

美联储如期暂停加息有何寓意？

核心观点：

- **美国经济数据解读：**从经济增长看，受强劲的消费支出推动，美国第三季度实际 GDP 环比折年率初值录得 4.9%，创 2021 年第四季度以来新高。从经济景气指标看，制造业活动受汽车行业罢工拖累，服务业保持扩张态势。从就业数据看，美国就业市场边际降温，但 9 月新增非农就业大超预期，劳动力市场韧性仍强。从通胀指标看，9 月核心 PCE 物价指数同比回落，创两年多以来新低，但环比增速为 2023 年 5 月以来新高。在住房成本和能源价格的推动下，美国 9 月 CPI 同比小幅高于市场预期，PPI 同比连续第三个月反弹。**展望后续，地缘政治冲突影响下能源价格不确定性较大，美国住房通胀水平降温偏缓，叠加美国汽车工人工会罢工事件加剧通胀压力，美国通胀反复风险仍在。本次议息会议如期暂停加息预示：紧缩的货币政策存在时滞；从就业数据分析，未来美国经济增速预计将放缓；美债收益率或高位运行一段时间。**
- **美联储 11 月利率决议：**美联储将联邦基金利率目标区间维持在 5.25%-5.5% 不变，符合预期，这是美联储连续第二个月按兵不动。美联储 FOMC 声明将第三季度经济活动描述为以“强劲的速度”扩张，同时强调“紧缩的金融和信贷状况将给经济带来压力”。鲍威尔发言表示，FOMC 目前完全没有考虑降息，也没有讨论降息问题，我们的问题是是否应该进一步加息。
- **大类资产表现：（1）债券市场：**美国 10 年期国债收益率日前突破 5% 大关，市场预期美联储利率将在更长时间内保持在较高水平，美国国债收益率预计维持高位；欧洲央行首次停止加息，10 月通胀数据继续降温，欧债收益率有望缓步下行；英国央行首次决定不再加息，能源价格不确定性下通胀压力仍在，预计高利率将维持较长时间；日本央行微调 YCC 政策，正在朝着货币政策正常化方向迈进，日本国债收益率上行概率较大，但短期内上行空间受限。**（2）大宗商品：**地缘政治冲突面临较大的不确定性，全球市场避险情绪升温，金价有望维持相对高位；OPEC+ 减产与地缘政治冲突支撑油价上行，预计国际油价高位震荡；下半年以来粮食价格阶段性走弱，后续极端天气或将持续扰动粮食市场，全球粮食减产压力仍在；当前全球主要经济体经济处于下行或弱复苏阶段，预计主要工业金属价格将继续承压，窄幅震荡概率较大。**（3）外汇市场：**自 9 月中旬以来，人民币汇率维持相对平稳。中央金融工作会议提出，加强外汇市场管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。展望后市，稳增长政策效果逐步显现，国内经济持续恢复，有望对人民币汇率形成支撑。**（4）权益市场：**10 月全球主要指数延续下滑态势。11 月美联储按兵不动，但市场预期美联储将在更长时间内维持高利率，短期内将对权益市场走势有所压制。展望后市，随着美联储加息周期进入尾声，国内稳增长政策陆续出台落地，港股与 A 股市场有望逐步企稳，开启向上行情。
- **风险提示：**海外加息超预期风险，市场情绪不稳定风险，石油国延长减产风险等。

分析师

杨超

☎：010-80927696

✉：yangchao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030004

分析师助理：王雪莹、周美丽

相关研究

- 2023-10-31，中央金融工作会议对资本市场影响深远
2023-10-30，国内投资环境边际向好，A 股上行动能已开启
2023-10-19，十载初折桂，百年新征程——“一带一路”的宏观意义与主题投资机会
2023-09-27，四季度 A 股市场投资展望：关键因素决定市场走势
2023-09-16，银河证券策略研究：基本面边际改善，A 股迎结构催化
2023-09-11，银河证券策略研究：A 股迎来多重利好，后市行情可期
2023-09-03，银河证券 A 股中报全景与后市配置建议
2023-08-29，银河证券点评报告：“组合拳”逐步落地，A 股布局可期
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”
2023-07-03，2023 年 A 股市场中期投资展望：时蕴新生，秉纲执本
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

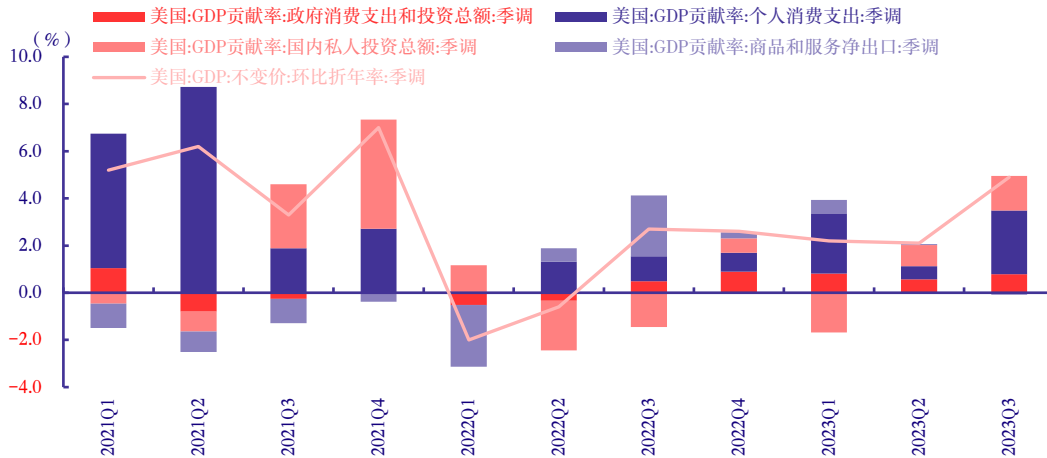
目 录

一、美国经济数据解读.....	3
二、美联储 11 月利率决议.....	4
三、大类资产表现.....	5
（一）债券市场.....	5
（二）大宗商品.....	6
（三）外汇市场.....	7
（四）权益市场.....	8
四、风险提示.....	9

一、美国经济数据解读

从经济增长方面看,美国第三季度实际 GDP 环比折年率初值录得 4.9%,超出市场预期与前值,创 2021 年第四季度以来新高。结构上来看,个人消费支出对 GDP 环比折年率的拉动为 2.69 个百分点,国内私人投资总额、政府消费支出和投资总额分别为 1.47 和 0.79 个百分点,商品和服务净出口则小幅拖累 GDP 环比折年率。由此可见,美国经济仍显出较强韧性,强劲的消费支出是美国经济的主要动力。如图 1 所示。

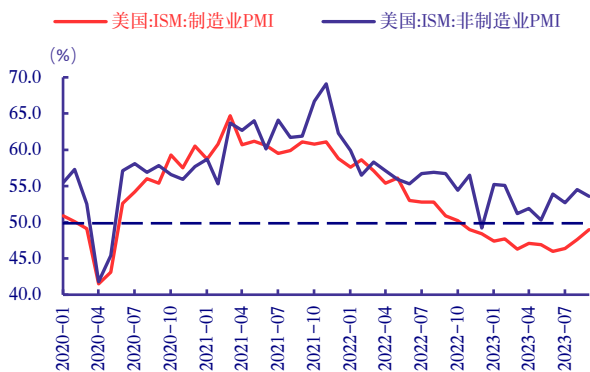
图1: 美国 GDP 环比折年率及其分项贡献率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

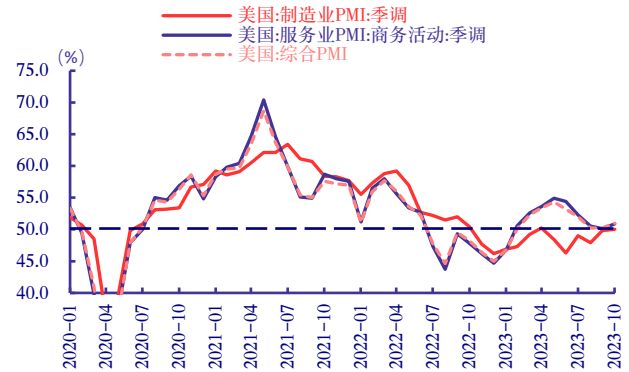
受美国汽车工人罢工、新订单回落等影响,美国 10 月 ISM 制造业 PMI 录得 46.7,较前值下降 2.3 个百分点,为三个月来最低,并已连续 12 个月位于荣枯线以下。美国 10 月 Markit 制造业 PMI 终值为 50.0,超过预期 49.5 和前值 49.8,创六个月新高,此前制造业连续五个月位于收缩区间;服务业 PMI 初值为 50.9,创三个月新高,超出预期 49.8,前值为 50.1;综合 PMI 初值为 51,为 8 月以来新高,同样超出预期 50 和前值 50.2。如图 2、3 所示。

图2: 美国 ISM 制造业与非制造业 PMI



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图3: 美国 Markit 制造业、服务业及综合 PMI

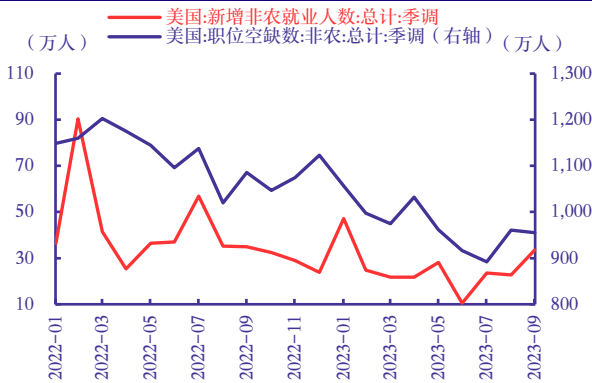


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

结合就业数据看,9 月美国新增非农就业人数 33.6 万,远超市场预期 17.0 万,较修正后的前值 22.7 万人显著上升,是 2023 年 2 月以来新增非农就业人数首次超过 30 万人。美国劳工部对 7 月和 8 月的非农数据作出上修,两月合计上修 11.9 万人。9 月职位空缺数 955.3 万人,较前值 961 万人有所减少,但显著高于预期 925 万人,劳动力市场仍然偏紧。时薪方面,美国 9 月私人非农平均时薪涨至 33.88 美元,环比上涨 0.2%,持平于前值,略低于市场预期 0.3%,同比上涨 4.2%,略低于前值和市场预期 4.3%。9 月美国失业率稳定在 3.8%,小幅高于市场预期 3.7%,但仍处于低位。10 月 21 日美国当周初次申请失业金人数 21.0 万,高于前值 20.0。美国就业市场边际降温,但依然请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

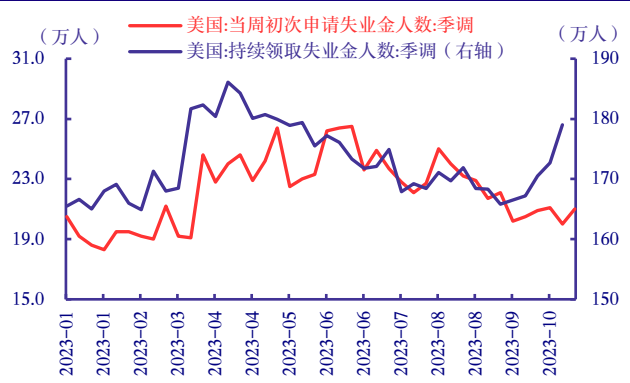
维持较强韧性。如图 4、5 所示。

图4：美国新增非农就业人数与职位空缺数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

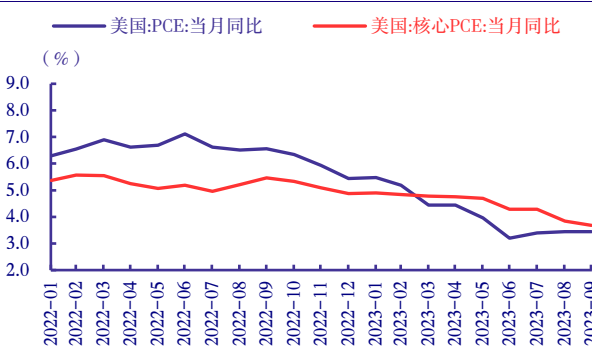
图5：美国初请失业金人数与持续领取失业金人数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

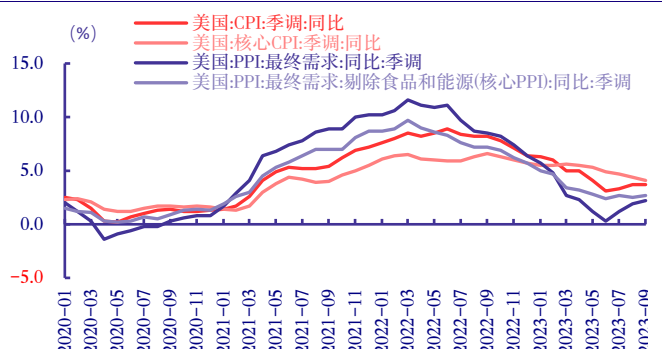
衡量通胀方面，美国 9 月 PCE 物价指数同比增长 3.4%，与前值和预期一致；在能源价格上涨带动下，环比增长 0.4%，与前值持平，小幅超出预期的 0.3%。作为美联储青睐的通胀指标，核心 PCE 物价指数同比从前值 3.8%回落至 3.7%，符合预期，创 2021 年 5 月以来新低；环比增长 0.3%，符合预期，创 2023 年 5 月以来新高。总体来看，美国 9 月 PCE 通胀数据喜忧参半。如图 6 所示。

图6：美国 PCE 物价指数同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图7：美国 CPI 与 PPI 同比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从 CPI 与 PPI 视角分析，在住房成本和能源价格的推动下，美国 9 月 CPI 同比增速为 3.7%，与 8 月持平，小幅高于市场预期 3.6%；剔除食品和能源价格后，核心 CPI 同比增长 4.1%，低于 8 月的 4.4%，与预期持平。美国 9 月 PPI 同比增长 2.2%，远超预期的 1.6%和 8 月的 1.9%，为连续第三个月反弹；剔除食品和能源价格后，核心 PPI 同比上涨 2.7%，高于市场预期 2.3%和前值 2.5%。展望后续，地缘政治冲突影响下能源价格不确定性较大，美国住房通胀水平降温偏缓，叠加美国汽车工人工会罢工事件加剧通胀压力，美国通胀反复风险仍在。如图 7 所示。

二、美联储 11 月利率决议

当地时间 11 月 1 日，美联储将联邦基金利率目标区间维持在 5.25%-5.5%不变，符合预期。这是美联储连续第二个月按兵不动。与 9 月相比，美联储 FOMC 声明的变化较小，将第三季度经济活动描述为以“强劲的速度”扩张；由于美国国债收益率走高，美联储在“信贷环境收紧”的描述中加上了“金融”，强调“紧缩的金融和信贷状况将给经济带来压力”。同时，美联储将继续以相同的速度减少国债和抵押债券持有量。

鲍威尔发言要点总结：（1）利率政策：暂停后再次加息会很困难的观点是不正确的；很难确定紧缩的金融条件将导致多少次加息，或者这将如何转化为多少潜在的加息幅度尚不清楚；FOMC 目

前完全没有考虑降息,也没有讨论降息问题;我们的问题是是否应该进一步加息。(2)资产负债表:不考虑改变资产负债表缩减的速度。(3)通胀水平:通胀仍远高于目标水平;几个月的美好通胀数据只是开始的一部分,但要通胀率降低到2%还有很长的路要走。(4)就业市场:劳动力市场仍然紧张,但劳动力的供需条件继续趋于平衡;名义工资增长显示出一些放缓的迹象;未来劳动力市场可能对通胀变得更加重要。(5)市场利率:目前金融状况已经显著收紧;密切关注长期国债收益率的上涨,这可能对货币政策产生影响;政策预期似乎不会推动美债收益率。(6)稳定性:银行体系非常有韧性,我们没有任何理由认为这些加息会对这一局面产生实质性的改变;全球地缘政治紧张局势确实升高,目前尚不清楚中东冲突是否会对美国产生经济影响,油价对巴以冲突的反应不大;政府停摆是潜在的风险来源。

本次议息会议如期暂停加息预示:紧缩的货币政策存在时滞;从就业数据分析,未来美国经济增速预计将放缓;美债收益率或高位运行一段时间。

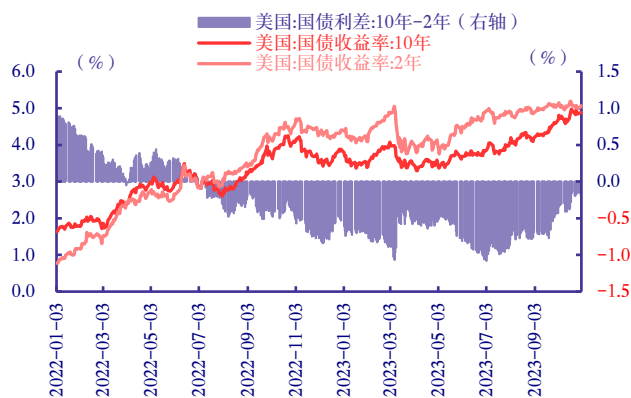
三、大类资产表现

(一) 债券市场

在美国通胀问题反复、经济韧性较强的环境下,市场预期美联储利率将在更长时间内保持在较高水平。同时,美国政府将进一步增加债券发行量,以填补不断扩大的赤字。美国国债收益率持续攀升,10年期国债收益率日前突破5%大关,达到2007年以来的最高水平。截至10月31日,美国10年期国债收益率录得4.88%。由于美联储对于继续加息持谨慎态度,市场预期更多反映在长端利率上,美国10年期与2年期国债收益率差逐渐收窄。截至10月31日,收益率差录得-0.19%,较7月初-1.08%的峰值显著收窄。如图8所示。

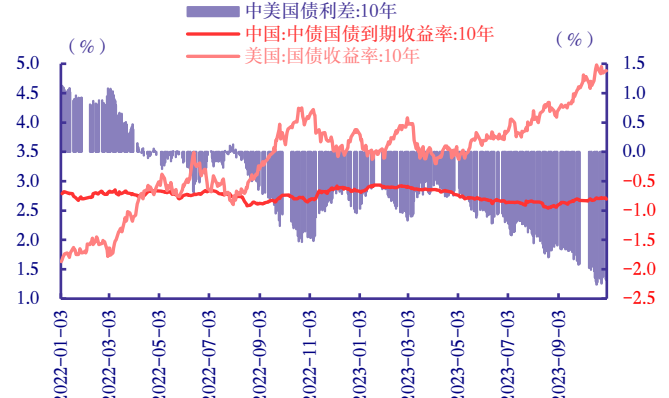
在稳增长目标下,中国货币政策持续宽松,降准降息预期较强。由于中美货币周期错位,2023年以来中美利差维持深度倒挂的形态,倒挂幅度持续走阔。截至10月31日,中美10年期国债收益率差录得-2.19%。展望后续,美联储利率将在更长时间内保持在较高水平,预计美国国债收益率维持高位。中国经济数据逐步好转,内需修复动能转强,有望为中国国债收益率提供一定支撑作用。如图9所示。

图8: 美国10年期与2年期国债收益率及利差表现



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图9: 中美10年期国债收益率及利差表现



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

欧元区10月通胀数据继续降温,调和CPI同比增长2.9%,大幅低于前值4.3%,降至两年多以来最低水平,逐渐接近欧洲央行2%的目标值。此前10月26日,欧洲央行公布了最新的利率决议,将主要再融资利率、存款机制利率、边际贷款利率分别维持在4.5%、4%及4.75%不变,为2022年7月以来首次停止加息。至于何时降息,欧洲央行行长拉加德提到,现在讨论降息为时尚早,还不是提供前瞻性指引的时候,预计利率水平将会在很长时间内保持在目前的高位。在上述因素叠

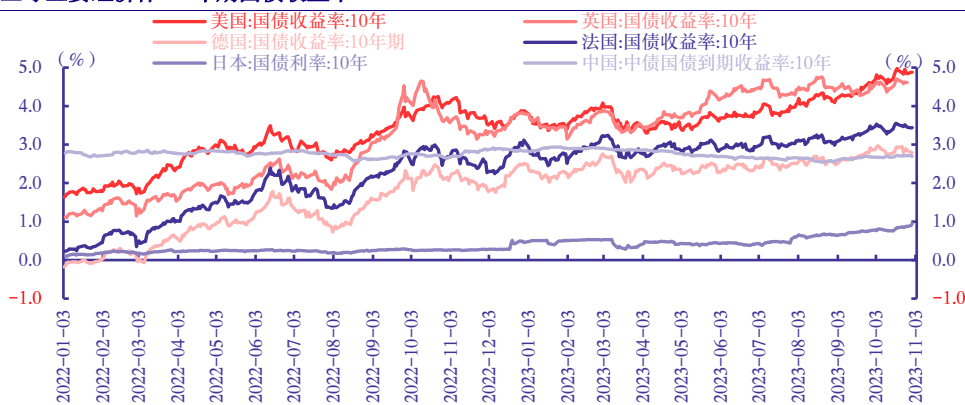
请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

加影响下，德国、法国 10 年期国债收益率持续震荡，截至 10 月 31 日分别录得 2.78%、3.44%，后续有望缓步下行。

9 月 21 日，英国央行以 5: 4 的投票结果决定维持基准利率不变，首次决定不再加息。英国央行多数人认为决定保持利率不变是“非常平衡的”，越来越多迹象显示利率对就业市场和经济增长产生影响。从最新通胀数据来看，受油价上涨影响，英国 9 月 CPI 同比上涨 6.7%，涨幅与上月持平，结束了三个月的放缓势头，与 2% 的目标水平相比还有较长距离。地缘政治冲突下能源价格的不确定性较强，英国通胀压力仍在，预计高利率将维持较长时间。英国 10 年期国债收益率高位震荡，截至 10 月 27 日录得 4.61%。

与全球各主要经济体的国债收益率曲线相比，日本国债收益率曲线处于较低位置。10 月 31 日，在最新的议息会议上，日本央行继续按兵不动，将基准利率维持在 -0.1%。对于日本国债收益率，日本央行行长植田和男表示，长期收益率上限以 1% 作为参考，将提高收益率曲线控制计划 (YCC) 政策灵活性。但他表示，不认为 10 年期日本国债收益率会大幅超过 1%。虽然本次政策调整幅度低于市场预期，但日本央行正在朝着货币政策正常化方向迈进。此前在放宽 YCC 预期下，日本 10 年期国债收益率一度攀升至 0.955% 的十年高位。展望后续，日本国债收益率有望上行，但在政策调控下，短期内上行空间受限。如图 10 所示。

图10: 全球主要经济体 10 年期国债收益率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 大宗商品

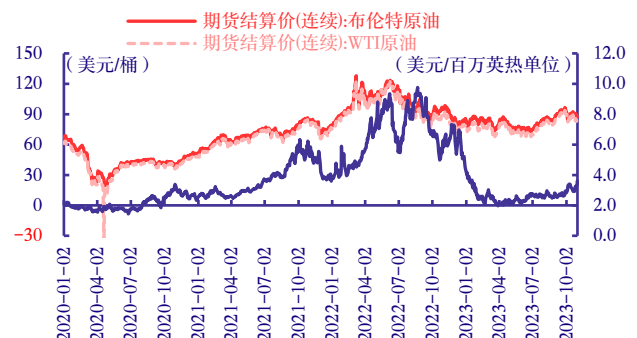
二季度以来，美联储尚未释放明确的货币政策转向信号，叠加美国经济数据保持强劲，美元指数高位震荡，金价走势偏弱。但 10 月以来，随着巴以冲突持续升级，全球市场避险情绪升温，黄金大幅升值。展望后续，地缘政治冲突面临较大不确定性，金价有望维持相对高位。如图 11 所示。

图11: 贵金属价格走势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: 上游能源品价格走势

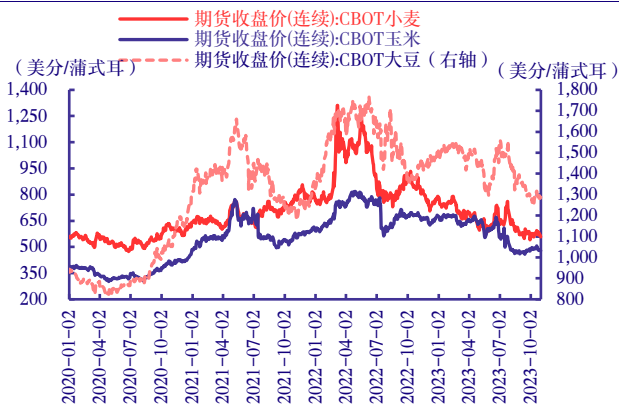


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

6月以来，OPEC+减产导致供给收缩，推动国际原油价格上涨。6月初，OPEC+在第35次部长级会议上决定将此前达成的减产协议延长至2024年底，部分OPEC+主要成员国宣布了额外减产措施。9月5日，沙特与俄罗斯相继宣布延长石油减产，支撑油价继续上行。10月以来巴以冲突引发有关地缘政治风险的讨论，对于中东地区稳定性的担忧加重，导致国际原油价格再度上涨，近期小幅回落。在地缘政治持续扰动下，预计国际油价高位震荡。如图12所示。

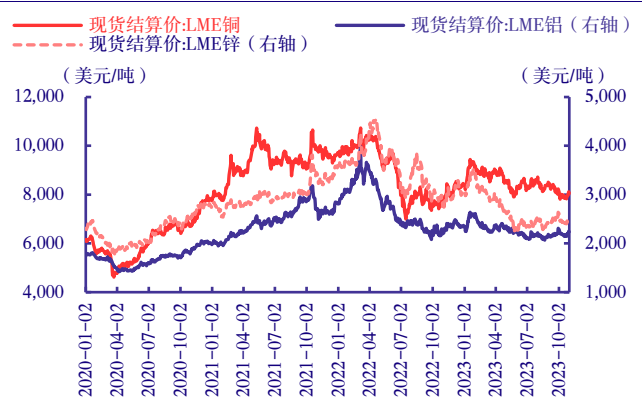
国际粮价自2023年以来宽幅震荡。下半年，在全球粮食产量上涨趋势下，粮食价格阶段性走弱。其中，北半球主要出口国持续收获推高了季节性供应量，国际小麦价格下跌。美国玉米进入收获期，玉米出口销售改善，叠加南美干旱地区迎来有利降雨，阿根廷玉米产量恢复，玉米价格震荡下行。后续极端天气现象或将持续扰动粮食市场，全球粮食减产压力仍在。如图13所示。

图13: 国际粮食价格走势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: 工业金属价格走势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

由于供应端长期相对平稳，工业金属价格主要受经济需求的影响，同时也因由美元定价而受美元指数走势的影响，2023年以来美联储加息周期下，工业金属价格普遍承压。当前全球主要经济体处于下行或弱复苏阶段，预计短期内主要工业金属价格将继续承压，窄幅震荡概率较大。如图14所示。

（三）外汇市场

美元指数上半年持续震荡，下半年，美国经济维持韧性叠加通胀粘性较强，美联储尚未结束加息周期，支撑美元指数再度走强。截至10月31日收盘，美元指数报106.7227。具体来看，受到欧美经济前景以及货币政策预期差异的影响，欧元兑美元自7月中旬以来持续走低。同时，英镑兑美元走势偏弱。10月以来，欧元兑美元、英镑兑美元均呈现窄幅震荡态势。日本央行长期维持超宽松货币政策，而美联储紧缩周期尚未结束，两国之间巨大利差下，日元持续走软。如图15、16所示。

图15: 美元指数与美元兑人民币汇率走势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图16: 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

下半年在美元指数走强的背景下，人民币汇率阶段性承压。但自9月中旬以来，人民币汇率维持相对平稳。截至11月1日，美元对人民币中间价报7.1778。政策层面上，9月1日，央行宣布自9月15日起下调金融机构外汇存款准备金率2个百分点至4%。9月11日，全国外汇市场自律机制专题会议强调，金融管理部门有能力、有信心、有条件保持人民币汇率基本稳定，该出手时就出手，坚决对单边、顺周期行为予以纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险。10月30日到31日召开的中央金融工作会议再度提出，加强外汇市场管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。展望后市，稳增长政策效果逐步显现，国内经济持续恢复，有望对人民币汇率形成支撑。如图15所示。

(四) 权益市场

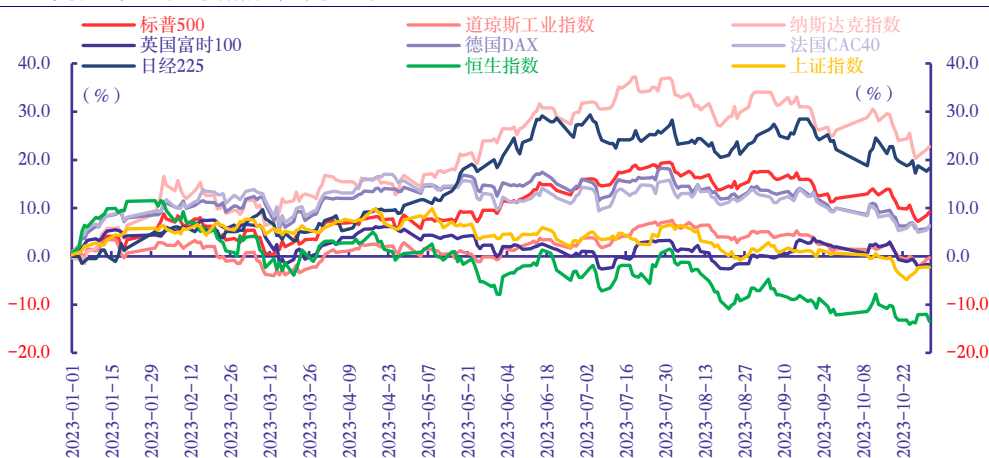
三季度以来，受美联储加息周期尚未结束，全球经济衰退担忧加重等多重因素影响，全球主要权益市场纷纷从年内高点回调。10月份，地缘政治冲突不确定性加大，全球市场避险情绪显著升温，主要指数延续下滑态势。截止10月31日，美国三大股指表现分化，纳斯达克指数、标普500分别较上年末上涨22.78%、9.23%，道琼斯工业指数下跌0.28%。11月美联储按兵不动，但市场预期美联储利率将在更长时间内保持在较高水平，短期内将对权益市场走势有所压制。如表1、图17所示。

表1: 全球主要指数涨跌幅(%)

指数	一季度	二季度	三季度	10月	年初以来(截至10月31日)
标普500	7.03	8.30	-3.65	-2.20	9.23
道琼斯工业指数	0.38	3.41	-2.62	-1.36	-0.28
纳斯达克指数	16.77	12.81	-4.12	-2.78	22.78
英国富时100	2.42	-1.31	1.02	-3.76	-1.74
德国DAX	12.25	3.32	-4.71	-3.88	6.22
法国CAC40	13.11	1.06	-3.58	-3.50	6.36
日经225	7.46	18.36	-4.01	-3.14	18.26
恒生指数	3.13	-7.27	-5.85	-3.91	-13.49
上证指数	5.94	-2.16	-2.86	-2.95	-2.28

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图17: 年初以来全球主要指数累计收益率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

年初以来，受美联储货币政策紧缩、美元指数持续高位影响，港股估值与流动性难以提振，同时由于港股上市公司大多数为境内企业，在国内经济复苏不及预期的背景下，港股行情相对弱势。截至10月31日，恒生指数年内累计下跌13.49%。在海内外多重因素叠加影响下，A股累计下跌，请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

2.28%。展望后市，随着美联储加息周期进入尾声，国内稳增长政策陆续出台落地，港股与 A 股市场有望逐步企稳，开启向上行情。

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 GDP 环比折年率及其分项贡献率.....	3
图 2: 美国 ISM 制造业与非制造业 PMI.....	3
图 3: 美国 Markit 制造业、服务业及综合 PMI.....	3
图 4: 美国新增非农就业人数与职位空缺数.....	4
图 5: 美国初请失业金人数与持续领取失业金人数.....	4
图 6: 美国 PCE 物价指数同比.....	4
图 7: 美国 CPI 与 PPI 同比.....	4
图 8: 美国 10 年期与 2 年期国债收益率及利差表现.....	5
图 9: 中美 10 年期国债收益率及利差表现.....	5
图 10: 全球主要经济体 10 年期国债收益率.....	6
图 11: 贵金属价格走势.....	6
图 12: 上游能源品价格走势.....	6
图 13: 国际粮食价格走势.....	7
图 14: 工业金属价格走势.....	7
图 15: 美元指数与美元兑人民币汇率走势.....	7
图 16: 欧元、英镑、日元兑美元汇率.....	7
图 17: 年初以来全球主要指数累计收益率.....	8

表格目录

表 1: 全球主要指数涨跌幅 (%).....	8
-------------------------	---

分析师承诺及简介

分析师：杨超，清华大学经济学博士，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：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_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