鲍威尔在 Jackson Hole 发表的演讲意味着什么？

主要结论：

一、鲍威尔在 Jackson Hole 发表的演讲意味着什么？

- **会议上美联储主席鲍威尔就“货币政策框架评估”（Monetary Policy Framework Review）主题发表演讲。**演讲内容主要包括以下四个方面：
  1）**首先，对经济潜力或长期增长率的评估有所下降。**自 2012 年 1 月以来，联邦公开市场委员会(FOMC)参与者对潜在增长率的预估中值已从 2.5%降至 1.8%。
  2）**其次，美国和世界各地的利率总体水平都在下降。**对联邦中性利率的估计已经大幅下降，这在很大程度上反映了实际均衡利率的下降。因此在经济低迷时期，美联储通过下调联邦基金利率来支撑经济的空间有限。
  3）**第三，今年结束的创纪录的经济扩张，使劳动力市场达到了一段时间以来的最佳水平。**对于处于黄金工作年龄的个人而言，劳动参与率完全回到了危机前的水平，这与此前认为全球金融危机有可能对劳动力市场造成永久结构性破坏的评估相左。
  4）**第四，历史上强劲的劳动力市场没有引发通胀的显著上升。**通货膨胀对劳动力市场紧缩的反应减弱，导致了菲利普斯曲线的平坦化，也促成了低通胀的宏观环境。
- **未来看，美联储将提高通胀容忍度，以支持劳动力市场和经济增长。**
- **美联储将以“实现就业最大化”作为制定政策的依据。**
- **平均通胀率 2%意味着通胀上限将更高，美联储退出宽松的时间点将比较靠后（相对通胀的涨幅）。**

二、美国新屋销售和耐用品订单远超预期，德国 IFO 商业景气指数好于预期

- **美国 7 月季调后新屋销售远高于预期：**其中东北部新屋销售明显下跌，南部、西部和西北部地区上涨明显。
- **德国 8 月 IFO 商业景气指数好于预期：**商业预期指数和现况指数高于前值。
- **美国 7 月耐用品订单月率远超市场预期：**消费者对汽车的需求持续飙升。
- **美国 7 月 PCE 物价指数小幅高于预期：**个人收入也受益于经营业主收入和劳动租金收入。

三、本周重点关注美国 8 月劳动力市场和 7 月工厂订单

- **财经数据：**美国 8 月 ADP 就业人数(万)、美国 7 月工厂订单月率(%)、美国 8 月非农就业人口 (料回落)。

风险提示：

- 长期货币政策的宽松加剧信用风险、中美冲突加剧、大选对风险资产的影响。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

正文如下：

一、鲍威尔在 Jackson Hole 发表的演讲意味着什么？

本次 Jackson Hole 会议上美联储主席鲍威尔就“货币政策框架评估”（Monetary Policy Framework Review）主题发表演讲。鲍威尔表示 2019 年初的时候，联邦公开市场委员会(FOMC)就货币政策框架进行了重审，评估货币政策策略和工具以实现最高就业和价格的稳定。鲍威尔阐述了 1970 年代通货膨胀失控的惨痛教训，表示多年来，经济的根本变化（如人口统计和技术变化）已经将通胀转移到过低的水平，过去八年持续的低通胀风险会带来新的经济困难。由于经济的结构变化，所以货币政策框架必须调整以适应当前的新挑战。鲍威尔的演讲内容主要包括四个方面：

首先，对经济潜力或长期增长率的评估有所下降。自 2012 年 1 月以来，联邦公开市场委员会(FOMC)参与者对潜在增长率的预估中值已从 2.5%降至 1.8%。生产率增长的下降反映出人口增长放缓和人口老龄化，对未来潜在经济增长率不不利。

其次，美国和世界各地的利率总体水平都在下降。对联邦中性利率的估计已经大幅下降，这在很大程度上反映了实际均衡利率的下降。11 月 FOMC 参会者对联邦中性利率的预估中值从 4.25%下降至 2.5%。对联邦中性利率评估的下降，意味着即使在经济景气时期，利率也会更接近实际利率下限，因此在经济低迷时期，美联储仅通过下调联邦基金利率来支撑经济的空间有限。

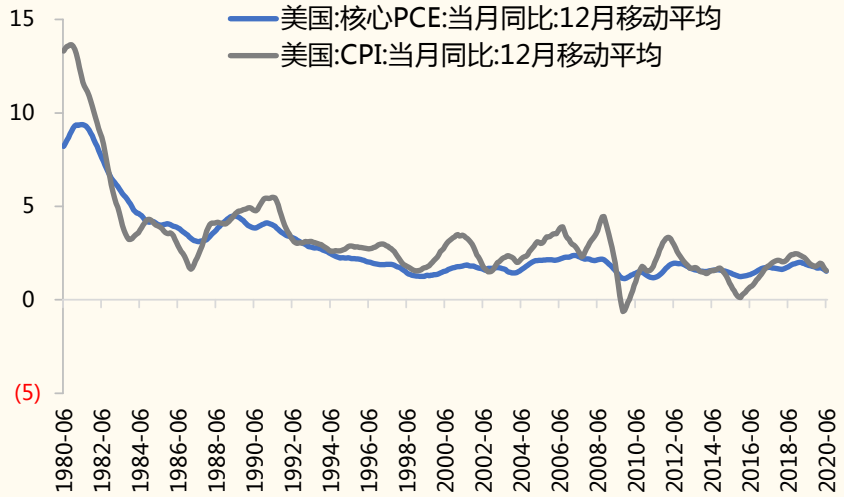
第三，今年结束的创纪录的经济扩张，使劳动力市场达到了一段时间以来的最佳水平。疫情爆发前，失业率徘徊在 50 年低点附近，劳动力参与率趋于平稳并开始上升。对于处于黄金工作年龄的个人而言，劳动参与率完全回到了 08 年危机前的水平，这与此前认为全球金融危机有可能对劳动力市场造成永久结构性破坏的评估相左。黑人和西班牙裔失业率创历史新低，其失业率和白人失业率之间的差距缩小到有记录以来的最低水平。

第四，历史上强劲的劳动力市场没有引发通胀的显著上升。多年来，联邦公开市场委员会和私营部门的分析师预测通胀会恢复到 2%，但实际上大部分时间的通胀持续低于 2%。通胀预测通常是基于对自然失业率的估计，当失业率低于自然失业率时，通胀应该会有明显的上行压力。由于疫情前失业率的下降，并没有带动通胀上行，通货膨胀保持温和，导致自然失业率的估值也被下调。联邦公开市场委员会(FOMC)参与者对自然失业率的估值从 2012 年的 5.5%下降到目前的 4.1%。通货膨胀对劳动力市场过热的反应减弱，导致菲利普斯曲线的平坦，也促成了低通胀。

未来看，美联储将提高通胀容忍度，以支持劳动力市场和经济增长。美联储在 2012 年发表的《Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy》中表明长期的通货膨胀率主要是由货币政策决定的，因此委员会有能力为通货膨胀指定一个长期的目标。即以个人消费支出价格指数的年度变化来衡量，2%的通胀率从长期来看是最符合美联储的要求。将这一通胀目标清晰地传达给公众，有助于保持长期通胀预期的稳固，从而保持价格和长期利率的稳定，并增强委

员会在面临重大经济动荡时能够促进最大就业的能力。但在过去的十几年里，通胀都是呈震荡下行趋势，从 2010 年初到疫情爆发前，美联储青睐的核心 PCE 同比增长仅为 1.6%左右，问题在于，低通胀导致消费者和企业降低了长期通胀的预期，这也意味着之后的每次经济低迷都会导致通胀进一步放缓，直到美联储最终发现自己处于“中性”短期利率低于零的情况下，此时，几乎不可能实施货币政策。“平均通胀目标”是纽约联邦储备银行的 Thomas Mertens 和 John Williams 在几年前提出的一个想法，表示尽可能让经济过热，以抵消之前通胀上涨过慢，通胀目标应该接近 2.25%。

图表 1：通胀指数在 1980 年之后呈震荡下行



来源：Wind，国金证券研究所

美联储将以“ 实现就业最大化”作为制定政策的主要依据。美联储表示除非通胀出现超预期的上升迹象，或出现可能阻碍美联储实现目标的其他风险，不然未来就业可以在预期估计的更高水平上运行。在这种情况下，失业率低于自然失业率本身将不足以成为货币政策收紧的充分理由。

平均通胀率 2%意味着通胀上限将更高，美联储退出宽松的时间点将比较靠后（相对通胀的涨幅）。疫情导致美国公共债务增加，在联邦支出大幅上升的背景下，美国政府杠杆率上升需要通过财政赤字货币化手段帮助美国政府降低成本，防止泡沫破裂，所以更高的通胀目标意味着货币政策更有理由需要保持相对宽松。但是，宽松货币政策带来的是政府和私人部门的债务水平的不断上升，负债变成经济增长的动力，由于信贷的扩张不是由实际储蓄增加而是由美联储供给的，那么负债率的上升将导致投资率下降。随着金融风险不断积累，潜在的金融振荡甚至银行信贷扩张可能造成的萧条会再次爆发。

二、美国新屋销售和耐用品订单远超预期，德国 IFO 商业景气指数好于预期

1. 美国 7 月季调后新屋销售远高于预期

据美国商务部人口普查局 8 月 25 日公布数据显示，美国 7 月季调后新屋销售年化总数 90.1 万户，高于前值 77.6 万户（调整后），远超预期的 79 万户；7 月季

调后新屋销售年化月率 13.9%，大幅超过预期的 1.8%，高于前值 13.8%。新屋销售升至 2006 年 12 月以来最高值。

其中东北部新屋销售明显下跌，南部、西部和西北部地区上涨明显。数据显示，东北部地区销售 4.0 万套，下降 23.1%，6 月曾大涨 89.7%；美国南部地区销售 51.3 万套，上涨 13%；西部地区销售 22.1 万套，上涨 7.8%；中西部地区销售 12.7 万套，上涨 58.8%。

2.德国 8 月 IFO 商业景气指数好于预期

据德国 IFO 研究所 8 月 25 日公布数据显示，德国 8 月 IFO 商业景气指数 92.6，高于前值 90.5，也高于预期 92.1。

商业预期指数和现况指数高于前值。德国 8 月 IFO 商业预期指数 97.5，高于前值 97，但低于预期的 98.0；德国 8 月 IFO 商业现况指数 87.9，超过前值 84.5，也超过预期的 86.2。IFO 商业景气指数在 4 月因疫情跌至历史低位之后，经历了连续 4 个月的增长，德国经济状况继续好转，企业信心上升。

3.美国 7 月耐用品订单月率远超市场预期

据美国商务部人口普查局 8 月 26 日公布数据显示，美国 7 月耐用品订单月率初值为 11.2%，高于前值的 7.6%，也远高于预期的 4.7%；

耐用品订单月率 3 个月持续增长，消费者对汽车的需求持续飙升。新车订单在 6 月增长了近 24%的基础上，7 月继续增长 22%。但汽车和飞机行业以外的商业耐用品增长缓慢，月率初值均超过预期但不及前值。美国 7 月扣除飞机非国防耐用品订单月率初值为 1.9%，低于前值 3.4%，但高于预期的 1.7%；美国 7 月扣除飞机非国防耐用品装船月率初值为 2.4%，低于前值的 3.3%，但高于预期的 1.8%；美国 7 月扣除运输耐用品订单月率初值为 2.4%，低于前值的 3.6%，但高于预期的 2.0%。

4. 美国 7 月 PCE 物价指数小幅高于预期

8 月 28 日美国经济分析局公布的数据显示，美国 7 月 PCE 物价指数年率同比增长 1.0%，达到预期的 1.0%，高于前值 0.8%；美国 7 月核心 PCE 物价指数年率同比增长 1.3%，高于预期的 1.2%，也高于前值 0.9%。环比数据方面，美国 7 月 PCE 物价指数环比增长 0.3%，低于预期 0.4%，也低于前值 0.4%；美国 7 月核心 PCE 物价指数环比增长 0.3%，低于预期的 0.5%，但高于前值的 0.2%。美国 7 月个人收入环比增长了 705 亿美元（0.4%），高于预期的-0.3%，也高于前值的-1.1%；个人可支配收入增长了 399 亿美元（0.2%）；美国 7 月个人支出环比增长 2676 亿美元（1.90%），高于预期的 1.6%，但低于前值的 5.6%；个人实际可支配收入下降了 0.1%，个人实际消费支出上升 1.6%。

个人收入也受益于经营业主收入和劳动租金收入的增加。随着经济进一步复苏，即使政府向个人提供的社会福利逐步减少，美国 7 月份个人收入的增加也超过了雇员补偿，7 月份实际 PCE 增加 2006 亿美元，其中，商品支出增加 821 亿美元，服务支出增加 1212 亿美元。在商品中，新机动车消费是增长的主要贡献者。

在服务方面，增加的最大因素是医疗保健、食品服务和住宿支出。7 月份个人支出增加了 2706 亿美元。7 月个人储蓄为 3.19 万亿美元，个人储蓄率（个人储蓄占可支配个人收入的百分比）为 17.8%。

图表 2：海外宏观数据跟踪和简评

美国	19-08	19-09	19-10	19-11	19-12	20-01	20-02	20-03	20-04	20-05	20-06	20-07	20-08	最新数据简评
增长														
GDP（环比折年率，%）		2.1			2.1			-5.0			-31.70			有记录以来美国经济最大季度降幅
消费														
个人总收入（环比折年率，%）	0.40	0.27	0.00	0.50	0.20	0.62	0.8	(1.8)	12.2	(4.2)	(1.0)	0.4		个人收入环比小幅上涨
个人消费支出（环比折年率，%）	0.10	0.17	0.30	0.30	0.30	0.20	(0.0)	(6.7)	(12.9)	8.6	6.2	1.9		环比涨幅低于前值
零售销售额（环比折年率，%）	0.40	-0.30	0.30	0.20	0.30	0.26	(0.4)	(8.2)	(14.7)	18.3	8.4	1.2		环比涨幅低于前值
投资														
耐用品订单（环比，%）	0.20	-1.10	0.60	-2.00	2.44	(0.2)	(0.2)	(16.7)	(18.3)	15.0	7.7	11.2		环比涨幅高于前值
建造支出（环比，%）	1.3	0.5	(0.8)	0.6	(0.2)	(0.2)	0.2	(0.3)	(3.4)	(1.7)	(0.7)			建造投资环比降幅持续收窄
对外贸易														
出口（同比，%）	0.1	(1.8)	(1.4)	0.3	1.9	1.1	0.5	(10.8)	(27.8)	(32.0)	(24.4)			海外需求边际复苏
进口（同比，%）	0.0	(2.8)	(4.7)	(3.8)	(3.0)	(2.4)	(4.5)	(11.3)	(22.3)	(24.5)	(19.9)			内需拉动回升
贸易差额（十亿美元）	(54.9)	(52.5)	(47.2)	(43.1)	(48.9)	(45.3)	(34.7)	(42.3)	(49.8)	(54.8)	(50.7)			贸易差额降幅收窄
通胀														
CPI（同比，%）	1.7	1.7	1.8	2.1	2.3	2.5	2.3	1.5	0.3	0.1	0.6	1.0		高于前值
核心CPI（同比，%）	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.4	2.1	1.4	1.2	1.2	1.6		高于前值
核心PCE（同比，%）	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6	1.9	1.7	0.9	1.0	1.1	1.3		高于前值
密歇根次年通胀预期（同比，%）	2.7	2.8	2.5	2.5	2.3	2.5	2.4	2.2	2.1	3.0	3.0	3.0	3.1	油价带动通胀预期回升
劳动力市场														
非农就业新增人数（千人）	130.0	136.0	12.8	26.6	14.5	225.0	273	(701)	(20500)	2509	4800	1763		新增就业人数不及预期
失业率（%）	3.7	3.5	3.6	3.5	3.5	3.6	3.5	4.4	14.7	13.3	11.1	10.2		失业率冲高回落
平均时薪（环比，%）	0.4	(0.0)	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3	0.6	4.7	(1.1)	(1.3)	0.2		高于前值
职位空缺数（千人）	7051	7024	7267	6800	6423	7012	7004	6011	4996	5371	5889			高于前值
房地产市场														
标普/CS房价指数（同比，%）	2.0	2.1	2.2	2.55	2.85	3.11	3.48	3.87	3.86	3.61	3.46			房价小幅下跌
成屋销售（折年数，万套）	549	538	546	535	554	546	576	527	433	391	470	586		住房销售景气度有所提升
新屋开工（环比，%）	12.3	(9.4)	3.8	3.2	16.9	(3.6)	(19.0)	(26.4)	11.1	17.5	22.6			新屋开工率连续第三个月环比上升
营建许可（环比，%）	7.7	(2.7)	5.0	1.4	(3.9)	9.2	(6.4)	(5.7)	(21.4)	14.1	3.5	17.9		营建许可环比大增
其他														
ISM制造业PMI指数	49.1	47.8	48.3	48.1	47.2	50.9	50.1	49.1	41.5	43.1	52.6	54.2		制造业PMI上升
ISM非制造业PMI指数	56.4	52.6	54.7	53.9	55.0	55.5	57.3	52.5	41.8	45.4	57.1	58.1		非制造业PMI小幅增加
工业产能利用率（%）	77.9	77.4	76.7	77.3	77.0	76.8	76.9	73.6	64.2	64.8	68.5	70.6		产能利用率回升，但仍处于低位
密歇根大学消费者信心指数	89.8	92.0	95.5	96.8	99.2	99.1	101.0	95.9	71.8	72.3	78.1	72.5	74.1	消费者信心提升
美联储总资产（万亿美元）	38.00	39.10	40.70	41.00	42.10	41.99	42.06	53.03	67.03	71.46	71.31	69.97	70.39	美联储资产小幅回升
美国联邦基金基准利率	2.00-2.25	1.75-2.0	1.75-1.5	1.75-1.5	1.75-1.5	1.75-1.5	1.75-1.5	1.0-1.25	1.0-1.25	1.0-1.25	1.0-1.25	1.0-1.25	1.0-1.25	联邦基金利率维持低位
美元实际有效汇率指数	108.40	108.60	107.90	107.60	107.21	106.41	107.59	111.71	113.39	112.81	110.25	109.27		美元实际有效汇率小幅下降
其他发达经济体	**19-08**	**19-09**	**19-10**	**19-11**	**19-12**	**20-01**	**20-02**	**20-03**	**20-04**	**20-05**	**20-06**	**20-07**	**20-08**	简评
欧元区														
GDP（环比折年率，%）		0.8			0.2			-13.6			-40.3			欧元区经济大幅萎缩
CPI（同比，%）	1.0	0.9	0.7	1.3	1.3	1.4	1.2	0.7	0.3	0.1	0.3	0.4		通胀持略高于前值
核心CPI（同比，%）	0.9	1.0	1.1	1.3	1.3	1.1	1.2	1.0	0.9	0.9	0.8	1.2		核心CPI高于前值
出口（季调环比，%）	0.4	0.6	2.1	-2.8	0.9	-0.2	0.7	-8.0	-25.4	8.6	11.2			外部需求持续回升
进口（季调环比，%）	(1.2)	1.5	-0.9	-0.5	-0.7	2.2	-2.8	-9.5	-13.6	3.0	5.7			内部需求持续回暖
贸易差额（十亿欧元）	20.3	18.3	24.5	19.2	22.2	19.1	25.4	26.0	0.9	8.6	17.1			贸易差额回升
Markit制造业PMI指数	47.0	45.7	45.9	46.6	46.3	47.8	49.2	44.5	33.4	39.4	47.4	51.8	51.7	制造业PMI保持在扩张区间
Markit服务业PMI指数	53.4	51.6	51.8	51.5	52.8	52.2	52.6	26.4	12.0	30.5	48.3	54.7	50.1	服务业PMI低于前值
德国经济景气指数	100.6	99.4	99.2	99.6	100.0	101.8	101.8	92.0	72.1	75.3	81.9	88.4	94.3	德国经济景气高于前值
工业生产指数（环比，%）	0.4	0.1	(0.5)	0.2	(2.1)	2.3	-0.1	-11.8	-18.0	12.3	9.1			工业生产指数回落
欧央行总资产（万亿欧元）	4.68	4.64	4.4	4.4	4.5	4.7	4.7	5.1	5.3	5.6	6.2	6.4	6.4	高位平稳
欧央行主要再融资利率	0.00	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	维持利率不变
英国														
GDP（环比折年率，%）		1.2			0.1			-8.5			-59.8			经济大幅萎缩
CPI（同比，%）	1.7	1.7	1.5	1.5	1.3	1.8	1.7	1.5	0.8	0.5	0.6	1.0		通胀小幅回升
英央行基准利率	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	疫情促使货币政策宽松
日本														
GDP（环比折年率，%）		0.2			-6.3			-2.5			-27.8			日本经济大幅萎缩
CPI（同比，%）	0.3	0.2	0.2	0.5	0.8	0.7	0.4	0.4	0.1	0.1	0.1	0.3		通胀小幅回升
日央行总资产（万亿日元）	572.7	569.7	575.6	578.5	573.0	578.3	584.9	604.4	619.0	638.6	649.0	665.9	668.0	持续扩张
新兴市场GDP增速（同比，%）	**19-08**	**19-09**	**19-10**	**19-11**	**19-12**	**20-01**	**20-02**	**20-03**	**20-04**	**20-05**	**20-06**	**20-07**	**20-08**	简评
巴西		1.2			1.7			-0.3						经济增速下降
印度		4.6			4.1			3.1						经济增速回落
韩国		2.0			2.3			1.4			-3.0			经济明显下滑
印尼		5.0			5.0			3.0			-5.3			经济明显下滑
香港		-2.9			-2.9			-9.1			-9.0			GDP收缩区间
台湾		3.0			3.3			2.2			-0.6			经济增速转负
新兴市场CPI（同比，%）	**19-08**	**19-09**	**19-10**	**19-11**	**19-12**	**20-01**	**20-02**	**20-03**	**20-04**	**20-05**	**20-06**	**20-07**	**20-08**	简评
巴西	3.4	2.9	2.5	3.3	4.3	4.2	4.0	3.3	2.4	1.9	2.1	2.3		通胀小幅上升
俄罗斯	4.3	4.0	3.8	3.5	3.0	2.4	2.3	2.5	3.1	3.0	3.2	3.4		通胀小幅上升
印度	6.3	7.0	7.6	8.6	9.6	7.5	6.8	5.5	5.5	5.1	5.1			通胀持平
韩国	0.0	-0.4	0.0	0.15	0.70	1.49	1.06	1.00	0.08	-0.32	-0.01	0.29		走出通缩
印尼	3.5	3.4	3.1	3.0	2.7	2.7	3.0	3.0	2.7	2.2	2.0	1.5		通胀小幅下行
沙特阿拉伯	-1.0	-0.8	-0.3	0.0	0.2	0.4	1.2	1.5	1.3	1.1	0.5			通胀下行
香港	3.5	3.2	3.1	3.0	2.9	1.4	2.2	2.3	1.9	1.5	0.7	-2.3		进入通缩
台湾	0.4	0.4	0.4	0.6	1.1	1.9	-0.2	0.0	-1.0	-1.2	-0.8	-0.5		通缩程度缓解

来源：Bloomberg，Wind，美国劳工部，Fed，ECB，BOJ，IFO，国金证券研究所

三、本周重点关注美国 8 月劳动力市场和 7 月工厂订单等数据

1. 本周重点关注美国 8 月劳动力市场和 7 月工厂订单等数据

本周重点关注 9 月 2 日公布的美国 8 月 ADP 就业人数(万)（料大幅回升）和美国 7 月工厂订单月率(%)（料回落）、9 月 4 日晚间公布的美国 8 月非农就业人口 (料回落)。

风险提示：

1、美联储长期的货币政策宽松导致政府部门杠杆上行，泡沫的累计增加了金融市场的脆弱性；

2、中美冲突进一步加剧，对全球需求和经济产生较大的影响；

3、美国大选的临近，可能会加剧风险资产的波动。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH