

证券研究报告

宏观研究

专题报告

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

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

全球高通胀下发达经济体紧缩货币政策的溢出风险

2022年8月9日

- **全球通胀压力上行的原因和未来走势。**全球通胀普涨趋势背后存在四大推力：一是发达经济体“货币、财政”双刺激下需求高涨，对各国造成输入性通胀。二是全球供应链压力的制约。三是俄乌冲突导致高企的全球通胀难以消退。四是新一轮粮食危机推升全球通胀中枢。在需求拱火和供给压制的双重因素叠加下，此轮通胀一直高烧不退。但在供给端和需求端中，供给端因素更加凸显、更为关键，因而不可低估供给冲击对通胀的影响力。我们预计供给冲击的持续强化会支撑通胀变化走势，主要在三个方面：1) 劳动力供给短缺制约了生产，未来劳动力短缺将继续支持通胀中枢抬升。2) 供应链压力居高不下，放大了供需矛盾。3) 大宗商品价格上行压力继续向通胀终端传导。
- **美欧等发达经济体央行相继进入紧缩周期。**在全球通胀水平愈演愈烈之时，各个发达经济体必须要采取更多行动以缓解高通胀风险。今年以来，以美欧为代表的发达经济体正面临多年未有的高通胀。在全球通胀肆虐中，多个经济体不得不开始收紧其货币政策，以美联储为代表的发达经济体央行纷纷开始掀起了“加息潮”，加快拧紧货币政策的阀门。1) 就美联储而言，为遏制通胀，美联储继续走在史诗级加息的路上。当前美国还面临供应链瓶颈、劳动力短缺引起成本上涨等冲击，这些供给侧问题短期内难以解决，我们预计美联储为了给居高不下的通胀降温，将会继续走在史诗级加息的路上。2) 就欧洲央行而言，欧洲央行在退出宽松货币的进程中与美联储的表现略有不同。欧洲央行加息未在上半年开启的原因在于两个：一是俄乌冲突导致欧洲经济比较困难，还需要货币政策的支持；二是欧洲央行过快加息可能会对包括希腊、爱尔兰与葡萄牙等欧元区外围国家带来严重冲击，爱尔兰、葡萄牙等国家的债务问题可能会阻止欧洲央行连续加息。
- **发达经济体紧缩货币政策的溢出风险影响。**全球紧缩周期已陆续开启，加息带来的外溢风险也将显现。主要体现在新兴经济体资本流动、新兴经济体债务风险、国际贸易往来和大宗商品价格这四个方面：1) 紧缩周期下，新兴经济体的跨境资本回流发达经济体。2) 美元走强，部分新兴市场经济体或面临债务危机的风险。美联储货币政策紧缩会导致新兴经济体的债务成本上升，拥有高债务的低收入国家可能会面临陷入债务危机的风险。3) 货币政策收紧会给新兴经济体出口带来消极影响。货币政策进入紧缩周期后，总需求支撑力度或将下降，受此影响美国进口增长的势头也将有所减弱，给新兴经济体出口带来消极影响。4) 发达经济体货币政策略有分化或会对大宗商品价格产生扰动。
- **风险因素：**国际地缘局势发展超预期，海外经济下行超预期等。

