

紧缩周期延长下的双重预期管理

—美联储9月FOMC会议

核心要点:

- **紧缩周期延长，利率更高更久：**9月20日，美联储FOMC会议决定再次暂停加息，联邦基金利率维持5.25%-5.50%不变。量化紧缩（QT）计划继续执行，QT上限950亿美元/月，8月缩减约790亿美元。尽管美联储自6月后又一次按下暂停键，但其更新的点阵图和经济预测（SEP）依然保持鹰派，经济增长和2024至2025年的联邦基金利率预期均出现上修。本次会议整体依然营造了“紧缩周期延长，利率更高更久”的氛围；SEP显示紧缩周期延长的背后可能是双重的预期引导。
- **不确定性下美联储的“双重预期管理”：**鲍威尔表示SEP仅代表各位委员当前的态度，且充满不确定性（so much uncertainty），并非美联储的计划表。所以，SEP也可以起到“双重预期管理”的作用：（1）近期能源对名义通胀的扰动和核心服务通胀的走平，叠加经济的边际加速，使美联储需要维持2023年内再度加息的悬念并削弱2024年的降息预期，严防通胀预期回升。（2）美联储对在保证价格稳定的前提下达成“软着陆”的信心明显增强，但考虑到紧缩的不确定性和滞后效应，尚不能将“软着陆”作为基准假设。因此，要提升“软着陆”概率的美联储在经济增长上也需要做出一定引导和预期管理，进而影响市场主体的判断，而9月SEP勾勒的正是“通胀稳步下降，经济温和增长”的软着陆愿景。需要注意的是，这一愿景实现的可能充满高度不确定，也会灵活取决于数据变化，一个最直观的例子就是半年前SEP对2023年经济增长预期仅为0.4%，随后连续上调。
- **对中性利率抬升的讨论加强，但还未成为主流：**从美联储对长期利率预期的预测范围来看，6月时的范围是较为狭窄的2.5%-2.8%，而9月时则升至2.5%-3.3%，这表明已经有部分官员开始认同利率中枢上行的逻辑，但大部分官员还未跟随。目前看，支持利率中枢抬升的因素包括美国经济的短期韧性对投资的提升、劳动市场相对紧凑对通胀的贡献、逆全球化和人口老龄化这类中长期因素的变动等等。但是，在不能排除美国未来面临经济下行风险的情况下，经济下行导致投资和劳动需求大幅降低、财政支出力度放缓以及通胀中枢重回疫情前水平等因素可能消除上述的短期影响。基于对菲利普斯曲线和中长期因素的观察，我们倾向于中性利率和实际利率会出现抬升，但幅度较为有限，这可能对应美债利率中枢未来的小幅而非大幅上行。虽然在高度不确定之下，对中性利率的判断仍然为时过早，但这将是市场定价的重要预期差。
- **市场对利率的关注进一步转向中长期，美元和美债收益率继续获得支撑：**CME联邦基金利率预期显示市场对11月和12月加息预期依然略低于40%，而2024年首次降息预期推迟至7月且预计年内出现三次降息。美债方面，不论是财政部短期巨大的发债量、财政支出的力度、中长期赤字的进一步提升还是利率中枢向上的可能都会使美债收益率短期保持高位。美债的利率中枢可能会出现小幅抬升并高于疫情前，但不能忽视2024年美国经济在高利率下走弱后收益率回落的空间。美元方面，在欧元区和其他一篮子货币经济体更早受到高利率的影响并可能更快降息的情况下，美元在经济差和利差的角度继续获得支撑，需要对美国自身经济数据保持密切观察。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

美联储 SEP 提高了 2024 与 2025 年 FFR 预期

	中位数				
	2023	2024	2025	2026	长期
实际GDP增速	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
6月预测	1	1.1	1.8		
3月预测	0.4	1.2	1.9		
失业率	3.8	4.1	4.1	4	4
6月预测	4.1	4.5	4.5		
3月预测	4.5	4.6	4.6		
PCE通胀	3.3	2.5	2.2	2	2
6月预测	3.2	2.5	2.1		
3月预测	3.3	2.5	2.1		
核心PCE通胀	3.7	2.6	2.4	2	2
6月预测	3.9	2.6	2.2		
3月预测	3.6	2.6	2.1		
预测联邦基金利率路径：					
联邦基金利率	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5
6月预测	5.6	4.6	3.4		
3月预测	5.1	4.3	3.1		

