下载日志已记录，仅供内部参考

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

宏观快评 2026 年 08 月 30 日

【宏观快评】

美联储要加息了吗？

主要观点

❖ **沃什在杰克逊霍尔年会上讲了什么？整体表态偏鹰**

沃什演讲以“我们所处的时代（In Our Time）”为题，主要涉及四个方面：

1、AI 的议题。时代已变，目前正处在一个历史的转折点。AI 可能是一种新的生产要素，将对经济以及货币政策的实施产生重要影响，**但并不会对当前的货币决策产生任何影响**。

2、重申前瞻指引已经过时。“镜厅效应”（市场严重依赖美联储的指引，而美联储又依赖市场价格来做出决策）不可取。美联储需要获得尽可能清晰的市场信号，市场参与者自身也应该关注整个经济领域的真实信息。

3、提出货币政策实施思路的六条关键原则。我们认为这是用行动原则代替前瞻指引，给市场提供联储决策思路。1）政策决策所依据的数据必须尽可能具有相关性、时效性、准确性和可操作性。2）美联储旨在确保经济中的总需求与总供给大致保持一致。3）2%的 PCE 通胀率，是美联储明确且固定的目标。4）美联储有责任确保实现最大就业。在中期范围内同时实现通胀和就业两个目标并不冲突。5）短期利率是实现双重目标的主要工具。6）货币非常重要。

4、对经济的评估。对经济整体表现感到满意，“主街”和“华尔街”均具有韧性。很难认为当前的金融环境具有限制性。劳动力市场非常稳定，与充分就业状态一致。价格稳定方面的数据情况更为令人担忧，**虽然今年夏天的 PCE 指数和 CPI 数据比预期要好，但并不能说明整体趋势有了实质性的改善**。

❖ **沃什讲话中的增量信息在哪？修正了 7 月 FOMC 的沟通“失误”**

第一，政策反应函数进一步明确。在 7 月会议上，沃什提出“在劳动力市场大体处于均衡状态时，如果潜在通胀上行，更倾向于收紧政策；如果潜在通胀下行，更倾向于放松政策”，此次则提出“必须确保潜在通胀朝着目标发展，趋势明确且速度够快，否则需采取行动”，**但没有阐明“速度够快”的定义**。

第二，明确表达，目前美联储主要关注点是通胀，重申坚持 2%的 PCE 通胀率目标，没有提及明年更换通胀衡量指标的可能性。

第三，系统地提出了评估经济的各类具体指标，尤为重要的是，提出用通胀宽度看待潜在通胀趋势。明确提出工资增长并不是预测未来通胀的可靠指标。在通胀方面，没有再提及读数较低的截尾平均 PCE 通胀率，而是首次将 PCE 通胀宽度作为评估潜在通胀趋势的指标之一。

第四，提出“很难认为当前的金融环境具有限制性”。与 6 月表述“很难说出美联储政策具有限制性”，存在不同。政策限制性与金融环境限制性并不等价。沃什表述的转变，意味着其重点从“政策立场”转向“市场实际效果”，是弱化前瞻指引、强调客观条件的一种表现形式，一定程度上也在强化抗通胀优先的偏鹰派信号。

第五，“短期利率是实现双重目标的主要工具”的说法，并非此次首次提出。

第六，明确指出，货币非常重要。该原则大概率与沃什所设想的“缩表”相关，进一步的信息仍需等待资产负债表小组的成果。

❖ **如何看待沃什对夏季通胀数据的评估？可能是态度重于实际**

如果从整体读数来看，这句话暗含的意思有可能是“改善的时间”尚不够长，没有达到趋势的认定标准，而不是本身环比不够“低”（对于更注重实时信息的美联储，环比相较于同比更有意义）。最近 2 个月，核心 CPI 环比平均 0.1%，处于 2010 年以来的 6%分位，2021 年以来的 3%分位。核心 PCE 环比平均 0.2%，处于 2010 年以来的 64%分位，2021 年以来的 22%分位。

