

日本会点燃海外新一轮紧缩交易吗？

2022年07月21日

3月以来，美日利差开始走扩，日元开始大幅贬值；6月中旬，海外投资者在日本国债市场抛售日本国债，导致10年期日本债券利率一度突破日本YCC(收益率曲线控制)的上限，挑战日本央行维持货币政策的决心，而日本央行购买日本国债，单周购买规模创历史新高。

尽管6月和7月议息会议上，日本央行维持货币政策，但日元持续贬值、日本2022年通胀预测上调以及日本政局的动荡，市场仍然担忧日本货币政策收紧。

➤ 若日本货币政策收紧将推升美债利率上行

美日货币政策长期背离，导致日本国内资产收益率较低，日本国内资金大量投向海外市场，尤其是美债市场，这也是2008年美国金融危机之后，全球美元流动性循环模式的基础。

若日本央行考虑调整YCC，并开始收紧货币政策，美债相对日债吸引力将进一步减弱，或引发新一轮的美债抛售，从而推高美债利率，或标志着：2008年以来的全球美元循环范式的改变，也或将会引发一场规模庞大的全球金融市场再平衡。

➤ 当前日本经济还未回到疫情前水平，仍在复苏的路上

与欧美不同的是，日本经济从未走出疫情的低谷。2022年日本一季度实际GDP季调同比-0.5%，如果按照2019年为基数计算，同比增速为-2.6%，自2020年以来连续第九个季度，日本GDP同比2019年录得负值。

当前日本面临的较大问题是私人部门需求的恢复很弱，而能源价格高企会加大经济压力。日本能源自给率不足20%，上游原材料价格上涨对当前日本经济带来较大压力。日本PPI与CPI差值走高，企业盈利承压。

另外，6月下旬日本遭遇新一轮疫情冲击，服务业复苏再遭打击。

➤ 当前通胀水平距离日本央行的政策目标仍存在一定距离。

尽管当前日本CPI和核心CPI同比均超过2%，但日本央行更青睐的core-core CPI当月同比仍只有0.8%（2022年5月），距离2%还有一段距离。

当前通胀是受输入型通胀驱动，日本就业市场并未完全恢复，尚未形成工资通胀螺旋。当前日本失业率显著高于疫情前，主要原因还是疫情对经济冲击较大，服务业和个人消费疲弱。

➤ 日元贬值持续贬值并不会迫使日本货币政策收紧

日元贬值在日本货币与财政当局意料之中。在日本央行的政策框架中，贬值是推动通胀回归重要的一步，当前尚未质地地进行外汇干预。回顾过去经验，日元贬值触发外汇干预的情况较为罕见，为抑制贬值而收紧货币政策更没有先例。

日本央行天量购买日本国债，侧面反映其捍卫其货币政策的决心。日本央行持有的日本国债越多，当前“押注”日本央行货币政策转向成功的可能性越低。

➤ 全球通胀或边际缓和，日本央行触发海外新一轮紧缩交易的可能性不大

2022年以来全球通胀中枢上移，导致全球金融市场波动大幅抬升。尤其是美联储为代表的欧美央行，加息节奏逐步加快，紧缩交易大行其道。

但日本经济未从疫情当中完全恢复，其经济长期通缩的特性，制约了货币政策收紧的空间。随着全球经济放缓甚至衰退，日本央行货币政策转向的可能性会越来越低，不必过分担心其对美债造成冲击的潜在风险。

风险提示：日本通胀超预期；海外地缘冲突超预期；日本政局动荡加剧。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

目录

前言	3
1 若日本货币政策收紧将推升美债利率上行	4
2 当前日本经济仍处于复苏阶段	4
3 通胀水平尚未满足日本央行政策目标	6
4 市场压力难以改变日本央行政策取向	7
4.1 日元继续贬值迫使日本央行收紧的概率很低	7
4.2 日本央行已经通过购债表达捍卫货币政策的决心	9
5 全球通胀缓和将缓解美债潜在的上行风险	10
6 风险提示	12
插图目录	13

前言

2022 年以来海外央行加息此起彼伏，欧央行在 6 月宣布加息，瑞士央行“意外”加息 50BP，更是将本轮“加息浪潮”推向高点。

全球通胀、海外央行加息浪潮下，全球国债利率普遍上行，而日本央行依然维持负利率+YCC(Yield Curve Control, 收益率曲线控制)的货币政策。

本轮加息潮中，日本央行是绝少见的，没有跟随货币收紧的央行。

6 月中旬，海外投资者开始“押注”日本央行调整货币政策，放宽 YCC 区间。拥挤的空头涌入日本国债期货市场，一度触发熔断，市场对于日本央行放宽 YCC、收紧货币政策的预期愈演愈烈。日本央行不得不在日本国债市场上大量购买日本国债，单周购买量一度超 5 万亿日元，创历史新高，反映其捍卫货币政策的立场。

尽管日本央行短暂的平息了国债期货熔断的风波，但日本当前同样面临较为严重的通胀，并且日元持续大幅贬值，海外市场仍预期日本央行将收紧货币。

现在有一个问题，日本央行收紧货币对全球资本市场定价意味着什么？

日本是美债第一大持有国。若日本央行收紧，或将引发日本投资者抛售美债，美债利率进一步上行。近期美债利率已经屡创新高，若日本央行再度收紧，或进一步引发美债利率上行，和海外新一轮“紧缩交易”。

我们是否需要担心新一轮“海外紧缩交易”？

1 若日本货币政策收紧，或将推动美债利率上行

日本经济长期面临通缩，日本央行为刺激长期通胀回归，先后采取了 QQE、负利率和收益率曲线控制等非常规货币政策，导致日本国内资产收益率较低，国内资金大量投向海外市场，尤其是美债市场，使得日本成为美债第一大持有国，这也是 2008 年金融危机之后，全球美元流动性循环模式的基础。

若当前日本央行考虑调整 YCC，并开始收紧货币政策，美债相对日债吸引力进一步减弱，势必引发新一轮的抛售浪潮，推高美债利率，更标志着：**疫情之前十年的全球美元循环的范式改变，将会引发一场规模巨大的全球金融市场再平衡。**

我们可以类比两次典型事件，来感知日本投资者抛售海外资产对美债市场的冲击。

第一次是 2016 年美国货币市场基金改革，日本银行在美元融资渠道受限，导致日本投资者美元来源受限。从 2016 年三季度开始，日本投资者美元融资成本持续飙升直到 2017 年一季度才缓解，同时引发了日本投资者在美债市场抛售，**导致 2016 年四季度美债利率从 1.6% 左右上行至 2.6% 左右，上行幅度超过 100 个基点。类似的现象在 2017 年末和 2018 年初也发生过一次**

第二次是 2020 年 3 月新冠疫情引发全球离岸美元流动性危机。日本投资者美元融资成本飙升至历史最高值，导致日本投资者抛售美债美股等资产，引发全球资产价格大幅波动。

2022 年至今，在美联储不断加息的情况下，日本投资者已经开始持续抛售海外债券，美债利率一路飙升，一旦日本央行放松 YCC，开始收紧货币政策，抛售压力或将进一步加大。

那么当前全球通胀中枢普遍抬升的背景下，日本央行具备收紧货币政策的条件和可能性吗？

图 1：日本海外债券当月净购买量和美债利率



资料来源：wind，日本财政省，民生证券研究院

2 当前日本经济仍处于复苏阶段

当前日本经济仍未恢复到疫情前的水平。2022 年一季度实际 GDP 季调同比-0.5%，如果按照 2019 年为基数计算，同比增速为-2.6%，为自 2020 年以来连续第九个季度，日本 GDP

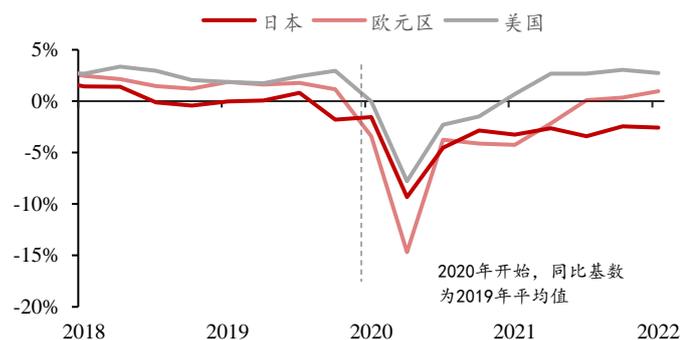
同比 2019 年录得负值。疫情导致半导体和零部件等供给受阻，私人消费持续低迷，日本经济始终没有修复疫情带来的损伤，而欧美两大经济体，在 2021 年已经完全回到了疫情之前的水平。

企业和居民部门需求恢复较弱。海外需求要好于日本国内需求，海外大规模的刺激带动了全球贸易好转，日本出口在 2021 年四季度已经回到了疫情前水平。但当前面临的最大问题是私人部门需求的恢复很弱。个人消费和企业固定投资距离疫情前仍有一段距离，但随着疫情管控逐步放松，当前个人消费正逐步改善，预计修复速度要快于企业投资。

上游原材料依赖进口，能源价格高企加大经济压力。日本能源自给率不足 20%，其中原油、天然气、煤炭进口比例都达到了 95% 以上，并且对从俄罗斯的进口有不同程度的依赖。另外，新能源产业相关的有色金属几乎 100% 依赖进口，上游原材料价格上涨对当前日本经济压力较大。日本 PPI 与 CPI 差值走高，企业盈利承压。

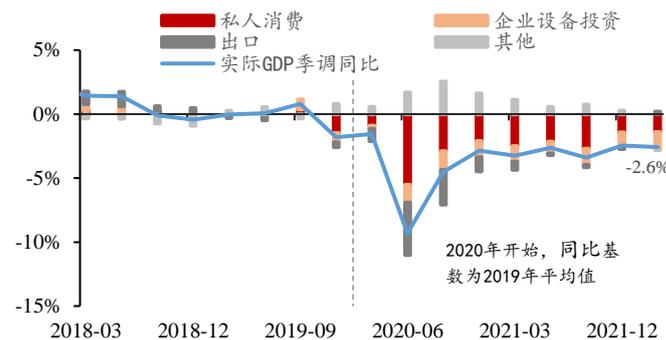
6 月下旬日本遭遇新一轮疫情冲击，服务业复苏再遭打击。6 月底以来，日本新增确诊人数大幅上升，7 月 16 日单日新增确诊突破 11 万，尽管当前疫情防控早已解除，但高频数据显示，日本人员流动有所放缓，主要是零售、旅游相关场所人流量减小。

图 2：欧美日三大经济体 GDP 季调同比增速



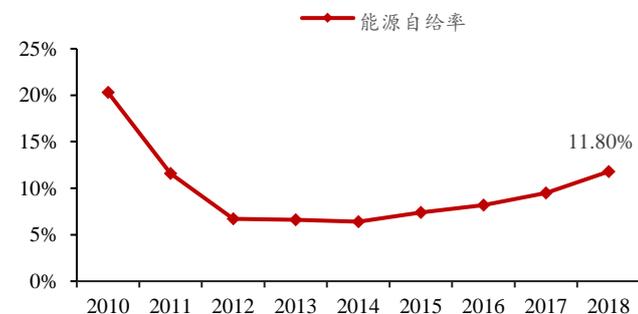
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：日本私人部门需求低迷



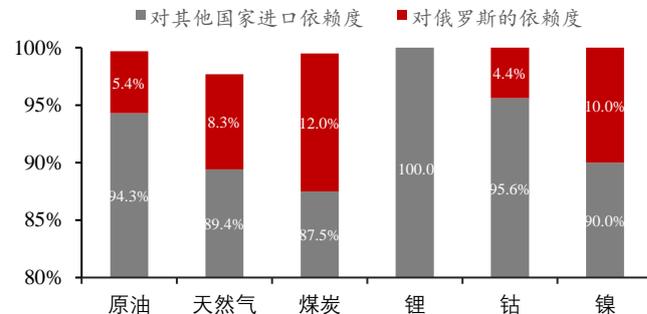
资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：日本能源自给率低



资料来源：日本经济产业省，民生证券研究院

图 5：2019 年日本大宗商品进口依赖度



资料来源：日本经济产业省，民生证券研究院

3 通胀水平尚未满足日本央行政策目标

当前通胀水平距离日本央行的政策目标仍存在一定距离。

与其他央行不同，在经济经历了多年的通缩，日本央行对于通胀的考量更为审慎。尽管当前日本 CPI 和核心 CPI 同比均超过 2%，但日本央行更青睐的 core-core CPI 指标同比增速仍只有 0.8%（2022 年 5 月），距离 2% 还有一段距离。

日本央行的政策目标是：服务价格维持对 CPI 做出大约 2% 的贡献，而商品价格在 2% 左右周期性波动。当前进口依赖度较高的产品价格上涨，但服务价格仍未有改变。

当前日本价格的上涨主要集中在：电费、煤气费和水费，石油产品和生鲜食品、生肉和花卉，但部分商品以及服务的价格并没有变动。2022 年 5 月日本通胀扩散价格指数（以 2020 年为基准）仅为 69.4，与 2016 年年初水平相当，而当时日本央行并没有收紧货币政策。

温和的工资-通胀螺旋是通胀达标的前提条件，但日本就业市场并未完全恢复。

当前日本就业市场远没有恢复到疫情前的水平。自 2013 年以来，日本央行实施 QQE 以来，日本劳动力供求持续收紧，在 2020 年之前，失业率已经下降到 2%-2.5% 范围内。而 2022 年 5 月失业率在 2.8%，相比于疫情前，就业尚为完全恢复。其中就业状况不佳的行业主要是批发零售行业、其次是面对面场景的服务业如住宿餐饮、最后是制造业，主要原因还是疫情对经济冲击大，服务业和个人消费疲弱。

日本的工资涨幅已有明显提升，但仍不及 2% 的目标。与其他发达国家不同的是，日本经历了长时期的通缩，在劳动力市场上，企业一般倾向正式员工的长期雇佣，在经济衰退时期，日本企业更倾向于保障员工工作，避免降低工资，所以在经济转好时，员工工资增长的速度也往往被限制，导致日本工资涨幅对通胀的敏感度低于其他发达国家。2022 年 5 月工资同比增速 1%，与之对比过去九年日本工资的平均增速约为 0.5%，但距离 2% 的目标工资涨幅，形成“工资-通胀螺旋”还有差距。

当前日本通胀预期水平明显改善，尤其是企业的通胀预期，通胀上行趋势或没有结束。

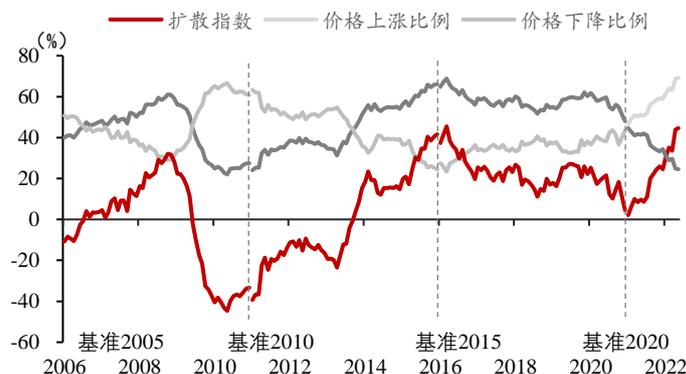
工资对通胀敏感度的核心，在于企业对通胀的预期。2022 年 6 月的 TANKAN 显示，企业对未来一年的一般价格的通胀预期明显上升，达到了调查开始以来的最高水平，而对未来三年和五年的预期也上升到接近峰值的水平，企业通胀预期抬升有利于未来产出价格抬升，从而促进工资上涨，形成良性的通胀循环。

图 6：日本 CPI 各项指标表现



资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：日本当前 CPI 扩散指数与 2016 年初持平



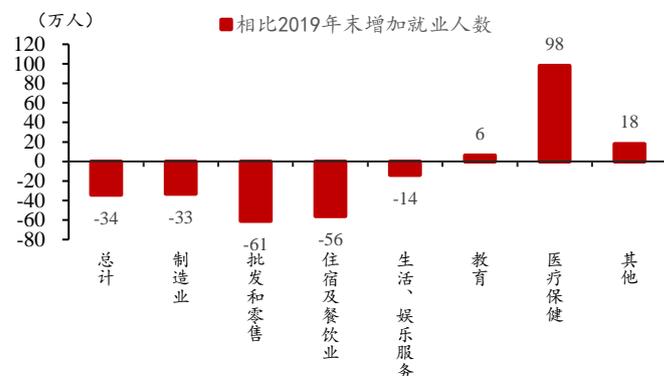
资料来源：日本统计局，民生证券研究院

图 8：当前日本失业率仍显著高于疫情前



资料来源：日本劳工局，民生证券研究院

图 9：日本当前服务业、批发零售等行业就业未完全恢复



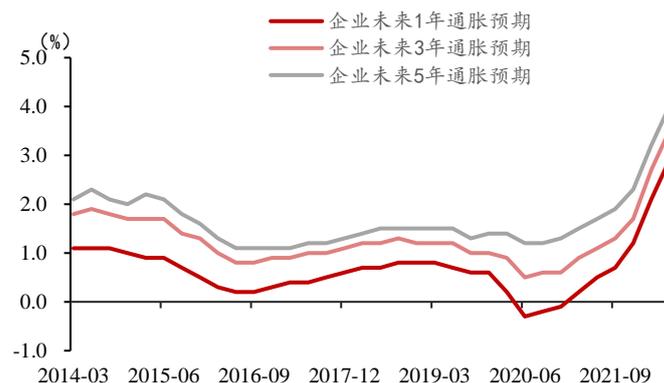
资料来源：日本劳工局，民生证券研究院

图 10：日本工资增速仍低于 2%



资料来源：日本统计局，民生证券研究院

图 11：日本企业通胀预期达到 2014 年以来最高值



资料来源：日本央行，民生证券研究院

4 市场压力或难以改变日本央行政策取向

日本 10 年期国债利率长时间在 YCC 政策上沿+0.25%附近，导致日本和其他货币区利差迅速拉开，2022 年以来美元兑日元汇率一度突破 139，创自 1998 年以来的新高。

市场普遍担忧在这种情况下，BOJ 为应对自债券市场和外汇市场的压力而调整货币政策，但我们认为这种可能性较低。

4.1 日元继续贬值，故而日本央行收紧的概率较低

日元贬值压力大在日本货币与财政当局意料之中，日本央行仍在权衡当前日元贬值幅度和速度对经济的利弊。

首先，日元贬值在日本央行的政策框架中，是推动通胀回归重要的一步。

6 月初日本央行行长多次表态贬值对经济整体是有利的，并且并不把当前日本贸易条

件恶化和贸易逆差走高归咎于日元贬值，而是更希望通胀能够改变居民和企业的通胀预期，从而实现通胀目标。

回顾在 2014 年 10 月-12 月（2014 年 10 月扩大资产购买规模）和 2016 年 10 月-12 月（2016 年 9 月宣布实施负利率+YCC）两次日元快速贬值的时期，日本央行行长黑田东彦均有过贬值总体对经济有利的表述。

其次，汇率政策并不是日本央行而是财政省管辖，当前日本财政省并没有打算采取外汇干预的实质性动作。

在 G7 框架内，日本如果决定干预汇率，需要与 G7 其他成员国协商，尤其是美国。而在 7 月 12 日，美国财政部长耶伦访问日本期间，日本财政大臣铃木俊一再次重申了日本政府对于日元贬值的担忧，但措辞相较于之前表态并没有变化，同时耶伦在接受采访时表示，双方并未就潜在的干预措施进行讨论，证明了当前外汇干预并没有实质性的讨论和沟通。

另外，财政省更依赖口头干预，并且对于日元贬值的节奏的敏感性高于汇率绝对水平。

3 月中旬开始的一轮日元贬值当中，日本财务省关于汇率的表述主要是集中在“密切关注外汇走势”。直到 5 月底到 6 月初，日元再次快速走弱，日本财务大臣关于日元的表述转换到了“如有必要，将对外汇采取行动”。尽管随后美元兑日元汇率一度突破 139，但此番表述一直延续，主要原因是，当前日元贬值节奏相较于前期明显放缓，日本政府对于汇率波动节奏敏感度是要高于绝对点位的。

回顾过往历史来看，日元贬值触发外汇干预，尤其是抑制日元贬值，条件非常苛刻，而贬值引发日本货币政策收紧并没有先例。

日本上一次进行汇率干预要追溯到 2011 年 3 月大地震时期。当时日本央行为抑制日元因避险情绪过度升值，日本财务省和日本银行分头协调国外相关机构联合干预外汇市场。2011 年 3 月 18 日，G7 实施了自 2000 年 9 月 22 日以来时隔 11 年的联合干预。而上一次日本干预日元过度贬值更是要追溯到 1998 年，当时的背景是亚洲金融危机，并且从结果上看，抑制贬值并不成功，尽管在干预执行后的几个交易日内日元升值，但是迅速就重回贬值趋势。而日元贬值引发日本货币政策收紧，更是没有先例。

图 12：美日利差与日元汇率走势



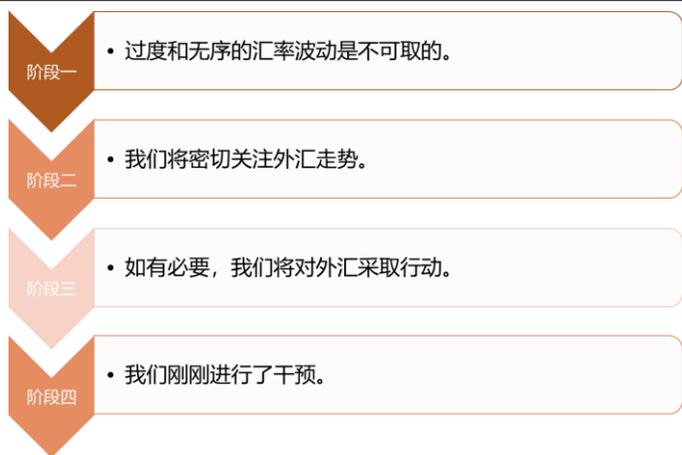
资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：日元走势与日本央行货币政策变动



资料来源：wind，民生证券研究院

图 14: 日本财务省关于外汇干预的表述总结



资料来源: 日本财政省, 民生证券研究院

图 15: 5 月底到 6 月初日元加速贬值



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 16: 日本相关各方对外汇干预的表态

阶段	日期	发言人	表述
阶段二	6月6日	日本央行行长黑田东彦	如果不是剧烈变动, 而是稳定地走向日元贬值, 那么从整个经济来看, 起到正面作用的可能性较大。
	6月7日	日本财务大臣铃木俊一	正在抱着紧张感, 关注汇市动向和日本经济的影响。
	6月8日	日本央行行长黑田东彦	日元稳定走软对整体经济有利, 外汇问题由财务省和政府决定; 不希望日元迅速下跌。
	6月10日	日本财务大臣铃木俊一	汇率稳定是最重要的, 不希望看到汇率大幅波动; 拒绝就特定的汇率水平置评; 需要关注通胀的下行风险对经济的影响; 在七国集团达成货币协议后, 日本政府将对汇率做出适当反应。
阶段三	6月13日	日本财务大臣铃木俊一	日元疲软有好处也有坏处, 对外汇干预不发表评论。
	6月14日	日本财务大臣铃木俊一	对近期日元快速走弱表示担忧, 必要时将采取适当的外汇措施。 汇率过度和无序的波动可能对经济、金融稳定产生不利影响。汇率的稳定变动反映了基本面, 这很重要。
	6月17日	日本财务大臣铃木俊一	密切关注美国货币政策变化对日本经济的影响, 担心日元突然走弱, 将继续与日本央行密切合作, 希望外汇稳定地反映基本面, 密切关注外汇市场及其影响; 黑田东彦曾表示他会坚持宽松政策, 预计日本央行将根据经济、物价和债券市场努力实现通胀目标。
	6月17日	日本央行行长黑田东彦	将继续密切监控外汇市场; 密切关注美国经济和通胀; 市场目前关注的是利差作为汇率波动背后的因素, 但该因素可能会因经济和金融趋势而变化。
	6月20日	日本央行行长黑田东彦	日本央行行长黑田东彦在东京与首相岸田文雄会晤后发表讲话: 近期汇率突然波动是不可取的, 汇率走势反映基本面很重要, 将继续密切关注外汇走势; 希望与政府密切协调, 在外汇问题上做出适当反应。
	6月21日	日本财务大臣铃木俊一	不希望看到外汇突然波动; 将继续以高紧迫感监测日元走势; 如有必要将对外汇采取适当行动。
	7月12日	日本财务大臣铃木俊一	双方将继续密切关注外汇市场; 将在适当的时候在外汇问题上进行合作; 日本政府对 最近日元突然走弱感到担忧。
	7月12日	美国财政部长耶伦	美国财长耶伦在与日本财务大臣铃木俊一会面后发表讲话称, 未就支撑日元的潜在干预措施进行讨论, 只有在罕见、极端情况下才可以进行干预。
7月15日	日本财务大臣铃木俊一	外汇市场出现突然波动, 正密切关注外汇市场。 外汇市场过度波动、无序波动会损害经济、金融稳定, 汇率走势符合基本面至关重要。如有必要, 将就汇率问题采取适当行动。	
7月16日	日本财务大臣铃木俊一	外汇市场出现快速波动, 必须以强烈的紧迫感关注外汇市场, G20重申在外汇方面的协议。	

资料来源: wind, 民生证券研究院

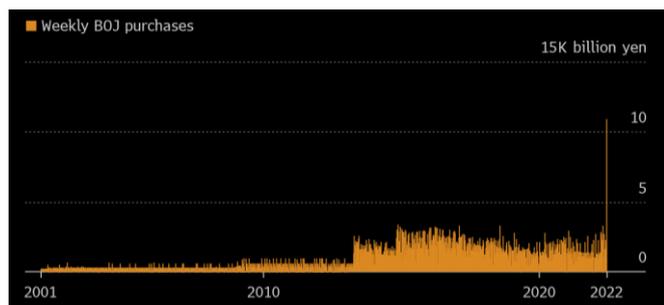
4.2 日本央行已经通过购债表达捍卫货币政策的决心

6月中旬, 一些海外投资者积极布局日本国债期货空头头寸, 导致日本国债期货一度触发熔断, 加上瑞士央行意外加息 50BP, 一时之间对日本央行放宽 YCC 甚至加息的讨论甚嚣尘上。

日本央行以历史罕见的债券购买规模捍卫货币政策。4月28日, 日本央行宣布每个交易日都会进行固定利率购买操作 (Fix-Rate Purchase Operation)。6月12-19日这一周时间, 海外投资者抛售了 4.8 万亿日元的日本长债, 创近一年新高, 导致 10 年期国债利率一度突破 0.25% 的上限。与此同时, 日本央行在国债市场上大规模的购买日本国债维持利率符合 YCC 区间, 仅 6月10日到6月20日, 日本央行增持 10 年期日本国债规模达到 5.8 万亿日元, 整个六月, 日本央行购买了 14.8 万亿日元的国债, 成功的捍卫了其货币政策。

日本央行持有超 50% 的日本国债，当前对赌日本央行货币政策转向的交易成功的可能性越来越低。日本央行当前持日本国债规模达 516 万亿日元，约占整个日本国债市场一半。在 6 月大规模购买国债后，当前日本国债市场流动性越来越低，导致做空日本国债的交易成本和难度越来越高。

图 17：日本央行单周购买规模创历史新高



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图 18：6 月 13 日-17 日海外投资者大规模抛售日本长债



资料来源：wind，民生证券研究院

5 全球通胀缓和将缓解美债潜在的上行风险

尽管市场一度押注日本央行政策转向，但我们认为短期内日本央行货币政策很难有实质性改变。

6 月市场挑战日本央行，本质上是全球央行对通胀失去控制产生的结果。

当前，全球通胀中枢上移，导致全球金融市场波动大幅抬升。尤其是美联储为代表的欧美央行，一再错判通胀的持续性，政策前瞻引导效果下降，导致市场预期混乱，押注各国央行加快收紧货币政策的交易大行其道。

但与欧美经济面临的局面不同，日本经济并不存在通胀失控的问题。当前全球经济下行将制约通胀进一步走高，缓解日本收紧货币政策的紧迫性，日本央行的货币政策短期内难见调整。

其一，日本经济本身并未从疫情当中完全恢复，尤其是服务业、零售业等，日本央行很难在经济受损的情况下，收紧货币政策。

其二，日本央行更青睐的通胀指标并未达标，日本央行更没有收紧的理由。

其三，受制于经济长期通缩的局面，居民对价格上涨的容忍度低，扭曲了企业定价行为。即使通胀短期高于政策目标，日本央行相比较于其他央行的容忍度也更高，也就意味着日本央行不可能被市场所牵引而改变货币政策节奏。

总体而言，日本疫后复苏缓慢和经济长期通缩的特性，制约了货币政策收紧的空间。随着全球经济放缓甚至衰退，日本央行货币政策转向的可能性会越来越低，引发新一轮紧缩交易的可能性不大。

图 19: 衡量美债波动率 MOVE 指标接近 2020 年 3 月



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

图 20: 2022 年上半年 G7 货币波动率走高



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

6 风险提示

- 1) **日本通胀超预期。**若日本核心 CPI 持续超预期上升，可能会引发日本央行加快货币政策收紧的节奏。
- 2) **海外地缘冲突升级。**若当前地缘冲突进一步升级甚至扩大，会导致各国能源供应恶化，同时加剧日本的输入型通胀压力，引发日本央行加息。
- 3) **日本政局动荡加剧。**高通胀当前已经大幅抬升部分日本居民生活成本，导致居民对政府不满情绪加剧，这种情况下可能会给日本政府施加压力，日本央行可能会迫于各方压力不得收紧货币政策。

插图目录

图 1: 日本海外债券当月净购买量和美债利率	4
图 2: 欧美日三大经济体 GDP 季调同比增速	5
图 3: 日本私人部门需求低迷	5
图 4: 日本能源自给率低	5
图 5: 日本大宗商品进口依赖度	5
图 6: 日本 CPI 各项指标表现	6
图 7: 日本当前 CPI 扩散指数与 2016 年初持平	6
图 8: 当前日本失业率仍显著高于疫情前	7
图 9: 日本当前服务业、批发零售等行业就业未完全恢复	7
图 10: 日本工资增速仍低于 2%	7
图 11: 日本企业通胀预期达到 2014 年以来最高值	7
图 12: 美日利差与日元汇率走势	8
图 13: 日元走势与日本央行货币政策变动	8
图 14: 日本财务省关于外汇干预的表述总结	9
图 15: 5 月底到 6 月初日元加速贬值	9
图 16: 日本相关各方对外汇干预的表态	9
图 17: 日本央行单周购买规模创历史新高	10
图 18: 6 月 13 日-17 日海外投资者大规模抛售日本长债	10
图 19: 衡量美债波动率 MOVE 指标接近 2020 年 3 月	11
图 20: 2022 年上半年 G7 货币波动率走高	11

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001