

宏观点评

2022年12月15日

## 加息终值如期上调, 新问题在于高利率的持续时间

宏观点评 20221215

### 核心内容:

- **利率终值上调至 5.1%，衰退概率加深：**12 月份的经济数据预测（SEP）做出较大调整。通胀方面，美联储更加关注通胀长期、可持续的趋势，所以对核心通胀的关注度可能会更高。这显示即使名义通胀较快回落，核心通胀与 2% 目标的偏离程度仍会阻止美联储考虑降低联邦基金利率。利率方面，美联储 2023 年末预计的联邦基金利率终值为 5.1%，整体符合市场预期的范围。目前，美联储较为可能的加息路径是 2 月 50bps，3 月 25bps，随后加息停止。最后，美联储关于失业率和经济增长的预测结合起来看是略有矛盾的：2023 年 4.6% 的失业率已经超过中长期自然失业率的水平，这一条件的满足在历史上有极高概率导致衰退，且国债利差指标等模型也在暗示衰退压力的增加，因此我们认为 2023 年四季度仍有望出现降息。
- **通胀回落需要更多证据，劳动市场是美联储难题：**鲍威尔均表示尽管通胀连续两个月超预期回落，仍然没有足够证据判断通胀是否会持续向 2% 的中长期目标靠拢。如果 2023 年通胀连续保持 10 和 11 月份的回落斜率，那才有可能被视为持续向 2% 靠拢的证据。届时，美联储才会考虑降息。劳动市场的“极度紧凑”是最大的问题。在能源、食品和商品已经进入回落轨道，居住成本的高位回落时点也有预期的情况下，与劳动供给短缺和工资增速挂钩的核心服务是 2023 年通胀最大的不确定性，将决定 CPI 和 PCE 通胀在下半年的走势。因此，尽管我们判断名义通胀有望快速回落至 3% 附近，劳动市场支撑下的核心通胀依然会成为通胀向 2% 回落的反面证据。
- **缩表继续，但银行间流动性压力略有缓和：**随着国债吸引力上升，货币基金开始将淤积在 RRP 账户中的流动性用于购债，银行准备金快速大幅下行的趋势得到边际扭转。具体来看，2022 年 9 月末时，银行存款准备金比 2021 年 12 月时 4.27 万亿美元的高点下降了 1.22 万亿美元；而 11 月底时这一规模缩小至 1 万亿美元，且 RRP 账户中存款同期减少了 1800 亿左右，也就是说淤积在 RRP 中的流动性开始进入国债市场，阻止银行进一步消耗准备金购债。
- **美股向下调整未结束，美债配置价值显现，美元尚有支撑：**美国市场短期面临弱现实、强预期的危险。美债方面，衰退概率的加大使长端美债的配置价值显现，收益率从更长期来看仍有继续回落的空间；不过，短期需要注意长端收益率连续回落后因个别数据不及“强预期”而出现反弹的风险。美股方面，风险偏好短期改善并不能解决美国经济下滑后企业盈利降低的问题，股市调整还未结束。美元方面，流动性的收紧并不会在 2023 年显著改善：量化紧缩仍在持续中，金融风险因素和美欧经济差都对美元形成支撑，因此美元可能在高位震荡中缓慢下降。

**核心风险提示：**通胀韧性和经济下行速度超预期，市场出现严重流动性危机

### 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

12月14日，美联储FOMC会议在CPI连续两个月超预期回落的背景下如期放缓加息至50bps，联邦目标基金利率达到4.25%-4.50%。量化紧缩（QT）计划继续执行，QT上限950亿美元/月，12月预计实际缩减760亿美元。委员们毫无意外的将利率终值、通胀预期和失业率进行了上调，而经济增速预期虽然下调但反映了美国可以在2023年避免衰退的判断。

