

美国9月FOMC会议点评

两难中的“中庸之道”

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师：	田地	0755-81982035	tiandi2@guosen.com.cn	执证编码：S0980524090003
证券分析师：	邵兴宇	010-88005483	shaoxingyu@guosen.com.cn	执证编码：S0980523070001
证券分析师：	董德志	021-60933158	dongdz@guosen.com.cn	执证编码：S0980513100001

事项：

美东时间9月17日，美联储召开9月FOMC会议，宣布下调联邦基金目标利率25个基点至4.00%-4.25%区间，同时维持既有的缩表节奏。

评论：

◆ 降息如期而至，市场预期兑现

9月FOMC会议后，美联储宣布将联邦基金利率下调25个基点，调整至4.00%-4.25%区间，缩表安排维持不变，整体符合市场预期。

本次会议整体传递出“审慎宽松”的政策取向。鲍威尔主席强调当前“经济前景的不确定性依然较高”，提出“就业端下行风险有所上升”，相较于过去这一表述为新增提法，体现出对劳动力市场的担忧。但同时他亦指出“通胀指标近期有所回升且仍处于偏高区间”，表明美联储在宽松的同时仍保持对物价水平的高度警惕。整体来看，美联储在就业承压、通胀犹存的“两难”背景下，尽管转向宽松，但态度较审慎。

图1：9月17日FOMC会议决议声明要点梳理

维度	2025. 09	2025. 07	2025. 06	2025. 05
联邦基金利率	将联邦基金利率 维持在4%至4.25% 的目标区间。 隔夜回购最低买入利率为4.25% ，操作总额上限为5000亿美元。 隔夜逆回购发行利率为4% ，每个交易对手方每日限额为1600亿美元。	将联邦基金利率 维持在4.25%至4.5% 的目标区间。 隔夜回购最低买入利率为4.5% ，操作总额上限为5000亿美元。 隔夜逆回购发行利率为4.25% ，每个交易对手方每日限额为1600亿美元。	将联邦基金利率 维持在4.25%至4.5% 的目标区间。 隔夜回购最低买入利率为4.5% ，操作总额上限为5000亿美元。 隔夜逆回购发行利率为4.25% ，每个交易对手方每日限额为1600亿美元。	将联邦基金利率 维持在4.25%至4.5% 的目标区间。 隔夜回购最低买入利率为4.5% ，操作总额上限为5000亿美元。 隔夜逆回购发行利率为4.25% ，每个交易对手方每日限额为1600亿美元。
经济前景	经济前景的不确定性依然高涨 (Uncertainty about the economic outlook remains elevated.)	经济前景的不确定性依然高涨 (Uncertainty about the economic outlook remains elevated.)	经济前景的不确定性有所减弱，但仍然居高不下 (Uncertainty about the economic outlook has diminished but remains elevated.)	经济前景的不确定性进一步加剧 (Uncertainty about the economic outlook has increased further.)
就业	就业增长放缓，失业率略有上升但仍处于低位 (Job gains have slowed, and the unemployment rate has edged up but remains low) ... 就业形势的下行风险已经上升 (downside risks to employment have risen.)	上半年经济活动增长有所放缓。 失业率保持在低位 ，劳动力市场状况依然稳健 (The unemployment rate remains low, and labor market conditions remain solid.)	近期指标显示，经济活动持续稳健扩张。 失业率维持在低位 ，劳动力市场状况保持稳健 (The unemployment rate remains low, and labor market conditions remain solid.)	近期指标显示，经济活动持续稳健扩张。近几个月失业率稳定在低位，劳动力市场状况依然稳健 (The unemployment rate has stabilized at a low level in recent months, and labor market conditions remain solid.)
通胀	通胀率有所上升，且仍处于略高水平。委员会力求……，并将通胀率保持在2%左右。 (Inflation has moved up and remains somewhat elevated.)	通胀率仍然略高。委员会力求……，并将通胀率保持在2%左右。 (Inflation remains somewhat elevated.)	通胀率仍然略高。委员会力求……，并将通胀率保持在2%左右。 (Inflation remains somewhat elevated.)	通胀率仍然略高。委员会力求在长期内实现……和2%的通胀率 (Inflation remains somewhat elevated.)
缩表节奏	缩表节奏：400亿美元/月 MBS缩表上限：350亿美元 国债缩表上限：50亿美元	缩表节奏：400亿美元/月 MBS缩表上限：350亿美元 国债缩表上限：50亿美元	缩表节奏：400亿美元/月 MBS缩表上限：350亿美元 国债缩表上限：50亿美元	缩表节奏：400亿美元/月 MBS缩表上限：350亿美元 国债缩表上限：50亿美元
决议	Miran投出反对票，主张下调50bp	Bowman and Waller投出反对票，主张下调25bp；Kugler缺席	/	/

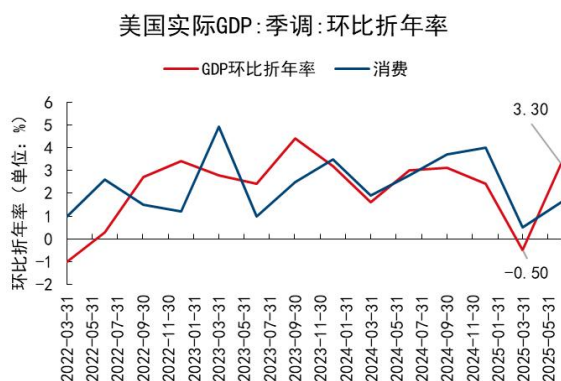
资料来源：Wind、美联储、国信证券经济研究所整理

◆ 经济前景：消费拖累，投资托底，预期仍有望改善

鲍威尔在发布会上指出，美国经济出现放缓迹象（*growth... has moderated*）。上半年 GDP 增速约为 1.5%，低于去年同期的 2.5%。他强调，放缓主要源于消费趋弱（*slowdown in consumer spending*），但企业在设备与无形资产方面的投资则有所改善（*investment in equipment and intangibles has picked up*）。

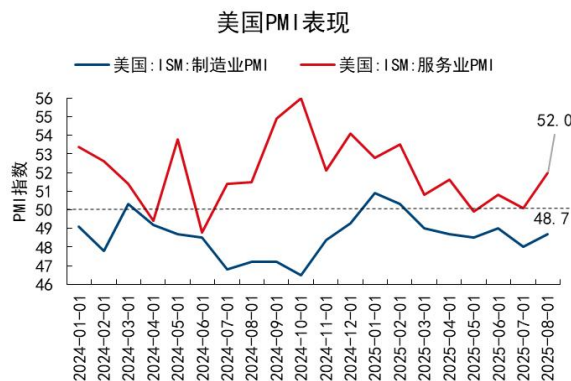
从软数据来看，美国经济有放缓趋势，但韧性依然存在。制造业 PMI 自 2024 年初以来大多徘徊在荣枯线下方，近期维持在 47-49 区间，显示制造业仍处收缩状态，但已有逐步向扩张区间靠拢的迹象。服务业 PMI 整体保持在 50 以上，尽管上半年依然有所回落，但近期展现出修复态势，对经济形成持续支撑。

图2：美国经济数据



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

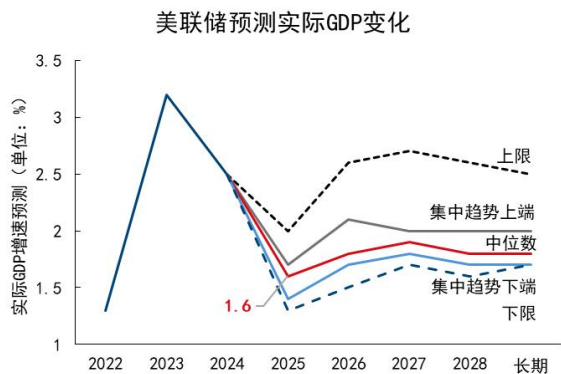
图3：制造业和服务业 PMI



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

从经济预测摘要（SEP）来看，预测结果亦传递出短期承压、中长期乐观的取向。在最新的 SEP 中，2025 年被视为相对放缓的一年，GDP 增速中值仅为 1.6%，显著低于 2024 年的水平。但从中长期来看，增速有望逐步回升。我们认为，美国经济前景偏向改善，美联储的预测具备合理性。消费虽短期承压，但并非结构性掣肘，同时，美国的增长亮点在于新兴产业，尤其是科技与 AI，有望为经济增长注入动能。

图4：SEP 预测实际 GDP 增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：参与者 GDP 增速预测分布

	2025		2026		2027		2028		长期	
	6月预测	9月预测	6月预测	9月预测	6月预测	9月预测	6月预测	9月预测	6月预测	9月预测
0.4-0.5										
0.6-0.7			1		1					
0.8-0.9										
1.0-1.1	3									
1.2-1.3	5	1								
1.4-1.5	8	8	4	1					1	
1.6-1.7	2	8	6	4	5	2	6	5	6	
1.8-1.9			5	7	7	11	8	8	8	
2.0-2.1	1	2	2	4	5	4	3	4	3	
2.2-2.3				1						
2.4-2.5			1	1	1	1	1	1	2	
2.6-2.7				1		1	1			

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

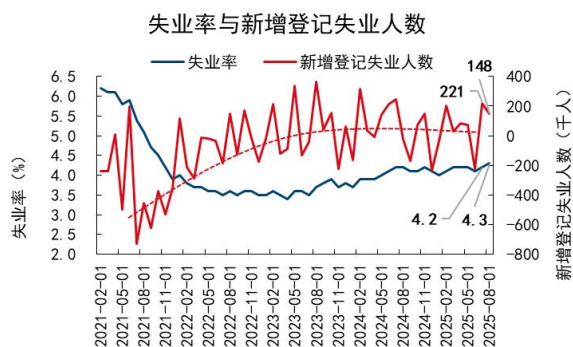
◆ 就业承压：降息的直接推手

本次降息背后，就业市场的显著降温是最核心因素。鲍威尔在发布会上提到，就业市场状况“进一步降温”（*continued to cool*）。近三个月非农平均新增仅 2.9 万人，远低于维持失业率稳定所需的“盈亏平衡”水平（*below the “break-even” rate*），亦显著低于疫前失业率维持在 3.5%-3.8% 区间时（2018.05-2019.07）的月均 16.7 万人水平，劳动力需求明显走弱，就业已成为除政治因素外美联储政策转向的主要原因之一。

从近期数据来看，今年以来非农就业整体呈现下行趋势，尤其在近两个月表现尤为疲弱。8 月非农新增就

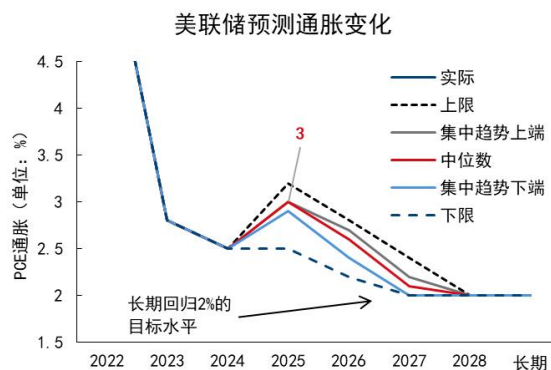
业（CES 口径）仅 2.2 万人，远低于市场预期的 7.5 万人，也大幅低于 7 月的 7.9 万人，创近十个月新低。居民调查（CPS 口径）显示新增登记失业人数增加 14.8 万人，与 CES 数据下行形成呼应，居民调查与雇主调查口径均指向就业市场降温。

图6：失业率与新增登记失业人数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图7：SEP 预测失业率走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

就业市场短期承压，有望逐步改善，趋势温和向好。SEP 显示，今年失业率中值预计为 4.5%，随后逐步回落，表明美联储对就业端的担忧近期已明显上升。展望未来，趋势相对温和向好，失业率回落趋势明显。

我们认为，当下美国就业的演变主要取决于两方面因素。**政策面看移民**，近年来移民数量下降叠加劳动参与率回落，导致劳动力供给扩张受限，是非农增速放缓的重要背景；**经济面看企业用工**，在消费走弱、经济放缓环境下，企业招聘趋于谨慎。随着经济逐步企稳，以及科技及新兴产业扩张外溢至社会总需求，用工需求有望得到支撑。

整体而言，美国就业市场虽然短期压力不容忽视，但基本盘实则依然稳定，供需两端均具修复潜力，就业更可能表现为温和降速后的企稳，而非陷入深度衰退。

◆ 通胀黏性：宽松的主要阻力

FOMC 声明在通胀表述上较为谨慎。9 月的声明中直接强调通胀“有所上升”（*has moved up*），而此前仅表述为“仍然处于偏高水平”（*remain somewhat elevated*），措辞上的变化体现出决策层对通胀回升迹象的更高敏感度，似乎也有意藉此为降息节奏和时点的合理性辩护。

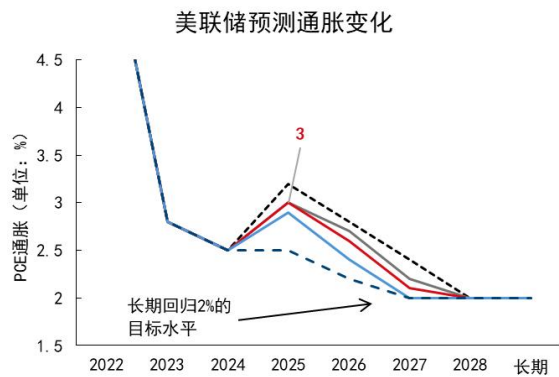
8 月整体 PCE 同比上涨 2.7%，核心 PCE 为 2.9%，关税扰动推升部分商品价格，令通胀短期上行。美联储认为关税属一次性冲击。但若通胀始终难回落，美联储声称也会“确保其不固化为长期压力”（*ensure that a one-time increase in the price level does not become an ongoing inflation problem*），留有了一定的鹰派色彩。

图8：美国通胀走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图9：SEP 预测通胀走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 降息≠狂欢：稳中有忧，政治成最大变量

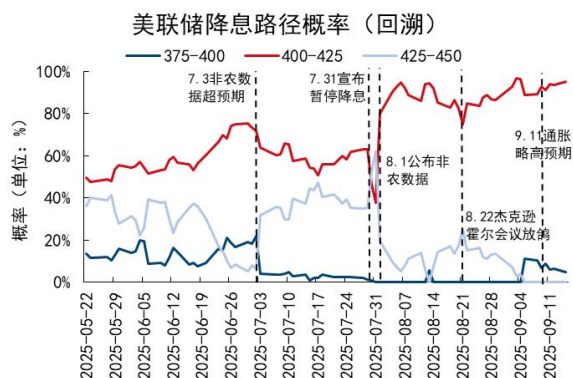
本次降息更多是预防式操作，背后体现就业承压与通胀黏性的双重考量。从数据来看，就业数据的确显现疲软，成为政策转向的直接诱因，但通胀压力并未完全消退。展望后续，就业具备一定修复潜力，而通胀风险依旧存在，美联储因此选择以谨慎的 25bp 来平衡双重目标，态度“警惕而不冒进”，属“中庸之道”。

在特朗普政府的施压下，政治层面则成为最大的变量。特朗普多次公开呼吁利率“要快降、要大降”，并在任内提名 Bowman（现任联储理事兼监管副主席）和 Waller（现任理事，被视为鲍威尔任期结束后的潜在主席人选）进入董事会。两人因提名背景与政治立场，与特朗普存在天然纽带，在关键政策选择上更可能回应其诉求，成为特朗普在联储内部的“代理人”。

本次会议中，特朗普已迈出实质性干预的第一步。其经济顾问 Miran 经参议院确认出任联储理事，填补 Kugler 离任空缺，正式进入 FOMC 并握有投票权。Miran 此前为白宫经委会主席，此番转任被视为特朗普向联储直接安插的关键力量，在本次会议上投出了主张更激进降息 50bp 的异议票。与此同时，会前特朗普还试图罢免董事会成员 Cook，虽遭法院阻止，但未来不排除出现更多类似操作。

整体来看，特朗普强化对美联储掌控的意图日益显性，其“驯服”美联储的野心已显露无疑，这也使货币政策前景充满额外的不确定性。往后看，市场对后续降息的预期仍在博弈，我们保守判断，年内美联储大概率还会再降两次，每次 25bp，单次直接降息 50bp 概率不高。

图10：美联储降息概率回溯



资料来源：美联储官网、国信证券经济研究所整理

图11：美联储点阵图

终点利率	2025		2026	
	6月	9月	6月	9月
4.25-4.50	7	1		
4.00-4.25	2	6	1	
3.75-4.00	8	2	5	2
3.50-3.75	2	9	4	6
3.25-3.50			5	2
3.00-3.25			2	4
2.75-3.00		1	1	3
2.50-2.75			1	2
中位数	3.75-4.00	3.50-3.75	3.50-3.75	3.25-3.50

资料来源：美联储官网、国信证券经济研究所整理

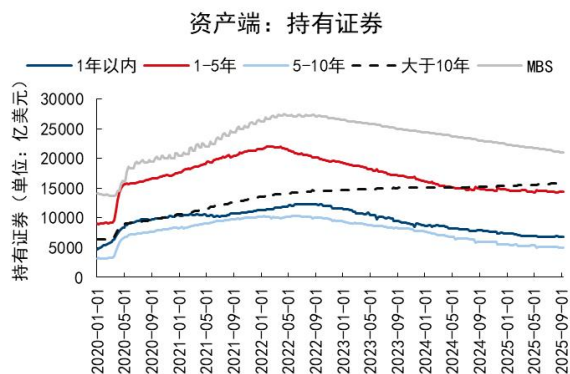
◆ 资产负债管理：缩表节奏延续

本次 FOMC 在宣布降息 25bp 的同时，美联储也将继续缩减资产负债表规模。节奏安排未出现任何调整。长

期以来，资产端国债、MBS 规模呈现缓步下行趋势，整体资产负债表延续温和收缩。

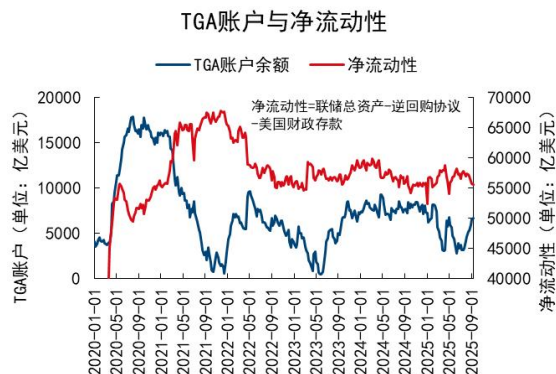
自 6 月以来，财政部一般账户（TGA）余额显著回升。一方面，财政部加大发债“补库”，对市场流动性形成一定的“抽水”效应。另一方面，特朗普政府上调关税带动财政收入增长，也在边际上为 TGA 回升提供支持。未来若继续延续 TGA 账户扩张速度，流动性或将受到影响，货币市场利率将面临上行压力，美联储的降息效果可能部分被稀释。

图12: 美联储资产端



资料来源：Wind、美联储、国信证券经济研究所整理

图13: 美联储负债端 TGA 与流动性追踪



资料来源：Wind、美联储、国信证券经济研究所整理

图14: 美联储资产负债表 (9月10日)

 国信证券 GUOSEN SECURITIES	美联储资产负债表（2025年9月10日）	单位：百万美元
总资产	6, 605, 962. 0	总负债 6, 560, 249. 0
* 黄金证券账户	11, 037. 0	* 存款 4, 049, 139. 0
* 特别提款权账户	15, 200. 0	* 存款机构定期存款 -
* 硬币	1, 478. 0	* 存款准备金 3, 150, 913. 0
* 持有证券、未摊销证券溢价和折扣、回购协议和贷款	6, 521, 315. 0	* 美国财政部一般账户 (TGA) 667, 585. 0
* 持有证券	6, 306, 109. 0	* 外国官方 9, 441. 0
* 美国国债	4, 200, 916. 0	* 其他存款 221, 200. 0
* 联邦机构债券	2, 347. 0	* 逆向回购协议 382, 956. 0
* 抵押贷款支持债券 (MBS)	2, 102, 846. 0	* 联储票据 (扣除美联储自持部分) 2, 360, 114. 0
* 当前持有的未摊销证券溢价	232, 074. 0	* 延迟入账现金项目 368. 0
* 当前持有的未摊销证券折扣	-23, 662. 0	* 财政部对信贷部门的捐助 2, 029. 0
* 正向回购协议	12. 0	* 其他负债及应计股息 -234, 362. 0
* 其他贷款	6, 782. 0	
* 市政流动性基金有限责任公司持有的净投资组合	-	
* 持有TALF II LLC投资组合净额	-	
* MS Facilities LLC的净投资组合持有量 (中产阶级贷款计划)	4, 263. 0	
* 托收中项目	58. 0	
* 银行不动产	585. 0	
* 中央银行流动性互换	49. 0	
* 外币	19, 603. 0	
* 其他联储资产	32, 375. 0	
全部资本（净资产） 45, 719. 0	* 实缴资本 38, 934. 0	* 结余 6, 785. 0
* 其他资本账户 -		

资料来源：Wind、美联储、国信证券经济研究所整理

◆ 历史复盘：预防式降息与对应资产表现

自美国第十二任联邦储备委员会主席沃尔克上任后，美联储历任主席对通胀和经济衰退的货币政策操作相对统一。从政策连续性来看，1980 年后的降息周期对当前的参考意义更大。时至今日，美联储一共开启了 11 轮降息周期（4 次预防式降息和 7 次衰退式降息）。

本轮降息更接近“预防式”逻辑，因此重点梳理历次预防式降息后的资产价格表现有一定参考意义。但需要强调的是，当下环境与历史并非完全可比。一方面，通胀黏性与政治风险制约了宽松节奏，美联储在“审慎宽松”与“前瞻不明”之间权衡；另一方面，市场情绪、经济周期位置也将深刻影响资产演绎。因而，历史复盘更多提供参考框架，具体走势仍需结合当前背景加以研判。

表 1：历轮降息回顾

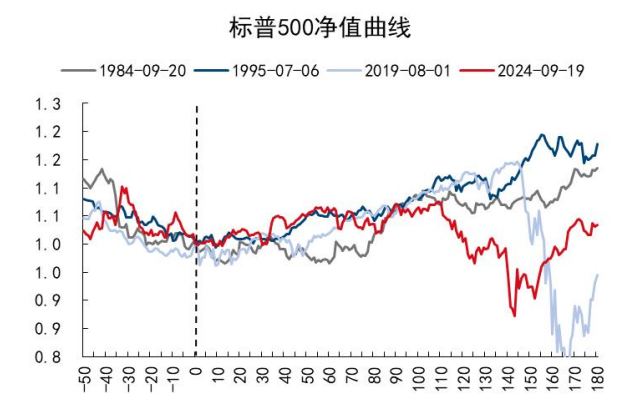
降息类型	首次降息日期	末次降息日期	持续月数	降息起始利率(%)	降息结束利率(%)	降息幅度 (BP)	降息次数	每次平均降息幅度 (BP)
衰退式	1981 年 12 月 07 日	1982 年 12 月 14 日	13	19.1	8.5	1060	5	212
预防式	1984 年 09 月 20 日	1986 年 08 月 21 日	23	11.5	5.875	563	17	33
衰退式	1987 年 09 月 30 日	1988 年 02 月 10 日	5	7.3125	6.5	81	3	27
衰退式	1989 年 06 月 06 日	1992 年 09 月 04 日	40	9.8125	3	681	24	28
预防式	1995 年 07 月 06 日	1996 年 01 月 31 日	7	6	5.25	75	3	25
衰退式	1998 年 09 月 29 日	1998 年 11 月 17 日	2	5.5	4.75	75	3	25
衰退式	2001 年 01 月 03 日	2003 年 06 月 25 日	30	6.5	1	550	13	42
衰退式	2007 年 09 月 18 日	2008 年 12 月 26 日	15	5.25	0.25	500	10	50
预防式	2019 年 08 月 01 日	2019 年 10 月 31 日	3	2.5	1.75	75	3	25
衰退式	2020 年 03 月 03 日	2020 年 03 月 16 日	0	1.75	0.25	150	2	75
预防式	2024 年 09 月 19 日	2024 年 12 月 18 日	3	5.33	4.33	100	3	33

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

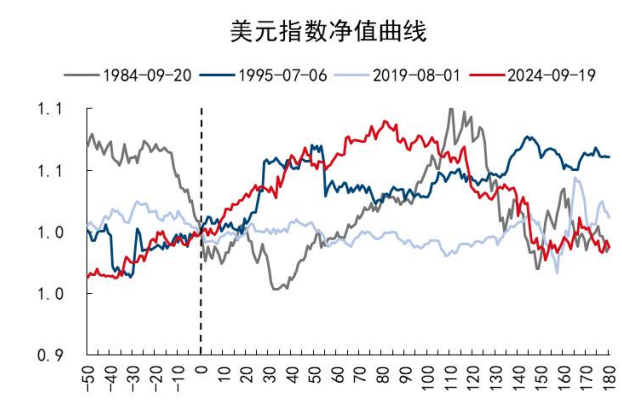
美股往往呈现短期波动、中期走强的格局，市场对宽松预期的消化最终支撑风险资产走高。小盘股、成长板块及利率敏感板块或将率先受益。美元则通常在降息初期承压走弱，后续走势更多取决于美国经济相对优势与全球资金流向，存在较大不确定性。

美债的表现很大程度上取决于降息背后的经济背景。若增长放缓或出现衰退担忧，避险情绪可能推动债券价格上涨、收益率下行；而若通胀持续具有粘性，或限制利率下行的空间，从而抑制债市表现。

黄金与美债均具有避险属性，在实际利率下行和美元走弱的环境中往往受到提振。两者在资产配置中一定程度上存在替代关系。相对表现仍需结合风险情绪、实际利率及央行购金行为等具体因素综合判断。

图15：历次预防式降息后美股走势


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图16：历次预防式降息后美元走势


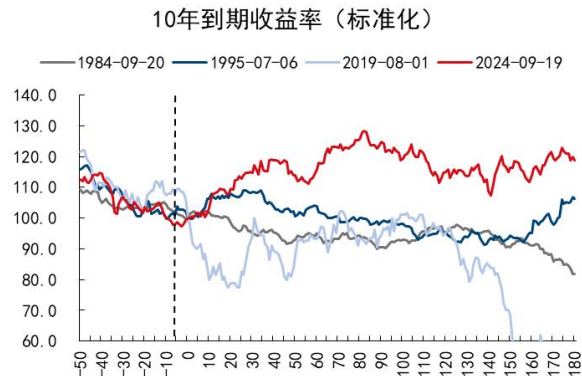
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图17: 历次预防式降息后黄金走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图18: 历次预防式降息后美债走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

降息不仅重塑美国国内的融资成本格局，也会通过资本流动向全球释放“溢出效应”，引导资金版图重构。在此过程中，全球资本将进行再配置，而成长型与科技型资产往往最先受益于流动性的宽裕与风险偏好的回升。

图19: 2019、2024 年降息后 A、H 股区间收益统计

降息起始日期		2019-08-01			2024-09-19		
指数		1个月	3个月	6个月	1个月	3个月	6个月
美股	标普500	↓ -0.99%	↑ 0.87%	↑ 0.78%	↓ 1.37%	↓ 2.09%	↓ 3.15%
	Wind美国科技七姐妹	↑ -0.49%	↓ 0.07%	↓ -0.04%	↑ 1.47%	↑ 5.33%	↑ 5.85%
H股	恒生指数	↓ -4.70%	↓ -3.20%	↓ -5.35%	↓ 14.57%	↓ 14.92%	↓ 8.68%
	恒生科技	↑ -2.22%	↑ 2.66%	↑ 6.61%	↑ 27.09%	↑ 26.63%	↑ 27.84%
A股	沪深300	⇒ -0.57%	⇒ 4.10%	⇒ 0.29%	⇒ 23.78%	⇒ 22.80%	⇒ 23.60%
	国证价值	↓ -2.20%	↓ 0.64%	↓ -2.84%	↓ 15.56%	↓ 16.99%	↓ 17.37%
	国证成长	↑ 0.90%	↑ 7.58%	↑ 3.13%	↑ 30.53%	↑ 29.28%	↑ 29.38%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

海外经济体政策不确定性，外部需求下滑。

相关研究报告:

- 《2025 年 8 月财政数据快评-又到政策蓄力时》——2025-09-18
- 《美国 8 月 CPI 点评-通胀略高预期，宽松基调难改》——2025-09-14
- 《8 月金融数据解读-社融降温，稳增长诉求再起》——2025-09-13
- 《通胀数据快评-PPI 环比止跌》——2025-09-11
- 《8 月非农数据点评-就业骤冷，降息已成定局》——2025-09-10

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032