

宏观周观点

2022年9月4日

需要再次为疫情定价

宏观周观点 20220904

核心内容：

- **美国非农数据不足以影响美联储立场：**非农数据依然较强，失业率仅略微走高，美联储加息 75bps 是大概率事件。ECB 在极高的通胀下加息 75bps 的可能性也很大。全球金融收紧的方向不变，未来需要对比美国和德国的经济增速。
- **北溪 1 号未按时重启，但欧洲天然气储量已在高位：**天然气快速储备后欧洲方面基本达到 80% 的冬储量，天然气价格快速下跌。俄气即使没有按时重启，价格短期也出现低迷，反弹可能有限，通胀预期走低。
- **成都等地封控考验市场信心：**虽然四川高温已过，但成都的封控以及随之而来的其他地区封控，使得市场信心再一次受到考验，并且市场仍然在消化此消息。
- **高频数据有改善但不理想：**（1）出行数据再一次因为疫情下滑；（2）商品房销售稍有好转，但周环比再次回落；（3）汽车销售数据继续走低，带动市场的人气板块回落；（4）银行调研结果出现分歧，8 月份信贷即使好转幅度也有限；（5）海运价格、集装箱价格、上海到美西的运费飞速下滑，下半年出口下滑程度可能超预期。
- **货币市场仍然较为宽松，但信用利差下行，风险偏好继续走低：**市场利率低于同期政策利率，DR007 本周五依然低于 7 天逆回购利率 56.86bps。8 月 15 日央行缩量续作 MLF 之后，市场利率出现短暂回升，但本周再次下行。上周货币市场利率上行使得投资者较为紧张，央行是否能容忍资金在金融市场空转依然是担忧，不过目前货币市场资金依然极度宽裕。
- **中国宏观情况低迷，市场期盼的金九可能不及预期：**受到政策补贴的新能源车销量下滑，打击市场信心。整体看空市场，1000、创业处于下跌趋势，A50 有原因不明的支撑，但总体仍然不乐观
- **海外资产：**美股可能进一步下探，美债待观察，美元暂时高位，黄金可能突破前低。商品方面，总体空头为主，铜等有色金属走低，但能源仍然需要小心，供给依然是主要问题。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢：

于金潼

核心风险：疫情超预期变化，中美经济更快下行

国家	日期	事件或数据
中国	9月5日(周一)	中国8月财新服务业PMI
	9月7日(周三)	中国8月贸易帐、进出口数据、中国8月外汇储备(亿美元)
	9月9日(周三)	中国8月社融规模(亿人民币)、中国8月CPI和PPI增速(%)
欧洲	9月5日(周一)	欧元区9月Sentix投资者信心指数,欧元区7月零售销售数据(%)
	9月6日(周二)	---
	9月7日(周三)	欧元区二季度季调后GDP增速(%)
	9月8日(周四)	欧元区9月欧洲央行主要再融资利率(%)
	9月9日(周五)	---
美国	9月5日(周一)	---
	9月6日(周二)	美国8月ISM非制造业PMI
	9月7日(周三)	美国7月贸易帐
	9月8日(周四)	美国截至9月3日当周初请和续请失业金人数(万)、美国截至9月2日当周API原油库存变动(万桶)、美国截至9月2日当周EIA原油库存变动(万桶)
	9月9日(周五)	美国7月批发库存月率终值(%)
其他	8月30日(周二)	英国8月Markit服务业PMI终值、俄罗斯8月Markit服务业PMI
	9月8日(周四)	日本第二季度季调后实际GDP季率修正值(%)

目录

一、非农依然偏强，劳动参与率上升.....	3
二、北溪1号彻底停供天然气.....	5
三、短期流动性充裕，人民币继续贬值.....	6
四、猪肉和蔬菜价格上行.....	8
五、大宗商品价格下跌，库存下行.....	9
(一) 能源价格继续下跌.....	9
(二) 钢铁价格回落，库存下行，未来仍然需要确定需求恢复速度.....	11

一、非农依然偏强，劳动参与率上升

美国劳工数据局(BLS)9月2日公布了8月非农就业相关数据。8月新增非农就业31.5万人，略高于30万人的市场预期，失业率上行至3.7%，私人非农时薪同比增速5.2%，环比增速0.31%，比前几个月稍有放缓；劳动参与率上行0.3至62.4%，劳动人口增加78.6万人。6月份的非农就业数据进行了大幅下修，但是降幅主要出现在政府部门，34.6万人的私人非农就业依然较强。这份数据对市场来说可能喜忧参半，但对美联储来说还远远不够：市场看到的好消息是劳动参与率和失业率的上行意味着就业紧凑程度出现缓解，对工资上行的压力略有下降；但对美联储来说，失业率依然处于绝对低位，就业并未显著走弱，保持紧缩还是控通胀的最优选择，那么市场面临的金融环境压力事实上并未缓解。

图 1：新增非农就业（千人）

图 2：劳动参与率依然低于疫情前（%）



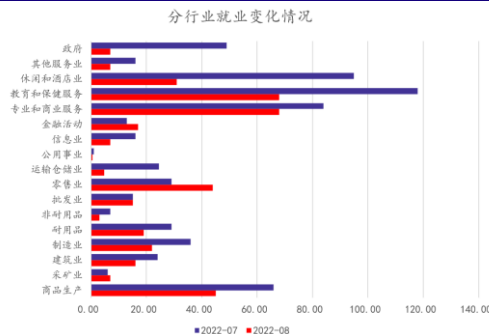
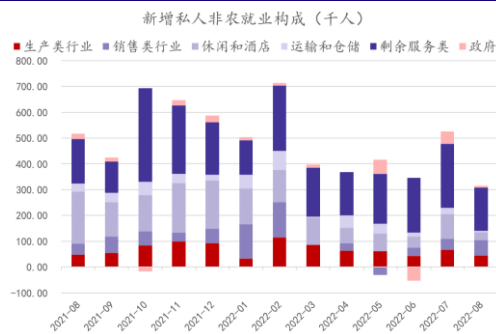
资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

