

2024年06月13日

美联储对降息时点的确定仍缺乏信心

宏观研究团队

——6月FOMC会议点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790122110044

事件：美联储于北京时间6月13日凌晨2点发布6月FOMC会议声明，宣布保持利率水平不变。6月12日，美国5月CPI数据发布，其中CPI同比上升3.3%，环比不变；核心CPI同比上升3.4%，环比上升0.2%，略不及市场预期。

● 声明及发布会要点

1. 美联储宣布保持利率水平不变，缩表将按照2024年5月计划有序进行。
2. 美联储对美国经济看法几乎没有改变。在声明中美联储认为美国经济在稳步扩张，就业增长依然强劲，失业率也保持在较低水平。通胀方面，过去一年有所缓和，但仍处于高位。不过与5月份有一点不同，其认为在实现2%的通胀目标方面取得了一些进展，而5月份则认为缺乏进一步进展。
3. 美联储在此次会议上调2024年PCE、核心PCE预测，GDP增速预测维持不变，上调2025年失业率预测。点阵图显示2024年预计将降息至5.0%-5.25%，与3月会议相比削减了降息次数至1次左右。

4. 发布会上，鲍威尔整体表态中性，但从点阵图及其对5月CPI数据的表态来看，当前对于降息时点的确定仍然缺乏信心。在发言稿以及问答中，美联储主席鲍威尔表示当前的通胀数据下，美联储仍然没有获得足够的信心来进行降息，在实现通胀目标方面进展仍然较为有限，还需要更多数据。美国劳动力市场目前处于略紧张但不过热的状态，目前的工资水平仍然较高。因此会注意等待过长以及过早行动的两方面的风险。目前美国的中性利率水平可能较疫情前水平要高。

● 5月通胀数据不及预期，但美联储降息节奏尚未明显改变

1. 5月CPI继续下降，但后续下行斜率需要保持关注。在经历了4月份的通胀下降后，美国通胀在5月份再度全面下行，且不及市场预期，显示当前美国通胀有可能进入到了新一轮的下行通道中，若当前通胀下行的势头得以顺利延续，美联储在2024年降息的概率会有所提升，但还需要进一步观察后续通胀下行的斜率。
2. 美联储降息节奏尚未明显改变。从点阵图来看，联储官员对2024年降息的判断可能更偏向于在4季度进行，一则可以避免11月份的美国大选，避免陷入不必要的政治风波之中；二则彼时有足够的经济数据来进行判断。结合对通胀水平的分析，我们仍维持首次降息或在4季度的判断，且仍然有可能会不降息。此外，从后面美联储的会议安排来看，7月FOMC能提供的增量信息或许有限，8月Jackson Hole会议以及9月FOMC值得我们关注。

● 通胀不及预期或将短期提振市场短期风险偏好

CPI数据发布后，市场反应较为积极，但鲍威尔发布会后，资产价格有所回落。美股方面，在发布会后，美股涨幅有所收窄，最终道琼斯指数下跌0.09%，纳斯达克指数上涨1.53%；美债方面，发布会后10年期美债收益率有所上行；美元方面，发布会后有所上行；黄金则涨幅收窄。我们认为随着通胀数据略不及预期，市场短期风险偏好将会有所提振。CME期货显示9月降息的概率为66.27%。

● **风险提示：**国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《二手房成交延续高位，猪肉价格大幅回升—宏观周报》-2024.6.10

《非农就业反弹或促使美联储削减—美国5月非农就业数据点评》-2024.6.9

《出口同比与PMI出口背离的原因—宏观经济点评》-2024.6.8

目 录

1、 声明及发布会要点	3
1.1、 利率水平保持不变，对美国经济看法仍偏向乐观.....	3
1.2、 经济预测上调通胀预测，点阵图显示 2024 可能有 1 次降息.....	3
1.3、 发布会上，鲍威尔表态较为中性，但对降息时点仍缺乏信心.....	5
2、 5 月通胀数据不及预期，但美联储降息节奏尚未明显改变.....	5
2.1、 5 月 CPI 继续下降，但后续下行斜率需要保持关注.....	5
2.2、 美联储降息节奏尚未明显改变	7
3、 通胀不及预期或将短期提振市场风险偏好.....	8
4、 风险提示	9

