

研究所

分析师:袁野  
SAC 登记编号:S1340523010002  
Email:yuanye@cnpsec.com

近期研究报告

《开局良好，增量是预期修复的关键》 - 2024.03.20

宏观研究

## 通胀与风险，美联储的两难决策

### ● 核心观点

美联储 2024 年 3 月议息会议声明基本与 1 月议息会议声明保持一致，未有明显增量信息，维持联邦基金利率在 5.25-5.5% 目标区间，符合市场预期。美联储将维持原有缩表计划不变。经济表述仍相对积极，经济活动以稳健的速度扩张、就业增长保持强劲，失业率保持低位、通胀仍然居高不下。

在经济预测方面，2024 年 3 月的经济预测较 2023 年 12 月预测更加积极乐观：(1) 明显上调 2024 年经济增长预期，由 1.4% 至 2.1%；(2) 小幅下调 2024 年失业率预期，由 4.1% 至 4.0%；(3) 小幅上调 2024 年核心 PCE 通胀率预期，由 2.4% 至 2.6%。

从鲍威尔发布会来看：(1) 更加明确的通胀回落的趋势信号或是粘性较强的服务价格回落；(2) 经济增长研判相对偏鸽，经济增长放缓，为未来降息提供支持；(3) 降息路径存在数据依赖，年内降息相对确定，降息节奏仍存变数；(4) 资产负债表调整于 5 月开始讨论，不排除同时决定降低利率和调整资产负债表的可能；(5) 美联储并未过多重视房地产领域风险，特别是商业地产领域风险，或存在经济总量韧性高掩盖结构问题的风险，需要警惕。

### 展望：通胀与风险的平衡，美联储降息或在路上。

从核心服务通胀来看，短期通胀下行难言一帆风顺。从主要核心服务分项来看，房价环比增速阶段性高点已过，房租阶段性高点或将显现，不会成为推升核心服务价格明显走高的因素，但短期仍会存在价格粘性；医疗服务就业市场仍相对紧张，亦对其短期价格粘性产生支撑；居民消费支出增速边际放缓，对交通服务、娱乐服务、餐饮服务价格支撑有所减弱。

从风险角度来看，尽管目前美国经济总量保持较高韧性，就业市场相对强劲，失业率处于低位，通胀仍是制约美联储货币政策操作的核心变量，但美国经济不确定性有所走高，商业地产风险缓释、零售数据不及预期、消费者信心指数开始走弱等，仍不能排除美国经济衰退风险，或将成为美联储降息的外在考虑因素。

**中性预期：**美联储 6 月开启降息，年内降息 75bp，全年降息节奏相对平稳。

**预期差一：**美联储 5 月开启降息，这意味着美联储捕捉到经济中不合理信息，经济不确定性已明显增大，需要加强风险应对。

**预期差二：**美联储于三季度开启降息。不排除美联储于三季度开启降息的可能，刺激资本市场、拉动经济等，支持美国总统选举。此时更需要警惕商业地产领域风险，或因长时间高利率进一步增加商业地产领域债务压力，商业地产贷款违约风险有进一步走高可能，美国金融机构潜在风险压力较大。

---

● **风险提示：**

美国房地产市场超预期下行；美国消费疲软；海外地缘政治冲突加剧。

## 图表目录

图表 1: 美联储议息会议声明文本对比 .....	4
图表 2: 美联储经济预测 (%) .....	6
图表 3: 2024 年 3 月美联储点阵图 .....	6
图表 4: 2023 年 12 月美联储点阵图 .....	6
图表 5: 美国核心 PCE 的住房分项价格同比增速 .....	9
图表 6: 美国房价与住房租金环比增速 (%) .....	9
图表 7: 美国核心 PCE 的医疗服务分项价格同比增速 .....	9
图表 8: 美国医疗保健和社会救助就业缺口仍大 (千人, %) .....	9
图表 9: 美国教育医疗服务平均时薪及增速 (美元, %) .....	10
图表 10: 美国核心 PCE 的娱乐服务、餐饮服务、交通服务与美国居民支出同比增速 .....	11
图表 11: 美国个人支出同比增速情况 .....	11
图表 12: 美国个人收入同比增速情况 .....	11
图表 13: 美国个人收支增速与储蓄率情况 .....	11
图表 14: 商业房地产贷款在银行信贷中占比 .....	13
图表 15: 商业地产贷款拖欠和违约率低位走高 (%) .....	13

## 1 会议声明：符合市场预期，维持利率不变

(1) **利率**：美联储 2024 年 3 月议息会议声明基本与 1 月议息会议声明保持一致，未有明显增量信息，维持联邦基金利率在 5.25%-5.5% 目标区间，符合市场预期。

(2) **缩表方面**：美联储将维持原有计划，即每月被动缩减 600 亿美元国债和 350 亿美元机构债券和 MBS。

(3) **经济表述**：经济活动以稳健的速度扩张，就业方面删除“就业增长有所放缓”表述，延续“就业增长保持强劲，失业率保持低位”，通胀由“仍处于高位”调整为“仍然居高不下”。美联储主席鲍威尔在新闻发布会亦指出，通胀仍然过高，在降低通胀方面能否取得进展还不确定，未来的道路也不确定。

图表1：美联储议息会议声明文本对比

类型	2024 年 3 月 20 日	2024 年 1 月 31 日
经济表现	<ul style="list-style-type: none"> <li>经济活动以<b>稳健的速度扩张</b>。</li> <li>就业增长保持强劲，失业率保持低位。</li> <li>通胀在过去一年有所放缓，但<b>仍然居高不下</b>。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>经济活动一直在<b>稳步扩张</b>。</li> <li>自去年初以来，<b>就业增长有所放缓</b>，但依然强劲，失业率保持在低位。</li> <li>通胀在过去一年有所缓解，但仍处于高位。</li> </ul>
货币政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>维持利率在 5.25% 至 5.5% 之间不变</li> <li>在考虑对联邦基金利率目标区间进行任何调整时，将仔细评估最新数据、不断变化的前景和风险平衡。在获得更大信心，即通胀朝着 2% 的可持续增长方向发展之前，降低目标区间将不合适。</li> <li>按照其先前公布的计划减持国债、机构债务和机构抵押支持证券。</li> <li>坚决致力于将通胀恢复到 2% 的目标水平。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>维持利率 5.25%-5.5% 不变；</li> <li>在考虑对联邦基金利率目标区间的任何调整时，将仔细评估最新数据、不断变化的前景和风险平衡。在对通胀持续迈向 2% 更有信心之前，委员会不认为降低（利率）目标区间是适宜的。</li> <li>继续减少其持有的美国国债、机构债务和机构按揭抵押贷款支持证券，如其先前宣布的计划所述。</li> <li>坚定致力于将通货膨胀率恢复到 2% 的目标。</li> </ul>

资料来源：美联储官网，中邮证券研究所

## 2 经济预测：“偏鹰”的积极乐观定调

美联储 2024 年 3 月发布的经济预测 (SEP)，相较 2023 年 12 月的主要变化包括：(1) 明显上调 2024 年经济增长预期，由 1.4% 至 2.1%；(2) 小幅下调 2024

年失业率预期，由 4.1%至 4.0%；（3）小幅上调 2024 年核心 PCE 通胀率预期，由 2.4%至 2.6%。

**（1）经济增长方面**，较为明显上调 2024 年实际 GDP 增速 0.7 个百分点至 2.1%，亦上调了 2025、2026 年实际 GDP 增速 0.2 个百分点和 0.1 个百分点，分别至 2%、2%。维持长期经济增速预期 1.8%不变。

值得注意的是，美联储本次预测与 3 月 11 日白宫对 2024 年美国经济预测出现较大背离，后者预测 2024 年美国经济将显著降温至 1.7%，或指向当前美国经济不确定性有所提升。

**（2）就业方面**，小幅下调 2024 年失业率预测 0.1 个百分点至 4.0%，维持 2025 年失业率预测，但小幅下调 2026 年失业率预测 0.1 个百分点至 4.0%。维持长期失业率预期 4.1%不变。

**（3）通胀方面**，维持 2024 年 PCE 同比增速预期 2.4%，但小幅上调 2024 年核心 PCE 同比增速预期 0.2 个百分点至 2.6%，维持 2025 年和 2026 年 PCE 和核心 PCE 同比增速预期不变。

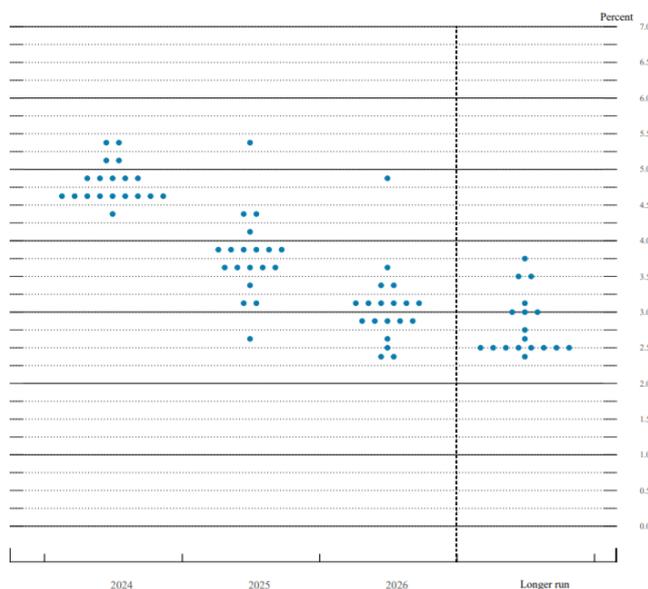
**（4）利率与点阵图方面**，委员们预期 2024 年利率预期在 4.5%-4.75%之间，与 2023 年 12 月预测一致，全年降息 75bp。点阵图显示，有 9 位委员预计 2024 年降息 3 次至 4.5%-4.75%，较 2023 年 12 月会议增加 3 位；有 1 位委员预计年内降息 4 次至 4.25%-4.5%，较 2023 年 12 月会议减少 3 位；有 5 位委员预计降息 2 次至 4.75%-5%，较 2023 年 12 月会议增加一位；有 2 位委员预计年内利率保持不变，与 2023 年 12 月会议保持一致。

图表2：美联储经济预测（%）

变量	预测时间	2024年	2025年	2026年	长期
实际GDP增速	2024年3月预测	2.1	2.0	2.0	1.8
	2023年12月预测	1.4	1.8	1.9	1.8
失业率	2024年3月预测	4.0	4.1	4.0	4.1
	2023年12月预测	4.1	4.1	4.1	4.1
PCE通胀	2024年3月预测	2.4	2.2	2.0	2.0
	2023年12月预测	2.4	2.1	2.0	2.0
核心PCE通胀	2024年3月预测	2.6	2.2	2.0	
	2023年12月预测	2.4	2.2	2.0	

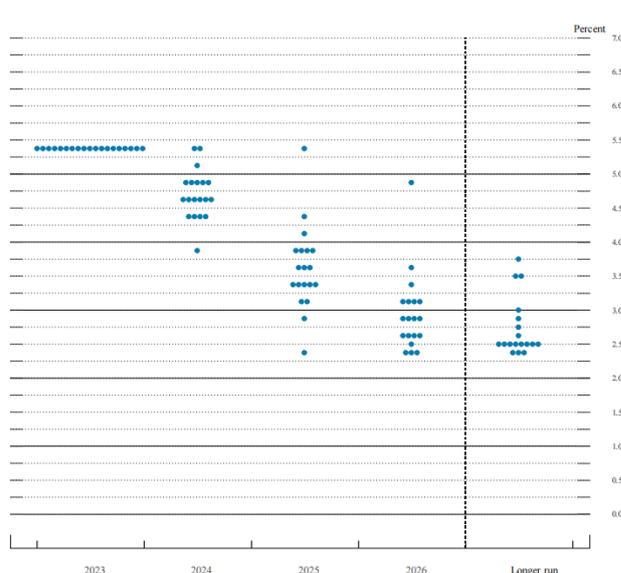
资料来源：美联储官网，中邮证券研究所

图表3：2024年3月美联储点阵图



资料来源：美联储官网，中邮证券研究所

图表4：2023年12月美联储点阵图



资料来源：美联储官网，中邮证券研究所

### 3 鲍威尔讲话：服务价格回落或是降息的指示信号

(1) 关于通胀,服务价格回落或将成为通胀持续回落趋势确认的指示信号。鲍威尔表示,对于通胀回落确实有信心,而且信心一直在增加,但希望获得更大的信心。过去6个月通胀持续回落提供了良好的信号,但经济增长保持强劲,就业市场亦保持相对强劲,通胀可持续地下降到2%仍需要进一步验证。从核心通胀

结构上看，过去6个月商品价格下降更为明显，随着时间的推移，商品通胀将趋于平缓——可能接近于零，这将意味着服务业必须做出更大贡献。

从鲍威尔讲话可以看出，美联储已注意到通胀结构变化情况，由于服务价格粘性比商品更强，或延缓通胀回落速度，基于此，美联储需要获取更多服务价格回落的信息，这或将成为观察美联储降息更为明确的信号。此外，因商品价格粘性相对较弱，因经济稳健增长，失业率处于低位，商品价格或存在反复风险，如果服务价格粘性仍强，通胀可能再次加速回升，或者通胀稳定在2%以上水平，以上均是美联储担心的风险。因此，美联储在当前经济形势下，降息更为谨慎。

**(2) 关于经济增长**，鲍威尔在新闻发布会上表述相对偏鸽，尽管经济预测中上调了2024年经济增长预期目标，但是在新闻发布会中，当记者提问硬着陆风险是否已经大大降低时，鲍威尔强调的是预计经济增长放缓。

**(3) 关于降息路径，存在数据依赖，年内降息相对确定，降息节奏仍存变数。**鲍威尔在发布会中明确指出“在今年某个时候开始放松政策约束可能是合适的”，指向年内降息是相对确定的事情。关于降息节奏，存在变数。鲍威尔解释，自疫情爆发以来，经济在许多方面都令预测者感到意外，我们无法确保在实现2%通胀目标方面取得持续进展。经济前景不确定，仍高度关注通胀风险。如果合适的话，准备在更长时间内维持当前联邦基金利率的目标区间。同时，货币政策操作将更多依赖数据（data dependent），并且会在以后会议逐次讨论（looking at this meeting by meeting）。

**(4) 关于缩表问题，尚未进行讨论，预计5月开始讨论，不排除同时决定降低利率和调整资产负债表的可能。**鲍威尔解释了记者关于缩表的问题，本月尚未讨论，5月开始讨论相关问题，并未明确调整资产负债表的信号，不排除降息和调整资产负债表同时进行可能，鲍威尔解释两者是相互独立工具。

**(5) 关于房地产领域，美联储并未过多关注，强调政策目标更为关注物价稳定和最大就业率。**当记者提问如何评估何时降息，以及房价下跌的速度似乎没有预期那么快的问题，鲍威尔解释其政策目标是物价稳定与最大就业率，不过其认为住房供应方面存在长期问题，存在住房供应不足问题，并未对房地产领域进行深入解释。

值得警惕的是，近年来美国商业地产风险低位抬升，对金融机构产生一定冲击，如 2024 年美国纽约社区银行风险暴露、2022 年黑石基金房地产投资信托基金 (BREIT) 遭受挤兑等均来自商业地产风险。会议声明中强调“将仔细评估最新数据、不断变化的前景和风险平衡”，其中风险或应涵盖商业地产领域潜在风险的影响。

## 4 展望：通胀与风险的平衡，降息或在路上

### 4.1 从核心服务来看，短期通胀下行难言一帆风顺

美联储更为关注的核心 PCE 的核心服务主要由住房、医疗服务、交通服务、娱乐服务、餐饮服务构成，权重分别为 16.51%、17.05%、3.03%、3.83%、6.93%，权重合计达到 47.35%。通过对各个细分项分析，房价环比增速阶段性高点已过，房租阶段性高点或将显现，不会成为推升核心服务价格明显走高的因素，但短期仍会存在价格粘性；医疗服务就业市场仍相对紧张，亦对其短期价格粘性产生支撑；居民消费支出增速边际放缓，对交通服务、娱乐服务、餐饮服务价格支撑有所减弱。因此，短期核心服务通胀趋势仍可能有反复。

**(1) 房租环比增速阶段性高点或将显现，或不会成为推升核心服务价格明显上涨的因素，但边际回落趋势有待进一步观察。**

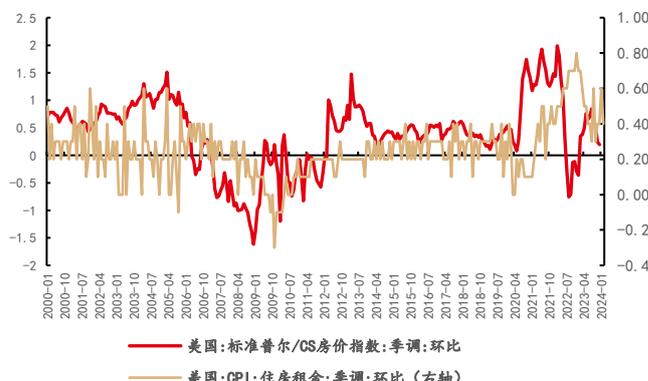
住房分项权重较高，房租变动更易引起核心服务价格变动。自 2023 年 4 月以来，住房分项同比增速边际放缓，对核心 PCE 的贡献有所放缓。根据历史经验，美国房价下跌回升过程中，美国房价环比增速高点领先美国租金环比增速平均 9 个月左右。2023 年 8 月 31 日美国房价环比增速创阶段性高点，之后逐步回落，指向美国房租高点预计在 2024 年 5 月出现，同时考虑房租增长处于后期阶段，或不会成为推升核心服务价格明显走高的因素。此外，根据美国 CPI 分项中房租分项数据来看，2 月美国 CPI 房租分项环比增长 0.5%，较前值升 0.1pct，对 2 月 CPI 环比增速贡献 0.04pct，较 1 月贡献回落 0.01pct，但较 2023 年 12 月回升 0.01pct；权重更高的等价租金环比贡献 0.11pct，较 1 月回落 0.05pct，但持平 12 月贡献水平。综上，住房分项对服务价格贡献逐步走弱，或不会成为推升核心服务价格明显上涨的因素，但短期边际回落趋势有待进一步观察。

图表5：美国核心PCE的住房分项价格同比增速



资料来源：BEA，中邮证券研究所

图表6：美国房价与住房租金环比增速（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

## (2) 医疗服务就业市场相对紧张，支撑其价格粘性

目前医疗服务分项价格同比增速仍呈现上升趋势，对核心PCE价格产生支撑。要素市场是派生市场，可以作为领先指标观察医疗服务市场供求状况。2024年2月美国医疗保健和社会救助就业市场仍存在较为明显缺口，2月该领域非农就业人数同比增速上升至40.62%，保持较高增速，与此同时，教育和医疗服务平均时薪同比增速亦呈现为边际回升趋势，从2023年12月阶段性低点的3.35%回升至2月的3.76%，亦佐证了该领域劳动力市场相对紧张。因此，短期来看医疗服务价格粘性仍强，会对核心服务价格产生一定支撑。

图表7：美国核心PCE的医疗服务分项价格同比增速



资料来源：BEA，中邮证券研究所

图表8：美国医疗保健和社会救助就业缺口仍大（千人，%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

**图表9：美国教育医疗服务平均时薪及增速（美元，%）**


资料来源：Wind，中邮证券研究所

### (3) 美国居民个人支出增速回落，制约交通服务、娱乐服务、餐饮服务价格持续回升

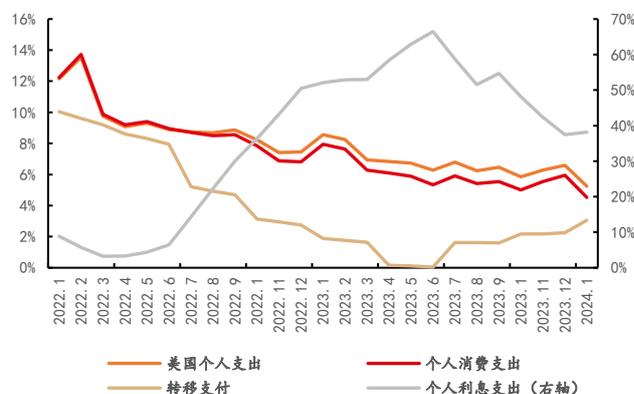
交通服务、娱乐服务、餐饮服务取决于美国居民收入与支出情况。2023年以来，美国个人支出同比增速有所放缓，其中美国居民个人消费支出同比增速从2023年1月的7.94%回落至2024年1月的4.52%，降幅达到3.42个百分点，消费支出同比增速下降幅度较为明显，对交通服务、娱乐服务、餐饮服务的价格支撑会有所弱化。值得注意的是，2024年1月美国个人消费支出同比增速再次出现较为明显下跌，同比增速较上月下降1.42个百分点，或有12月节日效应透支消费影响，但亦可体现出消费能力有所走弱。与此同时，美国居民个人社会储蓄率下降至3.8%，在高利率背景下，债务支出压力加大亦会对美国居民消费行为产生一定制约，进而拖累价格持续回升。

图表10: 美国核心 PCE 的娱乐服务、餐饮服务、交通服务与美国居民支出同比增速



资料来源: BEA, 中邮证券研究所

图表11: 美国个人支出同比增速情况



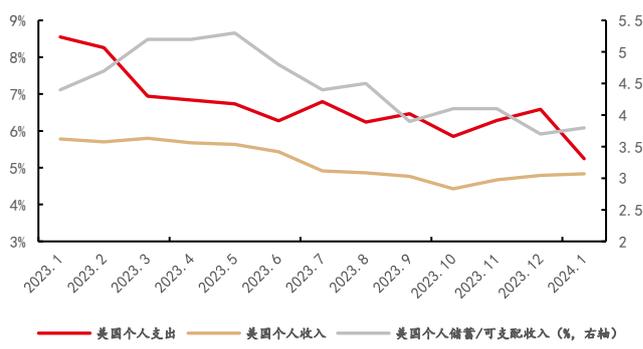
资料来源: BEA, 中邮证券研究所

图表12: 美国个人收入同比增速情况



资料来源: BEA, 中邮证券研究所

图表13: 美国个人收支增速与储蓄率情况



资料来源: BEA, 中邮证券研究所

## 4.2 从风险角度来看, 美国经济增长不确定有所走高, 商业地产债务“灰犀牛”正在发酵, 或成为美联储降息的外在考虑

目前美国经济总量保持较高韧性, 就业市场相对强劲, 失业率处于低位, 通胀仍是制约美联储货币政策操作的核心变量。但美国经济不确定性有所走高, 商业地产风险缓释、零售数据不及预期、消费者信心指数开始走弱等, 仍不能排除美国经济衰退风险, 或将成为美联储降息的外在考虑。

一是美联储经济预测与美国白宫经济预测相背离, 指向美国经济不确定性有所提高。3月11日白宫对2024年美国经济增长预测, 2024年美国经济增长将显著降温至

1.7%，而本次美联储经济预测上调 2024 年美国经济增长至 2.1%，两者出现明显背离，或指向美国经济不确定性或有所增大。此外，从近期数据来看，美国居民支出速度高于收入速度，居民储蓄率持续下行，制约美国居民消费支出能力，1 月数据显示美国居民消费支出增速有所放缓，终端需求超预期回落，零售数据不及预期，消费者信心指数开始有所回落，且终端需求走弱向生产端有所传导的迹象有所显现，尽管趋势特征尚不十分明确，但仍需警惕，亦或指向美国经济衰退风险有所放大。

二是更为值得警惕的是商业地产领域潜在风险走高，债务“灰犀牛”或正在发酵。美国商业地产贷款风险低位回升，商业地产领域债务通缩风险有显露迹象，若商业地产基本面仍不能明显好转，叠加高利率环境持续，金融机构潜在风险较高，需密切关注。

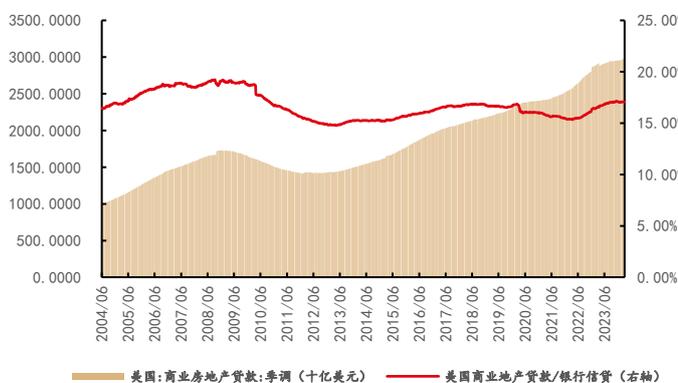
低利率环境带动商业地产投资快速走高。在过去 10 年的低利率环境下，全球投资者纷纷涌入写字楼和其他商业建筑，将其视为债券的安全替代品。与此相对应，美国商业地产贷款绝对值持续走高，从 2020 年年初的 23234.22 亿美元增长至 2024 年 3 月 6 日的 29802.44 亿美元，年度复合增长率为 6.17%。

因疫情催化了居家办公，同时商业模式转变，线下经营转线上经营，写字楼空置率上升，租金增长停滞，现金流恶化，叠加利率上升，商业地产价格较大幅度下跌，债务到期压力上升，债务违约风险低位上行，对金融机构产生一定冲击，如美国纽约社区银行风险暴露、黑石基金房地产投资信托基金（BREIT）遭受挤兑等。国际货币基金组织（IMF）在一篇博文中表示，美国商业地产价格正在经历半个世纪以来最严重的暴跌，自 2022 年 3 月美联储加息以来已经下跌 11%；Real Capital Analytics 的数据显示，美国写字楼物业价格已从高峰期下跌了约 20%。布鲁克菲尔德资产管理公司表示办公室空置率在城市中约为 20%。与此同时，美国所有商业银行的商业地产贷款拖欠和拖欠率从 2022 年 6 月阶段性低点的 0.71%回升至 2023 年 12 月的 1.15%，持平 2006 年 9 月水平，其中，资产排名前 100 的美国银行商业地产贷款拖欠和拖欠率从 2022 年 9 月的阶段性低点 0.72%回升至 1.45%，持平 2007 年 6 月水平。凯投宏观（Capital Economics）表示，约有 5410 亿美元的商业地产债务在 2023 年正式到期，但由于许多贷款获得了延期，因此信贷风险尚未显现，但到 2024 年年底到期的贷款体量将超过 1 万

亿美元。年底更大规模商业地产贷款集中到期，或会对美国金融机构产生新一轮的冲击。

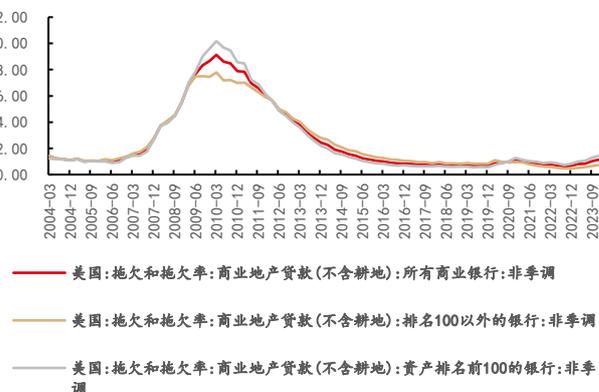
**金融机构的商业地产贷款潜在风险仍大。**目前美国商业地产基本面尚未明显好转，美国商业房地产信贷需求的净百分比大幅回落，截至 2023 年底为-52.5%。若高利率环境持续维持，叠加年底高额到期债务集中到期压力，商业地产风险或将继续演化，金融机构风险隐患仍存。考虑美国所有商业地产贷款在商业银行信贷中占比虽低位回升，但是占比相对稳定，处于历史相对较低水平，持平于 2005 年 5 月 25 日水平，商业地产按揭违约影响预计小于次贷危机，但仍不容小觑。

**图表14：商业房地产贷款在银行信贷中占比**



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

**图表15：商业地产贷款拖欠和违约率低位走高 (%)**



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

综上所述，尽管美联储表示当前经济稳健扩张、就业市场强劲，通胀高于预期目标，但经济不确定性有所上升，潜在风险仍值得警惕，或需货币政策呵护，预计降息或在路上。

**中性预期：**美联储 6 月开启降息，年内降息 75bp，全年降息节奏相对平稳。此种情况已得到市场充分预期，资产价格表现为利好兑现，或波动并不会太剧烈。

**预期差一：**美联储 5 月开启降息。

这意味着美联储捕捉到经济中不合理信息，经济不确定性已明显增大，需要加强风险应对。美联储超预期降息，或推升资产价格走高。但此情况发生，则可能再现 2007 年的场景，美国经济不排除面临大于“技术性衰退”的下行压力，会提高市场风险溢价，亦会对资产价格形成制约。

**预期差二：**美联储于三季度开启降息。

鉴于拜登中期选举时期，鲍威尔忽视了通胀的趋势性特点，间接支持了拜登中期选举。考虑今年是美国 11 月开启选举，不排除美联储于三季度开启降息的

可能，刺激资本市场、拉动经济等，支持美国总统选举。此时更需要警惕商业地产领域风险，或因长时间高利率进一步增加商业地产领域债务压力，商业地产贷款违约风险有进一步走高可能，美国金融机构潜在风险压力较大。

## 风险提示

美国房地产市场超预期下行；美国消费疲软；海外地缘政治冲突加剧。

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号  
邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼  
邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼  
邮编：518048