

宏观点评

2022年8月27日

美联储鹰姿不改，紧缩政策缓和预期落空

宏观点评 20220827

核心内容：

- **美联储的首要工作是控制通胀，经济和就业走弱都是必要代价：**鲍威尔在杰克森霍尔（Jackson Hole）召开的经济政策论坛上简洁明了的进行了8分钟的主旨演讲，直言美联储将保持紧缩直至价格稳定的目标达成，这其实也是对之前关于利率水平达到中性这个让市场困惑的表述的纠偏。鲍威尔直言不讳当前通胀的核心问题是供需不平衡，美联储能做的就是通过货币政策打击总需求，使供需重新平衡。
- **发言要点显示紧缩将会在通胀显著回落前保持：**鲍威尔表示低于正常趋势的经济增长（below-trend economic growth）将保持一段时间，就业市场的情况将出现缓和，家庭和企业将经历一些痛苦，但如果控制通胀失败痛苦会更大。经济仍有一定动力，7月的增速回落但不足以显示通胀下行的趋势，仍要观察经济数据。历史告诫不应过早放松货币政策，预计联邦基金利率在2023年末处于略低于4%的水平。同时，鲍威尔提及了沃尔克的紧缩，可能在为坚持不降息做铺垫
- **此前倾向于美联储缓和的解读基本落空：**此前对美联储提前转向预期的形成主因可能有四：（1）7月FOMC会议声明中提到“随着货币政策的收紧，未来放缓加息节奏以评估对经济和通胀的影响可能是合适的”。（2）鲍威尔在7月FOMC加息后表示联邦基金利率已经达到理论上的中性水平。（3）7月FOMC会议前后走弱的经济数据密集公布，PMI初值下滑、房地产投资和销售明显走弱，FOMC会议次日公布的二季度GDP初值萎缩0.9%。（4）美国8月10日公布的7月CPI同比回落0.6%至8.5%，核心CPI保持5.9%而未上行，均低于预期。但结合鲍威尔在Jackson Hole的演讲和新的信息，这几个观点都已站不住脚，紧缩仍会保持力度以打击总需求，除非通胀一直超预期回落。
- **市场上调对加息节奏和利率终值的预期，对通胀和就业数据保持观察：**由于前瞻性引导已经暂停，美联储对未来加息的路径仍然强调灵活，通胀如果较快回落，保持紧缩也不是必然，但不宜在通胀明确走低前期待美国金融环境的放松。会后，市场利率预期的终值上行了25bps，9月FOMC会议加息75bps的预期也显著抬升。距离9月议息会议还有一份CPI和非农数据，其走势可以改变天平在50bps和75bps之间的倾向，我们认为在数据公布后推测美联储加息幅度更合适，但按美联储偏“矫枉过正”的态度，75bps概率更大。
- **当前经济数据并未显示通胀粘性减弱，但衰退概率进一步上行：**数据体现了对利率敏感的地产投资正如期下滑，但向房屋价格和租金传导还需时间，并不能立刻缓解通胀压力；制造业和非制造业PMI正在继续走弱，非制造业可能受到地产下行的带动，不能完全归咎于服务业下滑；PCE数据略低于预期，结构上没有意料之外的地方，服务部分的环比增速并没有明显放缓，居住成本继续上行。而尚未走弱的消费信贷数据和较高的家庭净值与较低的负债率仍可以支持

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢：

于金潼

居民部门加杠杆，这也不利于通胀缓解。总之，数据表明美国滑向衰退的概率还在加大，但总需求在消费支撑下韧性不低，暂时没有证据支持通胀的粘性减弱，因此鲍威尔讲话中对经济的判断所言不虚，当下保持紧缩有理有据。

- **美元短期保持高位，美债仍有机会：**金融条件紧缩的预期上行叠加欧洲更差的经济基本面意味着强美元还会继续保持一段时间。加息预期终值抬升幅度不大，美债在衰退概率上升的情况下仍有机会，但需要警惕美国银行间流动性在美联储缩表时下行，针对这一现象，美国财政部正在考虑回购国债以缓解流动性压力。美股的不确定性较大，此前的过分乐观意味着市场对利率风险的定价可能不充分，企业盈利在经济下行期下滑的预期仍可能打击估值，风险溢价也大概率还在下行通道。

8月26日，美联储主席鲍威尔在杰克森霍尔（Jackson Hole）召开的经济政策论坛上简洁明了的进行了8分钟的主旨演讲。本次发言的内容基本延续了近期其他美联储重要官员定下的紧缩基调，直言美联储将保持紧缩直至价格稳定的目标达成（Keep at it until the job is done.），这其实也是对之前关于利率水平达到中性这个令市场困惑的表述的纠偏。鲍威尔直言不讳当前通胀的核心问题是供需不平衡，而美联储能做的就是通过货币政策打击总需求，使供需重新平衡；联邦基金利率的终值目前预计将在2023年末保持在略低于4%的水平。会后，对美联储转向可能性过分乐观的股市大幅下跌，美债和美元仅小幅上行。尽管7月通胀增速放缓和当月FOMC会议中的一些表述引起了市场对美联储政策路径判断的混乱，这次发言有力的证明美联储的最首要目标就是控制通胀，劳动市场走弱和经济下滑都是必要的代价。下面将对鲍威尔讲话的要点和近期经济数据做出分析：

一、Jackson Hole 发言要点¹：

1. 美联储的最首要目标就是控制通胀回到2%的中长期目标，保证价格稳定。
2. 价格稳定需要时间，要通过使供需平衡实现，这将意味着**低于正常趋势的经济增长**（below-trend economic growth）**将保持一段时间，就业市场的情况将出现缓和，家庭和企业将经历一些痛苦。**
3. 虽然使物价稳定要付出代价，但历史证明**如果美联储在恢复价格稳定这一任务上失败，那么将会引发更大的痛苦；历史强烈地告诫我们不应该过早放松货币政策。**
4. 美国经济正在放缓，经济数据的信号并不统一，但**经济还有较强的动力，劳动市场供不应求导致严重不平衡。**
5. 7月的通胀数据有所放缓是好的信号，但远不足以成为通胀将会确定性回落的证据。
6. 当前2.25%-2.50%的联邦基金利率是长期中性目标，但美联储的加息不会因为达到此目标就暂停或停止。
7. 9月FOMC加息依然取决于各种经济数据，当加息达到足够的限制程度时会考虑放缓加息节奏。
8. **预计联邦基金利率在2023年末处于略低于4%的水平。**
9. 历史对货币政策的三堂课：第一，央行负有保证通胀低且稳定的责任，并因该无条件落实，而**目前货币政策工具主要作用于总需求；第二，公众的预期对通胀至关重要，目前各项预期稳定；第三，美联储将保持紧缩直至价格稳定的目标达成，不然控制通胀的成本会更加高昂，前沃尔克时代就是例子。**

表1：7月FOMC会议和Jackson Hole发言对比：

¹ 以下要点为总结，并非逐字翻译，原发言请见：‘There Is Clearly a Job to Do:’ Fed Chairman Powell Speaks at Jackson Hole Symposium

| WSJ - YouTube 和 Speech by Chair Powell on monetary policy and price stability - Federal Reserve Board

	2022-07 FOMC会议重点	2022-08 Jackson Hole发言
经济和就业状况	1. 近期的支出和生产指标已经弱化；消费支出由于降低的实际可支配收入和收紧的金融条件放缓，房地产业活动由于房贷利率上行走弱，二季度商业固定投资也已经下行 2. 劳动力市场十分紧凑，失业率达到50年低点，职位空缺是历史高位，工资上涨，这反映总需求依然强劲 3. 删除中国疫情封锁影响使供应链进一步恶化的表述 4. 俄乌冲突将加大通胀压力并对全球经济造成影响	1. <u>美国经济正在放缓，经济数据的信号并不统一，但经济还有较强的动力，劳动力市场供不应求导致严重不平衡</u> 2. <u>控制通胀将意味着低于正常趋势的经济增速保持一段时间，就业市场的情况将出现缓和，<u>家庭和企业将经历一些痛苦</u>；但是，如果美联储在恢复价格稳定这一任务上失败，那么将会引发更大的痛苦</u>
通胀	1. 通胀已经过高，虽然近期经济活动放缓但总需求依然较强，供给限制比预期的更大且更持久 2. 在PCE基础上继续提及CPI增速 3. 尽管一些商品价格近期有所放缓，俄乌冲突造成的汽油和粮食涨价正加大通胀压力 4. 控制通胀回到2%目标的过程可能伴随着低于正常趋势的经济增长和劳动力市场情况的弱化	1. <u>通胀是由于供需不平衡导致的，美联储的政策工具主要作用于需求端</u> 2. <u>7月的通胀数据有所放缓是好的信号，但远不足以成为通胀将会确定性回落的证据。</u>
货币政策	1. 联邦基金利率增加75bps至2.25%-2.50%（全体票委同意） 2. 加息将按逐次会议方式决定，下一次会议再次有不寻常的高加息仍是可能的，但取决于数据变化，通胀变化仍可能超预期 3. 随着货币政策持续收紧，未来放缓加息节奏以评估对经济和通胀的影响可能是合适的 4. 部分委员认为当利率达到足够的限制性水平后，应该在该水平维持一段时间以确保通胀向2%靠拢 5. 部分委员担心加息幅度可能超过必要水平 6. 缩表按照之前公布的计划进行 7. 美联储的双重目标仍是物价稳定和就业最大化	1. 美联储的最首要目标就是控制通胀回到2%的中长期目标，保证价格稳定 2. 当前2.25%-2.50%的联邦基金利率是长期中性目标，但 <u>美联储的加息不会因为达到中性利率目标就暂停或停止</u> 3. 9月FOMC加息依然取决于各种经济数据，当加息达到足够的限制程度时会考虑放缓加息节奏 4. <u>预计联邦基金利率在2023年末处于略低于4%的水平</u> 5. <u>美联储将保持紧缩直至价格稳定的目标达成</u>

资料来源：FRB，中国银河证券研究院整理

二、鸽派解读证伪，紧缩仍将保持以打击总需求：

此前市场中对美联储提前转向预期的形成主因可能有四：第一是7月FOMC会议声明中提到“随着货币政策的收紧，未来放缓加息节奏以评估对经济和通胀的影响可能是合适的”；在纪要中更多的信息公布前，这一表述显得相对鸽派。第二是鲍威尔在7月FOMC加息后表示联邦基金利率已经达到理论上的中性水平，而多位经济学家²都表示通胀飙升后中性利率的位置已经上移，美联储认定的“中性”可能偏低也意味着未来加息幅度会偏小。第三，7月FOMC会议前后走弱的经济数据密集公布，PMI初值下滑、房地产投资和销售明显走弱，FOMC会议次日公布的二季度GDP初值萎缩0.9%，美国进入“技术性衰退”将迫使美联储考虑未来降息。第四，美国8月10日公布的7月CPI同比回落0.6%至8.5%，核心CPI保持5.9%而未上行，均低于预期，所以市场开始期待通胀走弱后美联储更快转向。但结合鲍威尔在Jackson Hole的演讲和新的信息，这几个观点都已站不住脚，紧缩仍会保持力度以打击总需求，除非通胀一直超预期回落。

首先，尽管“未来放缓加息节奏”来观察对经济影响的表述出现在了7月FOMC的声明中，更晚公布的会议纪要其实业蕴涵了不少新的鹰派观点，仅凭这一表述并不能判断美联储会转