图表目录

图 1： 6 月点阵图显示 2024 可能会降息 1 次.....	4
图 2： 3 月点阵图显示 2024 可能降息 3 次	4
图 3： 美国 5 月通胀水平继续下行	6
图 4： 5 月通胀环比增速较 4 月下降	6
图 5： 美国超级核心服务通胀环比增速转负.....	7
图 6： 3 季度美国房租通胀可能向上	7
图 7： 美国实际薪资增速仍然较高	7
图 8： 美国金融条件指数仍然较宽松	7
图 9： 美股回吐一定涨幅	8
图 10： 发布会后 10 年期美债收益率上行	8
图 11： 发布会后美元指数有所上行.....	8
图 12： 黄金价格涨幅收窄	8
表 1： 美联储 6 月决议内容相较于 5 月几乎没有改变.....	3
表 2： 美联储上调 2024 年通胀预测（%）	4
表 3： 美国 5 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解（%）	6

事件：美联储于北京时间6月13日凌晨2点发布6月FOMC会议声明，宣布保持利率水平不变。6月12日，美国5月CPI数据发布，其中CPI同比上升3.3%，环比不变；核心CPI同比上升3.4%，环比上升0.2%，略不及市场预期。

1、声明及发布会要点

1.1、利率水平保持不变，对美国经济看法仍偏向乐观

美联储在此次会议上宣布保持利率水平在5.25%-5.5%区间。缩表方面，将继续按照2024年5月份会议上发布的缩表计划来有序缩减持有国债及MBS。

在声明中，美联储的措辞同5月份相比几乎没有变化，即认为美国经济在稳步扩张，就业增长依然强劲，失业率也保持在较低水平。通胀方面，过去一年有所缓和，但仍处于高位。不过与5月份有一点不同，即认为在实现2%的通胀目标方面取得了一些进展，而5月份则认为缺乏进一步进展。显示当前美联储对整体货币政策的经济环境及目标的看法均未发生明显改变。

表1：美联储6月决议内容相较于5月几乎没有改变

声明要点	6月会议表述	5月会议表述
美国经济	最近的指标显示，经济活动继续稳步增长。	最近的指标表明经济活动继续稳步扩张。
就业与通胀	就业增长保持强劲，失业率保持在低位。通货膨胀在过去一年有所缓解，但仍然居高不下。近几个月来，在实现委员会2%通胀目标方面取得了一些进展。	就业增长依然强劲，失业率也保持在较低水平。过去一年通胀有所放缓，但仍处于高位。近几个月来，在实现2%的通胀目标方面缺乏进一步进展。
货币政策目标	委员会寻求在较长时期内实现充分就业和2%的通胀率。委员会认为，实现就业和通胀目标的风险在过去一年中已趋于更平衡。经济前景不确定，委员会仍高度关注通胀风险。	委员会力求在长期内实现最大就业和2%的通货膨胀率。委员会判断，实现就业和通胀目标的风险在过去一年已趋向更好的平衡。经济前景不明朗，委员会仍高度关注通胀风险。
货币政策行动	为了实现其目标，委员会决定将联邦基金利率目标区间维持在5.25%至5.5%之间。在考虑对联邦基金利率目标区间进行任何调整时，委员会将仔细评估后续数据、不断变化的前景以及风险平衡。委员会认为，在对通胀持续向2%迈进的信心增强之前，下调目标区间是不恰当的。此外，委员会将继续减少其持有的美国国债、机构债券和机构抵押贷款支持证券。委员会坚定地致力于使通胀率回到2%的目标。	为了支持其目标，委员会决定将联邦基金利率的目标范围维持在5-1/4%至5-1/2%。在考虑对联邦基金利率目标范围的任何调整时，委员会将仔细评估传入数据、不断变化的前景和风险平衡。委员会预计，在对通胀持续向2%迈进更有信心之前，不宜降低目标范围。此外，委员会将继续减少其持有的国债、机构债务和机构抵押贷款支持证券。从6月开始，委员会将通过将每月国债赎回上限从600亿美元降低至250亿美元，减缓其证券持有量下降的速度。委员会将把机构债务和机构抵押贷款支持证券的每月赎回上限维持在350亿美元，并将超过此上限的任何本金再投资于国债。委员会坚定致力于将通货膨胀率恢复到2%的目标。
货币政策立场	在评估适当的货币政策立场时，委员会将继续监测新信息对经济前景的影响。如果出现可能阻碍委员会目标实现的风险，委员会将准备酌情调整货币政策立场。委员会的评估将考虑广泛的信息，包括劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期以及金融和国际发展情况。	在评估货币政策的适当立场时，将继续监测新信息对经济前景的影响。如果出现可能阻碍委员会目标实现的风险，委员会将准备酌情调整货币政策立场。委员会的评估将考虑广泛的信息，包括劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期以及金融和国际发展的数据。

资料来源：美联储、开源证券研究所

1.2、经济预测上调通胀预测，点阵图显示2024可能有1次降息

美联储在此次会议上上调2024年PCE、核心PCE预测，GDP增速预测维持不变，

上调 2025 年失业率预测。点阵图显示 2024 年预计将降息至 5.0%-5.25%，与 3 月会议相比削减了降息次数。

经济预测方面，美联储上调 2024 年通胀预测，2024 年经济增长与失业率预测没有改变。与 3 月份相比，本次美联储对 2024 年 GDP 增速预测维持在 2.1%，2025、2026 年亦无变化；上调 2025 年失业率预测，3 月份预测 2025 年失业率为 4.1%，6 月预测上调 0.1 个百分点至 4.2%，2024 年预测仍维持在 4.0%；**上调通胀水平预测**，其中 2024 年 PCE、核心 PCE 预测为 2.6%、2.8%，较 3 月预测上调 0.1 个百分点；2025 年预测上调 0.1 个百分点。**2024 年联邦基金利率中值从 3 月份预测的 4.6% 上升至 5.1%。**

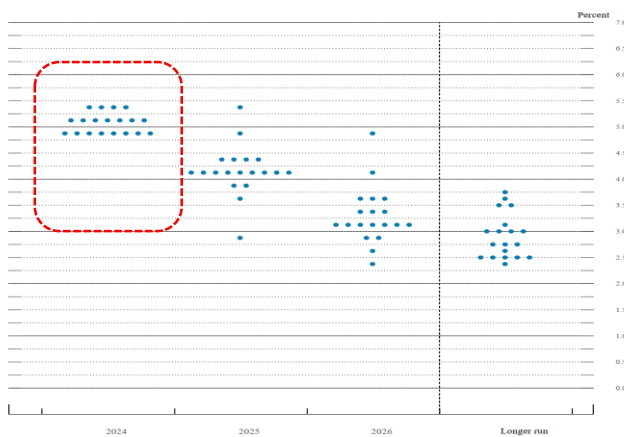
点阵图方面，此次点阵图相较于 3 月份变化相对较大，即均认为 2024 年可能只有 1 次降息，2024 年底利率水平将会在 5.0%-5.25% 区间。从具体的人数上来看，更多的委员（11 位）赞同进行 0-1 次降息。

表2：美联储上调 2024 年通胀预测（%）

预测指标	预测年份	2023.12 预测值	2024.03 预测值	2024.06 预测值
GDP 增速	2024	1.4	2.1	2.1
	2025	1.8	2.0	2.0
	2026	1.9	2.0	2.0
失业率	2024	4.1	4.0	4.0
	2025	4.1	4.1	4.2
	2026	4.1	4.0	4.1
PCE	2024	2.4	2.4	2.6
	2025	2.1	2.2	2.3
	2026	2.0	2.0	2.0
核心 PCE	2024	2.4	2.6	2.8
	2025	2.2	2.2	2.3
	2026	2.0	2.0	2.0
联邦基金利率	2024	4.6	4.6	5.1
	2025	3.6	3.9	4.1
	2026	2.9	3.1	3.1

