



宏观研究

【粤开宏观】75bp 的鹰派顶点：7 月美联储议息会议点评

2022 年 07 月 28 日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：方堃

执业编号：S0300521050001
电话：010-83755575
邮箱：fangkun@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】二季度经济实现正增长，下半年将回归潜在增速》2022-07-15

《【粤开宏观】本轮房贷断供风波：根源、影响及应对》2022-07-20

《【粤开宏观】新兴市场债务危机再度来袭》2022-07-22

《【粤开宏观】持续推进更高水平对外开放，应对世界经济百年大变局》2022-07-26

《促进 ESG 发展的体制机制改革》2022-07-27

事件

当地时间 7 月 27 日，美联储公布利率决议，即日起加息 75bp。鲍威尔新闻发布会会释放鸽派信号，美股扩大涨幅，标普 500 指数、纳斯达克指数收盘分别上涨 2.62%、4.06% 美债 2 年期利率最多下行达 8bp 美元指数下跌 0.7%。

摘要

1、政策决议：本次议息会议决议加息 75bp，缩表速度保持不变，符合市场预期。美联储没有选择更大幅度的加息，是因为：一是衰退预期不断累积，经济转弱或难以招架更快的加息。二是维护美联储信誉，避免更快的加息加剧市场恐慌。

2、会议声明：基调偏中性，既承认了经济放缓，又强调了持续的高通胀导致加息 75bp，并按计划缩表。一是声明开篇第一句话指出，近期消费支出和生产指标都已经疲软(softened)，这契合了当前市场的衰退预期。二是声明对俄乌战争的措辞，反映了地缘冲突推高通胀的影响持续性更强。三是关于缩表，缩表按计划将于 9 月提速，9 月开始每个月减持 950 亿美元，包含 600 亿美元美债和 350 亿美元 MBS。

3、答记者问：偏向鸽派，暗示加息节奏放缓、努力实现经济软着陆。首先，关于加息的路径。一是本次加息，鲍威尔认为 75bp 已经足够激进。二是后续加息路径，鲍威尔拒绝给出明确的利率指引，含糊其辞。三是鲍威尔还特别暗示，随着货币政策持续收紧，可能最终放缓加息步伐 (slow the pace of increases)，让市场认为偏向鸽派。其次，关于经济，鲍威尔声明现在没有衰退，当前劳动力市场强劲，可能会让人质疑负增长的 GDP 数据。

4、本次会议后，美联储加息路径逐渐清晰，体现为“两个顶点”。一是本轮加息周期鹰派紧缩的顶点大概率就在 7 月。预计后续加息的幅度与节奏将放缓，沿着 9 月 50bp、11 月和 12 月各 25bp 的路径发展。二是本轮加息周期的顶点可能出现在 12 月。预计今年底之前加息动作基本完成，明年美联储将视经济衰退的程度，调整货币政策立场。

5、经济领先指标已经显露衰退迹象，一是 PMI 指标已经明显走弱。6 月美国 ISM 制造业 PMI 降至历史中枢下方，而新订单指数自 2020 年疫情以来首次跌破荣枯线。二是美债 10 年期同 3 个月期限利差即将倒挂。6 月加息 75bp 以来，美债 10y-3m 期限利差从 1.6%快速收窄至不足 0.3%。三是实体融资成本上升，信用利差走阔。自今年 3 月首次加息以来，美国投资级 (BBB) 公司债、高收益债的信用利差分别扩大了 29bp、113bp。四是利率敏感的地产销售大幅下滑。美联储加息后利率飙升，抵押贷款需求锐减，二手房和新房销量下跌。

6、资产价格展望：预计下半年美股美债都有反弹空间，美元指数依然维持高位震荡。



风险提示：大宗商品价格再度上涨加剧通胀压力；欧债危机升级导致全球避险、全球经济衰退风险加深。



目 录

一、政策决议：7月加息 75bp，9月缩表速度将翻倍.....	4
二、会议声明：经济疲软，通胀难解.....	5
三、答记者问：暗示加息节奏放缓、努力实现经济软着陆.....	6
四、美联储鹰派顶点过后，或面临加息节奏放缓、衰退预期变现、资产价格风格切换.....	7

图表目录

图表 1：美联储加息 75bp 至上轮加息周期的高点.....	4
图表 2：美国二季度实际 GDP 环比预测值以及分项拉动.....	5
图表 3：2022 年 7 月和 6 月会议声明比较.....	6
图表 4：鲍威尔答记者问后主要大类资产表现.....	6
图表 5：美国国内能源零售价格从历史高位回落.....	8
图表 6：美国制造业 PMI 新订单指数已经跌至荣枯线以下.....	9
图表 7：美债 10 年期与 3 个月收益率利差快速收窄逼近倒挂.....	9
图表 8：美国公司债信用利差明显走阔.....	10
图表 9：美国房地产销售同比负增长程度扩大.....	10
图表 10：联邦基金利率期货市场隐含预期美联储 2023 年或将降息.....	11
图表 11：10 年期美债实际利率拐头向下.....	11
图表 12：美股盈利增速同 GDP 增速的相关性约 0.5.....	12
图表 13：美元指数与欧元汇率反向变化.....	12



一、政策决议：7月加息75bp，9月缩表速度将翻倍

本次会议息会议决议加息75bp，缩表速度保持不变，符合市场预期。关于加息，本次会议加息75bp至2.25%-2.50%，政策利率已达到2018年加息周期的顶点。关于缩表，当前缩表速度保持不变，每个月减持475亿美元美债和MBS，9月缩表提速至每个月减持950亿美元美债和MBS。

图表1：美联储加息75bp至上轮加息周期的高点



资料来源：美联储、粤开证券研究院

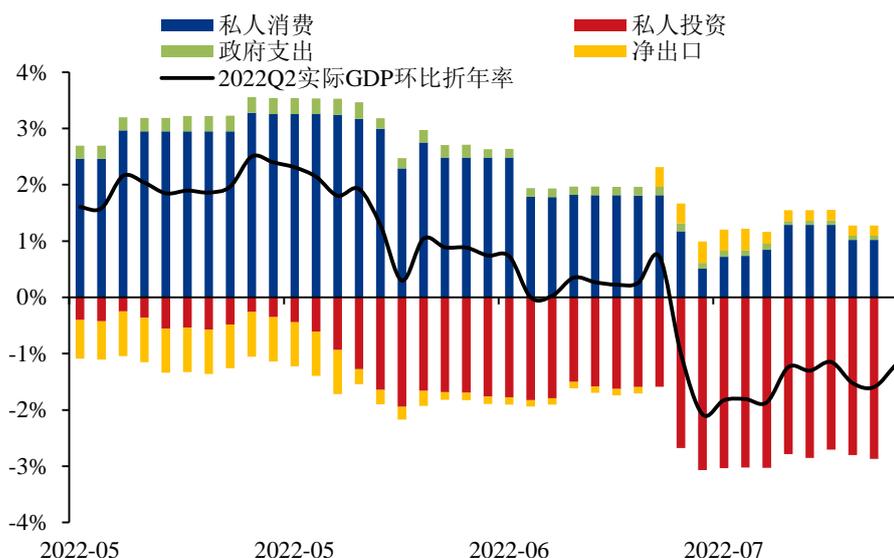
本次会议前，6月数据显示，通胀脱锚“破9”，失业率处于历史低位，两大核心数据均支持鹰派加息，市场存在加息提速到100bp的担忧。美联储选择75bp，避免更大幅度的加息，原因有二。

一是衰退预期不断累积，经济转弱或难以招架更快的加息。虽然通胀、失业率数据未出现拐点，但6月PMI等更多细分领域经济数据走弱，不断加强市场的衰退预期。而根据亚特兰大联储GDPnow模型预测，2022年Q2美国实际GDP环比折年率为-1.2%，将连续两个季度出现负增长，这已经满足美国国家经济研究局NBER认定经济衰退的基本条件。美国经济正面临技术性衰退的风险，美联储追求软着陆，衰退换通胀不是美联储希望的结果。

二是维护美联储信誉，避免更快的加息加剧市场恐慌。保持与上次会议利率前瞻指引一致。在全球通胀、供应瓶颈、地缘冲突等不确定性因素交织下，美联储相机行事，动态调整政策。6月议息会议发布会上，鲍威尔给出了50bp和75bp两个选择。若更大幅度加息，会使得市场预期混乱，或引发更广泛的市场动荡。



图表2：美国二季度实际 GDP 环比预测值以及分项拉动



资料来源：亚特兰大联储、粤开证券研究院

二、会议声明：经济疲软，通胀难解

本次会议声明基调偏中性，既承认了经济放缓的迹象，又强调持续的高通胀导致继续加息 75bp，并按计划缩表。

关于经济，声明首先回应市场对经济的担忧。声明第一句话明确，近期消费支出和生产指标都已经疲软(softened)，这契合了当前市场的衰退预期，对应美国个人消费支出环比走弱，6 月美国工业产出指数环比负增长。尽管承认经济放缓，但美联储似乎没有放弃软着陆的希望，当前强劲的就业市场是美联储的底气。

关于通胀，特别提及食品价格的上涨压力。声明将俄乌冲突的用词由“俄罗斯入侵乌克兰”改为了“俄乌战争”(Russia's war against Ukraine)，反映出地缘冲突持续性可能更久，可能持续推高通胀。在通胀表述中，声明新加入了“食品”因素，这是由于食品关乎民生，恢复价格稳定也是美联储的政治任务。美国 6 月 CPI 再创新高，同比 9.1%，各分项都出现广泛涨价压力，美联储持续大幅加息也是无奈之举。而食品 CPI 同比 10.4%，拉动整体 CPI 同比 1.4 个百分点。

关于缩表，补充说明缩表按计划将于 9 月提速。按照既定计划，当前缩表仍处于三个月的过渡期之内，6-8 月缩表的速度为每个月减持 475 亿美元的美债和 MBS。美联储在 7 月会议政策执行部分中补充说明，9 月开始提速到每个月减持 950 亿美元，包含 600 亿美元美债和 350 亿美元 MBS。

关于投票，本次会议声明获得全票通过。这与本次会议静默期前各票委的表态一致，即使是立场最为鹰派的票委也并未选择更高幅度的加息。7 月新任职的美联储监管副主席巴尔也投票同意加息 75bp。



图表3：2022年7月和6月会议声明比较

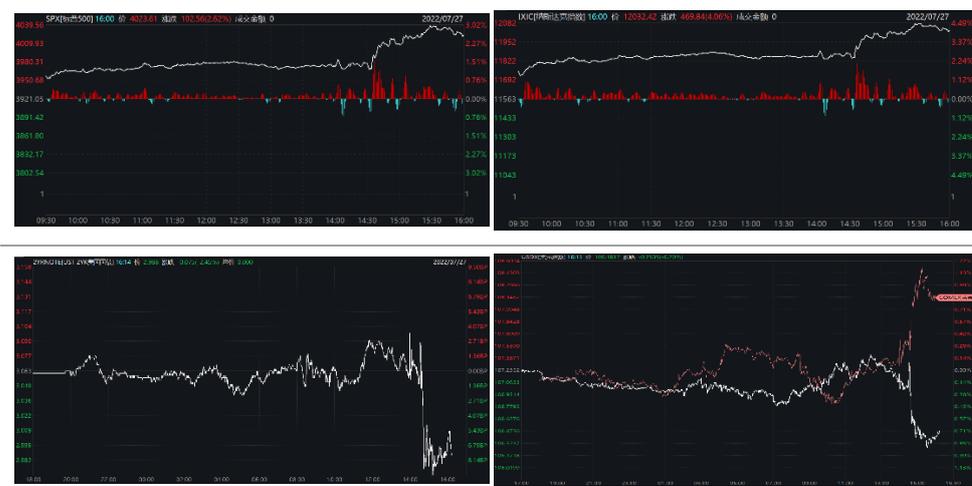
	2022年6月会议声明	2022年7月会议声明
利率	将联邦基金利率的目标区间提高至1.5-1.75%，并预计继续加息是适当的...委员会坚定地致力于将通胀率恢复到2%的目标。	将联邦基金利率的目标区间提高至2.25-2.50%，并预计继续加息是适当的...委员会坚定地致力于将通胀率恢复到2%的目标。
缩表	继续按缩表计划减少美联储持有的国债、机构债务以及MBS	继续按缩表计划减少美联储持有的国债、机构债务以及MBS
经济	整体经济活动在第一季度小幅下滑后似乎有所回升。近几个月就业增长一直很强劲，失业率保持在低位。	最近的消费支出和生产指标已经疲软。尽管如此，近几个月就业增长一直很强劲，失业率保持在低位。
通胀	通货膨胀仍然居高不下，反映出与疫情相关的供需失衡、能源价格上涨以及更广泛的价格压力。	通货膨胀仍然居高不下，反映出与疫情相关的供需失衡、 <u>食品</u> 和能源价格上涨以及更广泛的价格压力。
风险	俄罗斯入侵乌克兰正在造成巨大的人道与经济困难。俄罗斯入侵乌克兰和相关事件可能会对通胀造成额外的上升压力，并正在对全球经济活动造成压力。此外，中国新冠病毒相关的封锁可能会加剧供应链中断。委员会高度关注通货膨胀风险。	<u>俄乌战争</u> 正在造成巨大的人道与经济困难。 <u>俄乌战争</u> 和相关事件可能会对通胀造成额外的上升压力，并正在对全球经济活动造成压力。委员会高度关注通货膨胀风险。
投票	两位美联储新理事投票同意，堪萨斯城联储主席乔治反对，她主张加息50bp	全票通过

资料来源：同花顺iFind、粤开证券研究院

三、答记者问：暗示加息节奏放缓、努力实现经济软着陆

鲍威尔讲话释放了鸽派信号，市场风险偏好提升，体现在股债双强，美元走弱。美股在发布会后继续扩大涨幅，标普500指数、纳斯达克指数收盘分别上涨2.61%、4.06%。美债2年期利率下行最多达8bp，美元指数下跌0.70%，而金价则反弹了0.86%。

图表4：鲍威尔答记者问后主要大类资产表现



资料来源：wind、粤开证券研究院

经济疲软叠加紧缩加码，未来有可能放缓加息。鲍威尔的开场白与会议声明基本一致。鲍威尔首先指出近期美国部分经济指标疲软，包括消费支出增速大幅放缓、房地产



需求转弱、私人企业投资下降。但鲍威尔话锋一转，劳动力市场依然强劲，这表明总需求依然稳定 (solid)，意图否认衰退，未来软着陆还有空间。关于通胀，他重申通胀过高，尽管最近大宗商品的价格已经回落，但早些时候的飙升已经推高了价格，加大了通胀压力。关于后续加息路径，将取决于未来的数据和经济前景，依然是逐次会议再做决定。鲍威尔还特别暗示，随着货币政策持续收紧，可能最终放缓加息步伐 (slow the pace of increases)，该表述让市场认为偏向鸽派。

关于加息的路径。一是本次加息 75bp 已经足够激进。记者第一个问题是，是否有讨论高于 75bp 的加息幅度。鲍威尔指出本次加息 75bp 是考虑当前数据后恰当的幅度，如果通胀令人失望变得更高，加息幅度就会更激进。考虑到 6 月 CPI 再创新高，美联储选择加息 75bp 已经足够，这意味着，75bp 是本轮周期单次加息的最大幅度。

二是后续加息没有前瞻指引。记者第二个问题是关于后续加息路径。首先，鲍威尔解释，当前已经达到了中性利率水平，而且加息节奏很快，经济和通胀尚未充分体现加息的效果。言下之意是，当前利率还不是限制性水平，今年降低通胀还需要进一步加息。其次，鲍威尔拒绝给出明确的利率指引，他只是含糊的说 9 月可能是非常规的大幅加息 (unusually large increase)。这或许保留了 75bp 的可能，但后续通胀大概率回落，美联储没必要如此激进加息，故加息 50bp 更有可能。

三是何时降息未有定论。还有记者问及未来降息需要满足什么条件。鲍威尔则指向就业，称目前新增就业人数已经大幅放缓，目前劳动市场的需求在降温，但是供给并未改善，劳动参与率没有进一步增加。未来有待劳动力市场恢复供需平衡，失业率可能会上升。这意味着失业率大幅上行，或是美联储降息的必要条件。

关于缩表，缩表处于正轨。鲍威尔称，缩表的效果良好，缩表计划基本上已经走上正轨。根据模型表明，美联储资产负债表达到均衡状态将需要耗费 2-2.5 年时间。

关于经济，当前尚未出现经济衰退。记者还普遍关心美联储如何看待经济衰退的风险。首先，鲍威尔声明现在没有衰退，衰退意味着更多行业持续数月的萎缩。美联储的工作不在于定义衰退，而是根据经济数据选择正确的工具，实现价格稳定和就业稳定的目标。其次，鲍威尔预计二季度 GDP 分项中住宅、投资需求都将放缓。而当前劳动力市场强劲，可能会让人质疑负增长的 GDP 数据。

关于政策，美联储依然致力于软着陆。鲍威尔强调，物价稳定是经济增长的基石 (bedrock)，在加息过程中会避免衰退，尝试着不犯错。目前加息空间已经缩小，且可能会进一步缩小。美联储的目标仍是软着陆，实现软着陆的途径是劳动力市场需求下降，但不会导致失业率大幅上升。有必要让经济增长放缓，等待供需缺口弥合，一段时期会低于潜在经济增速。这一过程可能会包括一段增长较低、劳动力市场疲软的时期。低于趋势水平的增长可能是降低通胀的必要条件。

四、美联储鹰派顶点过后，或面临加息节奏放缓、衰退预期变现、资产价格风格切换

本次会议前，市场关心美联储对下半年通胀走势与经济衰退风险的判断，是否会调整后续加息幅度与节奏，进而影响到大类资产价格走势是否会切换。

本次会议后，美联储加息路径逐渐清晰，体现为“两个顶点”。一是本轮加息周期鹰派紧缩的顶点大概率就在 7 月。预计后续加息的幅度与节奏将放缓，沿着 9 月 50bp、11 月和 12 月各 25bp 的路径发展。二是本轮加息周期的顶点可能出现在 12 月。预计今年底之前加息动作基本完成，明年美联储将视经济衰退的程度，调整货币政策立场。如果



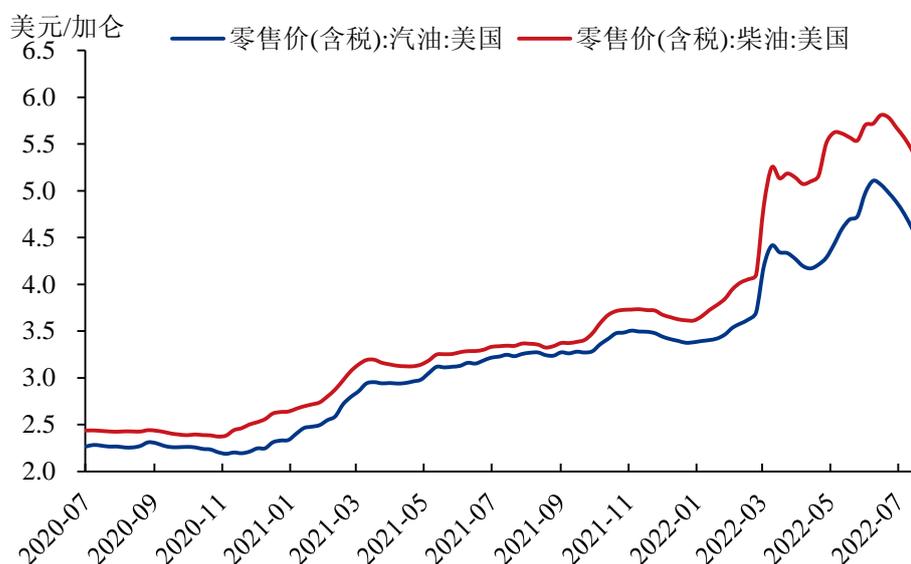
明年经济衰退程度超预期，美联储或将开启降息模式。

1、通胀边际放缓、经济指标疲软指向鹰派已过顶点

7月加息 75bp 后，美联储最为鹰派的时期将过去。鉴于通胀边际放缓，经济增长出现疲软迹象，预计美联储将在 9 月份加息时更加谨慎，加息幅度大概率放缓至 50bp。

一方面是由于通胀压力最大的时期已过。近期国际粮食价格、能源价格都出现回调。食品方面，国际粮食贸易也出现缓和的希望，农产品价格普遍回落。7月22日，土耳其、俄罗斯、乌克兰和联合国代表围绕黑海港口外运农产品问题达成协议，乌克兰粮食外运瓶颈有所缓解。能源方面，衰退预期打压国际原油需求，而供给尚未出现新的瓶颈，6月开始国际原油期货价格大幅下跌。受此影响，7月25日，美国国内零售汽油、柴油价格较高位分别回落 13%、9%，预计 7 月美国能源 CPI 通胀将边际缓解。下半年随着基数上移，美国 CPI 同比将缓慢回落，通胀压力最大的时期已过，这为美联储调整加息节奏留出了腾挪空间。

图表5：美国国内能源零售价格从历史高位回落



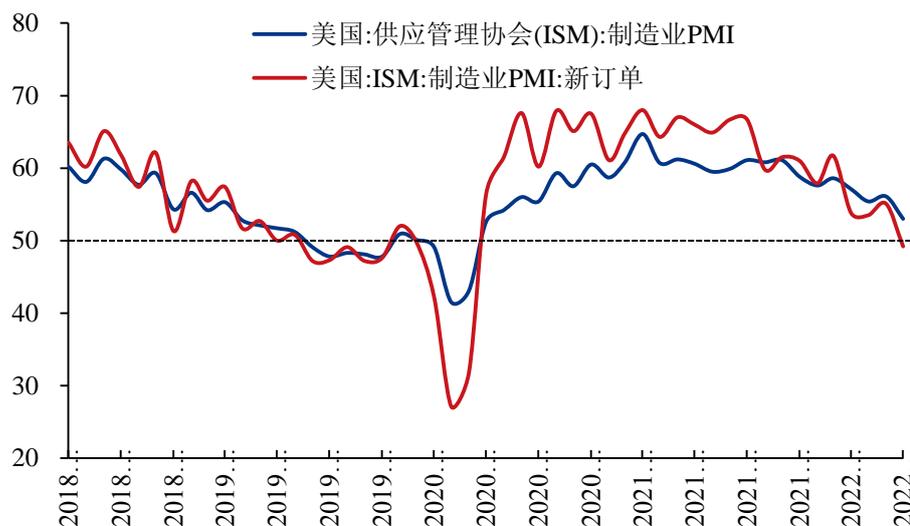
资料来源：EIA、粤开证券研究院

另一方面是由于经济领先指标已经显露衰退迹象，衰退风险临近对应加息周期见顶。

一是 PMI 指标已经明显走弱。6月美国 ISM 制造业 PMI 降至历史中枢下方，而新订单指数自 2020 年疫情以来首次跌破荣枯线。7月 Markit 美国服务业 PMI 自 2020 年疫情以来首次跌破荣枯线。



图表6：美国制造业 PMI 新订单指数已经跌至荣枯线以下



资料来源：wind、粤开证券研究院

二是美债 10 年期同 3 个月期限利差即将倒挂。债券期限利差的倒挂向来是预测经济衰退的有效先行指标。而根据旧金山联储的研究，与其他期限利差指标相比，10y-3m 利差对于经济衰退的预测能力更强。6 月加息 75bp 以来，短端利率持续攀升，美债 10y-3m 期限利差从 1.6% 快速收窄至不足 0.3%。在美债 10y-3m 利差即将倒挂之际，美联储可能按下加息“暂停键”。

图表7：美债 10 年期与 3 个月收益率利差快速收窄逼近倒挂



资料来源：wind、粤开证券研究院

三是实体融资成本上升，信用利差走阔。实体企业融资不仅需要负担上行的无风险利率，还要面临走阔的信用利差。自今年 3 月首次加息以来，美国投资级 (BBB) 公司债、高收益债的信用利差分别扩大了 29bp、113bp。随着美联储快速加息，信用利差急速扩大，企业融资条件大幅恶化，会导致企业投资萎缩。



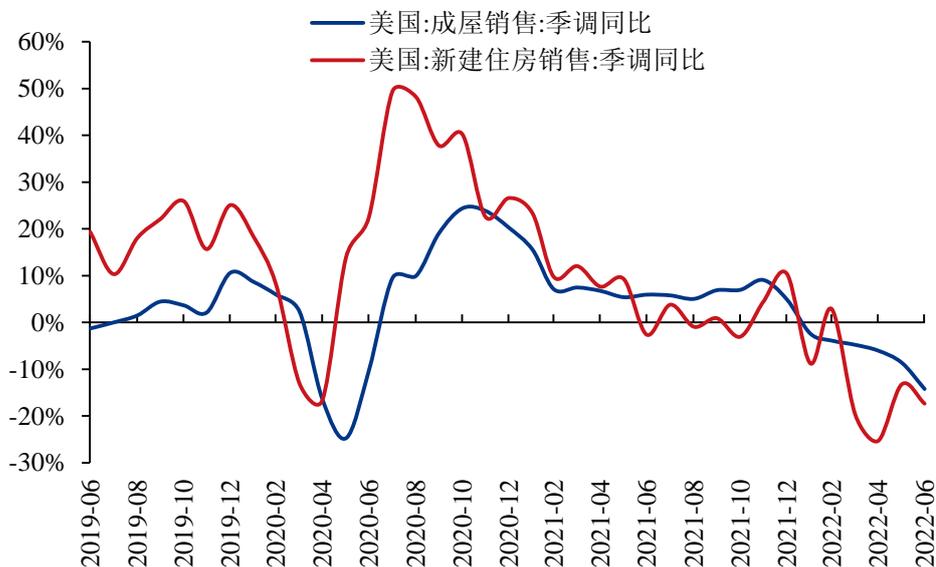
图表8：美国公司债信用利差明显走阔



资料来源：wind、粤开证券研究院

四是利率敏感的地产销售大幅下滑。美联储加息后利率飙升，抵押贷款需求锐减，二手房和新房销量下跌。6月美国二手房销售数据创2020年6月以来的低点，而新房销售环比也大幅下滑8%。据美国房地产经纪人协会统计，6月美国现房合同签约数量与去年同期相比下降了20%，合同30年期房贷利率均值超过了6%。

图表9：美国房地产销售同比负增长程度扩大



资料来源：wind、粤开证券研究院（注：2021年度为两年平均增速）

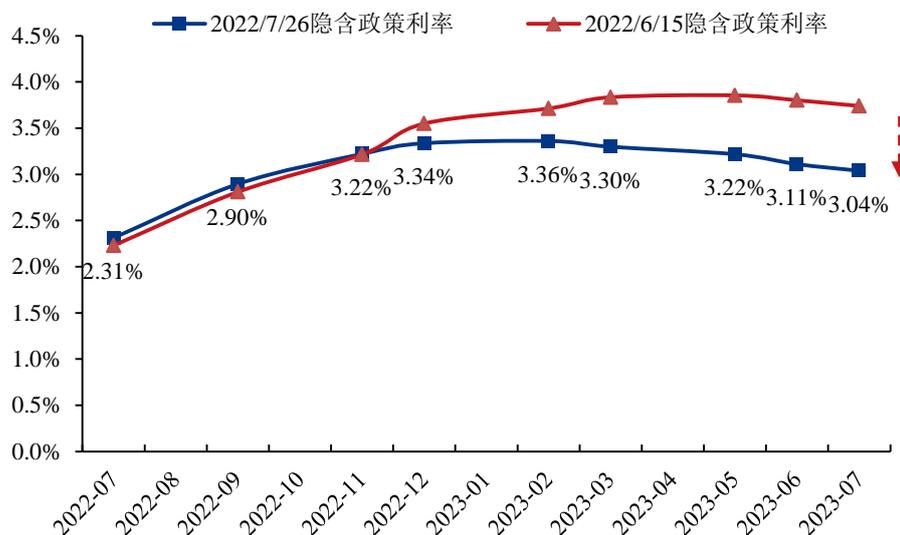
2、加息周期顶点何时将至？

随着美联储无条件加息全力抗通胀，衰退已经是大概率事件，实现软着陆的希望渺茫。一是加息的幅度之大，经济领先指标大幅走弱。二是加息的节奏之快，导致金融条件快速收紧，对利率敏感的部门景气度快速下降，使得衰退风险集中暴露。美国经济衰退或难以避免。随着美联储加息至中性利率，或将产生地产销售走弱、失业率反弹、制造业投资转差、居民消费低迷四大副作用，特别是加息对投资端的压制作用可能更快显现。



市场预计今年 12 月可能到达本轮加息周期的顶点，明年上半年或将开启降息周期。今年一季度美国 GDP 由于库存和净出口拖累出现技术性衰退，但是居民消费和私人投资仍有动能，实质性衰退尚未出现。而未来衰退风险临近，2023 年美联储存在降息的可能。根据 IMF 最新世界经济展望报告，美国 2023 年度的实际 GDP 同比预测已被下调至 1.0%，增速甚至低于深陷能源危机的欧元区。联邦基金利率期货市场的预期显示，近一个多月以来，市场对 2023 年上半年美联储的预期政策利率普遍回落。

图表10：联邦基金利率期货市场隐含预期美联储 2023 年或将降息

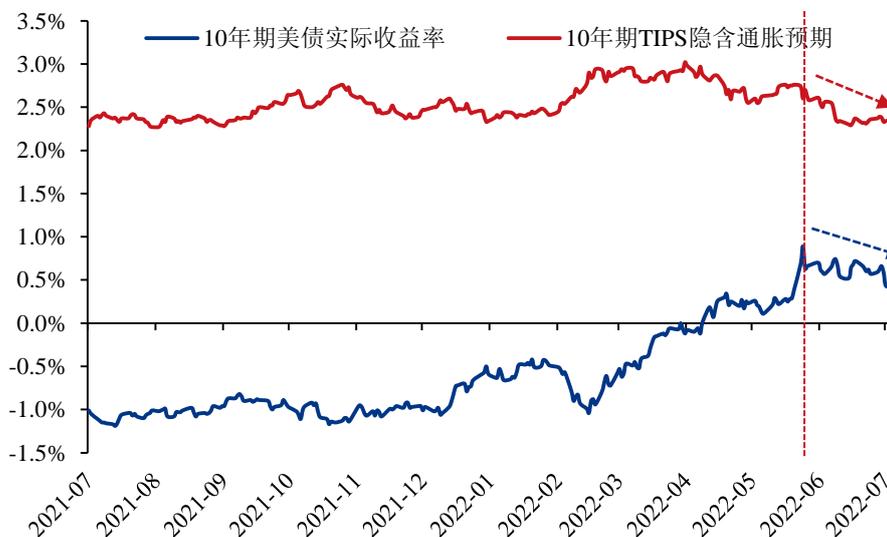


资料来源：CME、粤开证券研究院

3、如何影响资产价格？

对于美债利率，10 年期利率中枢下行。近期美债利率长短端倒挂程度加大，主要由于长端利率明显回落。而拆分下来，长端利率回落主要是由于实际利率下行驱动，通胀预期依然强劲。接下来衰退预期逐渐变现，实际利率可能还有回调余地，这使得长端利率可能仍有下行空间。

图表11：10 年期美债实际利率拐头向下

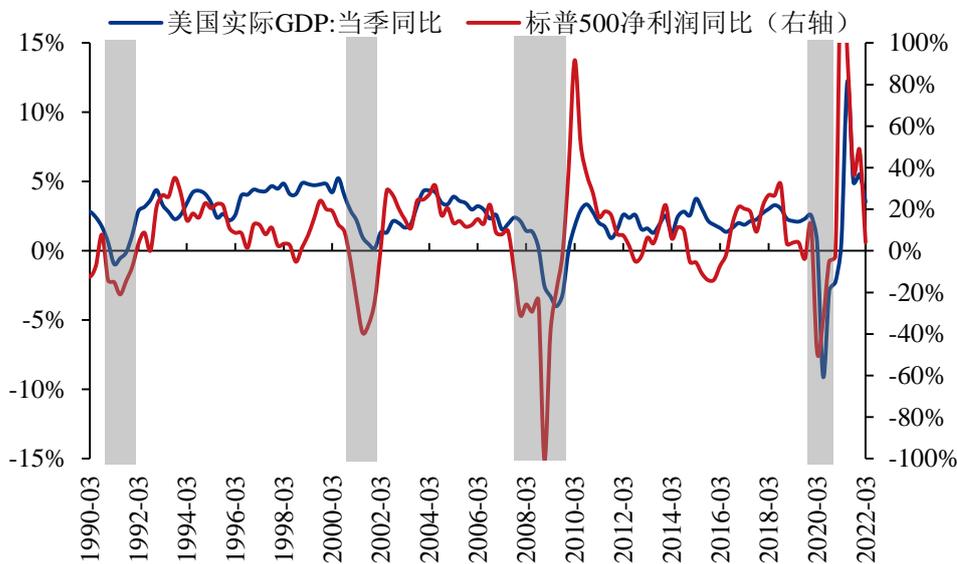


资料来源：美联储、粤开证券研究院



对于美股，美股成长股反弹空间较大。从紧缩节奏变化来看，随着美联储紧缩节奏放缓，美股或将迎来一波估值修复行情，前期调整幅度较大的成长股会出现反弹机会。从盈利预期角度来看，当前美股盈利已经处于放缓趋势中，若今年末明年初经济衰退发生，会导致盈利预期进一步下滑，这会限制美股反弹的高度。

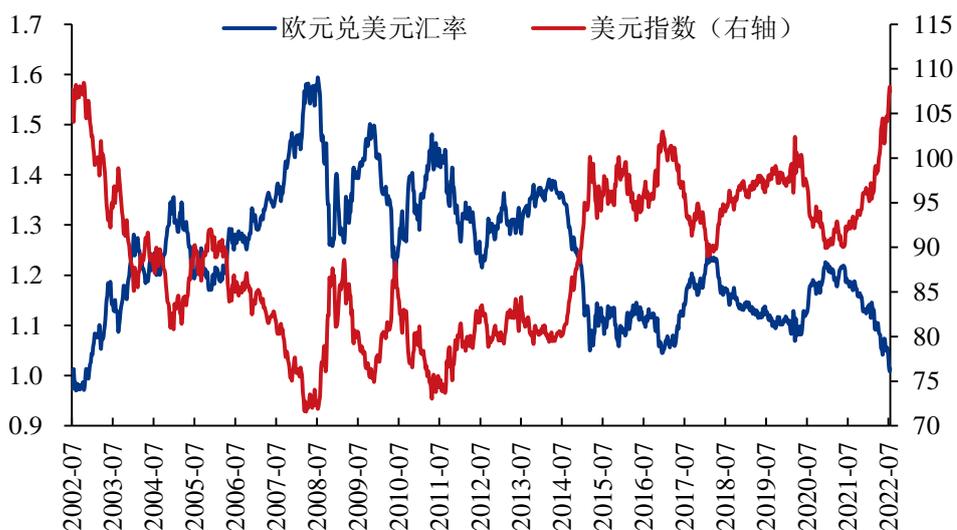
图表12：美股盈利增速同 GDP 增速的相关性约 0.5



资料来源：wind、粤开证券研究院

对于美元指数，依然维持高位震荡，中枢或仍有抬升空间。下半年支撑强势美元的因素，在于美欧经济增长与金融风险的差异。欧央行受到能源危机加剧滞胀、债务高企制约货币空间的约束明显。虽然7月宣布设立新政策工具 TPI (传导保护工具)，但欧元区债务高企、经济增长乏力、分裂主张盛行，欧央行加息 50bp 后，意大利等南欧边缘国家的偿债压力，导致欧债危机的风险提升，这会持续压制欧元，从而支持美元维持高位运行。

图表13：美元指数与欧元汇率反向变化



资料来源：wind、粤开证券研究院



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。
方堃，FRM，2021年4月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300521050001。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com