

## 加息暂停并进入观察期，关注美联储鹰派态度下的两种可能

宏观动态报告 20230615

### 核心内容：

- **美联储如期暂停加息，但点阵图和经济预期鹰派** 6月14日，美联储FOMC会议在名义通胀较快回落、劳动市场偏紧、银行信贷紧缩不显著的情况下暂停加息，联邦目标基金利率维持5.00%-5.25%。量化紧缩(QT)计划继续执行，QT上限950亿美元/月，6月预计缩减800亿美元。主要调整包括：(1)点阵图将2023年末利率终值从5.1%提高至5.6%，暗示可能还有50BP的加息；(2)美国本年度经济增速由0.4%上调至1.0%；(3)年末失业率再度下调，从4.5%降低至4.1%；(4)年末名义PCE通胀下修至3.2%，但核心PCE提高至3.9%。经济数据上调和失业率的下修基本表明年内在不出现黑天鹅事件的情况下不会降息，但对于点阵图的大幅变化，有两种理解需要注意。
- **为什么点阵图上调了50BP而非25BP？**自大滞胀时代以来，美联储并无暂停加息后仅加息一次就再度停止的先例，加息和降息的连续性很高。而目前的通胀数据显示美联储面临的价格水平压力明显低于大滞胀时代，且联邦基金利率调整的框架也不可同日而语，因此采取走走停停(stop-go)货币政策的概率不大。如果美联储判断通胀已经有稳定回落的趋势，那么额外加息一次显得并无必要，也不足以使通胀更快下降。反之，假使美联储认为需要更高利率压制通胀和经济，则不可能只加息一次然后停止，因为这样透露的信号并不明确，也不利于维护美联储的信誉。
- **点阵图上调的两种合理解释 - 预期管理与通胀存在二次回升风险** 美联储很可能处于“不加则已，一加则绝不止 25BP”的状态。第一种理解，美联储提高利率至5.50%-5.75%的预测只是“虚张声势”的通胀预期管理，未来不会再继续加息，经济会在高利率下实现弱衰退以降低通胀至2%附近。第二种，美联储下半年会继续加息，这是由于在三季度名义通胀的增速在前期大幅降低后可能反弹，同时核心增速降低过于缓慢，有必要再度连续加息以控制通胀反弹的风险。不难看出，以上两种观点的分歧仍在于对通胀控制是否做的不够，也即通胀增速是否存在反弹或者长时间“走平”的风险。这两种观点中，我们仍倾向于第一种：在实际利率转正的情况下联邦基金利率已经达到足够限制的水平，经济放缓但没有受到严重损害，高利率保持下劳动市场的缓慢缓和将利于通胀走低，实现温和衰退。虽然如此，美联储已经将下半年多次加息的选择放到了桌面上，这是一个十分值得警惕的风险。
- **市场暂不相信美联储会大幅加息，但也应为意外情况做好准备** 加息暂停时意料之中，市场当前只是进一步确立了年内不降息的预期，并没有对更大幅度的加息可能做出显著调整。不过，在美联储明确将再加息选择摆在桌面上以预防通胀二次反弹的情况下，一旦重新开始加息就不会止于市场目前预期的25BP，也要为这种意外情况做好准备。(1)在美联储不再继续加息的情况下，美元和美债收益率年内仍会在震荡中随经济数据走弱而向下，保持上有顶下有底的状态。(2)但如果通胀和就业数据展现出超预期的韧性，那么美联储一旦重启加息则很可能多次上调利率，届时市场将先重启通胀交易，然后在更高利率下再度打开衰退交易的预期。这种情况下美元和十年美债收益率存在突破硅谷银行事件前高的风险，美股也将出现更大幅度的下跌。

### 分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

研究助理：于金潼

**主要风险：**通胀韧性和经济下行速度超预期、市场出现严重流动性危机的风险

6月14日，美联储FOMC会议在名义通胀较快回落、劳动市场偏紧、银行信贷紧缩不显著的情况下暂停加息，联邦目标基金利率维持5.00%-5.25%。量化紧缩(QT)计划继续执行，QT上限950亿美元/月，6月预计缩减800亿美元。尽管加息暂缓，美联储更新的点阵图和经济预测(SEP)都相当鹰派，但从资产表现来看市场尚没有采信美联储可能显著提高利率。对于政策利率未来的路径，我们认为有两种情形值得重点关注，而通胀走势是分歧的核心。

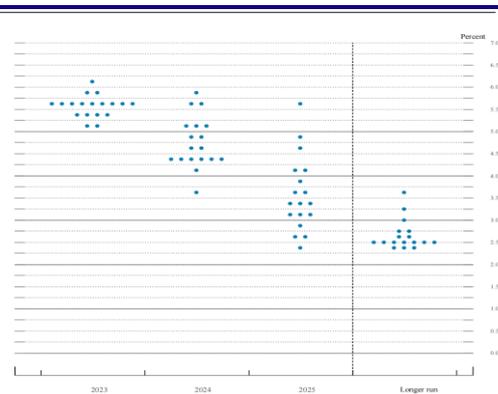
## 一、点阵图将利率终值上调50BP至5.6%，经济预期同样上修

本次FOMC会议声明和鲍威尔发布会的稿件都没有显著的变化。通胀方面，美联储认为价格水平自去年年中开始有所放缓，但仍然过高，2023年的核心PCE通胀预期提高，且短期核心增速高于名义通胀。劳动市场依旧紧凑，新增就业偏强，但薪资的缓慢缓和、劳动参与率的回升和职位空缺的降低表明供需正朝着更加平衡的方向改善。由于银行信贷派生没有大幅紧缩，银行业风险没有被特别强调，美联储继续判断其整体有韧性、流动性充足。不过，经济预测(SEP)做出了显著调整：(1)点阵图将2023年末利率终值从5.1%提高至5.6%，暗示可能还有50BP的加息；(2)美国本年度经济增速由0.4%上调至1.0%；(3)年末失业率再度下调，从4.5%降低至4.1%；(4)年末名义PCE通胀下修至3.2%，但核心PCE提高至3.9%。经济数据上调和失业率的下修基本表明年内在不出现黑天鹅事件的情况下不会降息，但对于点阵图的大幅变化，有两种理解需要注意。

图 1: 美联储 SEP 上调通胀和经济增速, 下调失业率 (%)

	2023	中位数 2024	2025	长期
实际GDP增速	1.0	1.1	1.8	1.8
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	4.1	4.5	4.5	4
3月预测	4.5	4.6	4.6	4
12月预测	4.6	4.6	4.5	4
PCE通胀	3.2	2.5	2.1	2
3月预测	3.3	2.5	2.1	2
12月预测	3.1	2.5	2.1	2
核心PCE通胀	3.9	2.6	2.2	
3月预测	3.6	2.6	2.1	
12月预测	3.5	2.5	2.1	
预测联邦基金利率路径:				
联邦基金利率	5.6	4.6	3.4	2.5
3月预测	5.1	4.3	3.1	2.5
12月预测	5.1	4.1	3.1	2.5

图 2: 美联储点阵图显示 5 月仍可能加息 (%)



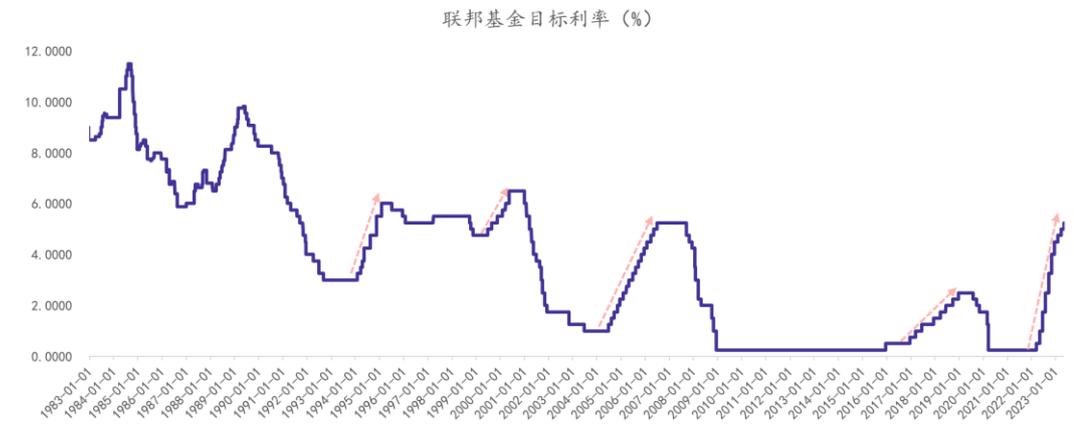
资料来源: FRB, 中国银河证券研究院整理

资料来源: FRB, 中国银河证券研究院整理

## 二、关于点阵图显著上调有两种较为合理的解释，分歧仍在通胀路径

**为什么点阵图上调了50BP而非25BP?**自大滞胀时代以来，美联储并无暂停加息后仅加息一次就再度停止的先例，加息和降息的连续性很高。而目前的通胀数据显示美联储面临的价格水平压力明显低于大滞胀时代，且联邦基金利率调整的框架也不可同日而语，因此采取走走停停(stop-go)货币政策的概率不大。如果美联储判断通胀已经有稳定回落的趋势，那么额外加息一次显得并无必要，也不足以使通胀更快下降。反之，假使美联储认为需要更高利率压制通胀和经济，则不可能只加息一次然后停止，因为这样透露的信号并不明确，也不利于维护美联储的信誉。因此对于点阵图的上调，比较合理的理解无外乎两种，第一是在暂停加息后巩固紧缩预期，第二是通胀的强劲意味着确实有连续加息的必要，也即美联储很可能处于“不加则以，一加则绝不止25BP”的状态。

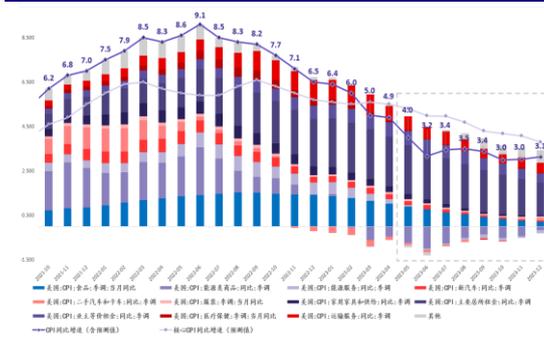
图 3：大滞胀时代后，联邦基金目标利率成形以来基本没有过暂停加息后仅再加 25BP 的先例，一旦再加息一般都是多次



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

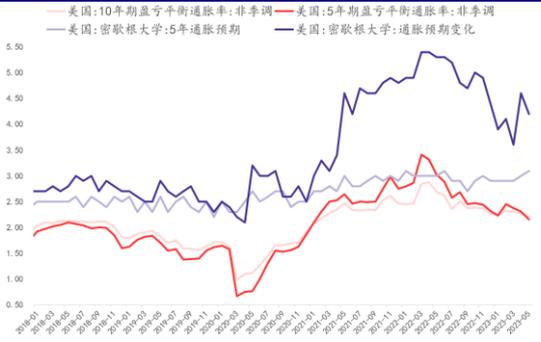
第一种理解，美联储提高利率至 5.50%-5.75% 的预测只是“虚张声势”的通胀预期管理，未来不会再继续加息，经济会在高利率下实现弱衰退以降低通胀至 2% 附近：这种判断的逻辑是通胀和劳动市场均在放缓且经济压力正继续加大，此时未来经济增长和金融稳定的风险在美联储反应公式中的权重已经高于通胀，同时实际利率转正表明经济已经达到足够限制的区间。当做的不够的风险低于做的过多时，更要担忧经济面临的压力了。这种情况下，美联储应当等待高利率水平逐渐打击经济，尽量避免加息导致衰退程度过强。所以，美联储将点阵图提高 50BP 的目的是为了加强预期管理，防止出现 2022 年末至今年初加息预期见顶后金融条件大幅缓和的情况。

