



钟摆的另一端： 美国从二胀到衰退担忧

报告日期： 2024年05月21日

- 分析师：杨芹芹
- SAC编号：S1050523040001

研究创造价值

核心结论：

拆解居民需求、劳动市场、地产市场、库存周期、银行风险、通胀分项，发现**美国需求缓降，就业缺口弥合，通胀风险可控，降息空间犹存，衰退担忧再起**。当前和2023年10月底行情相似，随着地缘冲突和通胀压力缓和，降息预期升温，**美债顶部确认。且本轮美债优于美股**，主要是流动性收敛、基本面更弱，且估值处于相对高位，美股空间恐难及2023年四季度。

美国经济韧性减弱：居民压力显现，就业结构分化，地产反弹乏力，企业曲折补库

居民部门：储蓄值和储蓄率降至疫情后新低，还款压力已来到2008年衰退时水平；

劳动市场：低端就业已回补至疫情前水平，政府就业支撑减弱，就业不及预期成为新常态；

地产市场：购房压力加大，居民需求回落，叠加库存高位，地产市场降温，房价上行受阻；

企业库存：小企业信心指数持续回落，大部分企业库销比处于高位，结构性补库一波三折；

银行风险：商业地产仍有拖累，但主要集中在小银行，整体风险可控，很难再次倒逼货币宽松。

美国二胀风险缓解：油价回落，房价承压，薪资回落，降息空间犹存

能源通胀：短期看地缘局势和VIX，伊以冲突边际缓和，VIX逐步回落；

房租通胀：市场关注重点，主要看房租通胀跟随市场租金回落还是房价走势抬头；

服务通胀：超级核心通胀看薪资，随着薪资增速放缓，工资-通胀传导下，服务通胀逐步降温；

降息预期升温：4月非农不及预期+核心CPI同比创三年来最低增速，通胀压力趋缓，9月降息概率升至80%以上。

大类资产配置策略：海外从通胀交易到衰退交易，美债优于美股

美债：4.74%的顶部确认，后续走势取决于通胀。若房租通胀可控，转向衰退交易，美债收益率或触及4%。若房租通胀抬头，软着陆预期强化，美债收益率终点在4.2%附近；

大宗：黄金震荡上行，行情催化从抗通胀转为实际利率下行；铜铝静待库存周期；

美元指数：虽有降息预期，但考虑到日元、欧元弱势运行，预计美元指数高位震荡；

美股：市场情绪逐步修复，但短期财政部发债规模回落推动Onrrp回升，准备金抽水，且基本面预期下修，美股空间受限，交易更集中在确定性较高的信息技术等成长板块。

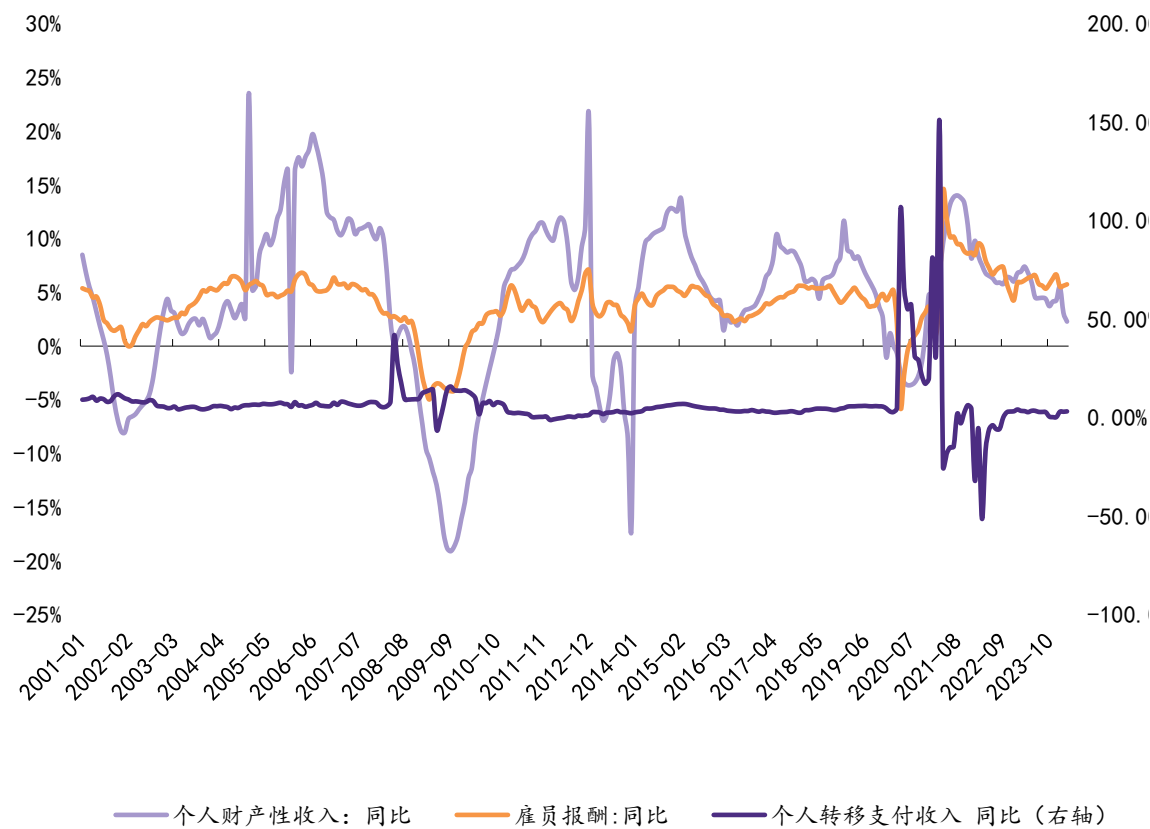
- 1、**联储政策不及预期**
- 2、**地缘政治风险再起**
- 3、**美国经济超预期走弱**

01. 居民部门： 收入增速放缓，还款压力显现，消费韧性减弱

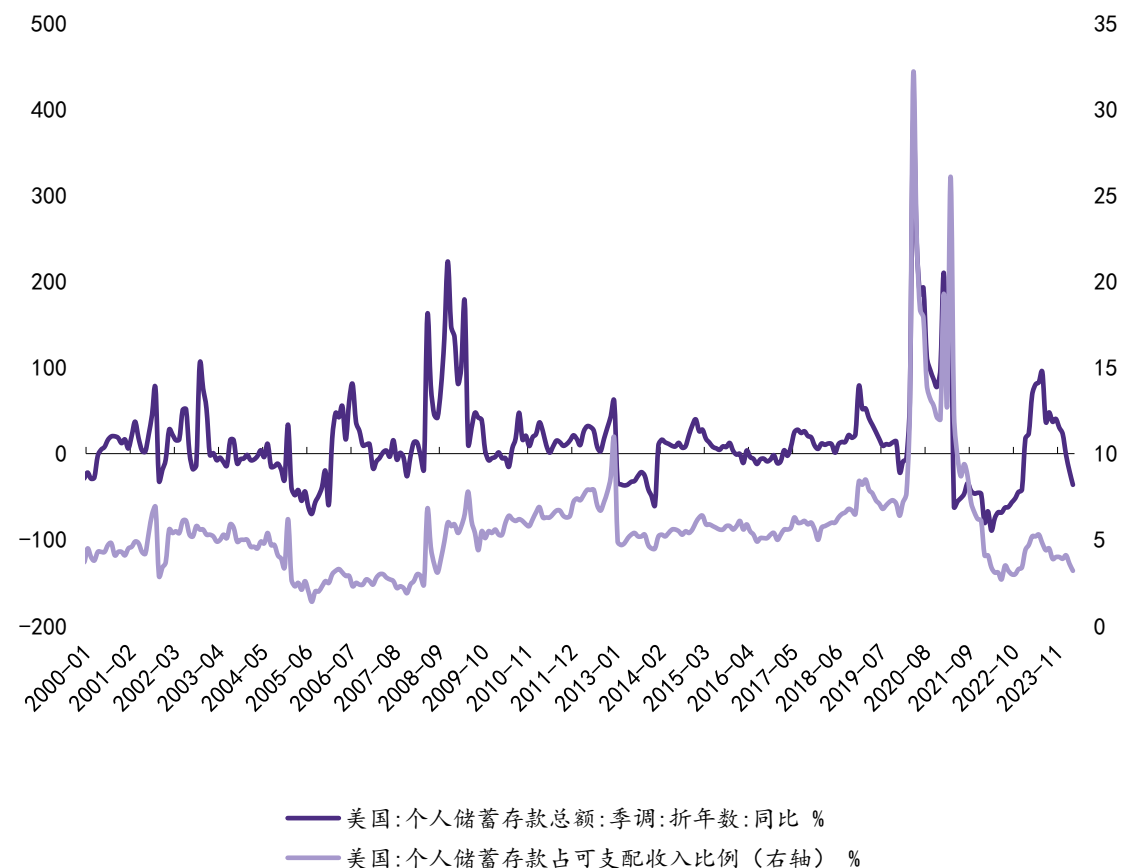
居民收入增速放缓，储蓄值和储蓄率大幅回落

- ◆ 疫情后美国居民收入经历了三次完美接力：转移支付-工资增长-财富收入，对居民需求形成了较好的支撑；
- ◆ 但是当前美国财政限制，转移支付不再，工资增速放缓，财富效应收敛，对居民需求的压制也逐渐显现。

美国居民收入各项增速均在减少



储蓄值和储蓄率也来到了疫情后的新低

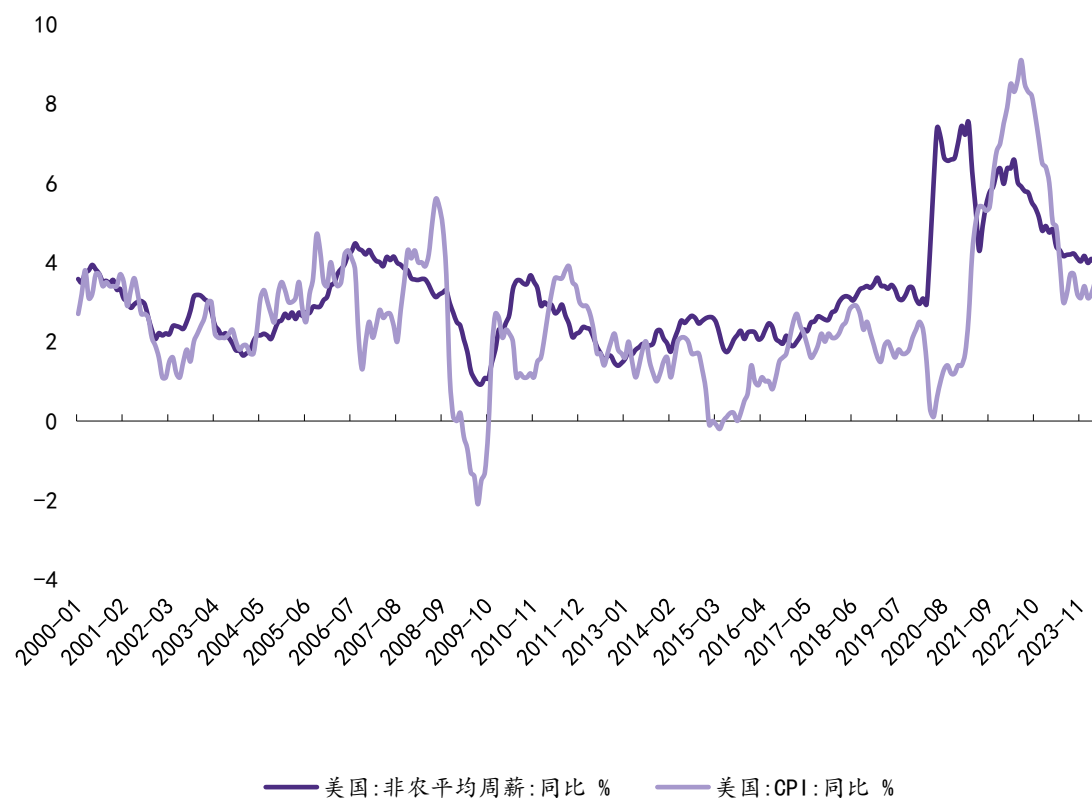


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

居民薪资增速持续下行，疫情后首次回落至4%以下

◆ 当前美国时薪增速逐步回落，疫情后同比首次回落至4%以下，可支配收入也出现持续下行，需求韧性逐渐消退。

薪资收入持续回落的同时通胀出现抬头迹象



可支配收入增速随之下行

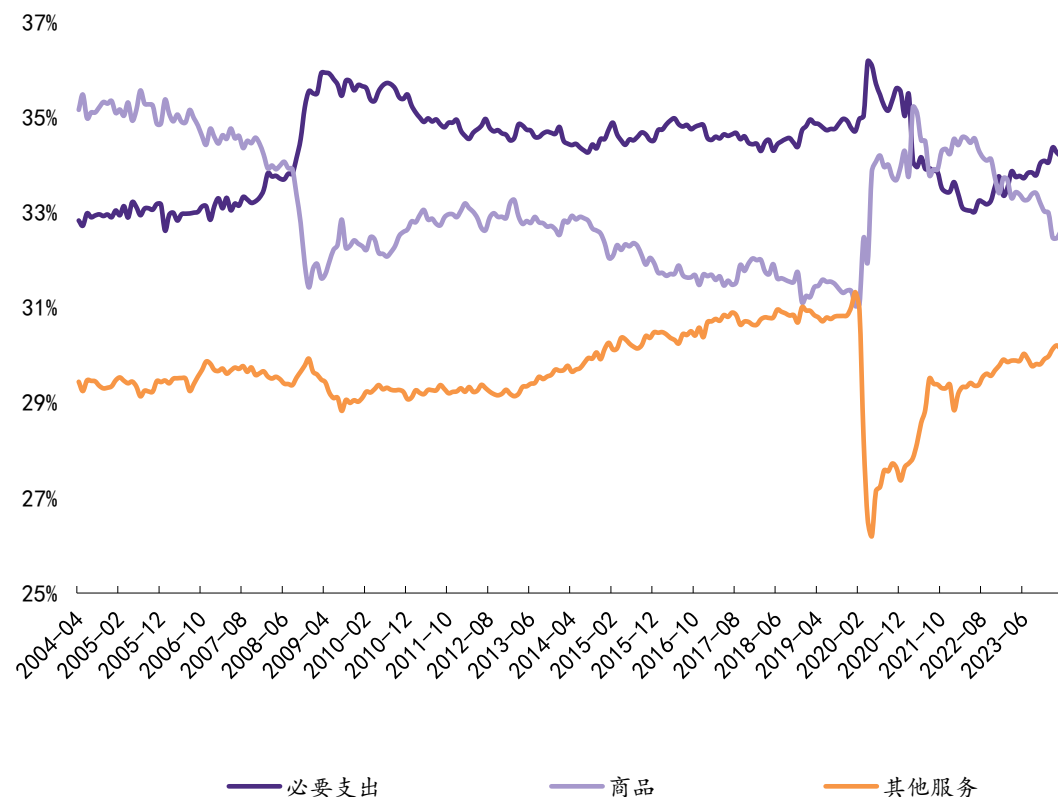


资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

必要支出占比上行，生活成本持续抬升

◆ 居民消费结构开始出现了必要支出上行、商品消费回落的格局，服务消费则是一直没有回到疫情前水平。

必要支出占比开始上行



必要支出增速一直保持高位

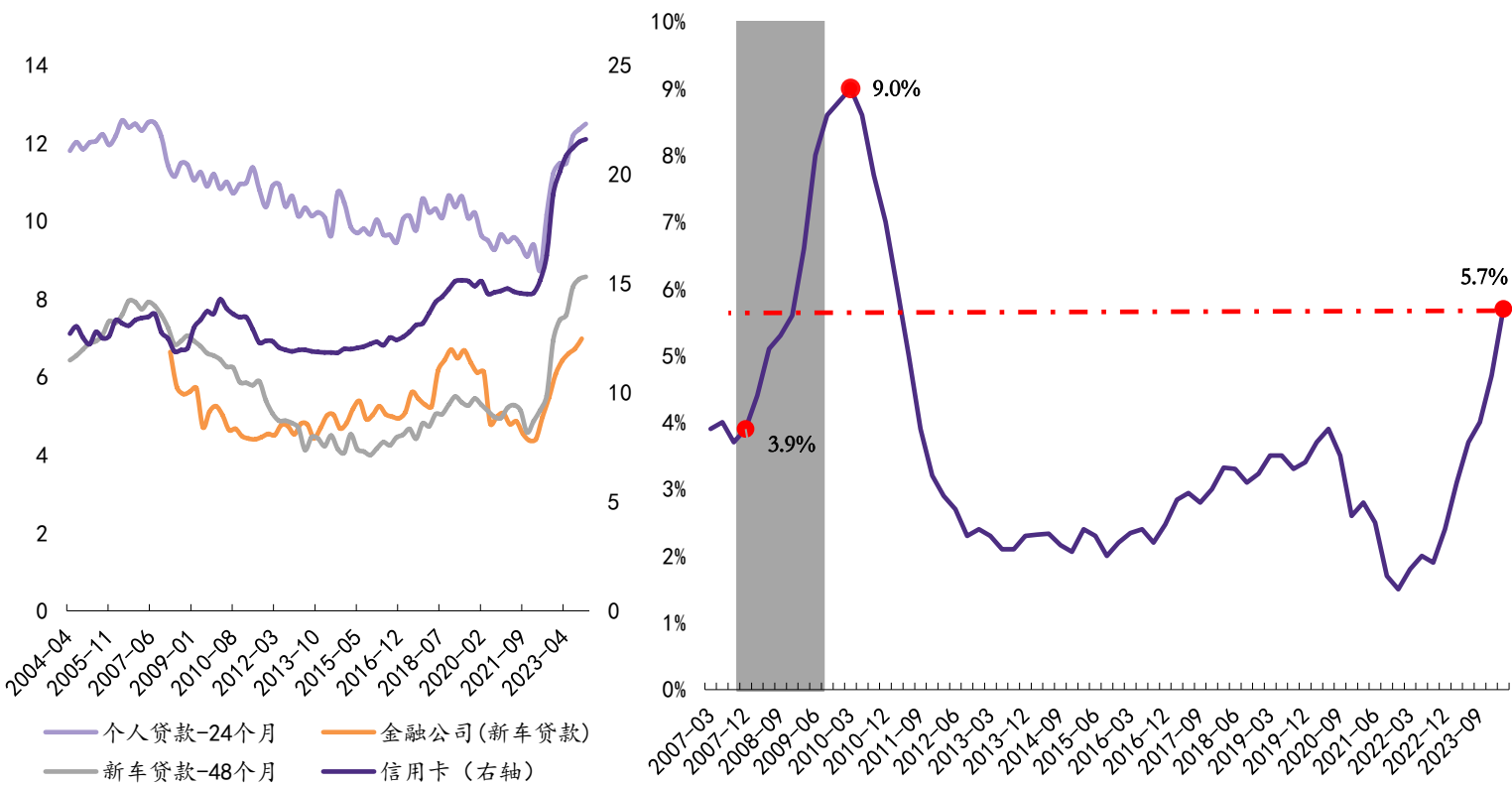


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

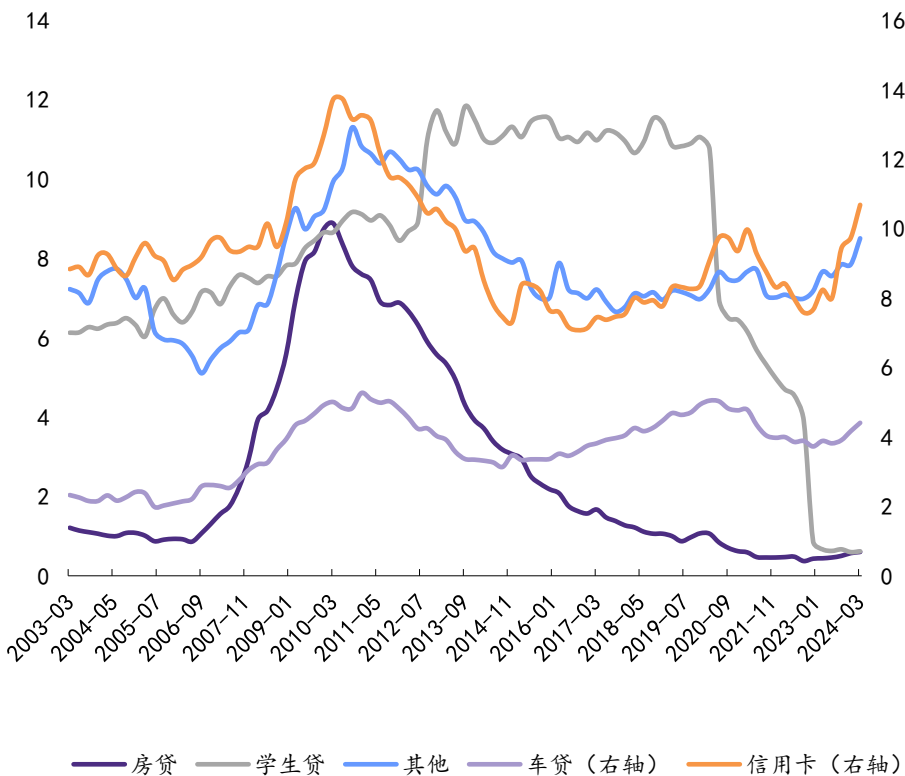
还款压力开始显现，已来到2008年衰退时水平

- ◆ 除了房贷以外，居民消费的各项贷款均利率延续上行，加大居民消费压力。
- ◆ 从信用卡拖欠率来看，居民的还款压力已经基本来到了2008年时期的位置。

除房贷以外，各项贷款利率均保持上行 Discover信用卡拖欠率已经来到2008年时期的水平



各项贷款拖欠率均有所上行



资料来源：Wind资讯，Discover财报，纽约联储，华鑫证券研究

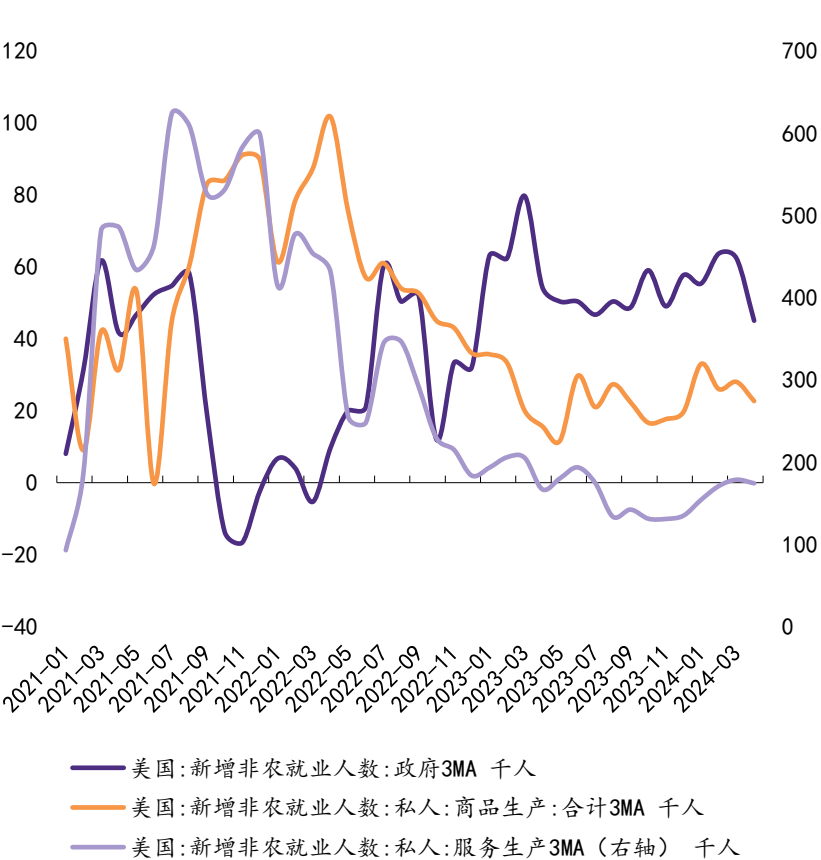
02. 劳动市场：

低端服务补足，政府支撑减弱，低于预期将是新常态

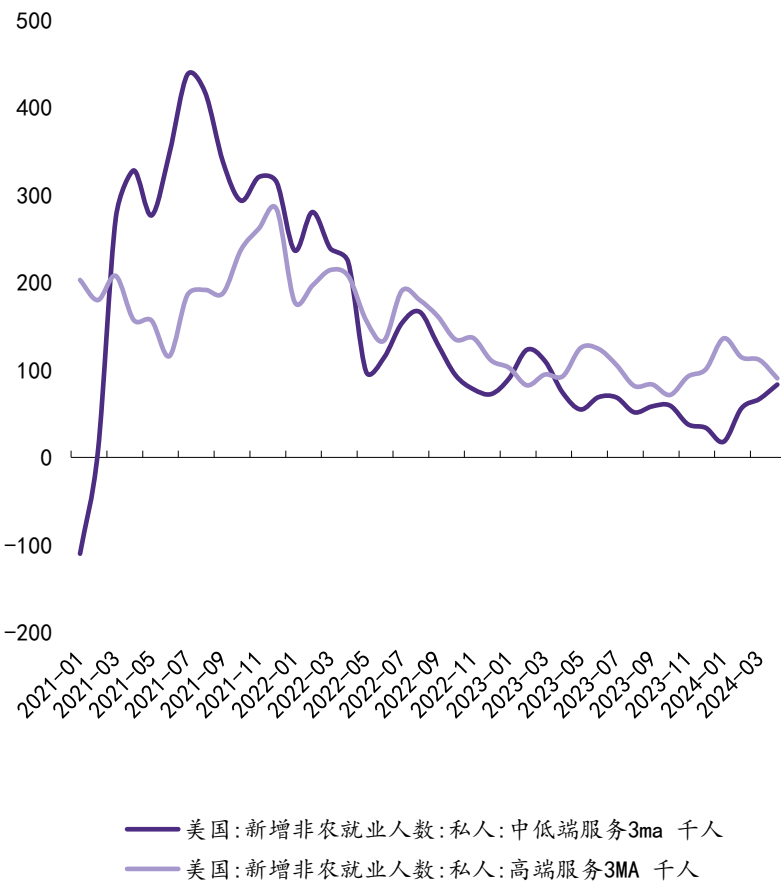
研究创造研究价值

◆ 劳动市场的就业缺口逐渐弥合，主动离职率持续下行，已经来到了疫情前的水平，而失业率则是持续上行。

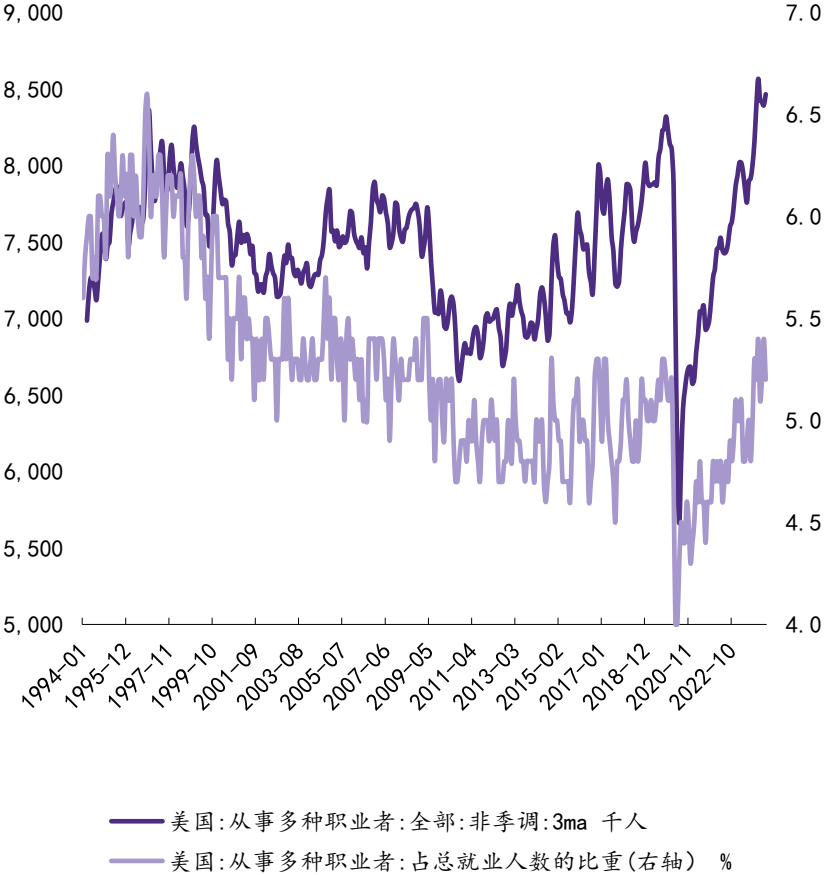
政府就业在过去一段时间给予就业很强的支撑



低端服务业增速持续下行



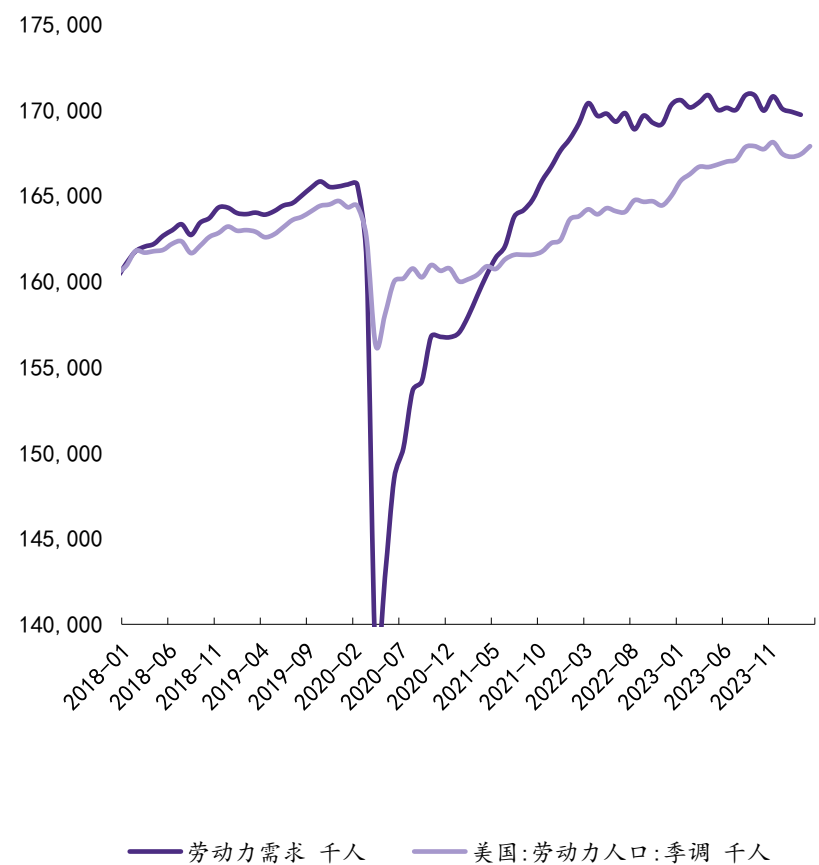
兼职人数和比例已经突破疫情前水平



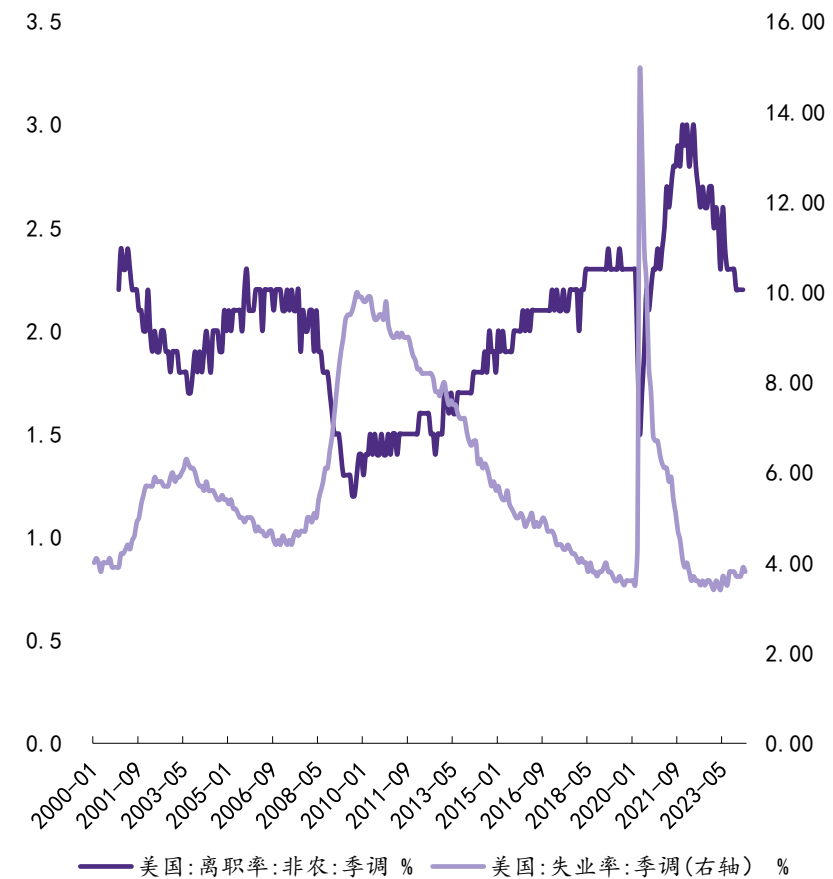
资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

◆ 过去对新增就业人数最强的政府就业，在相对受限的财政面后续增量相对有限。

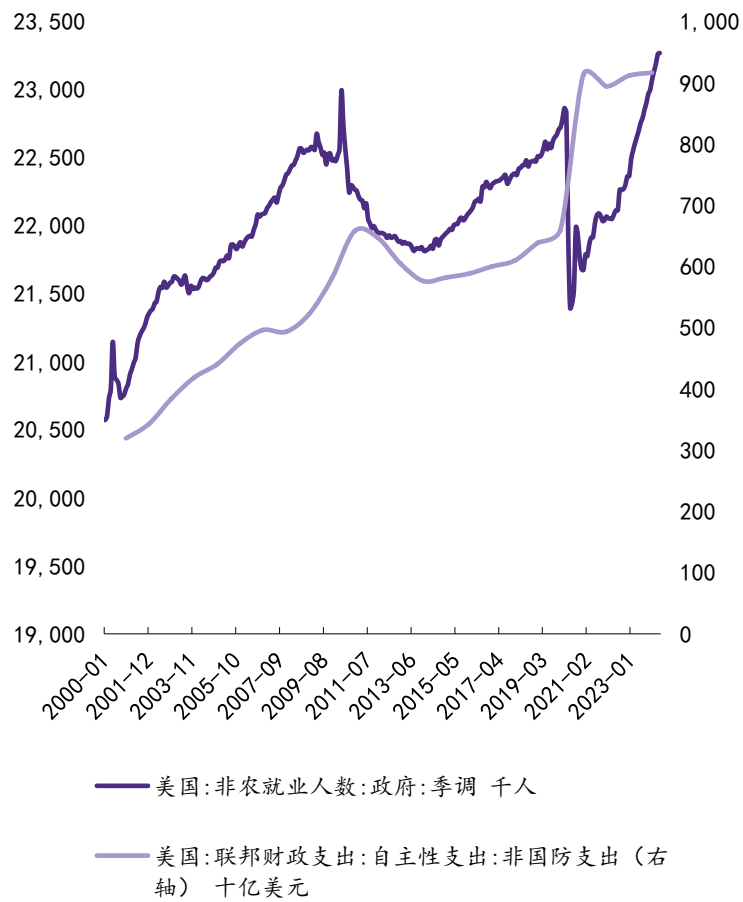
劳动力缺口逐步弥合



离职率持续下行，失业率抬头



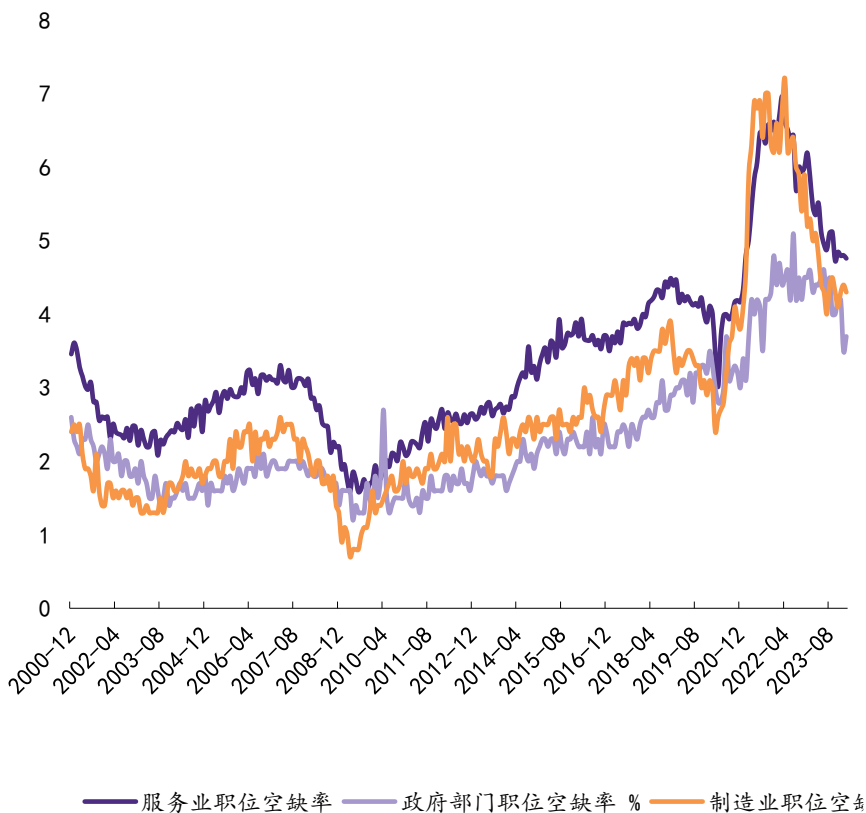
政府就业受限，后续支撑有限



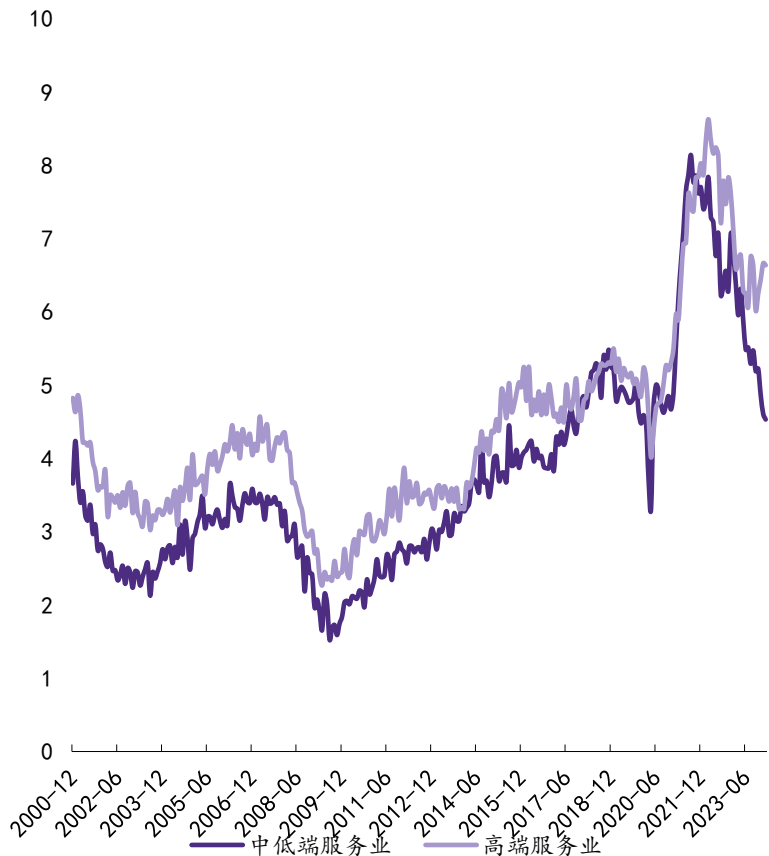
资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

- ◆ 当前职位空缺率依然在过去平均水平之上，但已经出现明显回落，服务业整体职位空缺率已经回落到了4.76%的位置，尤其是偏中低端的服务业已经回到了疫情前的位置。
- ◆ 根据Indeed数据显示，近两个月职位空缺率再度出现加速下行的情况，预计职位空缺率跌落5%以下。

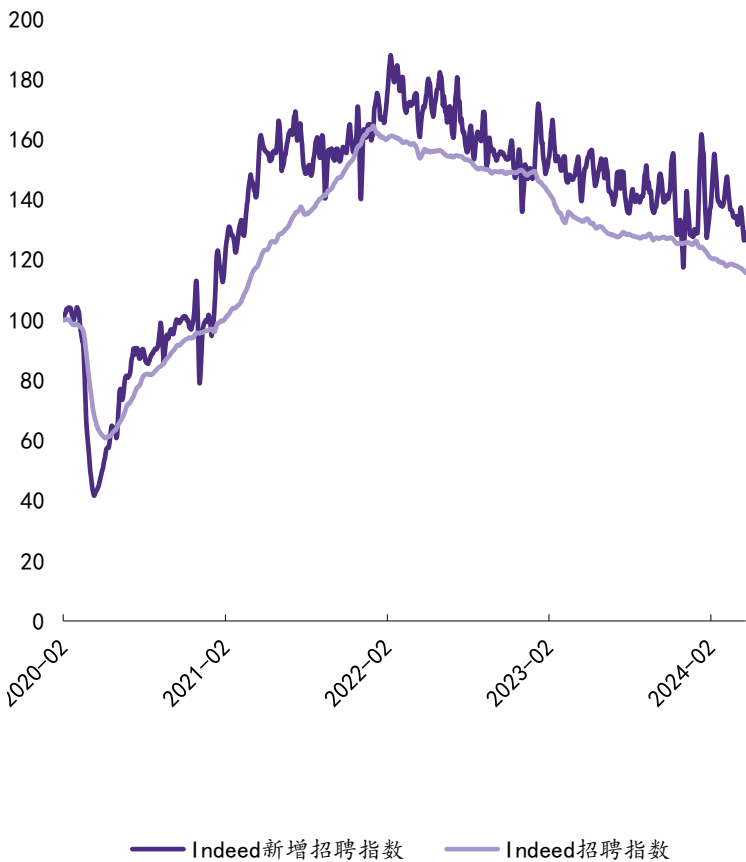
整体空缺率保持相对高位



中低端服务业的空缺率已经回到疫情前水平



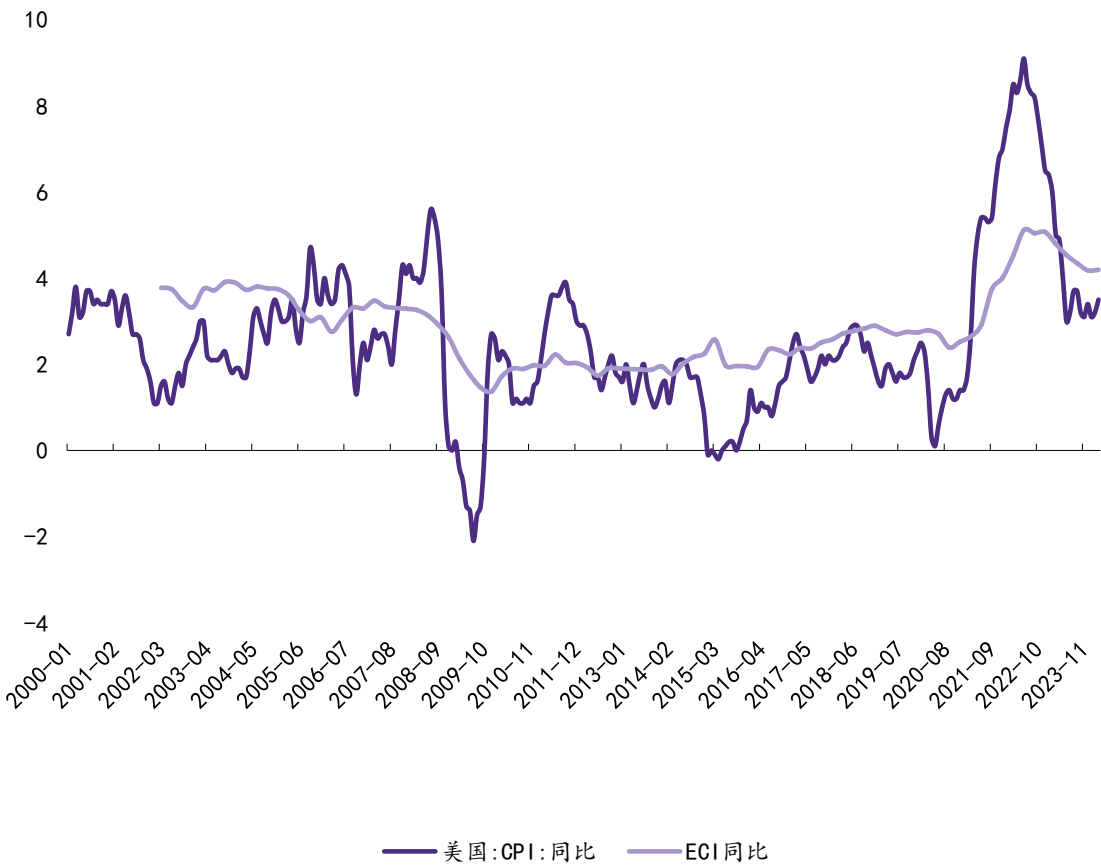
Indeed数据显示近两个月就业市场快速降温



资料来源：Wind资讯，Fred，华鑫证券
研究

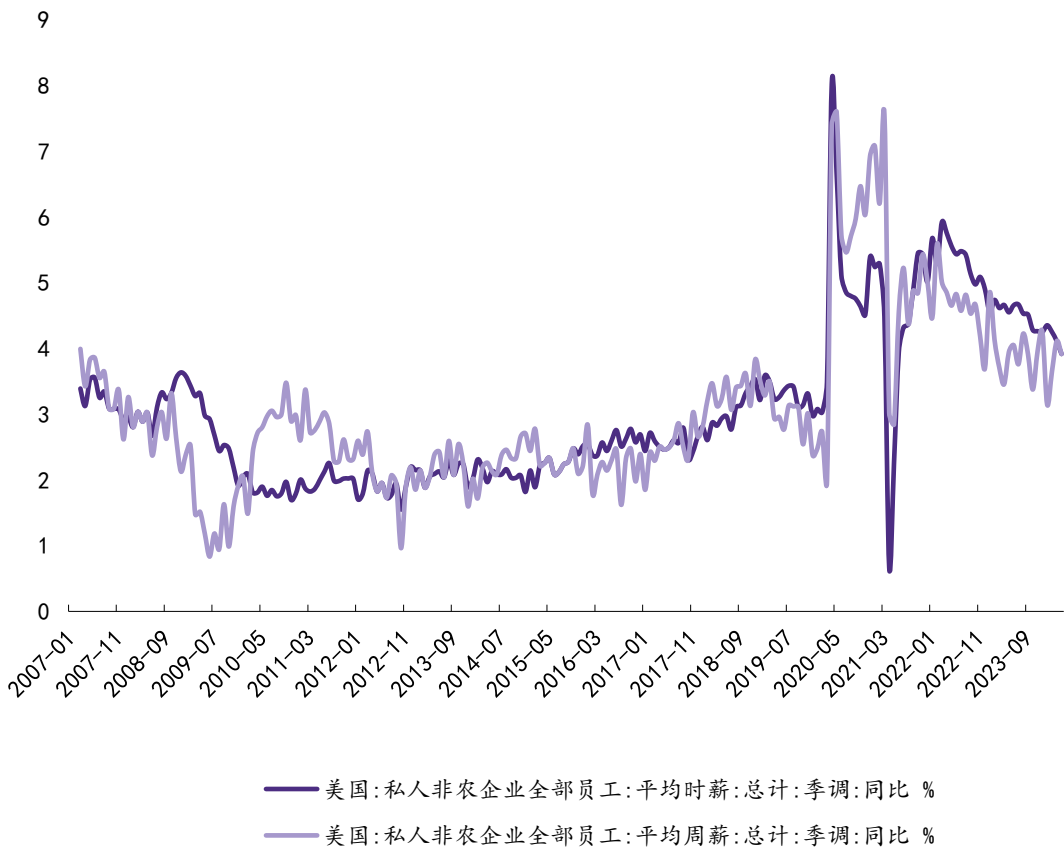
◆ 劳动市场紧张局势的缓和，导致薪资增速下行，时薪同比在疫情后首次回落至4%以下的位置。

ECI数据保持韧性



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

但时薪增速保持下行趋势

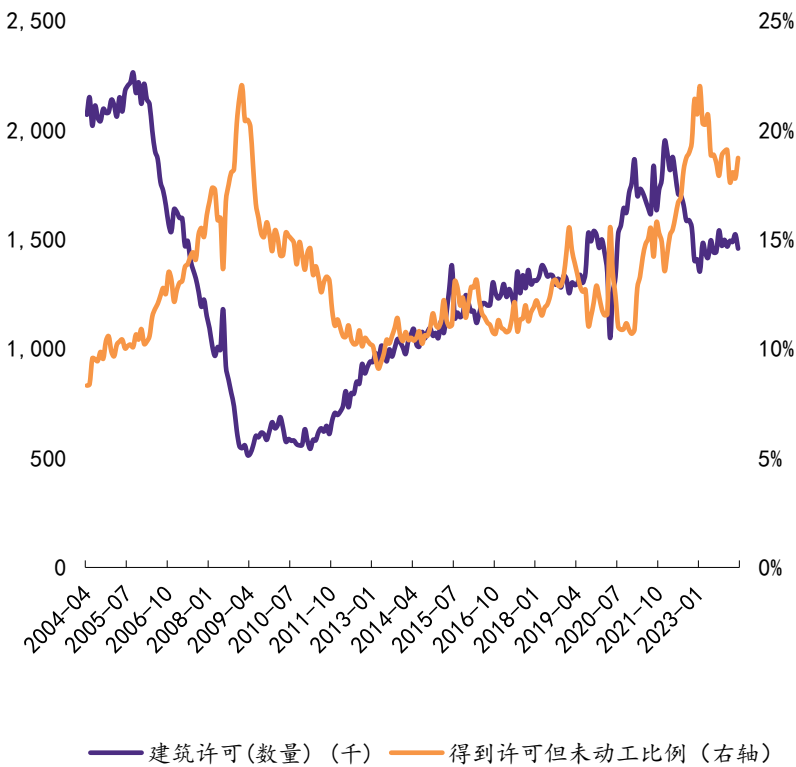


03. 地产市场：

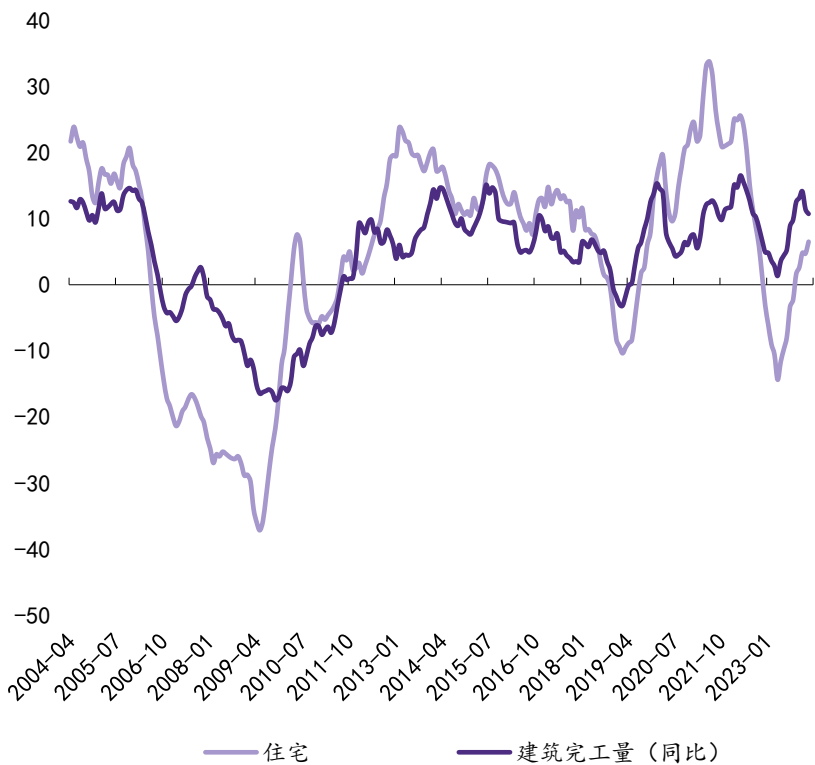
需求回落，库存高位，价格上行受阻

◆ 地产开发商有许可证且不开工的比例再度上行，建筑业总工资、工时和时薪都开始下行，建筑市场已有降温。

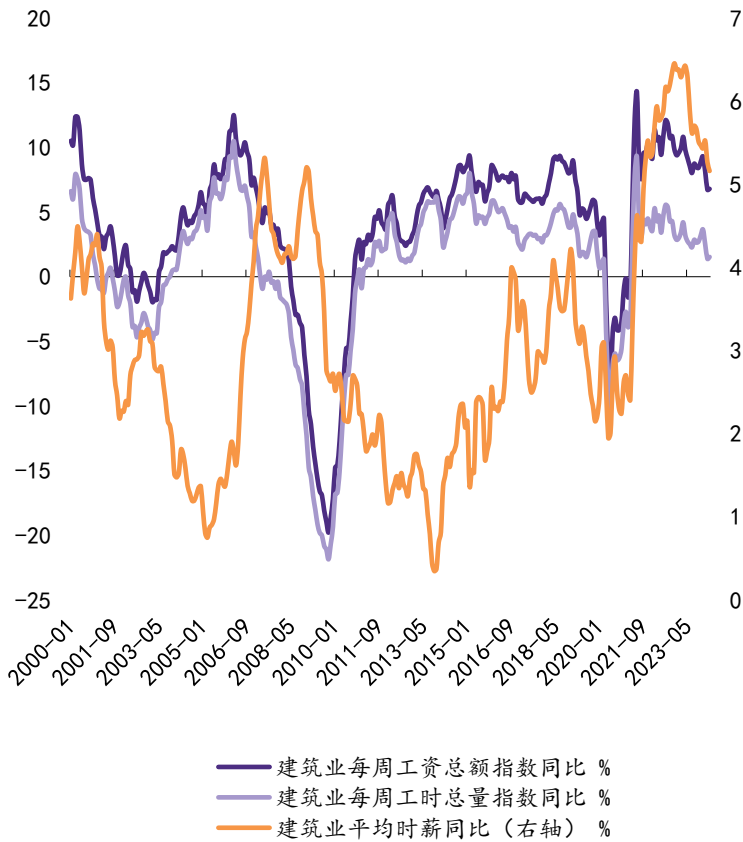
许可颁发进度放缓，且有证不动工的比例上升



建筑完工量增速降温%



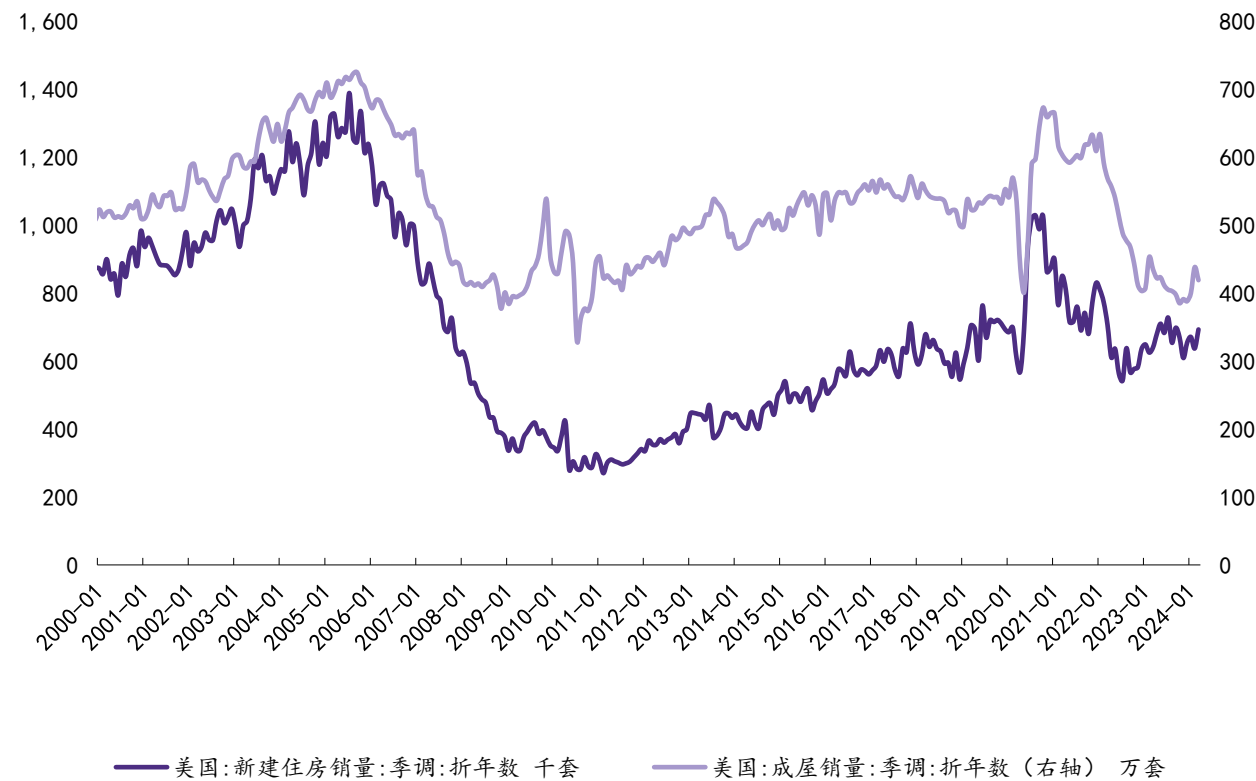
建筑业总工资、工时和时薪增速均下行



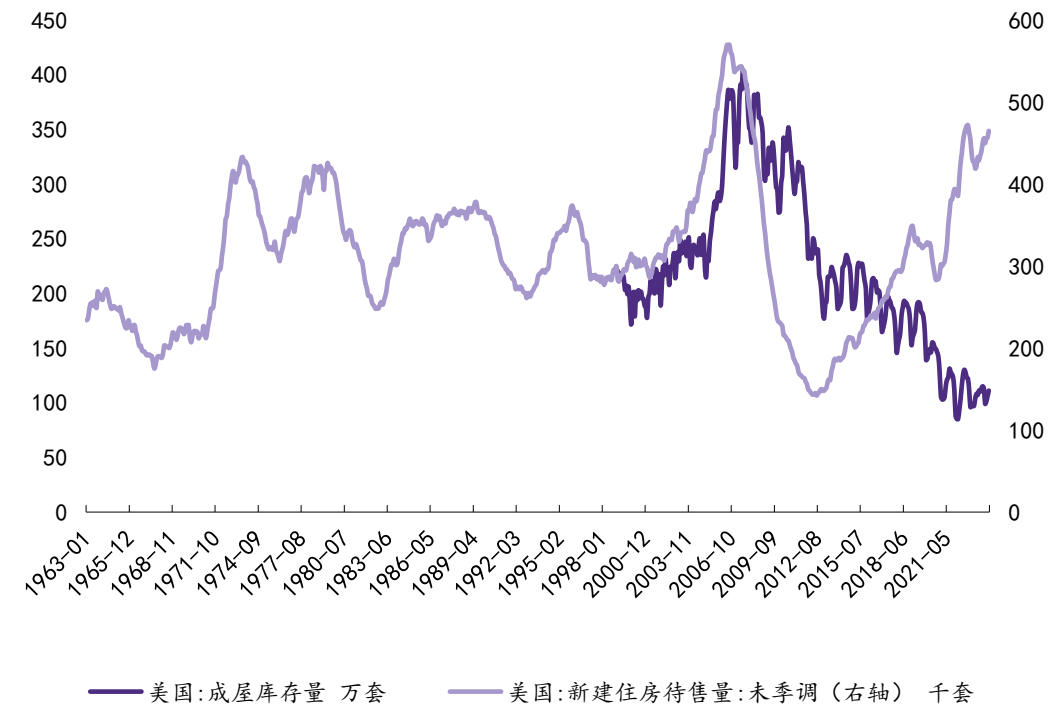
资料来源：Wind资讯，彭博，华鑫证券研究

◆ 美国整体新屋和成屋的销售均出现相对低迷的阶段，其中新建住房的库存接近2008年位置。

地产销售整体较为波折



新建住房库存持续攀升

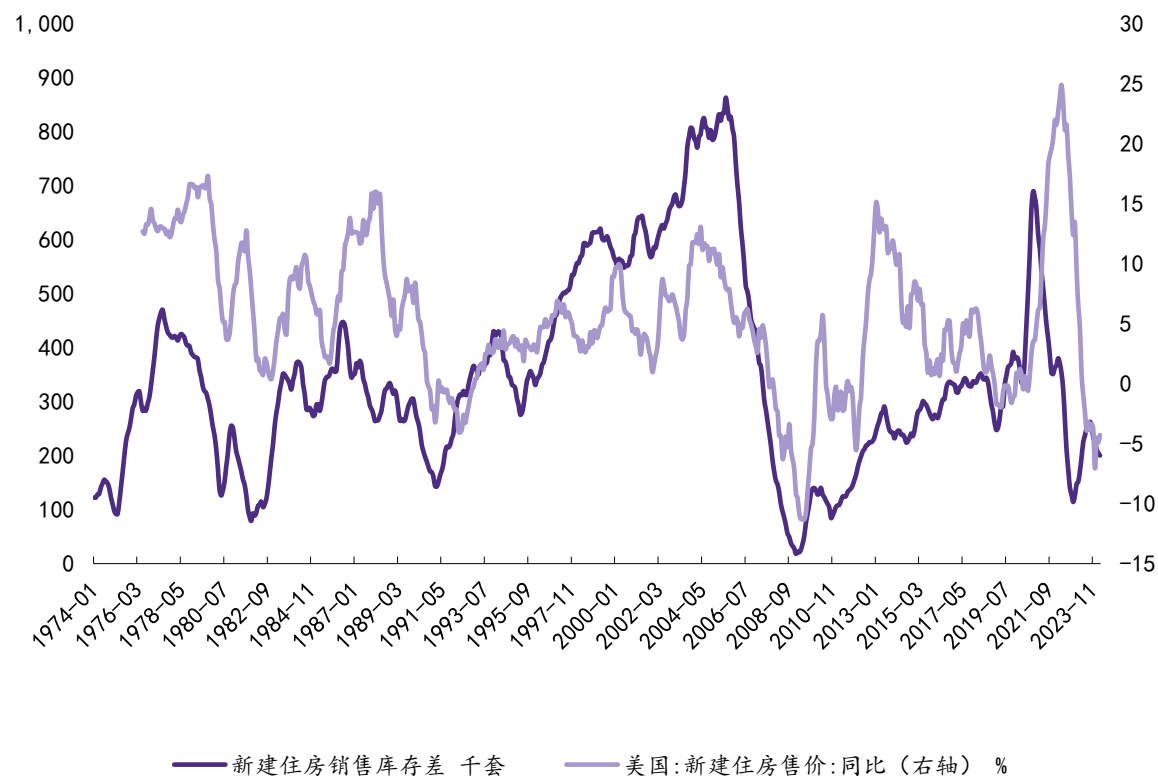


资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

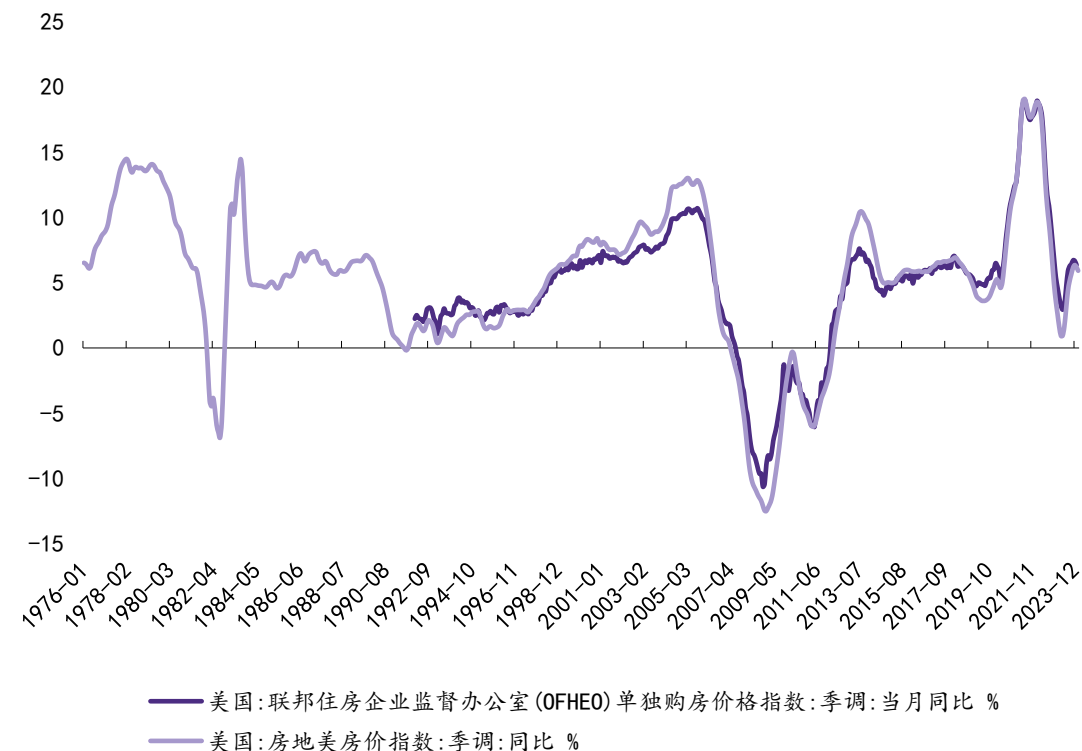
房价或承压，已有拐头迹象

- ◆ 从新建住房销售和库存差来看，美国房价仍有下行压力；
- ◆ 通过OFHEO的房价数据来看，房价增速已经拐头，等待更多房价数据验证。

销售库存差再度拐头，给房价带来下行压力



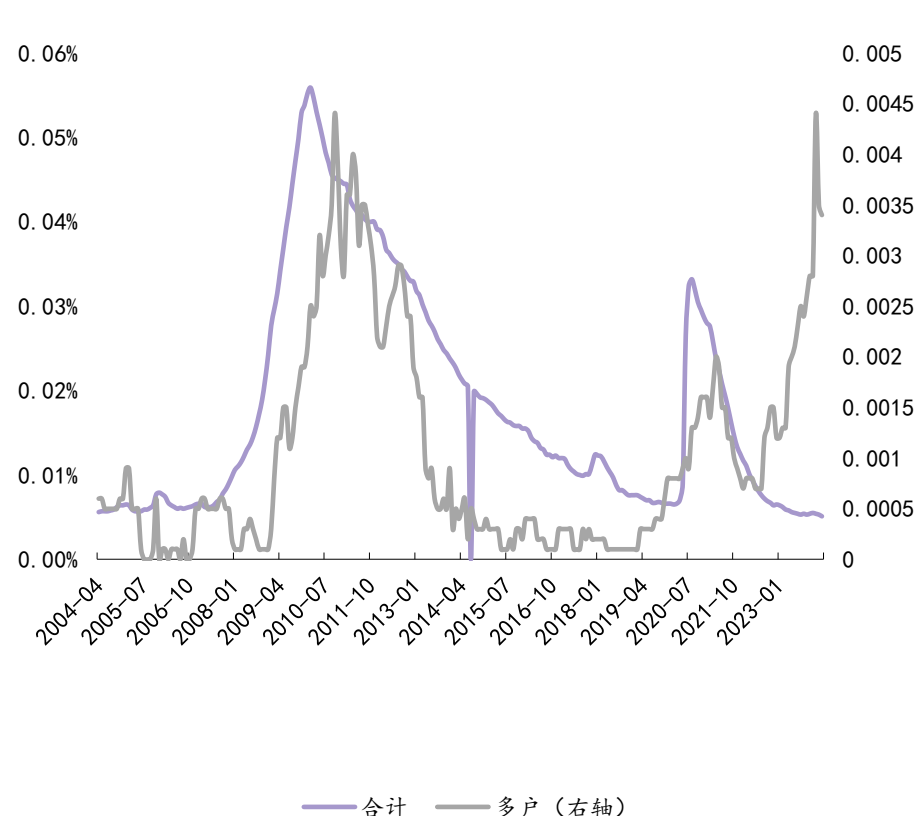
OFHEO房价数据已经出现了价格的拐头



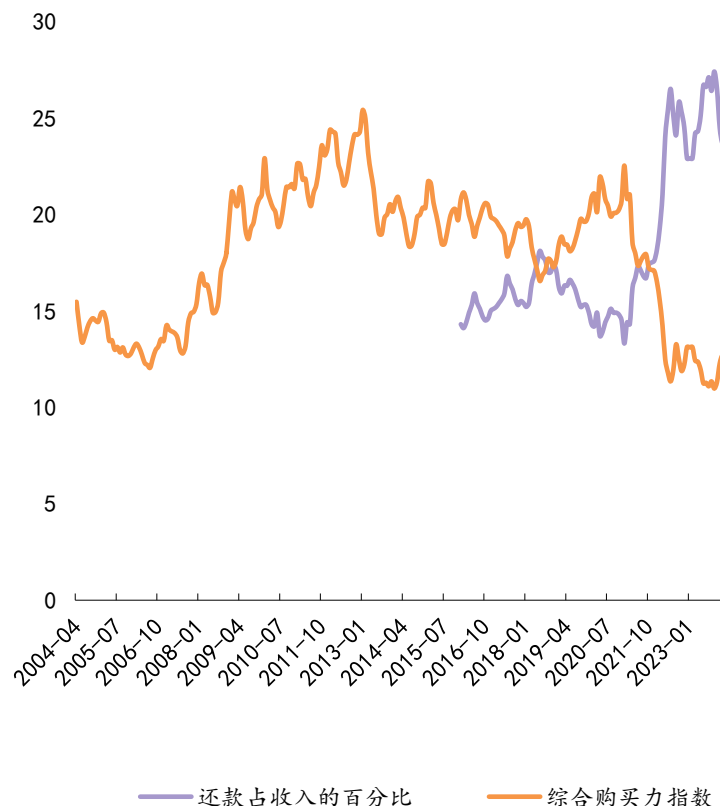
资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

- ◆ 美国居民贷款拖欠率小幅回升，其中多户家庭的贷款拖欠率已经基本来到了2008年时期的位置；
- ◆ 而居民购房能力已经比2008年时期更低，每月还贷的比例也从疫情前的15%来到了当前的27%左右。

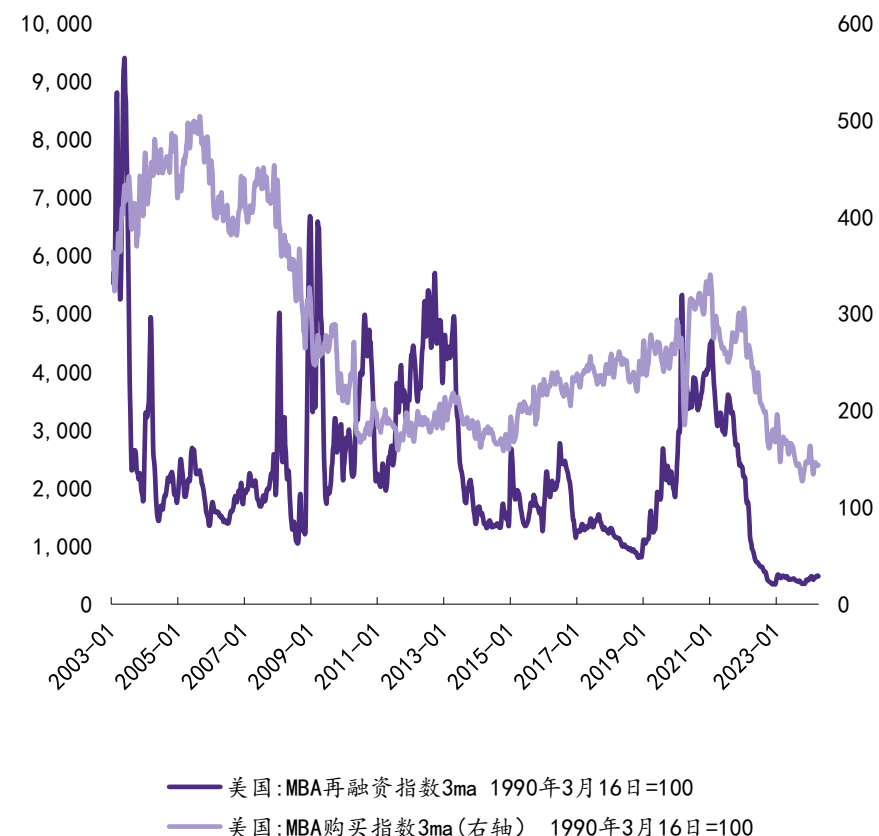
多户贷款拖欠率来到2008年时期位置



居民购房能力维持低位，且还贷压力持续上行



新贷和再融资贷款均保持低位



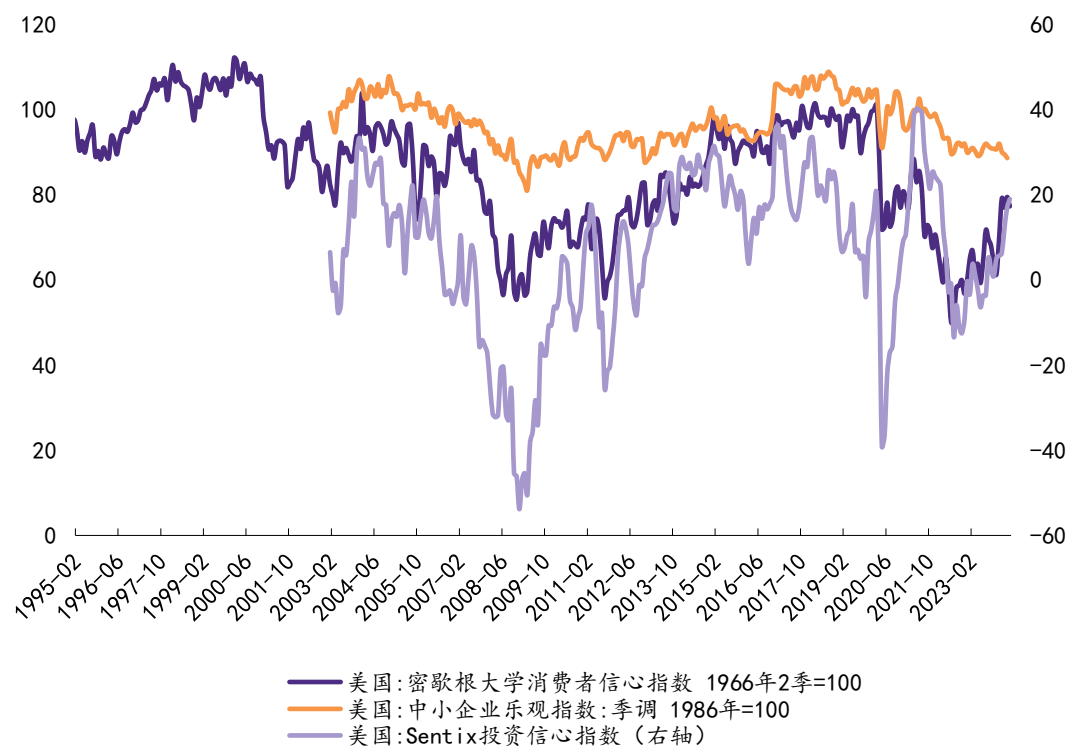
资料来源: Wind资讯, 彭博, 华鑫证券研究

04. 企业/制造业:

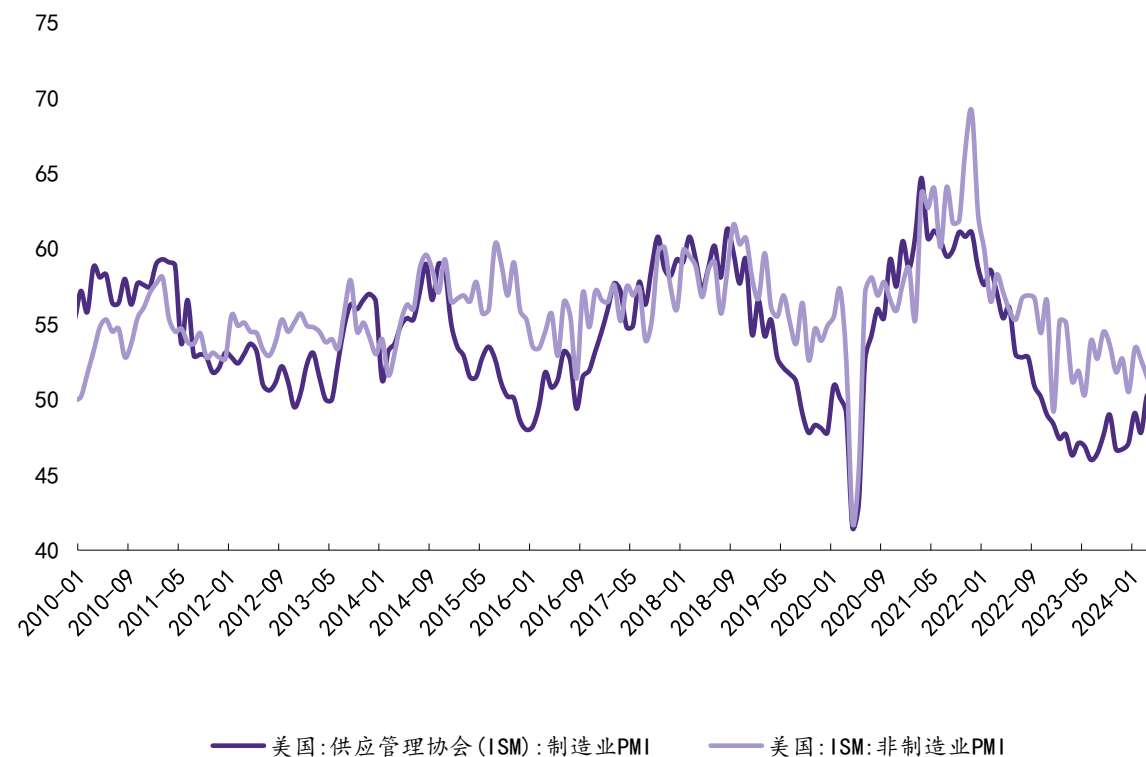
信心回落，库销比高位，补库一波三折

- ◆一方面，美国小企业信心指数持续回落；
- ◆另一方面，美国ism 服务业和制造业指数均回落到50以下。

小企业信心指数持续回落



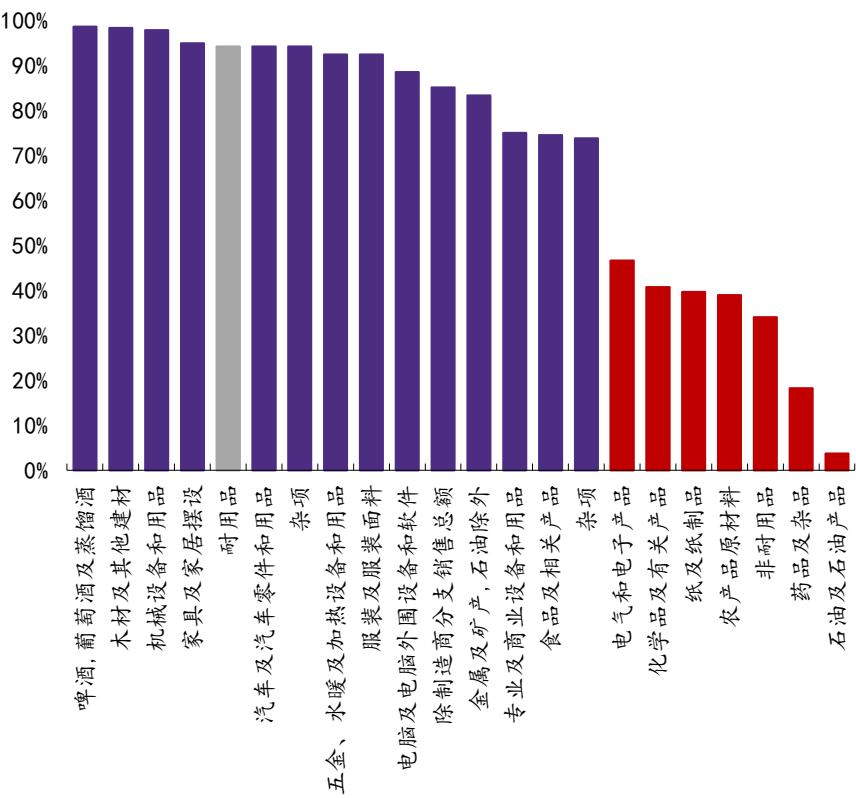
ISM制造业PMI再度回到收缩区间



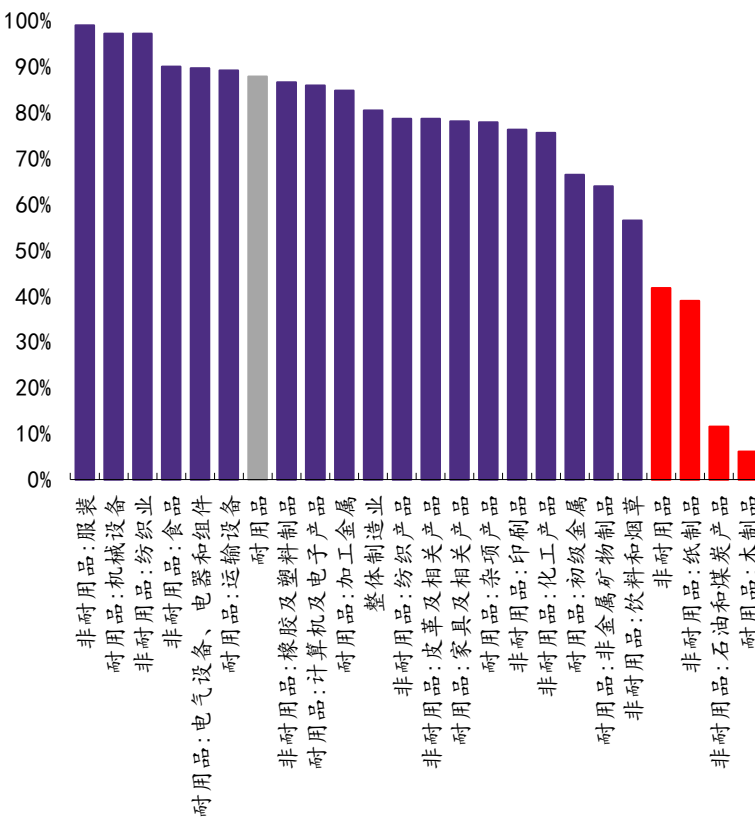
资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

◆ 从补库的周期来看，美国当前库销比维持在高位。

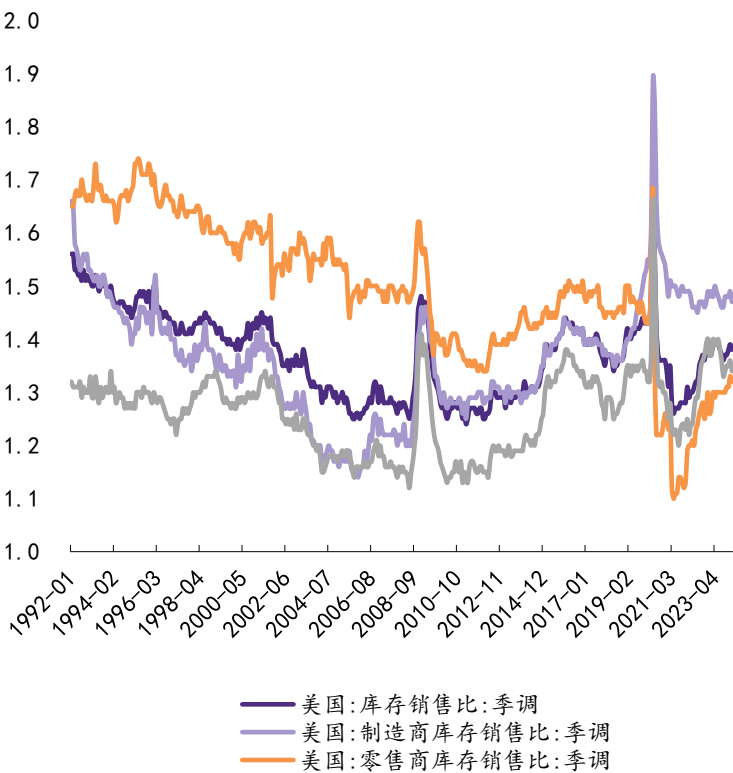
仅有少数批发行业库销比处在较低历史分位



制造业存货出货比呈现同样的特征



仅有零售商库销比处在比较低的位置

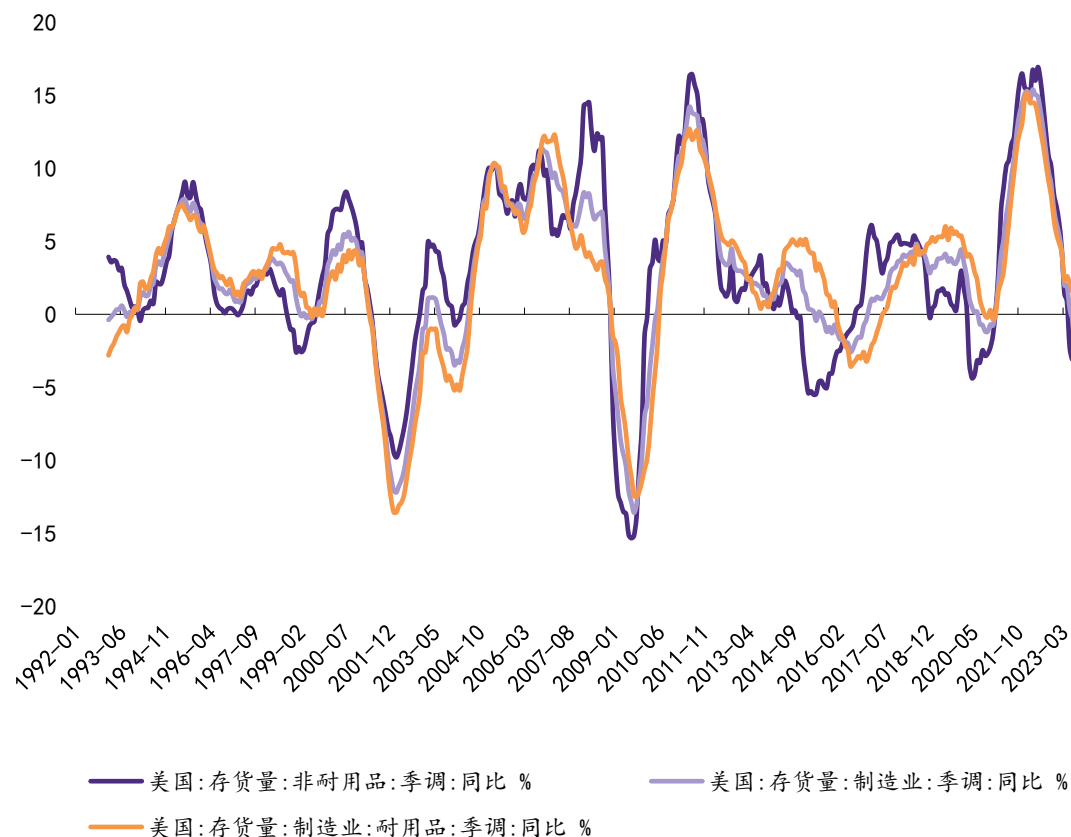


资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

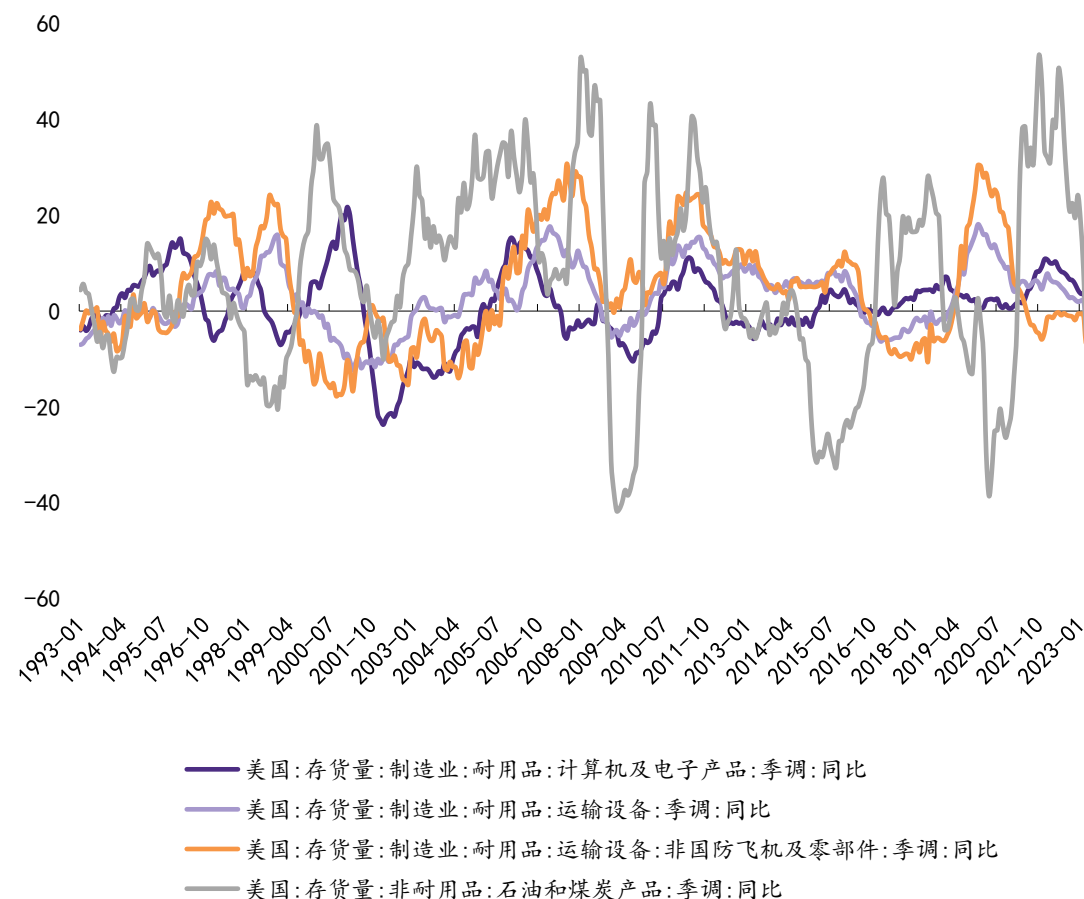
库存底部震荡，仅有个别补库

◆ 整体库存磨底，仅有计算机、交运、石油和煤炭等个别行业有补库动能。

整体库存呈现出底部震荡的走势



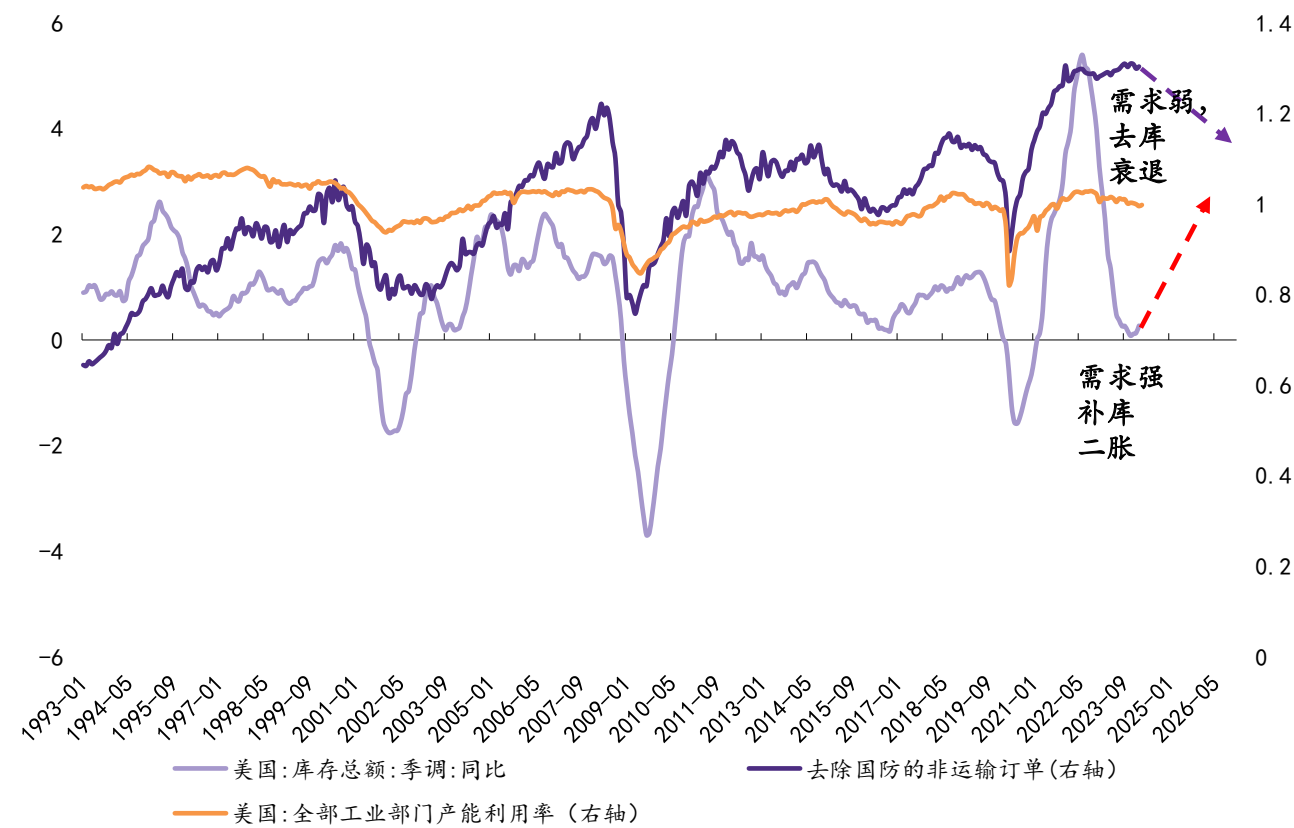
仅有4个行业出现了比较明显的补库行为



资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

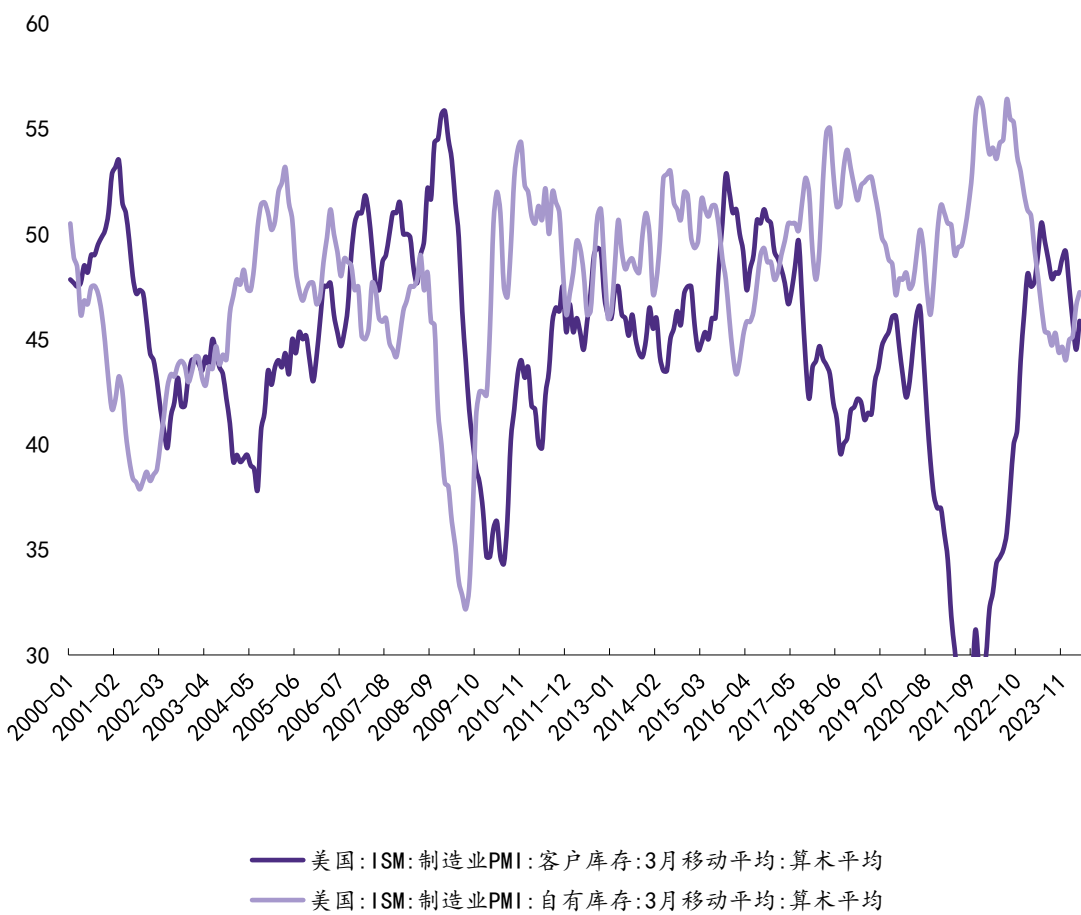
◆ 需求韧性使得本轮去库周期较长，难有坚定的持续补库。

当前库存周期依然要看需求的博弈



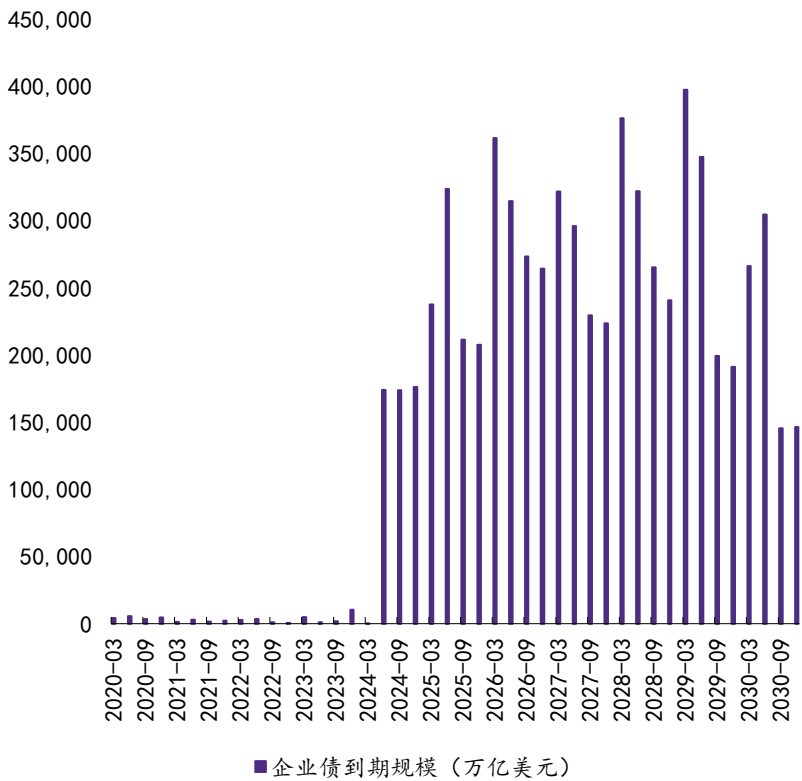
资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

客户库存仍在高位

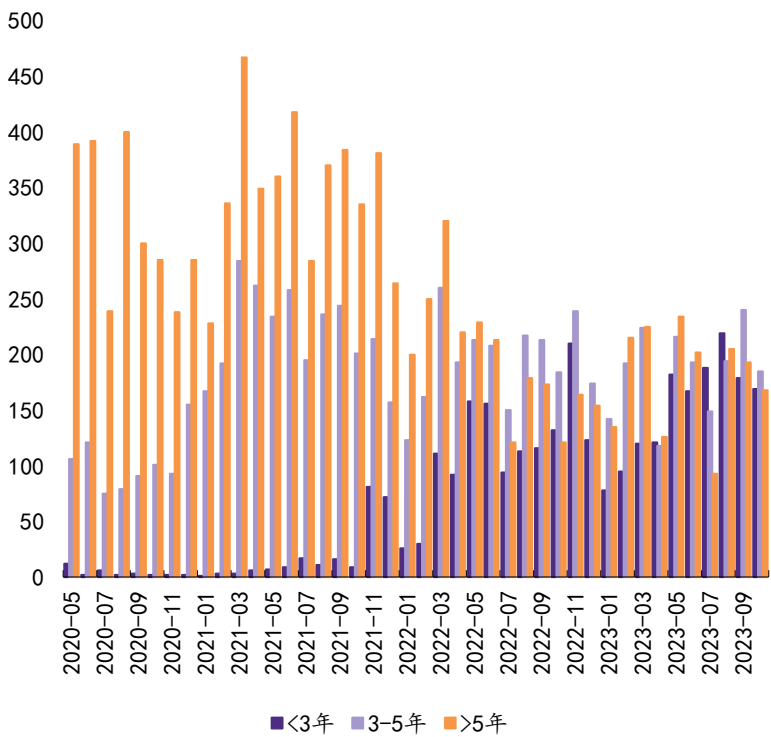


◆ 疫情后发放的低位企业债也逐渐迎来了到期潮，企业逐步感受高利率的压制。

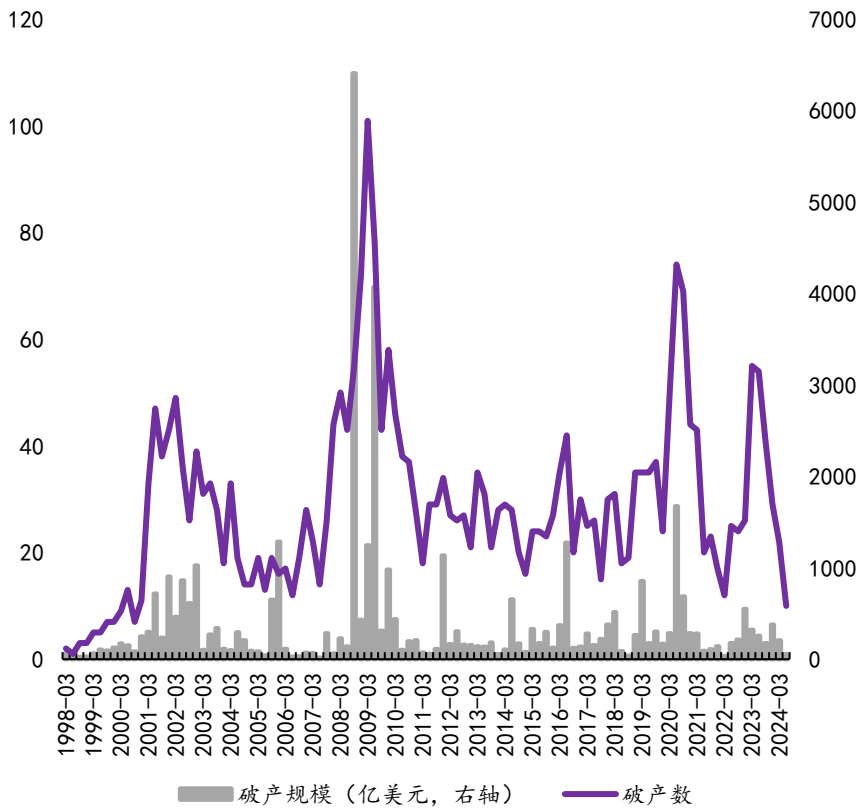
2025年2季度是企业换债高峰期



高利率成本对企业发债商压制逐步显现 (十万亿美元)



当前企业整体压力较小，破产数仍低



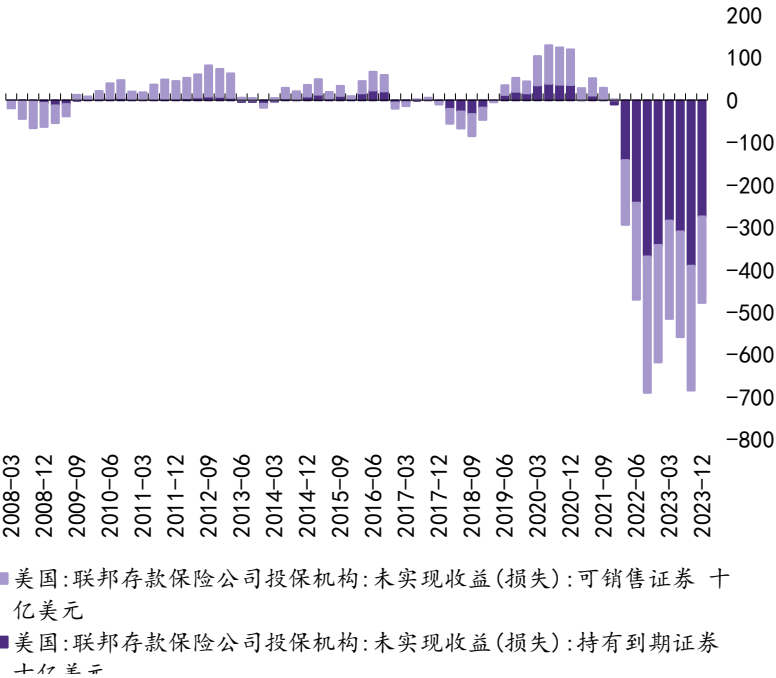
资料来源：彭博，华鑫证券研究

05. 银行：

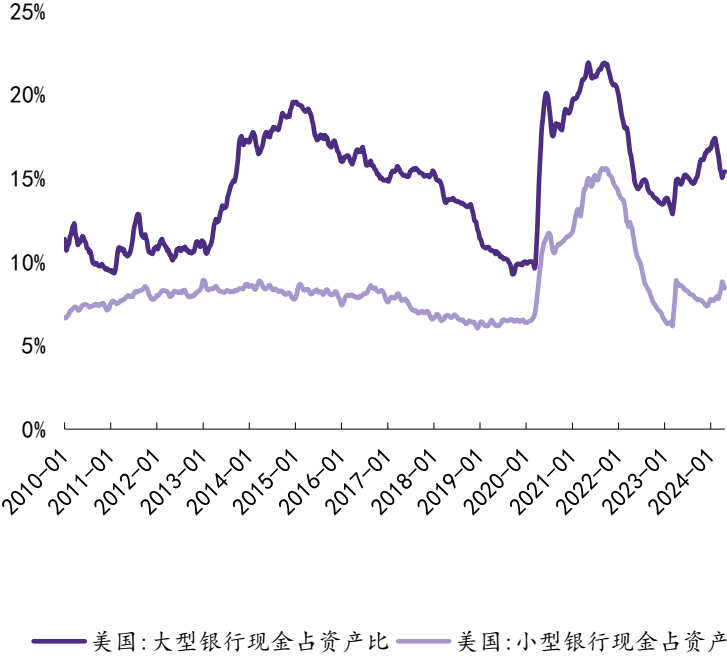
商业地产仍有拖累，但整体风险可控

- ◆ 从未实现损失来看，美国银行依然面临不小的压力。
- ◆ 尤其是小型银行的现金资产比，远不及大银行。
- ◆ 但是从银行救助工具的使用幅度来看，银行整体压力不大。

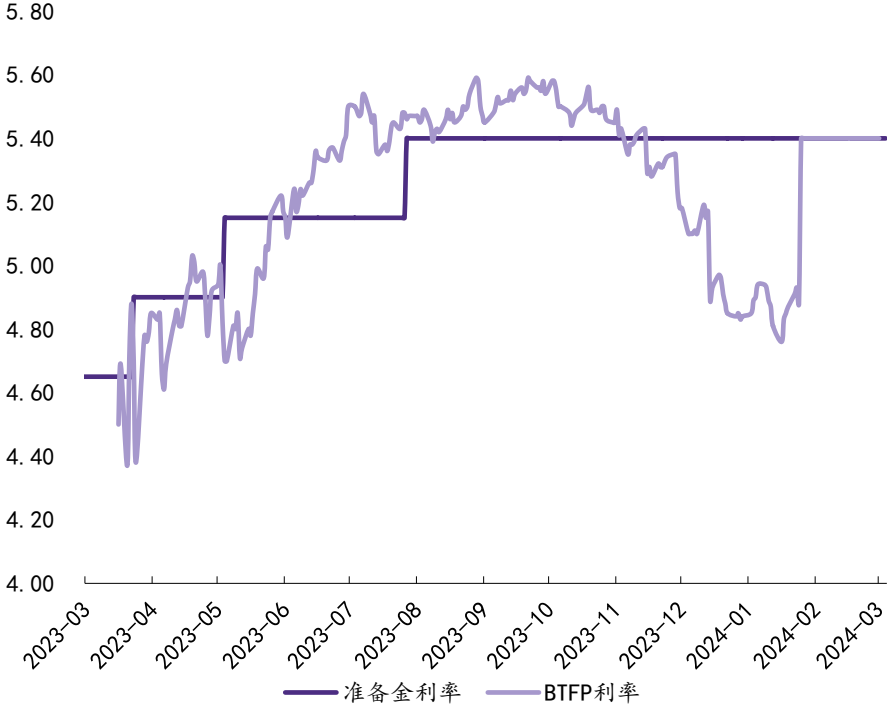
银行的未实现损失较小，但当前仍承压



美国小银行的资金压力较大



BTFP工具显示当前整体压力不大

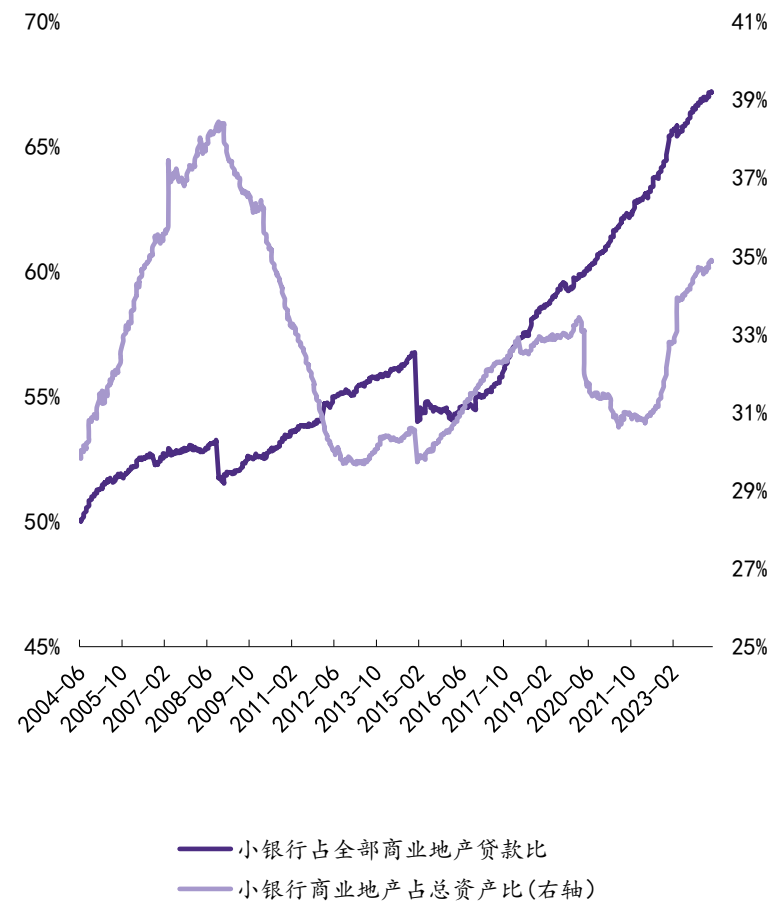


资料来源: Wind资讯, 彭博, 华鑫证券研究

商业地产对银行整体拖累较小

- ◆ 商业地产贷款或是当前美国银行间压力的另一个来源。
- ◆ 商业地产主要集中在小银行，但整体资产和市值均相对较小，影响有限。

商业地产贷款在小银行资产占比逐步提高



资料来源：彭博，华鑫证券研究

办公室空置率攀升至新高



从影响规模来看，整体冲击相对有限

名称	总资产	总市值	商业地产贷款 占资产比
HINGHAM INSTITUTION FOR SVGS	45.29	3.87	83%
FINWARD BANCORP	20.72	1.06	67%
BANKWELL FINANCIAL GROUP INC	31.55	1.90	61%
FLUSHING FINANCIAL CORP	88.07	3.53	60%
WEST BANCORPORATION	39.63	2.91	57%
SOUTHERN MISSOURI BANCORP	46.44	4.70	56%
FIRST KEYSTONE CORP	14.16	0.83	55%
SIERRA BANCORP	35.53	3.05	53%
HANCOCK WHITNEY CORP	352.47	41.35	53%
FVCBANKCORP INC	21.83	2.13	51%

06. 通胀：

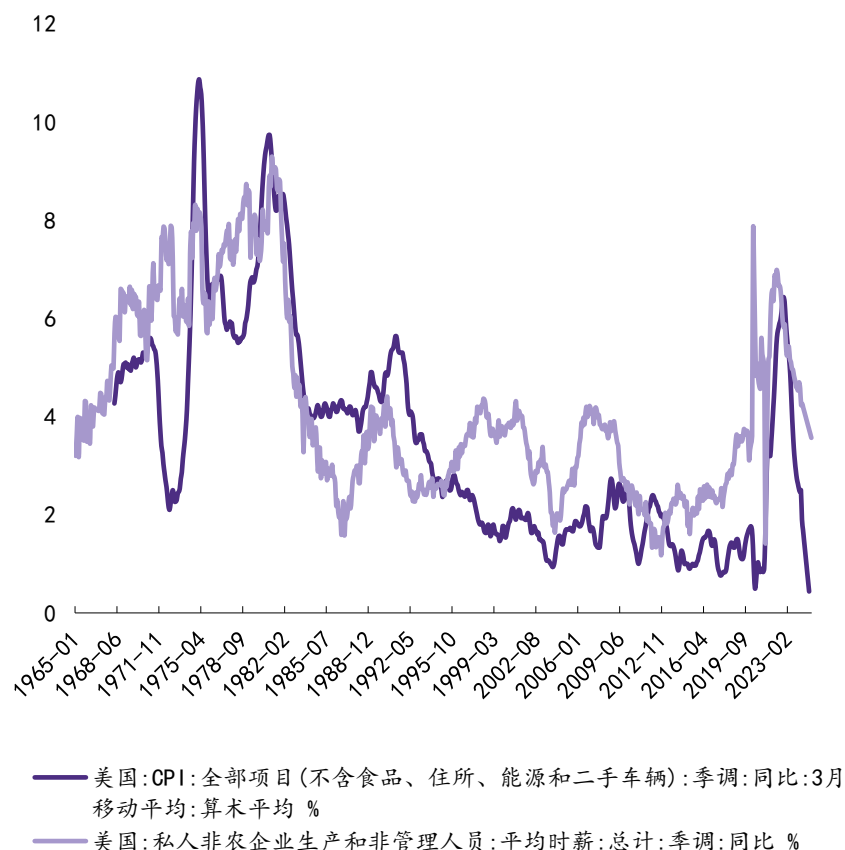
油价回落，房价承压，薪资回落，二胀风险缓解

◆ 超级核心通胀和油价在近期薪资压力放缓和VIX指数回落的情况下均出现了走低。

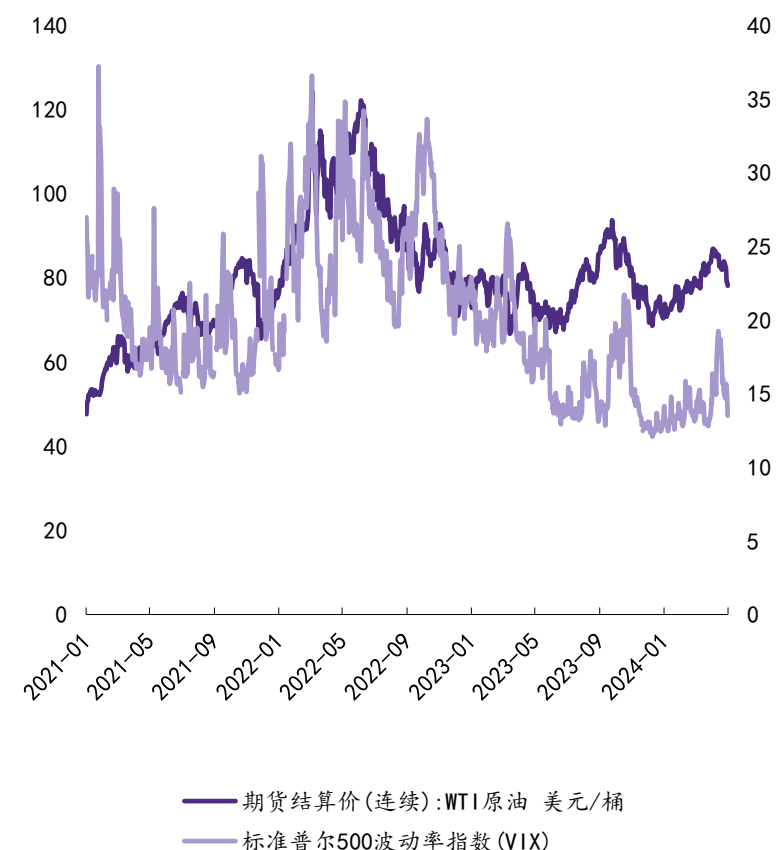
通胀预期持续走低



超级核心通胀看薪资



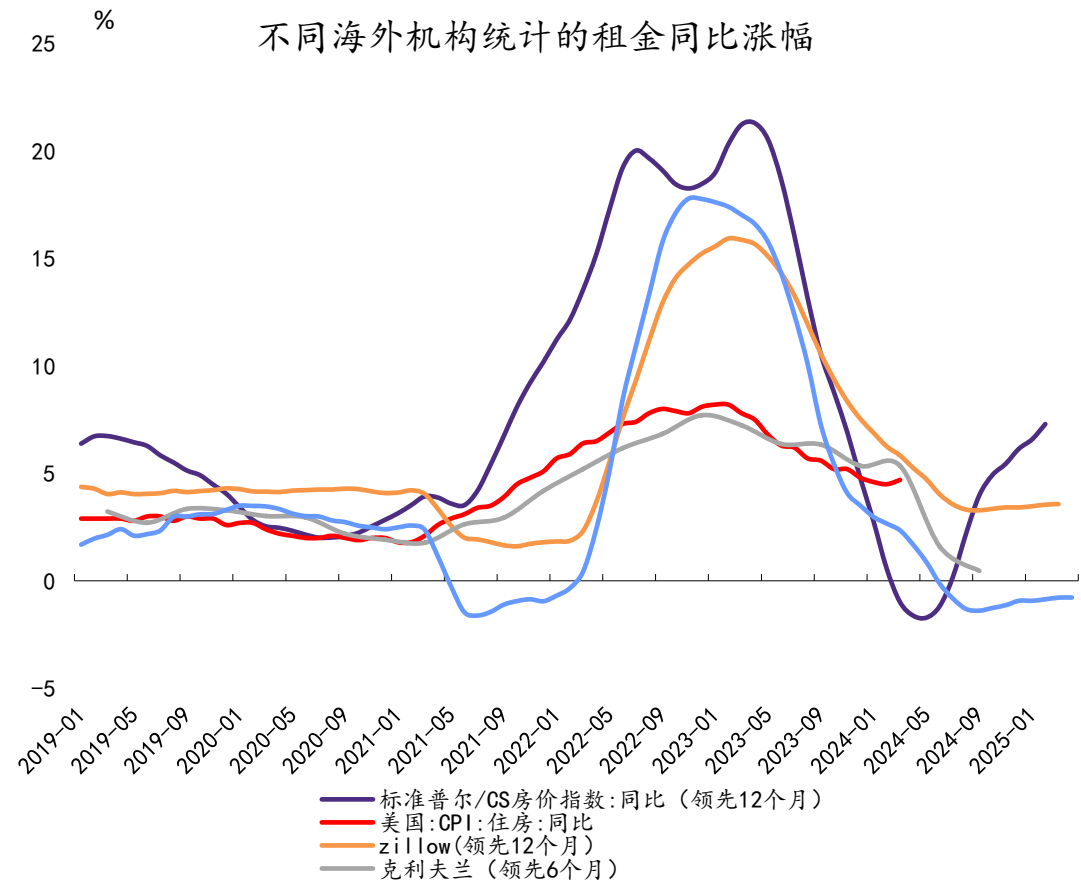
短期油价波动看VIX



资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

- ◆ 若房价符合预期，年内通胀仍会回落至3%以下，有1-2次降息空间；
- ◆ 从当前来看，在没有超力度财政支撑的情况下，美国经济概率：软着陆>衰退>二胀

房租通胀预在6月迎来考验



中性情况下，核心通胀同比会回落至3%以下

	乐观 低油价+租金)	中性 (中油价+房价)	悲观 (高油价+高房价)	当前
能源通胀	-1.3	8.0	21.5	2.6
房租通胀	3.6	5.2	7.23	5.5
超级核心通胀	1.8	2	2.4	2.6
CPI	2.28	3.59	5.44	3.4
核心CPI	2.05	2.71	3.62	3.6

资料来源：彭博，华鑫证券研究

07. 美债：

基本面转弱，降息预期再起，顶部确认后下行

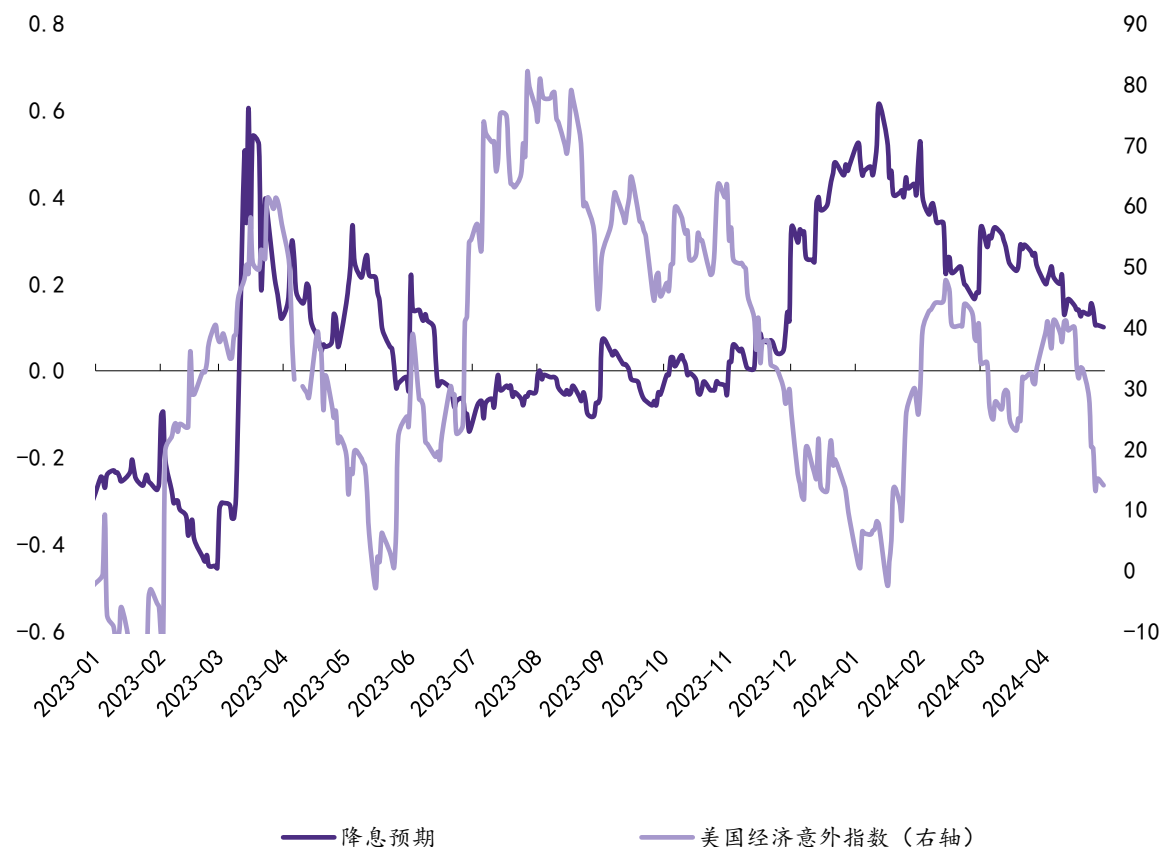
当前情况和2023年10月底类似，但基本面更弱

		2023年10月美债顶		2024年5月美债顶	
		通胀高位回落下紧货币预期的放缓		二胀风险缓解，经济走弱，联储放鸽	
宏观经济因素	就业（非农，职位空缺）	▼	劳动市场回到常温	▼	劳动市场支撑不再
	制造（PMI，耐用品订单）	▼	制造业景气度再度回落	▼	制造业景气度重回50以下
	消费（零售）	▼	消费数据支撑不再	▼	消费数据韧性犹存
	通胀（CPI，PCE）	▼	二次通胀风险破灭	▼	二次通胀风险减少
	领先指标（LEI）	▼	领先指标再度回落	▼	领先指标再度回落
	利率预期（CME）	▼	降息预期的再度前移	▼	降息预期的再度修复
	美债发行（拍卖数据）	▲	美债发行规模不再超预期， 拍卖倍数持续回落	▲	美债发行规模不再超预期， 拍卖倍数持续回落
非经济因素	多空情绪（CBOT）	▼	多头低位补仓	▼	多空均在极致

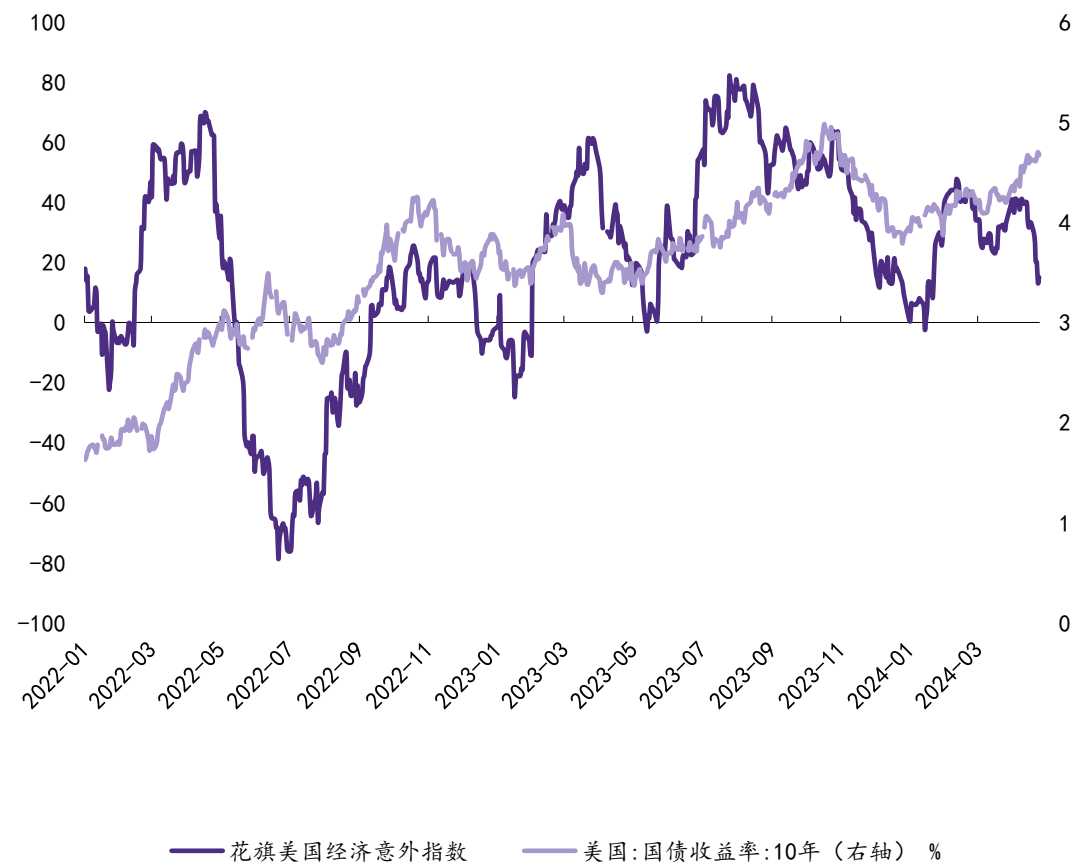
资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

◆ 2023年四季度以来的经济弱和强降息预期的组合再现。

当前同样出现了基本面的持续走弱



美债收益率进入震荡下行周期

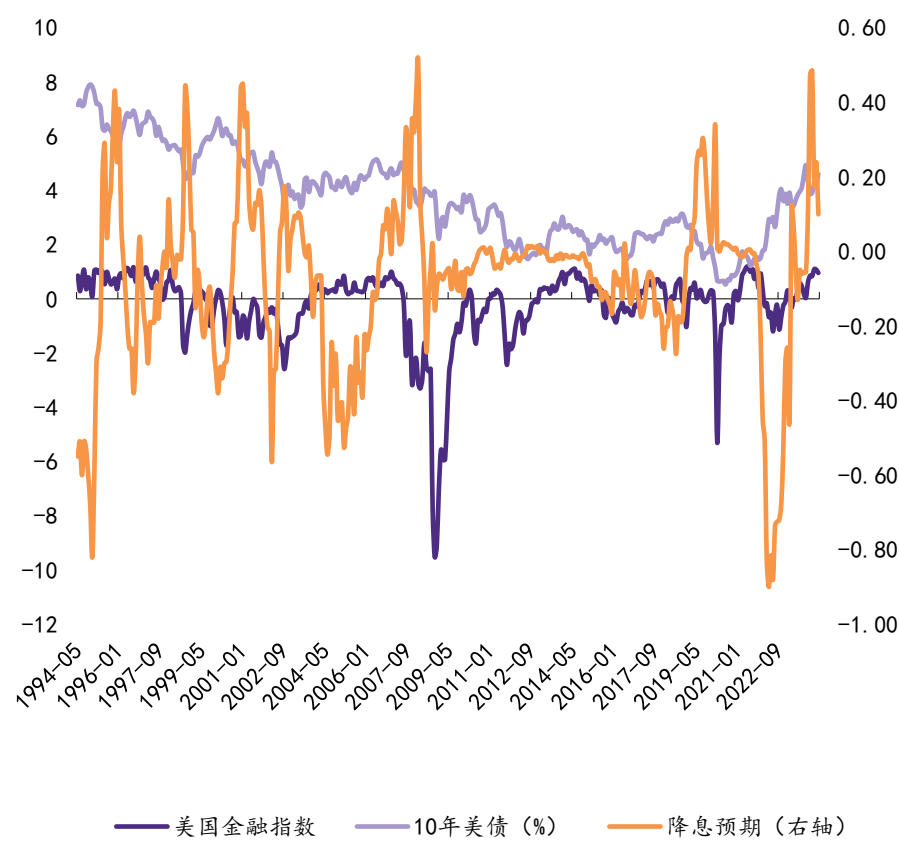


资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

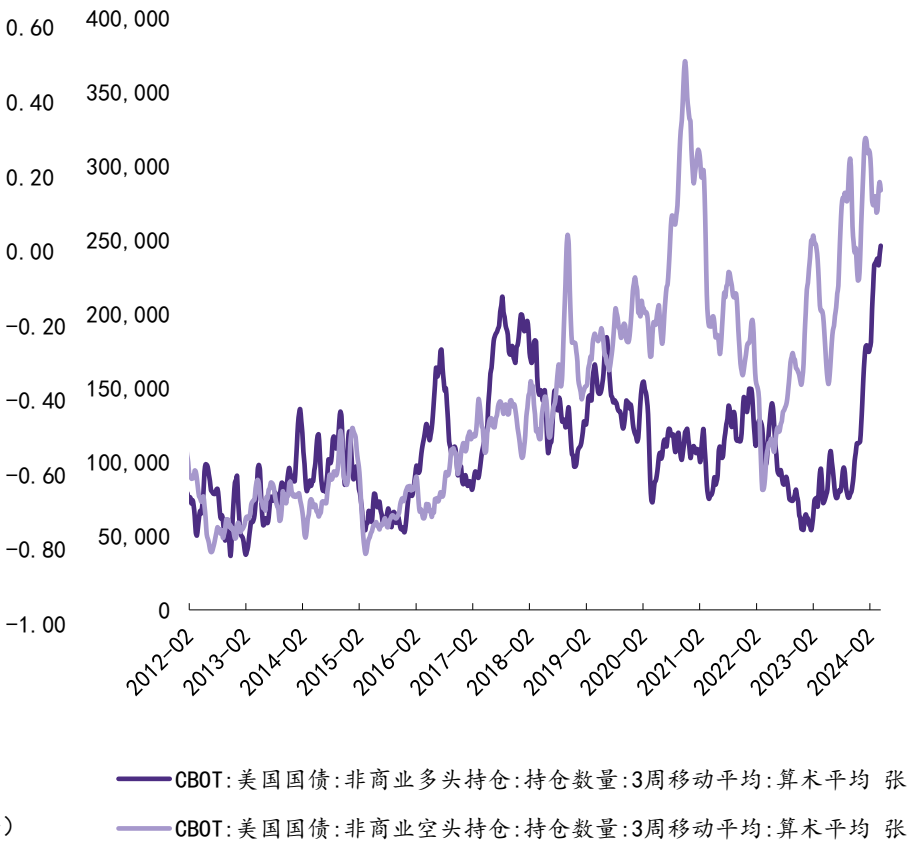
市场预期年内2次降息，多空情绪激烈博弈

- ◆ 市场预期9月和12月两次降息。
- ◆ 美债多空情绪较为极致。

降息预期再度回升



当前美债多空情绪较为极致



市场预期降息两次，最早9月

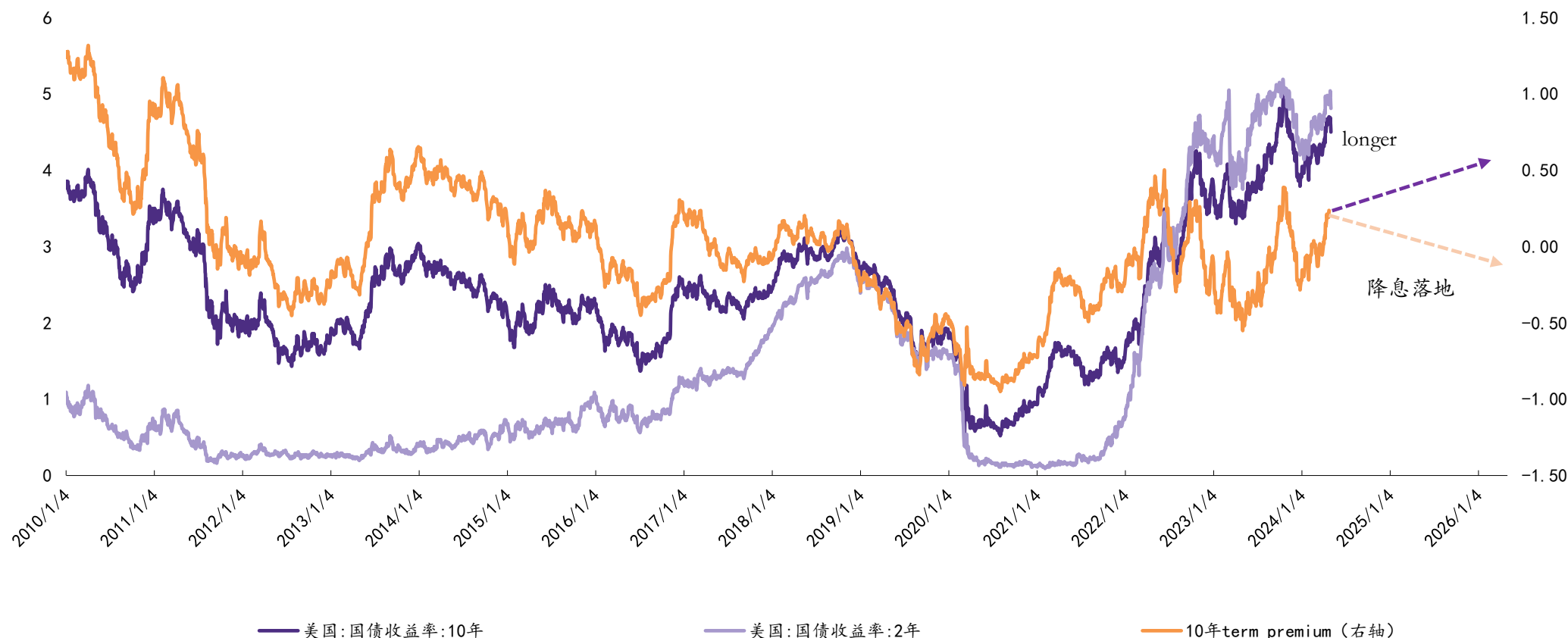
CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
12/06/2024			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%	96.4%
31/07/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	22.8%	76.4%
18/09/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	11.8%	49.6%	38.2%
7/11/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.9%	23.5%	46.1%	26.4%
18/12/2024	0.0%	0.0%	0.1%	2.2%	14.8%	36.0%	35.2%	11.8%
29/01/2025	0.0%	0.0%	0.9%	6.9%	22.8%	35.7%	26.4%	7.3%
19/03/2025	0.0%	0.5%	4.1%	15.3%	29.6%	30.8%	16.3%	3.5%
30/04/2025	0.2%	1.8%	8.2%	20.6%	30.0%	25.4%	11.5%	2.2%

资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

期限溢价term premium走势取决于经济

- ◆ 若经济持续走弱，通胀压力进一步缓解，则长短端利率均会下行，带动期限溢价term premium回落；
- ◆ 若经济和通胀均保持相对高位，使得降息推迟，则期限溢价term premium会保持在相对高位，美债收益率震荡上行。

降息预期决定后续Term Premium的方向



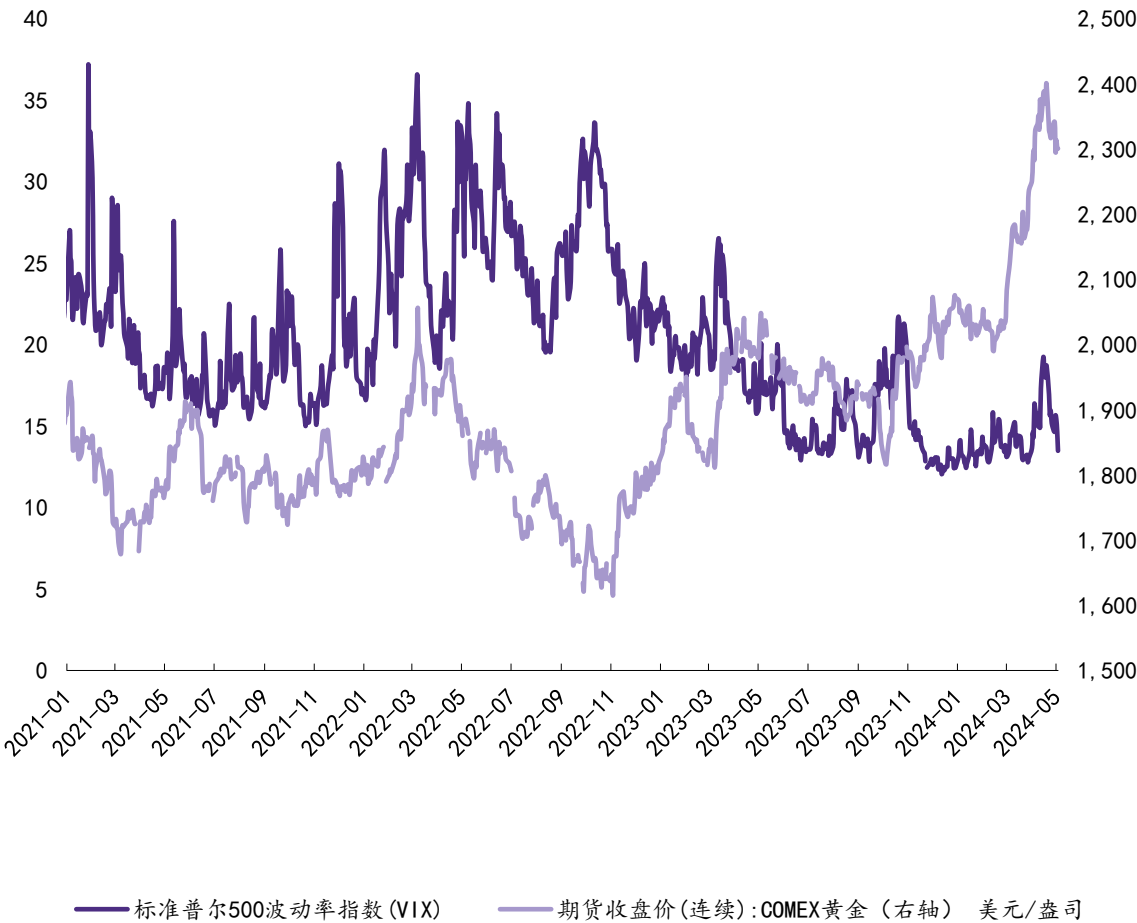
资料来源: fred, 华鑫证券研究

08.大宗商品:

黄金从抗通胀转为实际利率，铜铝静待库存周期

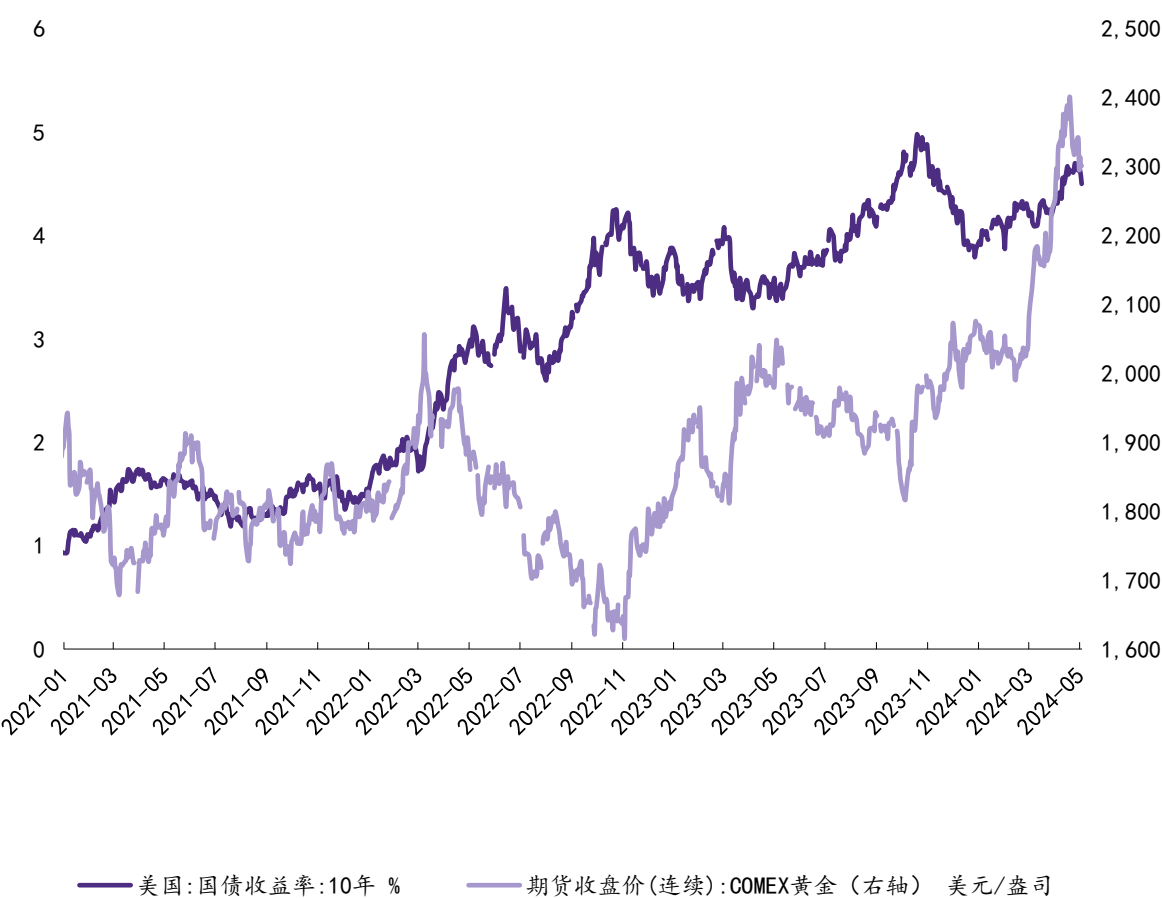
◆ 黄金价格从之前的跟随VIX指数的避险逻辑主导，转为实际利率预期主导。

VIX指数回落带动黄金的短期回调



资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

后续利率下行仍会推动黄金行情



◆但若是保持longer的局势，同时VIX指数走弱，黄金短期承压，之后会在降息预期助推下重回上行；大宗则是静待库存周期的确认。

Term premium和黄金反向而行



但是和大宗商品同步



资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

09.美元指数:

日元和欧元支撑, 延续高位震荡

研究创造价值

美元指数触顶震荡，日元压力缓和

- ◆ 美元指数本轮触顶已经基本完成，在下半年经济走弱和降息预期加强的情况下，美元本有下行压力。
- ◆ 但日元和欧元偏弱，对美元影响有限，预计美元指数触顶后高位震荡。

美元指数跟随美债收益率



日元指数仍会被动承压



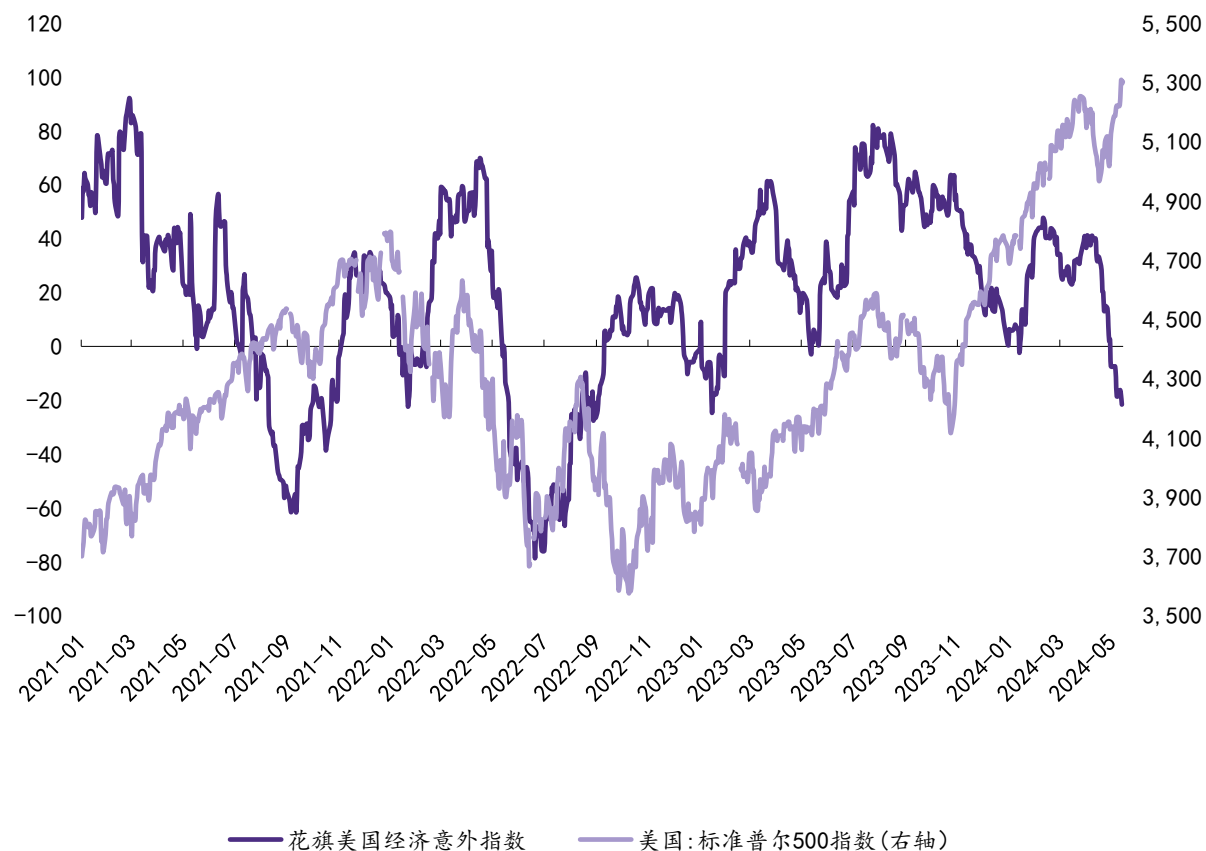
资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

10. 美股：

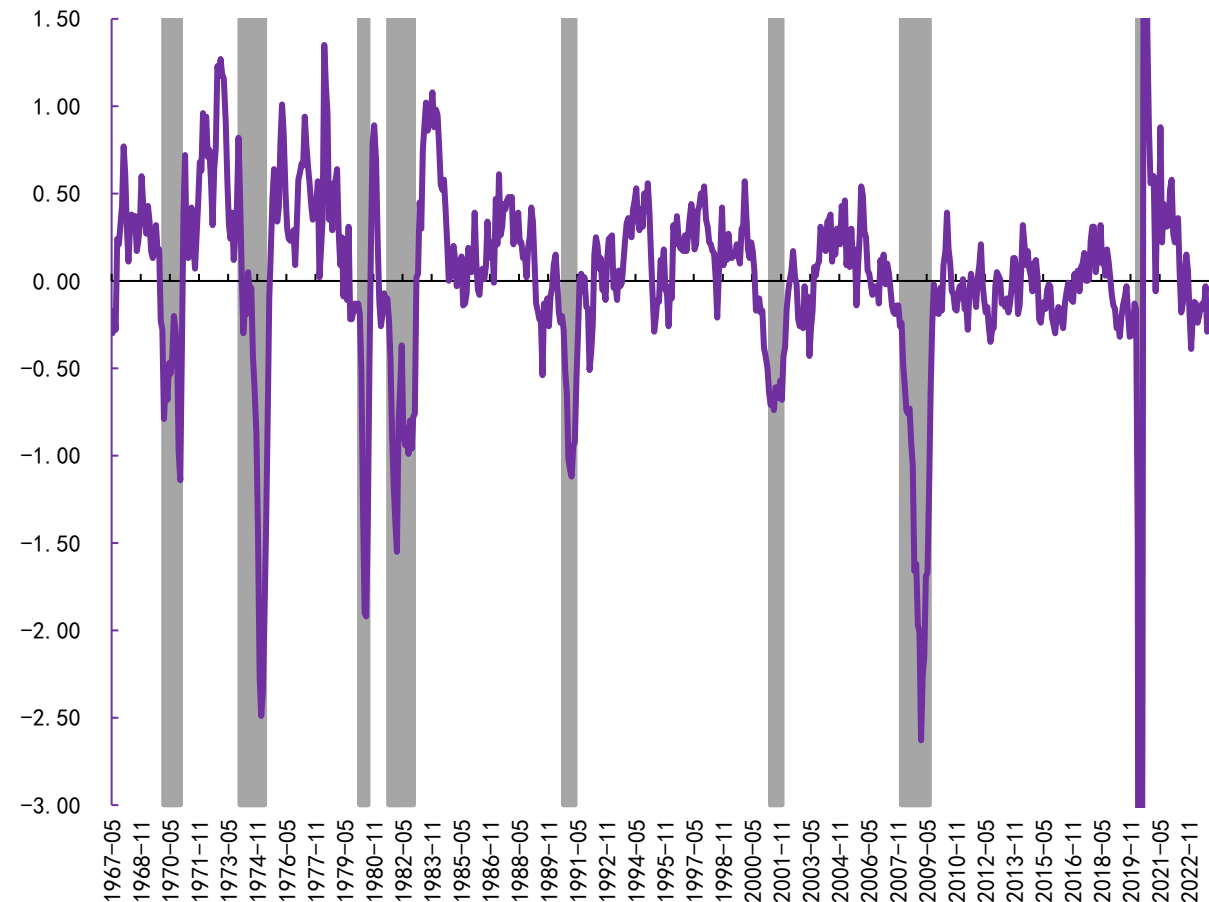
经济缓降+流动性收敛， 美股新高后震荡整理

◆ 花旗美国经济意外指数持续下行，美国经济进入缓降周期，芝加哥活动指数显示美国经济有衰退压力。

经济弱则股市也会承压



芝加哥活动指数再度来到了衰退边缘

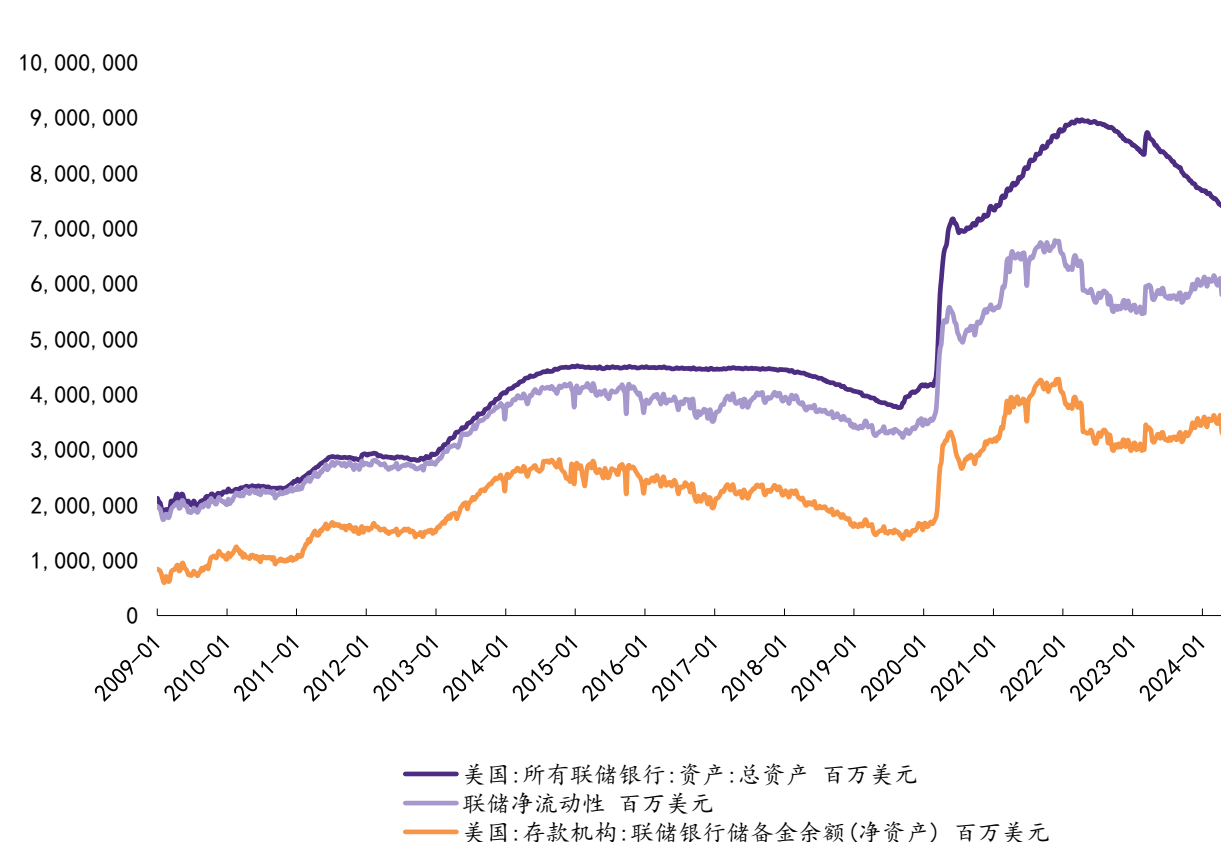


资料来源: Wind资讯, 华鑫证券研究

流动性收敛：本轮不及2023年

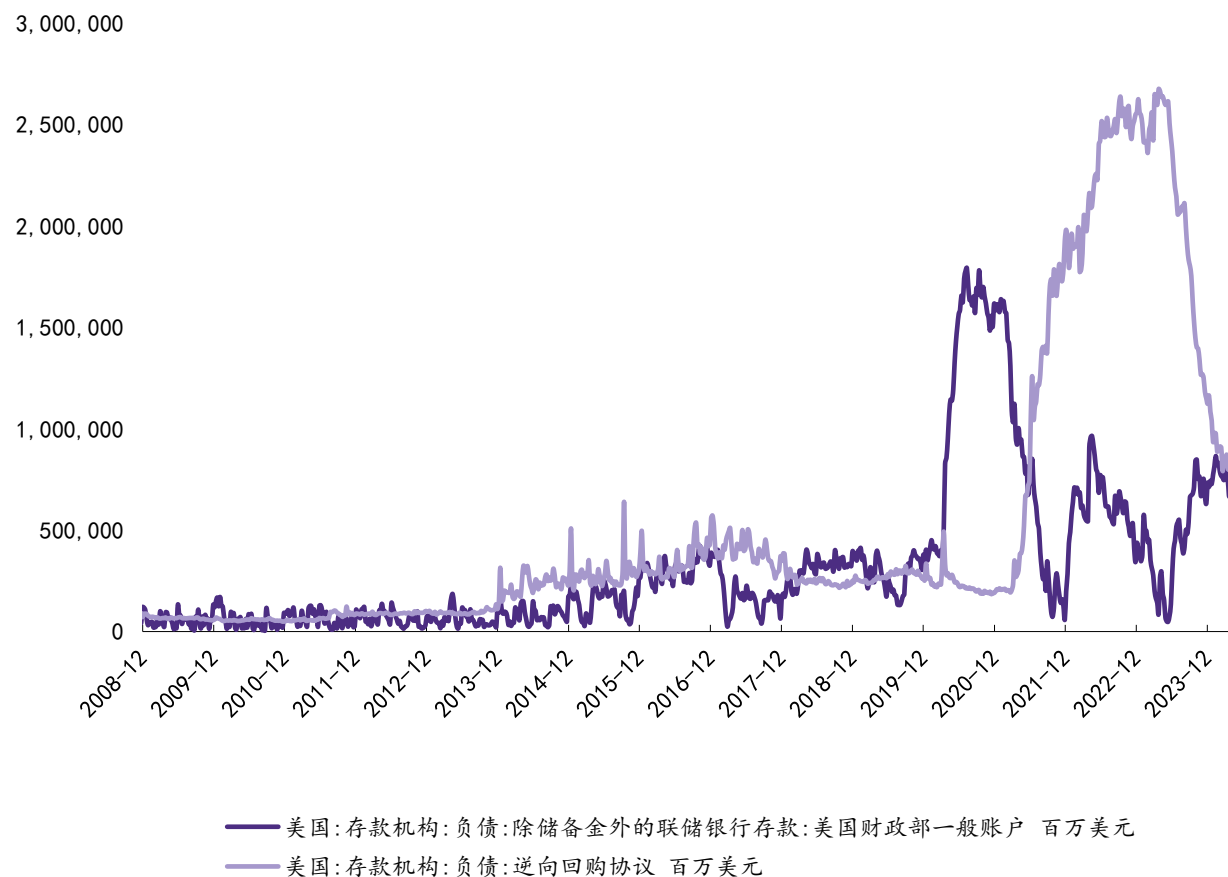
- ◆ 过去TGA账户和逆回购规模较小，因此联储资产表的走势和流动性一致。
- ◆ 但疫情后TGA扩表，ONRRP规模创新高，流动性和联储资产走势分化。

过去流动性、联储总资产和准备金走势基本一致



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

超量TGA和ONRRP导致联储资产和流动性的分化



◆ MMF仅能购买新发的美国短债，由于货币市场基金行业的很大一部分（即政府基金）无法投资于银行存款，因此货币市场基金购买国债的很大一部分可能会通过减少对 ON RRP 工具的投资来融资。

联储持有到期或者银行系统买债时期资产负债表变化

联储		财政部	
资产	负债	资产	负债
国债-1-1	银行准备金-1	财政部账户现金-1	国债-1
	财政部账户现金-1		
	ONRRP		

银行系统		MMF	
资产	负债	资产	负债
国债+1	现金	国债	家庭持有份额
联储准备金-1		现金	
		ON RRP	

MMF参与新债发行时联储资产负债表变化

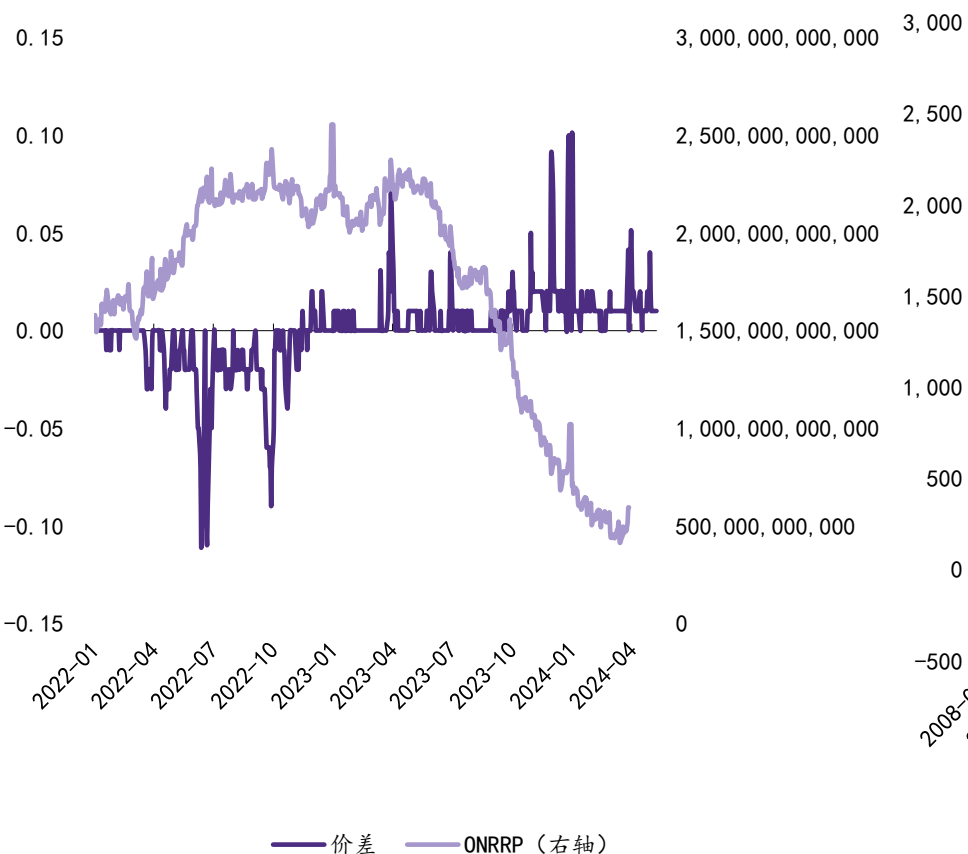
联储		财政部	
资产	负债	资产	负债
国债-1	银行准备金-x	财政部账户现金	国债
	TGA		
	ON RRP-(1-x)		

MMF		银行系统	
资产	负债	资产	负债
国债+1	家庭持有份额	国债	现金-x
现金-x		联储准备金-x	
ON RRP-(1-x)			

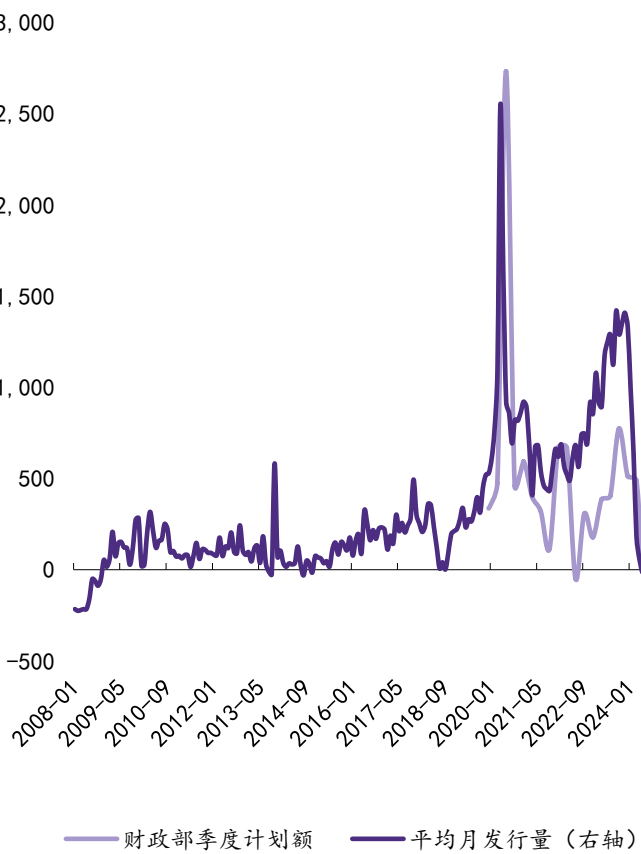
资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

◆ 当前美联储流动性仍相对宽松，SOFR利率开始高于ONRRP利率但仍低于IOR准备金利率；财政部后续债券少发推动了ONRRP资金的回流。

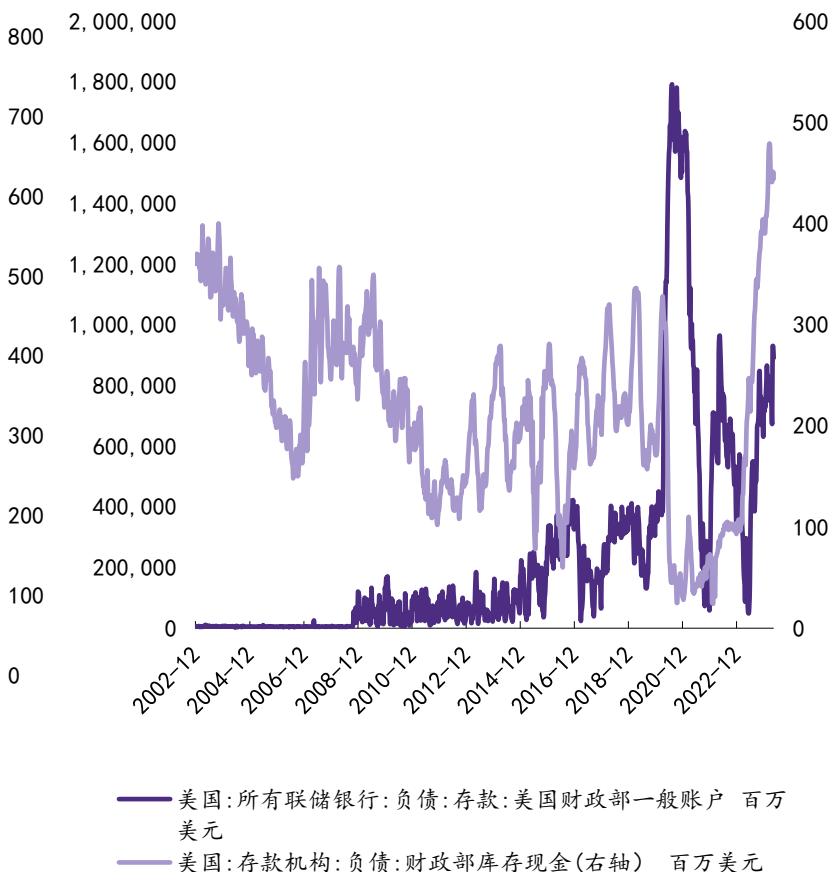
现在流动性依然处在较为宽松的阶段



后续T Bill仍会回升



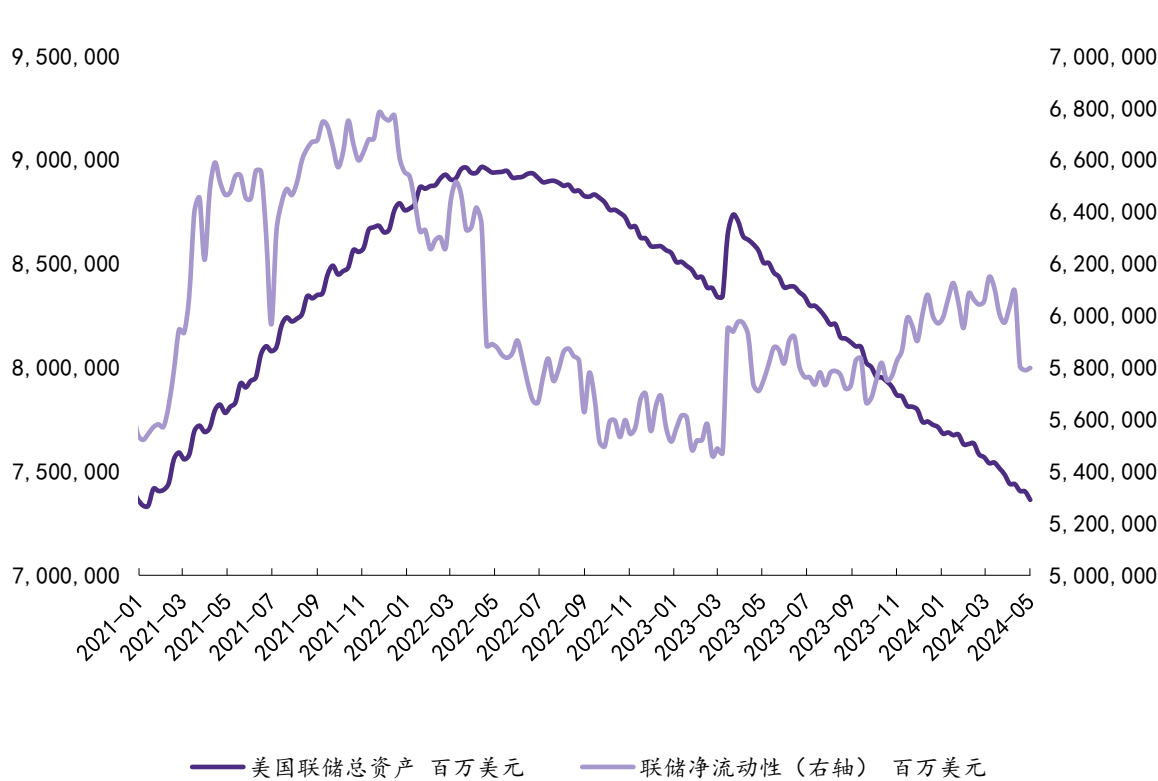
4月纳税季使得TGA账户一直保持在高位



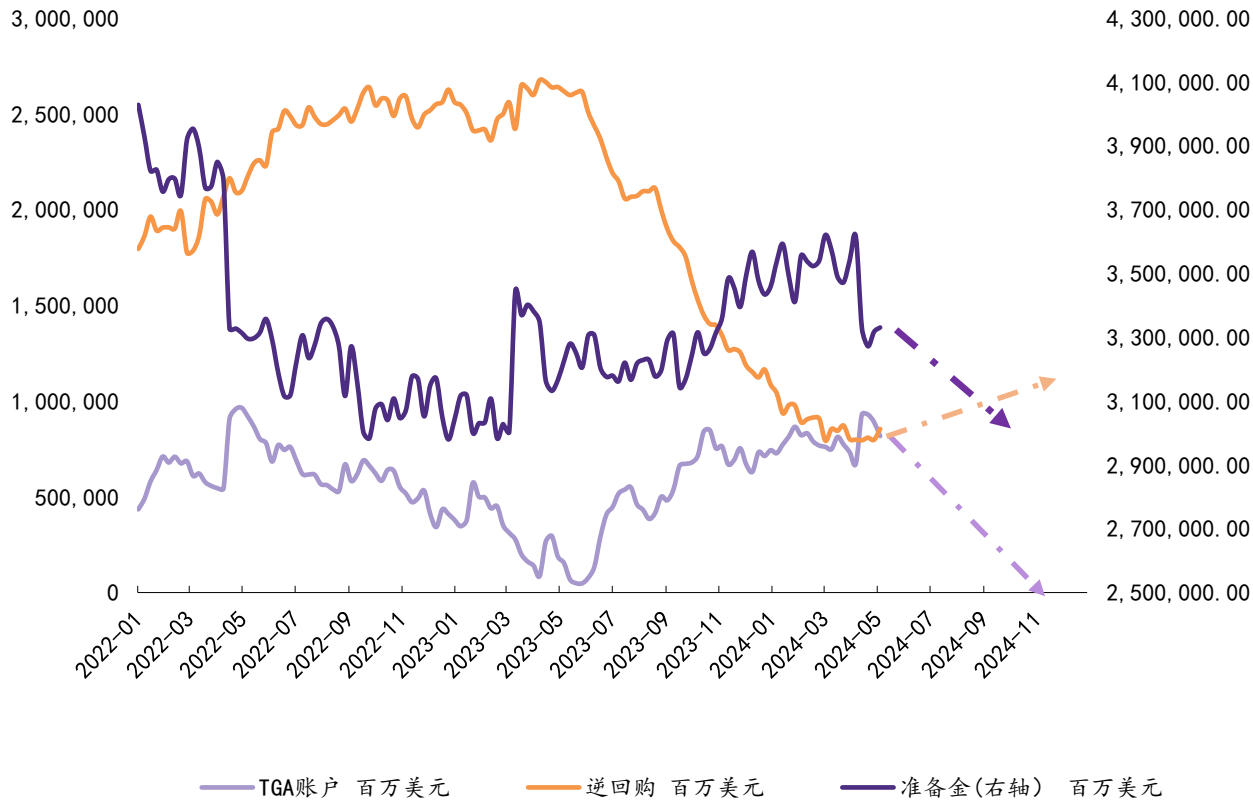
资料来源: Wind资讯, 彭博, 华鑫证券研究

- ◆ 往后来看，预计逆回购持续震荡上行，财政部发债规模回落，使得后续准备金承压。
- ◆ 总体来看短期流动性仍会维持相对宽裕的位置，即 $onrrp < sofr < IOR$ ；
- ◆ 一旦sofr开始超过了准备金利率，说明美国开始出现钱荒，将会触及2021年时期联储设立的国内常设回购便利（SRF），进而推动本轮QT的结束。

联储流动性出现回落



6月之前流动性仍有压力

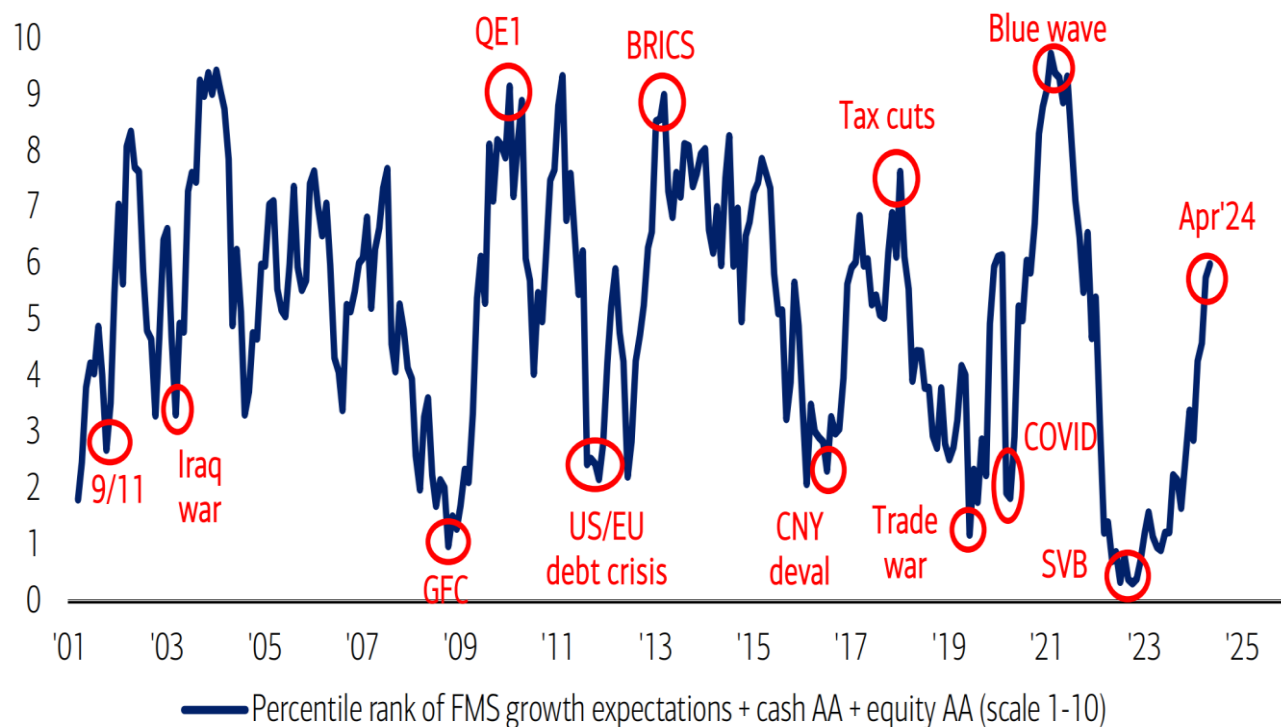


资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

美股结构机会：关注信息技术弹性，金融地产难及去年10月底

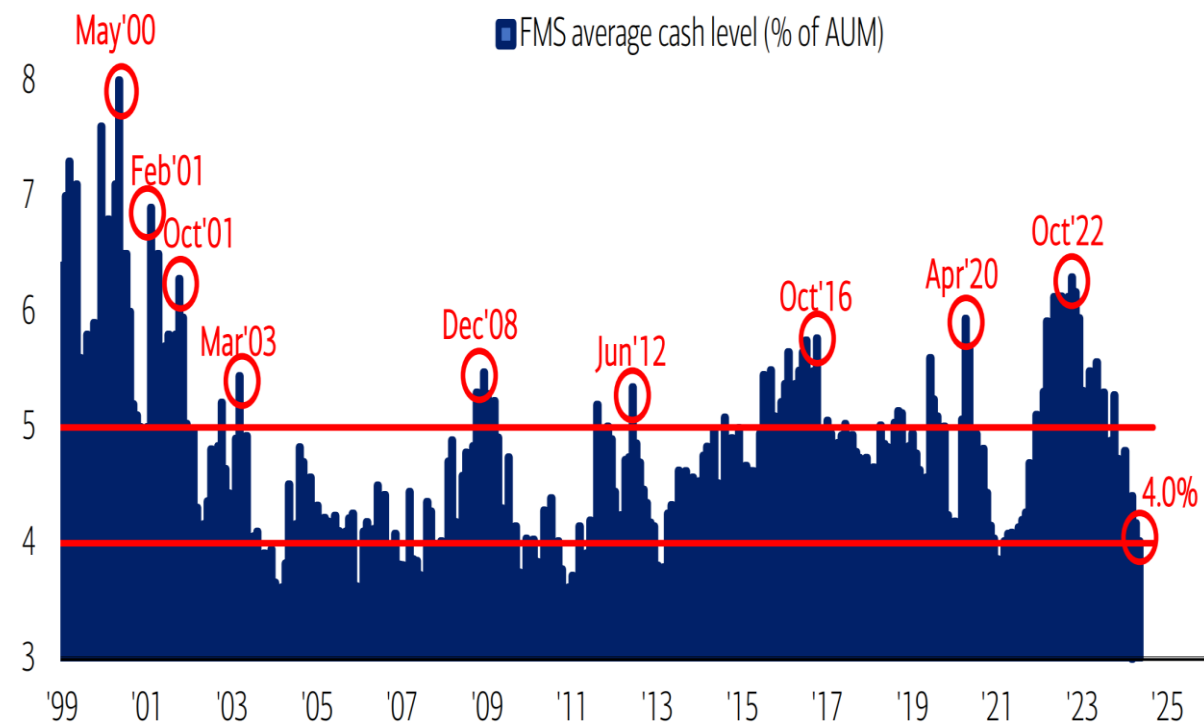
◆ 美股乐观情绪处在高位，资金存留接近市场底部

美股市场情绪再度来到高位



资料来源：BofA，华鑫证券研究

基金的资金存留程度接近了历史低位水平



美股结构机会：关注信息技术弹性，金融地产难及去年10月底

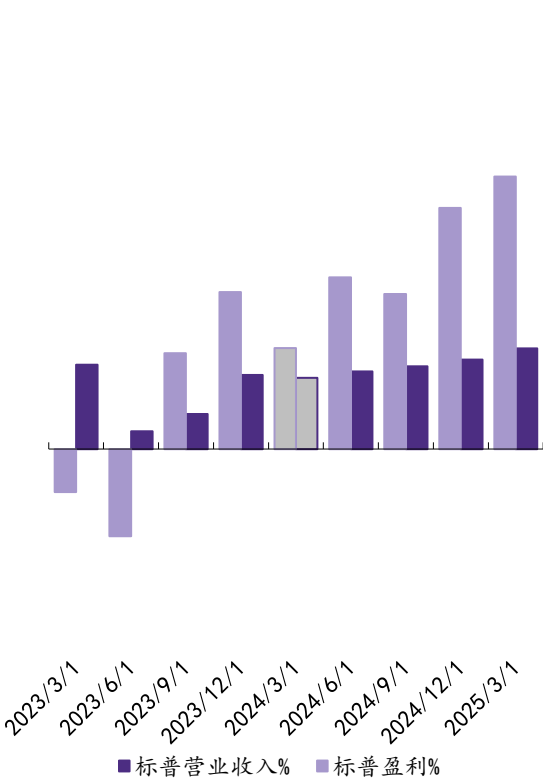
◆ 财报在预期下修的情况下并没有特别超预期，但是整体表现不及上轮，同时企业对于全年预期的展望下修也带动了Q+3的预期的回落

大部分行业财报表现不如上轮

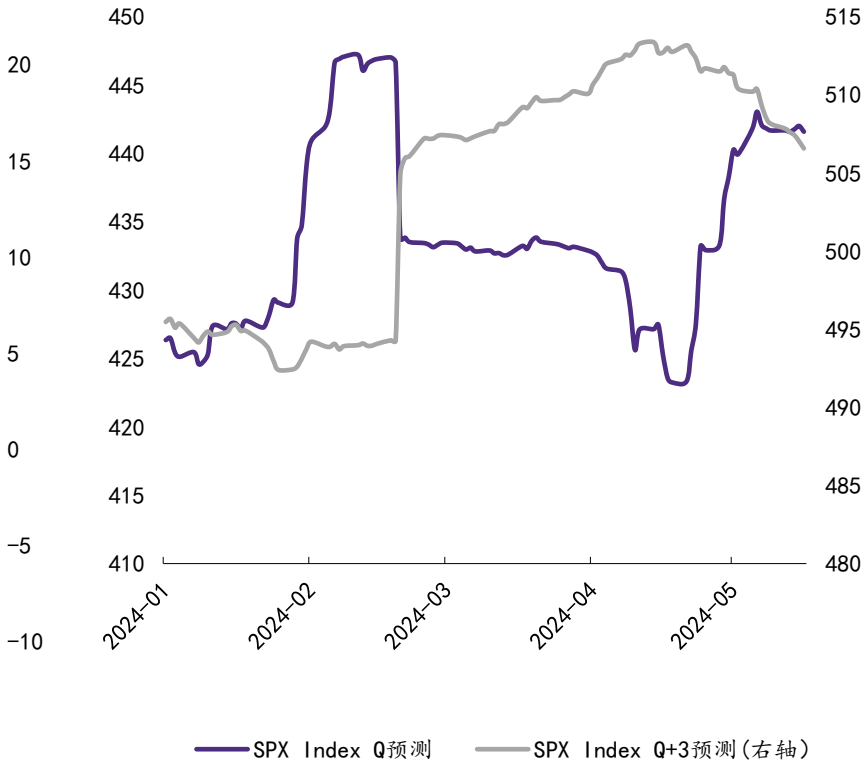
		本期营 收增长	上期营 收增长		本期EPS 增长	上期EPS 增长
全部证券	▼	3.70%	7.31%	▼	5.26%	8.18%
材料	▼	-5.25%	3.87%	▼	-21.50%	-20.58%
工业	▼	2.95%	7.10%	▼	4.63%	4.68%
必需消费品	▼	3.00%	6.34%	▲	8.82%	5.06%
能源	▼	-3.77%	10.27%	▼	-25.40%	-25.04%
科技	▼	3.37%	5.46%	▼	11.94%	21.25%
非必需消费品	▼	6.27%	14.04%	▲	31.80%	29.88%
通讯	▲	7.00%	4.98%	▼	40.94%	48.96%
金融	▼	7.93%	10.38%	▲	11.40%	5.29%
医疗保健	▼	6.02%	8.86%	▼	-26.31%	-16.21%
公用事业	▼	-9.23%	-1.24%	▼	30.50%	47.75%
房地产	▲	7.29%	0.73%	▲	11.27%	8.83%

资料来源：彭博，华鑫证券研究

一季度标普整体表现较弱



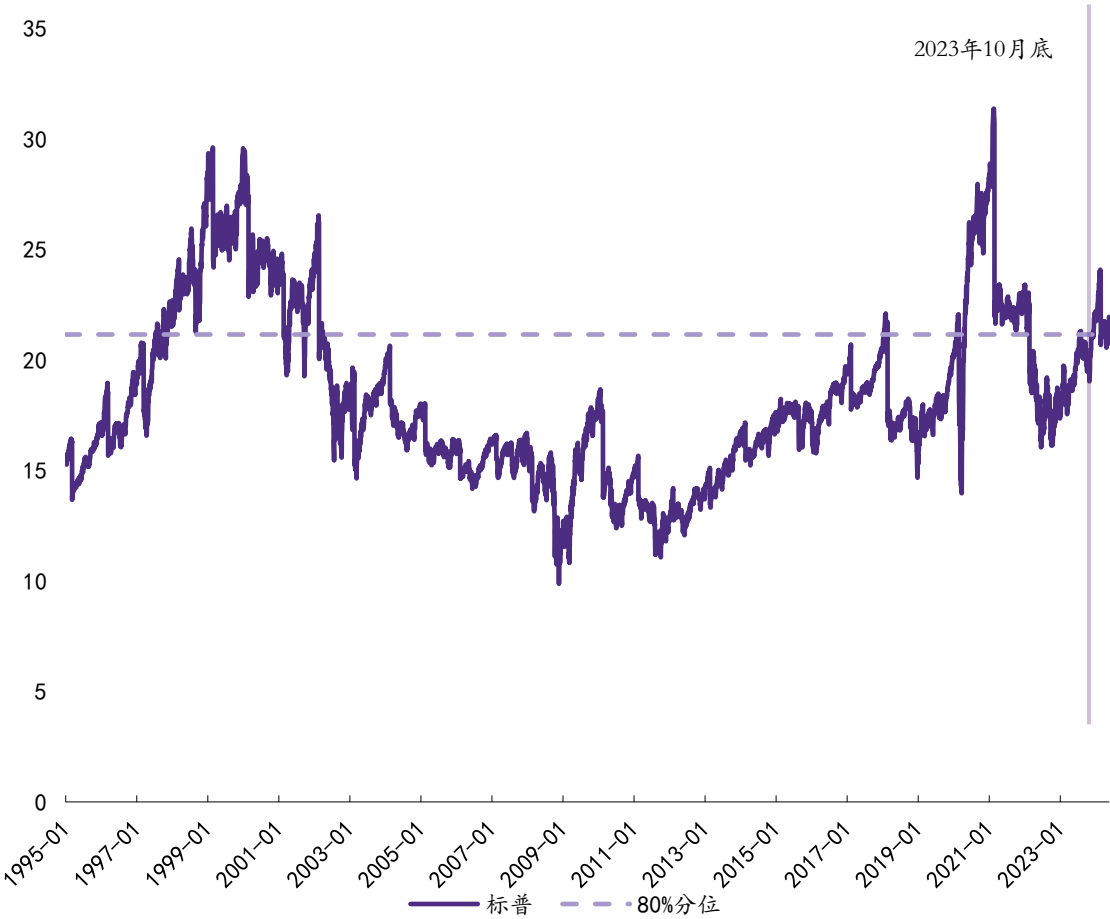
整体营收符合预期的同时，市场开始下修全年预测



美股结构机会：关注信息技术弹性，金融地产难及去年10月底

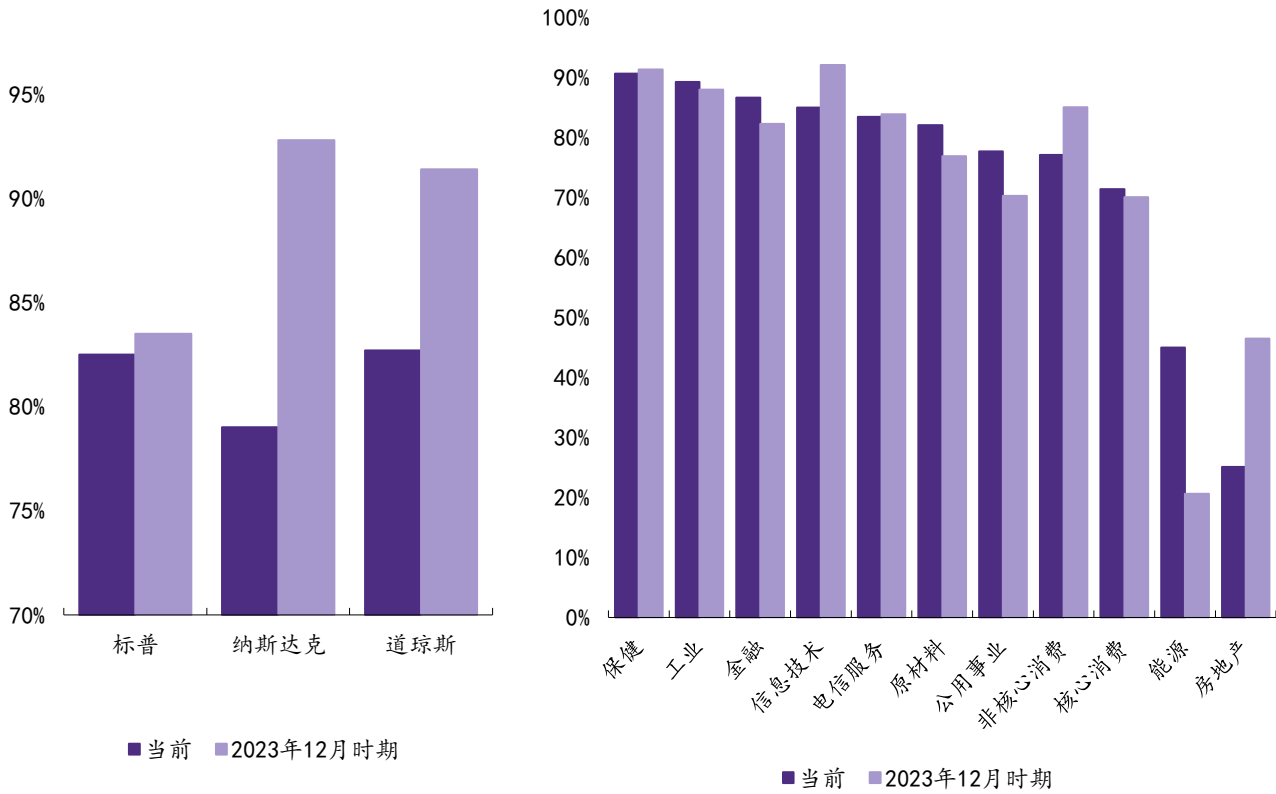
◆ 当前美股PE依然保持在比较高的历史分位，且大部分行业距离2023年12月19日时期的顶部十分相似，空间整体有限

整体标普PE依然保持在比较高的分位



资料来源：彭博，华鑫证券研究

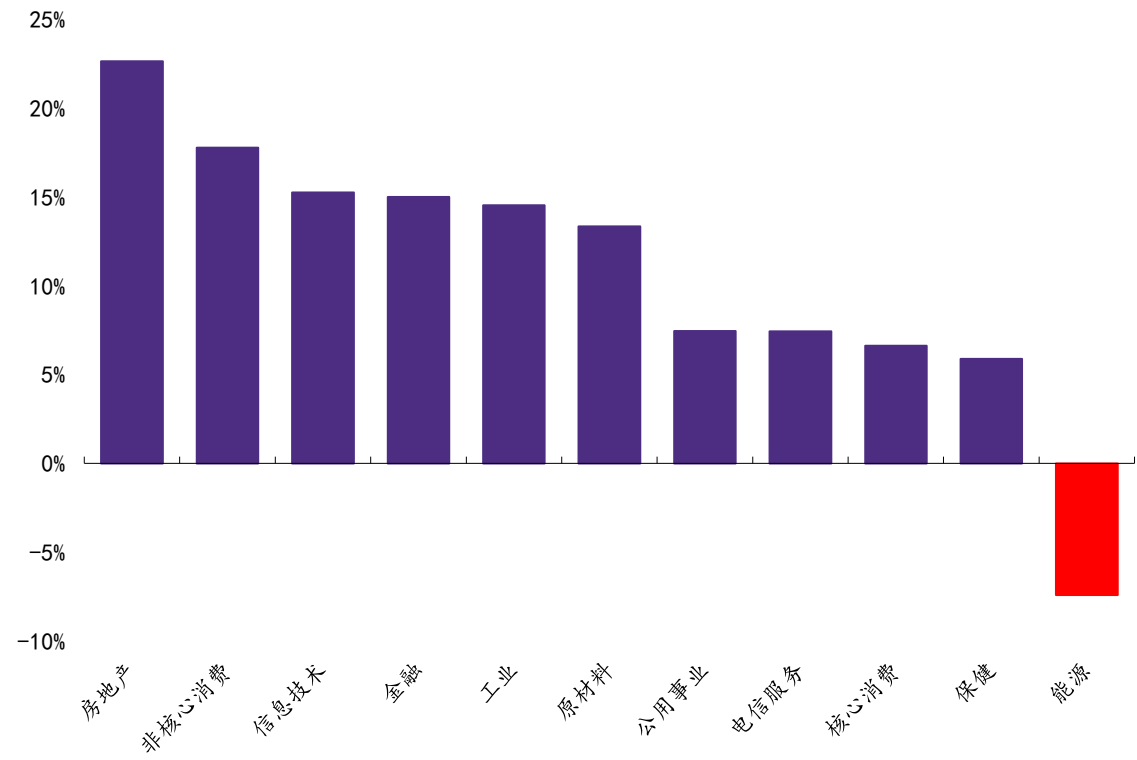
大部分的行业PE处在跟2023年12月时期的相似水平



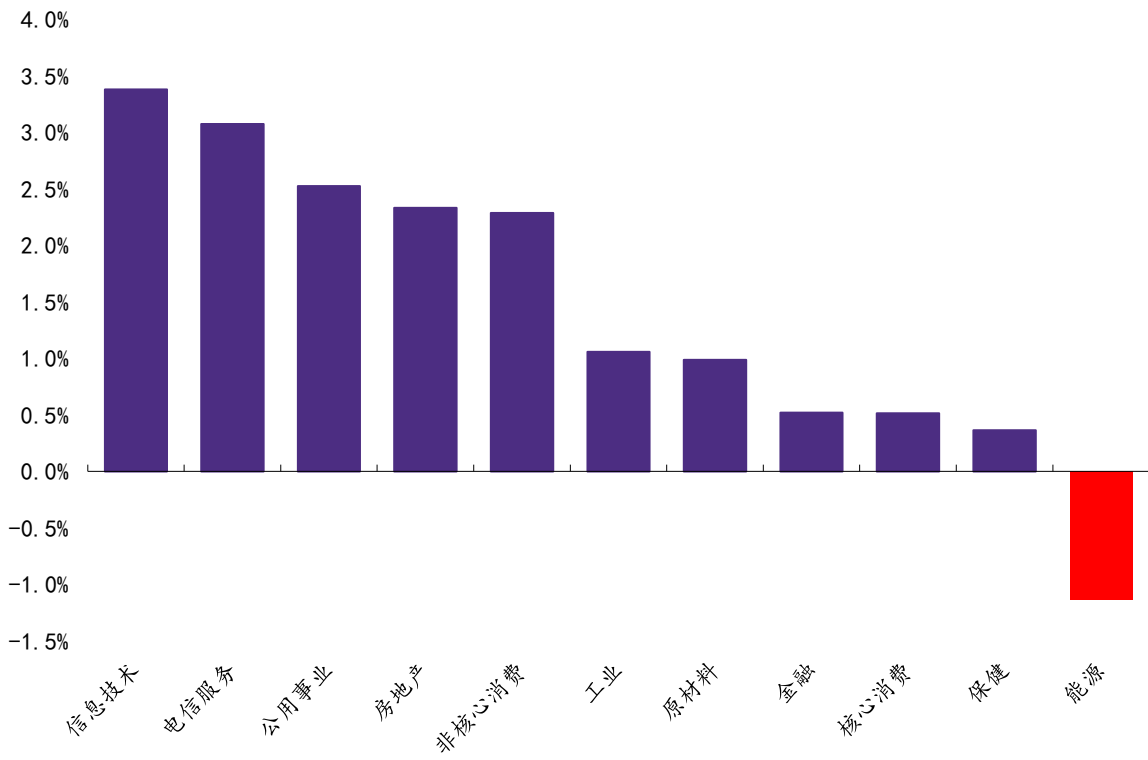
美股结构机会：关注信息技术弹性，金融地产难及去年10月底

◆ 与2023年三四季度时期美股走势不同，本轮金融地产空间受限，资金或更为集中在信息技术为代表的科技成长上。

2023年10月19日-12月27日美债触顶回落期间，
美股地产、可选消费和信息技术涨幅居前，能源回落



五一假期美股行业：信息技术和电信服务领涨，仅有能源收跌



资料来源：Wind资讯，华鑫证券研究

- 1、联储货币政策不及预期
- 2、地缘政治风险再起
- 3、美国经济超预期走弱

杨芹芹：经济学硕士，8年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

孙航：金融硕士，2022年5月入职华鑫研究所

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

研究创造价值