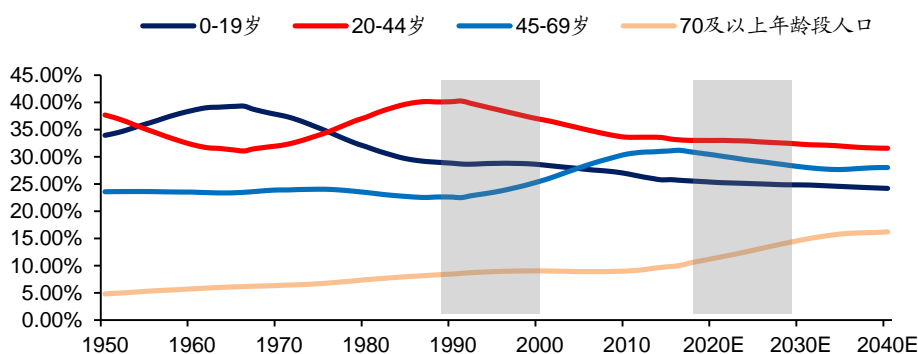
私人部门杠杆率类似90年代末，疫情过后或迎企业部门与居民部门杠杆行为切换。金融危机后美国非金融企业部门资产负债率持续回升，2019年美国非金融企业资产负债率为138%，略低于1999年的142%，为有数据以来的次高水平。相比之下，金融危机后居民部门则一直去杠杆。2008年美国居民资产负债率为18.9%，2019年该指标已降至12.3%，为35年以来最低水平。整体而言，目前美国私人部门杠杆率水平类似上世纪90年代末。疫情结束后，企业部门或进入降杠杆阶段，居民部门则有望进入加杠杆周期。

图 14：1960 年以来美国非金融企业及居民资产负债率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 15：美国不同年龄段人口占比变化



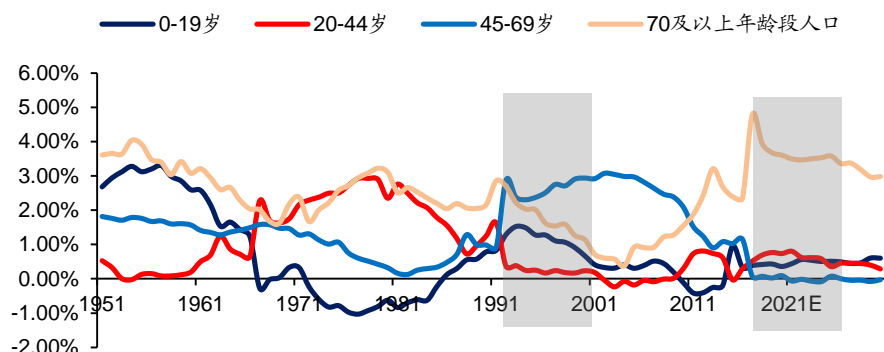
数据来源：World Population Prospects 2019，广发证券发展研究中心

（三）未来十年美国人口结构或为低配版的 90 年代

长期来看，美国老年化程度与日俱增，但如图15所示，2020年及此后的若干年0-19岁、20-44岁以及45-69岁年龄段人口占比都相对稳定。2017年后美国70岁及以上年龄段人口增速开始由高位回落，且同期0-19岁、20-44岁以及45-69岁年龄段人口增速也在低位企稳。整体而言，未来十年美国人口结构或比较稳定，算得上是低配版

的90年代水平。

图 16: 美国不同年龄段人口增速变化



数据来源: World Population Prospects 2019, 广发证券发展研究中心

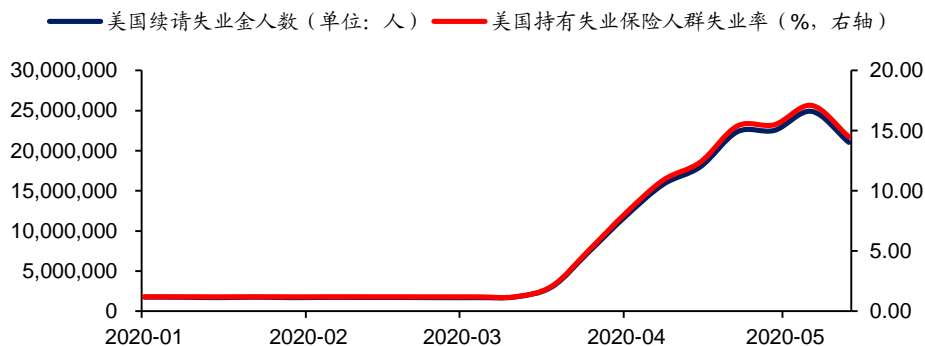
二、疫情过后美国经济复苏节奏如何？

(一) 疫情过后美国经济会否 V 型反转回疫情爆发前？

疫情爆发前美国经济处于金融危机后的经济晚周期阶段，表现为充分就业。疫情令美国经济由经济晚周期切换到经济衰退期，4月失业率攀升至14.7%。从续请失业金人数和持有失业保险人群失业率两个周度就业数据来看，5月失业率大概率进一步攀升，随后美国失业率将于6月后开始落后。

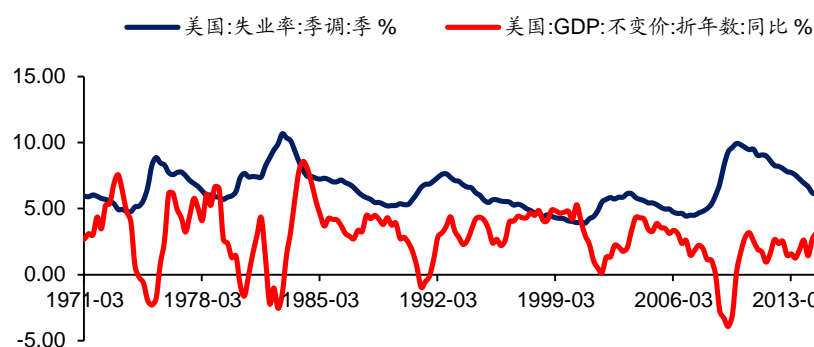
但是疫情引发的经济衰退结束后，美国应该经历经济复苏、过热才能过渡到经济晚周期的充分就业阶段。也就是说，复工推进下美国失业率大概率在一年内就能快速脱离两位数的极端水平，但重新回到4%或者更低水平则可能需要5-8年时间。

图 17: 美国续请失业金人数与持有失业保险人群失业率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 1971 年 Q1-2019 年 Q4 美国实际 GDP 同比与失业率



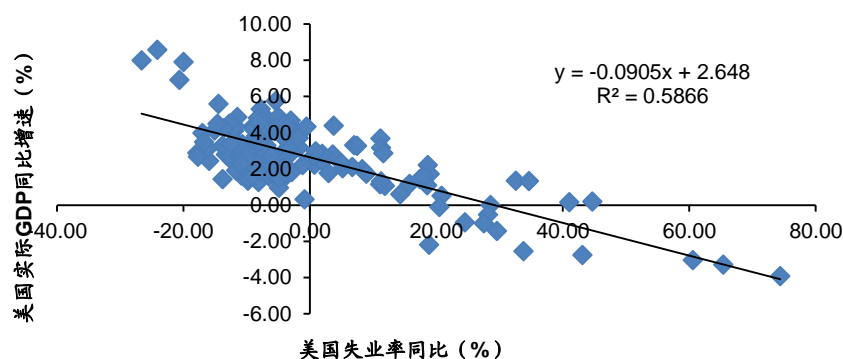
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 环比折年率 Q3 反弹, 实际 GDP 同比或于明年 H1 转正

美国实际GDP同比由负转正或需等到明年H1。就业与经济增长的关系十分密切。一般情况下就业数据属于滞后指标, 我们很难以就业数据为锚倒推美国经济增速。但是疫情导致美国经济行为中断, 失业率上行斜率极为陡峭, 加上美国复工后各个行业恢复速率差异较大, 因此就业数据反而成为理解经济复苏节奏的重要宏观指标。

如图19所示, 美国失业率同比与实际GDP同比有较高的负相关性。截至今年3月美国失业率仍处于低个位数水平, 因此今年Q2到明年Q1美国失业率同比均在高位, 表明年内Q2-Q4美国实际GDP同比大概率负增长。再往后看, 基数效应下, 美国实际GDP同比由负转正的时点最早出现在明年Q1, 最迟或出现在明年Q2。

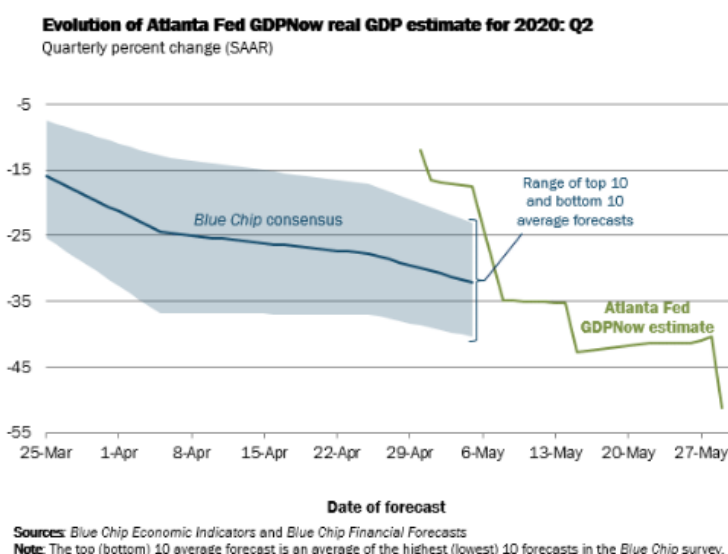
图 19: 美国失业率同比与实际 GDP 同比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

当然, 美国惯用的是实际GDP环比折年率口径。用环比折年率计算, 美国或仅今年Q2单季衰退。根据亚特兰大联储GDPNow模型的最新(5月28日)估算, Q2美国实际GDP环比折年率或为-51.2%, 理论上复工后Q3美国实际GDP环比折年率也很可能出现两位数正增长。

图 20: 亚特兰大联储 GDPNow 模型对于美国 Q2 实际 GDP 环比折年率的预测(%)

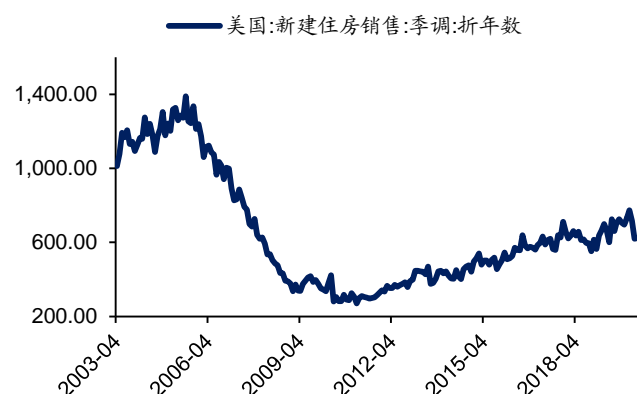


数据来源: <https://www.frbatlanta.org/cqer/research/gdpnow.aspx?panel=1>, 广发证券发展研究中心

(三) 地产或为疫情过后美国重要经济增长动能

疫情影响下, 美国居民购房以及房企开工行为皆受阻。2019年6月至2020年2月间有7个月美国新屋销售同比为两位数正增长, 但3-4月该指标则分别降至-11.6%及-6.2%; 2020年4月也是过去10个月间美国成屋销售同比增速首度转负。此外, 由于地产库存极低, 2019年10月至2020年2月美国新屋开工同比连续6个月两位数正增长, 但4月美国新屋开工同比增速则骤降至-29.7%。

图 21: 美国新屋销售折年数 (单位: 千套)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 22: 美国成屋销售折年数 (单位: 万套)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

结合美国人口结构和居民资产负债率(图10-11)可知, 疫情对美国地产的冲击应为暂时影响, 一旦疫情彻底结束, 地产景气度就将重新回升。此外, 10年期美债收益率是美国住房抵押贷款利率的锚, 换言之, 疫情结束后的相当长时间内美国居民的

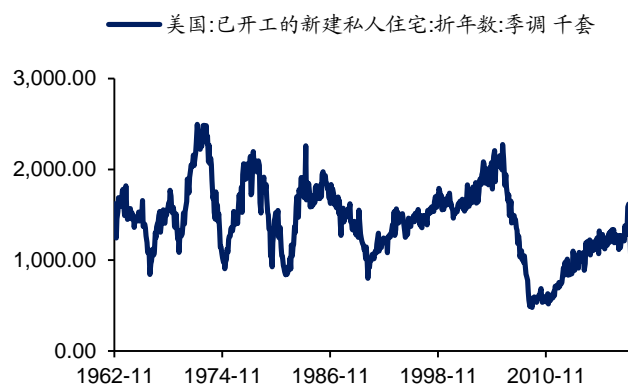
购房成本均偏低。预计疫情过后，地产将为美国重要经济增长点。

图 23: 美国建筑商协会/富国银行住房市场指数



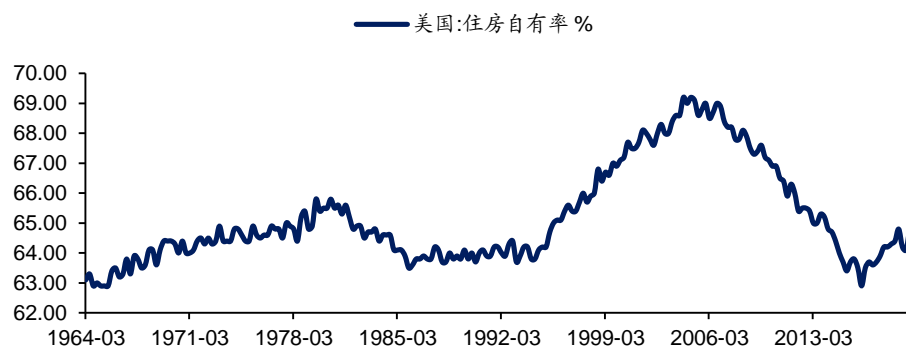
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 24: 美国新屋开工折年数(单位: 千套)



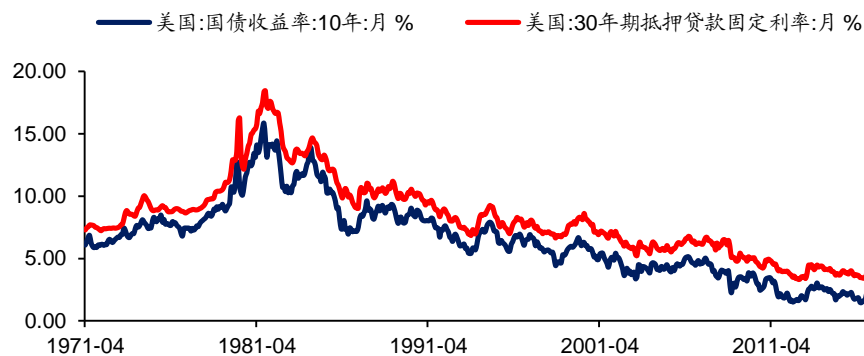
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 25: 美国住房自有率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 26: 美国 30 年期住房抵押贷款利率与 10 年期美债收益率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三、风险提示

- (一) 美国疫情超预期
- (二) 美联储货币政策超预期
- (三) 美国财政政策超预期

广发海外研究小组简介

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名、第二名、第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 廖凌：首席分析师，海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。7年策略及中小市值研究经验。2019年财新·机构投资者大陆榜单（II China）投资组合策略第一名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2019年新财富最佳宏观研究（团队）第一名。
- 蒲得宇：海外电子行业首席分析师，15-18年Asiamoney最佳台湾地区硬体分析师，2018 Thomson Asia Top Stock Picker硬体行业第三名，CFA。
- 胡翔宇：海外大消费行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012~2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名、第4名、第2名（团队）。2019年财新·机构投资者大陆榜单（II China）互联网行业第三名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 刘芷君：海外机械行业资深分析师，八年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2019年新财富最佳机械团队第一名、2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 邓崇静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，新财富最佳汽车行业分析师2019年第一名团队成员，水晶球2019年第一名团队成员，2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2017年《亚洲货币》（Asiamoney）香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》（Asiamoney）中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 刘峤：海外大消费行业高级分析师，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈蒋辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周绮恩：海外电子分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾地区TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业分析师，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 郑家懿：海外电子行业分析师，台湾大学国际企业硕士，4年台湾地区电子行业研究经验，2019年加入广发证券。
- 马步云：海外医药行业高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外大消费行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外大消费行业研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：海外策略研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡俊韬：海外宏观分析研究助理，新加坡国立大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券在过去 12 个月内与天风证券(601162)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。