下载日志已记录，仅供内部参考

美国政策公信力受质疑，市场继续“自治”

——2026 年 7 月 fomc 点评

报告发布日期 2026 年 08 月 01 日

证券分析师
王仲尧 执业证书编号：S0860518050001
香港证监会牌照：BQJ932
wangzhongyao1@orientsec.com.cn
021-63326320
吴泽青 执业证书编号：S0860524100001
wuzeqing@orientsec.com.cn
021-63326320
孙金霞 执业证书编号：S0860515070001
香港证监会牌照：BXO238
sunjinxia@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告
通胀降温未能带动风险评价下行：——海外札记 20260720 2026-07-27
通胀上行风险进一步缓和：——2026 年 6 月美国 CPI 数据点评 2026-07-21
海外经济风险上行，等待通胀、财报和美联储政策信号：——海外札记 20260713 2026-07-15

研究结论

- **7 月 FOMC 维持利率不变。**7 月 FOMC 以 9 票赞成、3 票反对的结果，将联邦基金利率目标区间维持在 3.5%—3.75%不变。Hammack、Kashkari 和 Logan 支持立即加息 25bp，鹰派异议较 6 月进一步增加，但这三位票委均在会前表达过明确的加息倾向，因此并未形成鹰派意外。会议声明对经济增长、就业和通胀的评价基本延续 6 月表述，意味着委员会对经济状况的总体判断并未发生明显变化。
- **本次会上，沃什试图向市场提供新的美联储“决策函数”。**

  近期市场波动较大的一个重要原因，是市场尚未形成对“沃什时代决策函数”的稳定认知。鲍威尔时期，市场已经熟悉“就业+通胀→政策路径”的反应机制，而沃什上任后弱化点阵图和前瞻指引，却尚未提供一个足够清晰的替代框架，导致市场只能自发试探、理解新的政策边界。**在这个过程中（沃什接任以来，至本次会前），市场仅基于沃什对通胀纪律的强调，增加了政策预期和利率定价对于通胀风险的关注。油价作为通胀风险链条的最前端，成为宏观利率预期、定价的重要依据，市场对油价高敏，成为会前加息预期超过 30%的重要原因。**

  从 7 月记者会表述来看，沃什破而后立，开始尝试给出自己的决策函数（称决策追求的显然不是意外）：1）继续强调控制通胀和维护严格 2%目标的决心。2）创造新的通胀数据，重新定义通胀。3）分析 AI 对生产率、供给、通胀的影响。

  沃什对决策函数改革的想法本身是中性的，但隐含着一定的主观性风险。市场有理由怀疑沃什改革是否带有“方向性”。如果货币政策的锚只是从传统经济数据，变成了沃什即将创造的新数据和新解释，美联储政策的“公信力”更有可能下降。
- **沟通效果不佳，市场转向交易美联储政策公信力下降。**从会后资产表现看，沃什建立新决策函数的尝试并未取得理想效果。导致市场出现围绕政策公信力/通胀风险溢价的交易：长端收益率上升、收益率曲线陡峭化、盈亏平衡通胀上行、美元走弱、黄金走强。长端利率反应更明显，10 年期美债收益率当日上升约 6bp 至 4.67%，30 年期美债收益率飙升至 5.2%，10 年期盈亏平衡通胀由约 2.20%升至 2.26%，名义利率上行更多来自通胀补偿，而非加息导致的政策利率路径上修。美元指数会后下跌约 0.5%，黄金一度上涨约 0.8%至 4070 美元/盎司，体现了市场增加对美联储政策信用、通胀持续性以及美元购买力的对冲。
- **前瞻：市场继续“自治”，经济数据主导。**

  市场交易已经领先美联储。预计市场仍将围绕油价、就业和通胀预期提前定价，形成“数据-市场-货币政策”反应顺序，宏观利率市场或保持高波动、预期分歧状态。

  往后看，美联储的节奏可能难以追上市场的节奏。修复政策公信力，可能需要美联储在后续会议上加息，从而超出市场预期。但这在美联储同白宫互动的框架下或难以成立。如果美联储持续落后于市场，美联储-市场价差（Fed-Market Spread）长期持续或走扩，可能带来政策公信力交易更大的定价空间，体现在资产价格上，意味着实际利率下降、美元走弱、黄金走强。

  但当前市场对通胀风险定价或过于激进。一方面现阶段通胀上行仍主要由油价推动，尚未看到对核心通胀的明显扩散；另外就业市场虽然出现改善迹象，但距离形成明确的内生复苏和过热仍有距离。因此，真实的中期通胀风险可能低于当前市场定价的水平，往后看通胀风险溢价存在一定回落空间。

  基于我们对当前通胀性质和经济复苏斜率的判断，当前尚不足以支持美联储正式进入加息周期。 如果地缘和油价不出现进一步的意外，2026 年内加息门槛仍高，若就业复苏和内生通胀在后续季度持续强化，2027 年或具备温和加息条件。

风险提示 地缘形势发展的不确定性。经济基本面大幅恶化的风险。全球央行超预期加息的风险。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

7 月 FOMC 维持利率不变.....4

本次会上，沃什试图向市场提供新的美联储“决策函数”.....5

从“引导市场”转向“市场自治”.....5

沟通效果不佳，市场转向交易美联储政策公信力下降.....6

前瞻：市场继续“自治”，经济数据主导.....7

但当前市场对通胀风险定价或过于激进.....7

风险提示.....8

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1： 7 月 FOMC 维持利率不变 4
图 2：票委 7 月 fomc 会议前的政策表态 4
图 3：10 年期美债收益率上升 6
图 4：COMEX 金价上涨 6
图 5：加息预期推迟 7
图 6：油价上涨未传导至核心通胀趋势上升（%） 8
图 7：新增就业底部回升 8

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

7 月 FOMC 维持利率不变

7 月 FOMC 以 9 票赞成、3 票反对的结果，将联邦基金利率目标区间维持在 3.5%—3.75%不变。Hammack、Kashkari 和 Logan 支持立即加息 25bp，鹰派异议较 6 月进一步增加，但这三位票委均在会前表达过明确的加息倾向，因此并未形成鹰派意外。会议声明对经济增长、就业和通胀的评价基本延续 6 月表述，意味着委员会对经济状况的总体判断并未发生明显变化。

图 1： 7 月 FOMC 维持利率不变



Press Release

July 29, 2026

Federal Reserve issues FOMC statement

For release at 2:00 p.m. EDT

Share

The Federal Open Market Committee approved the following statement for release by a 9 – 3 vote:

The Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 3-1/2 to 3-3/4 percent, in support of the Federal Reserve's dual mandate. The Committee is continuing its policy of maintaining ample reserves in the banking system.

Economic activity is expanding at a solid pace despite elevated uncertainty that owes, in part, to the conflict in the Middle East. Productivity growth and capital investment are strong. Job gains have kept pace with the workforce, and the unemployment rate has changed little.

Inflation remains elevated relative to the Committee's 2 percent goal, in part reflecting supply shocks that have driven price increases in certain sectors, including energy. The Committee will deliver price stability.

Voting against the monetary policy action were Beth M. Hammack, Neel Kashkari, and Lorie K. Logan, who preferred to raise the target range for the federal funds rate by 1/4 percentage point at this meeting.

For media inquiries, please email media@frb.gov or call 202-452-2955.

Implementation Note issued July 29, 2026

数据来源：fed

图 2：票委 7 月 fomc 会议前的政策表态

票委	职务	当前倾向	最新对于货币政策的表态	对7月FOMC政策倾向
Lorie Logan（洛根）	达拉斯联储主席	强鹰派	明确表示，适度提高利率能够更好地平衡就业和物价稳定风险，是目前支持进一步加息最直接的票委。	可能支持7月加息
Beth Hammack（哈马克）	克利夫兰联储主席	强鹰派	强调通胀持续偏高是当前更大的风险，并称首次听到企业和消费者要求美联储采取行动遏制通胀；她此前已因政策过于宽松而投过反对票。	可能支持立即加息，或至少要求强化鹰派信号
Neel Kashkari（卡什卡利）	明尼阿波利斯联储主席	鹰派	6月将个人预测从年内一次降息改为年内一次加息，并认为当前通胀上行不只是油价问题，服务通胀和广泛价格压力同样值得警惕。	倾向年内加息
Christopher Waller（沃勒）	美联储理事	偏鹰	表示只有看到连续数月较低的通胀数据，才能确认通胀重新下行；如果核心通胀继续偏热，FOMC需要考虑在近期收紧政策。	7月更可能暂缓，但支持保留近期加息选项
Lisa Cook（库克）	美联储理事	偏鹰	认为风险平衡已经明显转向通胀，虽然现阶段应再观察一段时间，但如果不能很快看到通胀回落迹象，她已准备采取行动。	大概率支持维持不变，但可能支持为9月加息铺垫
Philip Jefferson（杰斐逊）	美联储副主席、理事	中性偏鹰	认为当前政策能够兼顾就业和通胀，但如果通胀不能很快降温，可能需要重新评估当前政策立场。	倾向7月维持，但政策表述可能偏鹰
Kevin Warsh（沃什）	美联储主席、理事	中性偏鹰	强调将根据经济变化评估是否调整利率和资产负债表，但拒绝给出前瞻指引，也未明确表示支持7月加息。	是会议结果的最大不确定性；基准判断仍是维持不变
Michael Barr（巴尔）	美联储理事	中性	担心新的价格冲击推高长期通胀预期，但近期没有明确主张立即加息，公开讲话更多集中于金融稳定和监管议题。	更可能支持维持不变
Anna Paulson（保尔森）	费城联储主席	中性	认为当前政策略有限制性、整体处于合适位置；同时表示，市场考虑长期维持利率不变甚至进一步收紧的情景是合理的。	支持7月按兵不动，并继续观察油价和通胀
Jerome Powell（鲍威尔）	美联储理事、前主席	中性偏鸽	认为当前利率大致处于中性上沿或略有限制性，通胀表现不佳，但现有政策位置可能已经合适，未提出需要进一步加息。	大概率支持维持不变
Michelle Bowman（鲍曼）	监管副主席、理事	中性偏鸽	表示只有在高油价持续，或能源价格开始更广泛传导至PCE通胀时，才会重新调整对风险平衡的判断，属于条件式转鹰。	更倾向维持不变
John Williams（威廉姆斯）	纽约联储主席、FOMC副主席	鸽派	尽管承认通胀约为4%、明显过高，但认为有多项理由支持通胀已经见顶，并将在未来几个季度逐步回落。	明确偏向等待观察，不支持7月立即加息

数据来源：路透，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

本次会上，沃什试图向市场提供新的美联储“决策函数”

近期市场波动较大的一个重要原因，是市场尚未形成对“沃什时代决策函数”的稳定认知。

鲍威尔时期，市场已经熟悉“就业+通胀→政策路径”的反应机制，往往基于核心经济数据，即时性调整政策预期和市场定价，而沃什上任后弱化点阵图和前瞻指引，却尚未提供一个足够清晰的替代框架，导致市场只能自发试探、理解新的政策边界。

在这个过程中（沃什接任以来，至本次会前），市场仅基于沃什对通胀纪律的强调，增加了政策预期和利率定价对于通胀风险的关注。油价作为通胀风险链条的最前端，成为宏观利率预期、定价的重要依据，市场对油价高敏，成为会前加息预期超过 30%的重要原因。

从 7 月记者会表述来看，沃什破而后立，开始尝试给出自己的决策函数（称决策追求的显然不是意外）：

1）继续强调控制通胀和维护严格 2%目标的决心。沃什明确表示不存在宽松的通胀目标，也不存在宽松的隐性目标，遵循 2%的通胀目标。

2）创造新的通胀数据，重新定义通胀。已成立工作组，推动美联储扩大数据来源，不再机械依赖单一的 PCE 指标，而是结合实时市场信息、企业数据和更广泛的价格指标判断通胀性质。同时强调美联储应更多依据趋势而非单个月份的数据作出判断。

3）分析 AI 对生产率、供给、通胀的影响。

沃什对决策函数改革的想法本身是中性的，但隐含着一定的主观性风险。市场有理由怀疑沃什改革是否带有“方向性”：即表面上看，沃什希望弱化前瞻指引，减少美联储对具体利率路径的直接承诺，让市场更多依据数据自主定价，但实际上，由于改革工作由美联储主导，实际后果可能是美联储直接掌握对通胀的解释权，从而建立货币政策的自主决策空间。

在这一情景下，货币政策的锚只是从传统经济数据，变成了沃什即将创造的新数据和新解释。美联储政策的“公信力”（credibility）更有可能下降而非上升。

从“引导市场”转向“市场自治”

沃什在 7 月发布会上进一步明确了沟通思路的变化。他认为，美联储减少前瞻指引后，金融价格已经开始更及时地反映经济信息，认为近期收益率的上行已经反映了实质性的紧缩，并形容市场参与者正在学习“关注球，而不是裁判”。这意味着沃什正在尝试把货币政策的运行方式从过去的“美联储预告路径引导市场定价”，转向“市场基于先行调整、美联储再评估政策”。在这一框架下，政策利率不再是唯一紧缩工具。即使美联储维持基准利率不变，只要长端收益率、按揭贷款利率和企业融资成本持续上升，也可以对总需求形成类似加息的约束。

这种“市场自治”的模式有助于提高价格对油价、经济等短期信息的反应速度，也能增加央行政策的灵活度。但是这种政策模式顺畅传导需要一定的前提：1）美联储的通胀目标和反应原则仍具有较强公信力，市场相信其必要时会采取行动；2）市场利率变化主要反映基本面和实际金融条件，而不是政策信用下降、流动性冲击或供需扰动；3）美联储能够清晰说明如何区分有效紧

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

缩与通胀风险溢价，以及市场利率在何种条件下可以替代加息。否则，弱化前瞻指引可能不仅会显著放大市场波动，而且对政策公信力的负面定价也会反映在长端利率中。

沟通效果不佳，市场转向交易美联储政策公信力下降

从会后资产表现看，沃什建立新决策函数的尝试并未取得理想效果。导致市场出现围绕政策公信力/通胀风险溢价的交易。

政策上的按兵不动叠加预期的模糊表达，使得市场开始交易美联储政策公信力下降，会议当日的资产交易主线是通胀风险溢价上升：长端收益率上升、收益率曲线陡峭化、盈亏平衡通胀上行、美元走弱、黄金走强。

长端利率反应更明显，10 年期美债收益率当日上升约 6bp 至 4.67%， 30 年期美债收益率飙升至 5.2%，10 年期盈亏平衡通胀由约 2.20%升至 2.26%，名义利率上行更多来自通胀补偿，而非加息导致的政策利率路径上修。

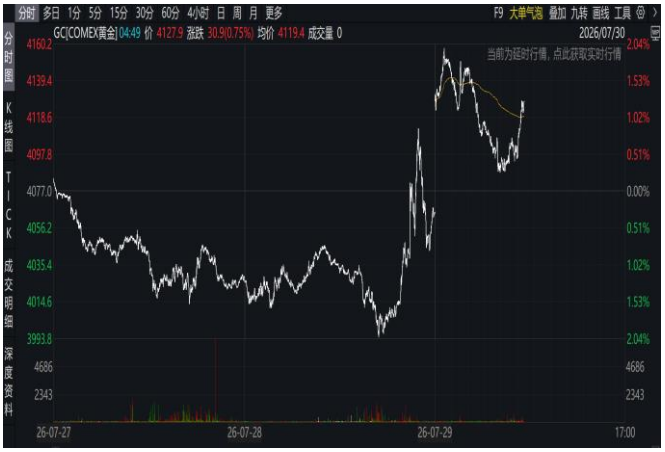
美元指数会后下跌约 0.5%，黄金一度上涨约 0.8%至 4070 美元/盎司，体现了市场增加对美联储政策信用、通胀持续性以及美元购买力的对冲。

图 3：10 年期美债收益率上升



数据来源：wind

图 4：COMEX 金价上涨



数据来源：wind

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：加息预期推迟

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2026/9/16	0.0%	0.0%	34.8%	65.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2026/10/28	0.0%	0.0%	24.8%	56.5%	18.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	13.5%	42.1%	35.9%	8.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	10.7%	36.2%	37.1%	14.2%	1.8%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.0%	7.4%	28.3%	36.8%	21.3%	5.6%	0.5%	0.0%
2027/4/28	0.0%	0.0%	6.4%	25.6%	35.7%	23.3%	7.6%	1.2%	0.1%
2027/6/9	0.0%	0.0%	6.1%	24.6%	35.2%	24.0%	8.5%	1.5%	0.1%
2027/7/28	0.0%	0.1%	6.5%	24.8%	35.0%	23.6%	8.3%	1.5%	0.1%
2027/9/15	0.0%	0.7%	8.2%	25.7%	33.9%	22.2%	7.7%	1.4%	0.1%
2027/10/27	0.1%	1.2%	9.4%	26.3%	33.1%	21.2%	7.2%	1.3%	0.1%
2027/12/8	0.3%	2.8%	12.6%	27.6%	30.9%	18.6%	6.1%	1.1%	0.1%

数据来源：CME

前瞻：市场继续“自治”，经济数据主导

市场交易已经领先美联储。目前沃什尚未建立起清晰、可验证的决策函数，在弱化路径指引、强调数据依赖的情况下，市场仍将围绕油价、就业和通胀预期提前定价，形成“数据-市场-货币政策”的反应顺序，宏观利率市场接下来或将继续保持高波动、预期分歧的状态。

往后看，美联储的节奏可能难以追上市场的节奏。修复政策公信力，可能需要美联储在后续会议上加息，从而超出市场预期。但这在美联储同白宫互动的框架下或难以成立。

如果美联储持续落后于市场，美联储-市场价差（Fed-Market Spread）长期持续或走扩，可能带来政策公信力交易更大的定价空间，体现在资产价格上，意味着实际利率下降、美元走弱、黄金走强。

但当前市场对通胀风险定价或过于激进

当前经济环境下，我们认为市场定价的通胀风险可能过于激进。一方面现阶段通胀上行仍主要由油价推动，尚未看到对核心通胀的明显扩散；另外就业市场虽然出现改善迹象，但距离形成明确的内生复苏和过热仍有距离。因此，真实的中期通胀风险可能低于当前市场定价的水平，往后看通胀风险溢价存在一定回落空间。

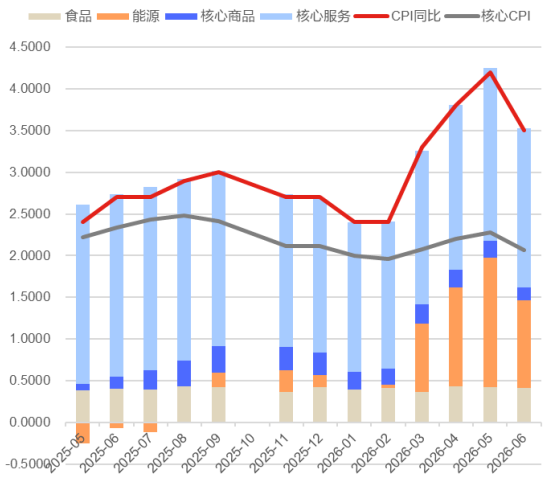
当前美联储加息条件有所接近，但仍有一定距离。

会前受油价和近期经济复苏数据影响，市场对于加息概率的定价一度上升至 30%—40%，但我们认为，基于我们对当前通胀性质和经济复苏斜率的判断，当前尚不足以支持美联储正式进入加息周期。 如果地缘和油价不出现进一步的意外，2026 年内加息门槛仍高，若就业复苏和内生通胀在后续季度持续强化，2027 年或具备温和加息条件。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

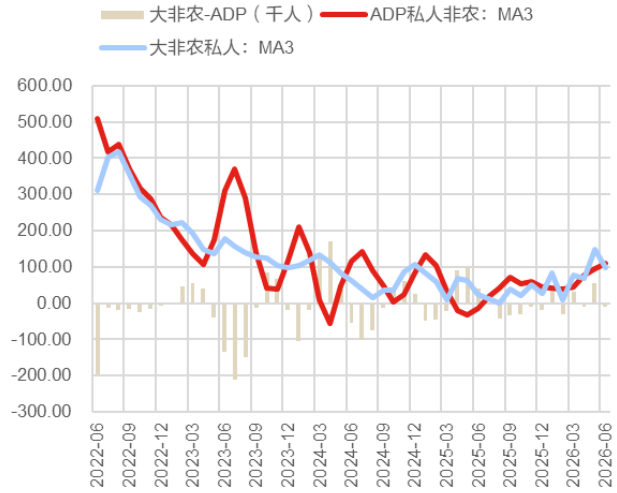
下载日志已记录，仅供内部参考

图 6：油价上涨未传导至核心通胀趋势上升（%）



数据来源：wind，东方证券研究

图 7：新增就业底部回升



数据来源：wind，东方证券研究

风险提示

地缘形势发展的不确定性。伊朗局势发展仍存在一定不确定性，若局势进一步升级，国际油价仍存在进一步上行风险，进而可能推升通胀压力，并对全球风险偏好形成扰动。

经济基本面大幅恶化的风险。美国经济基本面目前受到科技和前置生产的支撑，尚具有韧性，不排除在高利率的持续压力之下，经济滞后于利率出现大幅走弱的风险。

全球央行超预期加息的风险。如果地缘与能源冲击持续时间较长，推升通胀预期，主要央行可能进入加息周期，全球流动性将进一步收紧，风险资产或面临更大调整压力；此外，利率水平上移也会抑制投资与消费，全球经济陷入衰退的风险上升。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。