

【宏观快评】

通胀标尺一换，利率指引大变

主要观点

核心结论：美联储主席提名人沃什在上周出席参议院银行委员会听证会表示，目前判断通胀的指标并不完美，更倾向于关注“截尾平均”PCE通胀率。若修改通胀衡量指标，可能会对货币政策产生实质性影响。相比于核心PCE通胀率指引的政策利率，截尾平均PCE通胀率的指引要低1个百分点。

❖ 首先，从基本概念出发理解各类通胀衡量指标

通胀是指一定期间内经济体中的商品与服务平均价格水平持续的普遍性的上涨，目前有很多价格指数可用于衡量通胀。但从基本概念出发，所有价格指数，最核心的区分来自对两个范围界定的差异：

第一，“经济体”的主体是谁？以美国为例，从买方视角来看，常见的有：GDP平减指数、国内购买总额价格指数、CPI、PCE价格指数等；从卖方视角来看则有PPI。上述价格指数覆盖的主体不尽相同（具体参见正文），但从覆盖的商品和服务总规模来看，国内购买总额价格指数（31.7万亿美元）>GDP平减指数（30.8万亿美元）>PPI最终需求（25.1万亿美元）>PCE价格指数（21.4万亿美元）>CPI（9.7万亿美元）。

第二，“商品和服务”的主观选择。确定主体后，为了更好衡量通胀趋势，学界和官方机构会“主观”对商品和服务进行剔除。最典型的案例，核心CPI是衡量通胀趋势的通用指标，但中美欧日对其的界定却均不相同。除使用核心通胀概念之外，还有中位数通胀、截尾平均通胀、粘性价格通胀、超级核心通胀等，都属于对“商品和服务”的主观选择的结果。

❖ 其次，美联储官方认定的通胀衡量指标是什么？

PCE价格指数才是美联储官方文本采纳的通胀衡量目标，不是CPI。相比于CPI，PCE价格指数涵盖的商品和服务范围更广、在编制方法上也更能体现价格替代效应。**为什么现在市场对CPI的关注度要高于PCE价格指数？**CPI要比PCE早大概两周发布，市场肯定倾向于优先考虑目前的“有缺陷”数据，而非晚些时候的“更准确”数据。

虽然PCE价格指数是官方指标，但核心PCE价格指数更为重要。美联储官员在公开讲话和报告中更青睐于核心PCE价格指数，这最早可追溯至2000年初开始，格林斯潘在半年货币政策报告中对其的引用和预测。在伯南克担任美联储主席期间，也曾多次强调核心通胀更能代表潜在通胀趋势。

❖ 再次，可用于替代核心PCE通胀率的指标有哪些？

截尾平均PCE通胀率：将178个细分项目PCE价格指数从低到高排序，将下尾部支出权重的24%以及上尾部支出权重的31%去掉，再加权计算得出。达拉斯联储的工作论文认为，截尾平均PCE通胀率比核心PCE通胀率更能实时反映整体PCE通胀趋势。核心PCE通胀率虽然剔除了传统意义上价格高波动的食品和能源，但实际上，约有14%的食品和能源项目比典型的非食品、非能源项目的波动更低，同样也有约14%的非食品、非能源项目比典型的食品和能源项目的价格波动更大。

中位数PCE通胀率：将200个细分项目的PCE价格指数从低到高排序，其支出权重位于50%分位数的项目的PCE价格指数即为中位数PCE通胀率。克利夫兰联储的工作论文也认为该指标也好于核心PCE通胀率。

除上述两种最常见的替代指标之外，也有论文提到周期性/非周期性核心PCE通胀率、方差加权PCE通胀率、分项平滑PCE通胀率、多变量核心趋势(MCT)等指标，但这些指标的计算相对较为复杂，不易直观理解，知名度不高。

近半年来的走势差异：从去年8月份的阶段性高点至今年2月，中位数PCE通胀率从3.4%降至2.8%，截尾平均PCE通胀率从2.8%降至2.3%，而同期核心PCE通胀率则从2.9%震荡升至3%。