如果用 PCE 通胀宽度指标来衡量潜在通胀趋势的改善情况，不同的区间变化率，存在差异，12 个月和 6 个月的数据维度内确实“不太满意”，3 个月的数

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】毛利率有所分化——7 月工业企业利润点评》 2026-08-28

《【华创宏观】存量政策加快落地——政策周观察第 93 期》 2026-08-24

《【华创宏观】财政两个灵魂问题：供给压力？支出提速？——7 月财政数据点评》 2026-08-22

《【华创宏观】公积金条例的三大核心变化》 2026-08-19

《【华创宏观】货币政策规则指引美国需加息？》 2026-08-18

下载日志已记录，仅供内部参考

据维度内则边际有所改善。我们大致复刻沃什所用的 PCE 通胀宽度指标（存在小幅差异），同比超过 3%的 PCE 项目比例目前约 56%，今年以来高位震荡，疫后最高为 76%，2001-2019 年中枢约 30%。6 个月环比折年率超过 3%的 PCE 项目比例目前约 48%，最近 3 个月呈现回落态势，疫后最高为 73%，2001-2019 年中枢约 33%，3 个月环比折年率超过 3%的 PCE 项目比例目前约 44%，最近 5 个月呈现回落态势，疫后最高为 69%，2001-2019 年中枢约 35%。

- **如何看待年内的加息选项？**

沃什讲话之后，市场加息预期明显升温。9 月份加息概率从 36%升至 58%，年内的加息次数从 1.1 次升至 1.5 次。

我们认为，鉴于沃什对通胀判断偏鹰、对金融环境不具有限制性的评估、以及放弃“市场加息等于美联储加息”的表态，年内加息已成为一个选项，加息风险明显上行。但加息的选项并不等于一定“要加息”（尤其是 9 月 FOMC），仍需等待目前的通胀改善是否逆转。此外，我们依然不认为早加息比晚加息更好。对于 9 月 FOMC 而言，取决于 8 月就业和通胀数据的情况，如果数据依然温和，9 月继续按兵不动的概率的可能更大。如沃什所言，相比于总需求，对总供给和生产率的判断更为重要。对美联储而言，等到沃什领导的五个改革小组做出初步成果后（预期年底基本结束工作），再决定是否需要加息也不迟，也会留有足够的时间窗口观察通胀改善和就业均衡的趋势是否延续。

- **风险提示：** 美国通胀形势超预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

一、沃什说了什么？ 4
（一）AI 对经济影响的若干长期问题 4
（二）前瞻指引及其替代方案 4
（三）货币政策的核心原则 4
（四）当前的经济状况评估 5
二、沃什讲话中的增量信息点在哪？ 5
三、如何评估年内的加息选项？ 6
（一）如何看待沃什对夏季通胀数据的评估？ 6
（二）年内有可能加息吗？ 7

下载日志已记录，仅供内部参考

杰克逊霍尔经济研讨会（杰克逊霍尔央行年会），是堪萨斯联储每年 8 月在美国怀俄明州杰克逊霍尔市举行的年度经济政策研讨会，是世界上历史最悠久的央行会议之一。主要参会者包括：各国或地区央行行长、美联储官员、著名经济学家、金融市场参与者、学者和新闻媒体，讨论共同关心的长期政策问题。1982 年以来，参会者覆及 70 个国家。

杰克逊霍尔年会备受关注，主因在于，主要国家的央行行长历来喜欢在年会上以主旨演讲的方式宣布货币政策框架调整或转向信号，尤其是在前瞻指引盛行时期的美联储主席。

虽然沃什“摈弃”前瞻指引，但在长端美债收益率处于高位、通胀和加息前景晦暗难明之际，市场依然对沃什的讲话仍高度关注。

一、沃什说了什么？

本届年会主题为“金融创新：对支付与政策的影响”，沃什的演讲则以“我们所处的时代（In Our Time）”为题，主要涉及四个方面：一是 AI 对经济影响的若干长期问题；二是对前瞻指引、央行和市场互动的反思；三是指导货币政策实施的关键原则；四是个人对经济的评估。

（一）AI 对经济影响的若干长期问题

沃什认为，时代已变，目前正处在一个历史的转折点。AI 快速发展，实现显著更高增长的可能性正在上升。认为 AI 可能是一种新的生产要素，将对经济以及货币政策的实施产生重要影响。

但沃什认为，关于 AI 的许多问题尚不清楚，需要研究。这种研究是为未来的货币政策挑战做准备，并不会对当前的货币决策产生任何影响。重点研究方向包括：AI 对生产率的影响幅度以及何时出现；AI 对就业的结构性影响，互补还是竞争；AI 对资本收益分配（AI 产业链企业、企业用户和消费者）的影响；Token 的定价模式演变等等。

（二）前瞻指引及其替代方案

沃什认为，前瞻指引已经过时。过度讨论政策问题，并对未来的决策做出过多承诺，可能会让市场、企业和家庭陷入混乱。当政策制定者在周期过程中对利率做出一些承诺时，实际上限制了自身在关键时刻做出正确决策的能力。

沃什认为，要制定正确的政策，需要处理好金融市场与中央银行之间的关系。“镜厅效应（市场严重依赖美联储的指引，而美联储又依赖市场价格来做出决策）”不可取，一旦出现错误，最严重的代价很可能落在那些没有金融资产的人身上。美联储需要获得尽可能清晰的市场信号，市场参与者自身也应该关注整个经济领域的真实信息。市场应该自行做出判断，形成对产出、就业和通货膨胀的预期，并时刻关注风险情况。

（三）货币政策的核心原则

沃什提出了关于货币政策实施思路的六条关键原则。我们认为，这是用行动原则代替前瞻指引，给市场提供美联储决策思路，在此基础上让市场去自反形成未来的政策预期。

第一，政策决策所依据的数据必须尽可能具有相关性、时效性、准确性和可操作性。

第二，美联储的举措旨在确保经济中的总需求与总供给大致保持一致。但鉴于了解总供给的困难，评估当前的总供给与总需求之间的平衡状况是非常不准确的。

下载日志已记录，仅供内部参考

第三，2%的 PCE 通胀率，是美联储明确且固定的目标。价格稳定并非自然就能实现。

第四，美联储有责任确保实现最大就业。在中期范围内同时实现通胀和就业两个目标并不冲突。高通胀本身对经济繁荣非常有害。

第五，短期利率是实现双重目标的主要工具。非常规政策在应对真正的危机时或许是必要的，但否则就应该谨慎使用，甚至完全避免使用。

第六，货币非常重要。货币与货币政策之间确实存在重要的关联，应该关注中央银行创造的货币，以及来自银行和金融系统的货币流动。

（四）当前的经济状况评估

对经济整体表现感到满意，“主街”和“华尔街”均具有韧性。商业资本支出正在迅速增加，今年超过一半的资本支出增长可归因于 AI 相关投资。标普 500 指数中的公司利润同比增速超过 20%。对于资本支出和企业盈利增长的预期都相当高，将继续关注这些增长速率的变化(二阶导)。实际消费者支出仍然保持健康态势，私人国内最终购买(PDFP)的增长率接近 3%（优于 GDP 指标），且趋势积极。

很难认为当前的金融环境具有限制性。企业债券的信用利差以及杠杆贷的利率都处于历史区间的较低水平，但今年这些市场的发行量却相当强劲。银行表示对工商贷款的标准较为宽松。信贷和贷款市场几乎没有显示出政策收紧的迹象，某些行业——比如房地产和农业领域——确实存在压力。

劳动力市场非常稳定，与充分就业状态一致。失业率保持在 4.1%，以四周平均数据来计算的失业申请数量也处于数十年来最低水平。当今的就业周转率较低，部分是疫情之后雇主与员工之间大规模重新匹配的结果。当劳动力供应增长缓慢时，每月的就业增长自然会相对较低。

价格稳定方面的数据情况更为令人担忧。虽然指标不完美，但 PCE 和 CPI 通胀率均偏高，超过 2%的目标。**虽然今年夏天的 PCE 指数和 CPI 数据比预期要好，但并不能说明整体趋势有了实质性的改善**（underlying trends have meaningfully improved）。长期以来，工资增长并不是预测未来通胀的可靠指标。为了衡量潜在的通胀水平，将 PCE 价格指数的各个组成部分进行分解：**在过去 12 个月中，PCE 指数中有 54%的商品和服务价格上涨幅度超过了 3%**，虽然远低于疫情后的最高水平（约 77%），但仍然远高于疫情爆发前二十年 32%的中枢水平。仅看**过去六个月，PCE 中有 49%的商品和服务价格的年度增长率超过了 3%**，虽然仍低于疫情后的最高水平，但依然相当高。好消息是中期维度的通胀预期总体稳定。

持续 65 个月的高通胀责任完全属于央行，应该由央行来承担。

二、沃什讲话中的增量信息点在哪？

对比 6 月和 7 月份的 FOMC 会议发言，此次沃什讲话的重要增量信息包括：

第一，政策反应函数进一步明确。在 7 月会议上，沃什提出“在劳动力市场大体处于均衡状态时，如果看到潜在通胀上行，就会更倾向于收紧政策；如果看到潜在通胀下行，就会更倾向于放松政策”，此次进一步提出“必须确保潜在通胀朝着目标发展，趋势明确且速度足够快（sufficient speed），否则需要采取行动”，**但没有阐明“速度够快”的定义**。

下载日志已记录，仅供内部参考

第二，明确表达，目前美联储的主要关注点是通胀（Fed's predominant focus right now should be on prices），**重申坚持 2%的 PCE 通胀率目标，没有提及明年更换通胀衡量指标的可能性**。但我们认为，**不提并不代表不做**：沃什多次提及当下指标的不完美，如何更好地衡量潜在通胀，应该是通胀分析框架小组的核心任务之一。

第三，系统地提出了评估经济的各类具体指标，尤为重要的是，提出用通胀宽度看待潜在通胀趋势。此外明确提出工资增长并不是预测未来通胀的可靠指标。沃什对经济、就业的判断并没有变化，只是在经济评估中明确地阐述了他的观察指标。在通胀方面，没有再提及读数较低的截尾平均 PCE 通胀率，而是首次将通胀宽度作为评估潜在通胀趋势的指标之一。

第四，明确指出，货币非常重要。该原则大概率与沃什所设想的“缩表”相关，进一步的信息仍需等待资产负债表小组的成果。

第五，提出“很难认为当前的金融环境具有限制性”。与 6 月份的表述“很难说出美联储政策具有限制性”，存在不同。政策的限制性与金融环境的限制性并不等价，在某些情况甚至会背离。**沃什表述的转变，意味着其重点从“政策立场”转向“市场实际效果”，是弱化前瞻指引、强调数据与实际条件的一种表现形式，一定程度上也在强化抗通胀优先的偏鹰派信号**。

第六，“短期利率是实现双重目标的主要工具”的说法，并非此次首次提出。首次见于 7 月份 FOMC 会议，“讨论了实现价格稳定的货币政策工具与策略。美联储一贯认为，利率政策应是其主要的货币政策工具”。

三、如何评估年内的加息选项？

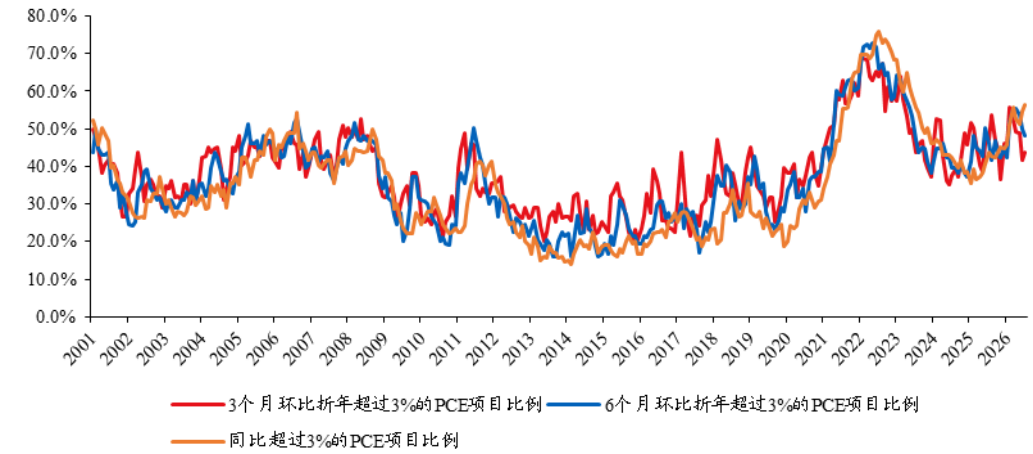
（一）如何看待沃什对夏季通胀数据的评估？

沃什认为今年夏天通胀数据并不能表明整体趋势有了实质性的改善。如果从整体读数来看，我们认为，这句话暗含的意思，有可能是“改善的时间”尚不够长，没有达到趋势的认定标准，而不是本身环比不够“低”（对于更注重实时信息的美联储，环比相较于同比更有意义，同比包含了“过时的信息”）。最近 2 个月，核心 CPI 环比平均 0.1%，处于 2010 年以来的 6%分位，2021 年以来的 3%分位。核心 PCE 环比平均 0.2%，处于 2010 年以来的 64%分位，2021 年以来的 22%分位。

如果用 PCE 通胀宽度指标来衡量潜在通胀趋势的改善情况，不同的区间变化率，存在差异，12 个月和 6 个月的数据维度内确实“不太满意”，3 个月的数据维度内则边际有所改善。我们大致复刻了沃什所用的 PCE 通胀宽度指标（数据存在小幅差异），同比超过 3%的 PCE 项目比例目前约 56%，今年以来高位震荡，疫后最高为 76%，2001-2019 年中枢约 30%。6 个月环比折年率超过 3%的 PCE 项目比例目前约 48%，最近 3 个月呈现回落态势，疫后最高为 73%，2001-2019 年中枢约 33%，3 个月环比折年率超过 3%的 PCE 项目比例目前约 44%，最近 5 个月呈现回落态势，疫后最高为 69%，2001-2019 年中枢约 35%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 1　PCE 通胀宽度指标的变化



资料来源：BEA，华创证券估算

（二）年内有可能加息吗？

沃什讲话之后，市场加息预期明显升温。9 月份加息概率从 36%升至 58%，年内的加息次数从 1.1 次升至 1.5 次。

我们认为，鉴于沃什对通胀判断偏鹰、对金融环境不具有限制性的评估、以及放弃“市场加息等于美联储加息”的表态，年内加息已成为一个选项，加息风险明显上行。但加息的选项并不等于一定“要加息”（尤其是 9 月 FOMC），仍需等待目前的通胀改善是否逆转。此外，我们依然不认为早加息比晚加息更好。对于 9 月 FOMC 而言，取决于 8 月就业和通胀数据的情况，如果数据依然温和，9 月继续按兵不动的概率的可能更大。如沃什所言，相比于总需求，对总供给和生产率的判断更为重要。对美联储而言，等到沃什领导的五个改革小组做出初步成果后（预期年底基本结束工作），再决定是否需要加息也不迟，也会留有足够的时间窗口观察通胀改善和就业均衡的趋势是否延续。

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	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
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@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
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@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	保险机构销售总监	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
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@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
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	武君书	销售经理		wujunshu@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@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

下载日志已记录，仅供内部参考

	古舜	销售助理		guwu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@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
	宋丹玙	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

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	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	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522