² 比如美国前财长萨默斯和剑桥皇后学院院长埃尔艾里安

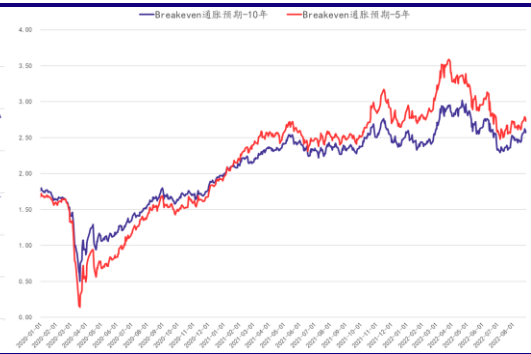
鸽。纪要中提到部分委员认为当利率达到足够的限制性水平后，应该在该水平维持一段时间以确保通胀向 2% 靠拢。鲍威尔的发言中提到“联邦基金利率在 2023 年末处于略低于 4% 的水平”支持了这种考虑，也使 2023 年上半年降息的预期彻底落空。同时，纪要还体现官员们认为先加息至限制性区间更有利，如果民众质疑美联储的决心，通胀会更难控制。从以上信息来看，加息进入限制性区间后放缓节奏评估只是正常操作，毕竟美联储总不可能一直保持 75bps 的超常加息幅度，但这并不代表通胀显著向 2% 靠拢前美联储会轻易放松金融条件。

图 1：长期通胀预期回落 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：美债 Breakeven 通胀预期较为稳定 (%)



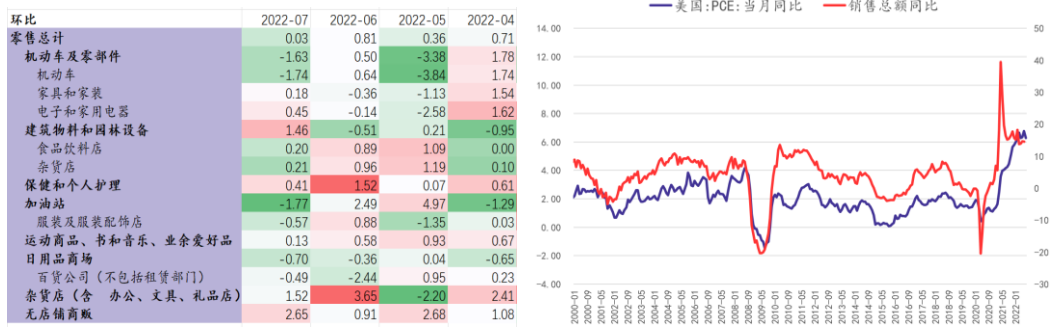
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

关于第二点，中性利率作为一个模糊的理论概念实则难以准确估计，且中性利率是会随着通胀走高向上波动的，因此美联储此前对达到中性的强调可能被市场误读成在为放缓紧缩力度做铺垫。在 Jackson Hole，鲍威尔同样对这一悬念给出了答案：**美联储的加息不会仅因为利率达到长期的中性水平就放缓或停止加息，而是会坚定加息以稳定通胀预期，直至通胀明确的向 2% 的目标下滑。**

经济数据全面走弱导致美联储提前转向这种观点其实在 Jackson Hole 之前就被异常强劲的非农数据纠正，而近期的消费、借贷数据和 GDP 的向上修正也表明总需求下行的程度不够。**需要注意美联储希望看到经济和劳动市场数据下行，因为这是实现价格稳定所必须的。**7 月新增非农就业 52.8 万人，两倍于预期，失业率下滑至 3.5% 的低点，非农时薪同比增速 5.21%，环比增速 0.47% 且比前两个月加快，劳动参与率下滑 0.1% 至 62.1%。总体上，劳动市场出乎意料的韧性导致工资仍在上涨，防止二季度 GDP 被判定为衰退，通胀的粘性依然很高，并不支持加息放缓。本周美国二季度 GDP 从 -0.9% 上修至 -0.6%，主要是投资下滑的速度慢于初值，这也体现了美国经济的韧性。目前，经济下滑暂不会成为制约加息的因素，鲍威尔反复强调了美联储的工具作用于打击总需求，并表示家庭和企业将经历一定的“痛苦”，不然通胀失控后痛苦只会加剧。虽然没有直接提及衰退，但鲍威尔似乎正在暗示如果衰退是控通胀的代价，那么市场和家庭必须承受。

图 3：环比增速显示消费仍有一定动力 (%)

图 4：销售总额增速下降偏慢 (%)

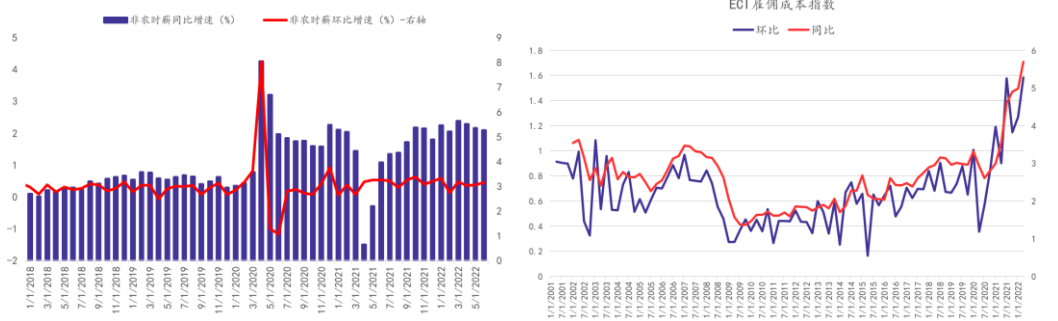


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 5: 非农时薪增速 (%)

图 6: 雇佣成本指数增速 (%)



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

关于 7 月 CPI 和 PCE 数据的走弱, 能源价格在衰退预期下的回调做出了极大贡献, 核心部分的服务仍然坚挺, 回落明显的运输服务也是受到油价下跌的带动。而 8 月下旬油价在美国经济韧性较好以及沙特可能在油价降低后减产等因素的催化下走高, 天然气由于欧洲为“屯气过冬”居高不下, 能源部分的粘性可能会超过预期。至于核心部分, 居住成本由于统计方式滞后将会稳定上行, 娱乐、食宿和其他服务的环比动能都有所保持。考虑到美国信贷增速依旧不低, 劳动产出率下降时工资还在上行, 即使疫情“直升机撒钱”时的超额储蓄消耗殆尽, 消费也还有一定动力。鲍威尔直接表示 7 月通胀的回落不足以改变对通胀韧性的判断, 还需要继续观察通胀未来的趋势。

最后, 鲍威尔讲话中一直在强调历史的教训和沃尔克的做法。这表明美联储认为其控制通胀的重要手段之一就是稳定公众对通胀的预期, 在这方面美联储当前做的不错, 但来之不易的稳定通胀预期可能需要持续的紧缩才能保持住, 因此 2023 年降息暂时被排除。鲍威尔给出 2023 年末利率略低于 4% 的终值其实并没有比此前的市场预期大幅抬升, 变化的是如果通胀粘性大, 利率将会保持在限制区间一段时间而不降调, 这可能是市场没有充分定价的。重讲沃尔克的历史目的之一也正是为在经济下滑后坚持一段时间不降息找到先例, 解释这种货币政策的必要性。

图 7: 市场对加息预期抬升

7月FOMC会议纪要公布后

MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2022/9/21	0.0%	60.0%	40.0%	0.0%	0.0%			
2022/11/2	0.0%	0.0%	31.1%	49.6%	19.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2022/12/14	0.0%	0.0%	4.4%	33.7%	45.3%	16.5%	0.0%	0.0%
2023/2/1	0.0%	0.0%	3.0%	24.1%	41.5%	26.0%	5.4%	0.0%
2023/3/15	0.0%	0.0%	2.0%	17.1%	35.7%	31.1%	12.2%	1.8%
2023/5/3	0.0%	0.1%	2.6%	17.9%	35.5%	30.3%	11.8%	1.7%
2023/6/14	0.0%	0.7%	6.3%	22.2%	34.3%	25.9%	9.4%	1.3%
2023/7/26	0.2%	2.0%	10.0%	25.0%	32.3%	22.0%	7.5%	1.0%

Jackson Hole 讲话后

MEETING PROBABILITIES					
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400
2022/9/21	39.0%	61.0%	0.0%	0.0%	
2022/11/2	0.0%	8.5%	43.8%	47.7%	0.0%
2022/12/14	0.0%	1.2%	13.5%	44.4%	40.9%
2023/2/1	0.0%	0.9%	9.9%	35.4%	41.9%
2023/3/15	0.0%	0.6%	7.1%	27.5%	39.9%
2023/5/3	0.0%	0.6%	7.3%	27.6%	39.8%
2023/6/14	0.1%	2.0%	11.3%	30.0%	36.0%
2023/7/26	0.4%	3.6%	14.6%	31.1%	32.8%



资料来源：CME，中国银河证券研究院整理

当然，由于前瞻性引导已经暂停，美联储对未来加息的路径仍然强调灵活，通胀如果较快回落，保持紧缩也不是必然，但不宜在通胀明确走低前期待美国金融环境的放松。会后，市场利率预期的终值上行了25bps，9月FOMC会议加息75bps的预期也显著抬升。距离9月议息会议还有一份CPI和非农数据，可以改变天平在50bps和75bps之间的倾向，我们认为在数据公布后推测美联储加息幅度更合适，但按美联储偏“矫枉过正”的取向，75bps概率确实更大。

三、近期数据在表达什么？

本周早于鲍威尔发言公布的重要数据有房地产的销售、建造，8月ISM的PMI初值以及7月PCE数据，另外美国的信贷数据和家庭资产及负债也值得关注。

数据主要体现了以地产为首的对利率敏感的投资正如期下滑，但地产下行向房屋价格和租金传导还需时间，并不能立刻缓解通胀压力；制造业和非制造业PMI正在继续下滑，非制造业可能受到地产下行的带动，不能完全归咎于服务业下滑；PCE数据略低于预期，结构上没有意料之外的地方，服务部分的环比增速并未显著放缓，居住成本继续上行，因此确实需要持续观察未来的通胀变化。而尚未走弱的消费信贷数据和较高的家庭净值于较低的负债率仍可以支持居民部门加杠杆，这也不利于通胀缓解。总之，数据表明美国滑向衰退的概率还在加大，但总需求在消费支撑下韧性不低，暂时没有证据支持通胀的粘性减弱，因此鲍威尔讲话中对经济的判断所言不虚，当下保持紧缩有理有据。

图 8：PMI 初值继续下滑（%）

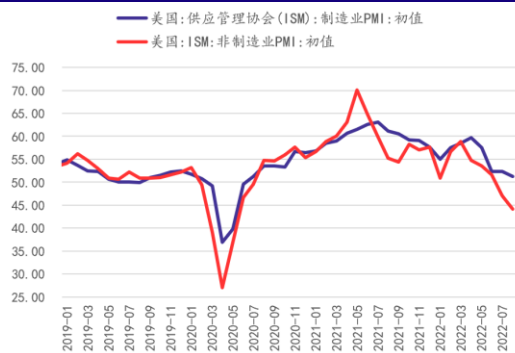


图 9：新屋库销比达到历史高位



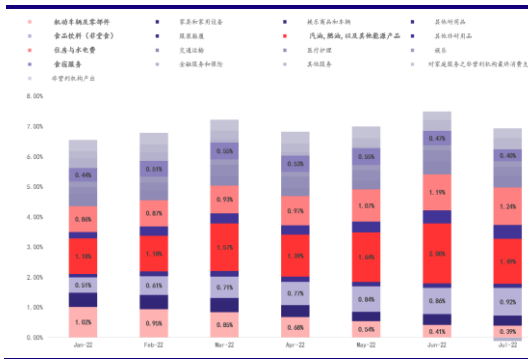
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

7月PCE同比增速6.28%，环比-0.07%，核心同比4.56%，环比0.08%。由于有CPI的放缓在前，PCE回落略快于预期，但并不令人以外。结构上看，商品增速在能源品价格回落的带动下明显放缓，但食品环比增速依然加快；耐用品增速放缓，不过家具和车辆的环比仍保持了上行。

服务方面，居住成本由于统计滞后问题无可避免的加快，且房价增速依然不低，为未来核心通胀持续施加压力。交通运输的环比下行是由于7月能源价格的带动，在8月也未必能持续；另外两个环比回落较大的时金融服务和医疗护理，而娱乐、食宿和其他服务环比继续正增长。PCE未来的压力一方面来自于原油价格近期的再度回暖，另一方面，部分耐用品和服务环比动能仅是略有减缓，粘性较强。

图 10：7月PCE增速拆解 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

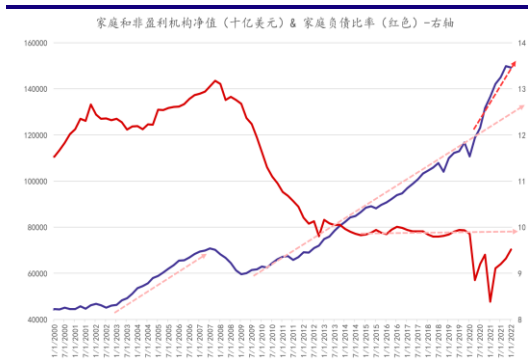
图 11：居住成本将继续带来通胀压力



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

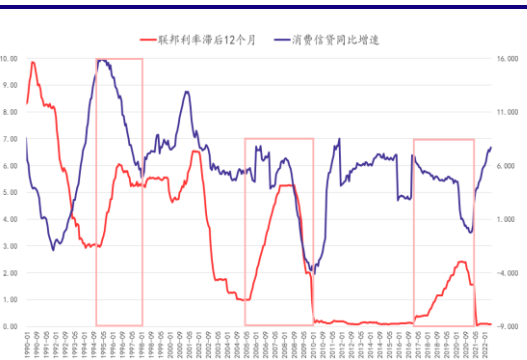
从居民信贷和资产角度看，总需求（消费）仍有名义工资上行、家庭净值较高和信贷增速不慢的支撑。虽然疫情期间积累的超额储蓄已经逐渐耗尽，美国居民部门由于证券房产等非工资收入的上涨导致资产净值依然较高，负债率低于以往趋势。尽管实际工资增速受到通胀侵蚀，居民部门还是有一定加杠杆消费的能力，而目前信贷增速仍然较快也印证了这一点（历史上信贷增速常滞后联邦基金利率约12个月，因此短期还可以支持需求）。所以，美联储通过保持紧缩才能通过更高的借贷成本抑制居民加杠杆消费能力，使总需求和供给达到平衡。

图 12：美国家庭净值高位，负债率较低



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

图 13：消费信贷增速依然不低 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、市场反应和资产变化：

鲍威尔讲话后，美股出现大幅回调，PCE 略低于预期的利好被完全冲淡，纳指跌 3.94%，标普跌 3.36%。而相对的，十年美债仅上行 1.6bps 至 3.046%，两年美债涨 3.3bps 至 3.411%，三月美债走高至 2.838；外汇方面，美元指数小幅上行至 108.86。美股和其他市场的差距其实体现了市场上过早预期美联储转向的乐观派更多集中于股市，债市和外汇市场更注重经济基本面的交易员们对鲍威尔保持紧缩的信号以有相当的预期，美债收益率和美元指数都在讲话前就提早上行。

金融条件紧缩的预期上行叠加欧洲更差的经济基本面意味着强美元还会继续保持一段时间，可能在美国经济大幅下滑甚至走入衰退时才会变化。加息预期的终值抬升幅度不大，美债在衰退概率加大的情况下仍有机会，但需要警惕美国银行间流动性在美联储缩表时下行；针对这一可能，美国财政部正在考虑回购国债以缓解流动性压力³，这也有利于债市。美股的不确定性较大，此前的过分乐观意味着短期对利率风险的定价可能不充分，企业盈利在经济走弱后下滑的预期仍可能打击估值，风险溢价也大概率还在下行通道，造成美股震荡和下跌。

³ Minutes of the Meeting of the Treasury Borrowing Advisory Committee August 2, 2022 | U.S. Department of the Treasury

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确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。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，主要从事数据预测工作。新财富上榜分析师团队成员，2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

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，并不构成对客户投资咨询建议，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

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tanganling_bj@chinastock.com.cn