

2月全球经济观察——

2024 美联储票委派系解析

团队成员

投资要点:

- ▶ **本月聚焦：2024美联储票委派系解析。**2024年开年以来，随着各项经济数据的公布、美联储议息会议的召开和各个官员的发声，市场对美联储降息的乐观情绪逐渐减弱。从本轮加息-降息周期开始，美联储各官员在不同场合都发表了自己的观点，可以看出在美联储内部对未来利率走向存在几种不同的声音：在加息周期中，鹰派主张加息而鸽派主张保持利率稳定甚至降息；在降息周期中，鹰派主张延后降息时点和减少降息的幅度，反之则为鸽派，此外还存在对加息和降息态度模棱两可的中间派。我们在去年8月发布的报告《美联储的派系》中梳理了当时各个官员对是否应该继续加息所持的意见，而当前已经到了本轮加息-降息周期的后半程，**市场对于何时降息、降息幅度等问题的讨论愈演愈烈，美联储内部各个官员对此亦持不同的观点。**同时在2024年，FOMC中拥有投票权的票委也发生了更替，两位鹰派官员卡什卡利和洛根离开了FOMC，取而代之的是两位鸽派人士，即博斯蒂克和戴利。鸽派的古尔斯比也退出FOMC，而鹰派的梅斯特加入了，不过她将于6月退休。我们从美联储的架构出发，对各个官员的公开发言进行更新和梳理，总结了FOMC各个票委的派系。
- ▶ **2月全球主要大类资产多为上涨。**2月全球主要权益市场几乎全线上涨；全球长端利率走势不一；2月美元较人民币升值，美元指数上涨；2月大宗商品期货多数下跌。
- ▶ **美国就业市场韧性较强。**美国劳工统计局（BLS）公布的1月新增非农就业人数为35.3万人，远高于市场预期的18万人，前值由21.6万人上修至33.3万人，11月非农就业人数从17.3万修正至18.2万，经过修正后，11月和12月的就业人数比之前公布的数据增加了12.6万人。美国劳工部公布的数据显示**美国1月通胀超预期上行**，同比升3.1%，市场预期升2.9%，前值升3.4%。
- ▶ **欧洲制造业经济有所回升。**2月欧元区制造业PMI值为46.1，低于前值46.6，服务业PMI为50.0，高于前值48.4。
- ▶ **日本制造业PMI仍处于荣枯线以下。**2月日本制造业PMI为47.20，低于前值48.0，连续9个月处于荣枯线以下。
- ▶ **2月美债十年期隐含通胀预期上升至2.33%。而10年期中美利差倒挂幅度加深至190.83BP。**
- ▶ **风险提示：美联储加息超预期，地缘政治风险超预期。**

分析师 燕翔
 执业证书编号：S0210523050003
 邮箱：yx30128@hfzq.com.cn

分析师 朱斌
 执业证书编号：S0210522050001
 邮箱：zb3762@hfzq.com.cn

研究助理 章孟菲
 邮箱：zmf30020@hfzq.com.cn

相关报告

《美国就业市场韧性较强，降息或晚于市场预期》
 2024-02-06

《全球主要资本市场“国家队”行为与效果梳理》
 2023-02-04

正文目录

1	本月聚焦：2024 美联储票委派系解析	3
1.1	美联储的三个关键实体	3
1.2	理事会成员表态	4
1.3	2024 年地区联储票委	8
1.4	其他地区联储主席	10
2	资产价格：2 月全球大类资产表现数据跟踪	12
3	全球经济：2 月全球经济基本面概述	15
3.1	美国平均薪资增速保持韧性，可能带来“薪资-通胀”的螺旋上升	15
3.2	欧洲制造业经济有所回升，通胀未出现拐点	16
3.3	日本制造业 PMI 仍处于荣枯线以下	17
4	流动性：2 月全球流动性和政策追踪	18
4.1	10 年期美债隐含通胀预期上升，中美利差倒挂幅度加深	18
4.2	2 月各国央行货币政策动向跟踪	19
5	风险提示	19

图表目录

图表 1:	FOMC 管理层成员	4
图表 2:	鲍威尔在本轮加息-降息的发言表态	5
图表 3:	杰斐逊在本轮加息-降息的发言表态	6
图表 4:	沃勒在本轮加息-降息的发言表态	6
图表 5:	鲍曼在本轮加息-降息的发言表态	7
图表 6:	库克在本轮加息-降息的发言表态	7
图表 7:	威廉姆斯在本轮加息-降息的发言表态	8
图表 8:	梅斯特在本轮加息-降息的发言表态	8
图表 9:	博斯蒂克在本轮加息-降息的发言表态	9
图表 10:	巴尔金在本轮加息-降息的发言表态	9
图表 11:	戴利在本轮加息-降息的发言表态	10
图表 12:	古尔斯比在本轮加息-降息的发言表态	10
图表 13:	卡什卡利在本轮加息-降息的发言表态	11
图表 14:	洛根在本轮加息-降息的发言表态	11
图表 15:	哈克在本轮加息-降息的发言表态	12
图表 16:	2 月全球主要大类资产涨跌幅	13
图表 17:	2 月全球主要权益市场几乎全线上涨	14
图表 18:	2 月全球长端利率走势不一	14
图表 19:	2 月美元较人民币升值，美元指数上涨	15
图表 20:	2 月大宗商品期货多数下跌	15
图表 21:	1 月美国就业市场韧性较强	16
图表 22:	美国 1 月 CPI 各分项变动	16
图表 23:	欧元区制造业 PMI 走弱，服务业 PMI 有所回升 (%)	17
图表 24:	日本制造业 PMI 仍处于荣枯线以下 (%)	17
图表 25:	10 年期美债隐含通胀预期有所上升 (%)	18
图表 26:	各国央行货币政策动向跟踪	19

1 本月聚焦：2024 美联储票委派系解析

2024 年开年以来，随着各项经济数据的公布、美联储议息会议的召开和各个官员的发声，市场对美联储降息的乐观情绪逐渐减弱。从本轮加息-降息周期开始，美联储各官员在不同场合都发表了自己的观点，可以看出在美联储内部对未来利率走向存在几种不同的声音：在加息周期中，鹰派主张加息而鸽派主张保持利率稳定甚至降息；在降息周期中，鹰派主张延后降息时点和减少降息的幅度，反之则为鸽派，此外还存在对加息和降息态度模棱两可的中间派。我们在去年 8 月发布的报告《美联储的派系》中梳理了当时各个官员对是否应该继续加息所持的意见，而当前已经到了**本轮加息-降息周期的后半程，市场对于何时降息、降息幅度等问题的讨论愈演愈烈，美联储内部各个官员对此亦持不同的观点**。同时在 2024 年，FOMC 中拥有投票权的票委也发生了更替，两位鹰派官员卡什卡利和洛根离开了 FOMC，取而代之的是两位鸽派人士，即博斯蒂克和戴利。鸽派的古尔斯基也退出 FOMC，而鹰派的梅斯特加入了，不过她将于 6 月退休。我们从美联储的架构出发，对各个官员的公开发言进行更新和梳理，总结了 FOMC 各个票委的派系。

1.1 美联储的三个关键实体

美联储有三个关键实体：理事会、12 家联邦储备银行以及联邦公开市场委员会（FOMC）。理事会是联邦政府的一个机构，向国会报告并直接向国会负责，为该系统提供一般指导并监督 12 家储备银行；12 家联邦储备银行每一家都是独立成立的，并各自有由九名成员组成的董事会；联邦公开市场委员会（FOMC）做出有关公开市场操作的所有决定，这些操作会影响联邦基金利率、美联储资产持有的规模和构成，以及与公众就货币政策未来可能走向的沟通。

FOMC 每年定期召开八次议息会议，分别在 1 月、3 月、5 月、6 月、7 月、9 月、10 月和 12 月。在议息会议上，FOMC 会审查经济和金融状况，确定适当的货币政策立场，并评估其价格稳定和可持续经济增长的长期目标面临的风险。有最终投票权的 12 名票委有权对利率调整结果投出支持或反对票，其余 7 位地区联储主席列席会议并参与讨论，为委员会对经济和政策选择的评估做出贡献，但无投票权。其中，3、6、9、12 月议息会议纪要中会公布 19 名与会者（12 名票委+其余 7 位地区联储主席）对联邦基金目标利率、经济增速、通胀率、以及失业率进行预测的利率点阵图。

FOMC 由 12 名票委（7 位理事会成员+纽约联储主席+4 位其他地区联储主席）组成，其中，7 位理事会成员由美国总统提名并由美国参议院确认其职位；纽约联储主席拥有永

久投票权；4位其他地区联储主席是从除纽约联储主席之外的11个地区联储主席中轮流选出且任期为1年。但理事会成员通常会由于理事辞职等原因造成空缺，因此时常不满7位。FOMC的4个其他地区联储轮流席位由以下四组组成，每组一名银行行长：波士顿、费城和里士满；克利夫兰和芝加哥；亚特兰大、圣路易斯和达拉斯；以及明尼阿波利斯、堪萨斯城和旧金山。

图表 1: FOMC 管理层成员

	职位	名称	首次就职日期	派系
理事会	FOMC主席	鲍威尔	2018/2/5	偏鹰
	FOMC副主席	杰斐逊	2022/5/23	中性
	理事会成员	鲍曼	2018/11/26	鹰
	理事会成员	沃勒	2020/12/18	鹰
	理事会成员	库克	2022/5/23	中性
	理事会成员	库格勒	2023/9/13	偏鹰
	理事会成员	巴尔	2022/7/19	-
固定票委	FOMC副主席 纽约联储主席	威廉姆斯	2018/6/18	中性
2024年地区联储票委	克利夫兰联储主席	梅斯特	2014/6/1	鹰
	亚特兰大联储主席	博斯蒂克	2017/6/5	鸽
	里士满联储主席	巴尔金	2018/1/1	偏鹰
	旧金山联储主席	戴利	2018/10/1	鸽
2025年地区联储票委	芝加哥联储主席	古尔斯比	2023/1/9	鸽
	波士顿联储主席	柯林斯	2022/7/1	偏鸽
	圣路易斯联储主席	凯瑟琳（临时）	-	-
	堪萨斯城联储主席	施密德	2023/8/21	-
其他地区联储主席	达拉斯联储主席	洛根	2022/8/22	鹰
	明尼阿波利斯联储主席	卡什卡利	2016/1/1	鹰
	费城联储主席	哈克	2015/7/1	鸽

来源：FOMC 官网，金十数据，华福证券研究所整理

值得注意的是，鹰、鸽属性并不是固定不变的，美联储官员在货币政策决策中会根据实际情况和数据来做出决策，例如沃勒在2019年的加息中表现为鸽派，沃勒认为美联储不应该在当时（2019年）加息，而在2022年的本轮加息-降息周期中，沃勒表现的态度是鹰派，因此表中的鹰、鸽派系分类是针对本轮加息-降息周期。

1.2 理事会成员表态

根据法律，理事会成员由美国总统提名并由参议院确认其职位。鲍威尔最初于2012年由奥巴马任命为理事会成员，并首次由特朗普任命为美联储主席，并于2022年5月被确认担任主席的第二个四年任期。除鲍威尔以外，当前任职的5名理事会成员中，有两名最初为特朗普所任命：鲍曼和沃勒；其他四位均由拜登任命：库克、杰斐逊、库格勒和巴

尔。

图表 2: 鲍威尔在本轮加息-降息的发言表态

名称	时间	今年以来表态
鲍威尔	2024/2/5	我们希望对通胀降至2%更有信心，而我认为委员会不太可能在3月会议上拥有那种程度的信心。
	2024/2/1	鲍威尔表示，利率或已达峰并已明显进入限制性区间；如有需要，准备长期维持当前利率；本次会议未提出降息建议，并未积极考虑降息；委员会对降息存在广泛分歧；认为三月份不太可能降息。
	2024年1月议息会议维持利率不变	
	2023/12/14	在决策者们考虑降息时机时，希望确保不会太晚才放松政策。
	2023年12月议息会议维持利率不变	
	2023/12/2	致力于保持紧缩政策，直至通胀走上2%的轨道；现在猜测政策何时放松还为时过早；将谨慎行事；如果时机合适，准备进一步收紧货币政策。
	2023/11/10	如果必要将进一步加息；将谨慎行事；未来通胀的进展更多可能来自于货币政策而非供给侧。
	2023/11/2	可能需要进一步加息，将基于进展谨慎推进政策。驳斥暂停后再次加息会很困难的观点。接近结束加息周期，未考虑或讨论过降息。做的太多或太少的风险更双向。
	2023年11月议息会议维持利率不变	
	2023/10/20	目前政策并未达到过紧的程度，将谨慎行动。此次讲话使得得利率期货定价11月加息的概率降至1%。
	2023/10/3	美联储的目标是持续强劲的劳动力市场，为了实现这一目标需要维持价格稳定，美联储非常专注于实现这一目标。
	2023/9/21	如果合适，将进一步加息。未打算就任何降息的时间点发出信号；中性利率或已上升，并可能高于长期利率。
	2023年9月议息会议维持利率不变	
	2023/8/25	鲍威尔表示如果合适，美联储准备进一步提高利率，将谨慎地决定是否再次加息。鲍威尔强调2%仍是并将继续是美联储的通胀目标，虽然最近的通胀数据更加有利但依然过高，因此还有很长的路要走。
	2023/7/27	如果我们看到通胀稳定地下降，我们可以将利率降至中性水平，然后在某个时候降至中性水平以下。不使用“乐观”这个词，但存在实现软着陆的路径。降息与否将取决于我们对通胀回落至目标的信心程度。政策已经具有限制性的，在7月加息之后更是如此。
	2023年7月议息会议加息25BP	
	2023/6/30	未排除连续加息的可能，做的太多比做的太少的风险要小。不关注市场的预期是什么，重申今年有必要再加息两次。
	2023/6/22	今年再次加息两次将是适当的，降息需要确信通胀朝着2%的目标回落。接近达成利率目标，不想过度加息。
	2023/6/15	今年降息是不合适的，讨论过在未来几年降息。在核心PCE方面没有看到太多进展，我们希望看到这一数据明显下降。如果我们看到信贷紧缩的影响变得更严重，我们将把它考虑到利率决策中。
	2023年6月议息会议保持利率不变	
2023/5/19	由于银行信贷条件收紧，政策利率可能不必像以前那样上升那么高。价格稳定是强劲经济的基石。维护价格稳定是央行的责任，通胀目前远远超过美联储的目标。	
2023/5/4	删除了关于暗示进一步加息的措辞；基于美联储的通胀前景，降息是不合适的；信贷紧缩的影响很难确定，原则上不需要加息至更高；利率或已达到足够限制性水平，或许可以暂停加息。	

来源：金十数据，华福证券研究所整理

杰斐逊于2022年5月就任美联储理事会成员，并于2023年9月出任美联储副主席，在本轮加息-降息周期中表现偏中性。

图表 3: 杰斐逊在本轮加息-降息的发言表态

名称	时间	表态
杰斐逊	2024/2/23	担忧过度宽松的政策导致抗通胀逆转或停滞。 2024年1月议息会议维持利率不变 2023年12月议息会议维持利率不变
	2023/11/15	一些衡量经济不确定性的指标,尤其是通胀指标,都有所上升。
	2023/11/9	尽管前景不确定,美联储有时也必须采取行动。 2023年11月议息会议维持利率不变
	2023/10/10	将会留意收益率上升带来的紧缩效应,美联储可以在更好的风险平衡中“谨慎行事”。 2023年9月议息会议维持利率不变 2023年7月议息会议加息25BP
	2023/6/21	我仍然专注于让通胀率回到2%的目标。通胀已经开始减弱。 2023年6月议息会议保持利率不变
	2023/6/1	通胀仍然过高,而且某些指标的进展正在放缓。在即将召开的会议上若保持美联储政策利率不变,不应被视为利率已达到本轮紧缩周期的峰值。
	2023/5/18	一年时间不足以感受到政策影响,需求显然开始感受到加息的影响。基本的前景不是经济衰退,但经济增长已经“大幅放缓”,预计就业增长也会下降,失业率可能会上升。
	2023/5/13	核心通胀进展“令人沮丧”,劳动力市场强劲,供应有所改善。 2023年5月议息会议加息25BP
	2023/3/28	通胀很快会回到2%,但必须避免对经济造成“不必要的”损害。 2023年3月议息会议加息25BP
	2023/2/28	目前的通胀可能比想象的更持久,但不能只关注一个数据。 2023年1月议息会议加息25BP

来源: 金十数据, 华福证券研究所整理

沃勒于 2020 年 12 月就任美联储理事会成员, 在本轮加息-降息周期中表现为鹰派。

图表 4: 沃勒在本轮加息-降息的发言表态

名称	时间	表态
沃勒	2024/2/23	决策者应将降息至少再推迟几个月,以观察近期通胀上升是预示物价稳定进程停滞,还是只是受阻。 2024年1月议息会议维持利率不变
	2024/1/17	降息应谨慎有序进行,没有理由像过去那样迅速降息,如有需要会那样做;对通胀可持续的降至2%更有信心。 2023年12月议息会议维持利率不变
	2023/11/29	若通胀继续回落,几个月后可能有理由降息,并且这无关经济压力。 2023年11月议息会议维持利率不变
	2023/10/19	美联储可以等待并收集更多数据再决定是否要进一步收紧货币政策。
	2023/10/12	将观察长期利率上升如何影响货币政策,金融收紧会替美联储做一些事。 2023年9月议息会议维持利率不变
	2023/9/6	最近的数据没有表明美联储需要立即采取行动。再一次加息不太可能导致经济陷入衰退。 2023年7月议息会议加息25BP
	2023/7/14	预计年内还需要两次(7月已兑现一次),就业市场和经济的韧性为美联储提供了进一步加息的空间,而且需要保持紧缩政策一段时间。9月份的美联储会议是一个对货币政策具有实质影响的会议。他怀疑核心通胀现在是结构性上升,如果再有两次良好的CPI数据,可能意味着“停止”加息。
	2023/6/16	不支持因为担心少数银行管理不力而改变货币政策立场,美美联储的职责是利用货币政策来对抗通胀;银行领导的职责是处理利率风险。 2023年6月议息会议保持利率不变
	2023/5/25	在有明确证据表明通胀正在降至美联储2%的目标之前,不会支持暂停加息。我们需要在6月份做出最佳决定时保持灵活性。我不认为未来几个月的数据会清楚地表明,我们已经达到了终端利率水平。

来源: 金十数据, 华福证券研究所整理

鲍曼于 2018 年 11 月就任美联储理事会成员, 在本轮加息-降息周期中表现为鹰派。

图表 5: 鲍曼在本轮加息-降息的发言表态

名称	时间	表态
鲍曼	2024/2/22	现在绝对不是降息的时机，楼市无碍降息决策。 2024年1月议息会议维持利率不变
	2024/1/9	愿意支持随着通胀下降并最终降息。金融条件的放松是通胀上行的风险之一，如果通胀进展停滞，将愿意继续加息。 2023年12月议息会议维持利率不变
	2023/11/29	如果抗通胀进展停滞，支持进一步加息。
	2023/11/10	重申预计将需要进一步提高政策利率。 2023年11月议息会议维持利率不变
	2023/10/12	通胀问题可能使美联储需进一步加息并维持一段时间。
	2023/9/23	通胀仍然过高，进一步加息可能是合适的。 2023年9月议息会议维持利率不变
	2023/8/7	因为通胀仍然过高，就业增长和其他经济活动迹象显示经济继续以“温和步伐”扩张。她预计，可能需要进一步加息，以将通胀降至目标水平。 2023年7月议息会议加息25BP
	2023/6/22	尽管最近总体数据有所下降，但通胀仍然“高得令人无法接受”。核心通胀自2022年秋季以来“基本上停滞不前”，但必须降低。美联储需要通胀保持在“一致的路径”上，以便在即将举行的会议上决定适当的政策步骤。进一步加息将达到足够“限制性”的水平，以控制通胀。 2023年6月议息会议保持利率不变
	2023/5/31	房价反弹或影响抗击通胀的努力。
	2023/5/12	通胀率仍然过高。如果通胀率居高不下且劳动力市场仍然吃紧，那么进一步加息“可能是合适的”。

来源：金十数据，华福证券研究所整理

库克于 2022 年 5 月就任美联储理事会成员，在本轮加息-降息周期中表现偏中性。

图表 6: 库克在本轮加息-降息的发言表态

名称	时间	表态
库克	2024/2/23	通胀下行的过程可能是持续曲折的，降息就是反映对风险的调整。 2024年1月议息会议维持利率不变 2023年12月议息会议维持利率不变
	2023/11/17	注意到经济活动和就业有不必要的急剧下滑风险。
	2023/11/8	海外地缘政治紧张局势可能改变美国经济前景。 2023年11月议息会议维持利率不变 2023年9月议息会议维持利率不变 2023年7月议息会议加息25BP
	2023/6/21	美联储尚未达到将通胀恢复到目标水平的阶段。 2023年6月议息会议保持利率不变 2023年5月议息会议加息25BP
	2023/4/22	银行业前段时间的危机可能拖累加息前景。美国的劳动力市场非常强劲，但已有缓和迹象。
	2023/4/4	劳动力市场仍然紧张，仍能看到通胀的影响。 2023年3月议息会议加息25BP
	2023/2/17	最近的数据表明，我们的行动尚未产生有效的影响，我们需要提高利率，直到达到一个足够严格的水平，现在的利率水平还不够高。 2023年1月议息会议加息25BP
	2023/1/7	美联储必须确保价格压力不会产生持久影响。

来源：金十数据，华福证券研究所整理

1.3 2024 年地区联储票委

威廉姆斯于 2018 年 6 月就任纽约联储主席（固定票委），在本轮加息-降息周期中表现较为中性。

图表 7: 威廉姆斯在本轮加息-降息的发言表态

名称	时间	表态
威廉姆斯	2024/2/24	可能在今年晚些时候降息，加息不是我的基本情景。 2024年1月议息会议维持利率不变
	2024/1/11	当对通胀达到2%有信心时，美联储可以降息，降息速度取决于经济状况；似乎还没有接近放缓缩表的时机，需在今年计划放缓；利率水平已具有使通胀达到2%的限制性。
	2023/12/16	我们目前并没有真正讨论降息。现在考虑明年三月份降息为时尚早。 2023年12月议息会议维持利率不变
	2023/12/1	目前处于或接近利率峰值，通胀顽固则可能需再次加息。 2023年11月议息会议维持利率不变
	2023/10/19	利率需在一段时间内维持高位以抑制通胀。 2023年9月议息会议维持利率不变
	2023/8/8	还未确定是否需要进一步加息，不排除在2024年初降息的可能，但具体取决于经济数据。 2023年7月议息会议加息25BP
	2023/7/11	经济完全没有任何衰退迹象；供需关系正趋于平衡，年底失业率可能上升到约4%。
	2023/7/6	三周前美联储保持利率不变是正确的决定，数据支持美联储可能需要在某个时候进一步加息的想法。 2023年6月议息会议保持利率不变
	2023/5/17	预计今年经济将继续增长，通胀正逐步走向正确的方向。
	2023/5/10	今年没理由降息，如有需要可以再次加息。看到信贷进一步收紧的迹象，这可能会影响美联储未来加息前景。

来源：金十数据，华福证券研究所整理

梅斯特于 2014 年 6 月就任克利夫兰联储主席，在本轮加息-降息周期中表现为鹰派。

图表 8: 梅斯特在本轮加息-降息的发言表态

名称	时间	表态
梅斯特	2024/2/7	仍倾向于今年降息三次，预计今年晚些时候进行降息。目前没有放缓缩表步伐的紧迫性。 2024年1月议息会议维持利率不变
	2024/1/12	3月降息可能为时尚早，当看到持续回落的通胀时，将讨论降息。12月CPI表明还有很多工作要做。
	2023/12/19	市场对于降息的预期“稍稍超前”于美联储，下一阶段关键在于货币政策需要保持紧缩多久。 2023年12月议息会议维持利率不变
	2023/11/30	货币政策处于能够灵活评估未来数据的良好位置，是否进一步加息取决与数据。
	2023/11/17	是否需要进一步加息取决于经济情况。当前资金利率水平使美联储处于良好位置。 2023年11月议息会议维持利率不变
	2023/10/23	通胀预测风险仍然向上倾斜；预计将保持利率高位一段时间；重申其预测与美联储再加息一次的预测一致。
	2023/10/9	利率已经达到或非常接近峰值。正在看到通胀方面的进展，但通胀仍然过高。将调整货币政策以实现就业和通胀目标。 2023年9月议息会议维持利率不变
	2023/8/25	目前预计今年会再加息一次，但不一定是在9月；一旦停止加息，将在一段时间内维持利率不变，6月曾预计在2024年下半年降息，但9月新SEP中，可能会改变观点。 2023年7月议息会议加息25BP
	2023/7/10	本可在6月加息，但理解暂停的做法，利率预测与6月点阵图的中位数相当或略高。 2023年6月议息会议保持利率不变
	2023/5/31	没看到暂停加息的理由。
	2023/5/26	我仍支持联邦基金利率保持在5%以上的水平。PCE数据突显出通胀下降进程的缓慢。

来源：金十数据，华福证券研究所整理

博斯蒂克于 2017 年 6 月就任亚特兰大联储主席，在本轮加息-降息周期中表现为鸽派。

图表 9: 博斯蒂克在本轮加息-降息的发言表态

名称	时间	表态
博斯蒂克	2024/2/29	重申预计今年夏季将进行首次降息。
	2024/2/17	尽管更有利的通胀数据可能会让降息开始得更早，他倾向在今年夏天的某个时候开始降息。
	2024年1月议息会议维持利率不变	
	2024/1/20	希望确保在降息之前稳步朝2%目标迈进。
	2024/1/15	美国通胀进展可能放缓；认为利率需至少保持不变直至夏季。
	2023年12月议息会议维持利率不变	
	2023/11/30	越来越相信通胀下行轨迹可能持续。
	2023/11/11	政策或已足够具备限制性，在确保通胀回落到2%前美联储将保持紧缩立场。
	2023/11/4	可能支持维持当前的利率水平约8-10个月；未来美联储可能会考虑降息。
	2023年11月议息会议维持利率不变	
	2023/10/20	我认为美联储在明年年中之前不会降息。2024年底可能是美联储降息的时候。
	2023/10/11	利率已经达到或非常接近峰值。正在看到通胀方面的进展，但通胀仍然过高。将调整货币政策以实现就业和通胀目标。
	2023/10/3	美联储仍有一段路要走，以使通胀回到目标水平。不急于再次加息，但也不急于降息并过早发出政策宽松的信号。
	2023年9月议息会议维持利率不变	
	2023/9/8	将继续工作以实现通胀目标。
	2023/9/1	若通胀意外上升，将支持进一步收紧政策。需要保持耐心，紧缩过度会造成不必要的痛苦。
	2023年7月议息会议加息25BP	

来源：金十数据，华福证券研究所整理

巴尔金于2018年1月就任里士满联储主席，在本轮加息-降息周期中表现为偏鹰派。

图表 10: 巴尔金在本轮加息-降息的发言表态

名称	时间	表态
巴尔金	2024/2/17	CPI数据证实了美联储在降息问题上需要更多信心的原因。
	2024/2/22	1月数据考虑到季节性因素，不应过分依赖该月份的信息。
	2024/2/12	没有必要急于降息。希望在降息之前实现持续、广泛的通胀下降。如果经济走向低迷，那就是降息的理由。
	2024年1月议息会议维持利率不变	
	2024/1/12	重申不会预先判断三月份美联储将降息，并表示将密切关注1至3个月的PCE数据。
	2024/1/3	进一步加息的可能性“仍然存在”。
	2023年12月议息会议维持利率不变	
	2023/11/30	现在讨论加息为时尚早，不愿将进一步加息选项排除在外。
	2023/11/15	不认为通胀会平稳地达到2%。为遏制需求和通胀，需要采取更多措施。
	2023年11月议息会议维持利率不变	
	2023/10/18	通胀路径尚不明确，但看到明显进展。支持FOMC在9月会议上放弃加息的决定。货币政策可能受到中东动荡等外部事件的影响。
	2023年9月议息会议维持利率不变	
	2023/8/22	如果通胀保持高位且需求方面“没有信号”表明将通胀下降，那将需要采取更紧缩的货币政策。
	2023/8/9	美国GDP保持稳定，劳动力市场仍然非常有弹性，不想“预先宣布”利率将会走向何方。
	2023/8/3	美国通胀率过高，这是痛苦的。对惠誉下调美国评级不感到意外，这不会影响美联储的行动。
	2023年7月议息会议加息25BP	
	2023/7/12	需求仍然高涨，同时供应受限，恢复平衡的过程一直很缓慢。通胀仍然过高，如果未来的数据没有证实通胀将回到目标水平，将会愿意采取更多的政策措施。
	2023/6/23	不能确信经济走弱已经对通胀产生了影响，需求相比疫情前仍处高位，这助推了通胀。
	2023年6月议息会议保持利率不变	
	2023/5/31	通胀将比许多人认为的更为顽固。一旦通胀消退，美国经济可能会支持利率处于“中性、正常水平”，而不是推至接近0的水平。
	2023/5/16	尽管美联储决策者应始终对金融稳定保持“敏感”，但这些担忧不应优先于央行对抗持续通胀的努力。加息道路对金融稳定构成的挑战并不明显。我不认为有必要因为金融稳定风险而做出不同的决定。

来源：金十数据，华福证券研究所整理

戴利于2018年10月就任旧金山联储主席，在本轮加息-降息周期中表现为偏鸽派。

图表 11: 戴利在本轮加息-降息的发言表态

名称	时间	表态
戴利	2024/2/17	今年美联储降息三次是“合理的基线”预期，强调了官员们在制定政策时需要考虑的两个对立风险：一方面是降通胀的进展放缓，另一方面是劳动力市场的突然急剧恶化。
	2024年1月议息会议维持利率不变	
	2024/1/20	宣布战胜通胀和即将降息都为时尚早。
	2023/12/19	明年或需降息三次以防止过度紧缩。
	2023年12月议息会议维持利率不变	
	2023/12/1	现在判断美联储是否已经结束加息还为时尚早，目前根本没有考虑降息。
	2023/11/16	如果过早宣布抗击通胀取得胜利，然后又不得不再次加息，将危及美联储信誉。
	2023年11月议息会议维持利率不变	
	2023/10/6	保持利率稳定是一项积极的政策行动，如果改善趋势停滞，我们可以进一步加息，直到我们确信货币政策具有足够的限制性。
	2023年9月议息会议维持利率不变	
	2023/8/10	尽管通胀和就业增长正如预期般下降，但平衡经济仍有更多工作要做，她希望在决定是否进一步加息之前有更多证据。她还没有决定是否支持下个月再次加息，也没有决定如何完成她的经济预测。美联储可能会在更长时间内将利率维持在峰值水平，明年之前不会有降息的讨论。
	2023年7月议息会议加息25BP	
	2023/7/14	预计再加息1-2次，当通胀率接近2%时，希望开始朝着中性利率迈进。
	2023/7/10	通货膨胀是头号问题，今年可能还需要几次加息，才能真正让通胀回到可持续的2%的轨道上。
	2023年6月议息会议保持利率不变	
	2023/5/23	信贷紧缩情况可能相当于加息了“几次”（COUPLE）。
	2023/5/16	尽管美联储决策者应始终对金融稳定保持“敏感”，但这些担忧不应优先于央行对抗持续通胀的努力。加息道路对金融稳定构成的挑战并不明显。我不认为有必要因为金融稳定风险而做出不同的决定。

来源：金十数据，华福证券研究所整理

1.4 其他地区联储主席

古尔斯比于 2015 年 7 月就任芝加哥联储主席，在本轮加息-降息周期中表现为鸽派。

图表 12: 古尔斯比在本轮加息-降息的发言表态

名称	时间	表态
古尔斯比	2024/2/14	不支持等通胀率达到2%再降息。
	2024/2/3	仍有“数周和数月”的美国经济数据帮助决定何时降息，美联储将让通胀率重返2%的目标，但不会寻求将价格恢复到通胀起飞前的水平。
	2024年1月议息会议维持利率不变	
	2024/1/20	通胀数据将决定利率路径，通胀下降为降息敞开大门，若通胀进展逆转则可能需要加息。
	2023/12/20	如果通胀继续将，美联储可以重新考虑限制性政策的力度。美联储的决策与政治无关。
	2023年12月议息会议维持利率不变	
	2023/12/4	没有证据显示通胀停滞在3%。通胀率在降至2%的轨道上。
	2023/11/29	将利率维持在高位太久是一个令人担忧的问题。
	2023年11月议息会议维持利率不变	
	2023/10/20	仍认为有望避免衰退，威胁因素包括高油价、罢工、11月美国政府停摆。
	2023/9/29	美联储将使通胀回归目标，但有机会在不经历衰退的情况下实现这一目标。如果美联储发现物价方面缺乏进展，就必须加强利率的限制性。目前尚未决定在下次会议上采取何种行动。
	2023年9月议息会议维持利率不变	
	2023/8/7	应开始考虑要维持利率多长时间。
	2023/8/2	结束加息需看到更多通胀缓解的证据，任何降息都将在遥远的未来。
	2023/7/31	服务业通胀最为顽固，但我们已经看到了一些不错的进展。不确定是否应该在9月暂停加息。
	2023年7月议息会议加息25BP	
	2023/7/14	通胀仍然比我们想要的要高，但正在取得进展。政策制定者正走在一条“黄金之路”上，能“在不引发衰退的情况下”遏制通胀。
	2023/7/8	今年我们可以再加息1-2次，尚未决定7月份美联储应该采取何种利率政策。
	2023/7/1	通胀正在下降，但仍远高于目标，而且比预期更持久。
	2023年6月议息会议保持利率不变	
2023/5/28	美联储的行动需要数月、数年才能在经济中发挥作用。美联储在通胀目标方面正在取得进展，但尚未成功。	
2023/5/17	不同意用市场预期来制定政策，还未就6月决议作出决定，谈降息还太早。	

来源：金十数据，华福证券研究所整理

卡什卡利于 2016 年 1 月就任明尼阿波利斯联储主席，在本轮加息-降息周期中表现为鹰派。

图表 13: 卡什卡利在本轮加息-降息的发言表态

名称	时间	表态
卡什卡利	2024/2/8	若条件合适，我们可以相当缓慢地下调政策利率，今年降息2-3次似乎是合适的。 2024年1月议息会议维持利率不变 2023年12月议息会议维持利率不变
	2023/11/7	不认为加息周期已经结束，做的太多好过做的太少。对过早宣布通胀问题取得胜利感到“紧张”。 2023年11月议息会议维持利率不变
	2023/10/18	通胀还是太高。
	2023/10/11	若经济更具韧性或不得不进一步加息。收益率的潜在上升可能意味着美联储不得不减少行动，但如果这是市场对美联储行动的预期，那我们就坚持到底兑现。
	2023/9/28	预测再加息一次后，2024年基本上将维持利率不变；罢工和停摆导致的经济走弱会是减弱紧缩力度的理由。 2023年9月议息会议维持利率不变
	2023/8/16	还没准备好说加息已经结束了，通胀取得了一些进展，但仍需加息。离降息还有很长的路要走。
	2023/7/31	即使利率如此之高，但消费者仍在继续消费，仍认为美国经济可以实现软着陆。如果将来需要继续加息，我们一定会这么做。 2023年7月议息会议加息25BP
	2023/7/13	根深蒂固的通胀或迫使需进一步加息，银行业需为此做好准备。调整缩表节奏的门槛较高。
	2023/7/6	三周前美联储保持利率不变是正确的决定，数据支持美联储可能需要在某个时候进一步加息的想法。 2023年6月议息会议保持利率不变
	2023/5/23	如果通胀保持高位，我们可能需要维持较高利率。利率可能需要从现在开始进一步上调。
	2023/5/16	通胀太高，但有所下降，美联储还有很多工作要做。

来源：金十数据，华福证券研究所整理

洛根于 2022 年 8 月就任达拉斯联储主席，在本轮加息-降息周期中表现为鹰派。

图表 14: 洛根在本轮加息-降息的发言表态

名称	时间	表态
洛根	2024/2/10	在通胀方面取得了“巨大进展”，但还有更多工作要做。没有看到调整利率的紧迫性。美国国债正走向不可持续的走势。 2024年1月议息会议维持利率不变
	2024/1/7	美联储可能需要恢复上调短期政策利率，以防止近期长期债券收益率下降重新引发通胀。 2023年12月议息会议维持利率不变
	2023/11/13	货币政策实施的方式减少了流动性风险，但并未消除。继续调整美联储资产负债表是很重要的。
	2023/11/8	取得进展但通胀仍然太高。通胀数据似乎是在朝3%的方向走去，而非2%。 2023年11月议息会议维持利率不变
	2023/10/20	目前不能确信通胀正朝着2%方向驶去，目前不是考虑降息的时候。需要把逆回购工具使用规模降到0。
	2023/10/10	较高的收益率可能意味着加息需求的降低，长期中性利率可能会更高。美联储资产负债表缩减还有相当大的空间。 2023年9月议息会议维持利率不变
	2023/9/8	美联储9月或暂停加息，但降低通胀“还有工作要做”。 2023年7月议息会议加息25BP
	2023/7/7	可能有必要进一步加息，对加息滞后效应的重大影响持怀疑态度。 2023年6月议息会议保持利率不变
	2023/5/18	目前的数据不足以暂停加息。数据尚未表明在6月会议上跳过加息是否是合适的。
	2023/5/17	紧缩力度变小并不意味着通胀目标承诺减少。

来源：金十数据，华福证券研究所整理

哈克于 2015 年 7 月就任费城联储主席，在本轮加息-降息周期中表现为鸽派。

图表 15: 哈克在本轮加息-降息的发言表态

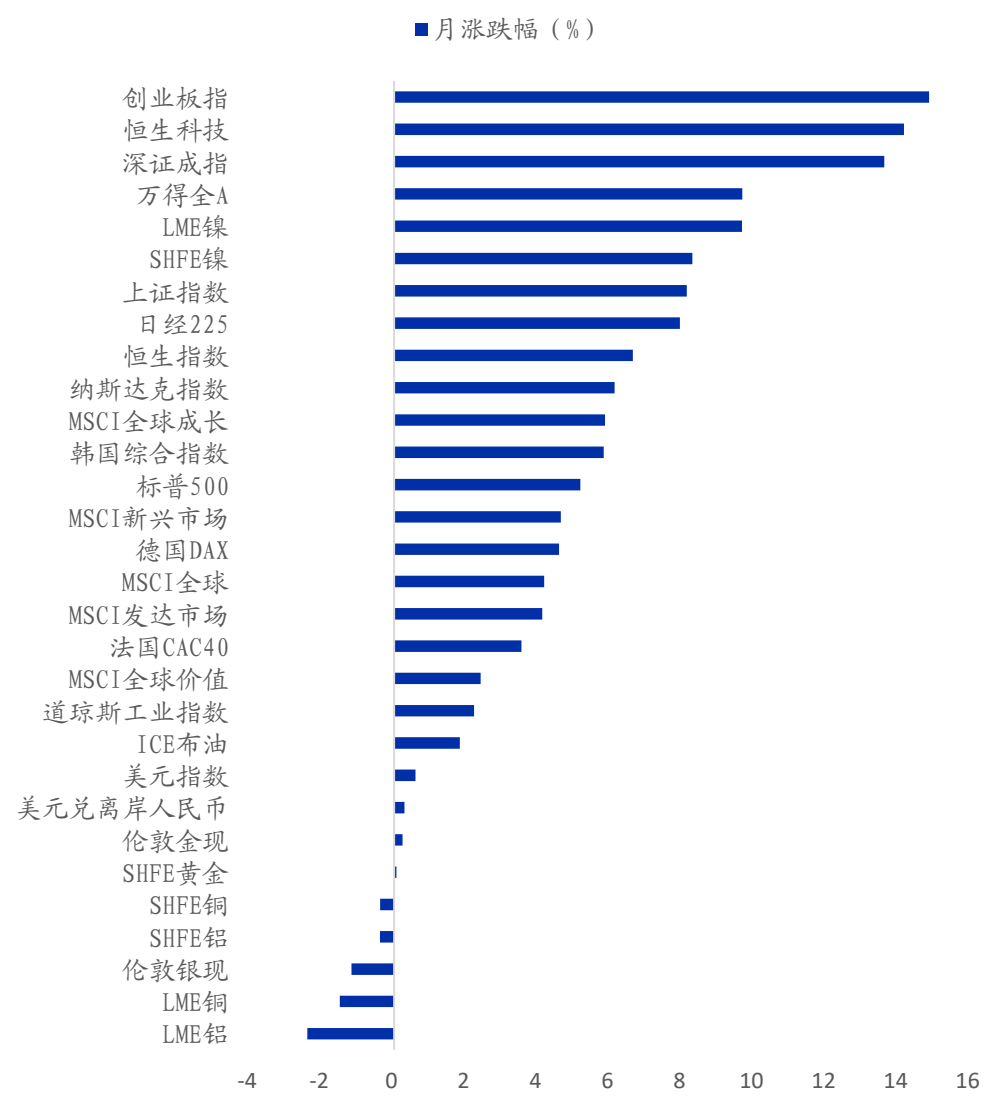
名称	时间	表态
哈克	2024/2/23	最大的风险是过早降息，暂无降息的紧迫性。5月可能会降息，但不是我的基本预期。
	2024/2/7	美联储决定维持利率不变是正确的举措，我们看到了将通胀率恢复到2%的“实质性进展”。
		2024年1月议息会议维持利率不变
	2023/12/21	控制通胀的工作尚未完成，不需要再加息，应维持利率稳定，下一步是降息但不会立即降息，美国经济极具韧性。
		2023年12月议息会议维持利率不变
	2023/11/9	货币政策总是存在滞后性，保持利率稳定将给这些滞后因素以追赶的时间。
		2023年11月议息会议维持利率不变
	2023/10/23	重申现在是保持利率稳定的时机。
	2023/10/20	重申支持维持利率不变，但保留了进一步加息的空间。
		2023年9月议息会议维持利率不变
	2023/8/25	重申目前不认为需要进一步加息；如果通胀停止下降，可能需要加息；必须将通胀率降至2%，预计最早明年才会降息。
	2023/8/11	美联储在抗击通胀方面取得了进展。
	2023/8/9	美国经济正处于平稳降落的轨道上，或已达到了可以保持利率稳定的阶段，明年某个时候或降息。预计通胀在2025年达到2%的目标。
		2023年7月议息会议加息25BP
		2023年6月议息会议保持利率不变
	2023/6/2	至少需要在整个2023年维持紧缩水平。
2023/6/1	我认为我们可以跳过一次加息，这将是一次跳过，而不是暂停加息。	

来源：金十数据，华福证券研究所整理

2 资产价格：2月全球大类资产表现数据跟踪

2月全球主要大类资产多为上涨。创业板指(+14.85%)涨幅最大，恒生科技(+14.16%)，深证成指(+13.61%)，万得全A(+9.67%)，LME镍(+9.66%)涨幅居前。LME铝(-2.41%)跌幅最大，LME铜(-1.51%)，伦敦银现(-1.19%)，SHFE铝(-0.39%)跌幅居前。

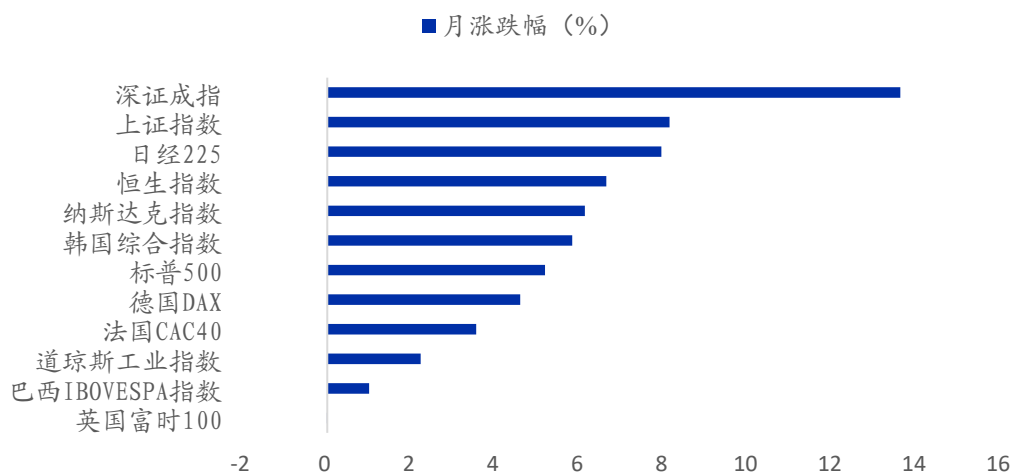
图表 16: 2月全球主要大类资产涨跌幅



来源: Wind, 华福证券研究所

2月全球主要权益市场几乎全线上涨。其中，深证成指(+13.61%)涨幅最大，上证指数(+8.13%)，日经225(+7.94%)，恒生指数(+6.63%)，纳斯达克指数(+6.12%)涨幅居前。

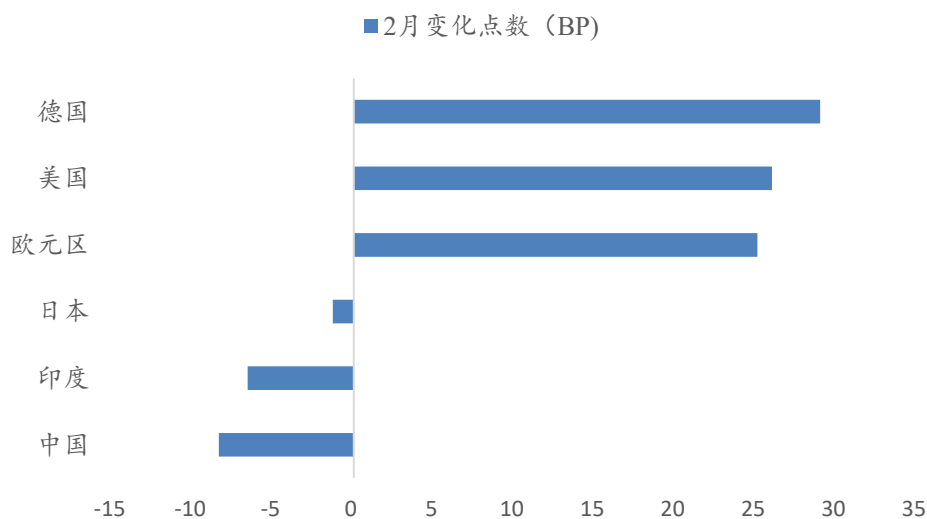
图表 17: 2月全球主要权益市场几乎全线上涨



来源: Wind, 华福证券研究所

2月全球长端利率走势不一。10年期国债收益率中,德国从2.22%上涨29BP至2.51%,美国从3.99%上涨26BP至4.25%,欧元区从2.2658%上涨25.0936BP至2.5167%;日本从0.737%下跌1.3BP至0.724%,印度从7.14%下跌6.6BP至7.08%,中国从2.4256%下跌8.39BP至2.3417%。

图表 18: 2月全球长端利率走势不一

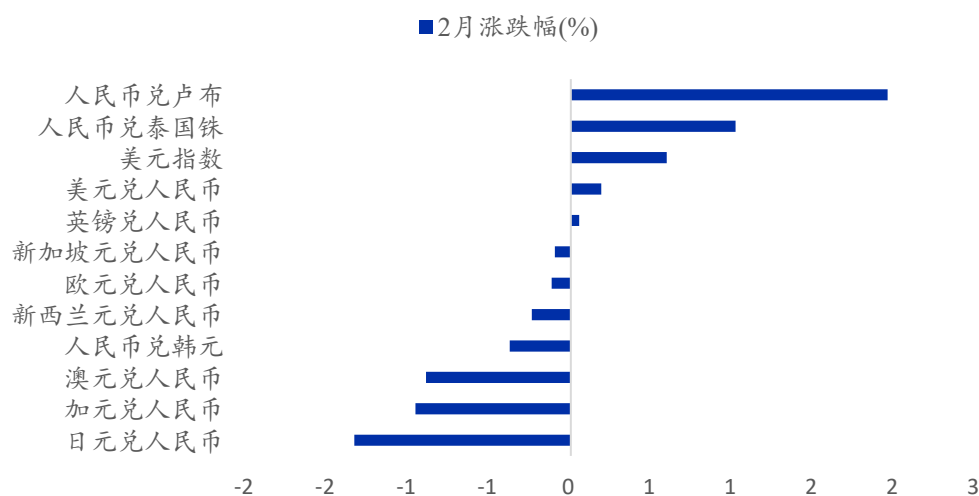


来源: Wind, 华福证券研究所

2月美元较人民币升值,美元指数上涨。美元(0.19%),英镑(0.05%)相较人民币升值;日元(-1.34%),加元(-0.96%),澳元(-0.89%),新西兰元(-0.24%)相较人民币贬值。此外,人民币兑卢布上涨1.95%,人民币兑泰铢上涨1.02%,美元指数上涨0.59%。

人民币兑韩元下跌 0.38%。

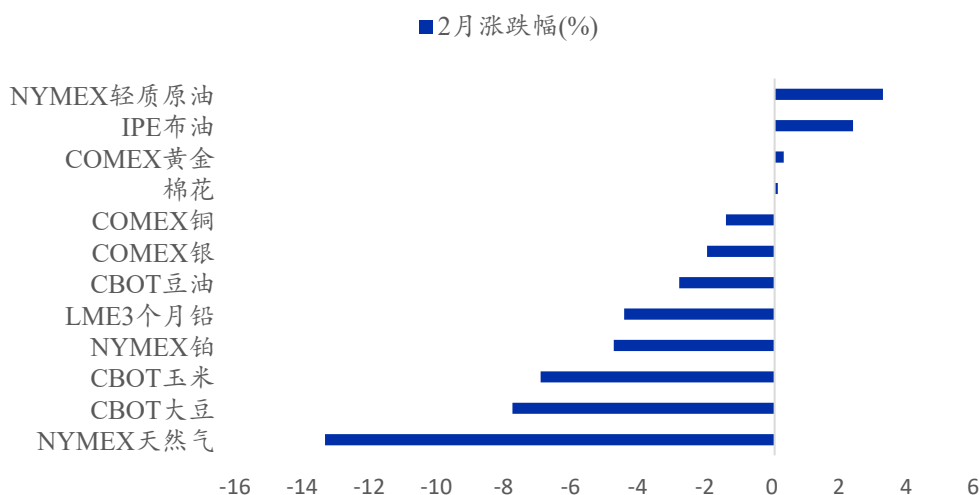
图表 19: 2月美元较人民币升值, 美元指数上涨



来源: Wind, 华福证券研究所

2月大宗商品期货多数下跌。NYMEX 轻质原油(3.23%)涨幅最大, IPE 布油(2.34%), COMEX 黄金(0.27%), 棉花(0.09%)涨幅居前。NYMEX 天然气(-13.40%)跌幅最大, CBOT 大豆(-7.81%), CBOT 玉米(-6.98%), NYMEX 铂(-4.79%)跌幅居前。

图表 20: 2月大宗商品期货多数下跌



来源: Wind, 华福证券研究所

3 全球经济: 2月全球经济基本面概述

3.1 美国平均薪资增速保持韧性, 可能带来“薪资-通胀”的螺旋上升

美国就业市场韧性较强。美国劳工统计局(BLS)公布的1月新增非农就业人数为35.3万人, 远高于市场预期的18万人, 前值由21.6万人上修至33.3万人, 11月非

农就业人数从 17.3 万修正至 18.2 万，经过修正后，11 月和 12 月的就业人数比之前公布的数据增加了 12.6 万人。具体详见《美国就业市场韧性较强，降息或晚于市场预期——美联储 1 月非农就业数据点评》。

图表 21: 1 月美国就业市场韧性较强

	2024/01	2023/12	2023/11	2023/10	2023/09	2023/08	2023/07	2023/06	2023/05
新增非农就业人数合计	35.3	33.3	18.2	16.5	24.6	21.0	18.4	24.0	30.3
私人部门	31.7	27.8	15.2	9.8	19.6	15.0	14.8	18.5	25.4
商品生产	2.8	3.3	3.6	-1.0	2.7	3.3	0.7	4.2	1.4
制造业	2.3	0.8	2.5	-3.1	1.3	0.2	-0.6	0.9	-0.5
建筑业	1.1	2.4	1.5	2.2	1.3	3.1	1.1	3.3	1.6
采矿业	-0.6	0.1	-0.4	-0.1	0.1	0.0	0.2	0.0	0.3
服务生产	28.9	24.5	11.6	10.8	16.9	11.7	14.1	14.3	24.0
金融活动	0.8	1.3	0.4	0.0	0.0	0.4	1.8	0.9	1.3
运输仓储业	1.6	0.2	-1.1	-0.9	0.9	-2.8	-1.1	-1.2	2.0
休闲和酒店业	1.1	3.8	1.0	5.7	2.7	5.2	4.1	6.0	3.9
专业和商业服务	7.4	3.5	1.0	-0.5	-0.1	-0.1	-1.7	0.7	4.9
零售业	4.5	4.3	-4.3	0.1	1.8	-0.6	0.6	-0.6	1.3
信息业	1.5	1.8	1.7	-2.6	1.1	-1.8	-2.8	-0.7	-0.3
批发业	0.2	1.1	0.7	1.2	1.2	0.2	1.6	0.1	0.7
公用事业	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	-0.2	0.1	0.1
教育和保健服务	1.2	8.4	11.0	7.7	8.1	9.3	10.9	7.7	9.1
其他服务业	0.5	-0.1	1.0	-0.1	0.9	1.6	0.9	1.2	1.0

来源: Wind, 华福证券研究所

美国劳工部公布的数据显示美国 1 月通胀超预期上行，同比升 3.1%，市场预期升 2.9%，前值升 3.4%。季调后 CPI 环比升 0.3%，预期升 0.2%，前值升 0.3%。核心 CPI 同比升 3.9%，预期升 3.7%，前值升 3.9%；环比升 0.4%，预期升 0.3%，前值升 0.3%。

图表 22: 美国 1 月 CPI 各分项变动

	同比 (非季调, %)					环比 (季调, %)				
	2024/1	2023/12	2023/11	2023/10	2023/9	2024/1	2023/12	2023/11	2023/10	2023/9
CPI	3.1	3.4	3.1	3.2	3.7	0.3	0.3	0.1	0.0	0.4
食品	2.6	2.7	2.9	3.3	3.7	0.4	0.2	0.2	0.3	0.2
能源	-4.6	-3.0	-5.4	-4.5	-4.5	-0.9	0.4	-2.3	-2.5	1.5
核心CPI	3.9	3.9	4.0	4.0	4.1	0.4	0.3	0.3	0.2	0.3
核心商品	0.3	0.2	0.0	0.1	0.0	-0.3	0.0	-0.1	-0.1	-0.1
二手汽车和卡车	-1.1	-1.3	-3.8	-7.1	-8.0	-1.4	0.5	1.6	-0.4	-2.5
医疗护理商品	3.0	4.7	5.0	4.7	4.2	-0.6	-0.1	0.5	0.4	-0.1
服装	0.1	1.0	1.1	2.6	2.3	-0.7	0.1	-1.3	0.1	-0.8
核心服务	5.4	5.3	5.5	5.5	5.7	0.7	0.4	0.5	0.3	0.6
住宅	4.6	4.8	5.2	5.2	5.6	0.6	0.4	0.4	0.3	0.6
医疗护理服务	0.6	-0.5	-0.9	2.0	2.6	0.7	0.7	0.6	0.3	0.3
交通运输服务	9.5	9.7	10.1	9.2	9.1	1.0	0.1	1.1	0.8	0.7

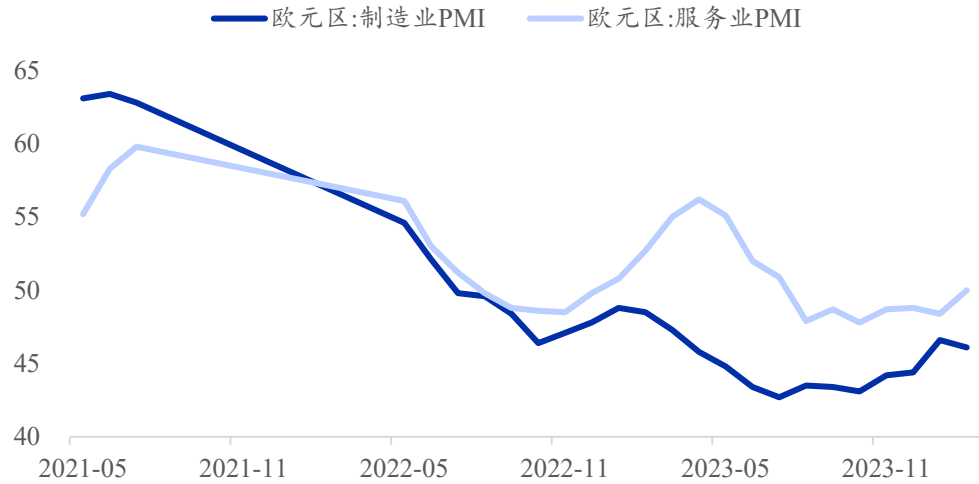
来源: Wind, 华福证券研究所

3.2 欧洲制造业经济有所回升，通胀未出现拐点

欧洲制造业经济有所回升。2 月欧元区制造业 PMI 值为 46.1，低于前值 46.6，服务

业 PMI 为 50.0，高于前值 48.4。欧央行行长拉加德表示，欧洲央行紧缩货币政策立场、随之而来的通胀率大幅下降以及牢固锚定的长期通胀预期，将作为防止持续的工资-物价螺旋上升的保障。

图表 23: 欧元区制造业 PMI 走弱，服务业 PMI 有所回升 (%)

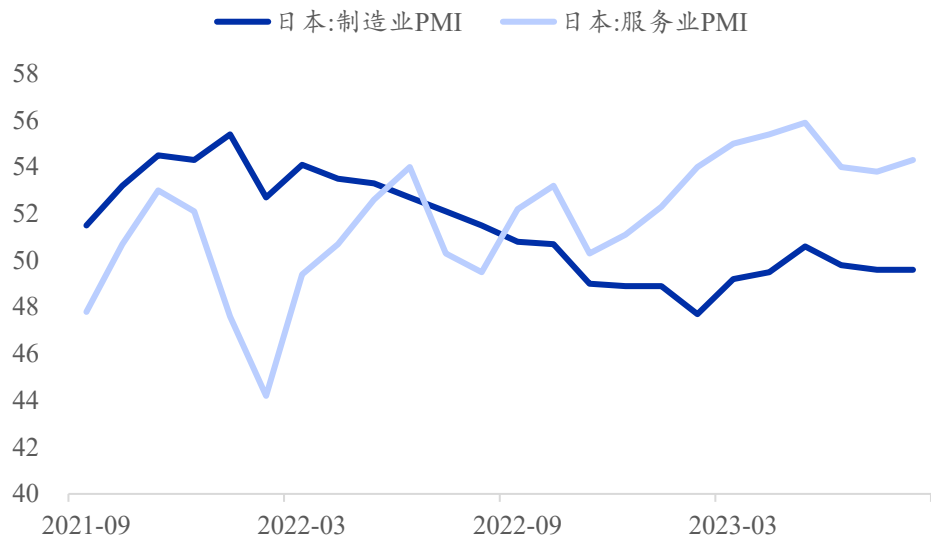


来源: Wind, 华福证券研究所

3.3 日本制造业 PMI 仍处于荣枯线以下

2月日本制造业 PMI 为 47.20，低于前值 48.0，连续 9 个月处于荣枯线以下。2月服务业 PMI 为 52.5，低于前值 53.1。日本央行行长植田和男表示如果春季工资谈判取得实质性成果，预计日本消费将有望恢复。

图表 24: 日本制造业 PMI 仍处于荣枯线以下 (%)



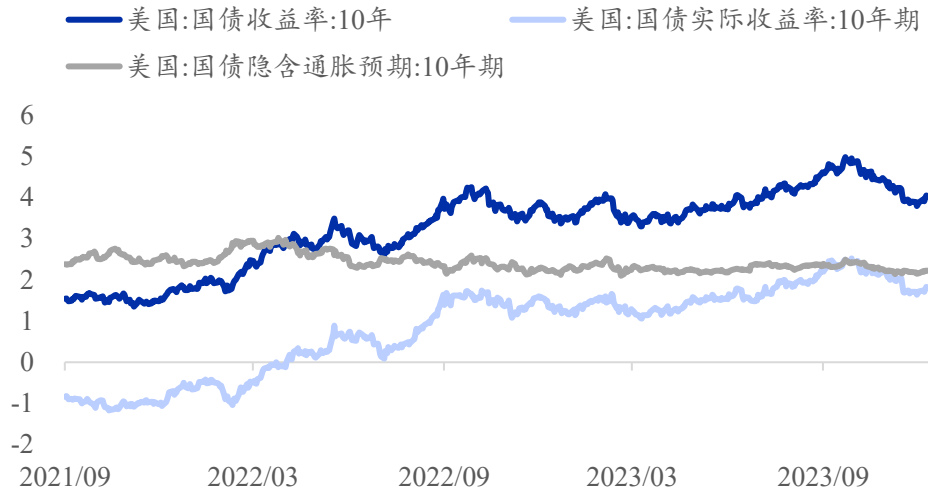
来源: Wind, 华福证券研究所

4 流动性：2月全球流动性和政策追踪

4.1 10年期美债隐含通胀预期上升，中美利差倒挂幅度加深

2月美债十年期隐含通胀预期上升至2.33%。而10年期中美利差倒挂幅度加深至190.83BP。

图表 25：10年期美债隐含通胀预期有所上升（%）



来源：Wind，华福证券研究所

4.2 2月各国央行货币政策动向跟踪

图表 26: 各国央行货币政策动向跟踪

国家	发言人	主要货币政策观点
美国	鲍威尔 美联储主席	我们希望对通胀降至2%更有信心，而我认为委员会不太可能在3月会议上拥有那种程度的信心。
	沃勒 美联储理事	决策者应将降息至少再推迟几个月，以观察近期通胀上升是预示物价稳定进程停滞，还是只是受阻。
	威廉姆斯 纽约联储主席	可能在今年晚些时候降息，加息不是我的基本情景。
	梅斯特 克利夫兰联储主席	仍倾向于今年降息三次，预计今年晚些时候进行降息。目前没有放缓缩表步伐的紧迫性。
	博斯蒂克 亚特兰大联储主席	重申预计今年夏季将进行首次降息。
欧洲	拉加德 欧洲央行行长	欧洲央行紧缩货币政策立场、随之而来的通胀率大幅下降以及牢固锚定的长期通胀预期，将作为防止持续的工资-物价螺旋上升的保障。
	霍尔茨曼 欧洲央行管委	在6月之前不太可能进行严肃的降息讨论。
	卡扎克斯 欧洲央行管委	考虑到发展的不确定性和避免通胀抬头，现在就认为目前的货币限制水平维持得足够长还为时过早。
韩国	李昌镛 韩国央行行长	5名成员支持3个月后仍将利率保持在3.5%。1名成员支持降息。
日本	植田和男 日本央行行长	日本低通胀现状支持央行现行货币政策框架，国内需求仍处于健康趋势。

来源：金十数据，华福证券研究所整理

5 风险提示

美联储加息超预期，地缘政治风险超预期。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn