

美国会再迎来“沃尔克时刻”么？—美联储本轮加息路径及影响推演

报告日期: 2022-04-12

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观专题_转型、回归与再平衡——2022年宏观经济展望》2021-11-01
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_“鹰”声嘹亮—美联储1月议息会议点评》2022-01-27
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_美联储会加快行动么？—美国1月CPI数据点评》2022-02-11
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_俄乌冲突:全球通胀“黑天鹅”?》2022-02-24
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_欧美制裁对俄欧经济和产业链的几点影响》2022-02-28
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_加息的必要条件已经达成—美国2月非农数据点评》2022-03-05
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_荆棘丛生的加息之路—美国3月FOMC会议点评》2022-03-17
- 8.《华安证券_宏观研究_宏观点评_持续改善的就业,更快加息的联储—美国3月非农数据点评》2022-04-02

主要观点:

2022年3月FOMC会议上,美联储正式宣布加息,其后续加息路径影响引发极大关注。本文对美联储过去40年加息周期进行研究,以史为鉴,从美联储货币政策演变、加息周期共同特点、加息周期面临的宏观环境三方面出发,结合美联储最新货币政策框架、当前美国经济基本面,推演美联储可能的加息路径及对美国经济、资本市场的影响。

● 以史为鉴,美联储过去6轮加息周期回顾

1) 货币政策方面,美联储过去40年的货币政策框架一直在更新演变,其中既有沿用亦有改变。沃尔克时期货币政策重心放在了控制通胀上,政策目标主要是控制货币供应量。格林斯潘时期,美联储开始逐渐放弃货币数量目标,转向以利率作为货币政策的主要操作目标,“泰勒规则”成为美联储货币政策的重要理论依据。伯南克时期主张维持通胀水平一定的基础上,积极灵活地应对美国经济政策的变化,并开始实施QE。耶伦时期关注点主要放在劳动力市场上,更加关注就业问题,并首次进行了缩表。

2) 加息周期特征方面,主要有以下共同点:一是总体加息节奏较为平稳,加息节奏大多前快后慢。在加息周期的首年,美联储加息次数均超过3次,节奏与力度都比较强,后期则缓慢减弱,整体节奏相对平稳,以平滑对经济的影响;二是加息过程中美国通胀基本保持上行态势,在通胀数据出现转折后,美联储的紧缩周期随之结束;三是加息过程中失业率保持下降趋势,当失业率下降幅度缩窄或上升时,其加息过程也随之结束;四是在加息过程中美国经济产出缺口大多呈现回升走势,且多数情况下都大于0;五是在加息过程结束后1-2年,美国经济大概率出现衰退情形。

3) 加息的宏观背景方面,过去六轮加息宏观背景各有异同。1982年加息时,美国面临的是高通胀阴影威胁下的经济复苏,防止通胀是此时的主要关切;1988年加息时,美国正在从1987年的股灾影响中恢复,为挽救金融市场而投放的流动性,带来了通胀上升的压力;1994年加息时,冷战结束,美国迎来了较为缓和的经济发展环境,同时军事方面的财政负担也逐步减轻,美国经济逐步复苏;1999年加息时,美国正处于信息技术产业高速发展时期,经济出现过热情形,股市亦累积了巨大的泡沫;2004年加息时,在小布什旨在帮助贫困家庭购房的“美国梦的蓝图”的计划刺激下,叠加当时低到谷底的利率水平,美国房地产市场开始快速发展,从而带动经济快速繁荣;2015年加息时,美国经济基本面相对较弱,但就业市场已经接近充分就业状态,薪资也出现了一定的上涨压力,房地产市场也在稳步恢复,通胀虽然较弱,不过也出现一定的上涨迹象。

● 美联储本轮加息背景与路径推演

1) 美联储货币政策框架方面,将沿用多年的货币政策最终目标由物价、产出同等重要的“双目标制”,转向就业优先的灵活“平均通胀目标制”。就业方面,在政策目标中将就业放在通胀之前,不仅关注总量指标,更关注就业的结构性问题;通胀方面,寻求在一段时间内实现平均2%的通胀率(PCE)。

2) 美国经济基本面方面,当前美国经济在需求的拉动下,复苏势头良好,制造业、零售销售、房地产等都有较程度的恢复,疫情得到控制后,服务消费方面也在缓慢恢复。2021年GDP同比增长5.7%,整体增长处于较好水平同时产出缺口持续回升,到2021年底已经接近弥合。通

胀方面，2月份CPI同比上升7.9%，创40年以来新高。由于俄乌冲突的影响，美国对俄制裁产生的能源与食品价格上涨效应还未完全体现，美国通胀最高点可能还未到来。核心服务通胀的高企可能导致美国通胀水平较为坚挺，难以快速回落。就业方面，当前美国就业市场非常强劲，2022年3月美国新增非农就业人口43.1万，且各种族、民族和人口群体就业均有增长，“工资—通胀螺旋”持续演绎。**3) 美联储本轮加息幅度上**，当前美国面临的宏观经济背景，与过去六轮加息周期时相比，共同点较少。但若参考过去，目前加息面临的宏观环境兼具1983年与2015年两轮紧缩相关特征，预计此轮加息幅度或稍弱于1983年，但强于2015年加息周期，我们预计整轮加息幅度介于250bp与300bp之间；加息节奏上，预计前快后慢，2022年的加息次数与幅度将会较为激进，预计在4-5次之间，其中5-6月份会连续加息，5月份可能为50bp的加息幅度，并加快缩表进度。

● 美国会再迎来“沃尔克时刻”吗？

1) 当前美国经济基本面强劲，加息不会引发美国经济短期衰退。一是从历史上最近六轮加息的情况来看，衰退大多发生在加息结束后的1-2年之间，平均在加息结束后14个月发生；二是当前美国经济表现强劲，产出缺口已经接近弥合，并有继续上升趋势。虽然美国相关刺激政策已经逐步退出，加息已经开始，但短期加息幅度有限，美国居民的需求仍将保持一定韧性。中长期来看，伴随着美联储2022年的持续较快加息，以及通胀较缓回落，美国居民需求以及实际消费能力会逐步受到影响，在基数效应的影响下，美国经济可能在2023年中迎来一定程度的回落。

2) 10年期与2年期美债利率曲线倒挂并不一定指向经济衰退，应同时考虑10年期国债与3个月国债利差，过去两项指标同时出现倒挂时，美国经济平均在倒挂后14.25个月发生衰退。当前倒挂我们认为一是因为当前美国短期通胀高企，2年期国债收益率会含有较多的通胀因素，更能反映流动性与货币政策变化的10年期国债与3个月国债利差却仍然有200bp，两者出现较大背离；二是对经济的衰退判断应更加关注美国经济基本面，当前美国经济基本面仍然较强，短期韧性较足。债券利差计入了较多的债券投资者对于未来经济政策与形势的判断，其因果关系值得商榷。**3) 美联储加息期间各类资产表现：**对海外资产而言，美国加息期间各类资产表现较为分化。美股有一定的调整压力、美债表现不一、原油价格一般会在美联储首次加息后，继续上行一段时间、黄金价格仍较为坚挺、美元指数则在首次加息后出现了短期回落趋势。**展望后续**，我们认为：

美股：5-6月美联储将会较为激进地加息，美股调整压力还未结束，待美国通胀见顶，美联储加息幅度放缓后，美股走势将会保持平稳；

美债：美债方面，伴随着美联储偏快加息带动实际利率上行，考虑俄乌冲突带来的通胀压力，短期内10年期美债仍有上行压力，或将保持高位，待通胀见顶，美债下行空间将会打开；

原油：原油方面，由于受到地缘政治因素与供需影响，短期价格仍将保持高位震荡，后续供给逐步增加，以及全球需求在紧缩周期下逐步放缓，原油价格会出现回落；

黄金：黄金方面，短期内由于地缘政治因素以及全球通胀高企，黄金价格有望保持高位，但后续伴随着通胀回落以及避险需求的下降，黄金价格会有一定回落；

美元：美元方面，短期美元有一定的上行压力，因俄乌冲突原因，欧洲经济复苏进程预计受到较大影响，其经济增长相对美国较弱，从而推动美元指数上行。

对 A 股而言，美联储加息期间，A 股表现不一，加息开始前有一定的调整压力，但具体表现仍取决于国内情况。当前来看，美联储持续加息对 A 股有一定的压力，但我们认为在前期的持续调整下，美联储紧缩带来的风险因素已经在逐步消化。中长期来看，随着我国稳增长相关政策逐步落地起效，我国经济将持续稳中向好，美联储紧缩带来的压力将会逐渐消失，A 股表现也将取决于我国经济基本面。

● 风险提示

- 1、国际局势紧张引发通胀超预期：俄乌冲突持续导致国际大宗商品价格持续上涨，推动全球物价上涨。
- 2、新冠疫情形势大幅恶化：病毒新变种出现导致全球经济体出现新一轮封锁，造成经济活动大幅放缓。

正文目录

1 美联储历次加息周期复盘	6
1.1 美联储货币政策演变	6
1.2 美联储加息周期中的共同特点	6
1.3 美联储历次加息周期的宏观背景	10
2 美联储本轮加息背景与路径推演	14
2.1 美联储更新货币政策框架	14
2.2 美国当前经济复苏势头良好	14
2.3 美联储本轮加息路径推演	17
3 美国会再迎来“沃尔克时刻”吗?	18
3.1 美联储此轮加息不会导致美国经济短期衰退	18
3.2 美联储加息期间各类资产表现如何	20
风险提示:	22

图表目录

图表 1 1980 年以来美国共经历 6 轮加息周期	7
图表 2 美联储历次加息幅度并不相同	7
图表 3 美联储首年加息次数较多	8
图表 4 美国通胀在加息周期中大多保持上升态势	8
图表 5 美国失业率在加息周期中大多保持下降态势	9
图表 6 美国加息过程中产出缺口大多回升	9
图表 7 美国经济在加息周期结束后大多经历较严重下降	10
图表 8 高通胀逐步平息下的加息周期	11
图表 9 加息期间美国经济不断恢复	11
图表 10 1987 年美国股市“黑色星期一”	11
图表 11 紧急降息后美国通胀抬升	11
图表 12 加息周期中美国经济增长迅猛	12
图表 13 加息前 CPI 上行幅度较小	12
图表 14 互联网泡沫期间美股大幅上涨	13
图表 15 美国通胀超预期上涨	13
图表 16 美国房地产市场快速发展	13
图表 17 房地产繁荣带动通胀上行，失业率下行	13
图表 18 加息前经济恢复较弱	14
图表 19 加息前美国通胀较弱	14
图表 20 疫情发生后美联储资产负债表翻倍	15
图表 21 美国经济迅速复苏	15
图表 22 耐用品与零售销售较疫情前增长较快	16
图表 23 疫情后美国房地产较为繁荣	16
图表 24 美国制造业与服务业 PMI 较为景气	16
图表 25 美国消费支出逐步回升	16
图表 26 美国通胀快速上行	16
图表 27 美国劳动力市场强劲	16
图表 28 美联储 3 月预测 2022 年联邦基金利率达到 1.9%	18
图表 29 美国经济衰退大多发生在加息结束 1 年后	19
图表 30 美国私人储蓄仍超疫情前	19
图表 31 美国职位短缺现象较为严重	19
图表 32 美国工资上涨幅度较大	19
图表 33 10Y-2Y 与 10Y-3M 同时倒挂对经济衰退预测更准确	20
图表 34 2004 年美联储加息之前 A 股主要指数下降较多	21
图表 35 2004 年美联储加息周期期间 A 股先降后升	21
图表 36 2015 年美联储加息周期 A 股普跌	21
图表 37 2015 年美联储加息周期 A 股先升后降	21

1 美联储历次加息周期复盘

1.1 美联储货币政策演变

自 1978 年，美国国会授权美联储实现稳定的物价、高就业率和温和的长期利率的核心目标以来，美联储重点关注的是价格稳定和高就业，当前将物价稳定解释为 2% 左右的通货膨胀，把高就业率解释为接近自然失业率的失业率，大约为 4%。围绕着这些核心目标，美联储根据面临的经济环境，对货币政策操作思路进行不断调整，呈现出一定的“相机抉择”的特征。

1979 年，沃尔克成为美联储主席以后，由于滞胀严重，美联储的政策主张转向货币主义学派，放弃了原先的联邦基金利率稳定的政策目标，宣布将货币供应量（M1）作为货币政策的重要目标。但是由于金融活动的复杂化，以及经济全球化带来的资本流动，该项指标越来越难以达成。在 1987 年后，又改由 M2 来作为主要的货币政策指标。同时，由于通胀问题越发严重，美联储的货币政策重心放在了控制通胀上，并开始快速上调联邦基金目标利率。此时的货币政策目标主要是控制货币供应量，并直至沃尔克卸任。

1980 年代中期，金融脱媒现象加剧，货币供应量与经济增长之间的关系越来越小，美联储开始逐渐放弃货币数量目标。格林斯潘就任后，更是坚定地转向以利率作为货币政策的主要操作目标，放弃了以任何货币总量作为货币政策实施的目标。其核心的政策工具是联邦基金利率（Federal Funds Rate），即美国同业拆借市场的利率（主要是隔夜拆借利率），该利率的变动能够敏感地反映银行之间资金的变动情况，联邦公开市场委员会（FOMC）通过改变该项利率，在预期理论和流动性偏好理论的假设下，引导中长期利率的走势，从而影响经济走势。后续，格林斯潘在听证会时表示将采取“中性”利率政策，让利率引导经济增速维持在潜在产出增速水平，这意味着“泰勒规则”成为美联储货币政策的重要理论依据，沿用至今。

伯南克就任美联储主席后，主张维持通胀水平一定的基础上，积极灵活的应对美国经济政策的变化。通过促进与市场之间的政策沟通，提高货币政策的透明度。实施前瞻性指引等操作（日历指引、状态指引、利率预测、官员讲话等），来引导市场预期。在金融危机爆发后，更是采取了包括 QE 在内的非常规货币政策，并沿用至今。

耶伦担任美联储主席之后，其关注点主要放在劳动力市场上，更加关注就业问题。同时，由于前期采取的非常规货币政策存在一定的风险，开始逐步探索退出量化宽松政策，缩减自身资产负债表，基本行动路径亦沿用至今。

1.2 美联储加息周期中的共同特点

对美联储过去 6 轮加息周期时出现的一些特征进行分析，可以发现以下共同特点。一是总体加息节奏较为平稳，加息节奏大多前快后慢。在加息周期的首年，美联储加息次数均超过 3 次，节奏与力度都比较强，后期则缓慢减弱，整体节奏相对平稳，以平滑对经济的影响；二是加息过程中美国通胀基本保持上行态势，在通胀数据出现转折后，美联储的紧缩周期随之结束；三是加息过程中失业率保持下降趋势，当失业率下降幅度缩窄或上升时，其加息过程也随之结束；四是加息过程中美国经济产出缺口大多呈现回升走势，且多数情况下都大于 0；五是在加息过程结束后 1-2 年，美国经济大概率出现衰退情形。

1) 加息过程总体较为平稳，节奏大多前快后慢

过去 6 轮加息过程中，加息的周期与次数并不完全相同，更多由当时美国所面临的

经济环境决定，加息幅度最大的一次为 2004 年，共加息 17 次，累计 425bp；最小的一次是 1999 年，仅加息 6 次，累计 175bp。加息节奏上来看，美联储加息幅度基本保持平稳，极少出现一次性较高提高联邦基准利率的情况。其原因可能是给市场一定的缓冲时间，尽可能平滑紧缩政策的影响。此外，还可以观察经济发展情况，以决定下一步的政策方向，保持货币政策的灵活性。此外，我们还可以看到，在紧缩周期的开始阶段，其加息次数相对较多，加息次数都在 3 次以上，1983 年与 1994 年当年度加息 6 次，2005 年加息 8 次，1988 年当年更是加息 11 次之多，幅度超过 200bp，加息的节奏与幅度都较快。2015 年加息时，美联储在加息第一、二年分别仅加息 1 次，到 2017 年、2018 年才开始加速进行，分别加息 3 次、4 次。总体来看，大部分情况下美联储启动加息时，节奏与力度都比较强，当年度加息次数基本都超过 3 次，到加息周期的后期，加息次数与幅度都相对较少。2015 年开始加息幅度较慢，后期则出现了加速的现象。因此，在具体判断美联储加息的节奏时，在对整体的宏观金融环境进行比较分析之外，也需要对当前美联储面临的各项经济约束条件、货币政策框架进行具体分析。

图表 1 1980 年以来美国共经历 6 轮加息周期



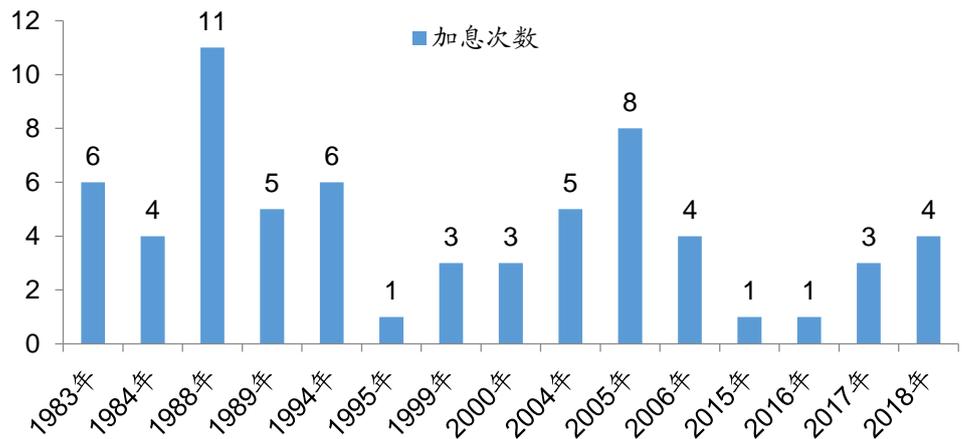
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 2 美联储历次加息幅度并不相同

加息时间段	加息持续时间 (月)	累计加息次数	联邦基准利率变动区间	累计加息幅度 (bp)
1983.03-1984.08	18	10	8.5%-11.5%	300
1988.03-1989.05	17	16	6.5%-9.8125%	331.25
1994.02-1995.02	13	7	3.0%-6.0%	300
1999.06-2000.05	12	6	4.75%-6.5%	175
2004.06-2006.06	25	17	1.0%-5.25%	425
2015.12-2018.12	37	9	0.25-2.5%	225
均值	20	11	—	293

资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 3 美联储首年加息次数较多

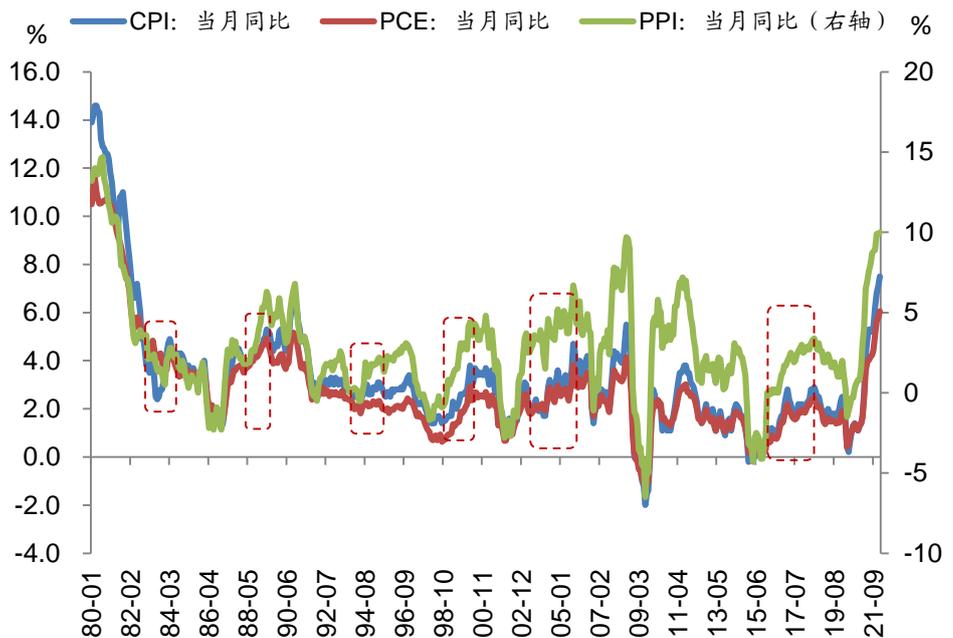


资料来源：Wind，华安证券研究所

2) 加息过程中美国通胀大多保持上行态势

在过去 6 轮的加息过程之中，首次加息大多发生在美国通胀出现上行趋势之时，其中 PPI 在加息过程之中上行态势最为明显。事实上，除 1983 年加息周期中通胀出现先升后降情形外，在 1988 年之后的历次加息周期之中，通胀都保持较为坚挺的上升姿态，其中 PPI 上行幅度较大，而 CPI 与 PCE 则相对涨幅较小。此外，美联储加息大多开始于通胀发生初期，伴随着通胀的逐步走高，加息幅度也同步跟进，加息幅度往往高度绑定当年通胀水平。如 1988 年 CPI 升至 6% 左右高位时，美联储当年共加息 11 次，2005 年 CPI 达到 6% 水平时，也引起美联储当年 8 次加息。可见当通胀形势发生变化时，美联储紧缩政策也随之发生改变，两者之间高度相关。

图表 4 美国通胀在加息周期中大多保持上升态势

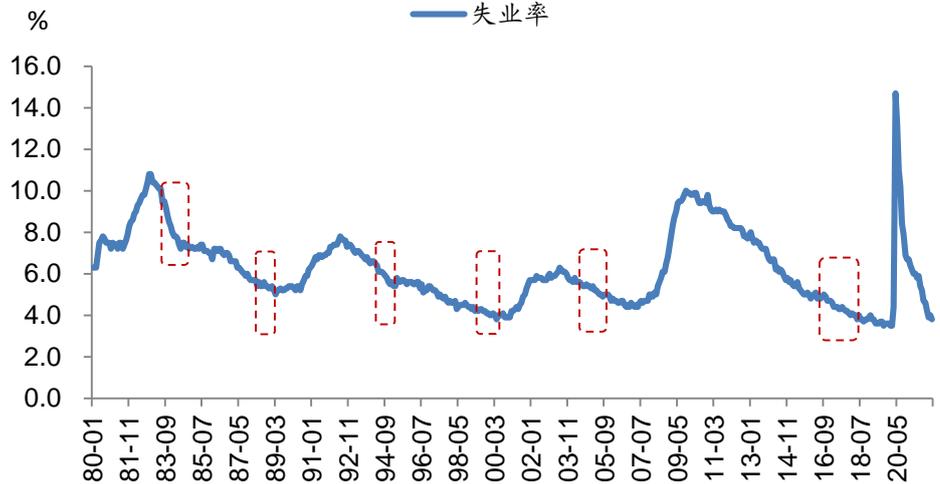


资料来源：Wind，华安证券研究所

3) 加息过程美国失业率呈逐步下降态势

在过去 6 轮加息周期中，美国失业率都保持下降趋势。其中 1983 年加息期间，失业率下降最为明显，大约从 10.3% 左右水平，下降到加息末期的 7.5%。过去六轮加息周期中，平均失业率下降 1.16%。当失业率下降幅度收窄甚至上升时，美联储紧缩周期亦同步结束。

图表 5 美国失业率在加息周期中大多保持下降态势



资料来源：Wind，华安证券研究所

4) 加息过程美国产出缺口持续回升

在美联储制定货币政策过程之中，产出缺口是一个重要的参考变量，其定义为实际 GDP 减去潜在 GDP，可以很好地反映美国经济运行的“冷热”状态。在过去的六轮加息周期之中，只有 1983 与 1994 年两轮加息周期美国经济产出缺口为负，其余 4 轮加息周期之中，产出缺口均能达到正值。且在加息周期之中，美国经济产出缺口均呈现出回升的现象，而当产出缺口开始持续回落，美联储政策亦随后进行放松。

图表 6 美国加息过程中产出缺口大多回升

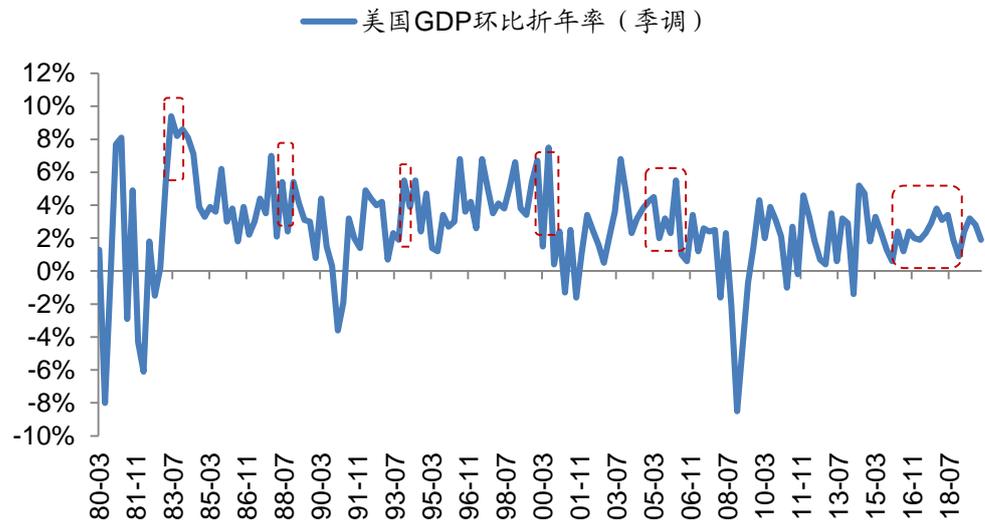


资料来源：Wind，华安证券研究所

5) 加息周期结束后 1-2 年美国 GDP 大多出现较严重下滑

对过去 6 轮加息周期后美国经济的表现进行复盘，可以发现在加息周期结束后的 1-2 年内，美国经济增长大多经历了较为严重的下降，其中，1984 年 8 月第一轮加息结束后，美国 GDP 由高点的 9.4% 下滑至 3.3%，1988 年、1999 年、2004 年三轮加息结束后，美国经济出现了增速为负的情况。只有 1994 年加息周期结束后，美国经济增长大体维持了之前的增长水平区间，没有经历大幅下滑或者出现 GDP 负增长的情况。而 2015 年加息周期则较为特殊，在 2018 年 12 月份加息结束之后，其 GDP 增长速度也开始出现下滑，但是由于 2020 年新冠疫情导致美国经济出现大幅衰退，因此无法将其与前几轮加息周期进行比较分析。从宏观背景来看，美国在近几年几轮加息周期中所面临的宏观环境有较大差别，如 1983 年刚刚摆脱滞胀困境，1987 年发生严重股灾，1999 年后出现互联网泡沫，2004 年后发生次贷危机，进而导致全球金融危机。每一次经济衰退的缘由都不尽相同，没有明显的共同特点。但总体来看，美国经济在加息周期结束之后软着陆的概率相对较小，经济衰退的次数较多。原因之一可能是货币政策存在一定的时滞性，叠加经济运行过程中自身的周期性因素，导致经济波动往往超出预期。

图表 7 美国 GDP 在加息周期结束后大多经历较严重下降



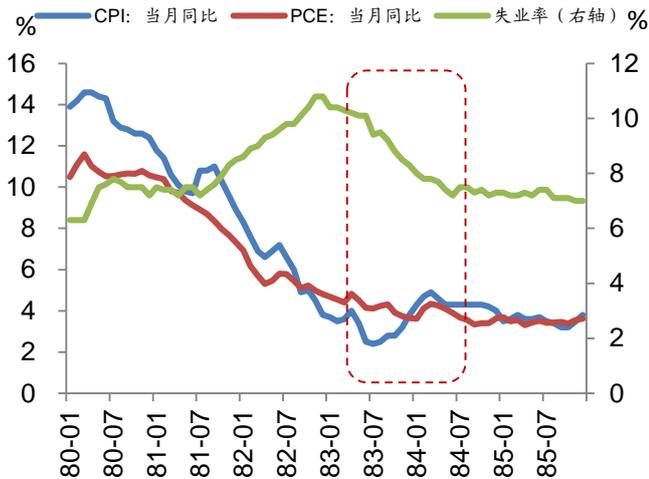
资料来源：Wind，华安证券研究所

1.3 美联储历次加息周期的宏观背景

1) 第一轮加息（1983 年 3 月—1984 年 8 月）

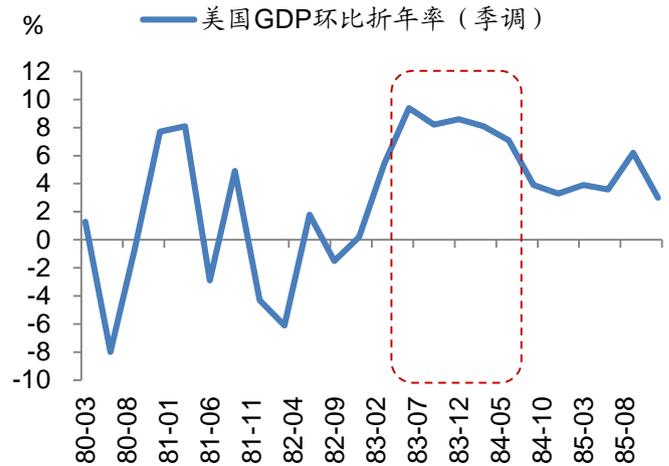
1979 年，沃尔克接任美联储主席后，将通货膨胀治理作为美联储的首要任务，并成功在 1983 年将美国的通货膨胀率降至 3% 左右的水平。在付出极为惨痛的经济代价以及里根总统上台后，保持稳定货币量的同时，采取了轻赋税、缩减开支等措施，美国经济终于走出了“滞胀”的泥潭，开始稳定复苏。当时美国的个人消费支出、住宅建设与销售等方面开始快速上行，工业生产连续数月回升。而失业率虽然处于历史高位，但非农就业正在改善，显示失业率正在步入下降区间，虽然当时经济复苏尚在初始阶段，但是由于此时高通胀回落时间还比较短，居民对于高通胀的担忧伴随着经济的恢复而逐渐扩大。为应对此趋势，美联储开始主动加息，将联邦基金目标利率从 8.5% 上调至 11.5%。而事实上此次加息也并没有让美国经济再度衰退，美国经济在加息中不断复苏。

图表 8 高通胀逐步平息下的加息周期



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 9 加息期间美国经济不断恢复

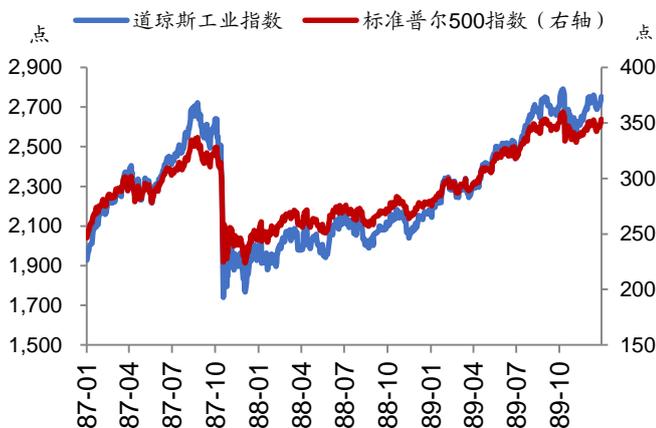


资料来源：Wind，华安证券研究所

2) 第二轮加息 (1988 年 3 月—1989 年 5 月)

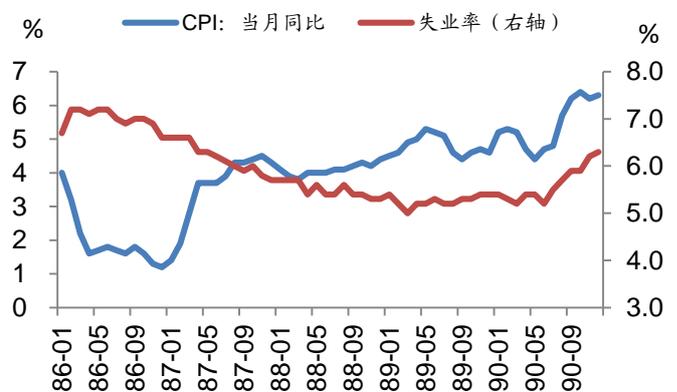
事实上，本轮加息之前，由于通胀回升，就业恢复，经济持续增长，美联储已经于 1986 年下半年开始小幅步入加息阶段。但是 1987 年 10 月 19 日，美国股市经历了历史上最大的一次崩盘事件。道琼斯指数一天之内重挫了 508.32 点，跌幅达 22.6%，创下自 1941 年以来单日跌幅最高纪录。6.5 小时之内，纽约股指损失 5000 亿美元，相当于美国全年国民生产总值的 1/8，被称为“黑色星期一”。此外，还引发全球市场巨震，欧洲与亚洲的主要金融市场都受到巨大冲击，股票跌幅大部分都达 10% 以上。在此情况下，美联储开启了紧急降息，连续三次累计降息 82bp，以保证金融系统的流动性。随后，股市于 1988 年初开始反弹，美联储开启了新一轮的加息。此次加息开始时，美国经济已经从金融震荡中恢复过来，GDP 增长迅速，失业率也稳步下降。而前期因为挽救金融市场而投放的流动性，带动了制造业的发展，也给美国带来了通胀上升的压力。在此情况下，美联储持续加息，将联邦基金目标利率从 6.5% 上调至 9.8125%，累计幅度超过 300bp。

图表 10 1987 年美国股市“黑色星期一”



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 11 紧急降息后美国通胀抬升

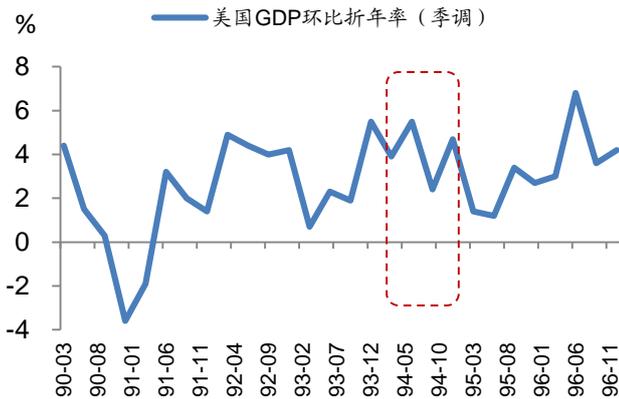


资料来源：Wind，华安证券研究所

3) 第三轮加息 (1994 年 2 月—1995 年 2 月)

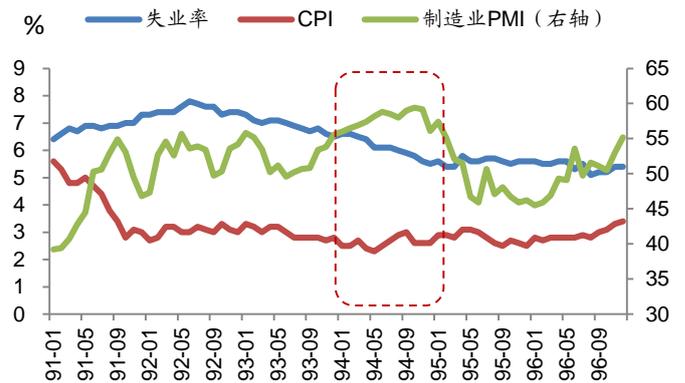
此轮加息出现在冷战结束以及克林顿当任总统之后，冷战结束后美国迎来了较为缓和的经济发展环境，军事方面的财政负担逐步减轻，美国经济逐步从衰退中复苏，并开始进入到二战之后较为辉煌的经济增长年代。此次加息周期中，GDP 增长一度超过 5.5%，制造业也出现了繁荣景象，PMI 维持在接近 60 的水平，失业率持续下降。在此情况下，美国 PPI 快速上升，但是 CPI 与核心 CPI 并未出现较大幅度上升，总体维持了较为温和的上漲。此次加息周期可以视为经济在出现过热苗头时的预防性加息，美联储将联邦基金目标利率从 3.0% 提升至 6.0%，累计幅度为 300bp。

图表 12 加息周期中美国经济增长迅猛



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 13 加息前 CPI 上行幅度较小

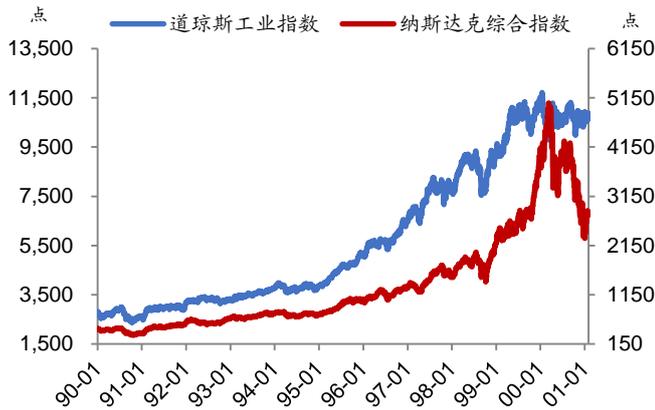


资料来源：Wind，华安证券研究所

4) 第四轮加息 (1999 年 6 月—2000 年 5 月)

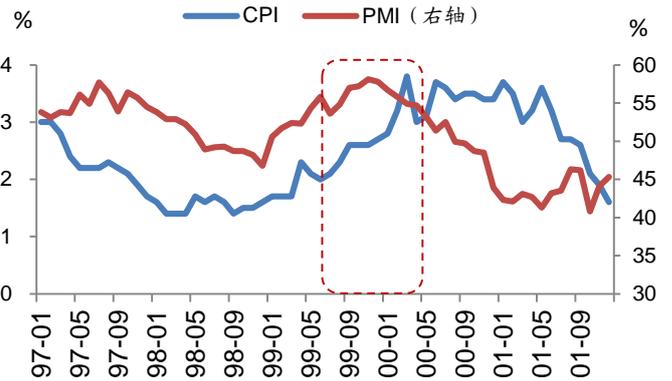
20 世纪 90 年代末期，美国的互联网革命风起云涌，信息产业的高速发展，叠加对于金融行业的放松管制，推动美国经济稳定发展，并带动股市一片繁荣。1999 年美国股市经历了长达 10 年的牛市，其中道琼斯指数从 1990 年的 2000 点左右上涨至 4400 点左右，更为夸张的是代表创新板块的纳斯达克指数，从 1990 年的 300 多点上涨至 5000 点左右，涨幅超过 15 倍，积累了巨大的泡沫。而此时，美国经济也出现了较为过热的苗头：一是消费强劲，部分地区甚至出现了库存紧张的情况，且出现了加速上行的局面；二是就业市场紧俏，一方面失业率下行，另一方面工资增长出现较大的上行压力；三是 CPI 超预期上涨，使得美联储担心可能低估了当前的通胀趋势。在此情况下，美联储开始进行新一轮加息。本轮加息将联邦基金目标利率从 4.75% 提升至 6.5%，累计幅度为 175bp。

图表 14 互联网泡沫期间美股大幅上涨



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 15 美国通胀超预期上涨

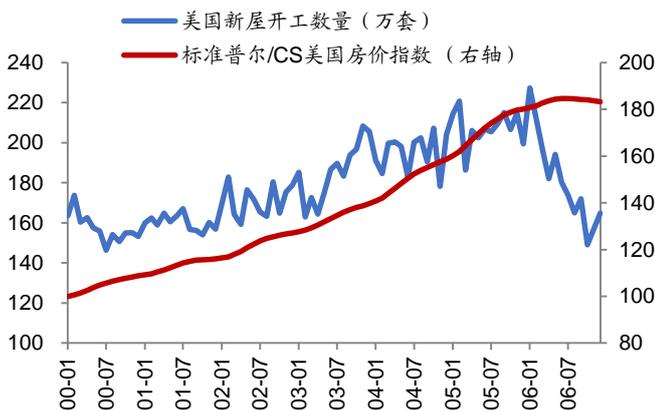


资料来源: Wind, 华安证券研究所

5) 第五轮加息 (2004 年 6 月—2006 年 6 月)

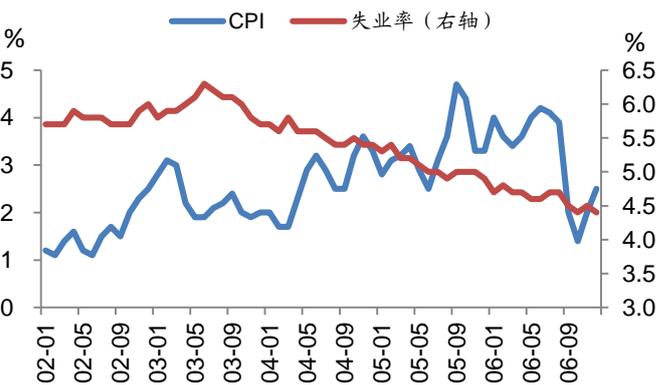
2000 后, 美国互联网泡沫破裂, 对于美国经济造成了一定的负面影响, 使得美联储仅仅加息 175bp 之后便重新开始降息, 以刺激经济发展。此时, 小布什政府上台, 提出了一项名为“美国梦的蓝图”的计划, 旨在帮助贫困家庭购房, 叠加当时低到谷底的利率水平, 美国房地产市场开始快速发展, 带动经济快速恢复。美国新建住房从 2000 年 12 月的 153.2 万套上升至 2006 年 1 月最高的 227 万套, 成屋销量也出现了大幅度的增加, 标准普尔/CS 美国房价指数在 6 年时间里上涨了超过 80%, 已经出现泡沫化迹象。在房地产发展的推动下, 美国 GDP 快速增长, 失业率也持续下降, 同时通胀开始抬头。在此情况下, 美联储开启了新一轮的加息。本轮加息将联邦基金目标利率从 1.0% 提升至 5.25%, 累计幅度为 425bp, 上调幅度为历次之最。

图表 16 美国房地产市场快速发展



资料来源: FRED, 华安证券研究所

图表 17 房地产繁荣带动通胀上行, 失业率下行



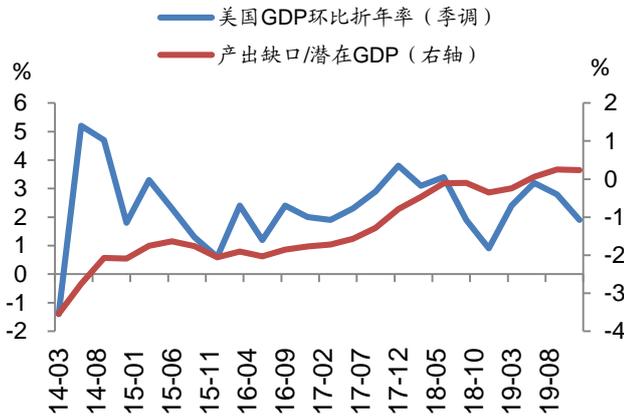
资料来源: Wind, 华安证券研究所

6) 第六轮加息 (2015 年 12 月—2018 年 12 月)

08 年金融危机后, 美国经济受到了强烈冲击。为了稳定金融体系, 促进经济发展, 美联储实施了史无前例的货币宽松政策, 不仅将联邦基金目标利率下调至 0, 更是实施了一系列超常规货币政策, 先后实施了三轮量化宽松 (QE), 进行了大规模的资产购买。在美联储的强烈刺激之下, 美国经济终于开始缓慢复苏。2015 年时, 美国经济出现了较

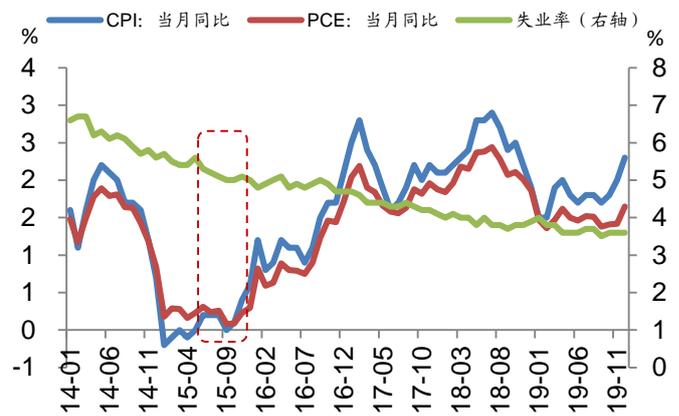
为繁荣的景象，消费较前几个年度持续改善，就业市场已经接近充分就业状态，薪资也出现了一定的上涨压力，房地产市场也在稳步恢复，通胀虽然较弱，不过也出现一定的上涨迹象。在此情形下美联储开始新一轮加息。本轮加息是 08 年金融危机后第一次加息，且与之前的历次加息不同，期间美联储还进行了缩表等紧缩政策。本轮加息持续时长超出以往，将联邦基金目标利率从 0 提升至 2.25%，累计幅度为 225bp。

图表 18 加息前经济恢复较弱



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 19 加息前美国通胀较弱



资料来源：Wind，华安证券研究所

2 美联储本轮加息背景与路径推演

2.1 美联储更新货币政策框架

2020 年 8 月，美联储主席鲍威尔正式宣布对货币政策框架进行调整，相较于之前，变动点涉及就业与通胀两大主要货币政策目标。

就业方面，在政策目标中将就业放在通胀之前，并表示最大就业水平是一个广泛和包容性的目标，这意味着就业目标不仅只是关注总量指标，更关注就业的结构性问题，如不同族裔、不同收入之间的就业情况。同时表示不宜为就业规定一个固定目标，政策根据由“对最大水平的偏离程度”（就业缺口）转向“对最大水平就业不足的评估”，并可能加以修订。该项变动表示，高就业本身不会成为美联储政策上的考虑，与之前的“偏离”表述相比，这表示若就业水平超出预期，不会引发联储政策调整。

通胀方面，此次也做了较大幅度的修改。之前美联储的货币政策一直锚定 2% (PCE) 的静态通胀目标，此次框架中，虽然依旧坚持 2% 通胀目标，但寻求的是在一段时间内实现平均 2% 的通胀率，即允许通胀率在一定时间内超过或者低于 2% 的水平，但美联储并未明确平均通胀的具体时间范围。

总的来看，此次框架的修订，意味着美联储沿用多年的货币政策最终目标由此前物价、产出同等重要的“双目标制”，转向就业优先的灵活“平均通胀目标制”。同时将金融稳定作为货币政策目标之一，明确表示可持续地实现最大就业和价格稳定依赖于一个稳定的金融体系，是其货币政策框架范式的一次较大变化。

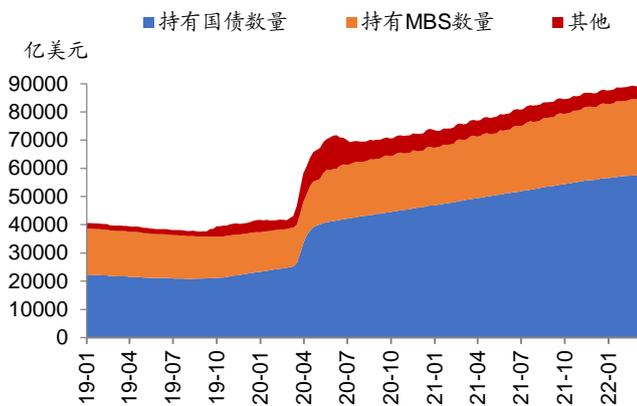
2.2 美国当前经济复苏势头良好

2020 年新冠疫情突然爆发，为避免经济陷入深度衰退，在吸取了上一次金融危机的教训之后，实施了天量级的货币与财政刺激政策。两次紧急降息、将联邦基金目标利

率降至 0 区间，除各种紧急工具外，还开启大规模资产购买。2020 年 12 月，美联储宣布每月至少购买 800 亿美元国债和 400 亿美元 MBS。财政上，特朗普与拜登政府共实施了数轮财政刺激计划。且不同于上一次金融危机，此次财政刺激通过带薪休假、失业救济、消费补助、减税支持乃至派发现金等，大幅增加了居民可支配收入，提升了居民的消费能力。

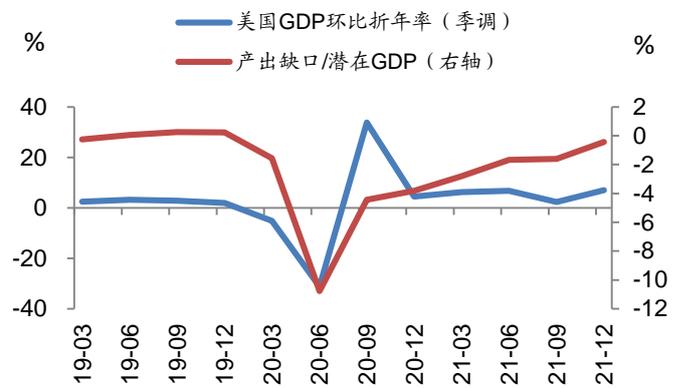
在如此强烈的经济刺激之下，美国的经济迅速从疫情前的衰退中恢复过来，在经历了环比-31.2%的 GDP 季度增长之后，美国经济立即迎来了环比 33.8%的强劲反弹。中间虽然数次受到疫情扰动影响，但并没有打断经济复苏进程，其 GDP 环比增长率大多超过 4.5%，2021 年 GDP 同比增长 5.7%，同时产出缺口持续回升，到 2021 年底已经接近弥合，整体经济恢复良好。

图表 20 疫情发生后美联储资产负债表翻倍



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 21 美国经济迅速复苏



资料来源: Wind, 华安证券研究所

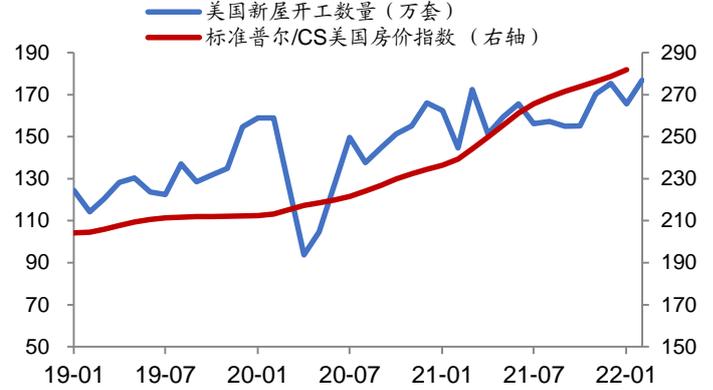
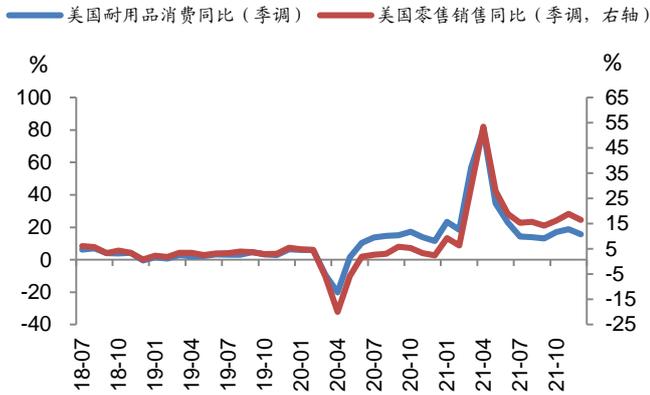
需求的恢复是此次经济快速恢复的主要拉动因素，美国的财政刺激政策让居民的资产负债表快速修复，疫情初期由于封锁以及社交隔离等原因，美国居民对于商品的需求快速上升，2020 年 6 月至 2021 年 12 月期间，美国耐用品销售同比平均增速超过 15%、零售销售同比平均增速超过 14%，2020 年 11 月以来，美国制造业 PMI 始终维持在 55 以上，较疫情前都有显著增长。疫情的发生还刺激了美国居民对于房屋的需求，一方面美国住房抵押贷款利率不断降低，30 年期抵押贷款固定利率最低仅 2.65%，另一方面疫情的发生，为避免感染，美国居民寻求更好的居住条件，叠加居家办公等工作形式，美国房地产市场也迎来了较快的发展，2020 年 6 月至 2021 年 12 月期间，新屋开工最高突破 170 万套，较疫情前平均提升 20 万套。成屋销售数最高达到 673 万套，较疫情前平均提升 70 万套。标准普尔/CS 美国房价指数 2022 年 1 月达到 281.9，较疫情前提升 32%。在 2021 年疫苗大规模接种后，虽然有德尔塔以及奥密克戎等变异毒株扰动，但美国的疫情基本得到了控制，经济生活逐渐恢复正常，美国居民的消费需求开始缓慢从商品转移到服务消费，并带动服务行业工资上涨。

通胀方面，由于全球供应链运转不畅、大宗商品价格上行、劳动力工资价格上行，叠加基数因素，美国通胀一路上行。2022 年 2 月，美国 CPI 同比上升 7.9%，环比上升 0.8%，核心 CPI 同比上升 6.4%，环比上升 0.5%，均创 40 年以来新高。但是由于俄乌冲突，美国将禁止进口俄罗斯石油等产品，制裁产生的能源与食品价格上涨效应还未完全体现，美国通胀最高点可能还未到来。核心服务通胀的高企可能导致美国通胀水平较为坚挺，难以快速回落。即使基数效应消失，美国今年整体的通胀中枢仍将会显著高于

疫情之前。(可参考报告《最“胀”的时刻还未到来—美国2月CPI数据点评》)。就业方面,当前美国就业市场非常强劲,2022年3月最新就业数据显示,美国新增非农就业人口43.1万,且各种族、民族和人口群体就业均有增长。失业率为3.6%,接近历史低点。劳动参与率为62.4%,虽不及疫情前水平,但空缺职位较多。(可参考报告《持续改善的就业,更快加息的联储—美国3月非农数据点评》)。

图表 22 耐用品与零售销售较疫情前增长较快

图表 23 疫情后美国房地产较为繁荣

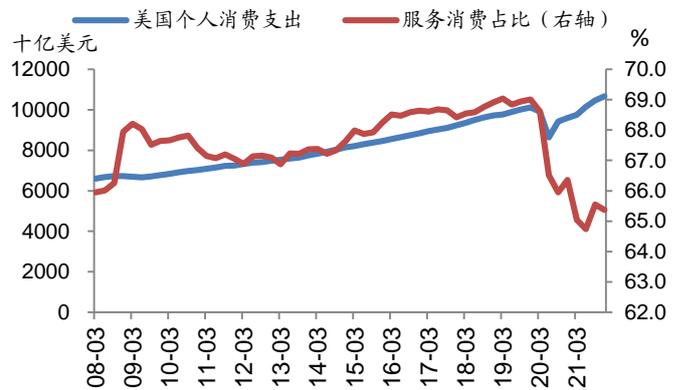
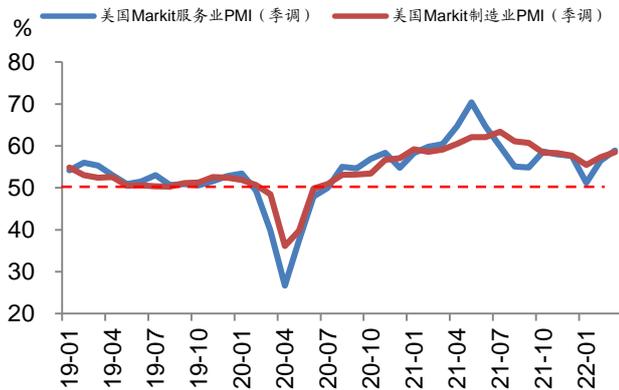


资料来源: FRED, Wind, 华安证券研究所

资料来源: FRED, Wind, 华安证券研究所

图表 24 美国制造业与服务业 PMI 较为景气

图表 25 美国消费支出逐步回升

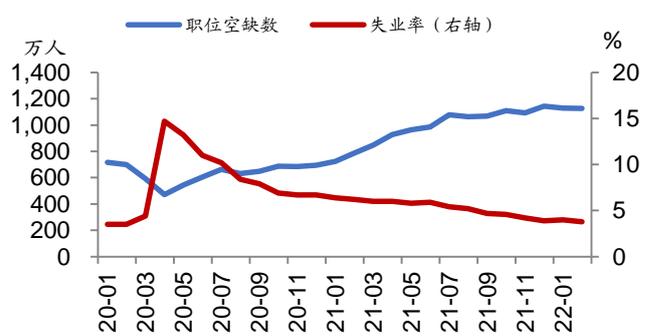
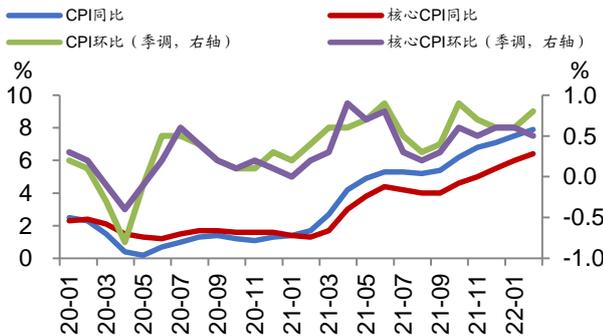


资料来源: Wind, 华安证券研究所

资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 26 美国通胀快速上行

图表 27 美国劳动力市场强劲



资料来源: Wind, 华安证券研究所

资料来源: Wind, 华安证券研究所

2.3 美联储本轮加息路径推演

1) 本轮加息的宏观背景与过去较为不同，加息幅度或稍弱于 1983 年，预计在 250bp-300bp

当前美国面临的宏观经济背景，与过去六轮加息周期时相比，共同点较少。一是新冠疫情的全球大流行是当前宏观经济的最大变量，疫情在全球范围内的肆虐，造成了全球供应链堵塞，并严重影响了商品与服务的供给，扩大了供需缺口。这扰乱了正常的经济运行周期，如美国的高通胀、劳动力短缺等问题便与疫情密切相关；二是当前全球经济增长的潜在空间越来越低，科技进步迟滞，逆全球化思潮兴起，美联储在决策时面临的约束变多；三是当前美联储货币政策框架存在一定的滞后性风险，虽然美联储货币政策操作连续性和预期管理等方面取得了长足进步，但是其最新的货币政策框架制定依据是过去 20 余年的低通胀环境，在应对高通胀环境时其效力仍然有待观察。

但若参考过去，目前加息面临的宏观环境兼具 1983 年与 2015 年两轮紧缩相关特征，预计此轮加息幅度或稍弱于 1983 年，但强于 2015 年加息周期。一是当前美国通货膨胀水平虽然高企，但在疫情因素消退、供应链缓解以及基数效应消失后，通胀水平大概率将迎来回落，这一点与 1983 年加息前面临的宏观环境类似，彼时美国刚刚从滞胀环境中走出，通货膨胀率回落到 4% 左右，失业率也正在逐步降低；二是当前美国的经济增长潜力、国内政治环境、货币政策执行框架与 2015 年相比较为类似，但彼时的通货膨胀相对较低，经济复苏力度较弱。综合来看，当前的宏观形势中，通胀、经济复苏以及就业等指标都强于 2015 年加息周期，在相似的政策操作框架下，此轮加息预计要强于 2015 年加息幅度。同 1983 年加息周期时相比，当前美国经济增长潜力已经明显下滑，带动美国中性利率下降，这使得美联储在加息幅度上弱于 1983 年加息周期，我们预计本轮加息幅度介于 250bp 与 300bp 之间。

2) 本轮加息节奏预计先快后慢，2022 年加息 4-5 次，可能叠加更快缩表

在过去六轮的加息周期之中，美联储采取的加息节奏大多都是先快后慢，其主要原因是加息启动时，美国经济正处于上行周期，各项经济活动都较为活跃，为防止经济过热，通胀失控，美联储也倾向于采取更快的紧缩政策来进行调节。本次预计也将采取相同的节奏，根据鲍威尔最新的发言，他认为劳动力市场非常强劲且极度紧张，通胀前景显著恶化，俄乌冲突带来高度不确定性，如果恢复物价稳定已成燃眉之急，将转向更为严格的政策立场。考虑到当前美国通胀高点仍未到来，2022 年的加息次数与幅度将会较为激进。等通胀回落以及美国经济增速下降，美联储加息节奏将会放缓。

美联储 3 月份预测 2022 年联邦基金利率将达到 1.9%，若以每次加息 25bp 计，后续仍有 6.6 次加息，但我们认为接下来每次会议都加息的概率较小，更有可能采取的是上半年激进加息，甚至一次加息 50bp，以应对严峻的通胀形势，打击通胀预期。同时更快的进行缩表，鲍威尔也表示，缩表可以视为额外的加息，两者之间存在替代关系。下半年通胀逐步回落，加息幅度将会缓和，以支持经济增长。综合来看，2022 年加息次数预计在 4-5 次之间，其中 5-6 月份会连续加息，5 月份可能加息 50bp，并加快缩表进度。（可参考报告《荆棘丛生的加息之路—美国 3 月 FOMC 会议点评》）

图表 28 美联储 3 月预测 2022 年联邦基金利率达到 1.9%

Variable	Median ¹			
	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP	2.8	2.2	2.0	1.8
December projection	4.0	2.2	2.0	1.8
Unemployment rate	3.5	3.5	3.6	4.0
December projection	3.5	3.5	3.5	4.0
PCE inflation	4.3	2.7	2.3	2.0
December projection	2.6	2.3	2.1	2.0
Core PCE inflation ⁴	4.1	2.6	2.3	
December projection	2.7	2.3	2.1	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	1.9	2.8	2.8	2.4
December projection	0.9	1.6	2.1	2.5

资料来源：美联储，华安证券研究所

3 美国会再迎来“沃尔克时刻”吗？

3.1 美联储此轮加息不会导致美国经济短期衰退

1) 当前美国经济基本面强劲，加息不会引发美国经济短期衰退

1980 年代，面对高企的通胀，沃尔克大幅度提高利率，严格控制货币供给，最后以经济衰退为代价，成功控制了通胀。当前美国经济通胀直逼 1980 年水平，而美联储的强硬的紧缩姿态，让市场担心若通胀失控，联储会否激进加息导致美国经济快速步入衰退周期。事实上，从历史上最近六轮加息的情况来看，在美联储加息期间，由于处于经济复苏中早期，美国经济并不会出现衰退。衰退大多发生在加息结束后的 1-2 年之内，对过去四轮美国衰退周期开始时间¹进行研究可以发现，除 2020 年因新冠疫情外，美国经济衰退平均在加息结束后 14 个月发生。

从美国经济基本面上看，当前美国经济表现强劲，产出缺口已经接近弥合，并有继续上升趋势。同时，虽然美国相关刺激政策已经逐步退出，加息已经开始，但美国居民的需求仍将保持一定韧性。一是美国的私人储蓄总额虽然有所回落，但是仍远高于疫情前水平，从而对于需求端形成较强支撑；二是当前美国劳动力市场较为紧张，较疫情前程度更甚。根据美国 3 月数据，美国当前岗位空缺超过 1260 万，岗位空缺率超过 7%，劳动力的紧张带动工资持续上涨，壮大了居民的消费能力；三是当前服务消费远未回到其历史平均水平，一旦疫情等限制因素消退，相关需求将会逐步恢复，从而对美国经济形成较为强劲的推动作用。此外，沃尔克时期，美联储将利率最高提到 20%，而当前美联储最高加息幅度预计不会超过 300bp。货币政策的紧缩力度也有较大的差别。中长期来看，伴随着美联储 2022 年的持续较快加息，以及通胀较慢回落，美国居民需求以及实际消费能力会逐步受到影响，在基数效应的影响下，美国经济可能在 2023 年中迎来一定程度的回落。

¹根据 NBER 定义，过去 60 年美国共经历 8 轮衰退周期，分别是 1969.12-1970.12、1973.12-1975.03、1980.01-1980.07、1981.07-1982.11、1990.07-1991.03、2001.03-2001.11、2007.12-2009.06、2020.02-2020.04。

图表 29 美国经济衰退大多发生在加息结束 1 年后

加息结束时间	衰退开始时间	间隔时间 (月)
1989.05	1990.07	14
2000.05	2001.03	10
2006.06	2007.12	18
2018.12	2020.02	14
均值		14

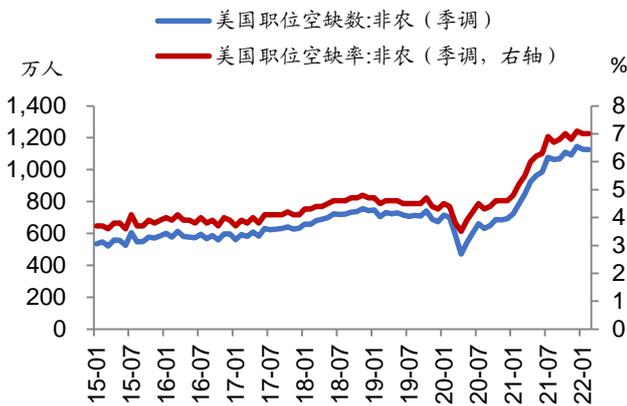
资料来源: Wind, NBER, 华安证券研究所

图表 30 美国私人储蓄仍超疫情前



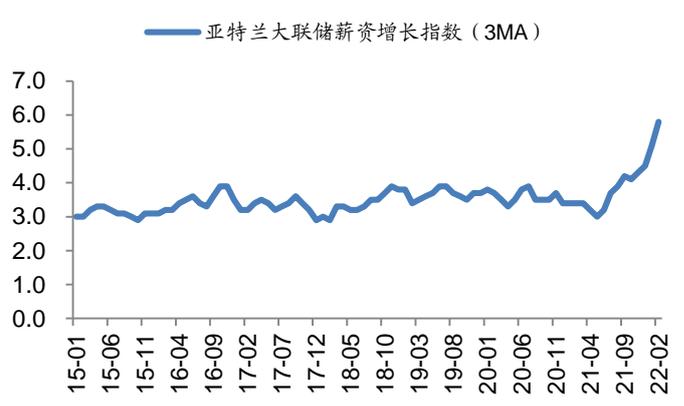
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 31 美国职位短缺现象较为严重



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 32 美国工资上涨幅度较大



资料来源: Wind, 华安证券研究所

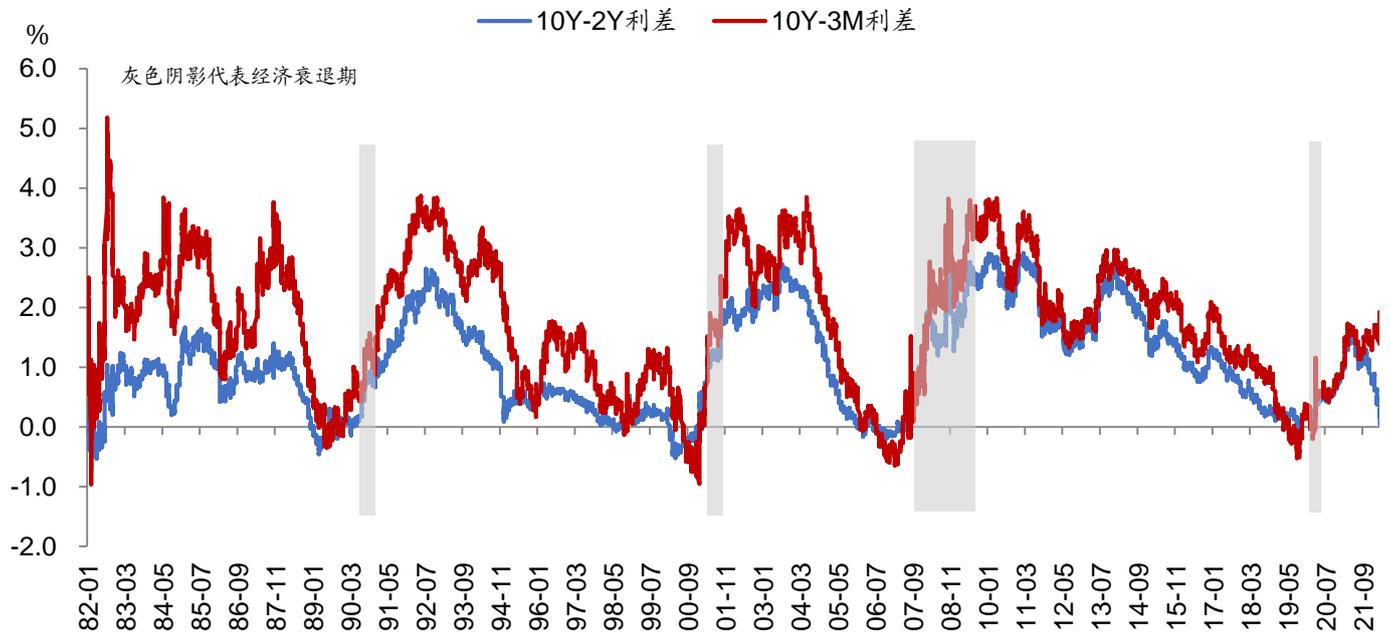
2) 10 年期与 2 年期美债利率曲线倒挂并不一定指向经济衰退

美联储 3 月首次加息后, 美国 10 年期国债与 2 年期国债利差一度出现倒挂, 考虑到该项指标在过去历史上对于经济衰退的预示作用相对准确, 引发市场对于美国经济衰退的关注。事实上, 历史上每轮美联储步入紧缩周期之时, 相应的国债期限利差都呈下降趋势。对过去 40 年的美国国债走势及经济表现进行研究, 可以发现, 仅凭 10 年期与 2 年期国债利差是否倒挂这一指标来判断美国经济是否会短期陷入衰退并不准确, 应同时考虑 10 年期国债与 3 个月国债利差, 过去两项指标同时出现倒挂时, 美国经济平均在倒挂后 14.25 个月发生衰退²。此次倒挂我们认为一是因为当前美国短期通胀高企, 2 年期国债收益率会含有较多的通胀因素, 并不能准确反应当前市场上流动性以及美联储后续的货币政策操作。相较而言, 10 年期国债与 3 个月国债利差更能准确的反应流动性与货币政策变化。此次 10 年期国债与 2 年期国债收益率曲线虽然倒挂, 但 10 年期国债与 3 个月国债利差却仍然有 200bp, 两者出现了较大的背离, 这意味着当前经济短期衰退概率较低; 二是对经济的衰退判断应更加关注美国经济基本面, 期限利差虽然在过去

² 统计未含 2020 因新冠疫情导致的美国经济衰退。

对于美国经济衰退的预测效果较好，但实际上债券利差计入了较多的债券投资者对于未来经济政策与形势的判断，其因果关系值得商榷。如 1998 年的倒挂就并未引起美国经济衰退，而 2019 年倒挂后的经济衰退是由新冠疫情爆发引起，并不能归因于利差倒挂。

图表 33 10Y-2Y 与 10Y-3M 同时倒挂对经济衰退预测更准确



资料来源：Wind，华安证券研究所

3.2 美联储加息期间各类资产表现如何

1) 对海外各类资产而言，美国加息期间各类资产表现较为分化。美股有一定的调整压力，但调整幅度相对较小，纳斯达克指数调整幅度相对道琼斯指数调整幅度更大。相较于美股而言，历史上四次加息过程中，美债表现不一。而原油价格一般会在美联储首次加息后，继续上行一段时间，主要是因为加息时美国经济较为繁荣，全球经济也大多处于扩张阶段，从而带动石油需求的上涨。黄金作为全球最重要的贵金属之一，在美联储首次加息后，会产生一定幅度的下跌，但后续由于通胀保值以及工业生产的需求，黄金价格仍较为坚挺。美元指数则在首次加息后出现了短期回落趋势。（可参考报告《荆棘丛生的加息之路—美国 3 月 FOMC 会议点评》）

展望后续，我们认为 5-6 月美联储将会较为激进加息，美股调整压力还未结束，待美国通胀见顶，美联储加息幅度放缓后，美股走势将会保持平稳；美债方面，伴随着美联储偏快加息带动实际利率上行，考虑俄乌冲突带来的通胀压力，短期内 10 年期美债仍有上行压力，或将保持高位。待通胀见顶，美债下行空间将会打开；原油方面，由于受到地缘政治因素与供需影响，短期价格仍将保持高位震荡，后续供给逐步增加，以及全球需求在紧缩周期下逐步放缓，原油价格会出现回落；黄金方面，短期内由于地缘政治因素以及全球通胀高企，黄金价格有望保持高位，但后续伴随着通胀回落以及避险需求的下降，黄金价格会有一定回落；美元方面，短期美元有一定的上行压力，因俄乌冲突原因，欧洲经济复苏进程预计受到较大影响，其经济增长相对美国较弱，从而推动美元指数上行。

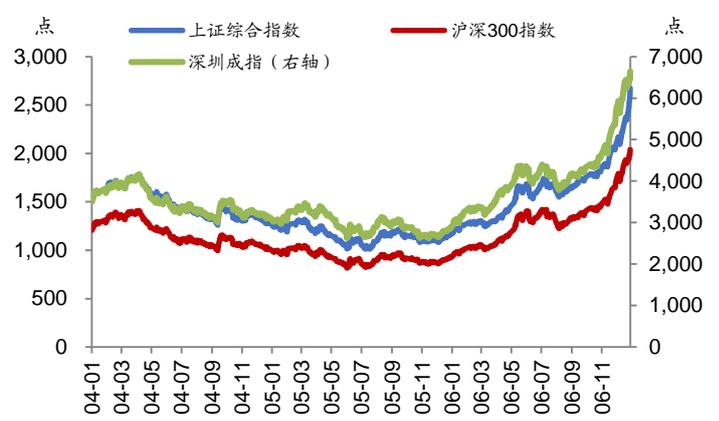
2) 美联储加息期间, A 股表现不一, 加息开始前有一定的调整压力, 但具体表现仍取决于国内情况。考虑到我国经济、资本市场与全球联系的紧密度, 我们选取 2004 年与 2015 年美联储两轮加息周期进行复盘, 其中 2004 年 6 月—2006 年 6 月加息周期中, 加息前三个月上证综指下跌 16.42%, 深圳成指下跌 15.57%, 沪深 300 指数下跌 18.92%, 但在美联储正式加息后, 指数均开始回升, 在加息周期内分别上涨 16.04%、27.08%、25.31%。2015 年 12 月—2018 年 12 月加息期间, A 股各大指数均发生不同程度的下跌, 大盘指数相对中小盘指数更抗跌, 其中沪深 300 累计下跌 19.6%, 跌幅相对较小, 创业板指、中证 500 分别下跌 55.12%、45.05%, 跌幅较大。两轮加息周期中 A 股走势表明美联储加息初期对我国资本市场有一定负面影响, 但是后续走势仍然取决于我国具体的经济情况。当前来看, 美联储持续加息对 A 股有一定的压力, 但我们认为在前期的持续调整下, 美联储紧缩带来的风险因素已经在逐步消化。中长期来看, 随着我国稳增长相关政策逐步落地起效, 我国经济将持续稳中向好, 美联储紧缩带来的压力将会逐渐消失, A 股表现也将取决于我国经济基本面。

图表 34 2004 年美联储加息之前 A 股主要指数下降较多

时段	上证综指	深圳成指	沪深 300
加息前三个月	-16.42%	-15.57%	-18.92%
加息前一个月	-8.77%	-6.82%	-9.13%
加息后一个月	-4.71%	-3.76%	-2.86%
加息后三个月	-3.08%	2.04%	-0.28%
加息周期表现	16.04%	27.08%	25.31%

资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 35 2004 年美联储加息周期期间 A 股先降后升



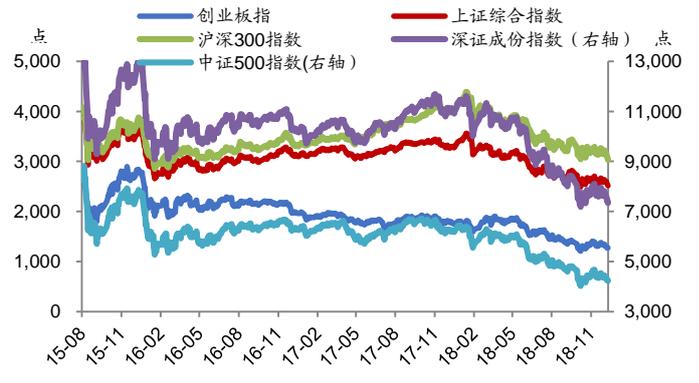
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 36 2015 年美联储加息周期 A 股普跌

时段	上证综指	深圳成指	创业板指	沪深 300	中证 500
加息前三个月	15.97%	31.73%	46.40%	16.40%	29.07%
加息前一个月	-0.72%	2.55%	4.17%	0.25%	0.64%
加息后一个月	-18.58%	-20.84%	-23.15%	-16.91%	-22.35%
加息后三个月	-0.31%	-3.59%	-4.03%	-0.21%	-3.90%
加息周期表现	-29.69%	-42.81%	-55.12%	-19.60%	-45.05%

资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 37 2015 年美联储加息周期 A 股先升后降



资料来源: Wind, 华安证券研究所

风险提示:

- 1、国际局势紧张引发通胀超预期：俄乌冲突持续导致国际大宗商品价格持续上涨，推动全球物价上涨。
- 2、新冠疫情形势大幅恶化：病毒新变种出现导致全球经济体出现新一轮封锁，造成经济活动大幅放缓。

分析师与研究助理简介

分析师：何宁，华安证券宏观首席分析师，中国社会科学院经济学博士（定向在读），华东师范大学经济学硕士。2018-2021 年就职于国盛证券研究所宏观团队，2019 年新财富入围（第六），2020 年、2021 年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；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）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。