

相关研究

《复工节奏有所加快——国内高频指标跟踪（2023年第5期）》2023.2.20

《俄罗斯经济：现状如何？》2023.2.19

《美元继续走强——全球大类资产周报》2023.2.18

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:李俊

Tel:(021)23154149

Email:lj13766@haitong.com

证书:S0850521090002

联系人:王宇晴

Email:wyyq14704@haitong.com

## 美国收支为何高增？

### ——海外经济政策跟踪

#### 投资要点:

- **疫情与疫苗追踪:** 截至2月24日,美国疫情进一步缓解,新增确诊病例虽有所上升,但死亡病例持续回落,与新冠相关的医疗负担持续下降且仍处于低位;欧洲新增病例有所上升,死亡病例继续回落;东南亚新增确诊病例与死亡病例均下降。变异毒株分布方面,美国 XBB.1.5 的感染占比持续上升至 85%。
- **政策:** 美联储多位官员与财政部长耶伦均对美国前景较为乐观,认为美国经济可能会实现软着陆;同时美联储部分官员认为通胀回落将较为缓慢,在此情况下,美联储或在更长时间内维持高水平利率不变。欧央行行长拉加德再次重申 3 月有意加息 50BP,较多官员也认为未来或将继续加息。日本央行行长提名人植田和男与现任行长黑田东彦均支持继续实施宽松货币政策。
- **经济:收支为何高增?** 1 月美国居民个人可支配收入与消费支出仍保持较高增速,超市场预期。**个人可支配收入保持强劲**,一方面或与劳动力市场依然紧张有关;另一方面,或与税收政策调整有关。个人消费强劲则很大程度上与收入高增以及居民仍有超额储蓄有较大关系。**进一步来看**,中美贸易中,多以商品贸易为主,尤其是耐用品占较大比重,而美国耐用品消费的回升,短期或对国外需仍有较大支撑。我们认为,今年我国的外需表现或好于预期。
- **加息预期再度升温,美债利率站上 3.95%。** 美国经济韧性超市场预期,加之 1 月 PCE 和核心 PCE 同环比再度超预期回升,引起市场预期大幅调整。截至 2 月 25 日, CME Group 数据显示,市场预期 3 月加息 50BP 的概率上升至 27.0%, 5 月和 6 月再次加息 25BP 的预期仍然较高,此后大概率维持不变至年底,年内降息预期在不断减弱。在此影响下, 10 年期美债收益率上升至 3.95%。
- **欧洲经济底部修复。** 2 月欧元区景气指数明显回升,经济在持续加息下仍表现出了一定的韧性。1 月欧盟 28 国粗钢产量同比增速也持续修复,但目前仍处低位。2 月欧元区消费者信心指数持续回升, 2 月欧元区服务业 PMI 指数继续回暖,但制造业 PMI 仍处于荣枯线之下。

## 目 录

---

1. 疫情与疫苗追踪：美欧疫情持续缓解 .....	4
2. 政策：美欧仍偏鹰，日本坚持宽松 .....	6
3. 美国：收支为何高增？ .....	7
4. 欧洲：经济底部修复 .....	10

## 图目录

图 1	美国新冠变异毒株分布占比 (%)	4
图 2	美国日均新增病例与日均死亡病例 (例)	4
图 3	美国病床占用率与 ICU 病床占用率 (因新冠住院, %)	5
图 4	欧洲日均新增病例与日均死亡病例 (例)	5
图 5	东南亚主要国家日均新增病例 (例)	5
图 6	东南亚主要国家日均死亡病例 (例)	5
图 7	英国日均新增病例和日均死亡病例 (例)	6
图 8	以色列日均新增病例和日均死亡病例 (例)	6
图 9	英国新增住院和重症率 (周度)	6
图 10	以色列新增住院和重症率 (周度)	6
图 11	美国个人实际可支配收入和消费支出同比 (%)	7
图 12	美国新建住房与成屋销售同比 (%)	7
图 13	美国 PCE 和核心 PCE 当月同比 (%)	8
图 14	美国 Markit 制造业与服务业 PMI	8
图 15	美国 5 年期和 10 年期通胀预期 (%)	8
图 16	市场预测美联储加息概率 (%)	8
图 17	纽约联储每周经济 WEI 指数 (周度, %)	9
图 18	美国 10 年期国债收益率分解 (%)	9
图 19	欧元区 ZEW 经济景气指数	10
图 20	欧盟 28 国粗钢产量当月同比 (%)	10
图 21	欧元区和欧盟消费者信心指数	10
图 22	欧元区制造业与服务业 PMI	10

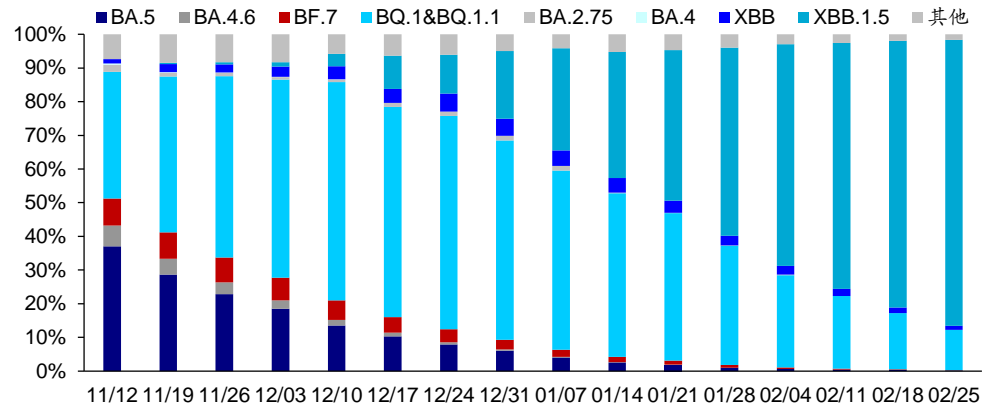
## 表目录

表 1	近期全球新冠疫情、疫苗相关事件	6
表 2	美国经济数据总览	9
表 3	欧元区经济数据总览	11

## 1. 疫情与疫苗追踪：美欧疫情持续缓解

美国 XBB.1.5 感染比例升至 85%。美国 CDC 新冠检测数据显示，截至 2 月 25 日，奥密克戎变异株 XBB.1.5 的感染占比进一步扩大，由上周的 79.2% 上升至 85.0%，此前盛行的 BQ.1 与 BQ.1.1 的总比重进一步下降到了 12.0%。

图1 美国新冠变异毒株分布占比 (%)

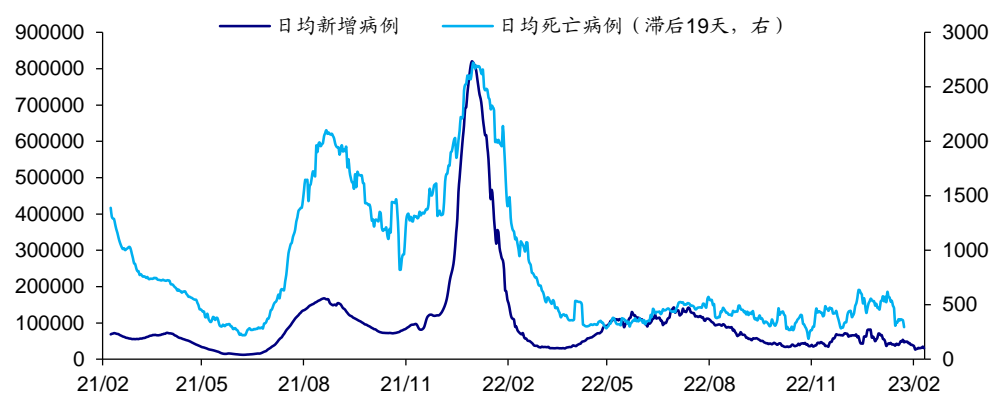


资料来源：CDC，海通证券研究所

美国日均死亡病例持续回落。截至 2 月 24 日，美国日均新增病例为 3.0 万例左右，较上周增加 6.3%；日均死亡病例则继续下行 13.4% 至 296 例。截至 2 月 22 日，美国新增住院人数 2.6 万人，较上周下降 2.5%。此外，重症率仍接近于 0。

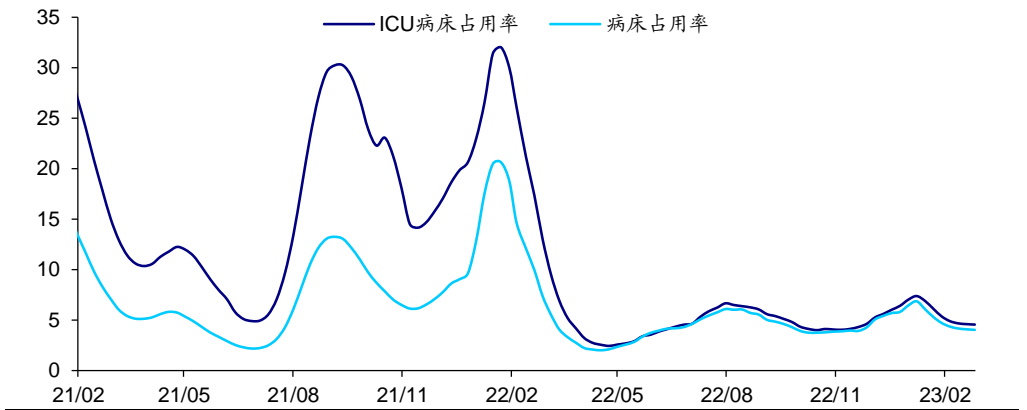
美国医疗负担回升，其中因新冠导致的住院与 ICU 占用率下降。截至 2 月 26 日，美国住院病床占用率上升至 77.2%，其中与新冠相关的住院占用率降至 4.0%；美国 ICU 病床占用率小幅上升至 74.7%，其中因新冠导致的 ICU 占用率降至 4.6%。整体来看，与新冠相关的医疗负担仍在低位。

图2 美国日均新增病例与日均死亡病例 (例)



资料来源：Wind，海通证券研究所

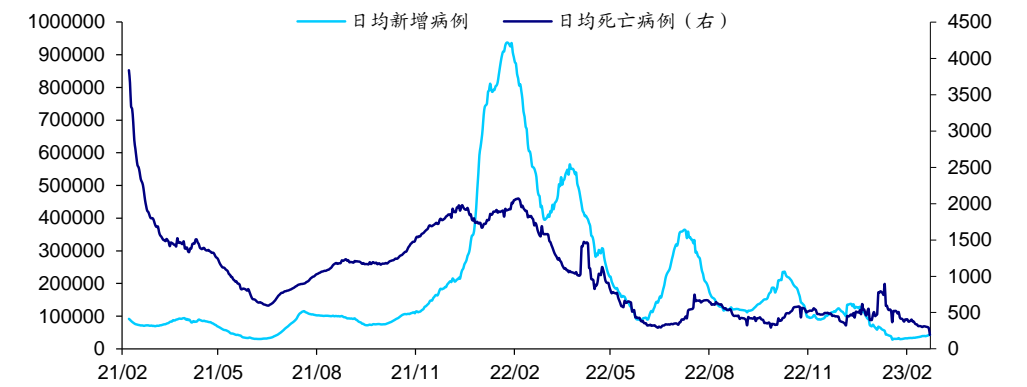
图3 美国病床占用率与ICU病床占用率（因新冠住院，%）



资料来源：Johns Hopkins University, 海通证券研究所, 截至2月26日

**欧洲新增确诊病例上升，死亡病例回落。**截至2月24日，欧洲日均新增病例为4.2万例，较上一周上升8.4%。其中意大利、西班牙、法国、德国及俄罗斯分别上升3.8%、4.9%、17.3%、13.8%及6.5%，仅英国下降4.6%。欧洲各主要国家日均死亡病例较上周均有所回落，其中法国回落24.0%，幅度最大。

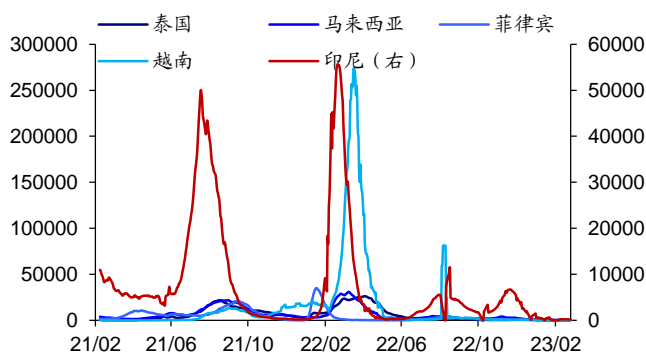
图4 欧洲日均新增病例与日均死亡病例（例）



资料来源：Wind, 海通证券研究所, 图中为7日移动平均数据

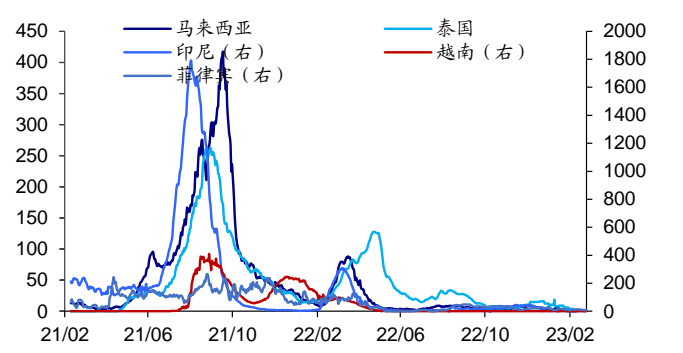
**东南亚疫情持续缓解。**截至2月24日，东南亚主要国家新增确诊病例呈下降态势。其中，泰国、马来西亚、菲律宾、印尼及越南新增确诊病例分别较上周下降48.2%、8.8%、17.9%、9.2%以及48.4%。从日均死亡病例数来看，东南亚主要国家日均死亡病例数均呈延续下降趋势。

图5 东南亚主要国家日均新增病例（例）

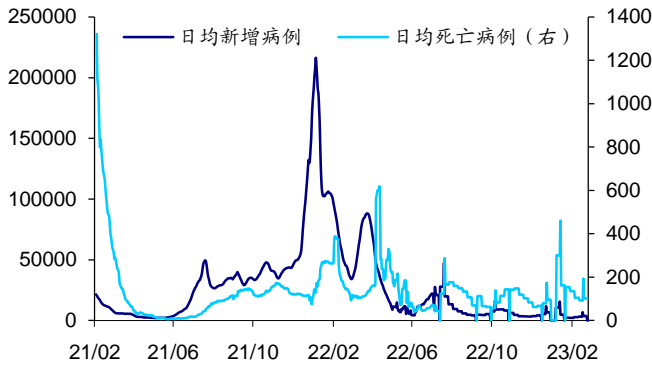


资料来源：Wind, 海通证券研究所, 图中为7日移动平均数据

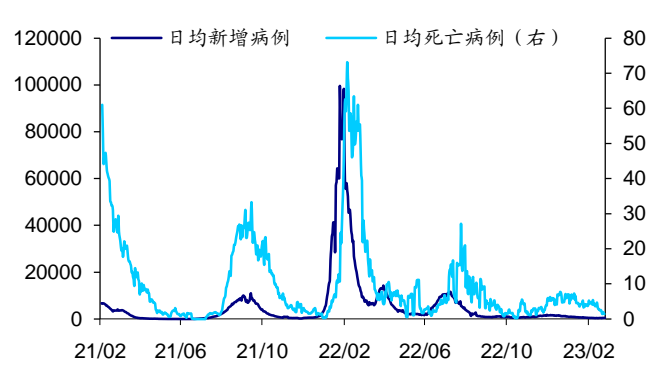
图6 东南亚主要国家日均死亡病例（例）



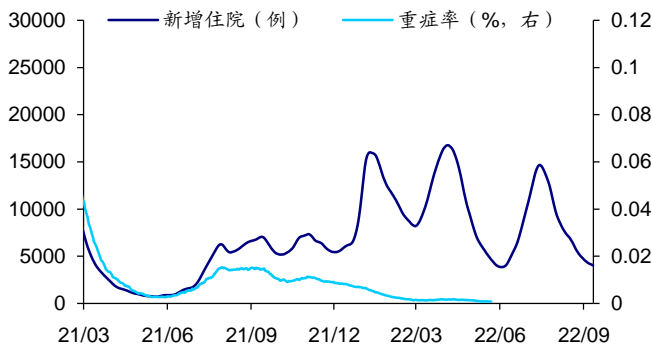
资料来源：Wind, 海通证券研究所, 图中为7日移动平均数据

**图7 英国日均新增病例和日均死亡病例（例）**


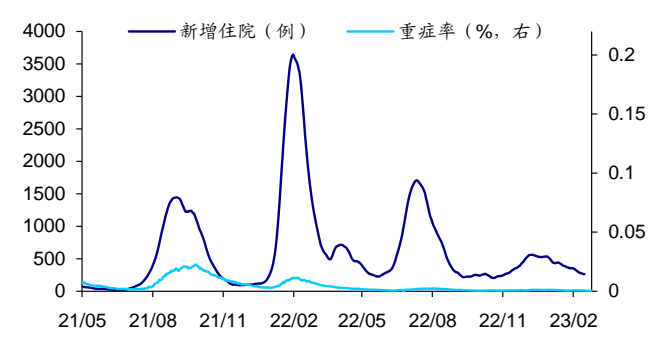
资料来源：Wind，海通证券研究所，图中为7日移动平均数据

**图8 以色列日均新增病例和日均死亡病例（例）**


资料来源：Wind，海通证券研究所，图中为7日移动平均数据

**图9 英国新增住院和重症率（周度）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**图10 以色列新增住院和重症率（周度）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**表1 近期全球新冠疫情、疫苗相关事件**

国家/地区/机构	疫情/疫苗新闻
德国	德国不再要求从中国内地及澳门特区入境者提供新冠阴性证明。
香港大学	香港大学医学院一项最新研究揭示新冠病毒入侵细胞的机制，有助于研发针对奥密克戎变异病毒株的药物。

资料来源：华尔街见闻，中国新闻网，海通证券研究所整理

## 2. 政策：美欧仍偏鹰，日本坚持宽松

**美联储或在更长时间内维持高水平利率不变。**部分美联储官员认为美国通胀仍然顽固。美联储理事杰弗逊和梅斯特表示，美国通胀放慢速度或将较为缓慢。此外，美国多位官员对经济前景较为乐观，如美国财政部长耶伦、美国波士顿联储主席柯林斯和美国圣路易斯联储主席布拉德均在发言中表示，预计美国经济可能会实现软着陆。在此情况下，美联储立场仍然偏鹰。克利夫兰联储主席美斯特与圣路易斯联储主席布拉德均再次表示，需要将利率提高至5%以上，其中布拉德预计利率将升至5.375%。

**欧央行3月或继续加息50BP。**欧洲央行行长拉加德重申，有意在3月份再次加息50个BP，3月之后的行动将取决于数据。欧央行管委兼德国央行行长Nagel同样预计欧洲央行3月将大幅加息，并且不排除3月份以后会有更多的大幅加息。欧洲央行管委Rehn也预计央行很快就会加息至限制性水平，并将于夏季达到终端利率，目前欧央行不应急于开始讨论降息的可能性。不过，管委Villeroy认为欧洲央行没有义务在9月之前的每次会议上都宣布加息，当前2.5%的利率已然处于限制性区域。

**日本央行或继续实施宽松货币政策。**日本央行行长提名人植田和男在听证会上表示，支持目前继续实施宽松货币政策；如果价格前景改善，必须考虑收益率曲线政策（YCC）的正常化；收窄收益率曲线控制目标区间是多种退出选项之一；如果达到2%稳定通胀

目标，就会停止大规模购买债券；预计 1 月份 CPI 已经达到峰值，2 月份可能显示明显放缓。日本央行行长黑田东彦也表示，将以稳定通胀为目标，维持货币政策宽松。

### 3. 美国：收支为何高增？

**消费韧性仍强。**1 月美国个人可支配收入同比大幅增长 8.4%，较 2022 年 12 月增加 4.0 个百分点，环比增速也由 2022 年 12 月的 0.4% 明显回升至 2.0%；个人消费支出同比增长 7.9%，较上月回升 0.5 个百分点，环比增速则回升 1.9 个百分点至 1.8%。

**个人可支配收入保持强劲，一方面或与劳动力市场依然紧张有关。**例如，去年 12 月美国职位空缺数依然高达 1100 万以上，居于历史高位，尤其是服务行业。在此影响下，劳动力工资收入增速居高不下，1 月美国收入中雇员报酬环比大涨 0.86%，为 2022 年 7 月以来新高，为 1 月可支配收入的增长提供了较大的贡献。

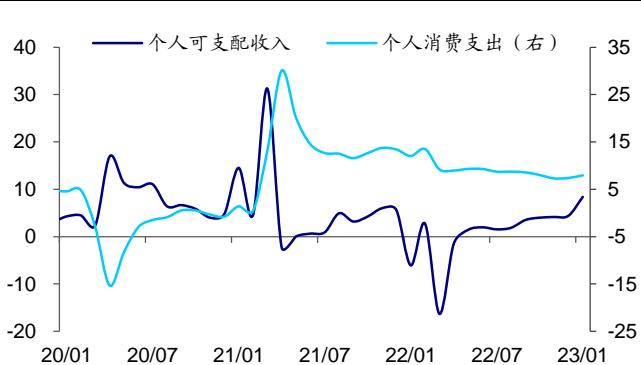
**另一方面，或与税收政策调整有关。**根据美国国税局信息，美国国税局在 2022 年 10 月公布了 2023 纳税年度对 60 多项税收规定的年度通货膨胀调整，包括税率表和其它税收变化。**总的来说，实行了更高的联邦所得税等级和标准扣除额，从而降低了纳税人的税收负担。**例如，已婚联合申报的夫妇在 2023 纳税年度的标准扣除额为 27700 美元，比上一年增加了 1800 美元；单身与已婚单独申报的纳税人，2023 纳税年度的标准扣除额为 13850 美元，增加了 900 美元；以户主身份报税，2023 纳税年度的标准扣除额为 20800 美元，比 2022 纳税年度的额度增加了 1400 美元等等。

**在此影响下，1 月个人所得税同比大幅转负至 -5.1%，为 2020 年 5 月以来首次；环比降幅也扩大至 -8.0%，为 2009 年 1 月以来最低，为 1 月可支配收入增长提供了较大的贡献。**

**个人消费强劲，很大程度上与收入高增以及居民仍有超额储蓄有关。**具体来说，服务消费同比上升至 10.0%，为 2022 年 5 月以来首次达到 2 位数增速，是消费高增的主要贡献。而商品消费同比虽然回落，很大程度上与去年同期基数较高有关。商品环比大幅转正至 2.8%，为 2022 年 10 月以来首次，尤其是耐用品消费环比大幅转正至 5.5%，为 2022 年 1 月以来新高，也为消费高增提供了较大的贡献。

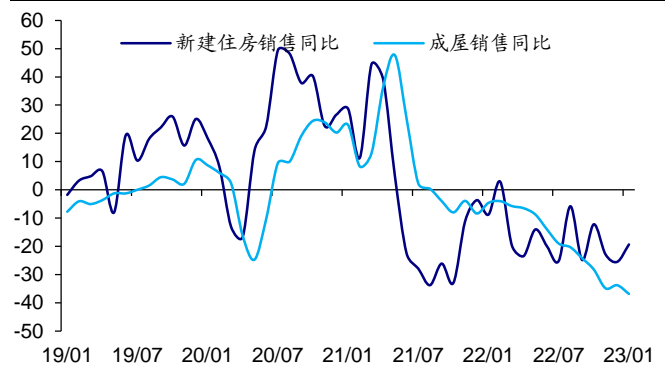
**进一步来看，中美贸易中，多以商品贸易为主，尤其是耐用品占较大比重，而美国耐用品消费的回升，短期或对国外需仍有较大支撑。我们认为，今年我国的外需表现或好于预期。**

图11 美国个人实际可支配收入和消费支出同比 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图12 美国新建住房与成屋销售同比 (%)

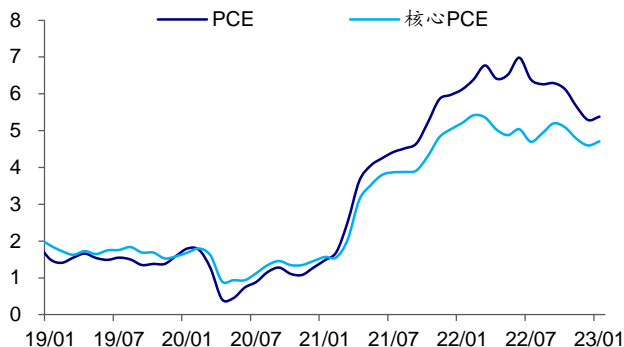


资料来源：Wind，海通证券研究所

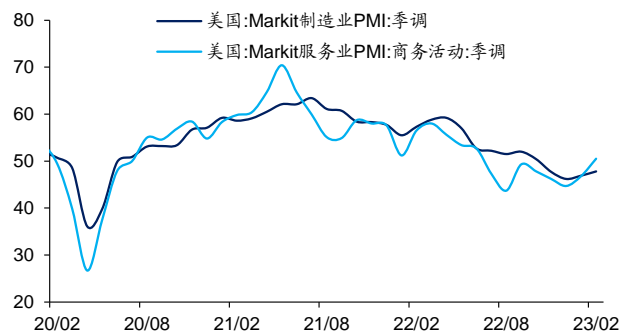
**房地产市场仍低迷。**1 月美国新建住房销售同比下降 19.4%，跌幅较 2022 年 12 月收窄 6.1 个百分点；而成屋销售同比继续下降 36.9%，跌幅较 2022 年 12 月进一步扩大 3.1 个百分点。总体来看，在美联储持续加息影响下，住房抵押贷款利率高企，房地产需求仍较疲软。

**通胀压力仍大。**1月美国 PCE 价格指数同比增长 5.4%，剔除食品和能源价格后的核心 PCE 价格指数同比增长 4.7%，均较 2022 年 12 月回升 0.1 个百分点。**美国通胀压力仍大，年内或难以回落至美联储 2% 的通胀目标之内。**

**经济景气指数改善。**2月美国 Markit 制造业 PMI 为 47.8，较 1 月回升 0.9，但仍处于收缩区间。Markit 服务业 PMI 则大幅回升 3.7 至 50.5，远超市场预期，为七个月来首次站上荣枯线。

**图13 美国 PCE 和核心 PCE 当月同比 (%)**


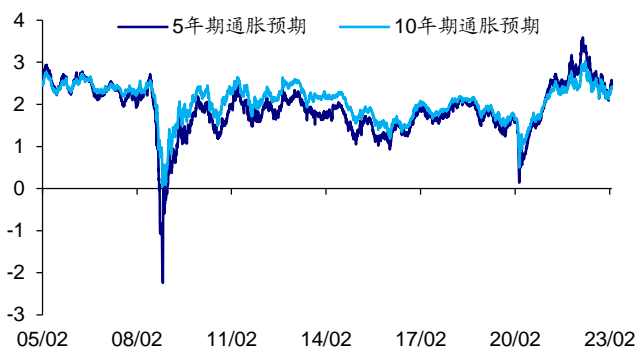
资料来源：Wind，海通证券研究所

**图14 美国 Markit 制造业与服务业 PMI**


资料来源：Wind，海通证券研究所

**加息预期进一步提升。**受美国 PCE 价格指数同比增速超预期回升影响，市场加息预期进一步提升。CME Group 数据显示，截至 2 月 25 日，预期 3 月加息 50BP 的概率由上周的 18.1% 提升至 27.0%；5 月和 6 月再次加息 25BP 的预期仍然较高，此后大概率维持不变至年底，年内降息预期有所减弱。

**美债收益率上升至 3.95%。**截至 2 月 24 日，美国 10 年期国债名义收益率较上一周上行 13BP 至 3.95%。主因美债 10 年期实际收益率较上一周上行 11BP 至 1.57%，10 年期通胀预期则变化不大。

**图15 美国 5 年期和 10 年期通胀预期 (%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所

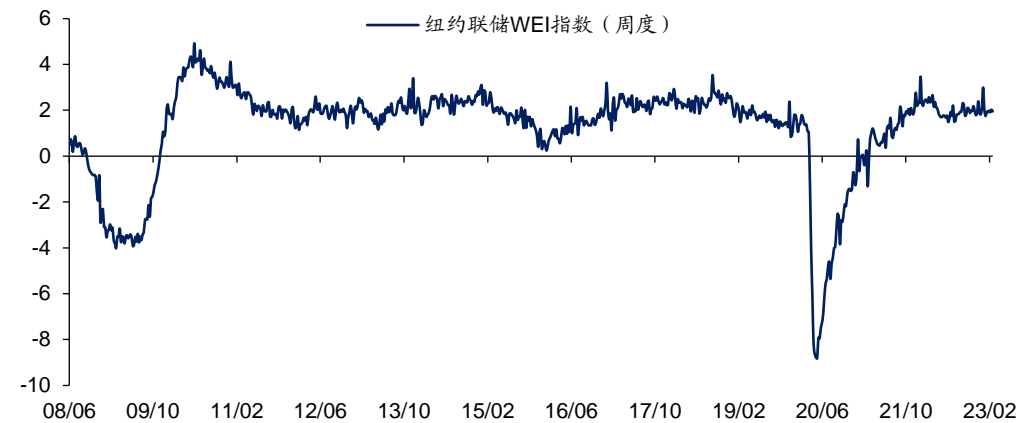
**图16 市场预测美联储加息概率 (%)**

MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600	600-625
2023/3/22	0.0%	73.0%	27.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2023/5/3	0.0%	0.0%	69.3%	29.3%	1.4%	0.0%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	21.7%	56.8%	20.5%	0.9%	0.0%
2023/7/26	0.0%	0.0%	14.7%	45.5%	32.2%	7.3%	0.3%
2023/9/20	0.0%	0.0%	14.7%	45.5%	32.2%	7.3%	0.3%
2023/11/1	0.0%	2.0%	19.0%	43.7%	28.8%	6.3%	0.3%
2023/12/13	0.7%	8.2%	27.9%	38.3%	20.6%	4.1%	0.2%

资料来源：CME，海通证券研究所，截至 2 月 25 日

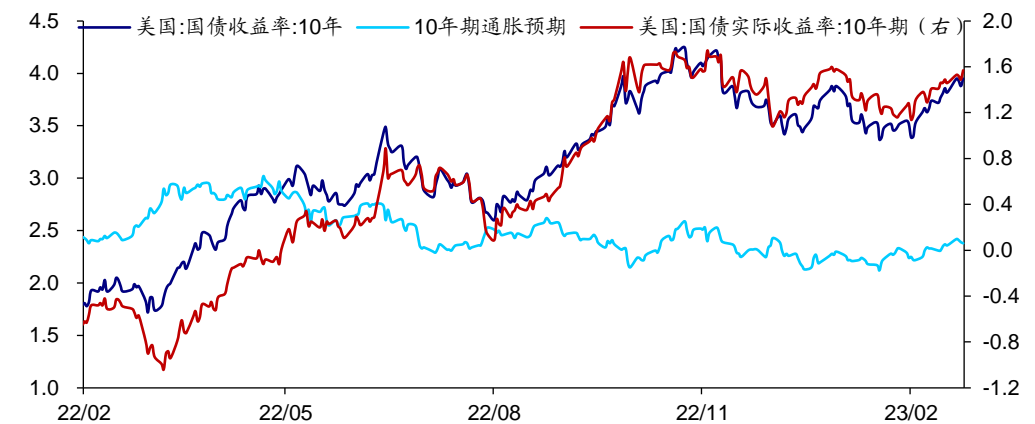


图17 纽约联储每周经济WEI指数（周度，%）



资料来源：纽约联储，海通证券研究所

图18 美国 10 年期国债收益率分解（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

表 2 美国经济数据总览

指标	单位	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	22/08	22/07	22/06	22/05	22/04	22/03	22/02	
GDP	实际 GDP			0.9			1.9			1.8			3.7		
	实际 GDP			2.7			3.2			-0.6			-1.6		
生产	工业总产值	0.6	1.1	2.1	3.4	4.6	3.5	3.3	4.1	4.8	5.9	4.6	6.5		
	制造业新订单			5.2	5.5	6.3	8.0	8.4	8.8	8.9	9.9	7.6	10.6	11.6	
	工业产能利用率	78.3	78.4	79.3	79.8	79.9	79.8	80.0	79.7	80.0	80.2	79.8	79.4		
消费	个人实际可支配收入	8.4	4.4	4.2	4.0	3.5	1.9	1.5	2.0	1.4	-1.5	-16.3	2.7		
	个人实际消费支出	7.9	7.4	7.3	8.0	8.5	8.7	8.7	9.3	9.3	8.9	9.2	13.5		
	零售销售额	3.9	4.8	5.0	7.2	7.8	9.3	10.0	8.2	7.5	6.2	5.2	15.5		
	零售/食品服务销售额	6.4	5.9	5.9	8.0	8.4	9.7	10.0	8.8	8.7	7.8	7.1	17.7		
地产	新房销售	-19.4	-25.5	-22.9	-12.2	-24.9	-5.8	-25.2	-20.0	-14.1	-23.5	-19.8	2.9		
	成屋销售	-36.9	-33.8	-34.9	-28.3	-24.3	-20.4	-19.1	-14.1	-8.8	-6.5	-5.8	-4.1		
	新房开工	-21.4	-22.5	-16.8	-8.8	-6.0	-4.3	-12.5	-5.4	-2.7	19.9	0.3	24.3		
	标普/CS 房价指数			6.8	8.6	10.4	13.0	16.0	18.6	20.5	21.3	21.2	20.3		
就业	新增非农就业人数	51.7	26.0	29.0	32.4	35.0	35.2	56.8	37.0	36.4	25.4	41.4	90.4		
	失业率	3.4	3.5	3.6	3.7	3.5	3.7	3.5	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.8	
	U6 失业率	6.6	6.5	6.7	6.7	6.7	7.0	6.8	6.7	7.1	7.0	6.9	7.2		
通胀	CPI	6.4	6.5	7.1	7.7	8.2	8.3	8.5	9.1	8.6	8.3	8.5	7.9		
	核心 CPI	5.6	5.7	6.0	6.3	6.6	6.3	5.9	5.9	6.0	6.2	6.5	6.4		
	PCE	5.4	5.3	5.7	6.1	6.3	6.3	6.4	7.0	6.5	6.4	6.8	6.4		
	核心 PCE	4.7	4.6	4.8	5.1	5.2	4.9	4.7	5.0	4.9	5.0	5.4	5.4		
	密歇根 1 年通胀预期	4.1	3.9	4.4	4.9	5.0	4.7	4.8	5.2	5.3	5.4	5.4	4.9		
景气指数	ISM 制造业 PMI	47.4	48.4	49.0	50.2	50.9	52.8	52.8	53.0	56.1	55.4	57.1	58.6		
	ISM 非制造业 PMI	55.2	49.2	56.5	54.4	56.7	56.9	56.7	55.3	55.9	57.1	58.3	56.5		
	Market 制造业 PMI	47.8	46.9	47.7	50.4	52.0	51.5	52.2	52.7	57.0	59.2	58.8	57.3		
	Sentix 投资信心指数	3.6	-3.5	-0.5	-9.4	-12.6	-10.8	-6.0	-13.5	-1.0	-2.9	6.1	11.9	22.1	
	密歇根消费者信心指数	67.0	64.9	59.7	56.8	59.9	58.6	58.2	51.5	50.0	58.4	65.2	59.4	62.8	

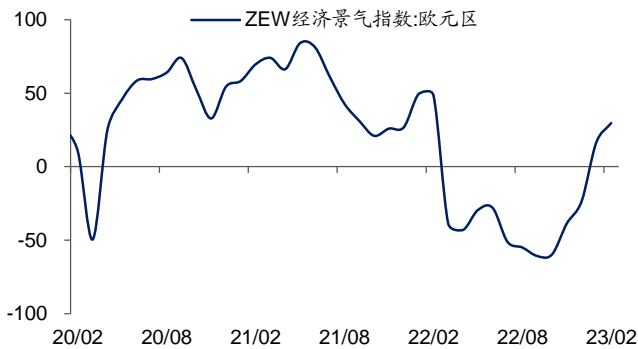
资料来源：WIND，海通证券研究所，黑框为本周更新数据

## 4. 欧洲：经济底部修复

**景气指数继续回升。**2月欧元区 ZEW 经济景气指数较 1 月上行 13.0 至 29.7，已超过疫情之前的水平（2019 年 12 月为 11.2），或一定程度受能源价格回落以及通胀放缓的影响。总体来看，欧洲经济在欧央行持续加息之下表现出了一定的韧性。

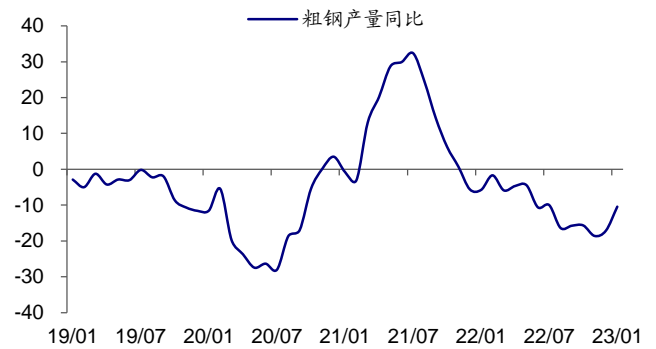
**生产活动有所恢复。**1月欧盟 28 国粗钢产量同比下降 10.4%，跌幅较 12 月收窄 6.7 个百分点，但仍处于较低水平。

图19 欧元区 ZEW 经济景气指数



资料来源：Wind，海通证券研究所

图20 欧盟 28 国粗钢产量当月同比 (%)

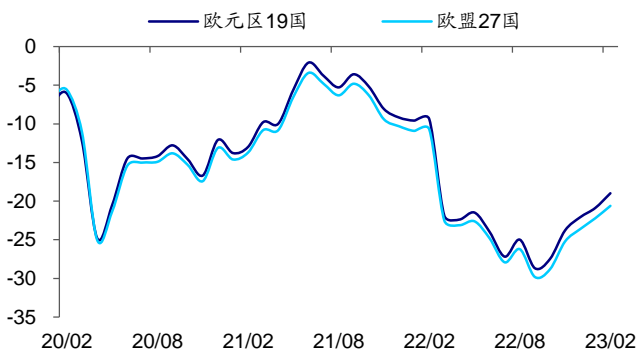


资料来源：Wind，海通证券研究所

**消费者信心持续回升。**2月欧元区消费者信心为-19，较1月回升 1.9，已连续第五个月改善。能源短缺压力的缓解以及通胀的回落使得消费者信心有所修复。不过，当前消费者信心与疫情前相比仍有一定的距离，欧央行持续加息以及高通胀的影响仍在。

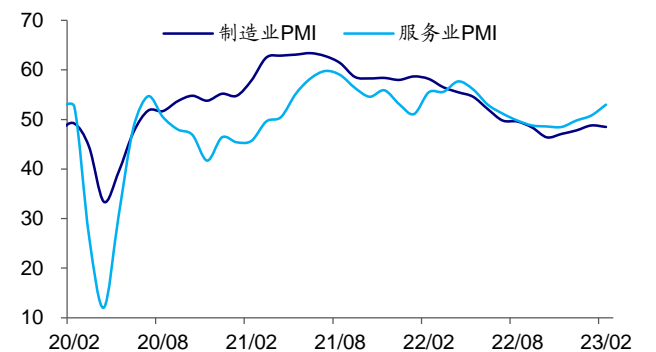
**服务业持续回暖。**2月欧元区制造业 PMI 为 48.5，较 1 月小幅回落 0.3；而服务业 PMI 较 1 月上行 2.2 至 53.0，连续第二个月处于扩张区间，或一定程度受消费者信心回升影响。

图21 欧元区和欧盟消费者信心指数



资料来源：Wind，海通证券研究所

图22 欧元区制造业与服务业 PMI



资料来源：Wind，海通证券研究所

**表 3 欧元区经济数据总览**

指标	单位	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	22/08	22/07	22/06	22/05	22/04	22/03
GDP	实际 GDP				1.9			2.3			4.3			5.5
	实际 GDP				0.4			1.2			3.4			2.6
生产	工业生产指数				-1.7	2.8	3.4	5.1	2.6	-2.5	2.2	1.6	-2.5	-1.0
	制造业产能利用率				81.4			82.3			82.5			82.4
	粗钢产量 (欧盟)			-10.4	-17.1	-18.6	-15.7	-15.7	-16.4	-10.0	-10.6	-4.4	-4.7	-5.9
消费	零售销售指数				-2.8	-2.5	-2.6	0.1	-1.3	-0.7	-2.9	1.1	5.2	2.3
就业	失业率				6.6	6.6	6.6	6.7	6.7	6.6	6.7	6.7	6.7	6.8
通胀	HICP			8.6	9.2	10.1	10.6	9.9	9.1	8.9	8.6	8.1	7.4	7.4
	核心 HICP			5.3	5.2	5.0	5.0	4.8	4.3	4.0	3.7	3.8	3.5	3.0
	PPI				24.6	27.0	30.5	41.9	43.5	38.1	36.1	36.2	37.2	36.9
景气指数	制造业 PMI		48.5	48.8	47.8	47.1	46.4	48.4	49.6	49.8	52.1	54.6	55.5	56.5
	服务业 PMI		53.0	50.8	49.8	48.5	48.6	48.8	49.8	51.2	53.0	56.1	57.7	55.6
	消费者信心指数		-19.0	-20.9	-22.1	-23.8	-27.5	-28.7	-25.0	-27.2	-24.0	-21.5	-22.4	-21.9
	经济景气指数	季调		99.9	97.1	95.1	93.7	94.5	97.8	98.6	103.1	104.2	104.3	106.2
	Sentix 投资信心指数		-8.0	-17.5	-21.0	-30.9	-38.3	-31.8	-25.2	-26.4	-15.8	-22.6	-18.0	-7.0

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 黑框为本周更新数据

## 信息披露 分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队  
李俊 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。