

在美联储观望中寻求资产配置机会

核心观点：

- **美国经济不对称降温：**（1）从量能上看，美国经济出现放缓的迹象。美国将2024年一季度经济增速从1.6%下修至1.3%，较前值3.4%大幅放缓，其中进口激增和私人库存投资减少是增速回落的主要因素。（2）从结构上看，美国经济呈现制造业较弱，服务业强劲的特征。制造业方面，美国5月ISM制造业指数48.7，为三个月以来最低水平且低于荣枯线。非制造业方面，美国5月ISM非制造业PMI升至53.8，非制造业活动明显改善。
- **美国经济软着陆概率大：**服务业和就业市场展示出强劲的韧性，将进一步缓和整体经济的下行趋势。（1）作为对个人消费支出的主要支撑因素，服务业对第一季度GDP的贡献率提升至1.76个百分点，较前值上升0.18个百分点。（2）美国5月非农就业人口增加27.2万人，大幅高于预期，反映出劳动力市场的自发调节性，还侧面反映出服务行业需求旺盛。
- **美国通胀具有渐进下降特征：**鉴于服务和就业市场的韧性能够对抗经济下行的压力，美国通胀控制道路注定不平坦。2024年以来美国通胀具有渐进下降的特征，进程缓慢曲折但确有回落。美国4月PCE物价指数同比上升2.7%，核心PCE同比上涨2.8%，均持平于前值，反映出美国通胀的粘性。美国5月CPI同比上升3.3%，核心CPI同比上涨3.4%，均弱于预期及前值，表明美联储控制通胀的传导路径持续奏效。
- **美联储6月利率决议：**（1）利率决议：美联储将联邦基金利率目标区间维持在5.25%-5.5%不变，符合预期。6月美联储FOMC声明存在两处变动：一是将近几个月来通胀下降至2%政策目标的进度从“缺乏进一步进展”变为“小幅度的进一步进展”；二是6月决议并未对“缩表”政策作出进一步调整，仅提到会继续缩减债券持仓。（2）前瞻指引：根据6月点阵图显示，委员会将今年降息次数的中位数预期从3月的三次下降至6月的一次。根据6月的经济预测数据，美联储上调了对总体和核心通胀水平的预测，并调高了对中性利率的预测，还增加了对2025年及以后失业率水平的判断。
- **对主要大类资产的影响：**（1）黄金：全球正逐步迈向新一轮的降息周期，国际地缘政治风险或将趋于常态化，叠加美国债务问题积难重返，将为黄金价格提供支撑。（2）原油：世界经济修复速率偏缓，全球原油需求或将见顶，与此同时大规模供应或导致原油价格中枢略下移。（3）美债：6月FOMC会议显示年内仍有望降息，预示着美债收益率确定的下行趋势。在美国经济出现显著降温、通胀得到明显控制以及美联储开启实质性降息前，配置美债仍存在较好的窗口。（4）汇率：美元指数方面，将围绕降息与经济博弈，其中枢有望下行，但进程或趋缓。日元方面，日本央行存在进一步加息的可能，市场预期日本央行将在6月会议上减少债券购买，日元有望收复部分贬值区间。（5）股市：美股方面，美国典型的成长行业存在估值过高的问题，配置性价比有所降低。港股方面，仍需在美联储降息预期道路上等待配置机会，不过港股仍然是国际流动性在亚太区域的聚焦之地。
- **风险提示：**全球经济下行风险，美联储降息时点及幅度不确定性风险，国际地缘因素不确定性风险，市场情绪不稳定性风险等。

分析师

杨超

☎：010-80927696

✉：yangchao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030004

相关研究

2024-06-12，企业财务稳定性与股价的关系：来自A股市场的验证

2024-06-02，深度拆解大规模设备更新和消费品以旧换新

2024-05-18，517地产联合会议总量解读：

以时间换空间，加快探索房地产新发展模式

2024-05-18，市场迎接房地产利好政策催化

2024-05-06，A股2024一季报及2023年报解读及后市投资展望

2024-05-04，近期港股为何大涨？

2024-05-03，全球大类资产配置：市场或仍需耐心等待美联储降息信号

2024-04-30，解读4月中央政治局会议：关注核心问题，聚焦政策落实

2024-04-30，2024年4月中央政治局会议明晰A股投资主线

2024-04-26，穿越不确定性，成长或开启与红利轮动行情

2024-04-23，2024Q1公募基金持仓分析：

上游资源板块与高股息资产配置价值抬升

2024-04-23，2024Q1公募基金持仓分析：

上游资源板块与高股息资产配置价值抬升

2024-04-20，“公募基金交易费用管理规定落地”加速优化行业格局

2024-04-16，证监会退市新规点评：“良币驱逐劣币”长期利好A股市场

2024-4-13，新“国九条”引领资本市场高质量发展

2024-04-02，二季度港股市场投资展望：等风来

2024-04-01，二季度A股市场投资展望：红利与成长轮转策略

2024-3-22，AI热潮冷思考：经历泡沫，破而后立？

2024-03-21，美联储谨慎偏鸽，全球权益市场受益

2024-03-16，“良币驱逐劣币”行为分析：A股上市公司增持回购分红

目录

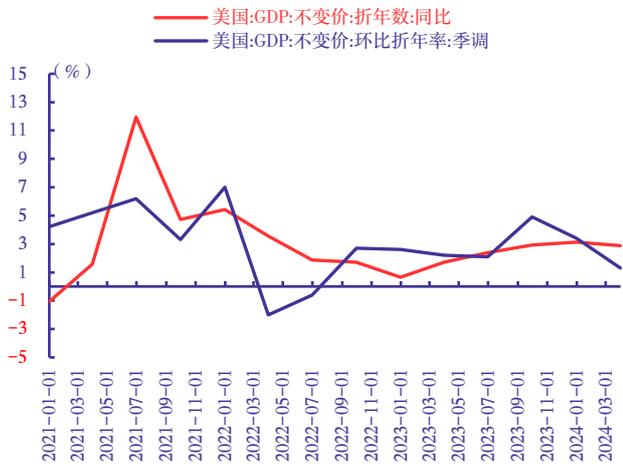
一、美国经济软着陆概率高	3
(一) 美国经济不对称降温	3
(二) 美国通胀具有渐进下降的特征	4
二、美联储 6 月议息决议	5
(一) 利率决议	5
(二) 前瞻指引	5
(三) 预期信号	6
三、对主要大类资产的影响	7
(一) 大宗商品	7
(二) 债券市场	8
(三) 汇率市场	9
(四) 权益市场	9
四、风险提示	10

一、美国经济软着陆概率高

(一) 美国经济不对称降温

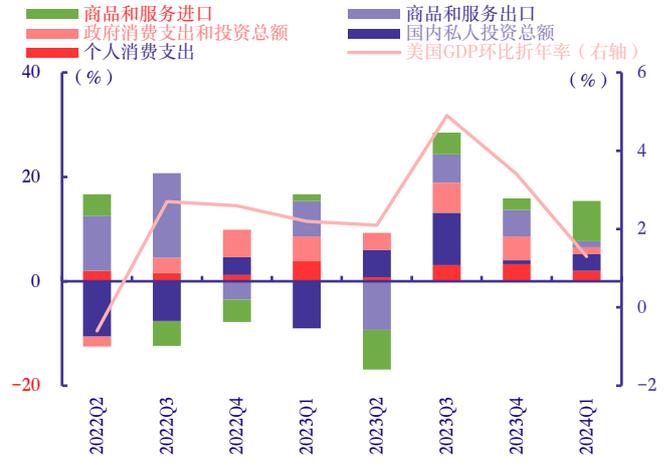
从量能上看，美国经济出现放缓的迹象。美国将 2024 年一季度经济增速从 1.6% 下修至 1.3%，较前值 3.4% 大幅放缓，其中进口激增和私人库存投资减少是增速回落的主要因素，不过这两大因素通常存在季节性波动。具体来看，商品和服务进口环比折年率增长 7.7%，私人存货环比折年率下降 0.5%。与此同时，消费支出环比折年率增长 2%，低于预期 2.5%，同时低于前两个季度 3% 以上的增速，家电和家具等商品上的支出下降 1.9%，成为自 2021 年以来最大的季度降幅；不过服务支出实现 3.9% 的增长，成为 2021 年年中以来的最大增幅，如图 1 和图 2 所示。

图1：美国 GDP 同环比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

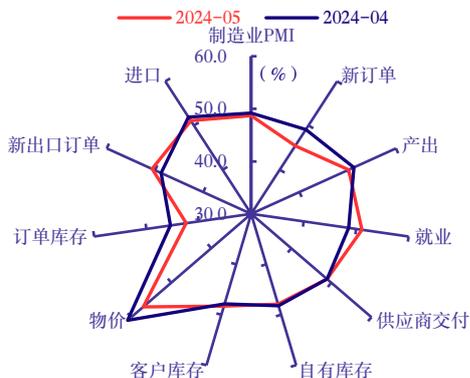
图2：美国 GDP 环比及其分项



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

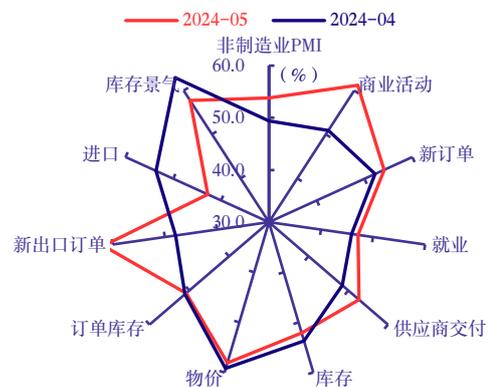
从结构上看，美国经济呈现制造业较弱，服务业强劲的特征。制造业方面，美国 5 月 ISM 制造业指数 48.7，不及预期 49.6 与前值 49.2，为三个月以来最低水平，低于荣枯线的数值表明制造业活动萎缩速度加快。其中，新订单、自有库存、客户库存以及订单库存仍录得荣枯线以下，新订单指数再度恶化表明美国商业需求进一步放缓。非制造业方面，美国 5 月 ISM 非制造业 PMI 升至 53.8，超出预期 50.8 和前值 49.4，表明非制造业活动明显改善。其中，新订单指数，商业活动指数与就业指数均有所改善，尽管就业指数仍处于萎缩区间，反映其收缩速度放缓。如图 3 和图 4 所示。

图3：美国 ISM 制造业及其分项



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：美国 ISM 非制造业及其分项



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

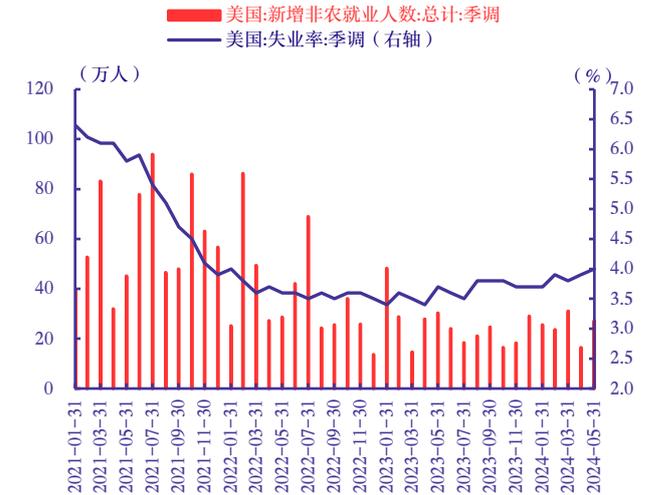
当前环境下美国经济软着陆概率仍然较高，服务业和就业市场展示出强劲的韧性，将进一步缓和整体经济下行趋势。具体来看，作为对个人消费支出的主要支撑因素，服务业对第一季度 GDP 的贡献率提升至 1.76 个百分点，较前值上升 0.18 个百分点。与此同时，美国 5 月非农就业人口增加 27.2 万人，大幅高于预期 18 万人与前值 17.5 万人，不仅反映出劳动力市场的自发调节性，还侧面反映出服务行业需求旺盛。如图 5 和图 6 所示。

图5：美国个人消费支出及其分项对 GDP 贡献率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：美国新增非农就业人数和失业率

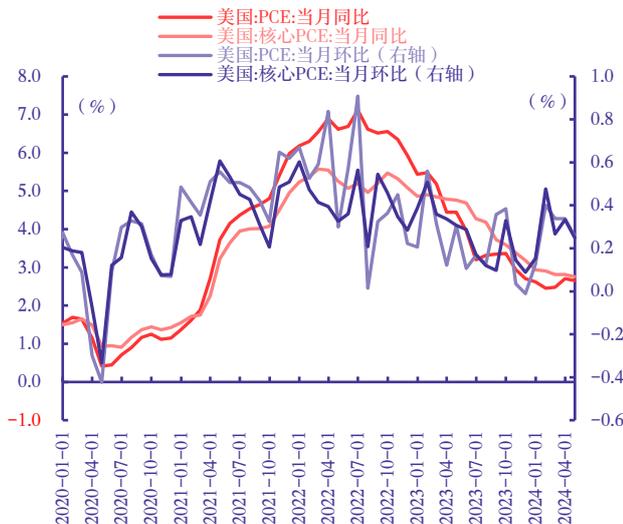


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）美国通胀具有渐进下降的特征

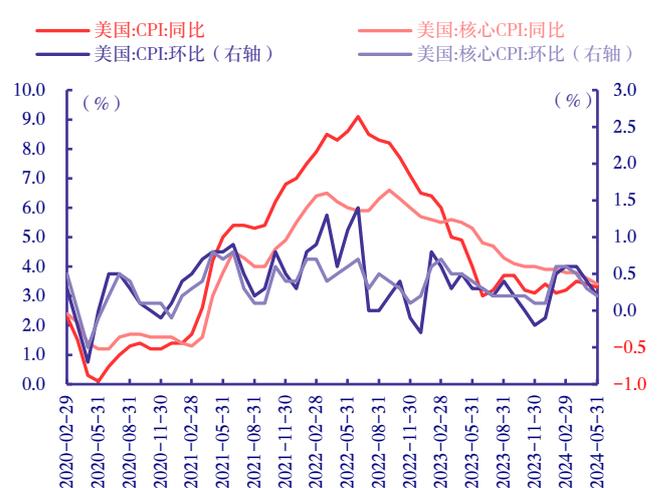
鉴于服务和就业市场的韧性能够对抗经济下行的压力，美国通胀控制道路注定不平坦。2024 年以来美国通胀具有渐进下降的特征，进程缓慢曲折但确有回落。美国 4 月 PCE 物价指数同比上升 2.7%，核心 PCE 同比上涨 2.8%，均持平于前值，反映出美国通胀的粘性。美国 5 月 CPI 同比上升 3.3%，核心 CPI 同比上涨 3.4%，均不及预期于前值，表明美联储控制通胀的传导路径持续奏效。如图 7 和图 8 所示。

图7：美国 PCE 与核心 PCE 同环比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：美国 CPI 与核心 CPI 同环比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、美联储 6 月议息决议

(一) 利率决议

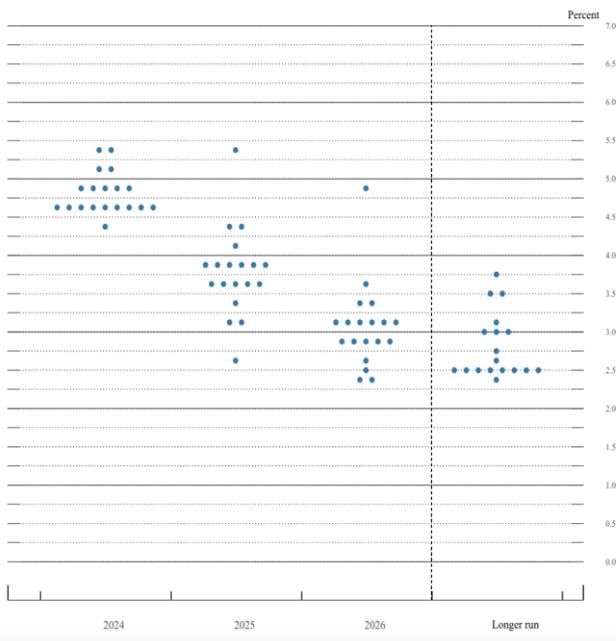
北京时间 6 月 13 日 2 时，美联储将联邦基金利率目标区间维持在 5.25%–5.5% 不变，符合预期。**对比 5 月，6 月美联储 FOMC 声明存在在两处变动：**一是将近几个月来通胀下降至 2% 政策目标的进度从“缺乏进一步进展”变为“小幅度的进一步进展”；二是 6 月决议并未对“缩表”政策作出进一步调整，仅提到会继续缩减债券持仓。

具体来看，美联储 FOMC 声明显示：（1）**经济与就业：**经济持续以稳健的步伐扩张，就业增长持续强劲，失业率保持低位。（2）**通胀：**近几个月来，在实现委员会 2% 的通胀目标方面取得了小幅度的进一步进展。（3）**政策目标：**委员会力求实现最大的就业和 2% 的通货膨胀率。（4）**决策内容：**委员会认为过去一年实现就业和通胀目标的风险已趋于更好的平衡。经济前景具有不确定性，委员会仍会高度关注通胀风险。为了支持其目标，委员会决定将联邦基金利率的目标区间维持在 5.25%–5.5%。在考虑对联邦基金利率目标区间进行任何调整时，委员会将仔细评估收到的数据、不断变化的前景以及风险平衡。委员会认为，在对通胀持续向 2% 迈进有更大信心之前，降低目标利率区间是不合适的，委员会将坚定地致力于使通胀率回到 2% 的目标。**此外，委员会将继续减持国库券、机构债务和机构抵押贷款支持证券。**

(二) 前瞻指引

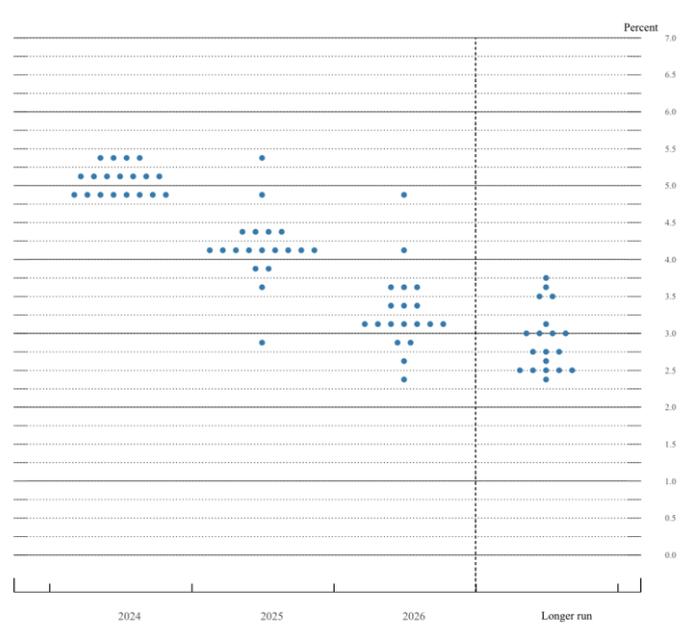
根据 6 月点阵图显示，委员会将今年降息次数的中位数预期从 3 月的三次下降至 6 月的一次：具体来看：在 19 位官员中，有 4 位美联储官员认为今年不会降息，此前为 2 位；有 7 位官员认为今年将降息一次，此前为 2 位；有 8 位官员认为今年将降息两次，此前为 5 位；没有官员认为今年会降息三次，此前为 9 位；没有官员认为今年将降息 4 次，此前为 1 位。如图 9 和图 10 所示。

图9：2024 年 3 月点阵图



资料来源：Federal，中国银河证券研究院

图10：2024 年 6 月点阵图



资料来源：Federal，中国银河证券研究院

根据 6 月的经济预测摘要显示，**美联储上调了对总体和核心通胀水平的预测，并同步调高了对中性利率的预测，此外还增加了对 2025 年及以后失业率水平的判断**：美联储预计 2024 年、2025 年、2026 年和长期的实际 GDP 同比增速分别为 2.1%、2.0%、2.0%、1.8%，与 3 月预测值保持一致。6 月预测的失业率分别为 4.0%、4.2%、4.1%、4.2%，3 月预测值分别为 4.0%、4.1%、4.0%、4.1%。6 月预测的 PCE 同比增速分别为 2.6%、2.3%、2.0%、2.0%，3 月预测值分别为 2.4%、2.2%、2.0%、2.0%。6 月预测的核心 PCE 同比增速分别为 2.8%、2.3%、2.0%，3 月预测值分别为 2.6%、2.2%、2.0%。6 月预测的联邦基金利率分别为 5.1%、4.1%、3.1%、2.8%，3 月预测值分别为 4.6%、3.9%、3.1%、2.6%。如表 1 所示。

表1：美联储 3 月与 6 月的经济预测摘要对比（单位：%）

		2024	2025	2026	长期
实际 GDP 同比增速	6 月预测值	2.1	2.0	2.0	1.8
	3 月预测值	2.1	2.0	2.0	1.8
失业率	6 月预测值	4.0	4.2	4.1	4.2
	3 月预测值	4.0	4.1	4.0	4.1
PCE 同比增速	6 月预测值	2.6	2.3	2.0	2.0
	3 月预测值	2.4	2.2	2.0	2.0
核心 PCE 同比增速	6 月预测值	2.8	2.3	2.0	-
	3 月预测值	2.6	2.2	2.0	-
联邦基金利率	6 月预测值	5.1	4.1	3.1	2.8
	3 月预测值	4.6	3.9	3.1	2.6

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）预期信号

鲍威尔在 6 月新闻发布会的重点内容：

利率决议：（1）关于降息的考验更多的是对通胀率向 2% 靠拢的信心；并未承诺进行特定的降息路径。（2）正在维持限制性政策立场，还未到公布降息日期的阶段。（3）如果经济保持稳定且通胀持续，美联储准备在适当的情况下维持利率不变。如果就业状况出乎意料地疲软，美联储已做好应对准备。（4）政策制定者并未试图通过预测发出强烈信号。（5）影响利率路径预测的重大因素是通胀，由于通胀进展缓慢，降息已经推迟。（6）已做好适时调整政策的准备。最终认为利率将需要下降，以继续支持目标。重要的是整个利率路径，而不仅仅是首次降息。（7）没有人将加息作为基本预期。

通胀水平：（1）在通胀预期上实行了一种轻微的保守主义策略。（2）通胀已大幅缓解，但仍过高；近期的月度通胀数据有所缓和。（3）如果 PCE 通胀率在 2.6%、2.7%，那是个好的水平。（4）正处于将抗通胀坚持到底直至完成的阶段。（5）今年至今，美联储并未对通胀有更大的信心以便进行降息。已取得了适度的进展，但需要更多良好的数据。

美国经济：（1）美国经济已取得显著进步，就业增长持续强劲，预期劳动力市场的强势将持续下去。（2）美联储普遍预期今年 GDP 增速将低于去年水平。（3）经济预测概要并不是一个计划或任何一种决定。（4）美联储将当日的 CPI 报告视为进步，增强了美联储的信心；会议已初步纳入今日的 CPI 数据。（5）经济仍在应对新冠疫情带来的各方面冲击。（6）如果美联储看到的失业人数超过预测，会将其视为意外的疲软。

金融市场：（1）长期利率是理论概念，非观察结果。（2）银行系统一直稳固、强大且资本充足；银行系统似乎状况良好。（3）美国消费者的信用卡违约问题并不突出。（4）美国经济支持强势美元，美联储不认为强势美元对美国经济有利或有害。

其他方面：（1）设备投资已从萎靡不振的步伐中回升。（2）整体数据表明就业市场已回到新冠疫情前的水平。（3）已经看到职位空缺和薪资增速放缓，将密切关注劳动力市场是否出现疲软迹象，但目前尚未看到这种迹象。（4）就业增长可能有些被过度解读，但仍然强劲；薪资增长数据可能有些被夸大了。（5）并未考虑引入财富税。（6）住房方面的情况复杂，利率对房地产市场产生了重大影响。

三、对主要大类资产的影响

（一）大宗商品

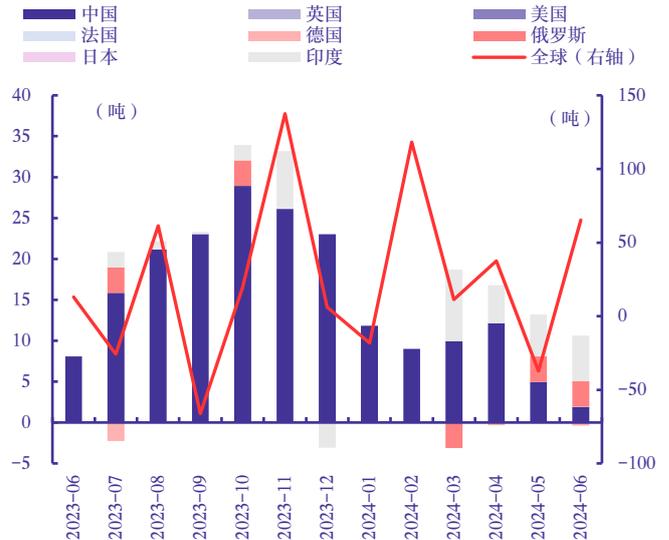
黄金方面，由于黄金在前期已累积较大涨幅，在市场推迟美联储降息时点和全球央行增持速率放缓的前提下，黄金价格在近期有所调整。从中长期来看，全球正逐步迈向新一轮的降息周期，持有黄金的机会成本降低，为金价的上涨提供了新的动能；此外，国际地缘政治风险或将趋于常态化，叠加美国债务问题积难重返，将为黄金价格提供支撑逻辑。如图 11 和图 12 所示。

图11：COMEX 黄金与伦敦金现价格走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图12：全球及主要国家的黄金月储备增量



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

原油方面，OPEC+延续减产措施的决议并未超出市场预期，但向市场传达了将从四季度开始提高产量的计划；此外，拜登政府为扩大选举优势，存在破坏 OPEC+减产计划以减轻美国经济压力的内生动力，原油价格受到潜在供应增长导致的冲击。如图 13 所示。

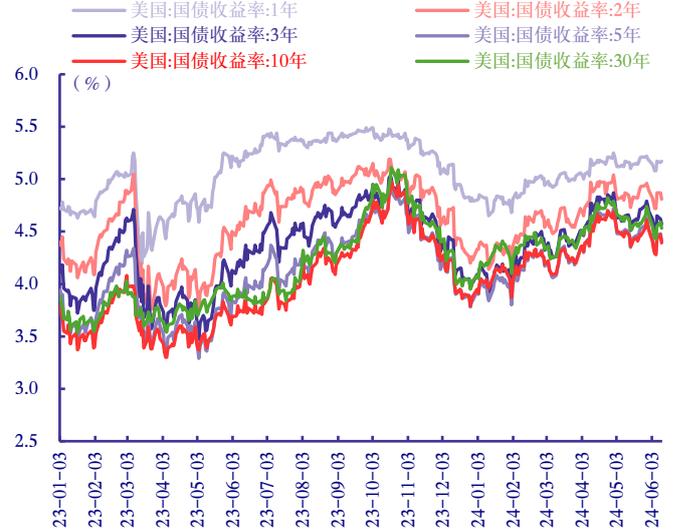
从中长期看，在世界经济修复速率偏缓的背景下，全球原油需求或将见顶，与此同时大规模供应或将导致原油价格中枢的下移。根据国际能源署（IEA），需求端，全球石油需求增长将放缓，最终在 2030 年达到每日近 1.06 亿桶的峰值；供应端，到 2030 年以美国为首的全球石油产量将激增至 1.14 亿桶，比全球预期需求高出 800 万桶，闲置产能将被推升至前所未有的水平。价格端，预计 2024 年 WTI 原油价格为 80 美元/桶，此前预期为 83 美元/桶；预计 2025 年 WTI 原油价格为 81 美元/桶，此前预期为 81 美元/桶；预计 2024 年布伦特价格为 84 美元/桶，此前预期为 88 美元/桶；预计 2025 年布伦特价格为 85 美元/桶，此前预期为 85 美元/桶。

图13: WTI与BRENT原油价格走势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: 美国主要国债收益率变动走势

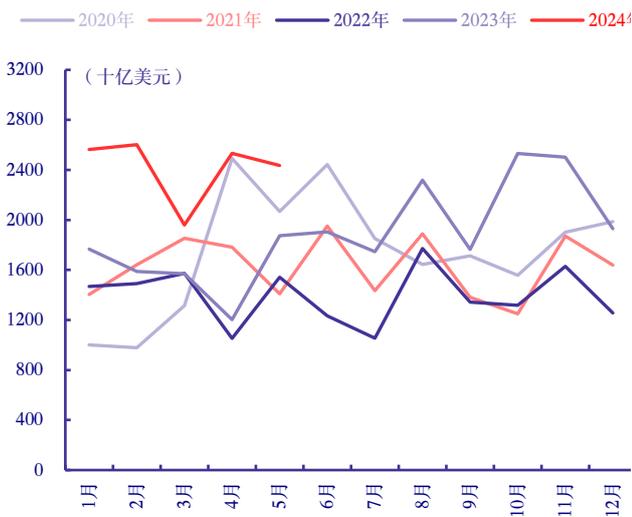


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 债券市场

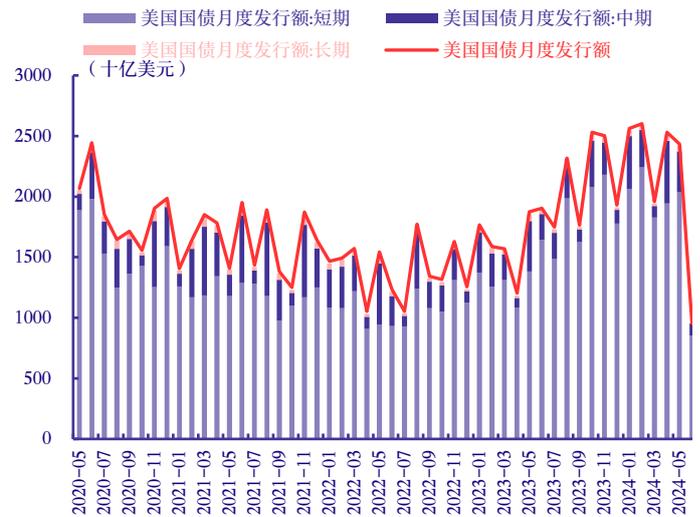
美债方面,从供应面考虑,2024年以来美债发行量显著地超过往期水平。一方面,由于社会保障和医疗支出的持续增长,美国联邦政府不得不通过发行更多国债以填补日益增加的财政赤字;另一方面,在美联储激进的加息周期下,美国联邦政府的利息支出同步增加,这进一步增加了发债的需求。与此同时,2023年6月3日拜登签署了一项法案,暂缓债务上限生效至2025年年初,这为美国联邦政府大量发债创造了条件。多因素推动下大规模的美债供应成为支撑美债收益率高位震荡的主要因素,与此同时美国通胀控制之路一波三折,市场不断延后美联储的降息时点,成为美债收益率悬而不降的另一因素。如图14、15和16所示。

图15: 美债近年发行规模比较



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图16: 美债月度发行规模及其分项



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

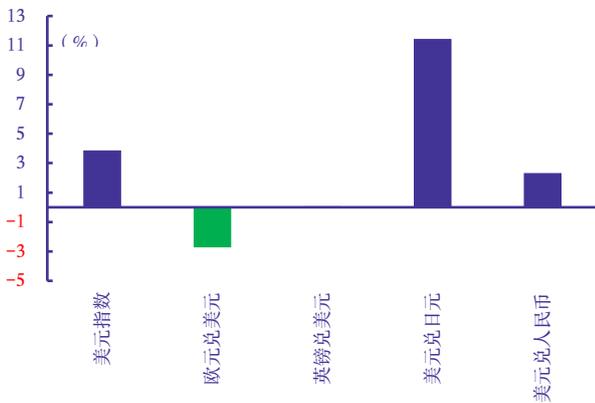
6月FOMC会议显示年内仍有望降息,这预示着美债收益率确定的下行趋势。而市场交易往往是预期的游戏,而不是反应的游戏,因此在美国经济出现显著降温、通胀得到明显控制以及美联储开启实质性降息前,配置美债仍存在较好的窗口。

(三) 汇率市场

与美债收益率逻辑相似，预期降息时点的延后与表现较好的经济数据是年内美元指数高位徘徊的内在因素。与此同时，以瑞典、加拿大和欧盟为代表的部分国家与组织陆续启动降息，成为推升美元指数的外部条件。如图 17 所示。根据 6 月议息会议指引，年内仍存在至少降息一次的可能，结合如前文所述，美国经济软着陆概率高，美元指数将围绕降息与经济博弈，美元指数中枢有望下行，但进程或将趋缓。

日本央行于 3 月开始加息，但鉴于当局对宽松流动性环境的承诺，叠加美元强势背景，日元兑美元不断走低，日本当局被迫对外汇实施干预。与此同时，日本工人 4 月份的基本工资出现 1994 年以来的最大涨幅，为日本央行进一步的加息行动提供可能，此外市场预期日本央行将在 6 月会议上减少债券购买，因此日元有望收复部分贬值区间。如图 18 所示。

图17：年初以来美元指数与主要非美货币涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

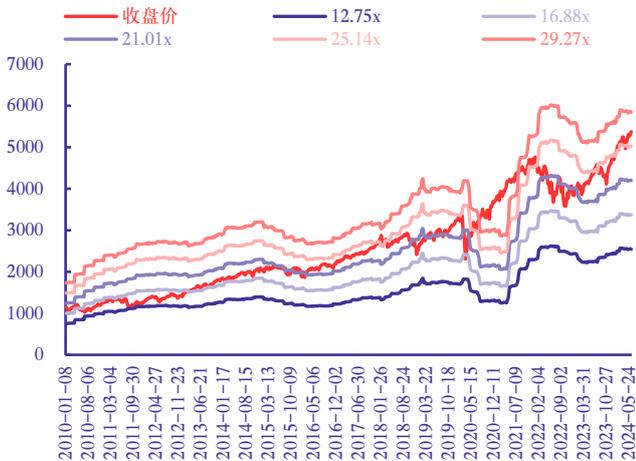
图18：美元指数与美元兑日元



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

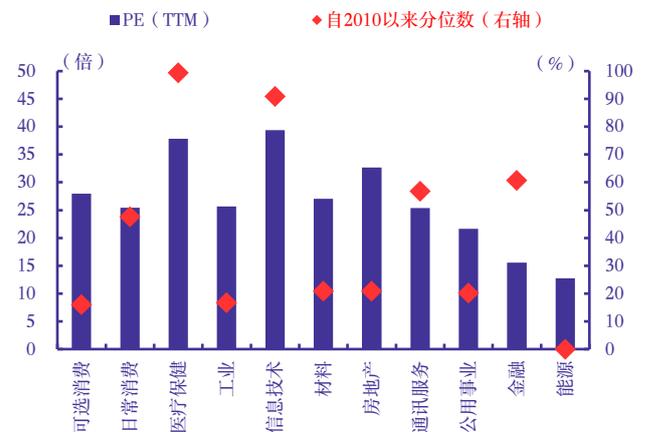
(四) 权益市场

图19：标普 500 动态 PE-Bands



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图20：美国主要行业指数估值 PE (TTM) 与分位数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

由于美国经济在上半年整体表现较好，叠加企业盈利持续改善与技术领域的突破和创新，美股在美联储降息预期延后的波动中不断创造新高。当前美国典型的成长行业存在估值过高的问题，配置性价比

有所降低。截至 6 月 11 日，日常消费的 PE (TTM) 为 25.41 倍，位于自 2010 年以来 99.46% 的分位数水平（下同）；信息技术的 PE (TTM) 为 39.31 倍，处于 90.93% 的分位数水平。如图 19 和 20 所示。

港股方面，由于香港市场具有先天的国际流动性优势，目前港股市场受两方面因素催化较大。一是国际流动性因素催化，这一层面需要继续观察美联储降息的预期，在等待中寻找投资机会；二是国内宏观基本面及政策的催化，预计 7 月仍将有刺激港股上行的政策因素。

四、风险提示

报告结论基于历史价格信息和统计规律，但二级市场受各种即时性政策影响易出现统计规律之外的走势，所以报告结论有可能无法正确预测市场发展，报告阅读者需审慎参考报告结论。基金历史收益不代表未来业绩表现，文中观点仅供参考，不构成投资建议。

市场可能存在的风险：全球经济下行风险，美联储降息时点及幅度不确定性风险，国际地缘因素不确定性风险，市场情绪不稳定性风险等。

图表目录

图 1: 美国 GDP 同环比增速.....	3
图 2: 美国 GDP 环比及其分项.....	3
图 3: 美国 ISM 制造业及其分项.....	3
图 4: 美国 ISM 非制造业及其分项.....	3
图 5: 美国个人消费支出及其分项对 GDP 贡献率.....	4
图 6: 美国新增非农就业人数和失业率.....	4
图 7: 美国 PCE 与核心 PCE 同环比.....	4
图 8: 美国 CPI 与核心 CPI 同环比.....	4
图 9: 2024 年 3 月点阵图.....	5
图 10: 2024 年 6 月点阵图.....	5
图 11: COMEX 黄金与伦敦金现价格走势.....	7
图 12: 全球及主要国家的黄金月储备增量.....	7
图 13: WTI 与 BRENT 原油价格走势.....	8
图 14: 美国主要国债收益率变动走势.....	8
图 15: 美债近年发行规模比较.....	8
图 16: 美债月度发行规模及其分项.....	8
图 17: 年初以来美元指数与主要非美货币涨跌幅.....	9
图 18: 美元指数与美元兑日元.....	9
图 19: 标普 500 动态 PE-Bands.....	9
图 20: 美国主要行业指数估值 PE (TTM) 与分位数.....	9

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。

分析师：杨超，清华大学理论经济学博士，8年大类资产配置策略研究经验。2019年加入中国银河证券研究院，主要从事策略研究，奉行“系统决策、深耕细作、挖掘价值”的投研理念，注重逻辑性、及时性与前瞻性。现兼任清华大学五道口金融学院“中国金融政策信息”项目研究员。

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	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

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn