



## 宏观研究

# 【粤开宏观】美国加息刻不容缓，衰退风险堪忧：6月美联储议息会议点评

2022年06月16日

## 分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001  
电话：010-83755580  
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

## 分析师：方堃

执业编号：S0300521050001  
电话：010-83755575  
邮箱：fangkun@y kzq.com

## 近期报告

《【粤开宏观】全球粮食危机：表现、成因及影响》2022-06-07

《【粤开宏观】资产负债表不是不想奋斗，只是被现金流量表束缚了手脚》2022-06-12

《【粤开证券】当前土地市场形势及对财政的影响分析》2022-06-14

《【粤开宏观】从财税视角看广东：基于21城与122区县的分析》2022-06-15

《【粤开宏观】5月经济恢复超预期，但目前下行压力仍大》2022-06-15

## 事件

当地时间6月15日，美联储公布利率决议，即日起加息75bp，同时宣布保持缩表速度不变。本次会议基本符合预期，鲍威尔答记者问缓解了担忧，美股先跌后涨，美债利率先上后下，标普500指数、纳斯达克指数分别上涨1.5%、2.5%，美债10年期、2年期收益率大幅下行19bp、24bp。

## 摘要

本次会议，市场主要关注两点：一是关注加息幅度，包括此次加息是50bp还是75bp，未来加息的路径是否依然保持现有幅度和节奏？二是加息后经济形势如何，能否止住通胀，美联储此前主张的软着陆是否还能实现？

**1、政策决议：美联储6月利率决议，宣布加息75bp，为1994年11月以来首次。**6月缩表速度保持不变，每个月减持475亿美元的国债和MBS。美联储加息75bp，考虑了当前美国政治经济背景，一是通胀见顶论证伪，二是加码抗通胀已是政治正确。

**2、会议声明：本次会议声明基调偏鹰派，肯定了经济基本面回升，海外风险导致高通胀，需要提高加息幅度。**美联储强调了稳住通胀预期的决心，声明中定调“坚定地致力于”（strongly committed to）将通胀率恢复到2%的目标，还点名了俄乌冲突对美国经济和通胀的影响。

**3、经济预测：总体上体现了通胀形势更加严峻，并反映出加息的负面冲击。**具体来看，调高2022年PCE预测至5%以上的同时，还大幅下调了2022年的经济增长预测，2022年预期GDP增速1.7%低于疫情前，并小幅上调了未来三年的失业率。

**4、点阵图：利率走势先升后降，呈现倒U型，年内加息空间还有175bp。**长期利率中枢提升，加息路径倒U型，未来3年的目标利率中位数分别上调至3.4%、3.8%、3.4%。加息幅度集中到了2022年，表明联储短期内加息的立场和抗击通胀决心。

**5、答记者问：鲍威尔在开场白中，明确表示加息75个基点的举措不会成为常态，下次会议加息幅度可能回归50bp，这打消了市场顾虑，也是市场反弹的核心原因。**市场风险偏好受到提振，股债双强，美元走弱。市场普遍关心加息抗通胀的经济代价，美联储如何权衡失业和通胀。鲍威尔点明，即使失业率从3.6%上升至4.1%，只要实现了通胀2%目标，政策就成功了。

**6、美联储的加息路径成为最大风险来源，左右下半年经济预期和市场走势。警惕美联储加息对经济的四大副作用，或引发衰退风险。**

**一是房地产销售走弱。**美联储加息后利率飙升，抵押贷款需求锐减，销量下



跌；全球建筑商协会 NAHB 指数新低，开工活动低迷。

**二是失业率反弹。**美联储当前的预测已显示，允许加息后失业率上升以实现通胀降温。往后看劳动力继续修复的动能已明显放缓，就业对美国经济的贡献减弱。

**三是制造业投资转差。**美联储加息后抑制了需求，制造业 PMI 景气度下行，投资意愿不足。

**四是居民消费低迷。**美联储加息难以解决供给短缺所引发的通胀，高通胀使得实际购买力下降，消费信心和消费倾向下行。

## 7、资产价格怎么看？

大类资产衰退交易不断演绎，在“滞”与“胀”之间切换。预计美债摸高 3.5% 之后，或将进入区间震荡。

美股短期有修复的空间，但是中期三重承压，尤其是成长风格受冲击更大。

预计美元指数高位震荡，全球加息周期继续升级，欧央行等非美经济体货币紧缩追赶美联储，美欧利差收窄引发美元回调。

**风险提示：**粮食危机和能源危机加剧通胀，美联储紧缩加码可能引发流动性危机



## 目 录

一、政策决议：6月加息 75bp，近 28 年以来首次，缩表速度不变 .....	4
二、会议声明：坚定稳住通胀，俄乌冲突影响全球经济 .....	4
三、经济预测：2022 年 GDP 增速低于疫情前、失业率上升 .....	5
四、点阵图：预计年内加息空间还有 175bp，长期利率中枢提升，加息路径倒 U 型.....	6
五、答记者问：75bp 不会成为常态，需要在通胀和失业之间权衡.....	7
六、通胀居高不下，加息刻不容缓，衰退风险堪忧，市场何去何从？ .....	8

## 图表目录

图表 1：美联储自 1994 年 11 月以来首次加息 75bp .....	4
图表 2：2022 年 5 月和 6 月会议声明比较.....	5
图表 3：美联储 2022 年 6 月会议经济预测变化.....	6
图表 4：会议披露的点阵图中，FOMC 票委对未来利率预测的中位数比较.....	7
图表 5：鲍威尔答记者问后主要大类资产表现 .....	7
图表 6：美国抵押贷款利率大幅上行 .....	8
图表 7：美国劳动力市场活动指数高于疫情前水平 .....	9
图表 8：美债实际利率拉动名义利率上行.....	10
图表 9：美股成长股受冲击更严重.....	10
图表 10：2022 年 5 月美债德债利差收窄驱动美元指数回调 .....	11



## 一、政策决议：6月加息75bp，近28年以来首次，缩表速度不变

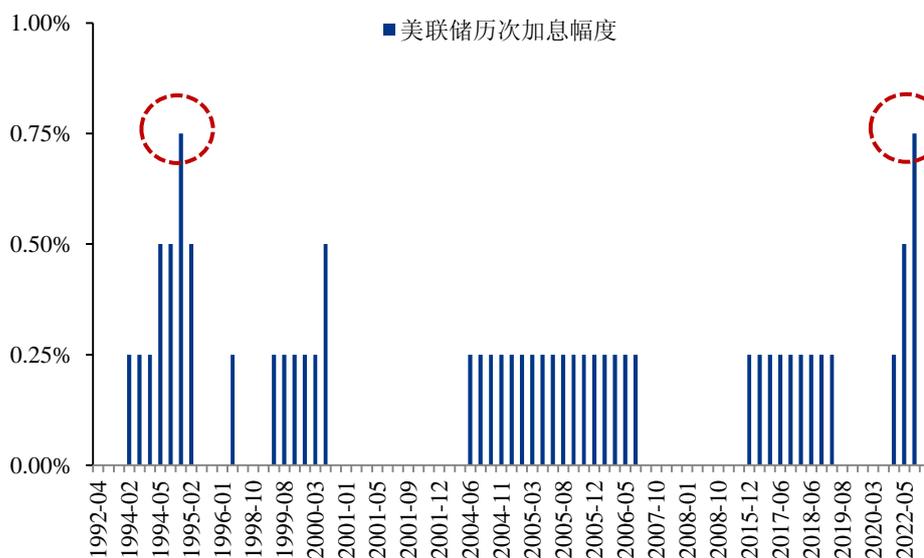
美联储6月利率决议，宣布加息75bp，为1994年11月以来的首次。6月缩表速度保持不变，每个月减持475亿美元的国债和MBS。

6月会议前的一周以来，加息恐慌导致美国市场股债双杀，资本市场提前计入了市场预期。美联储加息75bp，考虑了当前美国政治经济背景，究其原因，一是通胀见顶论证伪，二是加码抗通胀已是政治正确。

一是“通胀见顶论”证伪，货币紧缩必然加码。此前加息50bp的基准假设是通胀下降，美国5月CPI同比与环比均超预期创新高，因此，美联储收紧货币进一步加码，加息的幅度和节奏都将提升。

二是政府优先抗通胀，加息成政治明牌。拜登在5月底首次会见连任后的鲍威尔时，表示不会干预美联储加息，反而明确了当前加息抗通胀是政治任务。反观往年中期选举年，总统偏保守，会反对加息，而拜登政府已将抗通胀列为优先事项。

图表1：美联储自1994年11月以来首次加息75bp



资料来源：美联储、粤开证券研究院

## 二、会议声明：坚定稳住通胀，俄乌冲突影响全球经济

本次会议声明基调偏鹰派，肯定了经济基本面回升，海外风险导致高通胀，需要提高加息幅度，尽快实现2%的通胀目标。

关于经济，声明中肯定经济在一季度负增长后的修复势头。对整体经济的判断依然积极，但语气上偏保守，“似乎有所回升”。美联储可能预计到加息对经济的负面影响，当前经济的复苏势头将面临挑战。

关于通胀，美联储强调了稳住通胀预期的决心。声明中定调“坚定地致力于”(strongly committed to)将通胀率恢复到2%的目标。目前随着美国CPI创新高，消费者的通胀预期还在提升，这也威胁到了美联储货币政策的可信度。考虑到前两次会议，美联储传



递的信息是通胀将回落，但实际上却误判了通胀形势。美联储此次提升加息幅度意图稳住通胀预期，通过利率指引恢复政策的可信度。

**关于风险，点名了俄乌冲突对美国的影响。**声明中删除上次会议关于“对美国经济影响不确定”的表述，新增了俄乌冲突“正在对全球经济活动造成压力”。这是由于5月以来，俄乌局势对全球能源和粮食贸易的冲击，导致能源价格和粮食价格居高不下，加剧了全球四十年一遇的通胀周期，海外因素也导致美国通胀再度创新高。

**关于缩表，继续维持每个月减持300亿美元国债和175亿美元MBS。**美联储已于6月1日正式开始缩表，前三个月为过渡期，之后扩大缩表速度。按照当前缩表计划，2022年美联储资产负债表缩减规模将超过5200亿美元，2023年削减规模达到1.1万亿美元以上。

**关于投票，有一位票委反对加息75bp。**堪萨斯城联储主席乔治依然坚持按照既定路线加息50bp。

**图表2：2022年5月和6月会议声明比较**

	2022年5月会议声明	2022年6月会议声明
<b>利率</b>	随着货币政策立场的适当收紧，预计通胀将回到2%的政策目标，劳动力市场将保持强劲。将联邦基金利率的目标区间提高至0.75-1.0%，并预计继续加息是适当的	将联邦基金利率的目标区间提高至1.5-1.75%，并预计继续加息是适当的... <b>委员会坚定地致力于将通胀率恢复到2%的目标。</b>
<b>缩表</b>	6月开始，按缩表计划减少美联储持有的国债、机构债务以及MBS	<b>继续按缩表计划减少美联储持有的国债、机构债务以及MBS</b>
<b>经济</b>	尽管整体经济在第一季度略有下降，但家庭消费支出和就业，企业固定资产投资依然强劲。近几个月就业增长一直很强劲，失业率大幅下降。	<b>整体经济活动在第一季度小幅下滑后似乎有所回升。近几个月就业增长一直很强劲，失业率保持在低位。</b>
<b>风险</b>	俄乌冲突正在造成巨大的人道与经济困难。这对美国经济的影响非常不确定。俄乌冲突和相关事件可能会对通胀造成额外的上升压力，并可能对经济活动产生影响。此外，中国新冠病毒相关的封锁可能会加剧供应链中断。委员会高度关注通货膨胀风险。	俄乌冲突正在造成巨大的人道与经济困难。俄乌冲突和相关事件可能会对通胀造成额外的上升压力， <b>并正在对全球经济活动造成压力。</b> 此外，中国新冠病毒相关的封锁可能会加剧供应链中断。委员会高度关注通货膨胀风险。
<b>投票</b>	<b>一致同意</b>	<b>两位美联储新理事投票同意，堪萨斯城联储主席乔治反对，他主张加息50bp</b>

资料来源：同花顺iFind、粤开证券研究院

### 三、经济预测：2022年GDP增速低于疫情前、失业率上升

总体上，6月经济预测体现了通胀形势更加严峻，并反映了加息的负面冲击。具体来看，在调高2022年通胀预测的同时，大幅下调了2022年的经济增长预测，并小幅上调了未来三年的失业率。

**关于通胀，大幅上调了2022年的通胀预期，而略有下调后续两年的PCE。**2022年PCE、核心PCE预测分别为5.2%、4.3%，分别提升0.9个、0.2个百分点。美联储预测调高年内通胀预测，反映当前美国高通胀是普遍压力，难以短时间回落，特别是能源、



房租、汽车受供给冲击影响，持续拉高通胀。当前油价中枢在 120 美元附近，对居民能源消费价格的传导仍在持续。后续 2023 年、2024 年的 PCE 预测则均下调了 0.1 个百分点。通胀的长期目标依然保持在 2% 不变。

**关于经济增长，大幅下调 2022 年 GDP 增速预测，经济增速已经不及疫情前，可能面临衰退风险。** 下调 2022 年实际 GDP 增速 1.1 个百分点至 1.7%，而最悲观的预测是 1.5%。今年高油价可能挤出居民消费，制约企业生产意愿，叠加货币政策收紧，经济增速将低于疫情前（2019 年度实际 GDP 同比为 2.3%）。预测还将 2023 年、2024 年经济增长分别下调了 0.5 个百分点、0.1 个百分点。历史性的加息周期对经济冲击可能持续，明年还可能继续低增长，甚至低于长期经济增速，需要警惕经济走向衰退。

**关于就业，上调未来 3 年的失业率预测，长期失业率预测不变。** 2022 年失业率预测小幅上调至 3.7%（前值 3.5%）。这反映了美联储在双重目标下的选择，根据菲利普斯曲线，通胀与失业率负相关。今年历史性加息是为了缓解高通胀，可能后果就是失业率的提升。未来两年的失业率预测调整幅度更大，分别达到 3.9%（前值 3.5%）、4.1%（前值 3.6%），甚至可能高于美联储长期失业率目标。

**图表 3：美联储 2022 年 6 月会议经济预测变化**

经济指标	预测时间	2022E	2023E	2024E	长期
GDP	2022 年 6 月	1.7%	1.7%	1.9%	1.8%
	2022 年 3 月	2.8%	2.2%	2.0%	1.8%
失业率	2022 年 6 月	3.7%	3.9%	4.1%	4.0%
	2022 年 3 月	3.5%	3.5%	3.6%	4.0%
PCE	2022 年 6 月	5.2%	2.6%	2.2%	2.0%
	2022 年 3 月	4.3%	2.7%	2.3%	2.0%
核心 PCE	2022 年 6 月	4.3%	2.7%	2.3%	
	2022 年 3 月	4.1%	2.6%	2.3%	—

资料来源：美联储、粤开证券研究院

## 四、点阵图：预计年内加息空间还有 175bp，长期利率中枢提升，加息路径倒 U 型

6 月会议的点阵图显示，利率走势先升后降，呈现倒 U 型；年内还有 175bp 的加息幅度，未来三年的加息路径集中到了 2022 年，表明联储短期内加息的立场和抗击通胀决心。

最新点阵图显示，2022 年、2023 年、2024 年的目标利率中位数分别为 3.375%、3.75%、3.375%。而 3 月点阵图预测三年政策利率分别为 1.75%、2.625%、2.625%。6 月 FOMC 点阵图包括了 18 位票委的预测，新增了两名 5 月新履职的美联储理事。

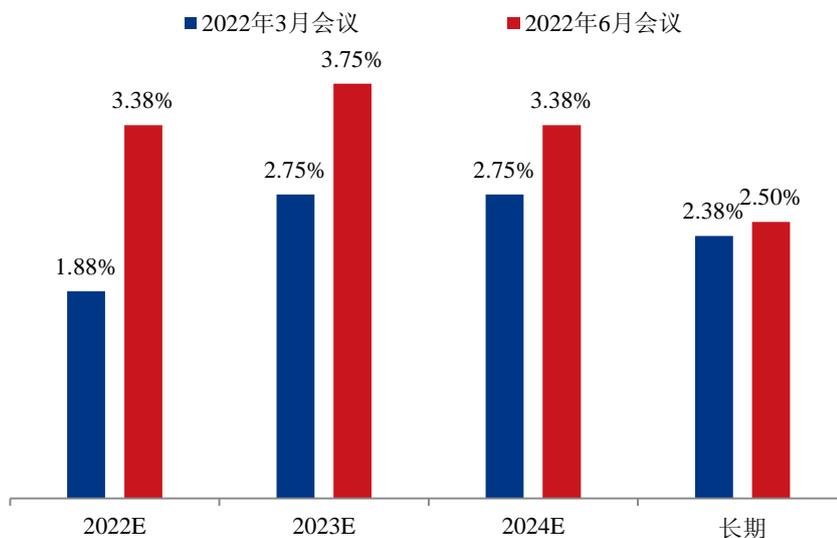
FOMC 悉数上调今年的政策利率目标，今年美联储鹰派全面加码。2022 年的利率预测均处于 3%-4% 区间较为集中，分歧相对较小，只有一位票委的目标是加息至 3%。年内政策利率终点将达到 3.375%，意味着年内还有 175bp 的加息空间。这意味着年内剩下的四次会议很可能出现 3 次 50bp 和 1 次 25bp 的组合、或者是 1 次 75bp、2 次 50bp、1 次 25bp 的组合。

FOMC 还上调了 2023 年和 2024 年的利率目标，18 名票委中的 16 人预计明年政策利率将高于 3.5%，5 人预计明年利率将高于 4%。未来三年利率中枢都将提高，但长期



利率目标基本维持不变，处于 2.25%至 2.5%之间。

图表4：会议披露的点阵图中，FOMC 票委对未来利率预测的中位数比较

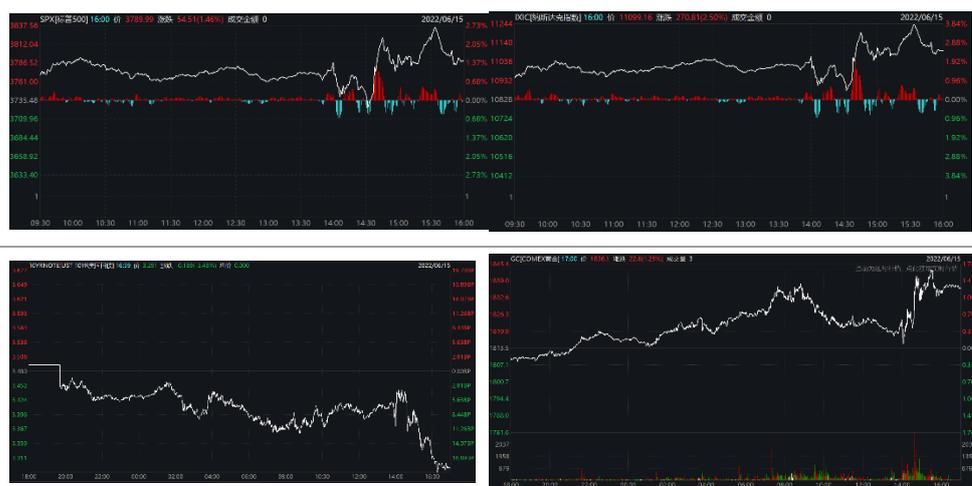


资料来源：美联储、粤开证券研究院

## 五、答记者问：75bp 不会成为常态，需要在通胀和失业之间权衡

鲍威尔讲话提振了市场风险偏好，股债双强，美元走弱。利率决议公布后，市场风险偏好下行，美股一度由涨转跌，美债 2 年期利率一度上行超 10bp。但鲍威尔在记者会上再度安抚市场，美股美债重新转涨。截至收盘，标普 500 指数、纳斯达克指数分别上涨 1.5%、2.5%，美债 10 年期、2 年期收益率大幅下行 19bp、24bp，美元指数下跌 0.6%，金价上涨超 1%。

图表5：鲍威尔答记者问后主要大类资产表现



资料来源：wind、粤开证券研究院

首先，加息 75bp 不是常态。鲍威尔发布会开场白中，明确表示加息 75 个基点的举措不会成为常态，下次会议加息幅度可能回归 50bp，这打消了市场顾虑，也是市场反弹的核心原因。并且鲍威尔还表示，直至看到通胀下降的有力证据 (compelling evidence)，



美联储才会宣布胜利，这强化货币政策的可信度，锚定 2% 的通胀目标，为的是稳住通胀预期，进而降低实际通胀水平。

**其次，关于美联储如何影响市场预期。**记者首先问及美联储如何重塑市场预期。鲍威尔表示，本周一以来，资产价格波动加剧，在当前情况下，美联储通过这次加息和经济预测数据，为市场提供更加清晰的指引，有助于稳定市场预期。关于本次会议加息 75bp 而非 50bp 的原因，鲍威尔解释称，上次会议认为继续加息 50bp 是基于通胀回落的假设，而当前通胀形势已经改变，此次会议改为加息 75bp。关于缩表是否会引发市场流动性问题，鲍威尔表示目前没有理由认为流动性不足，市场似乎没有受到量化紧缩的影响。

**再次，关于货币政策收紧抗通胀效果。**记者问及如此快速加息能否有效实现抗通胀。鲍威尔依然仍坚称，当前货币政策利率指引仍然有效，目前预计加息的终点在 3.5%-4% 附近，加息后很快就能看到通胀下降。鲍威尔也为通胀不确定性留有政策余地，考虑到通胀仍然取决于其他因素，包括俄乌冲突推高能源价格、中国疫情反弹对产业链的冲击，特别是大宗商品价格的波动可能会使美联储失去软着陆的可能性。面对高度不确定性的环境，货币政策保留灵活性，根据数据进展调整。

**最后，关于加息抗通胀的经济代价。**记者普遍关心美联储如何权衡失业和通胀，特别是经济预测中失业率上升的问题。鲍威尔重申，当前目标是在劳动力市场保持稳定的情况下，将通货膨胀率降至 2%，意图打消加息冲击就业的顾虑。具体数据方面，鲍威尔点明，即使失业率从 3.6% 上升至 4.1%，只要实现了通胀 2% 目标，政策就成功了。还有记者更进一步问及加息是否导致衰退。鲍威尔则澄清，美联储不会以衰退的代价实现通胀目标，加息不是为了引发衰退。当前虽然金融条件收紧，但利率水平不是太高，不足以引发衰退。记者还提及加息引发消费者减少支出的担忧，鲍威尔解释总体消费依然强劲，消费者信心受到高油价挤压，没有迹象表明经济出现更大范围的放缓。

## 六、通胀居高不下，加息刻不容缓，衰退风险堪忧，市场何去何从？

**接下来美联储的加息路径成为最大风险来源，左右下半年经济预期和市场走势。**预计接下来 7 月加息 50bp 概率更大，夏季的经济数据，将为评估加息抗通胀的效果，以及加息是否引发衰退风险，给出更加清晰的线索。

### 1、美联储会牺牲经济抗通胀，经济无法实现软着陆？

**本轮美联储加息步伐加快，或将对经济产生四大副作用，成为衰退杀手。**

**一是房地产销售走弱。**美联储加息后利率飙升，抵押贷款需求锐减，新房销量下跌；价值全球建筑商协会 NAHB 指数新低，开工活动也将持续低迷。

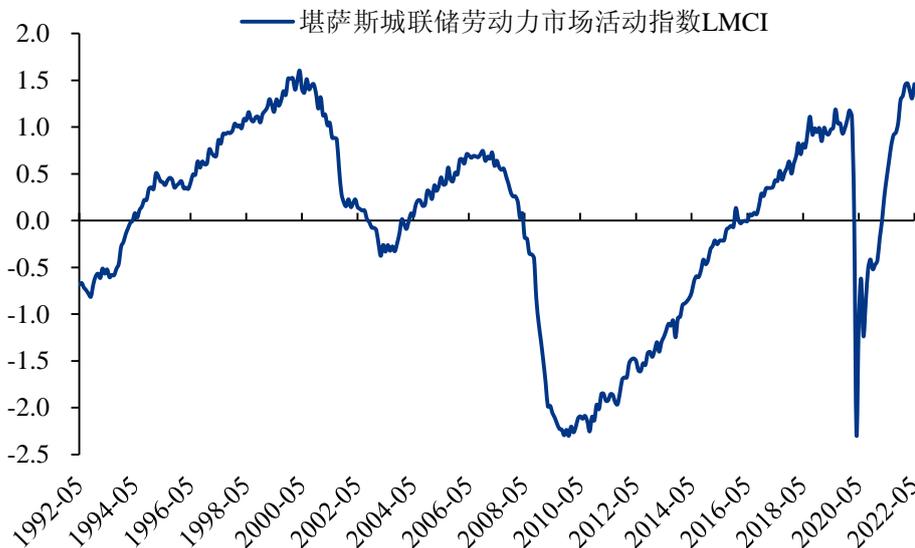
**图表6：美国抵押贷款利率大幅上行**



资料来源：美联储、粤开证券研究院

**二是失业率反弹。**美联储当前的预测已显示，允许加息后失业率上升以实现通胀降温。目前美国失业率几乎到了历史性的低点。美国劳动力市场状况指数 LMCI 显示就业市场景气度已经远高于疫情前的水平，但往后看劳动力继续修复的动能已经明显放缓，就业对美国经济的贡献减弱。特别是大幅加息之后，企业投资意愿下降，大幅裁员与主动辞职增加，可能导致失业率上升。值得一提的是，英国 4 月的失业率已经出现见底回升，央行已连续 4 次加息开始对企业招聘造成影响。

图表7：美国劳动力市场活动指数高于疫情前水平



资料来源：美联储、粤开证券研究院

**三是制造业投资转差。**美联储加息后反而抑制了需求，美国制造业企业景气度下行，PMI 作为领先指标预兆经济后劲不足。去年美国制造业 PMI 最高处于 60% 上方，但今年近期大幅回落至 55% 左右。特别是新订单分项由高位快速回落，反映未来经济有可能面临后劲不足的困扰。

**四是居民消费低迷。**美联储加息难以解决供给短缺所引发的通胀，高通胀使得实际购买力下降，消费信心和消费倾向下行。纽约联储调查显示，美国消费者对未来一年通



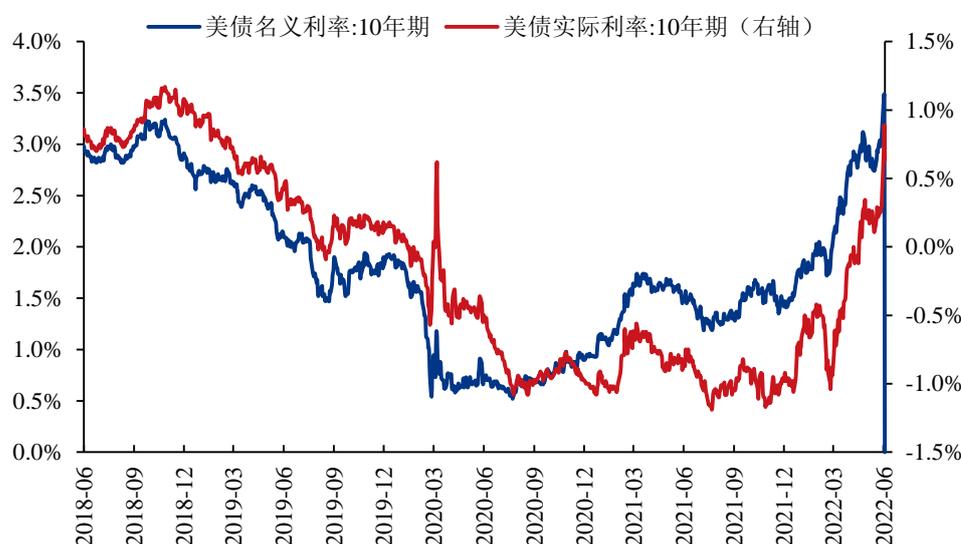
胀水平的预期中值在 5 月上升至 6.6%，与 3 月持平，创下有记录以来新高。而当前居民对高通胀的担忧高烧不退，美国消费者信心指数再创新低，对消费带来中长期风险。

## 2、资产价格反映衰退交易，又当何去何从？

**大类资产衰退交易不断演绎，在“滞”与“胀”之间切换，美债美元震荡，美股还将探底。**若通胀爆表，则股债双杀、美元走强；而衰退堪忧，则债强股弱，美元回调。

**美债摸高 3.5%之后 或将进入区间震荡。**半年以来，10 年期美债利率上行超 200bp，走完了上一轮紧缩五年的路径。6 月以来，加息预期持续升温，实际利率成为拉动美债名义利率的主要动力。美债 10 年期名义利率从 2.8%快速上行摸高至 3.5%，而 10 年期实际利率则从 0.1%上行至 0.9%附近。短期加息预期是美债的压力测试，后续市场进入博弈阶段，结合通胀数据和经济形势，美债 10 年期利率或将处于 3.0-3.5 区间震荡，实际利率依旧是美债利率的支撑。

