

证券研究报告 / 宏观专题

## 欧洲的先声：经济前景与货币政策走向

### 报告摘要：

欧洲经济依然面临极大的外部风险，2022年以来由俄乌冲突引发的外生能源供给冲击仍在持续。这一冲击不仅仅引起了欧元区乃至欧洲范围内的通胀大幅上行，同时也使得欧元区经济持续承压。这种影响较为直观的表现就是由昂贵的能源进口所引发的欧元区经常账户余额恶化。与此同时，能源依赖性的巨大变化以及不同的能源需求导致经常账户动态的差异，这增加了一些欧元区国家外部失衡的风险。

虽然欧洲天然气价格的高峰主要集中在2022年，2023年以来则维持了较为平稳的态势，但欧洲天然气供应网络的破碎化及不稳定性使得欧洲的天然气供应面临高度的不确定性。这同时增加了欧洲经济的不确定性，并且这种不确定性存在行业和空间上的分化，行业上受影响较大的是制造业，空间上受影响最为严重的是欧洲的经济引擎德国。

目前欧元区疲弱的经济现状和通胀下行前景有较大可能促使欧央行明年降息。欧洲经济的复苏一直落后于其他地区，特别是相较于美国来说其经济呈现出明显的疲软态势，2024年欧元区整体经济增速有较大可能进入负区间。劳动力市场方面，目前空缺-失业人员比率已经进入下行通道，劳动力供给也有所恢复，劳动力市场的紧张态势正逐步得到缓解。通胀方面，欧元区通胀动能目前已发生转换，外生供给冲击的影响渐次消退，核心服务和核心商品则起到了主要的带动作用，在目前的形势下2024年欧元区通胀有望实现较为平稳的下落。三重要素叠加有望使得欧央行明年开启更早降息进程。

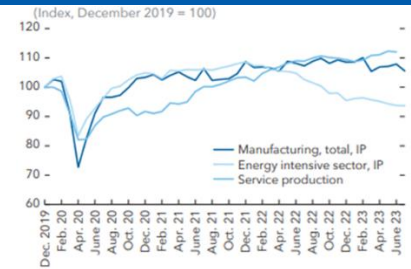
欧元区本轮加息的速度为1999年以来最快的一次，欧元区金融条件迅速紧缩，这一方面使得欧元区信贷大幅度收缩，另一方面也加剧了欧元区系统性金融风险，这两方面问题都有可能使得欧央行提前开启降息进程。

信贷规模方面，目前来看欧央行紧缩政策传导较为通畅，这使得信贷得以快速下行，经济承压。政策利率的上行沿着银行融资成本上涨，企业家庭贷款利率抬高，融资成本增加，信贷收缩的路径向实体经济传导，而欧元区货币政策的紧缩效果目前来看传导较为流畅。这使得欧洲金融系统内部不止银行为主体的间接金融，非金融企业和家庭的股票及债券市场融资渠道也大幅收紧，欧元区信贷规模大幅下降。

系统性金融风险主要体现在政府再融资压力和房地产行业对金融系统冲击这两方面，这两者与欧央行政策利率水平维持高位息息相关。前者主要是因为疫情期间欧元区各国债务规模迅速膨胀，而高企的利率也使得其再融资出现一定问题。后者则主要集中在资产价格大幅变动引起的金融系统承压上。目前的高利率使得房地产交易价值持续走低，而欧元区金融机构对房地产普遍具有极大的风险暴露敞口，这使得本就不稳定的金融体系面临更大风险。

风险提示：欧央行紧缩的货币政策传导情况超预期。

### 相关数据



### 相关报告

《【东北宏观】工业利润增速提升：基数效应还是质的改善？》

--20231228

《【东北宏观】存款利率再次调整，政策空间打开》

--20231225

《【东北宏观】印度经济分析及前景展望》

--20231223

《【东北宏观】11月经济数据点评：生产强消费弱，政策仍需保持力度》

--20231218

《【东北宏观】政策宽松的必要性进一步增强》

--20231215

### 证券分析师：张陈

执业证书编号：S0550522110002

13683268105

zhangchen2@nesc.cn

## 目 录

1.	能源危机影响犹在，欧元区经济面临较大外部风险.....	3
2.	经济疲弱现状和通胀下行前景将促使欧央行明年开启降息进程.....	7
3.	欧元区信贷收缩情况及系统性金融风险问题.....	12

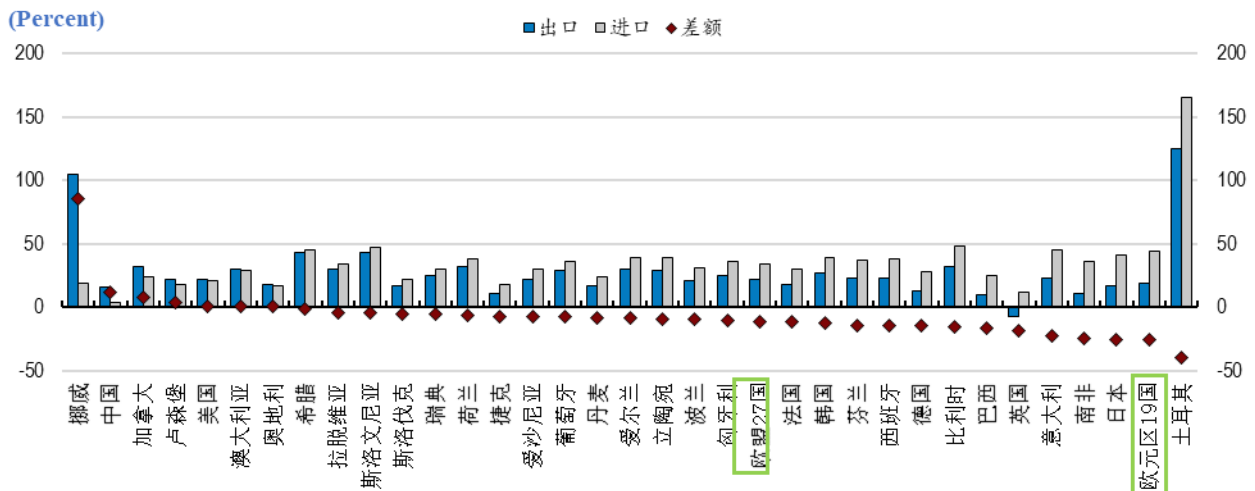
## 图表目录

图 1:	俄乌战争引发的能源危机导致欧洲各国出现极为严重的财富外流 .....	3
图 2:	欧元区经常账户变动情况 .....	3
图 3:	欧元区一些国家经常账户失衡风险增加 .....	4
图 4:	欧盟天然气进口量变动 .....	4
图 5:	欧盟自俄罗斯天然气进口量变动 .....	4
图 6:	欧洲天然气进口结构变化 .....	5
图 7:	欧盟天然气分类比消费变动（与 2019-21 平均水平比较） .....	5
图 8:	欧盟各国 2023 天然气分类别消费变动（与 2019-21 平均水平比较） .....	5
图 9:	2020 年以来欧洲天然气价格变动情况 .....	6
图 10:	相较于服务业，制造业尤其是能源密集型行业所受冲击更大 .....	6
图 11:	空间分布上，制造业占比较大的国家所受冲击较大.....	7
图 12:	欧元区 GDP 增速反弹力度相对较弱（指数：2019Q4=100） .....	7
图 13:	欧元区消费的恢复较为有限（指数：2019Q4=100） .....	8
图 14:	欧元区超额储蓄及实际收入变动情况 .....	8
图 15:	欧元区投资修复较为乏力（指数：2019Q4=100） .....	9
图 16:	欧元区非金融企业利率变化（%） .....	9
图 17:	欧元区对非金融企业信贷同比变动（%） .....	9
图 18:	劳动力市场的发展 .....	10
图 19:	通胀及其组成部分（同比拉动） .....	10
图 20:	欧元区价格传导压力指数 .....	11
图 21:	总体通胀、基于调查的通胀预期指标、各机构的通胀预测及市场基准的通胀补偿.....	11
图 22:	欧洲央行调查通胀预期 .....	11
图 23:	本轮加息节奏为欧央行史上最快 .....	12
图 24:	部分欧元区国家的综合银行融资成本 .....	13
图 25:	银行债券收益率 .....	13
图 26:	欧元区银行对非金融企业贷款利率 .....	13
图 27:	欧元区央行对家庭购房贷款利率 .....	13
图 28:	欧元区非金融企业外部融资名义成本 .....	13
图 29:	银行贷款信用标准变化及企业和家庭信贷总需求变动情况 .....	14
图 30:	欧元区金融条件逐渐恶化 .....	14
图 31:	欧元区总融资需求：疫情前后对比 .....	15
图 32:	欧元区公共债务率的驱动因素 .....	15
图 33:	银行对商业地产贷款的风险敞口 .....	15
图 34:	欧元区房地产市场的交易价值变动 .....	15
图 35:	房地产行业在欧元区各国经济中所占比重 .....	16

