

美国经济韧性延续，财政谈判一波三折

--海外市场观察（2024年1月8日-1月14日）

核心观点：

美国预算谈判一波三折，财政扩张力度预计有限：1月8日美国两院发布联合声明，初步同意共计1.69万亿美元的财政支出；不过，这一偏向民主党预期的方案因遭到共和党保守派的强烈阻挠而暂时搁浅。同时，当前如果两党不能在1月20日之前达成协议，美国政府将部分停摆。针对这一问题，1月14日美国国会领导人正在制定一项新的延期决议协议（CR），以使联邦政府的资金持续到3月1日和3月8日，从而避免1月20日开始的政府关门，这也表明民主党财政扩张的计划面临较大阻力。目前众议院自由党团（共和党保守派）的主要诉求是改善边境安全和削减财政支出，但双方妥协余地不大。需要注意到强硬的共和党保守派在众议院虽然只有12人，但这12票在目前国会的结构下可以轻易阻碍预算议题。总体上，民主党想要扩张财政依然面临明显的阻挠，2024年财政扩张的力度预计较为有限，但也不对经济构成显著的下行压力。

主要资产价格变动：截至1月14日当周，全球主要股指分化，日经225以6.6%的周涨幅居首，美国三大股指、欧元区STOXX50、俄罗斯MOEX与印度SENSEX30均有上涨。汇率方面，美元指数震荡收102.4403，欧元、英镑和印度卢比兑美元略升值，其他国家货币以贬值为重。商品方面，除NYMEX天然气、棕榈油和LME镍以外的主要商品环比出现下跌。

美国重要经济数据回顾：美国当周公布物价数据，12月CPI同比增速从11月的3.1%回升至3.4%；核心CPI同比增3.9%，比11月降低0.1%，略高于市场预期。12月PPI同比增速1.0%，核心同比增速1.8%，略低于市场预期。在PPI数据公布后，CME联邦基金利率市场进一步定价了3月份的首次降息预期，并将全年降息预期增加为7次共175BP，需要注意的是在不出现衰退的情况下这种幅度的降息在历史上概率很低。尽管通胀在2024年前三季度的大方向是向下的，但在需求和地缘政治问题等诸多不确定性下的降低是曲折的，同时2024年四季度有小幅回升的风险。因此，一些市场对美联储货币政策转向的时点和幅度的调整意味着震荡。

美国高频经济数据观察：经济增长方面，美国表现仍略强于预期。1月6日美国经济周度指数（WEI）上升至2.94%（前值1.91%），GDPNow对美国2023Q4的实际GDP环比折年率为2.21%，比前值2.23%略有降低，但两个数据表明美国经济增长在缓和的大趋势下出现边际回升，仍不宜过早预期多次降息，尽管市场的定价已经“抢跑”。花旗经济意外指数显示美国经济依然边际好于预期，而地缘政治风险指数保持高位，提示波动加剧的可能。消费方面，美国消费者信心指数12月31日边际回升，1月6日美国红皮书零售名义同比5.9%，仍有较强韧性。地产方面，30年固定抵押贷款利率1月11日边际回升至6.62%，MBA购买指数边际改善但再融资指数仍处于历史低位。劳动市场方面，失业金初请人数月度移动平均仍在21万人左右，预示失业率短期难以抬升，持续申领失业金人数同样稳定。金融压力方面，圣路易斯联储金融压力指数保持-0.99，芝加哥联储金融条件指数为-0.51，两者继续边际放松。截至1月3日，美国商业银行各类贷款同比增速继续放缓，但工商业贷款的负增长没有进一步恶化，消费和房地产贷款增速延续缓慢回落。

主要央行官员发言跟踪：1月7日至11日有7名美联储重要官员发言，包括5名2024年票委。态度边际温和化的包括理事鲍曼和芝加哥联储古尔斯基，克利夫兰联储的梅斯特明确显示“3月下调政策利率可能为时过早”，亚特兰大联储博斯蒂克认为年内需要降息两次且首次降息在三季度。作为三号人物的纽约联储威廉姆斯认为目前呼吁降息显得过早，对降息时点并没有答案，并强调近期银行业流动性并未发出需要停止缩表的信号。同期，欧央行6位重要官员发言：行长拉加德表示利率可能达峰但无法给出降息的确切时间，德多金斯、施纳贝尔和维勒鲁瓦德加洛也表态含糊。态度转鸽派的有武伊契奇和森特诺，前者表示“如果未来几个月物价增长意外大幅减速，决策者可能会迅速采取行动”，后者认为“欧洲央行降息的时间将比其最近预期的更早，不应等到5月再做决定。”

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

风险提示

1. 美国经济和通胀加速的风险
2. 美国银行系统意外出现流动性问题的风险
3. 对央行官员发言理解不到位的风险

一、美国预算谈判一波三折，财政扩张力度预计有限

关于美国政府的正常运行，国会目前面临三个时间节点，分别是 1 月 19 日，2 月 2 日和 5 月 1 日，2023 年 11 月颁布的延期决议协议分别将美国政府各部门可以运行的时间延长至 1 月 19 日和 2 月 2 日，如果在此之前 2024 财年的预算法案不能出台，则美国政府将逐步停摆。同时，根据 2023 年颁布的《财政责任法》，如果两党没有在 1 月份通过预算协议，美国 2024 年预算受到削减 1% 的惩罚，惩罚从 5 月 1 日开始执行，预算上限将被削减约 160 亿美元。所以，如果两党不能在 1 月 20 日之前达成协议，美国政府将部分停摆，继续拖延还可能面临财政罚金。针对这一问题，1 月 14 日美国国会领导人正在制定一项新的延期决议协议（CR），以使联邦政府的资金持续到 3 月 1 日和 3 月 8 日，从而避免 1 月 20 日开始的政府关门。

图 1：美国临时拨款法案即将到期

项目	截止日期	内容
临时拨款（第一组法案）	2024 年 1 月 19 日	国会于 11 月 16 日颁布了第二项 2024 财年持续决议，为农业、能源、水、军事建设和交通项目提供资金至 1 月 19 日。
临时拨款（第二组法案）	2024 年 2 月 2 日	国会于 11 月 16 日颁布了第二项 2024 财年持续决议，为商业、司法、科学、国防、金融服务、联邦政府、国土安全、内部环境、劳工、卫生与公众服务、教育等提供资金直到 2 月 2 日。
临时拨款罚金	2024 年 5 月 1 日	《财政责任法》包括对 2024 财年使用持续决议（CR）的处罚，如果拨款法案未能在 1 月份之前颁布，则国防和非国防资金水平将减少 1%。

资料来源：Committee for a Responsible Federal Budget，中国银河证券研究院

本周两党的财政谈判一波三折，1 月 8 日美国参议院多数党领袖、民主党的查克·舒默和众议院议长迈克·约翰逊发布联合声明，宣布就 2024 财年的最高支出水平达成协议。该协议规定了总计 7730 亿美元的非国防可自由支配支出（其中包括 7040 亿美元的基本非国防支出和 690 亿美元的附带交易），以及 8860 亿美元的国防支出，共计 1.69 万亿美元，整体偏向民主党人提出的方案。不过，在共和党保守派以不配合其他法案投票和考虑罢免约翰逊议长位置等方式的威胁下，约翰逊于 1 月 11 日考虑违背预算协议，以安抚保守派人士。1 月 14 日的延期决议谈判可能再度推后美国政府停摆的时点，但财政支出方面的谈判则仍然十分胶着。

图 2：美国两党预算差异（十亿美元）

项目	23 财年预算法案	众议院-24 财年提案	参议院-24 财年提案	两院差异 (众-参)	众议院方案与 23 财年差异	参议院方案与 23 财年差异
农业	\$25.50	\$17.80	\$26.00	-\$8.20	-\$7.70	\$0.50
商业、司法、科学	\$82.40	\$58.70	\$69.60	-\$10.90	-\$23.70	-\$12.80
国防	\$797.70	\$826.40	\$823.30	\$3.10	\$28.70	\$25.60
能源与水资源开发	\$54.00	\$52.40	\$56.70	-\$4.30	-\$1.60	\$2.70
金融服务和一般政府事务	\$27.60	\$11.30	\$17.00	-\$5.70	-\$16.30	-\$10.60
国安	\$60.70	\$62.80	\$56.90	\$5.90	\$2.10	-\$3.80
内务、环境	\$38.90	\$25.40	\$37.90	-\$12.50	-\$13.50	-\$1.00
劳工、健康和人力服务、教育	\$207.40	\$147.10	\$195.20	-\$48.10	-\$60.30	-\$12.20
立法机构	\$6.90	\$6.70	\$6.80	-\$0.10	-\$0.20	-\$0.10
军队建设和退伍军人事务	\$154.20	\$155.70	\$154.40	\$1.30	\$1.50	\$0.20
州、对外行动	\$59.70	\$41.40	\$58.40	-\$17.00	-\$18.30	-\$1.30
交通和城市发展	\$87.30	\$65.20	\$88.10	-\$22.90	-\$22.10	\$0.80
总计	\$1,602.30	\$1,470.90	\$1,590.30	-\$119.40	-\$131.40	-\$12.00

资料来源：Committee for a Responsible Federal Budget，中国银河证券研究院

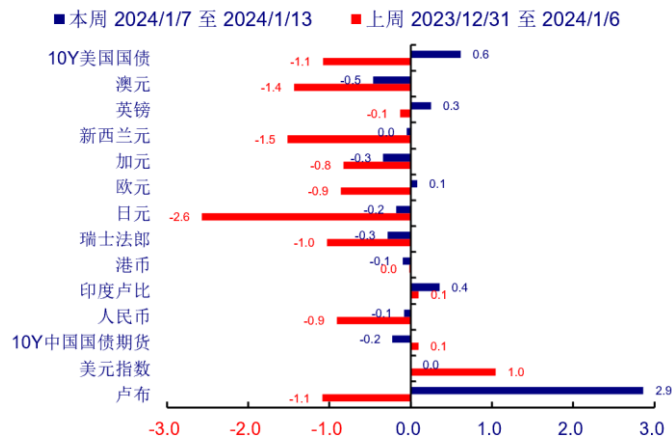
在谈判中制造困难的共和党保守派到底想要什么？目前，众议院自由党团（共和党保守派）的主要诉求是削减政府支出和改善边境安全。开支上，保守派希望 1.47 万亿作为 2024 年的政府支出；边境问题上，众议院曾在 2023 年 5 月通过一项中止在边境获得庇护的法案，然而参议院一直没有通过。

双方有妥协的余地吗？目前民主党扩张财政的阻力很大，但预算也难以大幅减少。“拜登经济学”的基础就是庞大的财政支出，在大选年对 2024 年支出做出明显让步很困难。而在边境问题上，民主党的战略是通过更包容的移民政策赢得选票，但共和党控制的州又多与墨西哥接壤，更易受边境治安等问题的冲击，因此也很难做出让步。强硬的共和党保守派在众议院虽然只有 12 人，但这 12 票在当前国会的结构下可以轻易阻挠预

算议题。总体上，民主党想要扩张财政依然面临明显的阻挠，2024年财政扩张的力度预计较为有限，但也不对经济构成显著的下行压力。

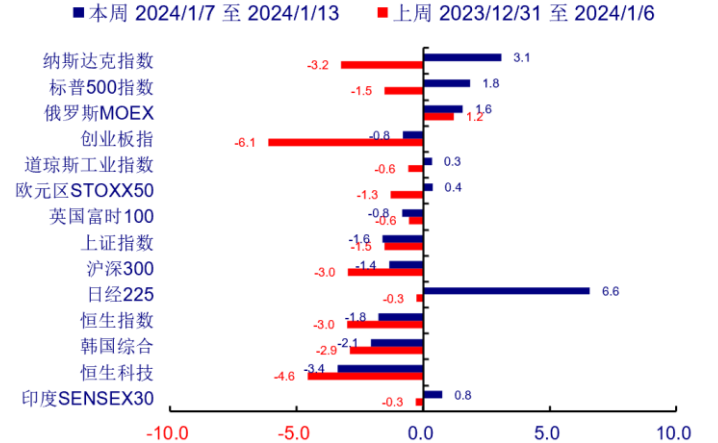
二、主要资产价格变动

图 3：全球主要货币汇率变动（%）



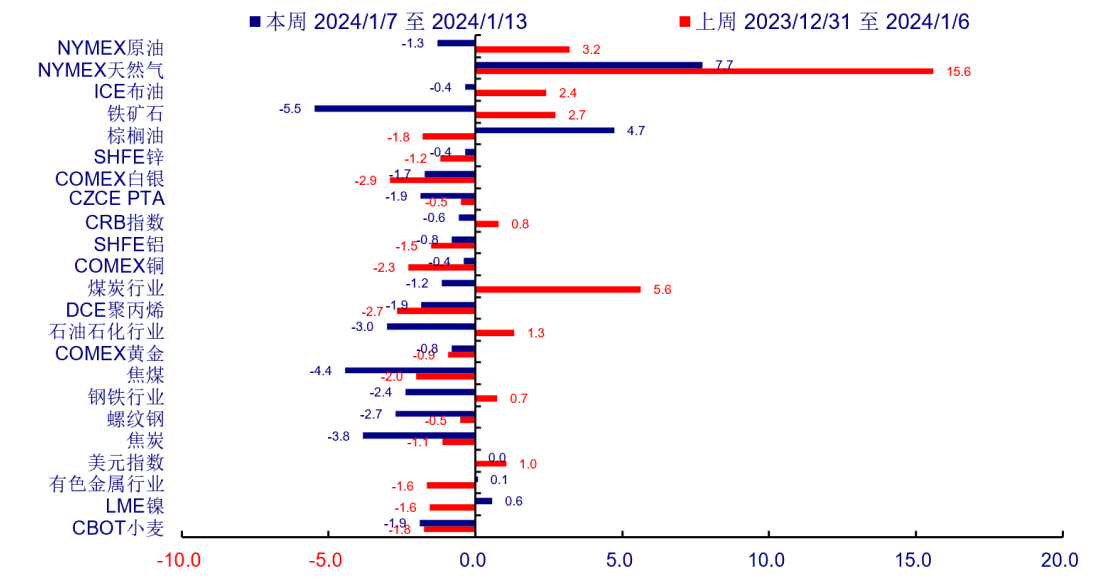
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：全球主要股指变动（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 5：全球主要商品变动（%）

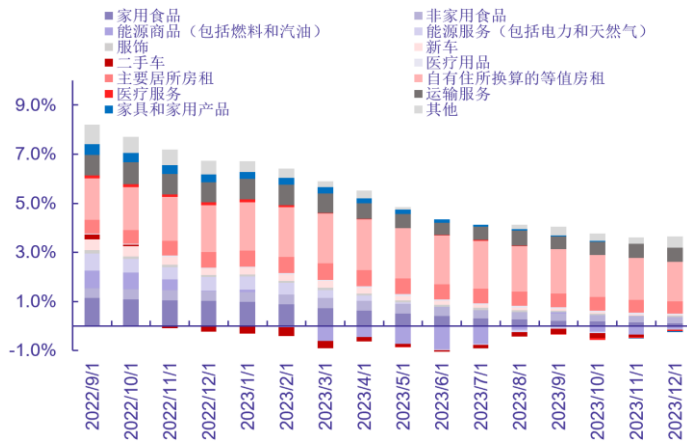


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、美国当周重要数据回顾

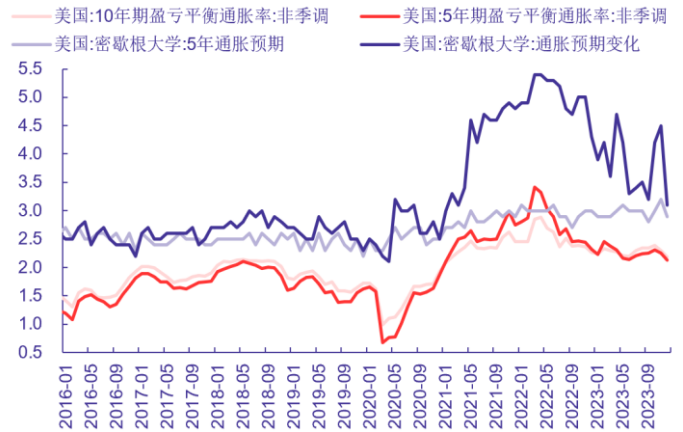
美国劳工数据局（BLS）公布 12 月 CPI，其同比增速从 11 月的 3.1% 回升至 3.4%，高于 3.2% 的市场预期；剔除能源和食品的核心 CPI 同比增 3.9%，比 11 月降低 0.1%，同样略高于 3.8% 的预期。季调环比方面，CPI 增速升为 0.3%，核心 CPI 增速保持 0.3%。尽管通胀在 2024 年前三季度的大方向是向下的，但在需求和地缘政治问题等诸多不确定性下的降低是曲折的，同时 2024 年四季度有小幅回升的风险。因此，一些市场对美联储货币政策转向的时点和幅度的调整意味着震荡。

图 6：12 月 CPI 季调同比主要拉动项拆分



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

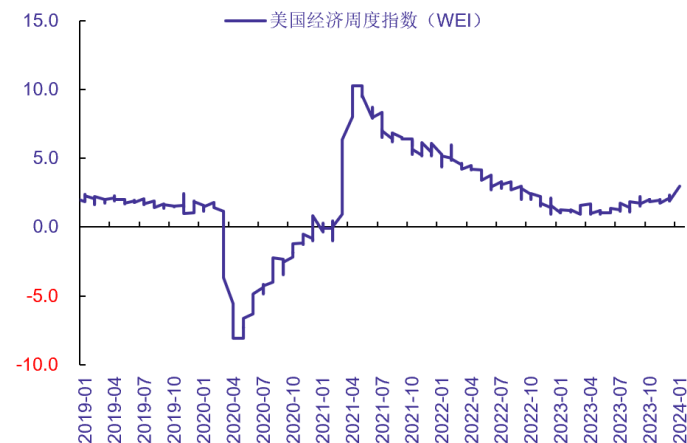
图 7：美国消费者通胀预期延续回落（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

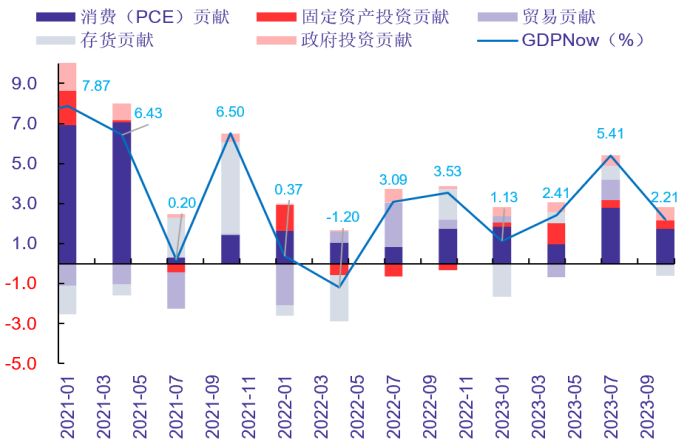
四、美国高频经济数据观测

图 8：美国经济周度指数 1 月 6 日为 2.94（%）



资料来源：Fred，中国银河证券研究院

图 9：GDPNow 对 2023Q4 经济最新预测值 2.21（%）



资料来源：Fred，中国银河证券研究院

图 10：美国和新兴市场经济整体略好于预期

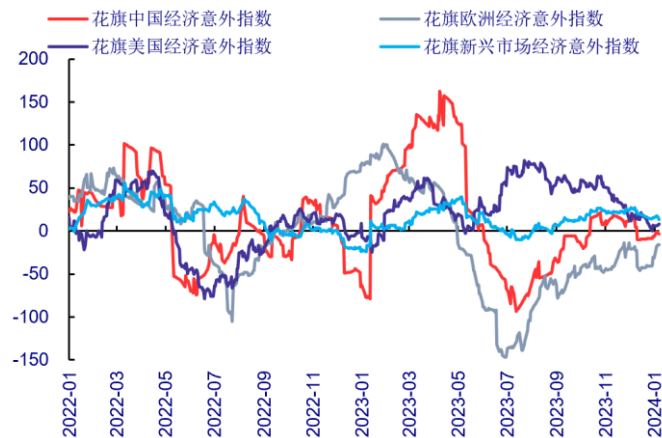
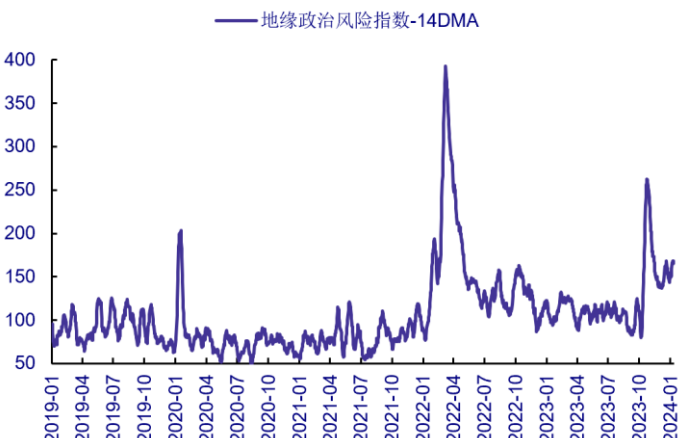


图 11：地缘政治风险指数偏高



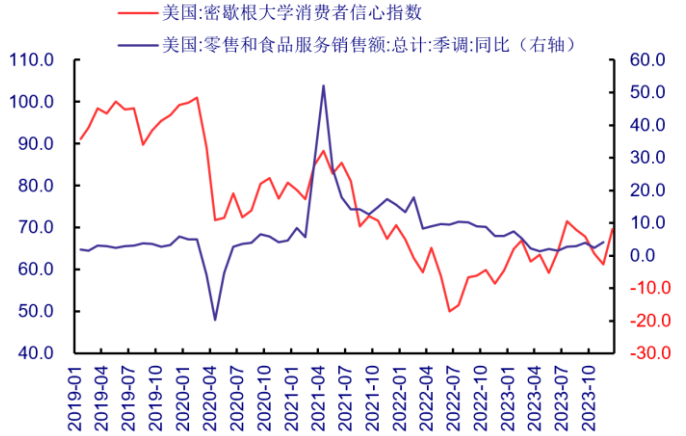
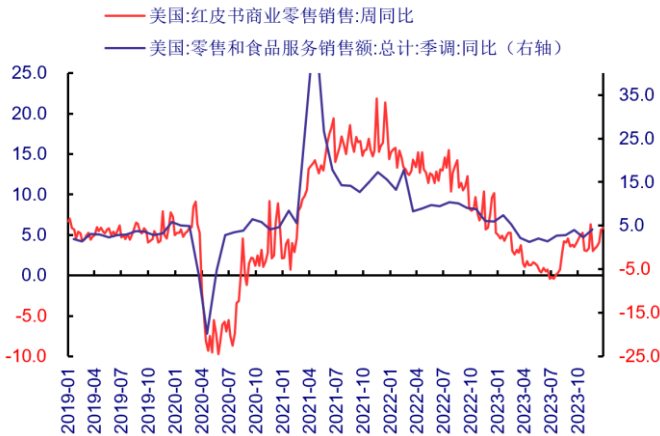
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、美国消费与地产数据

图 12: 1 月 6 日红皮书零售销售同比 5.9, 预示消费稳定 (%)

图 13: 美国消费者信心指数 12 月 31 日小幅回升

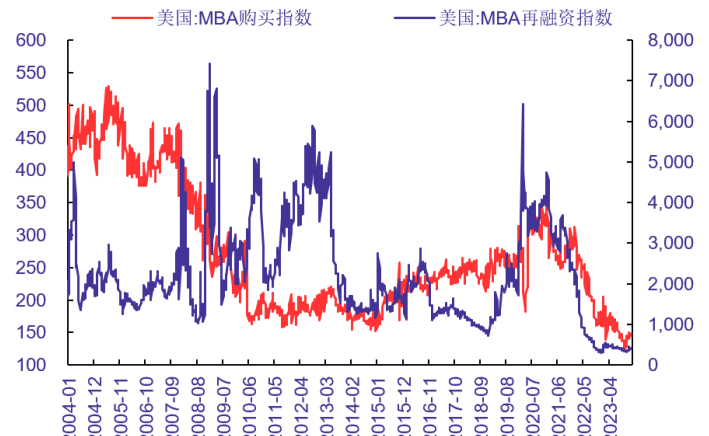
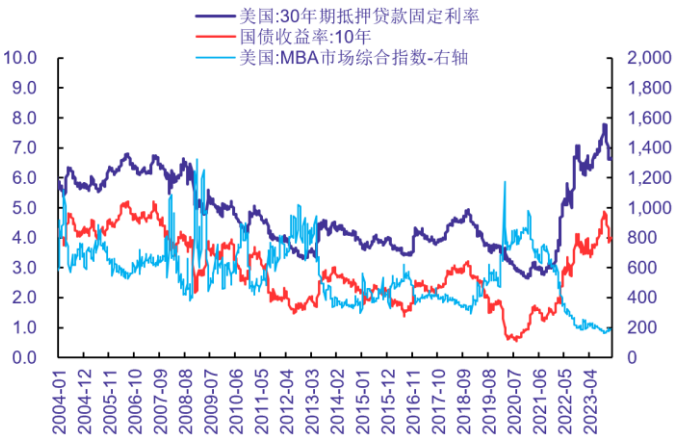


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 14: 美国 30 年贷款利率 1 月 11 日稍回升至 6.62 (%)

图 15: 美国房产购买指数边际改善, 再融资指数仍处于底部

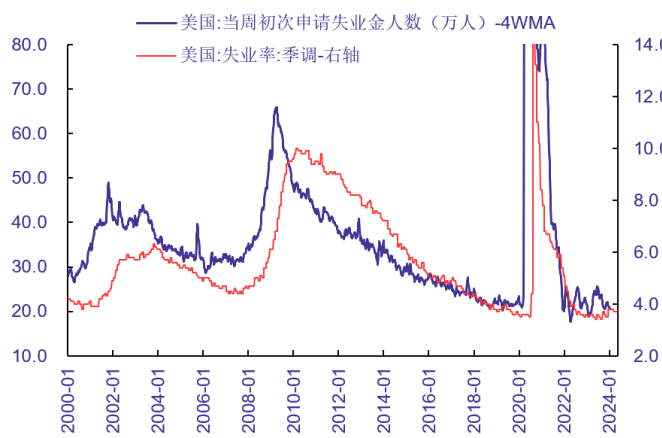


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

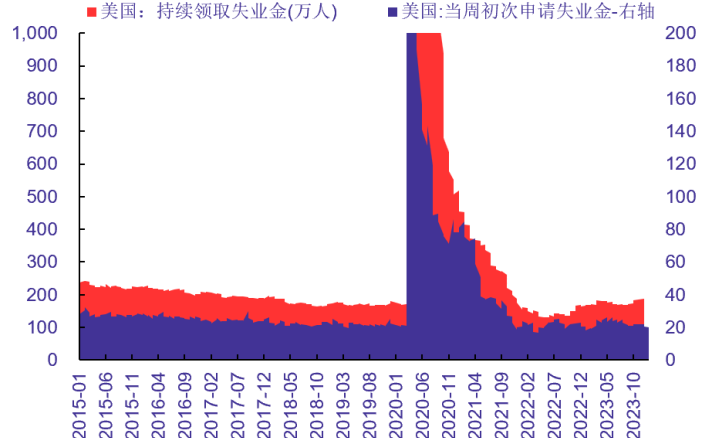
六、美国劳动市场数据

图 16: 美国失业金初请人数维持 21 万人左右



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

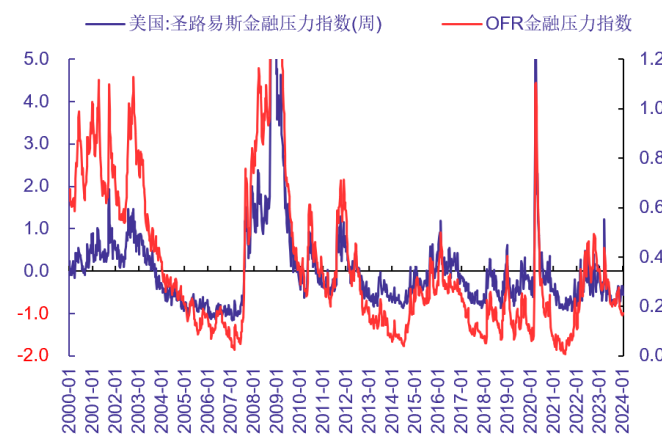
图 17: 美国失业金持续申领人数 12 月 30 日为 183.4 万人



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

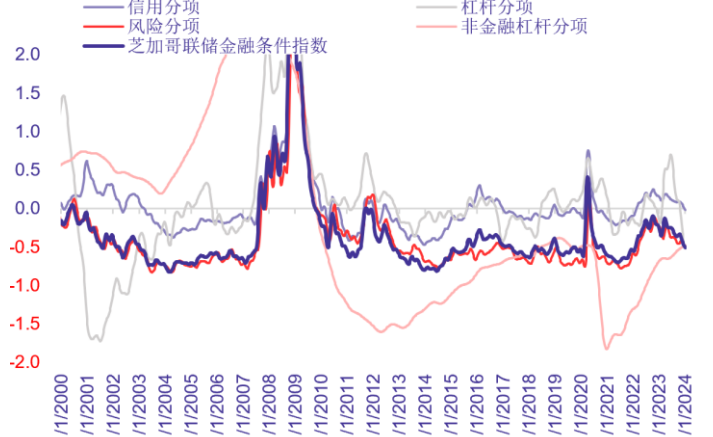
七、美国金融与债务数据

图 18: 至 1 月 13 日, OFR 金融压力指数维持-1 左右



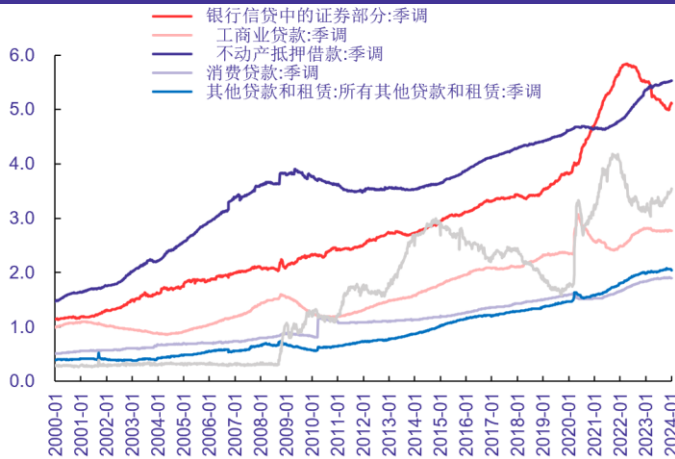
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 19: 至 1 月 5 日, 芝加哥联储金融条件指数继续边际放松



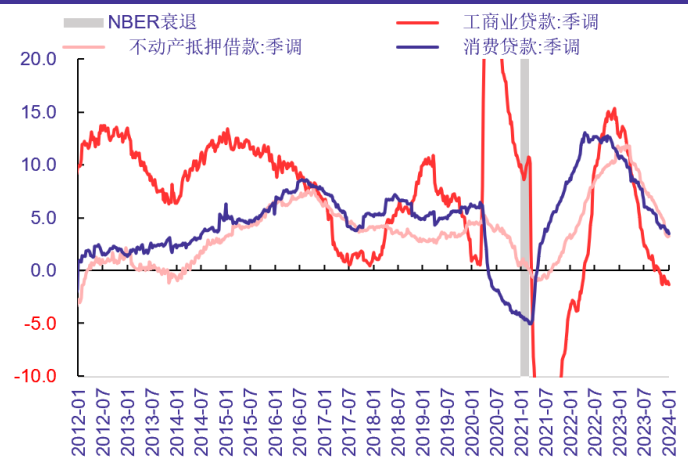
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图 20: 至 1 月 3 日美国商业银行部分资产变动 (十亿美元)



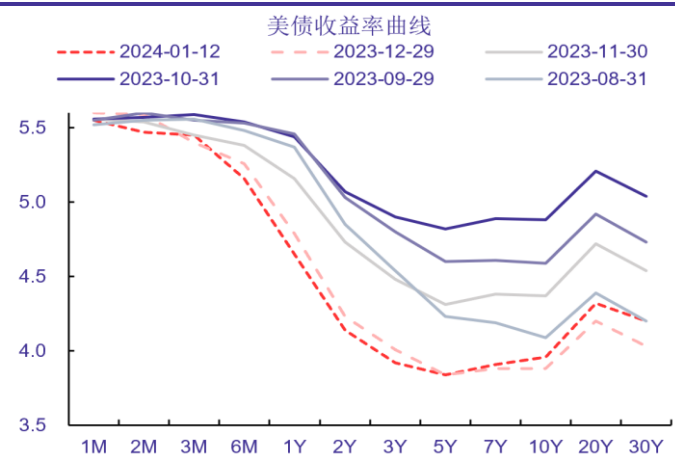
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 21: 至 1 月 3 日美国商业银行贷款同比增速继续回落 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 22: 收益率曲线短端略降, 长端回升 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 23: 至 1 月 14 日, CME 显示交易者预期 3 月首次降息

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.2%	94.8%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	76.9%	19.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	11.5%	71.0%	17.0%	0.0%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.0%	30.8%	53.5%	11.5%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	6.0%	32.5%	50.4%	10.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.4%	5.9%	32.0%	50.0%	11.5%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.3%	3.9%	22.5%	43.5%	25.4%	4.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.2%	3.2%	18.8%	39.3%	29.0%	8.5%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 中国银河证券研究院

图 24: 美国国债发行统计 (%)

序号	债券代码	债券名称	债券类型	期限	发行金额(亿美元)	投标日期	发行日期	发行收益率(%)
1	912796Z28R3.GBM	美国短期国债 2024-02-22	Bill	42-Day	700.01	2024-01-09	2024-01-11	5.4010
2	912797GB7R1.G...	美国短期国债 2024-07-11	Bill	26-Week	717.23	2024-01-08	2024-01-11	5.2470
3	912797HF7R1.GBM	美国短期国债 2024-04-11	Bill	13-Week	791.07	2024-01-08	2024-01-11	5.3940
4	912797JC2R2.GBM	美国短期国债 2024-02-06	Bill	4-Week	804.20	2024-01-04	2024-01-09	5.4000
5	912797JG3R1.GBM	美国短期国债 2024-03-05	Bill	8-Week	804.20	2024-01-04	2024-01-09	5.4180
6	912797JV0.GBM	美国短期国债 2024-05-07	Bill	17-Week	562.93	2024-01-03	2024-01-09	5.3790
7	912796Y52.GBM	美国短期国债 2024-07-05	Bill	26-Week	721.66	2024-01-02	2024-01-04	5.2640
8	912797GN1R2.G...	美国短期国债 2024-02-15	Bill	42-Day	700.01	2024-01-02	2024-01-04	5.4120
9	912797G24R1.GBM	美国短期国债 2024-04-04	Bill	13-Week	795.94	2024-01-02	2024-01-04	5.4040

资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图 25: 美国国债计划发行统计 (%)

序号	债券代码	债券名称	债券类型	期限	发行金额(亿美元)	投标日期	发行日期	发行收益率(%)
1	91282CJY8.GBM	美国中期国债 2034-01-15	Note	10-Year	180.00	2024-01-18	2024-01-31	--
2	912810TW8R2.G...	美国长期国债 4.75% 2043-11-15	Bond	19-Year 10-M...	130.00	2024-01-17	2024-01-31	--
3	912796CX5R2.GBM	美国短期国债 2024-04-18	Bill	13-Week	750.00	2024-01-16	2024-01-18	--
4	912797GP6R2.G...	美国短期国债 2024-02-29	Bill	42-Day	700.00	2024-01-16	2024-01-18	--
5	912797JS7.GBM	美国短期国债 2024-07-18	Bill	26-Week	680.00	2024-01-16	2024-01-18	--
6	912797JD0R2.GBM	美国短期国债 2024-02-13	Bill	4-Week	804.08	2024-01-11	2024-01-16	5.3900
7	912797JH1R1.GBM	美国短期国债 2024-03-12	Bill	8-Week	804.08	2024-01-11	2024-01-16	5.4070
8	912797JW8.GBM	美国短期国债 2024-05-14	Bill	17-Week	562.86	2024-01-10	2024-01-16	5.3580
9	91282CJJ1R2.GBM	美国中期国债 4.5% 2033-11-15	Note	9-Year 10-Mo...	370.00	2024-01-10	2024-01-16	--
10	91282CJT9.GBM	美国中期国债 4% 2027-01-15	Note	3-Year	520.00	2024-01-09	2024-01-16	--
11	912810TV0R2.GBM	美国长期国债 4.75% 2053-11-15	Bond	29-Year 10-M...	210.00	2024-01-11	2024-01-16	--

资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

八、主要央行观察

图 26: 美联储官员发言整理

时间	发言官员	2024票委(粉色)	主要内容
2024/1/11	芝加哥联邦储备银行古尔斯基		2023年是通胀下降的“殿堂级”年份，为美国在2024年降息数次铺平了道路。需要看到更多数据证实近期物价压力有所缓解，才能判断应该从何时开始降息，以及以何种速度降息。
2024/1/11	克利夫兰联邦储备银行梅斯特		最新的CPI数据显示，通胀率回到美联储2%目标的道路坎坷不平， 这意味着联储在3月下调政策利率可能为时过早。
2024/1/11	里奇蒙联邦储备银行巴尔金		对于正在考虑今年可能开始降息的美联储决策者来说，12月的CPI数据几乎没有让通胀路径更加清晰。
2024/1/10	纽约联邦储备银行威廉姆斯		现在呼吁降息还为时过早，因为美联储在让通胀率回到2%目标上还有一段距离， 银行业的流动性水平并未发出美联储近期需要停止缩减其资产负债表的信号。 随着通胀压力减弱，降低利率是合理的，但何时降息“我没有答案”。
2024/1/8	亚特兰大联邦储备银行博斯蒂克		由于通胀率仍高于美联储2%的目标，倾向于让货币政策继续保持紧缩状态，即使经济中的整体风险已在价格上涨带来的风险和就业增长放缓带来的风险之间取得平衡。预计今年晚些时候会降息，到2024年底可能需要降息两次，每次25个基点，而首次降息将在第三季度的某个时候。
2024/1/8	美联储理事鲍曼		现在认为美国的货币政策“具有足够的限制性”，暗示随着通胀回落，她愿意支持最终降息
2024/1/7	达拉斯联邦储备银行洛根		美联储可能需要恢复上调短期政策利率，以防止近期长期债券收益率下降重新引发通胀。

资料来源: Reuters, 中国银河证券研究院

图 27: 欧央行官员发言整理

时间	发言官员	主要内容
2024/1/11	欧洲央行总裁拉加德	利率很可能已经达到峰值，但无法给出利率何时开始下降的确切日期。 有关通胀“最艰难和最糟糕的时期”已经过去。
2024/1/11	欧洲央行管委武伊契奇	欧元区的通胀发展符合预期，因此需要对降息保持耐心，但如果未来几个月物价增长意外大幅减速，决策者可能会迅速采取行动。
2024/1/10	欧洲央行副总裁德金多斯	欧元区上一季度可能已经陷入衰退，而且前景依然疲弱，并补充说近期通胀快速放缓的趋势现在可能会暂停。关于货币政策，重复了欧洲央行的指引，即在“足够长的时间内”维持4%的存款利率，将有助于把物价上涨速度降至2%的目标。
2024/1/10	欧洲央行执委施纳贝尔	欧元区劳动力市场仍具韧性，但工资增长仍可能有所放缓，经济仍有可能实现软着陆。
2024/1/9	欧洲央行管委维勒鲁瓦德加洛	一旦有证据表明通胀前景已经稳定在与2%的目标相一致的水平，欧洲央行将在今年降息。并未给出时间表，表示欧洲央行的决策将以数据为指引，不会仓促行事。
2024/1/9	欧洲央行管委森特诺	欧洲央行降息的时间将比其最近预期的更早，不应等到5月再做决定，没有迹象表明面临更大的通胀压力。

资料来源: Reuters, 中国银河证券研究院

九、海外政策与事件观察

- (1) 美国国务卿布林肯自 2024 年 1 月 7 日开始在中东进行穿梭外交，他表示如果没有协调一致的和平努力，加沙冲突可能会蔓延到整个地区。以色列领导人对于继续战争直到消灭哈马斯态度较为坚决。航运巨头马士基表示，鉴于冲突问题，会在可预见的未来要求旗下所有船只从红海航线转为绕行非洲好望角，警告客户做好为严重干扰做好准备。
- (2) 2024 年 1 月 9 日，Nvidia(英伟达)在拉斯维加斯电子消费展(CES)上表示，包括理想汽车、长城汽车、极氪以及小米的电动汽车部门等中国汽车制造商都将在其自动驾驶系统使用 Nvidia 的 DRIVE 芯片。在华盛顿收紧出口规则的情况下，Nvidia 致力于拓展中国市场。
- (3) 世界银行 2024 年 1 月 9 日认为 2024 年全球经济增长势将连续第 3 年放缓，这将导致许多发展中国家的贫困状况持续更久，其债务状况也可能进一步恶化。世界银行表示，受新冠大流行、俄乌冲突以及随之而来的全球通胀和利率飙升的冲击，2020 年代的前半段或将成为 30 年来最差。
- (4) 美国证券交易委员会(SEC)主席詹斯勒宣布，SEC 于 2024 年 1 月 10 日批准了在美国上市的比特币交易所交易基金(ETF)。SEC 的公告中，贝莱德、富达、景顺等公司申请的比特币 ETF 获批。1 月 11 日上市的比特币 ETF 成交量价值达 46 亿美元，比特币价格上升至 2021 年 12 月以来的最高水平。

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。

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。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中： A 股市场以沪深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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐： 相对基准指数涨幅 10%以上
		中性： 相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避： 相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级		推荐： 相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐： 相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性： 相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避： 相对基准指数跌幅 5%以上	

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：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

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