



Research and
Development Center

美联储史诗级加息：源起、演进和影响

2022年5月6日

解运亮

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理
联系电话: +86 13682411569
邮箱: zhangyunjie@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

美联储史诗级加息：源起、演进和影响

2022年5月6日

今年以来，市场对于美联储加息几度犹疑，我们最早研判认为，这可能是一轮史诗级的加息周期。这一观点提出以来，很多朋友找到我们问询，一起讨论，一起激荡思想。思想越辩越明，经众人切磋后仍然挺立的观点，更能经得起市场的检验。站在当前的时点上，美联储继续走在史诗级加息的路上，对资产配置影响巨大，投资者不可不察。

- **美联储继续走在史诗级加息的路上。**5月议息会议美联储如期加息 50bp，引导市场消除下次会议加息 75bp 的忧虑，加息预期一度明显降温。5月5日晚间增量信息释出，工资通胀螺旋和 OPEC 不增产引爆通胀预期，再度逆转了市场乐观情绪，美债利率一度破 3.1%，美股大幅收跌。美国通胀正居于四十年来的最高方位，背后是需求高涨、供应链短缺、劳动力短缺三大成因，并非短期内能解决。上一次面临这样高的通胀时，美联储主席沃尔克选择了铁腕治理，并以此最终彪炳史册。
- **美国经济衰退会影响加息节奏吗？**首先，一季度美国 GDP 环比折年率转负并非真正意义上的衰退，个人消费和私人投资等主要增长动能依旧强劲。此前市场热切关注的美债利率倒挂则主要受加息预期影响，10Y-2Y、10Y-3M 利差走势分化，对经济衰退的指导意义有限。其次，即便美国经济发生衰退，美联储政策态度也不会发生改变，沃尔克时期就是最好的例证。通胀是当前美国经济的最主要矛盾，针对供给约束和工资通胀等核心问题，通过实施紧缩政策平抑需求、促进供需缺口弥合，是美联储当前可以选择的最优路径。
- **对中国货币政策的影响：**1) 中美利差倒挂，压缩央行再降息空间。历史上的美联储加息期，中国央行从未降低政策利率，日前中美利差发生倒挂，央行若再降息，或造成更多资本外流、加速汇率贬值预期形成。2) 汇率贬值对央行再降息形成硬约束。过去两周人民币出现了快速贬值迹象，究其原因，是包括中美利差、资本流动、出口支撑、疫情防控领先在内的一系列因素同时扭转。在汇率贬值压力下，央行再降政策利率的空间已经很小。3) 准备金率、拨备覆盖率、存款利率上限三降，LPR 有望下调。下一阶段，货币政策将以宽信用为主要发力点。
- **对资产配置的影响：A 股将延续价值跑赢成长的风格。**回顾美联储加息期内大类资产表现，美元走势分化、强弱参半；加息难挡原油价格走强，俄乌冲突和全球供给约束之下，年内油价仍有上涨空间；黄金在加息早期上涨概率较高，加息过程中往往震荡调整；加息周期内，美股可能维持正收益，但美债无一例外走熊。对于国内市场而言，我们此前多次重申，在外有美联储持续加息、内有宽信用逐渐落地的背景下，A 股将呈现价值跑赢成长的明显特征。时至今日，观点不变。中债表现受国内基本面的影响更

大，上半年预计位于 2.8-3.0% 区间，下半年稳增长政策生效，宽信用加强向实体经济传导，债市收益率易升难降。

- **风险因素：**疫情再度恶化，政策推进不及预期。

一、美联储继续走在史诗级加息的路上.....	5
1.1 通胀预期再度升温，5月议息会议释放的乐观情绪被逆转.....	5
1.2 美国高通胀不是一个短期现象.....	6
1.3 历史上的史诗级加息——沃尔克加息.....	10
二、美国经济衰退会影响加息节奏吗？.....	13
2.1 美国Q1环比折年率转负并非真正意义上的衰退.....	13
2.2 本轮美债收益率倒挂对衰退的指导意义有限.....	14
2.3 高通胀时期，经济衰退也未必会影响美联储政策态度.....	17
三、美联储史诗级加息对中国货币政策的影响.....	19
3.1 中美利差倒挂，压缩央行再降息空间.....	19
3.2 汇率贬值对央行再降息形成硬约束.....	20
3.3 LPR有望下调，宽信用为货币政策主要发力点.....	24
四、资产配置：A股将延续价值跑赢成长的风格.....	25
4.1 加息周期大类资产表现：回顾与展望.....	25
4.2 A股价值板块胜率更高，债市受国内基本面影响更大.....	26
风险因素.....	27

图目录

图 1: 5月5日联邦利率期货反映的6月加息预期一度降至50bp，概率约85%.....	5
图 2: 2022Q1美国非农劳动生产力环比大幅下降7.5%.....	6
图 3: 失业率和新增就业所反映的劳动力市场表现强劲.....	6
图 4: 美国CPI、PCE处于四十年来最高方位.....	7
图 5: 美联储资产负债表规模从4.1万亿飙升到9万亿.....	7
图 6: 美国人均消费支出尤其是商品消费远超疫情前水平.....	8
图 7: 美国产能利用率的长期下降趋势.....	8
图 8: 美国零售商与制造商库销比严重分化.....	9
图 9: 美国劳动力参与率仍待恢复，职业空缺率历史新高.....	9
图 10: 美国非农企业员工平均时薪持续上涨.....	10
图 11: 70年代美国货币超发、通胀升温、美联储缓慢加息.....	11
图 12: 70年代美国财政支出占比上升、财政赤字扩大.....	11
图 13: 美国能源消费结构下，高油价对通胀抬升的贡献十分显著.....	12
图 14: 史诗级加息节奏下，失业率高涨、产出缺口转负.....	12
图 15: 美国经济持续向潜在增速修复.....	13
图 16: 2022Q1环比折年率转负并非真正意义上的衰退.....	14
图 17: 净出口往往是美国GDP拖累项，但2022Q1环比拖累尤为显著.....	14
图 18: 历史上加息-倒挂-衰退的先后出现.....	15
图 19: 美债10Y-2Y、10Y-3M利差倒挂大多准确预测了经济衰退.....	15
图 20: 2021Q4开始两项利差走势出现分化.....	16
图 21: 3个月美债收益率基本围绕政策利率上下波动.....	17
图 22: 2022年以来市场加息预期在不断强化.....	17
图 23: 2000年，加息在刺破互联网泡沫后停止.....	18
图 24: 2006年，加息打压房价泡沫后迅速停止.....	18
图 25: 沃尔克时期，两次衰退都没有减缓美联储紧缩步伐.....	19
图 26: 美联储加息期，中国央行从未降低政策利率.....	20
图 27: 中美利差发生倒挂.....	20
图 28: 过去两周人民币汇率出现了快速贬值现象.....	21
图 29: 2021年央行两次上调外汇存准率.....	21
图 30: 金融项目银行代客收付款由顺差转为逆差.....	22
图 31: 2022年出口增速可能前高后低.....	23
图 32: 中间价贡献所反映的操作思路.....	24
图 33: 历史上央行降准后，LPR降与不降的情形都存在.....	24
图 34: 根据信用周期指数，今年前三季度都将处于信用扩张期.....	25
图 35: 美联储加息周期大类资产表现回顾.....	26
图 36: 十年期美债收益率拆分.....	26
图 37: 信用扩张初期，价值股一般能够跑赢成长股.....	27
图 38: 美联储加息期内，中债受国内基本面影响更大.....	27

一、美联储继续走在史诗级加息的路上

1.1 通胀预期再度升温，5月议息会议释放的乐观情绪被逆转

5月议息会议美联储如期加息50bp，引导市场消除下次会议加息75bp的忧虑。会议开始前，市场对于本次加息已有充分预期，鲍威尔坚定表态要对通胀采取强硬行动，必要时不惜一次加息50个基点。上周，联邦利率期货显示的5月会议加息50bp概率就已突破90%。在美联储高官多次鹰派讲话的引导下，市场加息预期不断升温，一度预期6月议息会议将一次加息75bp。鲍威尔在新闻发布会上消除了市场的疑虑，表明FOMC未考虑加息75bp的选项 (75bp increase is not something the committee is actively considering)，但接下来的会议很可能多次加息50bp (50bp increases should be on the table at the next couple of meetings)。

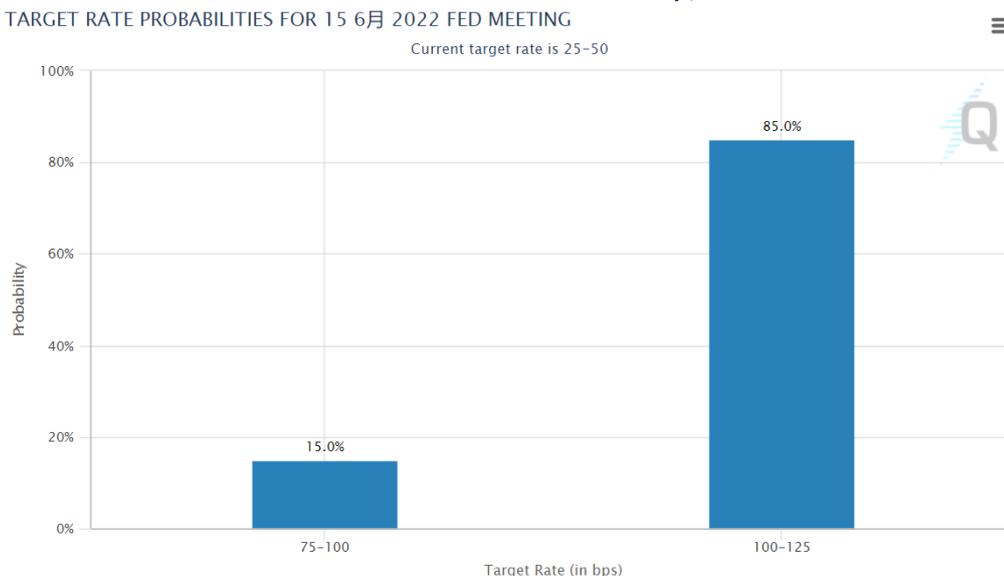
市场加息预期一度明显降温。议息会议后，联邦利率期货所反映的交易情绪发生明显变化，对6月加息预期一度降至50bp，概率约85%。

工资通胀螺旋和OPEC不增产引爆通胀预期，再度逆转了市场的乐观情绪。5月5日晚美国劳工统计局(BLS)发布最新数据，一是2022Q1美国非农部门劳动生产力环比折年率大幅下降7.5%，创下1947Q3以来的最大降幅。其中劳动产出环比下降2.4%，工作时长环比增长5.5%。二是截至4月30日，美国当周初次申请失业金人数20万人，超市场预期的18.4万人，创下3月12日当周以来新高。数据所反映的劳动力短缺问题在加剧，我们关于美国工资-通胀螺旋的判断正进一步坐实。此外，5月5日OPEC+维持43.2万桶日增产计划，油价上涨再添砝码。上述数据新闻发布后，市场情绪迅速扭转，十年期美债收益率一度升破3.1%，道指收跌3.12%、纳指收跌4.99%。

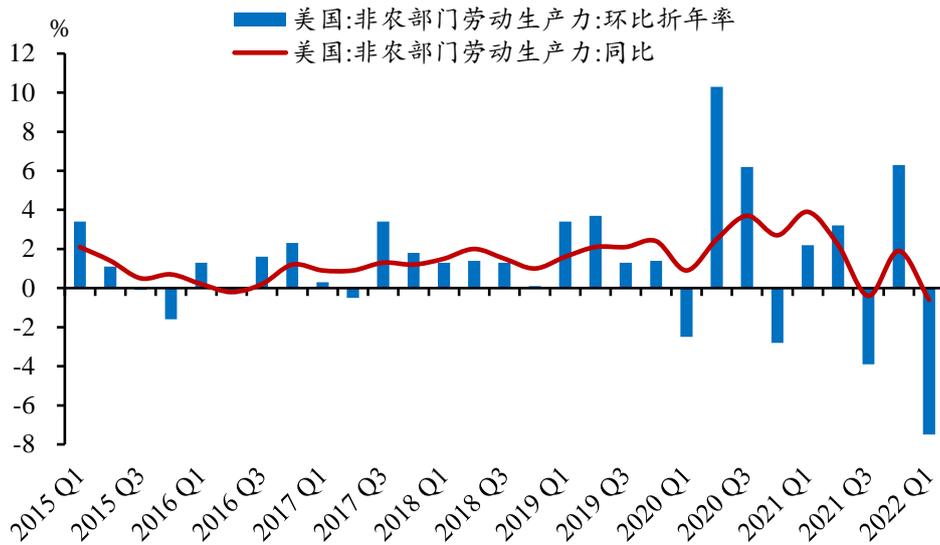
在鲍威尔看来，紧缩政策有助于解决工资通胀问题，美国经济有望实现软着陆。鲍威尔在新闻发布会上的表态十分乐观，表示当前经济很强 (strong economy)，没有任何迹象表明美国经济接近衰退 (Nothing suggests it's close to or vulnerable to a recession)，并且有很好的机会在实现价格稳定的前提下避免经济衰退 (we have a good chance to restore price stability without a recession)。鲍威尔还表示，失业率和新增就业所反映的劳动力市场表现强劲，至于劳动力短缺和工资通胀问题，随着财政和货币政策支持力度减弱，能够平抑劳动力需求，使得职位空缺率下降。同时劳动参与率在上升，很多人回归了就业岗位，供需终将恢复平衡。

紧缩的另一环是缩表，将于6月1日正式开启。5月议息会议上美联储公布了详细的缩表计划，6月起将通过减少到期本金再投资的方式逐步缩减美联储的债券持有量，每月最多缩减300亿美元国债和175亿美元MBS，3个月后规模翻倍至600亿和350亿美元。

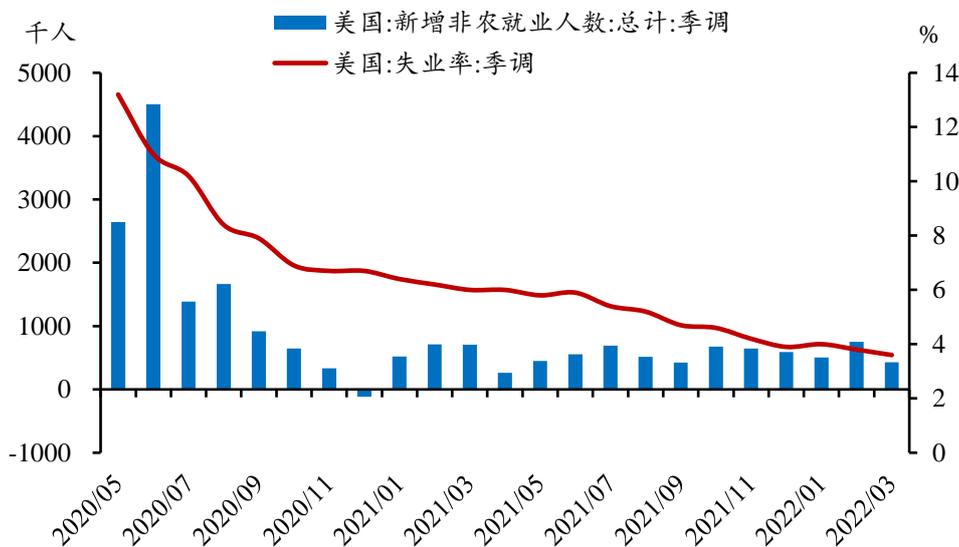
图 1：5月5日联邦利率期货反映的6月加息预期一度降至50bp，概率约85%



资料来源: CME, 信达证券研发中心

图 2：2022Q1 美国非农劳动生产力环比大幅下降 7.5%


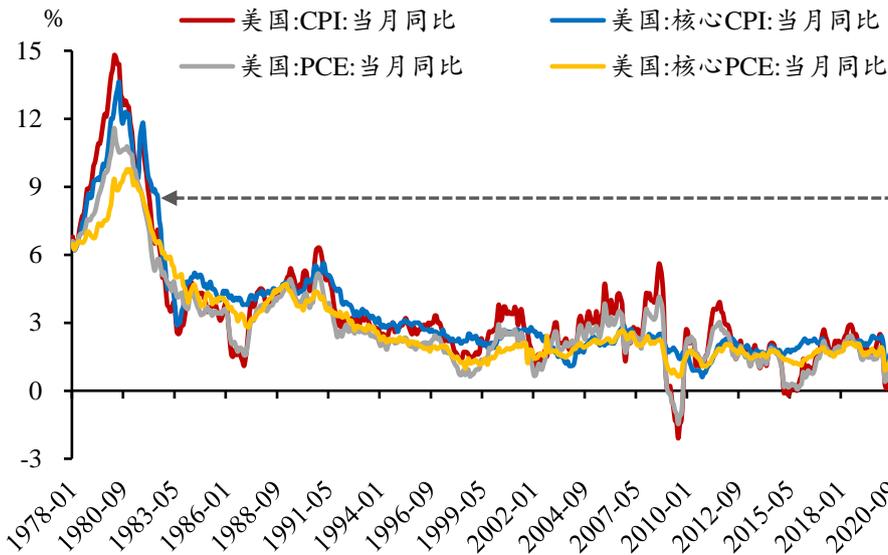
资料来源: 美国劳工统计局 (BLS) 官网, 信达证券研发中心

图 3：失业率和新增就业所反映的劳动力市场表现强劲


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.2 美国高通胀不是一个短期现象

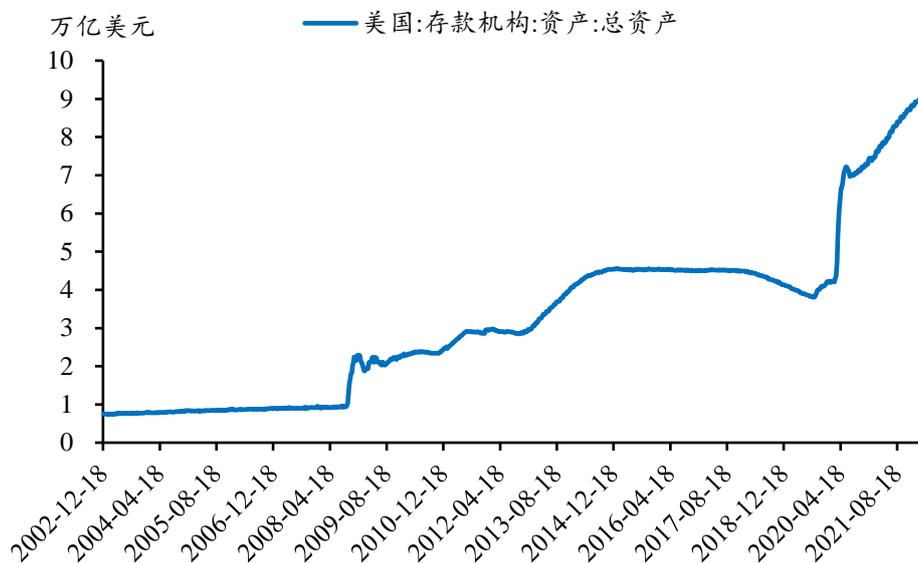
美国通胀正处于过去四十年来的最高方位。从 CPI 看, 美国 3 月份 CPI 同比录得 8.5%, 上一次美国 CPI 达到这么高的位置还要回溯到 1981 年。从核心 CPI 看, 美国 3 月核心 CPI 同比 6.5%, 同样创下四十年来的新高。即便看美联储重点关注的 PCE 和核心 PCE 数据, 结论也并无差别, 美国 3 月份 PCE 同比为 6.6%, 也创下四十年来的新高, 核心 PCE 同比为 5.2%, 仅次于 2 月份的 5.3%。四十年前, 面对石油危机之后美国经济出现的高通胀现象, 美联储主席沃尔克选择了铁腕治理, 并以此最终彪炳史册。

图 4：美国 CPI、PCE 处于四十年来最高方位


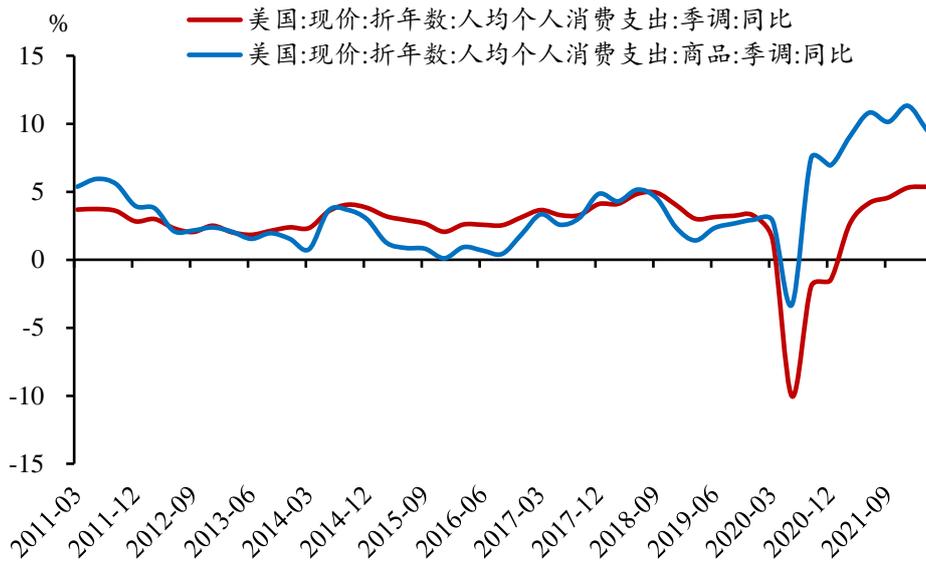
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

美国这一轮通胀高企，我们总结有三大成因，分别是需求高涨、供应链短缺、劳动力短缺。

首先是疫情后美国货币财政双刺激造成了需求高涨。弗里德曼说过，一切通胀都是货币现象。疫情爆发后，美联储开启史诗级的大放水，美联储资产负债表的规模从 4.1 万亿飙升到 9 万亿，在两年时间里翻了一倍还多。这当然会带来通胀的压力。问题还不仅于此，美国还推出了大规模的财政补贴，直接增强了美国人的消费需求。截至 2022 年 3 月末，美国人均消费支出增速达到 5.3%，其中商品消费的增速更是达到 9.5%，远远超过疫情前 3% 的增速。经济环境尤其是供应链无法匹配消费者如此大程度的消费需求。

图 5：美联储资产负债表规模从 4.1 万亿飙升到 9 万亿


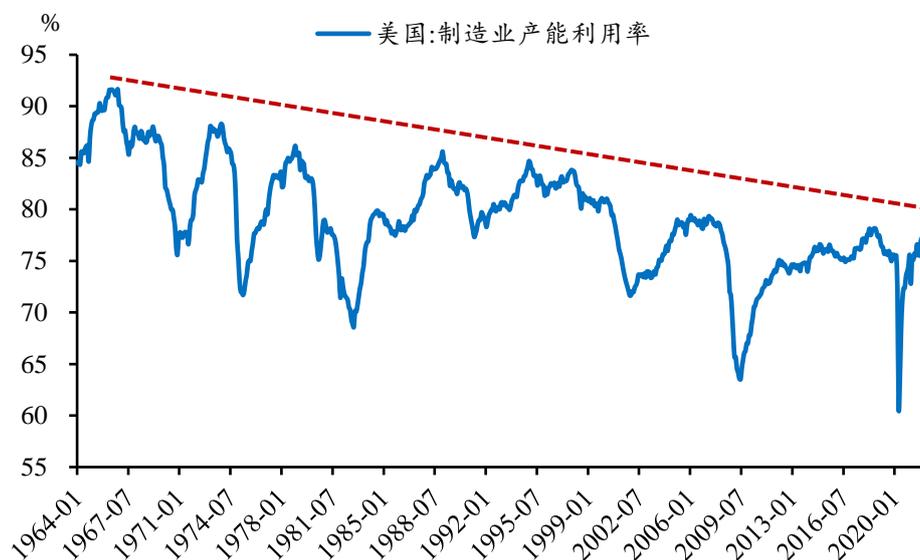
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：美国人均消费支出尤其是商品消费远超疫情前水平


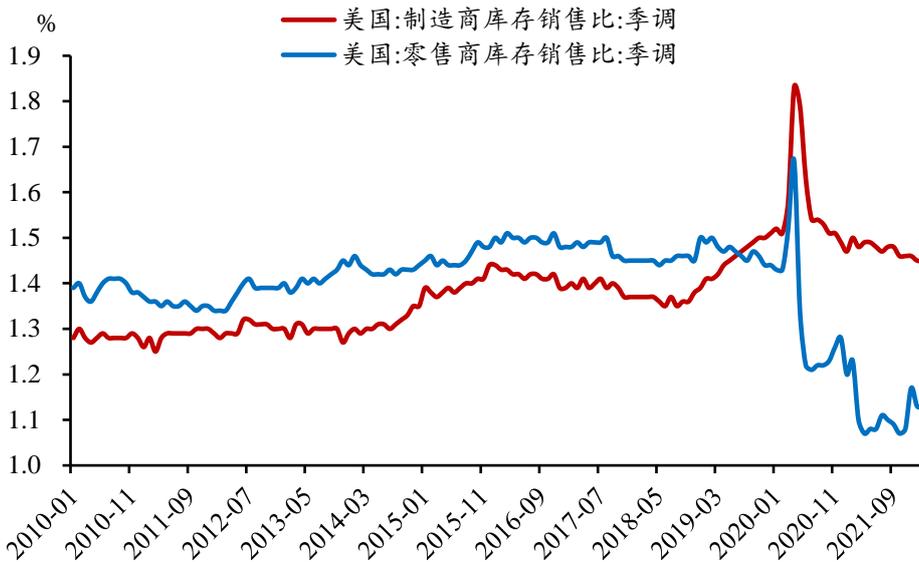
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 为剔除基数影响, 2021 年为两年平均增速、2022 年为三年平均增速

其次是疫情下美国迟迟得不到解决的供应链短缺，突出表现是运输阻滞。客观来说，美国产能利用率在后疫情时代经历了一个明显的修复过程，2021年初的时候已经回到并超过了疫情的水平。但问题在于，在需求创下历史新高的同时，产能利用率却迟迟回不到之前的高点，一直到今年3月份制造业产能利用率才超越上轮高点。比产能修复问题更严重的是运输阻滞问题。我们看美国零售商的库存销售比，目前只有1.1，处于1992年有数据以来的最低位，比疫情前的1.4低了20%多，而制造商库销比高达1.45，处于历史高位区间，反映产成品从制造商运输到零售商存在阻滞。

图 7：美国产能利用率的长期下降趋势


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：美国零售商与制造商库存销售比严重分化


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

最后是疫情后出现的劳动力短缺问题，以及由此造成的工资-通胀螺旋问题。出于对疫情传播的担忧和疫情救助等原因，疫情后大批美国人退出劳动市场，劳动参与率大幅低于疫情前水平。截至 2022 年 3 月，美国劳动力参与率为 62.4%，比疫情前（2020 年 1 月）仍低了 1 个百分点，就业人数至今仍未回到疫情前。美国杜克大学 CFO 调查显示，74% 的受访公司 CFO 们表示他们在填补职位空缺方面遇到了困难，作为应对措施，其中 82% 的公司将它们起薪平均提高了 9.8%。截至 2022 年 3 月，美国私人非农企业员工平均时薪同比增长 5.6%，连续 9 个月增速超过 4%，可以说，美国工资-通胀螺旋已经形成。5 月 5 日美国劳工统计局发布数据，2022Q1 非农劳动生产力环比下降 7.5%，4 月 30 日当周初次申请失业金人数升至 20 万人，劳动力短缺问题在加剧，我们的判断进一步坐实。

图 9：美国劳动力参与率仍待恢复，职业空缺率历史新高


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10：美国非农企业员工平均时薪持续上涨


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

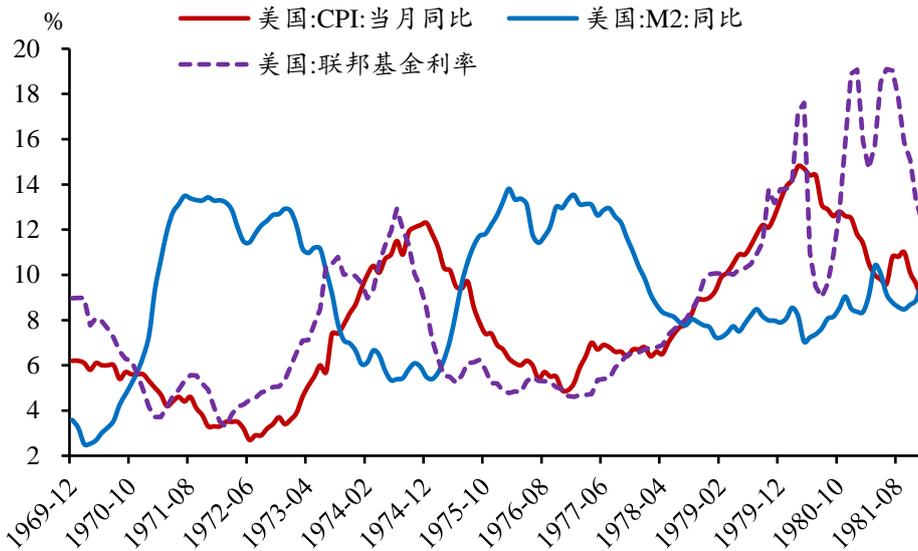
继续分析这些因素的持续性，不难看到，美国高通胀不是一个短期现象。关于运输阻滞问题，美国杜克大学调查显示，绝大部分公司 CFO 们预计要到 2022 年下半年甚至更晚，运输阻滞问题才会好转。关于劳动力短缺和工资上涨问题，历史经验显示，劳动参与率的修复是一个长期问题，2008 年金融危机后，美国劳动力参与率修复期长达四年半，最终也没有回到危机前的水平。而工资-通胀螺旋具有自我实现的特征，更是需要花大力气才能扭转。

1.3 历史上的史诗级加息——沃尔克加息

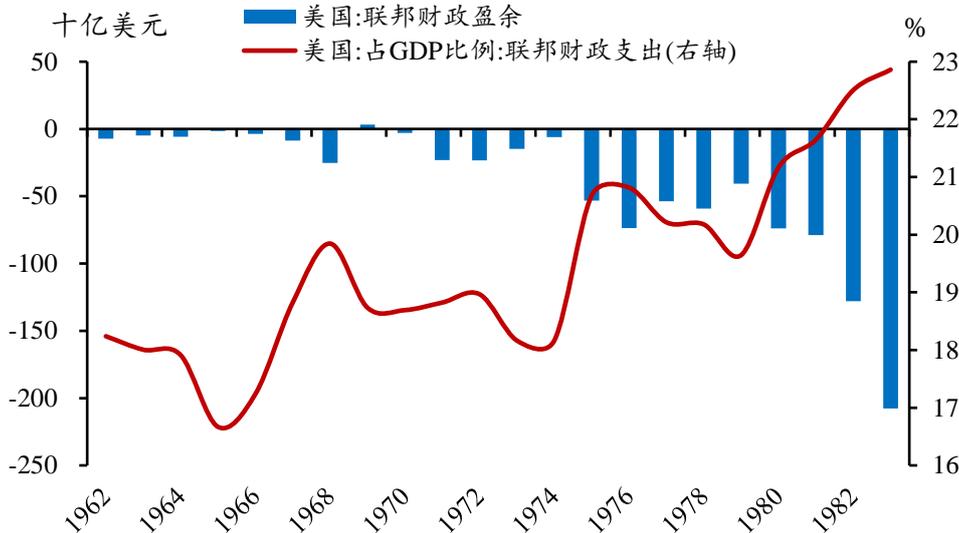
1979 年沃尔克上台伊始，面临的是美国经济“滞胀”的复杂局面。

造成 70 年代美国高通胀的基础是二战后美国政府长期奉行凯恩斯主义，货币财政双宽松。二战后美国经济快速增长，60 年代 M2 稳定以接近 8% 的增速扩张，1965 年后 CPI 增速持续上行，70 年代初已突破 6%，培育了通胀升温的土壤。冷战背景之下，1965-1968 年美国直接参与对越战争，国防开支快速上升，带动财政支出占 GDP 比例由 16.7% 涨至 19.8%。与此同时，70 年代美国经济面临低增长与高失业难题，政府奉行凯恩斯主义，不断通过扩大政府开支以刺激经济、创造就业机会。1976 年，美国财政支出占 GDP 比例高达 20.8%，财政赤字进一步扩大。

整个 70 年代，历任政府更加担忧经济衰退，对高通胀的危害性认知不足。第一次石油危机后，福特政府采取了偏紧的货币政策，到 1975 年初，将 M2 增速控制到 5% 的低位，通胀随后有所滑落。卡特政府上台前通胀一度降至 4.9%，遂再次将就业摆在首位，上任伊始就放弃了国会的抗通胀工具——工资和价格控制，埋下了高通胀的种子。而 1978 年“充分就业和平衡增长法案”明确要求保持长期增长的货币总量以实现充分就业进一步打开了通胀的大门。时任联储主席伯恩斯和其继任者米勒则将美联储武装成了白宫政策的执行者，面对通胀，伯恩斯和米勒采取缓慢加息的举动，甚至多次因忌惮拖累经济复苏而不敢加息。结果不言而喻，温和的加息步伐不但对就业市场造成了损害，也没能有效控制通胀，还严重损害了公众对联储的信心。

图 11: 70 年代美国货币超发、通胀升温、美联储缓慢升息


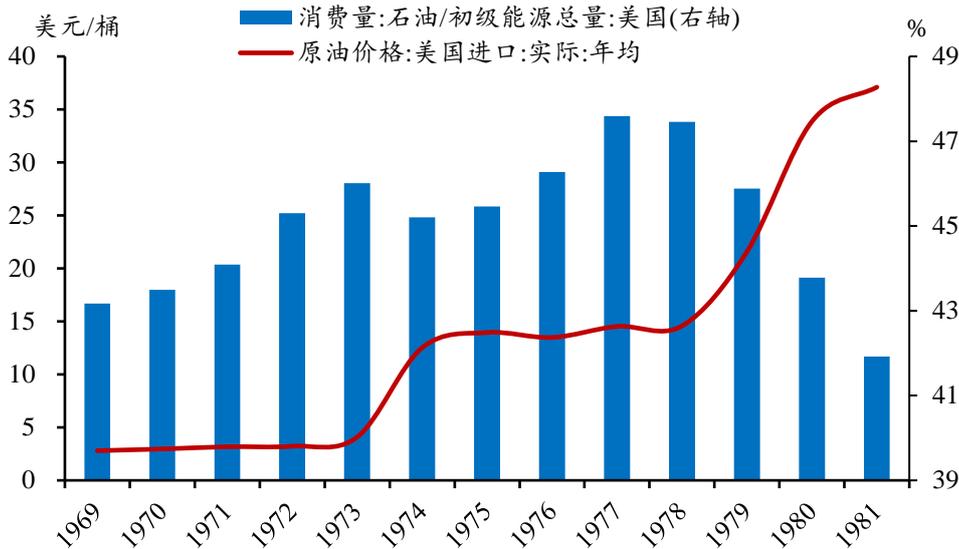
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 12: 70 年代美国财政支出占比上升、财政赤字扩大


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

两次石油危机直接触发原油价格飙升，持续推高通胀。历史上的三次石油危机，共有两次发生在 70 年代。第一次是 1973 年，中东战争爆发，阿拉伯国家和伊朗联手抬高原油市场价格以打击以色列及其支持国，石油输出国组织随后宣布减产，引发供给冲击。叠加布雷顿森林体系瓦解、美元危机两大背景，油价抬高、通胀率飞涨。1979 年爆发的两伊战争是第二次石油危机的开端，战争期间两国停止石油出口，再度再成供给短缺，同时西方国家补库存需求旺盛，进一步推升了国际油价。

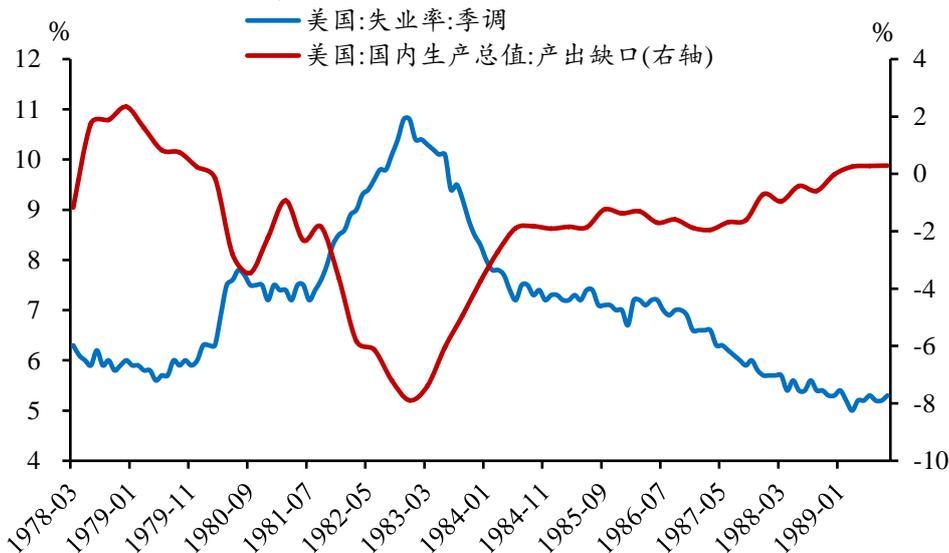
从美国进口的原油价格来看，1981 年均价格达 37 美元/桶，较 1970 年约 3 美元/桶的均价翻了十倍不止。原油在美国能源消费结构中占比最高，1977、1978 年占比均突破 47%，高油价对通胀抬升的贡献十分显著。

图 13: 美国能源消费结构下, 高油价对通胀抬升的贡献十分显著


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

沃尔克上任后, 美联储祭出史诗级加息对抗通胀, 一年内大幅升息 700bp, 联邦基金利率升至 20% 的超高位。紧缩的货币政策导致失业率在 1980 年初升至 8%, 产出缺口也开始回落, 沃尔克短暂降息企稳经济。面对持续失控的通胀, 美联储在降息后失业率小幅回落之际再次紧缩, 在 1980 年 8 月到 1981 年 7 月的加息周期中, 联邦基金利率两次升至近 20%, 终于打落通胀, CPI 在第二轮快速加息的周期中持续走低, 加息结束后不久增速已落至 10% 下方。在沃尔克第一个任期结束之际, 通胀率中枢基本降至 3% 以下, 然而史诗级的加息使得美国产出缺口由正转负, 且 1980-1988 年长期居于负区间, 失业率在加息后一度攀升至两位数, 付出了沉重的经济代价。

1983-1984 再度小幅加息以打压通胀预期。 沃尔克大幅升息带来的高失业率和经济衰退葬送了卡特连任之路。继任的里根总统采取了以减税和增加政府支出为核心的经济计划并实现了美国经济的强劲复苏, 与此同时通胀苗头再次出现, 为了打压通胀预期, 沃尔克再次启动加息。这一次美国经济动能更具韧性, 货币供应量被严格控制, 同时加息幅度相对较低, 最终本轮加息在治理通胀的基础上实现了经济软着陆。在此之后, 美国通胀多年保持在低位, 大通胀时代宣告结束。

图 14: 史诗级加息节奏下, 失业率高涨、产出缺口转负


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、美国经济衰退会影响加息节奏吗？

2.1 美国 Q1 环比折年率转负并非真正意义上的衰退

2022 年一季度，美国实际 GDP 环比折年率为-1.4%，成为 2020 年三季度以来的首次负增长。这并非系美国经济基本面走弱所致，第一，2021Q4 实际 GDP 环比折年率为 6.9%，是 2020Q3 后的最高值，垫高了 2022Q1 的环比基数。第二，从同比增速上看，剔除基数影响后的一季度 GDP 增速小幅上涨，持续向潜在增速靠近。分项上，美国一季度 GDP 环比负增长主要受到贸易逆差、存货投资变化和政府支出减少的拖累，三者合计拖累 GDP 约 4.5 个百分点。

个人消费和私人投资等经济增长的主要动能依旧强劲。1) 个人消费占美国 GDP 的比例接近 70%，对于美国经济有至关重要的作用，消费扩张意味着经济仍具韧性。2022Q1 个人消费支出的环比拉动率提升，特别是服务消费持续修复，反映出美国逐步解封所产生的积极影响，居民消费将持续从商品消费转向服务消费，进而推动个人消费增长。2) 私人投资拉动 Q1 经济增长，其中固定资产投资明显改善，其他分项多数呈现为正向贡献。但私人存货变化再度转负，环比拖累 0.84%，较去年 Q4 环比拉动 5.32% 出现大幅下降。批发和零售商的减少导致了此次存货投资变动下降，究其原因，或与芯片等原材料供给约束有关，反映出供应链仍待修复。

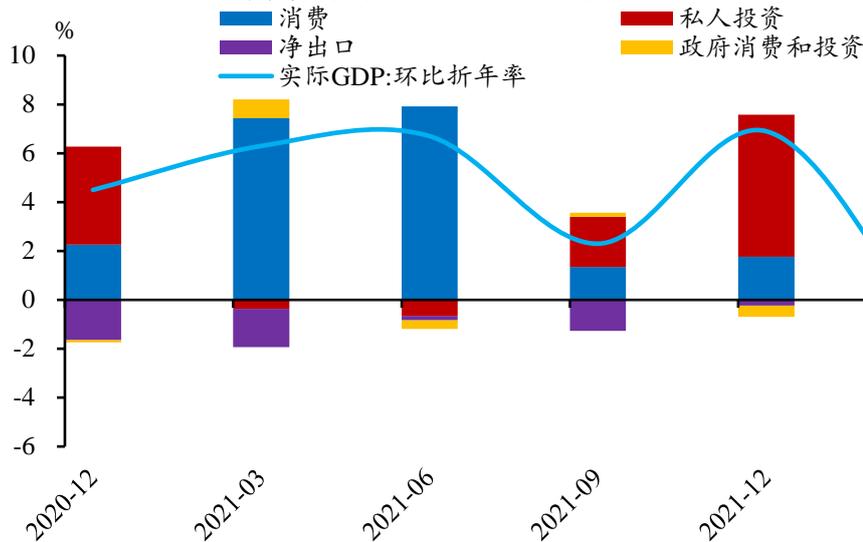
出口疲弱叠加进口激增，贸易逆差成为 GDP 环比的最大拖累项。美国作为世界上最大的贸易逆差国，净出口往往是 GDP 的主要拖累项，今年一季度净出口环比拖累达 3.2%，成为四大分项中的最大拖累。1) 进口维持强势，环比增长 17.7%，显示出美国内需保持强劲；2) 出口大幅走弱，环比下降 5.9%，主要源于商品项表现疲软。一方面，欧盟、中日韩等美国主要贸易伙伴在一季度分别受到俄乌冲突和疫情影响，外需放缓。另一方面，美国供应链修复存在瓶颈的背景下，为满足国内旺盛需求，商品内销导致出口下降。

图 15：美国经济持续向潜在增速修复



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 为剔除基数影响, 2021 年美国 GDP 增速为两年平均, 2022 年为三年平均

图 16: 2022Q1 环比折年率转负并非真正意义上的衰退


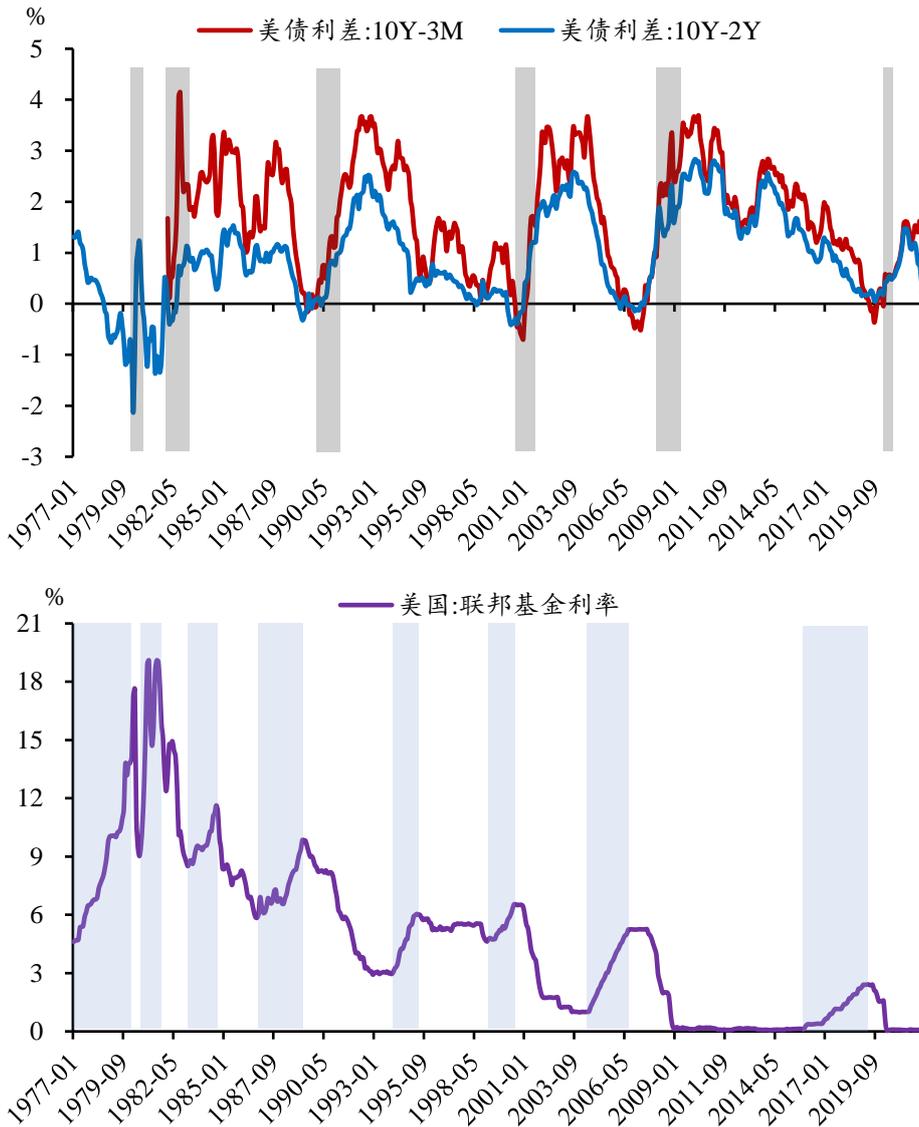
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 17: 净出口往往是美国 GDP 拖累项, 但 2022Q1 环比拖累尤为显著


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.2 本轮美债收益率倒挂对衰退的指导意义有限

美债收益率倒挂是高效的衰退前瞻指标，其中 10 年-2 年利差、10 年-3 个月利差对经济衰退的预测最有效。回顾自 1978 年开始的历次加息周期，参考美国国家经济研究局（NBER）对衰退周期的界定，“加息-倒挂-衰退”的事件循环曾多次出现。期间美债 10Y-2Y 利差、10Y-3M 利差发生倒挂后，大多成功预测了发生在之后 6-24 个月内的经济衰退。除了两次，一是 1998 年 5 月 26 日美债 10Y-2Y 利差倒挂，持续 32 天，经济未发生衰退。二是 2019 年 8 月 27 日美债 10Y-2Y、10-3M 利差均发生倒挂，2020 年 2 月至 4 月经济衰退，但这一次衰退主要系新冠疫情导致。

图 18：历史上加息-倒挂-衰退的先后出现


资料来源: Wind, NBER, 信达证券研发中心
 注: 灰色阴影为衰退周期, 蓝色阴影为加息周期

图 19：美债 10Y-2Y、10Y-3M 利差倒挂大多准确预测了经济衰退

10年期-2年期倒挂	倒挂持续时间	10年期-3个月倒挂	衰退期间
1978-08-18	423天	-	1980.01-1980.07
1980-09-12	409天	-	1981.07-1982.11
1989-01-04	123天	滞后倒挂	1990.07-1991.03
1998-05-26	32天	未倒挂	无衰退
2000-02-11	222天	滞后倒挂	2001.03-2001.11
2006-06-08	196天	滞后倒挂	2007.12-2009.06
2019-08-27	3天	提前倒挂	2020.02-2020.04
2022-04-01	2天	走势分化	-

资料来源: Wind, NBER, 信达证券研发中心
 注: “-”为数据暂不可得

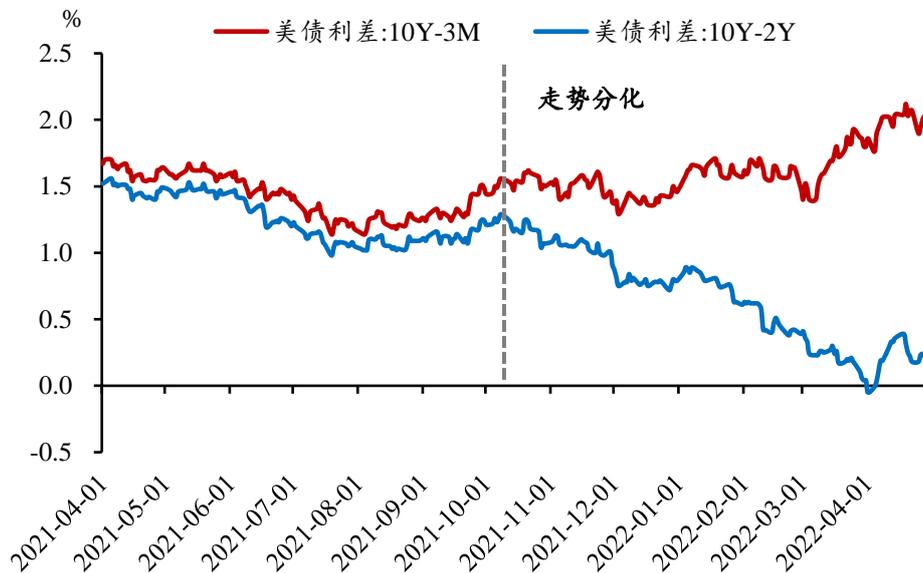
本轮与前次倒挂的一大不同，在于美债 10Y-2Y、10Y-3M 利差存在明显分化。1989 年以来的六次倒挂，其中四次均表现为美债 10Y-2Y、10Y-3M 利差同时倒挂。1998 年美债 10Y-2Y 利差倒挂后 10Y-3M 利差未发生倒挂，但两项利差趋势一致，此后未发生经济衰退。2022 年 4 月 1 日美债 10Y-2Y 利差倒挂，仅持续两天，历史最短，同时

10Y-3M 利差一路上行，走势上明显分化。

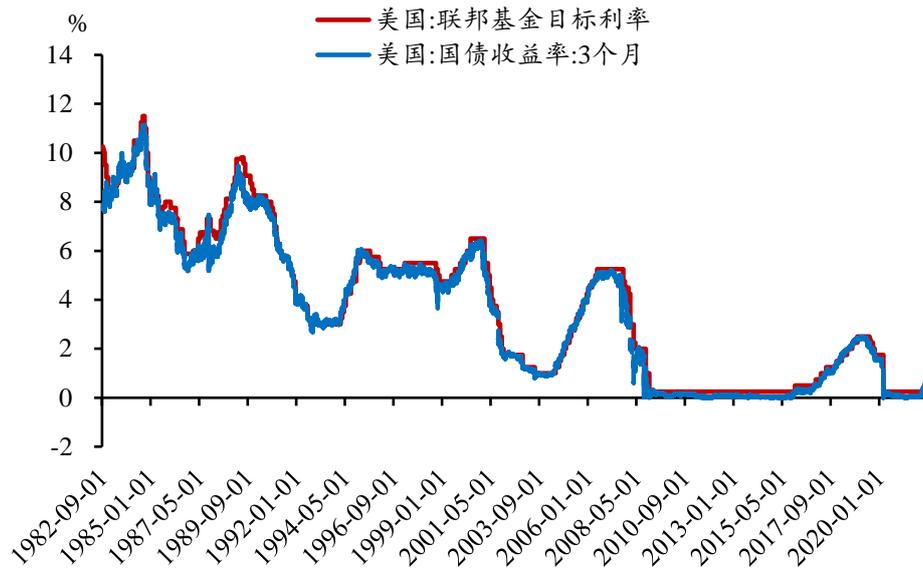
导致两项利差走势分化的核心原因是加息预期。3 个月美债收益率更多反映加息事实，与政策利率走势高度拟合，历史上，3 个月美债收益率基本围绕联邦基金目标利率上下波动。2 年美债收益率不仅包含了短期政策利率的波动，对市场加息预期也更加敏感。2021 年 9 月美联储议息会议后，市场加息预期明显增强，一方面 FOMC 经济预测调高了通胀预期，另一方面加息点阵图所显示的加息时点提前、幅度加大。11 月美联储“通胀暂时”立场出现退让，12 月放弃“通胀暂时”论，美国通胀数据不断刷新历史新高，进一步强化了市场加息预期。可以观察到，2021 年 10 月起 2 年美债收益率快速上行，3 个月美债收益率则表现平稳，维持在 0.05% 上下。2022 年以来，美国通胀继续升温，市场加息预期大幅增强，导致美债 10Y-2Y 利差快速收窄直至倒挂，而美债 10Y-3M 利差反向走阔，4 月末已达 200bp 以上。

两项利差明显背离，对经济衰退的指导意义有所弱化。这一轮 10Y-2Y 利差倒挂，有市场加息预期快速升温的主观因素，也有主要经济体央行扩表从而压低美债长端利率的客观因素。相比之下，10Y-3M 利差仍然较高，说明经济完全能够承受当前的利率水平。分歧之下，这一轮倒挂对于衰退的指导意义有所弱化，更应关注经济基本面的情况。

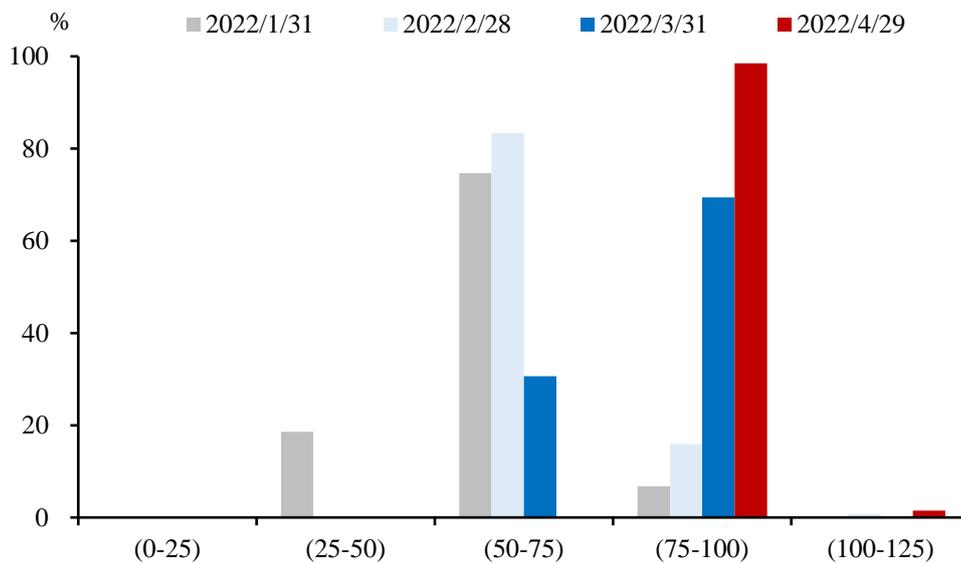
图 20：2021Q4 开始两项利差走势出现分化



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 21：3 个月美债收益率基本围绕政策利率上下波动


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 22：2022 年以来市场加息预期在不断强化


资料来源: CME, 信达证券研发中心

2.3 高通胀时期，经济衰退也未必会影响美联储政策态度

1978 年以来的六次经济衰退中，有三次影响了美联储的加息节奏。

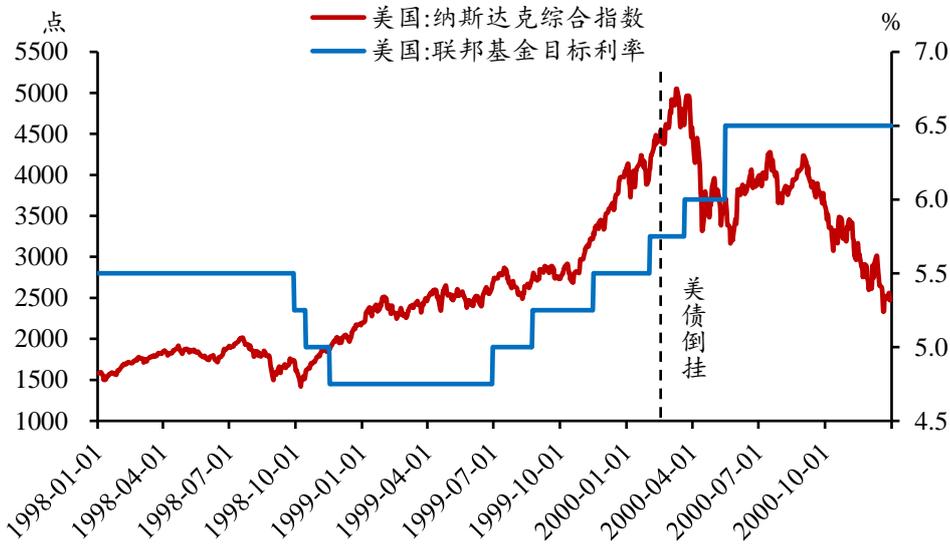
1) **1989 年：**1987 年美联储降息对冲股价崩盘的风险，随后通货膨胀开始升温。在判断失业率走低，制造业活动持续扩张之下，联储果断加息打压通胀。1989 年 1 月在美国联储加息 218 个 bp 之后，美债利率出现倒挂，此时通胀已达到加息周期最高位置，随后通胀指数回落，同时第一次海湾战争爆发，美国经济面临较大不确定性，联储随即结束加息。

2) **2000 年：**1998-2000 年受亚洲金融危机影响，美联储政策态度多次变化。1998 年美联储先是降息缓解亚洲金融危机对美国金融体系的冲击，期间美股迅速上涨。1999 年美联储判断经济开始过热随即启动加息，直到 2000 年初股市依然延续强势表现，随后美联储加快加息步伐。面对越来越鹰派的联储，市场对经济预期转向悲观，2000 年 2 月美债利差倒挂，此时纳指来到互联网泡沫的最高点。2000 年 5 月美联储一次性升息 50bp，互联网泡沫被

刺破，美国经济前景黯淡，美联储在倒挂出现的3个月后就停止了加息。

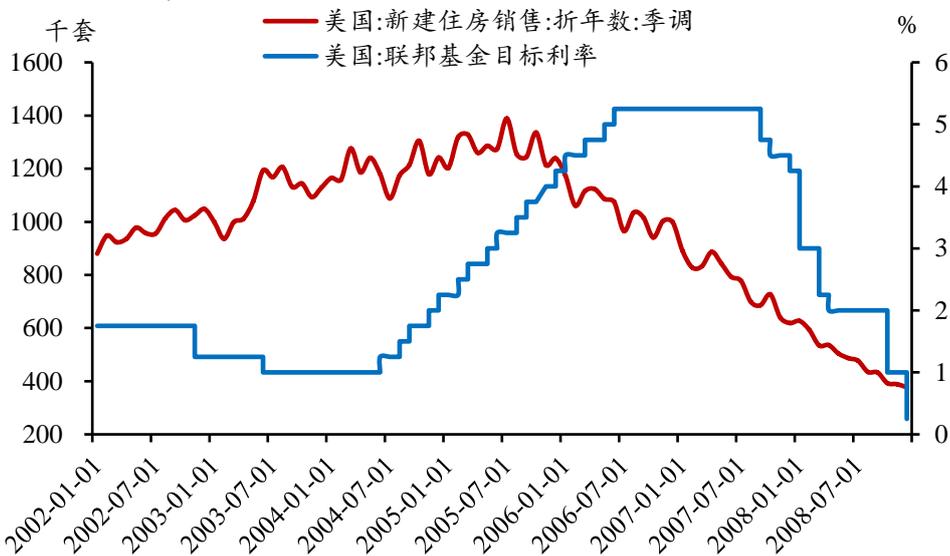
3) 2006年: 2004年联邦基金利率处于历史低位，房地产市场蓬勃发展，大量资金涌入房市，美国产出缺口收窄、通胀开始升温。2004年7月美联储开启加息，贷款利率的抬升使得居民住房需求开始走弱。2006年6月，在加息400bp之后，美债利率出现倒挂，此时房市已经明显降温，全美房市量价齐跌，经济增长也开始放缓，美联储随即停止加息。

图 23: 2000年，加息在刺破互联网泡沫后停止



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 24: 2006年，加息打压房价泡沫后迅速停止



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

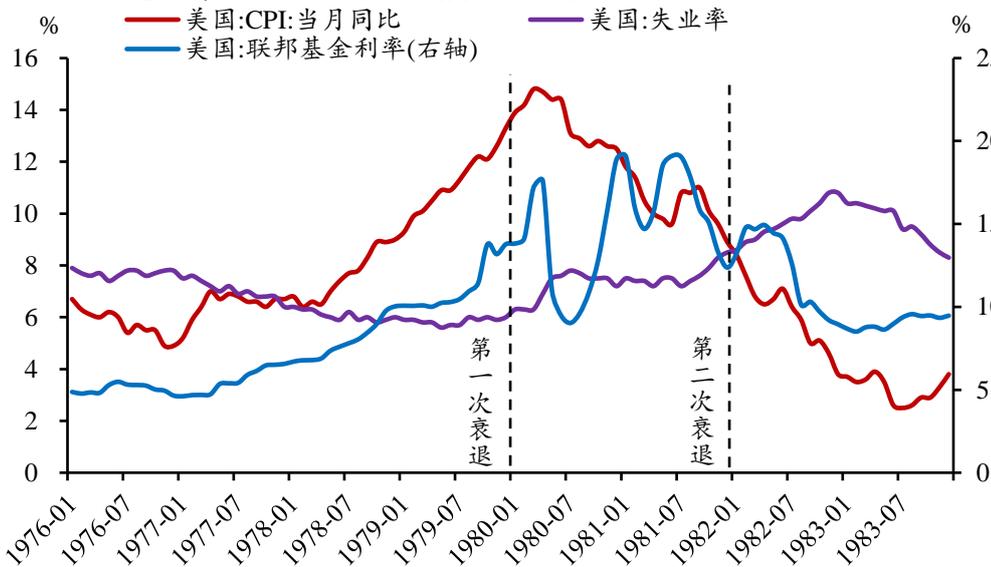
但在高通胀时期，经济衰退未必会影响美联储政策态度，沃尔克时期就是最好的例证。1970 年代布雷顿森林体系瓦解为超发美元松绑，两次石油危机引发大宗商品价格高涨，叠加多年的扩张性财政政策，美国通胀率屡屡突破 10%。为此，美联储几度将政策利率提升至 20% 附近，不惜损害经济来对抗通胀。加息周期中，美国经济两次出现衰退，但都没有减缓美联储的紧缩步伐。

1980 年，沃尔克不顾经济衰退，大幅加息以对抗通胀。 沃尔克就任美联储主席之前，卡特政府将保就业作为第

一目标，时任美联储主席伯恩斯和米勒采取缓慢加息操作应对，不但没能有效控制通胀，还使得美国经济深陷滞涨泥潭。尽管美联储在1978年12月至1979年7月还进行了一轮缩表，然而通胀依旧持续走高。1979年7月沃尔克上任之后，启动了史诗级加息以应对通胀，1980年1月美国经济出现衰退，但沃尔克直到4月份都未停止加息步伐，联邦基金利率迅速升至20%附近。

1982年，沃尔克再度小幅加息打压通胀。紧缩货币政策造成的流动性紧张使得美国经济在1981年7月加息结束之后陷入衰退，失业率一度突破10%。这一轮衰退周期持续至1982年11月，期间通胀再度出现小幅向上的苗头，同年5月美联储果断加息应对，始终将控通胀放在第一位。

图 25：沃尔克时期，两次衰退都没有减缓美联储紧缩步伐



资料来源：Wind，信达证券研发中心

综合上述，当前美联储态度清晰，继续走在史诗级加息的路上。

第一，美国通胀正处于四十年以来的最高方位，工资-通胀螺旋已经形成，短期内美联储紧缩节奏难以改变。在运输阻滞和劳动参与率低等突出问题并存的局面下，美国所面临的高通胀并不是短期现象，需要花费长时间、大力气才能扭转。5月议息会议上美联储如期加息50bp，接下来的会议上，还有可能多次加息50bp。

第二，美国经济增长动能依旧强劲，有望在加息周期内实现软着陆。2022Q1 美国经济环比负增长并非真正意义上的衰退，个人消费和私人投资等主要增长动能依旧强劲。

第三，即便美国经济发生衰退，对标沃尔克时期经验，美联储政策态度也不会发生改变。通胀已成为当前美国经济的最主要矛盾，沃尔克时期的经验更具参考意义。针对供给约束和工资通胀的核心问题，美联储坚定实施紧缩政策，有助于平抑需求，促进供需缺口弥合。

三、美联储史诗级加息对中国货币政策的影响

3.1 中美利差倒挂，压缩央行再降息空间

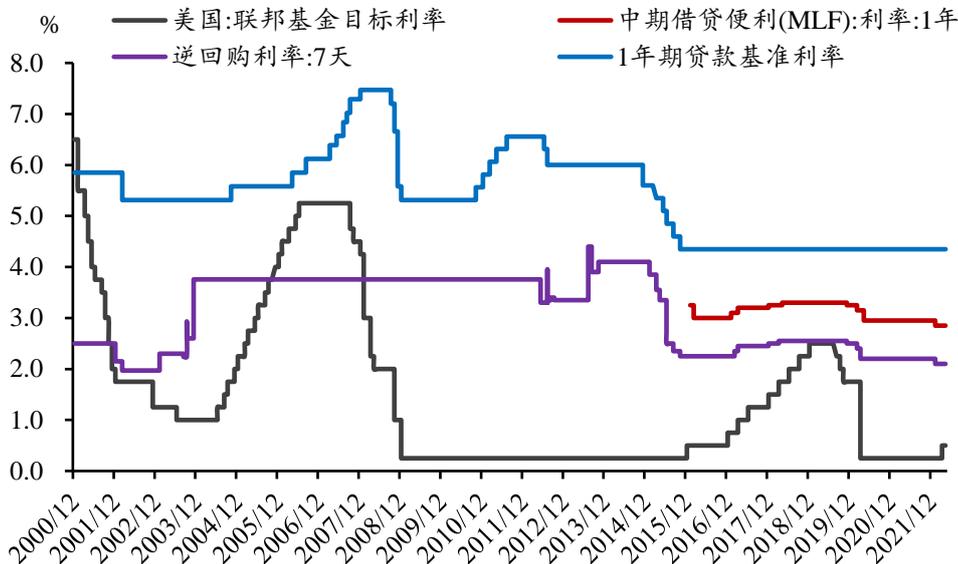
历史上，在美联储加息期，中国央行从未降低政策利率。20151024，中国央行双降存贷款基准利率，20151217，美联储开始加息，这是中国降息距离美国降息最近的一次，距离两个月。

美联储加息驱动中美利差倒挂，中国央行如若再降息，利差将承受更大的收缩压力。受美国通胀续创新高、市场加息预期不断强化的影响，2022年以来十年期美债收益率快速上升，驱动中美利差收窄。2022年3月加息落地

以来，美联储高官多次发表鹰派讲话，引导加息预期进一步发酵，4月11日中美利差发生了近十年以来的首次倒挂。美联储加息期内中国央行有能力“以我为主”，但采取宽松操作尤其是降息通常较为谨慎。当前中美利差仍倒挂，央行若再降息，利差收缩压力加剧，或造成更多资本外流、加速汇率贬值预期的形成。

基于历史经验，当汇率贬值压力不大时，中美利差对央行政策往往是“软约束”，但3月中下旬以来，人民币汇率已迎来趋势之变。

图 26：美联储加息期，中国央行从未降低政策利率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 27：中美利差发生倒挂



资料来源：Wind，信达证券研发中心

3.2 汇率贬值对央行再降息形成硬约束

近两周人民币汇率出现了快速贬值迹象。4月20日在岸汇率贬破 6.4 关口，21 日破 6.45 关口、22 日破 6.5 关口、28 日破 6.6 关口。这几个整数关口接连告破，十个工作日内贬值幅度达到 2417 基点。离岸汇率的贬值幅度更大，5 月 2 日一度逼近 6.7 的关口，对市场上人民币汇率贬值预期产生了重要影响。

4 月 25 日晚间，央行下调外汇存款准备金率 1 个百分点，释放了明确的稳汇率信号。市场记忆犹新的是，在 2021

年人民币汇率面临较强升值压力的背景下，2021年5月和12月央行曾两次上调这一工具抑制升值。其中，5月份首次上调之后，起到了明显效果，人民币汇率阶段性拐点出现，2021年6-7月转为贬值。时移事易，距离上次调整四个多月之后，这次央行选择下调该工具抑制贬值。从机制上看，下调外汇存准率，能够释放一部分外汇流动性，增加外汇市场上的美元供给，从而缓解人民币贬值压力。

图 28：过去两周人民币汇率出现了快速贬值现象



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 29：2021 年央行两次上调外汇存准率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

本轮人民币汇率贬值，是一系列因素同时扭转的结果。

一是美国货币政策明显紧于中国，中美利差扭转。中美货币政策分化，美联储可能开启一轮史诗级的加息周期，对比之下，我国 2022 年稳增长压力较大，中央多次强调慎重出台具有收缩效应的政策，货币政策将维持相对偏松的基调。美国货币政策明显紧于中国，将推升美债收益率，缩小境内外利差，跨境资本可能从流入转为流出，进而推动人民币从升值转为贬值。

二是 2022 年以来资本外流压力增大，资本流动方向扭转。过去两年我国对外资吸引力增强，直接投资顺差增加、

证券投资维持顺差。2022 年以来资本流出压力加大，多项高频指标均显示出资本外流迹象。从银行代客收付款差额上看，2 月份资本与金融项目由顺差转为逆差 241 亿美元，3 月份逆差进一步扩大至 322 亿美元。在中美利差持续收窄的背景下，中国国债对于外资吸引力有所弱化，3 月债券通境外持有量显著下滑，中央结算公司与上清所口径数据合计减少 1125 亿元。股市资金同样面临流出压力。

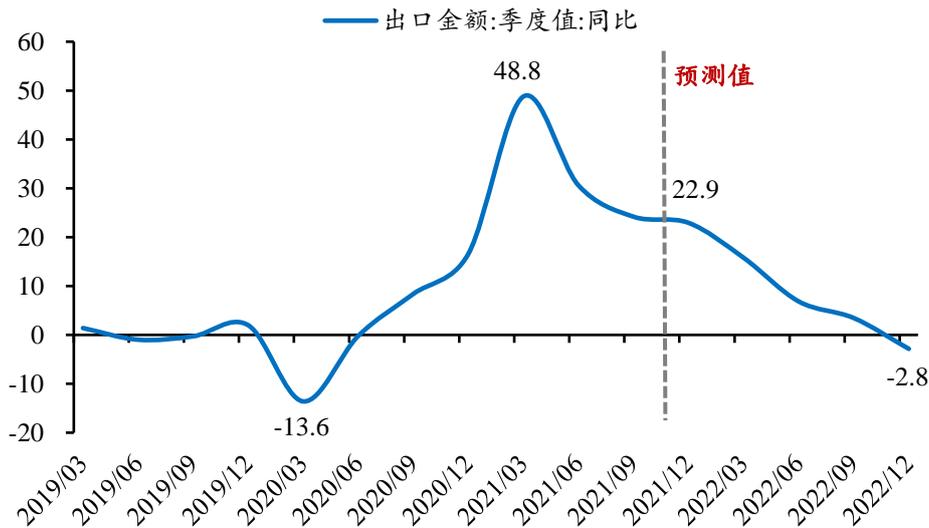
三是 2022 年出口增速可能前高后低，出口支撑扭转。2020 年下半年以来至 2021 年底，我国出口经历了一轮波澜壮阔的高增长时期。但 2022 年，包括美国、欧洲在内的全球经济增长放缓，我国的出口前景面临挑战。此外，考虑到去年我国出口高景气与海外生产能力受挫、我国出口份额上升有关，而今年海外生产能力逐渐修复，我国出口份额有小幅下降风险，这将进一步加大我国出口下行压力，对人民币汇率的支撑也趋于减弱。

四是中国疫情防控领先的比较优势在 2022 年被打破，基本面扭转。去年，中国坚持动态清零政策，疫情防控持续领先。得益于疫情防控领先，中国生产有力恢复，叠加外需拉动，出口订单不断向中国转移，外汇市场流动性充裕，支撑人民币大幅升值。但今年 3 月份以来，中国疫情防控的相对优势被打破。众多发达经济体已经开始有序解封，中国疫情防控到目前为止仍面临严峻挑战。

图 30：金融项目银行代客收付款由顺差转为逆差



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 31：2022 年出口增速可能前高后低


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

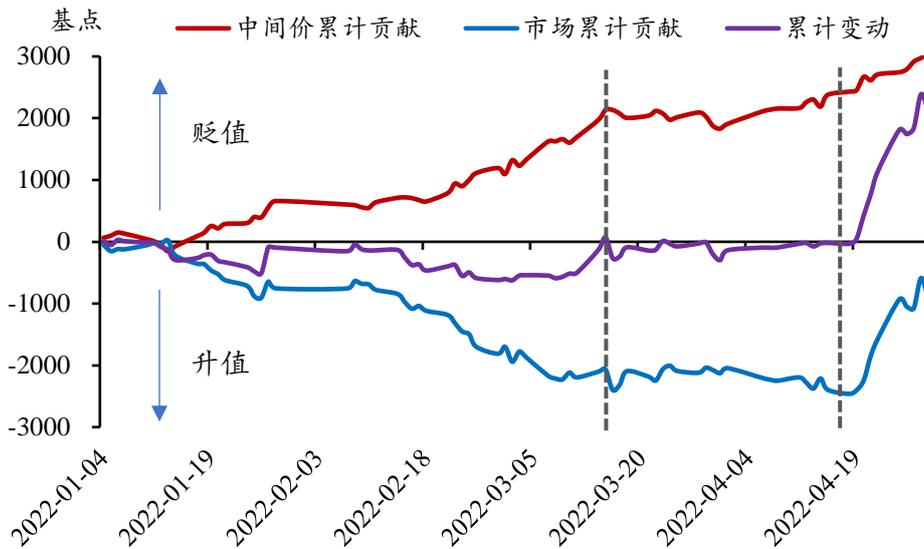
在汇率贬值的压力下，央行再降政策利率的空间已经很小。综合上述，人民币汇率在3月中下旬趋势性转贬，过去两周快速贬值。并且从中长期基本面来看，一系列支撑汇率升至的因素都在发生扭转，这一轮人民币贬值恐怕难以在短时间内停息。当前窗口对于央行管理预期至关重要，如若再降息，或进一步刺激人民币贬值，有违汇率“在合理均衡水平上保持基本稳定”的大基调，预期失调后再做纠偏势必付出更大代价。

央行对于汇率的态度，是既怕人民币快速、大幅贬值，又担心人民币不贬值。我们对人民币即期汇率的变动进行分解，具体分解为市场贡献和中间价贡献，可以看到，3月后半月，市场力量总体贡献贬值，中间价力量总体贡献升值，在贬值压力初现的敏感关头，反映出人民币汇率大幅贬值和持续贬值并非合意结果。4月上半月，在贬值压力仍然存在的背景下，中间价因素又体现出顺势贬值的特征，显示人民币汇率居高不下亦并非合意结果。尽管看似矛盾，实则和谐统一。概言之，人民币汇率小幅缓慢贬值似乎才是对各方面最友好的结果，既有利于提高出口竞争力促进出口，又不至于引发相关金融风险。

央行稳汇率的工具众多，汇率贬值失控的局面很难出现。工具包括但不限于：

- 1、启动逆周期因子；
- 2、调整外汇存款准备金率；
- 3、调整远期售汇风险准备金；
- 4、收紧离岸人民币流动性；
- 5、加强资本项目管制。

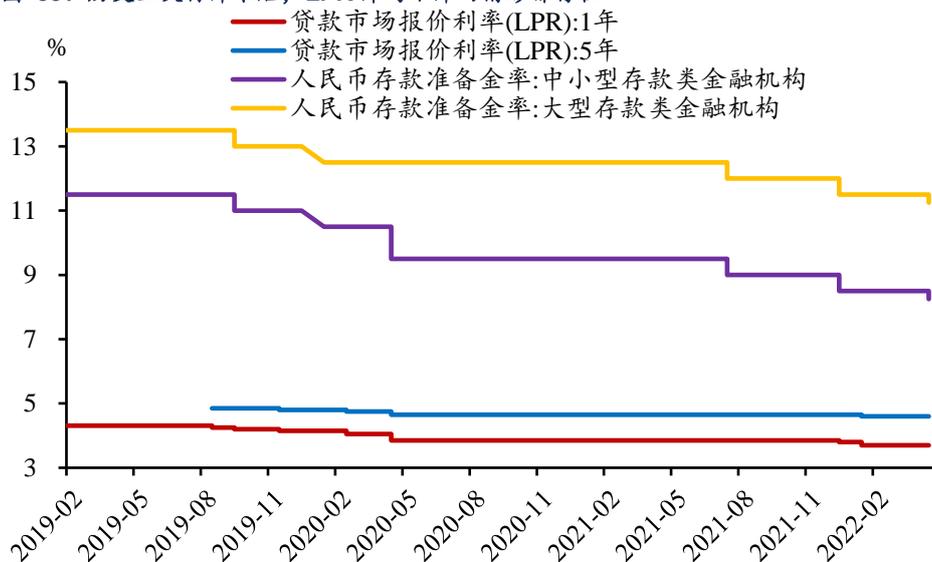
考虑到中国经济的长期优势没有改变，考虑到央行极强的调控能力，我们有理由相信，人民币汇率贬值失控的局面是很难出现的。

图 32：中间价贡献所反映的操作思路


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3.3 LPR 有望下调，宽信用为货币政策主要发力点

1 年、5 年期 LPR 均有下调空间。历史上央行降准后，LPR 降与不降的情形都存在。以 2021 年为例，7 月降准后 LPR 未变，12 月降准后，1 年期 LPR 两次下调共 15bp，5 年期 LPR 下调 5bp。我们判断后续 LPR 下降的可能性更大，一是降准能够降低金融机构资金成本，此次降准节约成本约 65 亿元，理论上有力推动 LPR 下调。二是 4 月 13 日国常会上鼓励拨备水平较高的大型银行有序降低拨备覆盖率，截至目前上市银行一季报披露完毕，包括邮储、招商银行在内的共计 8 家上市银行率先下调拨备覆盖率。三是市场利率定价自律机制鼓励中小银行存款利率浮动上限下调 10 个基点 (BP) 左右。至此，银行面临的流动性、资本、利率三大约束均有不同程度缓解，存在充足空间推动 LPR 进一步下调。当前是宽信用发力窗口，未来要进一步稳房贷、优化信贷结构，降 LPR 对实体经济的提振作用较大。我们判断本月中旬 1 年、5 年期 LPR 有较高可能性出现下调。

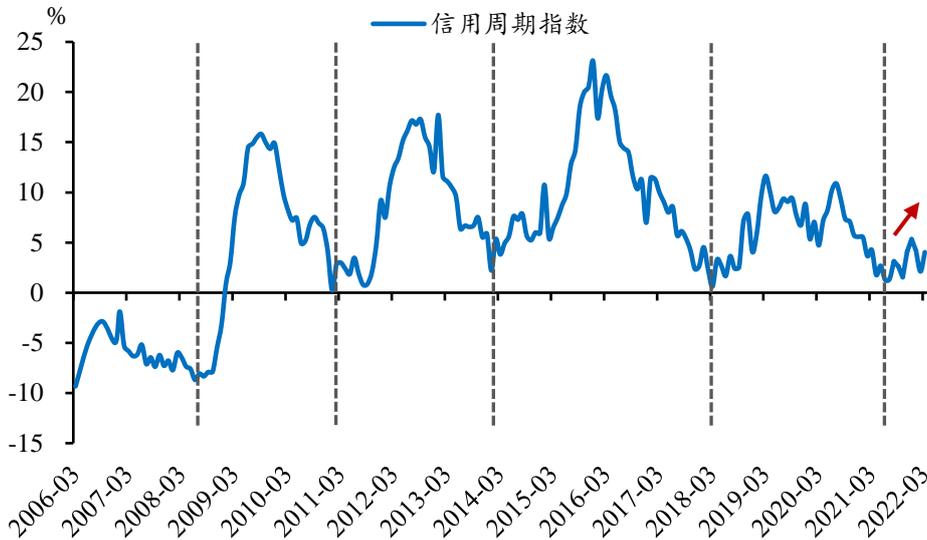
图 33：历史上央行降准后，LPR 降与不降的情形都存在


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

考察央行可能运用的政策工具，在美联储加息和汇率贬值的两大约束之下，再降政策利率的空间已然很小。4 月中旬降准落地，5 月 LPR 存在下调空间，下一阶段，货币政策将以宽信用为主要发力点。

基于我们构建的信用周期指数，本轮宽信用正处于开始阶段，后续空间广阔。我国过去的几轮信用周期：200806-201101、201101-201401、201401-201803、201803-202106，一轮完整的周期大约持续三年左右。本轮宽信用周期以2021年7月央行降准为开端，8月央行信贷座谈会释放明确政策信号，强调“保持信贷平稳增长”，2021年10月起数据出现明显改善。据此判断，今年至少前三季度都将处于信用扩张周期。

图 34：根据信用周期指数，今年前三季度都将处于信用扩张期



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

四、资产配置：A股将延续价值跑赢成长的风格

4.1 加息周期大类资产表现：回顾与展望

1) 理论上加息提升美元资产吸引力，全球资本回流美国有助于推高美元指数，但历史表明加息周期美元走势分化。最近八次加息周期，美元指数强弱各半，美元指数受到美国经济在全球中的相对位置影响，如果全球经济同步向好，则加息无法显著提高美元资产吸引力，此外需要注意美元指数往往在加息落地前的政策博弈阶段先行上涨，在加息开始后美元升值反而减弱，这一点在联储越发重视预期管理的当下值得特别关注。5月加息落地，市场博弈焦点转向美联储政策调整的可能性，短期内，依然强烈的加息预期和俄乌冲突所催生的避险需求将持续维系美元强势格局。中长期来看，“沃尔克式”加息的可能性存在，美国经济面临政策紧缩和回归潜在增速的双重压力，美元可能开启震荡走势。

2) 加息难挡原油价格走强。大宗商品采用美元计价，理论上，美联储加息推动美元走强，从而会压低大宗商品价格。然而历次加息周期内，原油大多逆势上涨。进入21世纪，原油价格飙升与OPEC减产和新兴经济体快速发展有关，和加息的相关性有所弱化。本轮俄乌冲突严重影响全球原油供给，全球经济供给约束仍存，5月5日OPEC+维持不增产计划，强势美元对油价的压制作用有限，未来仍有上涨空间。

3) 黄金在加息早期上涨概率较高，加息过程中往往震荡调整。70年代通胀飙升，经济疲弱，加息带动金价显著上行；沃尔克铁腕治理后，经济从衰退中复苏，整个80-90年代，美国经济整体向好，金价承压下挫；2000年之后的两次加息，金价均上行，2004年加息刺破房地产泡沫，投资者大量购入黄金避险。2015年的加息周期黄金表现平稳，在加息路径尚未明朗前，金价承压，加息落地后金价震荡上行。本轮金价走势与2015年较为类似，2022年3月议息会议前市场加息预期快速升温，黄金价格连续上涨。3月加息落地前后，市场对于美联储加息路径的认知更加充分，金价小幅震荡后明显回落。下半年美国经济若实现“软着陆”，金价或持续呈现为震荡下行。

4) 加息周期内，美股可能维持正收益。美股在历轮加息周期内多数维持正收益，背后原因或在于，加息周期往往发生在美国经济开始呈现通胀苗头而走向过热的阶段。此外，美股表现与主要经济体长期超发货币也有很大关

联。2022 年美国经济的核心特征可能是利率明显上行和经济小幅放缓，过去五十多年里，具备同样特征的年份中，美股整体有平均 10.7% 的收益，80% 的概率收益为正。

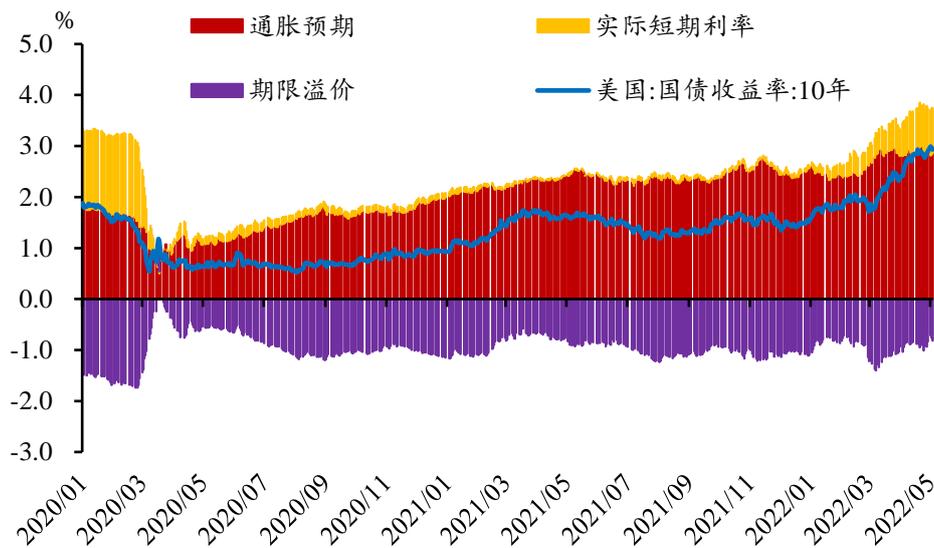
5) 历史上八次加息无一例外地推动美债走熊。基于历史表现，10 年、2 年期美债收益率在加息周期内均明显上行，这与政策利率作为美债定价因子直接相关。当前美联储继续加息的确定性高，再次加息 50bp 的可能性高，美联储开启渐进式缩表，都对长端美债收益率形成支撑。短期来看，工资通胀螺旋升温、油价走强或引导通胀预期进一步发酵，同时美国经济增长动能仍存，实际利率继续作为支撑，上半年 10 年期美债利率维持在 3% 上下的可能性较大，高点或突破 3.2%。中长期来看，通胀预期和加息预期已较为充分，未来趋于降温，但政策利率的抬升和缩表将继续对长端利率形成支撑，下半年 10 年期美债利率或维持高位震荡。

图 35: 美联储加息周期大类资产表现回顾

加息周期	黄金	原油	美元指数	美股-标普	美股-纳指	美股-道指	10年期美债	2年期美债
1977.1-1980.4	291.20%	192.64%	-13.39%	-0.82%	40.65%	-18.99%	426.00%	660.24%
1980.8-1981.7	-34.74%	1.70%	27.63%	4.56%	18.07%	0.06%	317.90%	482.65%
1983.3-1984.8	-17.16%	-0.53%	16.14%	8.26%	-6.04%	7.37%	21.03%	28.77%
1988.3-1989.5	-16.36%	21.92%	12.42%	18.14%	16.10%	19.33%	48.56%	174.73%
1994.2-1995.2	-1.38%	26.42%	-8.93%	2.19%	-0.45%	1.23%	25.05%	58.95%
1999.6-2000.5	5.31%	65.89%	8.10%	7.25%	39.96%	-1.16%	54.09%	119.09%
2004.6-2006.6	51.93%	92.15%	-3.80%	10.63%	6.82%	6.11%	37.26%	235.85%
2015.12-2018.12	17.06%	47.55%	-1.48%	24.99%	35.19%	35.70%	58.99%	169.36%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 36: 十年期美债收益率拆分



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

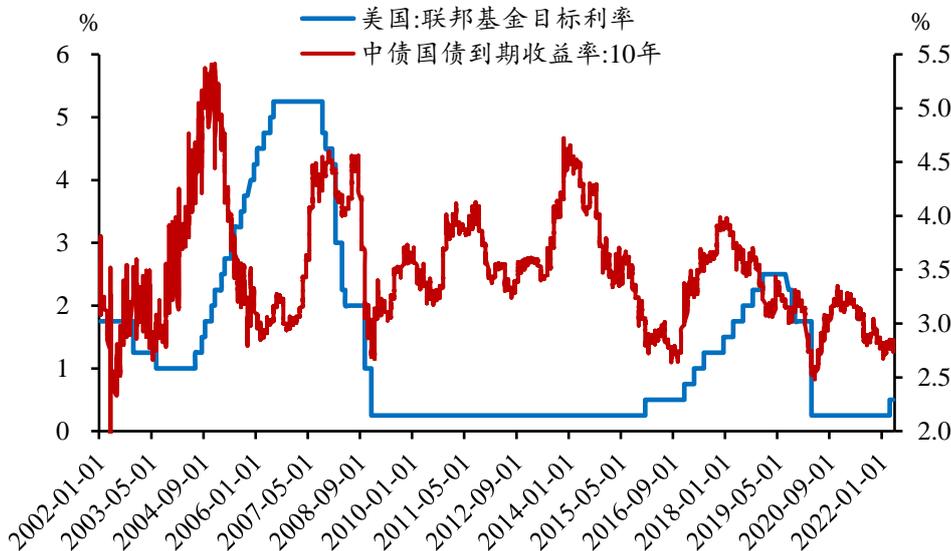
4.2 A 股价值板块胜率更高，债市受国内基本面影响更大

信用扩张初期，价值股一般能够跑赢成长股。股市行情通常滞后于信用周期，而当信用开始收缩，股市的上行通常还能再维持一段时间。原因在于信用周期和经济周期并不同步，前者向后者的传导需要时间。根据我们构建的信用周期指数，当前处于信用扩张初期，价值股一般能够跑赢成长股。结合 2012 年 6 月、2016 年 8 月、2019 年 5 月、2021 年 8 月，指数触底回升后的一段时间，价值板块的胜率更高。

图 37：信用扩张初期，价值股一般能够跑赢成长股


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

中债表现受国内基本面的影响更大。中美利差收窄将在一定程度上弱化中国国债对外资的吸引力，对债市而言存在资本流出的压力。回顾历史表现，美联储加息期内，中债表现更多以国内经济基本面为主。2004 年中国跟随美国加息，债市应声下跌，但 2005 年随着国内央行降准等一系列政策落地刺激债市走强；2015 年央行和美联储政策错位，央行在 2015 年的加息周期中多次降息降准推动债市走牛，而 2016 年央行收紧流动性后转为熊市行情。这一轮中美政策再度背离，中国面临内外压力下稳增长重要性更高、政策基调偏松，上半年十年期国债收益率的上行压力不大，预计位于 2.8-3.0% 之间。下半年稳增长政策生效，宽信用向实体经济的传导增强，债市收益率易升难降。

图 38：美联储加息期内，中债受国内基本面影响更大


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

疫情再度恶化，政策推进不及预期。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

张云杰，信达证券宏观研究助理。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究货币流动性和物价分析。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@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。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 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。