

证券研究报告


兴业证券
INDUSTRIAL SECURITIES

分析师

王涵 S0190512020001
 贾潇君 S0190512070005
 王连庆 S0190512090001
 卢燕津 S0190512030001
 王轶君 S0190513070008
 段超 S0190516070004
 卓泓 S0190519070002

研究助理

王笑笑

联系方式

wanghan@xyzq.com.cn

相关报告

20191111

相似的通胀形势，不同的资产配置

20190610

历史大变局，寻找改革“必选项”

20181127

水长，致远

20181127

山雨欲来

20180830

除了眼前的坎坷，还有诗和远方

20180611

信用的七年轮回

20180330

波动放大

20171218

重构全球新格局

20171128

远方的风景，眼前的坎儿

20161205

当前高后低遇上祸水东引

20160615

风吹草低见牛羊

20151203

渐行渐远的流动性陷阱&资产荒

逆全球化 2.0，来自货币政策的抵抗

兴业证券 2020 年全球宏观经济报告

2019 年 11 月 20 日

要点❖ **关键词：逆全球化、金融脆弱性、民粹主义。**❖ **“逆全球化 2.0” 已开启。**

- 全球贸易：全球金融危机之后首次缩“量”；
- 全球跨境投资：跨境投资壁垒上升，但对资源的争夺加剧；
- 全球合作难度上升，或延长本轮全球经济停滞时间。

❖ **“逆全球化” 中美国也开始自伤其身，关注就业、债务。**

- 美国企业盈利：海外利润下滑，且正在向内传导；
- 美国企业盈利下滑已开始影响投资及生产，雇佣需求下滑；
- 美国失业率可能接近拐点，关注 2020 年 1-2 季度前后；
- 美国内需下滑也将开始影响企业部门债务稳定性。

❖ **政策的抵抗，从“黑天鹅”到“灰犀牛”。**

- 大选年对经济有诉求，但特朗普“用力过猛”透支财政；
- 美国货币政策宽松仍是短期来看阻力较小的政策选择；
- 货币宽松影响之一：推后美国金融脆弱性的爆发；
- 货币宽松影响之二：美元整体趋弱或伴有阶段性避险反弹。

❖ **风险因素：政策不确定性处于高位。**

- 2020 年美国进入大选年，对华政策取向存在不确定性；
- 长期来看，民粹主义抬头带来的潜在不确定性上升。

风险提示：全球民粹主义抬头、地缘政治风险导致通胀上升。

报告目录

概述	- 5 -
第一部分：“逆全球化 2.0”开启，美国开始自伤其身	- 6 -
“逆全球化 2.0”已开启	- 7 -
“逆全球化”中美国也开始自伤其身	- 9 -
美国内需及金融稳定性被侵蚀的风险上升	- 11 -
第二部分：政策的抵抗，从“黑天鹅”到“灰犀牛”	- 15 -
美国大选年对经济有诉求，但财政难有空间	- 16 -
货币政策的抵抗：从“黑天鹅”到“灰犀牛”	- 17 -
第三部分：风险因素：政策不确定性处于高位	- 21 -
2020 年美国进入大选年，对华政策取向存在不确定性	- 22 -
长期风险：民粹主义抬头带来的潜在不确定性上升	- 23 -

图表目录

图表 1: 全球贸易: 2009 年之后首次缩“量”	- 7 -
图表 2: 全球贸易需求的萎缩是全面性的.....	- 7 -
图表 3: 全球跨境投资增速也降至 2009 年水平.....	- 7 -
图表 4: ...但对于资源的争夺加剧.....	- 7 -
图表 5: 全球工业产出在金融危机之后第三次停滞.....	- 8 -
图表 6: 但在生产停滞的情况下, 库存未明显下降.....	- 8 -
图表 7: 全球政府合作难度上升增加本轮经济回归复苏的难度.....	- 8 -
图表 8: 本轮全球经济复苏是不均衡的, 美国领先.....	- 9 -
图表 9: 相比其他国家, 美国产出缺口已修复至高点.....	- 9 -
图表 10: 即使不考虑减税政策消退, 税前利润也下滑.....	- 10 -
图表 11: 现金回流政策效果也在减退.....	- 10 -
图表 12: 美国海外需求首先开始回落并开始向内传导.....	- 10 -
图表 13: 海外收入高的企业利润下滑更快, 且向内传导.....	- 10 -
图表 14: 美国企业盈利下滑已影响投资.....	- 10 -
图表 15: ...以及生产	- 10 -
图表 16: 美国私人部门招工率自 2009 年之后首次出现持续下滑.....	- 11 -
图表 17: 2015 年的就业放缓或许有供给因素, 而当前则主要源于需求萎缩.....	- 11 -
图表 18: 非农就业增速的顶部领先失业率底部约 5-6 个季度.....	- 12 -
图表 19: 美国企业增加值增速的顶部领先失业率底部约 6 个季度.....	- 12 -
图表 20: 2016 年之后美国劳动参与率不再下降.....	- 13 -
图表 21: 人口老龄化带来的影响也在下降.....	- 13 -
图表 22: 美国居民就业及收入增速将直接影响消费.....	- 13 -
图表 23: 美国头部企业的杠杆率水平并不高.....	- 14 -
图表 24: 但美国中小企业的杠杆率水平并不低.....	- 14 -
图表 25: 而且这部分企业大多通过高风险债务融资.....	- 14 -
图表 26: 而近期美国企业评级下调数量已出现暴增.....	- 14 -
图表 27: 美国大选年, 谋求连任的总统对经济增长有诉求.....	- 16 -
图表 28: 而特朗普此前“用力过猛”, 叠加大选年往往较难推出财政宽松.....	- 17 -
图表 29: G3 央行资产增速已转正	- 17 -
图表 30: 美联储总资产已开始快速扩张.....	- 17 -
图表 31: 本轮美国居民资产负债表仍较为健康.....	- 18 -
图表 32: 在此背景下, 利率下行将有助于地产投资.....	- 18 -
图表 33: 美联储的货币宽松或将延缓企业债务风险的爆发.....	- 18 -
图表 34: 金融危机以来, 美股的上涨中流动性宽松是重要因素.....	- 19 -
图表 35: 今年美元走强反映市场对美国信心相对更足.....	- 20 -
图表 36: 未来相比其他发达国家, 美国宽松空间更大.....	- 20 -
图表 37: 但今年以来美元与黄金开始同向运行.....	- 20 -
图表 38: ...以及与贸易下行同步, 显示避险情绪较高.....	- 20 -
图表 39: 近年来美国大选辩论中提及中国的次数整体上升.....	- 22 -

图表 40: 发达经济体的民粹主义兴起.....	- 23 -
图表 41: 美国在金融危机后的复苏是“非均衡的”	- 23 -
图表 42: 美国的贫富差距已接近 30 年代.....	- 23 -
图表 43: 历史上的“民粹主义”.....	- 24 -
图表 44: 美国贫富差距 VS 全要素生产率的增长	- 24 -
图表 45: 发达国家的企业议价能力大幅上升.....	- 25 -
图表 46: 尤其是在美国, 龙头“赢者通吃”	- 25 -
图表 47: 过去居民端收入分配比例已降至历史低点.....	- 26 -
图表 48: 而在这个过程中, 菲利普斯曲线明显平坦化.....	- 26 -

概述

“逆全球化 2.0”已开启。如果大萧条时期是进入 20 世纪以来全球第一次经历逆全球化，2019 年美国“祸水东引”的政策可能使得全球化已经在经历再次的倒退。全球跨境投资壁垒上升，但全球冲突增加的担忧使得对于资源的争夺似乎在加剧。事实上，全球金融危机后经济复苏并非首次停滞，但“以邻为壑”使得本轮全球经济复苏的停滞可能持续的时间更长。

美国也开始自伤其身，关注就业指标的拐点及企业债务压力上升。我们在 2019 年全球宏观经济报告《山雨欲来》中指出，当“逆全球化”中，需求被打压，不仅新兴市场受损，美国企业的利润前景也将堪忧。2019 年我们看到这一判断也得到印证。美国企业利润增速受外需影响已明显下滑，而这已经影响了美国企业的投资和生产。未来需关注企业部门的疲弱向居民部门的传导，美国内需的稳定性正在被侵蚀，2020 年需关注的是就业指标何时出现拐点。同时，从外需下滑向内需下滑传导的过程中，美国中小企业的债务压力将上升。

政策的抵抗：货币政策宽松仍是短期来看阻力较小的政策选择。从历史经验来看，进入大选年，寻求连任的总统对经济增长有诉求。但特朗普此前“用力过猛”，提前透支财政宽松空间。短期来看，货币政策宽松仍是阻力最小的政策选择。事实上，金融危机之后，发达经济体的第四轮货币政策宽松周期已开启。

从“黑天鹅”到“灰犀牛”：宽松可能延后美国金融风险全面爆发的时间。尽管从经济基本面来看，我们认为明年美国经济将经历从外需下滑向内需下滑传导的过程，甚至动摇其就业市场及企业债务的稳定性。但至于这是否会演化成类似 2008-2009 年的全球金融危机，我们认为这仍然需要观察。而这背后最核心的原因在于，2008 年全球金融危机之后，美国的政策对冲已从“出后手”变为“出先手”。在此背景下，尽管这些金融脆弱性始终存在，但似乎更像是未来某个时间点将发生的“灰犀牛”，而明年爆发全面金融危机的概率可能仍较低。

风险因素：政策不确定性处于高位。短期来看，2020 年是美国大选年，历史经验显示即使总统上台后对华态度温和，但在大选年通常对中国的态度都偏强硬。长期来看，发达经济体民粹主义抬头迹象明显，而民粹主义抬头带来的不确定性也远不止贸易摩擦，可能还涉及到增长与分配之间的再平衡、居民与企业之间的再平衡等。尽管这些变化可能不一定在 2020 年全部发生，但其潜在影响值得我们关注。

第一部分:

“逆全球化 2.0” 开启，美国开始自伤其身

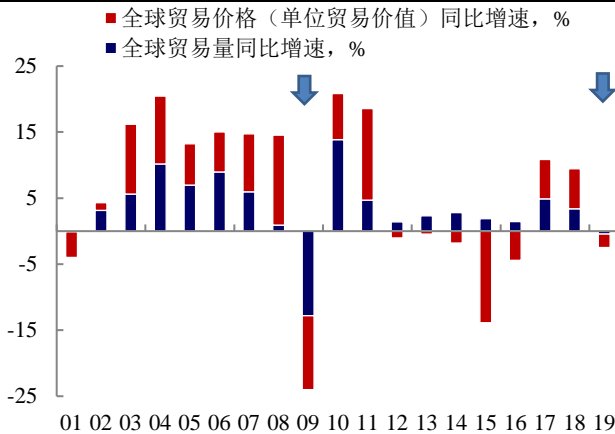
如果大萧条时期是进入 20 世纪以来全球第一次经历逆全球化，2019 年美国“祸水东引”的政策可能使得全球化已经在经历再次的倒退。而在这个过程中，美国也已经开始自伤其身。2020 年需关注的是外需下降向美国内需的传导，进而导致美国企业部门债务风险的上升。

“逆全球化 2.0” 已开启

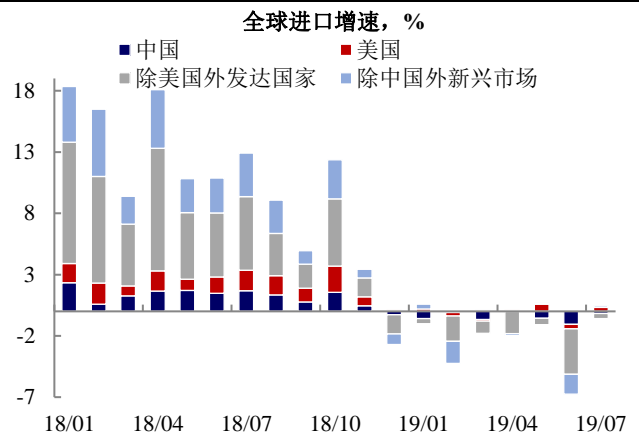
我们在 2019 年海外宏观报告《山雨欲来》中指出，如果大萧条时期是进入 20 世纪以来全球第一次经历逆全球化，那么美国“祸水东引”的政策实际上使得“逆全球化 2.0”的风险上升。显然，在 2019 年这一问题比我们预想的来得更早且更猛烈。

- 全球贸易：全球金融危机之后首次缩“量”。**2018 年以来，全球贸易争端明显增加，美国对包括中国在内的多个经济体发动贸易摩擦，其直接影响是全球贸易的萎缩。全球金融危机之后，尤其是 2012 年之后，全球化似乎已经停滞了，反映为全球贸易额不再增长。但如果拆分量、价，2012~2018 年的贸易额停滞主要源于商品价格的疲弱。然而，2019 年贸易摩擦升级使得全球贸易在全球金融危机之后首次出现“量”的收缩。

图表 1：全球贸易：2009 年之后首次缩“量”



图表 2：全球贸易需求的萎缩是全面性的



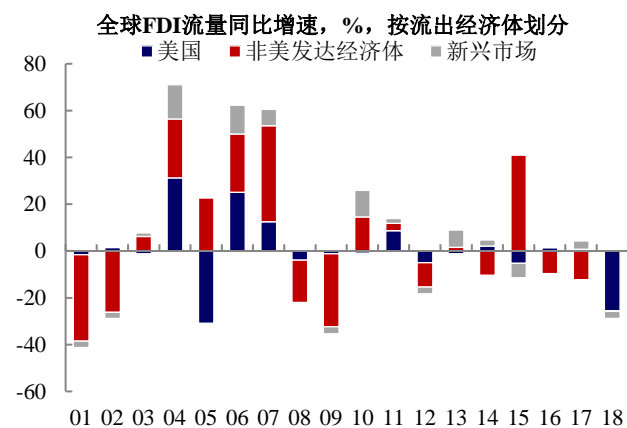
注：2019 年数据截至 2019 年 8 月。

数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

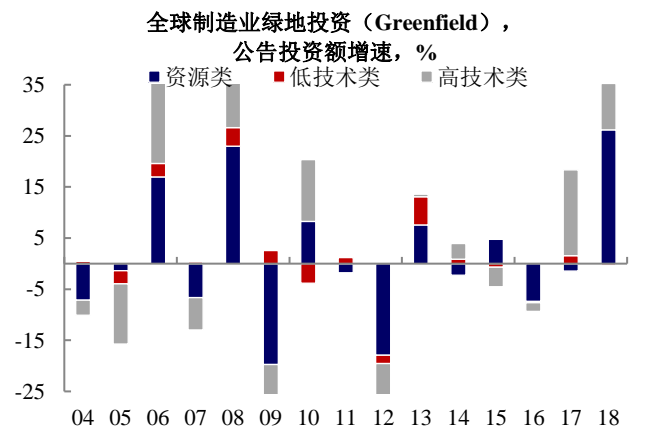
- 全球跨境投资：跨境投资壁垒上升，但对资源的争夺加剧。**“逆全球化”同样体现在跨境投资壁垒上升，美、欧均出台相应的限制跨境投资的政策。同时，美国鼓励资金回流的政策进一步加剧了全球跨境投资的减速。但值得注意的是，从已公告的绿地投资额来看，全球冲突增加的担忧使得对于资源的争夺似乎在加剧。

图表 3：全球跨境投资增速也降至 2009 年水平



数据来源：UNCTAD，兴业证券经济与金融研究院整理

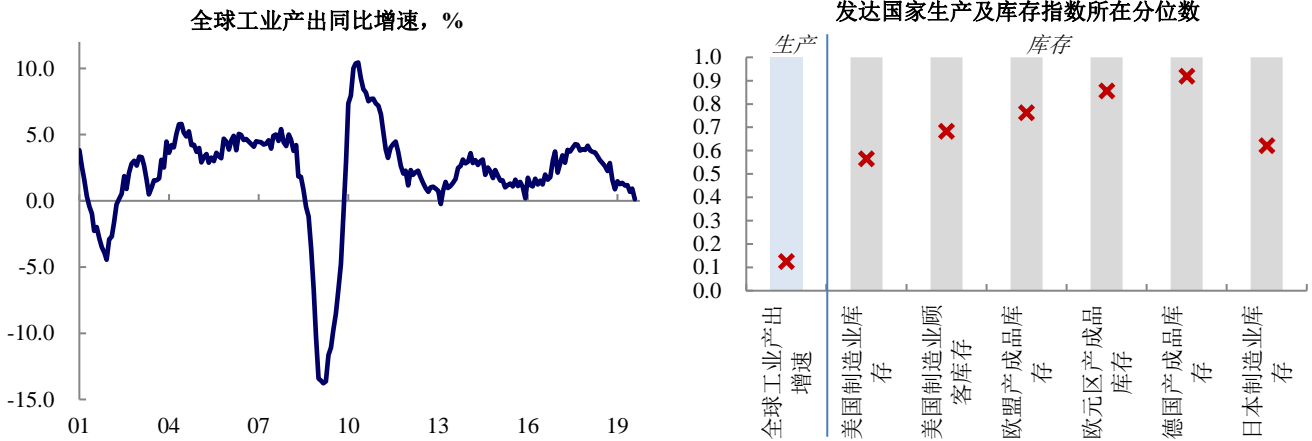
图表 4：...但对于资源的争夺加剧



数据来源：UNCTAD，兴业证券经济与金融研究院整理

- **全球工业产出“停滞”，然而发达经济体库存仍在高位。**在全球贸易需求下滑的背景下，全球工业产出增速大幅下滑，至8月已接近零增长。但在生产明显降速的情况下，美国制造业库存出现一定程度的下滑，但顾客库存从2019年也开始上升。而欧洲，尤其是德国的制造业库存甚至仍处于2000年以来的高位。企业主动降产，但库存难降，反映全球需求在“逆全球化”之下急剧萎缩。

图表 5: 全球工业产出在金融危机之后第三次停滞 图表 6: 但在生产停滞的情况下，库存未明显下降

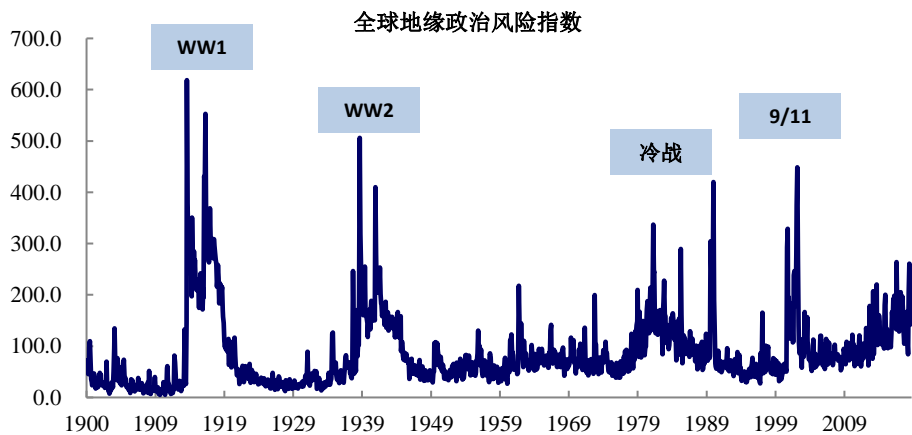


数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 美国制造业库存使用 ISM 数据, 欧盟及欧元区使用欧盟委员工业企业调查数据, 德国为 IFO 调查数据, 日本为 METI 调查数据。除日本最新数据为 2019 年 8 月数据以外, 其余均为 2019 年 9 月数据。历史区间为 2000 年以来。
数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **全球金融危机后经济复苏并非首次停滞，但“以邻为壑”使得回到复苏的难度加大。**2008 年之后，全球经济复苏之路也并非坦途，最近的一次是在 2014~2015 年受油价暴跌拖累，全球经济增速也曾明显放缓。但各国政策之间的通力合作使得全球经济自 2016 年开始复苏。而当前全球经济面临的核心问题在于全球合作难度上升，使得本轮全球经济复苏的停滞可能持续的时间更长。