本次议息会议依然保持了较为鹰派的基调，内容较11月份变化不大，不过美联储最鹰派的时刻可能已经过去。结合新闻发布会上鲍威尔的态度，美联储虽然需要保持严厉的口吻进行预期管理，但未来加息路径难以更加激进，目前仍然存疑的主要是美联储首次降息的时点。鲍威尔在答记者问中多次表示未来的不确定性导致美联储当下无法对利率终点和衰退时间和深度等问题做出明确判断，意在留出灵活的政策空间，这已为紧缩政策边际缓和的继续打开了空间。

目前来看，随着通胀回落和经济走弱，加息终值没有进一步上调，5.1%的中位数预测目前指向美联储在2023年2月加息50bps，3月份放缓加息至25bps，随后停止进一步加息且坚持不降息的路径。我们认为降息大概率伴随衰退的来临，因此在美国经济基础偏强的背景下至少要等到2023年四季度才会出现，在此之前美联储会保持紧缩。美联储高压加息的阶段过去，明年一季度前加息幅度的继续放缓确定性较高。

尽管美联储本次符合预期的FOMC会议没有加深利率风险，但仍需要注意美国市场同样面临弱现实、强预期的危险，更加宽松的预期需要未来通胀连续回落的支持。美债方面，衰退概率的加大使长端美债的配置价值显现，收益率从更长期来看仍有继续回落的空间；不过，短期需要注意长端收益率连续回落因个别数据不及“强预期”而出现反弹的风险。美股方面，风险偏好短期改善并不能解决美国经济下滑后企业盈利降低的问题，股市调整还未结束。美元方面，流动性的收紧并不会在2023年显著改善：量化紧缩仍在持续中，金融风险因素和欧美经济差都对美元形成支撑，因此美元可能在高位震荡中缓慢下降。会议重点内容如下：

## 一、确认通胀的回落需要更多证据，劳动市场是美联储2023年的难题

FOMC会议声明和发布会中对经济、就业和通胀表述没有明显变化，我们认为有以下三方面值得关注：（1）通胀在10到11月份的超预期下行是可喜的，但确认其回落需要更多的证据；（2）加息的频率不是最重要的，更需要注意利率终值的变化以及高利率维持的时间；（3）劳动市场依然极度紧凑，劳动参与率没有明显变化；（4）调整中长期利率目标暂不在考虑中。上次会议中美联储更加关注货币政策滞后效果的表述已经在本次加息幅度的放缓中得以体现。

（1）在发言稿和答记者问中，鲍威尔均表示尽管通胀连续两个月超预期回落，仍然没有足够证据判断通胀是否会持续向2%的中长期目标靠拢。如果2023年通胀连续保持10和11月份的回落斜率，那才有可能被视为持续向2%靠拢的证据。届时，美联储才会考虑降息。这一表述比较鹰派，暗示2023年坚持不降息的时间会较长，鲍威尔并未提及衰退对降息考虑的影响，但我们认为在通胀回落的背景下，衰退仍会显著增加降息的概率。

（2）答记者问中，鲍威尔表示当前加息的速度重要性低于利率终值的位置和坚持不降息的时长，但对这两个重要信息的表述都尽可能的模糊。我们仍认为实际利率在2023年一季度后有概率转正，利率终值提高的可能较低；判断坚持不降息的时长难度更大，劳动市场的恶化程度和衰退是重点关注的变量。

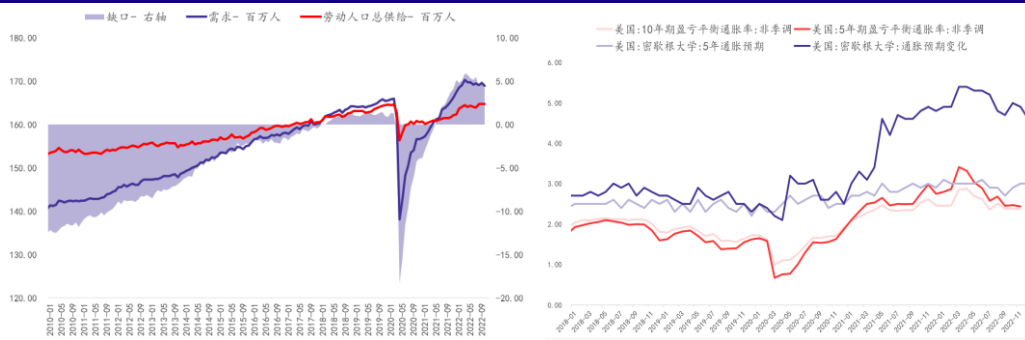
(3) 劳动市场的“极度紧凑”这一表述一直未发生明显改变，且近两次会议对劳动参与率没有改善的关注度提高。在能源、食品 and 商品已经进入回落轨道，居住成本的高位回落时点也有预期的情况下，与劳动供给短缺和工资增速挂钩的核心服务是2023年通胀最大的不确定性，将决定CPI和PCE通胀在下半年的走势。目前劳动缺口仍在350万人左右，由超额退休、新冠死亡和移民减少造成的结构性问题短期难以修复；而需求端在资产负债表相对健康、超额储蓄仍有积累、服务需求还在恢复的背景下也不易显著下降。在这一假设下，2023年下半年核心通胀增速预计高于CPI增速，因此尽管我们判断名义通胀有望快速回落至3%附近，劳动市场支撑下的核心通胀依然会成为通胀向2%回落的反面证据，降息预计至少要到四季度。

(4) 被问及2%中长期利率目标是否会考虑调整时，鲍威尔明确表示暂时没有考虑。这对短期货币政策的判断实则影响不大，只是暗示不会通过提高通胀目标而更早放松，但美联储目前似乎拒绝承认中长期通胀和利率中枢有上移可能。

综上，通胀依然是决定货币政策路径的核心变量。目前看，美联储在“历史教训”之下难以在2023年末以前进行降息，而劳动市场的走势会显著影响下半年的通胀格局。货币政策2023年的整体路径仍然偏鹰，但一季度的边际缓和确定性较强。

图 1：劳动缺口创造的工资通胀是美联储的难题

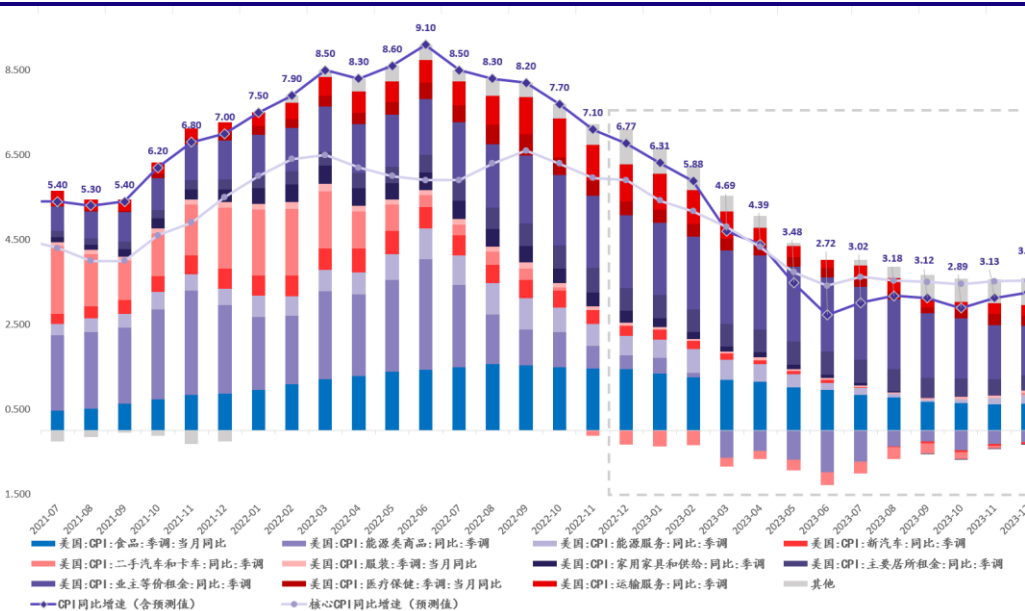
图 2：长期通胀预期较为稳定 (%)



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 3：名义通胀增速可能较快回落，但核心通胀的粘性阻碍美联储降低利率



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

**二、加息终值如期提升，衰退概率还在上行**

12月份的经济数据预测(SEP)对未来的通胀增速预期、失业率预期和联邦基金利率预期进行了全面的上调,而对经济增速进行了下调。虽然SEP的预测在2023年仍可能根据数据变化做出较大调整,但其中暗含了美联储当下对于经济衰退和利率路径的看法。

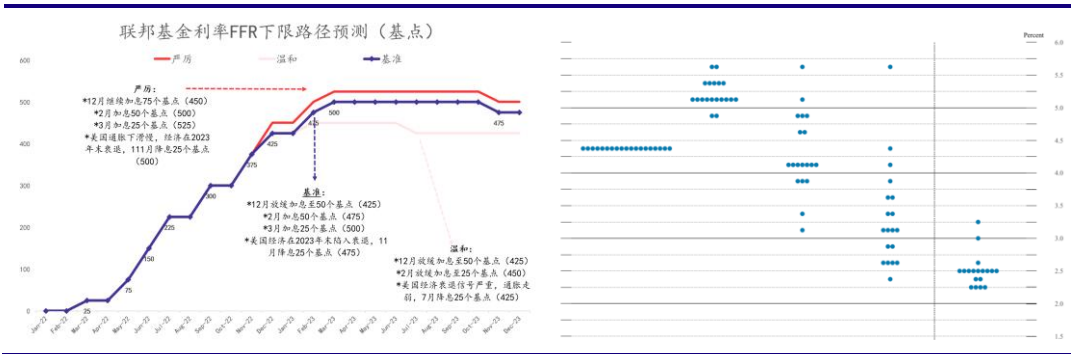
首先,通胀增速预期被进一步上调,且2023年末核心通胀增速高于名义增速的态势得到了进一步确认。按照鲍威尔的表述,美联储更加关注通胀长期、可持续的趋势,所以对核心通胀的关注度可能会更高。这显示即使名义通胀较快回落,核心通胀与2%目标的偏离程度仍会阻止美联储考虑降低联邦基金利率。我们相对乐观的CPI预测中,名义通胀有望在2023下半年回落至3%以下,但核心通胀仍在3.5%左右的水平徘徊,这也不支持美联储在2023年末以前降低利率。

其次,美联储2023年末预计的联邦基金利率终值为5.1%,比9月的4.6%增加50bps,整体符合市场预期范围;19位委员中有17位认为利率终值应在5%以上。目前,美联储较为可能的加息路径是2月50bps,3月25bps,随后实际利率将转正,符合“足够限制”的条件,加息不再继续。利率的高位和鲍威尔的发言暗示美联储当前并不认为2023年将会降息,不过这似乎和上行的衰退概率不符,我们仍认为23年有降息概率。

最后,美联储关于失业率和经济增长的预测结合来看是略有矛盾的:2023年4.6%的失业率已经超过中长期自然失业率的水平,这一条件的满足在历史上有极高概率导致衰退,且国债利差指标等模型也在暗示衰退压力的增加。因此,美联储认为2023年经济将避免衰退并维持0.5%的增长有些不切实际。不过,美国较强的经济韧性和居民资产负债表目前还指向较浅的衰退。

图 4: 联邦基金利率路径展望 (%)

图 5: 美联储 12 月点阵图



资料来源: 中国银河证券研究院整理

资料来源: FRB, 中国银河证券研究院整理

表 1: 美联储 12 月经济数据预测 (%)

	2022	2023	中位数 2024	2025	长期
<b>实际GDP增速</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>1.6</b>	1.8	1.8
9月预测	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
6月预测	1.7	1.7	1.9		1.8
3月预测	2.8	2.2	2		
<b>失业率</b>	<b>3.7</b>	<b>4.6</b>	<b>4.6</b>	<b>4.5</b>	4
9月预测	3.8	4.4	4.4	4.3	4
6月预测	3.7	3.9	4.1		4
3月预测	3.5	3.5	3.6		
<b>PCE通胀</b>	<b>5.6</b>	<b>3.1</b>	<b>2.5</b>	<b>2.1</b>	2
9月预测	5.4	2.8	2.3	2	2
6月预测	5.2	2.6	2.2		2
3月预测	4.3	2.7	2.3		
<b>核心PCE通胀</b>	<b>4.8</b>	<b>3.5</b>	<b>2.5</b>	2.1	
9月预测	4.5	3.1	2.3	2.1	
6月预测	4.3	2.7	2.3		
3月预测	4.1	2.6	2.3		
预测联邦基金利率路径:					
<b>联邦基金利率</b>	<b>4.4</b>	<b>5.1</b>	<b>4.1</b>	<b>3.1</b>	2.5
9月预测	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5
6月预测	3.4	3.8	3.4		2.5
3月预测	1.9	2.8	2.8		

资料来源: FRB, 中国银河证券研究院整理

### 三、量化紧缩 (QT) 继续按照计划进行, 银行间流动性有所改善

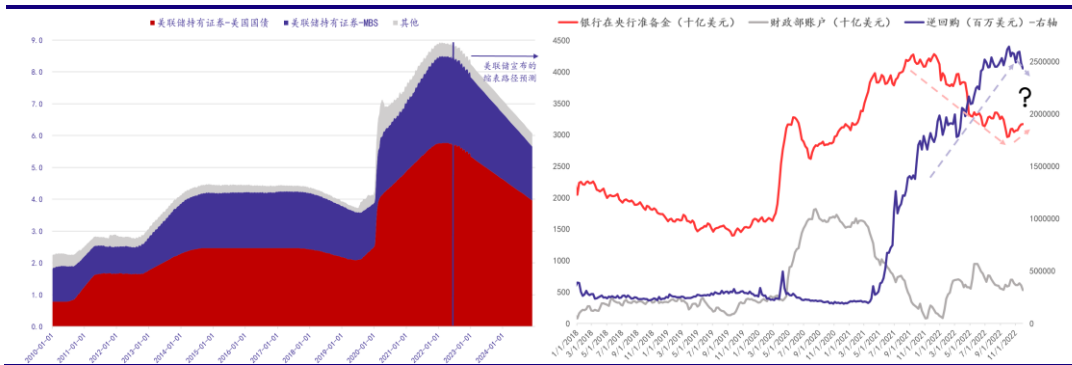
美联储自 9 月份以来将计划的量化紧缩规模从 300 亿美元国债和 175 亿美元 MBS 提高至 600 亿和 350 亿。考虑到 MBS 到期量可能低于 350 亿/月的情况, 预计 2022 年实际缩减规模在 3800 亿美元左右, 2023 年可能达到 1 万亿美元。前期缩表面临的问题是货币市场基金 (MMF) 并不热衷于将存放在逆回购账户 (RRP) 中的资金出借给银行购买国债, 因此银行在消耗存款准备金承接债券, 导致存款准备金规模从高点快速下降了 1.2 万亿美元。这一形势近期出现了变化, 银行间流动性也边际改善。

改善主要源于以下三个因素: (1) 加息预期的探顶意味着长端美债收益率难再大幅上行, 债市风险偏好改善; (2) 美国经济最终滑向衰退的趋势愈发明显, 利好国债市场; (3) 美国财政部在讨论通过以发行新短债回购旧长债的方式改善国债市场流动性。在以上因素作用下, 长端国债吸引力上升, 货币基金开始将淤积在 RRP 账户中的流动性用于购债, 银行准备金快速大幅下行的趋势得到边际扭转。具体来看, 2022 年 9 月末时, 银行存款准备金比 2021 年 12 月时 4.27 万亿美元的高点下降了 1.22 万亿美元; 而 11 月底时这一规模缩小至 1 万亿美元, 且 RRP 账户中存款同期减少了 1800 亿左右, 也就是说淤积在 RRP 中的流动性开始进入国债市场, 阻止银行进一步消耗准备金购债。

银行间流动性的改善意味着通过 QT 的缩表对流动性的冲击有所减弱, 这将减轻美国爆发金融风险的压力, 不过 RRP 账户存款减少能否持续还需要观察。同时, QT 的继续仍在给美元指数提供支撑, 防止其大幅下行。

图 6: 美联储计划缩表大致路径 (万亿美元)

图 7: 银行在美联储准备金持续下滑 (%)



资料来源: FRB, 中国银河证券研究院整理

资料来源: FRBNY, Fred, 中国银河证券研究院整理

#### 四、相关资产未来的表现?

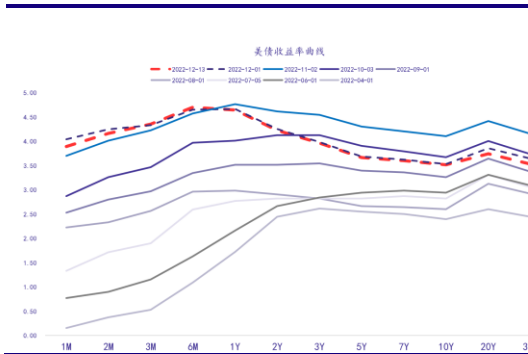
美联储加息力度如期放缓,但对 2023 年加息维持了鹰派展望,市场对于货币政策缓和的预期没有被完全兑现,出现小幅下挫。不过市场对本次 FOMC 的理解似乎并不鹰派,美债收益率回升幅度不大,也即债券分析师们似乎并不相信美联储在 2023 年会一直不降息。整体上,美国市场短期同样处于弱现实、强预期的状态,需要警惕资产短期回调。

美股向下的调整没有结束,虽然利率风险降低,CPI 的回落也在改善风险偏好,但美股的信用和流动性风险更值得关注。PMI 和美股增速较好的相关性以及衰退概率的持续上行显示美股的盈利底和潜在的破产潮还没有被充分定价,美股尚不会迎来反转。

美债的配置价值已经开始显现,但是近期 CPI 的连续回落以及没有之前鹰派的美联储这些乐观信息已经被计入定价中。如果短期数据出现不及预期的情况,美债仍会面临下跌的风险;不过,从更长期的角度来看,美债收益率还有继续下行的空间,财政部潜在的美债置换也将进一步改善市场流动性。

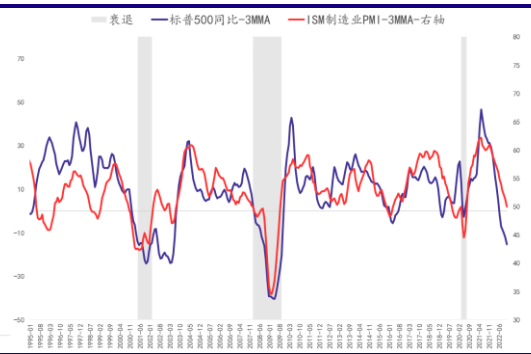
美元预计在震荡中小幅下行,但不会快速回落。第一,从利差角度考虑,美联储当前的预期利率终值仍然是发达经济体中最高的,美元和美元资产的收益仍有保证。第二,如美国的经济仍有消费以及非地产类投资支撑,由于欧洲,资金也会通过经常账户回流美国,支持美元。第三,全球紧缩下的金融风险并未退去,美元的避险属性加之高息下的美元资产同样支持美元回流。第四,美联储大规模的缩表不容忽视。因此,短期美元指数仍会在高位震荡,下行斜率的加大需要等到美联储停止加息的预期在 2023 年一季度末左右得到确认。

图 8: 美债收益率曲线 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 9: 美国的盈利底部可能还未到来 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

**五、美联储观点对比：**
**表 2：美联储 12 月 FOMC 会议重点变化不大：**

	2022-08 Jackson Hole 发言	2022-09 FOMC 会议重点	2022-11 FOMC 会议重点	2022-12 FOMC 会议重点
<b>经济和就业状况</b>	<p>1. 美国经济正在放缓，经济数据的信号并不统一，但经济还有较强的动力，<u>劳动力市场供不应求导致严重不平衡</u></p> <p>2. 控制通胀将意味着低于正常趋势的经济增速保持一段时间，<u>就业市场的情况将出现缓和，家庭和企业将经历一些痛苦；但是，如果美联储在恢复价格稳定这一任务上失败，那么将会引发更大的痛苦</u></p>	<p>1. 美国经济从2021年的高点放缓，<u>近期指标指向了支出和生产的温和增长；消费支出从去年的高增速放缓</u>，反映出更低的实际可支配收入和更紧的金融环境；<u>房地产相关部门由于更高的房贷利率而显著走弱；高利率和低产出在降低商业固定资产投资，更低的海外增长限制了出口</u></p> <p>2. <u>劳动力市场十分紧张</u>，失业率达到50年低点，<u>职位空缺是历史高位，新增就业仍有活力，失业率处于低位；劳动力市场依然严重的供不应求，好消息是劳动参与率出现了上行，供需情况将随着时间改善</u></p> <p>3. 俄乌冲突将加大通胀压力并对全球经济造成影响</p> <p>4. <u>软着陆的可能减小</u>，因为货币政策或有更强的限制性，或在限制性区域保持更长时间</p> <p>5. <u>控制通胀将意味着低于正常趋势的经济增速保持一段时间，就业市场的情况将出现缓和</u></p>	<p>1. <u>美国经济相较2021年显著放缓，近期指标指向了支出和生产的温和增长；消费支出从去年的高增速放缓</u>，反映出更低的实际可支配收入和更紧的金融环境；<u>房地产相关部门由于更高的房贷利率而显著走弱；高利率和低产出在降低商业固定资产投资</u></p> <p>2. <u>劳动力市场十分紧张</u>，失业率达到50年低点，<u>职位空缺是历史高位，新增就业仍有活力，失业率处于低位；劳动力市场依然严重的供不应求；劳动参与率相比年初没有明显变化</u></p> <p>3. 俄乌冲突将加大通胀压力并对全球经济造成影响</p> <p>4. <u>控制通胀将意味着低于正常趋势的经济增速保持一段时间，就业市场的情况将出现缓和</u></p>	<p>1. <u>美国经济相较2021年显著放缓，近期指标指向了支出和生产的温和增长；消费支出从去年的高增速放缓</u>，反映出更低的实际可支配收入和更紧的金融环境；<u>房地产相关部门由于更高的房贷利率而显著走弱；高利率和低产出在降低商业固定资产投资</u></p> <p>2. <u>劳动力市场十分紧张</u>，失业率达到50年低点，<u>职位空缺是历史高位，新增就业仍有活力，失业率处于低位；劳动力市场依然严重的供不应求；劳动参与率相比年初没有明显变化。2023年失业率预测中位数上调至4.6%</u></p> <p>3. 俄乌冲突将加大通胀压力并对全球经济造成影响</p> <p>4. <u>控制通胀将意味着低于正常趋势的经济增速保持一段时间，就业市场的情况将出现缓和</u></p>
<b>通胀</b>	<p>1. 通胀是由于供需不平衡导致的，<u>美联储的政策工具主要作用于需求端</u></p> <p>2. 7月的通胀数据有所放缓是好的信号，但不足以成为通胀将会确定性回落的证据。</p>	<p>1. 通胀处于高位，主要反映了疫情导致的<u>供需不平衡、高食品和能源价格以及更广泛的价格压力</u></p> <p>2. 尽管汽油价格有所下降，但依然远高于去年水平，<u>导致能源和食品价格上行</u></p> <p>3. <u>长期通胀预期控制较好</u></p>	<p>1. 通胀处于高位，<u>近期的通胀数据超出了预期</u>，主要反映了疫情导致的<u>供需不平衡、高食品和能源价格以及更广泛的价格压力；货币紧缩对通胀的影响需要时间显现</u></p> <p>2. 尽管汽油价格有所下降，但依然远高于去年水平，<u>导致能源和食品价格上行</u></p> <p>3. <u>长期通胀预期控制较好</u></p>	<p>1. 通胀处于高位，10和11月份的通胀数据反映了通胀增速放缓的好消息，但证明通胀在持续下行的道路上还需要更充足的证据</p> <p>2. 更广泛的价格压力以及俄乌冲突造成的能源食品价格上涨加剧通胀上升压力：<u>货币紧缩对通胀的影响需要时间显现</u></p> <p>3. 长期通胀预期控制较好</p> <p>4. <u>2023年PCE通胀预测中位数上调至3.1%</u></p>
<b>货币政策</b>	<p>1. 美联储的首要目标就是控制通胀回到2%的中长期目标，<u>保证价格稳定</u></p> <p>2. 当前2.25%-2.50%的联邦基金利率是长期中性目标，但美联储的加息不会因为达到中性利率目标就暂停或停止</p> <p>3. 9月FOMC加息依然取决于各种经济数据，<u>当加息达到足够的限制程度时会考虑放缓加息节奏</u></p> <p>4. 预计联邦基金利率在2023年末处于略低于4%的水平</p> <p>5. 美联储将保持紧缩直至价格稳定的目标达成</p>	<p>1. 联邦基金利率增加75bps至3.00%-3.25%（全体票委同意）</p> <p>2. <u>FOMC预测的2022年底利率中位数是4.4%；对未来三年利率的预测中位数是4.6%、3.9%和2.9%，2023年GDP增速预测中位数1.2%</u></p> <p>3. 加息将按逐次会议方式决定，仍然关注数据变化</p> <p>4. 随着货币政策持续收紧，<u>未来放缓加息节奏是合适的</u></p> <p>5. <u>量化紧缩按照之前公布的计划进行，9月开始每月缩减600亿美元国债和350亿美元MBS</u></p> <p>6. 美联储的双重目标仍是物价稳定和就业最大化</p>	<p>1. 联邦基金利率增加75bps至3.75%-4.00%（全体票委同意）</p> <p>2. <u>近期数据显示利率的终值可能比9月SEP预测的要更高</u></p> <p>3. 加息将按逐次会议方式决定，仍然关注数据变化</p> <p>4. <u>在考虑未来加息时，货币政策对经济、通胀和金融市场滞后的影响也将被纳入考虑的范围</u></p> <p>5. <u>和前两次会议强调的一样，随着货币政策持续收紧，未来放缓加息节奏是合适的</u></p> <p>6. 量化紧缩按照之前公布的计划进行</p> <p>7. 美联储的双重目标仍是物价稳定和就业最大化</p>	<p>1. 联邦基金利率增加50bps至4.25%-4.00%（全体票委同意）</p> <p>2. <u>FOMC预测的2022年底利率中位数是4.4%；对未来三年利率的预测中位数上调至5.1%、4.1%和3.1%，2023年GDP增速预测中位数下调至0.5%</u></p> <p>3. 加息将按逐次会议方式决定，仍然关注数据变化</p> <p>4. <u>在考虑未来加息时，货币政策对经济、通胀和金融市场滞后的影响也将被纳入考虑的范围</u></p> <p>5. 量化紧缩按照之前公布的计划进行</p> <p>6. 美联储的双重目标仍是物价稳定和就业最大化</p>

资料来源：FRB，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，主要从事数据预测工作。新财富上榜分析师团队成员，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，银河证券可发出其它与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