

从定价机制上看，不同于传统大宗商品，黄金价格主要由投资需求主导。为了更加精准捕捉黄金价格的核心变量，动态跟踪主要定价逻辑变迁。本文一方面基于黄金的底层属性构建黄金价格的分析框架，另一方面从需求结构变化的层面，补充对价格变化的观察视角。

► 黄金定价最终回归底层的双重属性。

黄金是零信用风险的实物类货币资产，因此黄金主要有抗通胀和避险两重属性。

- 1) 黄金的抗通胀属性，主要基于黄金的零信用风险特质。
- 2) 黄金的避险属性，则部分是黄金抗通胀属性的衍生表达。

► 在简易的黄金分析框架中，我们习惯用美债实际收益率解释黄金的价格走势。

黄金的双重属性，不同于传统大宗商品。这导致了黄金供需分析框架不同于不同大宗商品分析框架，黄金需求主要是投资需求。

首先我们承认，实际利率能够捕捉金价逻辑，但是运用实际利率框架分析黄金走势有三点额外注意：

- 1) 实际利率是黄金价格的代理指标，而非严格线性相关。
- 2) 实际利率框架本质是黄金对美元信用的替代，底层变量是美国的货币政策和经济基本面。
- 3) 规避一个黄金“抗通胀”的误区：和当期通胀水平同样重要的，还有通胀预期。

► 央行购金的底层思路：黄金的长期定价尺度。

市场永远在定价边际变化最敏感的变量，黄金也不例外。

2022年央行购金贡献了主要的需求边际增量，那这是否意味着实际利率的分析框架已经失灵，我们认为要回答这个问题，其实需要关注的是央行购金的思路。可分为两阶段看，

第一阶段：2008年次贷危机到2021年，实际利率和央行购金对黄金的影响是同向的。

从另一个角度看，可以理解为该阶段央行购金的动机更多是基于实际利率的底层逻辑，即看重黄金在主权货币信用价值降低，通胀上行阶段的表现。

第二阶段：2022年，黄金和美元货币信用（实际利率框架）产生背离。

该阶段或许额外考虑黄金的长期定价尺度，即全球信用体系的稳定性。央行每年黄金储备的增量能够代理这部分长期担忧。

依据历史经验，国际货币信用体系的变化从量变到质变，过程漫长并且非线性。

因此，中短期来看，在没有更大规模外生风险性事件冲击的背景下，黄金仍主要和美元信用体系相关，实际利率框架对金价走势仍有较强的解释力度。

► 本轮黄金的配置窗口大概率较过往周期有所提前，黄金的超额收益将伴随美联储的降息拐点的临近逐步凸显，主要基于两大判断：

- 1) 美国经济最终走向硬着陆，届时打破核心通胀的粘性，通胀数据将大幅回落。
- 2) 按照均衡利率的理论，若想刺激经济，中央银行需要将政策利率快速降至均衡利率以下，届时非线性的降息节奏或将带动实际利率快速下行。

价格空间测算上，预期今年下半年实际利率对金价的解释力或将回归到2008-2021年的水平，届时金价的年内高点或有望触及2400美金/盎司。

风险提示：海外地缘政治发展超预期，“去美元化”进程超预期，海外货币政策超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 陈怡

执业证书：S0100122120020

电话：13817480407

邮箱：chenyi@mszq.com

相关研究

1. 2023年6月经济数据点评：GDP“保五”和下半年重点-2023/07/17
2. 全球大类资产跟踪周报：海外重回宽松交易-2023/07/16
3. 2023年6月出口数据点评：出口没有崩-2023/07/14
4. 宏观专题研究：中国对俄出口的潜在机会-2023/07/13
5. 宏观专题研究：解密美国制造业“超级周期”-2023/07/12

目录

引言	3
1 黄金定价最终要回归底层的双重属性	3
2 传统实际利率框架：黄金对美元信用的替代	5
2.1 实际利率能够捕捉金价的逻辑	5
2.2 现实中 TIPS 收益率解释金价效果有限	6
3 供需平衡表视角：重视边际需求定价法则	8
3.1 金价的敏感性变量更多来自需求而非供应端	8
3.2 黄金的需求端结构变化的三段历史	8
4 央行购金行为分析：黄金长期定价尺度	10
4.1 我们需要考虑央行购金对金价的长期影响	10
4.2 黄金定价机制底层框架依然是实际利率	11
5 金价后市展望	13
6 风险提示	15
插图目录	16

引言

尽管过去 30 年黄金的供需结构是发展变化的，但是考虑到黄金较高的存量规模，金价不能完全用商品的供需平衡表解释。

从定价机制上看，不同于传统大宗商品，黄金价格主要由投资需求主导。为了更加精准捕捉黄金价格的核心变量，动态跟踪主要定价逻辑变迁。本文一方面基于黄金的底层属性构建黄金价格的分析框架，另一方面从需求结构变化的层面，补充对价格变化的动态观察机制。

1 黄金定价最终要回归底层的双重属性

“金银天然不是货币，但货币天然金银”。金本位制脱钩后，我们进入信用货币时代，但黄金储备货币以及最后清偿手段的职能至今没有动摇。

全球货币信用体系出现波动时，黄金对法定货币替代效应会有所抬升。当前具有全球储备货币地位的主权货币是美元，因此就会体现出对美元的替代。这个替代取决于两方面，一是中短期美元主权信用，二是长期以美元为代表的国际货币结算体系稳定性。

黄金是零信用风险的实物类货币资产，因此黄金主要有两重属性，一是抗通胀属性，二是避险属性。

（一）黄金的抗通胀属性，则是基于黄金的零信用风险特质。

货币存在信用风险，黄金和主权信用货币因此就是天然对手方。

货币信用风险，主要是指在经济社会大环境中，货币流动和信用领域中通货膨胀和信用膨胀危机。

我们在强调黄金零信用风险的特质时，实质上指代的就是黄金的抗通胀属性。

（二）黄金的“避险属性”，部分是黄金抗通胀属性的衍生表达。

地区冲突以及国际政治经济事件发生，往往会支撑黄金价格上涨。

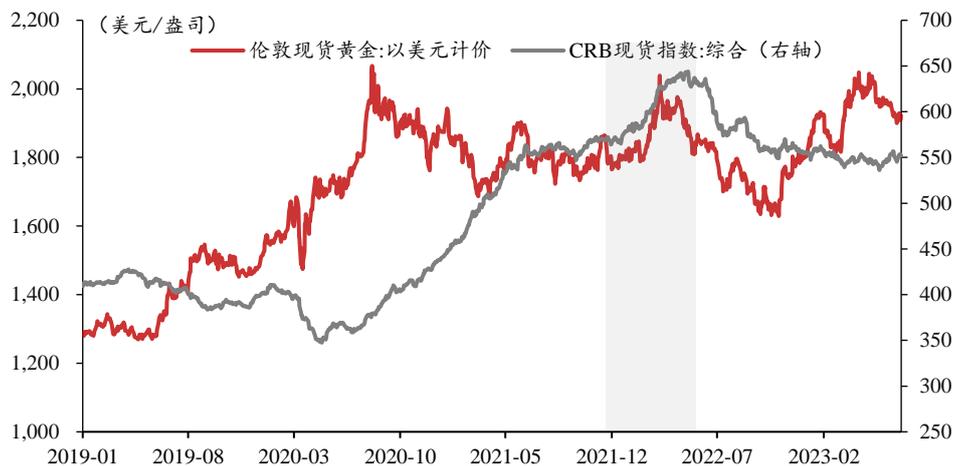
暂不考虑情绪引发的价格脉冲，金价在风险事件发生后持续向好表现，归根到底是因为风险事件发生之后，市场担心全球货币信用体系格局是否会发生变化，其次担心地缘政治影响全球供应链稳定从而衍生出通胀交易。

例如，2022 年俄乌冲突发生之后，金价避险属性表现得淋漓尽致。地缘政治对金价的影响，微观机制上有两条传导路径：

第一，短期内大宗商品价格持续上涨，通胀交易推进，黄金价格上行。这和黄金的“抗通胀”属性相关。

第二，中长期维度，欧美对俄实施制裁，包括并不限于支付体系结算制裁。国际货币体系出现波动，部分国家寻求其他储备货币资产。黄金储备因此增长，黄金价格上行，这体现了黄金的避险属性。

图1：避险情绪下被掩盖的“通胀交易”



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022年央行购金总量创历史新高



资料来源：世界黄金协会，民生证券研究院

2 传统实际利率框架：黄金对美元信用的替代

黄金的双重属性，不同于传统大宗商品。这导致了黄金供需分析框架不同于大宗商品分析框架，黄金需求主要是投资需求。

2.1 实际利率能够捕捉金价的逻辑

简易的黄金分析框架中，我们习惯用美债实际收益率解释黄金的价格走势。

这背后的逻辑并不难理解。

一来，黄金抗通胀属性，通胀越高，黄金抗通胀属性越强，黄金将被追逐，黄金价格越高，所以通胀与黄金价格走势正相关。

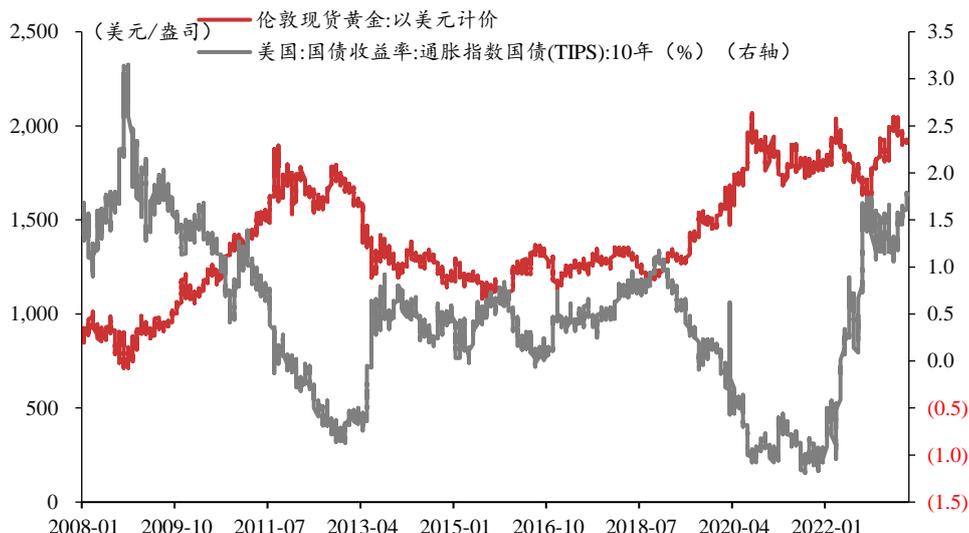
二来，黄金是无息资产，黄金的投机需求受机会成本影响。无风险利率（名义）能够较好描述资金的机会成本。故而无风险利率越高，持有黄金的机会成本就会越高，黄金价格便会走低。最终我们发现黄金价格与无风险利率成反向关系。

名义利率扣减通胀，即为实际利率。上述关系推导得到结论，黄金价格与实际利率呈现反向变动关系。

实际收益率无法直接观测，实践中习惯用美国 10 年期通胀保值债券（TIPS）收益率来衡量美国实际利率。

2008 年金融危机后，金价走势和实际收益率维持了较为显著的负相关性。实际利率上行期间，黄金在主要资产中的收益率相对靠后，表示其作为短期投机或是配置资产的吸引力在降低。反之反是。

图3：2008 年金融危机后，金价走势和实际收益率维持了较为显著的负相关性



资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 现实中 TIPS 收益率解释金价效果有限

值得注意的是，实际利率是观察黄金价格走向的代理指标，而非严格线性相关。

较长时间维度，黄金价格和实际收益率的线性拟合关系一般。或有两点原因

一来，TIPS 收益率并不能完美反映真实的实际利率。理论上实际利率代表实体部门的实际融资成本。实践中用来衡量实际利率的 TIPS 收益率，其实是市场交易出来的结果。市场交易行为影响，TIPS 债券存在流动性溢价，只能近似反映实际利率水平。市场动荡期，预期以及流动性因素扰动，TIPS 收益率和真实的实际利率偏离度扩大。

例如，2020 年以来，市场资金大规模涌入 TIPS 对冲通胀风险，美联储 QE 又进一步抬升了 TIPS 的需求，2022 年缩表之前，美联储持有 TIPS 规模，大概占存量规模的 20% 以上，较疫情前所占比例翻了一番。TIPS 流动性溢价重返负值区间，持续拉低 TIPS 收益率并推动盈亏平衡通胀指标(Breakeven Inflation rate)大幅抬升。

二来，实际利率衡量资产的实际回报率，理应围绕潜在中枢波动。黄金价格是绝对价格，过往 30 年呈现波动上涨。实际利率本质上是波动项，然而黄金绝对价格走出了单边趋势，客观上两者相关性的确没有那么高。

这背后的逻辑也许是，不同时期黄金内含的避险属性定价不同。例如美元信用稳定情况下，黄金定价包含较少避险属性定价，故而黄金价格和实际利率呈现出一定相关性。当美元信用体系受到挑战，黄金定价更多避险属性，故而黄金价格和实际利率呈现的相关性显然要偏弱。

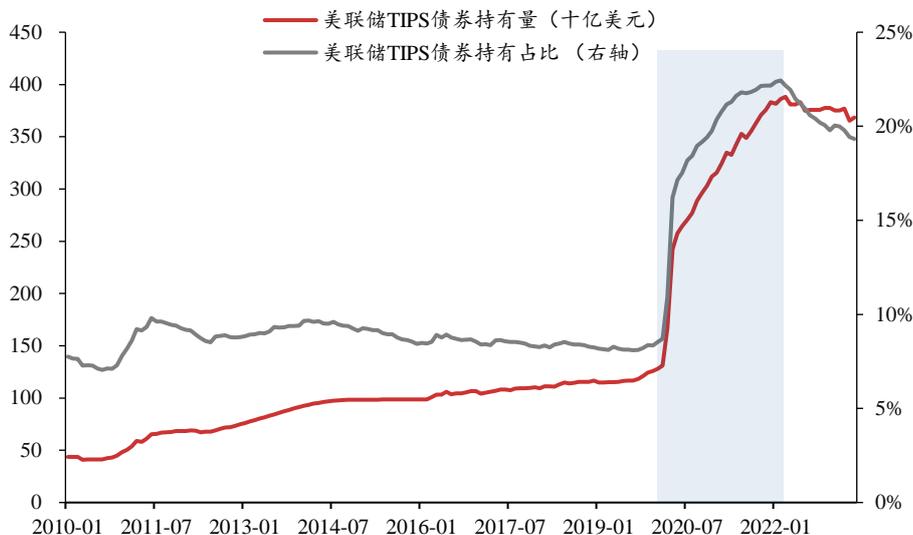
规避一个黄金“抗通胀”的误区：通胀上升会推高黄金价格。

实际收益率是名义收益率-通胀预期，所以金价走势一方面和美国货币政策有关（影响名义利率），另一方面也需考虑通胀预期的变化。

通胀会同时影响通胀预期以及货币政策，货币政策和通胀预期，二者也并非完全独立。短期通胀水平的变化会引发更为紧缩的货币政策，从而压制金价表现；但通胀若表现出预期脱锚的迹象，往往又会支撑金价上涨。

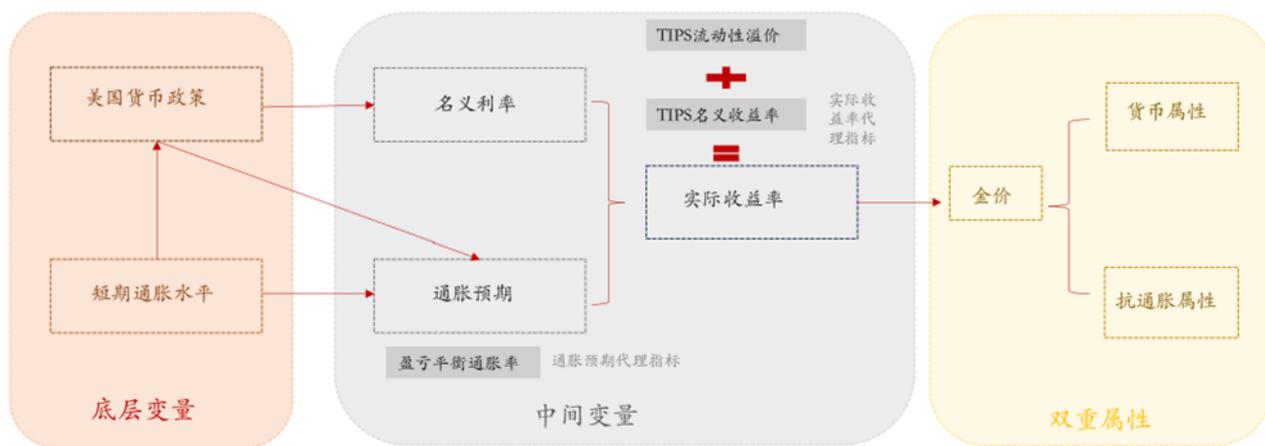
货币政策、通胀、以及通胀预期的复杂关联，意味着在实际利率的分析框架中，和当期通胀水平同样重要的，还有通胀预期。

图4：2020 年疫情后，美联储大幅增持 TIPS 债券



资料来源：wind，民生证券研究院

图5：实际利率——黄金分析的简易框架



资料来源：民生证券研究院绘制

3 供需平衡表视角：重视边际需求定价法则

市场永远在定价边际变化最敏感的变量，黄金也不例外。和其他大宗商品类似，黄金供需结构也在不断发展。

3.1 金价的敏感性变量更多来自需求而非供应端

相较于其他商品，供应变化对金价变化的解释力有限。

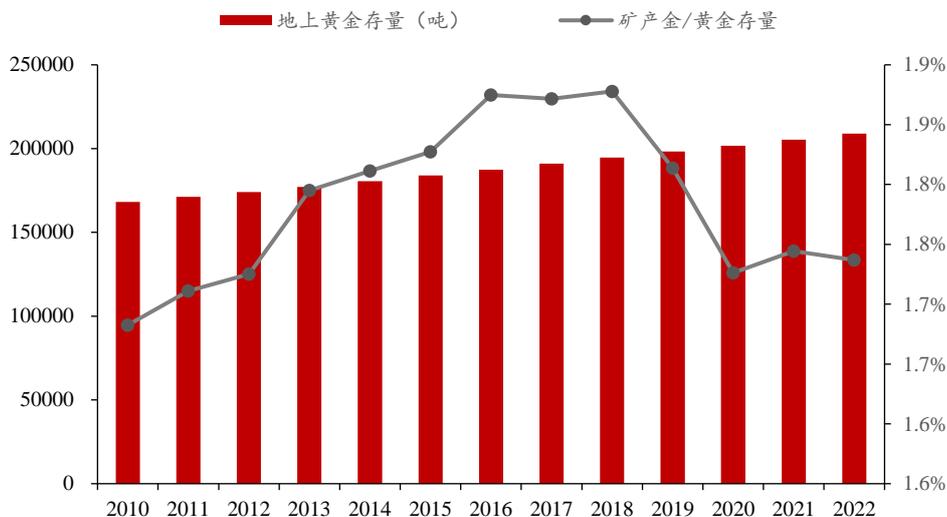
依据世界黄金协会发布的《世界黄金需求趋势报告》，金矿年产量已从 1992 年的 2270 吨增至 2022 年底的 3612 吨，并且金矿产量地理分布区域也在不断扩大。

这种大范围均匀分布确保了黄金初级供应稳定，减少了供应冲击带来风险。同时，黄金丰富的地上库存也为这一特点提供了支持。

金价定价锚还是落到了需求端。

从金价需求端入手，我们可以进一步对黄金的实际利率框架进行补充和完善。

图6：黄金地上存量规模较大，生产供应端影响有限



资料来源：世界黄金协会，民生证券研究院

3.2 黄金的需求端结构变化的三段历史

按照贡献度来看，黄金需求结构变化可以分为三个阶段。

第一阶段 (消费需求驱动阶段)。20 世纪 90 年代初，黄金需求主要由消费者驱动。1992-2002 年，这十年期间金饰和科技用金需求占据黄金总需求的大头。

第二阶段 (投资需求驱动阶段)。2003 年黄金 ETF 开辟了新的黄金需求，亦为投

资需求。依据世界黄金协会发布的《世界黄金需求趋势报告》，近 20 年时间里，黄金 ETF 持仓量已累计达到 3473 吨，价值约合 2030 亿美元。起初黄金 ETF 只是区域性存在，但现已有超过 100 只黄金 ETF 基金遍布全球，均有实物黄金支持，黄金投资需求占比抬升。

第三阶段（央行购金驱动阶段）。疫情后特别是 2022 年，全球央行对黄金增量需求激增，2022 年环比增 152%，前值 77%。

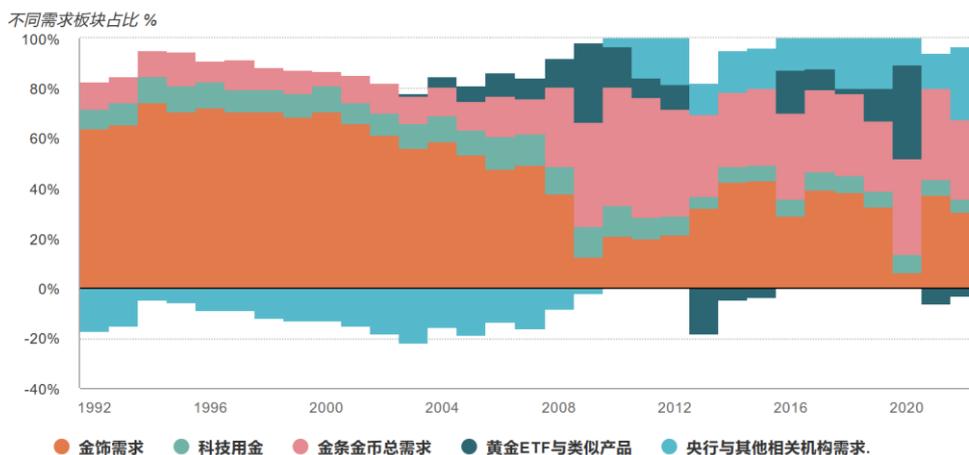
从需求结构变迁，不难理解 2008 年之后黄金的价格走势主要由投资需求主导，并且金价走势和实际利率的负相关性也在增强，也能够部分解释 2022 年实际利率和金价走势的背离。

图7：金矿产量的地理分布区域不断扩大

矿产金产量 (吨)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
北美洲	412	430	449	471	475	506	523	527	533	495	477	504	491
中南美洲	505	520	539	557	582	568	580	583	565	560	486	544	542
欧洲	17	18	23	24	24	25	28	30	29	30	34	35	36
非洲	622	672	679	718	742	770	859	899	937	944	932	992	979
独联体国家	331	344	367	399	403	417	445	479	501	542	556	557	565
亚洲	605	606	623	664	700	722	719	691	700	620	610	594	652
大洋洲	340	337	323	347	345	353	362	366	391	406	387	355	363
全球	2831	2928	3003	3181	3270	3361	3515	3576	3656	3596	3482	3581	3628

资料来源：Metals Focus, 世界黄金协会, 民生证券研究院

图8：黄金需求结构变化：1992 年以来黄金市场结构不断变化



资料来源：世界黄金协会, 民生证券研究院

4 央行购金行为分析：黄金长期定价尺度

2022 年央行购金贡献了主要需求增量，那是否意味着我们更应该从央行购金行为模式切入分析，是否进一步意味着实际利率分析框架已经失灵？

4.1 我们需要考虑央行购金对金价的长期影响

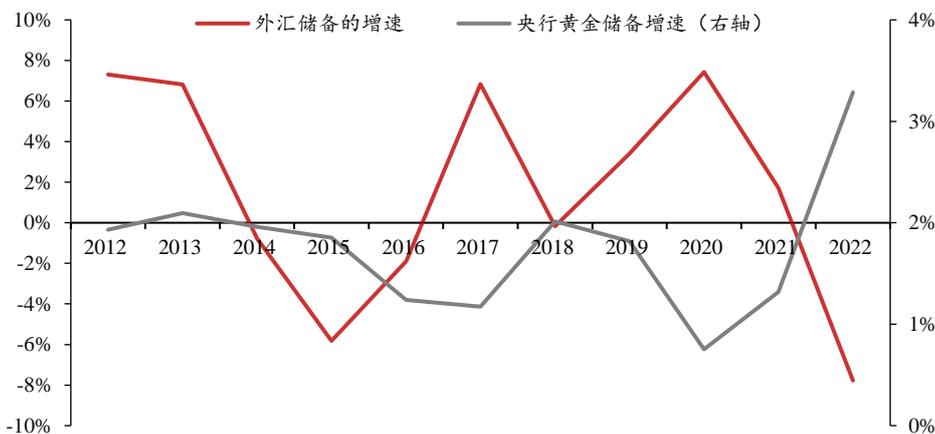
我们认为要回答这个问题，其实需要关注的是央行购金的一贯思路。

回顾 2008 年次贷危机至 2021 年，实际利率下行和全球央行黄金储备增加，对金价驱动同向。从另一个角度其实可以理解为，中短期维度上，央行购金的动机更多是基于实际利率的底层逻辑，**即看重黄金在主权货币信用价值降低，通胀上行阶段的表现。**

只是 2022 年，黄金和美元货币信用产生了背离，除了部分考虑 TIPS 收益率失真技术性问题，同时不得不考虑另一项异动，即央行对黄金的需求激增。

这背后需要额外考虑黄金长期定价尺度，即全球信用体系稳定性，央行每年黄金储备需求能够代理这部分长期担忧。

图9： 2022 年央行黄金储备和外汇储备增速剪刀差扩大



资料来源：wind，世界黄金协会，民生证券研究院

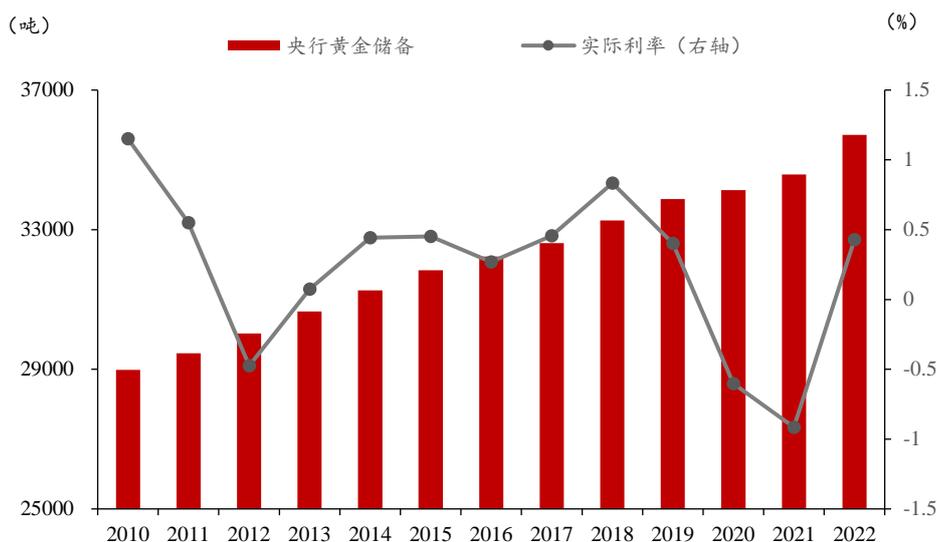
4.2 黄金定价机制底层框架依然是实际利率

美元“过度武器化”催生了各国多边押注诉求。俄乌冲突爆发后，美国与欧洲冻结俄罗斯央行美元外汇储备，导致非美经济体国家对美元安全性产生质疑。地缘政治环境变化背景下，各国对安全资产的诉求可能趋向多元化，尤其是对外部冲击抵御能力更为脆弱的发展中国家。

从基本经济现实来看，目前“去美元化”的操作本质上是防御性的，缺乏进取性。依据历史经验，国际货币信用体系的变化从量变到质变，过程漫长并且非线性。当前美元在全球市场仍具有主导作用，无论是在全球贸易结算，各国央行外汇储备、全球债务计价以及全球资金流动中占比均居首位。

中短期来看，若没有更大规模外生风险性事件冲击，黄金仍主要和美元信用体系相关，实际利率框架对金价走势仍有较强的解释力度。

图10：央行购金和实际利率的关系



资料来源：世界黄金协会，民生证券研究院

图11：今年以来非美国国家和经济组织“去美元化”进程

国家	日期	操作
印度尼西亚	4月	4月4日，刚刚结束访华行程的马来西亚总理安瓦尔在国会表示，马来西亚“没有理由继续依赖美元”了。他透露， 马来西亚央行已经就双边贸易可用林吉特和人民币结算一事与中方进行谈判。 据印度尼西亚“KOMPAS”新闻网4月20日报道，印度尼西亚央行行长佩里·瓦吉约称，印尼正在努力减少对美元的依赖，推动“本地货币交易”进程。他透露，印尼已经与中国、日本、马来西亚和泰国四国实现本币结算，同时正在计划与韩国央行合作以在5月份实现“本地货币交易”，还将增加与东南亚地区的本币结算国家数量。
巴西	3月29日	3月29日， 巴西宣布已与中国达成协议，不再使用美元作为中间货币，而是以本币进行贸易结算。
阿根廷	4月26日	4月26日， 阿根廷经济部长马萨宣布阿根廷将停止使用美元来支付从中国进口的商品，转而使用人民币结算。 马萨表示，使用人民币“可以提高阿根廷净外汇储备的预期，也带来了更大的自由度。
中国	3月28日	自2022年以来，石油和天然气等大宗商品也开始了“去美元交易”进程。3月28日，我国首单以人民币结算的进口液化天然气（LNG）采购交易达成，标志着我国在油气贸易领域的跨境人民币结算交易探索迈出实质性一步。 此外，中国正在逐步减持美债，规避风险并降低对美国的经济依赖。中国正在促进多元化的外汇储备，以降低美元在储备中的比例，并逐步发展其他货币的使用。尤其是在减持美债方面，中国已经采取了积极的措施。除了减少新的美债投资，中国还在逐步抛售手中已有的美债，以降低其持有量。
印度	4月初	4月初，印度外交部发表声明称，印度和马来西亚已同意用印度卢比进行贸易结算，同时，印度愿意与其他国家使用本国货币交易，不必强制以美元作为中间货币。 突然发布的声明也让外界认为，印度开启了“去美元化”的步伐。
东盟	3月30日	3月30日，东盟十国财政部部长和央行行长印尼召开会议， 讨论了通过本地货币交易计划，在此前已在东盟成员国之间实施的本地货币结算计划上进行扩展，以减少对主要货币如美元、欧元、日元和英镑的依赖。
俄罗斯	5月	去美元化大逆转，俄清空美元外汇储备。 最近，俄罗斯央行在一份声明中表示，将把美元的外汇储备比重降至0%。同时，俄罗斯还在不断推进去美元化的计划，例如在自己的国内市场中推广使用俄罗斯卢布和其他货币进行结算，以及与其他国家签署货币互换协议等。
	6月	“去美元化”进程加快 日媒：俄罗斯用人民币向日本企业结算分红 近日，俄罗斯使用人民币向持有萨哈林油气田股份的日企支付了股息。报道补充称，在欧美实施制裁之前，俄罗斯都是用美元支付股息的。
巴基斯坦	6月	巴基斯坦用人民币购买俄罗斯原油 路透社12日报道，巴基斯坦石油部长穆萨迪克马利克当天表示，巴基斯坦以人民币支付了首批政府间俄罗斯原油的进口交易，标志着巴基斯坦过去以美元为主导的进出口支付政策出现了重大转变。
孟加拉国	4月17日	4月17日， 孟加拉国和俄罗斯已商定同意使用人民币来支付俄罗斯在该国建设的核电站项目款项
玻利瓦尔	5月中旬	5月中旬， 玻利维亚总统路易斯·阿尔塞表示，该国央行将探讨在与中国的贸易中使用人民币的可行性。

资料来源：中央纪委国家监委网站，上观新闻，中国日报网，每日经济新闻等公开信息整理，民生证券研究院

5 金价后市展望

若我们认可黄金在现阶段仍主要和美元信用挂钩，那展望中短期金价走势主要把握两点：一方面，价格的主要趋势仍主要锚定实际利率框架；另一方面，需求结构的边际变化以及全球货币信用的不稳定性或许只带来阶段性的“风险溢价”。

为了更加细节捕捉金价的运行逻辑，我们将普林格经济周期和实际利率走势结合起来看，目前海外应处于滞胀期（经济阶段六）向衰退期（经济阶段一）的过渡阶段。

按照经验来看，黄金的配置窗口已十分接近。

随着美国 6 月通胀数据超预期回落，美联储加息周期大概率接近尾声，这也意味着，实际利率走势趋于走缓，对金价形成支撑。

黄金的超额收益将伴随美联储的降息拐点的临近逐步凸显。

以往周期，黄金往往在经济阶段二（市场利率基本见底，并且通胀基本见底）会有更为确定性机会，而我们认为本轮黄金的配置窗口将较过往周期有所提前（经济阶段一），主要基于两大判断：

- 1) 美国经济最终走向硬着陆，届时打破核心通胀的粘性，通胀数据将大幅回落。
- 2) 按照均衡利率的理论，若想刺激经济，中央银行需要将政策利率快速降至均衡利率以下。2019 年以来，美联储的季度经济预测都显示各官员认为美国的长期均衡政策利率在 2.5% 的水平，届时非线性的降息节奏或将带动实际利率快速下行。

空间测算上，选取 2008-2021 年的样本数据，可以得到实际利率对金价的解释力较强（R 方=0.76），而 2022 年实际利率对金价的解释力和相关性都有所走弱。若在基准情形下，全球信用体系在下半年不会再生波澜，暂不用考虑“去美元化”带来的风险溢价，那么预期今年下半年实际利率对金价的解释力或将回归到 2008-2021 年的水平，届时金价的高点或有望触及 2400 美金/盎司左右。

图12：不同经济阶段黄金的配置价值

经济阶段	经济增长（分子端）	名义利率（分母端）	通胀	实际利率	商品配置价值	黄金配置价值
经济阶段一	经济环境恶化	央行货币政策开始逆向调节，市场利率走低	通胀继续下行	上行尾声		★
经济阶段二	经济复苏初期，经济开始触底反弹	市场利率基本降到底部	通胀基本到底	开始下行		★
经济阶段三	经济复苏末期，经济明显好转	市场利率从底部抬头上升	通胀开始上升	继续下行	★	★★
经济阶段四	经济过热初期	央行从刺激经济转向防止通胀，此前的流动性刺激政策开始减弱，不再宽松	通胀继续上升	下行尾声	★★	★★★
经济阶段五	经济过热末期	市场利率大幅抬升，逐渐触顶	通胀高企	开始上行	★★★	
经济阶段六	经济减速下行	货币政策紧缩尾声	通胀见顶高位回落	继续上行		

资料来源：民生证券研究院绘制

6 风险提示

- 1) **海外地缘政治发展超预期。**若地缘政治影响范围和时间继续超过预期，会导致金融市场的波动难以判断，导致与本文展望出现较大偏差，但地缘政治后续发展的情况超出本文预测范围。
- 2) **“去美元化”进度超出预期。**若全球货币信用体系波动加大，“去美元化”进度加快，可能会导致实际利率与黄金走势再度背离。
- 3) **海外货币政策超预期。**若由于海外政策超预期，会导致金融市场波动较大，资产价格变化放大，从而影响对后续市场走向判断。

插图目录

图 1: 避险情绪下被掩盖的“通胀交易”	4
图 2: 2022 年央行购金总量创历史新高	4
图 3: 2008 年金融危机后, 金价走势和实际收益率维持了较为显著的负相关性	5
图 4: 2020 年疫情后, 美联储大幅增持 TIPS 债券	7
图 5: 实际利率——黄金分析的简易框架	7
图 6: 黄金地上存量规模较大, 生产供应端影响有限	8
图 7: 金矿产量的地理分布区域不断扩大	9
图 8: 黄金需求结构变化: 1992 年以来黄金市场结构不断变化	9
图 9: 2022 年央行黄金储备和外汇储备增速剪刀差扩大	10
图 10: 央行购金和实际利率的关系	11
图 11: 今年以来非美国国家和经济组织“去美元化”进程	12
图 12: 不同经济阶段黄金的配置价值	14

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026