

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

## 为什么说美国经济逃不开衰退?

2022年6月16日

- **75 基点加息有可能再来一次。**5月CPI数据超预期后,美联储迅速调整动作加息75个基点,踏中市场预期,追平1994年以来最大幅度。根据加息点阵图,年内联邦基金利率或升至3.4%。结合鲍威尔“更快将利率升至正常水平”、“下次会议最有可能加息50或75个基点”的表态,9月会议很可能再加75bp。根据会议声明内容,包括存款准备金利率、隔夜回购/逆回购利率等在内的多项基准利率同步上调,与加息幅度一致。
- **“高通胀+低失业”为史诗级加息铺平道路。**1) 三季度美国CPI同比读数有进一步上涨的可能,5月CPI环比涨幅1.1%,创下疫情以来次高。分项上,与疫情、俄乌冲突有关的供应短缺并非短期内可消除,原油、天然气、粮食价格等仍面临上行压力。基数上,2021年三季度环比读数较低,对通胀回落形成阻碍。2) 工资-通胀螺旋的隐患在加剧。5月新增非农就业超预期,失业率维持低位,劳动力市场呈现为需求旺盛、供给短缺的局面,职位空缺率和工资涨幅均处高位。综合上述,“高通胀+低失业”组合已触发紧缩条件。
- **美联储有充分的理由继续采取激进加息:**1) 兑现承诺,重塑公信力。“通胀暂时论”以来美联储饱受市场质疑,6月利率决议后鲍威尔坚定承诺降低通胀。鉴于货币政策对于供给约束束手无策,美联储可以选择的最优路径便是实施紧缩政策,平抑需求以打击通胀。2) 高通胀已开始侵蚀消费者购买力。一是5月美国零售销售环比意外下降0.27%,消费需求有所放缓;二是随着财政刺激退坡,政府转移支付对居民收入支撑趋于减弱;三是美国4月个人储蓄率降至近14年来最低,难以经受长期高通胀。3) 挽救岌岌可危的政府支持率。高通胀、快加息和经济衰退预期下民怨沸腾,拜登支持率降至39.6%,已低于特朗普任期中后段的平均水平。拜登政府或转变立场,联手美联储抗击通胀。
- **史诗级加息的下一步,是逃不开的美国经济衰退。**越来越多的周期尾部迹象在出现,美债10Y-2Y利差再度逼近倒挂、消费者信心指数跌落谷底、企业和地产投资趋于放缓等。下半年来看,美联储紧缩步伐料将延续,短期内高通胀压力难以消除,美国当前经济动能犹存,为政策留出了时间和空间。长期来看,鲍威尔既要控制住通胀,又要经济软着陆的美好愿景难以实现,通过激进加息治理通胀的本质是牺牲需求,而与之伴随的经济衰退是必须付出的代价。如果美联储犹豫不决,对抗通胀有所保留,那么等待美国经济的,或许是“通胀+衰退”的灾难性场景。
- **风险因素:**疫情再度恶化,美联储超预期收紧,国内政策推进不及预期等。

## 目录

一、作者按 .....	3
二、75 基点加息有可能再来一次 .....	3
三、“高通胀+低失业”为史诗级加息铺平道路 .....	5
四、逃不开的美国经济衰退 .....	8
附录：6 月 FOMC 经济预测表 .....	10
风险因素 .....	10

## 图目录

图 1：议息会议前一天，市场押注将加息 75bp（截至 6 月 15 日） .....	4
图 2：6 月 FOMC 经济预测中的加息点阵图 .....	4
图 3：市场预计 2022 年联邦基金利率将升至 3.50%（截至 6 月 16 日） .....	4
图 4：5 月美国 CPI 环比大幅上涨 .....	5
图 5：全球供应链压力指数高位运行 .....	6
图 6：失业率和新增就业所反映的劳动力市场表现强劲 .....	6
图 7：美国职位空缺率与非农时薪增速仍然较高 .....	7
图 8：美国居民储蓄率降至历史低位，难以经受长期高通胀 .....	8
图 9：美国总统拜登支持率由上任之初 55.5% 降至 39.6%（截至 6 月 16 日） .....	8
图 10：6 月 13 日以来美债 10Y-2Y 利差再度逼近倒挂 .....	9
图 11：消费者信心指数跌落谷底 .....	9
图 12：抵押贷款利率上升，新建住房销售放缓 .....	10
图 13：6 月 FOMC 经济预测表 .....	10

事件：

北京时间6月16日凌晨2:00，美联储公布6月利率决议。凌晨2:30，美联储主席鲍威尔召开新闻发布会。

## 一、作者按

沃尔克最为世人熟知的不朽功绩，是1979年出任美联储主席后，几乎是以一己之力在1979到1980年扭转了美国的货币政策，驯服了通胀。这不仅为沃尔克赢得了极大的政策声誉，以及延续至今的偶像地位，更为发达经济体进入长达约20年的“大缓和”时代奠定了良好的货币开端。1979年，在抗击通胀最紧张的时刻，沃尔克自称“被绑上桅杆”。美联储外，是民众的游行抗议，甚至有武装分子闯入美联储，威胁要挟持理事会。

——摘自沃尔克著《坚定不移：稳健的货币与好的政府》

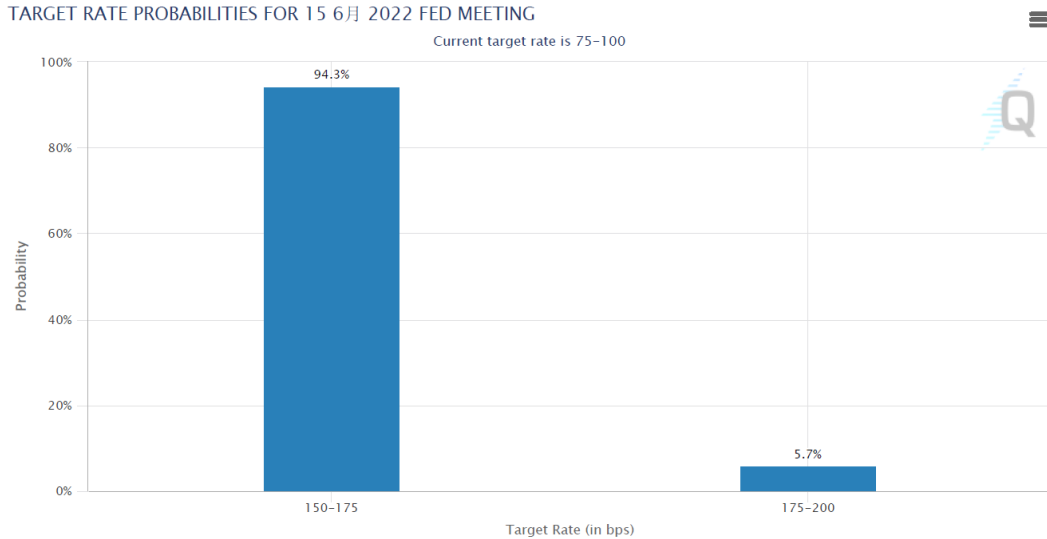
今年沃尔克这个名字注定要被市场反复提起，四十多年前驯服通胀靠的正是他的坚定不移。面对经济放缓甚至衰退的代价，面对市场和社会上的反对声音，面对控通胀和经济软着陆的两难局面，最忌讳的是既要又要、首鼠两端，最需要的就是像沃尔克那样的坚定不移。今年市场之所以对美联储加息争议不断分歧不断，根源就是鲍威尔的既要又要，既想控制住通胀，又想经济软着陆，态度不够坚定，信号不够明确。如果我们给鲍威尔先生提一条建议，就是读一读《坚定不移》。

## 二、75基点加息有可能再来一次

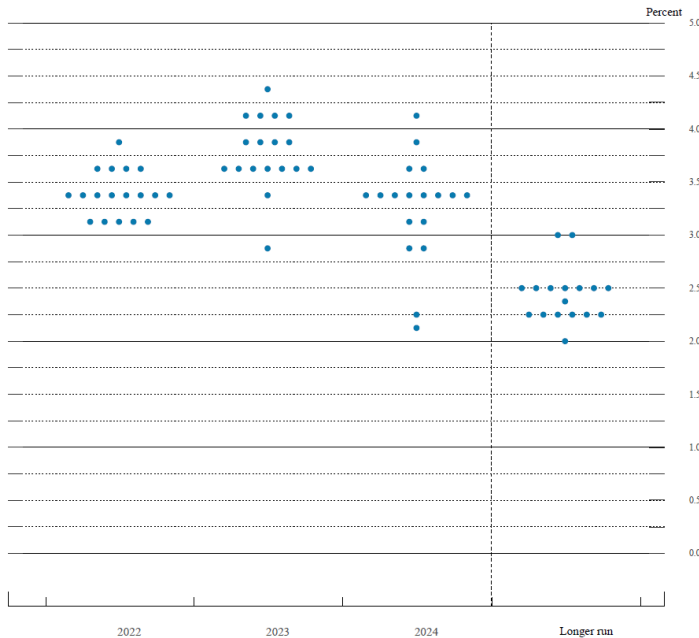
5月CPI数据超预期后，美联储迅速调整动作加息75个基点，踏中市场预期。5月议息会议至今，市场对于6月会议的加息预期基本稳定在50bp。5月13日鲍威尔连任访谈和5月25日美联储会议纪要均就“更快采取行动”、“接下来的多次会议上再加息50个基点是合适的”给出明确指引。市场同步演绎，截至6月9日，联邦利率期货显示的6月加息50bp的概率为96%。6月10日美国通胀数据再创新高，加息预期迅速升温，截至议息会议前一天，市场押注将加息75bp，概率高达94%。6月利率决议美联储如期加息75bp，追平1994年以来最大幅度。

下次会议有可能再加75个基点，年内联邦基金利率或升至3.40%。根据6月加息点阵图和FOMC最新经济预测，2022年联邦基金利率适当水平的预测中值为3.40%，较3月预测高出1.5个百分点。这与美联储“更快将政策利率调高至正常水平（expeditiously moving policy rate to more normal levels）”的方针相符，按照最新预测，长期中性利率的预测中值为2.50%。针对这一次加息75bp，鲍威尔表示“这种幅度并不常见（unusually）”，但“下次会议加息50或75个基点是最有可能的（either a 50 or 75bp increase seems more likely）”。结合这两点，9月会议很可能再加75bp。

各项基准利率同步上调，与加息幅度一致。会议声明中，美联储宣布将存款准备金利率调高至1.65%；隔夜回购利率调高至1.75%，总操作限额维持5000亿元不变；隔夜逆回购利率调高至1.55%，操作限额维持1600亿美元（单个交易对手/日）不变；一级信贷利率上调至1.75%。

**图 1：议息会议前一天，市场押注将加息 75bp（截至 6 月 15 日）**


资料来源: CME FedWatchTool, 信达证券研发中心

**图 2：6 月 FOMC 经济预测中的加息点阵图**


资料来源: 美联储官网, 信达证券研发中心

**图 3：市场预计 2022 年联邦基金利率将升至 3.50%（截至 6 月 16 日）**

MEETING DATE	200-275	225-300	250-325	275-350	300-375	325-400	350-425	375-450	400-475	425-500	450-525	475-550
2022/7/27	23.4%	76.6%	0.0%	0.0%								
2022/9/21	0.0%	0.0%	14.3%	55.9%	29.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			
2022/11/2	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	26.6%	48.1%	21.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	17.5%	39.4%	32.0%	8.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	6.8%	23.7%	37.3%	25.4%	6.1%	0.0%	0.0%
2023/3/15	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	4.0%	15.9%	31.0%	30.9%	15.1%	2.8%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	3.7%	15.0%	29.8%	30.9%	16.3%	3.8%	0.2%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.4%	7.2%	19.6%	30.2%	26.4%	12.4%	2.7%	0.1%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	3.0%	10.7%	22.6%	29.1%	22.4%	9.6%	1.9%	0.1%

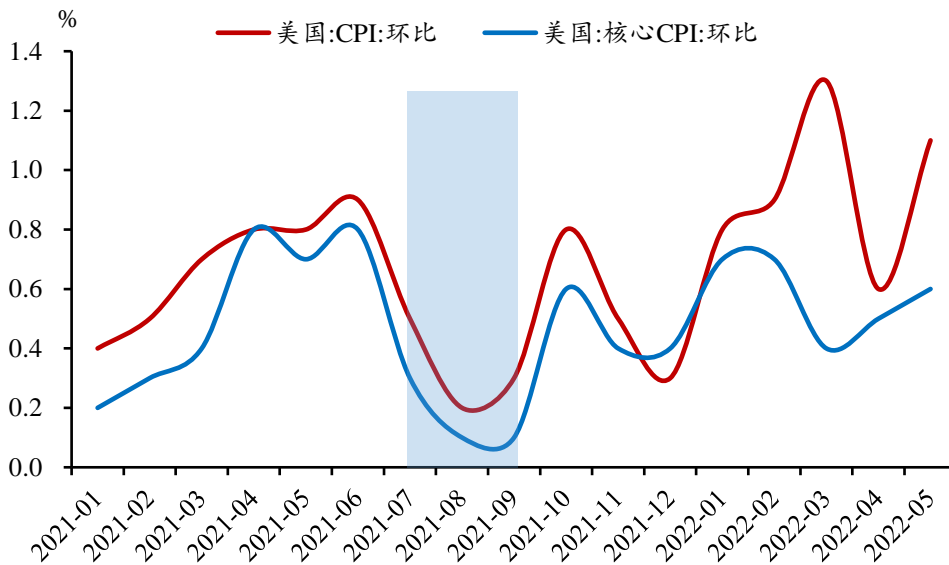
资料来源: CME FedWatchTool, 信达证券研发中心

### 三、“高通胀+低失业”为史诗级加息铺平道路

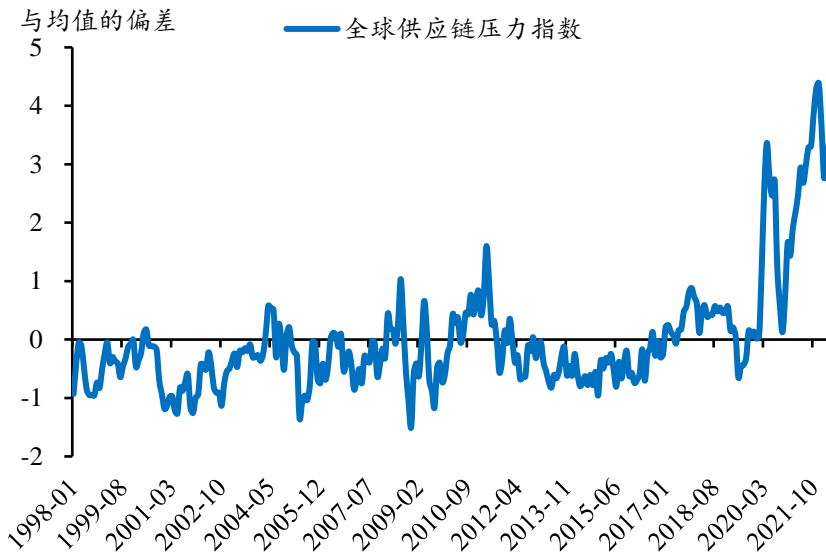
**“高通胀+低失业”组合触发紧缩条件。**公布决议后的新闻发布会上，鲍威尔首先声明“理解高通胀造成的一系列困难”，表达了降低通胀的决心。造成美国通胀读数高企的因素，包括需求强劲、供应限制大于预期，俄乌冲突进一步引发的大宗商品价格飙升，中国采取的疫情封锁或加剧供应链紧张等等。FOMC 委员显著上调了通胀预期，2022 年 PCE 中值升至 5.2%，3 月预测为 4.3%。至于劳动力市场，依旧是需求强劲但供给低迷，鲍威尔重点提及“工资上涨造成的通胀压力 (pressures on wages & prices)”。经济预测中关于 2022 年失业率的预测为 3.7%，长期自然失业率维持 4% 不变。

**三季度美国 CPI 同比读数有进一步上涨的可能。**5 月美国 CPI 同比增长 8.6%，大超市场预期。但让市场更加担忧的是环比读数，5 月涨幅达 1.1%，创下疫情以来次高，核心 CPI 环比同样有所上升。从分项上看，对 CPI 影响显著的能源和食品项仍有上涨空间，与疫情、俄乌冲突有关的供应短缺并非短期内可消除，原油、天然气、粮食价格等仍面临上行压力。从基数上看，2021 年三季度环比读数较低，对通胀回落形成阻碍。

图 4：5 月美国 CPI 环比大幅上涨

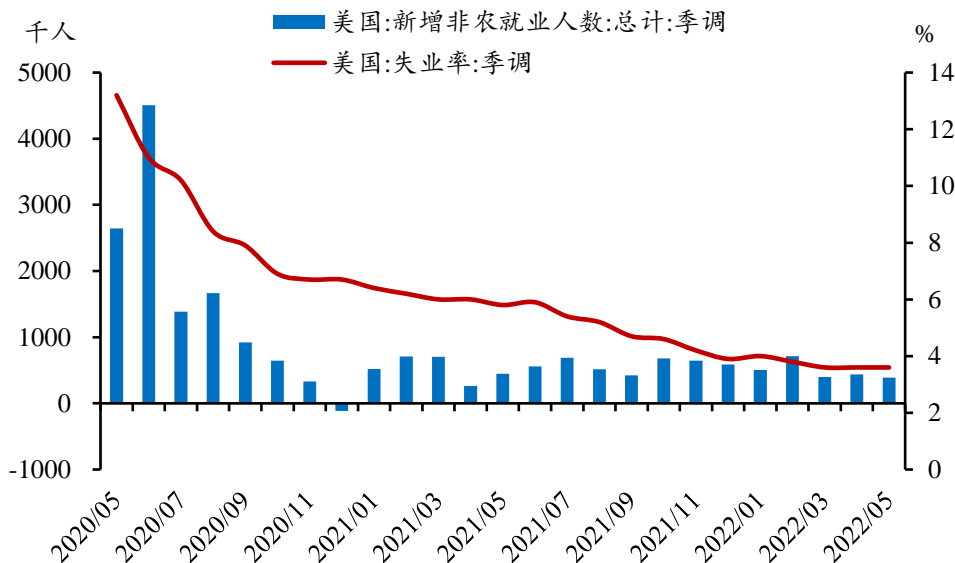


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 5：全球供应链压力指数高位运行**


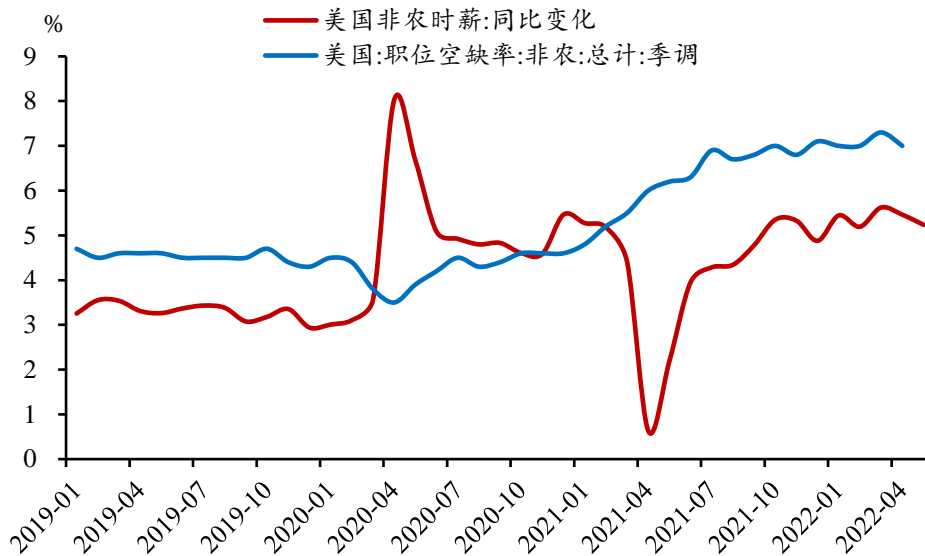
资料来源：纽约联储，信达证券研发中心

**工资-通胀螺旋的隐患在加剧。**5月新增非农就业人数39万人，大幅高于预期的32万人，失业率持平上月录得3.6%，持续位于4%的自然失业率下方。此外，劳动力市场仍然呈现需求旺盛、供给短缺的局面，一是职位空缺率高位运行，劳动力供给无法满足用工需求；二是非农时薪同比增速仍然较高，增加物价上涨压力。参考历史经验，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。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。

**图 6：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

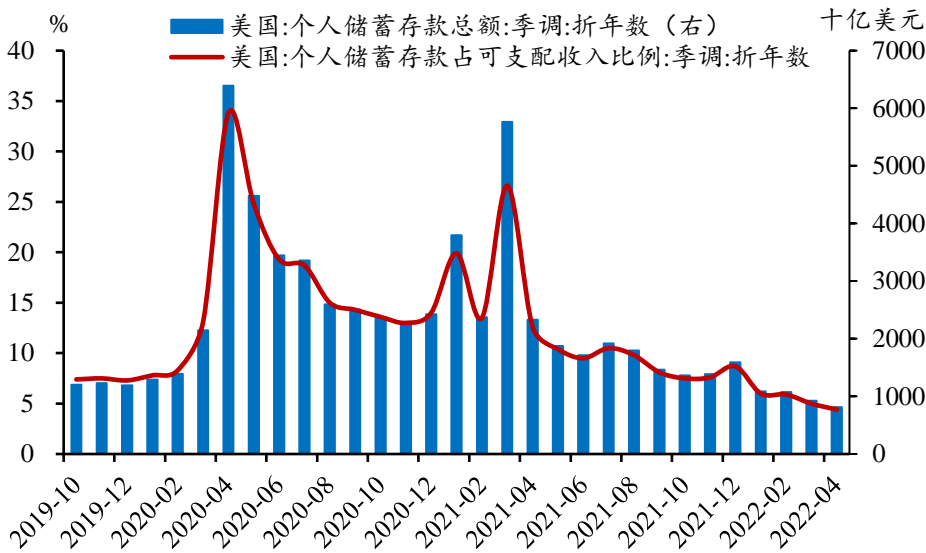


**图 7：美国职位空缺率与非农时薪增速仍然较高**


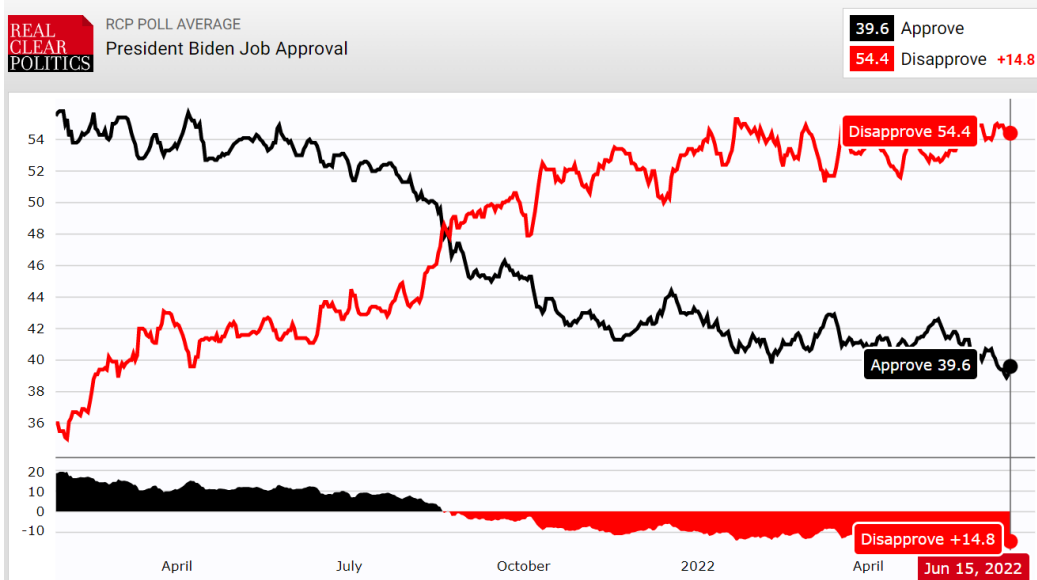
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 美联储有充分的理由继续采取激进加息:

- 1) **兑现承诺, 重塑公信力。**自“通胀是暂时的”论调以来, 美联储一度饱受市场质疑。6月利率决议新闻发布会上, 鲍威尔承诺“坚决降低通胀”, “首要目标 (overarching focus) 是运用工具使通胀率重返 2% (using tools to bring inflation back down to our 2% goal)”, “未来数月将找到令人信服的证据 (compelling evidence) 表明通胀在下降”。鉴于供给约束并非短期可缓解, 通过实施紧缩政策平抑需求以打击通胀、重塑公信力, 是美联储当前可以选择的最优路径。
- 2) **高通胀已开始侵蚀消费者购买力。**一是5月美国零售销售环比意外下降, 较前月减少-0.27%, 消费需求出现放缓迹象。二是美国4月个人储蓄率 (储蓄存款占可支配收入比例) 下滑至4.4%, 创近14年以来新低。考虑到美国财政刺激退坡, 政府转移支付对居民收入的支撑趋于减弱, 物价居高不下将对消费者造成巨大困难。
- 3) **挽救岌岌可危的政府支持率。**自上任以来, 美国总统拜登的支持率一路下跌。6月初通胀数据公布后, 市场对于加息和经济衰退的担忧加剧, 截至北京时间6月16日, 拜登的平均支持率进一步跌至39.6%, 甚至低于特朗普任期中后段的平均水平。高通胀已成为美国经济最主要的矛盾, 叠加民怨沸腾, 拜登政府或转变立场, 联手美联储抗击通胀, 挽救其岌岌可危的支持率。

**图 8：美国居民储蓄率降至历史低位，难以经受长期高通胀**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 9：美国总统拜登支持率由上任之初 55.5% 降至 39.6%（截至 6 月 16 日）**


资料来源: RealClearPolitics, 信达证券研发中心

## 四、逃不开的美国经济衰退

史诗级加息的下一步，是逃不开的美国经济衰退。越来越多的周期尾部迹象在出现：

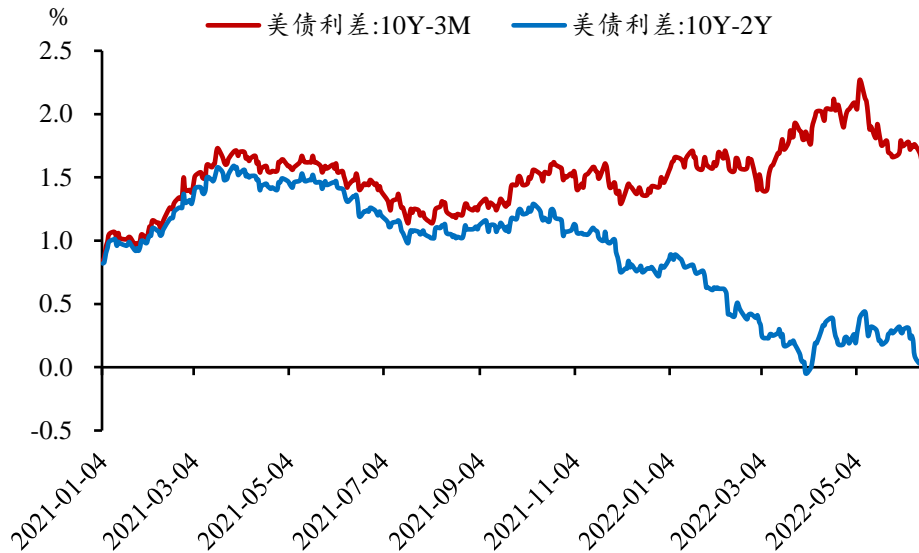
- 1) **美债 10Y-2Y 利差再度逼近倒挂。**美债收益率倒挂是高效的衰退前瞻指标，6 月 13 日以来，美债 10Y-2Y 利差再度逼近倒挂，年内第二次出现这一现象。且与上一轮倒挂不同的是，这一轮美债 10Y-3M 利差也出现了明显回调。
- 2) **消费者信心指数跌落谷底。**消费占美国 GDP 的 70% 左右，一旦消费受挫，将对美国经济产生显著影响。从历史上看，通过消费者信心指数预测经济衰退有很高的胜率。2022 年 6 月美国密歇根大学消费者信心指数由上月的 59.1 进一步跌落至 50.2，是继 2011 年 8 月后的新低，反映出消费者对经济前景的担忧在加深。
- 3) **企业和地产投资趋于放缓。**加息推升资金成本，对企业投资有较明显的抑制作用，且企业投资具有明显的顺



周期特征，经济向好时扩产、增加开支，景气回落时收缩投资。地产投资方面，加息开启以来抵押贷款利率明显上升，住房领域尤其是销售端连续2个月出现放缓，需求降温或带动住房投资见顶回落。

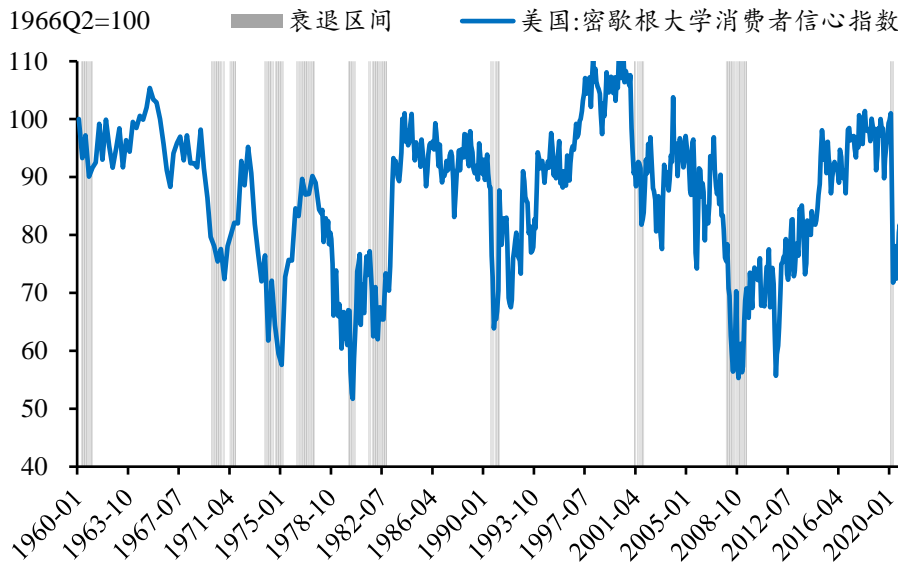
**美联储将继续走在史诗级加息的路上。**下半年来看，美联储紧缩步伐料将延续，一是我们反复强调的短期内难以消除的高通胀压力，二是美国当前经济动能犹存，为政策留出了时间和空间。长期来看，鲍威尔既要控制住通胀，又要经济软着陆的美好愿景难以实现，通过激进加息治理通胀的本质是牺牲需求，而与之伴随的经济衰退是必须付出的代价。如果美联储犹豫不决，对抗通胀有所保留，那么等待美国经济的，或许是“通胀+衰退”的灾难性场景。

图 10：6月13日以来美债 10Y-2Y 利差再度逼近倒挂

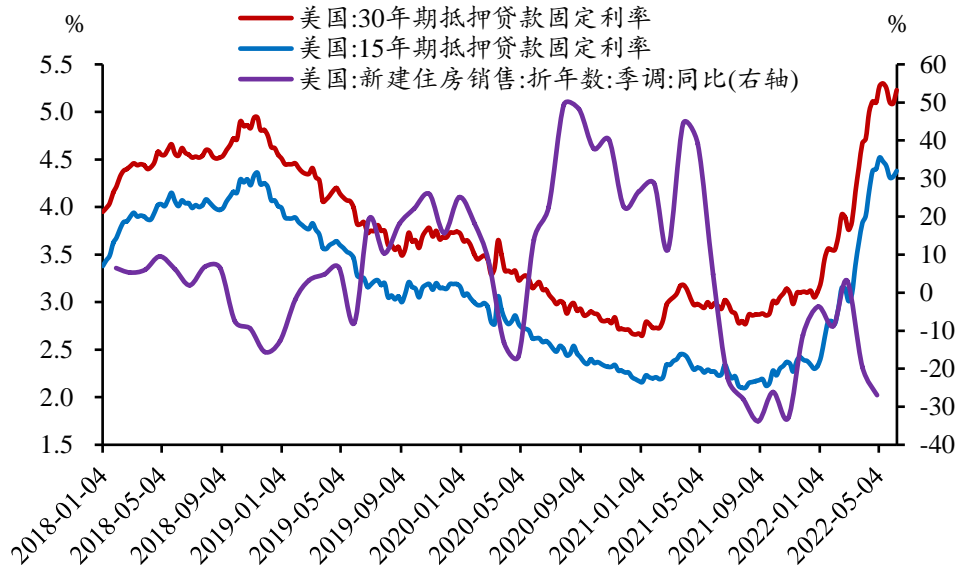


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11：消费者信心指数跌落谷底



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 12: 抵押贷款利率上升, 新建住房销售放缓**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 附录: 6 月 FOMC 经济预测表

**图 13: 6 月 FOMC 经济预测表**

Variable	Percent											
	Median <sup>1</sup>				Central Tendency <sup>2</sup>				Range <sup>3</sup>			
	2022	2023	2024	Longer run	2022	2023	2024	Longer run	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP	1.7	1.7	1.9	1.8	1.5-1.9	1.3-2.0	1.5-2.0	1.8-2.0	1.0-2.0	0.8-2.5	1.0-2.2	1.6-2.2
March projection	2.8	2.2	2.0	1.8	2.5-3.0	2.1-2.5	1.8-2.0	1.8-2.0	2.1-3.3	2.0-2.9	1.5-2.5	1.6-2.2
Unemployment rate	3.7	3.9	4.1	4.0	3.6-3.8	3.8-4.1	3.9-4.1	3.5-4.2	3.2-4.0	3.2-4.5	3.2-4.3	3.5-4.3
March projection	3.5	3.5	3.6	4.0	3.4-3.6	3.3-3.6	3.2-3.7	3.5-4.2	3.1-4.0	3.1-4.0	3.1-4.0	3.5-4.3
PCE inflation	5.2	2.6	2.2	2.0	5.0-5.3	2.4-3.0	2.0-2.5	2.0	4.8-6.2	2.3-4.0	2.0-3.0	2.0
March projection	4.3	2.7	2.3	2.0	4.1-4.7	2.3-3.0	2.1-2.4	2.0	3.7-5.5	2.2-3.5	2.0-3.0	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	4.3	2.7	2.3		4.2-4.5	2.5-3.2	2.1-2.5		4.1-5.0	2.5-3.5	2.0-2.8	
March projection	4.1	2.6	2.3		3.9-4.4	2.4-3.0	2.1-2.4		3.6-4.5	2.1-3.5	2.0-3.0	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	3.4	3.8	3.4	2.5	3.1-3.6	3.6-4.1	2.9-3.6	2.3-2.5	3.1-3.9	2.9-4.4	2.1-4.1	2.0-3.0
March projection	1.9	2.8	2.8	2.4	1.6-2.4	2.4-3.1	2.4-3.4	2.3-2.5	1.4-3.1	2.1-3.6	2.1-3.6	2.0-3.0

资料来源: 美联储官网, 信达证券研发中心

## 风险因素

疫情再度恶化, 美联储超预期收紧, 国内政策推进不及预期等。

## 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	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙僮	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jjali@cindasc.com">jjali@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	许锦川	13699765009	<a href="mailto:xujinchuan@cindasc.com">xujinchuan@cindasc.com</a>

## 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。