图表8：美债实际利率拉动名义利率上行



资料来源：美联储、粤开证券研究院

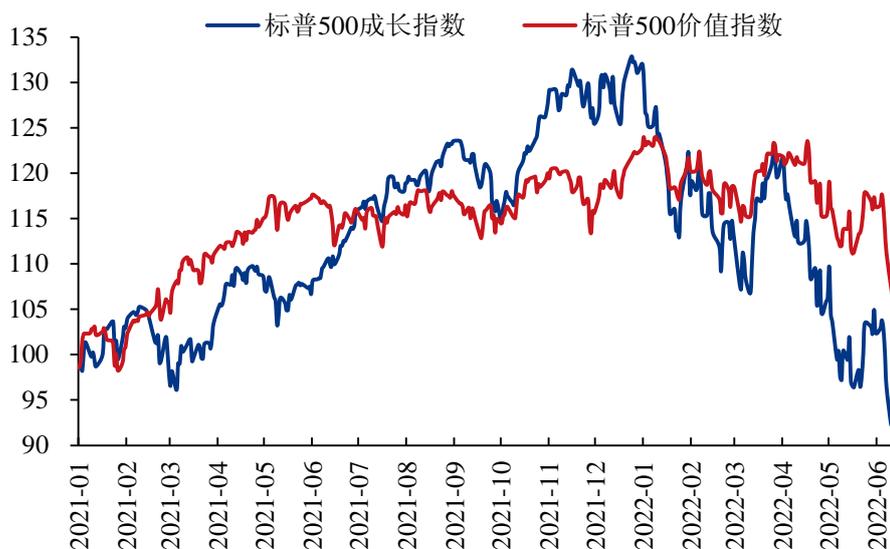
**美股短期有修复的空间，但是中期三重承压，尤其是成长风格受冲击更大。**6 月美股已经步入技术性熊市区间，短期有修复的空间，但是市场整体上依然承压。

一是流动性收紧估值承压。美债收益率大幅上升，主要受实际利率所驱动，货币政策收紧预期导致市场风险偏好下行，高估值的成长股进一步承压。

二是盈利走弱，戴维斯双杀。加息后宏观需求走弱，此前高增长高景气或将证伪，盈利下修压力导致股价承压。标普 500 成分股中，一季度业绩不及预期的占比高于去年，显示在高通胀和超紧缩的宏观环境中，美国企业经营正在超预期恶化，业绩差集中在可选消费、通信服务、房地产行业。

三是无风险利率上行后，企业融资难度提升，通过回购股票支持股价的力度将减弱。

图表9：美股成长股受冲击更严重



资料来源：美联储、粤开证券研究院

**美元指数高位震荡，全球高通胀步入深水区，全球加息周期继续升级，欧央行等非美经济体货币紧缩追赶美联储。**5月欧元区紧缩预期升温，德债利率大幅上行，德债美债利差迅速收窄近40bp，驱动美元指数从高位回落。欧央行6月会议宣布自7月开始停止QE、并计划加息25bp，政策重点正式转向控通胀，这是最大的边际变化。其他方面，英格兰央行本月大概率继续加息，将是去年12月以来连续第5次加息；加拿大央行加息节奏紧跟美联储，6月初已连续第二次加息50bp；而瑞典央行5月加息，澳大利亚央行6月初大幅度加息，超市场预期。美元走势取决于美国与非美经济周期和货币周期差，下半年非美货币均面临加码的货币紧缩，预计美元走势将结束趋势性上行，转向震荡回调并开始拉锯战。当然欧元区受能源危机、外贸承压、债务高企三重约束，经济更加脆弱，可能率先逆转紧缩周期，预计美元指数整体仍将处于高位。

图表10：2022年5月美债德债利差收窄驱动美元指数回调



资料来源：美联储、粤开证券研究院



## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。  
方堃，FRM，2021年4月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300521050001。

## 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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。  
本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，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，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)