## 1. 能源危机影响犹在，欧元区经济面临较大外部风险

欧洲经济自 2022 年以来面临的重大外部冲击始终还是由俄乌冲突引发的外生能源供给冲击，这一冲击不仅仅引起了欧元区乃至欧洲范围内的通胀大幅上行，同时也使得欧元区经济持续承压。在 2022 年，这一外生冲击的表现是能源价格高企使得欧元区大多数国家贸易条件快速恶化，大量财富向外转移。相较于 2021 年同期，2022 年 3 月至 7 月欧元区 19 国因能源价格快速上涨产生的进出口变动差额扩大至 -25%，欧盟 27 国则达到 -11%。尽管之后随着能源需求量的衰减和能源价格的逐渐下降，欧元区所受到的压力有所缓解，但这种由能源危机引发的对经济的负面影响仍在持续。

图 1：俄乌战争引发的能源危机导致欧洲各国出现极为严重的财富外流

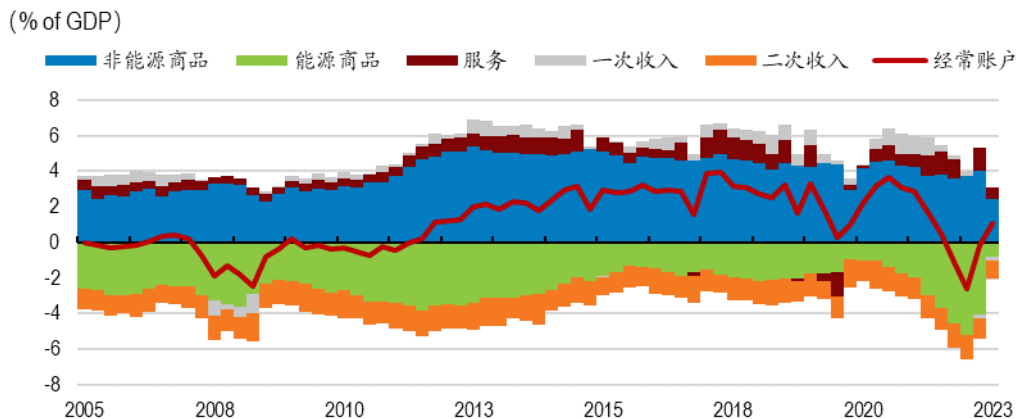


数据来源：OECD，东北证券

注释：2022 年 3 月至 7 月与 2021 年同时段比较

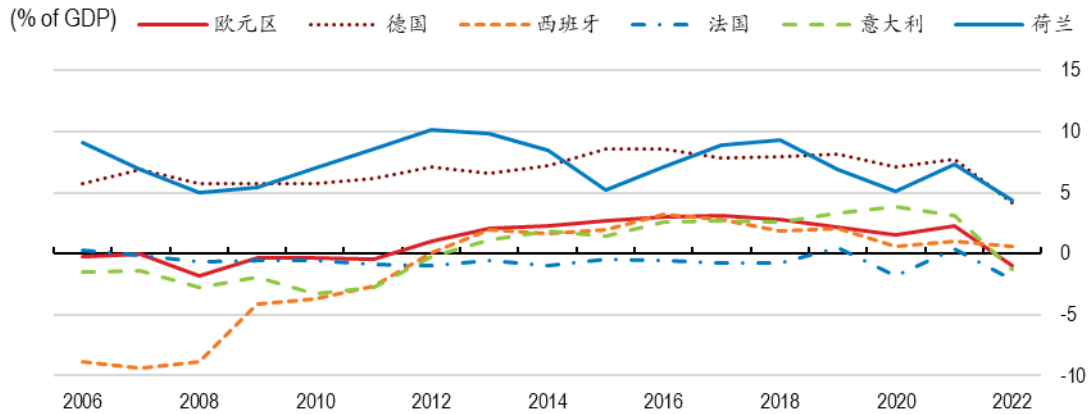
这一负面影响最为直观的表现就是欧元区经常账户余额的恶化，从图 2 中可以看到，这种恶化的直接动因便是昂贵的能源进口。与此同时，能源依赖性的巨大变化以及能源需求的结构性差异导致不同国家的经常账户动态变化有所不同，这增加了一些欧元区国家外部失衡的风险。

图 2：欧元区经常账户变动情况



数据来源：OECD，东北证券

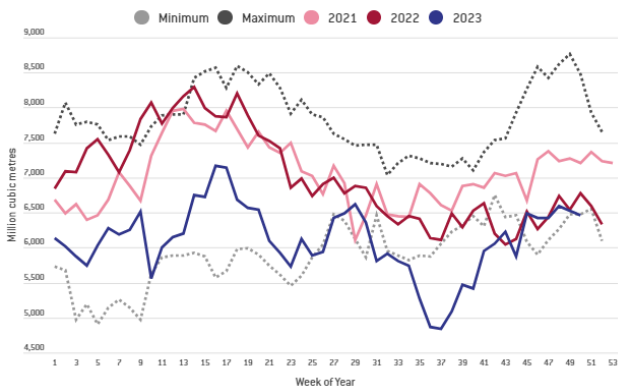
图 3：欧元区一些国家经常账户失衡风险增加



数据来源：OECD，东北证券

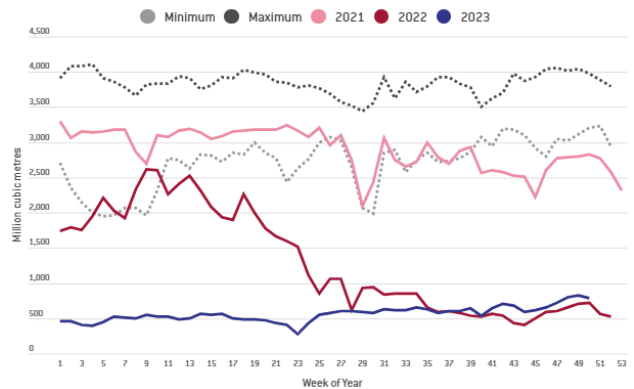
虽然天然气价格的高峰主要集中在 2022 年，2023 年以来则维持了较为平稳的态势，但是这并不意味着欧元区就完全摆脱了能源供给瓶颈的限制。尽管欧洲在 2022 年下半年后已基本实现天然气供给的脱俄化，但其能源供应网络处于较为脆弱的不稳定水平。欧洲在 2023 年上半年的天然气进口量低于 2021 年及 2022 年水平，在下半年则一度低于历史最低水平。消费端来看，欧洲对天然气的消费也持续低于 2019 年-2021 年的平均水平，其中工业用气在 2023 年长期低于 2019-2021 年平均消费量 80%。从国家分布上看，德国、波兰等制造业占比较高的国家的工业用途天然气消费量下降幅度最大。

图 4：欧盟天然气进口量变动



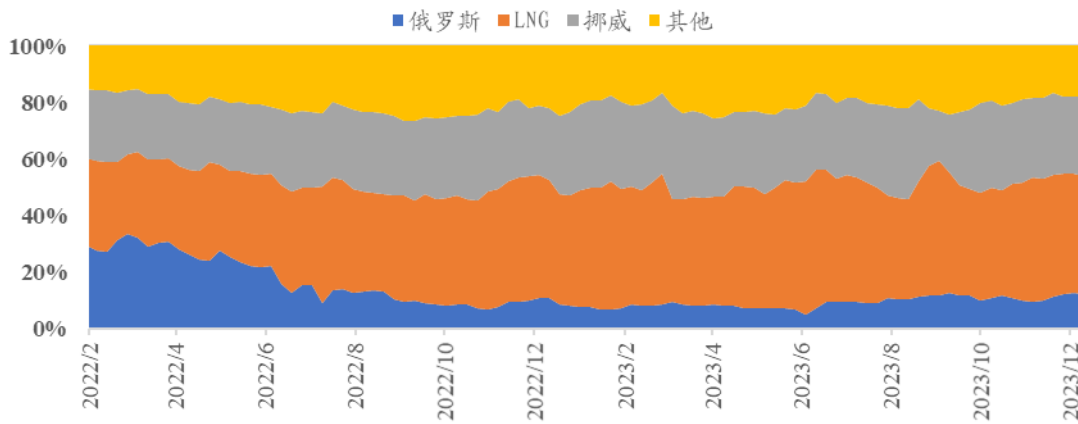
数据来源：Bruegel，东北证券

图 5：欧盟自俄罗斯天然气进口量变动



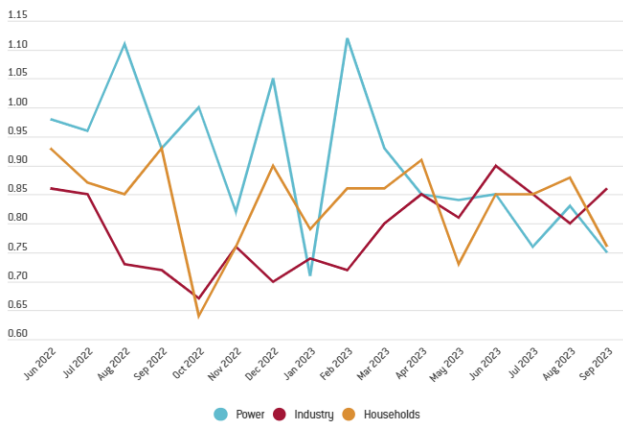
数据来源：Bruegel，东北证券

图 6：欧洲天然气进口结构变化



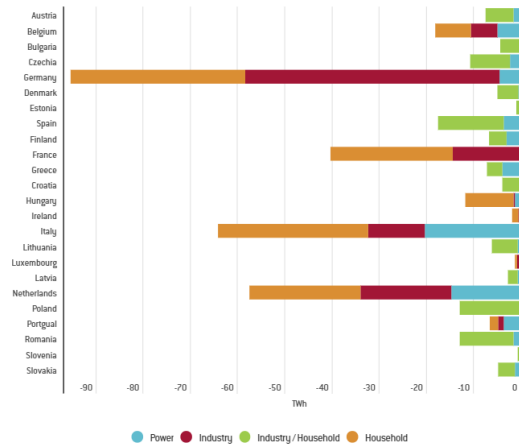
数据来源：Bruegel, 东北证券

图 7：欧盟天然气分类比消费变动（与 2019-21 平均水平比较）



数据来源：Bruegel, 东北证券

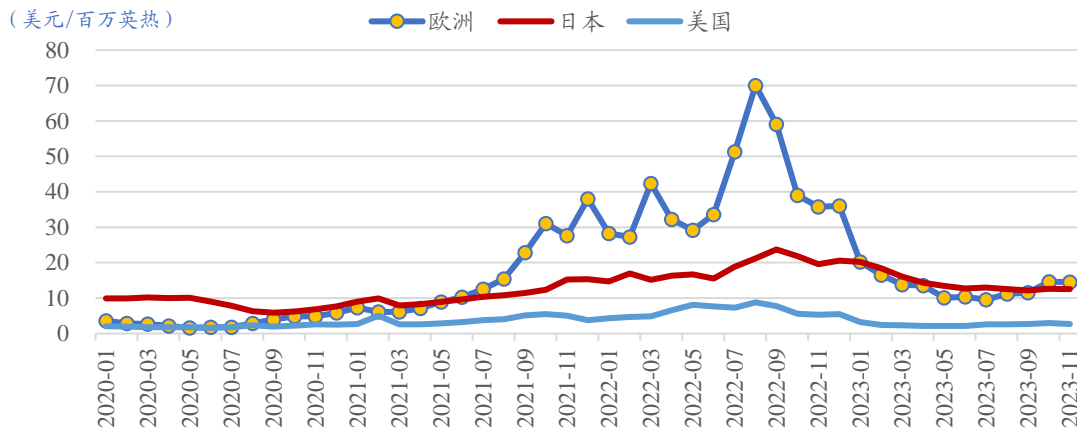
图 8：欧盟各国 2023 天然气分类别消费变动（与 2019-21 平均水平比较）



数据来源：Bruegel, 东北证券

尽管目前天然气价格维持相对平稳，但欧洲天然气供应网络的破碎化及不稳定性使得欧洲的天然气供给仍面临高度的不确定性，这使得欧洲经济持续暴露在极高的外部风险下。俄乌战争之后由欧洲主要的管道天然气进口途径只剩挪威来源的北海天然气，由去俄化导致的天然气供需缺口大多由 LNG 加以补充。但相较于管道，LNG 支撑的供应网络高度不稳定，近期欧洲天然气价格即因巴以冲突下以色列天然气设施的关闭而出现相当幅度的上涨。

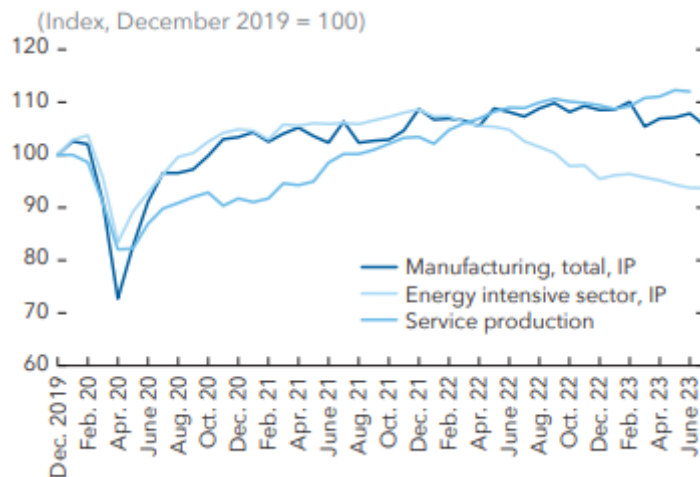
图 9：2020 年以来欧洲天然气价格变动情况



数据来源：Wind，东北证券

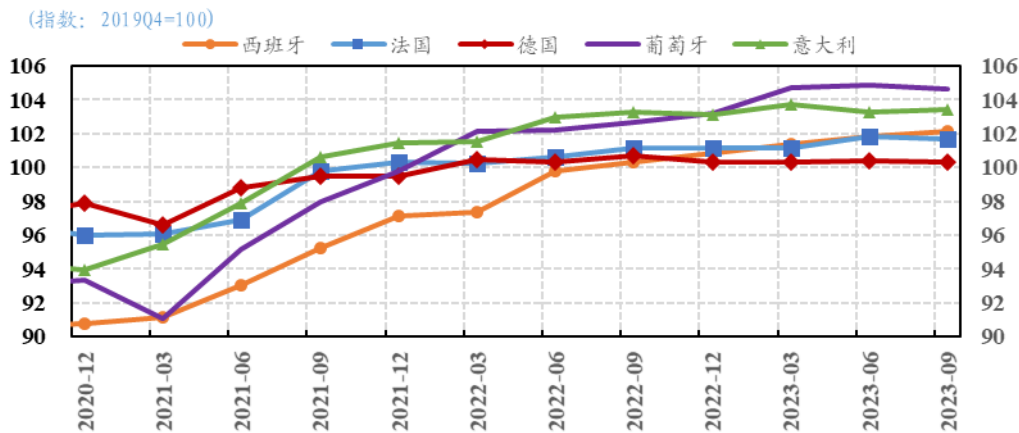
在能源危机的冲击下，欧洲的经济恢复也出现了行业上和空间上的巨大分化。从行业上看，相较于服务业，制造业所受冲击更为严重，而能源危机的负面影响也更为深远。制造业的恢复进程自 2022 年任务战争爆发开始就持续低于服务业，而其中受影响最为严重的即是能源工业，其恢复进程被彻底打断，至 2023 年二季度其生产活动只相当于 2019 年 12 月的 90% 上下。这一能源冲击在行业上的分布差异落实到空间分布上即是制造业占比较高的国家经济恢复较为缓慢，而以服务业为主的国家则恢复较为迅速。作为欧元区经济引擎的德国制造业占比较高，受能源危机的影响在 2023 年 3 季度 GDP 只刚刚回复到 2019 年 4 季度水平，并且已经在 2023 年 2 季度、3 季度进入技术衰退区间，这对欧元区经济的恢复造成了极大的压力。而服务业相对占比较高的西班牙、葡萄牙、意大利等国的经济恢复情况明显好于德国。可见 2022 年以来的能源危机依然是后续影响欧元区经济增长的核心因素，也直接决定这欧元区货币政策的后续走向。

图 10：相较于服务业，制造业尤其是能源密集型行业所受冲击更大



数据来源：IMF，东北证券

图 11：空间分布上，制造业占比较大的国家所受冲击较大

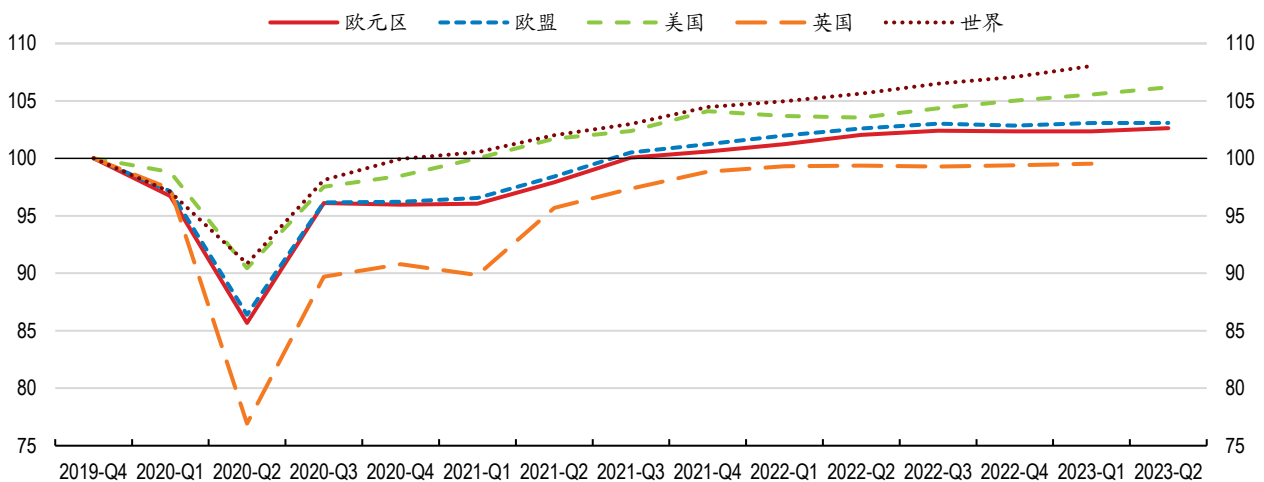


数据来源：Wind，东北证券

## 2. 经济疲弱现状和通胀下行前景将促使欧央行明年开启降息进程

欧洲经济的复苏一直落后于其他地区，特别是相较于美国来说其经济呈现出明显的疲软态势，2024 年欧元区整体经济增速有较大可能进入负区间。继疫情反弹导致 2021 年经济增长超过 5% 后，欧盟和欧元区 2022 年 GDP 增速放缓至 3.5%，2023 年全年则更是有可能进一步缩窄至 1% 以内的水平。其净出口如前文所述，受能源危机造成的天然气价格高企、制造业严重的影响，已对经济增长形成严重拖累。内需部分，不管是消费还是投资，其恢复都较为有限。在负面冲击持续持续，外界环境不确定性增强，内生动能乏力的背景下，欧元区经济有一定概率进入负区间，IMF 对欧元区 2024 年经济增速的预测为-0.2%

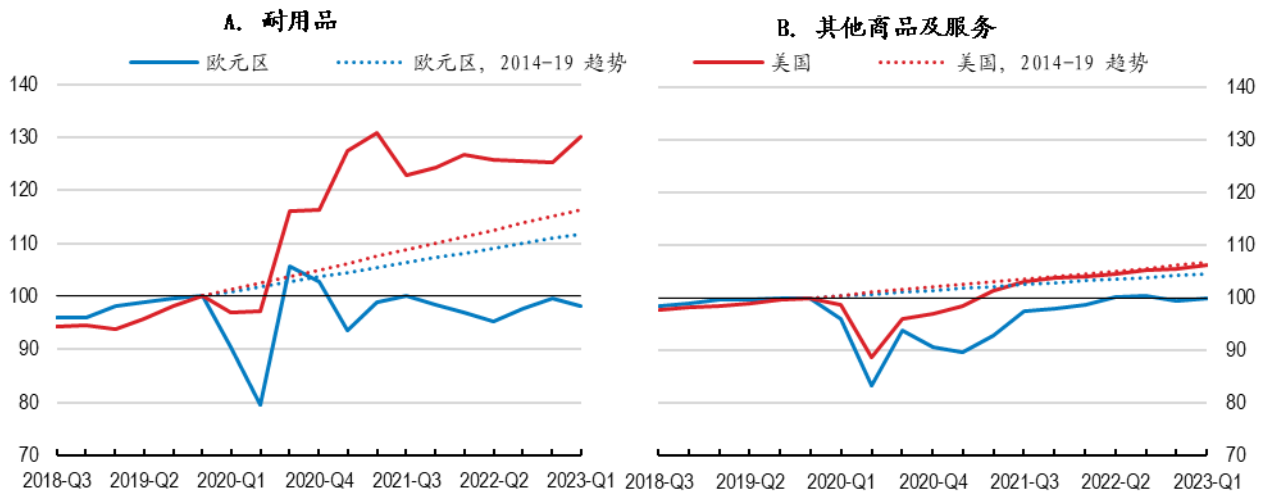
图 12：欧元区 GDP 增速反弹力度相对较弱 (指数: 2019Q4=100)



数据来源：Wind，东北证券

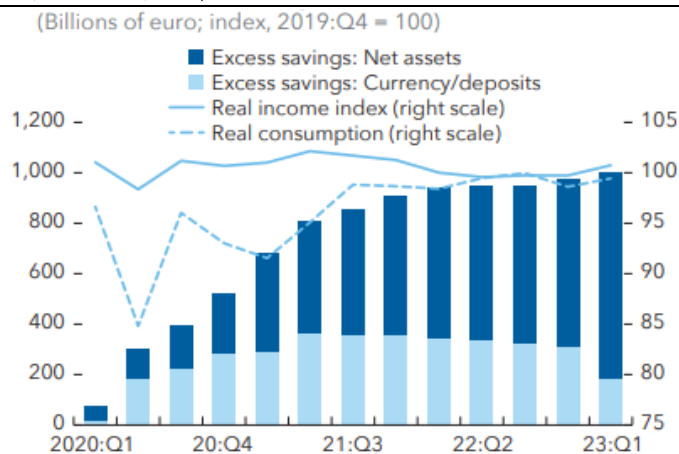
消费部分，欧元区的耐用品和其他商品与服务虽然已大致恢复至疫情前水平，但相较于疫情前趋势水平仍有较大距离。其中耐用品部分恢复力度更为缓慢，较趋势水平仍有越 10% 的差距，而与美国相比，其差距更是达到 30%。这一部分原因是因为实际收入受通胀影响有所压缩，另一方面也是由于欧元区国家的超额储蓄有近三分之二是以资产的形式存在，流动性相对不足，对消费的带动与美国相比较为有限。

图 13: 欧元区消费的恢复较为有限 (指数: 2019Q4=100)



数据来源: Wind, 东北证券

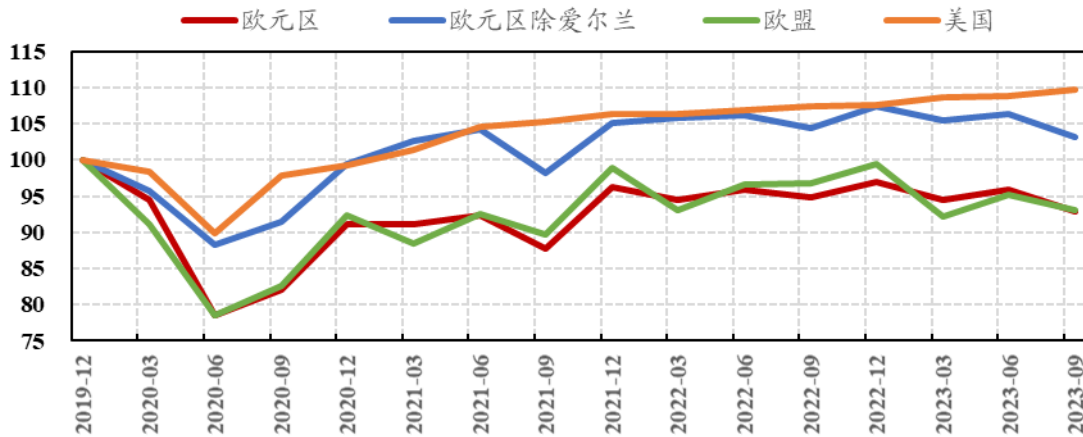
图 14: 欧元区超额储蓄及实际收入变动情况



数据来源: IMF, 东北证券

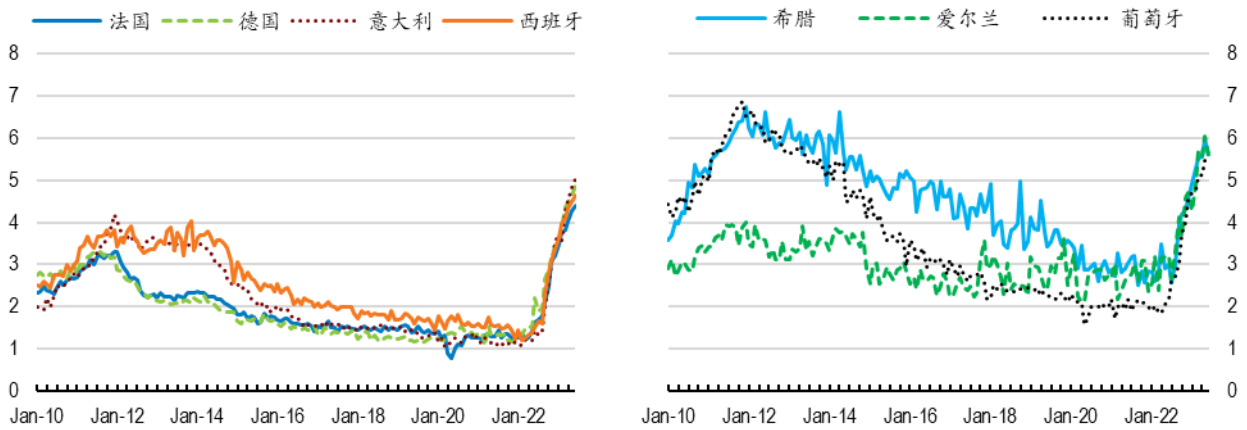
欧元区投资整体较为乏力, 其中相当大一部分是由于爱尔兰的拖累所导致, 排除爱尔兰的欧元区投资修复进程有所改善, 但与美国相比欧元区投资仍然显得较为疲软。投资增速的下降主要是欧央行加息的效果, 各国银行对非金融企业贷款利率在加息后快速上行, 而信贷规模也极大萎缩, 其中爱尔兰变动幅度最为剧烈, 这也解释为何爱尔兰对欧元区整体投资形成严重拖累。

图 15: 欧元区投资修复较为乏力 (指数: 2019Q4=100)



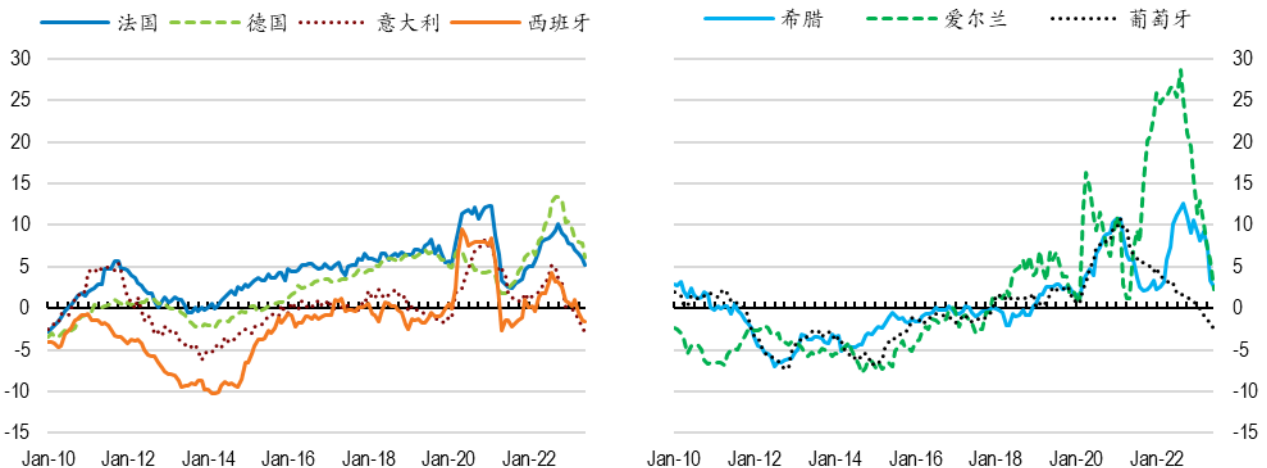
数据来源: Wind, 东北证券

图 16: 欧元区非金融企业利率变化 (%)



数据来源: ECB, 东北证券

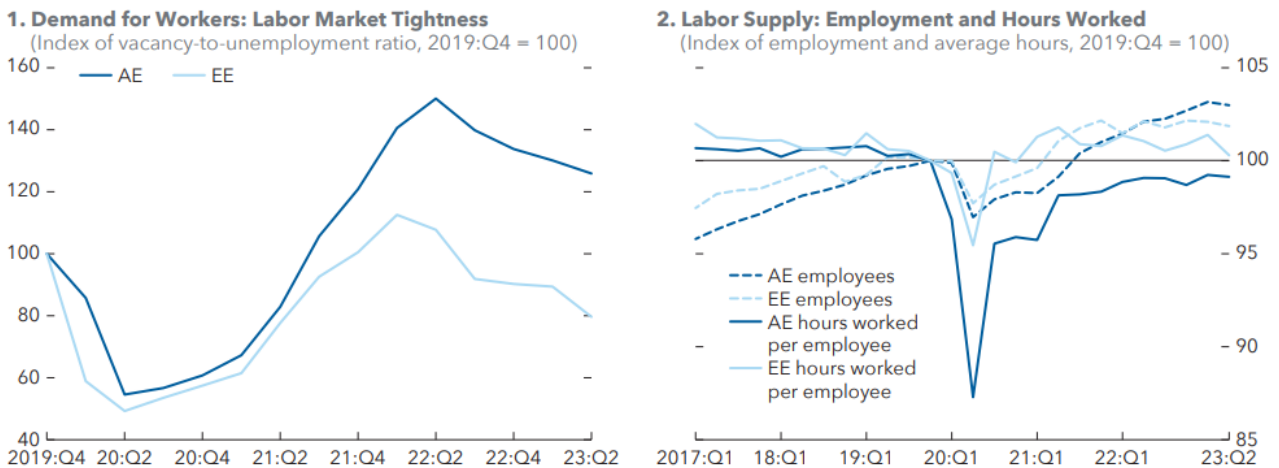
图 17: 欧元区对非金融企业信贷同比变动 (%)



数据来源: ECB, 东北证券

劳动力市场方面, 目前空缺-失业人员比率已经进入下行通道, 劳动力供给也有所恢复, 劳动力市场的紧张态势正逐步得到缓解。虽然目前欧洲的名义工资仍维持较高的增速水平, 但是随着劳动力市场紧张局势的缓解, 其对通胀的带动作用也会日渐减弱。

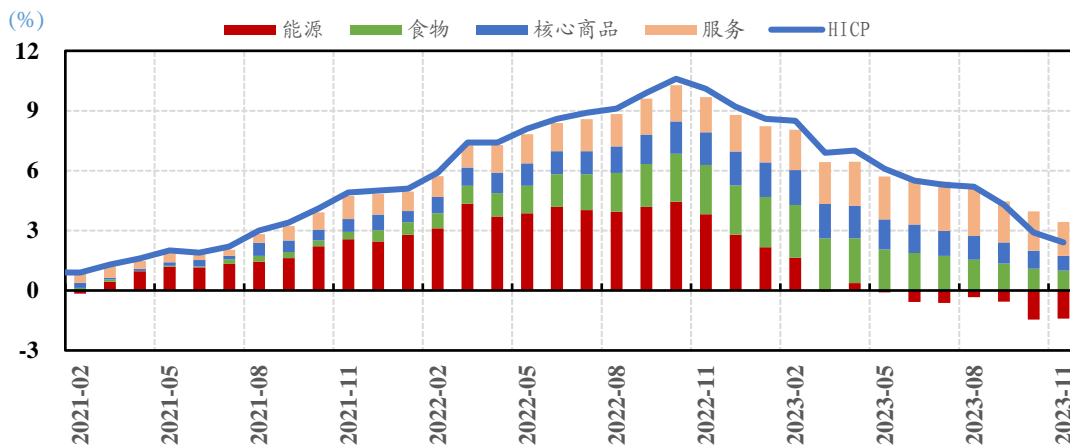
图 18: 劳动力市场的发展



数据来源：IMF，东北证券

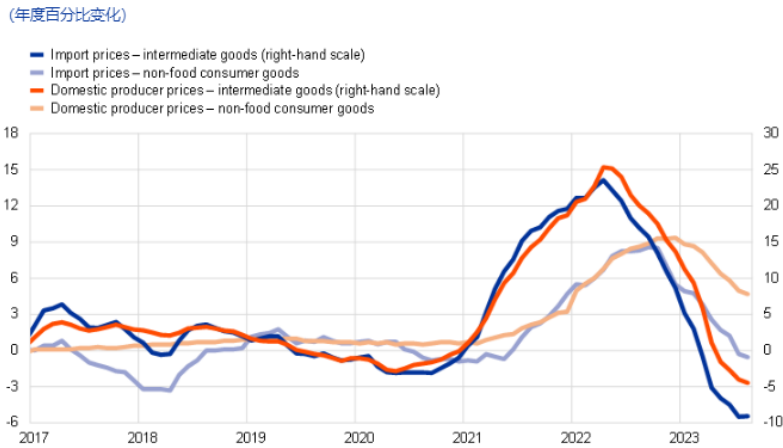
欧元区通胀动能目前已发生转换，外生供给冲击的影响渐次消退，核心服务和核心商品则起到了主要的带动作用，在目前的形势下 2024 年欧元区通胀有望实现较为平稳的下落。根据欧盟统计局的最新数据，通胀率从 2022 年 10 月的 10.6% 的高峰下降至 2023 年 11 月的 2.4%，下降幅度广泛。目前欧元区通胀的主要动力项目已经由 2022 年时的能源切换至食品、核心商品与核心服务，能源项则因为油价与天然气的下降转为拖累项。在通胀发展至下半场，核心商品和服务起到主要带动作用的阶段，对价格变动影响最大的因素也由外生大宗商品价格冲击切换为价格传导情况和居民部门的通胀预期。根据欧洲央行的数据，目前欧元区的定价链通胀压力持续下降，而不管是市场机构还是居民部门的中长期通胀预期也基本上回落至通胀目标水平。

图 19: 通胀及其组成部分（同比拉动）



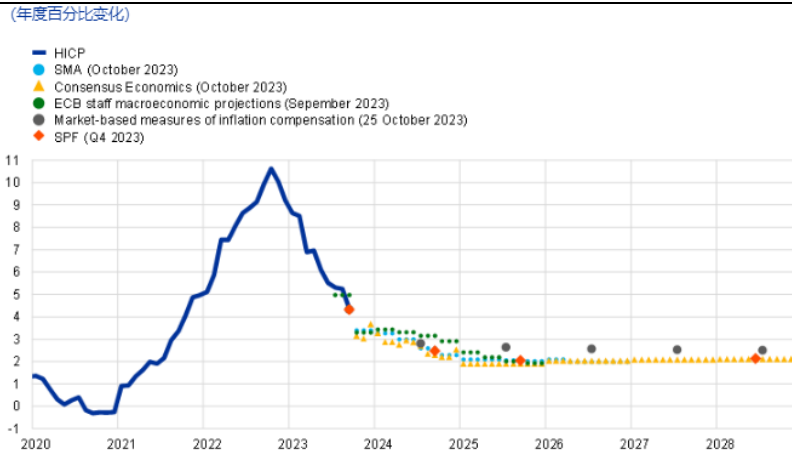
数据来源：Eurostat，东北证券

图 20: 欧元区价格传导压力指数



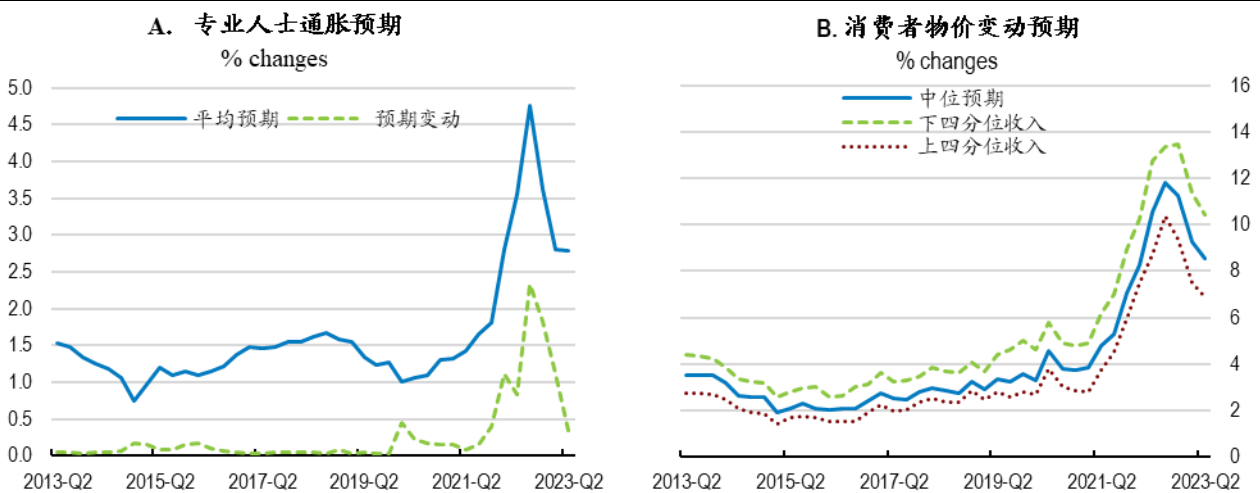
数据来源: ECB, 东北证券

图 21: 总体通胀、基于调查的通胀预期指标、各机构的通胀预测及市场基准的通胀补偿



数据来源: ECB, 东北证券

图 22: 欧洲央行调查通胀预期

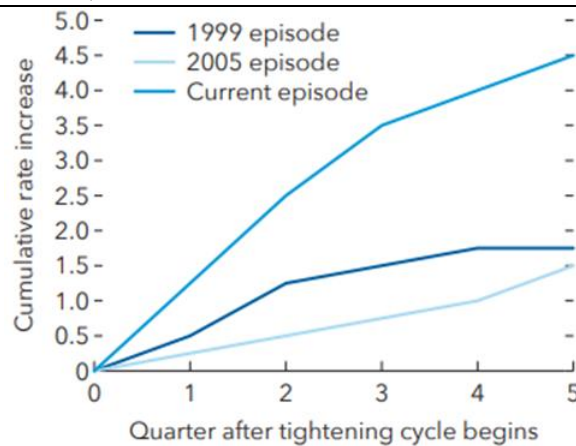


数据来源: ECB, 东北证券

### 3. 欧元区信贷收缩情况及系统性金融风险问题

欧元区本轮加息的速度为 1999 年以来最快的一次，这使得欧元区金融条件迅速紧缩。本次加息周期自 2022 年 7 月开始，在 14 个月内便达到 4.5% 的高点，速度远快于之前的历次加息。这也使得欧央行的货币政策紧缩对更广泛的融资条件传导变得更为强劲，而社会整体信贷也因此产生较大幅度的收缩。目前这一紧缩的金融条件已使得欧元区经济承受较大压力，在通胀得以顺利回落，经济内生动能不足的背景

图 23：本轮加息节奏为欧央行史上最快



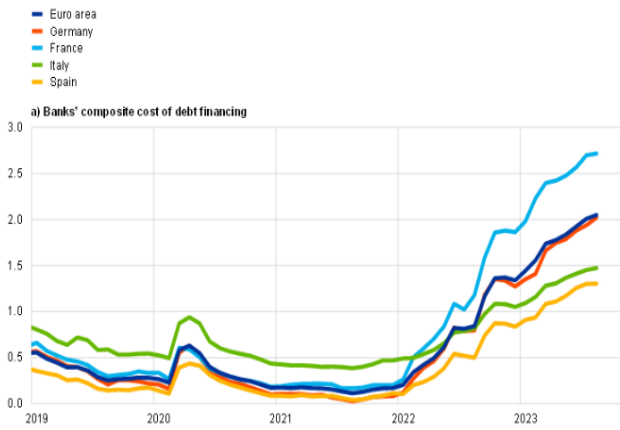
数据来源：ECB，东北证券

政策利率的上行沿着银行融资成本上涨，企业家庭贷款利率抬高，融资成本增加，信贷收缩的路径向实体经济传导，而欧元区货币政策的紧缩效果目前来看传导较为流畅。随着政策利率的上行，存款利率和银行债券收益率的走高，欧元区银行的融资成本持续上升。企业和家庭的贷款利率也进一步上升，银行向非金融企业提供的新增贷款利率已经达到 2008 年以来的最高水平，对家庭消费和其他贷款的利率也达到了 2008 年以来的最高水平。

除了银行系统内的金融条件缩紧，在直接融资方面，2023 年以来非金融企业的融资成本也显著增加。二者的共同作用下，不管是对家庭部门还是对非金融企业，信贷规模都有较大负面的收缩。根据欧元区银行贷款调查，2023 年第三季度企业贷款信贷标准在进一步收紧。

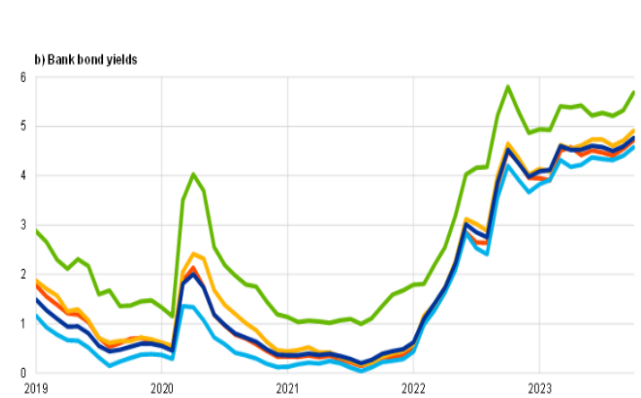
这种直接融资和间接融资市场的共同紧缩在宏观指标上的反映即是欧元区彭博金融条件指数相较美国的大幅收缩。这一指数跟踪了货币、债券和股票市场财务压力的等权总和，可用于评估融资的可行性和成本。负值越大代表与 2008 年全球金融危机前的水平相比，金融状况呈限制性态势，根据这一指标，我们可以看到在美国已基本还维持在 2008 年前的基准金融水平时，欧元区的金融条件依然大幅恶化。而这在一定程度上又会给欧元区带来较大的系统性金融风险。

图 24：部分欧元区国家的综合银行融资成本



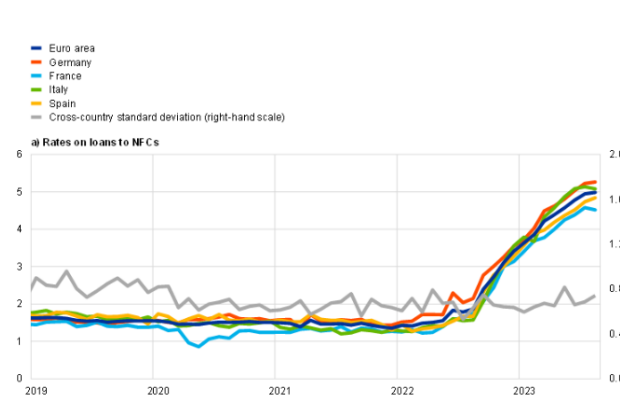
数据来源：ECB，东北证券

图 25：部分欧元区国家银行债券收益率



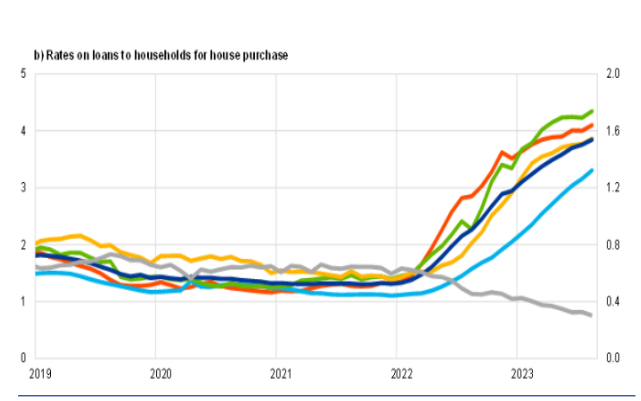
数据来源：IMF，东北证券

图 26：欧元区银行对非金融企业贷款利率



数据来源：ECB，东北证券

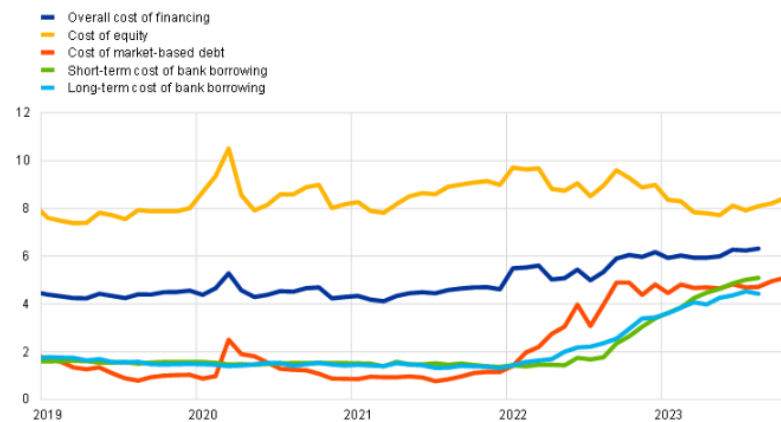
图 27：欧元区央行对家庭购房贷款利率



数据来源：ECB，东北证券

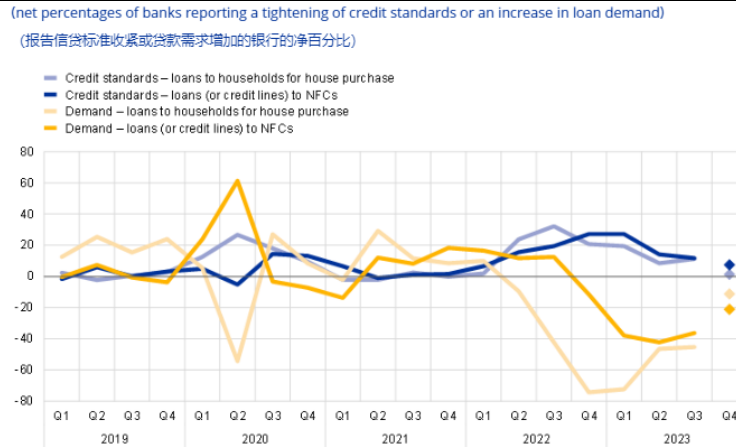
图 28：欧元区非金融企业外部融资名义成本

(annual percentages) (年度百分比)



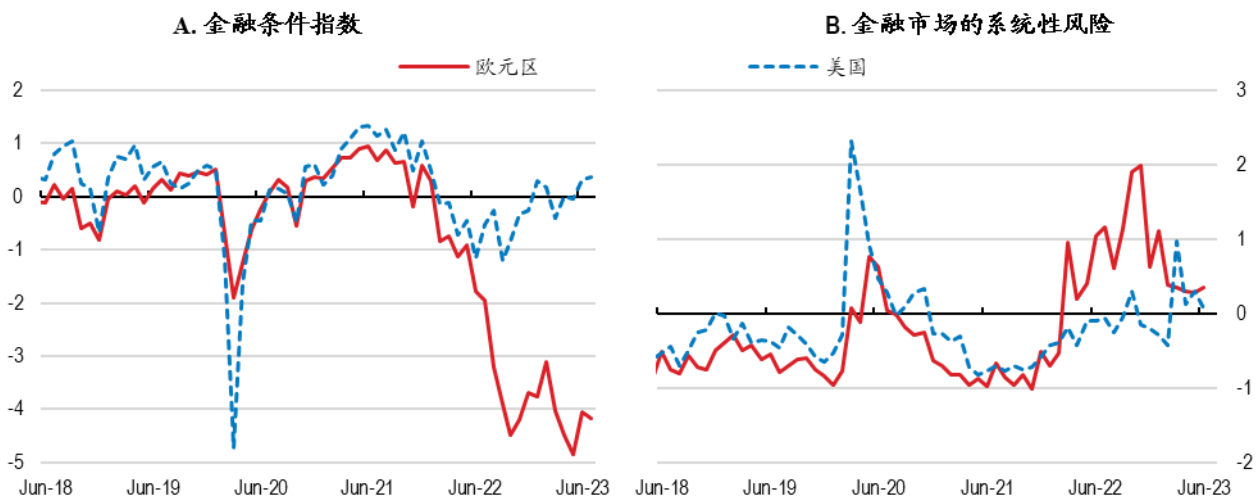
数据来源：ECB，东北证券

图 29：银行贷款信用标准变化及企业和家庭信贷总需求变动情况



数据来源：ECB，东北证券

图 30：欧元区金融条件逐渐恶化



数据来源：Bloomberg, OECD, 东北证券

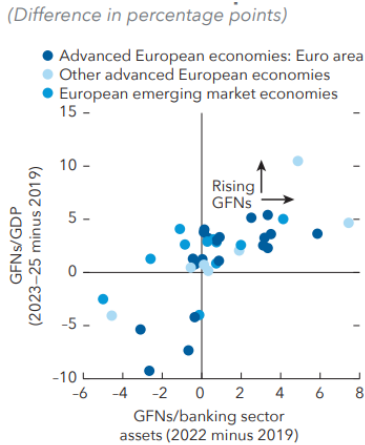
目前欧元区所面临的系统性金融风险主要体现在政府再融资压力和房地产行业对金融系统冲击这两方面，这两者与欧央行政策利率水平维持高位息息相关。对于前者，疫情期间，发达经济体和欧洲新兴市场经济体的财政赤字和公共债务都迅速增加。欧洲各国的融资压力也大幅增加，与疫情前的水平相比，除七个国家外，其他所有国家预计总融资需求占 GDP 的比例都较高。这主要是由于财政平衡疲软和利息成本上升推动的，包括在低利率环境下所发行的债务在展期后的重新定价。而总融资需求的相当大部分集中在摊销上，这极大限制了财政的灵活性。中央银行对公共债务购买额度的削减也会收紧融资来源。三分之二的国家的总融资需求占银行业资产的比例高于疫情前的水平。在这种情况下，债务稳定可能具有挑战性，特别是如果经济增长下行风险成为现实的话。实际利率上升（随着通货膨胀消退，高名义利率传导至债务存量）以及一些国家持续存在的基本赤字。

来自商业房地产行业的则主要集中于由资产价格大幅变化引发的金融系统承压上。平均而言，商业地产贷款约占欧洲银行贷款组合的 9%，占欧洲保险公司资产的 4% 以上。与美国相比，房地产投资基金的规模仍然较小，但约占欧元区 CRE 资本市场的 40%。最近经济活动的低迷和利率上升导致 2022 年最后一个季度的价格调整（同比增长 -2.6%），商业地产的交易价值在 2023 年一直在下降。银行和非银行金融机构普遍面临商业地产的共同风险，这加大了金融稳定性的风险。2022 年底，

各个细分领域的商业地产投资组合的年度回报平均达到了-5%。对于持有商业地产的开放式投资基金，相关损失可能会引发赎回，随后需要进一步处置资产。这可能会波及到其他资产类别，增加系统性风险。

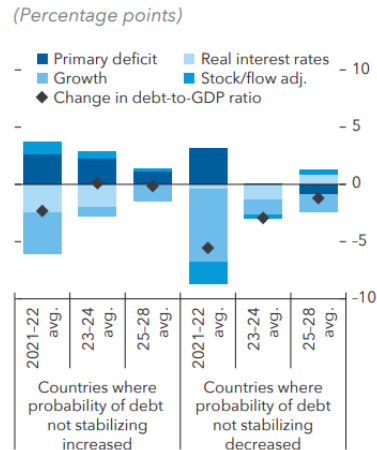
随着商业地产损失推动银行利润下降并侵蚀资本，它们将需要增加股本或减少贷款，进一步降低总需求并引发反馈循环，从而影响经济活动。欧洲商业地产部门通常规模经济大且劳动密集。商业地产公司的总附加值范围从爱尔兰的 4-8%到北欧国家的 GDP 的最高达 20%。

图 31: 欧元区总融资需求: 疫情前后对比



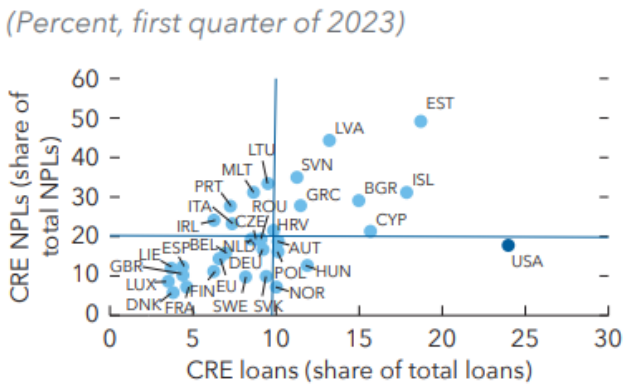
数据来源: IMF, 东北证券

图 32: 欧元区公共债务率的驱动因素



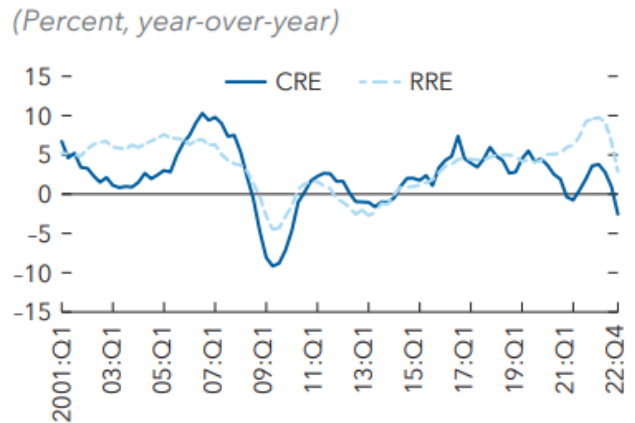
数据来源: IMF, 东北证券

图 33: 银行对商业地产贷款的风险敞口



数据来源: IMF, 东北证券

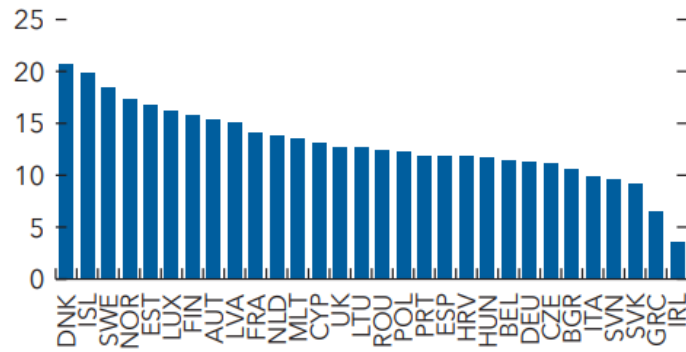
图 34: 欧元区房地产市场的交易价值变动



数据来源: IMF, 东北证券

图 35: 房地产行业在欧元区各国经济中所占比重

(Percent of value added of all firms in the business economy)



数据来源: IMF, 东北证券

风险提示: 欧央行紧缩的货币政策传导情况超预期。

**研究团队简介:**

张陈：北京大学经济学专业博士，拥有 3 年证券从业经验，金麒麟奖团队成员，曾在核心期刊发表多篇论文，在校期间参与多项国家社科基金项目。现任东北证券首席宏观分析师。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准：  A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

**重要声明**

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

**东北证券股份有限公司**

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjiusuo

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

