

美元指数将向何处去？——兼论人民币汇率走势

报告日期：2022-09-29

主要观点：

分析师：何宁

执业证书号：S0010521100001

电话：15900918091

邮箱：hening@hazq.com

联系人：潘纬栋

执业证书号：S0010122040040

电话：17521128958

邮箱：panwz@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_欧美制裁对俄欧经济和产业链的几点影响》2022-02-28
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观专题_破局之路，妙手何方？——2022 中期宏观展望》2022-06-14
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观专题_】欧债危机，魅影重现》2022-07-22
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_】美国“衰退”的程度有多深？——美国二季度 GDP 数据点评》2022-07-29
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_】人民币汇率的关键仍然在内——兼评央行下调外汇存款准备金率》2022-09-07
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_】3 次加息 75bp 后，美联储还会有多少超预期？——9 月 FOMC 会议点评》2022-09-22
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观专题_】美国经济将“衰退”至何处？》2022-09-26

近期美元指数快速上涨，期间一度突破 114，再创 20 余年以来新高。受此影响，离岸美元兑人民币汇率也一度突破 7.25。为稳定外汇市场预期，加强宏观审慎管理，中国央行 26 日宣布，自 2022 年 9 月 28 日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 0 上调至 20%，并于 9 月 27 日召开全国外汇市场自律机制电视会议。强势美元与人民币汇率走势引发市场关注。

● 美元指数为何屡创新高？

1. 美元指数走强的主要原因在于美国经济增长前景较欧洲更优，以及欧美央行货币政策错位。

从欧元区和美国经济基本面对比来看，在面对疫情冲击时，欧元区虽然也实施了大规模的货币和财政刺激计划，但是政策的效果上来看，由于欧元区内不同国家经济发展水平的差异较大，统一的货币政策对于经济刺激的作用也各不相同，欧元区经济恢复的程度相对美国而言较弱，欧元兑美元持续贬值。而俄乌冲突的爆发，使得欧洲经济增长的前景进一步恶化，推动美元指数加速上升。

从欧美央行货币政策方面来看，在本轮加息过程之中，欧央行加息的节奏和力度均比美联储落后，两国利差的扩大大会引发资本流动，推升美元。

2. 地缘政治冲突升温、英国减税计划、日央行保持宽松及意大利选举等因素成为美元指数上行的催化剂。

近期俄罗斯在其控制的顿涅茨克等地举行入俄公投，并进行二战后首次军事动员，引发对俄乌冲突升温的恐慌，全球风险偏好受到一定压制，部分资金流入美国避险，助推美元上涨；

日本和英国近期的经济政策变动，亦助推了美元指数的上行。英国方面，新任首相推行大规模减税计划，引发市场对英国债务不可持续的担忧。虽然英国央行宣布将“以任何必要的规模”临时购买英国长期国债，但并不能改变英镑贬值的趋势；日本方面，日本央行坚持宽松货币政策以支持经济增长，导致日元兑美元持续贬值；

此外，意大利大选中偏保守派的“中右翼联盟”获胜，引发市场对意大利混乱局面持续、拖累欧洲整体经济表现的担忧，从而成为美元指数上行的催化剂。

● 短期美元指数的上行还未结束，人民币被动贬值压力仍存。

1. 短期来看美元指数的上行可能还未结束

首先，从美联储的加息路径来看，短期内还会保持鹰派加息，从而为美元提供支撑；其次，欧元区能源危机尚未真正到来，后续冬季到来后能源危机可能正式发酵，经济增长可能会超预期下滑；最后，俄乌冲突走势尚不明朗，冲突升级可能性正在加大，美元的避险功能或仍将得到强化。短期来看，美元指数的上行可能还未结束，有可能会触及 2001 年 120.9 的高点。

2. 人民币的贬值压力仍存

从当前情况来看，人民币短期内的被动贬值压力仍然存在，外部压力可能还会增加。一方面，美元短期内还将继续保持强势，从而造成人民币被动贬值；另一方面，美债收益率近期出现较快上行，10年期美债收益率日前一度突破4.0%，中美利差倒挂程度进一步加深，资本回流美国的压力也将增加。

从中长期来看，人民币并不存在长期持续快速贬值的基础，当前政策着力点预计将是防止人民币单边快速贬值。一则是人民币此轮贬值主要针对美元，人民币兑其它货币并未出现较大幅度贬值；二则目前我国经济增长中的积极动能正在累积，而当前欧美等国的经济衰退概率正在增大，明年上半年可能就将看到双方经济周期相对位置的互换，届时人民币汇率将会获得经济基本面的有力支撑；三则央行近期采取的一系列政策有助于将外汇市场中的投机因素挤出，加强预期管理。后续央行还可以使用继续下调外汇存款准备金率、启用逆周期因子等政策工具，对人民币汇率进行引导和调节。但考虑到当前美国加息周期还未结束，美元还有上涨空间，政策的着力点预计将是防止人民币单边快速贬值，以维护外汇市场的稳定。

3. 从更长期的视角来看，本轮美元上行周期结束后，美元可能迎来较长时间的下行。

一直以来，美元同时作为美国本币和国际主要货币，其货币政策会对全球其他经济体产生显著的外溢效应。本次美联储鹰派加息，引发美元持续走强，对全球其他国家产生了不同程度的负面冲击。随着美国经济在全球占比的下降，这种弊端日益突出，特别是俄乌冲突后美国冻结俄罗斯的外汇储备，使得全球对美元的信心再度下降。目前已经有部分国家开始积极考虑去美元化，如金砖国家便已开始研究以金砖国家的“一篮子”货币为基础的国际储备货币，中国和俄罗斯也已经开始进行能源的本币结算。如果考虑到俄乌冲突等地缘政治影响的持续发酵，本轮美元上行周期结束后，可能会有更多的国家考虑去美元化，届时美元可能会迎来一个较长时间的下行周期。

● 风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，新冠疫情形势大幅恶化，地缘政治风险加大导致国际政治局势超预期。

正文目录

| | |
|--|-----------|
| 1 美元指数为何屡创新高？ | 5 |
| 1.1 美元指数走强的主要原因在于美国经济增长前景较欧洲更优，以及欧美央行货币政策错位 | 5 |
| 1.2 地缘政治冲突升温、英国减税计划、日央行保持宽松及意大利选举等因素成为美元指数上行的催化剂 | 7 |
| 2 短期美元指数的上行可还未结束，人民币被动贬值压力仍存 | 9 |
| 2.1 短期来看美元指数的上行可能还未结束 | 9 |
| 2.2 人民币的贬值压力仍存..... | 10 |
| 2.3 从更长期的视角来看，本轮美元上行周期结束后，美元可能迎来较长时间的下行..... | 12 |
| 风险提示： | 12 |

图表目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 图表 1 2021 年以来美元开始新一轮上涨周期..... | 5 |
| 图表 2 2021 年 6 月以来欧盟经济增长放缓更快..... | 5 |
| 图表 3 2021 年欧盟石油进口来源..... | 6 |
| 图表 4 2021 年欧盟天然气进口来源..... | 6 |
| 图表 5 欧元区消费者信息指数不断走低..... | 6 |
| 图表 6 欧元区贸易逆差扩大..... | 6 |
| 图表 7 德意利差扩大..... | 6 |
| 图表 8 欧央行货币紧缩政策节奏较落后..... | 7 |
| 图表 9 欧元兑美元不断贬值..... | 7 |
| 图表 10 英镑兑美元持续贬值..... | 8 |
| 图表 10 日元兑美元今年以来贬值较多..... | 8 |
| 图表 12 点阵图显示 22 年加息超过 4%..... | 9 |
| 图表 13 欧元区工业信心指数不断下行..... | 10 |
| 图表 14 中美利差持续倒挂..... | 11 |
| 图表 15 人民币综合汇率仍较坚挺..... | 11 |

1 美元指数为何屡创新高？

1.1 美元指数走强的主要原因在于美国经济增长前景较欧洲更优，以及欧美央行货币政策错位

作为用来衡量美元汇率的一项综合指标，美元指数反映的是美元相对一揽子货币¹的强弱程度，其中欧元是美元指数中最重要的组成部分，占比超过一半。对本轮美元指数的上行周期进行分析，可以发现，欧元区经济相对美国经济恢复较弱可能是驱动美元上行的重要动力，这在近期美元指数快速上升的过程中表现得尤为明显。具体而言：

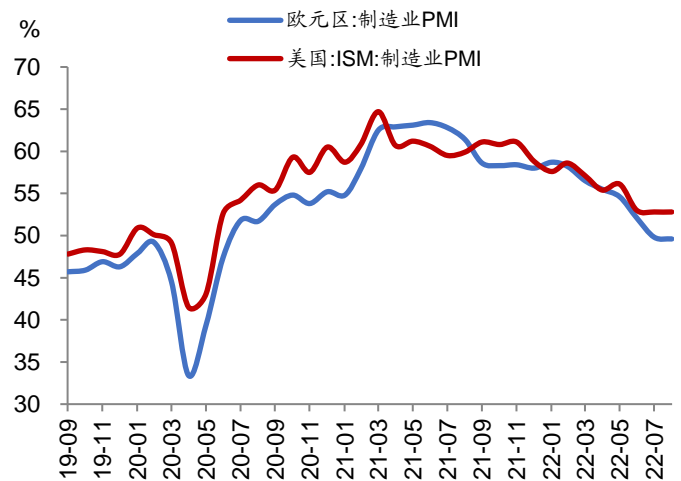
从欧元区和美国经济基本面对比来看，首先在面对疫情冲击时，欧元区虽然也实施了大规模的货币和财政刺激计划，但是政策的效果上来看，由于欧元区内不同国家经济发展水平的差异较大，统一的货币政策对于经济刺激的作用也各不相同，欧元区经济恢复的程度相对美国而言较弱。从 PMI 数据来看，自 2021 年 6 月达到 63.4% 的高点以来，欧元区制造业 PMI 下行的趋势以及幅度都比美国明显，显示欧元区经济增长韧性较美国更弱，而本轮美元指数的上升也正是从 2021 年 6 月份开始；

图表 1 2021 年以来美元开始新一轮上涨周期



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 2 2021 年 6 月以来欧盟经济增长放缓更快

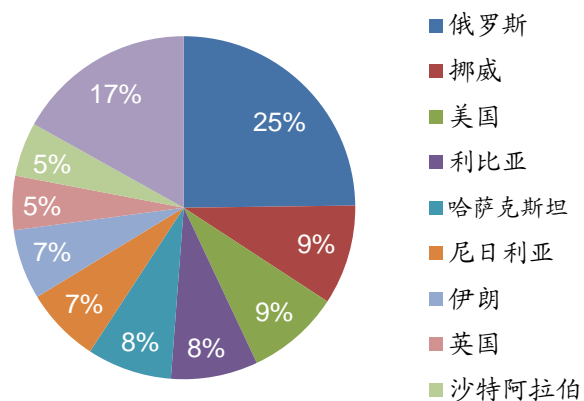


资料来源：Wind，华安证券研究所

其次俄乌冲突的爆发，使得欧洲经济增长的前景进一步恶化，推动美元指数加速上升。欧洲能源供应极度依赖俄罗斯，截至 2021 年底，俄罗斯占欧盟原油进口的 25% 和天然气进口的 40%，冲突的爆发使得俄罗斯对欧盟的能源出口受阻，带动欧洲能源形势急剧恶化，经济增长动能大幅放缓。一方面，能源价格的高企使得欧洲工业企业生产成本提高、民众实际消费能力减弱，欧元区消费者信心指数不断走低；另一方面，欧洲能源自给程度低，不断走高的能源价格使得欧洲国家的对外贸易逆差不断扩大。在内外因素的双重压力下，欧洲经济增长的前景进一步恶化，市场开始担心部分欧洲重债国的债务偿付能力（可参考报告《欧债危机，魅影重现？》），作为衡量欧元区债务压力的德意利差不断扩大，近期更曾一度突破 260bp。相比较而言，美国经济虽然也在不断加息之下放缓，但是整体经济韧性较强，短期没有衰退风险（可参考报告《美国经济将“衰退”至何处？》）。

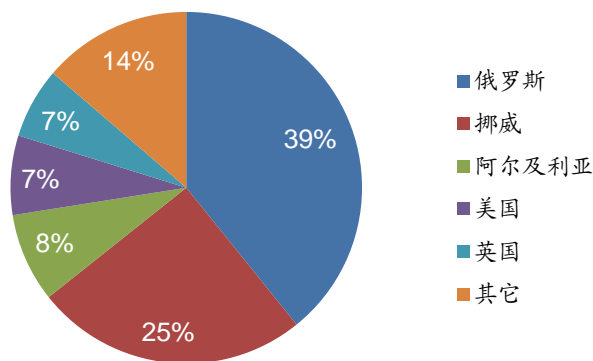
¹ 美元指数的构成包括欧元（57.6%）、日元（13.6%）、英镑（11.9%）、加拿大元（9.1%）、瑞典克朗（4.2%）、瑞士法郎（3.6%）。

图表 3 2021 年欧盟石油进口来源



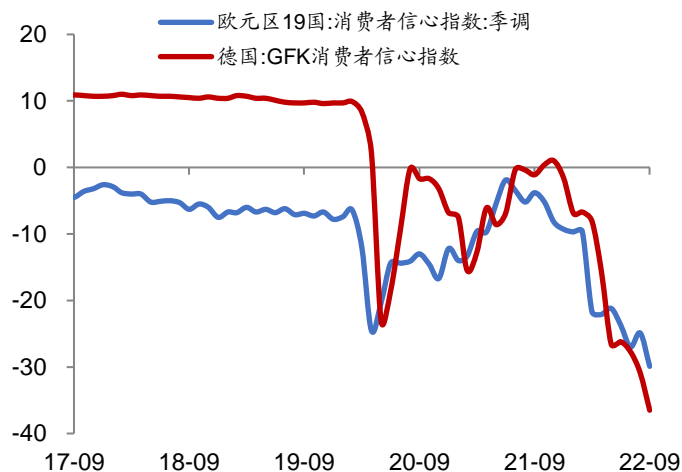
资料来源：欧盟统计局，华安证券研究所

图表 4 2021 年欧盟天然气进口来源



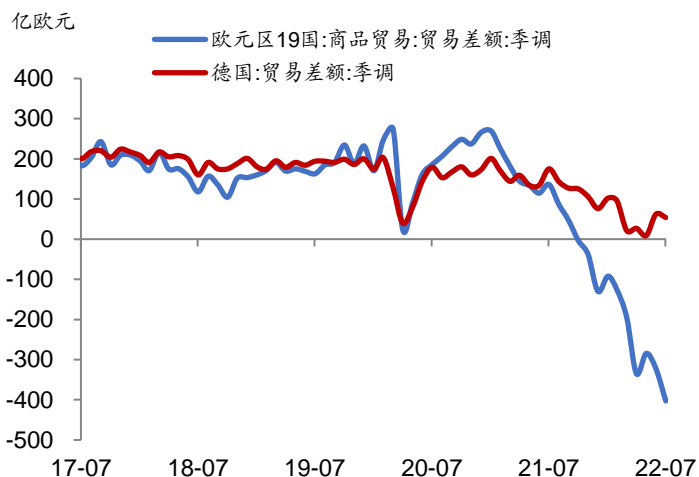
资料来源：欧盟统计局，华安证券研究所

图表 5 欧元区消费者信心指数不断走低



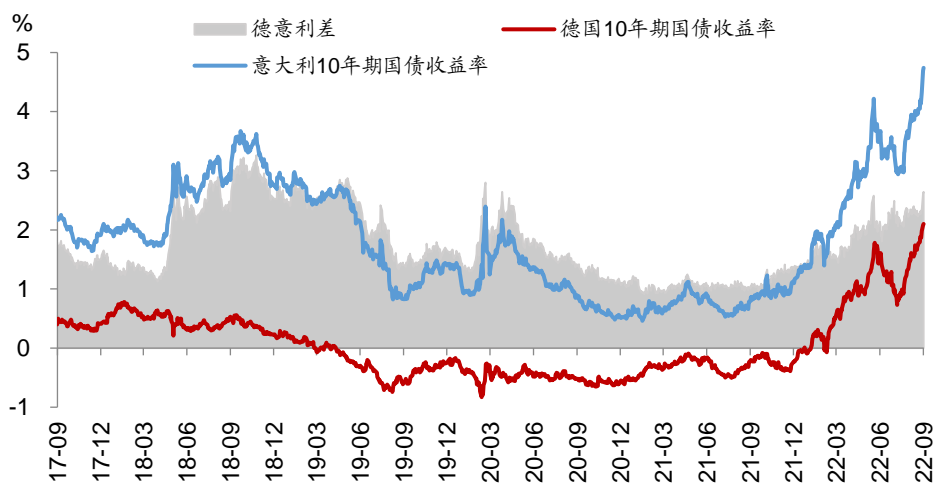
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 6 欧元区贸易逆差扩大



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 7 德意利差扩大

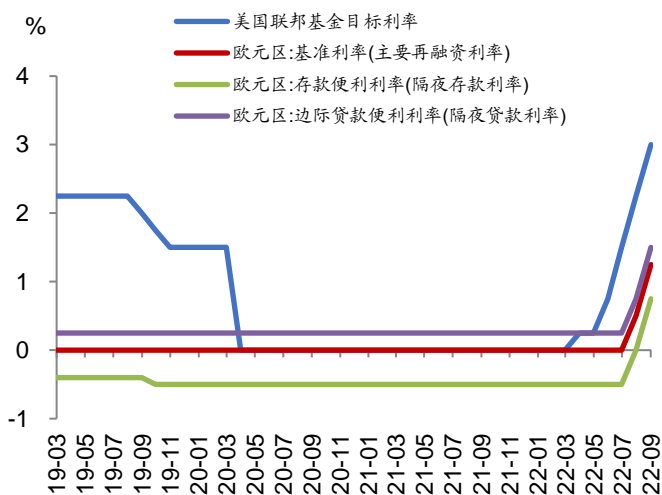


资料来源：Wind，华安证券研究所

欧美央行货币政策方面，在本轮加息过程之中，欧央行加息的节奏和力度均比美联储落后，两国利差的扩大会引发资本流动，推升美元。由于受到成员国债务压力高企、经济恢复缓慢以及通胀为外生输入型等因素限制，在本轮货币政策紧缩过程中，欧央行的行动明显较美联储落后。美联储于2021年11月份开始Taper，正式开启货币紧缩。在后续的加息和缩表方面亦是毫不含糊，截至9月FOMC会议，美联储已累计加息300bp，缩表幅度亦是上一轮的两倍。从当前的通胀、就业数据以及美联储的表态来看，短期内快速鹰派的加息还将持续（可参考报告《3次加息75bp后，美联储还会有多少超预期？—9月FOMC会议点评》）。

欧央行方面，直到2022年6月份才开始决定停止资产购买计划（APP），虽然在7月份和9月份两次议息会议上分别加息50、75bp，为20年来最大幅度，不过考虑到欧央行之前实施了负利率政策²，其绝对的利率水平也相对不高。此外，欧央行行长拉加德在9月议息会议后表示，接下来的加息次数可能将超过两次且不多于五次，加息75bp不会成为常态。而缩表方面，也将等到利率正常化之后才开始。总的来看，欧央行不仅当前货币紧缩幅度和节奏落后于美联储，如果考虑到欧洲黯淡的经济增长前景，欧央行后续的整体加息幅度预计也将不如美联储。受此影响，部分资金从欧洲流入美国，助推欧元兑美元持续贬值，进而推升美元指数。

图表8 欧央行货币紧缩政策节奏较落后



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表9 欧元兑美元不断贬值



资料来源: Wind, 华安证券研究所

1.2 地缘政治冲突升温、英国减税计划、日央行保持宽松及意大利选举等因素成为美元指数上行的催化剂

作为世界上最为广泛使用的货币，美元还具备一定的避险属性。即当发生重大的风险事件时，部分资金会选择流入美国以寻求规避相关的风险，这在俄乌冲突的爆发初期表现得较为明显。地缘政治局势的动荡促使资金回流美国，成为美元指数走强的催化剂之一。而近期俄罗斯在其控制的顿涅茨克等地举行入俄公投，并进行二战后首次军事动员，引发对俄乌冲突升温的恐慌，全球风险偏好受到一定压制，对美元指数的上行有一定的积极影响；

² 加息之前，欧央行主要再融资利率、存款便利利率、边际贷款利率等三大主要政策利率分别为0、-0.5%、0.25%。

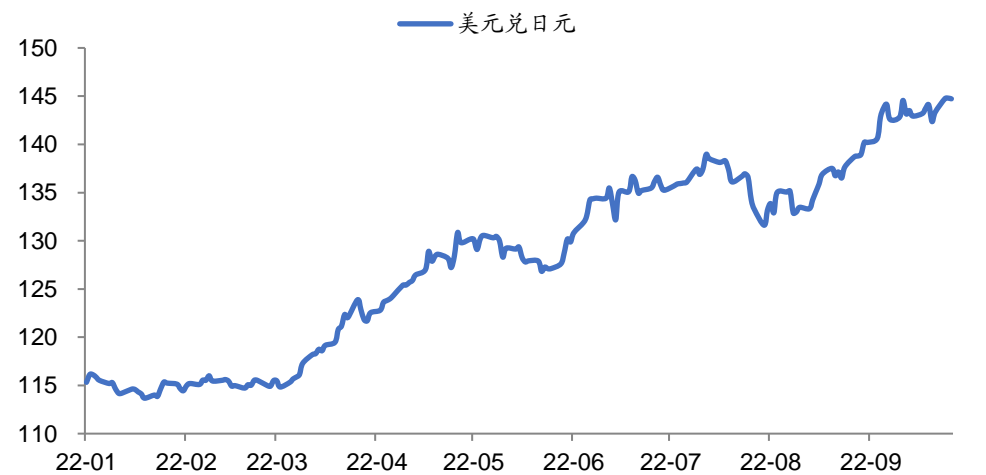
作为美元指数构成中排名第二和第三的货币，日本和英国的经济表现与经济政策变动，同样对美元指数有一定的影响。英国方面，英国新任首相特拉斯宣布了一项大规模的减税计划，预计未来五年支出高达 1600 亿英镑。考虑到当前英国政府的债务压力，如此大规模的减税计划引起市场对于英国政府财政可持续性的担忧，虽然英国央行将“以任何必要的规模”临时购买英国长期国债³，但并不能改变英国国债收益率上行的趋势；而在稍早前的 9 月份的议息会议上，英国央行鸽派加息 50bp，不及市场预期，共同带动英镑兑美元贬值；日本方面，由于国内经济恢复缓慢，通胀水平保持低迷，在海外国家纷纷选择加息以抑制通胀的背景下，日本央行仍然选择保持宽松的货币政策以支持经济增长。日本央行行长黑田东彦更是在 9 月份的议息会议后表示会维持当前宽松的货币政策，不会效仿其他国家取消负利率政策。截至 9 月 29 日，日元兑美元今年已累计贬值超过 25%，日本政府虽采取了外汇干预措施，但仍旧无法改变日元的贬值趋势；

图表 10 英镑兑美元持续贬值



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 11 日元兑美元今年以来贬值较多



资料来源：Wind，华安证券研究所

³ 为防止国债市场崩盘，英国央行 9 月 28 日宣布将“以任何必要的规模”临时购买英国长期国债，英国国债收益率应声下跌，美元和美债也相应调整。但该计划更多的是起到对英国国债市场的托底作用，并不能扭转英镑的贬值以及英国国债收益率上升的趋势。

此外，由于7月份德拉吉政府辞职，意大利重新开展大选。而9月26日的选举结果显示，代表保守阵营的“中右翼联盟”获得胜利，其中的右翼政党兄弟党魁梅洛尼将成为意大利下一任总理。由于其政治主张偏向保守，且针对当前意大利高通胀、高失业率和经济增长疲软等问题，并没有提出切实可行的解决方案，这意味着当前意大利的混乱局面可能会再度加剧，从而进一步拖累整个欧洲的经济增长。

总的来看，当前美元指数的上行一方面源于美联储进入快速加息周期，且经济增长前景较欧洲更优，为美元的持续上涨提供了坚实的基础；另一方面俄乌冲突等地缘政治动荡引发美元的避险需求提升，叠加日本和英国货币政策相对鸽派及意大利政治选举的冲击，共同推动了此轮美元的上行。

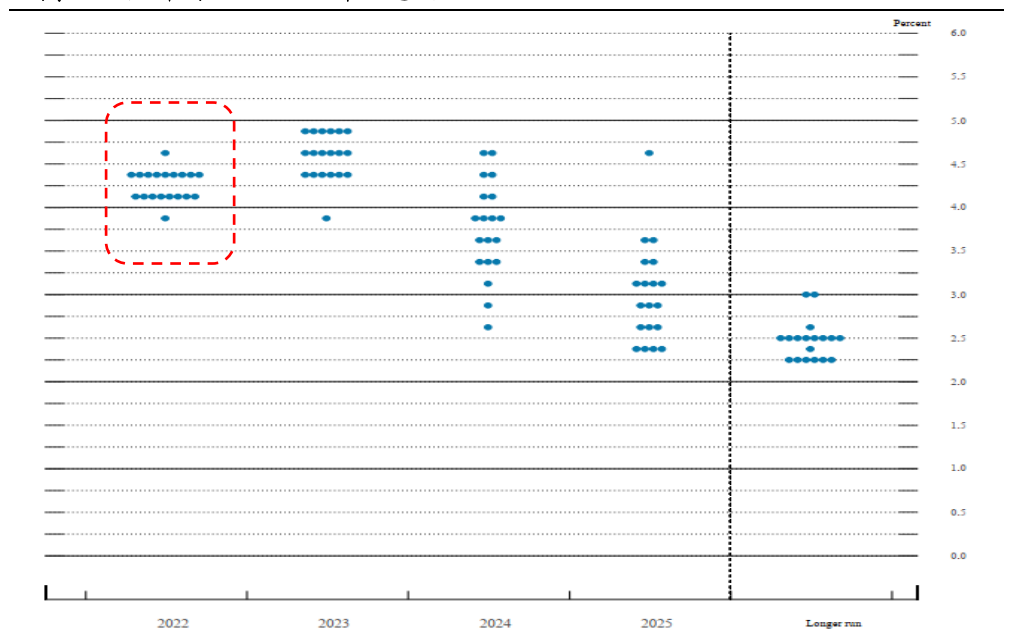
2 短期美元指数的上行还未结束，人民币被动贬值压力仍存

2.1 短期来看美元指数的上行可能还未结束

根据我们上述的分析，本轮美元指数的上行是由内外因素共同推动，短期来看，美元指数的上行可能还未结束，有可能会触及2001年120.9的高点。

首先，从美联储的加息路径来看，短期内还会保持鹰派加息，从而为美元提供支撑。9月份的点阵图显示，美联储将会在2022年加息至4.4%，这意味着在今年接下来的2次议息会议上，美联储还会至少有一次75bp的加息。而从当前美国通胀和劳动力市场的情况来看，美国通胀的上行趋势总体还未迎来拐点（例如核心CPI、更能反映潜在通胀趋势水平的通胀中值与截尾平均通胀水平等），劳动力市场也依旧保持强劲，美联储抗击通胀的任务尚未完成，强硬加息是其当前最好的选择，这也是为何美联储主席鲍威尔再三强调历史经验警示不能提前降息；

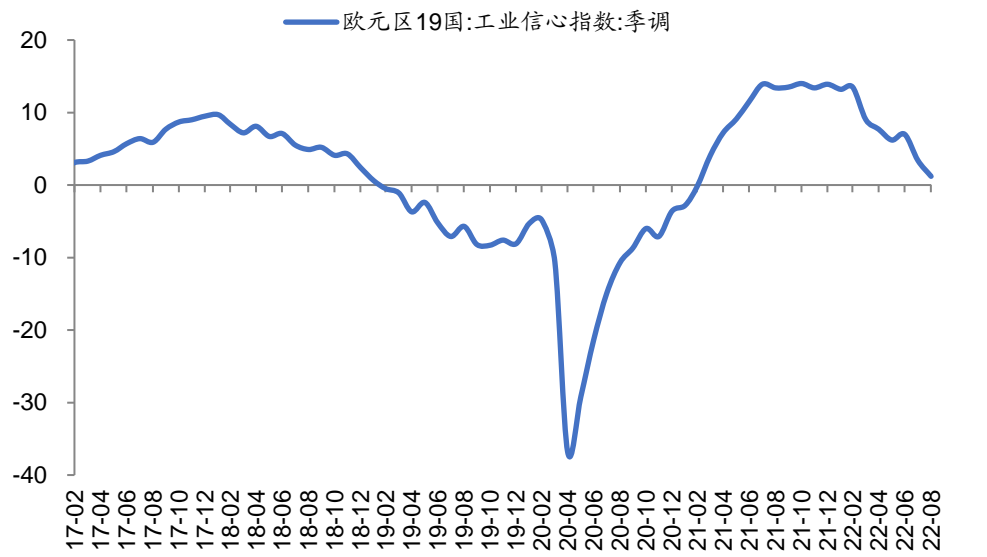
图表 12 点阵图显示 2022 年加息超过 4%



资料来源：Wind，华安证券研究所

其次，欧元区能源危机尚未真正到来，后续冬季到来后能源危机可能正式发酵，经济增长可能会超预期下滑。当前虽然市场普遍预期欧洲能源供应面临较大困难，形势较为严峻，但是随着冬季的逐步到来，欧洲能源危机才会正式发酵，并可能带动经济增长超预期下滑。一方面，天然气供给形势正在不断恶化，9月5日俄罗斯宣布“无限期”关闭“北溪1号”天然气管线的输气，直至欧洲停止对俄罗斯的制裁。而9月27日北溪天然气管道遭到破坏，则进一步提升了天然气供给恢复的难度；另一方面严峻的能源局势让欧洲部分企业生产难以为继，开始考虑搬迁至别处。如果欧洲能源形势迟迟无法改善，欧洲制造业企业的迁离可能将会成为一个无法阻挡的趋势，届时欧洲经济可能会发生超预期的下滑；

图表 13 欧元区工业信心指数不断下行



资料来源: Wind, 华安证券研究所

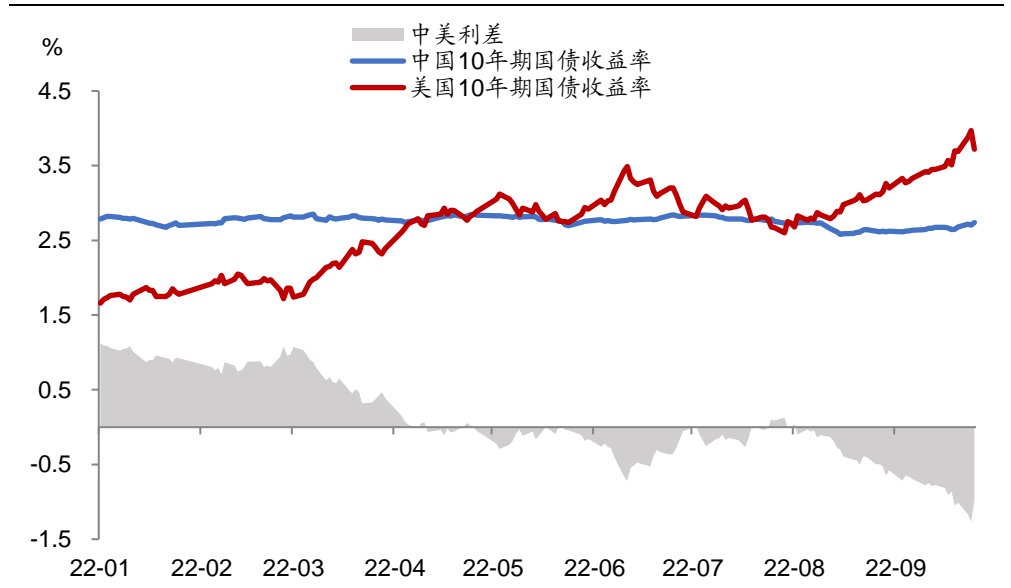
最后，俄乌冲突走势尚不明朗，冲突升级可能性正在加大，美元的避险功能或仍将得到强化。当前虽然俄罗斯主导的顿涅茨克等四地入俄公投已经结束，但是俄乌冲突还未结束，美国等西方国家仍在持续对乌克兰进行援助，可能导致冲突的延续。作为回应，俄罗斯甚至表示可以动用核武在内的一切手段，以捍卫自身的领土，形势愈发复杂。从当前的情况来看，俄乌冲突短期内无法有效解决，冲突升级的可能性正在加大，在此情况下，美元的避险功能或仍将得到强化。

2.2 人民币的贬值压力仍存

在强势美元的驱动之下，人民币近期也出现了一波较快的贬值，离岸美元兑人民币更曾一度突破 7.25。为稳定外汇市场预期，加强宏观审慎管理，央行 26 日宣布，自 2022 年 9 月 28 日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 0 上调至 20%。并于 9 月 27 日召开全国外汇市场自律机制电视会议。

在前期报告中，我们曾分析由于美元保持强势、美债利率较难下行，人民币短期贬值压力较难缓解，但决定人民币汇率的关键仍然在内（《人民币汇率的关键仍然在内——兼评央行下调外汇存款准备金率》）。从当前情况来看，人民币短期内的被动贬值压力仍然存在，外部压力可能还会增加。一方面，根据我们前述分析，美元短期内还将继续保持强势，从而造成人民币被动贬值；另一方面，美债收益率近期出现较快上行，10 年期美债收益率一度突破 4.0%，中美利差倒挂程度进一步加深，资本回流美国的压力也将增加。

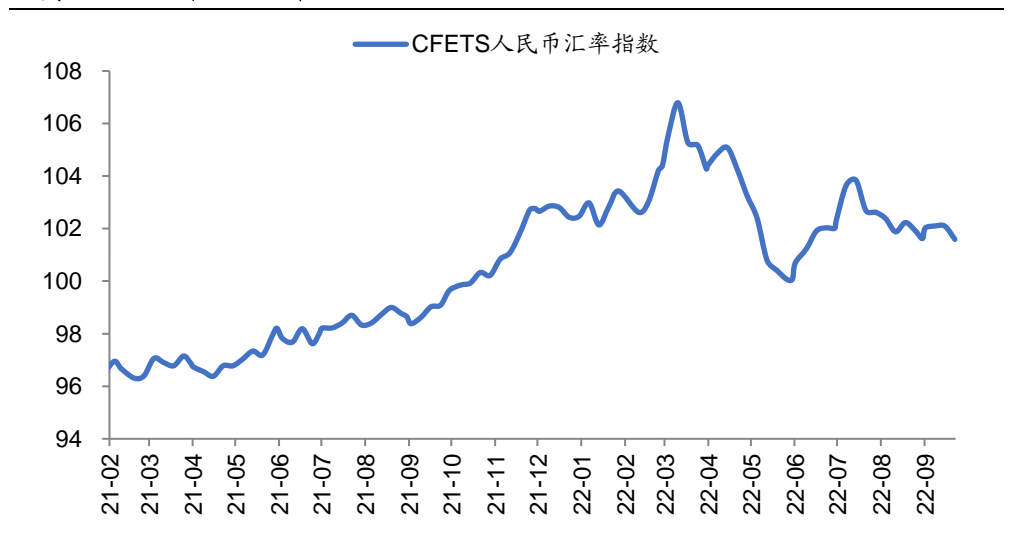
图表 14 中美利差持续倒挂



资料来源：Wind，华安证券研究所

从中长期来看，人民币并不存在长期持续快速贬值的基础，当前政策着力点预计将是防止人民币单边快速贬值。一则是人民币此轮贬值主要针对美元，人民币兑其它货币并未出现较大幅度贬值，CFETS 人民币汇率指数目前为止仍稳定在 101 以上；二则目前我国经济增长中的积极动能正在累积，而当前欧美等国的经济衰退概率正在增大，明年上半年可能就将看到双方经济周期相对位置的互换，届时人民币汇率将会获得经济基本面的有力支撑；三则央行近期采取的一系列政策有助于将外汇市场中的投机因素挤出，有助于加强预期管理，遏制投机炒作。后续央行还可以使用继续下调外汇存款准备金率、启用逆周期因子等政策工具，对人民币汇率进行引导和调节。但考虑到当前美国加息周期还未结束，美元还有上涨空间，政策的着力点预计将是防止人民币单边快速贬值，以维护外汇市场的稳定。

图表 15 人民币综合汇率仍较坚挺



资料来源：Wind，华安证券研究所

2.3 从更长期的视角来看，本轮美元上行周期结束后，美元可能迎来较长时间的下行

一直以来，由于美国在全球的重要地位，美元一直是全球使用范围最广的货币，这使得美国的货币政策变动不仅对其自身经济运行发挥作用，也对其它经济体产生较为明显的影响。特别是在美联储货币政策收紧期间，其货币政策外溢的负面效应更为显著，拉美债务危机、亚洲金融危机等事件均发生在美联储加息期间。本次美联储鹰派加息，引发美元持续走强，亦对全球其他国家产生了不同程度的负面冲击。往后看，随着美国经济在全球占比的下降，美元同时作为美国本币和国际主要货币的弊端日益突出，特别是俄乌冲突后美国冻结俄罗斯的外汇储备，使得全球对美元的信心再度下降。目前已经有部分国家开始积极考虑去美元化，如金砖国家便已开始研究以金砖国家的“一篮子”货币为基础的国际储备货币，中国和俄罗斯也已经开始进行能源的本币结算。如果考虑到俄乌冲突等地缘政治影响的持续发酵，本轮美元上行周期结束后，可能会有更多的国家考虑去美元化，届时美元可能会迎来一个较长时间的下行周期。

风险提示：

- 1、全球通胀超预期：如果俄乌冲突等地缘风险因素持续发酵甚至进一步恶化，通胀可能超预期，那么全球将会以更加紧缩的姿态来对抗通胀，则海外风险加大。
- 2、若病毒发生重大变异，可能会导致全球疫情陷入新一波大规模传播，从而影响全球经济表现。
- 3、国际政治局势超预期：如果美国部分领导人为了中期选举，采取一些激进措施或发表激进言论，则全球地缘政治风险加大，国际政治局势可能超预期。

分析师与研究助理简介

分析师：何宁，华安证券宏观首席分析师，中国社会科学院经济学博士（定向在读），华东师范大学经济学硕士。2018-2021 年就职于国盛证券研究所宏观团队，2019 年新财富入围（第六），2020 年、2021 年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

研究助理：潘纬桢，华安证券宏观分析师助理，复旦大学经济学硕士，2022 年加入华安宏观团队，主要负责海外宏观与大类资产配置研究。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。