



Research and  
Development Center

# 在低利率定调的大环境下，通货膨胀率将决定金价“高度”

金属及新材料行业专题报告

2020年03月15日

娄永刚 首席分析师

冯孟乾 研究助理

娄永刚 首席分析师

执业编号: S1500520010002

联系电话: +86 10 83326716

邮箱: louyonggang@cindasc.com

冯孟乾 研究助理

联系电话: +86 10 83326730

邮箱: fengmengqian@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 在低利率定调的大环境下，通货膨胀率将决定金价“高度”

2020年03月15日

### 本期内容提要

- **以通货膨胀率为媒介，金价与油价正相关性明显。**黄金自古以来就被当成是对冲通胀的最佳工具，因此通胀水平和金价走势正相关性明显。原油价格上涨，通货膨胀率随之提高，黄金作为通胀之下的保值品，叠加通胀加剧经济波动的大环境下，避险功能将会凸显，黄金价格相应上涨。因此，我们可以说以通货膨胀率为媒介，原油价格与黄金价格两者存在着正向关系。从中长期来看，原油价格与黄金价格走势基本趋同，只是短期波动幅度会有大小的分别。
- **复盘 08 年及 14 年两次危机，通胀率跌幅缓和，金价率先回升。**①08 年次贷危机中，随着恐慌情绪持续性攀升，原油价格呈“陡坡”式下滑，由 2008 年 7 月 140 美元/桶下滑至 35.93 美元/桶，跌幅为 74.3%。初期黄金价格小幅上升，但后期，随着原油价格的不断下跌，通货膨胀率急速下降，带动实际利率的快速回升，黄金价格“止升回落”，由 08 年 3 月 998 美元/盎司高点降至 08 年 11 月 713 美元/盎司，下降幅度 28.6%。②14 年原油危机中，受美国页岩油产量持续性上涨，以及 OPEC 拒绝减产，叠加美伊军事冲突以及全球原油需求增速放缓，原油基本面持续恶化，商品属性增强，原油价格由 2014 年 7 月 103 美元/盎司高点降至 2016 年 2 月 31.34 美元/盎司，下降幅度 69.6%。金价初期并未随着原油价格一起大幅滑落，后期受原油价格下降拖累通货膨胀率，金价开始震荡下行，黄金价格随油价下降至 1050.8 美元/盎司，下降幅度 21.6%。③综合两次原油及黄金价格大幅波动情况，不难看出，在每次经济危机来临之初，适度的避险情绪助推金价上涨，但恐慌情绪将会先反应在原油价格之上；后期，随着原油价格不断下跌，价格传导机制使通胀预期快速下降，带动实际利率上升，金价随之下降，并在通胀率下降速度有所缓和之后率先回升。
- **在低利率定调的大环境下，通货膨胀率将决定金价“高度”。**综合来看，在货币宽松预期的大背景下，美债名义利率将在低利率区间徘徊，支撑美债实际利率下行趋势，黄金上行趋势基本定调。通货膨胀率受新冠疫情、OPEC+在谈判破裂边缘徘徊影响，近期快速下行。但全球疫情最悲观预期已过，低油价并不符合产油国利益，OPEC+在权衡利弊之后重回谈判桌可能性较高，我们预计原油价格将触底反弹，通胀预期将有所缓和回升。金价在中长期上行趋势确定的同时，将随着原油价格的触底反弹、通胀预期回升而上涨。
- **风险因素：**OPEC+谈判彻底破裂，原油价格大幅下跌；新冠疫情蔓延速度远超预期，“熔断”等“黑天鹅”事件频发，通货膨胀率持续性大幅下降

## 目录

以通货膨胀率为媒介，金价与油价正相关性明显 .....	1
复盘 08 年及 14 年两次危机，通胀率跌幅缓和，金价率先回升 .....	3
次贷危机下，通胀缓和，金价率先反弹 .....	3
2014-2016 年原油暴跌，基本面修复后，金价率先回升 .....	5
在低利率定调的大环境下，通货膨胀率将决定金价“高度” .....	7
市场恐慌情绪加重，流动性风险致金价高位回落 .....	7
金价仍受实际利率影响 .....	8
名义利率托底，通货膨胀率决定金价“高度” .....	10
原油可作为判断通胀率的重要指标 .....	12

## 表目录

表 1: 各国央行降息一览表 .....	9
----------------------	---

## 图目录

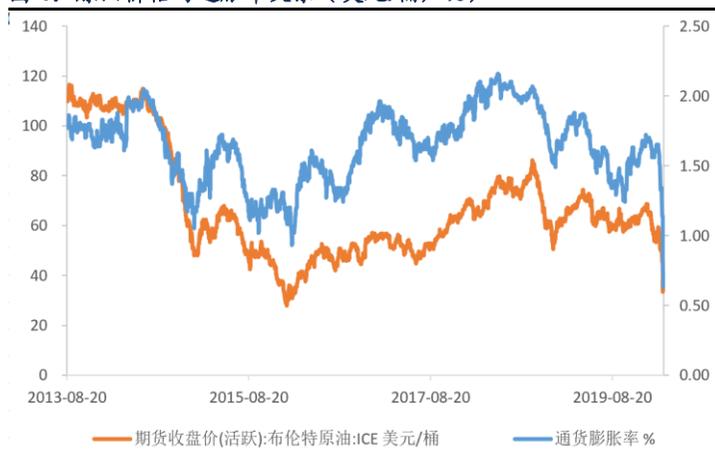
图 1: 原油价格与通胀率关系 (美元/桶, %) .....	1
图 2: COMEX 金价与通胀率关系 (美元/盎司, %) .....	1
图 3: 2000-2020 年, 黄金价格与原油价格走势分析 (美元/盎司, 美元/桶) .....	2
图 4: 金融危机期间金价与油价的走势关系 (美元/盎司, 美元/桶) .....	3
图 5: 金融危机期间金价与利率的走势关系 (美元/盎司, %) .....	4
图 6: 基本面恶化导致原油危机 (百万桶/天) .....	5
图 7: 原油价格与其他指标相关性 (美元/桶, %) .....	6
图 8: 新冠疫情爆发以来, 金价与 VIX 变动关系 (美元/盎司) .....	7
图 9: 全球新增确诊人数走势 (除中国) (人) .....	8
图 10: 金价与 S&P500 走势 (美元/盎司) .....	8
图 11: 名义利率与实际利率相关性 (%) .....	9
图 12: 美联储降息概率图 (%) .....	9
图 13: 黄金价格与各项指标关系 (美元/盎司, %) .....	11
图 14: 名义利率与通胀率关系对比 (%) .....	11
图 15: 通货膨胀率与美债五年期利率关系图 (%) .....	12
图 16: 原油价格与通货膨胀率相关走势 (美元/桶, %) .....	13
图 17: 部分原油生产国采油现金成本 (美元/桶) .....	14

## 以通货膨胀率为媒介，金价与油价正相关性明显

作为国际重要的大宗商品，黄金与原油价格存在着较为显著的正向关系，即原油涨黄金涨，原油价格下跌，黄金价格随之下降。细剖来看，作为“工业血液”的原油，运用在工业社会的生产及消费的方方面面，原油价格的上升带动工业社会生产制造成本的上升，进而提高产品出厂价格，并通过一系列价格传导机制，提升最终消费品的价格，进而提高通货膨胀率。简言之，由于原油应用领域广泛，且主要运用于工业生产等关乎国际经济发展的重要领域，其价格的涨跌对商品的价格影响较为明显，原油价格上涨，商品价格随之上升，通货膨胀率同向增长。

黄金自古以来就被当成是对冲通胀的最佳工具，因此通胀水平和金价走势正相关性明显。原油价格上涨，通货膨胀率随之提高，黄金作为通胀之下的保值品，叠加通胀加剧经济波动的大环境下，避险功能将会凸显，价格相应上涨。因此，我们可以说，以通货膨胀率为媒介，原油价格与黄金价格两者存在着正向关系。从中长期来看，原油价格与黄金价格走势基本趋同，短期波动幅度会有大小的分别。

图 1: 原油价格与通胀率关系 (美元/桶, %)



资料来源: IFind, 信达证券研发中心

图 2: COMEX 金价与通胀率关系 (美元/盎司, %)

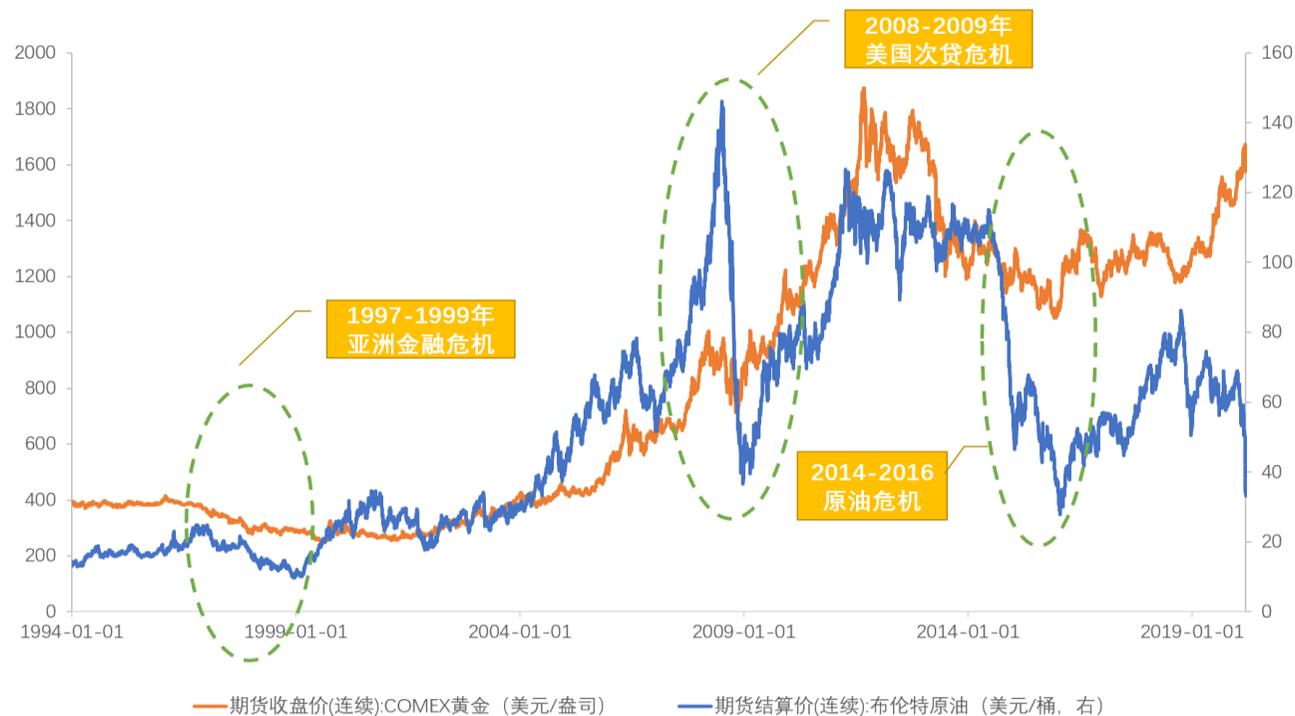


资料来源: IFind, 信达证券研发中心

从图形趋势上来看，黄金价格与原油价格分别在 1997 年-1999 年亚洲金融危机、2008 年-2009 年美国次贷危机以及 2014 年-2016 年原油危机与原油价格有着较为明显的同向变动关系，其中美国次贷危机和原油危机中金价随着原油价格波动较为明显。以 08 年次贷危机为例，原油价格由 140 美元/桶下滑至 35.93 美元/桶，下降幅度 74.3%，金价随之由 998 美元/盎司高点下降至 719 美元/盎司低位，下降幅度 28.6%。

从量化角度来看，原油价格与黄金价格之间相关性仅次于金价与美国债五年期收益率，相关系数为 72.5，两者具有较强的正向关系：黄金与原油价格存在着较为显著的正向关系，即原油涨黄金涨，原油价格下跌，黄金价格随之下落。

**图 3: 2000-2020 年，黄金价格与原油价格走势分析（美元/盎司，美元/桶）**



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

综合来看，以通货膨胀率为媒介，黄金价格与原油价格有着较为显著的正向关系，原油价格通过影响商品物价水平，进而影响通货膨胀率，通过影响通货膨胀率的涨跌，黄金价格随着原油价格的涨跌而有所增减。

## 复盘 08 年及 14 年两次危机，通胀率跌幅缓和，金价率先回升

### 次贷危机下，通胀缓和，金价率先反弹

2008 年美国次贷危机引发全球性金融危机，随着恐慌情绪持续性攀升（波动率指数（VIX）金融危机期间上涨幅度约为 312%），全球原油价格呈“陡坡”式下滑，由 2008 年 7 月 140 美元/桶下滑至 35.93 美元/桶，下降幅度 74.3%，黄金价格初期，受避险情绪推动，避险属性凸显，价格初期小幅上升；但后期随着原油价格的不断下跌，通货膨胀率急速下降，黄金价格“止升回落”，由 08 年 3 月 998 美元/盎司高点降至 08 年 11 月 713 美元/盎司，下降幅度 28.6%。

图 4：金融危机期间金价与油价的走势关系（美元/盎司，美元/桶）



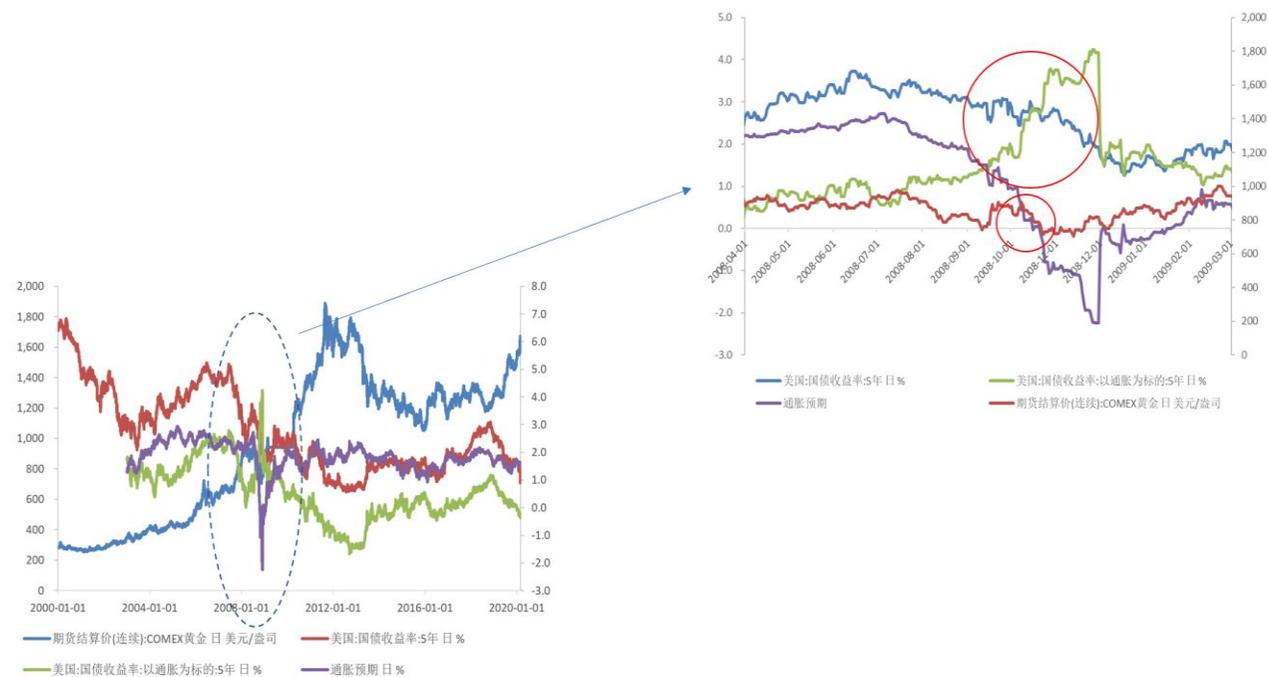
资料来源：Wind，信达证券研发中心

虽然在金融危机期间，美联储持续降息，但经济增长预计较弱，失业率高企、市场需求较差致使油价继续下行，美国国债收

益率下降速度难以企及“断崖式”下跌的通货膨胀率，致使美债实际收益率与名义收益率出现大幅背离，黄金价格由转涨为跌，跌幅高达 28.6%。

后期，随着美联储继续降息并实施量化宽松，OPEC 三次减产保价，油价波动情况有所缓和，通货膨胀率温和回升，黄金价格率先反弹；原油受全球需求疲软及美元指数走高的影响，反弹时间和速度滞后黄金，两者出现短暂价格背离的情况。

**图 5: 金融危机期间金价与利率的走势关系 (美元/盎司, %)**



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 2014-2016 年原油暴跌，基本面修复后，金价率先回升

受美国页岩油产量持续性上涨（2015 年增至 5977.63 千桶/天高位），以及 OPEC 拒绝减产试图靠增产挤出美国页岩油份额（OPEC 2014 年原油产量同比上升 27.9%，2015 年原油产量同比上升 13%），叠加美伊军事冲突、全球原油需求增速放缓，原油基本面持续恶化，商品属性增强，原油价格由 2014 年 7 月 103 美元/盎司高点降至 2016 年 2 月 31.34 美元/盎司，下降幅度 69.6%。

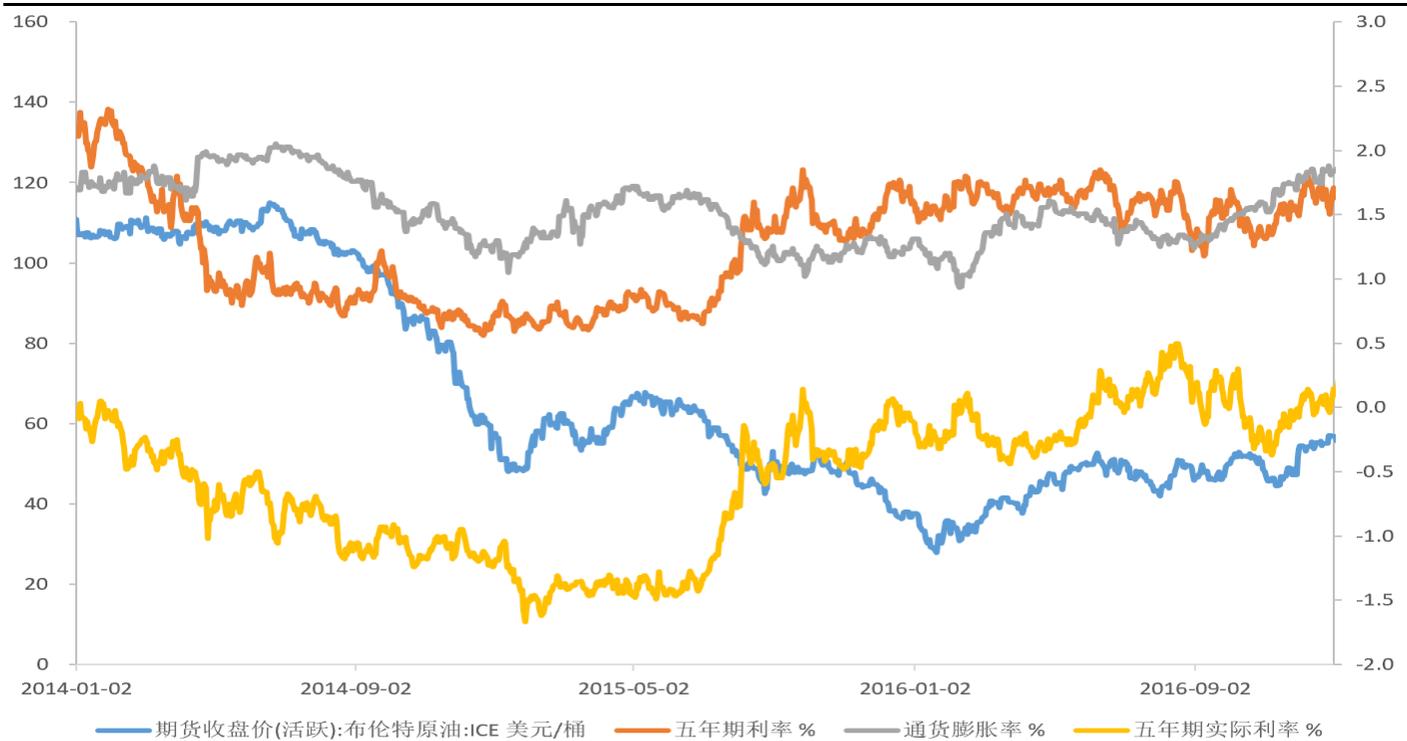
由于此次原油大幅下降，主因原油基本面恶化，商品属性凸显，并非金融市场蔓延的不安情绪导致（原油危机期间，vix 最指数最高值为 36.2，远低于 08 年金融危机的 80），因此金价初期并未随着原油价格一起大幅滑落，后期受原油价格下降拖累通货膨胀率，金价开始震荡下行至 1050.8 美元/盎司，跌幅为 21.6%。

后期随着 OPEC 与俄罗斯等产油国组成减产联盟，自 2017 年开始减产 180 万桶/日，原油基本面有所修复，通货膨胀率温和回升，金价率先反弹。

图 6: 基本面恶化导致原油危机（百万桶/天）



资料来源: IFind, 信达证券研发中心

**图7：原油价格与其他指标相关性（美元/桶，%）**


资料来源: IFind, 信达证券研发中心

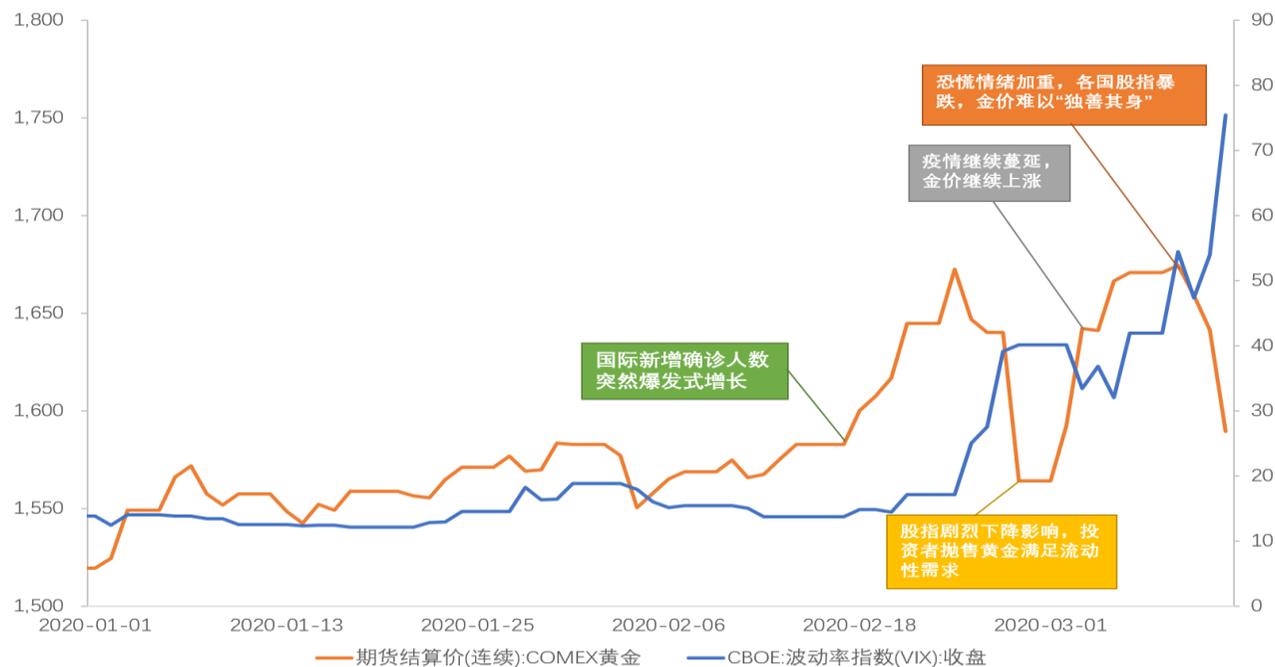
综合两次原油及黄金价格大幅波动情况，不难看出，在每次经济危机来临之初，适度的避险情绪助推金价上涨，但恐慌情绪将会先反应在原油价格之上；后期随着原油价格不断下跌，价格传导机制使得通胀预期下行，实际利率上升，金价随之下降，并在通胀率有所下降速度有所缓和之后率先回升。

## 在低利率定调的大环境下，通货膨胀率将决定金价“高度”

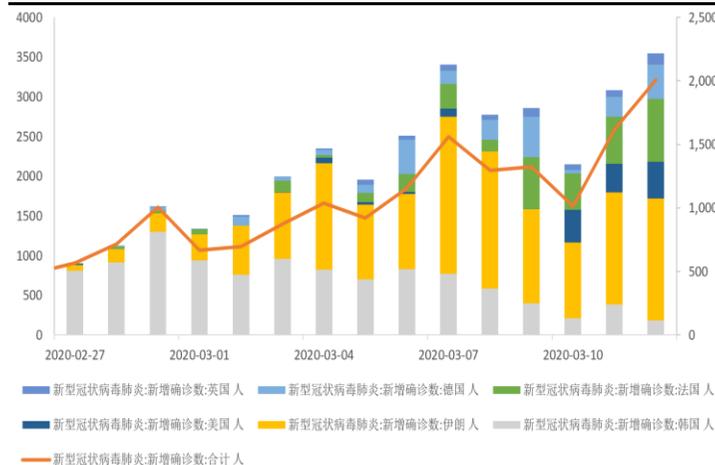
### 市场恐慌情绪加重，流动性风险致金价高位回落

作为重要的保值金融产品，在突发事件频发，或者全球经济活动出现明显动荡的情况下，黄金的避险功能尤为凸显。受新型冠状病毒疫情(以下简称“新冠疫情”)不断扩散(vix 指数由 13.68 上升至 75.47, 涨幅高达 451.7%), 金价自 2 月 17 日 1582.7 美元/盎司一路上涨至 1672.9 美元/盎司高点, 上涨幅度 6%; 后续由于疫情不断加剧, 欧洲各国及美国等主要经济体确诊人数不断攀升, 经济衰退预期不断加重, 恐慌情绪弥漫, 多国股指出现跳水甚至“熔断”, 流动性风险致金价也难“独善其身”, 从高点回落至 1575 美元/盎司。

图 8: 新冠疫情爆发以来, 金价与 VIX 变动关系 (美元/盎司)



资料来源: IFind, 信达证券研发中心

**图 9: 全球新增确诊人数走势 (除中国) (人)**


资料来源: IFind, 信达证券研发中心

**图 10: 金价与 S&P500 走势 (美元/盎司)**


资料来源: Yahoo Finance, 信达证券研发中心

## 金价仍受实际利率影响

自 3 月 9 日美股标普 500 指数触发第一次熔断以来, 金价随着美股下跌有所回落, 黄金价格近期的表现让投资者不禁怀疑黄金“乱世买黄金”的避险功能, 但是我们将影响金价核心因素逐一分析来看, 黄金价格的波动仍符合我们在《疫情扰动加剧, 利率趋势性下降, 看好黄金中长期表现》报告中对于金价的判断: 黄金价格主要受美债实际收益率影响 (以 5 年期美债收益率为研究对象), 二者呈负相关, 其中实际收益率是名义利率及通货膨胀率博弈的结果 (实际利率=名义利率-通胀预期)。

## 名义利率短期难以回升, 金价中长期上涨趋势确定

名义利率方面, 新冠疫情的蔓延态势不断加剧, 致使全球恐慌情绪持续性蔓延, VIX 指数飙升 451.7%至 75.47, 各国股指相继跳水甚至熔断, 市场悲观情绪不断弥漫, 整个资本市场笼罩在一片愁云惨淡之中。为提振市场情绪, 进一步刺激经济, 各国纷纷采取积极的货币政策及财政政策。在评估新冠肺炎疫情对英国经济的影响程度之后, 英国央行 3 月 11 日决定提前降息 50bp 至 0.25% 的利率水平, 此前还有美国, 澳大利亚以及马来西亚等央行宣布降息以释放流动性。换言之, 新冠疫情加速了全球 2018 年底开启的宽松预期, 在 2019 年底前全球的宽松节奏受制于政策空间日益狭窄仍有所节制, 新冠疫情致使全球增长预期大幅下滑, 为兜底股市和刺激经济, 各国宽松节奏大幅加快, 降息节奏和幅度超过 2018-2019 年。

**表 1: 各国央行降息一览表**

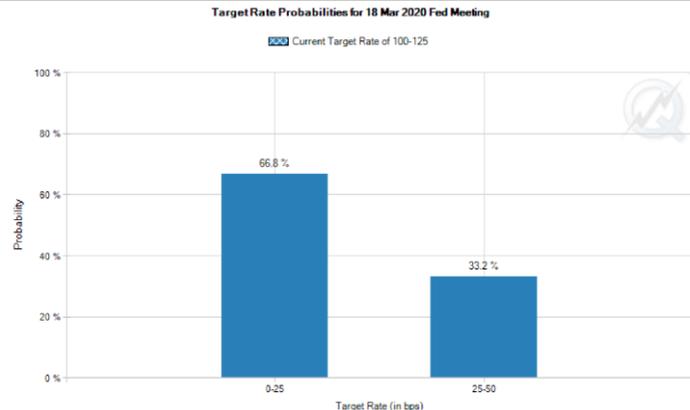
时间	国家	政策
3月3日	澳洲联储	降息 25bp
3月3日	马来西亚	将隔夜政策利率从 2.75% 下调至 2.50%
3月3日	美联储	紧急降息 50bp
3月3日	沙特央行	降息 50bp
3月3日	阿联酋央行	降息 50bp
3月4日	中国香港金管局	降息 50bp
3月4日	中国澳门金管局	降息 50bp
3月4日	加拿大央行	主要贷款利率下调 50bp 至 1.25%
3月4日	约旦央行	降息 50bp
3月6日	阿根廷央行	基准利率从 40% 下调至 38%
3月11日	英国央行	紧急降息 50bp
3月11日	冰岛央行	将七天期存款利率降至 2.25%
<b>3月13日</b>	<b>中国央行</b>	<b>对达到考核标准的银行定向降准 0.5-1%。除此之外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准 1%</b>

资料来源: 信达证券研发中心整理

其中, 最为人关注的, 当属美联储提前降息, 将基准利率下调 50bp, 将超额准备金率 (IOER) 下调 50bp 至 1.1%, 流动性进一步释放, 美债十年其收益率也自 3 月 3 日降至 0.46% 历史低位。同时, 据美联储观察工具 (Fed Watch Tool) 测算, 在当前经济环境下, 3 月 18 日美联储再降 0-25bp 的概率达 66.8%。

**图 11: 名义利率与实际利率相关性 (%)**


资料来源: IFind, 信达证券研发中心

**图 12: 美联储降息概率图 (%)**


资料来源: CME, 信达证券研发中心

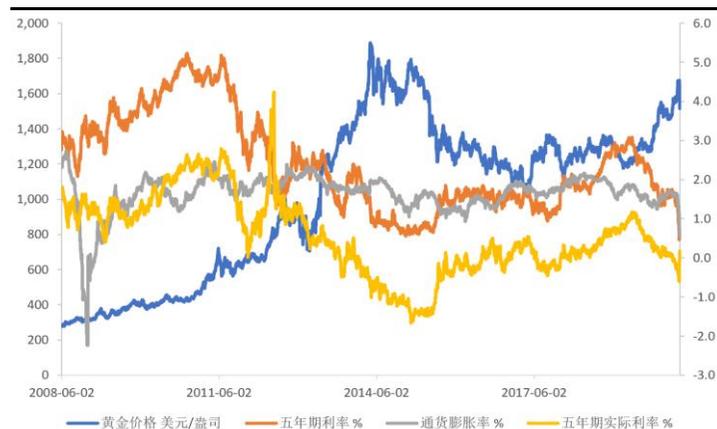
除了进一步降息，各国政府正为刺激经济寻找更多政策工具，目前各国都在加大财政宽松以应对疫情对经济的冲击。日本 3 月 10 日宣布拨款 150 亿美元用来为受疫情影响的公司提供融资，并另外支出 40 亿美元提振经济。美国政府特朗普提出，希望将工资税降至 0% 直到选举结束，以削减美国面临的经济风险。

综合来看，全球降息潮开始升温，各国为进一步释放流动性，可能会采取更加激进的态度来稳定经济，且新冠疫情持续性蔓延，叠加 OPEC+ 减产协议徘徊于破裂边缘，全球经济短期内难以出现触发各国央行加息可能；长期来看，考虑新型冠状病毒的特殊性，以及其对全球经济的打击程度，我们预计当且宽松政策将继续维持，以致消弭新冠疫情对全球经济所带来的创伤。综合来看，名义利率低位徘徊基本定调。我们在《疫情扰动加剧，利率趋势性下降，看好黄金中长期表现》中也提到，名义利率决定实际利率的趋势，我们预计，随着货币宽松政策进一步落地，实际利率将随着名义利率继续下行，金价上行趋势基本确定。

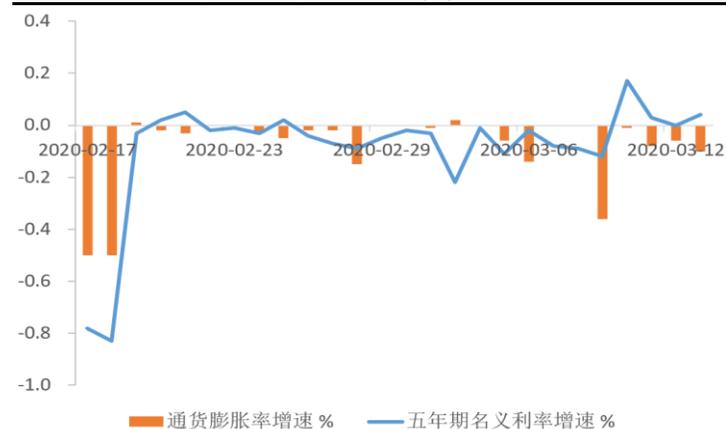
## 名义利率托底，通货膨胀率决定金价“高度”

通货膨胀方面，美债实际利率其实是受名义利率和通货膨胀率两个因素影响的。一方面，名义利率影响实际利率趋势，另一方面，通货膨胀率的波动，影响实际利率的斜率。据 IFind 数据，自 2 月 18 日疫情蔓延进程加快以来，至 3 月 9 日，纳指“熔断”“黑天鹅”事件出现之前，美债名义利率持续性下降，通膨预期下降速度远低于名义利率下降速度（名义利率下降 83 个百分点，通货膨胀率下降 50 个百分点），支撑实际利率下行，金价上升至高位。3 日，美联储降息信息公开，美债五年期名义收益率大幅下降，资本市场流动性继续释放，通货膨胀率反弹至 1.34，增长率由负转正，恢复疫情前水平。同时，实际利率受名义利率影响，继续保持下行态势，金价一路冲高至 1972.9 美元/盎司高位。

3 月 9 日至今，随着纳指、道指相继触发“熔断机制”，巴西、韩国以及菲律宾等六国相继“熔断”，全球股市同天迎来“熔断潮”，“黑天鹅”事件频发，市场悲观预期不断加重；叠加新冠疫情恐慌情绪继续攀升，OPEC+ 会议在破裂边缘徘徊，消费低迷，市场预期难以提振，通货膨胀率于 3 月 10 日开始下降幅度首次超过名义利率的下降幅度。

**图 13: 黄金价格与各项指标关系 (美元/盎司, %)**


资料来源: IFind, 信达证券研发中心

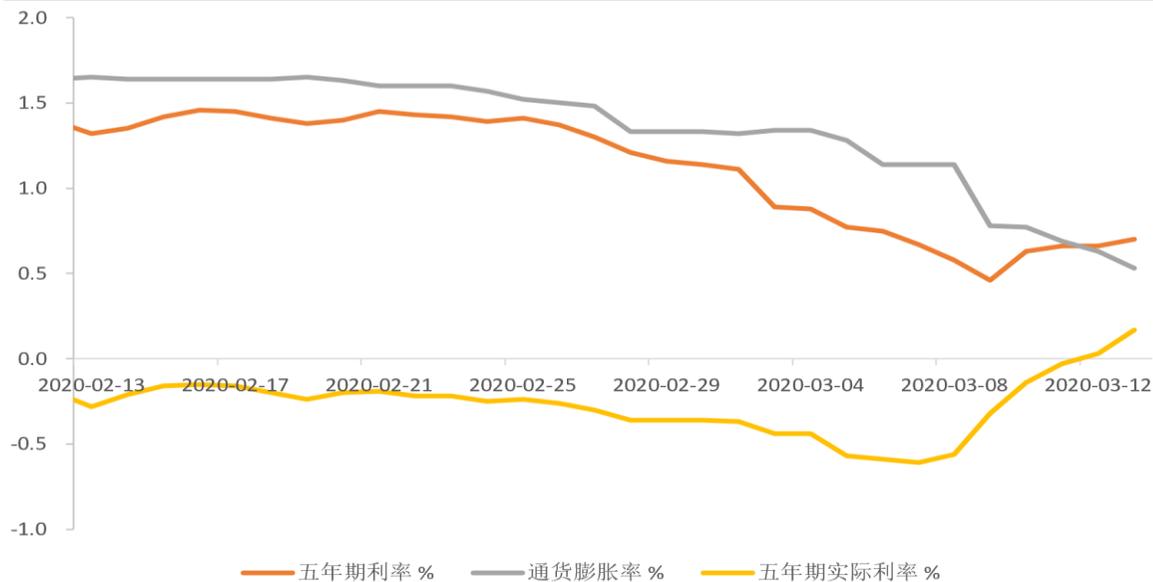
**图 14: 名义利率与通胀率关系对比 (%)**


资料来源: IFind, 信达证券研发中心

通货膨胀率的不断下跌，使得美债实际收益率止降回升，据 IFind 数据，美债五年期国债实际收益率自 3 月 9 日“熔断”“黑天鹅”时间触发后，自 -0.32% 上升至 0.17%，期间通货膨胀率平均下降速度 0.12%，名义利率平均上升速度 0.02%（名义利率此次上升与美元指数上升有关，并非美联储加息所致），通货膨胀率大幅下降，美债实际收益率止降反升，通货紧缩预期将进一步升温。

通货紧缩预期增加加剧了美债实际收益率的上升。这也解释了为什么在市场如此慌乱的情况下，黄金仿佛没有发挥其“避险”作用，随着“乱世”一起消沉。与美债实际收益率高度负相关的黄金价格，随着实际收益率的上升而有所滑落。据 IFind 数据，自 3 月 9 日，黄金价格自 1,674.5 美元/盎司高点回落至 1,515.7 美元/盎司，下降幅度 9.5%。

因此，金价此次下跌，并非其“避险”功能消失，资本市场大量抛售黄金是名义利率与通货膨胀率博弈的结果，短期经济增长预期大幅回落，市场需求低迷，致使通胀预期快速下落，超过名义利率下降速度，实际利率上升，金价应“利”而落。

**图 15: 通货膨胀率与美债五年期利率关系图 (%)**


资料来源: IFind, 信达证券研发中心

### 原油可作为判断通胀率的重要指标

作为“工业血液”的原油，运用在工业生产及消费的方方面面，原油价格的上升带动工业社会生产制造成本的上升，进而提高产品出厂价格，抬升最终消费品的价格，进而提高通货膨胀率。简言之，由于原油应用领域广泛，且主要运用于工业生产等关乎国际经济发展的重要领域，其价格的涨跌对商品的价格影响较为明显，原油价格上涨，商品价格随之上升，通货膨胀率同向增长。简言之，我们可以通过观测原油价格的变动，进而观测通货膨胀率的变动情况。

以 2008 年美国次贷危机为例，期间原油价格由 2008 年 7 月 140 美元/桶下滑至 35.93 美元/桶，下降幅度 74.3%，通货膨胀率由 2.6% 下降至 -2.23%，下降幅度 4.83%；而在 2014-2016 年原油危机期间，通货膨胀率虽受美元经济支撑并未大幅下滑，但仍随原油价格而波动。

**图 16: 原油价格与通货膨胀率相关走势 (美元/桶, %)**


资料来源: IFind, 信达证券研发中心

### 若 OPEC+ 僵持关系缓和, 原油价格上涨带动金价回升

近期, 除了“黑天鹅”事件频发, 导致市场悲观预期升温, 致使通货膨胀率下滑以外; OPEC+ 在谈判破裂边缘徘徊, 造成油价大幅波动 (自 3 月 6 日 OPEC+ 未就减产协议达成一致以来, 布伦特原油价格由 45.5 美元/桶下降至 34.66 美元/桶, 下降幅度 23.8%。通货膨胀率受油价影响, 自 3 月 6 日 1.14% 下降至 0.53%, 下降幅度 0.61 PCT, 下降幅度远超美债五年期名义收益率 (0.05%)。

自 3 月 6 日以来, 随着 OPEC+ 谈判首次出现分歧以来, 沙特及俄罗斯目前仍维持较为强硬的谈判态度, 谈判在破裂边缘徘徊。但是我们预计, 由于现在原油价格已经跌破部分产油国原油开采的现金成本 (截至 3 月 14 日, 布伦特原油收报 34.66 美元, 低于英国, 巴西等原油生产国采油现金成本), 若俄罗斯及沙特双方继续僵持, 甚至如其所述, 停止减产甚至提高原油供应量的话 (俄罗斯临时拒绝停产, 沙特表示未来将增产至不低于 1000 万桶/天, 甚至有望将日产量增至 1200 万桶/天), 则 OPEC+

任何一方都将不会获利，协议方最终将重新回到谈判桌上。

因此，我们预计若 OPEC+重新回到谈判桌上，原油价格可能会回升至破裂前水平，并随着疫情逐步得到控制，消费缓和，将对油价有一个明显的拉升。若原油价格回升，通胀预期缓和回升。

图 17：部分原油生产国采油现金成本（美元/桶）



资料来源：信达证券研发中心整理

综合来看，在货币宽松预期的大背景下，美债名义利率将在低位徘徊，甚至负利率，支撑美债实际利率下行趋势，黄金上行趋势基本定调。通货膨胀率受新冠疫情蔓延，以及 OPEC+在谈判破裂边缘徘徊，市场悲观情绪影响，近期震荡下行。但新冠疫情得到各国重视防控升级，以及 OPEC+在权衡利弊之后，仍有重回谈判桌的可能，我们预计随着原油价格的反弹，通货膨胀率下降速度将有所缓和。金价在确定趋势上行的同时，将随着原油价格的反弹带动通货膨胀率的缓和，价格有所回升。

## 研究团队简介

**姜永刚**，金属和新材料行业首席分析师。中南大学冶金工程硕士，曾任中国有色金属工业协会副处长，2016年任广发证券有色行业研究员，开始从事证券行业研究工作，2020年1月加入信达证券研究开发中心，担任金属和新材料行业首席分析师。

**冯孟乾**，金属和新材料行业研究助理。中国矿业大学（北京）采矿工程硕士，2018年7月加入信达证券研究开发中心，从事建材行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。