

利率终点已到，明年降息预期明确

——美联储12月议息会议点评

事件：

美联储12月再次暂停加息，加息已到终点，点阵图显示终点已是共识，明年或降息3次。

事件点评

➤ 再次暂停加息符合预期，利率终点已至

美联储12月会后宣布暂停加息，将政策利率的目标区间维持在5.25%-5.5%。本次延续暂停加息符合市场预期，会议前CME期货市场的数据显示市场预期不加息的概率接近100%。降息是下一个问题，鲍威尔表示委员会开始考虑降息的问题。

➤ 点阵图显示利率终点已是共识，明年或有3次降息

12月点阵图显示当下的利率就是终点利率并获得了所有投票委员的支持。和9月点阵图显示关于2023年政策利率有两种看法，一种是认为还有一次加息（12人），另一种认为加息结束了（7人）显著不同。至于明年将有几次降息，仍有较多不同看法，大多数的委员认为至少会有3个25基点的降息。

➤ 经济预期概要还是软着陆预期，降息也是大概率

美联储12月公布的经济预期概要中描述了一个经济软着陆的可能，2023年的实际GDP大幅上修，失业率的预期变化不大，而通胀预期略微下降。未来利率走向不再是“更高更久”，2023年的政策利率从5.6%下调到5.4%，2024的政策利率下调到4.6%，2025的利率下调到3.6%。从对于政策利率的中位数预期来看，明年或许有三次以上的降息可能。

➤ 缩表计划不变，衰退可能暂停缩表

实际缩表的速度略慢于最大可能速度。从2022年6月起，美联储持有的证券开始逐月下降，到目前为止平均月减少659亿美元，从2023年以来平均月减少775亿美元。到2023年11月为止，美联储本轮总共的缩表规模约为11867亿，其中2022年总共缩表3346亿，今年以来缩表8520亿。

风险提示：美联储紧缩超预期，地缘政治风险超预期。

作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

联系人：王博群

邮箱：wangboq@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《通胀落地，12月美联储难再加息：——美国11月CPI数据点评》2023.12.13
- 2、《中央经济工作会议精神解读：——系统把握中国式现代化背后的“123456789”》2023.12.13

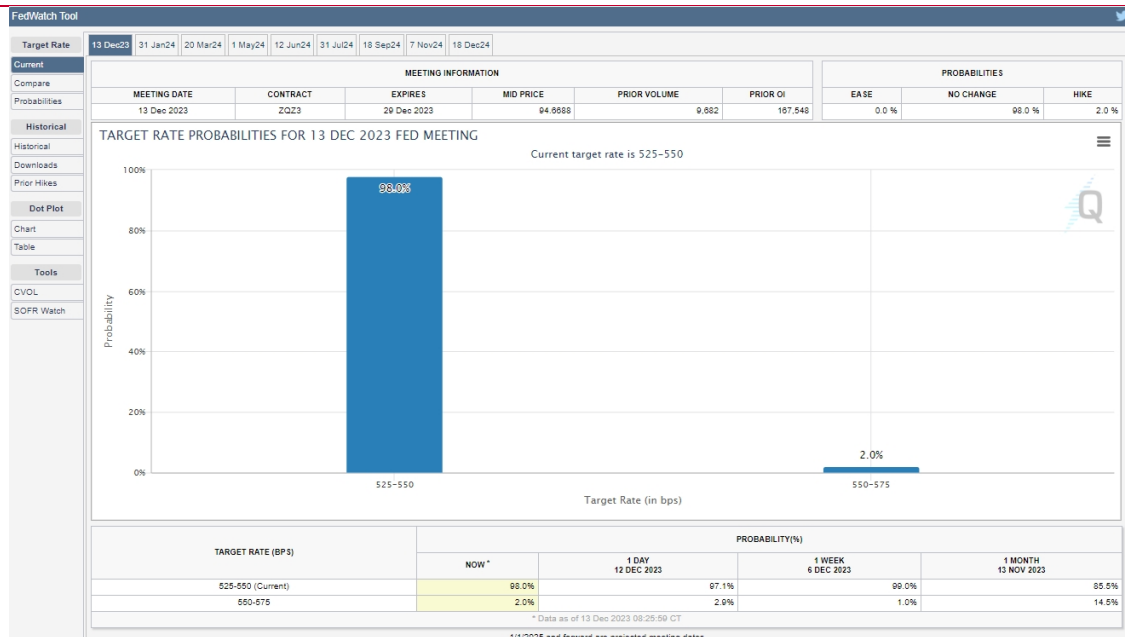
1. 再次暂停加息，到达利率终点

1.1 不加息符合预期

1.1.1 美联储在 12 月再次暂停加息

美联储在 7 月最后一次加息之后，12 月再次暂停了加息，这次会议不加息符合市场预期。会议前 CME 期货市场的数据显示市场预期不加息的概率接近 100%，政策利率的目标区间维持在 5.25%-5.5%。至此，美联储本轮紧缩周期或已到利率终点。在会议声明中美联储继续了“数据依赖”的表述，但在或继续紧缩前加了一个“any”的限制词，说明大概率没有进一步紧缩了。

图表1：CME 加息预期（12 月会议）



资料来源：CME，国联证券研究所整理

鲍威尔在 6 月会议的新闻发布会上把本轮加息的问题分解为三个子问题，一是要以多快的速度加息，二终点的利率是多少，三在利率高点需要停留多久¹。6 月会议暂停加息意味着加息开始减速，第一个问题逐渐有了答案。12 月会议基本上给出了第二个问题的答案，现在的利率或就是终点利率。

¹ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcpresconf20230614.htm>

1.1.2 市场的反应：股市涨，债市利率跌

2 年期和 10 年期美债收益率在决议声明发布后下跌,2 年期一度跌到 4.5% 以下,10 年期一度跌到接近 4%。债券市场的交易不仅认为美联储的本轮加息结束了,而且还计价了更多明年的降息。

图表2：2 年期国债 (%)



资料来源: TradingView, 国联证券研究所

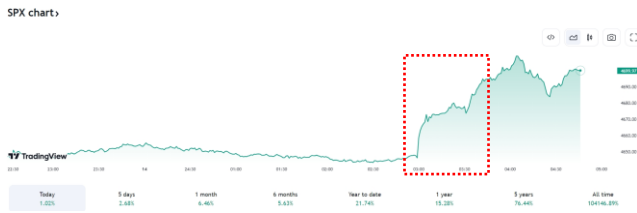
图表3：10 年期国债 (%)



资料来源: TradingView, 国联证券研究所

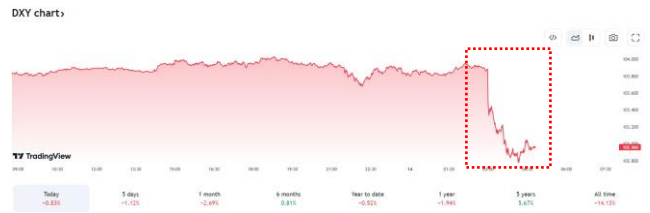
美股集体上涨,会议中三大股指都走强,美元指数 DXY 走低,跌破 103 关口,黄金上涨,声明发布后涨到 2000 美元上方,然后继续走高。

图表4：标普 500 指数



资料来源：TradingView，国联证券研究所

图表5：美元指数



资料来源：TradingView，国联证券研究所

1.2 会议声明确认加息结束

1.2.1 声明确认加息结束，增加经济减速和通胀下降描述

从会议发布的声明来看,12月的声明变化不大,数据依赖的表述增加了一个“any”作为限制词,仍将继续评估额外信息对货币政策影响,鲍威尔在记者会上被问到如何理解“any”的限制词时解释到这意味着加息已经到了终点。

关于经济评价的表述有两个方面变化,一是经济增长的表述变成了速度降低;另一个变化是提到通胀今年已经降低。

图表6：会议声明变化（英文）

Nov 1, 2023	→ Dec 13, 2023	hide changes
<p>Recent indicators suggest that growth of economic activity expanded at a has slowed from its strong pace in the third quarter. Job gains have moderated since earlier in the year but remain strong, and the unemployment rate has remained low. Inflation has eased over the past year but remains elevated.</p> <p>The U.S. banking system is sound and resilient. Tighter financial and credit conditions for households and businesses are likely to weigh on economic activity, hiring, and inflation. The extent of these effects remains uncertain. The Committee remains highly attentive to inflation risks.</p> <p>The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. In support of these goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 5-1/4 to 5-1/2 percent. The Committee will continue to assess additional information and its implications for monetary policy. In determining the extent of any additional policy firming that may be appropriate to return inflation to 2 percent over time, the Committee will take into account the cumulative tightening of monetary policy, the lags with which monetary policy affects economic activity and inflation, and economic and financial developments. In addition, the Committee will continue reducing its holdings of Treasury securities and agency debt and agency mortgage-backed securities, as described in its previously announced plans. The Committee is strongly committed to returning inflation to its 2 percent objective.</p> <p>In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.</p> <p>Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Lisa D. Cook; Austan D. Goolsbee; Patrick Harker; Philip N. Jefferson; Neel Kashkari; Adriana D. Kugler; Lorie K. Logan; and Christopher J. Waller.</p> <p>For media inquiries, please email or call 202-452-2955.</p> <p>Implementation Note issued Nov December 13, 2023</p>		

资料来源：FOMC, WSJ, 国联证券研究所整理

1.2.2 新闻发布会要点

新闻发布会上，鲍威尔回答记者问题中提到的三个观点值得重点关注。

1. 鲍威尔提到委员们已经开始讨论第三个问题，什么时候降息。加息终点的问题已经有答案。
2. 在被问到关于衰退的问题时，鲍威尔认为现在没有衰退，未来衰退是一个概率。
3. 鲍威尔表示不会考虑大选年的因素，在做政策决议的时候只考虑经济上什么是合适的。

2. 利率终点的答案揭晓

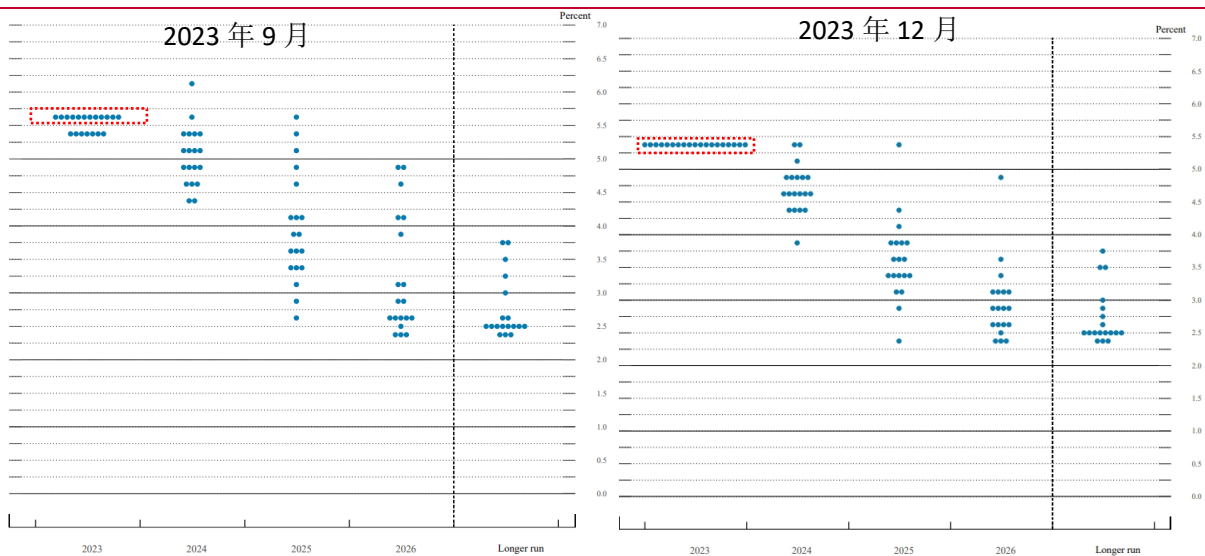
2.1 利率终点的问题

2.1.1 利率终点的答案

加息三问题中的第二个问题,利率终点的问题在12月会议有了比较明确的答案。12月点阵图显示当下的利率就是终点利率并获得了所有投票委员的支持,9月点阵图显示对于2023年的终点利率有两种看法,一种是认为还有一次加息(12人),另一种认为加息结束了(7人)。

2024年将降息在12月点阵图也显示是共识,在9月点阵图里还有部分委员认为应该进一步加息。至于明年将有几次降息,仍有较多不同看法,大多数的委员认为至少会有3个25基点的降息。

图表7: 点阵图对比

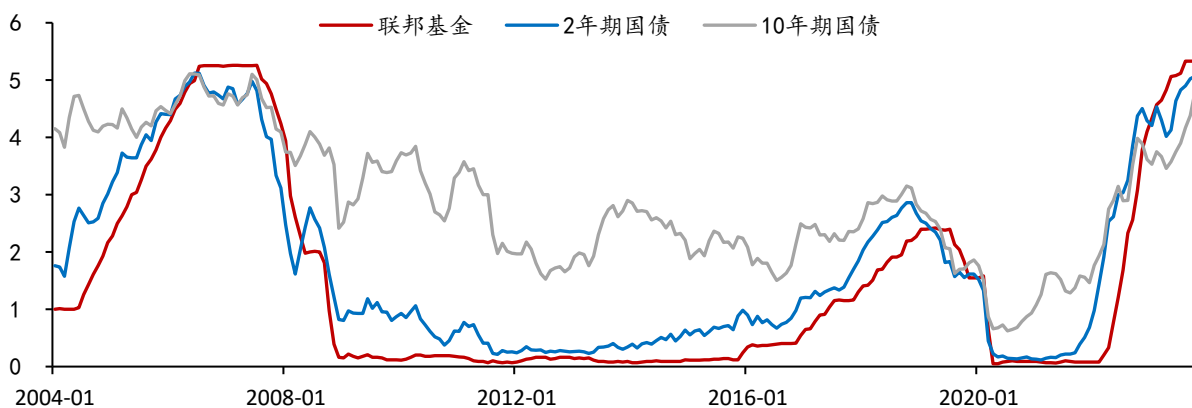


资料来源: 美联储, 国联证券研究所整理

2.1.2 利率终点的影响

对于债券市场来讲,加息的终点意味着美债或已触顶。从过去两个经济周期的经验看,2年期和10年期美国国债的高点都在美联储加息高点之前到达,值得注意的是过去两个周期中美联储的加息并没有出现加息和降息的反复转换。

图表8：联邦基金利率和国债利率（%）

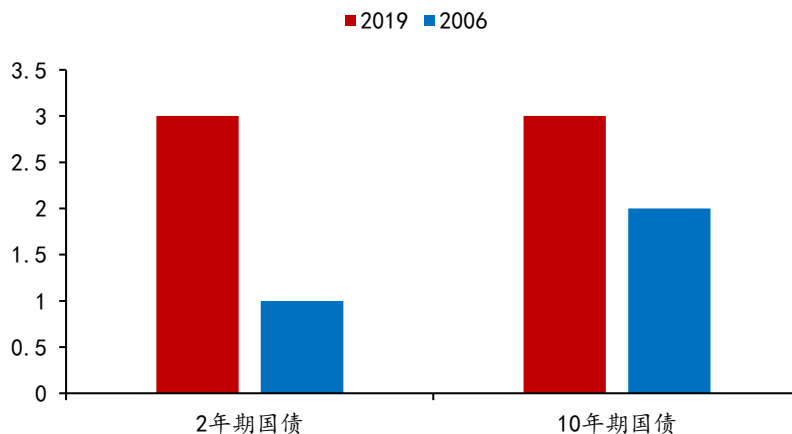


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

在过去两个周期中，美联储加息的终点对美国国债利率的判断具有风向标意义。2019年加息周期中，2年期和10年期美国国债的高点都在联邦基金高点前的3个月；2006年加息周期中，2年期和10年期美国国债的高点分别在联邦基金高点前的1个月和2个月。

但是，如果美联储过早降息，通胀出现反复的话，美联储或可能需要面临重新加息的抉择。这就不仅涉及到加息三问题中的第二个问题，还涉及到第三个问题，高利率会持续多久的问题。美联储在降通胀没有取得确定性结果的情况下降息的概率较低。我们认为核心在于美联储需要看到通胀确定性下降才可能降息。

图表9：国债利率顶点领先联邦基金的月数



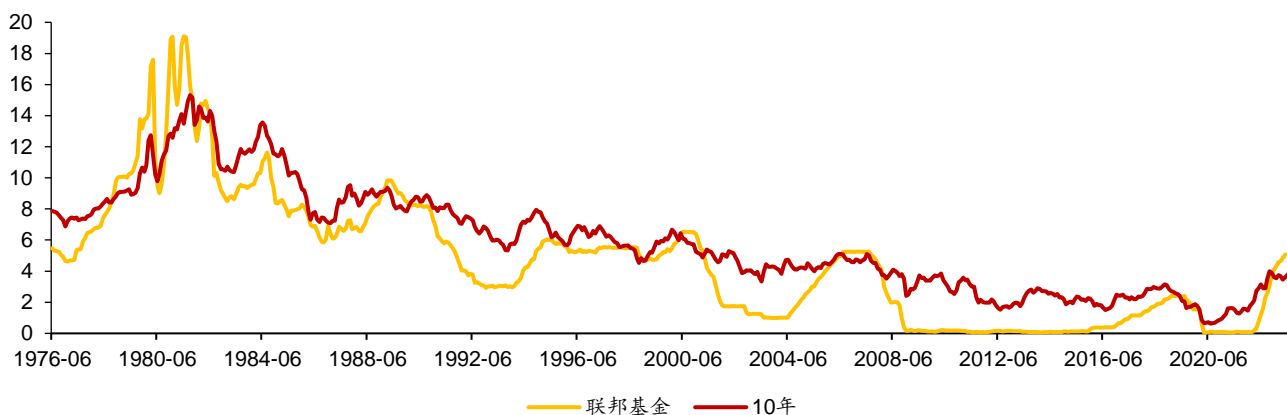
资料来源：Wind，国联证券研究所整理

另外从更长历史数据上看，除了在70年代大通胀时期联邦基金利率在较长时间

内显著高于了 10 年期国债利率，在其他的周期里联邦基金的顶点和 10 年期国债利率的顶点是比较接近的。

除非通胀出现如 70 年代那样的完全失控，那么本轮周期里 10 年期国债利率的顶点或不会和联邦基金利率的顶点相差太多。政策利率也可以作为判断 10 年期国债利率上行的一个突破点位。

图表10：联邦基金和 10 年期国债利率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2.1.1 软着陆的经济预期

美联储 12 月公布的经济预期概要中描述了一个经济软着陆的可能，2023 年的实际 GDP 大幅上修，失业率的预期变化不大，而通胀预期略微下降。

12 月的经济预期概要中 2023 年实际 GDP 预期的中位数从 2.1% 上调到 2.6%，失业率维持 3.8% 不变。2024 年经济增长从 1.5% 下调到了 1.4%，但仍然指向一个温和的软着陆而不是硬着陆和严重衰退。

通胀的预期普遍下调，2023 核心 PCE 的通胀从 3.7% 下调到 3.2%，同时 PCE 的通胀从 3.3% 下调到 2.8%。2024 年核心 PCE 的通胀从 2.6% 下调到 2.4%，PCE 的通胀从 2.5% 下调到 2.4%。按照这个预期，美联储在 2024 年基本上就将取得通胀的胜利。

政策利率预期显示的未来利率走向不再是“更高更久”，2023 年的政策利率从 5.6% 下调到 5.4%，2024 的政策利率下调到 4.6%，2025 的利率下调调到 3.6%。从对于政策利率的中位数预期来看，明年或许会有三次以上的降息可能。

SEP 预期给出的路径仍然是一个美国经济软着陆相当乐观的情景，虽然经济的增

速略有下降，但是通胀下降更快，总体上还是在没有出现明显失业的情况下控制住了通胀，并实现了较快的经济增长。

图表11：FOMC 经济预期概要(SEP) 中位数

变量	2023	2024	2025	2026	长期
实际GDP	2.6%	1.4%	1.8%	1.9%	1.8%
	2.1%	1.5%	1.8%	1.8%	1.8%
失业率	3.8%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
	3.8%	4.1%	4.1%	4.0%	4.0%
PCE通胀	2.8%	2.4%	2.1%	2.0%	2.0%
	3.3%	2.5%	2.2%	2.0%	2.0%
核心PCE通胀	3.2%	2.4%	2.2%	2.0%	
	3.7%	2.6%	2.3%	2.0%	
政策利率	5.4%	4.6%	3.6%	2.9%	2.5%
	5.6%	5.1%	3.9%	2.9%	2.5%
注：数字颜色含义	变差	变好	不变		

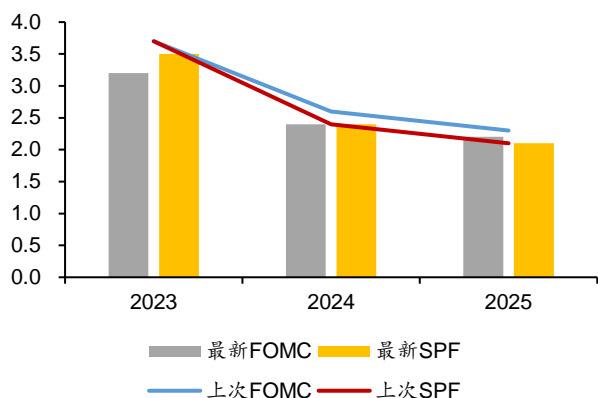
资料来源：美联储，国联证券研究所整理

2.2 就业市场降温，通胀的回落符合预期

2.2.1 核心 PCE 回落符合美联储的通胀预期

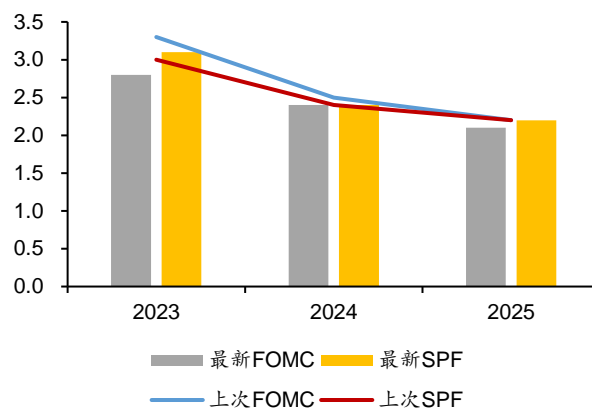
对比 FOMC 和专业预测者调查(Survey of Professional Forecasters)的通胀预测，前者是政策制定者的预期而后者代表了市场的预期。2023 年的预测中，在 PCE 通胀的预测上，美联储的预测低一点点。2023 年 FOMC 预计 PCE 通胀为 2.8%，核心 PCE 通胀为 3.2%；SPF 预期 PCE 通胀为 3.1%，核心 PCE 通胀为 3.5%。2024 和 2025 的通胀预测中，美联储预期的通胀和 SPF 的通胀预测更接近。

图表12: 核心 PCE 预期 (%)



资料来源: SPF, 美联储, 国联证券研究所

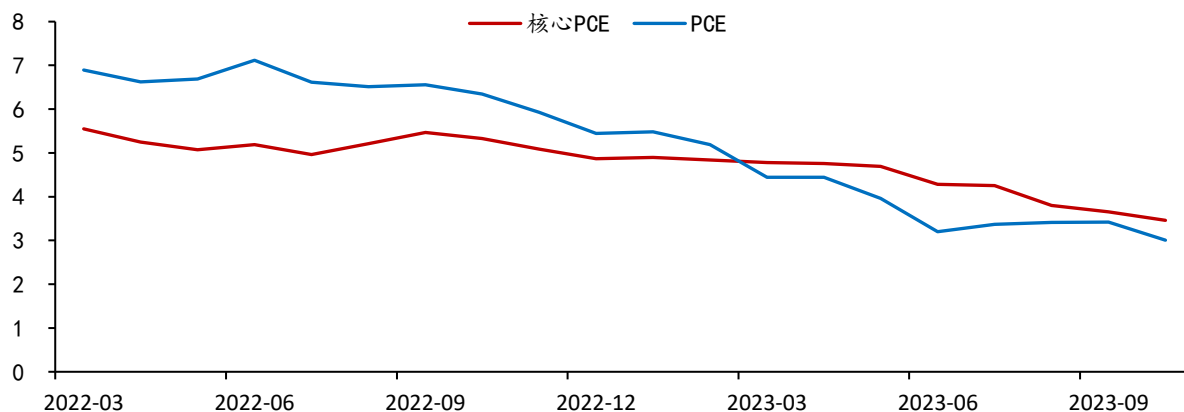
图表13: PCE 预期 (%)



资料来源: SPF, 美联储, 国联证券研究所

从 10 月份最新的数据上看, 核心 PCE 通胀已经为 3.46%, PCE 通胀为 3.01%, 基本上接近美联储对 2023 年的预测, 通胀的回落基本上符合预期。

图表14: PCE 通胀 (%)



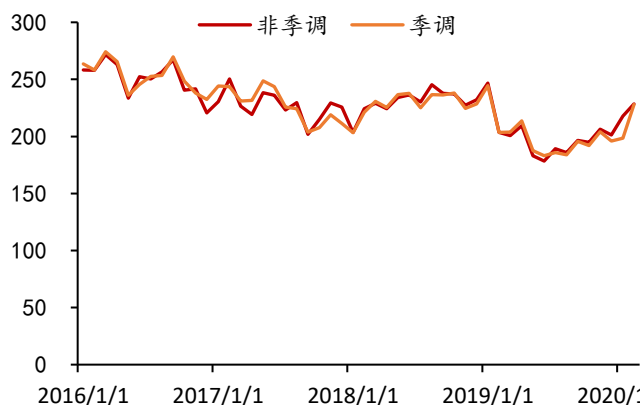
资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

2.2.2 劳动力市场在逐渐降温

劳动力市场也在降温, 但仍表现出相当韧性。疫情前同比的就业增长在 200 万到 250 万人之间, 目前的同比就业增长还有约 280 万人。按照目前回落的趋势线性外推的话, 大概到 2023 年 12 月左右会下降到约 255 万人左右的水平。到 2023 年 12 月的同比新增就业数每个月的预测都在被上调反应出新增就业一直整体在超预期。

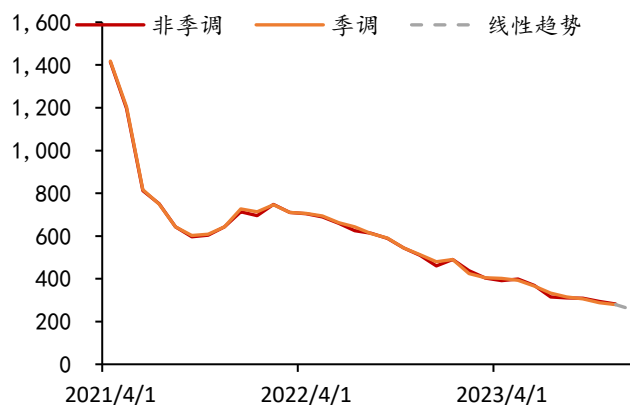
如果基于这个同比的预测，1-11 月累计的就业增长为 255 万，在到年底前的 1 个月总共新增的就业还有 0 万人。如果要实现年底的同比总新增数为 255 万人，要么 12 月新增非农就业为 0，要么已经公布的非农数据向下修正，否则就得再次上调年底同比新增就业的数字。

图表 15: 疫情前同比新增非农就业(万人)



资料来源: FRED, 国联证券研究所

图表 16: 疫情后同比新增非农就业(万人)

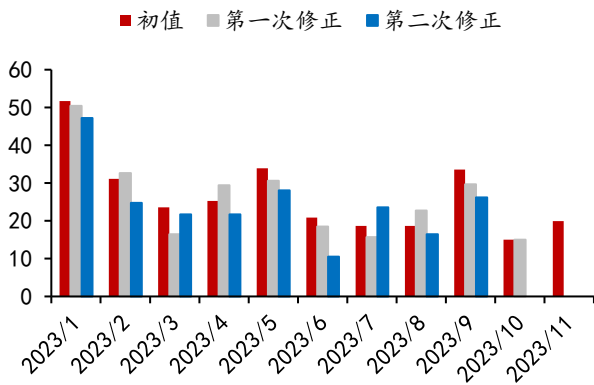


资料来源: FRED, 国联证券研究所

2023 年以来新增非农第二次修正相对于初值的变化向下修正的居多，10 月的新增就业第一次修正人数不变，今年以来除了 7 月是向上修正，其他都是向下修正。其中 6 月份的修正幅度最大，初值是 20.9 万，而第二次修正后变成了 10.5 万，向下修正了 10.4 万。

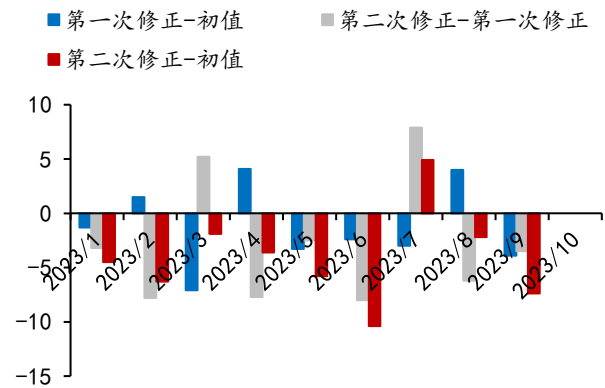
9 月第二次修正的数据再被下修，9 月新增就业人数下调到 26.2 万人，从初值 33.6 万人相比总共下调 7.4 万人。

图表17：新增非农就业(万人)



资料来源：BLS，国联证券研究所

图表18：新增非农就业变化(万人)



资料来源：BLS，国联证券研究所

职位空缺数 10 月较 9 月略下降，回到 900 万以下，在 7 月跌到 900 万以下之后，8 月和 9 月又重新回到 900 万以上。

图表19：职位空缺数(万人)

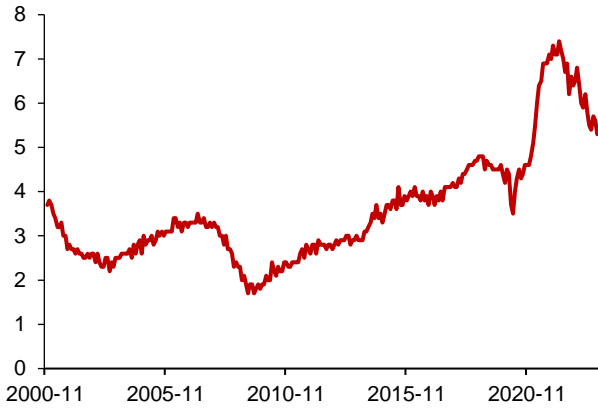


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

总职位空缺数除以失业人数衡量的劳动力市场松紧程度 10 月较 9 月回落，每一个失业的人平均面对 1.34 个潜在的就业机会。2022 年初时的峰值超过 2，目前较高位明显回落。但还处于超过 2020 疫情前的经济扩张周期的位置，2020 年疫情开始前仅略高于 1.2。

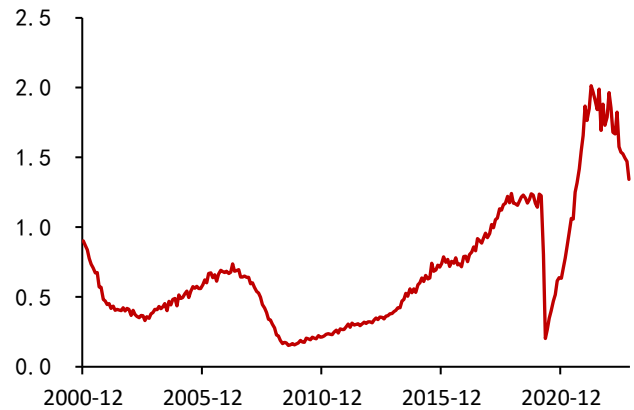
职位空缺率的数据显示就业市场的热度下降，10 月的职位空缺率为 5.3%，9 月的职位空缺率为 5.7%，较 2022 年 3 月的峰值 7.4% 回落了 2.1%。

图表20: 职位空缺率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表21: 空缺失业比



资料来源: Wind, 国联证券研究所

3. 缩表计划不变

3.1 缩表的表述没有变化

3.1.1 继续缩表

本次声明中有关缩表的表述并没有变化。新闻发布会上被问到关于缩表时，鲍威尔再次明确回答缩表计划不变，不过增加一个不同条件的表述，降息的原因是政策化还是应对衰退可能对缩表有不同影响，暗示如果经济严重衰退是可能暂停缩表。

美联储在 2022 年 5 月份会议明确了 6 月 1 日开始缩表，以及明确了本次缩表的加速节奏。初始阶段每月最多缩减 475 亿美元，三个月后，每月缩减规模上限提升到 950 亿美元。如下图所示，在 2022 年底达到最高速度。2022 年的计划最大缩表规模为 5225 亿美元，2022 年的缩表规模大约相当于一次额外的加息，实际的缩表规模大约为 3346 亿美元。

逐渐加速过程在 2022 年已经完成，因此 2023 年按照最高速度缩表规模最大或将为 1.14 万亿美元。

图表22：本轮缩表在 2022 年的加速节奏计划（单位：亿美元）

时间	国债	MBS	合计
2022年6月	300	175	475
2022年7月	300	175	475
2022年8月	300	175	475
2022年9月	600	350	950
2022年10月	600	350	950
2022年11月	600	350	950
2022年12月	600	350	950
总计	3300	1925	5225

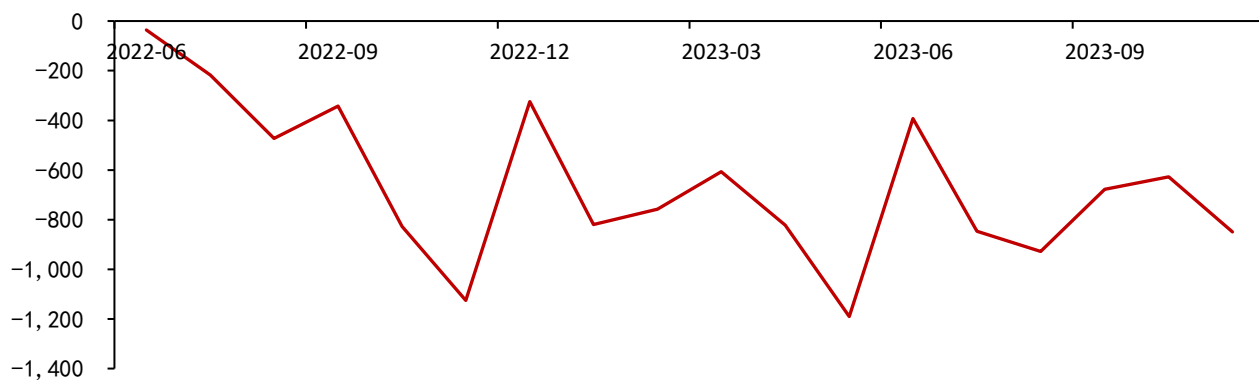
资料来源：美联储，国联证券研究所整理

3.2 实际缩表的情况

3.2.1 实际缩表略慢于最大可能值

从 2022 年 6 月起，美联储持有的证券开始逐月下降，到目前为止平均月减少 659 亿美元，从 2023 年以来平均月减少 775 亿美元。到 2023 年 11 月为止，美联储本轮总共的缩表规模约为 11867 亿，其中 2022 年总共缩表 3346 亿，今年以来缩表 8520 亿。

图表23：美联储本轮缩表的实际速度（单位：亿美元）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

4. 投票情况显示暂停加息没有分歧

4.1 暂停加息是共识

4.1.1 本轮周期

12 月暂停加息获得了全部委员的支持，本轮加息多数时候加息决策都获得了一致同意，只在 2022 年的 3 月和 6 月有两位委员投了反对票。2022 年的 3 月 James Bullard 认为应该加 50 个基点，比实际的货币政策决定多 25 个基点；而 2022 年 6 月则相反，Esther George 认为应该加 50 个基点，比实际的货币政策决定少 25 个基点。

图表24：本轮周期加息的投票情况

时间	赞成	反对	利率	鲍威尔的投票	主席	反对者
2022年3月	8	1	0.25%-0.5%	赞成	鲍威尔	James Bullard
2022年5月	9	0	0.75%-1%	赞成	鲍威尔	
2022年6月	10	1	1.5%-1.75%	赞成	鲍威尔	Esther L. George
2022年7月	12	0	2.25%-2.5%	赞成	鲍威尔	
2022年9月	12	0	3%-3.25%	赞成	鲍威尔	
2022年11月	12	0	3.75%-4%	赞成	鲍威尔	
2022年12月	12	0	4.25%-4.5%	赞成	鲍威尔	
2023年3月	11	0	4.75%-5%	赞成	鲍威尔	
2023年5月	11	0	5%-5.25%	赞成	鲍威尔	
2023年6月	11	0	5%-5.25%	赞成	鲍威尔	
2023年7月	11	0	5.25%-5.5%	赞成	鲍威尔	
2023年9月	12	0	5.25%-5.5%	赞成	鲍威尔	
2023年11月	12	0	5.25%-5.5%	赞成	鲍威尔	
2023年12月	12	0	5.25%-5.5%	赞成	鲍威尔	

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

4.1.2 2008 年周期

2008 年危机后的加息周期中的投票模式也可以明显看到共识驱动的迹象。每一次加息决策都是达到共识之后才付诸实施，无一例外，并没有出现只相差一票那样非共识驱动的投票模式。

仅仅从理论上来说，FOMC 是简单多数投票制，但从实际的运行结果来看，在委

员会内部是明显共识驱动。

图表25：上轮周期加息的投票情况

时间	赞成	反对	利率	鲍威尔的投票	主席	反对者
2015年12月	10	0	0.25%-0.5%	赞成	耶伦	
2016年12月	10	0	0.5%-0.75%	赞成	耶伦	
2017年3月	9	1	0.75%-1%	赞成	耶伦	Neel Kashkari
2017年6月	8	1	1%-1.25%	赞成	耶伦	Neel Kashkari
2017年12月	7	2	1.25%-1.5%	赞成	鲍威尔	Charles L. Evans; Neel Kashkari
2018年3月	8	0	1.5%-1.75%	赞成	鲍威尔	
2018年6月	8	0	1.75%-2%	赞成	鲍威尔	
2018年9月	9	0	2%-2.25%	赞成	鲍威尔	
2018年12月	10	0	2.25%-2.5%	赞成	鲍威尔	

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

5. 风险提示

美联储紧缩超预期，地缘政治风险超预期。

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