从结构上看，服务类是8月新增就业放缓的主要区域：比起上个月，教育和保健服务少增了5万人，休闲和酒店业少增了6.4万人，运输仓储业少增了2万人，下滑比较明显；而政府雇员也少增了4.2万人，对非农就业形成拖累，仅考虑私人非农就业的话8月新增不弱。服务类新增就业放缓可能也与夏日旅游即将结束有关，但美联储的紧缩影响也开始显现。而比上月就业多增的主要是零售业，这也反映美国消费目前仍有动力，相关劳动需求还在增加。商品生产相关就业也出现了下滑，主要集中在耐用品和建筑业，考虑到ISM的8月PMI样本公司反映制造业雇员情况改善，不排除商品生产就业的初值未来向上调整的可能，而建筑业雇员的下滑符合预期。

图 3：新增私人非农就业构成（千人）

图 4：各行业新增就业人数变化（千人）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

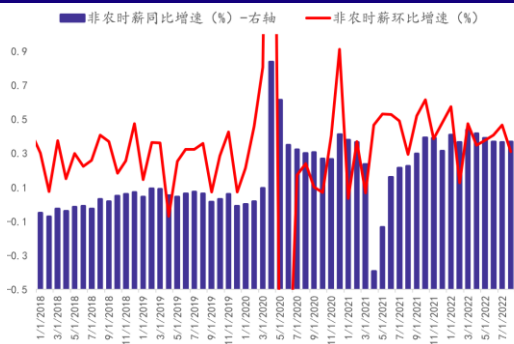
私人部门工资增速的同比延续高位，环比回落。从细项的环比增速看，公用事业和非耐用品生产出现了萎缩，而其他大部分行业虽然维持正增长但速率放缓，仅有信息服务业工资继续加快，结合其较低的新增就业可以推断信息业供给还有较大短缺；而休闲和酒店业尽管新增就业下行，却维持了不低的环比增速。制造业的整体工资环比没有上行，这和 PMI 中就业压力缓解的结论是相符的。

工资和新增就业的数据体现了紧缩下劳动市场供不应求开始缓解的态势，但是对经济下行反应滞后的劳动市场目前走弱的速度和通胀一样都是偏慢的，这种边际转弱可能还不及美联储的期望。新增就业的减少和劳动人口的增加对劳动市场供需平衡和失业率的上升都有帮助，不过目前劳动参与率仍远低于疫情前，工资还在继续上行。考虑到房产和权益市场的相对高位意味着居民的个人净值不低，消费信贷当下增速也不慢，上涨的名义工资可能还会向消费传导，所以就业市场和工资的转负对美联储放缓紧缩步伐会更有指导性。而如果失业率上行更多是因为劳动参与率回升而非现有就业净减少，那么对消费的打击也会更弱¹。

8 月 Jackson Hole 上鲍威尔的讲话奠定了美联储保持紧缩压力的基调，虽然这份含有好消息的非农就业数据让市场情绪稍有改善，但美国三大股指在高开后最终下跌（当然北溪 1 号断供也有影响）。这某种程度上体现了股市在前几次过分乐观的押注美联储缓和被证伪后意识到数据单月的边际转弱不会影响美联储的态度，鲍威尔的讲话起到了应有的作用。市场对 9 月加息 75bps 的预期依然占据主导，静待 8 月 CPI 数据。

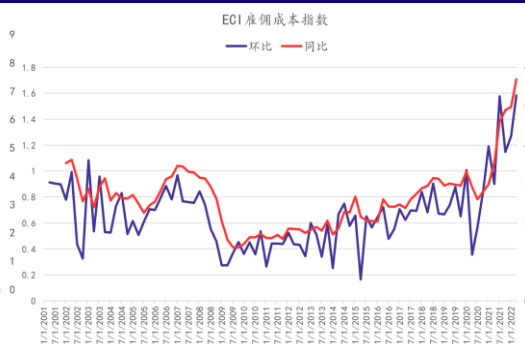
在通胀数据展现出较高的向 2% 靠拢的确定性前，美联储会维持偏紧的金融环境，衰退和更高的失业率是可以接受的代价。美联储之前 SEP 中 4.1% 的失业预测被耶伦、萨默斯等多位经济学家批评为不现实，这个水平的失业率难以作为美联储政策转向的标志，研究显示失业率可能要达到 5% 甚至以上才会有效降低通胀²，新的 SEP 有可能会上调对失业的预期。在紧缩之下，美元指数由于欧洲和日本的经济弱势短期还会维持较高位置，美股的向下调整亦远未完成，美债有待观察。

图 5：非农时薪增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：雇佣成本指数增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 7：非农数据概览

¹ 劳动参与率回升可能也意味着更多人在通胀上升下为了维持消费而重新开始工作，那么在目前供给不足的格局下新增就业数目短期可能依然不低，而这些新找到工作的人还是会有相当的消费力。

² Ex-Treasury Chief Summers Says Powell's Call on Neutral Fed Rate 'Indefensible' - Bloomberg

	新增非农就业-季调 (千人)			非农时薪-季调(美元)			新增非农离职 (千人)			时薪变化
	2022-08	2022-07	2022-06	2022-08	2022-07	2022-06	2022-07	2022-06	2022-05	
非农总计	315.0	526.0	293.0				215.0	279.0	-145.0	
非农私人合计	308.0	477.0	346.0	32.4	32.3	32.1	349.0	161.0	-208.0	
商品生产	45.0	66.0	43.0	32.5	32.5	32.4				
采矿业	7.0	6.0	8.0	36.9	36.7	36.2	0.0	-1.0	3.0	
建筑业	16.0	24.0	10.0	34.8	34.8	34.7	59.0	-28.0	0.0	
制造业	22.0	36.0	25.0	31.0	31.0	30.8	-6.0	38.0	-33.0	
耐用品	19.0	29.0	10.0	32.5	32.5	32.4	-16.0	22.0	-27.0	
非耐用品	3.0	7.0	15.0	28.3	28.3	28.1	9.0	16.0	-6.0	
服务生产	263.0	411.0	303.0	32.3	32.2	32.1				
批发业	15.1	15.1	10.0	27.7	27.7	27.6	-9.0	21.0	-32.0	
零售业	44.0	29.1	22.3	35.2	35.2	35.0	10.0	11.0	-19.0	
运输仓储业	4.8	24.6	15.9	23.0	23.0	22.9				
公用事业	0.6	1.0	0.2	28.1	28.0	28.0				
信息业	7.0	16.0	26.0	47.2	47.4	47.4	-5.0	5.0	0.0	
金融活动	17.0	13.0	5.0	47.0	46.4	46.2	29.0	4.0	-86.0	
专业和商务服务	68.0	84.0	90.0	41.8	41.6	41.5	152.0	6.0	-109.0	
教育和保健服务	68.0	118.0	94.0	38.9	38.9	38.6	-52.0	63.0	19.0	
休闲和酒店业	31.0	95.0	43.0	32.0	31.9	31.7	133.0	3.0	72.0	
其他服务业	7.0	16.0	-4.0	20.3	20.2	20.1	4.0	7.0	11.0	
政府	7.0	49.0	-53.0							

单元格标红：大于前值

资料来源：Wind、BLS，中国银河证券研究院整理

二、北溪 1 号彻底停供天然气，德国储气承压

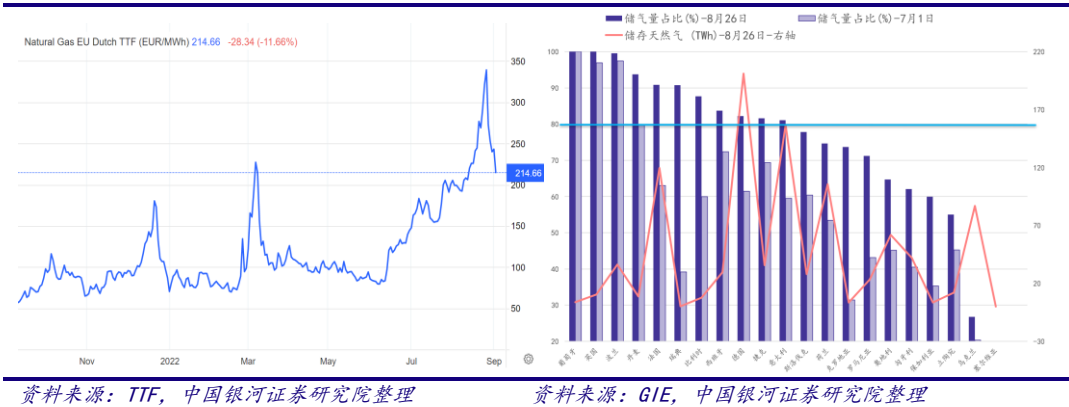
上周末（8月26日），GIE 数据显示包括葡萄牙、英国、丹麦、波兰、法国、瑞典、比利时、西班牙、德国、捷克和意大利目前都已经达到 80% 的天然气储存目标，而德国还将继续大规模购气并致力于在 11 月前达到 95%。8 月 26 日欧洲总储气量 878.97KWh，基本接近 2018-2021 的 4 年平均值 890KWh 左右的水平。

按此趋势，欧洲出现能源危机的概率减小，但是俄气的断供给德国和意大利等国的储气计划增加了不确定性。TTF 天然气期货价格在本周出现较大跌幅，主要是由于计划完成较好意味着即使天然气短缺，在各国储气能力快速逼近上限的情况下也难以继续购气推动涨价，因此不少交易员迅速了结获利。上周的分析中警示了德国在俄罗斯停止供气下仍会面临较大能源压力，9 月 5 日后 TTF 可能还会有反弹，但在储气量达到较高水平的情况下上行幅度有限。

俄罗斯切断北溪的主因可能是 G7 财长们在 9 月 2 日宣布将会对俄罗斯油价通过运输和保险等制裁进行限制，虽然这个计划的实施以及其是否有效需要更长的时间判断，但这一举动很可能激怒了俄罗斯并导致其切断天然气供应（但也不能排除确实存在检修问题）。这样一来，德国 11 月前完成 95% 储气的计划要么难以达成，要么将会在 TTF 价格高位之下付出更高成本，而同样依赖俄气的意大利也更加危险。液化气以及原油和煤炭等传统能源大概率成为欧洲今年冬天能源补充的重要方式，但随着天然气价格的回调，通胀预期可能略有放缓。

图 8：荷兰 TTF 价格本周回落（欧元/MWh）

图 9：欧洲各国储气比 6-7 月水平大幅上升



三、短期流动性充裕，人民币继续贬值

本周短期流动性依然相对宽裕，公开市场投放 150 亿元，回笼 150 亿元，净投放 0 亿元。国内流动性整体环境仍然宽松。市场利率低于同期政策利率，DR007 本周五依然低于 7 天逆回购利率 56.86bps。8 月 15 日央行缩量续作 MLF 之后，市场利率出现短暂回升，但本周再次下行。上周货币市场利率上行使得投资者较为紧张，央行是否能容忍资金在金融市场空转依然是担忧，不过目前货币市场资金依然极度宽裕。9 到 12 月 MLF 的到期量较大，累计 2.6 万亿，因此不排除央行采取类似 8 月略微缩量续作的手法引导市场像政策利率靠拢；不过即便如此，银行间充沛的流动性和低迷的实体融资需求也意味着市场利率的上升会较为有限。8 月信贷可能略好于 7 月份，但经济受到高温影响可能仍然较弱，房地产困境仍在继续发酵，未来的经济不确定性仍然较强，债券收益率暂时难上行。

9 月 2 日，SHIBOR 隔夜收于 1.1750%，比上周同期下行 8.3bps，7 天利率收于 1.5100%，比上周下行 23.50bps。存款类机构质押式回购 7 天加权利率收于 1.4314%，比上周下行 27.53bps。当周平均银行间质押式回购成交量 5.5901 万亿元。9 月 2 日 1 年期、3 年期、5 年期国债分别收于 1.7199%、2.1774%和 2.3927%分别比上周变化-9.46bps、-9.32bps、-4.60bps，10 年期国债收益率收于 2.6127%，比上周下行 2.73bps。

债券收益率转而下行，虽然国常会发布新的发债计划使得市场投资者对于债券供给增加担忧加剧，但货币市场流动性依然宽裕。在经济没有明确好转的情况下，货币市场大概率仍然保持宽松，央行即使小幅缩量续作 MLF 也不会使市场利率大幅上行，通胀并不成为问题，债券市场仍然保持多头。

图 10: SHIBOR 利率 (%)

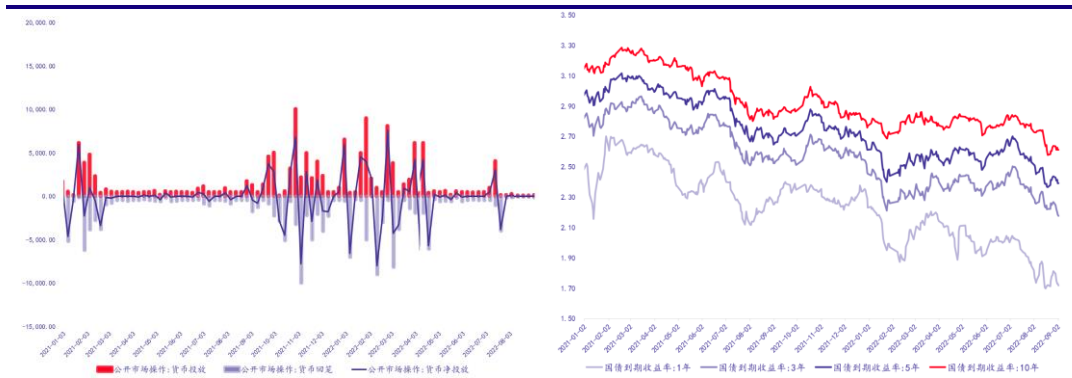
图 11: DR007 利率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

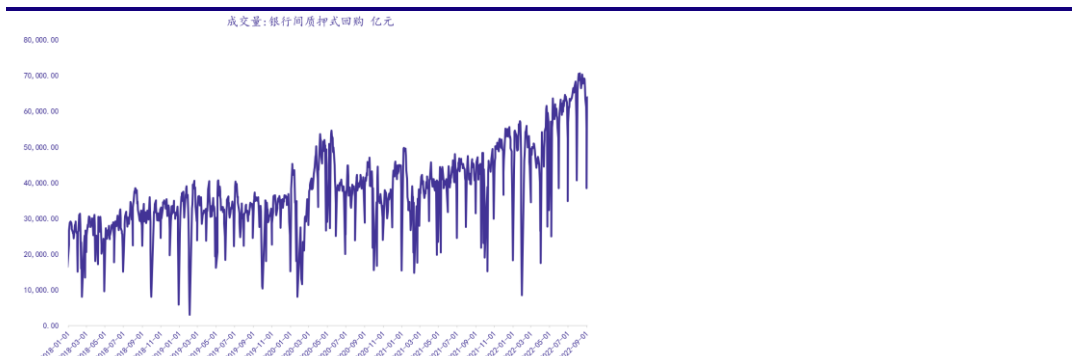
图 12: 央行公开市场业务投放回笼周度统计 (亿) 图 13: 国债收益率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 14: 银行间质押式回购成交量 (亿)

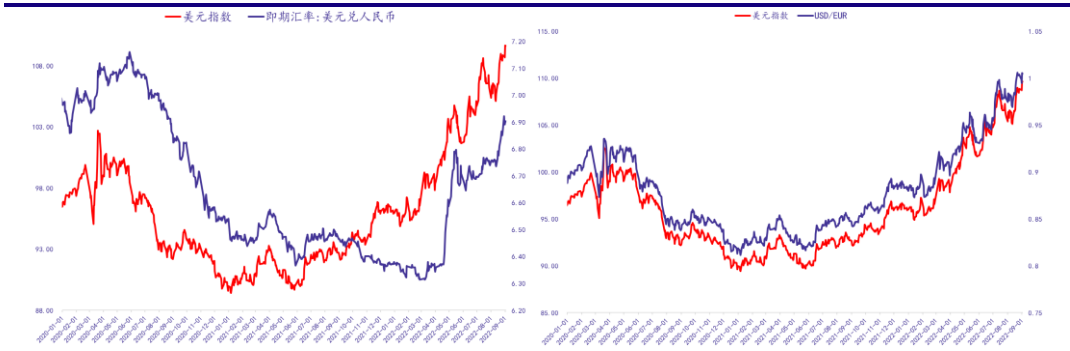


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

美元指数上行至 109.6121, 兑人民币略有升值, 中美央行流动性继续错位。美国非农数据和鲍威尔此前在 Jackson Hole 的鹰派发言确立保持紧缩的预期, 叠加欧洲经济可能会因为俄罗斯断供北溪 1 号天然气而雪上加霜, 美元年内可能将继续保持强势。欧央行中也出现了考虑 9 月加息 75bps 的声音, 但对欧洲经济的担忧和欧央行面临货币政策碎片化的困难会使欧元兑美元表现偏弱。美元上行使人民币汇率跌破 6.9。美元兑日元升至 140.20, 日央行坚持收益率曲线控制, 日元对美元变动敏感。

图 15: 美元兑人民币 (元)

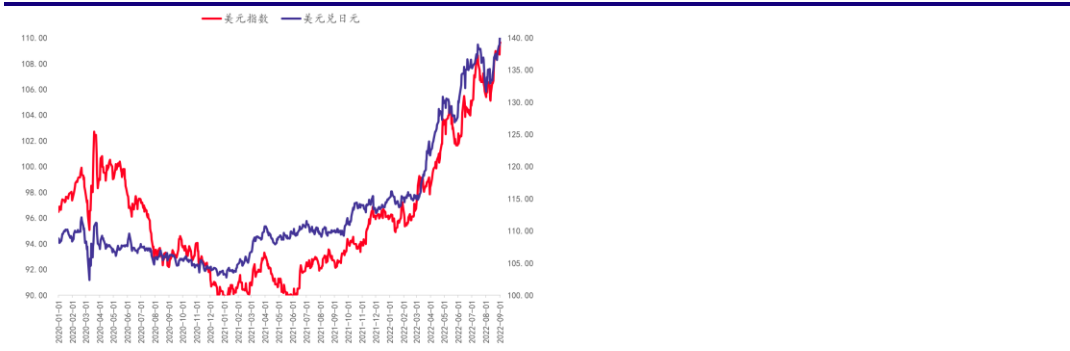
图 16: 欧元与美元指数 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 17: 美元兑日元 (元)



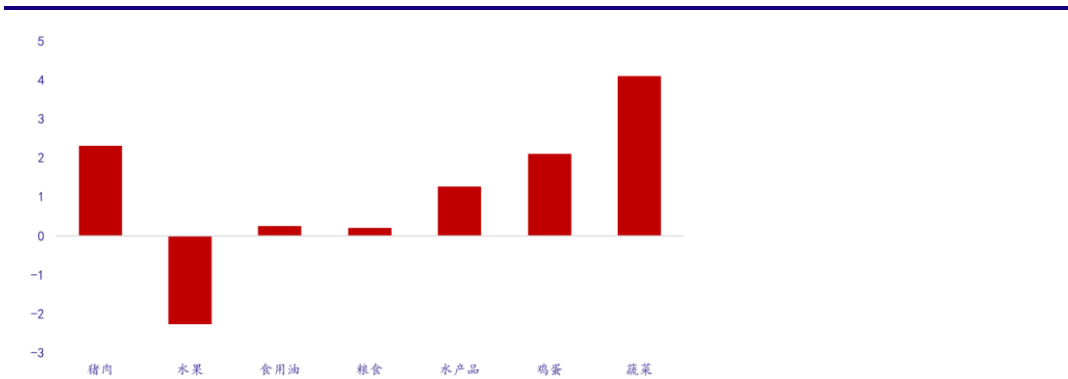
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

四、猪肉和蔬菜价格上行

本周物价整体变化不大，但蔬菜价格跌幅明显。根据搜猪网数据显示，全国瘦肉型生猪出栏均价 9 月 4 日价格 22.9 元/公斤，比上周上行 1.24 个百分点。高温过去以及未来各种节日的到来会推升猪肉消费，价格可能在预期下小幅上行。但是，发改委 8 月 29 日宣布为更好保障节假日供应，将会分批次投放猪肉储备，这也对猪肉价格持续上行形成限制，而猪价更可能在震荡中小幅增长。能繁母猪 7 月增加至 4,298 万头，中长期供给充足，但产能转化需要时间。综合来看，猪价此前的高增速不会持续，价格也难以上行到 2019 年猪瘟时期的水平，下半年带动通胀温和上行概率较大。

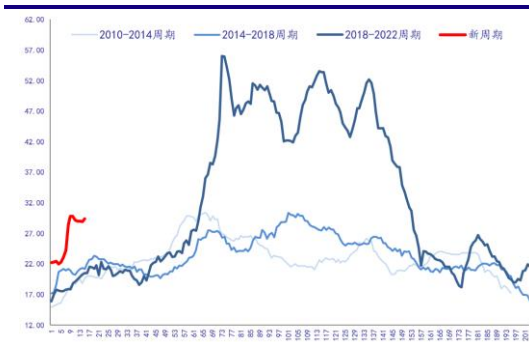
蔬菜方面，本周寿光农产品物流园蔬菜价格环比上涨 9.50%。本周菜价上行幅度较大，此前长江流域出现历史罕见的持续高温少雨天气导致受旱地区、部分品种蔬菜供应量下降、价格上涨，同时长江流域部分秋播蔬菜育苗移栽时间推迟 10 天以上；而北方由于近期天气转冷、降雨增多，并不利于蔬菜生长，疫情增加了物流难度，多种因素叠加使菜价超过往年区间，秋冬季节蔬菜保供稳价面临一定挑战。按照季节性经验来看，菜价近期还可能维持高位，同时人力成本上行和消费回升在下半年可能带动涨价，猪菜的共振将抬升 CPI。

图 18: 商务部统计 8 月 22 日-28 日物价变动 (%)



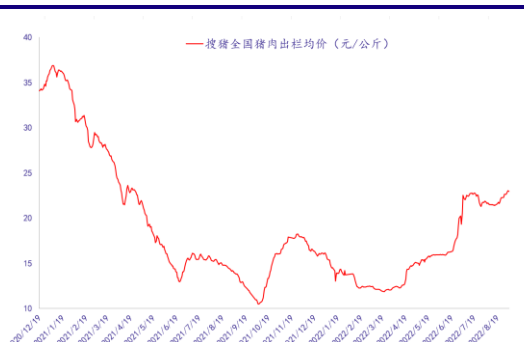
资料来源: 商务部, 中国银河证券研究院整理

图 19: 22 省市猪肉价格 (元/公斤)



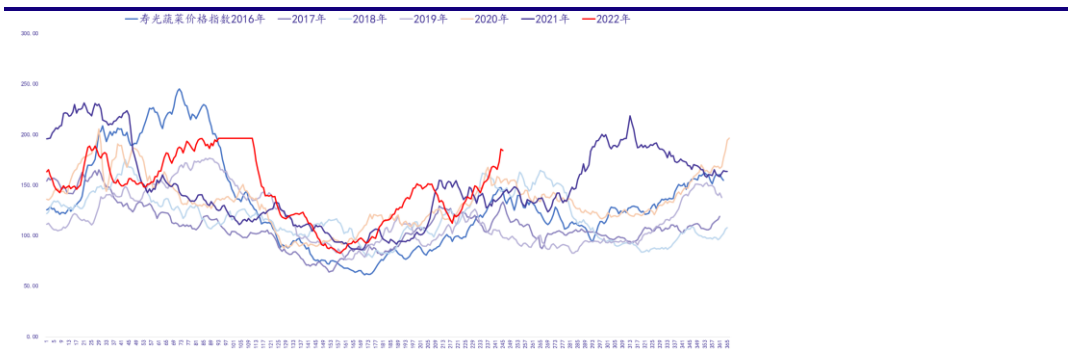
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 20: 搜猪网猪肉价格上涨 (元/公斤)



资料来源: 搜猪网, 中国银河证券研究院整理

图 21: 寿光蔬菜价格指数 (%)



资料来源: 寿光蔬菜网, 中国银河证券研究院整理

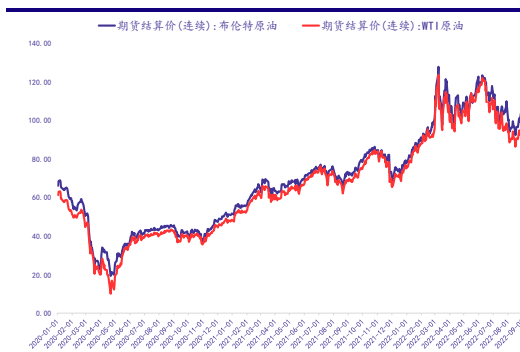
五、大宗商品价格下跌, 库存下行

(一) 能源价格继续下跌

本周国际油价小幅下降。主要央行保持紧缩意味着全球经济继续放缓，强美元施压油价，供需方面格局仍不明朗，伊朗还有可能重返原油市场，但 OPEC+考虑减产以及俄罗斯原油供给减少使得油价处于预期博弈中，当下震荡整理，但冬季价格仍可能上行。9 月 2 日布伦特原油 93.02 美元/桶，WTI 原油 86.87 美元/桶，分别较上周下行 7.89%和 6.65%。山东地炼柴油价格上行 2.86 个百分点至 9,202 元/吨，汽油价格上行 3.33 个百分点至 8,687 元/吨。山东地炼开工率由上周的 62.26 小幅回落至 61.97。

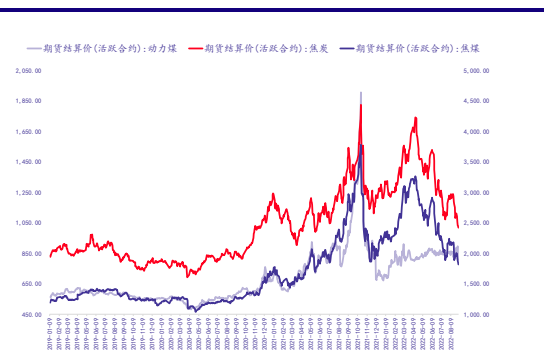
我国港口铁矿石库存上行，由上周的 13,816 万吨至 14,036 万吨，增加 220 万吨。铁矿石期货价格下跌，价格至元 665.50 元/吨，较上周下行 8.08%。澳大利亚铁矿石至中国的周发货量上行 91.3 万吨至 1308.60 万吨。

图 22：原油价格（美元/桶）



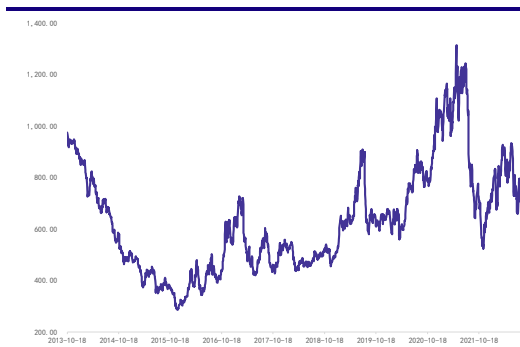
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 23：煤炭期货价格（吨/元）



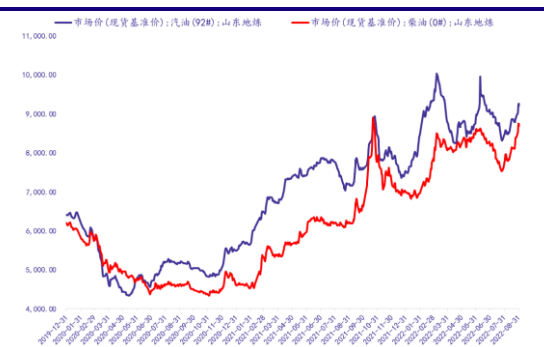
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 24：铁矿石价格（元/吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

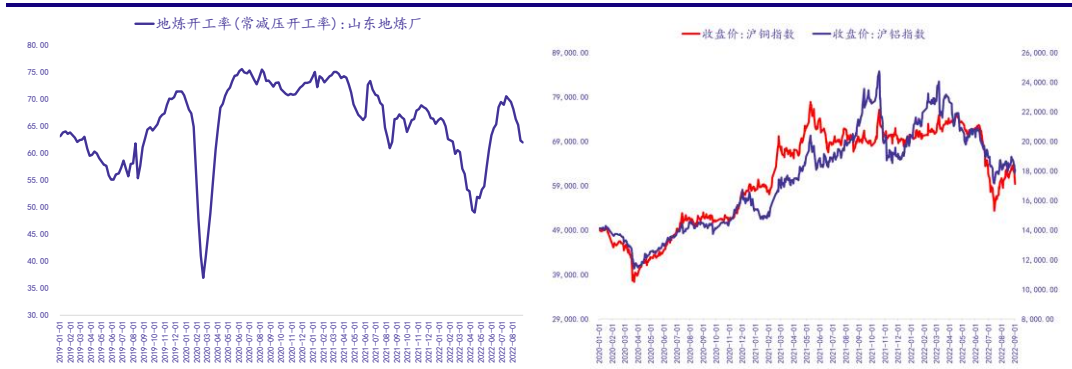
图 25：山东地炼价格（元/吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 26：山东地炼开工率（%）

图 27：沪铜、沪铝收盘价指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 钢铁价格回落, 库存下行, 未来仍然需要确定需求恢复速度

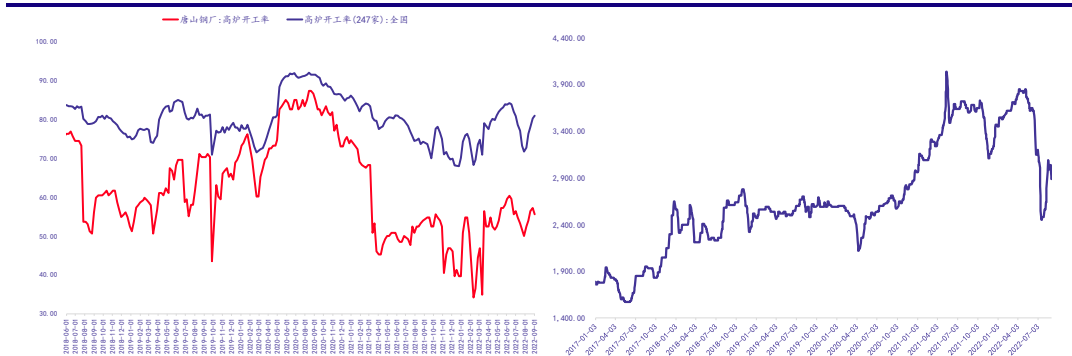
高炉开工率: 全国高炉开工率 80.85%, 比上周上行 0.71%, 唐山高炉开工率 55.56%, 比上周下行 2.38%。废钢价格与上周持平, 本周价格 2,890 元/吨。高炉开工率回升可能因基建落地和去库存带动。钢厂库存继续下滑, 钢厂开工率上行, 工业生产 9 月可能步出淡季, 但中国经济恢复处于观察期, 需求依然偏弱, 海外衰退预期也在上行。

产品价格: 螺纹钢和热卷价格较上周下行。螺纹钢价格 3,637 元/吨, 下行 11.23 个百分点, 热卷价格为 3,700 元/吨, 下行 8.89 个百分点。煤炭价格走低, 焦煤下行 13.05% 至 1,886 元/吨, 焦炭下行 6.23% 至 2,808 元/吨。动力煤价格下行 6.73 个百分点至 807 元/吨。随着高热的过去, 动力煤价格出现下跌, 供给也并不存在缺口; 海外订单走弱和内需不足, 未来工业用电需求大概率不及去年同期。房地产销售本周稍有回升但仍然低迷, 未来可能还将迎来季节性销售低点, 对钢铁和煤炭需求预期不振。

库存: 钢铁社会库存下行, 螺纹钢社会库存下行 17.73 万吨至 490.52 万吨, 热卷下行 7.26 万吨至 249.09 万吨。螺纹钢钢厂库存上行 13.63 万吨至 226.79 万吨, 线材钢厂库存上行 6.69 万吨至 77.52 万吨。社会钢材库存下行, 钢厂开工提升。低库存下生产有所恢复, 但是仍然受到房地产业低迷和海外周期下行的制约, 中国经济恢复在疫情扰动下也偏慢, 黑色系主要靠基建投资托底。热卷库存下行, 制造业回暖速度仍受到需求限制, 需求恢复的速度还有待确定。汽车销售同比增速本周出现下行, 半钢胎开工率在上周下滑后小幅回升, 汽车销量下行不利于市场信心, 且可能通过需求放缓向上方产业链逐渐传导。

图 28: 高炉开工率 (%)

图 29: 废钢价格 (元/吨)

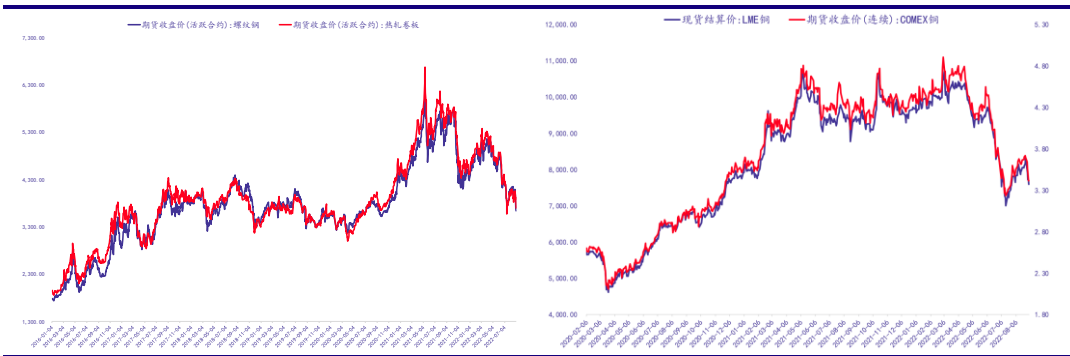


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 30: 螺纹钢和热卷价格 (元/吨)

图 31: 铜价格 (元/吨)

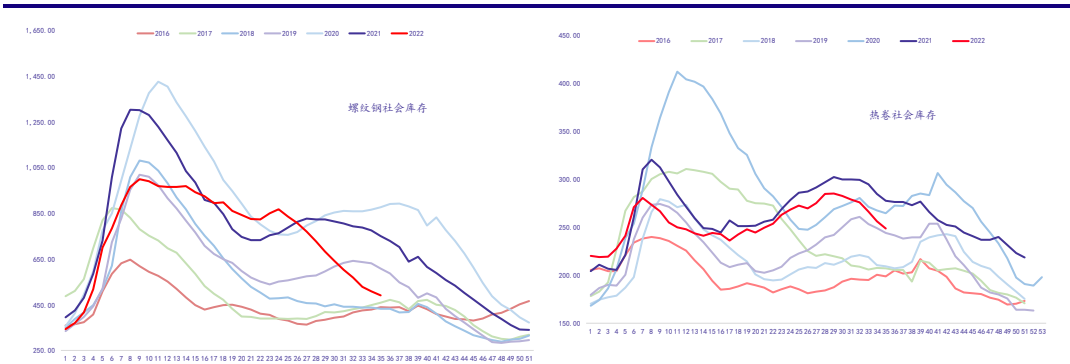


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 32: 螺纹钢社会库存 (万吨)

图 33: 热卷社会库存 (万吨)

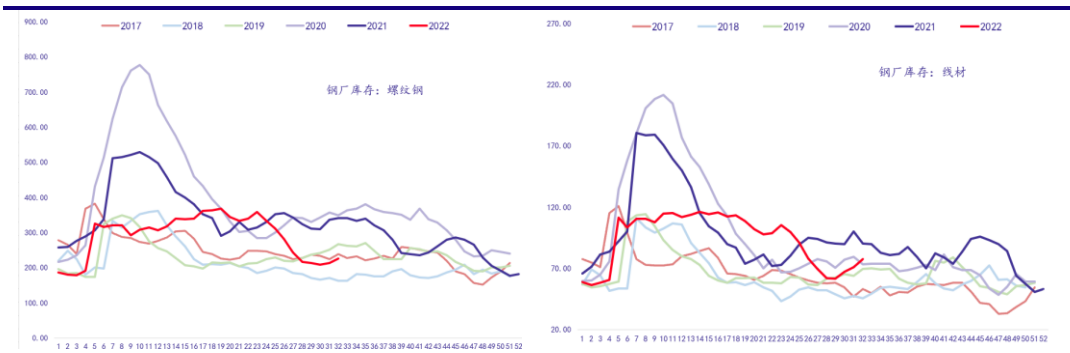


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 34: 钢厂螺纹钢库存 (万吨)

图 35: 钢厂线材库存 (万吨)

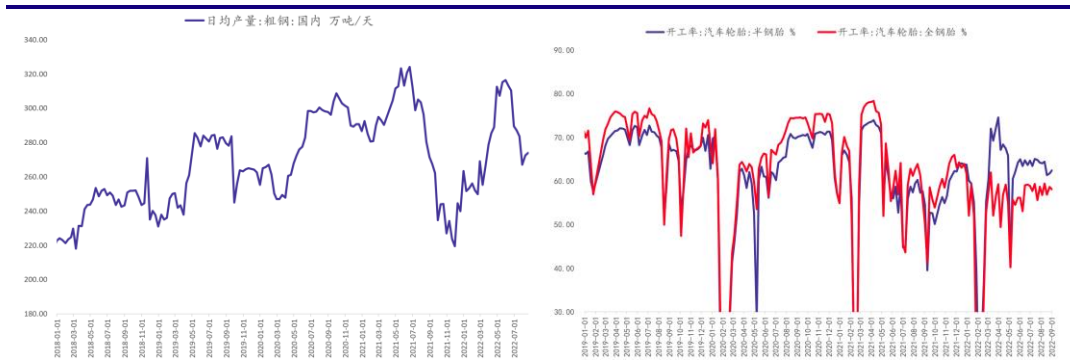


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 36: 粗钢产量 (万吨/天)

图 37: 汽车轮胎开工率 (%)

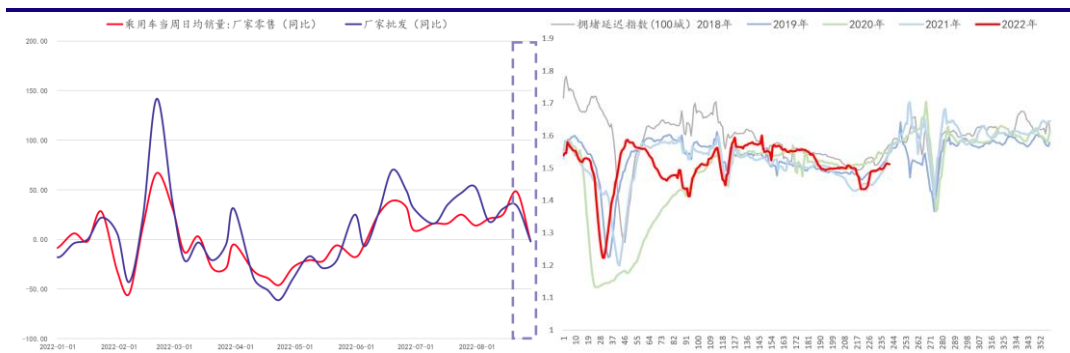


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 38: 乘用车日均销量同比 (%)

图 39: 交通拥堵延迟指数

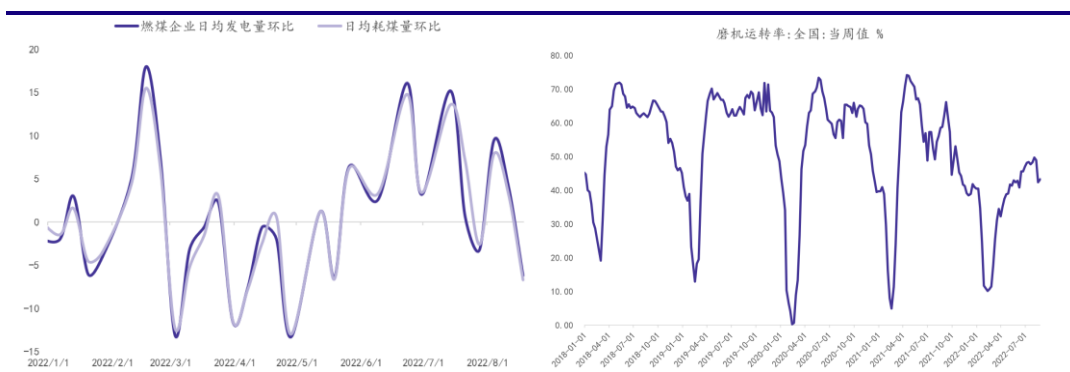


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 40: 中电联煤企日均发电量环比 (%)

图 41: 全国水泥磨机运转率 (%)

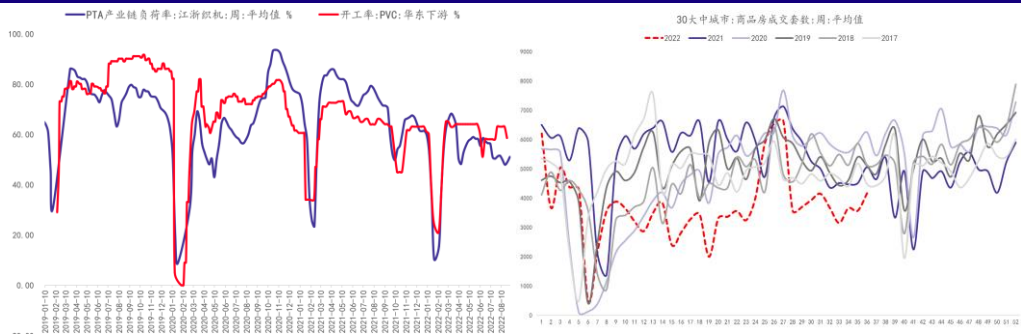


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 42: PTA 和 PVC 开工率 (%)

图 43: 30 大中城市商品房成交 (套/日)

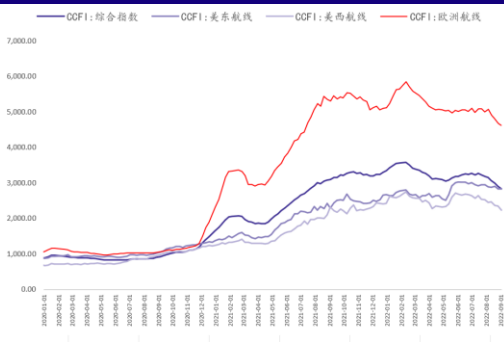


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

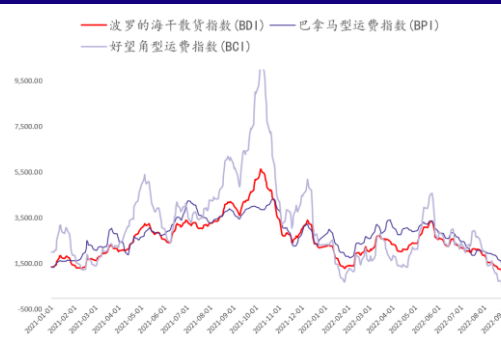
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 44: 上海集装箱出口指数

图 45: BDI 指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出与其它本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn