

## 3月难降息，Taper还要等

### —兼评 FOMC 会议与财政部融资计划

#### 核心要点：

**美联储中性偏鹰，3月降息概率低，taper仍需等待：**1月31日，美联储FOMC会议决定继续暂停加息，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，1月预计缩减约754亿美元。主要的变化有三点：(1)“达成就业和通胀目标的相关风险正在更好的平衡”这一表述奠定了美联储货币政策转向的大方向不变，是12月FOMC鸽派态度的延续，但随后对经济前景和通胀反弹的担忧仍反映出美联储1月保持中性偏鹰的基调。美联储短期倾向于保持利率高位，在杜绝“二次通胀”的风险的前提下达成2024年的软着陆。

(2)美联储对利率变动的时点经常含糊其辞，但鲍威尔在本次新闻发布会上无可否认的表明委员会判断3月降息的概率很低，并不是基准情形。这表明虽然近期数据显示去通胀已经较为顺利，但仍不足以在FOMC委员内部建立起通胀将可持续的向2%目标靠近的信心，更长时间的观察仍是必要的。(3)鲍威尔“3月进一步讨论QT”的言论表明既然仍要进行讨论，将很难在当月出现taper；而我们也将在下文讨论财政部2024上半年发债结构的变动，更少的短债净发行也不支持taper较快实行，需要保持观察。

**结合财政部减少短端国债净发行并增加长端供给的计划来看，缩减QT的时点将向后推迟，长端美债收益率受到支撑：**美国财政部1月29日公布了2024上半年的债务发行计划，规模低于市场预期。二季度发行规模的缩减不只反映了疫情前常规的季节性因素，也预示着财政尝试向正常经济时期回归的举措。债务净发行在二季度的弱化可能为承压的银行流动性和债券收益率“减负”。具体融资计划显示，52周及以下的短债(bills)在2024一季度净供给预计为4420亿美元，二季度则降低至-2450亿美元；相比之下，两年及以上债券(coupons)的一季度净发行量为3180亿美元，二季度4470亿美元，整体增加。整体上，财政部会议表明：

(1)债务发行力度2024二季度放缓，但赤字率并不会显著降低，预计仍在5.5%-5.6%左右。(2)短期国债(bills)净发行降低，这减轻了RRP压力，也推后了需要taper的时点，预计至少在二季度末或下半年才有望开始taper。(3)长债供给逐步增加将对美债收益率形成支撑，10年美债短期存在从3.9%回升的风险。

**市场3月首次降息预期受到冲击，美元仍有支撑，5月仍可能开启降息：**市场方面，在鲍威尔的鹰派表态下，美国三大股指均出现明显回落，美元指数剧烈波动后小幅收涨至103.5235；国债收益率在个别银行业绩远不及预期、利率对经济的压力短期维持后走弱，两年期降低13BP至4.215，十年期降低12BP至3.917。CME数据显示联邦基金利率期货交易者在会后维持对5月首次降息的预期，但进一步降低了对3月首次降息的定价，全年预计降息6次。整体上，市场加强了对5月FOMC进行降息的预期，美元指数在高利率和经济不弱的环境下继续受到支撑，长端美债由于利率维持更久和供给边际加强等因素可能导致收益率出现回升。在通胀预计延续回落，美国经济韧性短期较强的背景下，我们维持5月进行首次降息的判断，但债券发行量减少和短端净供给降低意味着对于缩减QT的时点需要推迟，上半年taper并形成“更慢更久”的缩表的可能性降低。

#### 分析师

章俊

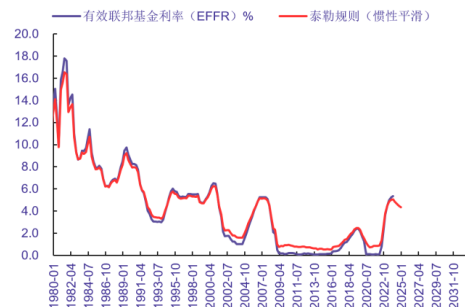
☎：010-8092 8096

✉：zhangjun\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

惯性泰勒规则显示 2024 年底的合适利率水平在 4.3%左右



资料来源：Wind、FRB，中国银河证券研究院整理

#### 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

1月31日，美联储FOMC会议决定继续暂停加息，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，1月预计缩减约754亿美元。虽然美联储在12月FOMC进行了相对鸽派的表态，但这种鸽派未能在1月议息会议中延续。鲍威尔几乎明确否定了3月进行首次降息的可能，并表示关于缩表的具体讨论也将在3月FOMC进行，这奠定了本次会议的中性偏鹰派基调，也成功打击了市场过于激进的降息预期。当然，降息也仅仅是向后推迟，对资产价格的支撑仍然存在。

同日进行的还有财政部的季度融资计划汇报（QRA），虽然在鲍威尔再次转鹰的发言下，市场对QRA的反应相较于FOMC并不突出，但是美国未来两个季度长短国债的发行比例也将对QT的进程和国债收益率产生影响。QRA显示美国上半年国债的发行相较2023年四季度更加偏向中长端，这意味着短端债券（bills）的供给减少将减轻逆回购账户（RRP）的下行压力，也暗示对QT的缩减（taper）需要更长时间的等待。

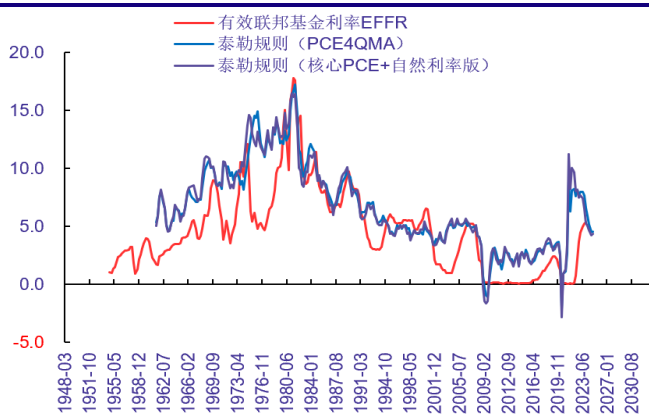
市场方面，在鲍威尔的鹰派表态下，美国三大股指均出现明显回落，美元指数剧烈波动后小幅收涨至103.5235；国债收益率在个别银行业绩远不及预期、利率对经济的压力短期维持后走弱，两年期降低13BP至4.215，十年期降低12BP至3.917。CME数据显示联邦基金利率期货交易者在会后维持对5月首次降息的预期，但进一步降低了对3月首次降息的定价，全年预计降息6次。整体上，市场加强了对5月FOMC进行降息的预期，美元指数在高利率和经济不弱的环境下继续受到支撑，长端美债由于利率维持更久和供给边际加强等因素可能导致收益率出现回升。

我们将在下文关注（1）1月FOMC会议主要的三个变化和（2）QRA对缩表进程和美债收益率的影响。在通胀预计延续回落，美国经济韧性短期较强的背景下，我们维持5月进行首次降息的判断，但债券发行量减少和短端净供给降低意味着对于缩减QT的时点需要推迟，上半年taper并形成“更慢更久”的缩表的可能性降低。

## 一、鲍威尔几乎明确3月不会降息，短期也难以缩减QT规模

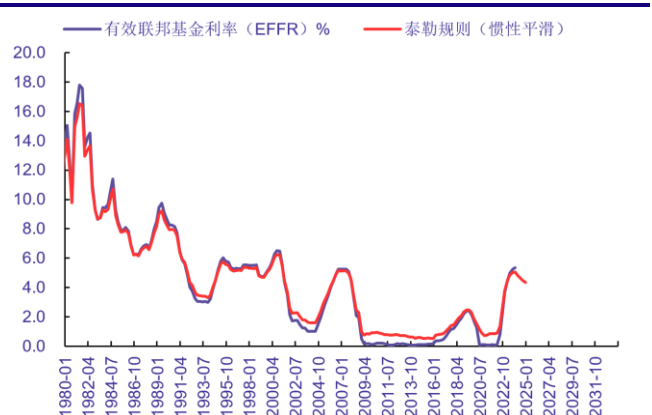
本次FOMC会议整体基调鹰派，主要的变化有三个：（1）美联储表示其达成就业和通胀目标的风险正在更好的平衡，但经济前景仍充满不确定性。（2）鲍威尔在发布会中明确表示3月份降息的概率很低，并非基准情形。（3）鲍威尔表示对于缩表的进一步讨论将在3月的FOMC会议中进行。

图 1：传统泰勒规则显示 2024 年至少有 100BP 的降息空间（%）



资料来源：Wind、FRB，中国银河证券研究院整理

图 2：惯性泰勒规则显示 2024 年底的合适利率水平在 4.3%左右



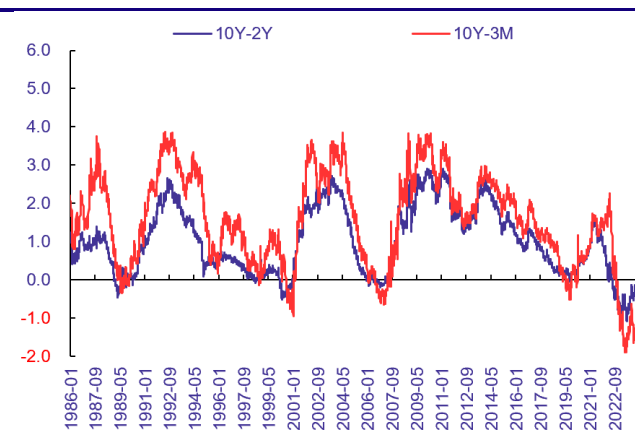
资料来源：Wind、FRB，中国银河证券研究院整理

“达成就业和通胀目标的相关风险正在更好的平衡”这一表述奠定了美联储货币政策转向的大方向不变，是12月FOMC鸽派态度的延续，但随后对经济前景和通胀反弹的担忧仍反映出美联储1月保持中性偏鹰的基调。从经济方面来看，降息的条件仍相对充足，但美联储的时间灵活性较高，并不基于转向：美国劳动市场仍然维持着3.7%的极低失业率和16.5万人左右的新增非农就业，薪资增速持续对个人消费支出形成支持，这表明经济短期可以接受高利率的延续。另一方面，尽管去通胀进程较为顺利，BEA数据显示美联储关注的季度核心PCE通胀已经连续两个季度位于2%，但地缘政治问题对商品价格形成扰动、偏强的经济从需求端增加价格回升的风险、滞后的地产价格也可能带动通胀在2024年末回升；因此，美联储短期倾向于保持利率高位，在杜绝“二次通胀”的风险的前提下达成2024年的软着陆。

美联储对利率变动的时点经常含糊其辞，但鲍威尔在本次新闻发布会上无可否认的表明委员会判断3月降息的概率很低，并不是基准情形。他的原话为：“I don't think it's likely that the committee will reach the level of confidence by the time of the March meeting to identify March as the time to do that (rate cut) …… So I ……don't think (a March cut) is probably most likely the case of what we would call a base case.” 这表明虽然近期数据显示去通胀已经较为顺利，但仍不足以在FOMC委员内部建立起通胀将可持续的向2%目标靠近的信心，更长时间的观察仍是必要的，而经济当前也可以承受较高的利率。鲍威尔本人仍然对二次通胀的风险充满警惕。

最后，鲍威尔也在发布会上表示对于以量化紧缩(QT)进行的缩表的进一步讨论将在3月FOMC会议进行，这也打破了对3月调整QT的激进宽松预期。由于12月FOMC会议纪要中有部分(a few)委员提及了缩减QT的可能，且委员罗根(Logan)在后续发言中进一步表示RRP用量快速降低可能意味着需要调整QT，市场最激进的宽松预期认为最早3月就可能对QT进行缩减(taper)。鲍威尔“3月进一步讨论QT”的言论表明既然仍要进行讨论，将很难在当月就出现taper；而我们也将在下文讨论财政部2024上半年发债结构的变动，更少的短债净发行也不支持taper较快实行，需要保持观察。

图 3: 美债收益率曲线倒挂分化, 10Y-2Y 有所缓和 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 4: 会后市场 3 月降息概率降低, 全年仍预计降息 6 次

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/3/20					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	36.0%	64.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	38.3%	58.7%	0.0%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	33.0%	55.7%	8.9%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	8.6%	37.5%	46.4%	7.1%	0.0%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.5%	7.8%	34.9%	45.6%	10.6%	0.6%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.3%	5.5%	26.2%	42.1%	21.8%	3.8%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.3%	4.5%	22.5%	39.3%	25.5%	7.1%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%

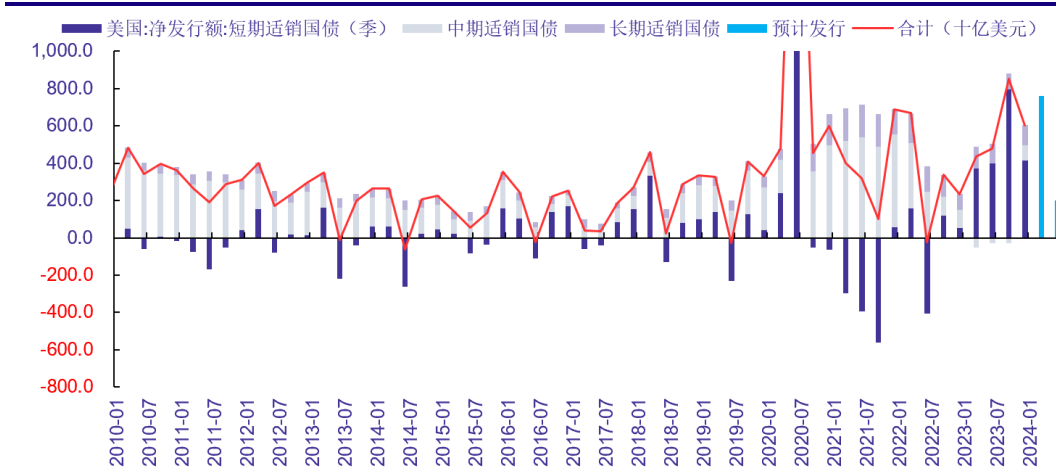
资料来源: CME, 中国银河证券研究院整理

## 二、债务发行力度的边际缩减，短债规模降低

美国财政部 1 月 29 日公布了 2024 上半年的债务发行计划，规模低于市场预期。具体来看，财政部计划在 2024 年一季度发行约 7600 亿美元的私人持有适销债务（privately-held net marketable borrowing），比 2023 年 10 月宣布的 8150 亿美元低 550 亿美元，预计一季度末财政部账户（TGA）余额 7500 亿美元；2024 年二季度预计发行约 2020 亿美元的私人持有适销债务，明显低于预期。作为参考，2023 年四季度财政部发行了 7760 亿美元的私人持有适销债务。关于 2024 年一季度发行低于此前预期，财政部给出的理由是净财政流量和季度初现金水平高于预测。

截至 1 月 24 日，TGA 账户余额已经升至 7993.58 亿美元，处于历史第三高位，这意味着一季度没有扩张债务发行的必要。财政部低于市场预期的 2024 年二季度发行计划不仅有季节性因素，也初步显示出边际压缩赤字的可能。从 2011-2019 的疫情前历史均值来看，二季度净债务发行量相对其他季度较少（仅 390 亿美元，其他三个季度为 2700 亿美元），但疫情以来的均值则高达 8810 亿美元；二季度发行规模的缩减不只反映了疫情前常规的季节性因素，也预示着财政尝试向正常经济时期回归的举措。债务净发行在第二季度的弱化可能为承压的银行流动性和债券收益率“减负”。

图 5：2024 年国债发行量预计放缓，二季度尤为明显，但不会显著影响赤字率



资料来源：US Treasury、Wind、中国银河证券研究院整理

虽然如此，也要注意财政部预测净发债的缩减并不代表美国在当前的经济情况下财政力度会明显收缩，5.5%-5.6%的赤字率仍是我们的基准假设。在《高财政赤字依然是强美元的核心动力》中指出在 2023 年四季度（2024 年第一财季），美国政府累计形成了 5099 亿美元的赤字，高于 2018 年以来除 2021 年 5729 亿美元外任何一年的赤字水平，占 2024 财年 1.59 万亿美元赤字上限的 32%<sup>1</sup>。这意味着未来三个财季的财政支出和债务净发行可能需要相对缩减，但并不会导致赤字率的降低。

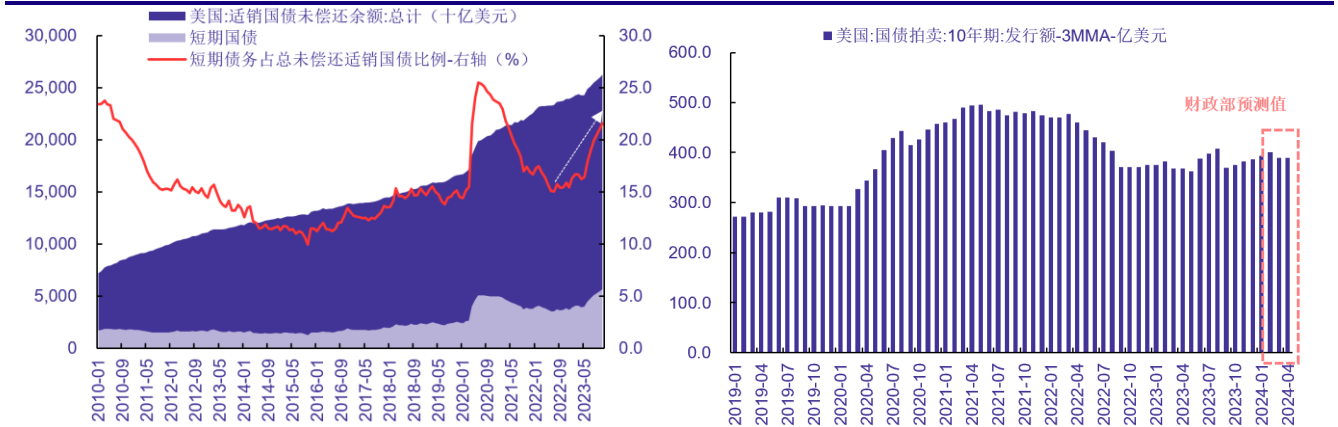
低于预期的债务发行力度降低了财政政策对美联储数量型工具的压力，但对债券收益率的实际影响仍然取决于发行结构，而 2024 上半年计划的短端国债发行缩量。1 月 31 日，财政部公布了更具体的融资计划，52 周及以下的短债（bills）在 2024 一季度净供给

<sup>1</sup> 2023 年中通过债务上限时的《财政责任法案》（FRA）将 2024 财年可自由支配支出（discretionary spending）上限限制为 1.59 万亿美元。

预计为 4420 亿美元, 二季度则降低至 -2450 亿美元; 相比之下, 两年及以上债券( coupons ) 的一季度净发行量为 3180 亿美元, 二季度 4470 亿美元, 整体增加。虽然在 2023 年四季度财政部在长端债券收益率承压时表示将打破存量短债占总未尝适销国债 20% 的规律, 但这只是暂时性的, 随着 2024 年短债净发行的降低, 缩减 QT 的紧迫性降低, 长债收益率短期也受到支撑。

图 6: 美债短债 (bills) 占比可能难以进一步提升

图 7: 长端国债发行量逐步上行, 可能对收益率形成支撑



资料来源: US Treasury, Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: US Treasury, Wind, 中国银河证券研究院整理

对 QT 进行 taper 的紧迫性降低主要由于短债净发行减少降低了对 RRP 的压力, 而长债收益率则再度受到供给增加的支撑。我们在《更慢更久的缩表? 来自流动性和财政的制约》中认为“短期国债和 RRP 本质上是替代品, 因为两者都是短期且几乎没有信用风险的资产, 大量的短期国债发行就会导致 RRP 的用量快速降低”。在短债净发行降低的情况下, RRP 的消耗预计在二季度也会相应放缓, 这表示 RRP 回归疫情前水平的的时间将比此前测算的 4 月中至 5 月的时点推后, 而进行 taper 的时点也将相应的滞后。此外, 长债的供给增加可能绕过 RRP 直接消耗私人部门位于银行的准备金, 这也值得注意。

整体上, 财政部会议表明: (1) 债务发行力度 2024 二季度放缓, 但赤字率并不会显著降低, 预计仍在 5.5%-5.6% 左右。(2) 短期国债 (bills) 净发行降低, 这减轻了 RRP 压力, 也推后了需要 taper 的时点, 预计至少在二季度末或下半年才有望开始 taper。(3) 长债供给逐步增加将对美债收益率形成支撑, 短期存在从 3.9% 回升的风险。

图 8: 财政部 2024 上半年长端债务供给和净供给计划 (十亿美元)

Security	January - March 2024 Coupon Issuance			Fiscal Year-to-Date Coupon Issuance			Security	April - June 2024 Coupon Issuance			Fiscal Year-to-Date Coupon Issuance		
	Gross	Maturing	Net	Gross	Maturing	Net		Gross	Maturing	Net	Gross	Maturing	Net
2-Year FRN	54	70	(16)	132	146	(14)	2-Year FRN	106	68	38	238	214	24
2-Year	177	162	15	330	336	(6)	2-Year	180	145	35	510	481	29
3-Year	156	159	(3)	300	291	9	3-Year	156	140	16	456	431	25
5-Year	180	79	101	336	152	184	5-Year	183	35	148	519	187	332
7-Year	122	72	50	236	145	91	7-Year	123	107	16	359	252	107
10-Year	114	47	67	226	102	124	10-Year	114	59	55	340	160	180
20-Year	42	0	42	84	0	84	20-Year	42	0	42	126	0	126
30-Year	66	0	66	131	0	131	30-Year	66	0	66	197	0	197
5-Year TIPS	0	0	0	42	0	42	5-Year TIPS	42	26	16	84	26	58
10-Year TIPS	34	47	(13)	49	47	2	10-Year TIPS	16	0	16	65	47	18
30-Year TIPS	9	0	9	9	0	9	30-Year TIPS	0	0	0	9	0	9
Coupon Subtotal	954	636	318	1,875	1,218	657	Coupon Subtotal	1,028	581	447	2,903	1,799	1,104

资料来源: US Treasury, 中国银河证券研究院整理

### 三、美联储观点对比:

图 9: 美联储观点对比

	2024-1 FOMC 会议重点	2023-12 FOMC 会议重点	2023-11 FOMC 会议重点
经济和就业状况	<p>1. 美国经济活动依然在稳健的 (solid) 扩张, 2023 年 GDP 增长 3.1%, 受到消费需求温和改善的提振; 房地产行业活动在过去一年中放缓, 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. 劳动力市场保持紧俏, 但供需情况在更好的平衡。过去 3 个月中, 劳动力市场新增 16.5 万人/月, 明显低于一年前的水平但仍强劲 (strong)。失业率保持在 3.7% 的低位, 劳动年龄人口参与率回升 (特别是 25-54 岁人群)。移民已抵消到退休前水平。名义工资开始温和, 职位空缺率依然低。工作职位与劳动力的缺口有所缩小, 劳动力需求依然大幅高于供给。</p> <p>3. 删除了关于银行系统的表述。</p>	<p>1. 美国经济活动在第三季度的强劲 (strong/outsized) 增长后显著放缓 (slowed substantially), 实际 GDP 增长全年在 2.5% 左右, 受到消费需求温和改善的提振, 尽管在夏季加息。房地产行业活动保持平稳, 但继续低于去年同期水平, 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. 劳动力市场保持紧俏, 但供需情况在更好的平衡。强劲的就业创造伴随着劳工成本的增加, 失业率保持在 3.7% 的低位, 劳动年龄人口参与率回升 (特别是 25-54 岁人群)。移民已抵消到退休前水平。名义工资开始温和, 职位空缺率依然低。工作职位与劳动力的缺口有所缩小, 劳动力需求依然大幅高于供给。</p> <p>3. 银行系统问题: 银行系统健康有韧性, 资本和流动性充足, 这些政策的影响程度仍是不确定的。</p>	<p>1. 美国经济增长强劲 (从 solid 上升为 strong), 实际 GDP 增长高于预期, 受到消费支出激增 (a surge) 的提振; 尽管在夏季加息, 房地产行业活动保持平稳, 但继续低于去年同期水平, 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. 劳动力市场保持紧俏, 但供需情况在更好的平衡。强劲的就业创造伴随着劳工成本的增加, 失业率保持在 3.8% 的低位, 劳动年龄人口参与率回升 (特别是 25-54 岁人群)。移民已抵消到退休前水平。名义工资出现温和和迹象, 职位空缺率降低, 工作职位与劳动力的缺口有所缩小, 劳动力需求依然大幅高于供给。</p> <p>3. 银行系统问题: 银行系统健康有韧性, 资本和流动性充足, 更宽松的金融和信用条件将拖累经济活动、通胀和通胀。这些政策的影响程度仍是不确定的。</p>
通胀	<p>1. 通胀高于 2%, 在过去一年中有所缓和; 回到 2% 的目标还需要一些时间; 过去几个月降级的通胀增速是积极的, 但建立通胀持续向 2% 目标靠拢的信心还需要更多证据。</p> <p>2. 长期通胀预期控制良好。</p> <p>3. 委员会继续认为通胀和通胀目标的风险正在更好的平衡; 经济前景依然充满不确定性, 委员会对通胀风险保持相当的警惕。</p>	<p>1. 通胀高于 2%, 在过去一年中有所缓和; 回到 2% 的目标还需要一些时间; 过去几个月降级的通胀增速是积极的, 但建立通胀持续向 2% 目标靠拢的信心还需要更多证据 (暗示信心已经增强)。</p> <p>2. 长期通胀预期控制良好。</p> <p>3. 删除“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. 通胀高于 2%, 从去年年中起有所缓和, 但回到 2% 的目标还有很长的路, 几个月的良好数据只是建立通胀可持续的白目标倾向的信心开始。</p> <p>2. 长期通胀预期控制良好。</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 (全体委员同意)。</p> <p>2. 我们认为利率可能已经接近本轮加息周期的终点, 如果经济数据如期放缓, 那么今年某个时间降低政策限制性是合适的。</p> <p>3. 我们清楚过早或过多放松货币政策可能导致目前在通胀方面取得的进展付诸东流, 进而使实现 2% 通胀目标的风险增加; 因此, 我们支持谨慎的货币政策以维持经济和就业的韧性, 委员会并不预期降低通胀目标利率, 直至对通胀可持续的向 2% 靠拢更有信心。</p> <p>4. 量化宽松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. 联邦基金利率维持 5.25%-5.50% 不变 (全体委员同意), 我们已经加息 5.25% 并减持 1 万亿美元证券资产, 我们限制性的政策正对经济活动和通胀施加下行压力。</p> <p>2. 美联储正谨慎前行 (is proceeding carefully), (删除“努力达成更限制性/sufficiently restrictive 的资产负债表, 暗示已经达成”), 任何 (any) 额外的紧缩以及限制性利率持续的延长都有助于数据, 委员会认为利率水平可能已经达到或接近本轮加息周期的终点, 不过经济在放缓后使很多预期感到意外, 通胀持续向 2% 靠拢并未得到完全保证, 如果必要, 委员会仍做好了进一步紧缩的准备。</p> <p>3. SEP 下调 2023、2024 和 2025 年利率预期至 5.4% 和 4.6% 和 3.6% (前值: 6%、5.1% 和 3.9%)。</p> <p>4. 量化宽松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. 联邦基金利率维持 5.25%-5.50% 不变 (全体委员同意), 我们已经加息 5.25% 并减持 1 万亿美元证券资产, 我们限制性的政策正对经济活动和通胀施加下行压力。</p> <p>2. 美联储正谨慎前行 (从 to proceed carefully 变为 is proceeding carefully), 委员会高度关注近期显示经济和劳动力需求加强的数据, 关于增长持续超过潜在水平或者劳动力市场紧张程度不再缓和的担忧将增大通胀风险并导致进一步的货币政策紧缩。</p> <p>3. 金融条件这几个月显著收紧, 长期债券收益率上行是主因, 我们密切关注金融条件的变化。</p> <p>4. 量化宽松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>

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。**

### 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