图表 7: 全球政府合作难度上升增加本轮经济回归复苏的难度



数据来源: Caldara, Dario and Matteo Iacoviello, “[Measuring Geopolitical Risk](#),” working paper, Board of Governors of the Federal Reserve Board, January 2018, 兴业证券经济与金融研究院整理

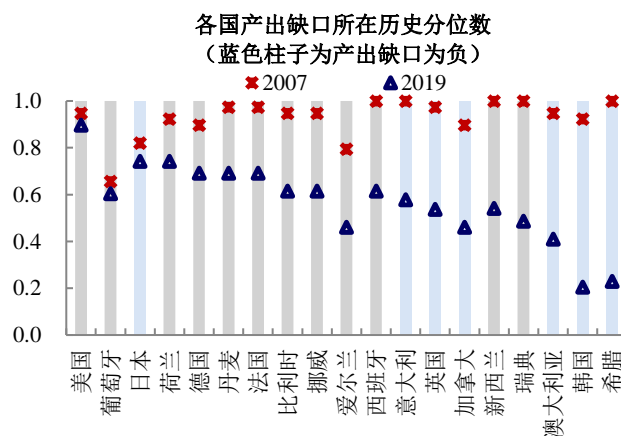
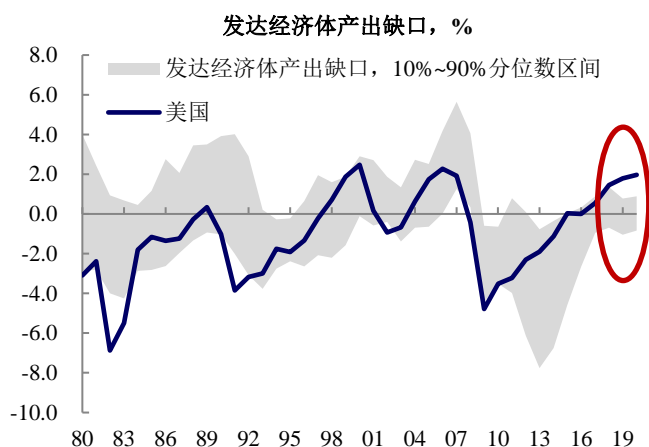
“逆全球化” 中美国也开始自伤其身

我们在 2019 年全球宏观经济报告《山雨欲来》中指出，当“逆全球化”中，需求被打压，不仅新兴市场受损，美国企业的利润前景也将堪忧。2019 年我们看到这一判断也得到印证。

- 本轮全球经济“不同步”复苏中，美国产出缺口已修复至危机前高点。事实上，全球金融危机之后的经济复苏在发达经济体之间并不是均衡的。相比其他发达国家，美国在本轮产出缺口的修复中几乎没有明显反复。而且在 2018 年之后，其他发达经济体的修复明显停滞或倒退，而美国的正产出缺口仍在扩大。而欧洲国家产出缺口距离危机前高点仍差距较大，甚至部分国家仍为负缺口，与这些国家相比，美国产出缺口已几乎回到危机前高点。

图表 8: 本轮全球经济复苏是不均衡的，美国领先

图表 9: 相比其他国家，美国产出缺口已修复至高点



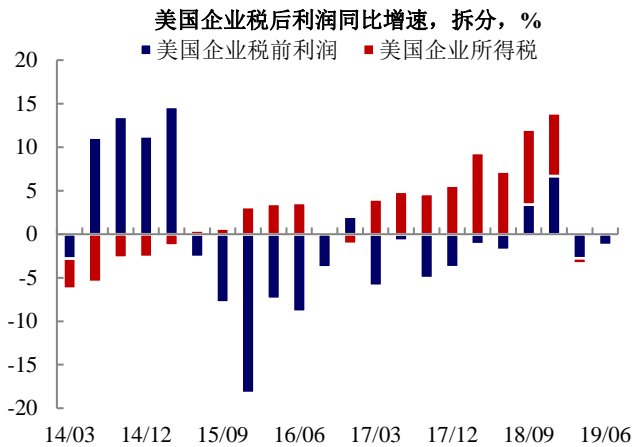
注：发达经济体包括美国、日本、英国、德国、法国等 21 个经济体。
数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

注：历史数据为 1980 年以来。2019 年为 IMF10 月预测值。
数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

- 然而，在美国发动贸易摩擦之后，美国企业盈利也已经明显受影响。我们在 2019 年全球宏观经济报告《山雨欲来》中指出，在全球化过程中，美国企业通过参股的方式从新兴市场的成长中受益，而且这一利润体量实际上非常可观，1989~2009 年间美国在外资产收益在其整体收入中的占比超过 40%。而当全球化进程被逆转时，美国企业的利润也将受打压。

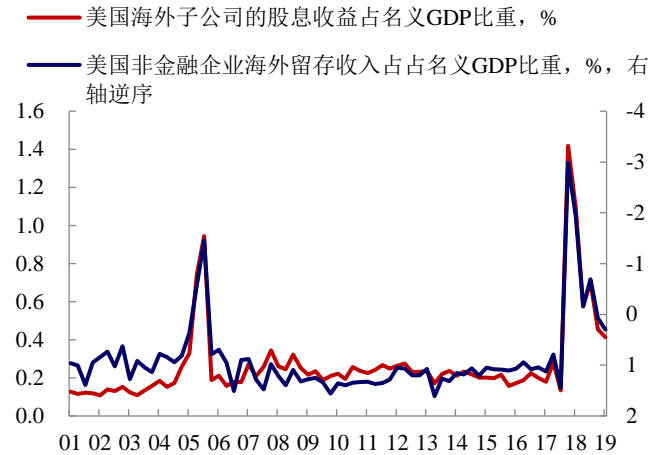
事实上，2019 年美国企业盈利已开始明显受影响。当然，由于 2018 年美国减税效应的逐步消退，美国企业利润增速本身就面临降速。但事实上，即使不考虑减税政策的因素，税前利润增速也出现下滑。而从标普 500 公司的季报数据来看，2019 年前三个季度，海外收入占比超过 50% 的企业利润增速大幅下滑，平均降幅约 10%。而值得注意的是，企业海外利润的下滑正在向整体利润蔓延，3 季度开始国内收入占比较高的美国企业利润增速也开始大幅下滑。

图表 10: 即使不考虑减税政策消退, 税前利润也下滑



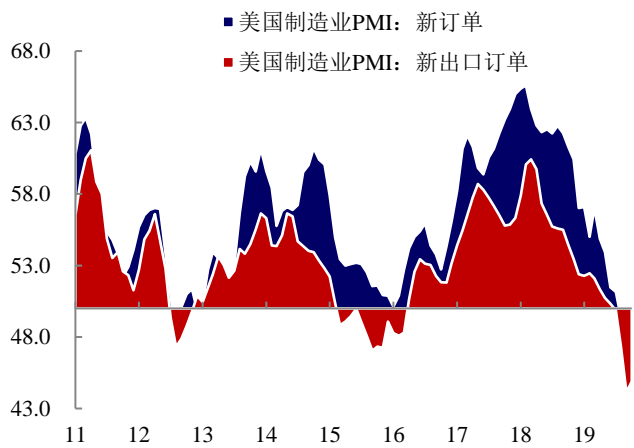
数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 11: 现金回流政策效果也在减退



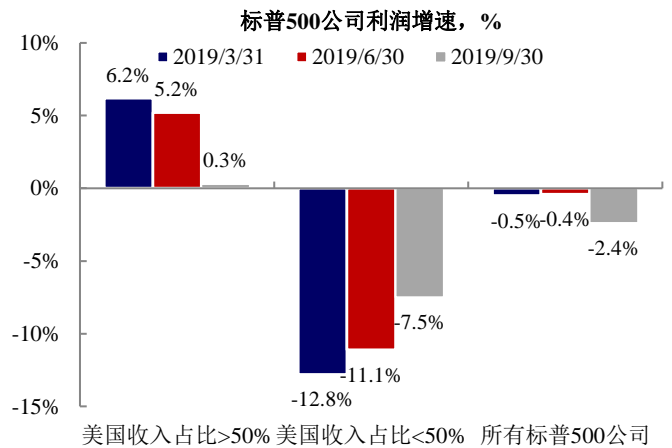
数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 12: 美国海外需求首先开始回落并开始向内传导



数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

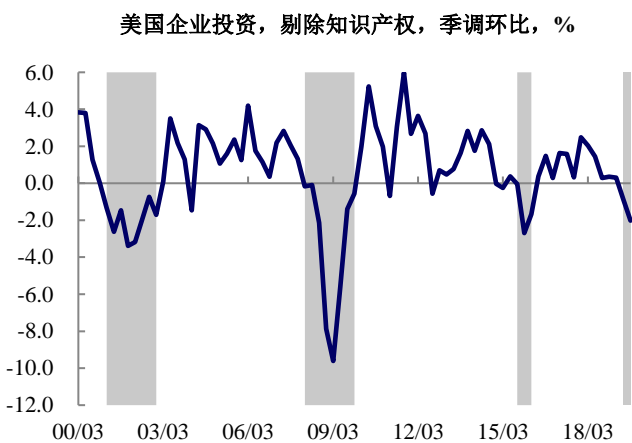
图表 13: 海外收入高的企业利润下滑更快, 且向内传导



注: 2019年3季报为已公布季报的企业数据, 占总样本的89%。
 数据来源: Factset, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 美国企业盈利下滑已开始影响投资及生产。2018年4季度开始, 美国企业的投资与生产已开始明显下滑, 企业“硬投资”(即剔除非周期的知识产权投资)及生产的回落均已类似2009年或2015年——即上两轮全球经济疲弱时的情形。

图表 14: 美国企业盈利下滑已影响投资



数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 15: ...以及生产



数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

美国内需及金融稳定性被侵蚀的风险上升

事实上，正是由于前面所述的“非同步”复苏，全球经济已进入G2模式，而只要美国内需仍稳健，市场对于全球经济仍保持信心。但我们认为，美国内需的稳定性正在被侵蚀，2020年需关注的是就业指标何时出现拐点。同时，从外需下滑向内需下滑传导的过程中，美国中小企业的债务风险将上升。

- **美国就业市场的需求正面临下降。**美国企业盈利的下滑不仅已开始影响企业投资及生产行为，而同时正在向其雇佣需求传导。一个最为直接的表象是美国非农就业增速的放缓。当然，就业增速的放缓可能是供给因素也可能是需求因素，但两方面证据显示当前更可能是需求因素。一是JOLTS调查中的招工率自2018年12月以来出现持续偏弱，这是2009年之后首次出现。二是2015年就业增速也曾出现下滑，但当时工资增速开始提速，显示更可能是劳动力供给饱和带来的影响。而2019年以来的就业增速下滑伴随着招工率以及工资的放缓，显示当前更可能是需求问题。

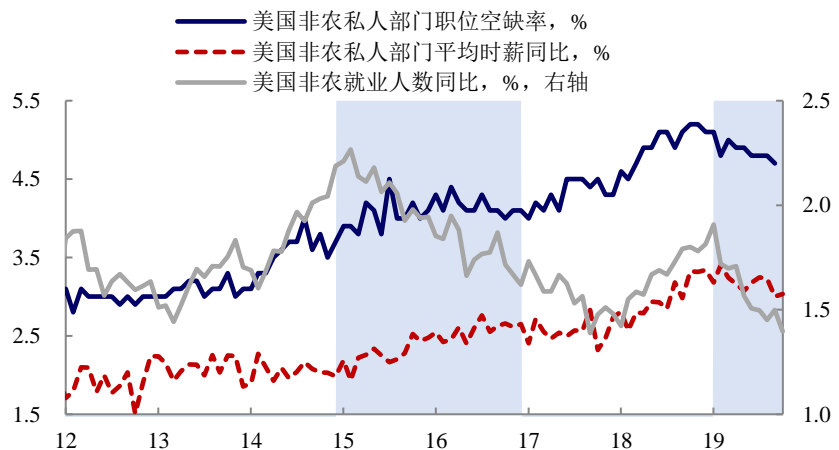
图表 16: 美国私人部门招工率自 2009 年之后首次出现持续下滑



数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

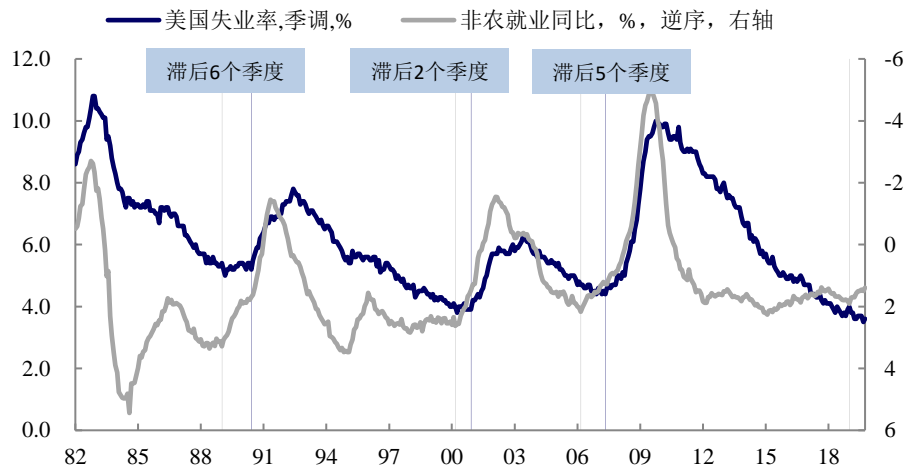
图表 17: 2015 年的就业放缓或许有供给因素，而当前则主要源于需求萎缩

2015 年就业增速也曾出现下滑，但当时工资增速开始提速，显示更可能是劳动力供给饱和带来的影响。而 2019 年以来的就业增速下滑伴随着招工率以及工资的放缓，显示当前更可能是需求问题。



数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **美国的失业率可能接近拐点，2020年1-2季度前后是值得关注的窗口。**尽管当前美国就业市场已出现诸多不利的信号，但无论是从社会稳定性的角度还是从市场关注度的角度来看，失业率仍是最为重要的指标。而从历史经验来看，非农就业增速的顶点领先失业率的底部约5-6个季度，企业增加值增速的顶点领先失业率的底部约6个季度左右，而非农就业增速在2019年1季度见顶，企业增加值增速在2018年4季度见顶，这意味着2020年1-2季度前后美国失业率可能将结束本轮下行周期。

图表 18: 非农就业增速的顶部领先失业率底部约 5-6 个季度


数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 19: 美国企业增加值增速的顶部领先失业率底部约 6 个季度

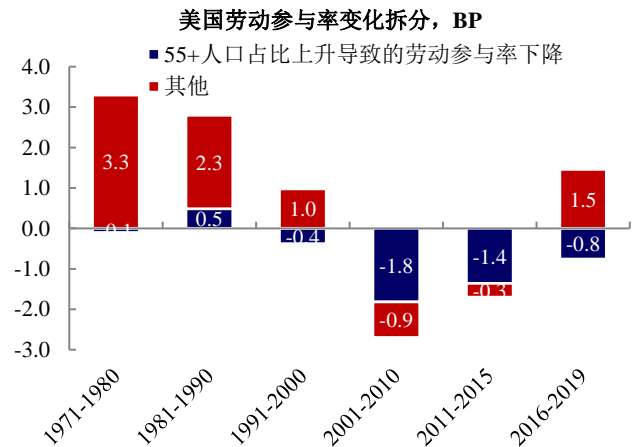
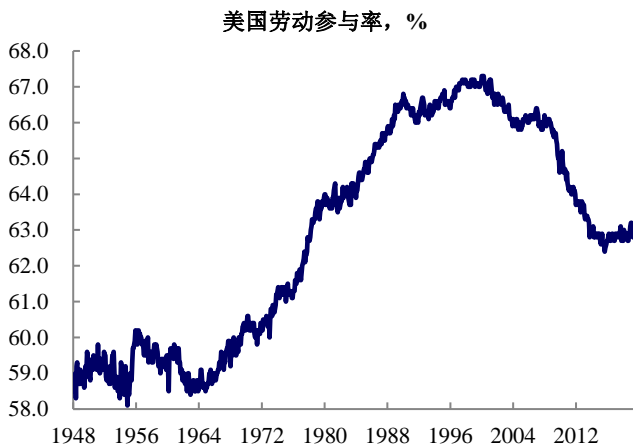

数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

- **当然，如果美国劳动参与率再次大幅下降，将推后失业率上升的时间。**上述推断的一个潜在风险是美国劳动参与率的变化。事实上，从以上两幅图可以看出，似乎在全球金融危机之后，美国失业率指标与其他经济周期指标开始明显“脱节”。而这背后主要源于美国的劳动参与率在2008年之后经历了一轮快速大幅的下滑，如2015年前后美国经济也曾经经历一轮小幅的放缓，但由于当时劳动参与率大幅下滑，使得失业率并未受需求端的影响。而美国

劳动参与率的下滑主要源于人口年龄结构的迁移，“老年人”的占比上升会系统性地压低劳动参与率，如美国 55 岁及以上人口劳动参与率约为 40%，而 20~54 岁人口劳动参与率约为 80%，这一“迁移”效应几乎可以解释大部分 2000 年以来的劳动参与率下降。但 2016 年之后，美国劳动参与率似乎已达到新的均衡不再下降。但如果未来随着需求下滑导致美国劳动参与率再次回到下行趋势中，那么失业率拐点的时间可能将被延后。

图表 20: 2016 年之后美国劳动参与率不再下降

图表 21: 人口老龄化带来的影响也在下降



数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **美国居民及收入增速放缓将直接影响消费。**2018 年以来，我们已经看到的现象是居民消费的波动明显放大，我们曾在多次点评中阐述这一现象(请参见 20190728 《什么在主导美国消费的反弹?》)，而这背后是由于居民资产负债表受金融资产价格的波动影响加大。但本质上，居民消费取决于收入情况，随着企业部门对雇佣的需求下降，居民收入增速将被压低，进而拖累整体美国居民消费。

图表 22: 美国居民就业及收入增速将直接影响消费



数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **美国内需的下滑也将开始影响企业部门的债务稳定性。**我们曾在此前的报告(20190310 《美股之外, 哪里是最脆弱的一环?》)中指出, 当前美国企业部门的债务水平并不低。同时, 本轮美国企业部门的加杠杆在企业内部也并非均衡的, 从整体法计算的标普 500 企业负债率来看, 当前头部企业的

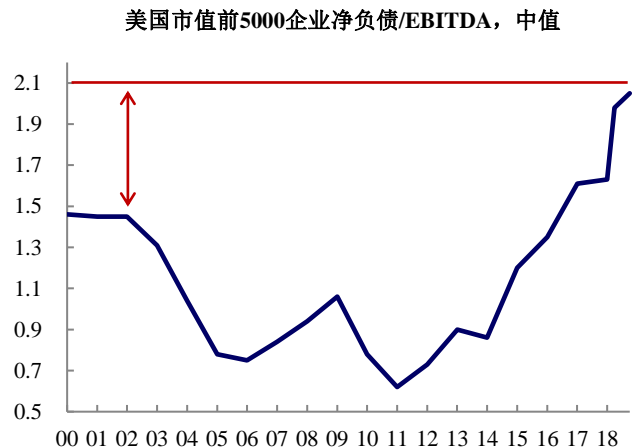
杠杆率水平并不高，这从美国头部企业现金持有规模仍在高位可见一斑(标普500非金融企业中现金最多的20家企业所持有的现金占比约42%)。2019年美国企业面对的是外需下降，而内需仍相对稳定，头部的跨国企业受影响更大，而这部分企业有足够的缓冲垫。而随着外需下滑逐步向内需传染，美国中小企业受冲击将更大，而如果将美国企业样本增加，会发现美国企业的杠杆率中值水平已超过2000年IT泡沫崩溃前的高点，这显示非头部企业的杠杆率较高，当这部分企业盈利受冲击，其债务偿付压力将明显上升。事实上，近期一个新变化是美国企业评级下调数量/上调数量的比值已超过2015年，逼近2009年的高点。

图表 23: 美国头部企业的杠杆率水平并不高



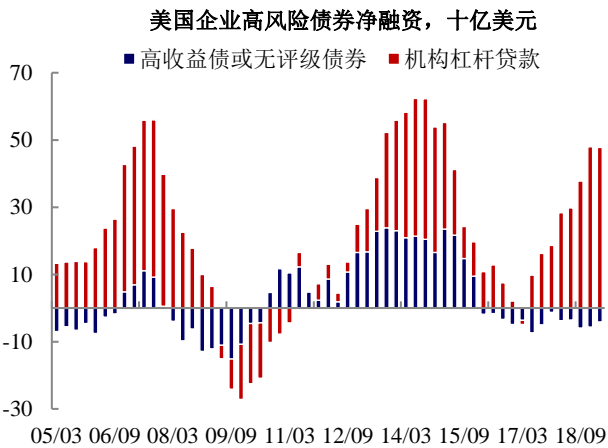
数据来源: Factset, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 24: 但美国中小企业的杠杆率水平并不低



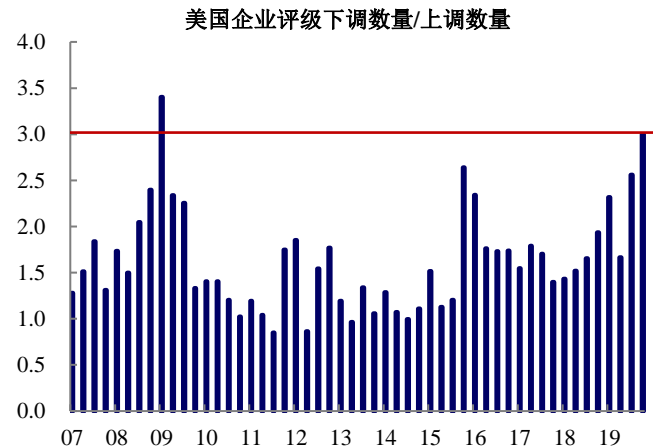
数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 25: 而且这部分企业大多通过高风险债务融资



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 26: 而近期美国企业评级下调数量已出现暴增



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

第二部分： 政策的抵抗，从“黑天鹅”到“灰犀牛”

尽管从经济基本面来看，我们认为明年美国经济将经历从外需下滑向内需下滑传导的过程，甚至动摇其就业市场及企业债务的稳定性。但至于这是否会演化成类似 2008-2009 年的全球金融危机，我们认为这仍然需要观察。而这背后最核心的原因在于，2008 年全球金融危机之后，美国的政策对冲已从“出后手”变为“出先手”。在此背景下，尽管这些金融脆弱性始终存在，但似乎更像是未来某个时间点将发生的“灰犀牛”，而明年爆发全面金融危机的概率可能仍较低。

危机后的货币政策宽松并未解决经济增长的问题，这使得美国的财政政策甚至出现近 60 年未见的“抢跑”，这为特朗普延长了美国经济复苏的时间。但当美国经济下行遇上美国大选年，财政宽松已难有空间，货币政策仍是短期阻力更小的政策方向。尽管货币政策难以解决弱需求问题，但可能继续延后美国金融脆弱性的爆发。

美国大选年对经济有诉求，但财政难有空间

- 从历史经验来看，进入大选年，寻求连任的总统对经济增长有诉求。根据前述分析，美国经济在 2020 年将继续面临下行压力，然而 2020 年恰逢美国总统选举，其必然对经济政策产生一些影响。历史上看，寻求连任的总统任期内第四年经济增速往往好于第三年；但如果第二、三年连续两年经济增速下滑，恐怕难以获得连任（比如福特、老布什）。从这个角度而言，特朗普对 2020 年的经济增长仍然有较高诉求。

图表 27: 美国大选年，谋求连任的总统对经济增长有诉求

	总统大选情况	年份	美国 GDP 实际环比折年增速，%			
			第一年	第二年	第三年	第四年
没有连任需求（总统已两届任满）	1968 约翰逊结束任期，尼克松胜选	1965-1968	6.5	6.6	2.7	4.9
	1988 里根结束任期，老布什胜选	1985-1988	4.2	3.5	3.5	4.2
	2000 克林顿结束任期，小布什胜选	1997-2000	4.4	4.5	4.8	4.1
	2008 小布什结束任期，奥巴马胜选	2005-2008	3.5	2.9	1.9	-0.1
	2016 奥巴马结束任期，特朗普胜选	2013-2016	1.8	2.5	2.9	1.6
谋求连任成功	1972 尼克松连任成功，1974 尼克松辞职，福特接任	1969-1972	3.1	0.2	3.3	5.3
	1986 里根连任成功	1981-1984	2.5	-1.8	4.6	7.2
	1996 克林顿连任成功	1993-1996	2.8	4.0	2.7	3.8
	2004 小布什连任成功	2001-2004	1.0	1.7	2.9	3.8
	2012 奥巴马连任成功	2009-2012	-2.5	2.6	1.6	2.2
谋求连任失败	1976 福特连任失败，卡特胜选	1973-1976	5.6	-0.5	-0.2	5.4
	1980 卡特连任失败，里根胜选	1977-1980	4.6	5.5	3.2	-0.3
	1992 老布什连任失败，克林顿胜选	1989-1992	3.7	1.9	-0.1	3.5
	2020 特朗普寻求连任	2017-2020	2.4	2.9	2.7	

数据来源：CEIC，Wiki，兴业证券经济与金融研究院整理

- 但特朗普此前“用力过猛”，叠加大选年往往较难推出财政宽松。但我们在 2019 年海外宏观年报《山雨欲来》中也指出，特朗普上台之后采取的财政宽松已明显“抢跑”，提前透支了未来财政扩张的空间，对比历届总统特朗普在非经济衰退期的财政扩张幅度仅次于小布什任期。同时，本身进入大选之后，竞选中两党矛盾加深使得大幅财政宽松推出的难度上升。从历史经验来看，即使是寻求连任的总统任期第四年的财政赤字率也未见明显上升，甚至大多是寻求财政整顿。而特朗普受弹劾压力上升，虽然大概率不会真正被弹劾，但也将政策上对特朗普形成一定的约束。

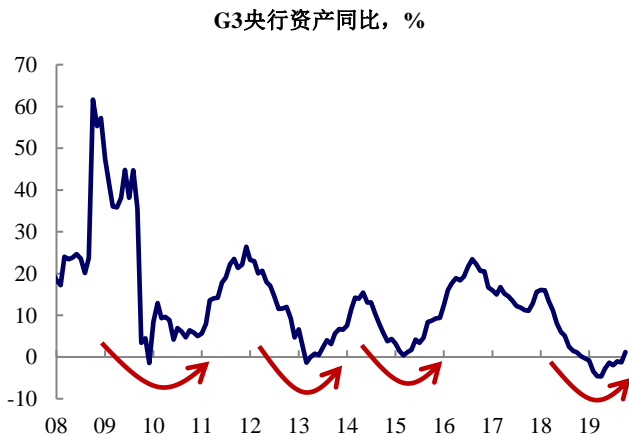
图表 28: 而特朗普此前“用力过猛”，叠加大选年往往较难推出财政宽松

	总统大选情况	年份	美国赤字率变化幅度，百分点 (正为赤字上升， 红色 为赤字率上升幅度超过3个百分点， 黄色 为其中 NBER 标记的衰退期)			
			第一年	第二年	第三年	第四年
没有连任需求（总统已两届任满）	1968 约翰逊结束任期，尼克松胜选	1965-1968	0.0	0.3	0.6	1.8
	1988 里根结束任期，老布什胜选	1985-1988	0.3	-0.1	-1.7	-0.1
	2000 克林顿结束任期，小布什胜选	1997-2000	-1.1	-1.0	-0.5	-1.0
	2008 小布什结束任期，奥巴马胜选	2005-2008	-1.0	-0.7	-0.7	2.0
	2016 奥巴马结束任期，特朗普胜选	2013-2016	-2.6	-1.3	-0.4	0.7
谋求连任成功	1972 尼克松连任成功，1974 尼克松辞职，福特接任	1969-1972	-3.1	0.6	1.8	-0.1
	1986 里根连任成功	1981-1984	-0.1	1.3	2.0	-1.2
	1996 克林顿连任成功	1993-1996	-0.8	-0.9	-0.7	-0.8
	2004 小布什连任成功	2001-2004	1.1	2.7	1.9	0.1
	2012 奥巴马连任成功	2009-2012	6.7	-1.1	-0.3	-1.7
谋求连任失败	1976 福特连任失败，卡特胜选	1973-1976	-0.8	-0.7	2.9	0.8
	1980 卡特连任失败，里根胜选	1977-1980	-1.5	0.0	-1.0	1.1
	1992 老布什连任失败，克林顿胜选	1989-1992	-0.3	1.0	0.7	0.1
	2020 特朗普寻求连任	2017-2020	0.3	0.4	0.7	0.0

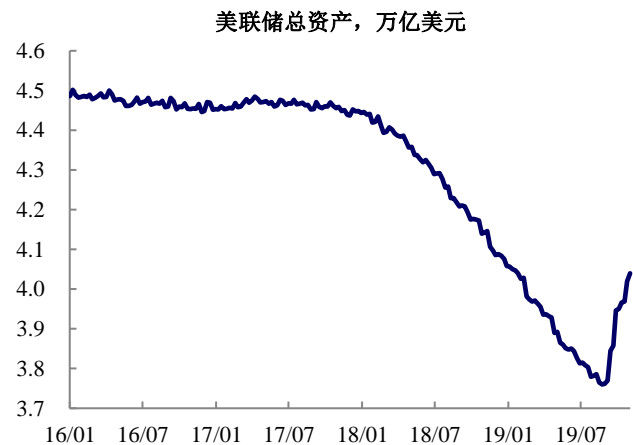
数据来源：CEIC，Wiki，兴业证券经济与金融研究院整理

货币政策的抵抗：从“黑天鹅”到“灰犀牛”

- **货币政策仍是短期来看阻力较小的政策选择。**在大选年特朗普仍有经济诉求，而经济本身又面临下行压力，财政政策受限的背景下，我们认为美国寻求货币政策宽松仍是看上去阻力最小的政策选择。事实上，自2019年9月以来，尽管不同于传统量化宽松购买长久期债券，美联储总资产已开始快速扩张。而这也意味着金融危机之后，发达经济体的第四轮货币政策宽松周期已开启。

图表 29: G3 央行资产增速已转正


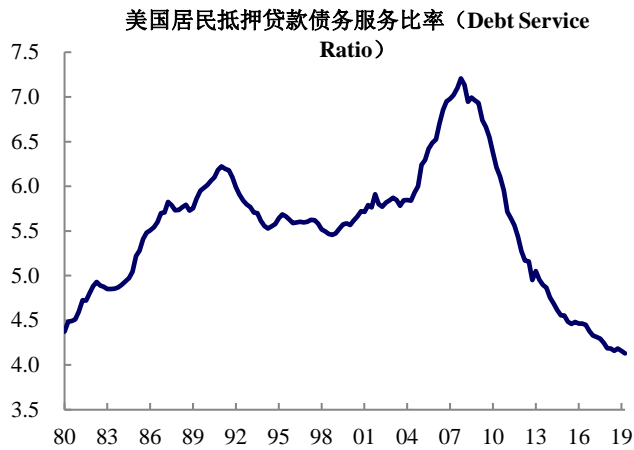
数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 30: 美联储总资产已开始快速扩张


数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

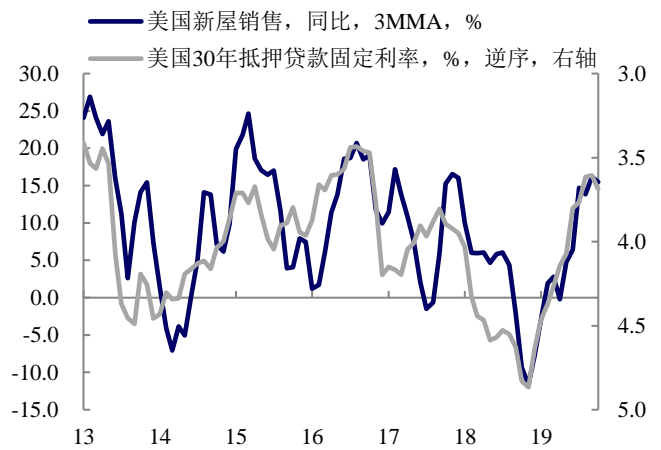
- 货币宽松的影响之一：对居民地产投资有一定的刺激作用，对冲经济下行。**如前所述，美国经济产出缺口已基本修复至危机前高点，而这是以企业杠杆率上升为基础的。在本轮美国经济复苏过程中，相对而言，居民部门仍较为健康。在此背景下，2013 年以来美国居民地产投资似乎与利率的相关性再次上升。未来美联储的货币政策宽松，引导无风险利率下行过程中，可能对居民地产投资产生一定的刺激，对企业投资及居民消费的下行起到一定的对冲作用。

图表 31：本轮美国居民资产负债表仍较为健康



数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 32：在此背景下，利率下行将有助于地产投资

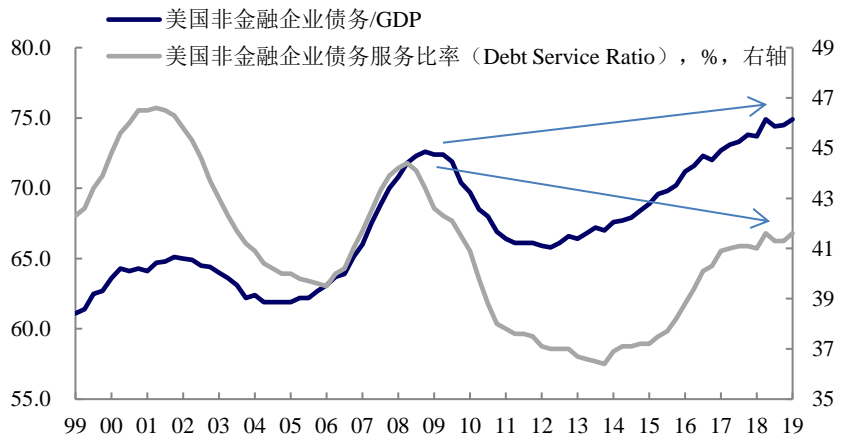


数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

- 货币宽松的影响之二：推后美国金融脆弱性的爆发。**相比对冲经济下滑，美联储的宽松则更像是三大因素绑架而使得其欲罢不能：1) 维系资产价格高估值：这一点无须赘述；2) 为财政政策融资：根据 OMB 的数据，美国政府债务/GDP 已达到 106.1%，而美国政府债务的历史高点也仅为 118.9%，为第二次世界大战后的 1946 年。在此背景下，2015 年之后，美国政府利息支出/GDP 快速上升，且对利率变化更为敏感；3) 维系企业部门高债务：如前所述，美国企业部门，尤其是中小企业的高风险债务，以及相对应的投资者——非银金融机构是本轮美国经济下行中的脆弱点。美联储维系低利率水平，或者进一步引导无风险利率下行，将延缓这一脆弱性的爆发。

图表 33：美联储的货币宽松或将延缓企业债务风险的爆发

尽管当前美国企业债务率已超过 00 年代 IT 泡沫的高点，但真正决定“泡沫何时破”的是债务维系压力。而当前美国企业债务维系压力虽然已上升，但仍与高点相比仍有距离，而美联储的宽松可能也将延缓这一脆弱性的爆发。

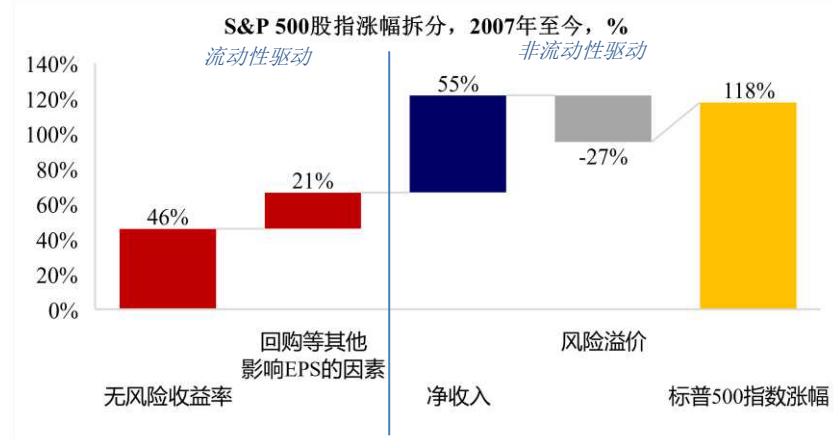


注：DSR=维系债务当期需要支付的金额/当期收入。“维系债务当期需要支付的金额”，相当于假设所有债务是等额本息偿还，当期需要支付的本金部分。

数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 34: 金融危机以来, 美股的上涨中流动性宽松是重要因素

金融危机以来, 美股经历了一段长牛, 而这其中利率水平下行是最重要的因素之一, 也是维持美股高估值的重要支撑。



注: 净收入根据截至 2019 年 1 季度的数据计算。

数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

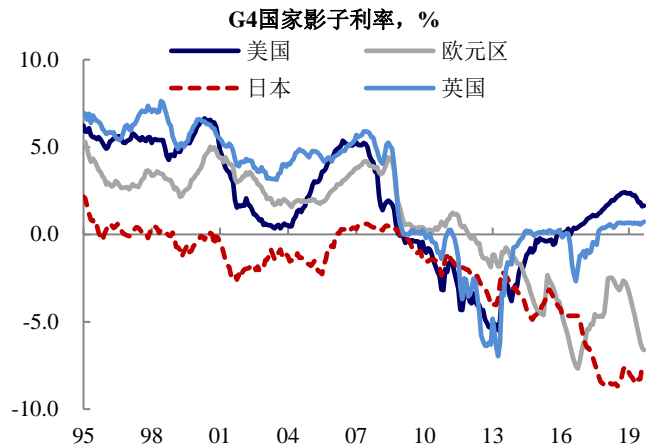
- 货币宽松的影响之三: 美元整体趋弱, 或伴有阶段性避险小反弹。** 今年尽管美联储货币政策态度已发生全面转向, 但美元整体走强。短期利差已无法解释今年美元的走强, 美元走强与美德期限利差之差走势相关性更高, 显示在今年全球弱需求的环境下, 市场仍然对美国经济更有信心(从第一部分的分析来看, 这一判断也有其合理性)。

展望未来, 我们不认为发达经济体的经济周期将出现明显错位, 但未来货币政策空间的差异可能将较为明显地体现出来。 近期无论是欧央行还是日本央行都出现一些对于“货币政策过度宽松”的担忧。如 10 月公布的欧央行会议纪要显示, 对于 9 月宣布的重启资产购买计划, 欧央行内部分歧严重。在 25 位欧央行管理委员会官员中至少有 7 位反对重启资产购买, 其反对理由为当前欧央行持有部分国家国债已接近此前所设定的 1/3 的上限, 而重启购买则意味着此前的这一规定需要修订, 而这可能意味着央行独立性被进一步动摇。此外, 欧央行重启买债可能通过“资产负债表效应”对私人部门金融机构形成挤出效应, 而这是否有利于金融稳定是值得商榷的。

日本央行也表现出对当前货币政策宽松的担忧, 主要体现在两个方面。一是“超长端”利率曲线过低可能影响消费者对长期通胀的预期以及企业对长期收益率的预期。日本央行行长黑田东彦曾表示, 当前日本超长端利率曲线“过低”。二是货币政策的无效性。在 10 月底召开的外滩金融峰会上, 日本央行前行长白川方明指出量化宽松可能无效。一方面, 货币政策宽松是未来的需求透支至当前, 但如果需求长期低迷, 那么这一政策可能是无效的; 货币政策宽松的另一个作用是通过压低汇率将其他经济体的需求转移至本国, 但如果经济疲弱是全球范围内的, 那么这一政策也是无效的。

在欧洲银行受困于长期负利率, 日本央行已持有接近 50% 的日本国债, 80% 的日本股票 ETF, 这两大央行进一步宽松的门槛是否会提高是值得关注的。而相比之下, 美联储的宽松空间显然更大, 这可能意味着美元整体将趋弱。但如果考虑明年全球经济环境仍疲弱, 且冲突依然存在, 不排除阶段性由于避险带来的小反弹。

图表 35: 今年美元走强反映市场对美国信心相对更足 图表 36: 未来相比其他发达国家, 美国宽松空间更大



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 影子利率为综合考虑央行的常规货币政策(如基准利率)和非常规货币政策(如QE、TLTRO等资产购买计划)的“真实”利率水平。
数据来源: Krippner (2014), 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 37: 但今年以来美元与黄金开始同向运行



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 38: ...以及与贸易下行同步, 显示避险情绪较高



数据来源: Bloomberg, CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 货币宽松的抵抗: 从“黑天鹅”到“灰犀牛”。** 尽管从经济基本面来看, 我们认为明年美国经济将经历从外需下滑向内需下滑传导的过程, 甚至动摇其就业市场的稳定性。但至于这是否会导致美国金融资产价格暴跌, 进而演化成类似 2008-2009 年的全球金融危机, 我们认为这仍然需要观察。而这背后最核心的原因在于, 2008 年全球金融危机之后, 美国的政策对冲已从“出后手”变为“出先手”, 而货币政策宽松压低无风险利率, 似乎对于缓解债务压力的确较为有效。在此背景下, 尽管这些金融脆弱性始终存在, 但似乎更像是未来某个时间点将发生的“灰犀牛”, 而明年爆发全面金融危机的概率可能仍较低。

第三部分:

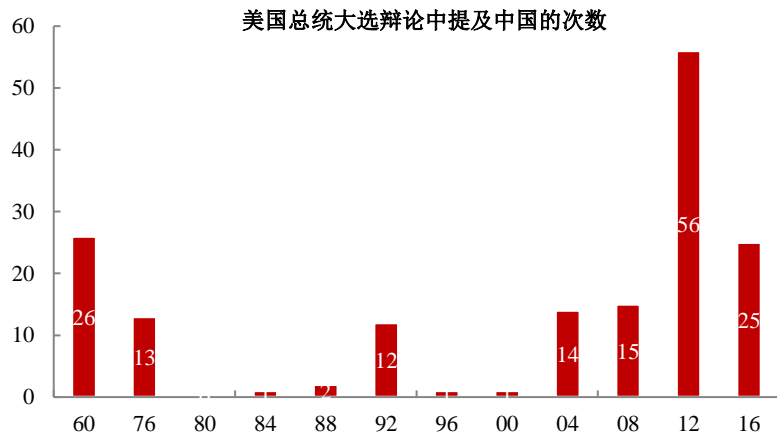
风险因素：政策不确定性处于高位

短期来看，2020 年是美国大选年，历史经验显示即使总统上台后对华态度温和，但在大选年通常对中国的态度都偏强硬。长期来看，发达经济体民粹主义抬头迹象明显，而民粹主义抬头带来的不确定性也远不止贸易摩擦，可能还涉及到增长与分配之间的再平衡、居民与企业之间的再平衡等。尽管这些变化可能不一定在 2020 年全部发生，但其潜在影响值得我们关注。

2020 年美国进入大选年，对华政策取向存在不确定性

- 美国总统大选年，候选人往往倾向于在对华政策表现鹰派。**回顾历史来看，对华政策议题一直是美国总统大选辩论的重要议题之一。而总统候选人往往会选择在对华问题上措辞强硬，被称为“China Bashing（敲打中国）”。与此同时，在野党候选人为了表现自己和在任总统的差异，体现政治强硬作风并争取更高的支持率，往往倾向于在对华问题上比在任总统更加鹰派。比如，1992 年选举时克林顿曾宣称要“打败从巴格达到北京的所有暴君”；1999 年小布什选举时声称“中国是战略竞争者而非战略伙伴”，表示要对华采取更强硬的贸易政策并与台湾建立更加密切的关系；2012 年总统辩论时，罗姆尼“将美国就业和制造业不景气归咎于中国，再次重申要将中国列为汇率操纵国”。可以看到，近年来美国大选辩论中提及中国的次数也整体上升。

图表 39：近年来美国大选辩论中提及中国的次数整体上升



数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

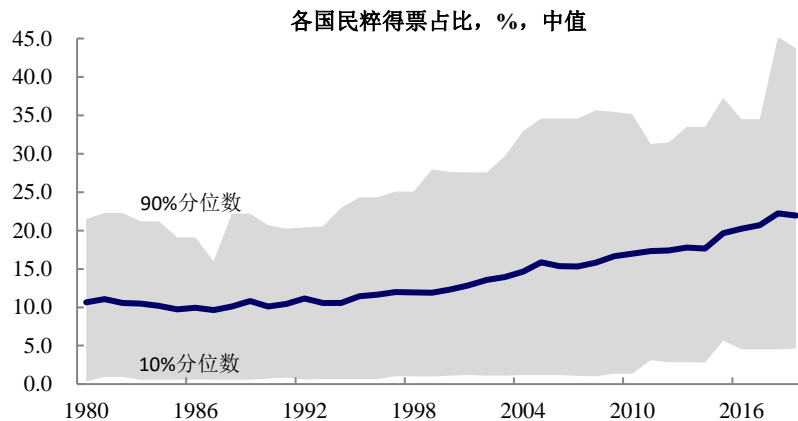
- 特朗普对华态度可能因最终竞争对手不同而有所差异。**从竞选博弈的角度来看，候选人往往倾向于在重要问题上和竞争对手保持明显差异来争取更多的选票。因而，最终竞争对手是谁以及其对华的态度，可能会对特朗普的政策选择造成影响。当前来看，民主党党内由拜登和沃伦领跑。拜登对中国态度整体较为温和，其子亨特·拜登曾在 2013 年与中国银行签订了投资 10 亿美元的协议并在 2017 年投资 42 万美元收购了中国某公司 10% 的股权，整体和中国联系较为紧密。反观沃伦对中国比特朗普更加鹰派，她宣称“我们让中国逃脱了对工资和劳动权利的压制，糟糕的环境保护，以及多年的货币操纵”，因此可能会在贸易之外，诸如环境保护、人权等问题对中国发难。从这个角度而言，对阵不同的最终民主党候选人，特朗普对华政策可能表现不同：如果对拜登，特朗普可能会倾向对华仍然维持鹰派；如果对沃伦，特朗普对华态度可能会相对缓和。总结来看，总统大选进展，对中美关系，对两国经济，都将是重要的扰动因素。

长期风险：民粹主义抬头带来的潜在不确定性上升

正如第一部分中所阐述的，我们可能处于 20 世纪以来全球第二次逆全球化，当前的贸易保护兴起与大萧条时期有很多相似之处。但实际上，当前全球经济环境在更广范围内与大萧条时期相似——尤其是发达经济体贫富差距扩大带来的民粹主义兴起的问题。而民粹主义抬头带来的不确定性也远不止贸易摩擦，可能还涉及到增长与分配之间的再平衡、居民与企业之间的再平衡等。尽管这些变化可能不一定在 2020 年全部发生，但其潜在影响值得我们关注。

- 事实上，“逆全球化”应该放在整个民粹主义抬头的框架中去讨论。正如第一部分中所指出的，当前全球贸易环境已恶化。但很显然，自特朗普上台以来，全球贸易保护政策增加、投资限制政策增加、移民限制政策增加等。各国内部及各国之间的矛盾增加已不仅仅限于贸易层面。

图表 40：发达经济体的民粹主义兴起

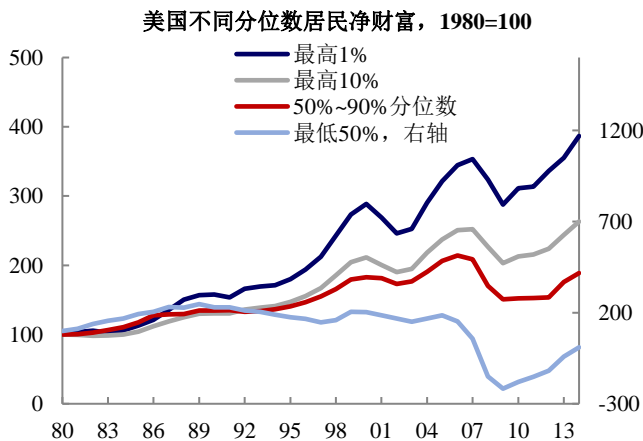


数据来源：TIMBRO，兴业证券经济与金融研究院整理

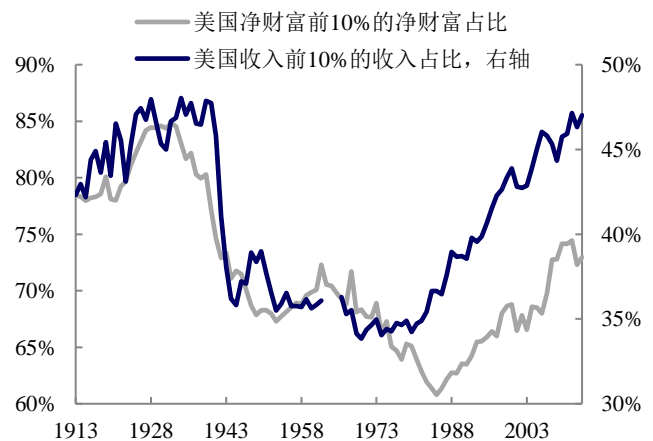
- 而发达经济体民粹主义抬头的背后是“非均衡”的复苏、贫富差距的扩大。我们最早在 2016 年的系列报告《资本过剩的年代》中开始关注到发达国家贫富差距扩大的问题。核心在于本轮全球金融危机之后“富人”与“穷人”的复苏是严重不均衡的，这与大萧条后的复苏类似，进一步扩大贫富差距。

图表 41：美国在金融危机后的复苏是“非均衡的”

图表 42：美国的贫富差距已接近 30 年代



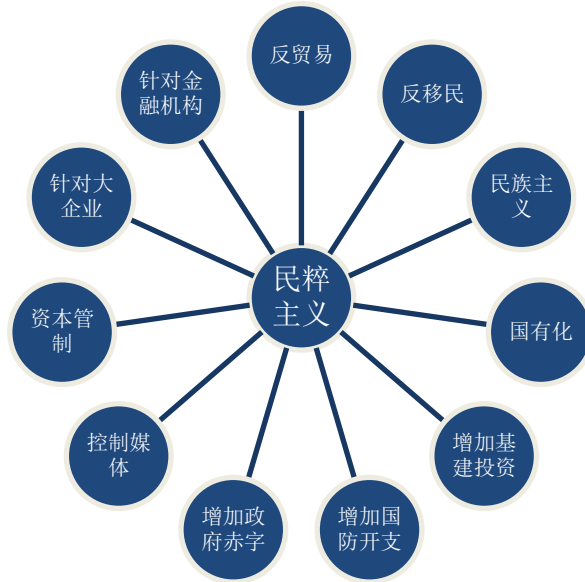
数据来源：WID，兴业证券经济与金融研究院整理



数据来源：WID，兴业证券经济与金融研究院整理

- **发达国家“民粹主义”将意味着什么？**如果回顾历史上的“民粹主义”，我们往往会发现其往往包含着一些共同的特征，包括：1)“保护主义”：反贸易、反移民；2)“民族主义”：甚至进行国有化；3)大幅扩张财政赤字：增加基建开支、增加国防开支；4)资本管制；5)针对“精英”群体：包括针对大企业、针对金融机构；6)控制媒体、舆论。如果对比近几年的政策可以发现，很多特征已经出现。

图表 43: 历史上的“民粹主义”

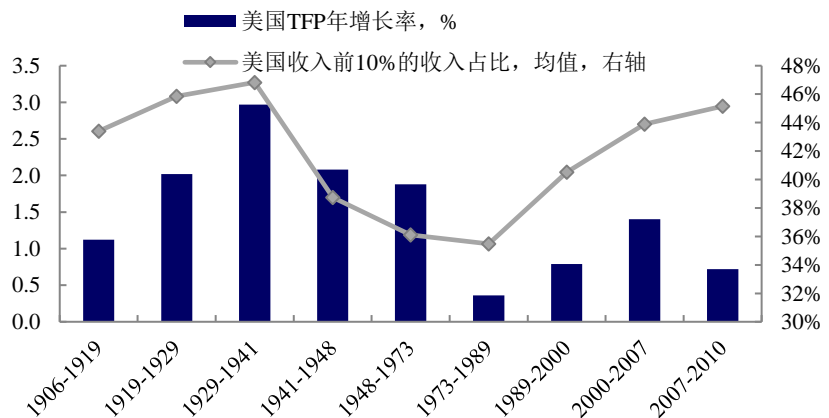


数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

- **美国民粹主义的兴起，对其经济的潜在影响可能有几个方面。**
 - **从增长到分配，美国“饼”扩张速度可能将进一步放慢。**增长与分配一直是经济学中的难题。过去很长一段时间，发达经济体试图通过完善的社保体系、福利制度来实现收入的二次分配。但很显然，当前这种机制开始面临挑战。但当政策需要从初次分配的角度去解决贫富差距问题时，可能会一定程度损害资源配置的有效性。

图表 44: 美国贫富差距 VS 全要素生产率的增长

从美国经济的历史来看，当贫富差距的扩大是由于技术进步带来时，其对于提升劳动生产率是有利的。比如 19 世纪初~50 年代之前、90 年代-00 年代。

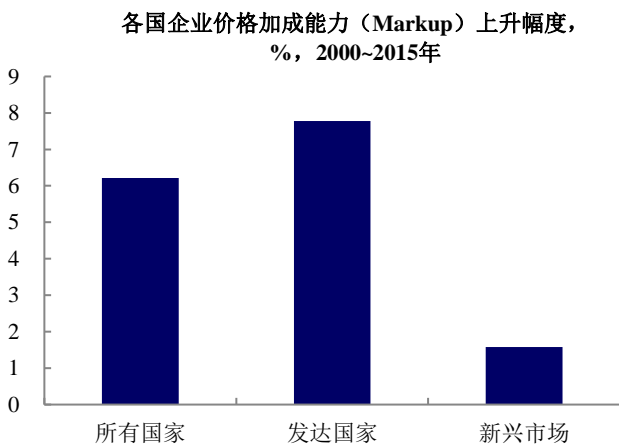


数据来源：WID, Field, A. J. (2013). Economic Growth and Recovery in the United States: 1919-1941. The great depression of the 1930s: Lessons for today, 358-394., 兴业证券经济与金融研究院整理

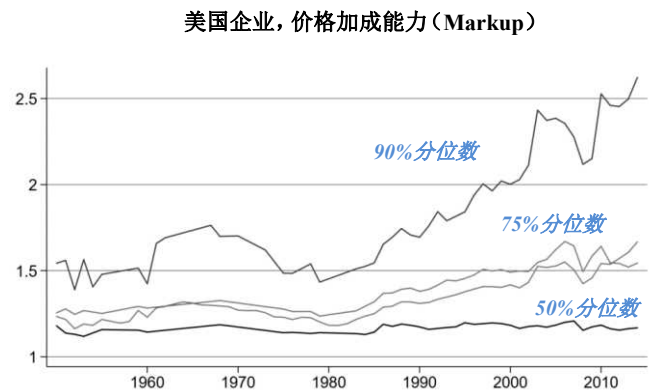
- **美国大企业的避风港效应可能将下降，资金将进一步面临分散的需求。**正如前面所阐述的，民粹主义抬头的背后是分配不均的问题，而民粹主义则意味着舆论会施压政策去攻击过去在分配中的受益者。而过去全球化的过程中，由于成本节约、资本运用效率提高等原因使得美国大企业是受益的，这也使得美国的产业集中度是明显提升的。近期关于美国企业产业集中度提升、市场势力（表现为企业的边际定价能力）的研究日益增加（如 Grullon 等，2017；Loecker 和 Eeckhout，2017；Kavoussi，2019；IMF，2019），显示学术界对此的关注度已大幅上升。而从历史上的民粹主义来看，大企业通常将成为攻击的对象，民主党候选人沃伦对于大企业的强硬态度可见一斑。

对于仍正处于集中度提升过程中的新兴市场的龙头企业而言可能是有利的。美国大企业是过去几年美国权益市场稳定的重要因素之一，市场份额高意味着盈利能力强，现金水平高，进而可以通过回购等方式进一步稳定股价。如果未来民粹主义蔓延，导致美国大企业被攻击，那么资金可能需要寻找其他的避风港，或者分散资产配置以对冲波动。而这对于仍正处于集中度提升过程中的新兴市场的龙头企业而言可能是有利的。

图表 45: 发达国家的企业议价能力大幅上升



图表 46: 尤其是在美国，龙头“赢者通吃”



数据来源：IMF，兴业证券经济与金融研究院整理

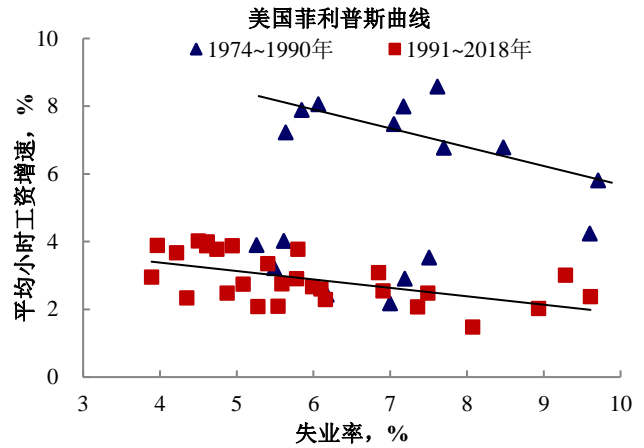
注：价格加成能力 (Markup) 指出企业产品定价相对于边际成本的弹性。
数据来源：De Loecker, J., & Eeckhout, J. (2017). The rise of market power and the macroeconomic implications (No. w23687). National Bureau of Economic Research, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **长期来看，菲利普斯曲线重新陡峭化的潜在风险上升。**在过去美国企业市场势力上升的过程中，一个潜在影响是居民分配在企业增加值中的占比在持续下降，处于 70 年的历史低点，这也间接影响了居民工资的增长。事实上，90 年代以来，美国工资增速在持续下平台，每次危机后的复苏中，工资增速均无法回到前期水平（请参见 20171012:《美国工资的正确打开方式》）。从过去菲利普斯曲线的平坦化也可以看出。而如果未来民粹主义抬头，进而导致企业被迫增加居民的分配，那么我们可能看到菲利普斯曲线重新陡峭化的风险

上升。

图表 47: 过去居民端收入分配比例已降至历史低点

图表 48: 而在这个过程中, 菲利普斯曲线明显平坦化



数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示: 全球民粹主义抬头、地缘政治风险导致通胀上升。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn