

Jackson Hole 会议点评：美联储新框架下的“短鸽长鹰”



杨见一 分析师
Email: yangjianyi@lcqz.com
证书: S1320525050001



沈夏宜 分析师
Email: shenxiayi@lcqz.com
证书: S1320523020004

核心观点：

8 月 22 日鲍威尔在 Jackson Hole 会议上表态，暗示美联储货币政策或将转向宽松。鲍威尔在开场时就提出，“美国经济在外部环境变化之下仍然展现出韧性，但当前就业与通胀的风险平衡正在发生转变”，体现美联储短期转鸽倾向增强。随后，鲍威尔在讲话中一改上半年谨慎观望的基调，转而强调美国就业市场下行风险，提示美联储货币政策或将转向宽松，“兜底”就业市场。同时，鲍威尔宣布美联储将放弃过去 5 年采用的“灵活平均通胀目标制（FAIT）”，回归类似于 2012-2020 年的 2% 通胀目标制，但在更加严格锚定通胀目标的基础上考虑到就业市场的变化。新货币政策框架被称作“灵活通胀目标制（FIT）”，但其释放的信号却与短端明确的“鸽声”不同，反而指向长端的货币政策将回归严谨、利率中枢或上行。

从短端来看，就业问题显性是短期政策转向的动因。当前美国劳动力市场虽然仍接近最大就业水平，但失业率已连续两年趋于上升，就业增速显著放缓，劳动力市场持续弱化。尤其是 7 月就业报告对 5-6 月就业数据进行大幅修订后，近三个月新增就业平均仅有 3.5 万人，远低于 2024 年同期的 16.8 万人。尽管失业率暂时维持在 4.2% 的较低水平，但驱逐移民造成的劳动力供给下降代表失业率正在被低估。鲍威尔总结称，“尽管劳动力市场看似平衡，但这种平衡却颇为奇特（curious），原因在于劳动力的供给和需求正在同时放缓...这表明就业市场的下行风险正在上升。一旦这些风险成为现实，很快就会以裁员人数增加和失业率上升的形式显现。”

另一方面，鲍威尔称关税对通胀的影响将是相对短暂的，进一步为 9 月降息“扫清障碍”。鲍威尔提到，关税的影响具有两个特点，①不确定性强，关税政策本身、传导效率、影响程度和持续时间都具有不确定性；②影响或将表现为价格水平的单次转变，但不一定是“一次性”的转变，政策调整可能延长影响过程。目前来看，美国中长期通胀预期仍然稳定锚定在 2% 左右，但如果通胀的单次上涨演变成持续通胀问题，美联储也不会坐视不理。基于高利率环境的延续和风险平衡的变化，鲍威尔明确提出“可能需要调整我们的政策立场”。我们认为，鲍威尔表态指向在 8 月通胀基本不偏离预期的前提下，美联储 9 月降息可能性大幅抬升。

相关报告

- 7 月经济数据点评：政策加码必要性增加
2025.08.25
- 7 月财政数据点评：收入显著改善，支出加力保民生
2025.08.22
- 美国 7 月 CPI：符合预期，关税通胀担忧暂缓
2025.08.13

从长端来看，美联储公布的最新货币政策框架却释放了长期趋鹰的信号。

除了对美国经济和短端货币政策的展望外，鲍威尔在本次会议上公布了5年一次修订的《长期目标和货币政策策略声明》的最新版本，对美联储的货币政策框架进行调整。五年前的 Jackson Hole 会议上，在美国长期处于低利率、低通胀的经济背景下，鲍威尔公布美联储将采取“灵活的平均通胀目标制（Flexible Average Inflation Targeting, FAIT）”，取代2012-2020年的“对称通胀目标制”。当时，美联储进行货币政策框架修订的主要原因是，金融危机后美国陷入长达7年的弱复苏过程，经济增长偏缓，利率接近有效下限（ELB），造成货币政策潜在的宽松空间不足。而引入带有“补偿机制（make-up strategy）”的 FAIT 使得美联储能够允许通胀暂时性超过目标的2%，从而“补偿”前期的低通胀。

鲍威尔表示疫情后经济环境发生剧烈变化，需要重新调整货币政策框架。

《长期目标和货币政策策略声明》的最新版本主要涉及三处变化：第一，美联储取消了 FAIT，回归更加严格的2%通胀锚定机制，但同时考虑到就业市场的影响，并称新框架为“灵活通胀目标制（Flexible Inflation Targeting, FIT）”。第二，删除了2020年有关有效利率下限、平均通胀补偿的表述，重申2%的通胀目标，更加符合当前通胀抬升和利率偏高的经济环境。第三，调整对于就业的表述，删除了就业“短缺（shortfall）”的表述，使用更加中性的语言表述，即“在价格稳定的前提下，实现最大可持续就业”。总体来说，2025年美联储新货币政策框架在回归2012年通胀目标制的基础上，保留了针对就业市场弱化的灵活调整空间。这意味着，未来美联储对高通胀的容忍度将趋于下降，政策执行或更偏鹰派，利率中枢相对上行。但与2012年不同的是，美联储强调多元化工具箱，包括资产负债表调整与阶段性降息，以便在复杂环境中保持机动。

整体来看，本次鲍威尔在 JH 会议的表态可以总结为“短期预防就业风险、中期扩大政策空间、长期加强通胀锚定”的政策转向。短期来看，就业脆弱性成为美联储的独立焦点，指向货币政策基调转鸽，下半年降息有望。相应地，会后市场定价9月、12月大概率各降息25bps。但是，由于政策框架的调整，美联储中长期政策趋鹰的变化不容忽视。在放弃通胀补偿机制后，如果美国通胀因关税或其他原因出现上行，美联储将没有纵容通胀持续上行，需要采取紧缩性措施。因此，长期来看，回归通胀目标制意味着2%的通胀率再次成为硬目标，在通胀中枢上行的趋势下，利率中枢将相应上行。但好在，美联储并未采取立即收紧的姿态，而是引入“数据依赖+灵活调整”的表达。我们认为，短期内美联储货币政策可能因就业下滑阶段性放松，但这并不绝对构成宽松周期的开启。建议持续关注美国经济数据表现及美联储新框架的实际执行情况。

风险提示：美国经济下行超预期；美联储货币政策超预期。

附录：Jackson Hole 鲍威尔发言全文及图表

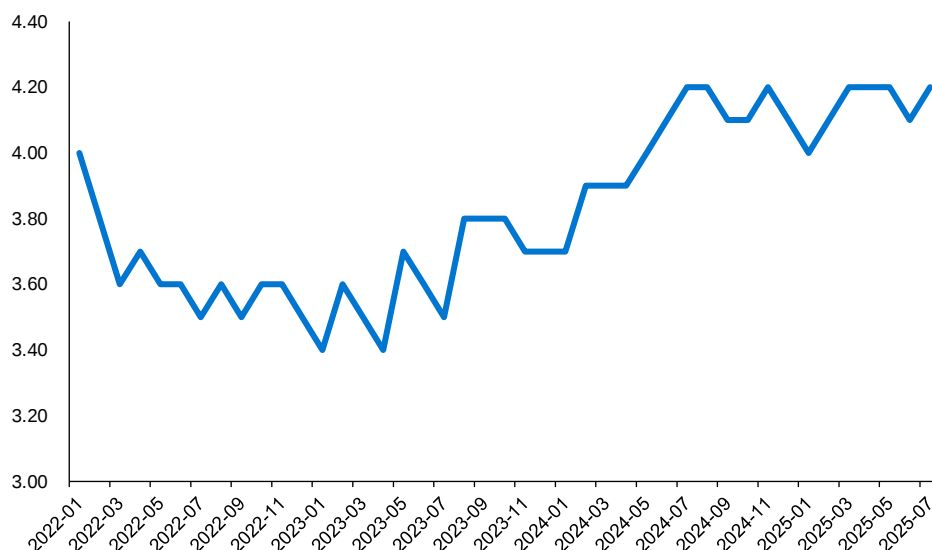
今年以来，在经济政策全面变革的背景下，美国经济展现出韧性。就美联储的双重使命目标而言，劳动力市场仍然接近最大化就业，通胀虽然仍略有上升，但已较疫情后高点大幅回落。与此同时，风险平衡似乎正在发生变化。

在今天的讲话中，我将首先讨论当前的经济形势和货币政策的短期前瞻。然后，我将讨论我们对货币政策框架进行的第二次公开审查的结果，这些结果体现在我们今天发布的修订版《长期目标和货币政策战略声明》中。

当前经济状况与近期展望：

一年前，当我站在这个讲台上时，经济正处于拐点。我们的政策利率已维持在 5.25% 至 5.5% 的水平一年多。这一限制性政策立场恰如其分，有助于降低通胀，并促进总需求与总供给之间的可持续平衡。通胀已更接近我们的目标，劳动力市场也已从之前的过热状态回落。通胀的上行风险有所减弱。但失业率却上升了近一个百分点，这种情况在历史上除经济衰退外从未出现过。在随后的三次联邦公开市场委员会（FOMC）会议上，我们重新调整了政策立场，为劳动力市场在过去一年保持接近最大就业水平的平衡奠定了基础（图 1）。

图1 美国月度失业率（%，季调）

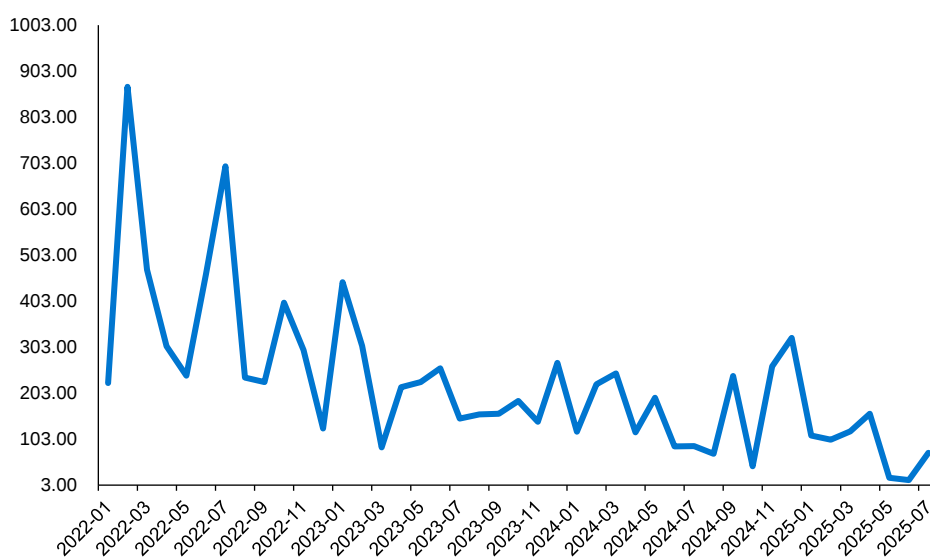


资料来源：美联储，联储证券研究院

今年，经济面临新的挑战。贸易伙伴国大幅提高关税，正在重塑全球贸易体系。更严格的移民政策导致劳动力增长急剧放缓。长远来看，税收、支出和监管政策的变化也可能对经济增长和生产力产生重要影响。所有这些政策最终将如何落地，以及它们对经济的持久影响将如何，都存在很大的不确定性。

贸易和移民政策的变化正在影响需求和供给。在这种环境下，区分周期性发展与趋势性或结构性发展十分困难。这种区分至关重要，因为货币政策可以稳定周期性波动，但难以改变结构性变化。

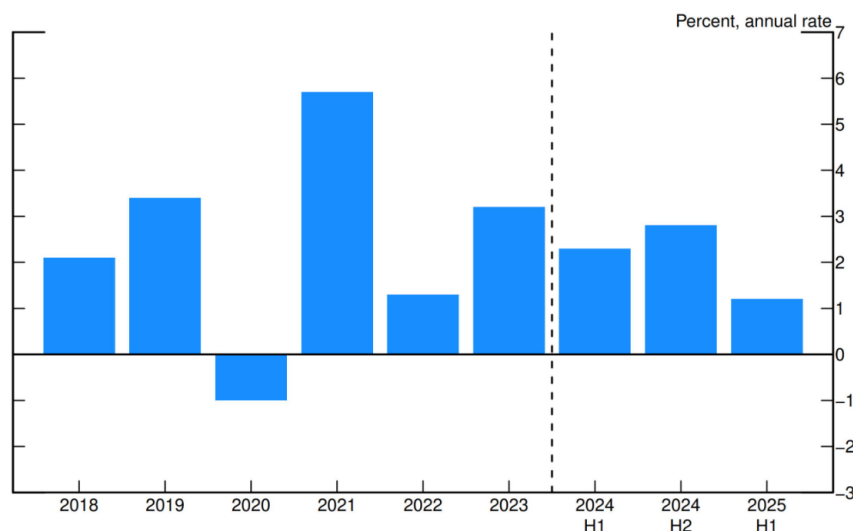
劳动力市场就是一个很好的例子。本月初发布的 7 月份就业报告显示，过去三个月，工资性就业岗位增长放缓至平均每月仅 3.5 万个，低于 2024 年每月 16.8 万个（图 2）。由于 5 月和 6 月的数据被大幅下调，此次经济放缓的程度比一个月前评估的要大得多。但就业增长放缓似乎并未导致劳动力市场出现大幅疲软——这是我们想要避免的结果。失业率虽然在 7 月份略有上升，但仍处于 4.2% 的历史低位，并且在过去一年中基本保持稳定。其他劳动力市场状况指标也几乎没有变化，或者只是略有下降，包括辞职、裁员、职位空缺与失业率之比以及名义工资增长。劳动力供应与需求同步下降，大幅降低了维持失业率稳定所需的“盈亏平衡”就业创造率。事实上，由于移民数量急剧下降，今年劳动力增长已大幅放缓，近几个月来劳动力参与率也小幅下降。

图2 美国新增非农就业人数（%，季调）


资料来源：美联储，联储证券研究院

总体而言，尽管劳动力市场看似平衡，但这种平衡却颇为奇特，其原因在于劳动力的供给和需求都显著放缓。这种异常情况表明，就业市场的下行风险正在上升。一旦这些风险成为现实，很快就会以裁员人数大幅增加和失业率上升的形式显现。

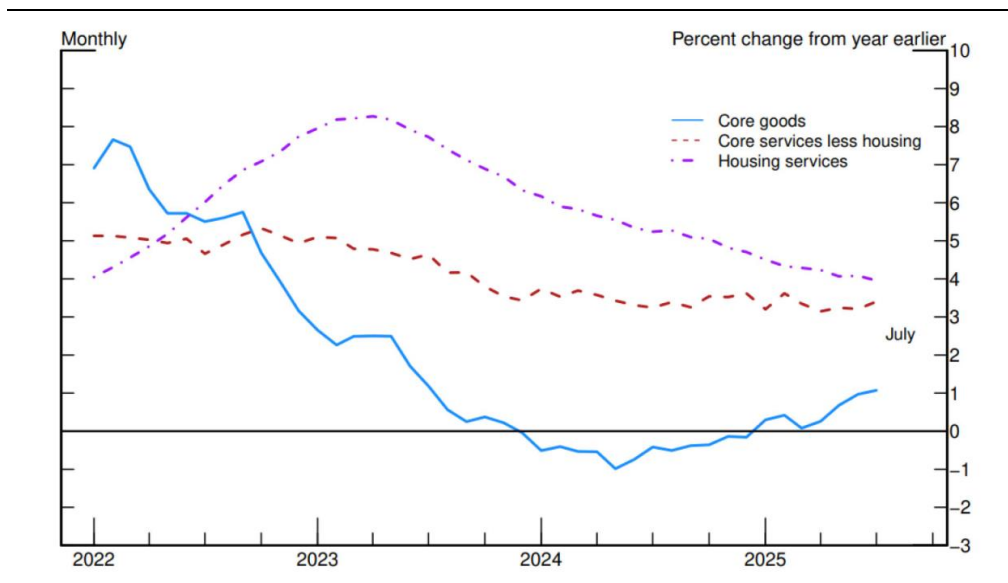
与此同时，今年上半年 GDP 增速显著放缓至 1.2%，约为 2024 年 2.5% 增速的一半（图 3）。增速下滑主要反映了消费支出放缓。与劳动力市场一样，GDP 增速放缓可能部分反映了供给或潜在产出增长放缓。

图3 美国实际 GDP 折年增速（%）


资料来源：美联储，联储证券研究院

谈到通胀，关税上调已开始推高某些类别商品的价格。根据最新可用数据估算，截至 7 月的 12 个月内，个人消费支出（PCE）总价格上涨了 2.6%。剔除波动较大的食品和能源类别，核心 PCE 价格上涨了 2.9%，高于去年同期水平。核心商品价格在过去 12 个月内上涨了 1.1%，与 2024 年全年的小幅下降相比，出现了显著转变。相比之下，住房服务通胀仍呈下降趋势，非住房服务通胀仍略高于历史上 2% 的通胀水平（图 4）。

图4 核心 PCE 通胀分项的价格同比 (%)



资料来源：美联储，联储证券研究院

关税对消费者价格的影响如今已清晰可见。我们预计这些影响将在未来几个月内累积，且时间和幅度存在很大的不确定性。货币政策面临的关键问题是，这些价格上涨是否会大幅加剧持续通胀的风险。一个合理的基本假设是，这些影响将相对较短——价格水平只会发生一次性变化。当然，“一次性”并不意味着“一下子”。关税上调的影响仍需时间才能在供应链和分销网络中发挥作用。此外，关税税率持续变化，可能会延长调整过程。

然而，关税对物价造成的上行压力也有可能引发更持久的通胀态势，这是一个需要评估和管理的风险。一种可能性是，由于物价上涨导致实际收入下降的工人会要求并获得更高的工资，从而引发不利的工资-物价动态。鉴于劳动力市场并非特别紧张，且面临日益加剧的下行风险，这种情况似乎不太可能发生。

另一种可能性是通胀预期可能上升，从而拖累实际通胀。通胀率已超过我们的目标四年多，仍然是家庭和企业的一大担忧。然而，根据市场和调查数据，长期通胀预期指标似乎依然保持稳定，并与我们 2% 的长期通胀目标保持一致。

当然，我们不能想当然地认为通胀预期会稳定，无论如何，我们都不会让一次性的物价上涨演变成持续的通胀问题。

综上所述，这对货币政策有何影响？短期内，通胀风险偏向上行，就业风险偏向下行——这是一个充满挑战的局面。当我们的目标如此紧张时，我们的框架要求我们平衡双重使命的两端。相比一年前，我们的政策利率距离中性水平更加接近了 100 个基点，失业率和其他劳动力市场指标的稳定使我们能够在考虑调整政策立场时谨慎行事。然而，由于政策处于紧缩区间，基准前景和不断变化的风险平衡可能需要我们调整政策立场。

货币政策并非预设路线。FOMC 成员将完全基于对数据的评估及其对经济前景和风险平衡的影响做出这些决定。我们永远不会偏离这一方针。

货币政策框架的演变

谈到我的第二个话题，我们的货币政策框架建立在国会赋予我们的不变的使命之上，即促进美国人民实现最大就业和物价稳定。我们将继续全力致力于履行我们的法定使命，而我们框架的修订将在广泛的经济条件下支持这一使命。我们修订后的《长期目标和货币政策战略声明》（我们称之为共识声明）阐述了我们如何追求双重使命目标。它旨在让公众清楚地了解我们对货币政策的看法，这种理解对于透明度和问责制以及提高货币政策的有效性都至关重要。

我们在本次审查中做出的调整是自然而然的，基于我们对经济不断发展的理解。我们将继续以 2012 年本·伯南克主席领导下通过的初步共识声明为基础。今天的修订声明是我们框架第二次公开审查的成果，该审查每五年进行一次。今年的审查包含三个要素：在全国各储备银行举办的“美联储倾听”活动、一场旗舰研究会议，以及在一系列联邦公开市场委

员会会议上，由工作人员分析支持的政策制定者讨论和审议。

在筹备今年的审查时，一个关键目标是确保我们的框架适用于广泛的经济状况。同时，该框架需要随着经济结构的变化以及我们对这些变化的理解而不断发展。大萧条时期的挑战与大通胀和大缓和时期的挑战不同，而这两者又与我们今天面临的挑战不同。

在上次审查时，我们正处于一种新常态，其特点是利率接近有效下限（ELB），同时伴随低增长、低通胀和非常平坦的菲利普斯曲线——这意味着通胀对经济疲软的反应不太灵敏。对我来说，一个能体现那个时代的数据是，自 2008 年末全球金融危机爆发以来，我们的政策利率在有效下限（ELB）上停滞了长达七年之久。在座的许多人都会记得那个时代的成长乏力和复苏的痛苦缓慢。当时看来，只要经济经历哪怕是轻微的下滑，我们的政策利率就很有可能很快回到有效下限，而且很可能还会持续很长一段时间。在疲软的经济环境下，通胀和通胀预期可能会下降，从而推高实际利率，因为名义利率被固定在接近于零的水平。更高的实际利率将进一步拖累就业增长，并加剧通胀和通胀预期的下行压力，从而引发不利的动态。

人们认为，将政策利率推至 ELB 并推动 2020 年框架变化的经济状况，根源在于一些缓慢变化的全球因素，这些因素将持续较长时间——如果不是疫情，这种情况很可能已经持续了。2020 年的共识声明包含多项内容，旨在应对过去二十年日益凸显的 ELB 相关风险。我们强调了锚定长期通胀预期的重要性，以支持我们的价格稳定和最大就业目标。在大量关于缓解 ELB 相关风险策略的文献的基础上，我们采用了灵活的平均通胀目标制——一种“补偿”策略，以确保即使在 ELB 约束下，通胀预期也能保持良好的锚定。具体来说，我们表示，在通胀率持续低于 2% 的时期之后，适当的货币政策可能会在一段时间内将通胀率目标定为略高于 2%。

结果，疫情后的重启非但没有带来低通胀和有效利率下限，反而给全球各经济体带来了 40 年来最高的通胀。与大多数其他央行和私营部门分析师一样，我们认为到 2021 年底，通胀将相当迅速地消退，而无需大幅收紧政策立场（图 5）。当情况明显并非如此时，我们采取了强有力的应对措施，在 16 个月内将政策利率上调了 5.25 个百分点。这一举措，加上疫情导致的供应中断逐渐缓解，促使通胀率更接近我们的目标，而之前应对高通胀的努力却带来了痛苦的失业率上升。

图5 2021 年 12 月美联储及市场对通胀和联邦基金利率预测（%）

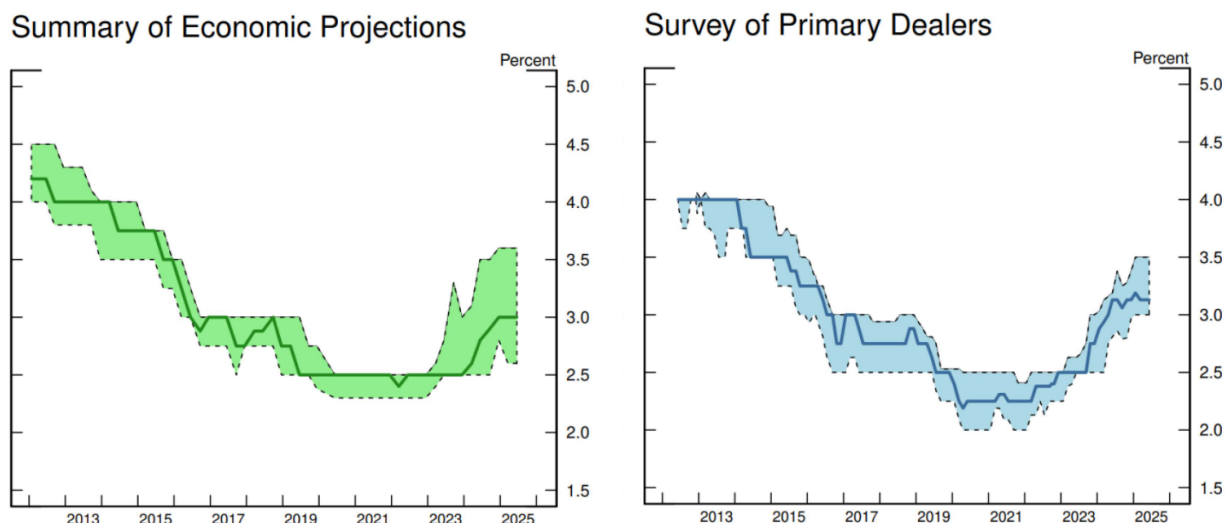
指标	2021年Q4/Q4核心通胀	2022年Q4/Q4核心通胀	2022年底政策利率
SEP中值	4.40%	2.70%	0.90%
蓝筹一致预期	4.40%	2.60%	0.5%*
一级交易商中值	4.40%	2.50%	0.75%

资料来源：美联储，联储证券研究院

修订的共识声明的要素：

今年的审查考虑了过去五年经济状况的演变。在此期间，我们看到通胀形势在面临巨大冲击时可能迅速变化。此外，目前的利率远高于全球金融危机和疫情之间的时期。由于通胀高于目标，我们的政策利率是限制性的——在我看来，这种限制是温和的。我们无法确定利率在长期内会稳定在何处，但现在的中性水平可能高于 2010 年代，这反映了生产力、人口结构、财政政策以及其他影响储蓄与投资平衡的因素的变化（图 6）。在审查期间，我们讨论了 2020 年声明对有效下限的关注如何使我们关于高通胀应对措施的沟通变得复杂。我们得出的结论是，强调过于具体的经济状况可能导致了一些混淆，因此，我们对共识声明做了几处重要修改，以反映这一见解。

图6 美联储和市场对于更长期联邦基金利率的预期 (%)

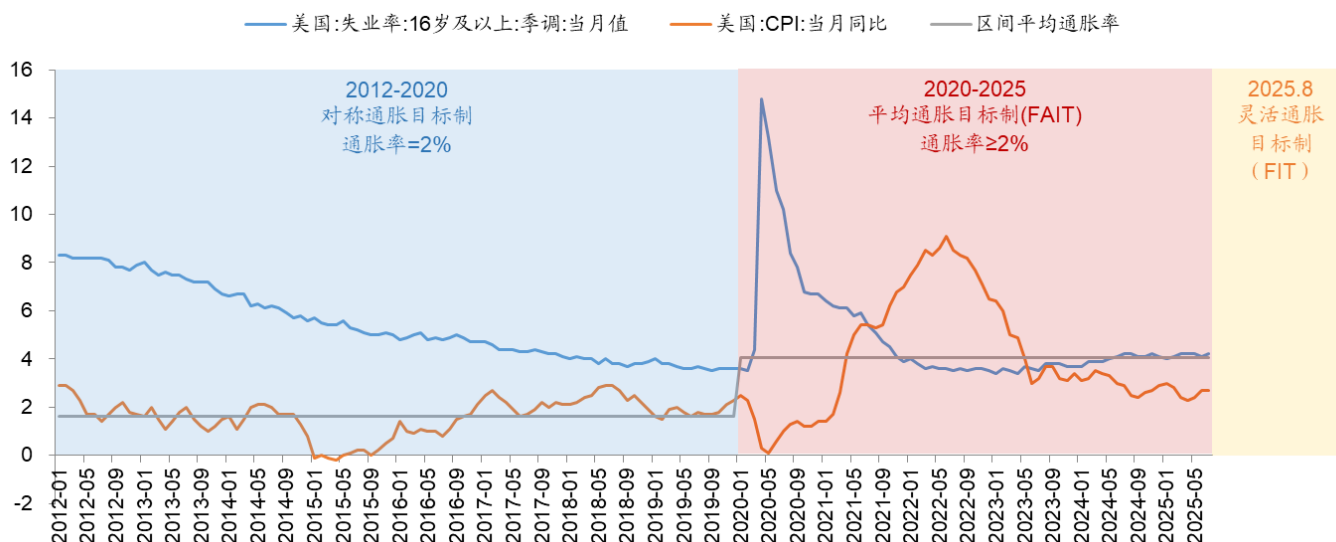


资料来源：美联储，联储证券研究院

首先，我们删除了表明有效下限是经济格局决定性特征的措辞。取而代之的是，我们指出“我们的货币政策战略旨在促进在各种经济条件下实现最大就业和价格稳定”。在有效下限附近操作的难度仍然是一个潜在隐患，但这并非我们的主要关注点。修订后的声明重申，委员会准备动用其所有工具来实现最大就业和价格稳定目标，尤其是在联邦基金利率受到有效下限约束的情况下。

其次，我们回归了灵活的通胀目标制框架，并取消了“补偿”策略。事实证明，有意、适度的通胀超调的想法已不切实际。正如我在 2021 年公开承认的那样，在我们宣布 2020 年共识声明修改几个月后出现的通胀既不是有意的，也不是适度的。

图7 2012-2025 年美联储通胀目标演进 (%)



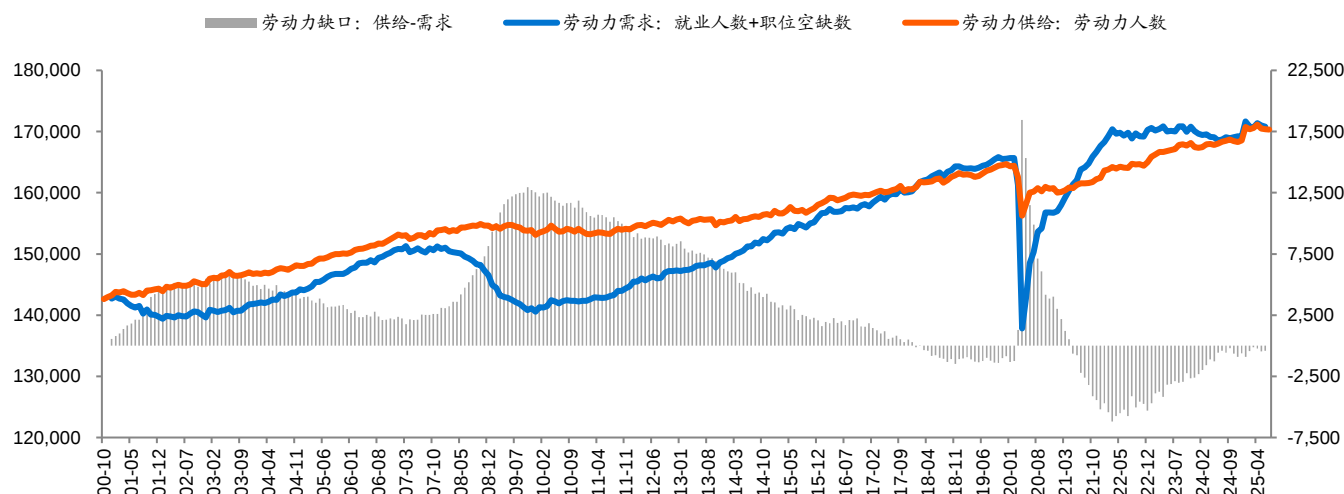
资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

稳固的通胀预期对于我们成功降低通胀且不至于大幅增加失业率至关重要。稳固的通胀预期能够在负面冲击推高通胀时促进通胀回归目标水平，并在经济疲软时限制通缩风险。此外，这些措施使货币政策能够在经济低迷时期支持最大限度就业，同时又不损害物价稳定。我们修订后的声明强调，我们致力于采取有力行动，确保长期通胀预期保持良好稳定，以利于我们履行双重使命。声明还指出，“物价稳定对于健康稳定的经济至关重要，并支持所有美国人的福祉。”这一主题在我们举办的“美联储倾听”活动中得到了清晰的体现。过去五年痛苦地提醒我们高通胀带来的困难，特别是对那些最无

力承担高昂生活必需品成本的人们而言。

第三，我们 2020 年的声明中表示，我们将缓解与充分就业之间的“缺口”，而不是“偏差”。使用“缺口”一词反映了这样一种认识：我们对自然失业率（以及由此产生的“充分就业”）的实时评估具有高度不确定性。在全球金融危机后经济复苏的后期，就业率长期高于主流对可持续水平的估计，同时通胀率持续低于我们 2% 的目标。在没有通胀压力的情况下，或许没有必要仅仅基于不确定的实时自然失业率估计来收紧政策。

图8 美国劳动力市场供给需求及就业缺口（千人）



资料来源：同花顺 iFinD，联储证券研究院

我们仍然持有这种观点，但我们对“短缺”一词的使用并非总是被理解为本意，这带来了沟通方面的挑战。特别是，“短缺”一词的使用并非旨在承诺永久放弃优先行动或忽视劳动力市场的紧张程度。因此，我们从声明中删除了“短缺”。修订后的文件现在更准确地表述为：“委员会认识到，就业水平有时可能超过对充分就业的实时评估，但这不一定会给物价稳定带来风险。”当然，如果劳动力市场的紧张或其他因素对物价稳定构成风险，则可能需要采取优先行动。

修订后的声明还指出，充分就业是“在物价稳定的前提下能够持续实现的最高就业水平”。这种对促进强劲劳动力市场的关注，凸显了“持久实现充分就业将为所有美国人带来广泛的经济机会和福祉”这一原则。我们在“美联储倾听”活动中收到的反馈，强化了强劲劳动力市场对美国家庭、雇主和社区的价值。

第四，与“短缺”条款的取消相一致，我们做出了一些修改，以明确我们在就业目标和通胀目标不相辅成时期的做法。在这种情况下，我们将采取平衡的方法来促进这些目标的实现。修订后的声明现在与 2012 年的原始措辞更加一致。我们考虑了偏离目标的程度，以及预计每个目标恢复到符合我们双重使命的水平所需的可能不同的时间范围。这些原则指导着我们今天的政策决策，就像在 2022-24 年期间一样，当时偏离 2% 的通胀目标是首要关注的问题。

除了这些变化之外，该文件与过去的声明有很多一致性。该文件继续解释我们如何解读国会赋予我们的使命，并描述了我们认为最能促进充分就业和物价稳定的政策框架。我们仍然认为，货币政策必须具有前瞻性，并考虑其对经济影响的滞后性。因此，我们的政策行动取决于经济前景及其风险的平衡。我们仍然认为，为就业设定一个数字目标是不明智的，因为最高就业水平无法直接衡量，而且会随着与货币政策无关的原因而随时间变化。

我们仍然认为，2% 的长期通胀率最符合我们的双重使命目标。我们相信，我们对这一目标的承诺是帮助长期通胀预期保持稳定的关键因素。经验表明，2% 的通胀率足够低，足以确保通胀不会成为家庭和企业决策的担忧，同时也为央行提供了一定的政策灵活性，以便在经济低迷时期提供宽松的政策。

最后，修订后的共识声明保留了我们大约每五年进行一次公开审查的承诺。五年一次的审查节奏并非什么神奇的魔法。这一频率使政策制定者能够重新评估经济的结构特征，并就我们框架的绩效与公众、实践者和学者进行交流。这也与全球一些同行保持一致。

结束语:

最后,我要感谢施密德主席及其全体工作人员,他们辛勤工作,每年都举办这场精彩的活动。算上疫情期间的几次线上亮相,这是我第八次有幸在此发言。每年,这场研讨会都为美联储领导人提供了聆听顶尖经济思想家观点的机会,并聚焦我们面临的挑战。40多年前,堪萨斯城联储邀请沃尔克主席来到这个国家公园,堪称明智之举,我很荣幸能够成为这一传统的一份子。

图9 当前市场定价 9 月、12 月各降息 25bps (截至 8 月 29 日)

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/9/17						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	85.1%	14.9%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	45.5%	47.6%	7.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	37.0%	47.2%	14.6%	1.3%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.0%	41.9%	31.3%	8.1%	0.7%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.6%	32.1%	35.7%	17.7%	3.7%	0.3%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	18.6%	33.4%	29.0%	12.5%	2.4%	0.2%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	13.5%	28.3%	30.5%	18.2%	5.9%	1.0%	0.1%
2026/7/29	0.0%	0.0%	1.0%	6.8%	19.2%	29.1%	25.8%	13.4%	4.0%	0.6%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.4%	3.4%	12.0%	23.4%	27.7%	20.6%	9.5%	2.6%	0.4%	0.0%
2026/10/28	0.1%	1.1%	5.2%	14.4%	24.3%	26.2%	18.3%	8.0%	2.1%	0.3%	0.0%
2026/12/9	0.2%	1.5%	6.1%	15.4%	24.5%	25.4%	17.2%	7.4%	1.9%	0.3%	0.0%

资料来源: CME, 联储证券研究院

风险提示

美国经济下行超预期; 美联储货币政策超预期。

免责声明

联储证券股份有限公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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；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；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路195号8号楼11、15F
邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路1366号富士康大厦9-10F
邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路5号院北投投资大厦A座7层
邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路2号侨城一号广场28-30F
邮编：518000