目录

一、全球通胀压力上行的原因和未来走势	3
二、美欧等发达经济体央行相继进入紧缩周期	5
三、发达经济体紧缩货币政策的溢出风险影响	7
风险因素	8

图目录

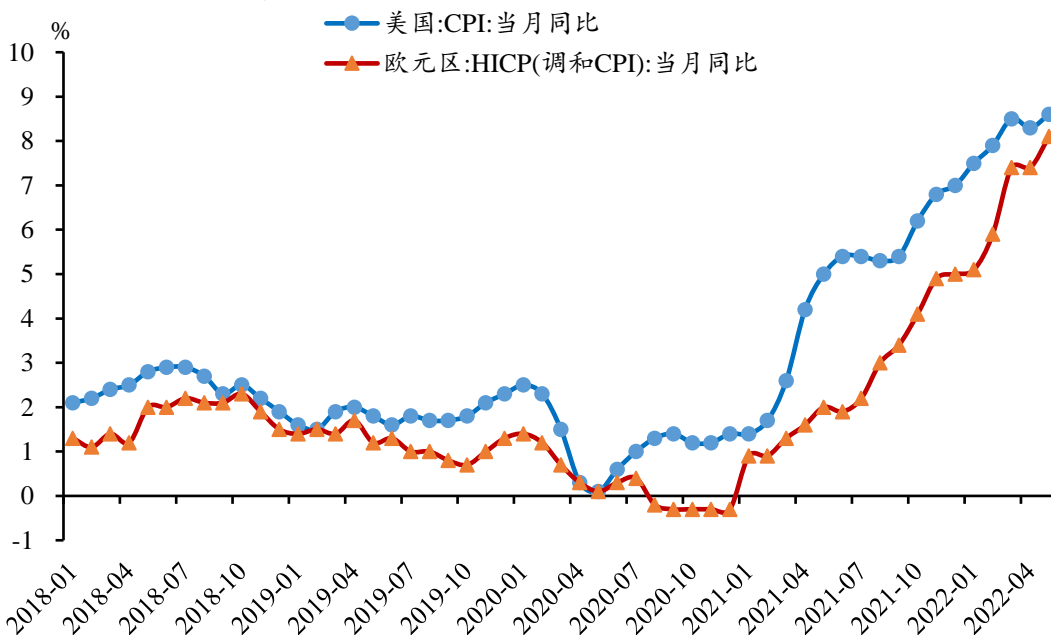
图 1: 全球通胀压力增加, 欧盟经济体通胀形势严峻	3
图 2: 美欧经济体加息进程略有分化	5
图 3: HICP 与核心 HICP 间的增速出现分化	6
图 4: 欧元区 PMI 大幅放缓	7

为应对 2020 年新冠疫情对经济的冲击，全球进入了货币超宽松时期。货币大灌水下的高涨需求和受疫情压制的供应链错配导致大部分国家都出现了通货膨胀。今年以来，在俄乌冲突和新一轮粮食危机的刺激下，全球通胀压力进一步蔓延，许多发达经济体出现了数十年一见的高通胀。高烧不退的通胀持续向各经济体央行施加压力，为遏制居高不下的通胀压力，多个发达经济体把加息提上日程，加快拧紧货币政策的阀门。以美联储为代表的央行纷纷开启加息潮，尽管美欧经济加息进程略有分化，但从总体上看，全球流动性收紧的方向不变。我们预计在多个经济体加息共振下，货币紧缩对全球的溢出风险影响将逐步蔓延至资本流动、新兴经济体债务风险、出口贸易和大宗商品价格等方面。

一、全球通胀压力上行的原因和未来走势

此轮全球通胀原因错综复杂，既存在需求端因素，也存在供给端因素的制约。疫情爆发后，美联储开启史诗级的大放水，美国资产负债表的规模开始从 2020 年初的 4.2 万亿美元大幅飙升至 2022 年 7 月的 8.9 万亿美元。美国货币大灌水培育了全球通胀升温的土壤，带来居高不下的全球通胀压力。疫情后，供给端一直受到压制，也给全球通胀增加了上行压力。截至目前，以美欧为代表的发达经济体正面临多年未有的高通胀。其中，美国国内通胀达到自 1982 年以来的历史最高点，欧元区 HICP 通胀达到自 1997 年以来的历史最高点，我们认为此轮通胀覆盖范围较大，可能是一场覆盖欧美、乃至整个半球的大通胀。

图 1：全球通胀压力增加，欧盟经济体通胀形势严峻



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

(一) 全球通胀普涨趋势背后存在四大推力。当前全球通胀出现普遍上涨趋势，美国、欧洲等多个经济体步入高通胀时代。追根溯源，欧美主要经济体的 CPI 指标屡破新高，其背后主要存在四大推力。

一是发达经济体“货币、财政”双刺激下需求高涨，对各国造成输入性通胀。货币政策方面，自新冠疫情以来，欧美等主要经济体央行相继实施了超常规的货币政策，通过大幅扩张资产负债表向市场注入流动性，美联储宽松货币政策增加的货币流动性给各国造成了输入型通胀。财政政策方面，发达经济体还推出了大规模的财政补贴，以刺激需求。

二是全球供应链压力的制约。在疫情反复、经济修复程度有限的条件下，被疫情制约的供给难以满足高涨的需求，

推升了通胀的回升。

三是俄乌冲突导致高企的全球通胀难以消退。俄罗斯是全球关键的原油生产国，对全球能源价格走势具有重大影响。近期的地缘政治冲突有所升温，欧盟对俄罗斯的制裁不断升级，对能源价格的走势存在刺激效应，打压了原油的供给预期。在俄乌局势持续推高能源价格的背景下，地缘政治博弈刺激国际油价上涨，能源价格大幅上涨成为全球通胀水平创新高的主要原因。

四是新一轮粮食危机推升全球通胀中枢。除了俄乌冲突给小麦等食品价格增加上行风险外，旱涝极端天气、粮食出口禁令和成本推升等因素继续加剧粮食供需格局，推动食品项通胀上升。

(二) 四大通胀推力中，供给端冲击更为关键，也更难消退。在需求拱火和供给压制的双重因素叠加下，此轮通胀一直高烧不退。但在供给端和需求端中，供给端因素更加凸显、更为关键，因而不可低估供给冲击对通胀的影响力。这是因为需求拱火通胀是货币、财政政策双重刺激下的结果，政策退出后需求就会失去支撑。疫后全球主要经济体为应对新冠对经济的影响，出台大规模货币和财政刺激方案，当刺激政策收紧时需求就会因失去支撑而出现回落。然而，与需求端因素相比，在疫情反复之下，供给端仍然受到制约。货币政策属于总需求政策，对于消费、投资、进出口等需求端因素有一定的政策效果，但对于地缘政治冲突、劳动力短缺、供应链中断等众多供给侧因素而言，货币政策的发力对此无能为力。因此，货币政策对全球通胀压力的抑制作用十分有限。在供给端因素中，供应链短缺、俄乌冲突、粮食危机均非欧美经济体自身可以控制。从供给侧数据观察，根据纽约联储公布的数据，截至今年5月，全球供应链压力指数较均值偏差仍维持在2.9的历史高位。当下全球供应链压力指数已经高位运行一段时间，这显示出供应链瓶颈问题依旧存在且难以缓解。此外，在美国劳动参与率下降的情况下，劳动力市场的供需矛盾仍将继续累积，严峻的劳动力短缺格局推动劳动力成本继续上行，增加美国通胀压力。2022年以来的供应链短缺、俄乌冲突、粮食危机发酵，三个因素共同作用进一步加剧了全球供应瓶颈，增加全球通胀的压力。

(三) 通胀动力难以轻易消除，短期内全球高通胀难言结束。除了影响能源项和食品项的地缘政治冲突外，影响核心通胀的原因有需求高涨、供应链短缺、劳动力短缺，其中高通胀更主要的原因还是在于供给侧问题。供给冲击的持续强化支撑了通胀变化走势。

第一，劳动力供给短缺制约了生产，未来劳动力短缺将继续支持通胀中枢抬升。在劳动参与率下降的情况下，劳动力市场的供需矛盾仍将继续累积，严峻的劳动力短缺格局推动劳动力成本继续上行，增加通胀压力。

第二，供应链压力居高不下，放大了供需矛盾。新冠疫情的爆发导致全球供应链中断，物流运输受阻推升了全球物流成本。5月全球供应链压力指数依旧高位运行，这显示出供应链问题依旧严峻，扰乱商品流动并引发高通胀的全球供应链压力仍大。

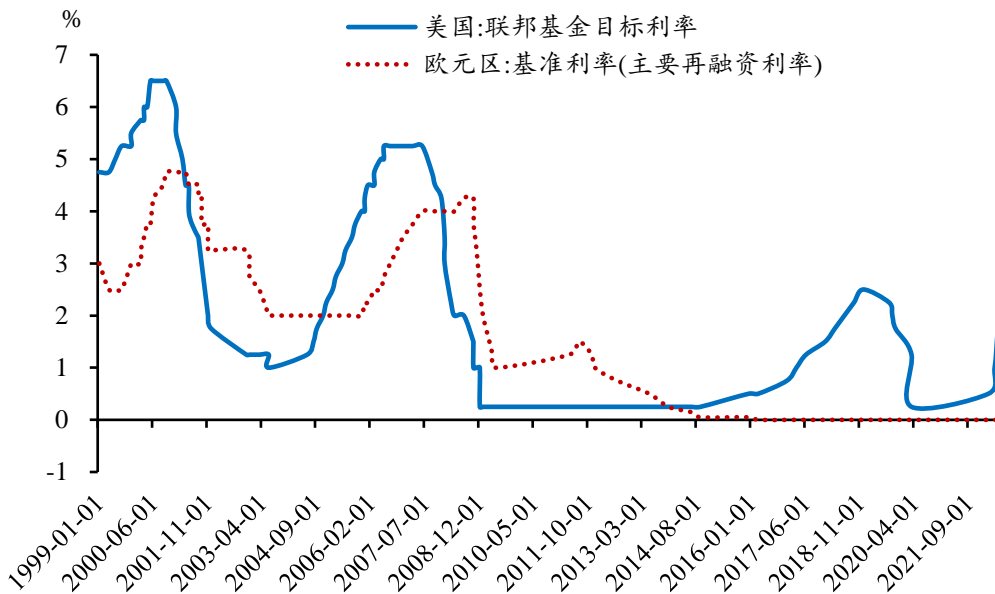
第三，大宗商品价格上行压力继续向通胀终端传导。原油对于大宗商品的影响，可谓牵一发而动全身。今年上半年以来，俄乌冲突爆发导致石油供给受到冲击，催生了大宗商品价格飙升。目前俄乌冲突尚未达成休战谈判，西方各国对俄制裁仍在不断升级，我们预计与俄乌冲突有关的供应短缺或将给现有的通货膨胀施压。

从以上因素来看，尽管货币政策的紧缩使得高涨的需求有所回落，但对供给问题无能为力。我们认为美国供应链紧张、劳动力市场供需不平衡等推升通胀的因素仍然持续，通胀形势依然不容乐观，全球通胀难以轻易消除，对于美国而言，供应链压力不减，劳动力供给不足，核心通胀的上涨动力依旧存在。在上涨动力持续存在的前提下，我们预计全球通胀易升难降，未来全球通胀中枢水平继续抬升的可能性仍大。同时，当全球大规模财政刺激和宽松货币政策的短期刺激效应消失之后，伴随着能源价格进一步冲击和新一轮粮食危机的来临，全球通胀仍难言结束。

二、美欧等发达经济体央行相继进入紧缩周期

在全球通胀水平愈演愈烈之时，各个发达经济体必须要采取更多行动以缓解高通胀风险。今年以来，以美欧为代表的发达经济体正面临多年未有的高通胀。在全球通胀肆虐中，多个经济体不得不开始收紧其货币政策，各大央行纷纷“收水”。以美联储为代表的发达经济体央行纷纷开始掀起了“加息潮”，加快拧紧货币政策的阀门。截至目前，已有美国、英国、澳大利亚、加拿大、新西兰、瑞典、韩国和挪威等众多发达经济体央行开启加息周期。发达经济体央行的货币政策发生转向后，全球流动性也开始收缩。尽管国外主要发达经济体为缓解高企的通胀压力，已经着手加快货币政策的收紧进程，但是由于许多发达经济体的央行都小心翼翼地权衡着加息的幅度和开启时间，因此美、欧在退出宽松货币政策进程中略有差异。其中，美国已经开启加息周期，甚至在6月大幅调整利率以压低通胀，而欧洲央行的首次加息尚未落地。

图 2：美欧经济体加息进程略有分化



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

(一) 美联储：为遏制通胀，美联储继续走在史诗级加息的路上。美联储具有实现充分就业和维持物价稳定的双重使命，相应地，失业率和通货膨胀率成为美联储加息的两大门槛。截至目前，5月失业率录得3.6%，连续第三个月维持在这一低位水平。在失业率表现较强、通胀压力与日俱增的背景之下，美联储加速缩减资产购买规模并于3月开启首次加息，分别在3月、5月、6月加息25bp、50bp和75bp。6月加息75基点是美联储1994年以来最大的单次加息幅度，这主要是因为美国国内通胀再次超预期上升。具体来看，今年5月美国CPI同比读数为8.6%，超过了3月份的8.5%，刷新过去四十年来新高。面对如此严峻的通胀形势，美联储决定在6月的美国联邦公开市场委员会上大幅调整利率以压低通胀，6月议息会议结果显示，美联储决定将联邦基金利率目标区间上调75个基点到1.5%至1.75%的水平。从美国高通胀的原因上看，俄乌冲突和供需失衡造成了美国当前的高通胀。由于俄乌冲突的局势远超美联储的控制范围，我们预计短期内仍有可能进一步对通胀施加上行压力。而供需失衡离不开美联储史无前例的宽松政策，当下美联储正用更紧的货币环境让更多的需求消失，但在供给侧问题上货币政策则无能为力。从更关键的供给端因素上看，当前美国还面临供应链瓶颈、劳动力短缺引起成本上涨等冲击，这些供给侧问题短期内难以解决，因此美联储与通胀的抗衡可能是场持久战。综合而言，众多因素未来或将阻碍通胀的回落。美联储主席鲍威尔曾指出，持续的通货膨胀是经济的巨大威胁。早期美联储低估通胀，已经带来了一系列影响。一是损害了其在市场上的公信力，二是高企的通胀侵蚀了消费者的购买力和实体经济的增长。考虑到美国未来通胀下行存在阻力的情况下，我们预计美联储为了给居高不下的通胀降温，将会继续走在史诗级

加息的路上，抓紧一切可以控制通胀的手段来收服通胀。

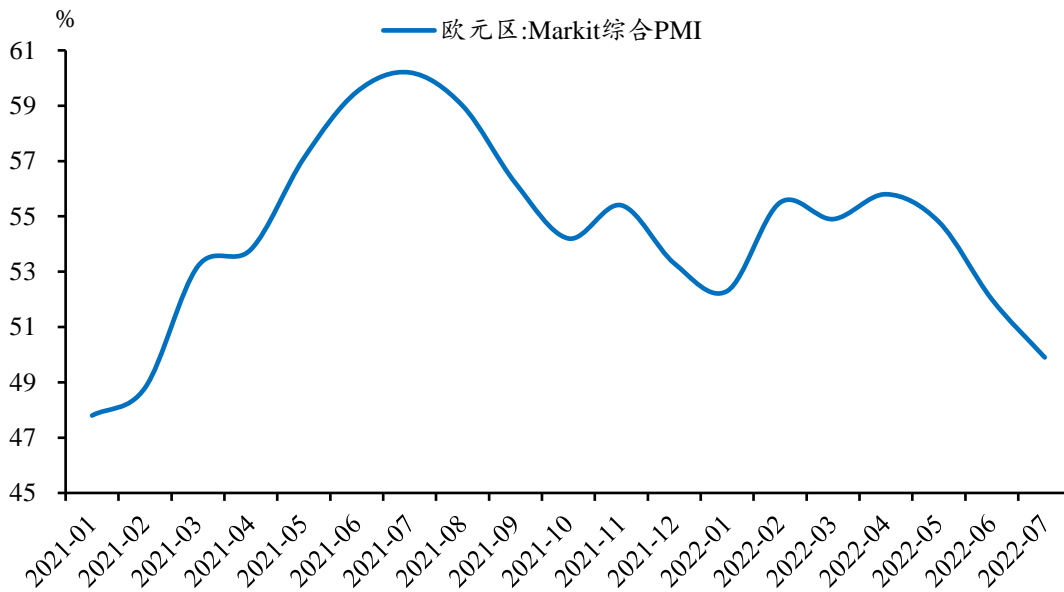
(二) 欧洲央行：通胀高企增大欧洲央行开启加息的可能性。相对而言，欧洲央行在退出宽松货币的进程中与美联储的表现略有不同。欧洲央行逐步退出了紧急资产购买计划（PEPP），但截至目前首次加息尚未落地。从欧洲通胀形势观察，2022年1-6月，欧元区调和消费者价格指数（HICP）同比增速从5.1%持续攀升到8.6%，屡次刷新了纪录，而6月核心HICP同比增速为3.7%，较上期的3.8%略有降温。HICP与核心HICP间的增速出现分化，反映出能源价格上涨对通货膨胀压力存在较大的贡献，是造成欧洲近期通胀居高不下的主要原因。早期俄乌冲突已经为能源供给短缺埋下隐患，近期欧盟和俄罗斯之间的制裁与反制裁则更加导致通胀率持续攀升。受能源和粮食价格飙升影响，乌克兰局势造成的能源危机令欧洲地区面临着巨大的物价压力，欧元区通胀率持续上升，截至2022年6月欧元区的HICP通胀率已经连续数月超过欧洲央行设定的通胀目标。从加息进程上看，欧洲央行虽然还没启动本轮紧缩周期的第一次加息，但已经按计划停止了PEPP。欧洲央行曾表示计划在7月份的货币政策会议上将关键利率上调。6月欧元区消费者物价指数（CPI）中，食品和能源价格继续构成消费者开支压力的主要部分，总体CPI的风险仍然明显向更高的价格方向发展，这给欧洲央行在7月加息增添理由。

欧洲央行加息未在上半年开启的原因在于两个方面，一方面，俄乌冲突导致欧洲经济比较困难，还需要货币政策的支持。新冠肺炎疫情背景下，由于供应链中断等原因，能源产品和食品等大宗商品价格上涨，使得欧洲通胀居高不下。而近期，受能源和食品价格大幅上涨影响，俄乌冲突爆发带来能源价格上涨，更是为欧洲通胀再添一把火。伴随高通胀的是欧洲经济的放缓，由于俄乌冲突及相关制裁措施对能源价格、能源安全和制造业造成破坏，欧元区PMI指标大幅放缓。另一方面，欧洲央行加息可能会对包括希腊、爱尔兰与葡萄牙等欧元区外围国家带来严重冲击。虽然居高不下的油价推升通胀预期，但是过快加息又会伤害深陷债务危机的欧元区外围国家，爱尔兰、葡萄牙等国家的债务问题可能会阻止欧洲央行连续加息。总体而言，欧洲央行正面临着收紧货币政策时点的抉择。对于欧央行来说，通胀高企、疫情和美联储加息的无形压力成为其头上的三座大山。当下通胀压力明显加大，通胀有继续上升的恶性趋势，通胀高企增大欧洲央行开启加息的可能性。

图 3：HICP 与核心 HICP 间的增速出现分化



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4：欧元区 PMI 大幅放缓


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、发达经济体紧缩货币政策的溢出风险影响

随着经济全球化程度的进一步加深，世界各国经济联系和相互依赖程度日益提高。而发达经济体作为世界经济的重要组成部分，其货币政策走势与世界经济更是紧密相连。若主要发达经济体货币政策收紧，会对世界经济产生负面的外溢影响。如今，全球紧缩周期已陆续开启，加息带来的外溢风险也将显现，主要体现在新兴经济体资本流动、新兴经济体债务风险、国际贸易往来和大宗商品价格这四个方面。

(一) 紧缩周期下，新兴经济体的跨境资本回流发达经济体。由于美、欧等发达经济体货币都是可自由兑换货币，而且还拥有国际储备货币地位，因而其宏观经济政策将对资本市场及资本流动产生溢出效应。从加息进程上看，尽管各发达经济体退出超宽松货币政策的时点、速度各不相同，但总体上看，美联储加速缩减购债规模并启动加息，欧洲央行相继进入紧缩周期后，世界流动性将面临收紧。发达经济体央行加快货币政策转向，市场流动性收缩为全球带来负面的外溢效应。在大部分主要发达经济体加息时，发达经济体的货币相对升值，新兴经济体的货币可能会面临较大的压力。一般而言，在美欧等发达经济体加息的情况下，以美元或者欧元计价的资产吸引力增加，导致新兴经济体将面临一定的资本流出压力，国际资本逐渐从新兴市场回流美国、欧洲等发达经济体市场。随着美国等发达经济体货币政策收紧，全球资本回流美国也有助于推高美元指数。但短期内，资本的频繁流动很可能会引发资本市场的动荡。

(二) 美元走强，部分新兴市场经济体或面临债务危机的风险。美元始终处于全球流动性、资本供求的核心，随着美联储货币政策加快收紧，美元流动性加速“退潮”，部分新兴市场国家随着美联储重返货币政策正常化轨道将面临强势美元带来的新挑战，新兴市场债务风险或将大幅攀升。因为加息可能导致银行借贷利率和融资成本抬升，不断上升的利率将导致新兴市场借贷成本升高，可能引发一部分信用等级较低的公司出现违约抑或是经营困难的问题。此外，美元升值也将带来债务规模的膨胀，导致部分结构脆弱的新兴经济面临债务危机的风险。美联储货币政策紧缩会导致新兴经济体的债务成本上升，拥有高债务的低收入国家可能会面临陷入债务危机的风险。

(三) 货币政策收紧会给新兴经济体出口带来消极影响。发达经济体宏观经济政策影响国际贸易的渠道主要在于，货币政策的宽松和收紧变化会引起总需求的相应变化，进而影响进出口水平。在 2020 年受到新冠疫情的冲击之后，发达经济体量化宽松政策拉动了新兴经济体的出口水平，因为货币大灌水的宽松政策刺激了美国的国内

需求，在国内供给受到压制的情况下，美国将通过进口商品来弥补国内的消费需求，因此美国进口需求对许多新兴经济体的出口起到了提振作用。进入 2022 年后，欧美逐步进入紧缩周期，从发达经济体自身的角度来看，快速加息虽然可以起到抑制通胀的作用，但流动性收紧时国内需求也将受到影响，从而会对国际贸易伙伴的进出口需求产生影响。此外，大部分发达国家在货币紧缩的同时还伴随着财政刺激政策退潮，例如美国政府的主要经济刺激措施已由现金补贴转向基建、社会福利支出，我们预计随着货币政策进入紧缩周期后，总需求支撑力度或将下降，受此影响美国进口增长的势头也将有所减弱，给新兴经济体出口带来消极影响。

（四）发达经济体货币政策略有分化或会对大宗商品价格产生扰动。由于大宗商品价格是以美元进行计价的，因此大宗商品的价格不仅会受到市场供需的影响，还会受到美元币值的变化影响。在市场供需方面，俄乌冲突对原油等大宗商品的供给产生制约，这会推动大宗商品价格上行。在美元币值方面，最直接影响因素就是美国货币政策。由于美国和欧洲的货币政策出现分化，导致美元相对于欧元和其他货币出现升值。理论上，美联储加息推动美元走强，美元升值后，以美元计价的大宗商品的价格可能会面临下跌。因此，美元币值的变化会对大宗商品的价格上升产生扰动。总体而言，当前俄乌冲突已经推动原油等原材料价格继续上升，但紧缩周期下美元走强会进一步对大宗商品价格的上升增加阻力，因此货币政策的紧缩分化可能会对大宗商品的价格产生暂时性扰动，但不影响总体的上行趋势。一方面，此轮原油价格的飙升更多与供给变化相关，俄乌冲突严重影响全球原油供给，大宗商品的供给约束仍然存在；另一方面，全球收紧货币政策是趋势，美元大幅走强属于阶段性表现，货币政策的紧缩分化对大宗商品价格的扰动只是暂时的，未来大宗商品价格仍受到供需基本面的支撑。

风险因素

国际地缘局势发展超预期，海外经济下行超预期等。

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。

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
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@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
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@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	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@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。