

加息 25BP，美国“大宽松”未至

2023 年 03 月 23 日

硅谷银行风波后，美联储 3 月加息 25BP，且通过贷款工具扩表近 3000 亿。如何理解这看似矛盾的政策组合？

► 3 月 FOMC 会议点评：衰退或是唯一方向

从公开资料看，美联储选择了“短鸽长鹰”的方式应对银行业风波。

“短鸽”主要体现为两点。第一，美联储将 2023 年终点利率维持在 5.1%，未进一步上调；第二，美联储修改了未来加息的前瞻指引，将声明中“持续的加息合适的”改成了“一些额外的政策紧缩是合适的。这一措辞修改似乎在传达 5 月会议将迎来最后一次加息的信号。

另一方面，美联储小幅上调了 2024 年的利率预测，且支持将利率提高至更高水平的美联储官员数量明显增加。同时，鲍威尔在发布会上强调“今年的基准情况仍是不降息”。这都是美联储在传达长期性的鹰派信号以应对通胀风险。

本次会议中美联储的态度还传达了一个信息：金融稳定并未让位于物价稳定。金融稳定对于当前的美联储来说，并非是一个需要去维护的目标，而是实现物价稳定的工具。

这对于货币政策来说，短期内确实是一个偏鸽派的表述，因为金融风险发生时美联储不会选择铤而走险超预期加息。但对于经济增长来说，我们认为这意味着美国经济未来大概率将结束 2022 年以来“紧货币-宽信用”的状态，“硬着陆”或将是美国经济的唯一方向。

► 如何理解美联储的 3000 亿美元扩表？

美联储在 3 月 8 日至 3 月 15 日当周，资产负债表规模增加了 2976 亿美元。从构成上讲，扩表以折现窗口贷款（1483 亿美元）和 FDIC 贷款（1428 亿美元）为主，新的流动性工具 BTFP（12 亿美元）占比很低。

为什么折现窗口用量比 BTFP 高那么多？

两者比较，BTFP 利率更低，抵押品折价更低，期限更长、但抵押品范围偏窄。理论上，存款机构的融资偏好应该是“BTFP>折现窗口”。目前折现窗口使用规模更高的原因，我们认为或是很多想要在 BTFP 融资的存款机构并没有足够的合格抵押品。事实也如此，缺少合格抵押品的第一共和银行占据了折现窗口贷款的大部分。

折现窗口用量超越了 08 年金融危机水平，美国是否面临流动性危机？

当前银行系统所需要的准备金规模远高于 08 年，故不能简单比较规模。现在折现窗口用量占银行准备金的比重远小于 08 年金融危机时期。同时，各类流动性指标也表明，美国流动性状况有所收紧，但还远不能称之为“危机”。

► 这是不是意味着美联储重启了 QE？是不是会推升资产价格和通胀？

原理上，贷款工具释放的是“短久期、高成本”流动性，和量化宽松差异巨大。

历史经验表明，贷款工具释放的短久期和高成本流动性，很难流入金融资产。

2019 年 9 月“美国回购风波”时期的宏观环境和现在比较相似。美联储当时通过隔夜回购工具释放流动性，且都面临收益率曲线倒挂的局面。理论上，这时借入美联储流动性去购买美债是不合算的。数据表明，当时存款机构几乎没有增持美债，共同基金等资管机构的头寸甚至出现下降。因此，折现窗口和 BTFP 释放的流动性也不会成规模地进入金融资产，对市场利率的压制作用不会显著。

贷款工具释放的流动性也很难通过信贷流入实体，对增长和通胀的拉动很小。

首先，我们很难想象银行在获得美联储的短久期高成本流动性后，会选择继续将其期限错配至信贷上，而不是用来满足流动性需求。

同时，同时，欧洲的经验也告诉我们，短久期的流动性释放对信贷的刺激非常有限。欧债危机后欧央行的“超长期再融资操作”（VLTRO）无法刺激银行信贷增长。

综上，美联储扩表的流动性很难流入金融资产和实体经济，以达到“大放水”、“大宽松”等目的。这些资金主要用于满足短期流动性需要，和中长期的货币紧缩政策并不冲突。

风险提示：海外地缘政治发展超预期；疫情发展超预期；海外货币政策超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

分析师 谭浩弘

执业证书：S0100522100002

电话：18221912539

邮箱：tanhaohong@mszq.com

相关研究

1. 2022 年 12 月经济数据点评：复苏交易仍可持续-2023/01/17
2. 全球大类资产跟踪周报：预期差的定价-2023/01/15
3. 超额流动性研究（四）：从“贫富分化”看超额储蓄流向-2023/01/12
4. 2022 年 12 月金融数据点评：政府杠杆的尽头-2023/01/11
5. 全球大类资产跟踪周报：流动性行情延续-2023/01/08

目录

1 3月FOMC会议点评：衰退是唯一方向	3
1.1 “短鸽长鹰”的会议声明和点阵图	3
1.2 金融稳定未让位于物价稳定，“硬着陆”或是唯一方向	4
2 如何理解美联储的3000亿美元扩表？	6
2.1 扩表到底扩了什么？	6
2.2 折现窗口用量的高增不意味着美国出现流动性危机	6
3 美联储重启QE了吗？	9
3.1 贷款工具和量化宽松有较大区别	9
3.2 贷款工具释放的流动性难以推升资产价格或流入实体	9
4 风险提示	12
插图目录	13

1 3 月 FOMC 会议点评：衰退或是唯一方向

1.1 “短鸽长鹰”的会议声明和点阵图

在 3 月议息会议中，美联储继续加息 25BP，会议声明和点阵图都出现了有趣的变化。

与 2 月份相比，3 月份的会议声明有三处明显的变动：

第一，将“通胀有所放缓”改为“通胀仍然高企”。这一表述的改动对应的是 2 月份 CPI 报告显示的美国通胀超预期韧性。（可参考报告《美联储加息周期要终结了吗？》）

第二，强调了美国银行系统的稳定性，但表示银行业风波带来的信贷收紧可能会压制经济。美联储将原来“俄乌冲突为全球经济前景施加了不确定性”的表述换成了对近期银行业风波的点评。尽管美联储认为美国银行系统稳定且有弹性，但表示美国未来可能会迎来“紧信用”。

第三，修改了未来加息的前瞻指引。3 月声明中将“持续的加息是合适的”（ongoing increases in the target range）表述改成了“一些额外的政策紧缩是合适的”（some additional policy firming）。这一措辞修改似乎在传达 5 月会议将迎来最后一次加息的信号。

除会议声明外，美联储也发布了对美国经济以及未来政策利率的最新预测。

美联储上调近两年通胀预测的同时，却降低了对 2023 年的失业率和经济增长预测。；一般来说，失业率和经济增长总是反向变动。美联储“矛盾”的经济预测表明其预计火热的劳动力市场可以让经济和通胀在降温的同时失业不至于大幅上升，也就是所谓的“软着陆”。

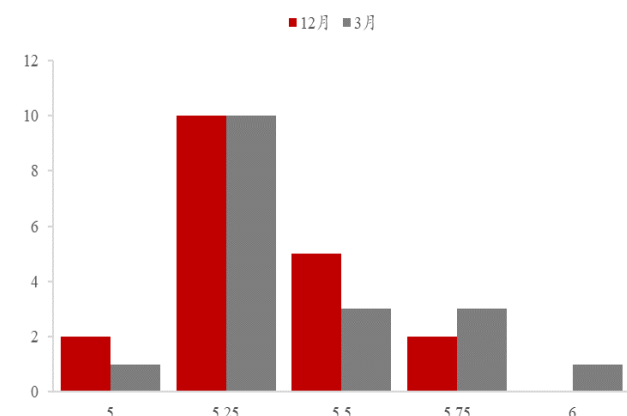
最新点阵图显示，美联储官员对通胀的风险更加重视。虽然 3 月份点阵图未改变对 2023 年底的利率预测（维持在 5.1%），但却小幅上调了对 2024 年底的利率预测（4.1% 上调至 4.3%）。更重要的是，点阵图的分布显示，支持将利率提高至更高水平的美联储官员数量明显增加。这或意味着，美联储内部对通胀风险的判断是偏悲观的。鲍威尔在发布会中也表示，假如没有出现近期的银行业风波，美联储可能会考虑上修其加息路径。

总的来说，从公开资料看，美联储选择了“短鸽长鹰”的方式应对银行业风波。即传达偏鸽派的加息指引且未进一步上调终点利率。但是点阵图的结构变化，以及鲍威尔在发布会上强调“今年的基准情况仍是不降息”的举动，仍在传达长期性的鹰派信号以应对通胀风险。

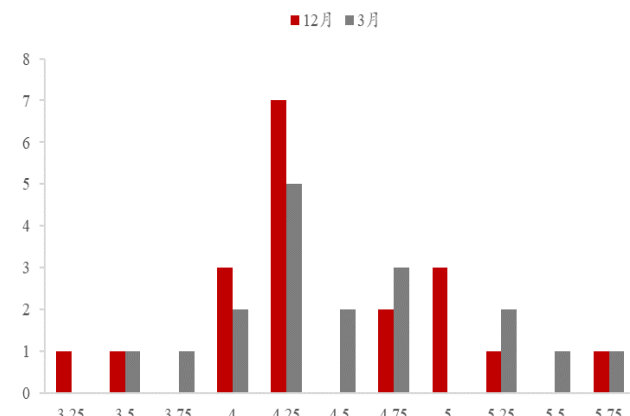
图 1：2023 年 3 月美联储经济数据预测

	%	2023	2024	2025	长期
实际GDP增速	3月预测	0.4	1.2	1.9	1.8
	12月预测	0.5	1.6	1.8	1.8
失业率	3月预测	4.5	4.6	4.6	4.0
	12月预测	4.6	4.6	4.5	4.0
PCE通胀	3月预测	3.3	2.5	2.1	2.0
	12月预测	3.1	2.5	2.1	2.0
核心PCE通胀	3月预测	3.6	2.6	2.1	
	12月预测	3.5	2.5	2.1	

资料来源：美联储，民生证券研究院

图 2：最新点阵图对 2023 年底利率预测的分布


资料来源：美联储，民生证券研究院

图 3：最新点阵图对 2024 年底利率预测的分布


资料来源：美联储，民生证券研究院

1.2 金融稳定未让位于物价稳定，“硬着陆”或是唯一方向

在 3 月会议前，市场关注的焦点是美联储如何平衡“金融稳定”这一隐性政策目标和“物价稳定”这一显性政策目标。

我们认为，本次会议中美联储的态度传达了一个信息：金融稳定并未让位于物价稳定。

会议前，部分市场参与者认为美联储为了维护美国金融稳定，或将选择停止加息甚至降息（加息可能会进一步加大银行资产端的未实现亏损，以及收窄银行的净息差）。

在本次会议中，鲍威尔屡次提到“银行业风波带来的信贷收紧是加息的替代”。加息压制经济需求的一个重要渠道本就是收紧银行信贷，而因为硅谷银行事件可能在未来一段时间里让银行系统主动或被动地收紧信贷条件，因此加息的高度可以适当降低。

这意味着，金融稳定对于当前的美联储来说，并非是一个需要去维护的目标，而是实现物价稳定的工具。这对于货币政策来说，短期内确实是一个偏鸽派的表述，因为金融风险发生时美联储不会选择铤而走险超预期加息。但对于经济增长来说，我们认为这意味着未来“硬着陆”或是美国经济的唯一方向。

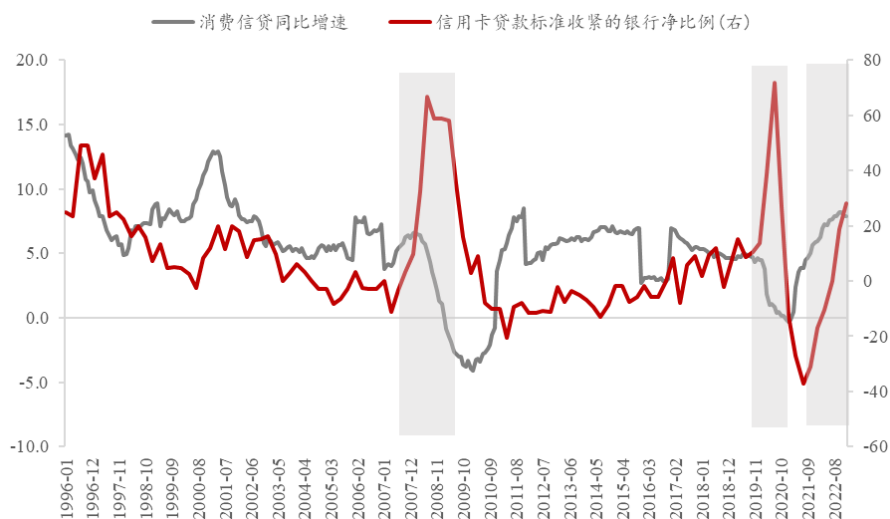
对于美联储来说，未来只有两个情况。

一个是银行信贷条件因硅谷银行事件而显著收紧。这种情况下，美国经济会承受较大压力。受消费信贷支撑的美国居民消费或将迎来下行，受益于金融条件转松的房地产数据反弹也不会持续。

另一种情况是，美国银行的信贷条件并没有持续性地收紧，这时候美联储为了应对通胀压力或将不得不超预期加息。鲍威尔在发布会中提到，美联储没有在 3 月份采取进一步的行动主要是认为信贷条件的收紧替代了部分加息的作用。而一旦这种“替代关系”不成立，进一步加息或无可避免。

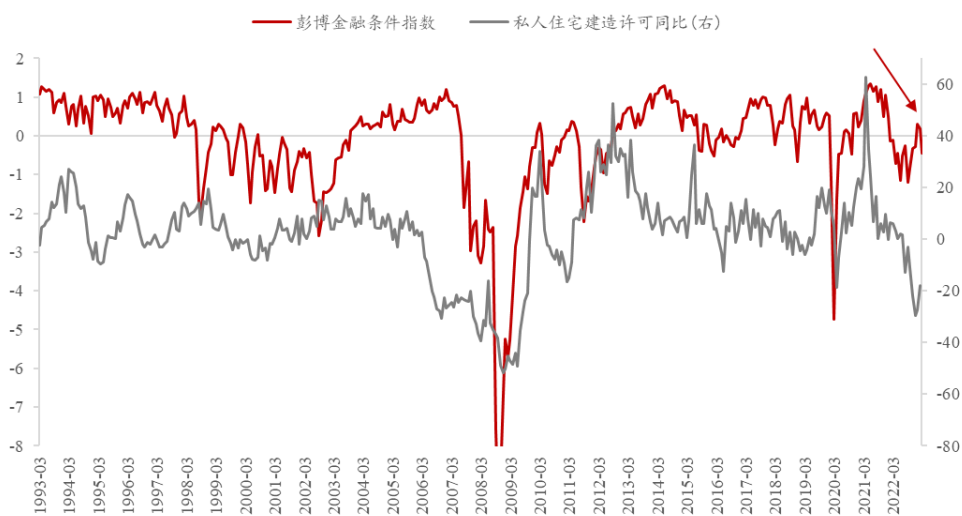
因此，我们认为美国经济未来大概率将结束 2022 年以来“紧货币-宽信用”的状态，并走向衰退。

图 4：信贷条件的收紧将令消费信贷扩张受阻（单位：%）



资料来源：美联储，民生证券研究院

图 5：金融条件转松导致的房地产数据反弹或难以持续（右：%）



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

2 如何理解美联储的 3000 亿美元扩表？

3 月会议前，美联储资产负债表规模增加了近 3000 亿美元。部分投资者认为美联储正重启 QE 投放流动性，且加息和缩表可能很难持续，事实是否如此？

2.1 扩表到底扩了什么？

美联储在 3 月 8 日至 3 月 15 日当周（下称当周）资产负债表规模增加了 2976 亿美元，这部分新增资产主要包括三个部分：

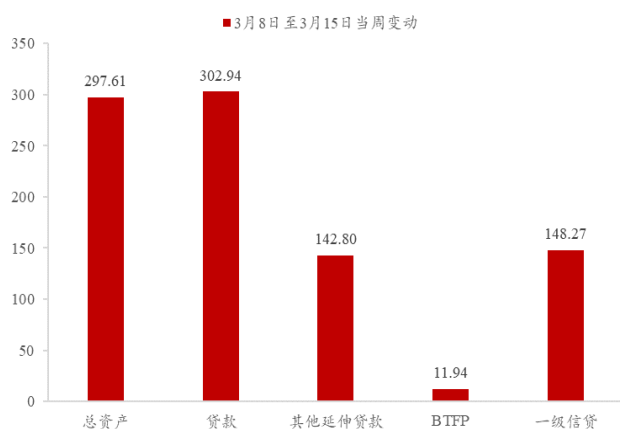
第一，折现窗口贷款。折现窗口贷款包括一级信贷、二级信贷和季节性信贷，由于“一级信贷”（Primary Credit）占折现窗口绝大多数的用量，我们主要关注其变动（下文折现窗口默认等同为一级信贷），这一科目在当周上升了 1483 亿美元。

第二，给 FDIC 的贷款。这个与 FDIC 创立的过渡性银行有关（用于破产清算和寻找购买人期间的业务维持），这一科目当周上升了 1428 亿美元。

第三，银行期限借款计划(BTFP)。BTFP 是美联储新创设的流动性工具，属于面向美国存款机构的抵押贷款。这一科目当周上升了 12 亿美元。

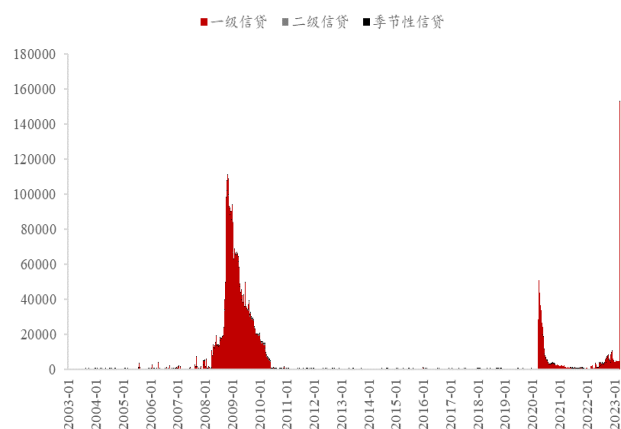
总的来说，当周扩表以折现窗口贷款和 FDIC 贷款为主，新的流动性工具 BTFP 占比很低。

图 6：美联储扩表构成（单位：十亿美元）



资料来源：美联储，民生证券研究院

图 7：折现窗口一直以一级信贷为主（单位：百万美元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

2.2 折现窗口用量的高增不意味着美国出现流动性危机

折现窗口是美联储充当“最后贷款人”的主要手段之一，且由于其具有“污点效应”，因此不到万不得已，存款机构一般不会从折现窗口借入资金。历史上，折现窗口用量增加的时候，往往是美国流动性偏紧，甚至出现流动性危机的时候，这一次是否不一样？

当存款机构向美联储寻求借款时，可以使用折现窗口或 BTFP。那么问题来了，为什么折现窗口用量比 BTFP 高那么多？

从交易对象看，折现窗口面向“财务状况安全的存款机构”，这并不是一个严苛的标准。而 BTFP 面向的对象是“适用于一级信贷的存款机构”，两个设施的合适对手方并无本质区别。

折现窗口与 BTFP 的差异主要在融资利率、期限和抵押品范围。当前折现窗口的利率为 4.75%，BTFP 为 4.71%(3 月 15 日)，自面世以来，BTFP 在大部分时间里利率都要低于折现窗口。

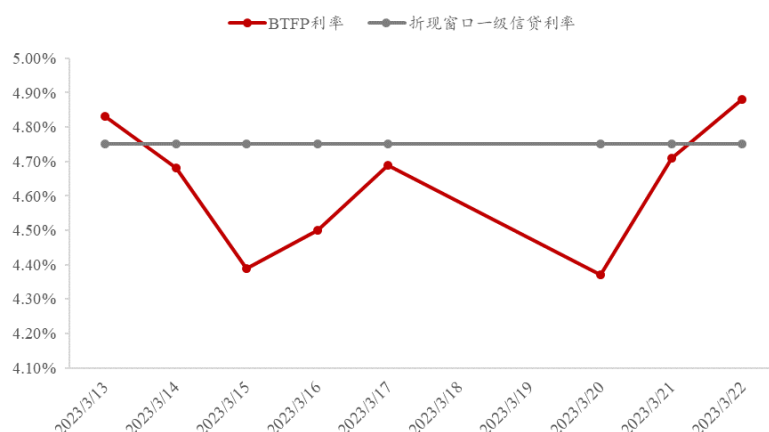
期限上折现窗口偏短期，最多可借 90 天，BTFP 则为一年。抵押品方面，折现窗口接受的种类广泛，使用市值计价，且会视抵押品的质量施加一定的折价(haircut)；而 BTFP 仅接受美债、机构担保 MBS 等安全资产，但使用面值计价，且融资折价为 0。

总的来讲，BTFP 利率更低，抵押品折价更低，期限更长、但抵押品范围偏窄。

因此，对于存款机构来说，在没有约束的情况下，其融资偏好应该是“BTFP>折现窗口”。目前折现窗口使用规模更高的原因，我们认为或是很多想要在 BTFP 融资的存款机构并没有足够的合格抵押品。

现实也确实如此。3 月 16 日第一共和银行发表公告称，截至 3 月 15 日，一共从美联储折现窗口以 4.75% 的利率借款 1090 亿美元。也就是说，**超过三分之二的折现窗口用量是由第一共和银行发起的**。同时，我们在其年报中可知，截至 2022 年底，第一共和银行共持有约 100 亿美元的 BTFP 合格抵押品（美债+机构担保 MBS+政府信用机构发行的债券），规模较低。因此，合格抵押品范围偏窄可能确实是当前制约美国存款机构使用 BTFP 的最主要原因。

图 8：自面世以来，BTFP 在大部分时间里利率都要低于折现窗口



资料来源：美联储，民生证券研究院

图 9：第一共和银行持有的 BTFP 合格抵押品规模不高

Investments

The following table presents the investment portfolio:

(\$ in millions)	December 31,	
	2022	2021
Debt securities available-for-sale:		
Agency residential MBS	\$ 2,160	\$ 1,829
Other residential MBS	10	15
Agency commercial MBS	1,130	1,490
Securities of U.S. states and political subdivisions—taxable	47	47
Total	\$ 3,347	\$ 3,381
Debt securities held-to-maturity:		
U.S. Government-sponsored agency securities	\$ 165	\$ 100
Agency residential MBS	2,003	1,380
Other residential MBS	8	9
Agency commercial MBS	5,331	2,719
Securities of U.S. states and political subdivisions:		
Tax-exempt municipal securities	17,644	15,011
Tax-exempt nonprofit debentures	69	72
Taxable municipal securities	1,726	1,632
Corporate debt securities	1,413	1,378
Total	28,359	22,301
Less: Allowance for credit losses	(11)	(9)
Debt securities held-to-maturity, net	\$28,348	\$22,292
Equity securities (fair value):		
Mutual funds and marketable equity securities	\$ 24	\$ 28

资料来源：第一共和银行 10-K，民生证券研究院

第二个问题是，折现窗口用量超越了 08 年金融危机水平，这是否意味着美国正面临像次贷危机一样的流动性危机？

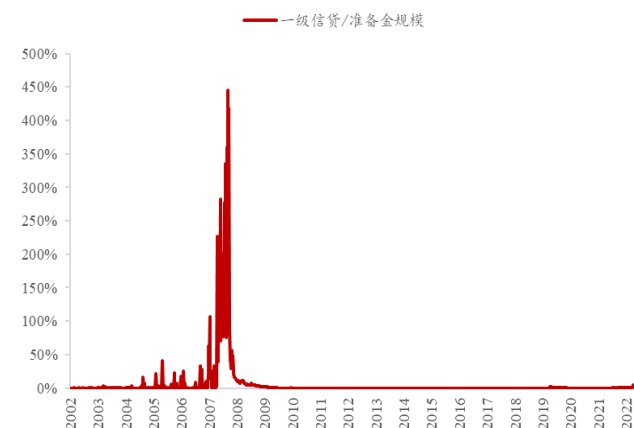
在金融危机后，美联储实行了大规模的量化宽松，这带来的一个直接后果是美国银行系统准备金规模飙升，进入“充裕准备金”时代。同时，在巴塞尔 III 条例的监管下，银行日常所需的准备金规模也比金融危机前大幅增加。**这意味着，我们不能直观地比较当前和 08 年折现窗口的用量。**如果我们用一级信贷用量占银行准备金规模比重去观察，当前这一比例仅为 4.4%，而 08 年金融危机时期一度超过 400%。

一些常用的流动性指标，如 99%分位数联邦基金有效利率和 SOFR，显示美国流动性状况有所收紧，但还远不能称之为“危机”。

另一方面，08 年金融危机时期，美联储还通过像一级交易商信贷设施 (PDCF)、期限拍卖设施(TAF)、期限资产支持证券贷款设施(TALF)等工具投放流动性，折现窗口并不是最主要手段。

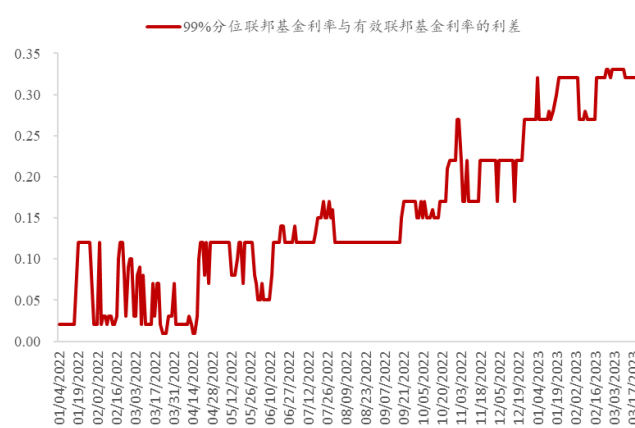
总的来说，目前美国金融系统尚未出现“流动性危机”。

图 10：08 年折现窗口用量一度占准备金超 400%



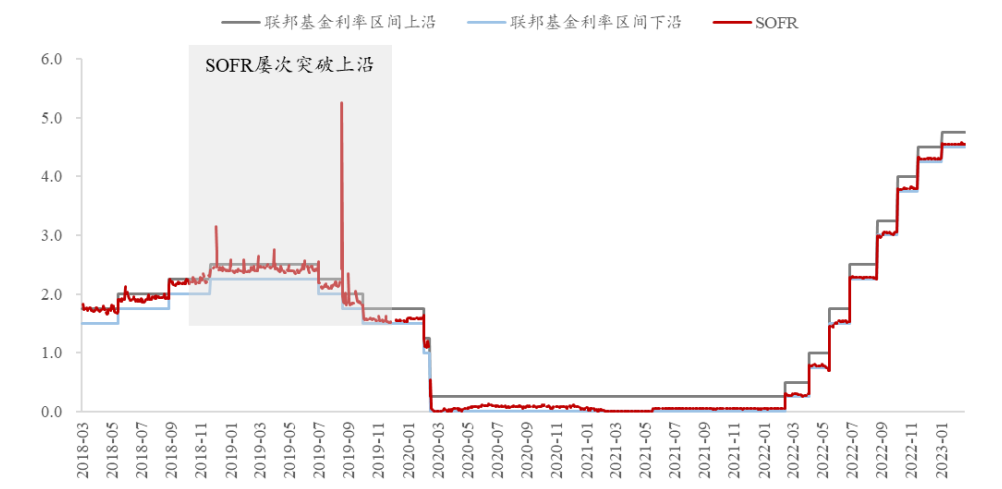
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 11：中小银行的融资成本有所上升(单位:BP)



资料来源：纽约联储，民生证券研究院

图 12：目前美国货币市场隔夜回购利率保持稳定（单位：%）



资料来源：美联储，民生证券研究院

3 美联储重启 QE 了吗？

3.1 贷款工具和量化宽松有较大区别

从资产负债表变动看，贷款工具（如折现窗口和 BTFP）的使用都让美联储扩表，又将商业银行的资产（债券或贷款）置换成为准备金，看起来和量化宽松非常相似。但实际上，两者有几个明显的区别。

第一，量化宽松释放的流动性成本为零，但贷款工具有成本。

量化宽松是美联储通过资产购买“置换”了商业银行表内的合格资产，由此产生的准备金是没有成本的。但折现窗口和 BTFP 的利率成本明显偏高，都高于市场的借款利率，这就是所谓的“白芝浩原则”。

第二，量化宽松释放的流动性久期较长，但贷款工具资金久期较短。

量化宽松产生的准备金可以看作是“零成本的永续客户存款”，并不存在流失的风险。而上文提到，折现窗口借入的资金期限最多 90 天，BTFP 则为一年，在久期上和量化资金产生的准备金有明显区别。负债久期的差异（严格上说，量化宽松并不会让银行负债端变化）往往导致了其支撑的业务不同。

第三，量化宽松属于主动的流动性投放，而贷款工具偏被动。

量化宽松是美联储主动置换金融体系中的资产，目的是让金融机构（如银行）进行资产再平衡，即为追求收益，不得不拿这笔资金去投资风险更高的资产（如放贷），从而达到刺激经济的目的。但贷款工具的使用往往是存款机构自身遭遇流动性问题时，向美联储求助。得到的资金往往用于满足流动性需求（业务的结转、存款提取等），一般不用于投资。

3.2 贷款工具释放的流动性难以推升资产价格或流入实体

假如我们把贷款工具造成的扩表等同于量化宽松，那么直觉上，这种“放水”或将推升资产价格、压低市场利率、并可能会流入实体并推升通胀。然而**基于量化宽松和贷款工具所释放流动性的差异，我们认为贷款工具释放的流动性难以推升资产价格或流入实体。**

历史经验表明，贷款工具释放的短久期和高成本流动性，很难流入金融资产。

2019 年 9 月“美国回购市场风波”时期与现在有一定的相似之处。当时也是美国流动性偏紧，美联储使用隔夜回购工具（可以看作是期限为 1 天的抵押借款，利率等于联邦基金利率区间上限）向市场投放流动性。因此，当时所释放的流动性也是“短久期和高成本”的。

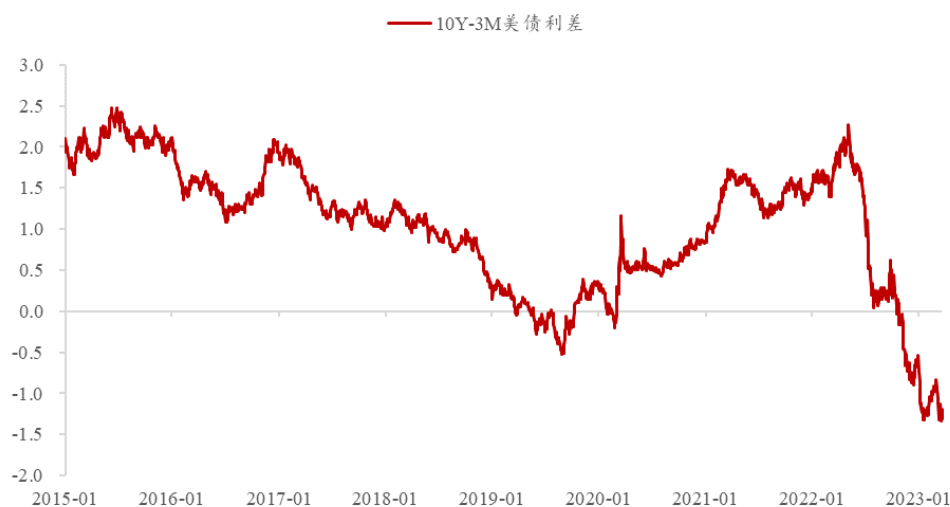
同时，2019 年美国收益率曲线出现倒挂，这对于金融机构来说意味着“借短贷长”业务利润的压缩，特别是美联储贷款工具的利率本就高于市场同期限的借款利率。因此在理论上，借入美联储流动性去购买美债的行为是不合算的，这与当前美债利率倒挂的环境一致。

现实也确实如此。美国金融账户数据显示，**在 2019 年 Q3 至 2020 年 Q1 这段时间里，美国金融机构，特别是存款机构几乎没有增持美债，共同基金等资管机构的头寸甚至出现下降。**这时候美债最主要的增持部门是货币基金，这可能与疫情初期美国大量发行短期债务以进行财政刺激有关。

因此，我们认为在当前收益率曲线倒挂的环境下，折现窗口和 BTFP 释放的流动性也不会

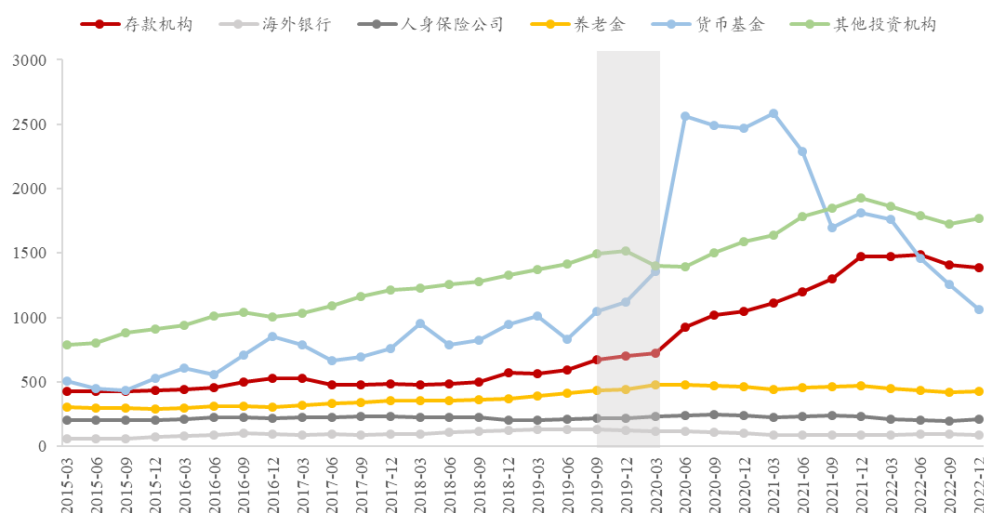
成规模地进入金融资产，对市场利率的压制作用不会显著。

图 13：2019 年和现在美国都面临收益率曲线倒挂的环境（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 14：2019 年 Q3-2020Q1 期间，存款机构基本没有增持美债（单位：十亿美元）



资料来源：美联储，民生证券研究院

我们预计贷款工具释放的流动性也很难通过信贷流入实体，因此对经济增长和通胀的拉动微乎其微。

硅谷银行事件本来就反映了美国中小银行负债端脆弱和期限错配严重的问题，因此我们很难想象银行在获得美联储的短久期低成本流动性后，会选择继续将其期限错配至信贷上，而不是用来满足流动性需求。

同时，欧洲的经验也告诉我们，短久期的流动性释放对信贷的刺激非常有限。欧债危机后，欧央行推出“超长期再融资操作”（VLTRO）工具以释放流动性。不过由于这一工具允许银行提前偿还，因此其实际久期并不长。我们可以看到，大部分银行都选择提前还款，这在数据上体

现为欧央行资产端 VLTRO 规模短期内的骤升和骤降。同期欧洲银行信贷增速仍然低迷，这说明这部分流动性并没有真正流入实体。

无论是逻辑推断还是历史经验都告诉我们，美联储贷款工具释放的流动性大概率不会刺激信用投放。

图 15：超长期再融资操作的使用并没有刺激银行信贷增长（左：百万欧元，右：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

综上，由于美联储贷款工具释放的流动性具有“短久期、高成本”的特征，和量化宽松较为不同。这部分资金也很难流入金融资产和实体经济，以达到“大放水”、“大宽松”等目的。

4 风险提示

1) **海外地缘政治发展超预期。**若地缘政治影响范围和时间继续超过预期，会导致金融市场的波动难以判断，导致与本文展望出现较大偏差。

2) **疫情发展超预期。**若全球疫情发展超预期，可能会对各国经济增长以及货币政策构成冲击。

3) **海外央行货币政策超预期。**若由于海外政策超预期，会导致金融市场波动极大，资产价格变化放大，从而影响对后续市场走向判断。

插图目录

图 1: 2023 年 3 月美联储经济数据预测.....	3
图 2: 最新点阵图对 2023 年底利率预测的分布.....	4
图 3: 最新点阵图对 2024 年底利率预测的分布.....	4
图 4: 信贷条件的收紧将令消费信贷扩张受阻 (单位: %)	5
图 5: 金融条件转松导致的房地产数据反弹或难以持续 (右: %)	5
图 6: 美联储扩表构成 (单位: 十亿美元)	6
图 7: 折现窗口一直以一级信贷为主 (单位: 百万美元)	6
图 8: 自面世以来, BTFP 在大部分时间里利率都要低于折现窗口.....	7
图 9: 第一共和银行持有的 BTFP 合格抵押品规模不高	7
图 10: 08 年折现窗口用量一度占准备金超 400%	8
图 11: 中小银行的融资成本有所上升(单位:BP).....	8
图 12: 目前美国货币市场隔夜回购利率保持稳定 (单位: %)	8
图 13: 2019 年和现在美国都面临收益率曲线倒挂的环境 (单位: %)	10
图 14: 2019 年 Q3-2020Q1 期间, 存款机构基本没有增持美债 (单位: 十亿美元)	10
图 15: 超长期再融资操作的使用并没有刺激银行信贷增长 (左: 百万欧元, 右: %)	11

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026