图 4：预计通胀下半年有粘性，但仍会缓慢放缓 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 5：长期通胀预期稳定，也不构成再度大幅加息的理由 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

第二种，美联储下半年会继续加息，这是由于在三季度名义通胀的增速在前期大幅降低后可能反弹，同时核心增速降低过于缓慢，有必要再度连续加息以控制通胀反弹的风险：这种判断的逻辑是虽然价格水平有放缓迹象，但近期劳动市场依旧十分强劲，实际工资增速的转正、超额储蓄仍可支撑 2023 全年以及消费信贷紧缩并不明显意味着核心通胀会下降，其增速仍存在“走平”的风险。另一方面，服务经济仍然强劲，银行系统恶化不严重，所以经济可以承受更高的利率，通胀仍是更可怕的敌人。当然，点阵图的上调不意味着 7 月必须加息，而是暗示一旦美联储判断下半年有必要加息，就不会在 25BP 的位置停住。

不难看出，以上两种观点的分歧仍在于对通胀控制是否做的不够，也即通胀增速是否存在反弹或者长时间“走平”的风险。这两种观点中，我们仍倾向于第一种：在实际利率转正的情况下联邦基金利率已经达到足够限制的水平，经济放缓但没有受到严重损害，高利率保持下劳动市场的缓慢缓和将利于通胀走低，实现温和衰退。虽然如此，美联储已经将下半年多次加息的选择放到了桌面上，这是一个十分值得警惕的风险。

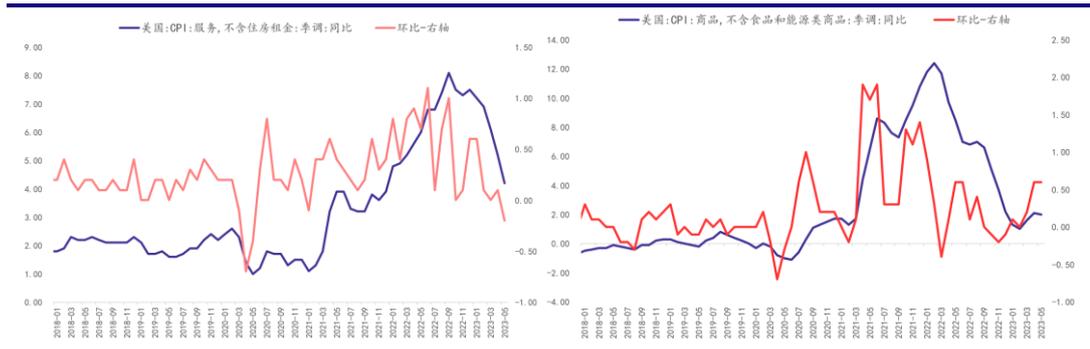
### 三、通胀、劳动市场和经济情况都在弱化，还没有体现大幅加息的必要

从美国5月公布的数据来看，名义与核心CPI分别降低至4.0%和5.3%、失业率小幅回升3.7%、非农时薪增速同比降低至4.3%、ISM制造业PMI降低至46.9且非制造业PMI下滑至50.3（主要由于建筑业而非服务业的走弱）。

从通胀的构成来看，能源部分下半年可能保持小幅通缩的状态，食品价格仍在缓慢缓和当中。核心部分中，商品涨价乏力，乘用车和家居及家用产品价格保持回落，而服务价格里房价由于统计机制问题存在明显的滞后（18个月左右），不能有效反应居住成本增速的放缓。实际值得警惕的粘性因素主要是服务业价格，这与劳动市场薪资数据的增速密切相关。

图 6：居住成本以外的服务价格也在下降（%）

图 7：商品通胀不构成显著压力（%）



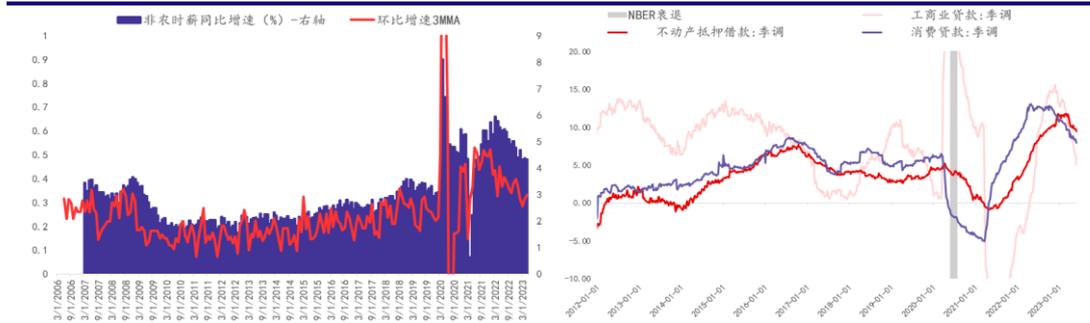
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

劳动市场方面，失业率整体保持低位但有回升迹象，非农时薪增速环比降至0.3%左右，保持缓慢放缓。尽管新增非农就业意外强劲，但家庭调查所反映的新增岗位似乎表明劳动市场没有非农数据体现的那么火热。在非农可以重复统计兼职且修正幅度较大的情况下，家庭数据体现的劳动市场缓慢放缓似乎更可信。以非农时薪推算的核心PCE通胀年末仍有望降至3.6%附近，工资的缓和难以加快服务通胀，而鲍威尔也在6月FOMC发布会稿中承认劳动市场未来会更加平衡，减轻对通胀的向上压力。

图 8：时薪保持回落趋势，不易增加服务价格压力（%）

图 9：信贷增速没有显著恶化，但也在回落（%）



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

经济方面, 5 月的 PMI 显示美国制造业在底部保持疲弱, 需求不强且库存不低状况短期仍会持续。非制造业 PMI 的下行更是建筑业的放缓, 但服务业也有弱化。不仅 PMI 下行, 美国的工业生产、实际批发和零售额环比增长率仍接近衰退状态, 同时实际可支配收入也表现较弱, 经济主要依赖服务业和就业指标的支撑。信贷方面, 虽然银行危机没有显著冲击信贷派生, 但高利率下工商、消费和房地产贷款增速仍在延续放缓。

从以上角度考虑, 虽然核心通胀将在下半年显露粘性, 但其在高利率下随经济逐渐弱化的趋势仍然比较确定, 至少数据还没有体现大幅加息的必要。不过, 虽然我们倾向于美联储不再大幅加息, 但官员们对数据保持较高敏感性, 如果经济韧性和通胀数据再度超过预期, 那么美联储对进一步加息也不会犹豫, 也应对这种情形做出对策。

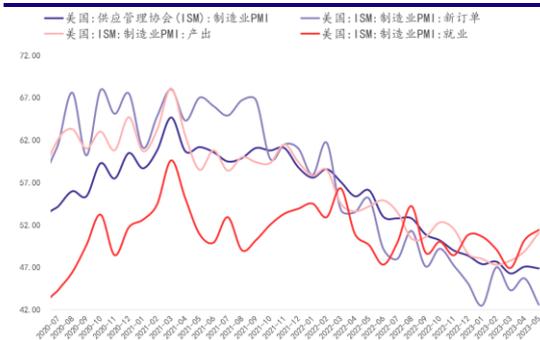
#### 四、市场似乎暂时不相信美联储会再度大幅加息, 但也应为意外情况做好准备

6 月 FOMC 暂停加息在市场意料之中, 点阵图的大幅上调也暂时没有引发大的波澜。美联储决议公布后虽然美股暂时下跌, 美元和美债收益率上升, 但纳指和标普最终依然收涨, 美元指数和美债收益率回落。市场当前只是进一步确立了年内不降息的预期, 并没有对更大幅度的加息可能做出显著调整, 仅不到 10% 的联邦基金利率期货交易者相信美联储年内会再加息两次。我们也倾向于美联储对点阵图的调整更多是为了预期管理, 防止金融条件再度放松使通胀控制更加困难, 加息已是尾声。不过, 在美联储明确将再加息选择摆在桌面上以预防通胀二次反弹的情况下, 一旦重新开始加息就不会止于市场目前预期的 25BP, 也要为这种意外情况做好准备。

在美联储不再继续加息, 而仅通过预期控制、维持高利率和缩表实施紧缩的情况下, 美元和美债收益率年内仍会在震荡中随经济数据走弱而向下, 保持上有顶下有底的状态。

但如果通胀和就业数据展现出超预期的韧性, 那么美联储一旦重启加息则很可能多次上调利率, 届时市场将先重启通胀交易, 然后在更高利率下再度打开衰退交易的预期。这种情况下美元和十年美债收益率存在突破硅谷银行事件前前高的风险, 美股也将出现更大幅度的下跌。

图 10: 美国经济仍在缓慢下滑中, 只是服务业有支撑 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 11: 联邦基金利率期货隐含加息预期 (%)

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES													
	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	
2023/7/26							0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	35.5%	64.5%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	30.5%	60.4%	9.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	32.9%	56.4%	8.3%	
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	9.9%	38.7%	44.5%	6.3%	
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.8%	23.0%	41.3%	27.1%	3.4%	
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	3.1%	16.3%	34.6%	32.4%	12.2%	1.3%	
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	3.1%	16.2%	34.5%	32.4%	12.3%	1.3%	0.0%	
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.1%	11.5%	27.8%	33.2%	19.6%	5.3%	0.5%	0.0%	
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.8%	10.1%	25.5%	32.4%	21.5%	7.3%	1.2%	0.1%	0.0%	
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.1%	1.5%	8.6%	22.7%	31.2%	23.5%	9.9%	2.3%	0.3%	0.0%	0.0%	
2024/11/6	0.0%	0.0%	0.8%	5.2%	16.1%	27.2%	27.1%	16.3%	5.9%	1.2%	0.1%	0.0%	0.0%	
2024/12/18	0.2%	1.7%	7.4%	18.3%	27.2%	24.9%	14.2%	4.9%	1.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	

资料来源: CME, 中国银河证券研究院整理

## 五、美联储观点对比：

	2023-03 FOMC会议重点	2023-05 FOMC会议重点	2023-06 FOMC会议重点
经济和就业状况	<p>1. 美国经济在过去一年显著放缓，消费支出在本季度加快，但部分是由于天气原因；房地产相关部门由于更高的房贷利率而显著走弱；高利率和低产出在降低商业固定资产投资；预计受抑制的经济增长将持续</p> <p>2. 劳动力市场十分紧张，新增就业有所加快，但名义工资出现缓和和迹象；职位空缺率依然很高，劳动需求超出供给</p> <p>3. 银行业问题：历史表明独立的银行问题如果没有得到及时处理，也会影响对健康银行的信心并阻碍重要的信贷派生；美联储、财政部和FDIC的果断行动显示了所有存款和银行系统都是安全的，并有BTFP和贴现窗口持续提供流动性；银行系统健康有韧性、资本和流动性充足。美联储将继续紧密监控银行情况并随时准备利用各种（货币）工具保证银行的健康。过去两周的银行问题很可能导致家庭和企业信用条件的收紧</p>	<p>1. 美国经济在过去一年显著放缓，一季度经济增长温和，尽管消费支出在本季度加快；房地产部门活动由于更高的房贷利率而保持弱势；高利率和低产出在降低商业固定资产投资。美联储员工目前预测认为温和衰退是本轮紧缩最可能导致的情况。</p> <p>2. 劳动力市场十分紧张，新增就业较强；尽管如此，一些迹象显示劳动市场的供需平衡正在改善。劳动年龄人口参与率回升，名义工资出现缓和和迹象；职位空缺率依然很高，劳动需求超出供给</p> <p>3. 银行业问题：银行系统健康有韧性、资本和流动性充足。美联储将继续紧密监控银行情况并从本次事件中吸取经验并防止再犯。信用条件已经因为政策紧缩而收紧，但银行系统3月份后面临的压力将导致家庭和企业面对更紧的信用条件。紧信用条件将拖累经济活动、雇佣和通胀。这些效果的影响程度仍是不确定的。</p>	<p>1. 美国经济在过去一年显著放缓，一季度经济增长温和，尽管消费支出加快；房地产部门活动由于更高的房贷利率而保持弱势；高利率和低产出在降低商业固定资产投资。</p> <p>2. 劳动力市场十分紧张，新增就业较强；尽管如此，一些迹象显示劳动市场的供需平衡正在改善。劳动年龄人口参与率回升，名义工资出现缓和和迹象，职位空缺率降低。委员会认为劳动市场的供需将随着时间而更加平衡，减轻对通胀的向上压力</p> <p>3. 银行业问题：银行系统健康有韧性、资本和流动性充足。紧信用条件将拖累经济活动、雇佣和通胀。这些效果的影响程度仍是不确定的。</p>
通胀	<p>1. 通胀处于高位，从去年年中起有所缓和，但最近的读数显示通胀压力持续较高</p> <p>2. 长期通胀预期控制较好</p> <p>3. 通胀回到2%的目标还有很长的路，且很可能是颠簸的</p>	<p>1. 在关于银行问题表述后，强调货币政策的重点仍是就业最大化和价格稳定</p> <p>2. 通胀远高于2%，从去年年中起有所缓和，但回到2%的目标还有很长的路</p> <p>3. 长期通胀预期控制较好</p>	<p>1. 通胀远高于2%，从去年年中起有所缓和，但回到2%的目标还有很长的路</p> <p>2. 核心通胀将高于整体通胀</p> <p>3. 长期通胀预期控制较好</p>
货币政策	<p>1. 联邦基金利率增加25BP至4.75%-5.00%（全体票委同意）</p> <p>2. 在银行问题对信用条件的影响下，将“继续加息仍是合适的”替换为“进一步的政策紧缩可能依然适宜”</p> <p>3. 点阵图2023年末FFR中位数维持至5.1%</p> <p>4. 量化紧缩按照之前公布的计划进行</p> <p>5. 美联储的双重目标仍是物价稳定和就业最大化（2%通胀目标不变）</p>	<p>1. 联邦基金利率增加25BP至5.00%-5.25%（全体票委同意）</p> <p>2. 在银行问题对信用条件的影响下，删除“进一步的政策紧缩可能依然适宜”的表述</p> <p>3. 量化紧缩按照之前公布的计划进行</p> <p>4. 美联储的双重目标仍是物价稳定和就业最大化（2%通胀目标不变）</p>	<p>1. 联邦基金利率维持25BP至5.00%-5.25%（全体票委同意）</p> <p>2. 几乎所有的参会者均认为未来再加息以降低通胀至2%是合适的</p> <p>3. 点阵图2023年末FFR中位数上调至5.6%</p> <p>4. 量化紧缩按照之前公布的计划进行</p> <p>5. 美联储的双重目标仍是物价稳定和就业最大化（2%通胀目标不变）</p>

资料来源：FRB，中国银河证券研究院整理

### 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。

**高明：**宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

**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，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。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。

**唐璐：**宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

### 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

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn