仅供内部参考，请勿外传！

报告日期 2026 年 06 月 29 日

地缘×货币政策：“新美联储”的政治含量

分析师：张启尧
S0190521080005
zhangqiyao@xyzq.com.cn

分析师：商景皓
S0190526020001
shangjinghao@xyzq.com.cn

相关研究

【兴证策略】如何跟踪和预判 AI 产业趋势？-2026.06.23

【兴证策略】兴证策略&多行业 2026 年 6 月市场配置建议和金股组合-2026.05.30

【兴证策略】科网行情 VS 当下：七点启示-2026.05.28

投资要点：

- 在沃什取代哈塞特被特朗普提名以来，市场迅速给前者贴上了“控通胀”（通胀是一种选择）、“反 QE”（曾因反对 QE2 从美联储辞职）、“建制派”（曾在金融危机时期担任美联储理事）的标签，因此质疑美联储独立性的叙事氛围逐渐消退，甚至年内计价多次加息预期。**我们认为，在数据或扫清美联储理事对通胀的担忧，点阵图或一次性计提理事政治倾向的背景下，沃什本人的观点仍是后续货币政策的主要矛盾，而特朗普、米兰、贝森特对其影响力不容小觑，沃什本就赞同行政货币协同，“新美联储”的政治含量或被低估。**

- **首先，沃什的出场仍旧自带“身份标签”。**特朗普一反此前针对前主席鲍威尔的打压姿态，与贝森特、前鸽派理事米兰三人合力背书沃什。可见沃什并非以寻常方式进入的美联储，而是在特朗普公开表示“必须提名一位支持低利率、听取总统意见的主席”，威胁解雇美联储理事库克、屡次以"愚蠢""无能"等措辞攻击鲍威尔，并推动对其展开刑事调查这一系列动作之后，亲自挑中并提名进入的美联储。沃什接受提名，前提条件是要接受“不跟白宫作对”的隐形政治承诺。

- **其次，特朗普支持沃什的理由相当明显。**特朗普并非在支持一位鹰派的主席，而是在支持一位对财政-货币协同、白宫-货币协同持更开放态度的主席。相比于鲍威尔，沃什对单一通胀数字容忍度更高（沃什在发布会上表示对于 2.0%的通胀目标，他更关心小数点左边的 2，而非小数点右边的 0；换言之，2.9 也是 2）、对加息更加谨慎（维护物价稳定≠加息，拒绝画点阵图，拒绝被个别通胀指标牵着鼻子走）、对特朗普更加维护（拒绝谴责特朗普对鲍威尔和库克的指控、拒绝承认 20 年大选结果）的主席。

- **最后，沃什也乐见白宫用非货币手段来为货币政策创造更大空间。**降息的路上不仅联储要配合白宫，白宫也会配合联储：6 月 24 日，特朗普抱怨汽油价格下降速度不够快，称已下令司法部调查汽油价格。2022 年以来，随着通胀上升，经济一跃成为美国成年人最关心的问题。对特朗普而言，理想组合是通过增产原油、与中国协商等金额降关税、增加住房等非货币手段从供给侧缓解供需缺口，也为降息创造条件；而非通过加息抑制需求的方式打压自己的中期选举和更重要的 2028 年美国大选。

风险提示：对货币政策的理解不到位，美国经济韧性超预期，通胀超预期上行。

仅供内部参考，请勿外传！

目录

一、数据扫清理事 3
（一）政治：部分美联储理事可能在点阵图中附带政治因素 3
（二）通胀：仅看数据也并不支持美联储理事超预期的鹰派 4
（三）经济：特殊的 K 型经济或为理事配合沃什提供了条件 4
二、政治影响沃什 5
（一）选举要求特朗普稳住经济 5
（二）特朗普亲信米兰呼吁降息 6
（三）特朗普也需要表演独立性 8
（四）贝森特旗帜鲜明反对加息 9
风险提示： 9

图目录

图 1、 3 月点阵图 19 位理事中 0 人支持 26 年加息 3
图 2、 6 月点阵图 18 位理事中 9 位支持 26 年加息 3
图 3、 Fedwatch 预测美联储后续利率路径分化 3
图 4、 SOFR 期货隐含的美联储加息抬升 3
图 5、 全球原油价格已经超预期回落至接近战前 4
图 6、 期货市场的原油价格继续维持 back 结构 4
图 7、 密歇根大学消费者信心指数创 40 年新低 4
图 8、 密歇根大学通胀预期指数也处于回落趋势 4
图 9、 经济加速成为美国成年人最关心的问题 5
图 10、 对经济的关注程度已经远超于其他 5
图 11、 根据历史经验，加息往往加剧选民的经济负担 5
图 12、 截尾均值 PCE:环比折年率（单位：%） 8
图 13、 截尾均值 PCE:同比（单位：%） 8
图 14、 贝森特认为无需加息也能实现无通胀增长 9
图 15、 贝森特不认为点阵图具备正面指引作用 9

表目录

表 1、 影响美联储理事点阵图观点的三种可能 3
表 2、 特朗普在不同领域的“亲信” 6
表 3、 米兰和沃什在货币政策方面的表述对比 7

仅供内部参考，请勿外传！

一、数据扫清理事

（一）政治：部分美联储理事可能在点阵图中附带政治因素

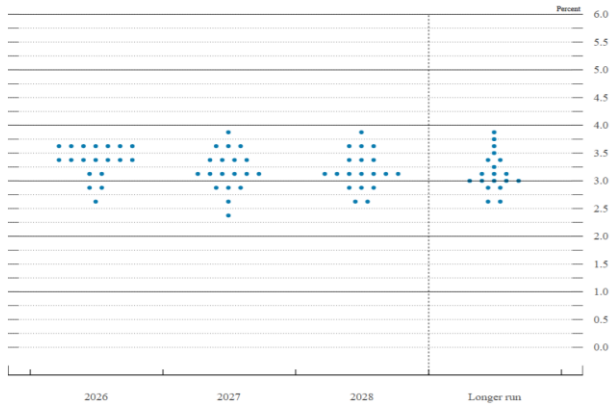
一方面，新点阵图预计 26 年底利率 3.8%（3 月为 3.4%）。在白宫的高压下，超预期鹰派的点阵图可能并非完全来自理事对通胀的判断，而是在向市场表达"没有屈服于特朗普"的立场。对理事而言，一是可以通过匿名的点阵图表达对特朗普侵蚀独立性的不满，二是预先给出加息空间，可以提防后续的临机抉择受到政治影响。点阵图的超预期或也部分源自对民主党-共和党，鲍威尔/沃什的站队需求。

表1、影响美联储理事点阵图观点的三种可能

解释	含义	市场影响
通胀担忧	担心核心通胀后续重新上行	通胀数据定利率路径
经济韧性	认为增长就业没有明显降温	就业数据定利率路径
政治信号	证明自己不受特朗普的威胁	鹰派情绪不久后见顶

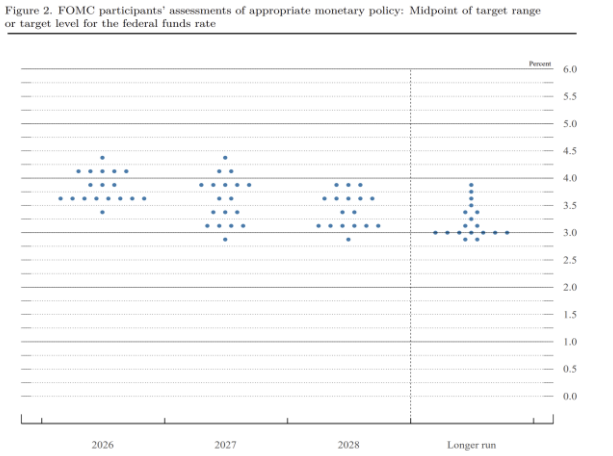
数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图1、3 月点阵图 19 位理事中 0 人支持 26 年加息



数据来源：Fedwatch，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、6 月点阵图 18 位理事中 9 位支持 26 年加息



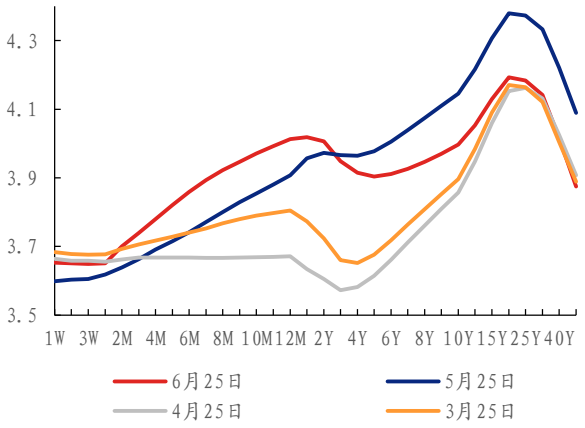
数据来源：Fedwatch，兴业证券经济与金融研究院整理，

图3、Fedwatch 预测美联储后续利率路径分化

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2026/7/29	0.0%	0.0%	63.7%	36.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.0%	30.9%	50.4%	18.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	22.7%	45.2%	27.1%	5.0%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	14.5%	37.1%	33.6%	12.9%	1.8%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	12.2%	33.5%	34.2%	16.2%	3.6%	0.3%
2027/3/17	0.0%	0.0%	10.4%	30.4%	34.1%	18.9%	5.4%	0.8%
2027/4/28	0.0%	0.0%	10.1%	29.7%	34.0%	19.4%	5.9%	0.9%
2027/6/9	0.0%	0.7%	11.5%	30.0%	32.9%	18.4%	5.5%	0.9%
2027/7/28	0.1%	1.6%	12.9%	30.2%	31.8%	17.4%	5.2%	0.8%
2027/9/15	0.3%	3.3%	15.6%	30.5%	29.5%	15.5%	4.5%	0.7%
2027/10/27	0.6%	4.6%	17.2%	30.4%	28.1%	14.4%	4.1%	0.6%
2027/12/8	0.9%	5.6%	18.2%	30.2%	27.0%	13.5%	3.8%	0.6%

数据来源：Fedwatch，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、SOFR 期货隐含的美联储加息抬升



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传！

（二）通胀：仅看数据也并不支持美联储理事超预期的鹰派

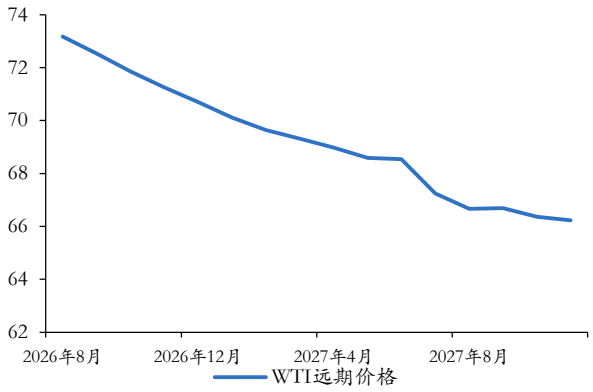
整体通胀方面，随着美伊签署备忘录，油价已经回落至 70-75 美元的战前区间。6 月 24 日，特朗普抱怨汽油价格下降速度不够快，称已下令司法部调查汽油价格，后续油价所引发的通胀预期和通胀读数有望进一步降低。本轮美伊冲突增强了伊朗的区域威望，后续阿联酋-沙特、阿联酋-伊朗、沙特-伊朗之间的矛盾更加凸显。在此背景下，既阿联酋之后，伊拉克也威胁退出 OPEC 并争取更多原油配额。油价后续难以形成通胀。**核心通胀方面，**整体美国基建速度或受到其能力的约束，AI 投资难以形成通胀螺旋。

图5、全球原油价格已经超预期回落至接近战前



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、期货市场的原油价格继续维持 back 结构

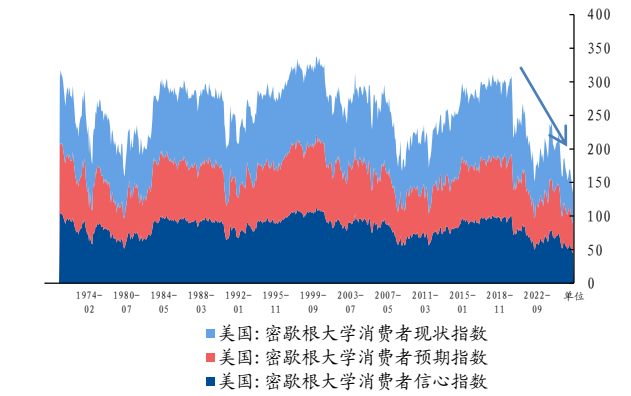


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）经济：特殊的 K 型经济或为理事配合沃什提供了条件

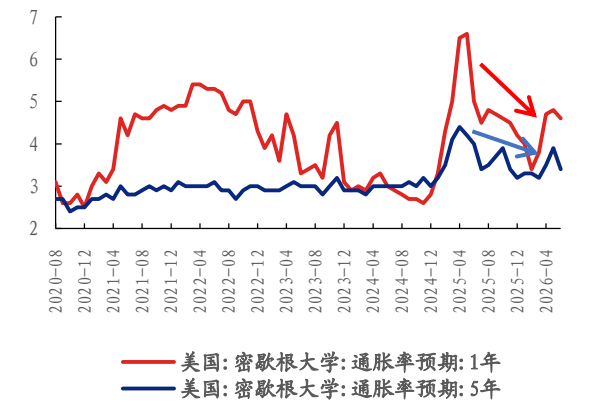
经历 2022 年以来持续的高利率压制后，美国消费者预期一直偏弱，而这意味着在 K 型经济的条件下，消费向通胀的传导可能缺乏持续性。2026 年 6 月，美国密歇根大学 5 年期和 1 年期通胀预期指数分别为 3.4%和 4.6%，相较于 2025 年 5 月份的 4.2%和 6.6%已明显回落。整体当需求端的信心偏弱，而通胀的预期尚未抬头，美联储理事整体更有条件配合沃什主张，同意“Look through”的观点。

图7、密歇根大学消费者信心指数创 40 年新低



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、密歇根大学通胀预期指数也处于回落趋势



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

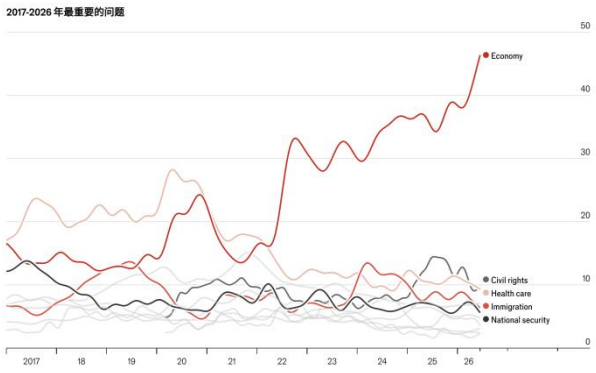
仅供内部参考，请勿外传！

二、政治影响沃什

（一）选举要求特朗普稳住经济

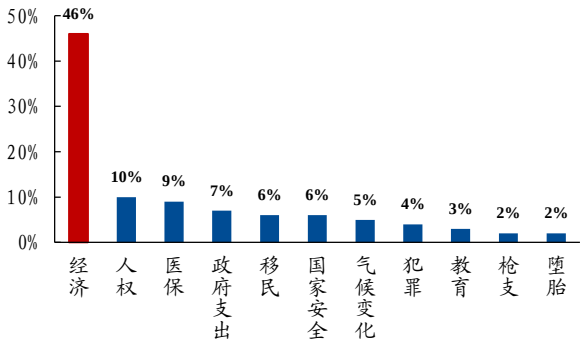
近年来，经济问题在选举中起决定性影响。在特朗普第一任期内，公众舆论主要集中在医保上。2022 年以来，随着通胀上升，经济一跃成为美国成年人最关心的问题，持续攀升至 46%，远超人权（10%）、医保（9%）税收和政府支出（7%）、移民（6%）、国家安全（6%）、气候变化（5%）、犯罪（4%）、教育（3%）、枪支（2%）和堕胎（2%）。

图9、经济加速成为美国成年人最关心的问题



数据来源：经济学人，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、对经济的关注程度已经远超于其他



数据来源：经济学人，兴业证券经济与金融研究院整理，
数据来源于 20260626 经济学人中最新统计

选民需要工资增速追上物价，而不是名义收入增速放缓。对选民而言，提高可负担性、降低生活成本并非通过加息→经济活动萎缩、资产价格下降、工资增速下降→总需求下降→物价增速放缓来实现，而是要通过融资成本的下行、工资的上涨来增加名义收入，来追赶/补偿过去 4 年累积下来的高物价。对特朗普而言，理想的组合是通过增产原油，与中国协商等金额降关税等非货币政策手段降低通胀，同时通过降息稳定和回应选民关于生活成本和可负担性的诉求。

图11、根据历史经验，加息往往加剧选民的经济负担



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传！

（二）特朗普亲信米兰呼吁降息

在特朗普第二任期，制内职级的重要性显著低于与总统的个人信任关系。特朗普的中东特使维特科夫、国土安全顾问米勒在不同领域、不同程度地论证了这一点。

表2、特朗普在不同领域的“亲信”

领域	姓名	主要背景
外交政策	史蒂夫·维特科夫	**美国中东和俄乌问题特使，“影子国务卿”。**作为特朗普 40 年的密友，既没有外交经验和中东关系，也没有国务卿或国家安全顾问的政府科层资源和法定权威，仅凭与特朗普的个人信任就可持续在美伊谈判、美俄谈判中发挥关键影响力。
移民政策	斯蒂芬•米勒	**曾是特朗普最重要的政策顾问，也是特朗普第一任期就职演讲的撰稿人，当前是特朗普的政策副幕僚长兼国土安全顾问。**由此，米勒越过国土安全部长诺姆以及其他部门部长，以特朗普代言人和代理人的形象，成为美国当前签证、边境、移民政策和 ICE 执法行动的真正负责人。
货币政策	斯蒂芬•米兰	**特朗普在货币政策领域的代言人和代理人。**白宫经济顾问委员会（CEA）是美国总统的主要经济顾问班子。2025 年 3 月，特朗普提名米兰为 CEA 主席，2025 年 8 月特朗普再度提名米兰为美联储理事，同时保留 CEA 主席身份。米兰在 2025 年和 2026 年分别撰写《重构全球贸易体系用户指南》和《缩减资产负债表用户指南》，贯通了特朗普政府在货币政策领域的核心议程。

数据来源：米兰的辞职信，沃什的记者会发言等，兴业证券经济与金融研究院整理

关于米兰的作用，在米兰被提名为美联储理事的听证会上，民主党左翼政治家伊丽莎白·沃伦如此评价彼时的局势：

“特朗普本有办法扭转经济颓势，但他不愿调整关税政策、废止灾难性的能源政策，也不愿恢复被他剥夺的 1500 万美国人的医保保障，反倒打算把美联储当成自己经济失策的替罪羊”，“提名米兰出任美联储理事，只是特朗普长达数月、高调推进的安插亲信入主美联储计划的下一步。一旦特朗普掌控美联储，货币政策决策将不再基于客观数据，而是完全顺从他个人的好恶”。**另外，一个识别美国两党支持者身份最好的问题是是否承认特朗普“输掉了 2020 年大选”，当前不论沃什还是米兰均明显站队特朗普。**

仅供内部参考，请勿外传！

6 月 23 日，这位与特朗普在经济政策理念方面完全同频的前美联储理事米兰发文《沃什有望在美联储推动持久改革》，大力支持沃什的“前瞻性”、“灵活性”货币政策，反对盯住“单一指标”和“数据依赖”。米兰援引已故的美联储主席，指出“界定何为稳定的通胀目标这一概念已变得越来越困难....具体的数值通胀目标只会带来无益且虚假的精确性。”另外，米兰援引沃尔克的观点提出，物价稳定是指“在相当长的一段时间内，对物价普遍上涨的预期不会对经济和金融行为产生普遍影响的状态”，从而为降息提供更强的理论支撑。

米兰在美联储理事的辞职信中指出，衡量通货膨胀即总体价格水平的变化极其困难。总体价格水平是一种通过无数方法论选择构建出来的抽象概念，而统计学家们面临的问题往往没有显而易见的正确答案，因此需要“穿透”来看通胀。

表3、米兰和沃什在货币政策方面的表述对比

对供给冲击的看法	**米兰**：如果更高的关税会推高今天的服装价格，货币政策对此无能为力。
	沃什：美联储真正应该关注的是持续性的价格上涨趋势，而非一次性事件。
对双重使命的权衡	**米兰**：如果美联储未能针对通胀测量的错误进行调整，那么它将导致失业率超出必要的水平，从而与虚假而非真正的通胀作斗争。我曾多次强烈反对这种趋势。
	沃什：我不相信我们面临着一个残酷的抉择，即必须决定是否愿意容忍更高的通胀以让更多人就业。我的信念是可以让强劲的增长、低廉的物价和稳固的就业相互兼容。
对通胀数字的看法	**米兰**：通胀或总体价格水平的变动并非直观可见，而是由数据构建而成，而在构建过程中不可避免地存在诸多偏差。尽管通胀中始终存在测量误差，但当这些误差随时间累积时，便会发严重问题，由于这些误差导致的噪声扩大，实际上已导致美联储设定的通胀目标有所降低，面临打击"虚假而非真实通胀"的风险。
	沃什：在 AI 驱动的生产率提升、关税和油价冲击并存的环境下，需要拓宽美联储所重视的通胀指标范围。2%是美联储长期坚持的通胀目标，但更倾向于关注小数点左边的数字。"2"是小数点左边的数字，"0"在右边。
对“前瞻性”的看法	**米兰**：鉴于货币政策的时滞效应，政策必须具有前瞻性，并立即开始将结构性改革因素纳入考量，包括人口增长放缓、移民减少对就业的影响，以及去监管的通胀抑制力量。
	沃什：“当我看到大家提交的点阵图预测时，我注意到所有的预测都是用铅笔写的——就是那种带大橡皮擦的铅笔。也就是说，我认为围坐在桌前的同事们在提交他们的"点"时，心里很清楚世界变化得非常快。

数据来源：米兰的辞职信，沃什的记者会发言等，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传！

（三）特朗普也需要表演独立性

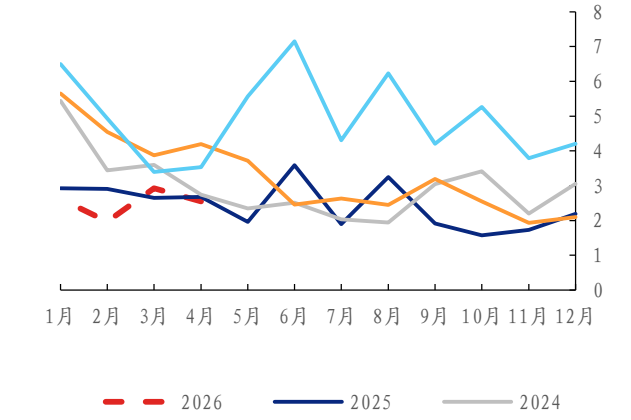
降息还是加息，与其相信沃什的口头表达，不如看白宫和美联储的最大公约数：

美联储方面，市场高度认可沃什对于坚定维护物价稳定和支持美联储独立性的表态，但上述两方面的表态也不乏表演特征：

在承诺物价稳定上，沃什维护的物价稳定是一个长期均衡的物价稳定，不是短期通胀数字的物价稳定，沃什自己也毫不避讳这个观点。至于通胀目标制，一是沃什认为不需要调整到 3%，二是沃什认为 2.9%也是 2%，三是沃什认为中长期能实现 2%就可以，或者围绕 2%来运转就可以，如截尾均值仍在低位。

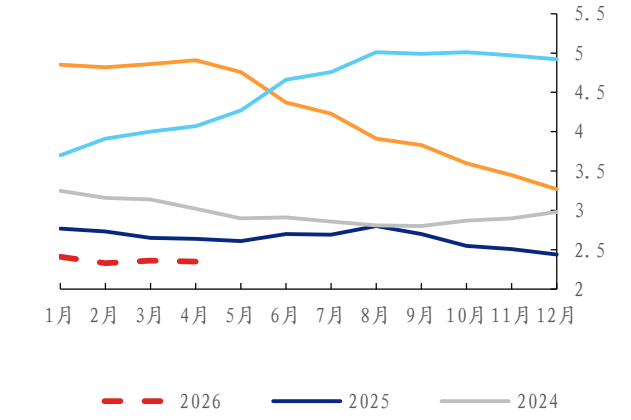
在承诺独立性上，如果沃什的观点与特朗普自然一致，无需特朗普对美联储“施压”和“矫正”，那么沃什当然有独立性。换言之，在美联储本身就是迎合白宫、而非白宫刻意逼迫美联储迎合的背景下，特朗普当然可以支持美联储独立性。对沃什来说，通过不断重复“美联储致力于维护物价稳定，沃什本人也需要确立适当的鹰派人设，来盖过自己由特朗普提名的不利出身，以获得更好的政策空间。

图12、截尾均值 PCE:环比折年率（单位：%）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图13、截尾均值 PCE:同比（单位：%）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

白宫方面，除了“施压美联储降息”，当然也会为降息主动创造条件：6 月 24 日，特朗普抱怨汽油价格下降速度不够快，称已下令司法部调查汽油价格。在特朗普第一任期内，公众舆论主要集中在医保上。2022 年以来，随着通胀上升，经济一跃成为美国成年人最关心的问题。加息并非提高可负担性、降低生活成本的直接答案，融资成本下行、工资上涨才能在短期给选民生活带来更大改善。

对特朗普而言，理想组合是增产原油，定向调降关税（与中国成立贸易理事会，协商等金额降关税，减税范围聚焦最能降低美国人生活成本的服装鞋帽家电玩具等一般制造业）、增加住房供给（预计特朗普仍会签署增加房屋供给的《两党住房法案》）等非货币手段，通过增加供给来缓解供需缺口，也为降息创造条件；而非通过加息抑制需求的方式打压自己的中期选举和更重要的 2028 年美国大选。

仅供内部参考，请勿外传！

（四）贝森特旗帜鲜明反对加息

与特朗普本人、特朗普的货币政策亲信米兰一样，特朗普在经济方面的左膀右臂，最信任的人——美国财政部长贝森特，同样旗帜鲜明地表达了对降息而非加息的偏好。在 6 月 24 日贝森特接受美国 CNBC 电视台采访的过程中，贝森特表示“当前国际油价持续回落，通胀水平不断下行”、“今年剩余时间乃至总统整个任期内，美国经济有望实现无通胀的高速增长”。另外，贝森特信誓旦旦的表示“最晚到今年 9 月，通胀水平将会贴近目标区间”（3%以内）。

而对于超市场预期鹰派的 6 月点阵图，贝森特并未给予“尊重美联储独立性”一般的尊重，而是把点阵图描述为“被过度依赖的”、“容易出错的”的反向指标。贝森特同意并背书沃什淡化点阵图指引的尝试：“经营投资公司的时候，我们的交易模型专门反向押注点阵图给出的预测，点阵图的预判永远会出错。美联储委员很容易陷入群体思维，集体单边调整预期，市场随之定价，反向交易就能获利。我十分认可沃什主席取消前瞻指引，市场参与者早已过度依赖这套指引工具。”

图14、贝森特认为无需加息也能实现无通胀增长

主持人：我们回到凯文·沃什这个话题，他极度看重美元稳定，但稳定美元往往意味着高利率维持更长时间，这和总统偏好低利率、刺激充分就业的诉求存在冲突，二者之间该如何平衡?

贝森特：降息周期同样可以支撑美元走强，支撑美元走强无非两种情况：要么美国经济增速大幅领先全球各国，要么美海外利差持续维持高位。本轮美元走强的核心驱动力，是美国经济相对全球各国的巨大发展优势。伊朗冲突爆发期间，全球绝大多数经济体增速归零甚至由正转负，美国依托充足的能源供给、人工智能产业与减税政策带动的资本开支，经济韧性极强。当前国际油价持续回落，通胀水平不断下行，今年剩余时间乃至总统整个任期内，美国经济有望实现无通胀的高速增长。

数据来源：CNBC，兴业证券经济与金融研究院整理

图15、贝森特不认为点阵图具备正面指引作用

主持人：近期消费者物价指数、核心通胀小幅反弹，是否源于原油 95 美元高位带来的滞后影响？还是经济内部存在持续性的结构性通胀，关税是否也是诱因之一？美联储设定的通胀目标是 2%，我们已经连续数年超出这一目标。

贝森特：2%是美联储的通胀目标。我今年 2 月预判，最晚到今年 9 月，通胀水平将会贴近目标区间，美联储此前也持相同判断，去年年末美联储已经启动降息操作。

主持人：您是否支持凯文·沃什废除点阵图利率预期机制?

贝森特：点阵图本身就没有任何参考价值。我经营投资公司的时候，我们的交易模型专门反向押注点阵图给出的预测，点阵图的预判永远会出错。美联储委员很容易陷入群体思维，集体单边调整预期，市场随之定价，反向交易就能获利。我十分认可凯文·沃什主席取消前瞻指引，市场参与者早已过度依赖这套指引工具。

数据来源：CNBC，兴业证券经济与金融研究院整理

综上，我们认为，在数据逐步扫清美联储理事对通胀的担忧，点阵图一次性计提理事政治倾向的背景下，沃什本人的观点仍是后续货币政策的主要矛盾，而特朗普、米兰、贝森特对其影响力不容小觑，沃什本就赞同行政-货币政策协同，“新美联储”的政治含量和或被低估。

风险提示：

对货币政策的理解不到位，美国经济韧性超预期，通胀超预期上行。



仅供内部参考，请勿外传！

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn