

美国加息，中国怎么办？

海内外联动专题

短期而言，9月的加息中国大概率并不跟随，另外市场预期的“加息”配比“降准”并不利于央行政策逻辑的实现，因而也不会配比落地。

中长期，如果联储持续加息，在人民币无中长期贬值压力的情况下，利差本身不重要，其持续收敛也并不意味着不在舒服的区间。但若人民币汇率重新进入贬值渠道，则至少有以下几点：

（1）单纯 5-10BP 的技术性跟随，无法避免利差大幅走低乃至倒挂，也就无法缓解贬值压力，这种情况下，央行如果为了平衡压力进行跟随，所需要做的是货币政策的大幅转向；

（2）央行在优选货币政策独立的背景下，主要通过汇率的行政调控或资本项目的强制管控来平衡外围压力的，这种背景下利差并不对国内货币政策造成硬约束，负利差状态也在历史同样情况下出现过；

（3）如果贸易战重新进入谈判状态，参照德日经验，持续的中美利差收敛，乃至大幅为负也符合逻辑。

总体上而言，我们并不认为联储的持续加息会改变货币政策独立走势，货币政策的松紧取向仍要基于国内基本面，目前而言，尚不存在转向基础。

风险提示：美联储加息节奏加快；国内基本面企稳。

证券研究报告

2018 年 09 月 20 日

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

周泽平 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070003
zhouzeping@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：融资担保：谁在管？怎么管？ - 融资担保专题研究之一》
2018-09-18
- 2 《固定收益：继续支持资产证券化去杠杆 - 资产证券化市场周报（2018-09-16）》 2018-09-16
- 3 《固定收益：真的会有“滞胀”么？ - 利率债市场周报（2018-09-16）》
2018-09-16



内容目录

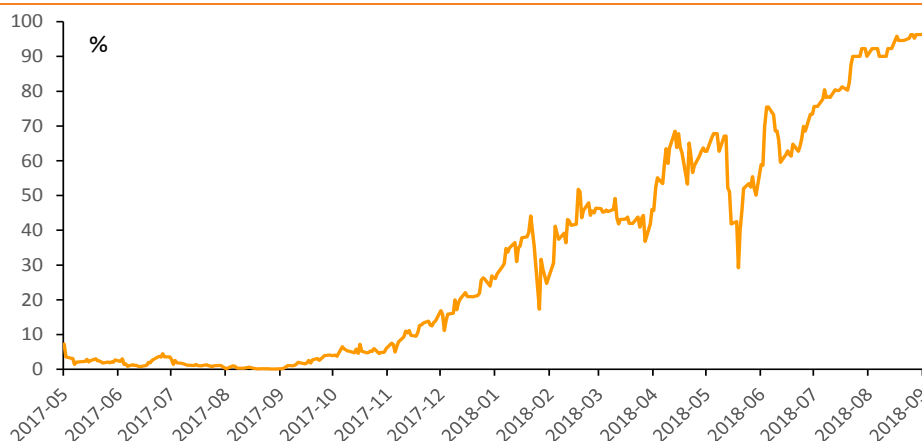
1. 跟与不跟：看看央行的思路	3
1.1. 货币市场利率和政策利率之差	4
1.2. 引导预期，控制宏观杠杆率	4
1.3. 应对联储加息	5
1.4. 总结：央行没那么需要加息	6
2. 美国持续加息，对中国约束有多大？	7
2.1. 利差的舒服区间在哪里？	7
2.2. 贬值压力重来，如何抉择？	9
2.3. 一种特殊的情况：假如汇率在升值预期下	11
3. 总结：加息途中，中国怎么办？	12

图表目录

图 1：加息预期基本打满	3
图 2：存款机构拆借利率与公开市场投放利率之差	4
图 3：市场利率与政策利率	4
图 4：广义信贷持续向下	5
图 5：联储加息与中美短端利差	5
图 6：人民币汇率与美元指数	6
图 7：中美长端利差	7
图 8：M2 与外储同比增速之差与汇率贬值	8
图 9：欧美实际利率短期并不支持美元指数持续上行	8
图 10：核心通胀之差收敛	8
图 11：汇率管控与中美利差	9
图 12：从三元悖论到二元悖论	10
图 13：汇率调控手段更偏行政化	10
图 14：人民币汇率与“SHIBOR-LIBOR”	11
图 15：人民币汇率与“R001-联邦基金利率”	11
图 16：人民币贬值的 2 个阶段	11
图 17：美日长端利差	12
图 18：德美长短端利差	12

联储 9 月议息会议即将召开，基于目前情形来看，加息已成“板上钉钉”。问题是，联储加息后，中国会怎么办？

图 1：加息预期基本打满



资料来源：BLOOMBERG，天风证券研究所

这里面实际上蕴含两个问题：一是，联储本次加息过后，央行到底跟不跟？二是，放长期限来看，联储持续加息，会对国内利率造成多大的约束（国内是否会持续跟进）？

我们先看第一个问题：

1. 跟与不跟：看看央行的思路

每次面临联储加息之前，对加息与否的猜测总是层出不穷，大家所切入的角度也各有差异。由于行动的主体是央行，最好还是从央行关注的思路去做判断：

“岁末年初银行体系流动性需求较强，公开市场操作投标倍数较高，利率随行就市上行是反映市场供求的结果，同时也是市场对美联储刚刚加息的正常反应。此次央行逆回购、MLF 利率上行幅度小于市场预期，但客观上仍有利于市场主体形成合理的利率预期，避免金融机构过度加杠杆和扩张广义信贷，对控制宏观杠杆率也可起到一定的作用。实际上，无论是美联储的公开市场操作，还是人民银行过去长达二十年的公开市场操作，大部分时间中标利率都是动态变化的。若公开市场操作利率不能体现市场供求有上有下，会造成市场套利和定价扭曲。目前货币市场利率显著高于公开市场操作利率，此次公开市场操作利率小幅上行可适度收窄二者之间的利差，有助于修复市场扭曲，理顺货币政策传导机制。”

