

10年期国债在加息周期后半段会如何走

——海外宏观周专题

作者

分析师：杨灵修
执业证书编号：S0590523010002
邮箱：yanglx@glsc.com.cn

联系人：王博群
邮箱：wangboq@glsc.com.cn

政策利率或见顶，三大股指继续上涨

道琼斯指数本周上涨1.27%，标普500上涨1%，纳斯达克上涨0.89%。在从2000年以来的周回报历史数据中，本周的回报大概位于60%到70%的分位数上。我们认为当下时点是一个美联储加息或到终点，而经济减速仅仅看到一些迹象，离衰退还有距离的时间窗口。这样一个时段对于风险资产或较为有利，我们对未来美国股市的走势持乐观的态度。

历史上11个美联储政策周期的经验显示国债利率未来或下行

从1960年代以来美联储总共进行了11个加息和降息的周期，当美联储加息到达终点开始降息后，在全部11个周期平均下来10年期国债相较于顶点回落了约300个基点。如果考虑到七八十年代利率较高，仅考虑2000年之后的周期的话，10年期国债相较于顶点回落了近260个基点。按照这个历史数据来看，10年期国债在降息结束后或可以回落到2.4%左右的水平。从最近的几个周期来看，10年期和2年期国债的周期高点基本上都是在政策利率达到最高点之前一段时间到达，领先几个月。

美联储11月会议纪要透露加息结束的2个暗示

11月会议纪要进一步加强了美联储加息已经结束的可能性，纪要里透露了两个重要的信息，一个是删除了9月份关于大多数委员认为仍有一次加息的表述，替换成了一个较弱的表述，如果数据变差则仍可能加息的；另一个是在风险管理部分删除了关于要在“紧缩过度和紧缩不足之间取得平衡”的表述，该表述的改变是美联储或许已经加息结束的又一个暗示。

风险提示：美联储鹰派超预期，通货膨胀超预期，经济冷却速度超预期。

相关报告

- 1、《通胀数据后美股强势反弹：理由和展望：——海外宏观周专题》2023.11.20
- 2、《中美元首会晤或有助稳定中美关系：——海外政策时评》2023.11.18

1. 政策利率或见顶后，三大股指本周继续上涨

1.1 股市上行的动能延续

1.1.1 本周美股继续上行

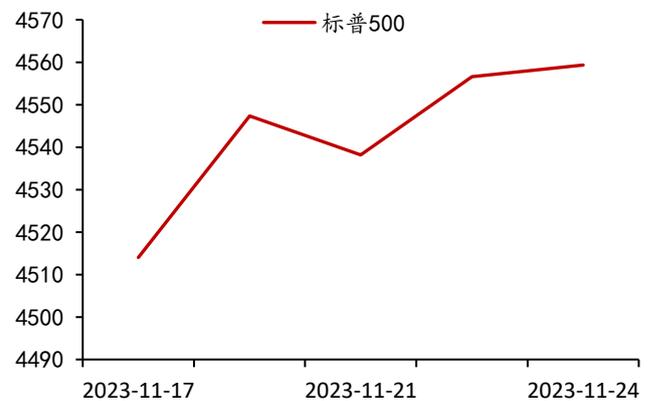
三大股指本周仍然延续了上周的上涨行情,由于感恩节的假期本周实际只有4个交易日,其中道琼斯指数本周上涨1.27%,标普500上涨1%,纳斯达克上涨0.89%。在从2000年以来的周回报历史数据中,本周的回报大概位于60%到70%的分位数上。我们认为当下时点是一个美联储加息或到终点,而经济减速仅仅看到一些迹象,离衰退还有距离的时间窗口,这样一个时段对于风险资产或较为有利,我们对未来美国股市的走势持乐观的态度。

图表1: 道琼斯指数



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表2: 标普500指数



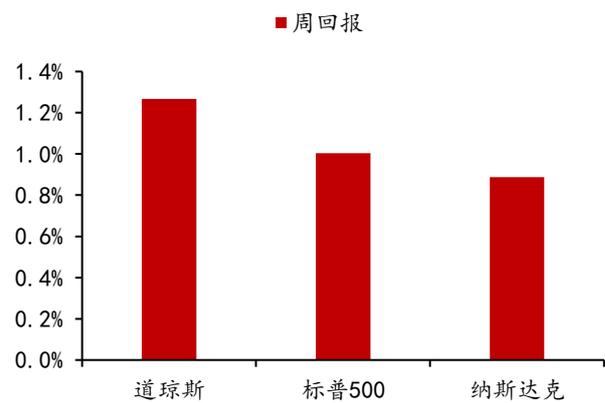
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表3: 纳斯达克综合指数



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表4: 三大股指周回报



资料来源: Wind, 国联证券研究所

1.1.2 利率小幅下行+衰退尚远

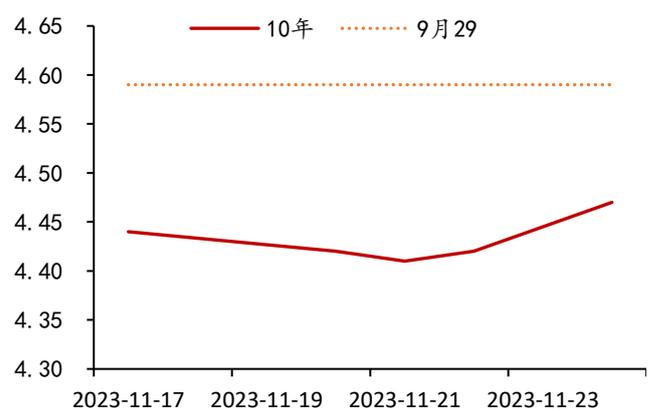
10年期美国国债本周较上周总共上行3个基点,但仍维持低位。如果从9月底观察,10年期国债在10月中达到高点,到11月初基本上回到了9月底的位置,现在仍然低于9月底的水平。我们认为在美联储或不会加息的条件下,10年期国债10月份的高点可能就是本轮周期的高点。10年期国债作为风险资产定价之锚的见顶回落,对于股价的分母端是个利好。

图表5: 9月以来10年前国债利率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表6: 近一周10年前国债利率(%)



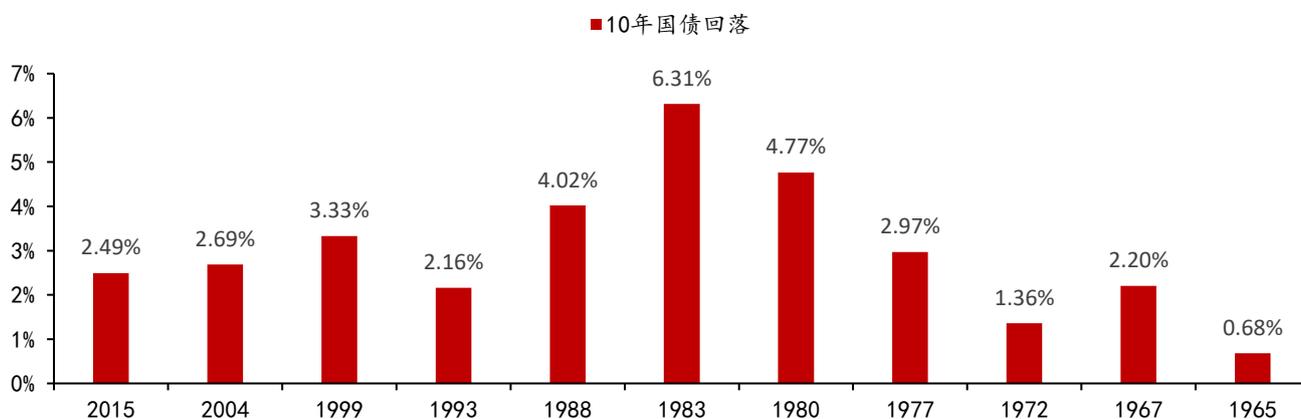
资料来源: Wind, 国联证券研究所

1.2 政策利率见顶后, 国债利率如何变化

1.2.1 历史上 11 个美联储政策周期的经验

从 1960 年代以来美联储总共进行了 11 个加息和降息的政策周期，当美联储加息到达终点开始降息后，在全部 11 个周期平均下来 10 年期国债相较于顶点回落了约 300 个基点。如果考虑到七八十年代利率较高，仅考虑 2000 年之后的周期的话，10 年期国债相较于顶点回落了近 260 个基点。按照这个历史数据来看，10 年期国债在降息结束后或可以回落到 2.4% 左右的水平。

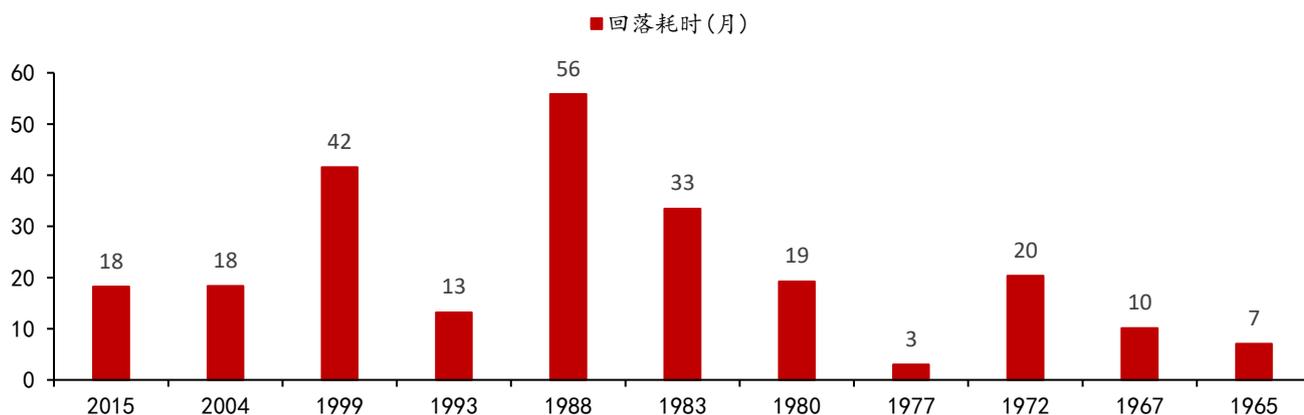
图表7：美联储降息周期里 10 年期国债从顶点回落的幅度(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

10 年期美国国债利率从顶点回落到底部的耗时最长在 1988 年周期里达到 56 个月，而最短在 1977 年周期仅为 3 个月，平均而言需要 22 个月左右。

图表8：美联储降息周期里 10 年期国债从顶点回落的耗时(月)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

1.2.1 每个周期的经验

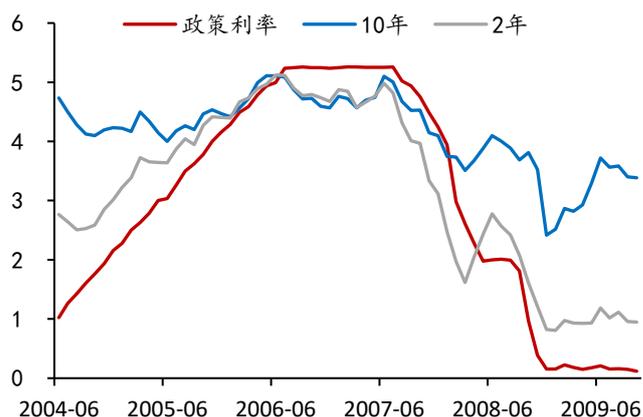
从最近的几个周期来看，10 年期和 2 年期国债的周期高点基本上都是在政策利率达到最高点之前一段时间到达，领先政策利率见顶几个月时间，国债市场利率比较好地预期到的政策利率的见顶。

图表9：2015 周期政策利率和国债利率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

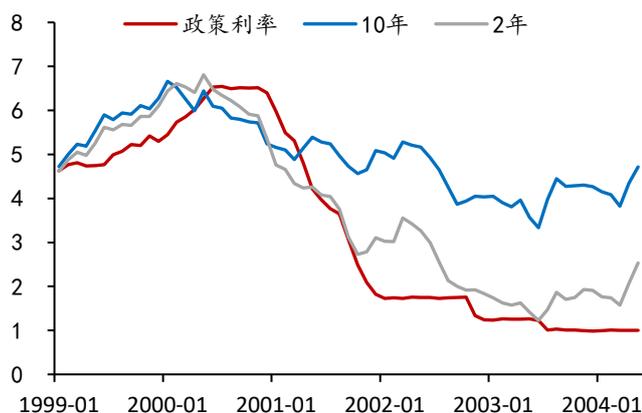
图表10：2004 周期政策利率和国债利率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

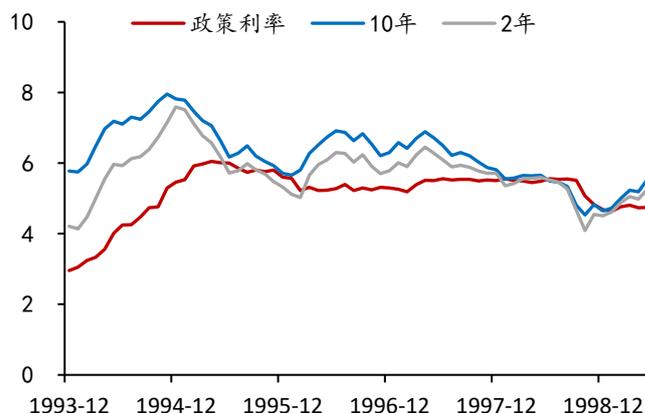
最近的 4 个周期都可以比较明确地看到国债利率的顶点略微领先政策利率的顶点几个月的时间。然后，随着降息周期的开始，国债利率的下行也会略领先政策利率的下行。

图表11：1999 周期政策利率和国债利率(%)



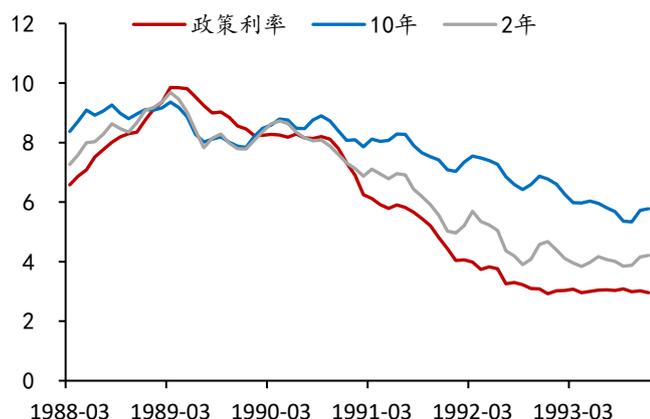
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表12：1993 周期政策利率和国债利率(%)



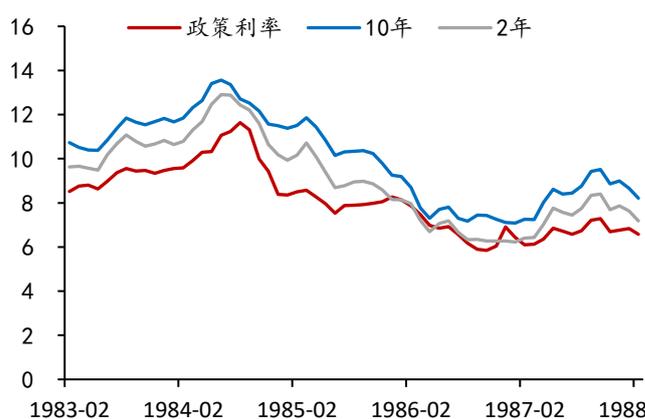
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表13：1988 周期政策利率和国债利率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

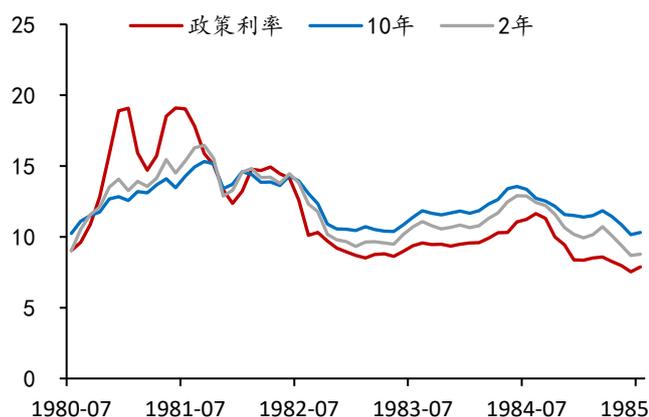
图表14：1983 周期政策利率和国债利率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

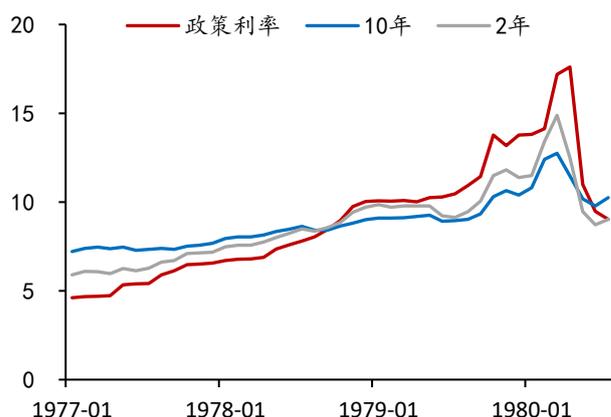
在更早的周期中，政策利率的上行可能出乎市场的意料之外，最显著的例子是1980年的周期，1979年新的美联储主席保罗沃克宣誓就职，他上任后大幅提升了政策利率、控制货币增速以应对高企的通胀。在1980的周期里政策利率的上行明显领先了10年期国债的上行，国债市场没有事先预期到沃克为了应对通胀而愿意提升利率的决心。强力紧缩货币政策在让通胀下行的同时也让美国经济陷入衰退，失业率在1982年底高达10.8%。

图表15: 1980 周期政策利率和国债利率(%)



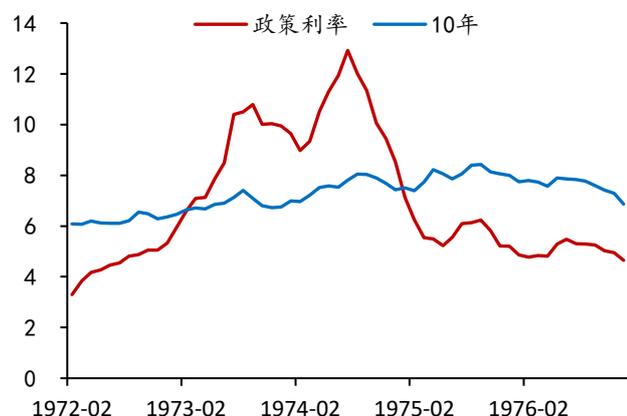
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表16: 1977 周期政策利率和国债利率(%)



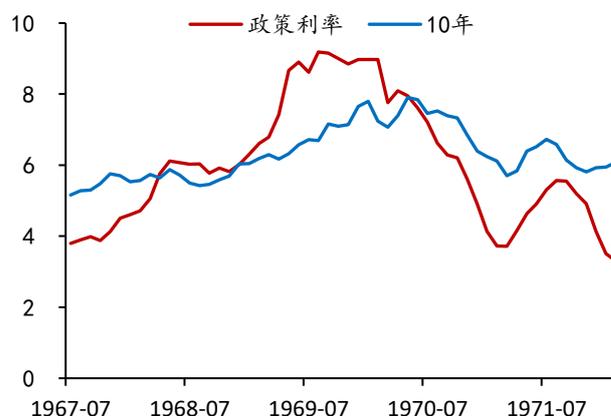
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表17: 1972 周期政策利率和国债利率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表18: 1967 周期政策利率和国债利率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

2. 美联储 11 月会议纪要

本周另外一个比较重要的事件是 11 月 21 日美联储公布了 11 月会议的纪要。从对市场的影响角度来看, 根据 Rosa (2013)¹ 的研究, 美联储纪要对市场的影响和 ISM 制造业指数类似, 但是小于美联储声明和非农就业数据的影响。

¹ Rosa, Carlo. "The financial market effect of FOMC minutes." *Economic Policy Review* 19.2 (2013).

美联储会议纪要一般会分为这么几个部分：金融市场和公开市场运作的发展、职员对经济形势的回顾、职员对金融状况的回顾、职员经济展望、参会者对当前形势和经济前景的看法、委员会政策决议，其中当然最重要的是参会的委员们的看法和变化以及委员会政策决议。

11月会议纪要进一步加强了美联储加息可能已经结束的可能性，纪要里透露了两个重要的信息，一个是删除了9月份关于大多数委员认为仍有一次加息的表述，替换成了一个较弱的表述，如果数据变差则仍可能加息；另一个是在风险管理部分删除了关于要在“紧缩过度和紧缩不足之间取得平衡”的表述，该表述的改变是美联储或许已经加息结束的又一个暗示。

2.1 委员会政策决议

2.1.1 政策决议讨论的变化

这一部分主要的变动在于对经济的描述，3季度经济增长强劲，就业市场的措辞也略微调强，总体的基调仍然是经济仍较强，但是在降温。

关于继续关注通胀风险的措辞从赞同(concurred)换成了同意(agreed)，变化也不大，可能对通胀风险的担忧略微下降。

2.1.2 政策声明的变化

委员会同意的声明变化最主要有两个方面，一是关于经济评价的表述，直接提到3季度，并把经济扩张的表述从坚实(solid)改成了强劲(strong)；同时将劳动力市场的描述从放缓(slowed)变成了缓和(moderated)。另一方面是提到金融条件趋紧(financial conditions)，在开会的时点左右长期债券利率出现了明显的上行，但近期已经回落。美联储11月会议之前10年期美国国债利率为4.88%，而到目前已经回落到4.42%。

图表19: 10年期美国国债利率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

2.2 参会者对当前形势和经济前景的看法

2.2.1 家庭部门

参会的委员都观察到 3 季度的消费支出超预期地上行, 不过在对于未来需求的可持续存在一些分歧, 一些参会委员所在的区域的消费需求比宏观数据显示得要弱。

图表20: 美联储会议纪要对比: 与会委员关于家庭部门的讨论

讨论话题	2023年11月FOMC纪要	2023年9月FOMC纪要
家庭部门	<ul style="list-style-type: none"> • 消费者支出数据出人意料地向上。 • 讨论了家庭部门, 重点关注强劲的劳动力市场和稳健的家庭资产负债表。 • 对低收入和中等收入家庭面临财务压力的担忧。 • 报告了这些家庭汽车贷款和信用卡逾期的情况。 • 有些参会者表示, 与汇总数据所示的消费需求相比, 其区域联系人报告的消费需求画面略显疲软。 • 对支出动能的可持续性存在不同看法。 • 提到由于已经升高的抵押利率对房屋部门活动产生的影响, 表现为近几个月来的趋平。对支出动能的可持续性存在不同看法。 	<ul style="list-style-type: none"> • 总的消费者支出持续表现出相当的强劲。 • 讨论了家庭部门, 强调了强劲的资产负债表和劳动力市场。 • 对由于高通胀、储蓄下降和对信用的日益依赖而导致的财务压力表示担忧。 • 一些参会者认为, 紧缩的信贷条件、减少对家庭的财政支持以及学生贷款支付的恢复可能对消费增长产生负面影响。 • 尽管家庭信贷质量普遍较好, 但一些参会者指出某些类型的消费者信贷逾期率上升。 • 一些参会者还指出, 尽管利率上升, 但房屋需求仍然强劲; 新房建设保持稳健, 部分原因是可售房屋库存有限。一些参会者还指出, 尽管利率上升, 但房屋需求仍然强劲; 新房建设保持稳健, 部分原因是可售房屋库存有限。

资料来源: 美联储, 国联证券研究所整理

图表21：会议纪要文本的逐字比较(英文)

In their discussion of the household sector, participants observed that aggregate the incoming data on consumer spending had continued again surprised to exhibit considerable strength, the upside, likely supported by the strong labor market and by generally strong solid household balance sheets. However, many Nevertheless, some participants remarked that the finances of some households—especially those in the low- and moderate-income categories—were increasingly coming under pressure amid high inflation and declining savings prices for food and that there had been an increasing reliance on credit to finance expenditures. In addition, tighter other essentials as well as tight credit conditions, waning fiscal support for families, and a resumption of student loan payments were viewed by several. Several participants as having the potential to weigh added that delinquencies on the growth of consumption. While household credit quality was seen as generally strong, a few participants noted rising delinquency rates on some types of consumer credit. A couple of participants also remarked that auto loans and credit cards had risen for these households were becoming increasingly price sensitive. Some participants commented that their District contacts reported a somewhat weaker picture of consumer demand than indicated by the incoming aggregate data. Several participants, however, noted that repeated upside surprises in the aggregate spending data could indicate that considerable momentum could be sustained. A couple of these participants commented that the aggregate household sector may have more financial resources than previously thought, which could help account for the strength in spending. A few participants observed that activity in the housing demand was resilient despite higher interest rates; new home construction was solid, in part sector had flattened out in recent months, likely reflecting the limited inventory of homes available for sale effects of further increases in mortgage rates from already elevated levels.⁴

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

2.2.1 企业部门

关于企业部门的讨论的变化相对较多，归纳起来大概有3个点，汽车工人罢工的结束会降低企业部门的不确定性，重点提到收紧的金融和信贷条件对企业的影响，另外还增加了对近期中东冲突对能源部门影响的观察。

图表22：美联储会议纪要对比：与会委员关于企业部门的讨论

讨论话题	2023年11月FOMC纪要	2023年9月FOMC纪要
企业部门	<ul style="list-style-type: none"> • 第三季度企业固定投资持平。 • 与行业和地区有关的商业联系人报告的状况各异。 • 一些企业受益于提高招聘和留住工人的能力，更好的供应链，或降低的输入成本压力。 • 联邦汽车工人罢工的解决被视为减少企业部门的不确定性。 • 高利率影响了企业，导致削减或推迟投资计划。 • 金融和信贷条件的收紧对小企业可能特别具有挑战性。 • 高利率也影响农业部门，联系人指出高融资成本可能拖累对重型农业设备的购买。 • 关于能源部门，一些参会者观察到以色列和哈马斯之间的当前冲突开始时的能源市场波动后已经平稳。 	<ul style="list-style-type: none"> • 关于商业部门，参会者指出活动仍然稳健，尽管有减缓迹象。 • 由于招聘和留住工人的能力增强，供应链改善或降低的输入成本压力，商业状况有所改善。 • 一些参会者指出，他们的商业联系人报告在向客户传递成本增加方面存在困难。 • 预计由于较紧的金融条件和更受限制的银行信贷获取，未来几个季度业务活动将受到限制。 • 然而，一些参会者指出，由于今年早些时候银行业压力导致的信贷收紧可能不如之前预期的严重。 • 对商业地产（CRE）部门脆弱性的担忧。 • 预期汽车工人罢工将在短期内导致汽车和零部件生产减缓，并可能对汽车价格产生上升压力，但这些影响将是暂时的。 • 关于农业部门，一些参会者指出情况复杂，由于产量预估提高以及供需失衡推高了某些类型的牲畜价格，降低了其他类型的价格。

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

图表23：会议纪要文本的逐字比较(英文)

Regarding the business sector, Business fixed investment was flat in the third quarter, and participants observed that conditions reported by their business contacts varied across industries and Districts. Some participants noted that activity continued to be solid, though several pointed to signs of softening conditions. Many participants noted improved business conditions businesses were benefiting from an increased ability to hire and retain workers, better functioning supply chains, or reduced input cost pressures. A few participants commented that their business contacts had reported difficulties passing on that cost increases could not be easily passed on to customers. Several participants judged that, over coming quarters, business activity would be restrained by commented that the apparent resolution of the United Auto Workers strike would reduce business sector uncertainty. Several participants noted that an increasing number of District businesses were reporting that higher interest rates were affecting their businesses or that firms were increasingly cutting or delaying their investment plans because of higher borrowing costs and tighter bank lending conditions. A few participants noted that the tighter financial and credit conditions, such as higher interest rates and more constrained access to bank credit. Several participants noted, however, that the tightening of credit conditions resulting from the banking stresses earlier in the year was likely to be less severe than they previously expected. A number of participants expressed concerns about vulnerabilities in the CRE sector. Many could be particularly challenging for small businesses. A few participants commented that they expected that the autoworkers' strike would, in the near term, result in a slowdown in production of motor vehicles and parts and possibly put upward pressure on automobile prices, but that these effects would be temporary. With respect to observed that higher interest rates were also affecting the agricultural sector, with their contacts noting that high financing costs were likely weighing on purchases of heavy agricultural equipment. Regarding the energy sector, a few participants noted that conditions were mixed, as crop prices observed that energy markets had declined amid higher production estimates and as supply calmed after significant volatility at the start of the current armed conflict between Israel and demand imbalances pushed up the prices of some types of livestock and held down the prices of others Hamas.⁴¹

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

2.2.2 劳动力市场

关于劳动力市场讨论中，参会的委员似乎都认为劳动力市场正向着更平衡前进，劳动力市场的冷却总体是符合预期的。11月会议中一些参会委员对劳动力供给继续增加的可持续性表达了担忧；而招聘下降、离职率下降等指标显示劳动力需求也在下降。

图表24：美联储会议纪要对比：与会委员关于劳动力市场的讨论

讨论话题	2023年11月FOMC纪要	2023年9月FOMC纪要
劳动力市场	<ul style="list-style-type: none"> •参会者观察到劳动力市场紧张，且9月份薪资增长出人意料强劲。 •劳动力供给和需求正在逐渐趋于平衡，劳动力参与率上升，尤其是女性，同时移民也提振了劳动力供给。 •对最近劳动力供给增加速度的可持续性表示担忧，考虑到儿童保育的可获得性和移民对劳动力增长的影响存在不确定性。 •有关劳动力需求，各种指标似乎表明一定程度的缓解，包括招聘下降、离职率下降以及对职业转换者提供的工资溢价降低。 •名义工资增长的速度继续逐渐缓和，尽管一些参会者指出，鉴于当前对趋势生产力增长的估计，名义工资仍在上升，超过委员会2%通货膨胀目标水平。 	<ul style="list-style-type: none"> •参会者同样观察到紧张的劳动力市场，供需状况继续逐渐趋于平衡。 •大多数参会者指出劳动力需求的多个指标正在缓解，如招聘下降、职位供给和需求差距缩小、离职率下降以及平均每周工作小时减少至或低于大流行前水平。 •某些部分的劳动力市场仍然非常紧张，如医疗服务和教育。 •劳动力供给的各种指标，包括劳动参与率，已经上升，尤其是女性，但对于这一参与增加的可持续性提出了担忧，原因是儿童保育可获得性方面存在挑战。 •移民被认为提振了劳动力供给。 •薪资增长依然强劲，但在最近几个月已经放缓，接近于保持失业率不变的速度。 •名义工资增长的速度已经缓和，一些参会者提到了职业转换者的工资溢价减少，但他们指出，鉴于当前对趋势生产力增长的估计，名义工资仍在上升，超过委员会2%通货膨胀目标水平。

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

图表25：会议纪要文本的逐字比较(英文)

Participants observed that the labor market ~~was remained~~ tight ~~but~~. Payroll growth was unexpectedly strong in September, and the unemployment rate remained low. Nevertheless, participants assessed that labor supply and labor demand conditions were continuing to come into better balance. ~~Most participants remarked that a range of indicators of labor demand were easing—as could be seen by declines in job openings, a narrowing of the jobs-to-workers gap, lower quits rates, and a reduction in average weekly hours worked to levels at or below those seen before the pandemic. However, several participants noted that labor markets remained very tight in some sectors of the economy, such as healthcare services and education. Many participants also observed that measures~~ Measures of labor supply had moved up, with the labor force participation rate for prime-age workers rising this year, especially the LFPR, had moved up. Some participants commented that the increase in the LFPR for women had been particularly notable, although they for women, and immigration also boosting labor supply. A few participants expressed concern that the recent pace of increases in labor supply might not be sustainable in light of challenges regarding the availability of childcare could affect the sustainability of this increase in participation. Several participants noted that immigration had also been boosting labor supply. Some participants observed that payroll growth remained strong but had slowed in recent months to a pace closer to that consistent with maintaining a constant unemployment rate over time. Most and the uncertainty regarding the extent to which immigration would continue to boost the growth of labor supply. Regarding labor demand, various measures appeared to indicate some easing, including a downward trend in job openings, a lower quits rate, and reduced wage premiums offered to job switchers. Consistent with the gradual rebalancing of labor market conditions, participants commented that the pace of nominal wage increases had moderated, and a few also mentioned that the wage premium for job switchers had come down. They continued to moderate. A few participants noted, however, that nominal wages were still rising at rates above levels generally assessed to be consistent with the sustained achievement of the Committee's 2 percent inflation objective, given current estimates of trend productivity growth.⁴

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

2.2.3 通胀

关于通胀的讨论中，参会委员总体上认为通胀的缓和基本符合预期，商品通胀走弱，住宅通胀缓慢回落，都是好的进展，只是去除住房的核心服务通胀的进展有限。通胀回落大致符合预期是支持美联储不再需要继续加息的重要因素之一。

当然纪要继续强调了通胀目前的水平仍然离 2% 的目标较远，这部分没什么变化。在通胀回落到通胀目标附近之前，美联储在类似这样的鹰派立场表述上或不会很快转变。

图表26：美联储会议纪要对比：与会委员关于通胀的讨论

讨论话题	2023年11月FOMC纪要	2023年9月FOMC纪要
通胀	<ul style="list-style-type: none"> • 参会者观察到自去年中以来通胀一直在缓和。 • 核心PCE价格通胀的6个月和12个月变动率在最近几个月有所下降。 • 强调最近几个月核心商品价格的走软，以及住房服务通胀的渐进下降。 • 注意到在除住房外的核心服务通胀方面进展有限。 • 长期通胀预期被认为保持良好的锚定。 • 尽管通胀迄今有所缓和，但通胀仍远高于委员会2%的长期目标，并且高通胀继续对企业 and 家庭，特别是低收入家庭造成伤害。 • 参会者强调，他们需要看到更多的数据表明通胀压力在减缓，以更有信心地认为通胀会随时间回归到2%。 	<ul style="list-style-type: none"> • 参会者指出，过去几个月收到的数据普遍表明通胀正在减缓。 • 强调需要进一步取得进展，以可持续地将通胀推向2%。 • 突出了在改善供应条件的情况下商品价格通胀的走软和住房服务通胀的下降。 • 尽管最近能源价格上升，但过去一年食品和能源价格的上升对整体通胀有所贡献。 • 在除住房外的核心服务通胀方面，明显的降低通胀尚未显现。 • 长期通胀预期被认为保持良好的锚定，短期通胀预期则有所下降。 • 通胀仍远高于委员会2%的长期目标，对企业 and 家庭，尤其是低收入家庭造成伤害。 • 参会者强调，他们需要看到更多的数据表明通胀压力在减缓，以更有信心地认为通胀会随时间回归到2%。

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

图表27：会议纪要文本的逐字比较(英文)

Participants ~~noted that the data received over the past several months generally suggested~~ observed that inflation ~~was slowing. Even with these~~ had continued to moderate since the middle of last year. Both the 6- and 12-month change measures of core PCE price inflation had come down somewhat in recent months, despite a less favorable ~~developments, they emphasized that further progress was needed to get inflation sustainably to 2 percent monthly reading in September.~~ Participants pointed to the softening of price inflation for core goods amid improving supply conditions and to declining prices in recent months, as well as the continued gradual decline in housing services inflation. Several participants remarked that, ~~despite the recent rise in energy prices, food and energy prices over the past year had contributed to a decline in overall inflation.~~ However, participants also noted that significant there had been only limited progress in reducing bringing down inflation had yet to become apparent in the prices of core services excluding housing. Participants noted that longer-term inflation expectations remained well anchored ~~and that shorter-term inflation expectations had been moving down from elevated levels.~~ Participants observed that, notwithstanding recent favorable developments the moderation of inflation so far, inflation remained well above the Committee's 2 percent longer-run objective and that elevated inflation was continuing to harm businesses and households—, particularly low-income households. Participants stressed that they would need to see more data indicating that inflation pressures were abating to be more confident that inflation was on course to return to 2 percent over time.⁴⁴

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

2.2.4 金融条件

11月会议纪要中新增了一部分关于金融条件的讨论，主要是因为长端的国债利率在会议前出现了比较显著的上行。参会者们很多观察到长期国债利率的上行或大部分来自于期限溢价的上升。不过，参会者也认为长期国债利率可能会波动，会议前的上行的持续性具有不确定性，站在现在这个时点我们看到在11月会议之后长期国债利率又出现了明显的下行。参会者指出金融状况的变化可能对货币政策路径产生影响。

图表28：美联储会议纪要对比：与会委员关于金融条件的讨论

讨论话题	2023年11月FOMC纪要	2023年9月FOMC纪要
金融	<ul style="list-style-type: none"> • 参会者指出近几个月金融状况明显收紧。 • 收紧归因于长期国债收益率大幅上升等多种因素。 • 较高的国债收益率导致30年期抵押贷款利率升至多年来未见的水平，并推高了企业借款利率。 • 长期收益率的上升主要或大部分归因于国债期限溢价的上升。 • 促使期限溢价上升的因素包括财政前景表明未来国债供应可能超过先前预期，以及对经济和政策前景增加的不确定性。 • 一些参会者指出，长期收益率的上升也可能受到对联邦基金利率路径的更高预期的影响，考虑到经济的惊人韧性或可能升高的中性政策利率。 • 参会者强调，长期收益率可能会波动，近期上升的因素以及其持续性都存在不确定性。 • 尽管存在不确定性，他们还指出，不论是长期收益率上升的原因是什么，金融状况的持续变化可能对货币政策路径产生影响，因此继续密切监视市场发展至关重要。 	无

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

2.2.5 经济展望

对于未来经济展望的讨论，11月会议删除了汽车工人罢工、中国经济相关的讨论，而新增了中东地缘冲突的讨论。参会者仍然认为经济前景存在较高的不确定性。

图表29：美联储会议纪要对比：与会委员关于经济展望的讨论

讨论话题	2023年11月FOMC纪要	2023年9月FOMC纪要
经济展望	<ul style="list-style-type: none"> •参会者指出经济前景存在较高的不确定性。 •提到了经济活动的上行风险，强调支持支出韧性的因素可能持续时间超过预期。 •下行风险包括累积政策收紧和金融条件更加紧缩的效果可能超过预期，潜在政府关门的干扰以及学生贷款还款的恢复可能对家庭支出产生比预期更大的影响。 •通胀的上行风险包括通货紧缩进展停滞或由于经济活动持续势头而重新加速的可能性。 •中东冲突可能扩大被视为通胀的上行风险，通过其对油价的潜在影响，同时对经济活动构成下行风险。 	<ul style="list-style-type: none"> •参会者同样指出经济前景存在较高的不确定性。 •新的不确定性源于汽车工人罢工，许多参会者观察到罢工的加剧既对通胀构成上行风险，又对活动构成下行风险。 •通胀的上行风险包括上升的能源价格可能消除最近通货紧缩的某些风险，或通胀可能比预期更持久。 •经济活动的下行风险包括信贷条件可能比预期更加紧缩，中国经济放缓可能对全球经济增长产生拖累，以及美国政府关门可能对增长产生负面，尽管是暂时的后果。 •一些参会者认为经济表现出的意外韧性可能是经济活动预期的上行风险。 •由于政府关门可能导致一些经济数据的延迟发布，一些参会者观察到评估经济状况可能更加困难。 •一些参会者观察到由于某些数据持续波动且可能大幅修订，评估经济状况存在一定挑战。

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

2.2.6 金融稳定

关于金融稳定的讨论是11月会议纪要新的一个部分，在9月份的会议纪要中并没有相关的讨论。长期利率上升对银行造成了未实现损失是参会委员讨论金融稳定的一个原因，参会委员也讨论了其他金融稳定的风险，例如商业不动产价格下跌的风险、关键金融基础设施遭受网络攻击的风险等。另外，参会委员还讨论了银行需要做好准备使用美联储流动性设施的必要性，并强调了美联储在压力时确保提供流动性的必要性。

图表30：美联储会议纪要对比：与会委员关于金融稳定的讨论

讨论话题	2023年11月FOMC纪要	2023年9月FOMC纪要
金融稳定	<ul style="list-style-type: none"> •参会者讨论了金融稳定性，并指出银行系统健康而有弹性，银行压力有所减缓。 •有关由于长期利率上升导致的资产未实现损失的担忧被提出。 •一些银行被指出对未投保存款有相当大的依赖，而银行的融资成本上升也被强调为需要监控的领域。 •提到了与商业地产估值可能急剧下降相关的风险，这可能对一些银行和其他金融机构产生不利影响。 •提及了网络风险，强调了公司，特别是关键基础设施提供者，要做好从此类威胁中恢复的准备工作。 •一些参会者讨论了需要监控国库市场运作以及与在这一市场中使用的杠杆量可能带来的潜在脆弱性。 •此外，一些参会者强调了银行需要做好准备使用美联储流动性设施的必要性，并强调了美联储在压力时确保提供流动性的必要性。 	无

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

2.2.7 货币政策

11月的讨论里面新增了关于金融和信贷状况收紧的讨论，提及长期利率上行可能造成的影响。所有的参会委员都认为货币政策需要保持紧缩一段时间，直到通胀持续地超2%的目标下降。

11月关于未来货币政策走向讨论最大的变化可能在于删除了9月份关于大多数参会委员判断可能再有一次加息是合适的表述。替换的表述对加息的描述被弱化了，参会者只是认为如果新的数据显示通胀的下降不足够让通胀目标实现，这样才需要进一步紧缩货币政策。这个表述在加息前面附加了比较明显的条件，换句话说在不出现超预期的通胀上行数据情况下，美联储或不会继续加息了。

图表31：美联储会议纪要对比：与会委员关于货币政策的讨论

讨论话题	2023年11月FOMC纪要	2023年9月FOMC纪要
货币政策	<ul style="list-style-type: none"> •指出第三季度经济活动强劲增长，保持了弹性。 •就业增长有所减缓，迹象表明劳动力市场供需趋于平衡。 •预计更紧缩的金融和信贷条件将对经济活动、就业和通胀产生影响。 •货币政策被描述为紧缩，参会者认为在5¼到5½%的目标范围内维持联邦基金利率是合适的。 •所有参会者都同意减少美联储的证券持仓的重要性。 •参会者强调政策需要保持紧缩，直到通胀明显向2%的目标下降。 	<ul style="list-style-type: none"> •经济活动被描述为以坚实的速度扩张且保持弹性。 •就业增长有所放缓，迹象表明劳动力市场供需趋于平衡。 •更紧缩的信贷条件被视为经济面临的阻力来源。 •货币政策被认为是紧缩的，几乎所有参会者认为在5¼到5½%的目标范围内维持联邦基金利率是合适的。 •多数参会者建议可能在未来会议上再次提高目标联邦基金利率，而一些人认为可能不需要进一步提高。 •强调委员会的数据依赖性以及将通胀降至2%目标的承诺。 •参会者强调未来经济路径的不确定性，指出数据波动性、潜在的数据修订以及估计中性政策利率的难度。

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

图表32：会议纪要文本的逐字比较(英文)

In their consideration of appropriate monetary policy actions at this meeting, participants ~~concluded~~ noted that economic activity ~~had been expanding~~ expanded at a ~~solid~~ strong pace ~~in the third quarter~~ and had been resilient. While the labor market remained tight, job gains had ~~slowed~~ moderated, on balance, since earlier in the year, and there were continuing signs that supply and demand in the labor market were coming into better balance. ~~Participants also noted that tighter credit conditions facing households and businesses were a source of headwinds for the economy and would likely weigh on economic activity, hiring, and inflation. However, the extent of these effects remained uncertain. Although~~ While inflation had moderated since the middle of last year, it remained well above the Committee's longer-run goal of 2 percent, and participants remained resolute in their commitment to bring inflation down to the Committee's 2 percent objective. ~~Amid these economic conditions, and in consideration of the significant cumulative tightening in the stance of monetary policy and the lags with which policy affects economic activity and inflation, almost~~ Participants also noted that tighter financial and credit conditions facing households and businesses would likely weigh on economic activity, hiring, and inflation, although the extent of these effects remained uncertain. Participants commented on the significant tightening in financial conditions in recent months, driven by higher longer-term yields, with many noting that it was uncertain whether this tightening of financial conditions would persist and to what extent it reflected expectations for tighter policy or other factors. Amid these economic conditions, all participants judged it appropriate to maintain the target range for the federal funds rate at 5¼ to 5½ percent at this meeting. Participants judged that maintaining this restrictive stance of policy at this meeting would support further progress toward the Committee's goals while allowing ~~the Committee~~ more time to gather additional ~~data~~ information to evaluate this progress. All participants agreed that it was appropriate to continue the process of reducing the Federal Reserve's securities holdings, as described in ~~its~~ the previously announced Plans for Reducing the Size of the Federal Reserve's Balance Sheet.↵

In discussing the policy outlook, participants continued to judge that it was critical that the stance of monetary policy be kept sufficiently restrictive to return inflation to the Committee's 2 percent objective over time. ~~A majority of participants judged that one more increase in the target federal funds rate at a future meeting would likely be appropriate, while some judged it likely that no further increases would be warranted. All participants agreed that the Committee was in a position to proceed carefully and that policy decisions at every meeting would continue to be based on the totality of incoming information and its implications for the economic outlook as well as the balance of risks. Participants noted that further tightening of monetary policy would be appropriate if incoming information indicated that progress toward the Committee's inflation objective was insufficient. Participants expected that the data arriving in coming months would help clarify the extent to which the disinflation process was continuing, aggregate demand was moderating in the face of tighter financial and credit conditions, and labor markets were reaching a better balance between demand and supply. This information would be valuable in determining the extent of additional policy firming that may be appropriate to return inflation to 2 percent over time. Some participants also emphasized~~ Participants noted the importance of continuing to communicate clearly ~~to the public~~ about the Committee's data-dependent approach ~~to policy~~ and its firm commitment to bring inflation down to 2 percent.↵

All participants agreed that policy should remain restrictive for some time until the Committee is confident that inflation is moving down sustainably toward its objective. ~~A few participants noted that the pace at which inflation was returning to the Committee's 2 percent goal would influence their views of the sufficiently restrictive level of the policy rate and how long to keep policy restrictive. Several participants commented that, with the policy rate likely at or near its peak, the focus of monetary policy decisions and communications should shift from how high to raise the policy rate to how long to hold the policy rate at restrictive levels. A few participants noted that it would be important to monitor the real federal funds rate in gauging the stance of monetary policy over time. Most participants observed that postmeeting communications, including the SEP, would help clarify to the public how participants assessed the likely evolution of the stance of monetary policy. Participants~~ All participants judged that it would be appropriate for policy to remain at a restrictive stance for some time until inflation is clearly moving down sustainably toward the Committee's objective. Participants also observed that the continuing process of reducing the size of the Federal Reserve's balance sheet was an important part of the overall approach to achieving their macroeconomic objectives. ~~Several~~ A few participants noted that the process of balance sheet runoff could continue for some time, even after the Committee begins to reduce the target range for the federal funds rate. ~~Several participants commented on the recent decline in the use of the ON RRP facility, noting that the use of the facility had been responsive to market conditions.~~↵

~~A vast majority of participants continued to judge the future path of the economy as highly uncertain. Many noted data volatility and potential data revisions, or the difficulty of estimating the neutral policy rate, as supporting the case for proceeding carefully in determining the extent of additional policy firming that may be appropriate.~~↵

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

2.2.8 风险管理

最后，参会委员们讨论了风险管理相关的话题，最主要的变化有两个方面，一方面是增加了对信贷条件收紧的可能影响的担忧而删除了对失业率可能过低风险的担忧，另一方面删除了关于要在“紧缩过度和紧缩不足之间取得平衡”的表述，后一方面表述的改变是美联储或许已经加息结束的又一个暗示。

图表33：美联储会议纪要对比：与会委员关于风险管理的讨论

讨论话题	2023年11月FOMC纪要	2023年9月FOMC纪要
风险管理	<ul style="list-style-type: none"> •强调通胀的上行风险，包括总需求和总供给的不平衡可能持续时间超过预期、地缘政治紧张局势、来自全球石油市场的风险、紧张的住房市场对住房通胀的影响以及商品价格下降可能受限的可能性。 •强调经济活动的下行风险，如金融和信贷条件收紧对总需求和银行、企业和家庭资产负债表的影响可能超过预期、商业地产 (CRE) 部门的疲软和全球石油市场的潜在干扰。 	<ul style="list-style-type: none"> •提到了通胀的上行风险，包括总需求和总供给的不平衡、全球石油市场的风险以及强劲住房市场对住房通胀的影响。 •引入了通胀的额外上行风险，包括食品价格的潜在上行冲击和商品价格下降可能受限的可能性。 •强调了经济活动的下行风险，但具体情况有所不同，包括金融条件收紧的宏观经济影响超过预期、劳动工会罢工的影响、全球增长放缓以及商业地产 (CRE) 部门持续疲软。 •强调了在紧缩过度和紧缩不足风险之间取得平衡的重要性。

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

图表34：会议纪要文本的逐字比较 (英文)

Participants discussed several risk-management considerations that could bear on future policy decisions. Participants generally judged that, with the stance of monetary policy in restrictive territory, risks to the achievement of the Committee's goals had become more two-sided. But with inflation still well above the Committee's longer-run goal and the labor market remaining tight, most participants continued to see upside risks to inflation. These risks included the possibility that the imbalance of aggregate demand and supply persisting could persist longer than expected, as well as and slow the progress on inflation, geopolitical tensions and risks emanating from global oil markets, the potential for upside shocks to food prices, the effects of a strong tight housing market on shelter inflation, and the potential for more limited declines in goods prices. Many participants commented that even though economic activity had been resilient and the labor market had remained strong, there continued to be strong, downside risks to economic activity and upside risks to the unemployment rate remained. Such risks included potentially larger than anticipated lagged macroeconomic expected effects from of the tightening in financial and credit conditions, the effect of labor union strikes, slowing global growth, on aggregate demand and on bank, business, and household balance sheets; continued weakness in the CRE sector. Participants generally noted that it was important to balance the risk of overtightening against the risk of insufficient tightening, and potential disruptions to global oil markets.⁴¹

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

2.1 职员对经济、金融状况的回顾和未来展望

美联储的职员即经济学家对经济、金融状况进行了回顾，并对未来经济进行了展望，美国经济增长仍然强劲，劳动力市场依然紧张，通胀继续显示出放缓的迹象。

图表35：美联储会议纪要对比：职员对经济、金融状况的回顾和未来展望

讨论话题	2023年11月FOMC纪要	2023年9月FOMC纪要
职工经济状况回顾	美国实际国内生产总值(GDP)在第三季度强劲增长。劳动力市场状况依然紧张，就业增长持续强劲，失业率处于低位。居民消费价格涨幅持续走高，但继续显示出放缓的迹象。不包括能源价格和许多消费者食品价格变化的核心PCE价格通胀同期为3.7%。	美国第三季度实际国内生产总值(GDP)正以稳健的步伐增长。劳动力市场继续吃紧，失业率较低，就业增长放缓，但仍保持强劲。居民消费价格涨幅仍然偏高，但继续显示出放缓的迹象。在截至7月的12个月里，CPI同比增长3.3%，扣除能源价格和许多消费者食品价格变化的核心个人消费支出(PCE)同比增长4.2%。
职员金融状况回顾	长期国债收益率显著上升，而短期国债收益率几乎没有变化，市场暗示的到2024年的联邦基金利率路径略有下降。股票价格下跌，投资级和投机级公司债券的利差扩大。融资条件进一步收紧，借贷成本继续上升。信贷质量在大多数领域继续显示出恶化的迹象。在公司债券市场借款的非金融公司的信贷质量总体上保持良好。	联邦基金利率和短期国债收益率的市场暗示路径温和上升，中期和较长期名义国库券的收益率上升幅度更大，通胀补偿指标略有变化。股票价格略有下降，但投资级和投机级公司债券的息差变化不大。融资条件有所收紧，借贷成本适度上升。许多行业的信贷质量进一步恶化，但总体上仍保持稳定。
经济展望	11月份的经济预测与9月的预测相似。第四季度的产量将受到汽车工人罢工的暂时抑制，这些影响的大小和时间是高度不确定的。预计未来两年实际GDP的增长速度将低于工作人员对潜在增长的估计，然后在2026年与潜在增长保持一致，因为货币政策行动的滞后效应将抑制经济活动。预计到2026年，失业率将大致持平，因为低于潜在产出增长的影响被劳动力市场功能进一步改善的带来的下行压力所抵消。预计到今年年底，总PCE和核心PCE价格通胀将在3.5%左右，随着产品和劳动力市场的需求和供应继续朝着更好的方向发展，预计未来几年通胀率将下降。到2026年，总PCE和核心PCE价格通胀将接近2%。	9月份FOMC会议准备的经济预测强于7月份的预测。今年剩余时间的GDP增长将受到汽车工人罢工的暂时抑制。这些影响的大小和时间是高度不确定的。2024年至2026年的实际GDP增长平均将低于今年，并将低于工作人员对潜在产出增长的估计。未来几年，潜在产出增长将受到货币政策行动滞后效应的抑制。预计到2026年，失业率将大致持平，因为低于潜在产出增长的上行压力被劳动力市场功能进一步改善带来的下行压力所抵消。预计到今年年底，总PCE和核心PCE价格通胀将在3.5%左右，随着产品和劳动力市场的需求和供应继续朝着更好的方向发展，预计未来几年通胀率将走低。预计到2026年，总PCE和核心PCE价格通胀将接近2%。

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

2.2 金融市场和公开市场运作的发展

2.2.1 会议纪要的变化

这部分内容是美联储的经济学家对参会委员汇报近期的市场情况。最近会议前一段时间金融市场的回顾中重点回顾了长期国债利率的变化。自7月份以来，10年期名义国债收益率的大部分增长可能归因于更高的期限溢价，尽管在更长时期内更高的政策预期也可能发挥了作用。自7月份以来，美国国债市场的流动性状况没有发生重大变化，这表明美国国债市场流动性并不是收益率上升的重要驱动因素。

图表36：美联储会议纪要对比：金融市场和公开市场运作的发展

	2023年11月FOMC纪要	2023年9月FOMC纪要
金融市场发展	金融环境继续收紧，国债收益率上升、股价下跌，美元走强。10年期美国国债名义收益率的大部分上升，国债市场的流动性状况没有发生重大变化。通胀补偿小幅上升，通胀预期总体稳定。	美国金融状况收紧，长期利率上升，股票价格下跌，美元走强，对各种金融状况指数的上升贡献大致相同。10年期美国国债收益率在此期间上涨逾40个基点。通胀补偿小幅下降，通胀预期似乎仍很稳定。
货币政策的预期	市场参与者预计联邦基金利率处于或接近峰值，并将至少在2024年6月联邦公开市场委员会会议之前保持这一水平。在12月或1月FOMC会议上加息25个基点的可能性约为30%。	市场认为政策利率已达到或接近峰值。政策利率不发生变化。政策利率在较长时期内的预期轨迹更高，期限溢价也更高。政策敏感性利率温和上升。在2024年5月联邦公开市场委员会会议之前，当前的目标区间将保持不变。
货币市场和柜台业务	进一步减少使用On RRP工具。减少使用ON RRP所释放的储备金比减少联邦储备资产和增加财政部一般账户所吸收的还要多。外汇储备在此期间有所扩大，有指标显示，外汇储备依然充足。预计未来几个季度的外汇储备将保持在最近的区间内。	继续减少使用On RRP工具。由于ON RRP余额的下降幅度大于美联储资产的下降幅度，准备金余额在此期间有所增长。超过3.3万亿美元的外汇储备依然充足。
休会期间国内交易决议投票情况	一致通过	一致通过

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

3. 其他的一些数据追踪

本周新公布的当周初次申领失业金的人数 20.9 万人，较上周下降 2.4 万人，低于市场预期的 22.5 万人。

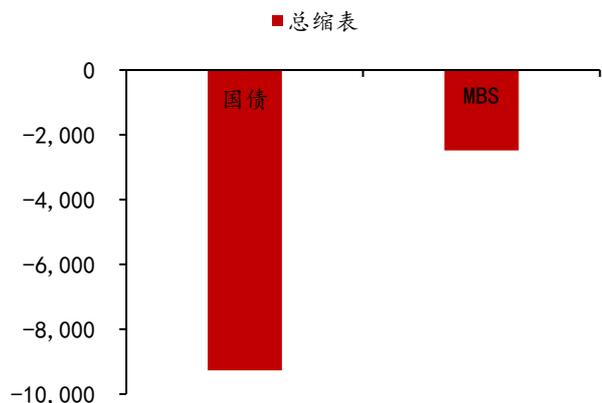
图表37：当周初次申请失业金人数(万人)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

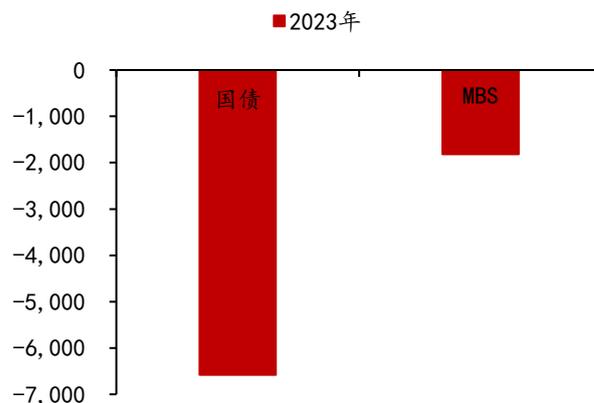
美联储从 2022 年 6 月起开始缩表，到 2023 年 11 月 22 日为止，美联储本轮总共的缩表规模约为 11743 亿，其中今年以来缩表 8397 亿。

图表38：总缩表规模(亿美元)



资料来源：Wind，国联证券研究所

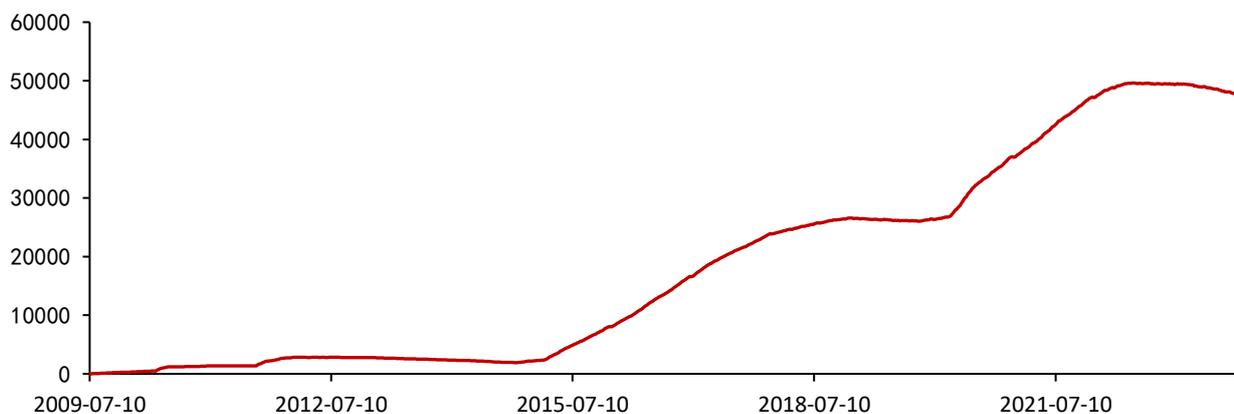
图表39：2023年缩表规模(亿美元)



资料来源：Wind，国联证券研究所

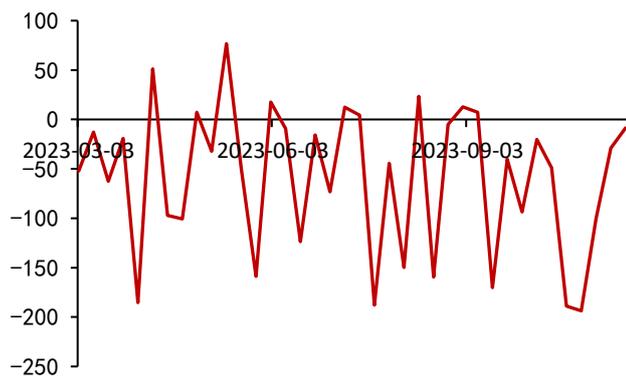
欧洲央行也已经开始缩减其持有的证券，到目前为止，欧洲央行持有的证券较峰值下降了 2219 亿欧元。

图表40：欧洲央行为货币政策目的持有的证券(亿欧元)



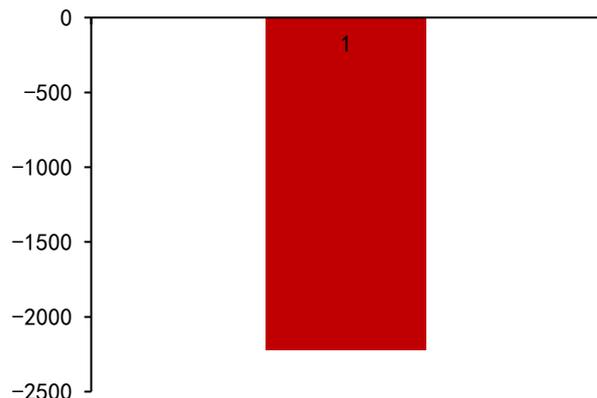
资料来源：Wind，国联证券研究所整理

图表41：欧洲央行为货币政策目的持有的证券周变化(亿欧元)



资料来源：Wind，国联证券研究所

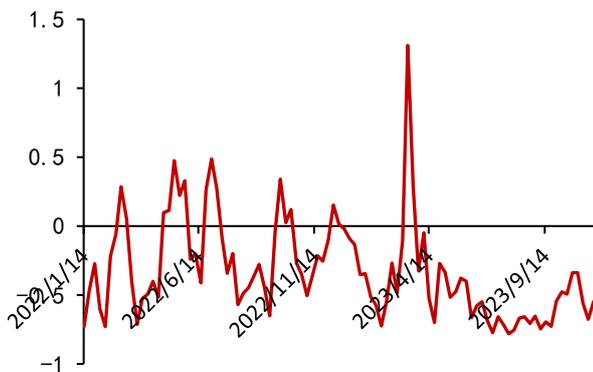
图表42：欧洲央行持有的证券总下降规模(亿欧元)



资料来源：Wind，国联证券研究所

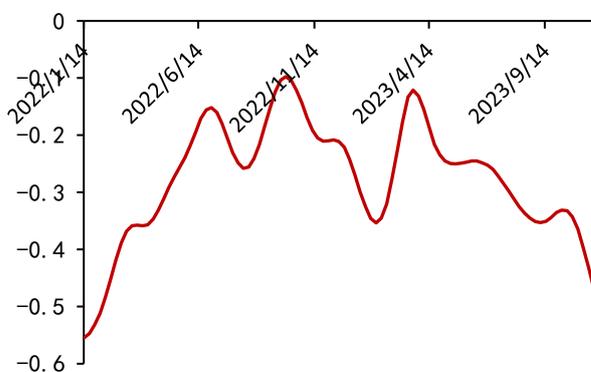
美国金融压力状况目前仍处于负数区间，金融压力仍较小。

图表43：圣路易斯联储金融压力指数(%)



资料来源：FRED，国联证券研究所

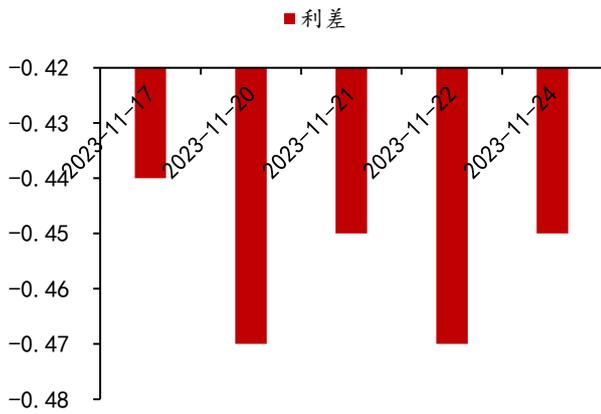
图表44：芝加哥联储金融压力指数



资料来源：FRED，国联证券研究所

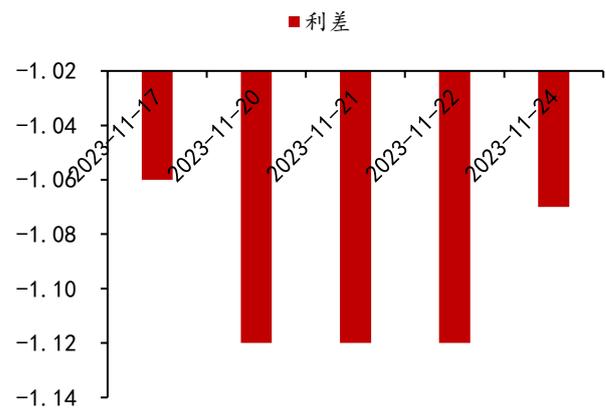
美国 10 年期和 3 个月的利差本周略为收窄。

图表45: 近一周美国10年-2年国债利差(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表46: 近一周美国10年-3个月国债利差(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

4. 风险提示

美联储鹰派超预期, 通货膨胀超预期, 经济冷却速度超预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