风险提示：

1. 美国经济韧性超预期的风险
2. 美国通胀反弹的风险
3. 美国出现突发流动性危机的风险

9月20日，美联储FOMC会议决定再次暂停加息，联邦基金目标利率维持5.25%-5.50%不变。量化紧缩（QT）计划继续执行，QT上限950亿美元/月，8月缩减约790亿美元。尽管美联储自6月后又一次按下暂停键，但其更新的点阵图和经济预测（SEP）依然保持鹰派，经济增长和2024至2025年的联邦基金利率预期均出现上修，**整体依然营造了紧缩周期延长，利率更高更久的氛围。**尽管目前的引导依然鹰派，鲍威尔在新闻发布会答记者问中多次强调了目前所面临的不确定性，我们认为SEP显示紧缩周期延长的背后是双重的预期引导：（1）近期能源对名义通胀的扰动和核心服务通胀的走平，叠加经济的边际加速，使美联储需要维持2023年内再度加息的悬念并削弱2024年的降息预期，严防通胀预期回升。（2）如要达成美国经济软着陆，则需要对未来经济走势的预期做出管理；在市场对美国经济前景争议较多的情况下，上调经济增长预测并减少降息幅度向市场传达了“美联储对经济增长较有信心”的信号，通过增强市场对美国经济增长的信心以提升“软着陆”概率。最后，美联储中也有更多官员认为对中性利率可能出现提升，但在高度不确定的当下，判断中性利率是否抬升以及抬升的幅度依然为时尚早，这也可能是未来交易的一个预期差。

一、FOMC 声明内容和点阵图符合“紧缩周期延长、利率更高更久”的判断

在经济和通胀走势不确定性依然高企的情况下，FOMC声明和鲍威尔发的布会都保持了偏鹰派的信号，营造紧缩周期延长、利率更高更久的氛围。

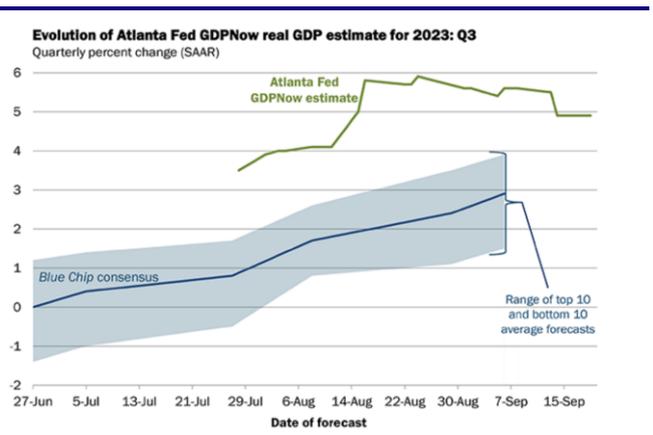
利率方面，值得关注的内容包括：（1）美联储点阵图维持5.6%的年末利率终值不变，为四季度再度加息留出空间和悬念。点阵图显示有12位委员倾向于再加息一次，而7位支持暂停，仍存在较大不确定性。（2）美联储上调2024年末利率预测50BP至5.1%，上调2025年50BP至3.9%，显著削弱了降息预期，表明利率可能会更高更久。同时，**鲍威尔在发布中会表示，对未来两年利率预测的上行更多反映了经济活动加强的可能，而非仅因为通胀更加持久。**（3）声明中美联储依旧强调了虽然实际利率明显高于中性利率，但判断后者面临不确定性。从美联储9月SEP来看，部分官员提高了对长期联邦基金利率的预测，但中位数依然维持2.5%原值不变，对应0.5%的实际利率。

图 1: 美联储 SEP 上调经济增速和 FFR，下调失业率 (%)

	中位数				
	2023	2024	2025	2026	长期
实际GDP增速	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
6月预测	1	1.1	1.8		
3月预测	0.4	1.2	1.9		
失业率	3.8	4.1	4.1	4	4
6月预测	4.1	4.5	4.5		
3月预测	4.5	4.6	4.6		
PCE通胀	3.3	2.5	2.2	2	2
6月预测	3.2	2.5	2.1		
3月预测	3.3	2.5	2.1		
核心PCE通胀	3.7	2.6	2.4	2	2
6月预测	3.9	2.6	2.2		
3月预测	3.6	2.6	2.1		
预测联邦基金利率路径:					
联邦基金利率	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5
6月预测	5.6	4.6	3.4		
3月预测	5.1	4.3	3.1		

资料来源: FRB, 中国银河证券研究院整理

图 2: 亚特兰大联储 GDPNow 暗示美国短期经济韧性超出预期 (%)



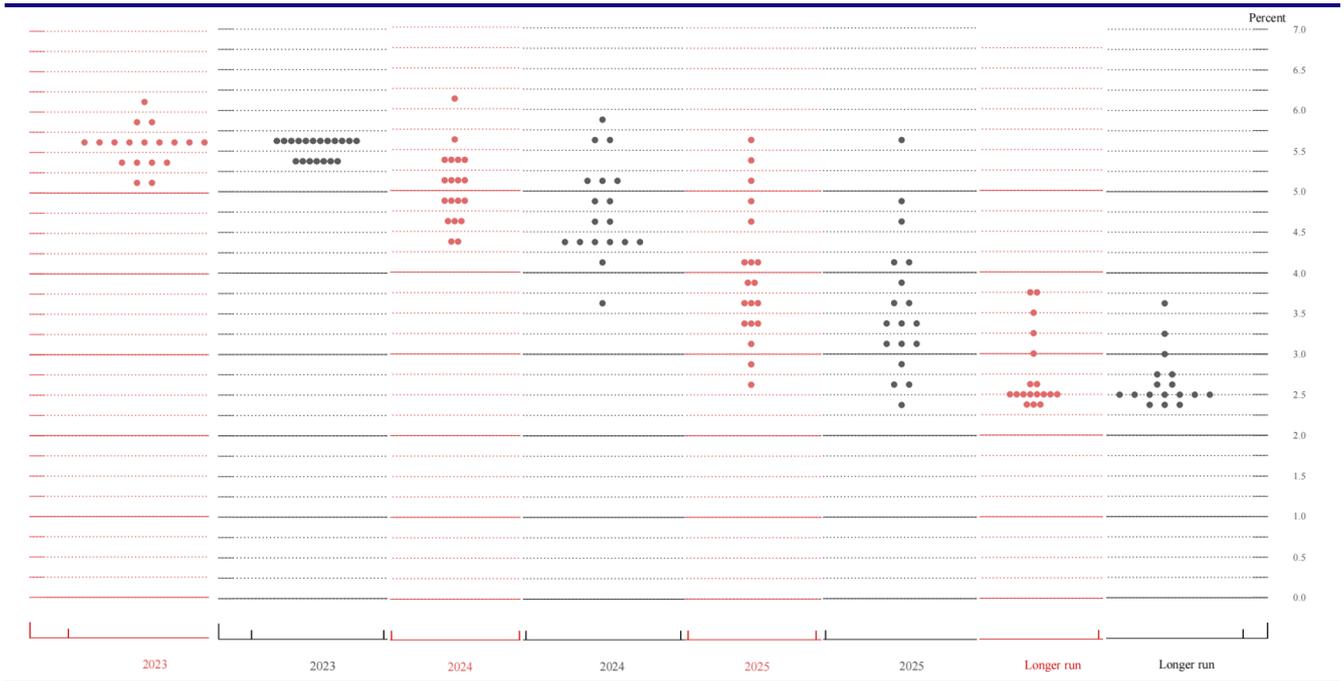
资料来源: FRB, 中国银河证券研究院整理

经济数据方面，值得关注的内容包括：（1）美联储对经济增长的描述从“温和”（moderate）更改为更强的“稳健”（solid），并表示近期GDP增长高于预期，近期消费支出特别有活力（particularly robust）。（2）美联储认为“软着陆”是可能的（plausible），但无法确定是否能达成，因此仍要小心行事（proceed carefully）。（3）由于经济近期展现的韧性，SEP上修2023年GDP至2.1%（前值1.0%），2024年GDP至1.5%（前值1.1%）。（4）劳动市场仍在降温，2023至2025年失业率降调至3.8%（前值4.1%）、4.1%（前值4.5%）和4.1%（前值4.5%）。（5）通胀请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

计保持缓慢下降状态，上调 2023 年 PCE 通胀 0.1%至 3.3%，核心 PCE 通胀降调 0.2%至 3.7%，对通胀的担忧没有明显升温。

总体上，除了紧缩周期延长和利率更高更久的鹰派态度，我们认为鲍威尔在答记者问中对“不确定性”的反复强调意味着仍要紧密关注经济数据的边际变化，而非依照美联储的 SEP 亦步亦趋。鲍威尔表示 SEP 仅代表各位委员当前的态度，且充满不确定性（so much uncertainty），并非美联储的计划表。因此，目前的数据不足以使美联储或市场对“软着陆”和中性利率的抬升做出准确判断，而美联储通过更高的利率和产出增长预期反映对经济的信心可能更多是起“积极预期引导”的作用，而非确定经济向好。

图 3：美联储点阵图变化（红色为 2023 年 9 月 SEP，深灰色为 2023 年 6 月 SEP）



资料来源：FRB，中国银河证券研究院整理

二、不确定性下美联储对通胀和经济的“双重预期管理”

虽然 9 月经济预测（SEP）显示美联储对经济增长和“软着陆”的信心较年中有明显提升，但不论是从数据还是美联储的其他信号来看，通胀和经济的走势依旧充满不确定性，这也是美联储决定在利率上小心行事（proceed carefully）的原因。如鲍威尔所强调的，美联储的 SEP 并不是其未来行动的严格计划表，且充满不确定性，这从 2021 年末对 2022 年的利率预期与实际情况的差距中就可见一斑。因此，SEP 对经济的信心和紧缩周期的拉长也有双重预期管理的作用。

通胀方面，尽管核心商品和居住成本回落的趋势更加确定，通胀预期也较为稳定，但仍有使其在中期背离 2%目标的因素：超额储蓄存留量的不确定性、劳动市场和薪资降温较慢支撑核心服务通胀、增长预期带动能源需求和价格反弹、财富效应对消费支持、财政开支的力度等都可能使通胀降温不及预期。另一方面，尽管美联储在朝着软着陆努力，但经济是否可以避免衰退依然存疑，“更高更久”的利率和紧缩的滞后效应也可能过度打击经济。所以，美联储本次 FOMC 会上一方面保留了四季度的加息悬念，另一方面也强调了在不确定性面前小心谨慎的态度，依然坚持对通胀进行严格的预期管理。

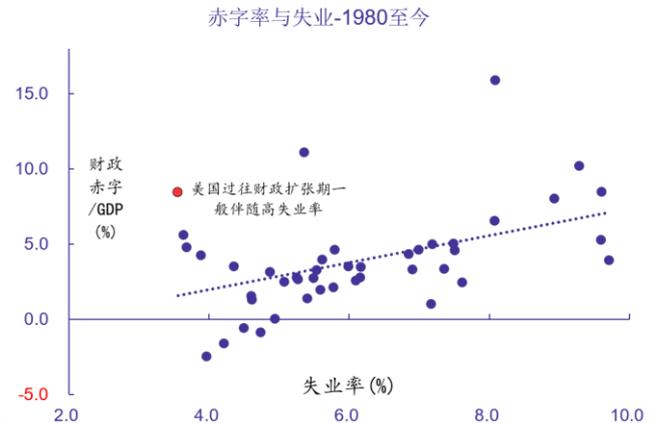
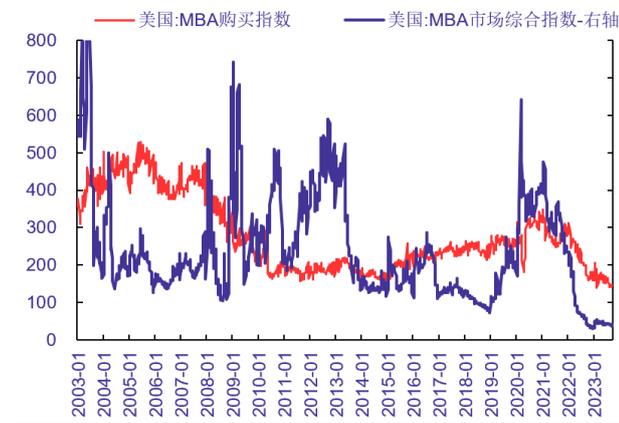
经济增长方面，近期高于潜在增速的 GDP 和多类指标的强韧均不仅提升了美联储和市场对“软着陆”的信心，还产生了对“不着陆”和通胀反弹的讨论；与此同时，仍有相当的观点认为美国难以在未来逃逸一场（弱）衰退。从

鲍威尔在发布会上的态度考虑，美联储对在保证价格稳定的前提下达成“软着陆”的信心明显增强，但考虑到紧缩的不确定性和滞后效应，尚不能将“软着陆”作为基准假设。虽然近期经济数据整体不弱，但信贷的逐步收紧、部分有领先性的违约率上升、地产需求持续走弱、银行存款持续外流等因素表明“软着陆”或“不着陆”绝不是板上钉钉的事件。因此，要提升“软着陆”概率的美联储在经济增长上也需要做出一定引导和预期管理，进而影响市场主体的判断，而9月SEP勾勒的正是“通胀稳步下降，经济温和增长”的软着陆愿景。需要注意的是，这一愿景实现的可能充满高度不确定，也会灵活取决于数据变化，一个最直观的例子就是半年前SEP对2023年经济增长预期仅为0.4%，随后连续大幅上调。

综合来看，在高度不确定性的面前，美联储的9月会议和SEP传达的信号除了“紧缩周期延长、利率更高更久”之外，也有对通胀和经济增长的双重预期管理。这并不意味着美联储已经对“软着陆”充满信心，而是反映美联储在达成“软着陆”的窗口扩大后，也在努力将市场预期向该方向，而非衰退或者“不着陆”去引导。

图 4: 美国地产需求继续下行，经济韧性有待观察 (%)

图 5: 美国财政力度支持经济，但不能保证软着陆 (%)



资料来源: FRB, 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

三、中性利率的抬升的讨论加强，但仍充满不确定性

自鲍威尔在 Jackson Hole 否定了短期调整通胀预期并展开对中性利率的讨论后，对中性利率和实际利率中枢因经济增长和结构性因素而抬升的争议成为市场交易的一个重要预期差。从美联储对长期利率预期的预测范围来看，6月时的范围是较为狭窄的 2.5%–2.8%，而 9 月时则升至 2.5%–3.3%，这表明已经有部分官员开始认同利率中枢上行的逻辑；不过名义联邦基金利率中位数仍是 2.5%，叠加 2% 的通胀预期和点阵图的结构，表明大部分官员还没有认可利率中枢上行的逻辑。也就是说，关于利率中枢上行的讨论加强，但对其是否真的能稳定抬升、抬升的幅度以及通胀目标可能的小幅调整目前是相当不确定的。我们在 8 月 Jackson Hole 会议后认为虽然短期通胀目标不易调整，但如果通胀在 3% 下方稳定且菲利普斯曲线斜率抬升进一步确认，则美联储有概率在 2024 年二季度后开始与市场重新沟通通胀目标，当然这都取决于数据的变化。

目前看，支持利率中枢抬升的因素包括美国经济的短期韧性对投资的提升、劳动市场相对紧凑对通胀的贡献、逆全球化和人口老龄化这类中长期因素的变动等等。但是，在不能排除美国未来面临经济下行风险的情况下，经济下行导致投资和劳动需求大幅降低、财政支出力度放缓以及通胀中枢重回疫情前水平等因素可能消除上述的短期影响。基于对菲利普斯曲线和中长期因素的观察，我们倾向于中性利率和实际利率会出现抬升，但幅度十分有限，这可能对应美债利率中枢未来的小幅而非大幅上行。虽然在高度不确定之下，对中性利率的判断仍然为时过早，但这仍是市场定价的重要预期差。

四、市场对利率走势的焦点从短期进一步转向中长期，美债和美元短期再获得支撑

由于美联储“紧缩周期延长、利率更高更久”的信号，2年期及以上美债收益率全线上行，2年期和10年期收益率创下近年新高；美元指数上行并收于105.36；美国三大股指均下跌，纳指下行幅度最大。利率预期方面，CME联邦基金利率预期显示市场对11月和12月加息预期依然略低于40%，而2024年首次降息预期推迟至7月且预计年内出现三次降息。这体现出更多投资者倾向于年内利率保持稳定，但市场明显开始接受更长的紧缩周期这一判断，及利率暂不一定更高，但会更久。我们仍然倾向于美联储年内再度加息1次，11月可能是较合适的时点，同时维持2024年首次降息在下半年开启的判断。如果11月美联储加息，建议后续提升对于QT作为灵活调节利率工具的关注，详见前期报告《加息周期接近尾声，美联储将转向数量调控》。虽然我们判断美国经济仍有更大概率走弱，美联储在2024年的降息次数和幅度仍可能大于当前预期，但在高度不确定性下暂不适合做出精确预测。

目前，美联储的鹰派态度叠加更多对中性利率抬升的讨论引发的遐想对美债收益率和美元指数都形成短期支撑。美债方面，不论是财政部短期巨大的发债量、财政支出的力度、中长期赤字的进一步提升还是利率中枢向上的可能都会使美债收益率短期保持高位。美债的利率中枢可能会出现小幅抬升并高于疫情前，但不能忽视2024年美国在高利率下走弱后收益率回落的空间。美元方面，在欧元区和其他一篮子货币经济体更早受到高利率的影响并可能更快降息的情况下，美元在经济差和利差的角度继续获得支撑，需要对美国自身经济数据保持密切观察。美股方面，通胀下行对名义利润可能的影响、市场流动性的收紧和联邦政府10月停摆的可能都在形成向下的压力，需要继续保持警惕。

图 6：市场将预期降息时间推迟至 2024 年下半年

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES									
	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	
2023/11/1			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	70.6%	29.4%	
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	56.1%	37.9%	
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	54.9%	38.2%	
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.8%	52.3%	33.2%	
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	19.7%	47.5%	26.3%	
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	9.1%	30.6%	39.1%	17.6%	
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	4.8%	19.3%	34.7%	28.9%	10.5%	
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.2%	3.0%	13.5%	28.5%	31.2%	17.8%	5.0%	
2024/11/7	0.0%	0.1%	1.6%	7.9%	20.6%	29.8%	25.0%	11.8%	2.9%	
2024/12/18	0.1%	1.4%	7.4%	19.4%	29.0%	25.4%	13.0%	3.7%	0.5%	

资料来源：CME，中国银河证券研究院整理

图 7：美债供给继续大量增加（%）



资料来源：FRB，中国银河证券研究院整理

五、美联储观点对比：

	2023-08 Jackson Hole会议重点	2023-08 Jackson Hole会议重点	2023-07 FOMC会议重点
经济和就业状况	<p>1. <u>美国经济增长稳健(从moderate上升为solid)，实际GDP增长高于预期。近期消费支出读数特别有活力(particularly robust)；房地产部门活动有所回升，但仍明显弱于去年同期水平，由于更高的房贷利率而保持弱势；高利率和低产出在降低商业固定资产投资。SEP上调了2023和2024年的GDP增速预期。</u></p> <p>2. <u>劳动力市场保持紧张(修改了“十分/very紧张”的表述)，但供需情况在更好的平衡。新增就业在近期放缓但仍然较强。失业率上行至3.8但仍较低，劳动年龄人口参与率回升，名义工资出现缓和迹象，职位空缺率降低。工作岗位与劳动力的缺口有所缩小，劳动需求依然大幅高于供给。SEP下调了2023-2025的失业率预期。</u></p> <p>3. 银行业问题：银行系统健康有韧性、资本和流动性充足。紧信用条件将拖累经济活动、雇佣和通胀。这些效果的影响程度仍是不确定的。</p>	<p>1. 限制性的货币政策收紧了金融状况，以支持对低于趋势增长的预期：过去的五个季度中，工业产出的增长已然放缓，住宅投资支出也在下降。</p> <p>2. GDP增长超出预期并高于其长期趋势，最近的消费支出数据尤为强劲。此外，地产行业在过去18个月里急速放缓之后正显示出复苏的迹象。持续高于趋势增长的进一步证据可能会使通胀前景面临风险，可能需要进一步收紧货币政策。</p> <p>3. 劳动力市场的再平衡在过去一年中持续进行，但尚未完成：数据显示劳动力市场逐渐正常化。名义工资放缓，但通胀下行使更重要的实际工资增速上升。如果证据表明劳动力市场的紧张状况不再持续缓解，货币政策可能要继续作出反应。</p>	<p>1. 美国经济增长温和，消费支出比去年放缓；房地产部门活动有所回升，但仍明显弱于去年同期水平，由于更高的房贷利率而保持弱势；高利率和低产出在降低商业固定资产投资。</p> <p>2. 劳动力市场十分紧张，新增就业较强；尽管如此，一些迹象显示劳动市场的供需平衡正在改善。劳动年龄人口参与率回升，名义工资出现缓和迹象，职位空缺率降低。工作岗位与劳动力的缺口有所缩小，劳动需求依然大幅高于供给（没有保留上月“劳动市场的供需将随着时间而更加平衡，减轻对通胀的向上压力”的说法）。</p> <p>3. 银行业问题：银行系统健康有韧性、资本和流动性充足。紧信用条件将拖累经济活动、雇佣和通胀。这些效果的影响程度仍是不确定的。</p> <p>4. 美联储工作人员调整预测，认为年末经济下行但不会衰退。</p>
通胀	<p>1. <u>通胀远高于2%，从去年年中起有所缓和，但回到2%的目标还有很长的路。</u></p> <p>2. 长期通胀预期控制较好</p> <p>3. 使通胀向2%靠拢需要一段时间低于趋势的经济增长和劳动力市场情况的软化。</p>	<p>1. 重点关注核心PCE通胀：目前还不知道6、7月降低的核心通胀数据会持续到什么程度，也不知道未来几个季度潜在的通胀会在哪里稳定下来。</p> <p>2. 核心商品：核心商品，特别是耐用品通胀已大幅下降，这是由于供需错配的缓解。</p> <p>3. 居住成本：货币紧缩效果在利率高度敏感的房地产行业很快显现出来，PCE指数所衡量的住房服务通胀滞后于这些市场变化，但最近也开始下降。</p> <p>4. 核心服务：仅温和下降的部分原因是其中许多服务业受全球供应链瓶颈的影响较小，对利率敏感度相对居住成本和商品更低。服务的生产也是相对劳动密集型的，而劳动力市场目前仍然紧俏。在核心服务方面取得进一步进展对于恢复价格稳定至关重要。</p>	<p>1. <u>通胀远高于2%，从去年年中起有所缓和，但回到2%的目标还有很长的路。</u></p> <p>2. 长期通胀预期控制较好。</p> <p>3. 使通胀向2%靠拢需要一段时间低于趋势的经济增长和劳动力市场情况的软化。</p>
货币政策	<p>1. 联邦基金利率维持5.25%-5.50%不变（全体票委同意，新增governor Adriana Kugler）。</p> <p>2. <u>美联储未来加息将谨慎进行(proceed carefully)，但合适情况下仍准备好继续加息。目前利率高于主流对中性利率的估计，但美联储也注意到准确测量政策立场面临的不确定性。</u></p> <p>3. <u>SEP上调2023和2024年利率预期至5.1%和3.9%（前值4.6%和3.4%）。</u></p> <p>4. 量化紧缩按照之前公布的计划进行。</p> <p>5. 美联储的双重目标仍是物价稳定和就业最大化（2%通胀目标不变）。</p>	<p>1. <u>2%仍是中长期通胀目标，没有能力明确指出中性利率的水平。</u></p> <p>2. 决定是进一步紧缩还是维持政策利率不变等待更多数据出炉上谨慎行事。准备好在适当的情况下进一步提高利率，并打算将政策利率维持在一个限制性水平，直到确信通胀正在朝着2%目标持续下降。</p> <p>3. 风险：（1）中性利率的不确定性；（2）缩表时滞效应的估算宽广，进一步拖累可能仍在传导当中；（3）职位空缺下滑，失业却未明显增加，这在历史上却是不寻常的，反映了对劳动力的严重过剩需求。如果菲利普斯曲线呈现陡峭化，劳动力市场紧张程度的一点细微变化，就可能引致通货膨胀更为显著的变动。</p>	<p>1. 联邦基金利率增加25BP至5.25%-5.50%（全体票委同意）。</p> <p>2. <u>美联储未来加息将继续取决于数据。</u></p> <p>3. 量化紧缩按照之前公布的计划进行。</p> <p>4. 美联储的双重目标仍是物价稳定和就业最大化（2%通胀目标不变）。</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。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

评级标准

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

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，并不构成对客户的投资咨询建议，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

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn

公司网址: www.chinastock.com.cn