——2017 年 12 月 14 日 人民银行公开市场业务操作室负责人就公开市场操作利率小幅上行接受《金融时报》记者采访

“此次公开市场操作利率小幅上行符合市场预期，也是市场对美联储刚刚加息的正常反应。去年以来，货币市场利率持续高于公开市场操作利率，近期虽有所收窄但仍有不小的利差，此次公开市场操作利率随行就市小幅上行反映了资金供求关系，可进一步收窄二者之间的利差，有利于增强公开市场操作利率对货币市场利率的传导作用，也有利于市场主体形成合理的利率预期，约束非理性融资行为，对稳定宏观杠杆率可起到一定的作用。同时，今年以来人民银行加强预调微调和预期管理，维护银行体系流动性合理稳定、松紧适度，引导货币信贷和社会融资规模合理增长，这与公开市场操作利率小幅上行相结合，有利于为供给侧结构性改革和高质量发展营造适宜的货币金融环境。”

——2018 年 3 月 22 日 人民银行公开市场业务操作室负责人就公开市场操作利率小幅上行接受《金融时报》记者采访

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

可以看出，前两次上调政策利率，央行的逻辑基本一致，操作的目的主要有这么几个：

- (1) 市场供求的反应，货币市场利率显著高于公开市场操作利率，适度收窄二者价差；
- (2) 引导市场主体形成合理的利率预期，避免金融机构过度加杠杆和扩张广义信贷，控制宏观杠杆率；
- (3) 应对美联储加息；

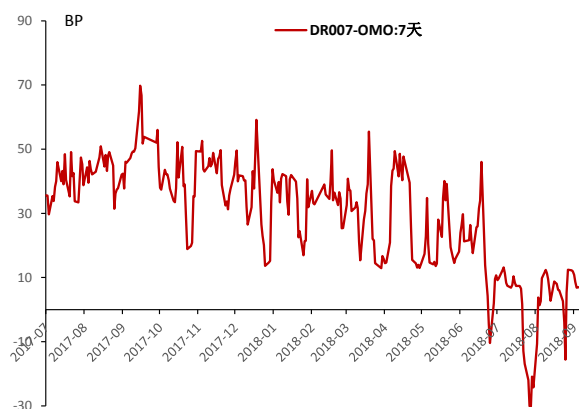
我们逐一看看，当下背景下，这几个目的是否需要跟随上调政策利率予以配合：

1.1. 货币市场利率和政策利率之差

这里面涵盖两层意思：

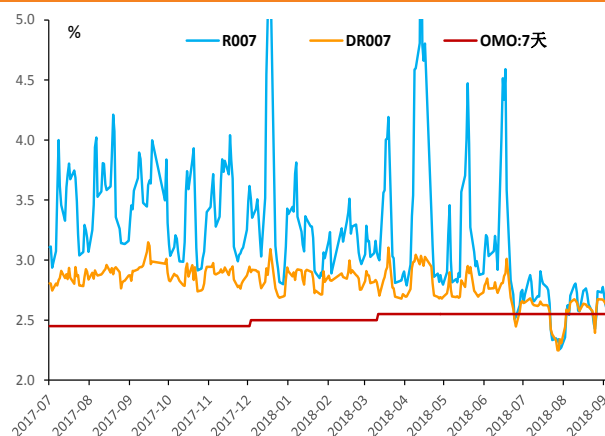
- (1) 市场供求的反应：如果政策利率调整是“随行就市”的结果，则目前显现的是流动性供给充裕，因而，供需关系上并不支持流动性“涨价”；
- (2) 价差收敛的需求：无论是 DR 还是 R 系列的资金利率，在充足的供给背景下，利率大幅下跌，甚至一度跌破公开市场操作利率。目前市场利率与政策利率基本贴合运行，不存在央行担忧的“套利”空间。

图 2：存款机构拆借利率与公开市场投放利率之差



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 3：市场利率与政策利率



资料来源：WIND，天风证券研究所

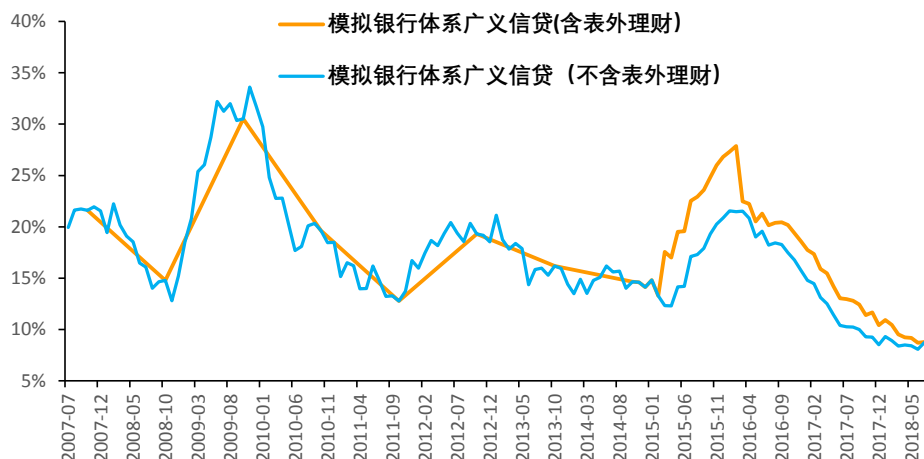
1.2. 引导预期，控制宏观杠杆率

这里面要注意两个变化：一是去杠杆取得了初步效果，1 季度的货币政策执行报告首提“稳杠杆”；二是目前货币政策的关键是疏通传导，从“宽货币”努力实现“宽信用”。

在目前的信用环境下，非政府机构的加杠杆行为明显得到控制；而广义信贷扩张的担忧目前也大可不必，整个广义信贷已经呈现趋势下行，增速已非常之低。

也就是说，目前背景下，再去通过上调公开市场利率，影响预期，控制宏观杠杆率和广义信贷扩张的必要性不大。

图 4：广义信贷持续向下



资料来源：WIND，天风证券研究所

注：在模拟广义信贷过程中，2018 年的最新数据根据银保监会的非保本理财数据进行了推算，会有误差，但由于占比原因，不影响趋势呈现。

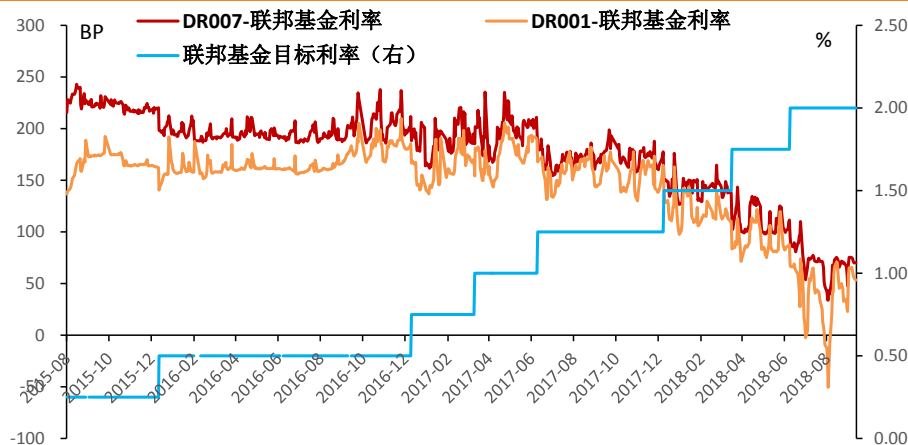
1.3. 应对联储加息

市场关注比较多的是利差，特别是短端利差：

随着联储持续加息，中美利差只有 50 个 BP 左右，本次加息过后，如果央行未进行跟随，这利差会进一步收敛到 30 个 BP 以下。

如果出于稳定利差的角度，那么加息 5 个 BP 或者 10 个 BP 意义不大，这需要央行对应采取同等幅度的跟随，目前而言，政策尚不具备这样跟随的基础（详细分析见后文）。

图 5：联储加息与中美短端利差



资料来源：WIND，天风证券研究所

但应对联储加息本质是是应对“利差收敛”么？

实际上，2017 年下半年以来，央行“放任了”中美短端利差的收敛，原因在于，央行关注利差的核心目的不在于利差本身，而是利差背后反映的“资本流失”/汇率贬值压力。（参见前期报告：《鱼和熊掌能否兼得？》）

对于跟与不跟这个问题，作为一个短期行为，我们没必要纠结于人民币究竟存不存在长期的贬值压力，我们只需要关注短期的人民币贬值压力是否已得到充分释放：

（1）4 月以来，美元指数上行幅度 5.1% 左右，但人民币已显著贬值 8.6%，从跟随的角度基本上已补贬到位，如果国内外宏观环境没有显著变化，短期其实并无一个显著贬值压力；

(2) 7月过后，作为比较指标，美元指数实际上已经有所下行，目前的美元走势反映完加息预期后短期大幅上行的概率不大，从比价角度而言，人民币贬值压力也就不大；

(3) 今年以来，掌控人民币贬值节奏和幅度的一个关键是“贸易战”引发的预期，近期2000亿新增关税已经落地，人民币当日走低后又有所反弹，这实际上意味着“贸易战”升级这一变量的短期风险已落地。

所以从目前“汇率-资本流失”压力的角度来看，跟随的必要性也不是很显著。

图 6：人民币汇率与美元指数



资料来源：WIND，天风证券研究所

1.4. 总结：央行没那么需要加息

可以明显看出，无论从随行就市、引导预期还是应对联储加息的角度来看，当前时点，跟随加息的必要性都较低。

在这种背景下我们探讨一下市场上目前的一种普遍预期——上调政策利率以缓冲联储加息带来本币贬值压力，降低准备金率支持国内“宽货币”到“宽信用”的传导，也就是“加息”+“降准”的组合模式。

我们看一下这个组合模式对央行上述目标达成的影响：

(1) 就随行就市而言，现在的流动性是充裕的，并不需要在供给上“降准”以支持；而从货币市场和政策利率利差角度而言，由于目前二者贴合运行，则加息抬升政策利率之后，降准又会使得短端低价资金供给充裕，压低市场利率。在目前的背景下，会再现8月初前后的倒挂情况（市场利率低于政策利率），这一方面不符合“收窄价差”的逻辑，另一方面违背了疏通政策利率到市场利率传导机制的要求。

(2) 就引导市场预期而言，稳定宏观杠杆率而言。目前央行货币政策的重点在于引导“宽信用”，目前，问题的症结不在于降准去增加流动性问题（流动性已非常充裕），而是疏通传导机制的问题，因而央行短期并无必要再度降准：

“当然的确也应该看到当前货币政策传导机制的影响因素增多，央行将流动性注入银行体系后受到资金供求双方意愿和能力的制约。信用扩张受到供给端和需求端多重约束，有时存在金融体系“有钱”难以运用出去的情况。因为大家可能感到，流动性非常充裕，充裕以后应该流到中小微企业，才能发挥更好的作用。从资金需求端来看，我们需要资金流向中小微企业，如果银行的资金投向产能过剩、环保不达标行业，投向一些受限的行业，这是我们不希望看到的。”——8月2日朱鹤新“金融更好服务实体经济有效缓解企业融资难融资贵吹风会”

(3) 应对美联储加息而言，一个关键问题，中美利差不是政策利率之差，而是目标市场

利率之差，上调政策利率，再进行同步降准，如果上调的幅度不大，总体效果上将压低货币市场利率（降准释放的资金成本显著低于公开市场投放），从这个机制出发，“加息”+“降准”反而会恶化中美短端利差。

也就是说，“加息”+“降准”并不符合目前的政策逻辑，央行大概率短期会选择不跟随。

除了短期跟与不跟以外，实际上我们担忧的是联储持续加息，中长期对国内货币政策的限制有多大？

2. 美国持续加息，对中国约束有多大？

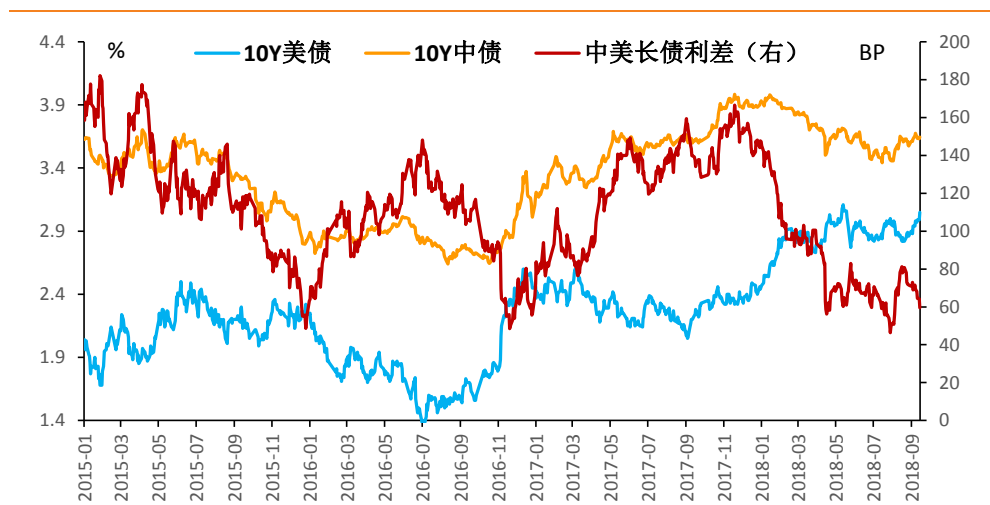
“目前，中国十年期国债收益率约为 3.7%，美国十年期国债收益率约为 2.8%，中美利差处于比较舒服的区间。包括货币市场的隔夜利率和七天利率，中美利差也在舒适的范围内。简短地说，面对主要经济体货币政策正常化，我们已经做好了准备。”——4 月 11 日，易纲行长在博鳌亚洲论坛 2018 年年会分论坛“货币政策正常化”的问答实录

也就是说，央行层面既关注长端利差，也关注短端利差。

长端利差目前有 60 个 BP，仅考虑加息跟随问题，12 月的加息预期概率已超过 70%（大部分在美债收益率中反映），那么，即使 2019 年的加息完全反应到长端，基于目前的中债收益率，至少也能容纳 4 次以上的加息冲击（9 月、12 月及 2019 年 2 次），然后，才有倒挂压力。

但短端压力就比较明显，联储 9 月、12 月加息落地后，如果我们完全未跟随，那么中美利差就已经处于倒挂边缘，如果 2019 年美联储仍继续加息，我们就将进入负利差状态。

图 7：中美长端利差



资料来源：WIND，天风证券研究所

由于压力集中在短端，我们以短端利差展开分析：

2.1. 利差的舒服区间在哪里？

我们一直明确的一点是：利差只是镜像，汇率或者更深一点来说，外储的稳定才是核心（参见前期报告《鱼与熊掌能否兼得？》）。

因而，利差本身的波动不重要，只要汇率或者说外储能维持稳定，则利差本身就是处于舒服的区间。

因而，判断短端利差能否持续下行，关键点在于判断人民币有没有持续贬值压力：由于目前外储的稳定性除了长变量——汇率项目平衡之外，关键点还在于人民币到底有没有持续

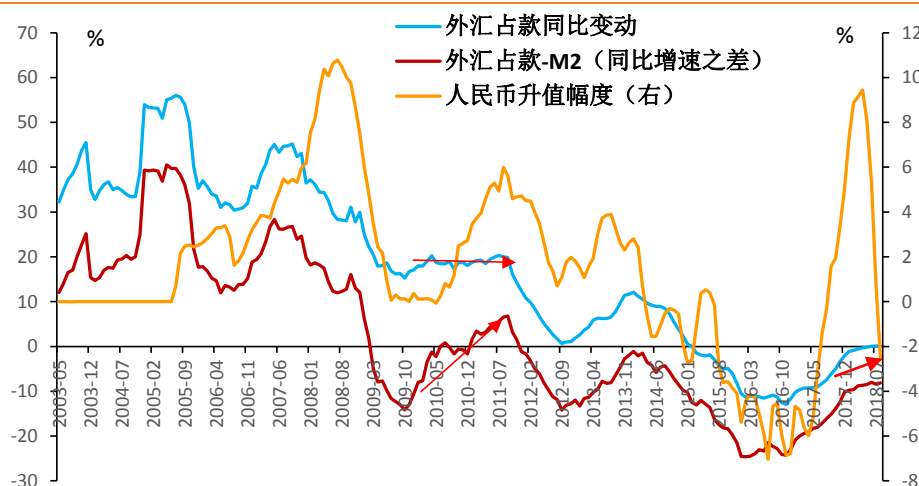
贬值的预期，因而我们从人民币汇率压力角度出发：

从内部来看，人民币汇率首先需要考虑新兴市场国家汇率的贬值压力如何衡量：

我们在前期报告《人民币跌够了么？》谈到人民币汇率适用的框架是“资产组合分析法”，核心是对比本币资产（M2）和外币资产（F，外储）的供给增速之差；在另一篇报告《危机潜伏在哪里？》提到：新兴市场国家货币（M2）的基石是外储，外储和 M2 的相对变化可以衡量的货币贬值压力。

殊途同归，我们据此构建的“M2-外储：同比增速之差”在绝大部分新兴市场国家都与汇率变动高度拟合，因而我们可以从这个指标判断人民币未来贬值的压力：从这一指标来看，经历了年初压力的充分释放后，这个时点，人民币确实尚无持续大幅贬值基础。

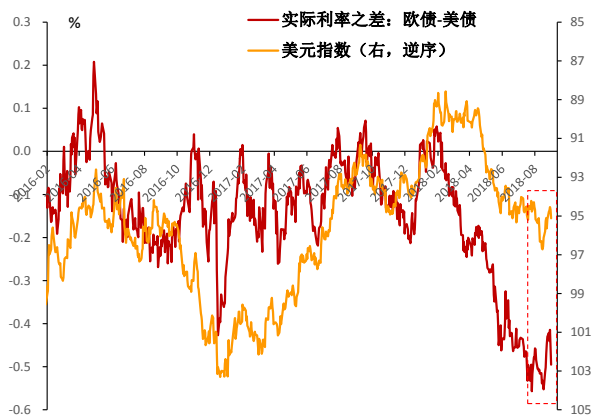
图 8：M2 与外储同比增速之差与汇率贬值



资料来源：WIND，天风证券研究所

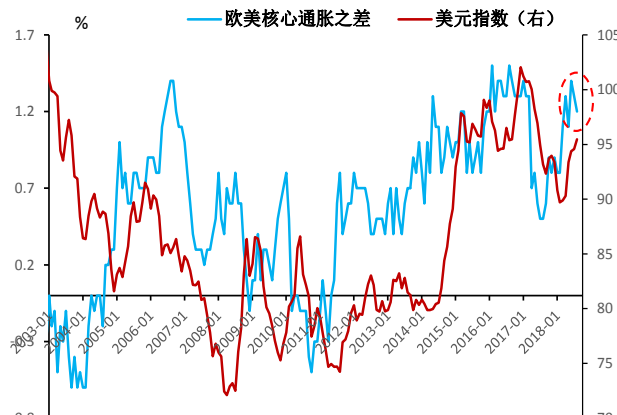
从外部来看，人民币中间价定价机制中，美元指数是核心，因而，美元的走势需重点关注。在美元指数中，主导占比的货币是欧元，因而美欧之间的经济形势对比是决定美元指数的关键指标，从目前的情况来看，美元指数虽有小幅上行压力，但持续上行的动力并不存在，从牵引角度而言，不会对人民币造成持续贬值压力。

图 9：欧美实际利率短期并不支持美元指数持续上行



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 10：核心通胀之差收敛



资料来源：WIND，天风证券研究所

也就是说，基于现在的人民币汇率情况而言，由于并不存在持续贬值的基础，因而，利差的收缩并不必然使得外部环境变得不舒服。更重要的是，其实短端利率并无我们想象的那

么重要——弗兰克的研究表明（Frankel，1995）：理论上，短期利差的变动应该更好地反映汇率回调预期，它们的期限应更准确地与汇率周期相匹配。但实际上，只要短期利率仍受到货币当局的控制，它们就不能准确预测汇率的变动，因而，实践中主要是通过长期利率反映的。也就是说，短端利差跟资本流动的挂钩作用并无市场担心的那么强。

不过这种对人民币贬值压力，乃至美元指数的判断仍然是一个趋势外推的结果，实际上并不大合理，如若美元保持持续加息，国内进一步面临宽松困境，那么，人民币大概率仍有贬值压力重来的趋势，这种情况下如何抉择呢？

2.2. 贬值压力重来，如何抉择？

首先，通过跟随“上调政策利率”收敛利差应该是杯水车薪：

联储每次加息幅度高达 25BP，如果我们每次跟随 5-10BP，那么随着加息的持续，到 2019 年仍然避免不了倒挂（未来加息 4 次，即使每次跟进 10BP，利差仍然会收窄 60BP）。也就是说要通过收敛利差平衡内外压力，至少需要政策利率每次上调 20 个 BP 左右的幅度。

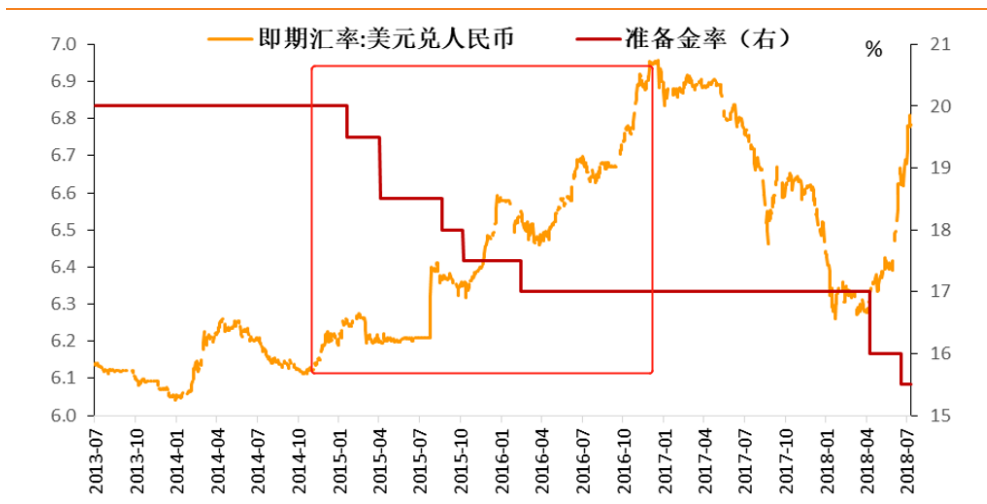
可以看出，这对于货币政策而言，就不是技术性调整，而是实质的“转向”了。

故而，是要讨论在面临外部压力的时候，央行是否会选择放弃国内目标，而基于外围压力“转向”：

其实，这就涉及到对于“蒙代尔不可能三角”中：固定汇率、资本流动和货币政策独立的选择问题了：

央行给的答案是比较明确的，大国状态下优选国内货币政策独立，典型的例如 2014-2015 年，在汇率贬值压力之下，并未停止宽松。

图 11：汇率管控与中美利差



资料来源：WIND，天风证券研究所

在“三元悖论”体系，选择货币政策独立，平衡外部压力的思路比较简单：放弃固定汇率，释放贬值压力。

但是央行的研究表明：在新兴市场，由于不存在自然汇率，贬值预期会自我叠加，使得汇率自由流动加大资本流失压力——蒙代尔的“三元悖论”不成立，往往成立的是“二元悖论”（货币政策独立和资本自由流动只能二者取其一）。

也就是说，汇率贬值不是压力宣泄的渠道，反而会加大资本流失压力，这种背景下，稳定资本流动的第一个思路是稳定汇率。

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

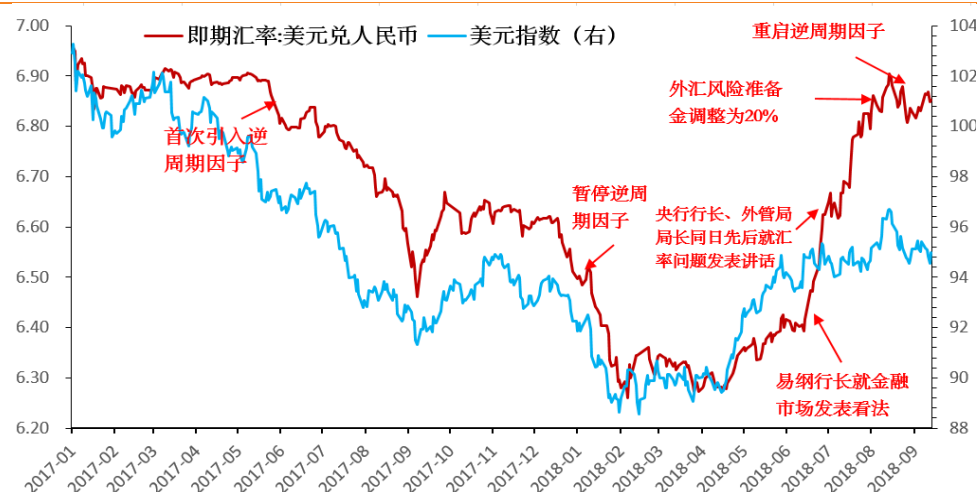
图 12：从三元悖论到二元悖论



资料来源：《宏观经济学》，天风证券研究所

稳定汇率的过程，如果采用直接的外汇市场干预，则会显著消耗外储，这种背景下，央行往往会率先使用行政手段去稳定汇率：今年的汇率干预过程典型的体现了这一特征。

图 13：汇率调控手段更偏行政化



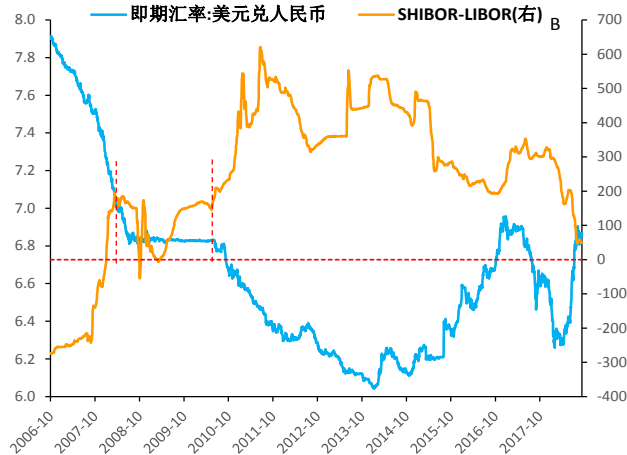
资料来源：WIND，天风证券研究所

如果通过干预手段，逆转市场贬值预期，则由于汇率被“逆周期调控”，那么利率可以获得一定的空间，利差约束相对“偏软”，甚至在强干预下，利差完全可以不成为约束，典型的就是 2010 年之前：

2008 年 8 月确定“以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制度”制度之前，汇率的行政化管控程度较高，可以看出，无论是“SHIBOR-LIBOR”还是“R001-联邦基金利率”之差都处于负利差状态；2010 年，央行公告增加汇率弹性以后，利差继续大幅上行。

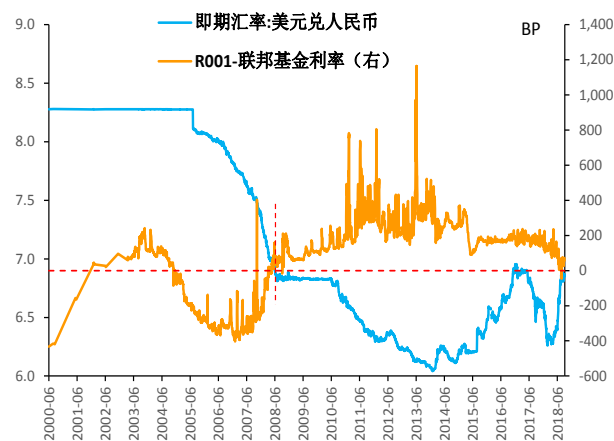
这充分表明一点：在汇率管控背景下，由于利差和汇率脱钩，则“利差”本身并不重要，可以处于负利差状态。

图 14：人民币汇率与“SHIBOR-LIBOR”



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 15：人民币汇率与“R001-联邦基金利率”



资料来源：WIND，天风证券研究所

不过在现行汇率制度下，如果汇率贬值的压力是长期的，则汇率的单边干预是比较难以扭转其走势的，典型的就是 2014-2015 年期间，调控过程中汇率持续贬值。

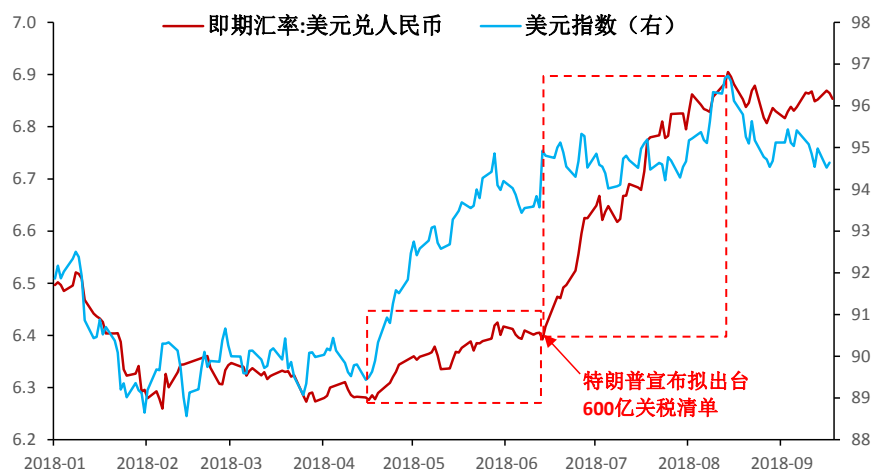
这种背景下，由于贬值预期不能逆转，因而，宏观调控的着力点不在汇率而是着力于管控资本项目流动。这时，由于资本项目被人为管死，则利差是一个“弱约束”，压力不会直接反映在资本流动上，利率会释放出明显的空间。

总结来看：如果联储持续加息，国内经济又偏向下行，由于“二元悖论”下的调控思路问题，无论是“汇率管控”还是“资本管控”，都意味着利差不会作为主要的调控项改变国内货币政策走向，因而，“利差”是个弱约束，央行并不会亦步亦趋地跟随。

2.3. 一种特殊的情况：假如汇率在升值预期下

今年人民币贬值节奏和幅度，充分体现了，贸易战“谈”与“战”对汇率截然不同的影响。如果在加息的中途，中美重新回到谈判桌上，从市场预期和双方谈判的筹码来讲，汇率升值都是一个重要的走向。

图 16：人民币贬值的 2 个阶段



资料来源：WIND，天风证券研究所

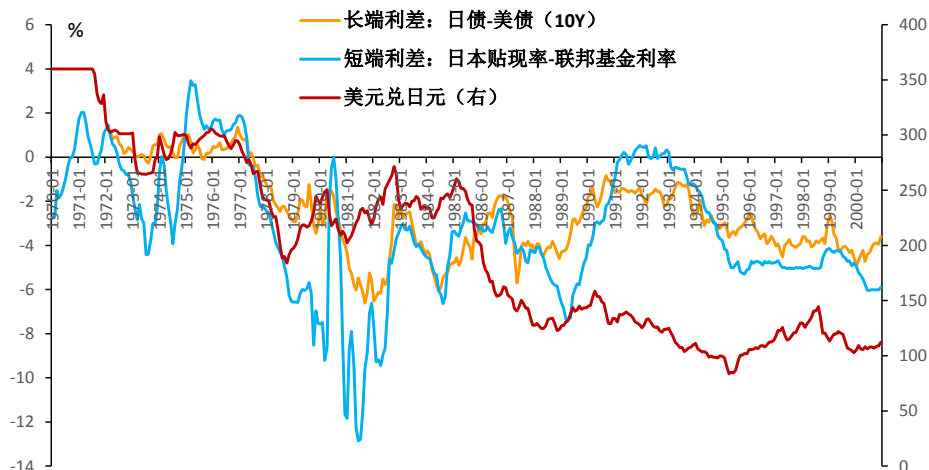
如果贸易战的“谈”带来外生的汇率升值预期，对利差约束有什么影响呢？

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

由于存在持续的升值压力，则市场投资本币资产会有一个汇兑收益，由于汇兑收益存在，只要 $(1+i_d)/(1+i_f) > e^*/e$ (i_d 、 i_f 、 e^*/e 分别代本币利率、外币利率和汇兑收益)，总体上资本都是净流入的，因而，理论上利差可以持续收敛为负。

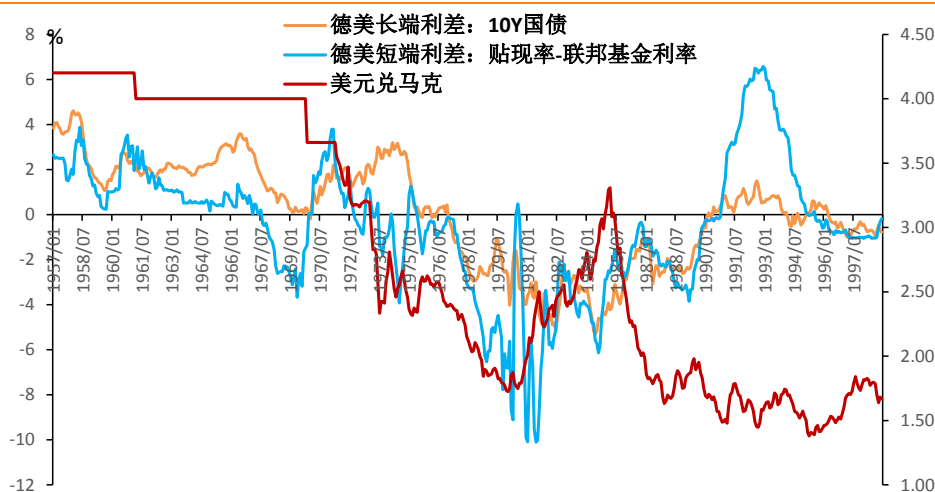
在实践上，日本和德国经验为我们呈现了这一点：在日美、德美贸易摩擦下，日元和德国马克进入持续升值预期，长短端利率都持续走低，低于美国，直到 1992 年贸易战缓和，日元和德国马克升值预期被打散后，日美、德美利差才再度正向收敛。

图 17：美日长端利差



资料来源：IMF，WIND，天风证券研究所

图 18：德美长短端利差



资料来源：IMF，WIND，天风证券研究所

也就是说，理论和实践都表明，在本币汇率存在持续升值预期背景下，本币和外币资产之间的利差可以不断收敛，而典型的汇率先行的例子就是贸易战（为了压缩顺差，逆差国通常要求顺差国货币升值）。

3. 总结：加息途中，中国怎么办？

短期而言，9 月的加息中国大概率并不跟随，另外市场预期的“加息”配比“降准”并不利于央行政策逻辑的实现，因而大概率也不会配比落地。

中长期，如果联储持续加息，在人民币无中长期贬值压力的情况下，利差本身不重要，其持续收敛也并不意味着不在舒服的区间。

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

但是如果，国内宽松需求升级，联储加息节奏依然 较快，人民币汇率重新进入贬值渠道，则至少有以下几点：

（1）单纯 5-10BP 的技术性跟随，无法避免利差大幅走低乃至倒挂，也就无法缓解贬值压力，这种情况下，央行如果为了平衡压力进行跟随，所需要做的是货币政策的大幅转向；

（2）央行在优选货币政策独立的背景下，主要通过汇率的行政调控或资本项目的强制管控来平衡外围压力的，这种背景下利差并不对国内货币政策造成硬约束，负利差状态也在历史同样情况下出现过；

（3）如果贸易战重新进入谈判状态，参照德日经验，持续的中美利差收敛，乃至大幅为负也符合逻辑。

总体上而言，我们并不认为联储的持续加息会改变货币政策独立走势，货币政策的松紧取向仍要基于国内基本面，目前而言，尚不存在转向基础。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995
www.baogaoa.xyz 独家收集 百万报告 实时更新 日更千篇 邮箱：research@tfzq.com			