

2025 年 9 月 19 日

美股宏观策略

SDIOSI

宏观策略分析

证券研究报告

美国重启降息

—— 美国经济韧性仍在，但就业市场随时恶化

报告内容

美国重启降息。联邦公开市场委员会（FOMC）日前公布了最新议息结果，决定将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点至 4.0%-4.25%，符合市场普遍预期，此举亦为自去年十二月以来的首次降息。从会后公布的最新经济预测摘要（SEP）来看，多数委员认为今年还会再降息 50 个基点，比 6 月时的预测多出 25 个基点，2026 年及 2027 年则各有 25 个基点的减息空间，基本延续原先的宽松取态。此一利率展望的转变，伴随着对未来几年美国实质经济增长与通胀趋势的再评估，也反映决策层对当前经济韧性与劳动市场风险的权衡与调整。

经济韧性延续，增长预期上修。SEP 数据显示，美联储官员将 2025 年全年 GDP 增长预期上调至 1.6%，高于 6 月预测的 1.4%。这一调整，考虑到今年上半年实际增长 1.4%，意味下半年预期增速将达到 1.8%，反映出即使在高利率环境下，美国经济依然展现出强劲韧性。从分项数据来看，当前经济的动力主要来源于资本开支、企业投资（特别是 AI 产业）、及高收入家庭的支出，网络零售等新兴消费模式亦持续拉动总体需求。

消费动能表现存在分化。8 月美国零售销售环比增长 0.6%，显著超过市场预期，去除汽车和汽油后的核心零售也有 0.7% 的增幅。其中，线上购物增速达 2.0%，餐饮消费明显上升，或反映财富效应支持高收入族群消费。不过，密西根大学 9 月消费者信心指数却跌至 55.4，家庭对未来收入和就业展望转差，七成受访者预期明年通胀将跑赢收入增速，这给未来消费带来不小隐忧。从这一点看，当前强劲的消费主要由高收入群众支持，中低收入家庭的消费情况在弱化，背后潜藏脆弱性，降息预期对信心的提振作用将成未来消费风格的关键变量。

通胀压力结构变化，服务业成主导。8 月 CPI 总指数环比上升 0.38%，创下今年以来最快，核心 CPI 增幅也达 0.35%，双双高于市场预期。从细项来看，商品类（尤其汽车、耐用品）对通胀拉动效应虽有强化，但高关税带来的价格上升已见减弱，8 月商品价格关税传导率仅有 0.03 百份点。另一方面，服务价格则涨幅加大，住房相关租金止跌回升，机票与酒店价格分别上升 5.9% 及 2.3%。不难看出，通胀压力正从商品逐步转向服务领域，尤其是与消费活动密切相关的类别。

这一通胀特征意味，市场对经济疲软的估计或仍需修正，因为即便经济增长放缓，但核心通胀的驱动动能正根植于强劲服务需求而非仅是商品价格。展望后市，市场虽预期联储将维持宽松，但通胀超预期的风险可能会压缩进一步宽松的空间。

劳动市场明显转弱，未来随时可能急速恶化。8 月就业数据明显转坏，经季节调整后非农就业仅增加 2.2 万人，远低于市场预期的 7.5 万人，且 7 月数据也被向下修正至 7.9 万。从结构看，除贸易、运输与公共事业、医疗和地方政府外，大部分产业就业人数皆有下滑，显示劳动需求明显恶化。失业率升至 4.32%，超过过去一年相对稳定的区间，且时薪环比增长保持在 0.3%，整体劳动所得增长由 7 月的 0.4% 降至 0.3%。

上述数据释放两个讯号：一是在总体经济仍具动能的基础下，劳动市场结构性下行趋势渐趋明显；二是失业率与劳动参与率同步走弱，一旦企业裁员潮启动，转职机会有限，极可能导致失业率短期内急升。鲍威尔在记者会反复强调，政策已及时察觉劳动市场下行风险，未来若情况恶化，政策仍具空间反应。

（续下页）

关注股份

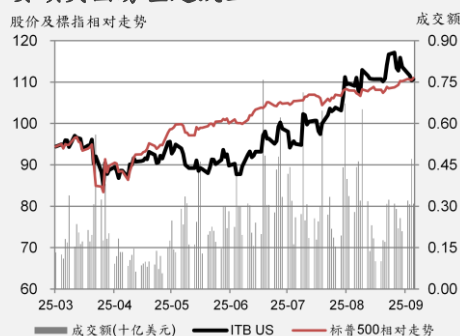
安硕美国房屋建筑业 ETF (ITB.US)

安硕比特币信托 ETF (IBIT.US)

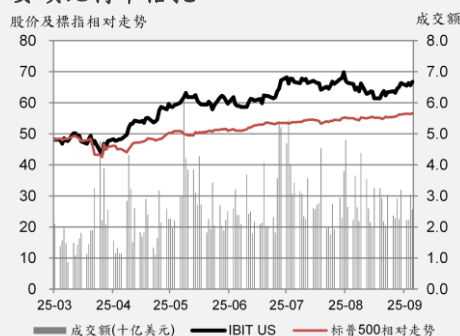
SPDR 黄金 ETF (GLD.US)

股价表现

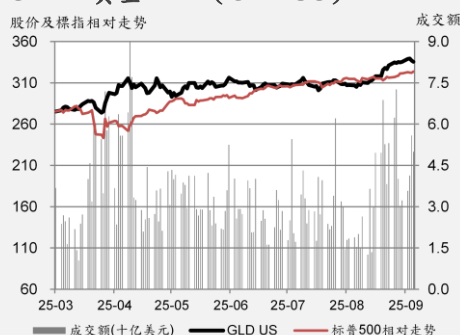
安硕美国房屋建筑业 ETF



安硕比特币信托 ETF



SPDR 黄金 ETF (GLD.US)



数据来源：彭博、国证国际

黄焯伟 stevewong@sdicsi.com.hk

朱睿泽 frankzhu@sdicsi.com.hk

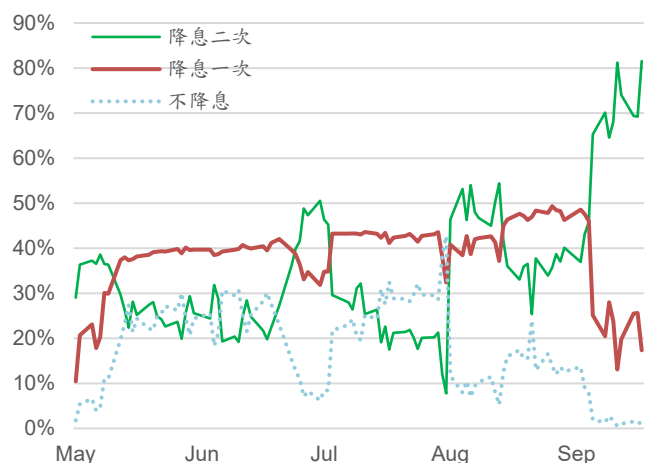
降息对市场与信心提振作用有待观察。鲍威尔指出，降息 25 基点本身很难短期内提振基本面，但市场对降息预期有助提振投资者及消费者信心，这将对未来经济形成支撑。同时，点阵图反映委员间分歧加剧，说明美联储内部对未来经济形势、就业风险及通胀动向理解各异，如果就业市场（尤其是失业率或参与率）急剧下滑，进一步降息的动力将增大，但若通胀压力维持甚至升温，则降息空间将受限。

结论与展望：经济软着陆的关键时期。综合最新的议息结果与宏观数据，美国经济目前仍展现韧性，消费和企业投资对增长保持支撑。然而，劳动市场弱化趋势明显，存在突然恶化的潜在风险，而通胀结构性转向服务业，将决定美联储政策空间。未来一段时间，政策重心将取决于就业市场的韧性能否抵挡下行压力，以及降息对信心与需求的提振效果是否能缓解这一冲击。同时，物价通胀的细微走势将是判断 FOMC 下一步行动（包括降息节奏与幅度）时最关键的观察指标。

降息周期重启，我们看好黄金、数字货币资产做好，可关注有关的 ETF，如 GLD.US、IBIT.US、ETHA.US 等。另外，考虑到目前经济韧性仍在，对利率敏感的地房、建筑及中小盘板块亦会受惠，可关注相关的 ETF，如 RWR.US、ITB.US、IWM.US 等。

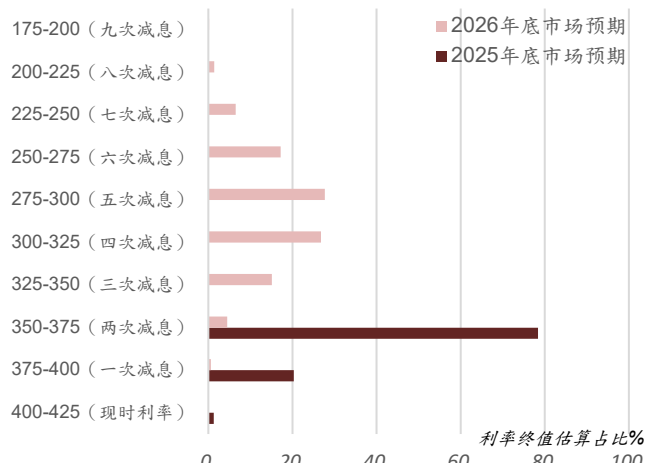
风险提示：特朗普政策的不确定性、经济走势、宏观数据的反复引发市场波动。

图 1：市场对 2025 年 12 月前降息幅度预期的变动



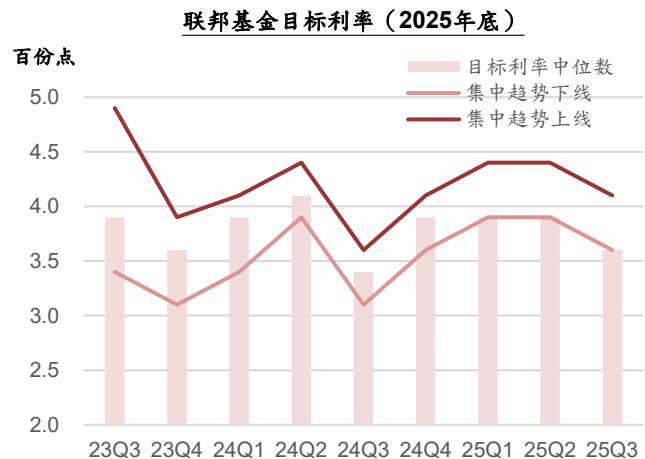
资料来源：芝加哥商品交易所、国证国际整理

图 2：市场对联邦基金利率目标区间估算



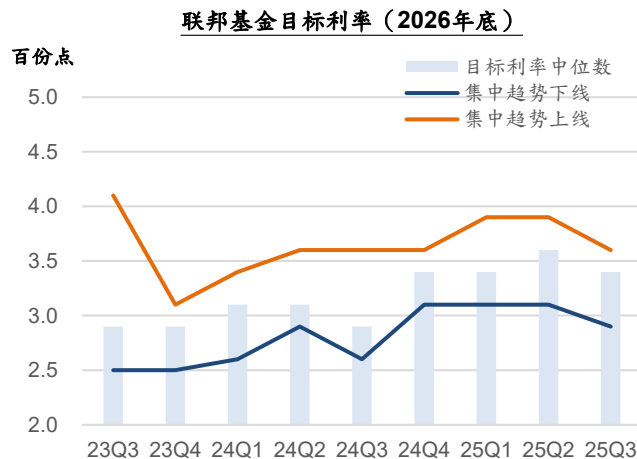
资料来源：芝加哥商品交易所、国证国际整理

图 3：FOMC 对 2025 年底目标利率的预测的变动

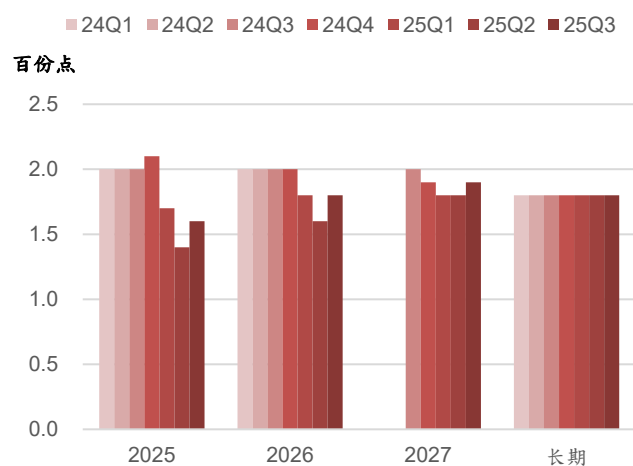


资料来源：联邦公开市场委员会、国证国际整理

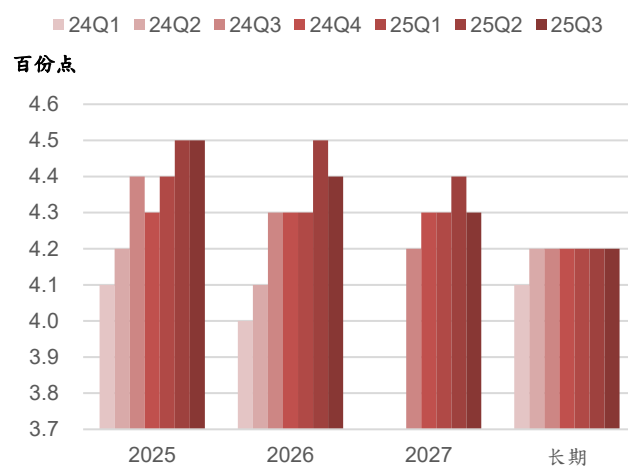
图 4：FOMC 对 2026 年底目标利率的预测的变动



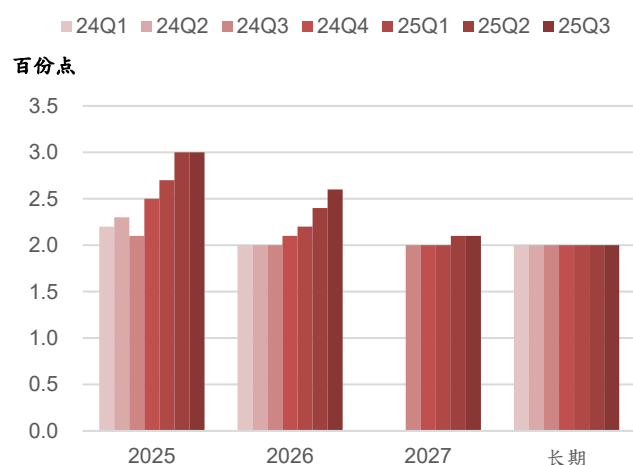
资料来源：联邦公开市场委员会、国证国际整理

图 5：FOMC 对美国 GDP 增长预期的变动


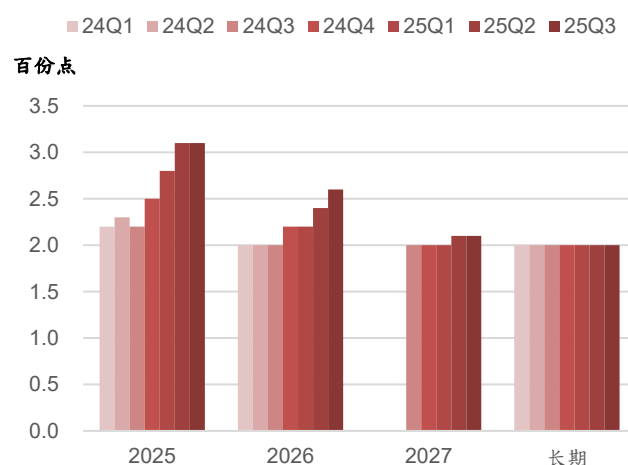
资料来源：联邦公开市场委员会、国证国际整理

图 6：FOMC 对美国失业率预期的变动


资料来源：联邦公开市场委员会、国证国际整理

图 7：FOMC 对美国通胀率预测的变动


资料来源：联邦公开市场委员会、国证国际整理

图 8：FOMC 对美国核心通胀率预测的变动


资料来源：联邦公开市场委员会、国证国际整理

记者会主要关注点

1. 美联储主席鲍威尔针对外界关于政治干预的疑问做出了多次严正回应，展现出联储一贯坚守独立决策的立场。

首先，针对新任理事米兰继续保留白宫顾问职位所引发的关注，鲍威尔强调，委员会始终欢迎新成员加入，美联储全体成员始终团结一致，以「最大就业」与「物价稳定」作为工作核心。他明确表示，美联储对货币政策的独立制定极为重视，并会坚决守住这一原则。对于个别委员的任职安排，则不予额外评论。

在回应记者对政治中立性的质疑时，鲍威尔进一步表明，美联储内部的决策文化根深蒂固，所有政策取向、利率决定都必须以经济数据和事实为依归，绝不考虑任何政治背景下的因素。他指出，美联储成员在讨论与表态时，总是围绕专业职责与美国经济长远利益来做出判断。推动政策制定过程时，外界会从委员的公开发言、会议记录等方面清楚体会到这种对专业独立的坚持。鲍威尔直言，在华盛顿的其他领域，政治取向影响决定的现象屡见不鲜，但在联储则并非如此，联储永远以国民大众的福祉与稳定为第一考量。

在解释 FOMC 决策过程时，鲍威尔指出，目前共有 19 位政策制定参与者，其中 12 位按照轮替制度享有投票权。每一个人都无法以个人立场左右整体决策，所有政策走向只能通过提出有根据、基于数据与经济逻辑的论据，在真诚讨论中获得其他委员认同。这种以数据和长期利益为基础的集体决策机制，已深植美联储的「基因」，无论外部环境如何变化，这一原则都不会动摇。

综合来看，鲍威尔在记者会上的多重表述，明确重申了美联储对决策独立性的承诺，无论面对外部政治压力抑或内部管理改革，联储都将以数据与美国公共利益作为行动指南，持续维护金融稳定与政策公信力。

2. 鲍威尔主席针对当前通胀趋势、关税带来的价格效应以及通胀预期管理等问题作出了多维度回应。

鲍威尔明确指出，近期美国通胀回升，关税带来的商品价格上涨是其中的主要推动因素。今年以来，商品通胀由负转正，最近一年已达 1.2%。对比疫情前长期商品价格普遍下行的背景，这一变化显得尤为明显。根据美联储的统计，关税效应现阶段对核心 PCE 通胀（目前约 2.9%）的贡献约在 0.3 至 0.4 个百分点之间，表明其在短期内确实推高了总体物价水平。

然而，鲍威尔同时强调，关税引致的价格上升本质上属于「一次性」调整，而非触发持续性通胀的连锁反应。他分析，这些成本目前多数由中间商（批发、制造、零售企业）吸收，尚未完全向消费端转嫁。正因如此，消费者当下所感受到的价格压力较慢、幅度也比原先预期为小。产业界普遍认为，这种传导虽会持续，但未来会以逐步、累积的方式显现，不会造成剧烈且突发性的长期通胀与加价循环。

谈及通胀预期管理，鲍威尔指出，短期通胀预期仍会随着近期通胀数据震荡上扬，但通常可在较短时间内回归正常轨道。更重要的是，无论是市场反映的「损益两平」利率，还是绝大多数长期通胀预期调查，数据均显示美国的长期通胀预期一直稳定维持在 2% 这一政策目标附近。虽然个别短期数据（如近期密歇根大学调查）有所波动，但主流预期仍非常稳健，为政策操作提供了良好基础。

在记者会中，鲍威尔还向外界重申，美联储不会对通胀风险掉以轻心。他强调，联储将继续密切监控价格动向和通胀预期，不断强化对 2% 目标的政策承诺。鲍威尔认为，正是稳定的政策预期和坚定的目标宣示，使得美国长端通胀预期始终受控，市场、企业和家庭才敢做出长期性经济决策。

综合而言，鲍威尔的发言体现了美联储面对结构性与「暂时性」价格压力时的科学判断与审慎应对。他认为，当前通胀风险主要源自一次性因素，并未出现恶性通胀螺旋的迹象。尽管如此，美联储不会轻忽风险，未来仍将以数据为本，视经济状况动态调节政策，以确保物价稳定与民众福祉。

3. 鲍威尔对美国就业市场的最新变化做出了详尽回应，并就相关调查数据及政策考量进行了全面阐述。

首先，鲍威尔强调，近期美国劳动市场走弱的根本原因，更多来自于移民人口减少。移民的流入减少直接导致劳动供应增长放缓，而此同时，企业用人需求也同步下滑，甚至需求收缩速度超过供给收缩，形成所谓「奇特的平衡」，即供需双双递减而呈现表面平衡，但实质上失业率已开始缓慢上行。他坦言，虽然关税政策也可能对就业产生一些边际影响，但目前最主要趋势仍然是移民因素在主导劳动供给与需求的同步回落。

在进一步说明就业结构变化时，鲍威尔明确指出，年轻人、刚毕业大学生以及少数族裔的就业困难正在增加，这些经济身分更脆弱的群体对经济增长放缓极为敏感。尽管目前裁员率与总体失业率还处于低位，但新聘人数大幅下滑，市场进入「低裁员、低招聘」的相对停滞状态。更令人忧虑的是，一旦经济环境大幅恶化而出现裁员潮，失业者将更难重新找到工作，失业率有可能快速攀升。这也是近月来联储高度关注就业压力的主因，推动联储逐步调整政策，向「更中性、平衡」的方向靠拢。

关于就业数据本身的准确性，鲍威尔坦言近期 QCEW（季度就业和工资）统计修正几乎与联储预期一致，美国劳工统计局也正积极改进其模型与数据收集。例如「新创关闭模型」受到问卷回应率下滑影响较大，当经济结构大幅转变时，许多新公司诞生或旧公司关闭难以及时反映在统计上。为提升数据精度，鲍威尔建议应为数据机构提供更多资源，用以提高调查回应率，这样才能保证政策制定时的资讯可靠性。他还补充，劳动市场数据往往首月回应率较低，需要随后数月不断补报，最终形成更接近实际的统计结果。

在政策回应角度，鲍威尔直言，鉴于就业市场正在边缘地带显著转弱，联储选择启动降息。尽管本次仅降 25 个基点，其短期效果有限，但这代表联储对就业风险的积极回应；配合市场对降息进一步预期，对于维稳信心、防止就业恶化具有关键作用。

总的来看，鲍威尔强调现阶段就业市场的风险并未完全消退，且受移民变化及内外部经济因素迭加影响，未来如失业率快速攀升，美联储必须做好及时灵活调整政策的准备，以维持充分就业和经济稳定。

4. 美联储「双重目标」（最大就业与物价稳定）的决策权衡问题作出了详尽阐述。

鲍威尔指出，虽然目前还不能断定货币政策已经可以完全脱离「紧缩」立场，但可以肯定的是，今年以来美联储一直维持在一个明显「偏紧」的政策水平。这种取向源于此前美国劳动市场强劲、就业增长持续。然而，回顾五月至八月的就业数据修正后，鲍威尔坦言，过去的基础已经发生变化。如今就业增长明显放缓，劳动市场下行风险正逐步显现。从风险分布上来看，美联储长期以来将重点放在抑制通胀，如今却须将对失业和经济动能下滑风险的警觉性同步提高。这种从「偏紧」向「中性」政策的微调，正是此次降息决定的关键逻辑。

关于政策预测与目标实现时间表，鲍威尔坦言，SEP 等预测报告显示直至 2028 年底才可能实现 2% 的通胀目标，这源于政策展望固有的不确定性。美联储进行的预测，本质上是根据目前客观数据与判断，推导出能实现价格稳定与最大就业的政策可能路径。实际上，任何经济体在三年后的具体走势都难以准确预判，但合理预测与决策的基础，就是在不断变化的经济现实中，及时调整政策参数，使目标方向得以维持。

此次会议之所以能以高度一致性通过降息，也是出于大多数政策委员对劳动市场明显转弱的共识。即便如此，每位委员对风险程度和对策力度的判断存在细微差别，这一现实亦反映在点阵图利率预期的分布上，呈现未来政策路径的多元分歧。鲍威尔强调，美联储决策的「DNA」在于每一位委员对未来趋势进行独立专业思考，充分讨论、坦诚辩论，最终集体投票，让差异性观点得以充分尊重。

从整体经济层面观察，美国目前的失业率为 4.3%，经济增长预期达 1.5%，并非处于危机状态。而美联储的任务，就是在这种非极端却充满挑战的宏观环境下，稳健兼顾「最大就业」与「价格稳定」这两大目标。由于这两大目标本就可能存在张力与取舍，因此在政策制定过程中，出现不同意见与路径分歧是完全正常且健康的。

此外，针对外界关于「维持中性长期利率」的「第三使命」关切，鲍威尔明确表示，联储长期以来之所以把焦点放在最大就业与价格稳定，正是因两者落实后，合宜的长期利率会自然而然形成。他不认为这一目标需要单独设定政策，而是既有政策实现下的自发结果。

总结来看，鲍威尔在此次记者会上再次强调：美联储致力于在动态变化的经济与通胀环境下，敏锐调整政策立场，以使双重目标得以均衡兼顾。未来的政策走向，仍将建立在严谨数据分析和集体讨论基础之上，体现出美联储在复杂局势下的专业自律与前瞻识别力。

5. 鲍威尔针对降息路径与政策权衡问题作出详细阐述，展现了联储对经济周期动态、数据变化与风险管理的前瞻性和灵活性。

首先，鲍威尔明确指出，当前委员会并未考虑采取大规模（50个基点）降息。过去五年内，美联储曾在特殊时刻进行急速政策调整，通常是在经济状况与既定政策明显脱节、需快速修正时才会出现。而今年以来，联储维持观望与审慎，跟踪企业投资、关税效应、通胀与劳动市场变化，在经济增速逐步放缓、就业增长下修、就业参与停滞的环境下，政策基调正朝平衡发展。这次降息实为「风险管理型」调整，既不是对已爆发危机的被动回应，亦不是对经济过热的强力干预，而是在宏观风险已趋于两极，且未来有持续下行隐忧时，提前释放宽松信号。

鲍威尔多次强调，单次 25 个基点降息对经济即时效果有限，但政策方向与预期管理至关重要。金融市场与企业、家庭往往根据未来政策空间的变化来调整行为，因此联储的政策沟通及其「累积效果」才是真正的关键。此外，联储在察觉就业市场出现压力征兆时，必须主动动用货币政策工具，以减缓经济转弱对劳动市场和信心的冲击。

除了内部讨论的共识与分歧外，鲍威尔坦言，点阵图（SEP）本质上只是 19 位委员根据自己对经济与政策走向理解进行独立判断的汇总结果，并非集体讨论产生的指引或预设剧本。他提醒，SEP 应以多重可能性和概率来看待，不可将之视为单一路径。从 SEP 数据看，部分委员支持今年再降两次甚至更多，相当数的人认为未来应进入观望，这反映了决策层对前景与风险的不同认识。这种分歧源自于现时双重风险并存：过去经济学经验常以「通胀与失业」单向风险为主线，但当前形势属于通胀与就业双边冒险，决策难度高、路径不确定，内部讨论多元乃合理现象。

在具体路径考量上，鲍威尔提到如今「就业维持不变所需的新增人口」（breakeven）值已显著下降，从以往每月 15 至 20 万人到现时 0 至 5 万人，显示劳动参与率增长已停滞、劳动人口不再扩张，且就业需求也同步收缩。供需两端同步下行，可见美国经济虽未现危机，但劳动市场风险已引起高度重视。

对于资产负债表运作，鲍威尔补充，现阶段缩表进程温和，联储正逐步接近「充裕准备金」目标，上限明确。现行缩表对宏观经济影响极小，远未达紧缩主轴，仅属于结构性调整，对总体需求及资金市场没有效果上的本质变化。

总结而言，鲍威尔强调，美联储正根据即时数据与经济实际状况「逐会议、逐数据」灵活调整立场，并以政策沟通加强预期管理。当前处境下，既没有完全无风险的政策选择，也不存在单一路径，每次政策微调都反映对就业、消费、资本市场和通胀风险的权衡。这种策略展现了联储以风险管理和数据驱动为基石，力求最大程度实现双重政策目标。

6. 鲍威尔就美国经济现况及展望展开多方面回应，详尽分析了投资、消费、房地产、金融稳定等核心问题，体现出美联储作为全球最重要央行之一对经济格局的敏锐洞察与审慎判断。

首先，鲍威尔指出，目前美国企业投资，特别是在人工智能（AI）及高技术领域，表现异常强劲。这股旺盛投资动能为经济带来增长，但其可持续性仍具不确定性，无法预言这一趋势会持续多久。对于消费增长，鲍威尔认为近期的消费数据超出市场预期，尤其是高收入群体的支出占据主导。虽然经济动力存在集中于较富裕阶层的现象，但消费本身依然是推动美国经济的重要引擎。

从增长情况看，鲍威尔预计今年美国经济有望实现 1.5% 或以上的实质增长，失业率亦维持于低位。尽管劳动市场存在下行压力，但从总体数据来看，经济仍具备基础韧性。他也强调，近期 GDP 预测有所上调，而通胀及就业指标变动较小，当前政策决策核心，正是针对潜在的就业市场风险而调整。

针对房地产市场，鲍威尔强调其对利率高度敏感。疫情初期，联储急剧降息与增加信贷流动性，成功支撑了房地产行业。而随着通胀上升，联储不得已再次调高利率，对房市带来挑战。尽管近期利率有所下行，但对房贷市场的实质影响仍有限，真正要让住宅可负担性明显改善，仍需大幅度的利率调整。鲍威尔进一步指出，美国目前面临的是全国性的住房短缺问题，特别是在一线城市及其周边区域已出现结构性供给不足，而这并非仅靠货币政策就能彻底解决。

谈及金融稳定与家庭财务状况，鲍威尔承认近期车贷、信用卡等个人信贷违约率有上升现象，但目前整体水平尚未达到危险临界点。降息虽然可以在理论上提振经济与消费者信心，但单次降息对于消费金融的直接推动有限，需结合长期稳定经济增长、劳动市场稳健及物价稳定的综合政策支持，方能缓解低收入群体的压力、支撑美国家庭财富。

最后，鲍威尔强调，美联储继续把「最大就业」和「价格稳定」视为两大核心职责。今日的降息行动亦正是立足于对上述两大目标的平衡考量。联储会自主严格监督金融体系的稳定性，虽然密切关注资产市场水平，但目前不认为美国体系性金融风险处于警戒区间，整体家庭与银行体质健康，市场运作有保障。

综合而言，鲍威尔表明美国经济仍展现韧性，投资与消费构成增长支柱，但同时不讳言就业与房市等领域潜藏不确定性风险。美联储将持续以数据为导向动态调整政策，确保经济稳健运行与金融体系稳定。

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司（国证国际）编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及／或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1% 或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15% 以上；
- 增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5% 至 15%；
- 中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5% 至 5%；
- 减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5% 至 -15%；
- 卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15% 以下。

国证国际证券（香港）有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010