

美国消费动能仍在，赤字政策或延缓衰退

——2025 年年中海外经济年度展望

2025 年 6 月 17 日

宏观经济

深度报告

分析师

康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519090001

投资摘要：

欧美经济分化。美国以外的发达国家仍处于经济停滞，服务景气度下滑，制造业有所回升但仍在收缩区间，欧洲或继续降息。

美国实体经济尚可。家庭部门负债负担较轻，可承受较高的利率；实际收入同比止跌回升，预计消费总量仍可支撑经济。金融融资环境宽松，叠加特朗普减税和放松监管的预期，2025 年投资仍可增长。联邦财政面临压力，债务利息支出对联邦赤字率开始产生明显推升作用。

美国通胀客观上有上行风险，但最终轨迹是各项因素的共振结果。特朗普的关税和减税政策客观上有利于通胀的上行，但特朗普的当选主要来自选民对通胀和非法移民的容忍度降低，这意味着特朗普的政策节奏不得不考虑通胀。参考特朗普第一任期内减税政策法案于 2017 年 12 月通过，本轮减税政策落地最快不会早于三季度，减税对通胀的影响可能推迟至 2026 年。另一方面，货币政策的节奏也可对通胀产生决定性作用，通胀上行并不是无法避免。

我们**维持**对美联储 2025 年降息次数的预期，为 1~2 次。

资本市场方面，美国十年期国债利率下限 3.7~3.85%，上限 4.75~5%。我们的模型并不支持美债再次突破 5%。极端情况下，若美债有效突破 5%，则美股可能再次迎来震荡。

美股处于泡沫，维持中性略偏积极。银行信贷有所放松，实体经济投资止跌反弹，叠加 AI 技术突破，股市短期风险不大。但类似 1997-2000 年的长期泡沫再次出现，本次泡沫尚未达到 2000 年水平。历次长期趋势的泡沫湮灭均与货币政策收紧有关，而美联储尚未进入加息通道。目前美国联邦隔夜拆借利率非常平稳，表明市场短期资金流动性充裕。叠加特朗普减税预期，关税风险高点已过，我们对美股的态度维持中性略偏积极。建议维持长期仓位，密切关注资金流动性，或美债逼近 5%。

风险提示：美国通胀上行。

目 录

1. 实体经济：欧美经济分化	4
1.1 欧洲经济继续停滞	4
1.2 美国私人部门债务负担极轻，消费仍有支撑	5
1.3 金融环境好转，利于投资	7
1.4 劳动力市场维持流动性低位，短期非农总量无忧	8
1.5 关税最高风险已过	9
2. 通胀与货币：有一定降息空间	9
2.1 通胀回升风险仍存，最终取决于政策节奏	9
2.2 美联储降息 1~2 次至 4~4.25%，欧洲或继续降息	10
2.3 特朗普减税政策面临债务压力	11
3. 资本市场：美股维持中短期中性略偏积极	12
相关报告汇总	14

插图目录

图 1：主要西方国家 GDP（2019 年=1）	4
图 2：英美加制造业 PMI 回落	4
图 3：欧洲主要国家制造业 PMI 略回升	4
图 4：美服务业 PMI 回落但仍在扩张区间	5
图 5：德法服务业回落至收缩区间	5
图 6：日韩出口回落（%）	5
图 7：历史上美国制造业 PMI 低于 45 才经济危机	5
图 8：家庭部门杠杆率较低（左：十亿美元，右%）	6
图 9：家庭部门债务偿还占比处于低位（%）	6
图 10：实际人均可支配收入同比回升（%）	6
图 11：总体就业紧绷程度继续下降，低于疫情前（%）	6
图 12：劳动力市场流动性低迷（%）	6
图 13：赌博和观光就业（千人）	6
图 14：设备器械投资恢复增长	7
图 15：企业杠杆高位缓降（%）	7
图 16：银行信贷放松（%）	8
图 17：企业利息负担极低，利润率处于历史高位（%）	8
图 18：部分岗位需求企稳（2020 年 2 月=100）	8
图 19：各行业就业市场需求（2020 年 2 月=100）	8
图 20：非农环比新增（千人）	8
图 21：Sahm 法则和累计失业初请（左：%；右：千人）	8
图 22：商品价格环比翘尾，服务价格稳中有降（%）	10
图 23：住宅同比继续下降（%）	10

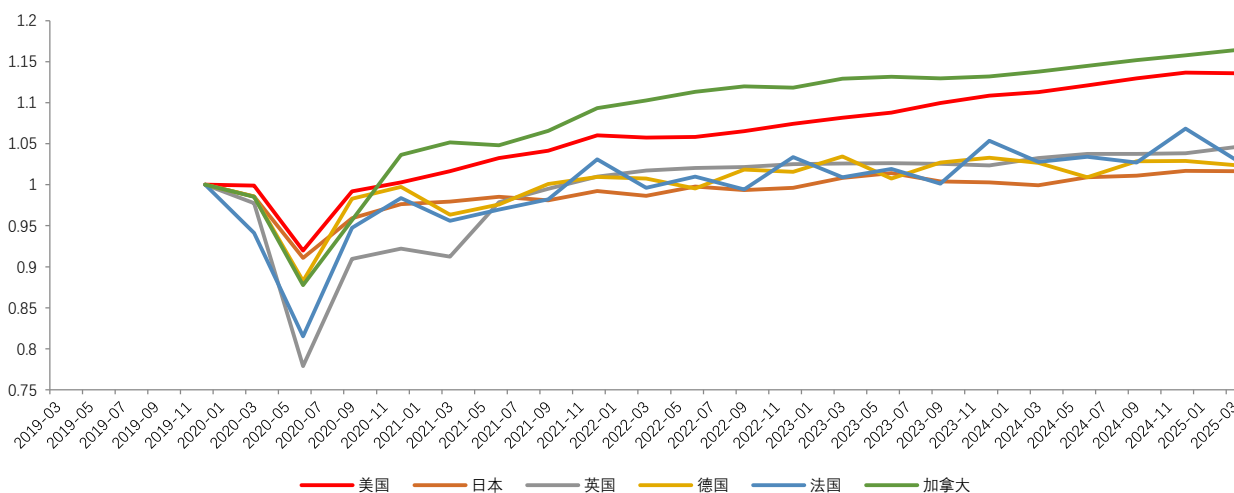
图 24: CPI 跌落至正常区间中部 (%)	10
图 25: 政策利率、财政赤字与通胀	10
图 26: 联邦政府利息支出占比暂时回落 (%)	12
图 27: 联邦政府利息支出推升联邦赤字率 (%)	12
图 28: 美十债利率模型 (%)	12
图 29: 美国短期流动性平稳 (%)	12
图 30: 标普 500 长期趋势	13
图 31: 标普 500 处于长期趋势泡沫中	13

1. 实体经济：欧美经济分化

1.1 欧洲经济继续停滞

2025 年一季度，按各国本币计算，德法英日实际 GDP 仅比 2019 年季度均值超过 1.7~4.6%。2021 年后，欧洲经济基本处于停滞状态，2023 年下半年后，日本也处于停滞状态。当前，德国汽车产业面临收缩，俄乌冲突进入僵局，欧洲放松政府赤字上限、增加军事开支以及重新投入基础设施建设的计划或为经济暂时稳定的转折点。而日本则面临增长停滞但通胀上行不得不加息的情景。美国方面，家庭负债健康是其经济不陷入衰退的重要支撑。关税风险进入稳定期，减税政策叠加降息可能或使得市场预期美国国内消费有所支撑，美国短期内衰退概率不大。（图 1）

图1：主要西方国家 GDP（2019 年=1）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

服务业对发达国家经济支撑度下降。英美制造业有所回落，而其他欧洲国家受欧洲央行降息以及德国突破财政赤字等影响，制造业 PMI 有所回升，但仍连续处于收缩区间长达 2 年以上。与去年不同，支撑发达国家没有进入明显的经济衰退的服务业有所回落。英美服务业回落但仍处于扩张区间，德法回落至收缩区间。虽然欧洲开始增加军事开支以及对财政赤字的上限有所松动，但考虑到与美国贸易的关税尚未落地，预计欧洲央行仍需继续降息。而根据历史经验，美国 ISM 制造业 PMI 低于 45 是经济危机的重要信号，当前美国经济暂无衰退忧虑。（图 7）。

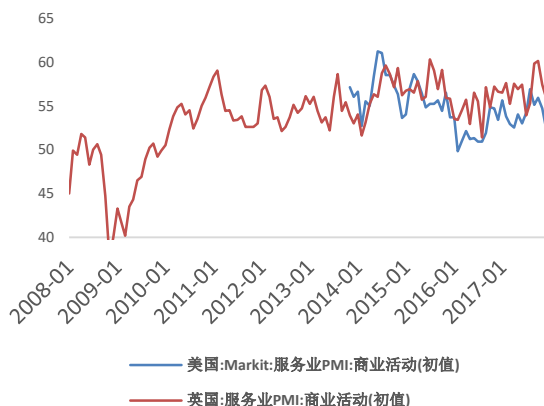
图2：英美加制造业 PMI 回落

图3：欧洲主要国家制造业 PMI 略回升



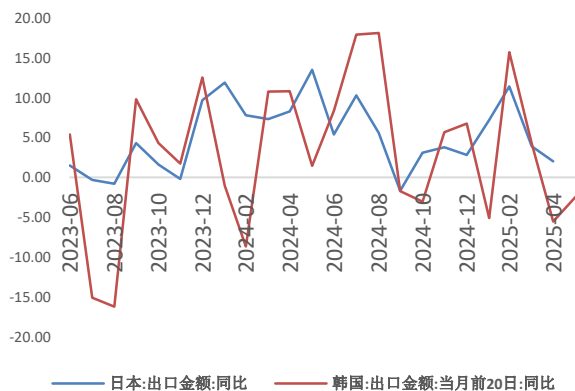
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：美服务业 PMI 回落但仍在扩张区间

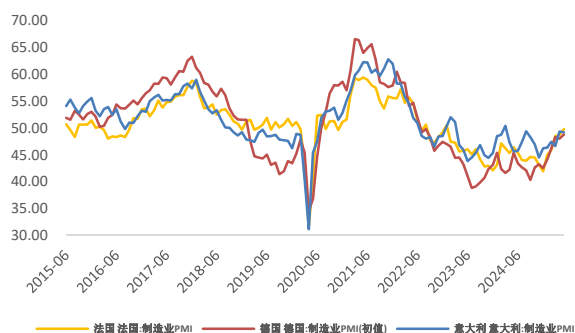


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图6：日韩出口回落（%）

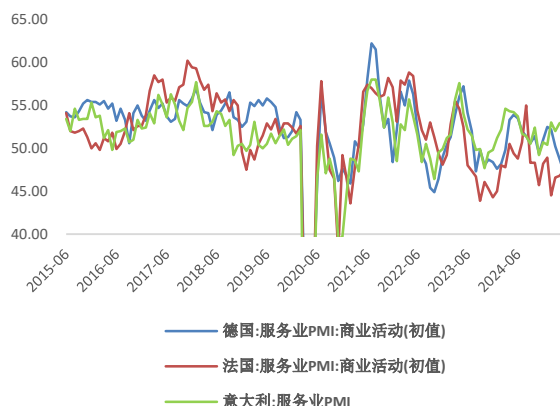


资料来源：iFinD，东兴证券研究所



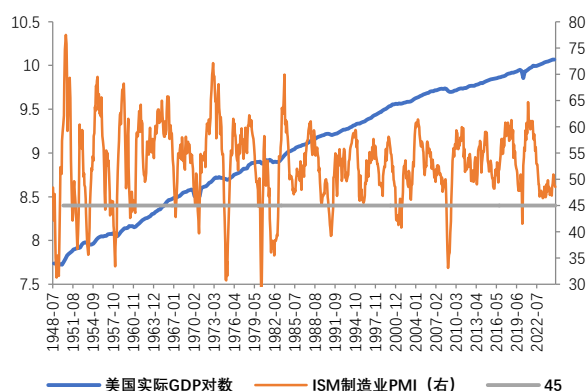
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图5：德法服务业回落至收缩区间



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图7：历史上美国制造业 PMI 低于 45 才经济危机

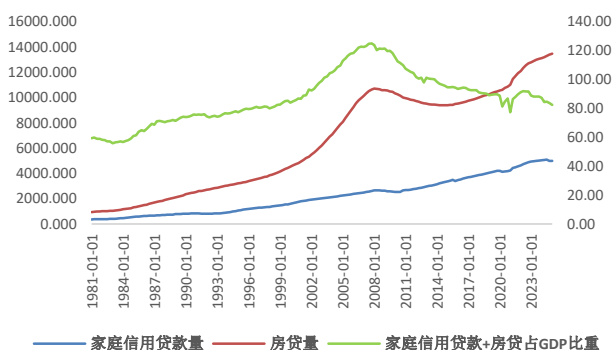


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

1.2 美国私人部门债务负担极轻，消费仍有支撑

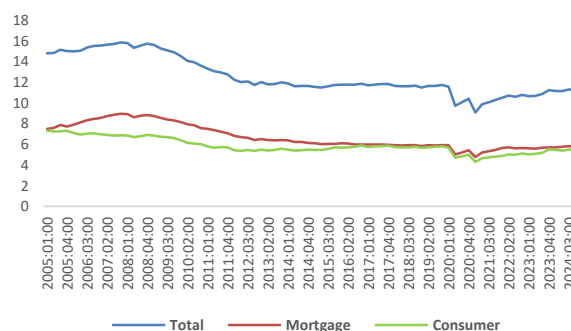
美国家庭部门负债端对消费能力总体不构成压制。得益于家庭部门信用贷款总量下降和名义GDP增速较高，家庭部门总杠杆率持续下降，与1999年持平，或提示家庭部门可承受当前利率水平，甚至更高，即高利率对消费不构成压制。从实际债务负担看，由于存量房贷在2020年低位进行置换，房贷实际债务负担极低，助力家庭部门债务偿还占比总负担处于历史最低位。2024年四季度，消费信贷偿还占比为5.51%，也未触及历史经验阈值6%。（图8、9）

图8：家庭部门杠杆率较低（左：十亿美元，右%）



资料来源：FRED，东兴证券研究所

图9：家庭部门债务偿还占比处于低位（%）



资料来源：美联储，东兴证券研究所

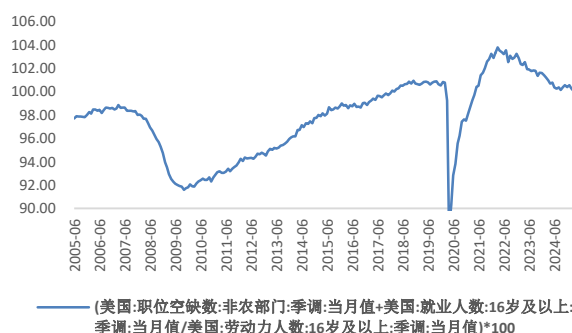
收入方面，实际收入同比止跌小幅回升。从劳动力市场的供需关系来看，目前劳动力市场的紧绷程度进一步小幅下降，但仍处于高位。同时，劳动力市场处于僵化较为脆弱的状态。2024年非农四大支柱产业（地方政府、医疗、专业和商业服务、餐饮）目前仅剩医疗和餐饮支撑非农，周期性较强的专业和商业服务已连续数月低迷。劳动力市场的流动性指标，如离职率和雇佣率，均处于历史低位。考虑到疫情前的劳动力市场已经是近几十年来最为紧绷的时期，预计短期非农总量尚可，但经济对负面冲击的容忍程度持续下降。（图10-12）

图10：实际人均可支配收入同比回升（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

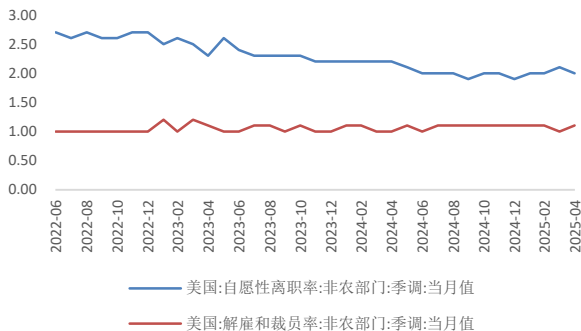
图11：总体就业紧绷程度继续下降，低于疫情前（%）



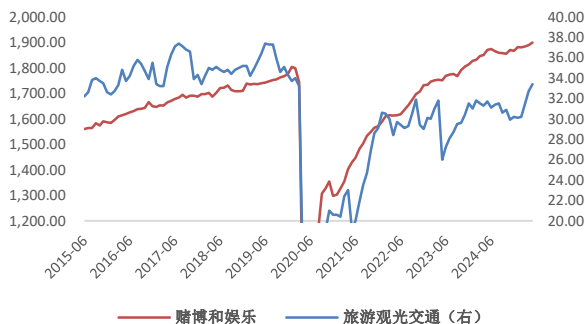
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图12：劳动力市场流动性低迷（%）

图13：赌博和观光就业（千人）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

暑期消费或有支撑。美国以服务消费为主。从宏观数据层面，服务类消费增速一直未见回落。从细分行业就业来看，赌博娱乐和观光行业就业在5月上漲明显，暑期消费或有所亮点。（图13）

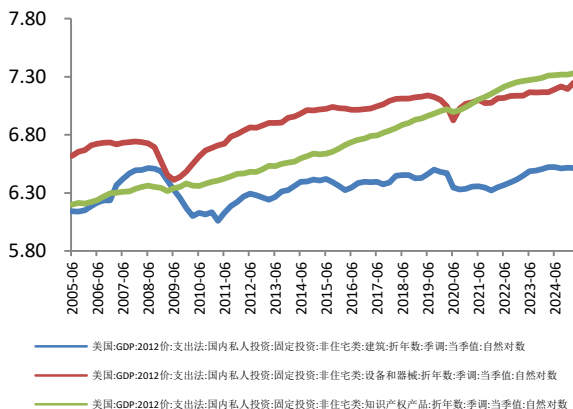
综上，美国私人部门消费将继续支撑经济。负债压力和收入端均为消费提供了很好的财富基础，但劳动力市场抵御负面冲击的能力下降。

1.3 金融环境好转，利于投资

投资或进一步增长。受联邦政府对高技术制造业的产业扶持，信息设备和器械投资持续增长。2025年特朗普继续减税以及减少监管对企业投资的刺激可能被其政策的不确定性有所对冲。

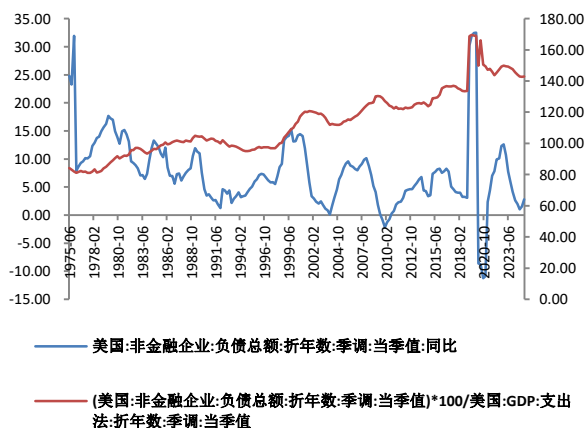
金融环境继续放宽，利率上行对企业债务压力和盈利没有产生影响。疫情后企业杠杆稳定下降，债务并未对企业盈利产生压制。银行信贷持续放宽，利于投资。利率升高对位于较高位的企业杠杆可能开始产生压力，企业利息支出占GDI在预期内开始出现触底迹象，利润率相应略有回落。但利率升高对存量企业贷款/债券的影响是逐年显现的（如3~5年更新贷款利率），考虑到利息支出占GDI远低于2020年之前的历史低位，短期内，企业债务仍较难对经营和利率产生决定性压制。（图17）

图14：设备器械投资恢复增长



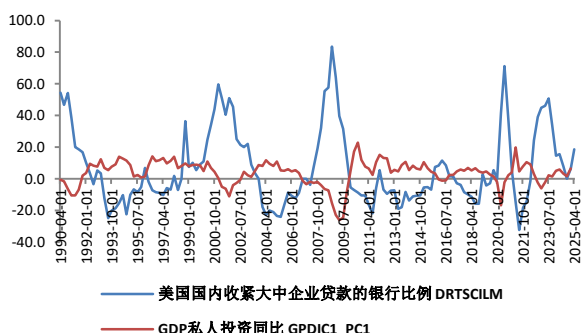
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图15：企业杠杆高位缓降（%）



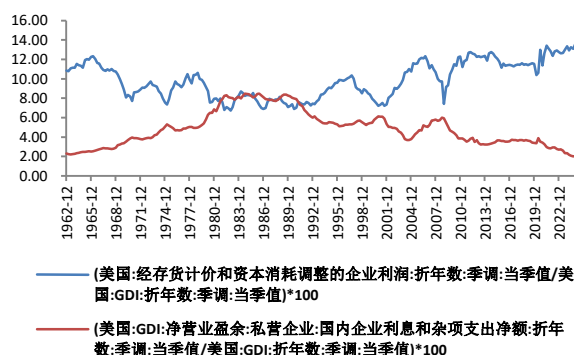
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图16：银行信贷放松（%）



资料来源：FRED，东兴证券研究所

图17：企业利息负担极低，利润率处于历史高位（%）



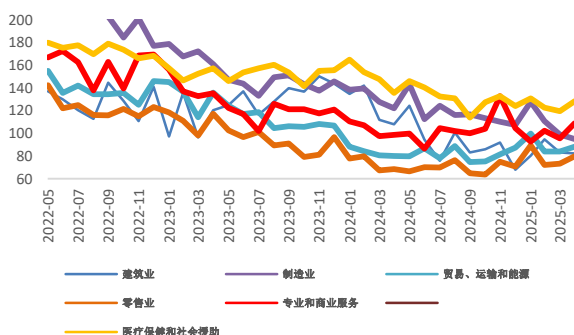
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

1.4 劳动力市场维持流动性低位，短期非农总量无忧

就业紧绷程度进一步小幅下滑，维持非农总量短期尚可。以岗位空缺数与非农就业总和作为衡量劳动力市场的需求方，以劳动力人数作为供给方，4月需求占供给百分比为100.13%，已稳定低于疫情前（2018年5月~2020年2月）。但2018~2020年2月，美国劳动力市场处于历史上较为紧绷的时期，因此非农短期尚可。4月，非农四大主力行业岗位空缺度分别为（2020年2月=100%），医疗（128%）、政府（110%）、专业与商业服务（109%）、餐饮（85%）。其他行业中，建筑业岗位（82%）、零售（80%）、艺术娱乐（129%）似乎已有触底企稳迹象。（图18、19）

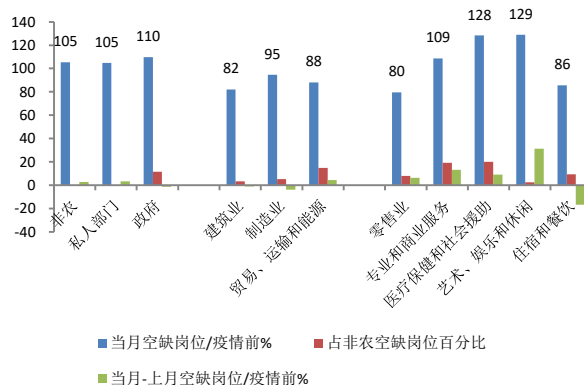
劳动力市场仍处于较为僵化的状态。离职率、雇佣率和解雇率均处于低位状态，表明劳动力市场的流动性仍处于底部。周度的初请数据已连续数周小幅上升，若后者累计数据出现向上趋势，则是值得注意的负面信号。

图18：部分岗位需求企稳（2020年2月=100）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

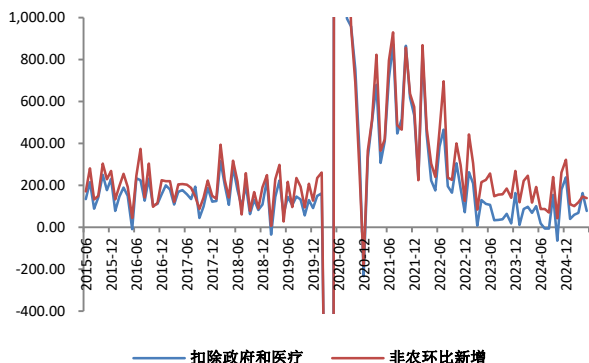
图19：各行业就业市场需求（2020年2月=100）



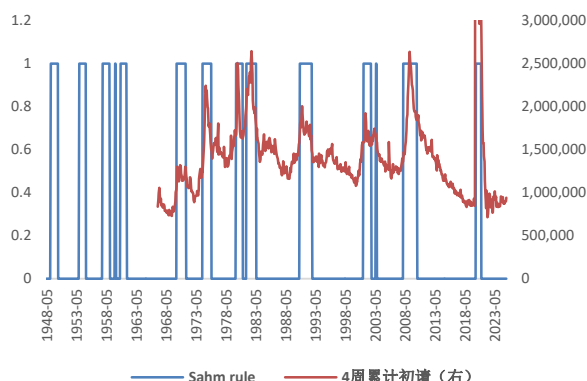
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图20：非农环比新增（千人）

图21：Sahm 法则和累计失业初请（左：%；右：千人）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

1.5 关税最高风险已过

从中美日内瓦经贸谈判到伦敦谈判，市场对特朗普在关税方面的不确定性担忧已趋势性下行。首先，市场认为最终基础性关税 10%是可以接受的结果。其次，4 月 2~10 日之间特朗普对对等关税的妥协行为可以理解为，特朗普实施关税的底线是不造成美国经济和金融的系统性风险。因此，市场对关税的反应已逐渐钝化，回归对基本面的判断以及下半年的减税法案最终落地的情况对通胀趋势和国债的影响。

2. 通胀与货币：有一定降息空间

2.1 通胀回升风险仍存，最终取决于政策节奏

我们从 2020 年始贯穿本轮疫情周期的通胀观点有二：一、通胀维持高位的时间比美联储预期的要长；二、通胀回落的幅度比美联储预期的要小。长期通缩环境使得欧美货币财政政策对通胀略显麻痹，易于过度宽松。政府机构忽视了次贷危机和本次疫情危机的区别，忽视了地产恢复了对利率的敏感度。此外，地缘冲突刺激原油上涨，延长了通胀时间。从背景和触发缘由看，当前通胀形势为 70 年代的快进版。经济易通缩体质消失，通胀中枢或抬升至 2.5%。

年初至今，季节性通胀回升再回落较为良性。我们在 2024 年最后几个月的通胀点评中反复提到，（核心）通胀环比在年尾回升反而表明经济状态尚可。5~7 月核心通胀环比回落有一定季节性因素，一般 8 月以后通胀均会有所回升，是经济健康的一种表现。主导近两年通胀粘性的住宅价格同比增速中枢也出现了稳定的下降。最近通胀回落主要由商品价格主导，服务业稳中有降。连续两个月的通胀不及预期符合美国通胀的季节性特征。

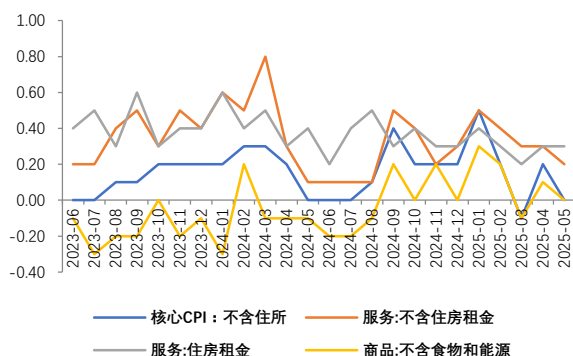
通胀回升风险仍存。特朗普政策不确定性较高。对外关税，对内减税客观上有利于通胀上行。但特朗普的回归，表明基层对通胀和非法移民的容忍度降低。这意味着政策落地的节奏上必须考虑到通胀压力。另一方面，特朗普对非法移民的政策可能导致今后几年移民数量减少，可削弱部分内需压力。

政策传导需要时间。特朗普第一任期于执政第一年 2017 年 12 月正式通过减税法案，照此推测，第二任期的减税法案落地最快在 2025 年下半年，减税对通胀的影响最快也要到 2026 年才会体现。关税政策的落地时间

也会随着与各国重新谈判而有所变化。即使政策落地速度加快，从政策面传导到宏观总量也需要一段时间。因此，即使通胀的不确定性客观上行，在不考虑美联储政策的背景下，节奏上可能没有那么快体现在宏观数据中。

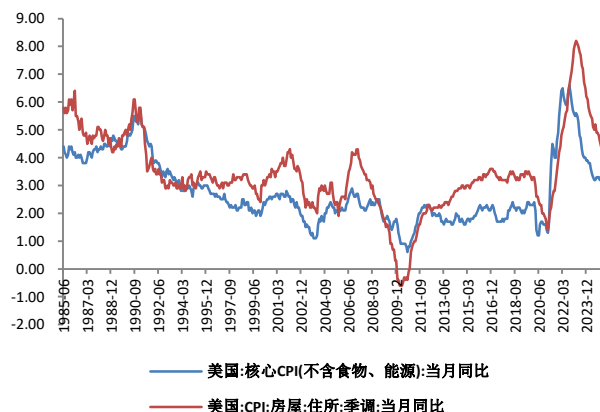
通胀是多重因素共振的结果，美联储政策利率的节奏也可控制通胀趋势。以 1984~1986 年降息周期为例，当时降息的出发点为强美元以及里根减税政策带来的财政赤字压力，需要降低利率水平。整个降息周期不是一蹴而就，期间嵌套了两次加息小周期，最终，降息和财政赤字并没有使得通胀反弹。从 80 年代的减税、强美元、货币政策来看，通胀最终取决于政策利率的相对位置和节奏。只要油价稳定，降息节奏不过快，存在再现 80 年代降息与通胀同时下行的可能。

图22：商品价格环比翘尾，服务价格稳中有降（%）



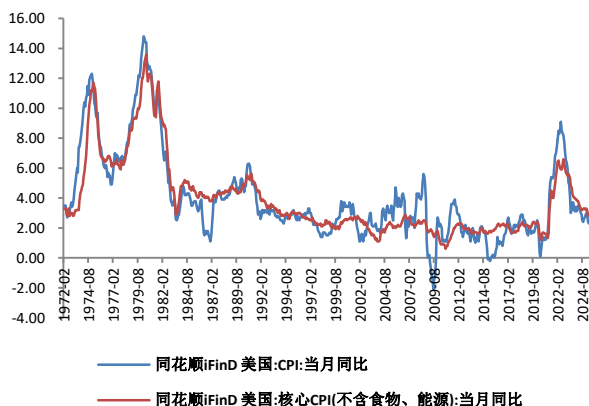
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图23：住宅同比继续下降（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图24：CPI 跌落至正常区间中部（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图25：政策利率、财政赤字与通胀



资料来源：FRED，东兴证券研究所

2.2 美联储降息 1~2 次至 4~4.25%，欧洲或继续降息

鲍威尔承认目前关税引起的不确定性极高，但经济数据非常稳健，可以耐心等待关税影响显现。和 3 月相比，潜在关税水平比 3 月份预期的更高，鲍威尔承认更高的通胀和更高的失业率的不确定性在急剧上升，但还没

有在硬数据中看到关税的负面影响。一季度，经济还是处于稳健状态（solid position）。失业率很低，接近充分就业率；通胀下行，但仍高于目标 2%；货币策略略微限制，总体来说当前的经济和货币政策位置非常好。由于关税最后落地的程度和时间并不明朗，几乎所有的委员都支持等待，目前的经济状态也可以支持等待一段时间。

鲍威尔认为软数据和硬数据在过去几年中相关性较弱，需要硬数据有迹象才会考虑降息。在过去几年，经济的软数据（消费者信心指数和通胀预期等）和硬数据也发生过分歧，但最后经济的走势良好。虽然鲍威尔认为当前经济的不确定性极高，但他还是需要等到硬数据出现迹象才会考虑政策的变化。此外，鲍威尔认为由于关税政策高于预期，一过性通胀可能比之前预期的要久。关税背景下，控制通胀和舒缓经济衰退之间的抉择非常困难。

我们仍认为在通胀与经济衰退之间，最终美联储还是会倾向后者而降息。关税引发消费和企业囤货前置，模糊了经济数据的表现。历史上，鲜有关税引发趋势性通胀的实例。趋势性通胀更多是货币现象的体现，即宽松的货币或者宽松的财政政策。是否出现趋势性通胀需要观察后续特朗普政策的财政政策，特别是减税法案最终落地的情况。在经济即时表现和宏观政策发生作用之间有明显的时间差，存在一定的降息窗口。

就业市场权重略有回升，就业和通胀的权重大致相当。我们在去年年底展望中提到，“从 80 年代的降息经验来看，如果通胀趋势不变，政策利率最终仍有可能降至 4%，但不排除节奏上有所调整，即有可能出现中途有 1~2 次会议和不降息的可能。例如如果关税落地，美联储可能会选择观望一段时间”，这一观点基本兑现。当前就业市场处于雇佣率下降，但裁员率很低的状态。虽然有些指标缓慢冷却，但岗位空缺数、市场紧绷程度近期都比较稳定，周度失业金初请数据未出现持续性上行。不考虑关税和后期减税法案的潜在影响，单从数据来说，在基数效应消失的背景下，2025 年通胀同比整体比去年再下了一个台阶，已稳定回落至正常区间中部略偏下的位置。因此，短期内，存在一定降息的空间。

5~8 月是较为合理的降息窗口。结合美国通胀以及经济动能的季节性特征，上半年经济往往表现不如下半年。我们认为，如果美联储仍有意降息，则 5~8 月是不错的时间窗口。综合以上，我们对下半年降息次数的预估维持去年年底展望里的观点，即可能 1~2 次，并存在不降息的概率。

欧洲或继续降息。不同于以往经济周期中欧洲货币政策滞后美国 1~2 个季度，欧洲经济基本面更为疲软，继续降息有助于欧洲经济脱离浅衰退的状态。

2.3 特朗普减税政策面临债务压力

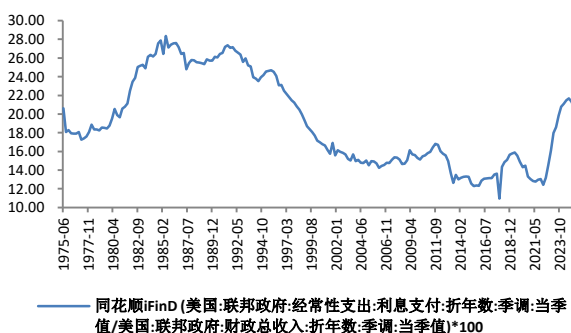
美国经济似乎对政府支出的依赖有所提高。在以往的经济周期中，美国经济高速增长往往伴随着赤字的收敛。但 2015 年后，即使剔除利息支出后的联邦政府赤字率仍维持在历史上的较高水平，联邦赤字率出现顺周期的特征，这在历史上较为罕见。特朗普的减税法案或将推后潜在的经济衰退，但没有看到让经济摆脱对赤字依赖的长期政策。

2023 年以来，受利率上行影响，联邦政府债务的利息支出显著推升了联邦赤字率。2024 年联邦政府赤字率略高于 2023 年，但扣除利息支出后的赤字率低于 2023 年，这表明，联邦政府债务对联邦政府支出的负面影响。

联邦政府利息支出占比暂时回落，但仍将在中期内维持高位。受益于前期降息影响，今年一季度，联邦政府利息支出占比暂时从高点回落。目前联邦政府利息支出仍面临压力，随着存量国债持续展期，即使政策利率有所回落，利息支出占比仍会维持高位。

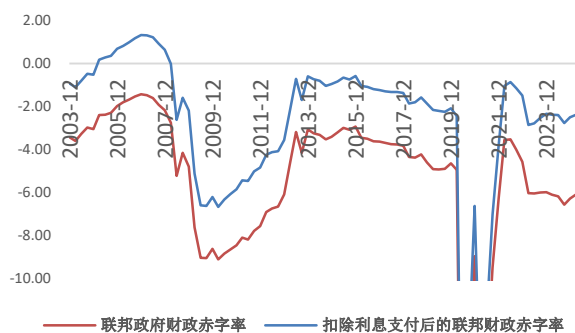
需要通胀趋势确定性的下行和合理的财政纪律打消市场对债务问题的担忧。2025 年特朗普推行减税的背景与里根开始执政时较为相似。80 年代初美国联邦政府利息支出长期处于 25% 以上，高通胀也刚刚得到控制。里根时期的经验表明，若通胀趋势和通胀预期确定性下降，则利息支出不会成为影响经济的主要矛盾。与里根时期不同的是，特朗普第二任期的政策不确定性显著高于第一任期。因此，虽然联邦政府债务仍存在解决或者稳定预期的理论路径，市场仍视其为潜在的不确定性来源之一。

图26：联邦政府利息支出占比暂时回落（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图27：联邦政府利息支出推升联邦赤字率（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

3. 资本市场：美股维持中短期中性略偏积极

美国十年期国债利率下限 3.7~3.85%，上限 4.75~5%。我们的模型并不支持短期内美十债再次突破 5%。极端情况下，若美十债有效突破 5%，则美股可能再次迎来震荡。当前美十债利率已计入部分美联储年内降息次数的减少。鉴于通胀处于季节性低迷期，倾向于美十债利率先下后上。

图28：美十债利率模型（%）

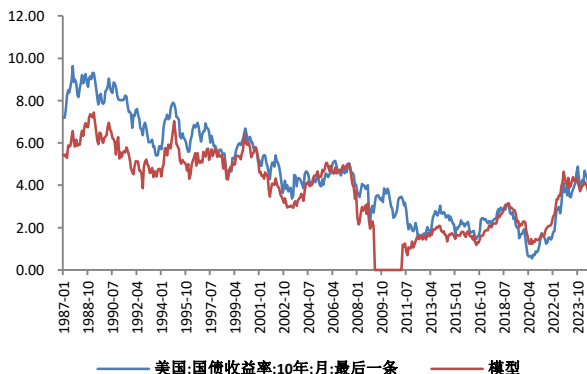


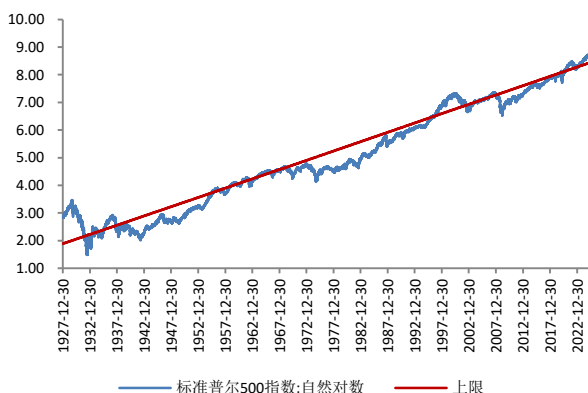
图29：美国短期流动性平稳（%）



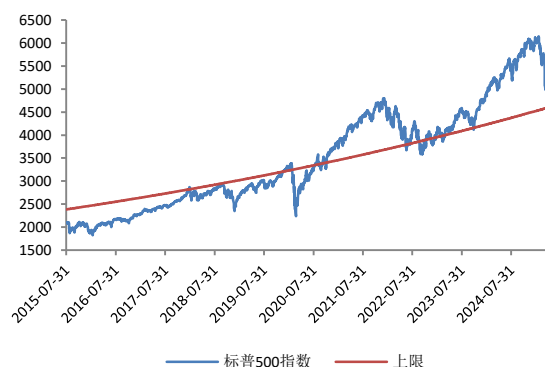
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

资料来源：iFinD，东兴证券研究所

美股处于泡沫，维持中短期中性略偏积极。银行信贷有所放松，实体经济投资止跌反弹，叠加 AI 技术突破，市场对关税风险逐渐钝化，而减税法案进入视野，股市短期风险不大。美股仍处于类似 1997-2000 年的长期泡沫中，且泡沫水平尚未达到 2000 年。历次长期趋势的泡沫湮灭均与货币政策收紧有关。鉴于美联储尚未进入加息通道，我们在 2023 年年底对长期趋势的看法从中性谨慎转为中性，中短则维持中兴略偏积极的态度。中性是对泡沫的警惕，去掉谨慎是目前尚没有货币政策导致的流动性问题。目前，美国联邦隔夜拆借利率非常平稳。即使在 4 月初关税冲击下，该市场仍旧表现平稳，市场短期资金流动性仍较为充裕。叠加特朗普减税预期，我们对美股的态度维持中性略偏积极（我们在 4 月初短暂的趋势性看空）。**配置方面，建议维持仓位，密切关注资金流动性，或美十债逼近 5%。**

图30：标普 500 长期趋势


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图31：标普 500 处于长期趋势泡沫中


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

美元方面，在美联储降息通道尚未走完前，美元有维持弱势的基础。

风险提示：美国通胀上行。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	非农乏善可陈，暑期消费或有一定支撑—5月美国非农数据点评	2025-06-10
宏观普通报告	通胀季节性回落，后续关税影响或较为温和—美国4月CPI数据点评	2025-05-15
宏观普通报告	关税风险下降，更加注重经济基本面—5月12日中美经贸会谈点评	2025-05-13
宏观普通报告	美联储保持耐心直到硬数据出现信号—5月美国FOMC点评	2025-05-09
宏观普通报告	人民银行降准降息，加大对科创企业金融支持—5月7日人民银行、金融监管总局、证监会发布会点评	2025-05-07
宏观普通报告	外部冲击影响加大，充分备足预案—4月25日中共中央政治局会议点评	2025-04-28
宏观普通报告	美国关税政策同样需要回归常识—美国关税政策点评	2025-04-07
宏观普通报告	美联储下调经济增长预期，认为关税通胀压力一过性—3月美国FOMC点评	2025-03-20
宏观普通报告	关税影响不在于通胀，而在于经济是否会衰退—美国2月CPI数据点评	2025-03-14
宏观深度报告	美国就业市场总量尚可，但较为脆弱—美国就业数据梳理	2025-03-10

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526