华创证券研究所

证券分析师：张瑜

邮箱：zhangyu3@hcyjs.com

执业编号：S0360518090001

证券分析师：付春生

邮箱：fuchunsheng@hcyjs.com

执业编号：S0360522080002

相关研究报告

《【华创宏观】高油价冲击下的毛利率观察——3月工业企业利润点评》

2026-04-27

《【华创宏观】双碳考核机制落地——政策周观察第77期》

2026-04-26

《【华创宏观】一季度财政运行中的转型信号——3月财政数据点评》

2026-04-26

《【华创宏观】“租赁和商务服务业”快速增长》

2026-04-20

《【华创宏观】提级论证管理重点项目——政策周观察第76期》

2026-04-19

关于核心 CPI 的各种替代指标，参见正文。

❖ **最后，不同 PCE 通胀指标指引的政策利率差异较大**

不同的 PCE 通胀衡量指标，有不同的利率政策指引。借助“货币政策规则”（参见《美国降息的尺度——从货币政策规则看利率路径》）可量化这一分歧。

基于平衡方法规则（shortfalls）来分析，该规则：1）相比于传统泰勒规则，将失业率缺口的权重翻倍。2）对失业率缺口的正负会做出不对称的反应，当失业率低于自然失业率时，不再仅仅因为劳动力市场强劲就启动加息。该规则在 2020 年后正式成型，符合倾向于保护就业修复的“鸽派”政策风格。

截至今年 1 季度，基于平衡方法规则（shortfalls），若采用核心 PCE 通胀率，联邦基金利率应该为 5%；若采用中位数 PCE 通胀率，联邦基金利率应该为 4.7%；若采用截尾平均 PCE 通胀率，联邦基金利率应该为 4%。相比于核心 PCE 通胀率指引的政策利率，截尾平均 PCE 通胀率的指引要低 1 个百分点。需要注意，在此处，不同通胀衡量指标指引下的政策利率之间的差值，要比本身的绝对水平更有意义。

❖ **风险提示：**修改通胀衡量指标的不确定性，货币政策规则的适用性有限。

目 录

一、从通胀概念出发理解各类价格指数.....	5
二、美联储官方的通胀衡量指标及可能的替代指标?	6
(一) CPI 还是 PCE 价格指数? 是后者	6
(二) 核心 PCE 通胀的替代: 截尾平均和中位数	7
(三) 核心 CPI 通胀的替代: 三种指标	8
三、不同 PCE 指标下的利率政策指引	9

图表目录

图表 1 美国主要的价格指数覆盖的商品和服务规模	5
图表 2 中美欧日的核心 CPI 范围比较	6
图表 3 美国核心 CPI 同比一般都高于核心 PCE 价格指数同比	7
图表 4 三种衡量 PCE 通胀率趋势的指标，目前截尾平均值最低	8
图表 5 四种衡量 CPI 趋势的指标中，核心 CPI 最低	8
图表 6 粘性和灵活价格 CPI 的项目划分	9
图表 7 不同 PCE 通胀指标指引下的政策利率	10

当地时间 4 月 21 日，美联储主席提名人沃什出席美国参议院银行委员会的听证会。在听证会上，沃什提到目前“用于判断通胀的数据并不完美（the data that's being used to judge inflation is quite imperfect data.）”，上任之后要开展一个公私合营项目，“基于新的理解和新数据来源，去了解经济中的通胀率到底是多少（use our new understanding and new data sources to see what's really the inflation rate in the economy）”。沃什本人更倾向于关注“**截尾平均（trimmed averages）**”的通胀指标。

通胀和就业是美联储的双重使命，美联储对通胀的判断至关重要。如果修改通胀衡量指标，可能会对货币政策的方向和幅度产生实质性影响。本文对美国目前已有的“常见”（美联储已有相关论文研究过的）的通胀衡量指标进行概念剖析，并基于货币政策规则来回答其对利率政策的影响。

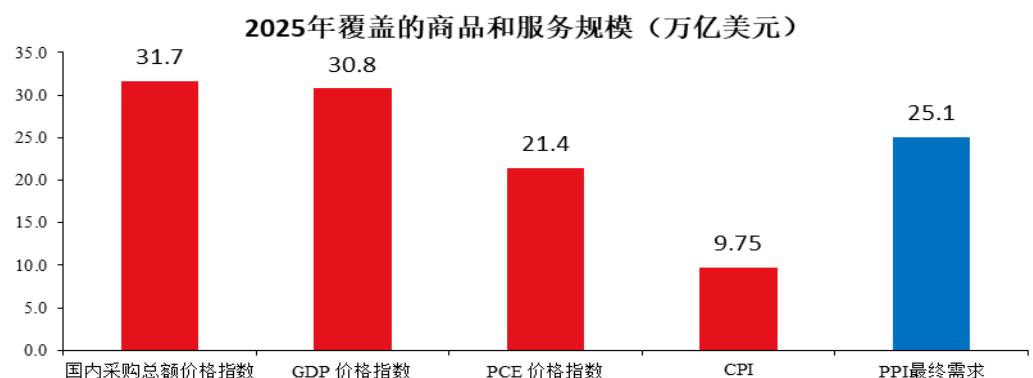
一、从通胀概念出发理解各类价格指数

通胀是指在一定期间内经济体中的商品与服务平均价格水平出现持续的普遍性的上涨，学界和市场用各种各样的价格指数来衡量通胀的变化。从基本概念出发，所有的价格指数，最核心的区分来自对两个范围界定的差异：

第一，“经济体”的主体是谁？以美国为例，常见的如下：如果是指“经济体内生产的所有商品和服务”，即为 **GDP 平减指数**（含出口价格但不含进口价格）；如果是“消费者、企业和政府购买的所有商品和服务”，即为 **国内购买总额价格指数**（含进口价格但不含出口价格）；如果是“消费者直接购买的代表性商品和服务”，即为 **CPI**（包含非居民在美国购买、但不包括美国居民在海外的购买）；如果是“居民直接购买或者企业和政府为其购买的商品和服务”，即为 **PCE 价格指数**（包含美国居民在海外的购买，但不包括非居民在美国的购买）。上述价格指数是从买方视角衡量的价格变化，从卖方视角来看，商品和服务生产者所收到的价格即为 **PPI**（美国 PPI 包含服务，我国不包括；美国包含服务的 PPI 为 **PPI 最终需求**），卖方和买方的价格因政府补贴、税收以及分销成本而有所不同。

上述价格指数覆盖的具体范围不尽相同，但从覆盖的商品和服务总规模来看，是：国内购买总额价格指数（31.7 万亿美元）>GDP 平减指数（30.8 万亿美元）>PPI 最终需求（25.1 万亿美元）>PCE 价格指数（21.4 万亿美元）>CPI（9.7 万亿美元）。

图表 1 美国主要的价格指数覆盖的商品和服务规模



资料来源：BLS，Wind，华创证券

第二，“商品和服务”的主观选择。在确定主体之后，为了忽略部分异常和一次性的价格波动，以更好的衡量价格变化趋势，学界和官方机构会“主观”地对商品和服务进行有选择的剔除。

最典型的案例是各国/经济体对核心 CPI 的界定。核心 CPI 是衡量潜在通胀趋势的最常用的指标，但各主要经济体的界定却均不相同。比如我国和美国的核心 CPI 是指剔除食品和能源的 CPI，但我国核心 CPI 中包含在外餐饮，美国则不包括；日本的核心 CPI 仅是指剔除生鲜食品的 CPI，欧元区的核心 CPI 是指剔除能源、粮食、酒精和烟草的 CPI。

除了使用核心 CPI 之外，还有中位数 CPI (Median CPI)、截尾平均 CPI (Trimmed-Mean CPI)、粘性价格 CPI (Sticky-Price CPI)、“超级核心” CPI (Supercore Inflation) 等衡量方法。对美国而言，这些概念也适用于 PCE 价格指数（美国特色的价格指数，其他经济体没有相似的价格指数）。关于上述方法的具体含义，我们在后文详细阐述。

图表 2 中美欧日的核心 CPI 范围比较



资料来源：华创证券整理

二、美联储官方的通胀衡量指标及可能的替代指标？

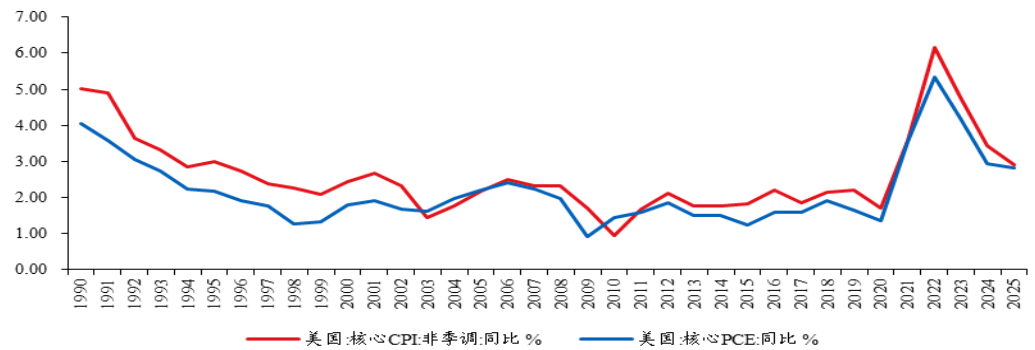
（一）CPI 还是 PCE 价格指数？是后者

从官方说明来看，PCE 价格指数才是美联储采纳的通胀衡量目标，不是 CPI。作为消费国，最常被用于衡量美国通胀水平的是 BLS 统计的 CPI 和 BEA 统计的 PCE 价格指数。但相比于 CPI，PCE 价格指数涵盖的商品和服务范围更广、在编制方法上也更能体现价格替代效应。因此，美联储在 2012 年和今年的《长期目标和货币政策战略的声明》中明确提到，2%通胀目标的衡量指标是 PCE 价格指数。关于 CPI 和 PCE 价格指数的差异，详情可参见《五月份冲高，下半年不落——与通胀共舞·系列三&美国通胀短期走势预测及模型构建》。

为什么现在市场对 CPI 的关注度要高于 PCE 价格指数？最本质的原因是 CPI 发布更早。CPI 要比 PCE 早大概两周发布，市场肯定倾向于优先考虑目前的“有缺陷”数据，而非晚些时候的“更准确”数据。

此外，虽然 PCE 价格指数是官方指标，但核心 PCE 价格指数更为重要。从 2000 年初开始，格林斯潘在半年货币政策报告中就开始使用核心 PCE 价格指数来做通胀预测，此前是使用 CPI。伯南克担任美联储主席期间，曾多次强调核心通胀更能代表潜在的通胀趋势，比整体通胀更具前瞻性价值。此后的美联储官员在公开讲话和报告中，也更青睐于使用核心 PCE 价格指数。

图表 3 美国核心 CPI 同比一般都高于核心 PCE 价格指数同比



资料来源: Wind, 华创证券

(二) 核心 PCE 通胀的替代: 截尾平均和中位数

截尾平均 PCE 通胀率 (Trimmed Mean PCE inflation rate) 由达拉斯联储计算并发布, 是将 178 个细分项目的 PCE 价格指数, 从低到高排序, 将下尾部支出权重的 24% 以及上尾部支出权重的 31% 去掉, 再加权计算, 即可得到截尾平均 PCE 价格指数, 该指数只占 PCE 总权重的 45%。

截尾平均 PCE 通胀率是沃什在听证会上提及的指标, 重点分析该指标:

第一, 截尾平均 PCE 通胀率的优势是什么? 达拉斯联储的论文认为¹, 截尾平均 PCE 通胀率“更平滑、更无偏”, “对周期性波动的反应更稳定”, 比核心 PCE 通胀率更能实时反映整体 PCE 通胀的趋势。核心 PCE 通胀率虽然剔除了传统意义上价格高波动的食品和能源, 但实际上, 约有 14% 的食品和能源项目比典型的非食品、非能源项目的波动更低, 同样也有约 14% 的非食品、非能源项目比典型的食品和能源项目的价格波动更大。

第二, 为什么去掉下尾部的 24% 和上尾部的 31%, 而不是其他比例? 是为了得出最接近 PCE 价格指数的趋势通胀的数据序列。2009 年以来, 这一截尾的比例固定至今。在 2009 年以前, 截掉的是下尾部支出权重的 19.4% 以及上尾部支出权重的 25.4%。

中位数 PCE 通胀率 (median PCE inflation rate) 由克利夫兰联储计算并发布, 将 200 个细分项目的 PCE 价格指数, 从低到高排序, 选择其支出权重位于 50% 分位数的项目, 该项目的 PCE 价格指数即为中位数 PCE 通胀率。中位数 PCE 通胀率使用的细分项目多于截尾平均 PCE 通胀率, 因后者牺牲了部分颗粒度以换取更长的历史数据一致性。

根据克利夫兰联储, “通过省略离群值并关注价格变化的内部分布, 中位数 PCE 通胀率可以比 PCE 价格指数或不含食品和能源的 PCE 价格指数 (也称为核心 PCE 价格指数) 更好地反映潜在的通胀趋势。”²

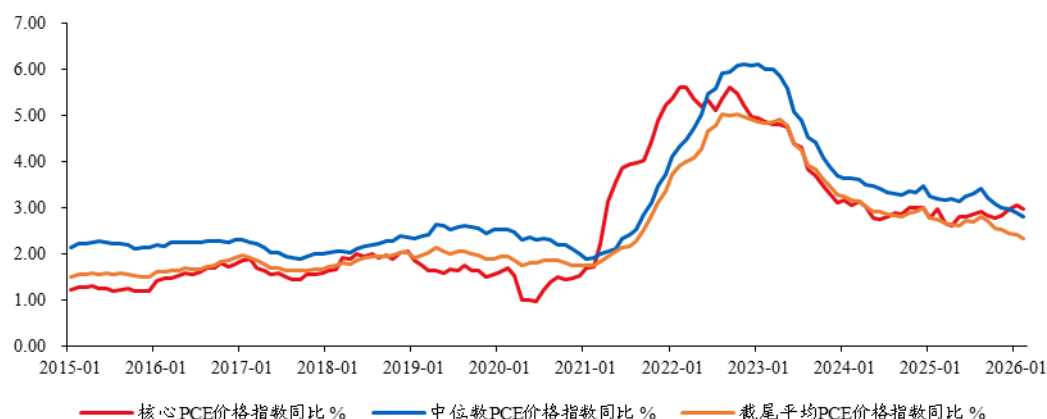
从去年 8 月份的阶段性高点至今年 2 月, 中位数 PCE 通胀率从 3.4% 降至 2.8%, 截尾平均 PCE 通胀率从 2.8% 降至 2.3%, 而同期核心 PCE 通胀率则从 2.9% 震荡升至 3%。

除了上述两种最常见的替代指标之外, 也有论文提到周期性/非周期性核心 PCE 通胀率、方差加权 PCE 通胀率、分项平滑 PCE 通胀率、多变量核心趋势(MCT)等指标, 但这些指标的计算相对较为复杂, 不易直观理解, 知名度不高。

¹ <https://www.dallasfed.org/research/economics/2019/0528>

² <https://www.clevelandfed.org/indicators-and-data/median-pce-inflation>

图表 4 三种衡量 PCE 通胀率趋势的指标，目前截尾平均值最低



资料来源：达拉斯联储，克利夫兰联储，Wind，华创证券

(三) 核心 CPI 通胀的替代：三种指标

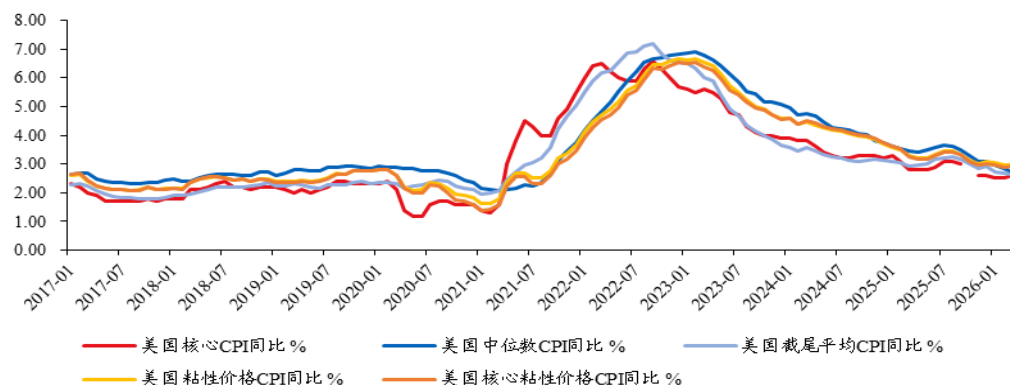
鉴于市场关注度高，我们也对核心 CPI 的三种替代指标进行阐述，如下：

截尾平均 CPI 和中位数 CPI 的计算思路，与截尾平均 PCE 通胀率和中位数 PCE 通胀率一致，都由克利夫兰联储计算并发布。但截尾平均 CPI，截掉的是下尾部的 8% 和上尾部的 8%，因此也称为“16% Trimmed-Mean CPI”。此外，用于计算截尾平均 CPI 和中位数 CPI 的细分项目为 45 个，颗粒度明显低于截尾平均 PCE 通胀率和中位数 PCE 通胀率。

粘性价格 CPI (Sticky-Price CPI) 由亚特兰大联储计算并发布，是指调价频率大于 4.3 个月的项目加权得出的 CPI。采用 Bils & Klenow (2004) 测算的各消费细项的月度价格调整概率，将其换算为平均调价周期 (月)，4.3 个月为经验阈值，租金直接归类为粘性价格。粘性价格 CPI，占 CPI 权重约 70%；灵活价格 CPI，占 CPI 权重约 30%。在粘性 CPI 中，可以进一步剔除食品、能源项目，得到核心粘性价格 CPI，占 CPI 权重约 63.6%。

从去年 8 月份的阶段性高点至今年 3 月，核心 CPI 同比从 3.1% 降至 2.6%，截尾平均 CPI 同比从 3.3% 降至 2.6%，中位数 CPI 同比从 3.6% 降至 2.7%，粘性价格 CPI 同比从 3.5% 降至 3%，核心粘性价格 CPI 同比从 3.4% 降至 2.9%。

图表 5 四种衡量 CPI 趋势的指标中，核心 CPI 最低



资料来源：Wind，克利夫兰联储，亚特兰大联储，华创证券

图表 6 粘性和灵活价格 CPI 的项目划分

Flexible-price items	Frequency of adjustment^a	Relative importance	Sticky-price items	Frequency of adjustment^a	Relative importance
Motor fuel	0.7	3.2	Infants' and toddlers' apparel	5.3	0.2
Car and truck rental	1.2	0.1	Household furnishings and operations	5.3	4.8
Fresh fruits and vegetables	1.3	0.9	Motor vehicle maintenance and repair	5.8	1.2
Fuel oil and other fuels	1.5	0.3	Motor vehicle insurance	5.9	2.0
Gas (piped) and electricity	1.6	4.2	Medical care commodities	6.2	1.6
Meats, poultry, fish, and eggs	1.9	1.9	Personal care products	6.7	0.7
Used cars and trucks ^b	2.0	1.6	Alcoholic beverages	7.3	1.1
Leased cars and trucks ^b	2.0	0.6	Recreation	7.9	5.7
New vehicles	2.0	4.5	Miscellaneous personal goods	8.1	0.2
Women's and girls' apparel	2.3	1.5	Communication	8.4	3.2
Dairy and related products	2.6	0.9	Public transportation	9.4	1.1
Nonalcoholic beverages and beverage materials	2.7	1.0	Tenants' and household insurance	10.1	0.3
Lodging away from home	3.1	2.5	Food away from home	10.7	6.5
Processed fruits and vegetables	3.2	0.3	Rent of primary residence ^b	11.0	6.0
Men's and boys' apparel	3.2	0.9	OER, Northeast ^b	11.0	5.3
Cereals and bakery products	3.3	1.2	OER, Midwest ^b	11.0	4.5
Footwear	3.4	0.7	OER, South ^b	11.0	7.7
Other food at home	3.6	2.0	OER, West ^b	11.0	6.9
Jewelry and watches	3.9	0.4	Education	11.1	3.1
Motor vehicle parts and equipment	4.1	0.4	Medical care services	14.0	4.8
Tobacco and smoking products	4.2	0.8	Water, sewer, and trash collection services	14.3	1.0
Total, flexible-price items		29.8	Motor vehicle fees	16.4	0.5
Total, core flexible-price items		14.0	Personal care services	23.7	0.6
			Miscellaneous personal services	25.9	1.1
			Total, sticky-price items		70.1
			Total, core sticky-price items		63.6
			Total, non-OER sticky-price items		45.7

资料来源：亚特兰大联储

三、不同 PCE 指标下的利率政策指引

选择不同的 PCE 通胀衡量指标，会有不同的利率政策指引。借助“货币政策规则”（指示央行如何根据少数关键经济变量——通胀缺口、经济活动缺口、自然利率——来设定和调整短期政策利率的公式），我们可以量化这一变化。

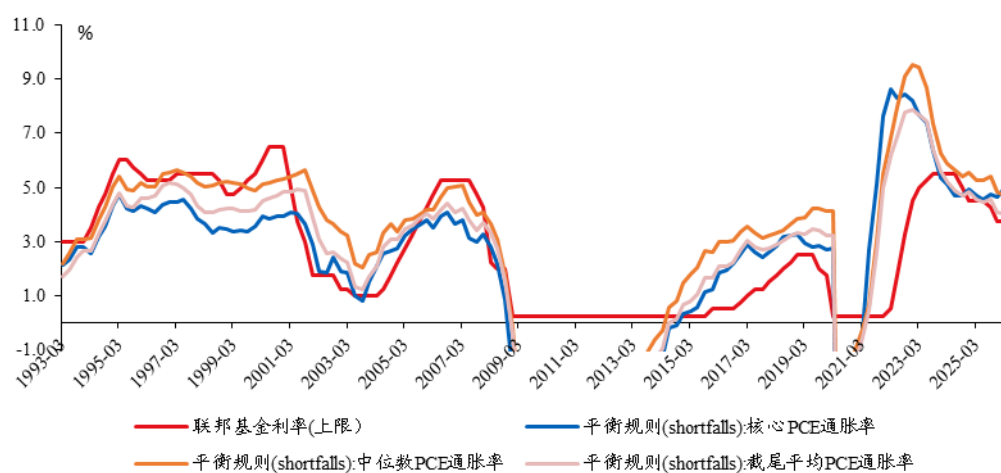
我们在《美国降息的尺度——从货币政策规则看利率路径》中详细分析过在实践中美联储会参考的各类货币政策规则。本文借助平衡方法规则（shortfalls）来进行分析，其公式如下：

$$i_t = r_t^* + \pi_t + 0.5 * (\pi_t - \pi^*) + 2 * \min((u_t^* - u_t), 0)$$

该规则：1）相比于传统的泰勒规则，将失业率缺口的权重翻倍。2）对失业率缺口的正负会做出不对称的反应。只有当失业率高于自然失业率才采取降息行动，而当失业率低于自然失业率时，不再仅仅因为劳动力市场强劲就启动加息。该规则在 2020 年后正式成型，符合倾向于保护就业修复的“鸽派”政策风格。

截至今年 1 季度，基于平衡方法规则（shortfalls），若采用核心 PCE 通胀率，联邦基金利率应该为 5%；若采用中位数 PCE 通胀率，联邦基金利率应该为 4.7%；若采用截尾平均 PCE 通胀率，联邦基金利率应该为 4%。相比于核心 PCE 通胀率指引的政策利率，截尾平均 PCE 通胀率的指引要低 1 个百分点。需要注意，在此处，不同通胀衡量指标指引下的政策利率之间的差值，要比本身的绝对水平更有意义。

图表 7 不同 PCE 通胀指标指引下的政策利率



资料来源: Wind, Bloomberg, 达拉斯联储, 克利夫兰联储, 华创证券



宏观组团队介绍

首席经济学家、首席宏观分析师：张瑜

研究方向：长期从事国内外宏观经济、大类资产配置、人民币汇率及金融市场等方面研究。现任华创证券研究所副所长、宏观经济研究主管、首席宏观分析师，曾任民生证券投资决策委员会委员、首席宏观分析师、资产配置与投资战略研究中心负责人。目前还兼任中国人民大学国际货币研究所研究员，中国人民大学财税研究所兼职研究员，澳门城市大学经济研究所特约研究员，中国金融四十人论坛（CF40）青年论坛会员，中国保险资产管理业协会资管百人。作为首席带队连续多年获得资本市场奖项。2019 至 2021 年，连续多年获新财富最佳分析师、水晶球最佳分析师、新浪金麒麟最佳分析师、上证报最佳宏观经济分析师、金牛最具价值分析师、21 世纪金牌分析师、Wind 金牌分析师及路演领军人物等奖项。2022 年最新获奖详情：新财富最佳分析师第三名、水晶球最佳分析师第二名、上证报最佳分析师第二、中证报最佳分析师第二、新浪金麒麟最佳分析师第三。

组长、资深分析师：陆银波

研究方向：宏观政策、经济增长及行业比较。中国人民大学汉青研究院数量经济学硕士研究生，统计学院数学与经济学双学士学位，CPA，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于中信证券股权衍生品部、另类投资部，主要负责可转债研究及大类资产配置，具有六年证券从业经历。凤凰卫视、第一财经等特约连线评论员，对外经济贸易大学特聘讲师。作为核心成员，连续两年获得资本市场多个奖项，包括 2020-2022 年新财富最佳分析师等。

副组长、资深分析师：文若愚

研究方向：金融利率，流动性分析，信用扩张等方面。美国得克萨斯大学达拉斯分校硕士，2021 年加入华创证券研究所。具有四年宏观研究经验，曾任职于华融证券，长江证券，期间多次在国内金融市场研究，北大金融评论，中国货币市场等学术期刊发表研究文章。作为团队成员获得“远见杯”中国经济，全球市场预测双冠军。2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

高级分析师：高拓

研究方向：财政政策。麦克马斯特大学金融学硕士，CFA，2019 年加入华创证券研究所。具有多年海外宏观与大宗商品策略研究经验，曾在加拿大任职于海外大宗商品基金，回国后任财富管理公司研究部负责人，长期在新浪财经、扑克财经、华尔街见闻等多家财经平台担任特约专栏作者。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

高级分析师：殷雯卿

研究方向：海外宏观与大类资产。中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于兴业证券经济与金融研究院，主要负责贵金属研究，具有四年海外宏观与大宗商品研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

分析师：付春生

研究方向：全球通胀和海外经济。中国人民大学金融硕士，2020 年加入华创证券研究所，具有 3 年宏观研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

分析师：李星宇

研究方向：大类资产。清华大学金融硕士，2021 年加入华创证券研究所。

分析师：夏雪

研究方向：海外宏观。中国人民大学金融硕士，2022 年加入华创证券研究所。

分析师：袁玲玲

研究方向：政策研究。 南开大学金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

分析师：韩港

研究方向：国内基本面。 南开大学经济学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	章依若	销售经理		zhangyiruo@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明:

A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522