

## 大类资产价格趋势如何？

### ——杰克逊霍尔全球央行年会释放了哪些信号？

#### 核心要点：

- **美国经济、就业、通胀：**（1）美国二季度GDP同比增长2.7%（环比折年率为2.4%），主要支撑因素是私人消费与投资、政府消费与投资。8月美国经济景气程度有所下降，但总体仍然处于扩张区间，主要得益于非制造业的强劲表现。（2）美国劳动力市场持续超预期强劲，使人们对经济避免衰退的前景更加乐观。（3）美国7月通胀小幅反弹，但CPI仍低于预期。核心通胀相对较高，主要是住宅、其他商品与服务等通胀较高。
- **杰克逊霍尔全球央行年会上鲍威尔讲话要点：**（1）通胀已从峰值回落，但仍然较高，美联储2%的通胀目标保持不变。（2）美联储加息做得太少可能会让高于目标的通胀变得根深蒂固，做得太多也可能对经济造成不必要的伤害。（3）在即将举行的会议上，将根据整体数据以及不断变化的前景和风险来评估进展，谨慎并灵活地决定是否加息。在通胀持续放缓之前，将采取限制性政策；如果劳动力市场没有放缓，美联储准备进一步提高利率。
- **美联储偏鹰表态对大类资产价格的影响：**（1）债券：近期美债利率快速攀升，8月25日，鲍威尔演讲后，美债10年期国债收益率上升至4.25%，美债2年期国债收益率上升至5.03%；中美货币政策周期错位程度加剧，中国10年期国债收益率为2.57%，中美利差扩大至为1.6798%，较上年末扩大63.51BP。（2）外汇：若美联储鹰派政策持续时间拉长，由于欧洲央行、英国央行的鹰派程度与其旗鼓相当，从而欧元、英镑贬值压力相对较小；但日元、人民币将继续承压。（3）大宗商品：随着美联储延长限制性政策维持时间、降息时间不确定，美元指数上涨、美债利率上行，均使金价进一步承压；叠加产油国减产，油价未来或将继续宽幅震荡。（4）海外股市受到一定压制：一是美联储加息预期进一步增强，权益资产估值受到压制；二是8月欧美经济景气程度下行，企业盈利端压力增大，但还需要更多数据进行确认；三是面对不确定性较强的欧央行政策，市场风险偏好下降，但下降程度有限。（5）A股：美联储强硬加息政策，将从估值和资金两个方面影响A股市场。关于估值，美联储加息推动美债利率上行，A股估值将承压；关于资金流向，从美元兑人民币汇率即可看出。美联储加息，部分程度将促进资金流出A股；但国内经济复苏，则促进资金流入A股。因此，美联储加息将使A股承压，但A股走势主要取决于国内经济复苏情况。加之，当前A股估值处于绝对低位，受美联储是否加息影响程度极为有限。
- **风险提示：**海外加息超预期风险，国内政策落地效果不及预期风险，市场情绪超预期低迷风险

#### 分析师

杨超

☎：010-80927696

✉：yangchao\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030004

#### 相关研究

2023-08-21, 银河证券策略研究点评报告：为什么5年期以上LPR没有调降？

2023-08-12, 7月通胀及金融数据解读：降准降息预期升温，坚守A股市场投资主线

2023-07-25, 7月中央政治局会议解读：提振A股市场，把握主线投资机会

2023-07-22, 国内“稳预期”政策密集出台，基金加仓“大主线”