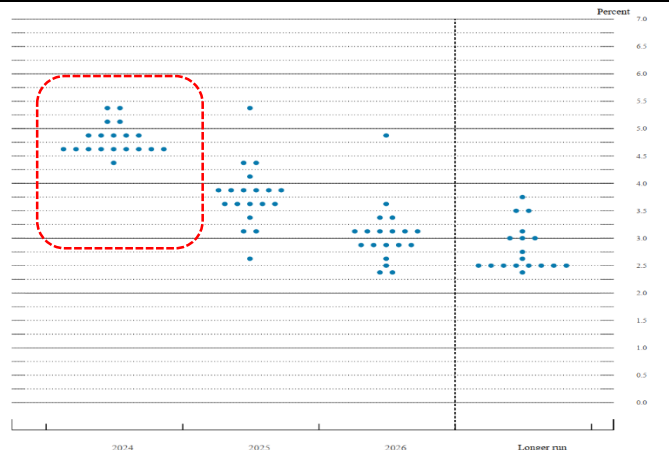
数据来源：美联储、开源证券研究所

图1：6 月点阵图显示 2024 可能会降息 1 次



资料来源：美联储、开源证券研究所

图2：3 月点阵图显示 2024 可能降息 3 次



资料来源：美联储、开源证券研究所

1.3、发布会上，鲍威尔表态较为中性，但对降息时点仍缺乏信心

从发布会上鲍威尔的发言和表态来看，整体表态中性，但从点阵图及其对 5 月 CPI 数据的表态来看，当前对于降息时点的确定仍然缺乏信心。

(1) 后续的降息方面，美联储主席鲍威尔表示当前的通胀数据下，美联储仍然没有获得足够的信心来进行降息 (the data have not given us that greater confidence)，虽然最新的通胀数据对降息有更多支撑 (more favorable)，但在实现通胀目标方面进展仍然较为有限 (modest further progress)，还需要更多数据。当然若劳动力市场或者通胀出现超预期向下，也将会及时行动。因此会注意等待过长以及过早行动的两方面的风险。此外，鲍威尔也认为目前美国的中性利率水平/长期利率基准 (long-run benchmark rate) 可能较疫情前水平要高。

(2) 关于劳动力市场与通胀水平，鲍威尔称美国劳动力市场目前处于略紧张但不过热的状态 (relatively tight but not overheated)，强劲的就就业数据主要得益于移民及 25-54 岁的劳动参与率的提升，目前的工资水平仍然较高。通货膨胀虽然已经从最高点实质性回落 (7%→2.7%)，但仍然很高，不过长期通货膨胀预期仍然得到了较好的锚定。5 月份的 CPI 数据是个好的进展，并期待有更多类似的数据。当前委员会对于通胀的预期是相对保守的 (conservative)。

(3) 关于美国经济，鲍威尔表示当前美国经济比较强，尽管一季度 GDP 有所下降 (3.4%→1.3%)，但私人国内最终购买 (Private Domestic Final Purchases，不包括库存投资、政府支出和净出口) 在第一季度增长了 2.8%，几乎同 2023 年下半年一样强劲 (nearly as strong as the second half of 2023)，私人消费有所下降但仍非常稳健，设备投资有所回升，供给侧的改善对需求端的韧性以及 2023 年美国强劲增长 (strong performance) 起到了非常重要的作用。

(4) 鲍威尔还表示，从过去 5-10 年的经验来看，如果降息 25bp 的话，其对美国经济的影响很难评估 (quite a job on your hands)，若启动宽松，可能会对金融条件产生较为明显的影响。

2、5 月通胀数据不及预期，但美联储降息节奏尚未明显改变

2.1、5 月 CPI 继续下降，但后续下行斜率需要保持关注

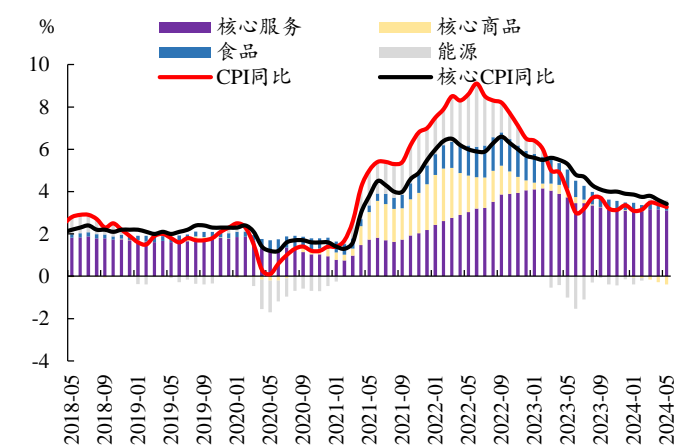
美国 5 月 CPI 同比上升 3.3%，增速较 4 月下降 0.1 个百分点。环比不变，环比增速较 4 月下降 0.3 个百分点。核心 CPI 同比上涨 3.4%，环比上升 0.2%，同比增速、环比增速均较 4 月份下降 0.1 个百分点，且均略不及市场预期。5 月份 CPI 与核心 CPI 均出现一定程度下降，主因核心商品、能源通胀出现了一定幅度的下行，同时核心服务亦出现了一定程度的下行。总的看，在经历了 4 月份的通胀下行后，美国通胀在 5 月份再度全面下行，显示当前美国通胀有可能进入到了新一轮的下行通道中，若当前通胀下行的势头得以顺利延续，美联储在 2024 年降息的概率会有所提升，但还需要进一步观察后续通胀下行的斜率。

分项来看，能源通胀同比增速较 4 月份提升 1.1 个百分点至 3.7%，对通胀同比拉动上升 0.07 个百分点至 0.261%，食品通胀同比增速下降 0.1 个百分点至 2.1%，对通胀同比的拉动下降 0.07 个百分点至 0.2285%。核心通胀方面，核心商品同比增速较 4 月份下降 0.4 个百分点至 1.7%，核心服务通胀同比增速保持不变，两者对总体通胀的拉动作用分别下降 0.1 个百分点、0.048 个百分点至 -0.384%、3.105%。

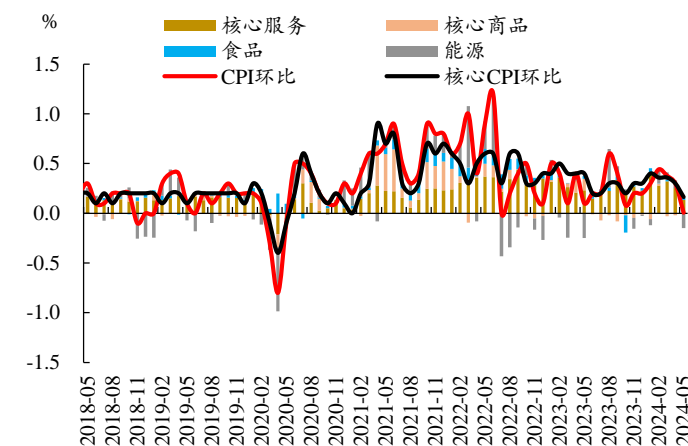
表3: 美国 5 月 CPI 部分重要分项同比、环比及贡献分解 (%)

权重	分项	同比贡献分解				环比贡献分解			
		2024-05	2024-05	2024-04	2024-03	2024-05	2024-05	2024-04	2024-03
100	全部	3.3	3.3	3.4	3.5	0.0	0	0.3	0.4
13.56	食品	0.29	2.1	2.2	2.2	-0.14	0.1	0	0.1
8.17	居家食品	0.09	1	1.1	1.2	-0.14	0	-0.2	0
5.39	外带食品	0.20	4	4.1	4.2	0.02	0.4	0.3	0.3
6.66	能源	0.26	3.7	2.6	2.1	0.02	-2	1.1	1.1
3.54	能源商品	0.11	2.2	1.1	0.9	0.00	-3.5	2.7	1.5
3.12	能源服务	0.15	4.7	3.6	3.1	0.02	-0.2	-0.7	0.7
18.89	核心商品	-0.38	-1.7	-1.3	-0.7	-0.01	0	-0.1	-0.2
3.52	家居	-0.11	-2.5	-2.8	-2.7	0.00	0	-0.4	-0.1
2.51	服装	0.03	0.8	1.3	0.4	-0.01	-0.3	1.2	0.7
3.68	新车	-0.03	-0.8	-0.4	-0.1	-0.02	-0.5	-0.4	-0.2
2.01	二手车	-0.24	-9.3	-6.9	-2.2	0.01	0.6	-1.4	-1.1
1.49	医疗保健	0.05	3.1	2.5	2.5	0.02	1.3	0.4	0.2
0.85	含酒精饮料	0.01	1.7	2	2.4	0.00	0.1	0.1	0.1
1.372	其它商品	0.05	3.4	3.6	3.9	-0.01	0.5	-0.1	0.2
60.9	核心服务	3.11	5.3	5.3	5.4	0.13	0.2	0.4	0.5
7.67	主要居所租金	0.40	5.3	5.4	5.7	0.03	0.4	0.4	0.4
26.77	业主等价租金	1.45	5.7	5.8	5.9	0.12	0.4	0.4	0.4
6.52	医疗服务	0.20	3.1	2.7	2.1	0.02	0.3	0.4	0.6
6.29	交通运输服务	0.64	3.9	4.1	4.5	-0.03	-0.2	0.3	0.1
3.27	休闲服务	0.12	10.5	11.2	10.7	-0.01	-0.5	0.9	1.5
5.04	教育与通讯服务	0.10	2	1.6	1.4	0.01	0.3	0.2	0.2

数据来源: Bloomberg、开源证券研究所

图3: 美国 5 月通胀水平继续下行


数据来源: Bloomberg、开源证券研究所

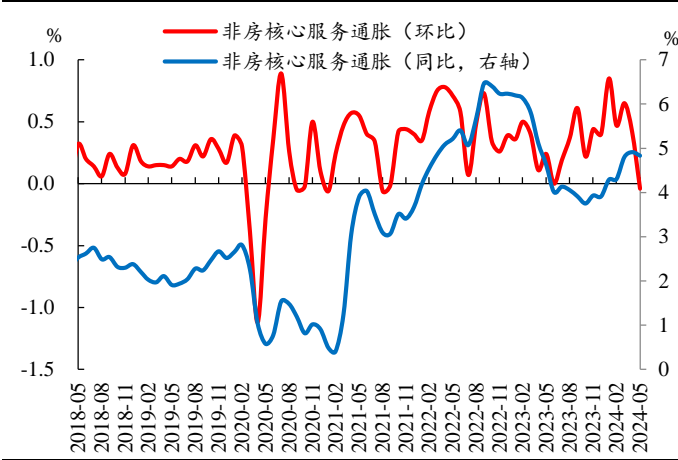
图4: 5 月通胀环比增速较 4 月下降


数据来源: Bloomberg、开源证券研究所

往后看，我们认为 5 月份的通胀数据显示当下美国去通胀进程尚在进行之中。从超级核心服务通胀（去掉住房的核心服务）来看，5 月份同比、环比增速分别较 4 月份下降 0.08 个百分点、0.46 个百分点，环比增速转负。但考虑到 2023 年 6、7 月份通胀基数相对较低，且将迎来暑期出行的高峰，服务通胀压力或将逐渐积累。而从 Zillow 房租指数来看，3 季度后房租通胀或将向上，从而带动核心通胀回落更加

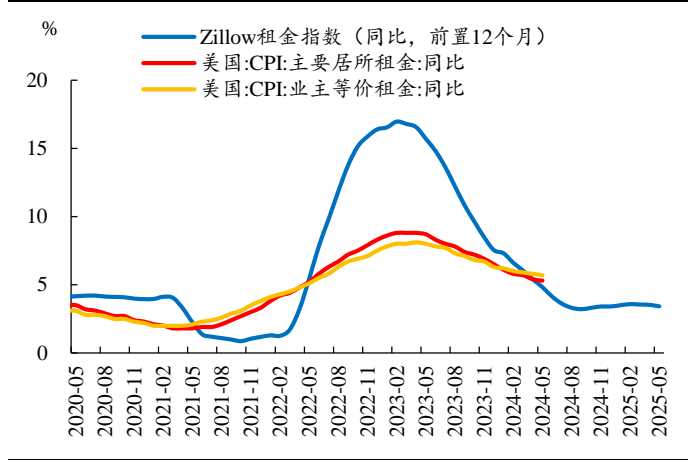
缓慢，届时美国通胀是否能够顺利实现，可能还存在更多的不确定性。

图5：美国超级核心服务通胀环比增速转负



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

图6：3季度美国房租通胀可能向上



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

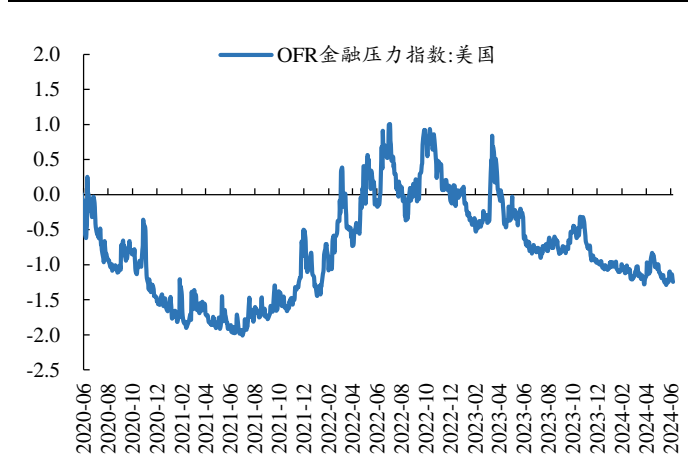
此外，如果我们从劳动力市场及金融条件来看，从图7中可以看到，5月美国实际薪资增速（薪资同比增速—通胀增速）仍然有2.16%，仍处在较高区间。此外当前美国金融条件指数仍然处于较低水平，显示当前企业及居民端能够较为容易的获得金融支持，后续美国经济的需求端或也将保持韧性。

图7：美国实际薪资增速仍然较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：美国金融条件指数仍然较宽松



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、美联储降息节奏尚未明显改变

如何看待后续美联储的降息节奏？我们认为，从当前的情况来看，虽然5月份的CPI数据显示当前去通胀进程仍在持续，但结合美联储的点阵图、鲍威尔的发言来看，当前美联储对于降息时点的判断可能并未受到太多的影响，一则后续通胀顺利下行的有利因素并不多，凭4-5月份的通胀数据下行，并不足以让美联储获得足够的信心降息，且若降息预期开始发酵，金融市场条件转为宽松，会比较快的传导至美国经济端，从而有可能导致通胀形势逆转；二则当前美国经济韧性相对较强，劳动力市场也比较有韧性，美联储有充足的时间和数据来对降息时点进行评估，因此其可能更多的会选择多观察，以避免政策波动带来经济波动。

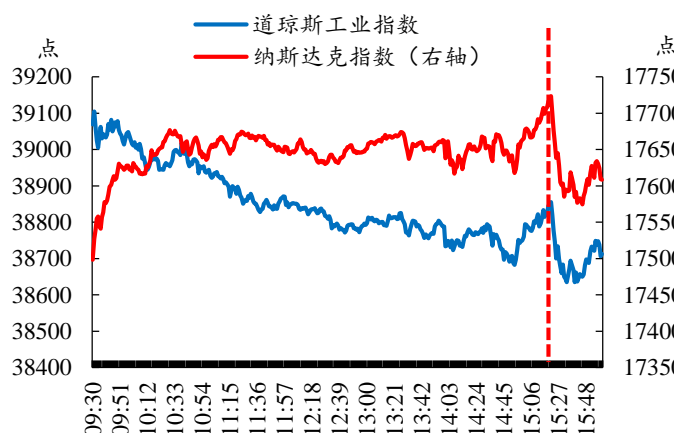
我们认为，从点阵图来看，联储官员对2024年降息的判断可能更偏向于在4季度进行，一则可以避开11月份的美国大选，避免陷入不必要的政治风波之中；二则

彼时有足够的经济数据来进行判断。从这个角度看，结合前述对通胀水平的分析，我们仍维持首次降息或在 4 季度的判断，且仍然有可能会不降息。此外，从后面美联储的会议安排来看，7 月 FOMC 能提供的增量信息或许有限，8 月 Jackson Hole 会议以及 9 月 FOMC 值得我们关注。

3、通胀不及预期或将短期提振市场风险偏好

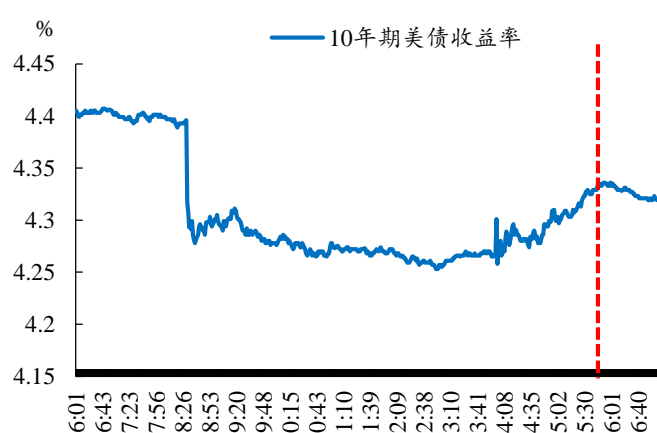
CPI 数据发布后，市场反应较为积极，但鲍威尔发布会后，资产价格有所回落。美股方面，在发布会后，美股涨幅有所收窄，最终道琼斯指数下跌 0.09%，纳斯达克指数上涨 1.53%；美债方面，发布会后 10 年期美债收益率有所上行；美元方面，发布会后有所上行；黄金则涨幅收窄。我们认为随着通胀数据略不及预期，市场短期风险偏好将会有所提振。CME 期货显示 9 月降息的概率为 66.27%。

图9：美股回吐一定涨幅



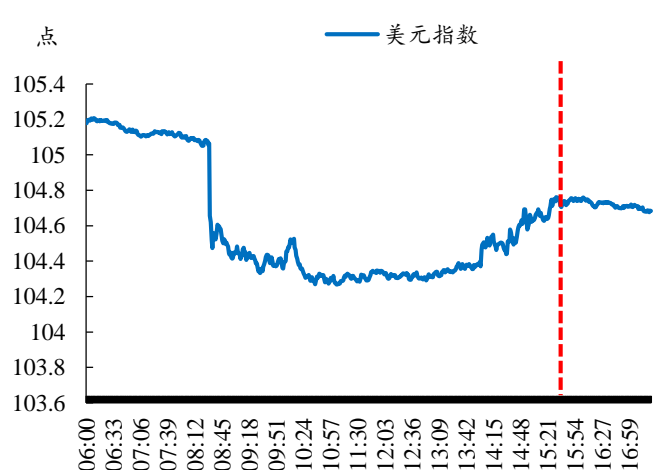
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：发布会后 10 年期美债收益率上行



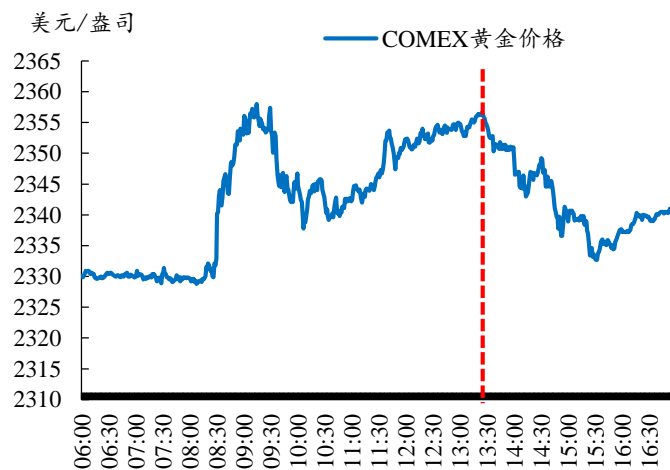
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：发布会后美元指数有所上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：黄金价格涨幅收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年15月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn