

# 美国债务上限的博弈之道及资产配置启示

——全球视野下的宏观经济第一期

## 证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

## 证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

## 证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

## 联系人

董澄溪

dcx@longone.com.cn

## 投资要点

- 2023年1月19日，美国政府债务触及31.4万亿美元的法定债务上限，围绕债务上限问题的政治对峙再次展开。在美国加息周期尾声的特殊背景之下，市场对于债务违约风险格外敏感。
- 两党围绕债务上限的纷争是一场“懦夫博弈”。双方都不让步的后果越严重，则越有可能选择让步；而如果捆绑的政治条件对两党越重要，则越有可能都不让步。在实际博弈中，执政党和在野党面对的收益并不对称。历史上，根据预期收益和后果的严重程度的不同，一方让步是最常见的结果，但偶尔也会出现双输情形。
- 本次债务上限的纷争在X日之前解决的可能性很大。美国货币周期处于加息尾声、缩表半途，银行业风险有所暴露，国债违约会导致金融危机。由于预期损失过重，双方都不让步的概率很小。大概率结局是民主党同意削减预算，小概率结局是民主党争取少数温和共和党同意，利用“解除委员会审查动议”通过无附加条件的债务上限法案。
- 违约日最早在6月下旬到来。截至5月中，美国财政部的非常规工具剩约880亿美元，现金存款账户剩余1548亿美元。如果按照正常的支出节奏，美国财政部将能支撑到6月底或7月初。2023年1月以来，财政部为避免违约缩减了不必要的开支，若按照前3个月的平均开支幅度，则能支撑到8月底或9月初。
- 对于流动性的影响：整体宽松、加剧局部不平衡。美国债务触及上限后，美国财政部从借新还旧变为净偿还负债，在美联储的存款账户（TGA）的流动性释放，对于美联储的缩表操作起到一定对冲作用。1月以来，债市情绪出现了较大幅度的波动，CDS价差升至历史高位、美债收益率曲线形态弯折、一级市场发行利率飙升，流动性在机构间、资产间分布的不均衡性加剧。
- 大类资产配置启示：1月19日美国债务触及上限至今，美债市场避险情绪上升，但美股市场依然平稳，市场并未开启典型的Risk-Off交易。未来市场表现取决于两党后续谈判的进度，标普评级、银行流动性风险等其他因素也会影响市场行为。

**情境一：市场开启Risk-Off交易，影响将持续到债务上限解决之后。黄金>美债>美股。**从历史看，美股普遍下跌；美国国债作为避险资产录得正回报率，两党对峙阶段投资级企业债回报率最高、但低评级债也有正收益，事后阶段由于避险情绪进一步发酵，投资级企业债回报率不及国债、低评级债回报率转负；黄金上涨、原油下跌。

**情境二：市场情绪有波动但总体平稳。长债>短债，投资级企业债>国债，债务上限引发的避险情绪主要集中在债市，对股市和大宗商品的影响不大。**在两党对峙阶段，长端国债作为避险资产价格上涨、临近违约日期的短端国债价格下跌，投资级企业债回报较高。在事后阶段，国债收益率曲线形态重新平滑，受债务上限影响的债券价格有所回调。

- 风险提示：1) 美国两党可能无法就债务上限问题达成一致；2) 就业市场偏紧可能导致美国通胀回升；3) 欧央行加息可能加剧全球金融市场风险。

## 正文目录

1. 债务上限的“懦夫博弈” .....	4
2. 本次可能结果推演 .....	6
3. 违约日何时到来.....	8
4. 对于流动性的影响：整体宽松、加剧局部不平衡.....	10
5. 大类资产配置启示 .....	11
6. 风险提示 .....	15

## 图表目录

图 1 美国债务上限与债务总额, 万亿美元 .....	4
图 2 历任总统任期内提高债务上限次数, 次 .....	4
图 3 受上限约束的债务范围 .....	4
图 4 受约束债券的持有者构成, 万亿美元 .....	4
图 5 本次债务上限谈判时间线 .....	6
图 6 美国国债期权波动率 MOVE 指数 .....	7
图 7 目前与 2011 年债务上限危机时期的众议院席位对比, 个 .....	7
图 8 财政部营运现金账户, 十亿美元 .....	9
图 9 美国国债到期分布, 亿美元 .....	9
图 10 存量国债付息类型 .....	9
图 11 简化的美联储资产负债表 .....	10
图 12 美联储资产负债表中的 TGA 和存款机构准备金, 百万美元 .....	10
图 13 美国国债收益率曲线, % .....	11
图 14 美国 30 年期固定住房抵押贷款利率, % .....	11
图 15 美国 3 个月期国债招标中标利率, % .....	11
图 16 一年期美国主权 CDS 价差, 基点 .....	11
图 17 VIX 指数和 MOVE 指数, 点 .....	12
图 18 1 月 3 日至 5 月 15 日美股指数变动幅度 .....	12
图 19 2011 年对峙阶段 (2011 年 7 月 1 日至 8 月 1 日) 各类资产回报率, % .....	12
图 20 2011 年事后阶段 (2011 年 8 月 3 日至 9 月 3 日) 各类资产回报率, % .....	13
图 21 2013 年对峙阶段资产回报, % .....	13
图 22 2013 年事后阶段资产回报, % .....	13
图 23 2021 年对峙阶段资产回报, % .....	14
图 24 2021 年事后阶段资产回报, % .....	14
表 1 “懦夫博弈”模型 .....	5
表 2 2011 年以来的博弈过程及结果 .....	5
表 3 本次债务上限博弈的收益矩阵 .....	6
表 4 民主党可用的其他避免债务违约的方法 .....	8
表 5 美国财政部的非常规工具及余额, 十亿美元 .....	8
表 6 美国财政部的的主要大额支出 .....	9

# 1. 债务上限的“懦夫博弈”

债务上限是针对美国政府债务总额的法律限制，最初由美国国会在 1917 年的《Second Liberty Bond Act》中设立，初衷是为了便利美国财政部在一定上限约束下，无需经过国会特许自由发行债券筹款。1960 年以来，美国债务上限共计提高 86 次，其中民主党政府提高 36 次，共和党政府提高 50 次。

图1 美国债务上限与债务总额，万亿美元

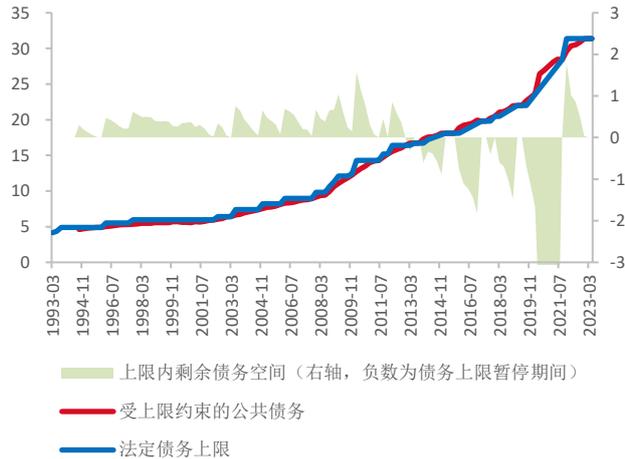
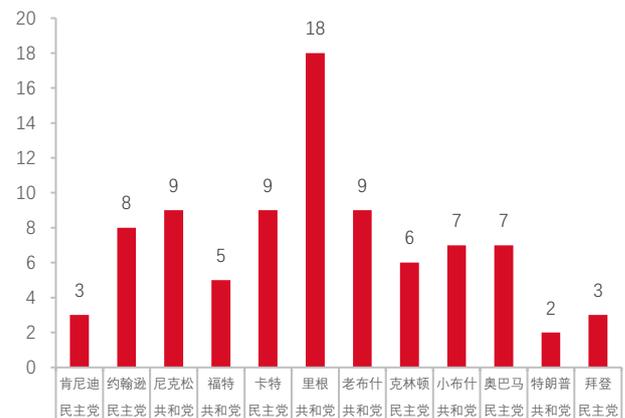


图2 历任总统任期内提高债务上限次数，次



资料来源：Wind，东海证券研究所

资料来源：Wind，东海证券研究所

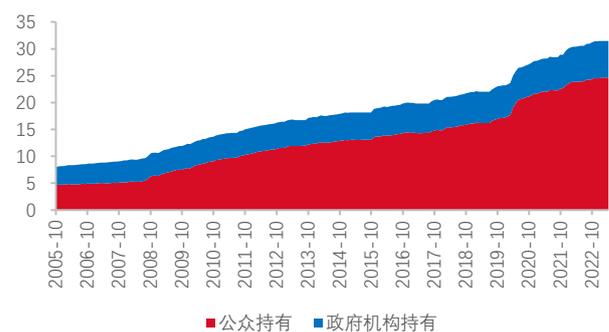
当今，美国债务上限作为两党博弈的政治工具存在，对主权债务的约束意义有限。债务上限是政治议题，与美国经济、美元国际地位、政府道德等问题的关联度不高。主要体现在：1) 并不是所有政府债都受债务上限约束；2) 在受约束的债券中，22%由其他政府机构持有，这些债券是政府内部调节预算分配的手段，并非传统意义上的债务；3) 债务上限的提高更多是为过去发行的债券还本付息，与未来的财政支出计划关系不大。

图3 受上限约束的债务范围



资料来源：美国财政部，东海证券研究所

图4 受约束债券的持有者构成，万亿美元



资料来源：Wind，东海证券研究所

两党围绕债务上限的纷争是一场“懦夫博弈”，谁先退缩谁就是输家，但如果双方都不退缩，则会陷入毁灭性的双输局面。在野党往往提出某些政治条件作为提高或暂停债务上限的捆绑条件，执政党则希望在避免这些条件的同时通过债务上限法案。两党都不希望政府停摆、债务违约，但为积累政治优势，先手展现自己的强硬态度、使对方首先退缩是最优策略。

两党是否能及时就债务上限达成一致，取决于后果的严重程度。在一般性的“懦夫博弈”模型中，双方都不让步的后果越严重，也就是下图矩阵中的 A 越小、C 越大，则越有可能选

择让步；而如果捆绑的政治条件对两党越重要，即 A 越大，则越有可能都不让步。在实际博弈中，执政党和在野党面对的收益并不对称。历史上，根据预期收益和后果的严重程度的不同，一方让步是最常见的结果，但偶尔也会出现双输情形。

**表1 “懦夫博弈”模型**

	<b>让步</b>	<b>不让步</b>
<b>让步</b>	A, A	0, 2A
<b>不让步</b>	2A, 0	A-C, A-C

资料来源：Wind，东海证券研究所

**表2 2011 年以来的博弈过程及结果**

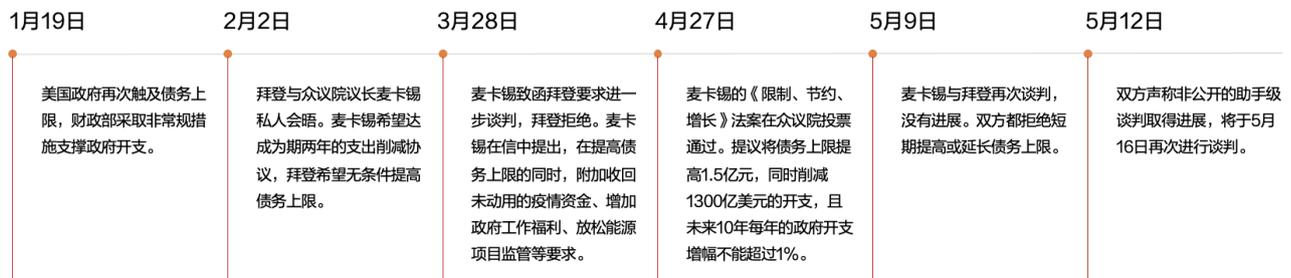
时间	总统	参议院	众议院	两党分歧点	解决方法
2011-5	奥巴马	民主党	共和党	共和党要求大幅削减赤字，奥巴马政府担忧削减赤字会拖累经济复苏，影响 2012 年的总统选举。	提高债务上限。民主党妥协，同意大幅度削减公共开支。
2012-12	奥巴马	民主党	共和党	共和党主张削减政府开支，并且反对提高税收。	暂停债务上限。两党寻求折衷方案，通过增税来减少赤字。
2013-5	奥巴马	民主党	共和党	共和党迫使奥巴马撤回或推迟实施其医疗改革。	政府停摆后，暂停债务上限。共和党妥协，奥巴马全民医疗计划没有被推迟。
2014-2	奥巴马	民主党	共和党	共和党要求削减赤字。	暂停债务上限。共和党妥协。
2015-3	奥巴马	民主党	共和党	双方对于财政政策有分歧。	暂停债务上限。两党寻求折衷方案，通过部分取消约束性削减措施的方式，约定未来 2 年增加支出 80 亿美元。
2017-3	特朗普	共和党	共和党	共和党希望暂停债务上限 18 个月，民主党坚持 3 个月。	暂停债务上限。特朗普支持民主党的提议，共和党妥协，达成了 3 个月的预算协议。
2017-12	特朗普	共和党	共和党	两党就修建墨西哥墙预算问题产生争议。	政府停摆后，暂停债务上限。双方妥协，为修建位于边境的“物理障碍”提供约 14 亿美元经费，但不是用于修建总统所要求的“边界墙”。
2019-3	特朗普	共和党	民主党	共和党希望削减支出，民主党要求将国防支出提高到历史最高水平。	暂停债务上限。双方妥协，达成协议在国防和非国防支出之间实现平衡。
2021-12	拜登	民主党	民主党	共和党同意为政府提供临时拨款，但拒绝投票提高债务上限，希望民主党利用“预算调解”程序，绕开共和党单方面提高债务上限。	民主党以“预算调节”程序，在参议院以简单多数通过法案，独自提高债务上限。
2023-1	拜登	民主党	共和党	共和党要求将今后 10 年的联邦财政开支削减 4.5 万亿美元，并取消部分清洁能源减税政策等，这与拜登政府的经济刺激计划相悖。	-

资料来源：美国财政部，东海证券研究所

## 2.本次可能结果推演

围绕本次债务上限问题，共和党围绕众议院议长麦卡锡采取了先发制人的策略，首先在众议院投票通过了将削减预算作为附加条件的债务上限法案，以此给拜登政府施压。拜登政府初期表态强硬，并试图争取温和派共和党人的支持。

图5 本次债务上限谈判时间线



资料来源：美国财政部，东海证券研究所

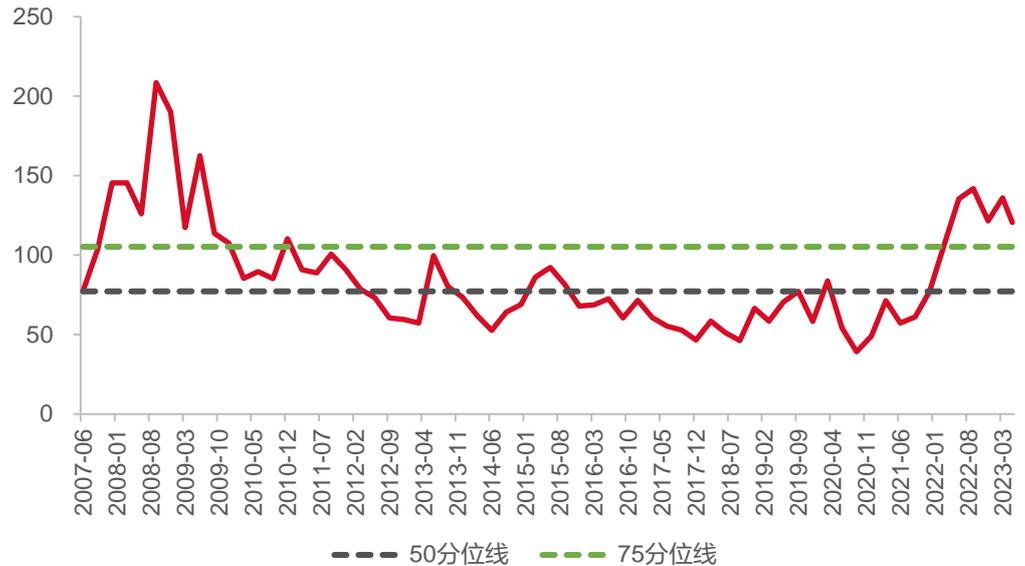
本次债务上限的纷争在X日之前解决的可能性大于2011年以来的任何一次债务上限博弈。当下，美国货币政策处于紧缩周期的尾声，银行流动性风险已经开始暴露，尽管政策利率可能已经见顶，但缩表进程并未有放缓迹象，美债市场仍将承压。目前反映美国国债市场波动率的MOVE指数位于次贷危机以来的高位，超过2011年和2013年两次债务上限危机时期，金融市场对于兑付风险非常敏感，如果债务上限无法妥善解决，可能导致大量流动性迅速从美债市场流出，触发严重后果。由于预期损失过重，从博弈论的角度来看，双方都不让步的概率很小。

表3 本次债务上限博弈的收益矩阵

		民主党	
		让步	不让步
共和党	让步	两党谈成折衷方案	提高或暂停债务上限，拜登政府的开支计划继续
	不让步	拜登政府削减预算，政绩难以提升	政府停摆、市场动荡，流动性风险加剧

资料来源：美国财政部，东海证券研究所

图6 美国国债期权波动率 MOVE 指数

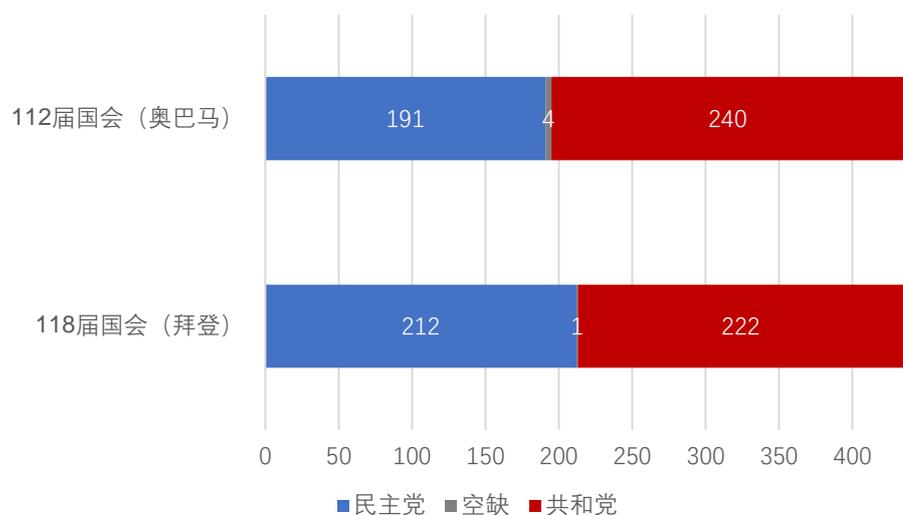


资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

**大概率结局：民主党同意削减预算。**民主党妥协是本次博弈中最有可能达成的结局。原因是民主党与共和党在本次博弈中的预期收益并不对称，放任政府停摆的预期损失远大于继续政府开支计划带来的预期收益。两党可能就削减幅度重新谈判，最终幅度可能低于麦卡锡的《限制、节约、增长》议案。

**小概率结局：民主党争取少数温和共和党同意，通过无附加条件的债务上限法案。**民主党的后备方案是使用“解除委员会审查动议”（discharge petition），在未经议长批准的情况下将法案提交给众议院审议。与 2011 年相比，民主党在众议院中的席位更多，只需要争取到 6 位共和党人的投票，就可以通过法案。但从众议院对麦卡锡议案的投票结果来看，只有 4 名极右派共和党人反对了麦卡锡的议案，因此民主党即使只需要 6 票的支持可能也很难达成。

图7 目前与 2011 年债务上限危机时期的众议院席位对比，个



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

极小概率结局：短期暂停债务上限。两党可以协议将债务上限短期暂停至9月底，与新一财年的政府预算案一起通过。这将使双方的预期损失进一步增加。两党双方都已表示不想短期暂停债务上限。

除此之外，美国法律还提供了一些其他可能做法来避免政府债务违约，但可行性不高。

**表4 民主党可用的其他避免债务违约的方法**

做法	详情	不可行原因
确定支出的优先次序	政府可使用现有的税收收入来支付债务的利息和本金，推迟其他支出，直到新的税收收入。	将导致一系列政府职能和社会福利运转失常
援引第14条修正案	第14条修正案的第4条规定：“美国国债的有效性，由法律授权，包括为镇压叛乱或反叛的服务支付养老金和奖金而产生的债务，不应受到质疑。”一些人认为，这授权总统可以推翻国会，让财政部继续发行债务。	可能无法在法院通过
铸造一万亿美元的硬币	从法律上讲，财政部可以铸造任何面值的铂金币。财政部可以铸造一枚一万亿美元的硬铂金币，并将其存入美联储的国债账户中。然后，财政部将提取存款，而不是发行债务。	财政部过去拒绝过这种做法

资料来源：美国财政部，东海证券研究所

### 3. 违约日何时到来

从债务达线到美国债务偿付能力真正耗尽的“X-Date”，时间长短取决于美国财政部拥有的现金储备、期间收入以及可用的非常规措施。

美国财政部可以动用的非常规工具主要包括退休与残疾基金(CSRDF)和邮政服务人员退休健康福利基金(PSRHHBF)、政府债券投资基金再投资(G Fund of TSP) 以及外汇稳定基金(ESF)。截至5月10日，CSRDF和PSRHHBF两项基金基本已经耗尽，G Fund、ESF可用空间分别剩余720亿美元和170亿美元。总剩余约为880亿美元，占总规模的四分之一左右。

**表5 美国财政部的非常规工具及余额，十亿美元**

工具	详情	可用规模	已用规模	剩余可用规模
退休与残疾基金(CSRDF)和邮政服务人员退休健康福利基金(PSRHHBF)	CSRDF为公民服务退休制度覆盖的联邦雇员提供规定的福利。该基金投资于特别发行的国债，这些国债计入债务上限。PSRHHBF提供邮政服务退休医疗保险保费支付。该基金投资于特别发行的国债，这些国债计入债务上限。	21	21	0
政府债券投资基金再投资(G Fund of TSP)	G Fund是联邦雇员的货币市场定义贡献退休基金。该基金投资于特别发行的国债证券，这些证券计入债务上限。整个余额每天到期，通常会再投资。国会已授予财政部在国脚确定该基金无法完全投资而不超过债务上限时，暂停G Fund全部或部分再投资的法定权力。使用这项措施可以立即释放债务上限下的余地。	295	223	72
外汇稳定基金(ESF)	ESF有多种用途，包括购买或出售外币。ESF的一部分以美元持有，ESF的美元余额投资于特别发行的国债证券，这些证券计入债务上限。整个美元余额每天到期。财政部没有投资ESF的要求，因此在债务上限僵局期间，财政部可以暂停ESF美元余额的投资。暂停ESF美元余额的日常再投资可以立即释放债务上限下的余地。	17	0	17

资料来源：美国财政部，东海证券研究所

截至5月11日，美国财政部在美联储的存款账户约剩1548亿美元。今年4月，企业所得税收入使美国财政部存款除去支出外还提高了374亿美元，下一次企业所得税缴纳时间在9月中旬，期间美国财政部的账户都难有大额资金流入。

图8 财政部营运现金账户，十亿美元



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

美国财政部的每月固定开支主要分为社会福利、工资支出和利息支出三部分，包括每月约 1000 亿美元的社会保障、400 亿美元的补充医疗保险、250 亿美元的军队和公务员工资及福利，每月总计约 1650 亿美元，利息支出则较为不固定。

表6 美国财政部的的主要大额支出

项目	时间	金额
社会保障福利	每月的第三天和3个星期三，共四次	每次250亿美元
医疗补充保险计划和处方药计划	每月第一天	400亿美元
军人、公务员、退休人员工资以及补充保障福利	每月第一天	约250亿美元
利息	每月的15日左右和最后一天	不定

资料来源：美国财政部，东海证券研究所

图9 美国国债到期分布，亿美元

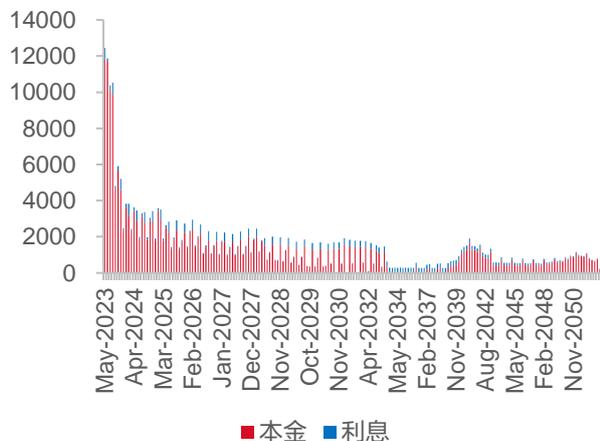
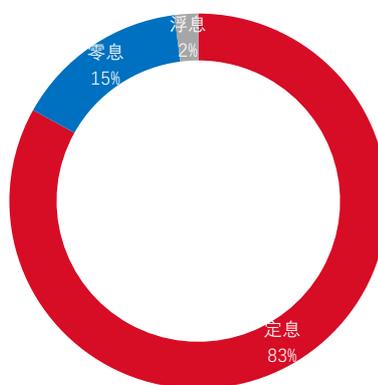


图10 存量国债付息类型



资料来源：美国财政部，东海证券研究所

资料来源：Wind，东海证券研究所

我们计算，如果按照正常的支出节奏，美国财政部将能支撑到 6 月底或 7 月初。2023 年 1 月以来，财政部为避免违约缩减了不必要的开支，若按照前 3 个月的平均开支幅度，则能支撑到 8 月底或 9 月初。

## 4.对于流动性的影响：整体宽松、加剧局部不平衡

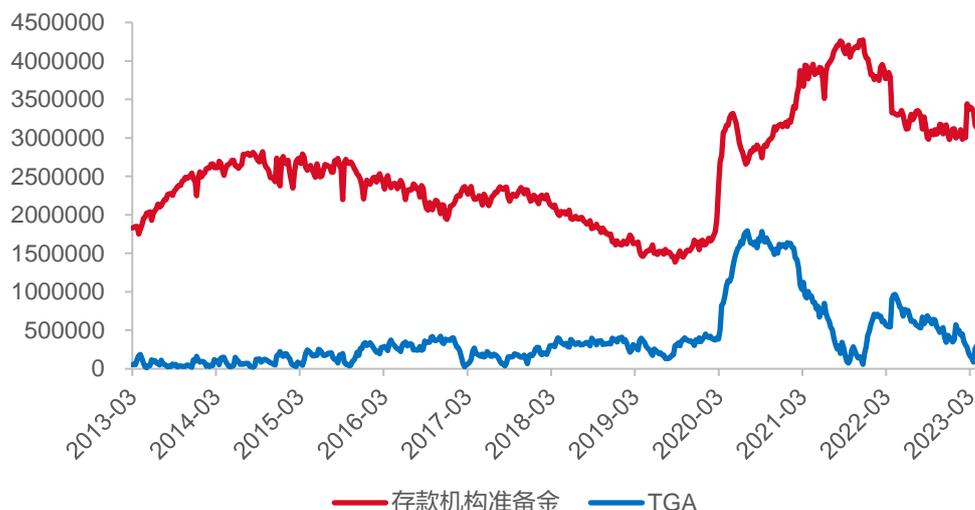
美国债务触及上限后，美国财政部从借新还旧变为净偿还负债，在美联储的存款账户（TGA）的流动性释放，和 TGA 同样位于美联储资产负债表中的负债端中的存款机构准备金、流通中的货币等科目会得到相应补充，造成整体流动性的宽松。自今年 1 月以来，TGA 账户从高点 5726 亿美元下降至 1548 亿美元，释放了 4178 亿美元，准备金科目上升了 2247 亿美元。随着美国财政部继续消耗余下的存款，整体流动性仍将宽松。按照过去 3 个月的开支节奏，大约每月释放 900 亿美元，其中大部份流入银行存款，将补充美国商业银行整体的准备金，对于美联储每月上限 950 亿美元的缩表操作起到一定对冲作用。

图11 简化的美联储资产负债表

资产	负债
债券及其他	流动中的货币 存款机构准备金 TGA 其他存款 及逆回购工具
	资本金

资料来源：美联储，东海证券研究所

图12 美联储资产负债表中的 TGA 和存款机构准备金，百万美元



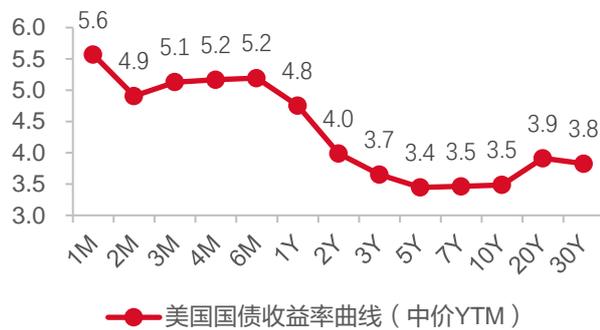
资料来源：美联储，东海证券研究所

金融危机的经验告诉我们，流动性问题的端倪往往出在部份机构、特定资产的流动性的不平衡上，即使总量充裕，局部流动性链条的断裂也可以通过机构间资产负债表的传导演变为大范围的偿付能力危机。在市场避险情绪加剧的时刻，流动性分布的不均衡也会加剧。

本次债务上限博弈处于美联储加息尾声、美国商业银行风险暴露的特殊时间段，市场情绪出现了较大幅度的波动。一年期美国主权 CDS 价差飙升至 150 基点以上，为历史最高点，同时交易量上升。美债收益率曲线的形态发生弯折，期限位于市场预期的违约时间附近的债券利率显著飙升。一级市场上，美国财政部新发行的短期债券需求不足，3 个月期国债的招标中标利率上行至 5% 以上。

美国国债是全球通行的优质抵押品，也是许多衍生品的底层资产。美债价格发生波动，意味着抵押品价值发生变化，可能产生一系列连锁效应，流动性链条上的脆弱环节可能出现偿付能力问题。此外，美国住房抵押贷款利率可能进一步飙升，加剧美国地产压力。

图13 美国国债收益率曲线，%



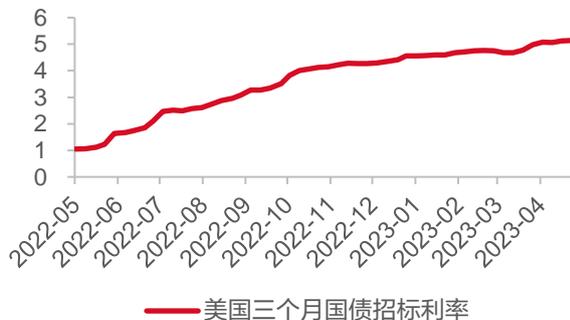
资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

图14 美国 30 年期固定住房抵押贷款利率，%



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

图15 美国 3 个月期国债招标中标利率，%



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

图16 一年期美国主权 CDS 价差，基点

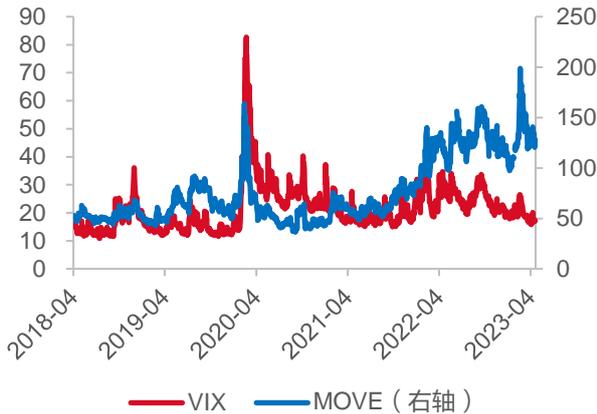


资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

## 5. 大类资产配置启示

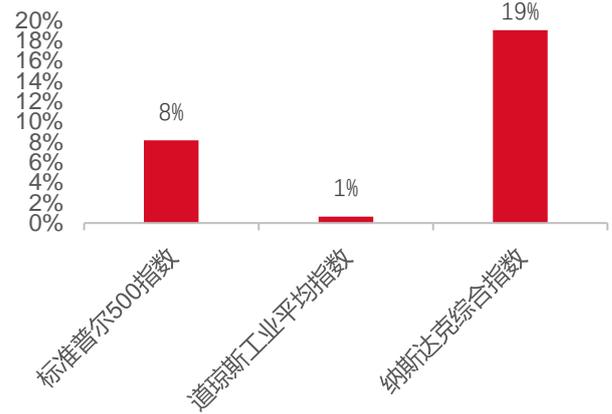
1 月 19 日美国债务触及上限至今，美债市场避险情绪上升，但美股市场依然平稳，市场并未开启典型的 Risk-Off 交易。

图17 VIX 指数和 MOVE 指数，点



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

图18 1月3日至5月15日美股指数变动幅度

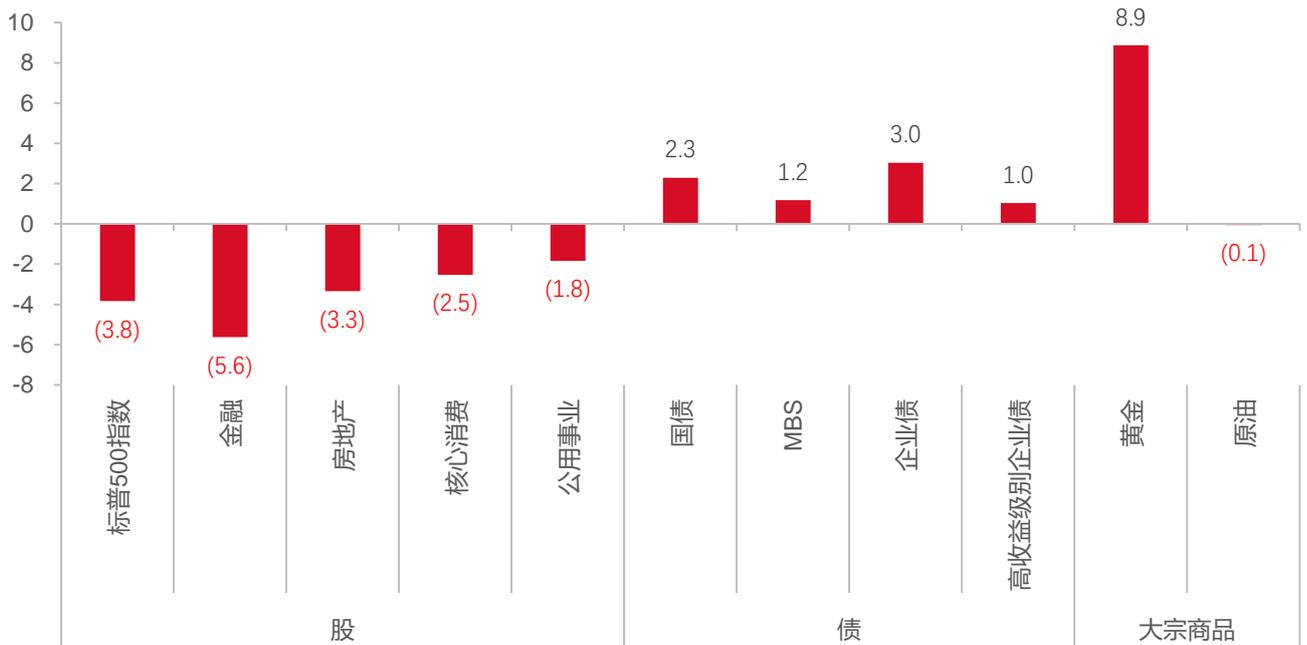


资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

展望未来，市场是否开启 Risk-Off 交易还取决于两党后续谈判的进度，标普评级、银行流动性风险等其他因素也会影响市场行为。为了便于分析，我们将两党围绕债务上限的博弈划分为三个阶段：对峙阶段（X 日前一个月）、政府停摆期、事后阶段（债务上限提高后一个月）。由于政府停摆期往往较短，只有几天或者几个小时，我们重点分析对峙期和恢复期的资产表现。

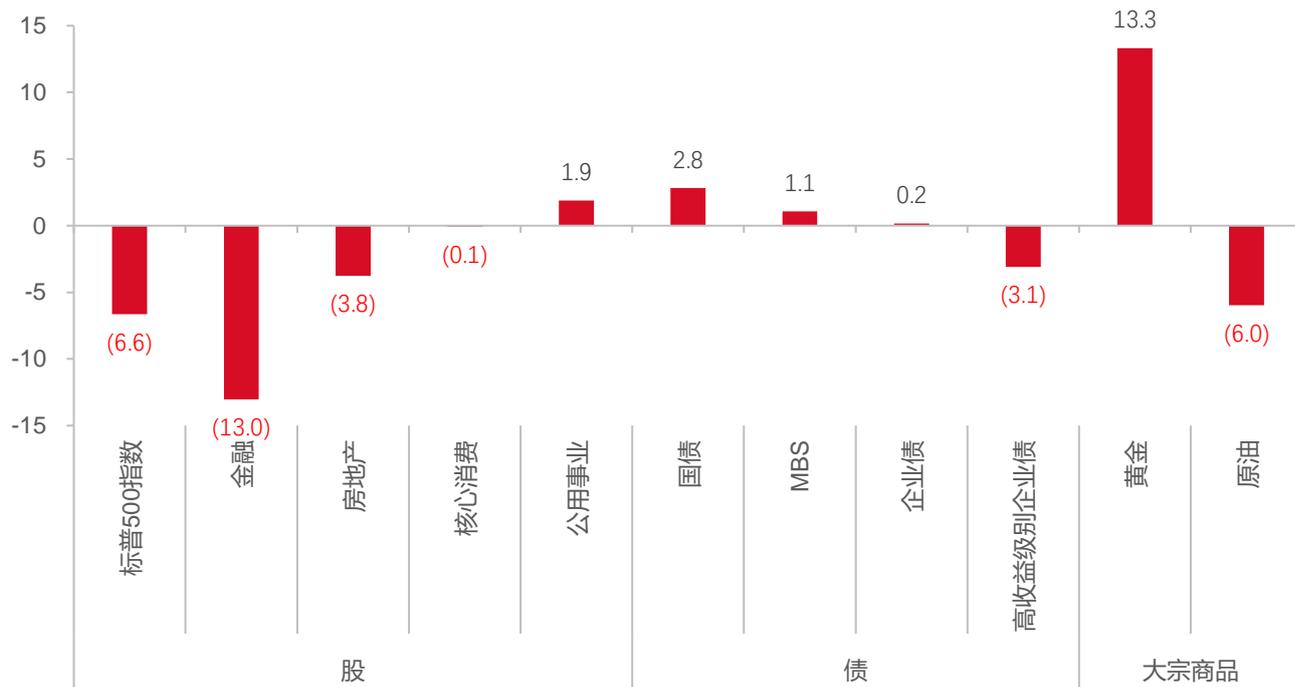
**情境一：市场开始 Risk-Off 交易。**以 2011 年为例，共和党要求大幅削减赤字，奥巴马政府担忧削减赤字会拖累经济复苏，影响 2012 年的总统选举，两党围绕债务上限进行了较为胶着的对峙。8 月 2 日奥巴马签署了提高债务上限的法案，但并未终结 Risk-Off 交易。8 月 5 日，标普将美国主要信用评级从 AAA 下调至 AA+，进一步加剧避险情绪。期间，美股普遍下跌，金融板块跌幅最大、公用事业跌幅较小；美国国债作为避险资产录得正回报率，对峙期投资级企业债回报率最高、但低评级债也有正收益，事后阶段由于避险情绪进一步发酵，投资级企业债回报率不及国债、低评级债回报率转负；黄金上涨、原油下跌。

图19 2011 年对峙阶段（2011 年 7 月 1 日至 8 月 1 日）各类资产回报率，%



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

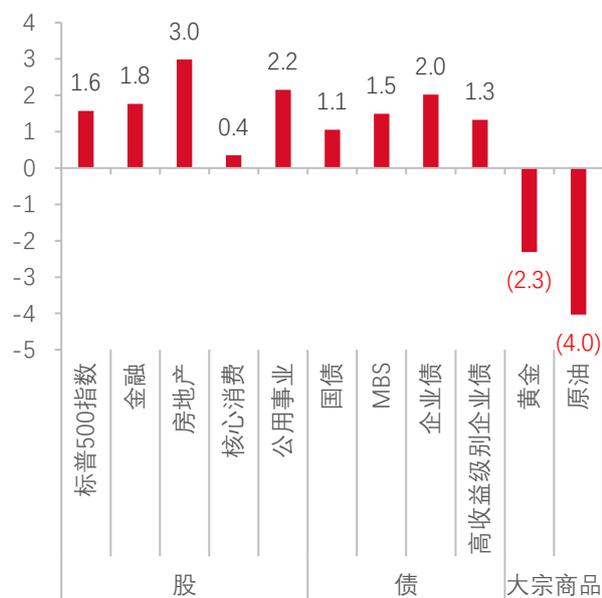
图20 2011年事后阶段（2011年8月3日至9月3日）各类资产回报率，%



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

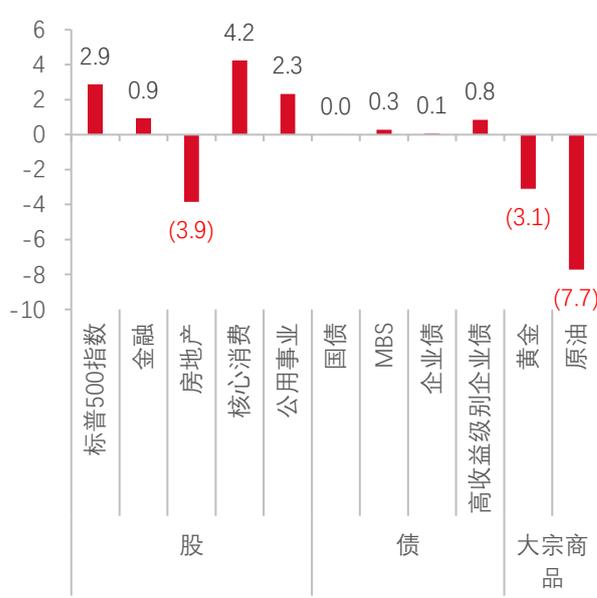
**情境二：市场情绪有波动但总体平稳。**我们选取 2013 年债务上限导致政府关门半个月前后，以及 2021 年末拜登政府上一次触及债务上限时进行分析。在这种情境下，债务上限引发的避险情绪主要集中在债市，对股市和大宗商品的影响不大。在两党对峙阶段，长端国债作为避险资产价格上涨、临近违约日期的短端国债价格下跌，投资级企业债回报较高。在事后阶段，国债收益率曲线形态重新平滑，受债务上限影响的债券价格有所回调。

图21 2013年对峙阶段资产回报，%



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

图22 2013年事后阶段资产回报，%



资料来源：Bloomberg，东海证券研究所

图23 2021 年对峙阶段资产回报, %

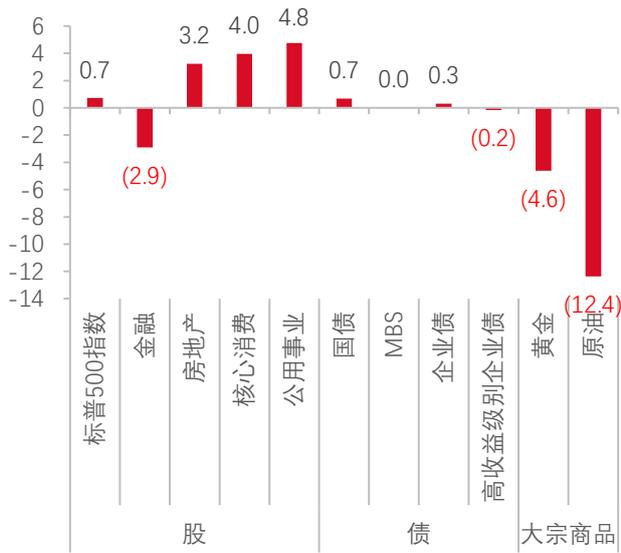
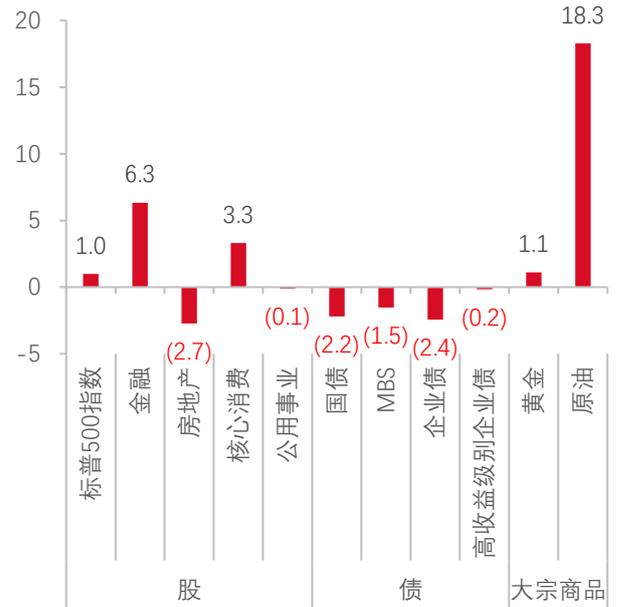


图24 2021 年事后阶段资产回报, %



资料来源: Bloomberg, 东海证券研究所

资料来源: Bloomberg, 东海证券研究所

## 6.风险提示

- 1) 债务上限谈判破裂风险：美国两党可能无法就债务上限问题达成一致，两党为达成各自政治目的，可能选择都不让步，导致美国政府停摆；
- 2) 美国通胀回升风险：就业市场偏紧可能导致美国通胀回升，推动美联储继续加息，收紧流动性；
- 3) 海外金融市场风险：欧央行继续加息可能导致欧洲银行业风险继续暴露，加剧全球金融市场风险。

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、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并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 电话:(8621) 20333619  
 传真:(8621) 50585608  
 邮编:200215

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 电话:(8610) 59707105  
 传真:(8610) 59707100  
 邮编:100089