2023-07-16, 策略周观察：A股市场蓄势上行，美国通胀超预期降温

2023-07-03, 2023年A股市场中期投资展望：时蕴新生，乘刚执本

2023-06-19, 投资环境的边际变化与多重政策合力催化A股市场颠簸上行

2023-5-21, 可持续高质量发展专题：中国特色估值体系重塑“中国元素”与投资逻辑再审视

2023-5-21, 房地产行业专题：周期未变，市场竞争格局在动

2023-5-16, 可持续高质量发展专题：谁主沉浮？专注制胜—兼顾选股策略

## 目 录

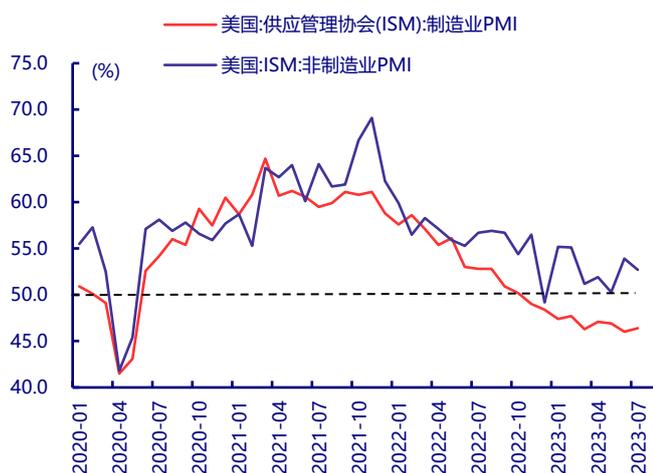
一、美国经济、就业与通胀表现 .....	3
二、杰克逊霍尔全球央行年会：美联储主席讲话要点.....	4
三、美联储政策对大类资产表现的影响.....	5
(一) 债券.....	5
(二) 外汇.....	7
(三) 大宗商品.....	7
(四) 全球股市.....	8
四、风险提示 .....	11
图表目录 .....	12

## 一、美国经济、就业与通胀表现

美国一季度 GDP 同比增长 2%，二季度 GDP 同比增长 2.7%（环比折年率为 2.4%），上半年累计增长 2.3%，均为提出商品、服务价格上涨因素后的实际增长水平。主要支撑因素是**私人消费与投资、政府消费与投资**。其中，居民消费对美国二季度 GDP 贡献了 1.12 个百分点，私人投资贡献了 0.97 个百分点，各级政府的消费、投资合计贡献 0.45 个百分点，三大部分对美国二季度 GDP 贡献了 2.54%。而美国对外商品与服务贸易的“净出口，对国民经济发展拉低 0.12 个百分点”。美国私人消费仍将保持韧性，对美国经济增长形成较强支撑。

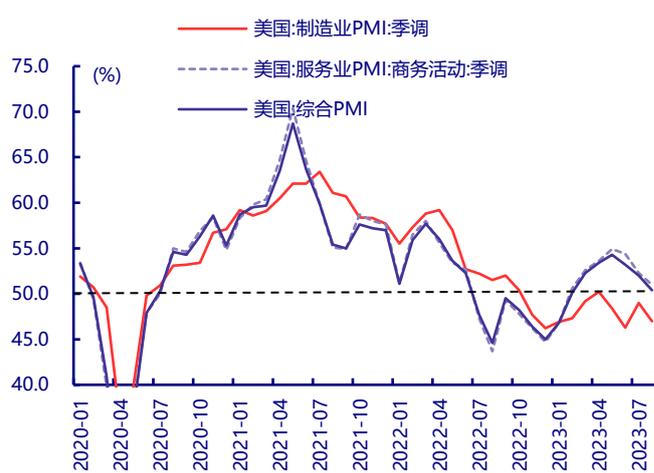
8 月美国经济景气程度有所下降，但总体仍然处于扩张区间，主要得益于非制造业的强劲表现。美国 8 月 Markit 制造业 PMI 初值为 47，不及预期（49.3），且较 7 月终值（49）下降；服务业 PMI 初值为 51，创 6 个月新低，预期 52.2，7 月终值 52.3；综合 PMI 初值为 50.4，预期 51.5，7 月终值及初值均为 52。如图 1、2 所示。

图 1. 美国 ISM 制造业 PMI、非制造业 PMI



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2. 美国 Markit 制造业、服务业、综合 PMI



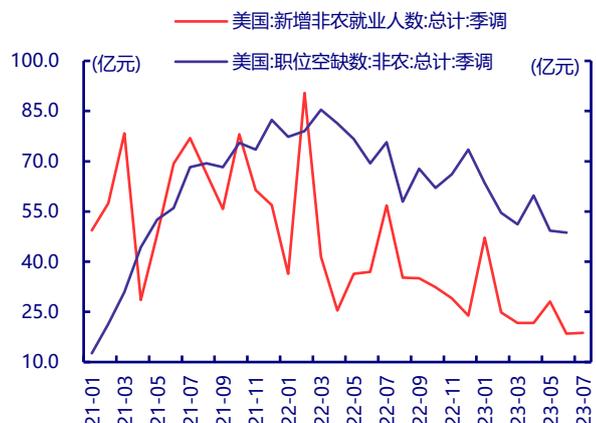
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2023 年 2 月以来，新增非农就业人口总体呈下降趋势，非农职位空缺数也呈下降趋势，7 月新增非农就业人数 18.7 万(预期 20 万, 前值 18.5 万)。但美国居民失业率较低，7 月为 3.5%，连续两个月下降。如图 3 所示。

4 月中旬以来，每周续请失业金人数持续下降；6 月下旬以来，每周初请失业金人数总体下降。至 8 月 19 日当周美国初请失业金人数为 23 万人，预期 24 万人，前值 24 万人；至 8 月 12 日当周续请失业金人数 170.2 万人，预期 170.8 万人，前值 171.1 万人。劳动力市场继续强于预期，使人们对经济避免衰退的前景更加乐观。如图 4 所示。

美国 7 月通胀小幅反弹，其中 CPI 仍低于预期。美国 7 月 CPI 同比上升 3.2%，预期 3.3%，前值 3.0%；环比上升 0.2%，前值 0.3%。美国 7 月 PPI 同比上升 0.8%，预期 0.7%，前值 0.3%；环比上升 0.3%，预期 0.2%，前值持平。如图 5、6 所示。

图 3. 美国新增非农就业人数、职位空缺数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

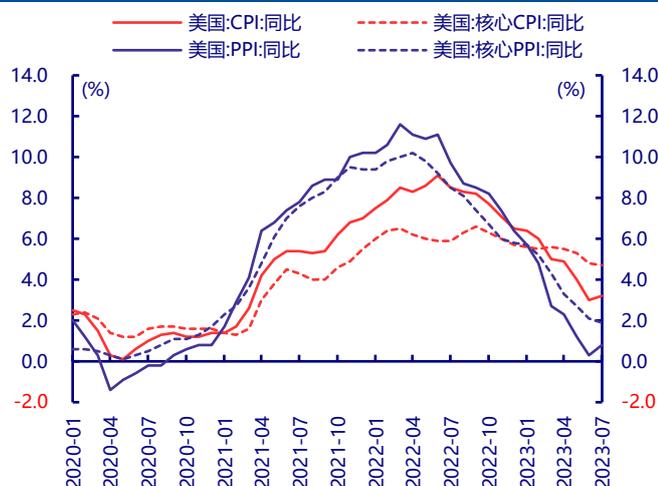
图 4. 美国初请、续请失业金人数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

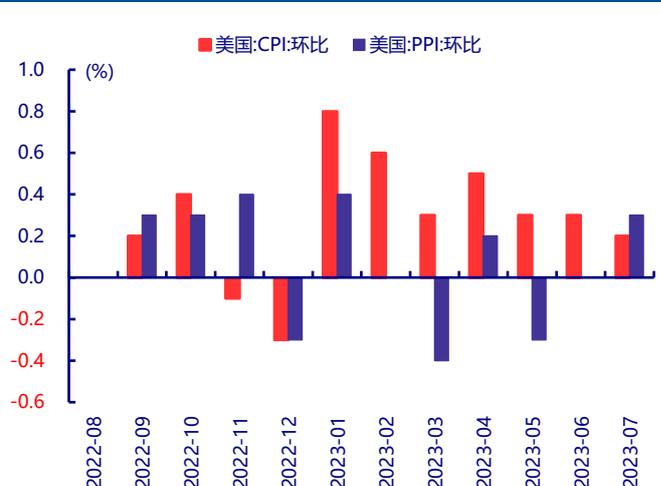
核心通胀相对较高, 表明剔除食品和能源外的物价较为顽固, 主要是住宅、其他商品与服务等通胀较高。美国 7 月核心 CPI 同比升 4.7%, 预期升 4.8%, 前值升 4.8%; 环比升 0.2%, 预期升 0.2%, 前值升 0.2%。其中, 住宅 CPI 同比上升 6.2%、其他商品与服务 CPI 同比上升 6.1%。当前通胀水平离美联储 2% 的通胀目标仍有一定距离。

图 5. 美国 CPI、PPI 同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 6. 美国 CPI、PPI 环比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

综上所述, 较高的经济增速、强劲的劳动力市场, 以及充满韧性的通胀水平, 均支持美联储继续小幅加息, 并维持高利率政策较长期限。

## 二、杰克逊霍尔全球央行年会：美联储主席讲话要点

8 月 25 日, 鲍威尔在堪萨斯城联储于怀俄明州杰克逊霍尔举行的年度会议上发表主题演讲, 总体表态偏鹰派, 美联储 9 月小幅加息可能性较高。鲍威尔的演讲主要内容如下:

**要点 1: 关于当前通胀水平及未来通胀目标: 通胀虽降, 但仍然较高。**

(1) 通胀已从峰值回落，抗击通胀已经取得了进展，最近的数据是积极的；(2) 但通胀仍高于政策制定者感到舒适的水平，将通胀降低仍是一个漫长的过程，商品通胀需要持续降温；(3) 2%仍是并将继续是美联储的通胀目标。

**要点 2: 关于美联储加息与否的风险：风险是双向的。**

风险是双向的，既存在做得太多的风险，也存在做得太少的风险。(1) 做得太少可能会让高于目标的通胀变得根深蒂固，最终需要货币政策从经济中挤出更持久的通胀，对就业造成高昂的代价。(2) 做得太多也可能对经济造成不必要的伤害，加息可能仍会对经济有明显的进一步拖累。

**要点 3: 关于 9 月加息与否：根据数据以及前景和风险评估，谨慎行事。**

(1) 将谨慎地决定是否再次加息。在即将举行的会议上，根据整体数据以及不断变化的前景和风险来评估进展，决定是进一步收紧货币政策，还是保持政策利率不变。

(2) 在通胀持续放缓之前，将采取限制性政策。实际利率为正值，远高于大多数中性预期。持续的高于趋势的增长可能需要收紧货币政策。

(3) 如果劳动力市场没有放缓，美联储将用货币政策作出回应。如果合适，美联储准备进一步提高利率。

(4) 美联储在考虑进一步行动时将保持灵活性，但几乎没有迹象表明其准备在短期内开始放松货币政策。

## 三、美联储政策对大类资产表现的影响

### (一) 债券

美联储自 2022 年 3 月开启本轮加息周期以来，截至 2023 年 8 月 25 日，已经连续 11 次加息，将关键利率推至 5.25%-5.5% 的目标区间，为 22 年来的最高水平。近期美债利率快速攀升，鲍威尔在全球央行年会上演讲后，美债利率又小幅上行。8 月 25 日收盘后，美债 10 年期国债收益率上升至 4.25%，美债 2 年期国债收益率上升至 5.03%，分别较 2022 年末上行 37BP、62BP；利差升至 78BP。但 7 月以来，倒挂幅度不断缩小。如图 7 所示。

预判未来，若美联储 9 月继续加息，假设加息 25BP，则关键利率将升至 5.50%-5.75% 区间，美债利率将进一步上升。短债利率反应快，将快速上升；长债利率反应相对缓慢，且美联储加息会对经济造成更明显的拖累，长债避险作用强于短债，从而 10 年期等长债利率上升幅度相对较小，2 年期等短债利率升幅相对较大，两者利差将扩大。

欧元区 7 月 CPI 同比上升 5.3%，与前值和预期值持平；环比下降 0.1%。核心 CPI 同比上升 6.6%，与前值和预期值持平；环比持平。另一方面，近期欧元区经济景气度正在下降，占主导地位的服务业降至收缩区间，对经济总体影响较大。欧元区 8 月制造业 PMI 初值 43.7，预期 42.6，7 月终值 42.7；服务业 PMI 初值 48.3，预期 50.5，7 月终值 50.9；综合 PMI 初值 47，预期 48.5，7 月终值 48.6。主要原因是利率上升、居民信心下降和高通胀打压了对商品和服务的需求，企业对未来仍持悲观态度，家庭和企业均紧缩预算。同时，欧洲央行官员近期表

示，欧洲央行或将继续提高利率，以降低仍然较高的核心通胀，但是否加息也将取决于数据表现。8月25日，欧洲央行行长拉加德表示，欧洲央行将把利率设定在足够高的水平，以抗击通胀。而欧元区成员国中，意大利、法国、德国的10年期国债收益率分别为4.232%、3.082%、2.48%，分别较上年末下行46BP、下行3.1BP、下行3BP，即欧元区债券收益率窄幅波动。如图8所示。

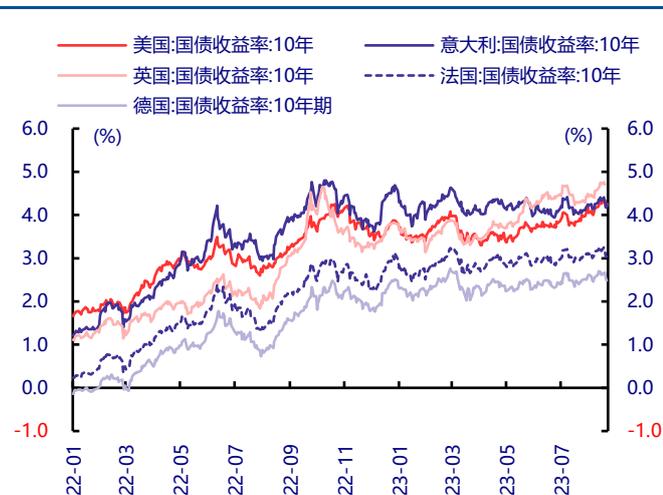
图7. 美债2年期、10年期到期收益率及其利差



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

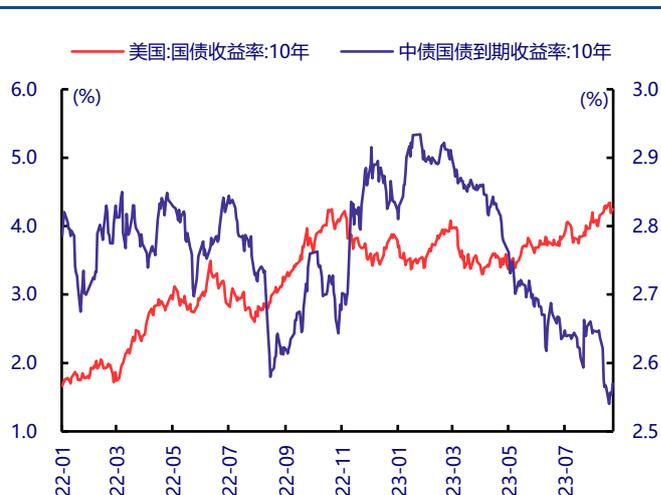
7月，英国CPI同比上涨6.8%，与市场预期一致，是自2022年2月以来的最低水平；环比下降0.4%。但核心CPI仍保持在6.9%，远高于英国央行2%的预期，推升了英国9月加息预期。同时，8月英国各类PMI初值均超预期下降，全面降至收缩区间，增长势头放缓，意味着通胀压力有所缓和。英国8月制造业PMI初值42.5，刷新39个月新低，预期45.0，7月终值45.3；8月服务业PMI初值48.7，预期51.0，7月终值51.5；综合PMI初值47.9，预期50.3，7月终值50.8。截至8月25日，10年期英国国债收益率为4.7039%，上年末为3.7992%，上行行了90.47BP，上行幅度在欧美国家居前列。

图8. 美国、欧元区、英国10年期国债收益率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图9. 美国、中国10年期国债收益率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

若美联储继续加息，将加剧中美货币政策周期错位程度。8月15日，7天期逆回购利率调降10BP至1.80%，而MLF调降15BP至2.5%；8月20日，1年期LPR调降10BP至3.45%，5年期LPR按兵不动，仍为4.20%。在经济稳增长压力下，中国货币政策降准降息预期较强。货币政策周期错位加剧，体现在债券市场上，即为中美10年期国债收益率差将增大。截至8月25日，中国10年期国债收益率为2.57%，中美利差为1.6798%，较上年末扩大63.51BP。如图9所示。

## (二) 外汇

在汇率市场方面，年初至今，美元指数宽幅震荡，主要受市场对美联储政策预期不断反转影响。7月17日，美元指数降至99.8982，随后快速反弹回升，截至8月25日，美元指数收报104.1939。今年以来，欧元兑美元窄幅震荡，英镑兑美元震荡上行，均对美元指数构成拖累；而美元兑日元大幅上行，日元相对美元贬值，助力美元指数上行。美元兑人民币中间价也呈上升趋势，但7月以来，在稳定外汇等政策下窄幅震荡。如图10、11所示。

未来美联储鹰派政策或将维持更久，但欧洲央行、英国央行的鹰派程度与其旗鼓相当，欧元、英镑贬值压力相对较小；而日本正处于宽松政策放缓的阶段，中国则处于降准降息预期增强的阶段，因此，未来日元、人民币继续承压，且人民币压力更大。

图 10.美元指数与美元兑人民币汇率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 11. 欧元、英镑、日元兑美元汇率



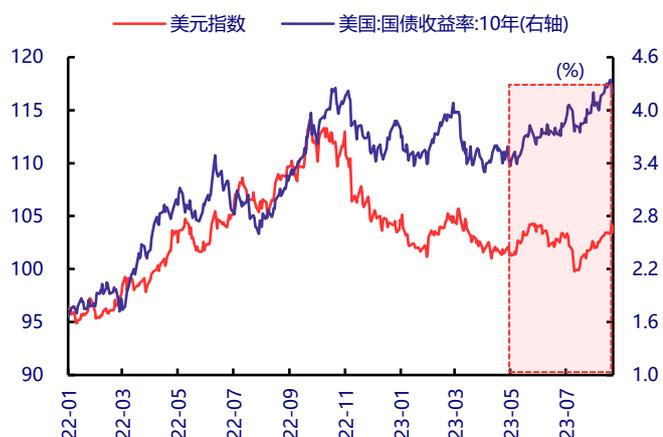
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## (三) 大宗商品

5月以来，黄金价格震荡下行，随着美联储延长限制性政策维持时间、推迟降息时间，美元指数上涨、美债利率上行，均使金价进一步承压。如图12、13所示。

年初至今，原油价格宽幅震荡。其中，7月以来，国际原油价格上涨，主要因OPEC+组织减产，以及美国夏季燃油消费需求增大。但8月中旬以来小幅回调，截至8月25日，WTI原油报79.83美元/桶。油价短期内受季节性需求暴增的影响，但当前全球经济增速放缓，尤其是制造业放缓，使油价承压，而欧美央行的储鹰派加息将加剧这一趋势；另一方面，原油供应国有关有缩减产油规模以维持价格、维持利润的动力，因此，油价未来或将继续宽幅震荡。

图 12. 美元指数与美国 10 年期国债收益率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 13. 黄金与原油价格走势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

除黄金与原油外的其他大宗商品, 供应端长期相对平稳, 主要受经济需求的影响, 但也因由美元定价而受美元指数走势的影响。2023 年以来, 国际市场上, LME 铜、LME 铝等有色金属价格震荡下行; 在国内市场, 动力煤、焦炭、螺纹钢等商品价格总体呈下行趋势。主要因全球主要经济体经济处于下行或弱复苏阶段, 对大宗商品的需求下降。未来上述大宗商品价格或继续承压, 2023 年年内上升可能性较小; 价格回升需要等待经济复苏趋势更加明确, 以及供应商库存见底。如图 14、15 所示。

图 14. LME 铜与 LME 铝价格走势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 15. 动力煤、焦炭、螺纹钢价格走势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

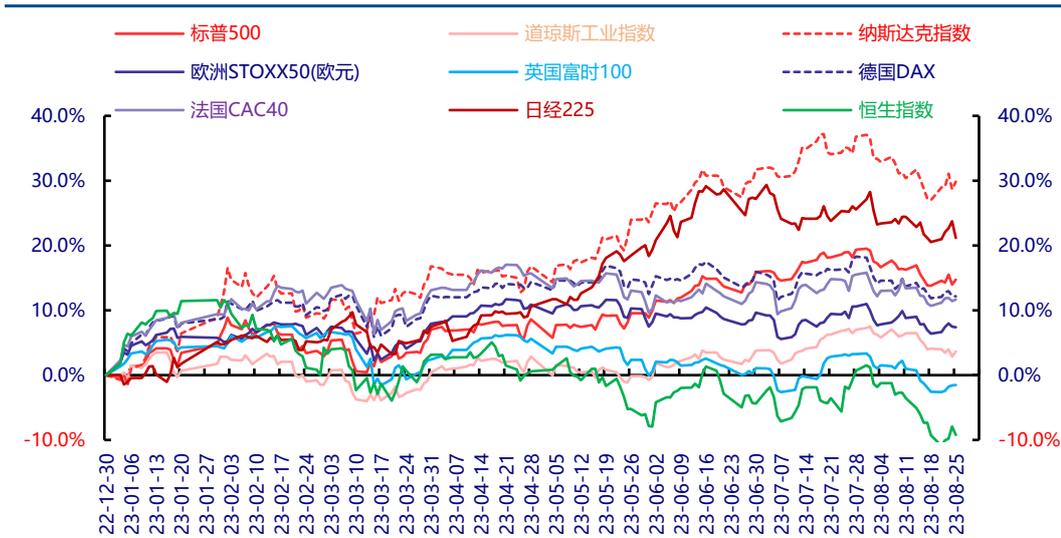
## (四) 全球股市

8 月以来, 国际股市从年内高点纷纷回调。主要原因包括, 一是美联储加息预期进一步增强, 权益资产估值受到影响; 二是 8 月数据显示, 欧美经济景气程度下行, 经济前景动能减弱, 且多数处于萎缩区间, 企业盈利端压力增大, 但仅凭单月数据不足以判断未来走势, 需要更多数据进行验证; 三是面对不确定性较强的欧美央行政策, 市场风险偏好下降, 但下降程度可控。截至 8 月 25 日, 美国三大股指均较上年年末上涨, 纳斯达克指数上涨 29.85%、标普 500 上涨

14.75%、道琼斯工业指数上涨 3.62%。如图 16 所示。

鲍威尔近期的鹰派立场或将令避险情绪进一步蔓延，在 9 月加息政策落地之前，市场分歧不断加大，短期看，全球权益资产价格，总体将在震荡中小幅下降。9 月美联储政策落地后，市场情绪将更为一致。但权益资产长期的价格走势，仍取决于各国的经济表现，当前欧美经济增速从超预期强劲转为超预期放缓，未来走向还需要更多数据进行验证。

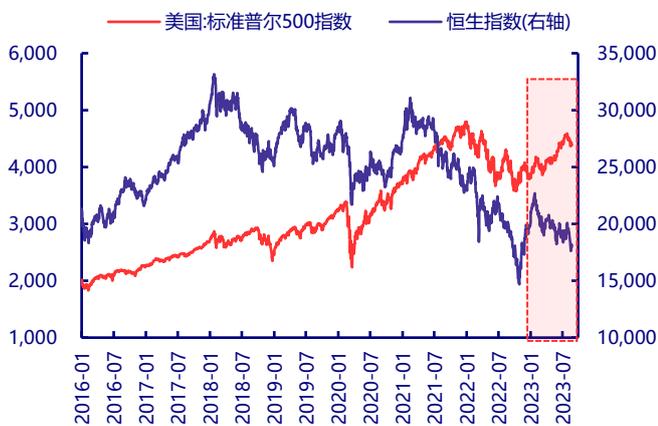
图 16. 2023 年国际主要股指累计收益率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

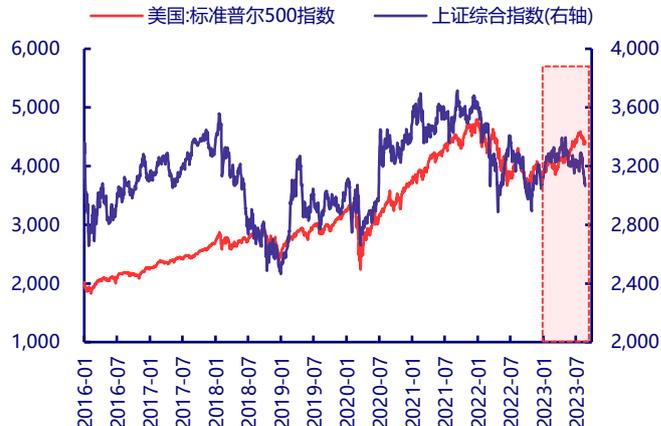
今年，港股与美股走势总体背离。年初至今，恒生指数下跌了 9.23%。港股下跌。一方面，美联储政策持续收紧，港股估值和流动性均受到影响；另一方面，港股中多数公司为境内企业，截至 2023 年 7 月底，在港上市的中国企业已经达到 1400 余家，在香港市场的上市公司数量、市值、成交量占比分别超过了 5 成、7 成和 8 成，因此港股基本面受国内经济弱复苏影响。未来美联储加息预期增强将使港股继续承压，但国内经济稳增长力度增大，则利好港股。如图 17 所示。

图 17. 标普 500 与恒生指数走势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

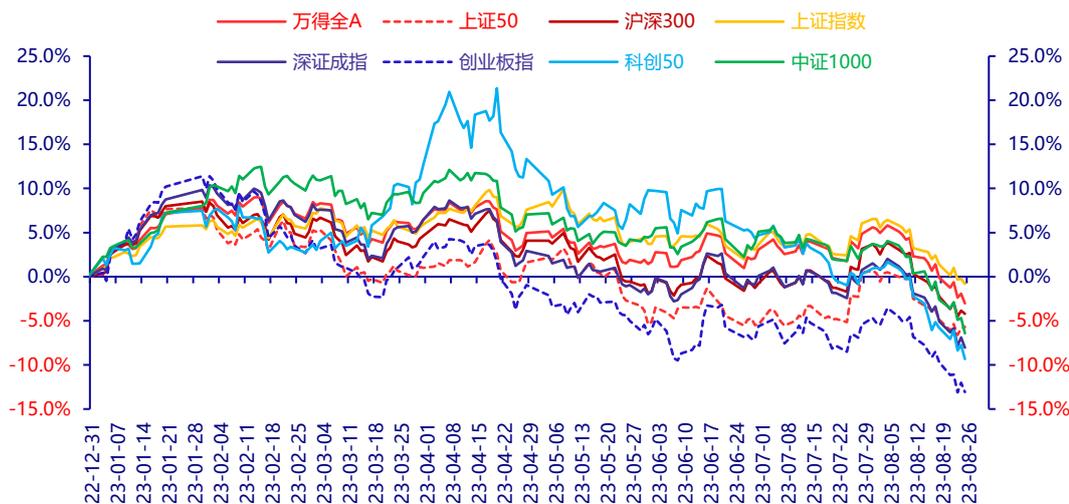
图 18. 标普 500 与上证综合指数走势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

年初至今，A股与美股走势：1-4月一致上行；5-7月背离，美股上行、A股下行；8月，一致下行。截至8月25日，A股主要宽基指数纷纷收跌，全A跌3.02%，与国际股指表现差异较大，主要受国内经济复苏程度不及预期影响。此外，上证指数跌0.82%、沪深300跌4.20%、上证50跌5.69%、中证1000跌6.41%、深证成指跌8.04%、科创50跌9.32%、创业板指跌13.05%。如图18、19所示。

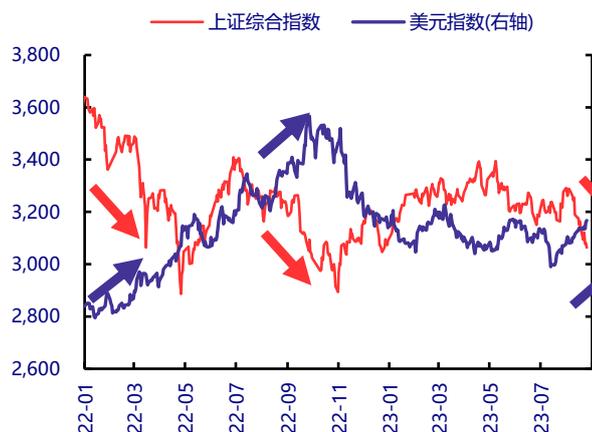
图 19. 2023 年 A 股主要宽基指数累计收益率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

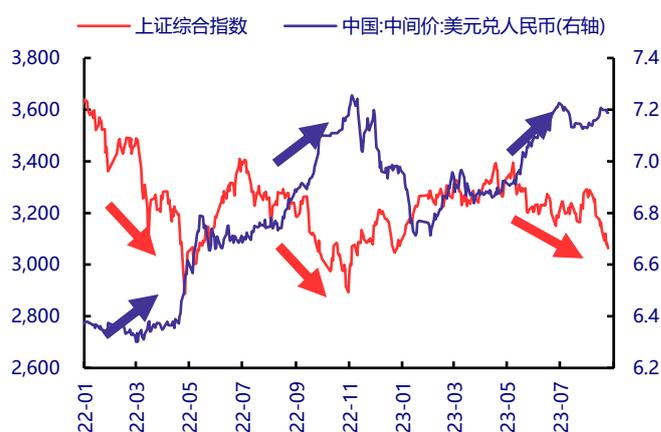
美联储强硬加息政策，将从估值和资金两个方面影响 A 股市场。关于估值的影响，10 年期美债利率是全球资产定价的锚，美联储加息推动美债利率上行，A 股估值将承压，2022 年以来，上证综合指数走势与美元指数走势多数时间呈负相关关系，数据显示两者的负相关系数为-0.64。如图 20 所示。

图 20. 上证综指与美元指数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 21. 上证综指与美元兑人民币汇率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

关于资金的影响，从美元兑人民币汇率即可看出。一方面，美联储加息，将促进资金流出 A 股；但另一方面，国内经济复苏，则促进资金流入 A 股。资金流入流出直接影响美元兑人民币汇率表现，此外，美元兑人民币汇率还受到我国稳外汇政策的影响。从走势来看，2022 年

以来，上证综合指数与美元兑人民币汇率走势也呈负相关关系，数据显示两者的负相关系数为-0.54，表明 A 股与美元指数的负相关更加明显。如图 21 所示。

美联储加息将使 A 股进一步承压，但 A 股走势主要取决于国内经济复苏情况。在全球资产估值均承压的情况下，资金将涌入增长确定性较强的新兴市场寻求高收益，因此，若 A 股能够在政策刺激下稳步复苏，则对外资仍有较强吸引力。

#### 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。

## 图表目录

图 1. 美国 ISM 制造业 PMI、非制造业 PMI.....	3
图 2. 美国 Markit 制造业、服务业、综合 PMI.....	3
图 3. 美国新增非农就业人数、职位空缺数.....	4
图 4. 美国初请、续请失业金人数.....	4
图 5. 美国 CPI、PPI 同比增速.....	4
图 6. 美国 CPI、PPI 环比增速.....	4
图 7. 美债 2 年期、10 年期到期收益率及其利差.....	6
图 8. 美国、欧元区、英国 10 年期国债收益率.....	6
图 9. 美国、中国 10 年期国债收益率.....	6
图 10. 美元指数与美元兑人民币汇率.....	7
图 11. 欧元、英镑、日元兑美元汇率.....	7
图 12. 美元指数与美国 10 年期国债收益率.....	8
图 13. 黄金与原油价格走势.....	8
图 14. LME 铜与 LME 铝价格走势.....	8
图 15. 动力煤、焦炭、螺纹钢价格走势.....	8
图 16. 2023 年国际主要股指累计收益率.....	9
图 17. 标普 500 与恒生指数走势.....	9
图 18. 标普 500 与上证综合指数走势.....	9
图 19. 2023 年 A 股主要宽基指数累计收益率.....	10
图 20. 上证综指与美元指数.....	10
图 21. 上证综指与美元兑人民币汇率.....	10

### 分析师简介及承诺

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。

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。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

#### 公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 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，并不构成对客户的具体投资建议，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。

### 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：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：李洋洋 021-20252671 [liyanyang\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:liyanyang_yj@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：田薇 010-80927721 [tianwei@chinastock.com.cn](mailto:tianwei@chinastock.com.cn)

唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)