下载日志已记录，仅供内部参考

宏观专题

更清晰的美联储：沃什的新框架与新指标——沃什改革系列报告（二）

2026 年 09 月 09 日

【宏观观点】

- 历史上杰克逊霍尔年会是美联储释放中长期政策信号的重要窗口。本次沃什发言偏鹰，传达了更多政策决策的原则和具体考量指标。这些指标可量化、可追踪、可证伪，我们构建了政策沟通、政策标准、政策储备三维框架，希望对美联储政策图谱有更清晰的判断参考。
- **政策沟通：拒绝前瞻指引。**沃什明确反对鲍威尔时的前瞻指引。2021 年前瞻性指导可能减缓了美联储对高通胀的政策响应速度，或间接造成 2022 年高通胀情景及经济的负面代价。往后看，我们认为沟通频率与会议节奏均有减少可能，把握数据信号、理解决策反应将更为重要。
- **政策标准：5 个信号把握政策路径选择——整体指向加息门槛降低。**（1）6 大原则：沃什已明确政策决策的 6 个关键原则，成为此后分析决策的本质考量。（2）通胀：把握趋向、速度与广度，量化测算需等待数据落地。PCE 的 6 个月年率和 12 个月变化率的差值已显著收敛，我们测算若 8 月延续 7 月增速亦可保持收敛态势；但核心 CPI 仍需更大幅度下行才能确认。PCE 同比显示通胀广度在 7 月有所上行，需等待拐点。盈亏平衡通胀率、5y5y 通胀补偿尚处合理区间；油价扰动再起，若能保持在 80-90 美元/桶之间则影响可控，否则难见通胀确定性回落趋势。（3）就业：关注失业率与结构性摩擦。沃什表态就业市场相对稳定，失业率处低位。但我们判断当下为“紧平衡”状态，新增就业人数波动较大，且年轻群体的失业率抬升可能对劳动力市场产生持久的结构性伤害。（4）经济增长：盯住消费、投资与 AI。目前美国实际私人国内最终购买额保持增长，消费仍是主要支撑，AI 投资保持较高景气。后续关注企业资本开支和盈利的增速变化，目前来看失速风险有限。（5）金融环境：判断是否具有限制性。目前来看，企业信用债、贷款环境都相对比较宽松，金融风险、杠杆指数均较低。
- **政策储备：探索 AI 时代变革方向。**沃什高度关注 AI 带来的一系列经济影响并会作为后续政策的重要储备研究。我们认为本轮 AI 技术革命仍处于“技术导入阶段”，尚未进入全面扩散及生产率兑现阶段，微观层面的生产力提升或还未体现在总体生产力上。我们将其关心的问题划分为五个主要类别并梳理了相关研究以备后续分析。
- **未来展望：仍需更多耐心判断确定性趋势。**历史统计显示 FOMC 会议前 2 周的市场预期方向大概率不会逆转。1980 年以来，美联储加息周期内美债收益率几乎均保持上行，美元走势相对好于降息周期，股市、黄金大概率承压，但资产的长期规律难以直接推演短期变动。后续关键数据集中在 8 月 CPI：若 CPI 未能确认通胀回落趋势，则加息概率预计进一步上行，加息落地反而利好后续资产定价；若 CPI 在趋势和广度上均明显回落，则加息预期可能将再度下修，“按兵不动”的概率更高，即便在此情景下，对宽松预期的期待也不宜过高。

东方财富证券 Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

东方财富证券研究所

证券分析师：王笑笑

证书编号：S1160525020006

证券分析师：杨雅婷

证书编号：S1160525100004

联系人：王承皓

联系人：李沅芷

相关研究

《从“K 型分化”到“结构收敛”：AI 时代的宏观范式重构与资产定价新逻辑》

2026.08.30

《美债的“危”与“机”：影响因素再校准》

2026.08.27

《下半年经济展望系列三：消费——下半年消费能否企稳？》

2026.08.14

《下半年经济展望系列二：投资——存量政策发力加快，基建投资或率先回暖》

2026.08.14

《下半年经济展望系列一：出口——边际或放缓，韧性持续》

2026.08.14

下载日志已记录，仅供内部参考

【风险提示】

- 地缘政治风险超预期；
- 美国经济或通胀走势超预期；
- 美联储政策决议超预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

正文目录

1. Jackson Hole 会议的重要背景 5
2. 沃什 Jackson Hole 会议首秀——更清晰的美联储与偏鹰的预期管理 6
2.1. 政策沟通：拒绝前瞻指引 6
2.2. 政策标准：5 个信号明确政策路径的关键考虑 7
2.2.1. 整体思路 7
2.2.2. 通胀框架——趋向、速度与广度 7
2.2.3. 就业市场——失业率 10
2.2.4. 经济增长——消费、投资与 AI 12
2.2.5. 金融环境——贷款、信用债和金融压力 14
2.3. 政策储备：探索 AI 时代变革方向 17
3. 后续展望：仍需更多耐心判断确定性趋势 21
风险提示 23

图表目录

图表 1： 2023-2025 年美联储主席 Jackson Hole 会议发言要点 5
图表 2： 2021 年的高通胀被指或与前瞻指引带来的滞后政策反应有关 7
图表 3： PCE 和核心 PCE 的 6 个月变化年率和 12 个月变化率的差值正在收敛 8
图表 4： CPI 和核心 CPI 的 6 个月变化年率和 12 个月变化率的差值正在收敛，但 7 月速度有所放缓 8
图表 5： 截至今年 7 月，从分项指标上涨大于 3%的占比来看，过去 6 个月的情况好于过去 12 个月 9
图表 6： 长周期来看，近期 5 年期、10 年期的通胀预期变化缓和，5y5y 通胀补偿亦处相对合理区间 10
图表 7： 截至 2026 年 8 月，失业率为 4.1%，处于历史较低水平 11
图表 8： 截至 2026 年 8 月 22 日，四周平均初请失业金人数约 20.55 万人，位于历史低点 11
图表 9： 2026 年以来新增非农就业人数波动较大 11
图表 10： 22-27 岁大学毕业生失业率较高 12
图表 11： 22-27 岁大学毕业生就业不足率较高 12
图表 12： 20-24 岁青年劳动参与率下降 12
图表 13： 2026 年二季度，美国实际私人国内最终购买额增长 4.2%，经济增长动能强 13
图表 14： 二季度个人消费支出表现强劲，成为当季度美国经济增长的主要引擎 13
图表 15： AI 相关投资持续增长，占非住宅固定投资比例超 50% 14
图表 16： 五大云厂商资本开支持续增长 14
图表 17： 二季度云厂商资本开支增速略有收敛 14
图表 18： 五大云厂商营业收入持续增长 14
图表 19： 二季度部分云厂商营收增速进一步加快 14
图表 20： 今年以来，30 年期抵押贷款固定利率仍呈上行态势 15
图表 21： 农业部门信用约束依然偏紧，农户偿债能力偏弱、对贷款展期依赖较高 16
图表 22： 美国高收益债信用利差处于相对低位 16
图表 23： 美国杠杆贷款信用利差处于历史低位 16
图表 24： 截至 8 月 3 日，2026Q3 美国银行对大中型工商贷款标准净收紧比例已降至 0% 16
图表 25： 芝加哥联储全国金融状况指数显示，美国当前金融环境整体偏宽松

下载日志已记录，仅供内部参考

..... 17
图表 26： 受人工智能不同水平影响下的行业生产力变化趋势在时间上相对一致..... 18
图表 27： AI 发展相关研究议题的部分成果梳理..... 18
图表 28： 加息/不变的预期博弈剧烈..... 22
图表 29： 加息/降息周期内资产价格变动 23

下载日志已记录，仅供内部参考

1.Jackson Hole 会议的重要背景

杰克逊霍尔经济政策研讨会（Jackson Hole Economic Policy Symposium）于 8 月 27-29 日举办，今年的主题是“金融创新：对支付系统和政策的影响”（Financial Innovation: Implications for Payments and Policy），美联储主席沃什于美东时间 8 月 28 日上午 10 点发表主旨演讲。

图表 1：2023-2025 年美联储主席 Jackson Hole 会议发言要点

时间	2025	2024	2023
大会主题	Labor Markets in Transition: Demographics, Productivity, and Macroeconomic Policy	Reassessing the Effectiveness and Transmission of Monetary Policy	Structural Shifts in the Global Economy
发言主题	Monetary Policy and the Fed’s Framework Review	Review and Outlook	Inflation: Progress and the Path Ahead
经济增长	经济面临着新的挑战。与贸易伙伴之间的关税水平显著上升，这正在重新塑造全球贸易体系。从更长远的角度来看，税收、支出以及监管政策的变化也可能对经济增长和生产力产生重要影响。	总体而言，经济继续以稳定的速度增长。 如果**适当降低货币政策的限制程度**，有充分理由相信，美国经济可以在保持劳动力市场强劲的同时，使通胀回到 2%。	**限制性货币政策已经收紧金融条件，因此预计经济增速将低于趋势水平。** 如果有更多证据显示经济增长持续高于趋势水平，可能会威胁通胀进一步下降的进程，并可能需要进一步收紧货币政策。
通胀	关税对消费者价格的影响现在已经明显可见了。**合理的预期是，这种影响只会持续一段时间——即价格水平会暂时出现波动而已。** 我们回到了**灵活的通胀目标设定框架**，并取消了“补偿”策略。	我越来越有信心认为，**通胀正沿着可持续的路径回落至 2%。** 限制性货币政策推动总需求适度降温，同时叠加总供给改善，共同降低了通胀压力，并且经济仍能够保持健康增长。	连续两个月出现较好的通胀数据只是一个开始，还不足以让我们确信通胀正在持续回落至目标水平。 疫情造成的供需扭曲进一步消退，应当会继续对通胀形成一定下行压力，但**未来限制性货币政策可能发挥越来越重要的作用。**
劳动力	劳动力市场表面上仍处于平衡状态，但这是一种不同寻常的平衡，因为它来自劳动力供给和劳动力需求同时明显放缓。 这种不同寻常的状况意味着，就业面临的下行风险正在上升。一旦这些风险真正显现，可能迅速表现为裁员明显增加和失业率上升。	目前，劳动力市场已经从此前的过热状态中明显降温。 **我们并不寻求、也不希望看到劳动力市场进一步降温。**	我们预计劳动力市场的再平衡将继续进行。**如果有证据显示劳动力市场紧张程度不再缓解，也可能需要货币政策作出反应。**
货币政策	**由于通胀仍高于目标，我认为目前的政策利率仍然具有限制性，不过限制程度已经比较温和。** 不过，鉴于当前政策仍处于限制性区间，基准经济前景以及风险平衡的变化，**可能意味着有必要调整我们的政策立场。**	**现在是政策调整的时候了。**前进的方向已经明确，而降息的时机和速度则取决于即将发布的数据、不断变化的预期情况以及各种风险之间的平衡。	如果我们认为合适的话，**我们愿意进一步加息。在确信通货膨胀率会持续下降至目标水平之前，我们会保持当前的紧缩政策水平。**

资料来源：Federal Reserve Board，Kansas city fed，东方财富证券研究所整理

下载日志已记录，仅供内部参考

历史上，杰克逊霍尔年会是美联储释放中长期政策信号的重要窗口。历届美联储主席通常会围绕经济增长、通胀形势及货币政策框架展开讨论，并在一定程度上传递后续政策取向。2020 年鲍威尔公布货币政策框架调整，引入平均通胀目标制等；2022 年面对高通胀，鲍威尔明确强调价格稳定的首要地位，并释放维持限制性政策的强硬信号；2024 年随着通胀回落和就业市场降温，鲍威尔表态“政策调整的时机已经到来”，明确释放货币政策由紧向松转向的信号。

2.沃什 Jackson Hole 会议首秀——更清晰的美联储与偏鹰的预期管理

Jackson Hole 会议之前，沃什保持“战略模糊”的定位，一定程度影响了美联储的信誉，也造成了较大的市场分歧，市场期待有更多确定性信息落地。我们所谓“确定性”并非单纯指加息或者降息的确定性，而是指政策框架的确定性，即沃什以怎样的政策反应函数去面对当前的经济和市场表现，把握政策逻辑要比“押注”加息/降息更为关键。

本次会议沃什发言偏鹰，传达了更多政策决策的原则和具体考量指标。这些指标可量化、可追踪、可证伪，我们构建了政策沟通、政策标准、政策储备三维框架，希望对美联储政策图谱有更清晰的判断参考。

2.1.政策沟通：拒绝前瞻指引

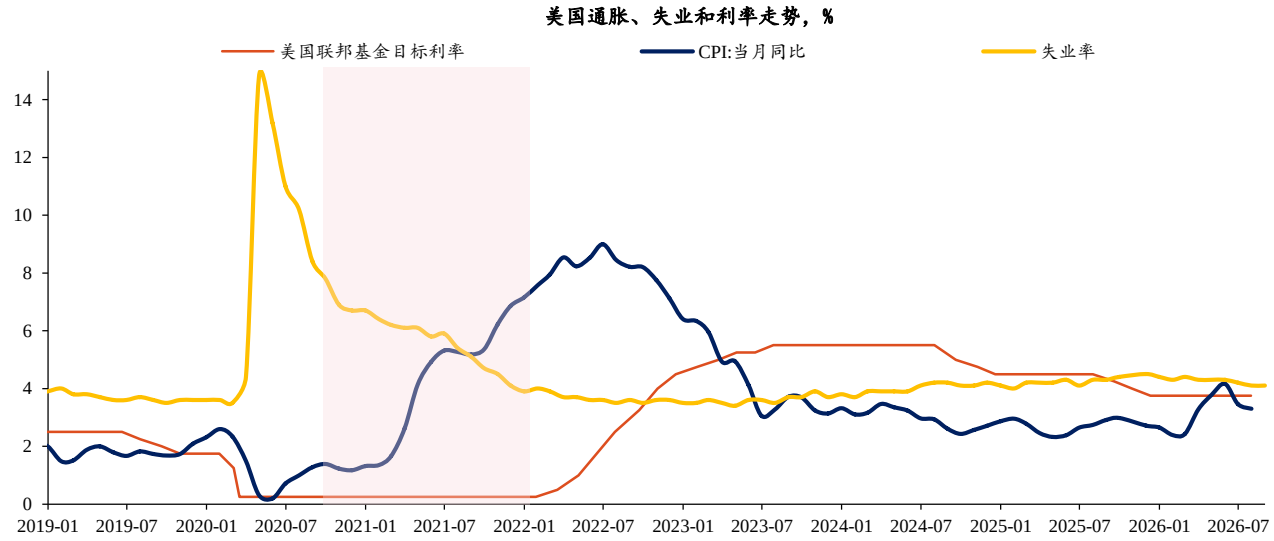
沃什此前一直推行要减少前瞻指引、降低市场沟通频率，本次会议延续这一改革倾向。沃什重申了前瞻指引的负面影响，表示不应该让市场参与者完全依赖美联储来决定他们的交易决策，这可能会产生扭曲效应“distorting effects: a hall-of-mirrors problem”。

沃什指出 2021 年的前瞻性指导可能减缓了对高通胀的政策应对速度。2020 年 8 月，鲍威尔在 Jackson Hole 宣布了平均通胀目标制——允许通胀在一段时间内超过 2%。2020 年 9 月 FOMC 会议进一步强化了这一框架，并给出了明确的前瞻指引：美联储不会加息，直到劳动力市场达到充分就业，且通胀升至 2%并有望适度超过 2%一段时间。这相当于一个条件判断：即使通胀短期突破 2%，美联储也不会立即行动，因为需要先确认劳动力市场恢复充分、通胀是“持续的”而非“暂时的”。从 2021 年开始通胀持续走高并持续超过 2%的目标，直到 2022 年 1 月，美联储决定于 3 月终止资产购买计划，并通过了新的《缩减美联储资产负债表规模的原则》（Principles for Reducing the Size of the Federal Reserve’s Balance Sheet）；同时，2022 年 3 月开始加息，紧缩的步伐才开始。相关学者的研究也显示，这类情形是美联储对通胀形势的预判失误，体现了美联储对自身的预测存在过度自信，并过分确信自己所采用的经济模型是正确的。[1]

[1] Christina D Romer and David H Romer (2026), An Early Retrospective on Monetary Policy in the Powell Era.

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 2：2021 年的高通胀被指或与前瞻指引带来的滞后政策反应有关



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

2.2.政策标准：5 个信号明确政策路径的关键考虑

2.2.1.整体思路

沃什重申了 7 月 FOMC 会议的考量。“在决定是否需要调整利率政策之前，应该等待两次会议间隔期间出现新的信息——尤其是考虑到供应链、投资流动以及地缘政治方面可能出现的变化；同时，我们也表示愿意根据情况的变化采取行动。”以此外推，9 月 FOMC 会议之前这些方向仍是考虑关键。

沃什指明政策决策的 6 大关键原则。① 决策数据的相关性、时效性、准确性和可操作性；② 总供给难以有效观察，美联储旨在确保经济中的总需求与总供给大致一致；③ PCE 指标 2%的目标是明确且固定的，通胀难以自动回落；④ 确保实现最高水平的就业率；⑤ 短期利率是实现双重目标的主要工具，非常规政策非必要谨慎使用；⑥ 充分考虑货币对金融的影响。

2.2.2.通胀框架——趋向、速度与广度

沃什此次明确了后续通胀的观察指标及分析思路。沃什明确表示美联储的主要关注点应该放在价格问题上：PCE、CPI 虽然不是完美的指标，但都有效指示价格过高，且在过去 12 个月中，PCE 指数中的 54%的商品和服务价格上涨幅度超过了 3%，这一比例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中的 32%的水平。后续需要确保的是潜在通胀能否以清晰的趋势、以足够的速度向 2%的目标回落，如果无法快速形成这样的趋势，那么需要采取行动。（*We must be confident that underlying inflation is moving to our objective, clearly and at sufficient speed.*）

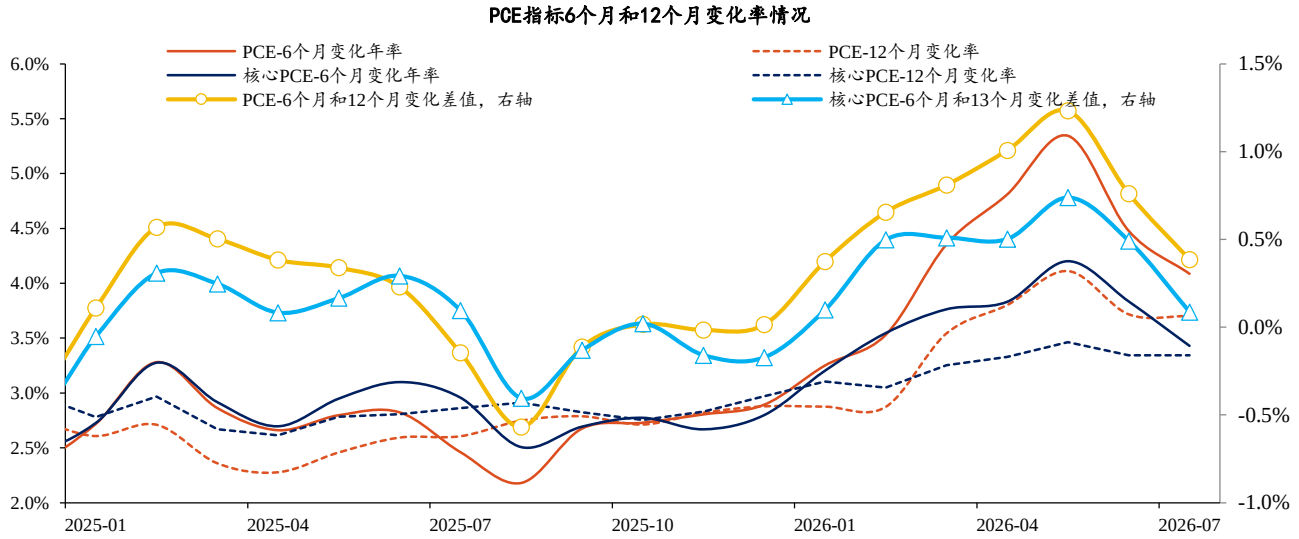
基于这样的政策思路，我们认为可观察的三条线索如下：

（1）PCE 和 CPI 的回落趋势。沃什提及“*PCE 价格指数的 12 个月变化率为 3.7%，而 6 个月变化率为 4.1%。*”这句话意味着近期的通胀压力在升高。**但是我们可以观察到的是，6 个月变化率比 12 个月变化率高的这一趋势在显著收敛。**同时，根据我们测算，假设 8 月的 PCE 数据保持 0.2%-0.3%（7 月环比均为 0.2%）的环比增长速度，6 个月变化年率与 12 个月变化率之间的差

下载日志已记录，仅供内部参考

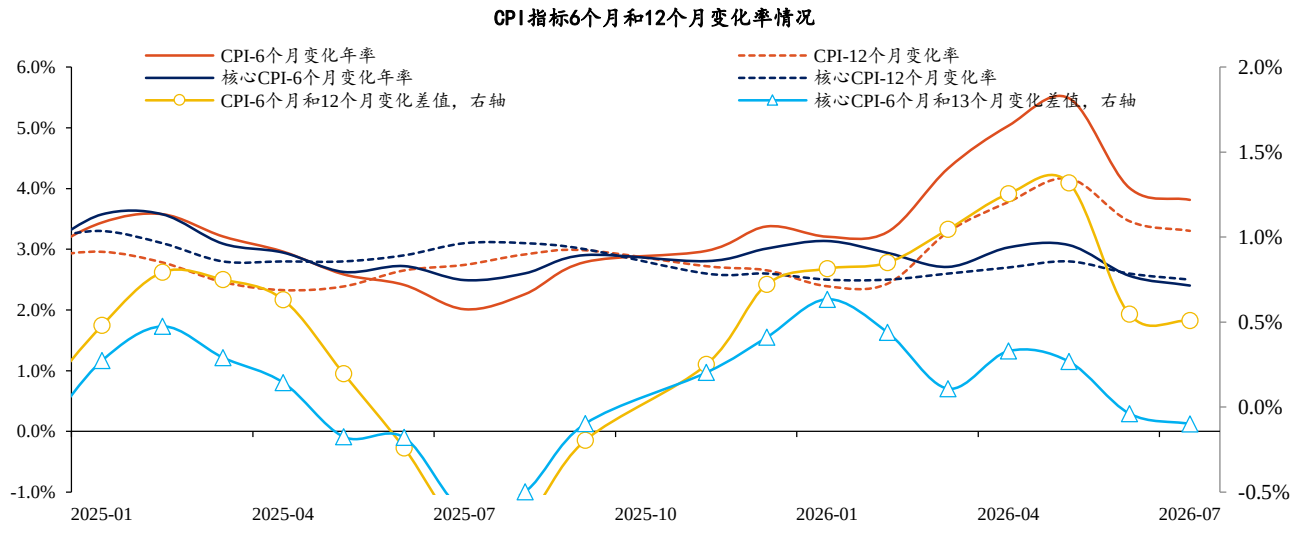
值仍在缩小，且核心 PCE 的差值转负，即意味着近期的通胀水平明显下行。CPI 的走势亦同理，只不过 7 月的收敛速度有所放缓。截至 2026 年 7 月，核心 CPI 的 6 个月变化年率为 2.4%，和 12 个月变化率的 2.5%差距较小，若 8 月核心 CPI 保持和上个月的环比速度（0.2%），则难以形成持续收敛态势，在这样的情景下，加息的概率将进一步上行；但若核心 CPI 持续下行，那么可构成向目标区间的持续收敛趋势，如此通胀对货币政策的约束将再度放松。

图表 3：PCE 和核心 PCE 的 6 个月变化年率和 12 个月变化率的差值正在收敛



资料来源：CEIC，东方财富证券研究所

图表 4：CPI 和核心 CPI 的 6 个月变化年率和 12 个月变化率的差值正在收敛，但 7 月速度有所放缓



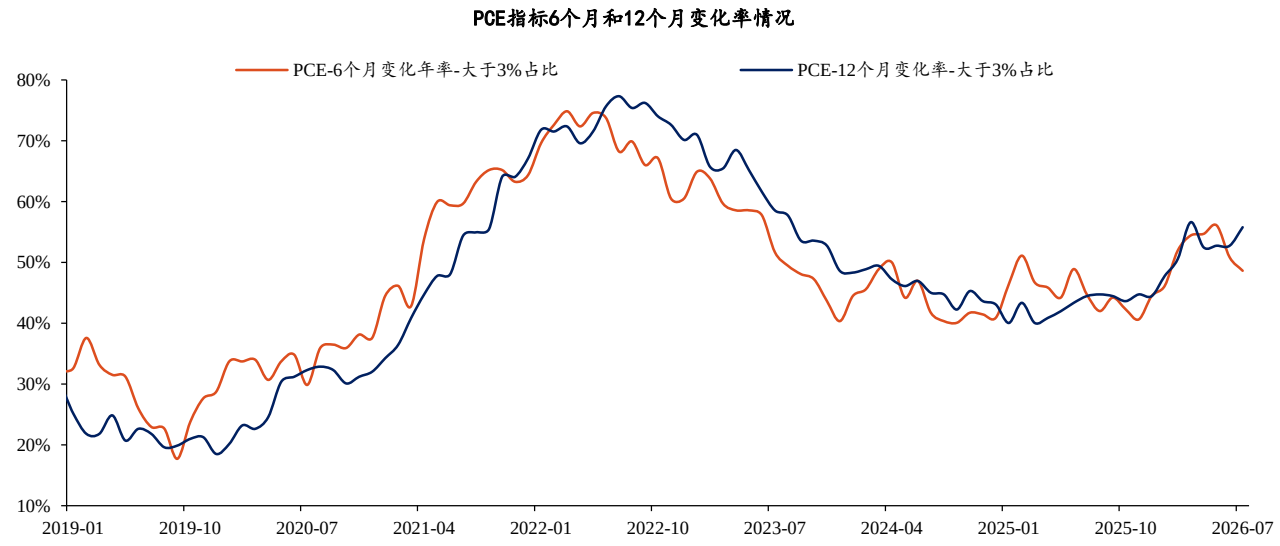
资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

（2）PCE 指标分项下的通胀提升广度。沃什提到衡量潜在通胀水平的方法，对 PCE 的分项进行了拆解，观察高于 3%的商品和服务占比。**我们根据 BEA 的数据进行了研究，可以复现类似的结论，后续仍需观察通胀广度的变化情况。**若以总计 362 项为基础，从过去 12 个月来看，PCE 分项中大于 3%的比重从今年 1 月起有所抬升（占比 48%），4-6 月从 3 月的 57%整体边际下降，但 7 月再度出现反复（占比 56%），且均高于疫情前的水平（疫情前普遍低于

下载日志已记录，仅供内部参考

40%）。从过去 6 个月来看，情况稍好一些，自 5 月以来出现明显的下降趋势，但仍高于疫情前水平。从沃什的发言推断，后续如果 12 个月的变化率中占比大于 3%的数量能再度转为下降态势，即通胀的扩散效应持续收敛，或才有政策转松的可能。（*“And while this summer's PCE and CPI readings were better than expected, they do not tell me that underlying trends have meaningfully improved.*）

图表 5：截至今年 7 月，从分项指标上涨大于 3%的占比来看，过去 6 个月的情况好于过去 12 个月

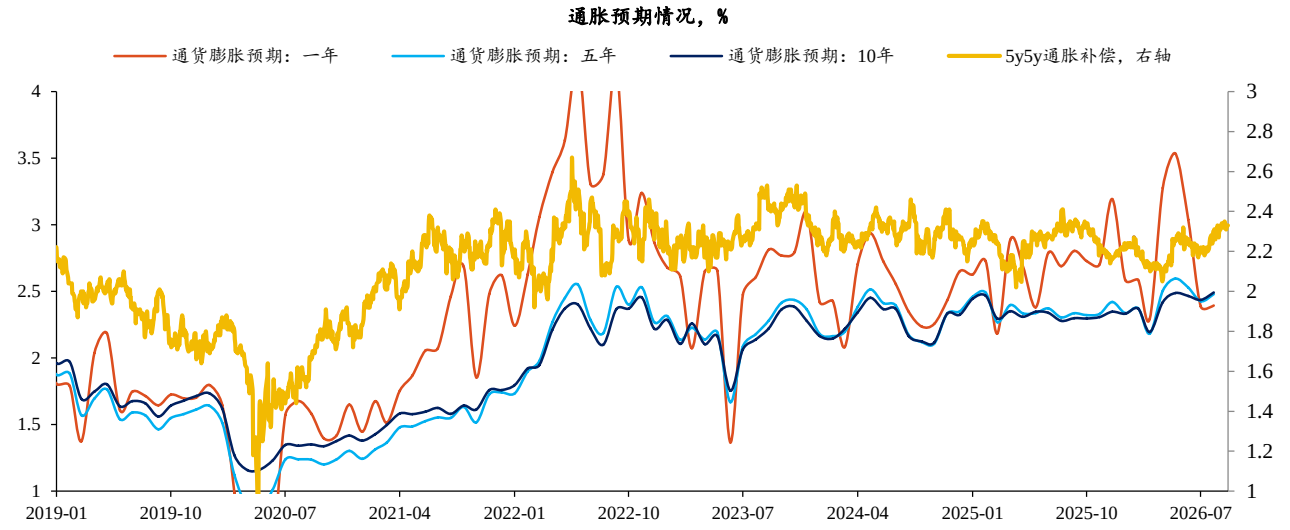


资料来源：CEIC，东方财富证券研究所

（3）油价与通胀预期的变动。一方面，沃什在发言中讲到要关注商品价格上涨。这与美伊局势高度相关，美伊关系紧张往往油价会再度上行，对通胀预期与资产走势造成扰动。截至 8 月 31 日，WTI 原油价格为 85.8 美元/桶，8 月均值为 82.3 美元/桶，相比 7 月均值 79.1 美元/桶相对有所走高，但相比此前高点（5 月均值 98 美元/桶）已明显下行。假设后续美伊仍能争取到谈判空间，油价大概率上行有限，我们测算如果油价能在 80 美元/桶左右，理论上美国 CPI 同比将下降至 3%以下；如果能进一步向 70 美元/桶靠拢，则对货币政策的约束也将大幅减弱；否则，比较难“斩断”油价向通胀的传导链条，也难以见到确定性的通胀回落趋势。另一方面，沃什还提到了通胀预期的变动。目前看来 5 年、10 年的通胀预期变动不大，5y5y 通胀补偿亦处历史上的相对合理区间。但值得注意的是，5y5y 通胀补偿自 7 月末以来持续上升，若后续持续走高甚至大幅偏离历史均值，则需高度警惕通胀风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 6：长周期来看，近期 5 年期、10 年期的通胀预期变化缓和，5y5y 通胀补偿亦处相对合理区间



资料来源：CEIC，东方财富证券研究所

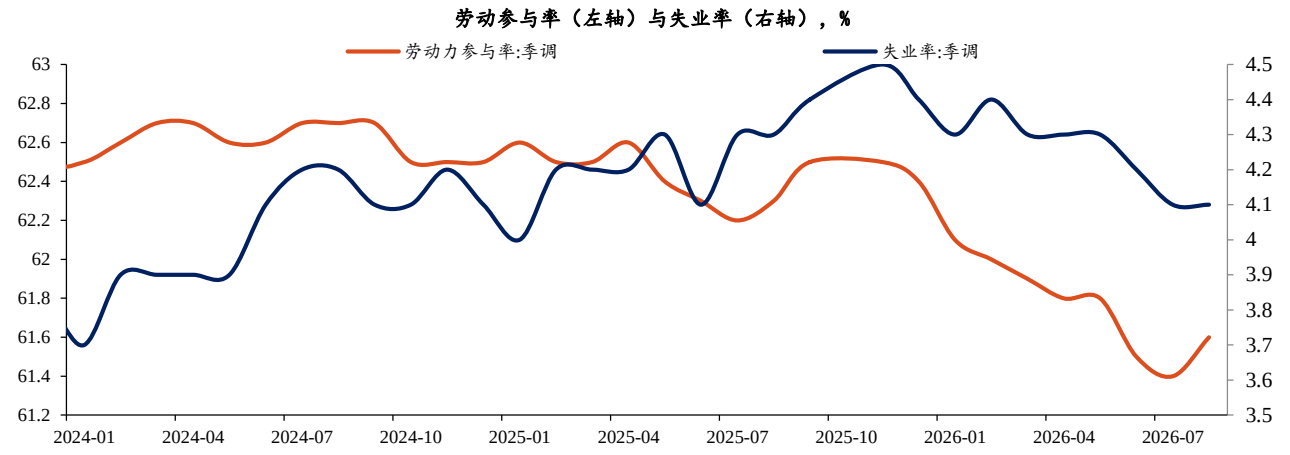
2.2.3.就业市场——失业率

沃什判断劳动力市场整体较稳定，重点关注失业率情况。8 月失业率仍为 4.1%，按历史标准衡量仍处于较低水平，且近几年来变化不大；截至 2026 年 8 月 22 日，四周平均初请失业金人数（经验上可靠的实时指标，empirically robust real-time indicator）约 20.55 万人，同样维持低位。

但是，我们认为就业市场的结构性情况值得关注，当下处于“低招聘、低裁员、低流动性”的紧平衡中。新增非农波动较大，或对当前美联储的决策指导性较低：7 月非农就业初值减少 2.3 万人，同时 5 月和 6 月非农合计较初值下修 10.3 万人。但是 8 月非农数据大超预期，新增非农就业人数增加 16.2 万人，6-7 月数据合计上修 5.5 万人，7 月非农新增数据从初值的-2.3 万人修至 2.1 万人，6 月非农新增从上月的 2.0 万人（初值为 5.7 万人）上修至 3.1 万人，且劳动参与率也有所回升。青年毕业生就业压力边际抬升，主要体现在求职难度加大与岗位匹配度下降。2026 年 6 月，22-27 岁大学毕业生失业率录得 5.7%，显著高于同期全体大学生（22－65 岁）2.9%的失业率水平；22-27 岁大学毕业生就业不足率进一步攀升至 42%，一定程度上说明部分毕业生虽已实现就业，但岗位与学历及技能匹配度有所下降；与此同时，20－24 岁青年劳动参与率持续回落，初入职场群体的劳动力市场表现相对偏弱。美联储相关研究显示确实要关注年轻人的失业率，因为如果人工智能能够替代那些通常由初级员工完成的任务，那么它不仅可能会取代低级别员工，还可能阻碍年轻员工在工作中的学习过程，从而长期影响劳动力市场的状况。

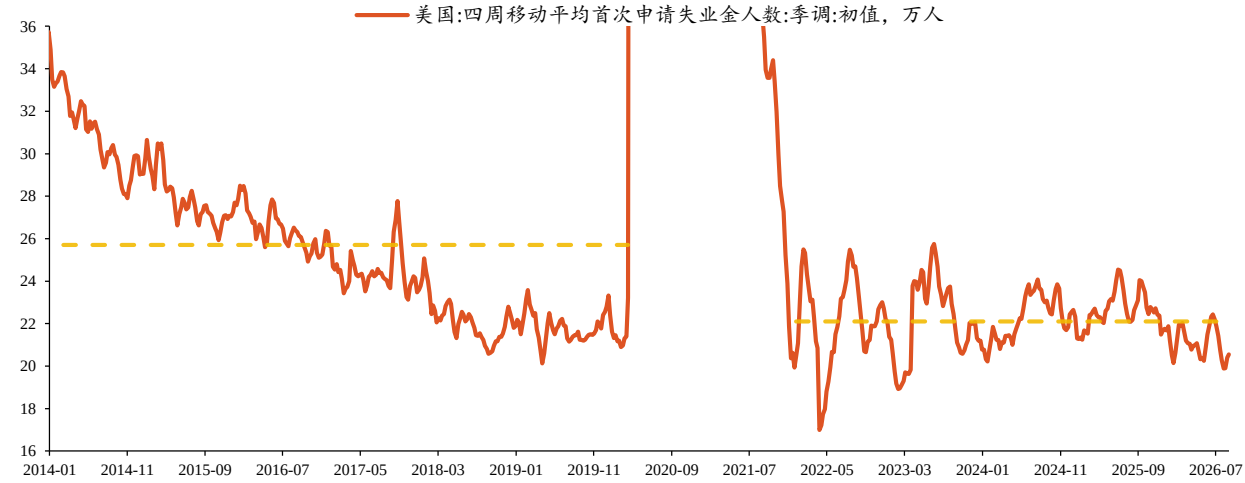
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 7：截至 2026 年 8 月，失业率为 4.1%，处于历史较低水平



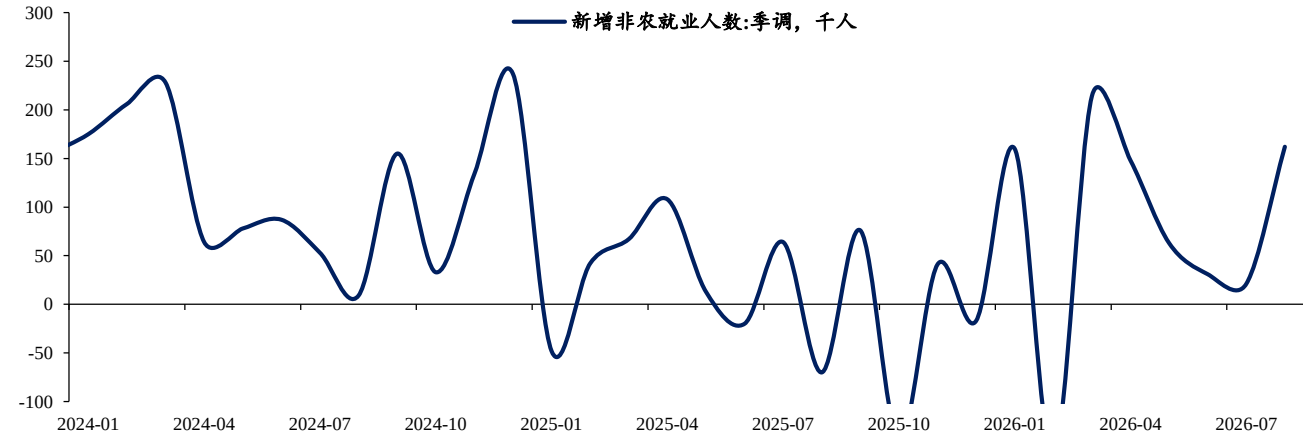
资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

图表 8：截至 2026 年 8 月 22 日，四周平均初请失业金人数约 20.55 万人，位于历史低点



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所
注：为方便展示趋势变化，疫情期间指标极值未全部显示。

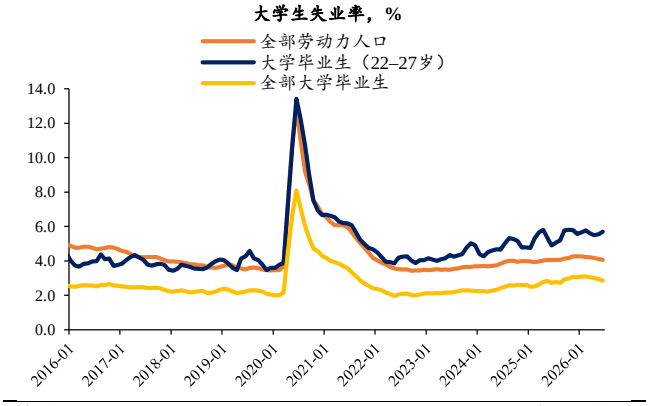
图表 9：2026 年以来新增非农就业人数波动较大



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

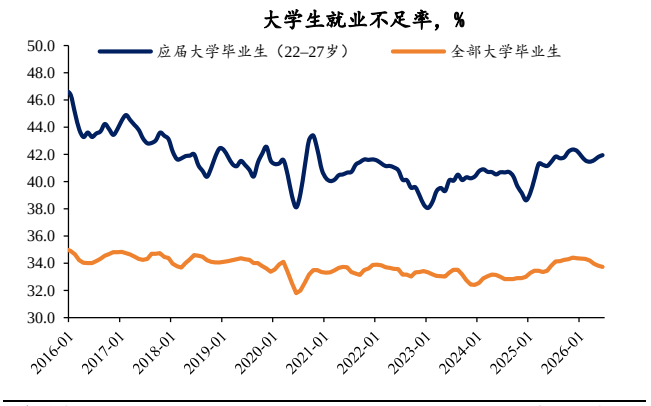
图表 10：22-27 岁大学毕业生失业率较高



资料来源：FEDERAL RESERVE BANK of NEW YORK，东方财富证券研究所

注：全部大学毕业生指 22 至 65 岁且拥有学士或以上学位的人群；所有数据均经过季节性调整，并采用三个月移动平均值进行平滑处理；由于数据缺失，2025 年 10 月的结果为估算值。（右图同）

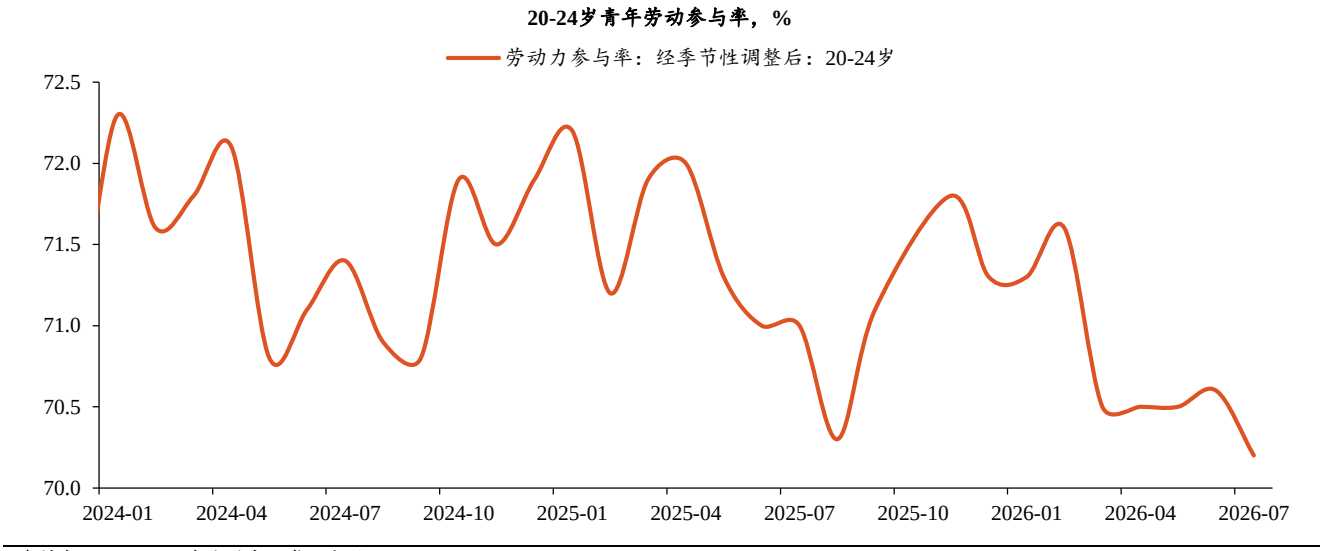
图表 11：22-27 岁大学毕业生就业不足率较高



资料来源：FEDERAL RESERVE BANK of NEW YORK，东方财富证券研究所

注：就业不足率是指从事通常不需要大学学历工作的毕业生所占比例。

图表 12：20-24 岁青年劳动参与率下降



资料来源：CEIC，东方财富证券研究所

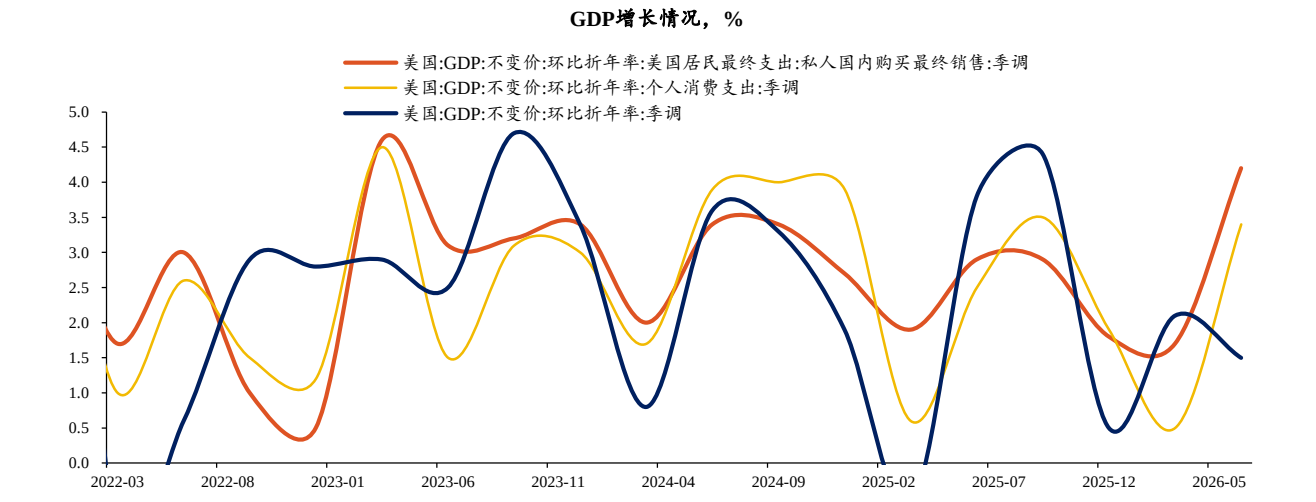
2.2.4.经济增长——消费、投资与 AI

沃什表示当前美国经济“似乎有所走强（appears to have strengthened）”。**（1）实际私人国内最终购买额（PDFP）显示私人部门需求保持韧性，经济增长动能较强。**PDFP 通常被美联储视为衡量经济潜在动能更具信号意义的指标（a better indicator of the underlying momentum in the economy），2026 年二季度实际 PDFP 环比折年率达 4.2%，远超去年同期水平，前两个季度平均约 3.0%，表明私人部门最终需求保持较强，经济内生动能较强。**（2）消费仍是经济增长的主要支撑。**二季度个人消费支出环比折年率升至 3.4%，对经济增长形成主要拉动。**（3）AI 相关资本开支保持较高景气。**截至 2026 年 6 月，AI 相关投资占非住宅固定投资的比重达到 55%，二季度设备和软件投资环比折年率仍高达 13.6%，企业数字化及 AI 基础设施投资仍在快速扩张。

下载日志已记录，仅供内部参考

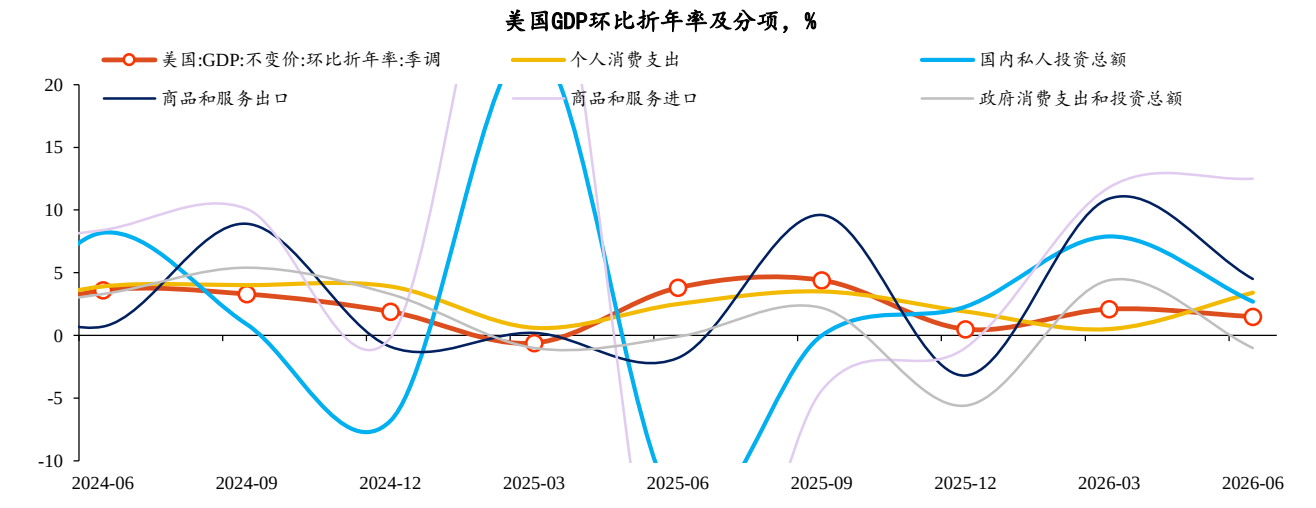
未来沃什称将密切关注企业资本开支和盈利的增速变化（二阶导数指标），当前五大云厂商资本开支与营收增速仍处加速区间。（1）资本开支看：AI 资本开支仍处扩张周期，二季度同比增速的收敛更多反映高位增速的边际变化，结合公司未来资本开支指引及云服务需求（例如，亚马逊 8 月将 2026 年的资本支出预测从 2000 亿美元上调至约 2200 亿美元等），AI 投资仍将偏强。**（2）营业收入看：**五大云厂商营收保持较高增长，二季度亚马逊、谷歌和甲骨文营收增速均较一季度进一步提升。在资本开支持续高位运行的背景下，市场焦点逐步转向“高强度投入能否有效转化为收入、利润及自由现金流的持续增长”，后续需密切关注 Capex 与营收增速的相对变化，以及利润和现金流能否同步匹配投资扩张节奏。若资本开支持续高增而收入和现金流兑现不足，市场可能下修 AI 投资回报率预期，科技股或面临估值压缩，高久期成长资产波动风险亦将上升。

图表 13：2026 年二季度，美国实际私人国内最终购买额增长 4.2%，经济增长动能强



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

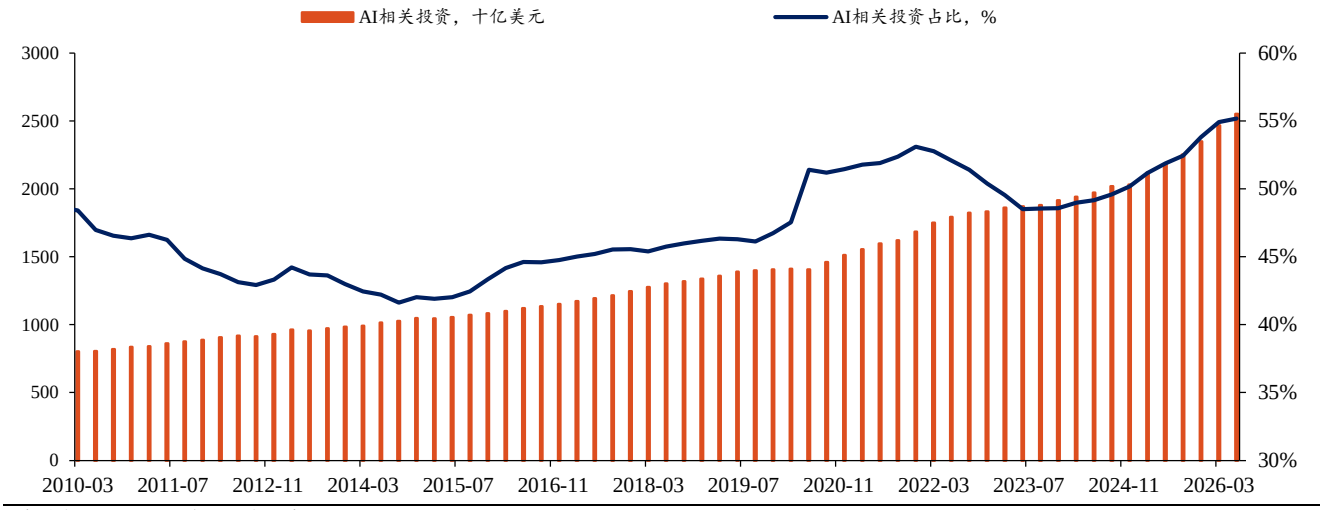
图表 14：二季度个人消费支出表现强劲，成为当季度美国经济增长的主要引擎



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

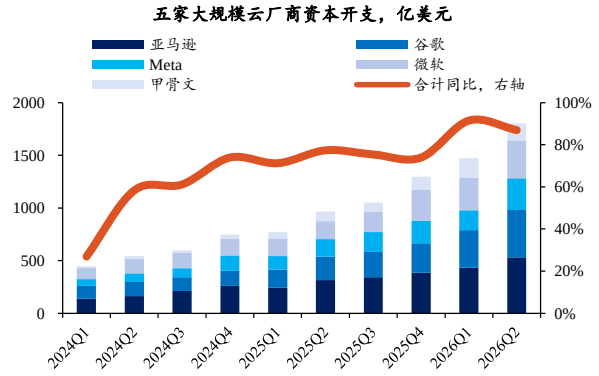
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 15：AI 相关投资持续增长，占非住宅固定投资比例超 50%



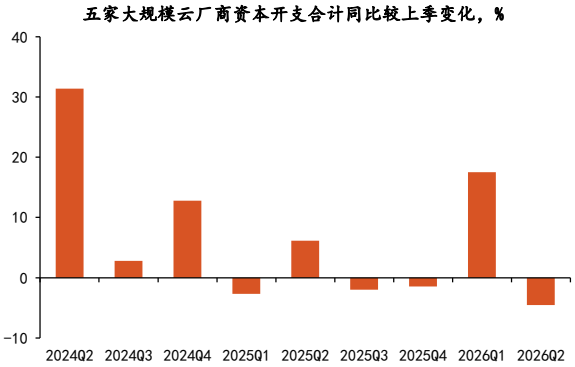
资料来源：CEIC，东方财富证券研究所

图表 16：五大云厂商资本开支持续增长



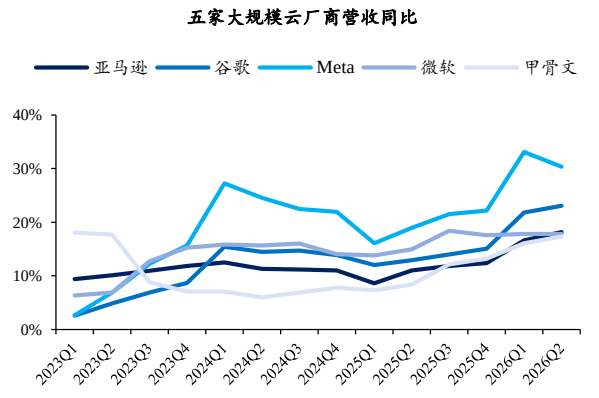
资料来源：Choice 股票浏览器，东方财富证券研究所
注：数据按自然季度统计（图表 16-19 同）。

图表 17：二季度云厂商资本开支增速略有收敛



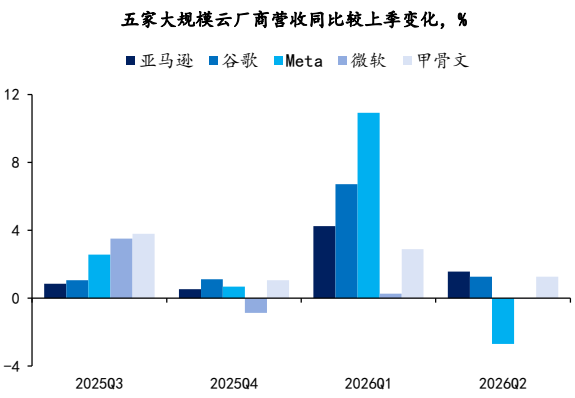
资料来源：Choice 股票浏览器，东方财富证券研究所

图表 18：五大云厂商营业收入持续增长



资料来源：Choice 股票浏览器，东方财富证券研究所

图表 19：二季度部分云厂商营收增速进一步加快



资料来源：Choice 股票浏览器，东方财富证券研究所

2.2.5.金融环境——贷款、信用债和金融压力

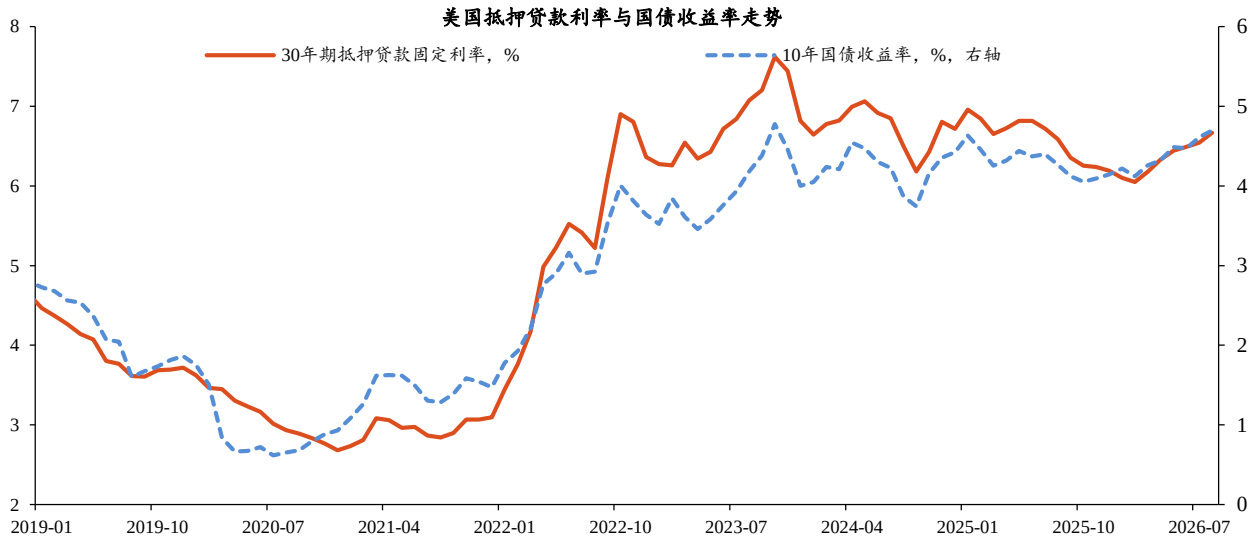
沃什强调当前在房地产和农业领域确实存在压力。（1）房地产：高按揭利

下载日志已记录，仅供内部参考

率持续推高居民购房融资成本和月供压力，对住房需求形成明显约束。伴随美债收益率中枢抬升，美国 30 年期抵押贷款利率快速上行，目前维持在 6.5%以上。**（2）农业：农业部门信用约束依然偏紧，种植业盈利承压推升农户偿债与续贷压力。**2026 年二季度美联储农业信贷调查显示，贷款偿还压力、续贷展期压力和抵押要求收紧指标分别为 14.8、18.3 和 23.2，均处于正值区间，农户偿债及续贷压力较大。

沃什认为当前的金融环境不具有限制性(I would be hard pressed to describe broad financial conditions as restrictive)。我们也观察了三类重要指标：（1）固定收益市场看，信用风险溢价处于历史低位，企业信用环境较为宽松。截至今年 4 月，B 级和 BB 级杠杆贷款利差分别约为 4.0 和 2.4 个百分点，均处于历史区间较低水平；截至 8 月 27 日，美国高收益企业债期权调整利差约为 2.63，亦处于相对低位。**（2）银行信贷端看，银行信用条件亦趋于宽松。**截至 8 月 3 日，2026Q3 美国银行对大中型和小型企业工商贷款标准净收紧比例分别降至 0%和 1.8%，较前期明显回落。**（3）芝加哥联储全国金融状况指数显示，美国整体金融环境仍偏宽松。**2026 年以来，调整后的综合指数持续位于零轴以下，最新读数约为-0.6，明显低于历史均值，整体金融条件尚不具备限制性。分项看，风险指数与信用指数均维持负值，表明风险溢价、融资条件及信贷可得性总体仍较宽松；杠杆指数年初以来一度回升至零以上，反映部分主体资产负债表约束有所增强，但 8 月以来已边际回落。

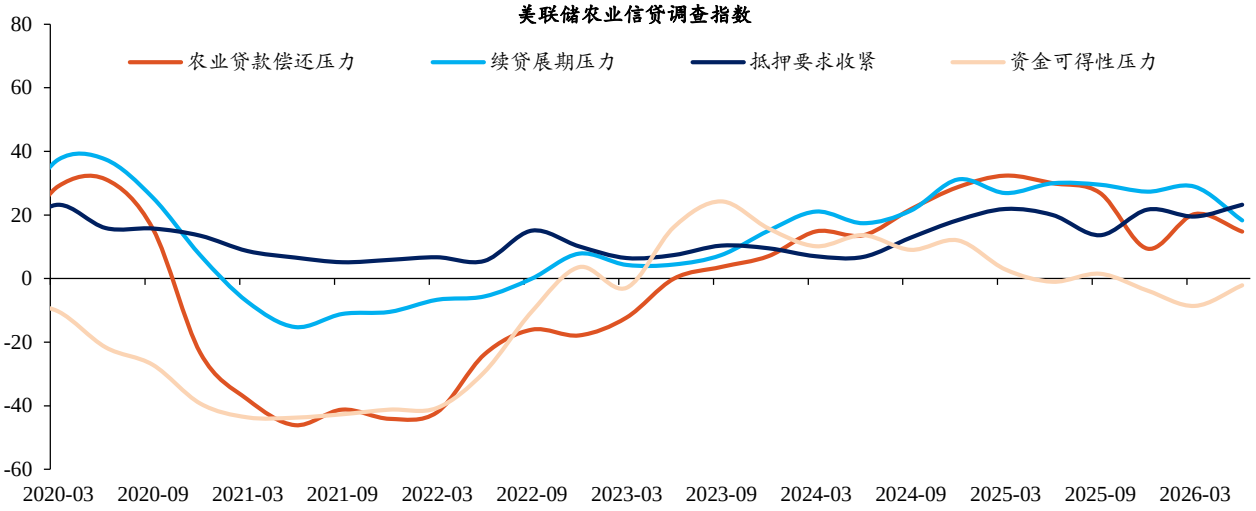
图表 20：今年以来，30 年期抵押贷款固定利率仍呈上行态势



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 21：农业部门信用约束依然偏紧，农户偿债能力偏弱、对贷款展期依赖较高



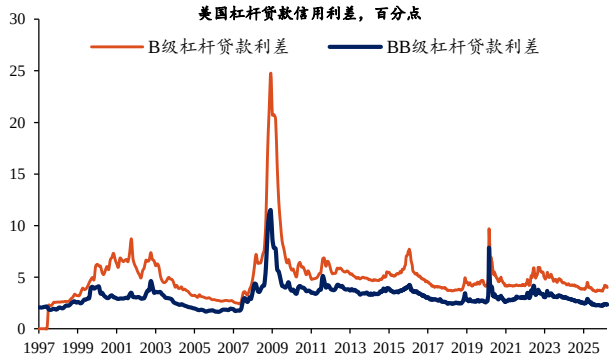
资料来源：Federal Reserve Bank of Kansas City，东方财富证券研究所
注：数值为原指标与 100 的差值，0 为基准线，差值大于 0 代表信用约束压力较大。

图表 22：美国高收益债信用利差处于相对低位



资料来源：Federal Reserve Bank of St. Louis，东方财富证券研究所

图表 23：美国杠杆贷款信用利差处于历史低位



资料来源：美联储，东方财富证券研究所
注：数据于 2013 年 11 月由月度数据转为周度数据。

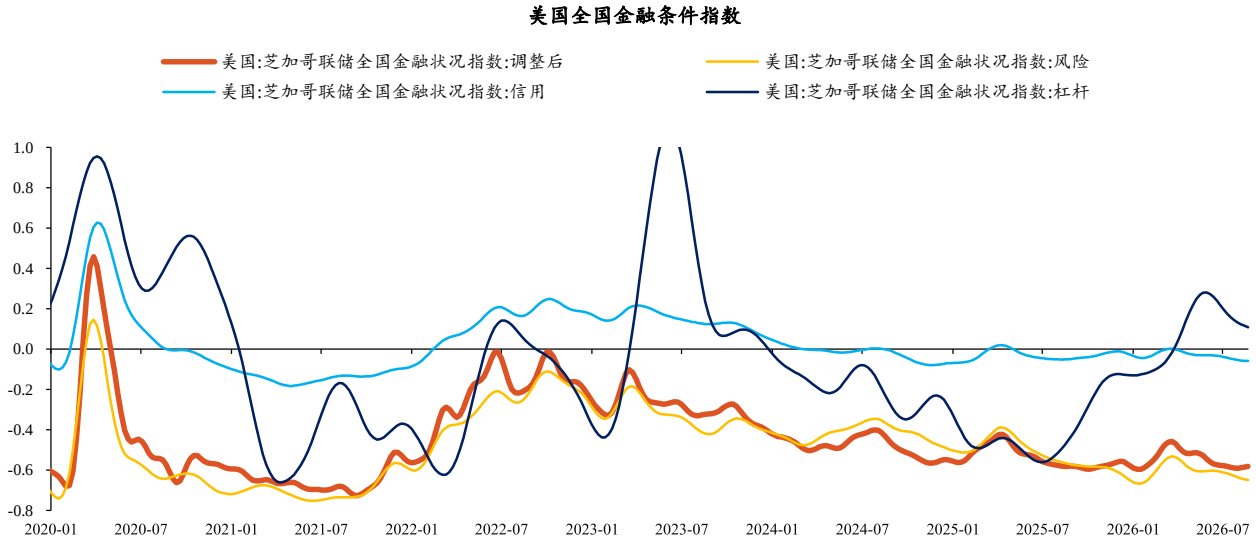
图表 24：截至 8 月 3 日，2026Q3 美国银行对大中型工商贷款标准净收紧比例已降至 0%



资料来源：Choice 宏观板块，Federal Reserve Bank of St. Louis，东方财富证券研究所
注：该指标数值大于 0 表示银行贷款标准整体趋严，数值小于 0 表示趋松，越高反映信贷条件收紧程度越强。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 25：芝加哥联储全国金融状况指数显示，美国当前金融环境整体偏宽松



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

注：芝加哥联储全国金融状况指数综合衡量美国货币市场、债券市场、股票市场及银行体系等金融条件，以 0 代表历史平均水平，低于 0 意味着金融条件较历史平均更宽松，高于 0 则意味着偏紧，调整后指数反映在当前经济基本面和通胀水平下金融环境。

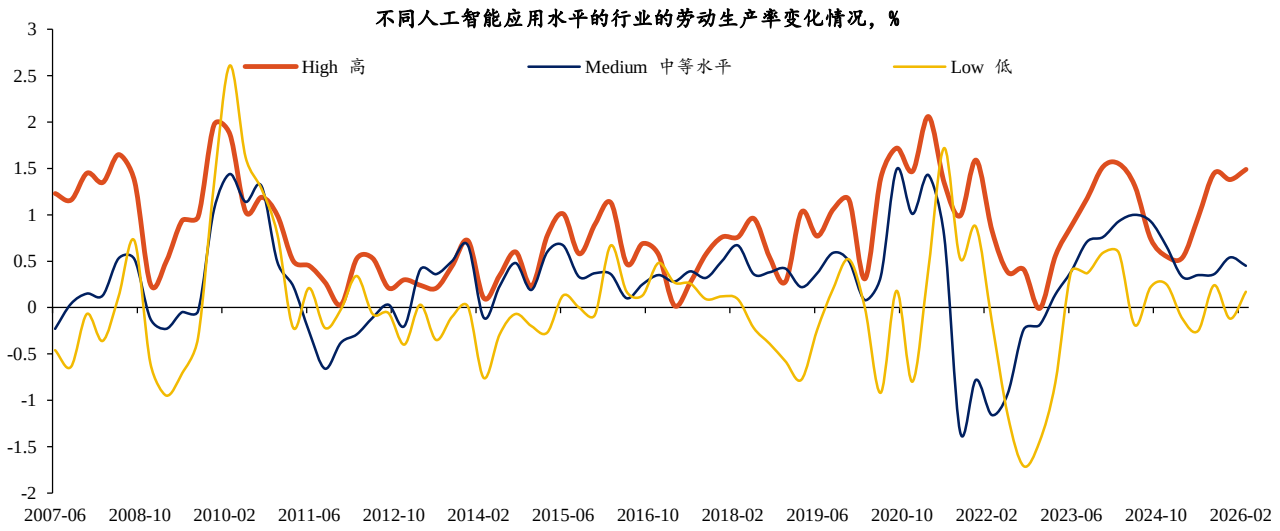
2.3.政策储备：探索 AI 时代变革方向

沃什开篇讲到 AI 对世界经济增长及金融发展带来的重要影响。（“We've come to a hinge point in history”）人工智能作为一种新的生产要素，已吸引了大量的资本投入，并似乎上演了摩尔定律的加速发展现象。美联储把这一议题作为长期的重要关注并开展了一系列研究，可能的方向包括：AI 是否会带来整个经济领域的显著且持续的生产力提升？如果会的话，那在什么时候发生呢？AI 对劳动力的互补和竞争关系如何衡量？AI 产业带来的资本收益最终会流向何处？在社会间形成怎样的分配结构？沃什表示当前工作组正在研究，但他们的研究更多的是作为智力储备而不是影响当下的政策决议。（*工作组研究参见报告《美联储的“内阁”：从五大工作组透视政策倾向——沃什改革系列报告（一）》。*）

我们认为，本轮 AI 技术革命仍处于“技术导入阶段”，尚未进入全面扩散及生产率兑现阶段。美联储研究了不同行业在人工智能普及程度下的生产力情况，虽然受人工智能影响较大的行业显示出更高的劳动生产率增长，但三种不同水平下生产力的变化趋势在时间上相对一致，表明微观层面的生产力提升可能并未体现在总体生产力上。我们通过上一轮技术革命和本轮技术革命的周期对比也发现：2019Q4-2026Q1 本轮周期生产率增速为 2.1%，与 1947 年以来长期均值 2.1%基本持平，当前劳动生产率并未明显高于历史中枢。但是相比于互联网革命时期，本轮 AI 部署门槛更低，技术应用范围更广，从通用工具应用向垂直行业渗透，未来对经济和生产率的提升或将更快、更持久。（*详情参见报告《技术革命、K 型经济与资产影响——历史规律、结构风险与未来演绎》。*）

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 26：受人工智能不同水平影响下的行业生产力变化趋势在时间上相对一致



资料来源：美联储，东方财富证券研究所
注：原数据计算是季度环比的 4 个季度均值。人工智能高度应用的行业包括信息、金融、专业与商业服务领域。人工智能中等应用的行业包括批发贸易、制造业、教育与健康服务、零售贸易等领域。人工智能应用较少的行业则包括公共事业、建筑、休闲与酒店业、运输与仓储等领域。

针对沃什讲到的一系列研究问题，我们梳理了现有的相关研究成果，以供研究讨论，大致可以分为五个方向：①AI 对经济增长和生产率的影响及时间进度？②Token/大模型是否有合理均衡价格？使用成本是否会下降？企业效益能否向上下游扩散？③AI 对劳动力、就业、收入分配的影响？（会不会造成分配不均）④AI 对通胀的影响？⑤AI 对货币政策的影响？

图表 27：AI 发展相关研究议题的部分成果梳理

议题	来源	主题	时间	主要结论
经济增长与生产率	National Bureau of Economic Research	Forecasting the Economic Effects of AI	2026	研究收集了学术经济学家、AI 公司员工、政策研究者、高准确度预测专家和普通公众的回答。结果显示这五组人群各组中位数受访者预计到 2030 年人工智能能力将有显著进步，**年 GDP 增长率为 2.5%，超过政府机构和私营部门预测机构的典型中期（2.0%）和长期（1.7%）基线预测。**
	Economic Policy	The simple macroeconomics of AI	2025	**在未来 10 年内，预期的技术效率提升幅度将会相当有限，预计不会超过 0.53%。此外，预计人工智能会进一步加剧资本收入与劳动收入之间的差距。**
	National Bureau of Economic Research	AI and our economic future	2026	AI 确实可能成为现代最具变革性的技术，并在长期推动经济增长加速；**但这种加速很可能不会立刻出现，因为经济系统中存在大量“弱环节”。**
	Finance and Economics Discussion Series 2025-053. Washington	Generative AI at the Crossroads: Light Bulb, Dynamo, or Microscope?	2025	有两类技术能够对生产率增长产生更持久的影响，第一类是通用技术，第二类是“发明方法的发明”。我们的研究表明，生成式人工智能同时具备通用目的技术和“发明方法的发明”两类技术的特征，**表明生成式人工智能将提高生产率水平。即便如此，生成式人工智能对生产率增速的贡献，仍将取决于经济体以多快的速度达到更高的生产率水平，而从历史来看，将革命性技术整合到经济中的过程是漫长的。**

下载日志已记录，仅供内部参考

	National Bureau of Economic Research	Speculative Growth and the AI" Bubble"	2026	AI 泡沫未必只是金融市场的幻觉。只要高估值能够持续足够长时间，并带来大规模真实投资，那么即便未来估值回落，经济仍可能保留这些投资形成的生产能力。**换言之，泡沫本身可能成为推动经济跨越增长门槛的过渡力量，而不仅仅是错误定价。**
Token的价格和企业端效益	National Bureau of Economic Research	The Emerging Market for Intelligence: Pricing, Supply, and Demand for LLMs	2025	首先，我们发现模型、创建者和推理提供商的数量快速增长，主要得益于开源软件的涌入。其次，我们发现价格下降，且不同智能层级之间以及同一层级内部的价格差异持续存在，**开源模型的价格比同等智能的闭源模型便宜 90%**。第三，我们记录了市场的动态性，领先的模型和创建者频繁更迭。第四，我们提供了横向和纵向差异化的证据，没有单一模型在所有用例中占据主导地位，且不同应用对智能的需求差异很大。最后，**尽管使用多个模型的公司比例随时间推移而增加，但大多数公司仍然专注于使用单个模型，这更符合实验性而非对多个模型的持续依赖。**
	arXiv preprint	How do AI agents spend your money? analyzing and predicting token consumption in agentic coding tasks	2026	（1）智能体任务的成本尤其高昂，其词元消耗量约为代码推理和代码对话任务的 1,000 倍。总体成本主要由输入词元而非输出词元推动。（2）词元用量具有高度变异性和内在随机性。同一任务的不同运行之间，总词元消耗量最多可相差 30 倍。**词元用量增加并不会带来更高的准确率；相反，准确率通常在中等成本水平达到峰值，并在更高成本下趋于饱和。**（3）不同模型的词元效率存在显著差异。在相同任务上，Kimi-K2 和 Claude-Sonnet-4.5 平均比 GPT-5 多消耗 150 多万个词元。（4）人类专家评定的任务难度与实际词元成本之间仅存在较弱的一致性。这揭示出一个根本性差距：**人类感知的任务复杂程度，与智能体实际付出的计算量并不一致。**（5）前沿模型无法准确预测自身的词元用量，其预测值与实际用量之间仅呈现弱至中等程度的相关性，最高相关系数仅为 0.39，而且模型普遍会系统性低估实际词元成本。
	Journal of Monetary Economics	The price of intelligence: How should socially-minded firms price and deploy AI?	2025	一家既重视福利又重视稳定的公司，**短期内定价应接近利润最大化水平，但长期来看则应更接近边际成本**。这种渐进式策略既能限制短期冲击，又能通过中期技术获取的改善来平衡冲击。 对于垄断性人工智能公司而言，最有利于社会的行为是避免滥用其市场支配力，除非是在短期内，当稳定因素最为紧迫时。这一结论对于那些生产新商品和服务且不会扰乱现有劳动力市场、并且政府已在进行有效的再分配的人工智能而言尤为重要。**这一结论还取决于人工智能市场的竞争程度。优先考虑普及的动机是否占主导地位，取决于市场力量最初对供应的限制程度。**如果人工智能公司面临的竞争较小，那么通过降低价格来扩大普及的动机就会主导具有社会责任感的公司的行为。相反，如果人工智能公司之间的竞争已经使供应量接近有效水平，那么扩大普及的动机就会减弱，而分配和稳定性方面的考量则会占据主导地位。
	Anthropic	Anthropic Economic Index report: Uneven geographic and enterprise AI adoption	2025	企业 API 使用集中于少数任务，尤其是编程、数学、办公和行政任务；token 的价格敏感性较弱。模型功能以及自动化特定任务的经济价值似乎在塑造企业的使用模式方面发挥着更大的作用；**对于某些公司而言，耗资巨大的数据现代化和组织投资，以获取情境信息，可能会成为人工智能应用的瓶颈；通过 API 将模型系统化嵌入企业应用和生产流程，可能成为 AI 创造广泛生产率收益的重要渠道。**
	Proceedings of the 2023 Conference on empirical methods in natural language processing	Do all languages cost the same? tokenization in the era of commercial language models	2023	我们对 OpenAI 语言模型 API 在 22 种语言类型各异的多语言基准测试中的成本和效用进行了系统分析。结果表明，许多受支持语言的使用者被收取了过高的费用，却获得了更差的结果。这些使用者往往来自 API 本身价格就较高的地区。通过这些分析，我们旨在**提高语言模型 API 定价策略的透明度，并鼓励供应商使其定价更加公平。**

下载日志已记录，仅供内部参考

就业、收入与分配	National Bureau of Economic Research	Forecasting the Economic Effects of AI	2026	**专家预测将出现重大但并非历史上前所未有的经济变化：年化 GDP 增长率将升至约 4%，劳动力参与率将从目前的 62%降至 2050 年的 55%，其中约一半的下降——相当于 1000 万个工作岗位流失——归因于人工智能。**方差分解表明，专家对这些效应的分歧主要源于对高功能人工智能系统经济效应的不同信念，而非对人工智能进展速度的分歧。这些预测反映了各群体显著不同的政策偏好：**专家强烈支持针对性的措施，如工人再培训，而公众则支持有针对性的项目和更广泛的干预措施，包括就业保障和全民基本收入。**
	Federal Reserve Bank of Atlanta	Firm data on AI	2026	文章调查了来自美国、英国、德国和澳大利亚的近 6000 位商业高管，他们预计在未来三年中，人工智能将带来显著的影响：平均而言，**人工智能将使企业生产力提高 1.4%，产出增加 0.8%，同时减少 0.7%的就业人数。**相比之下，员工们预计人工智能会在未来 3 年内为他们的公司增加 0.5%的就业机会，这表明**雇主与员工的预期存在差距。**
	经济研究	人工智能、产业结构转型与跨越“中等收入陷阱”	2025	生成式人工智能发展会增大就业极化风险，过度依赖技术替代将限制长期劳动生产率增长潜力；**只有当人工智能技术与劳动力技能结构实现最优匹配时，才能实现效率与公平的共赢。**
	经济学(季刊)	人工智能、经济增长与财富分配	2026	**人工智能呈现岗位替代特征，**通过提高资本回报率和技能溢价扩大财富分配差距；其增长效应不足以抵消财富分配差距的扩大。
	世界经济	人工智能技术进步与人口增长	2026	人工智能技术进步会在市场部门呈现脑力工作或体力工作偏向型方向，分别扩大或缩小性别工资差距，进而倾向于提高或降低人口增长率；同时，也会在家庭部门呈现生育数量或生育质量偏向型方向，分别推动数量替代质量或质量替代数量，进而倾向于提高或降低人口增长率。
通胀	FRB of New York Staff Report	Artificial intelligence and monetary policy: A framework and perspective on cyclical transmission, structural transition, and financial stability	2026	AI 扩张会削弱传统的产出缺口、失业率等指标的价值，并在短期可能推高通胀，长期影响潜在产出和自然利率的方向并不确定，央行和市场需要重新审视 AI 对货币政策目标和传导的影响。
	Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department	The impact of artificial intelligence on output and inflation	2024	从短期和长期来看，人工智能都显著提高了产出、消费和投资。**通胀反应在很大程度上取决于家庭和企业部门对人工智能影响的预期。**如果预期不完全，短期内通胀会下降，但最终会相对于初始水平上升。相反，如果能够充分预期人工智能带来的生产率提升所导致的收入增长，通胀则会下降。
	Economics Letters	Artificial intelligence and inflation in the EU	2025	**人工智能有助于降低通胀，其中服务业受到的影响最为显著。**此外，在欧元区成员国中，人工智能的影响更为显著。**人工智能应用与通胀之间的关系并非线性关系：只有达到一定的人工智能应用水平，才能产生显著的通缩效应。**
	International Monetary Fund	The Global Impact of AI – Mind the Gap	2025	**虽然积极的生产率冲击往往具有抑制通胀的作用，但有关未来生产率轨迹的消息冲击却可能产生通胀效应。**在 GIMF 模拟中，将名义刚性和货币政策嵌入开放经济框架，结果显示短期内通胀预计会小幅上升。为应对人工智能相关的初始生产率冲击，总需求增加，反映了生产率提高带来的同期和预期收入增长，从而加剧了通胀压力。长期来看，生产率提高和资本积累推动的供给能力增长足以抵消需求驱动的通胀压力，最终导致通胀下降。在该模型中，鉴于通胀压力，中央银行也会调整政策利率，并在短期内小幅收紧利率。

下载日志已记录，仅供内部参考

	Bank of Canada	Monetary Policy in an AI-Driven Two-Speed Economy	2026	文章区分了两种由人工智能驱动的技术变革：一种是提升现有任务中劳动生产率的技术改进；另一种是自动化，即通过将任务从工人转移到机器上来取代劳动力，从而减少需要人类参与的任务数量。在短期内，这两种变革都会降低劳动力的需求。**自动化会导致劳动力需求的显著下降，由此产生的通货膨胀幅度更大，菲利普斯曲线也会位于该曲线的右侧。**要实现充分就业，所需的通胀成本更高。**除此之外，整体通胀后果还取决于人工智能在经济中的普及程度。**
货币政策	Journal of International Money and Finance	Technological progress and monetary policy: Managing the fourth industrial revolution	2021	**AI 提高潜在产出，央行如果低估潜在增长，可能过早收紧货币政策；在通胀仍然稳定时，可以允许经济较快增长，使 AI 的需求扩张效应吸收部分被替代劳动者；货币政策不适合直接解决技术性失业和收入分配问题；AI 引起的资产估值、信贷扩张和金融泡沫应更多通过宏观审慎政策处理；较优的政策组合可能是：货币政策稳定总需求和通胀，财政政策支持再培训和转移支付，宏观审慎政策控制金融风险。**
	Journal of Monetary Economics	The rise of AI pricing: Trends, driving forces, and implications for firm performance	2025	AI 定价可能降低传统价格黏性，提高利率政策向商品价格传导的速度。
	经济研究	人工智能、就业与货币政策目标	2023	标准新凯恩斯货币模型中，福利损失来源于通胀和产出缺口的波动。**引入人工智能后，人工智能投资和存量的波动成为新的福利损失来源，因此央行还需要考虑人工智能投资的波动。此外由于人工智能与劳动之间的高度替代性，产出、就业、资本与人工智能的波动之间可能发生显著的冲突。**此时，盯住产出缺口的货币政策导致人工智能大幅替代劳动，引起就业和人工智能同时发生大幅波动；而盯住就业缺口的货币政策则在更好地稳定就业缺口的同时更好地稳定了人工智能缺口，从而产生较小的福利损失。
	BSE Working Paper	Macroeconomic Policies for AI	2026	人工智能的进展提升了企业自动化生产的能力。虽然更高的自动化程度提高了生产效率和潜在产出，但也减少了工人的收入份额。**由于工人有较高的消费倾向，人工智能的进步可能会抑制总需求，导致经济衰退。积极的货币政策可以将经济衰退转化为繁荣，但这样做也会面临两个挑战：**短期内，人工智能会加剧中央银行面临的通货膨胀与就业之间的权衡问题；中期来看，货币政策可能会受到零下限效应的限制，因为疲软的需求会降低经济的自然增长率。就业补贴和劳动税减免可以有助于补充货币政策的作用，通过降低企业的劳动力成本及通货膨胀率，同时支持工人的收入和总需求。
	Journal of Monetary Economics	Generating inflation expectations with large language models	2025	中央银行可以利用 LLM 模型作为沟通政策工具，在实施前测试信息传递策略。通过改变语言复杂度、承诺框架和时间跨度等不同的沟通方式，实验表明，LLMs 对不同的表述方式会有不同的反应，这可能为优化政策沟通提供新的思路。

资料来源：NBER、Journal of Monetary Economics、经济研究、世界经济等文献来源网站，东方财富证券研究所整理

3.后续展望：仍需更多耐心判断确定性趋势

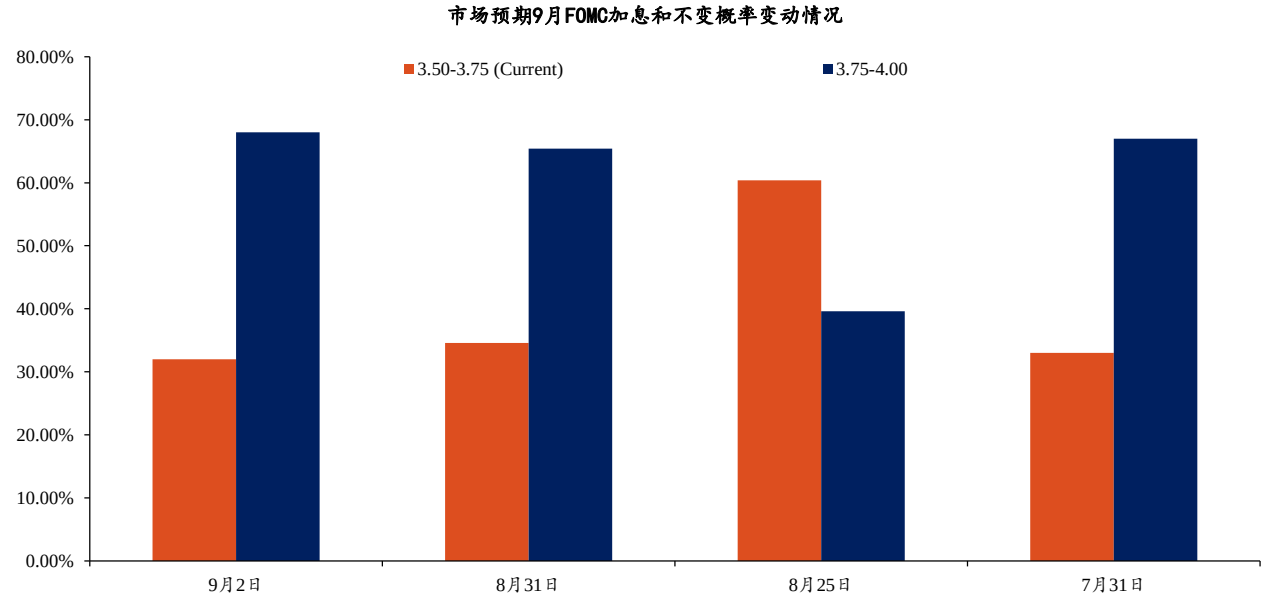
从历史统计来看，在 FOMC 会议前 2 周的预期方向大概率不会形成逆转。2019 年以来仅有两次发生过判断失误，一是 2020 年 3 月 3 日美联储降息，但两周前市场预判大概率维持不变，这次本身是意外事件，是应对疫情的紧急宽松，且随之而来的 FOMC 会议上也再度降息。二是 2023 年 6 月美联储维持不变，但两周前市场预期加息。这次不变属于“暂停加息”，是为了观察和呵护流动性情况，随着经济数据的确定性落地，7 月加息再度落地。**回顾 1980 年以来美联储加息/降息周期内主要资产的变动情况：**美债收益率的变动与此高度相关，加息周期内美债收益率几乎均保持上行趋势；美元相对走势会好于降息周期；

下载日志已记录，仅供内部参考

股市、黄金在加息周期内大概率承压。

资产的长期规律难演绎短期变动，今年 9 月或为“多事之秋”，各类宏观数据、指标即将出台，整体资产波动预计较大，或需更多耐心等待确定性趋势。根据 FedWatch，截至 9 月 2 日，9 月 FOMC 会议加息 25 个基点的概率约为 68%，不变的概率约 32%，往后看，关键数据集中在 8 月 CPI 数据（9 月 12 日公布），数据落地后大概率仅有这几种情景：（1）若 CPI 未能落实此前我们描述的通胀回落趋势，则加息概率或进一步上行。理论判断上，加息应当可以落地，同时因为市场已经比较充分预期和调整，或偏向利空落地的逻辑，后续的判断指标也会更加明确。但若沃什再度摇摆，部分在 Jackson hole 会议传达的指标未见实际应用，那么市场预期再度混乱，美联储公信力可能进一步丧失，长债利率仍有压力，黄金有利好，但又因加息预期始终高悬而上行受限。（2）若 CPI 回落明显，同比、环比以及广度都有所下降，那么加息预期可能会再度下修调整，此时“按兵不动”的概率更高。此时需注意的是，因为通胀压力的向下修正，市场可能会向宽松的预期演绎，但想要形成降息的条件还为时过早——需见到通胀持续回落、AI 产业投资和盈利兑现存在压力、金融环境的收紧等情形，所以不宜太过乐观。

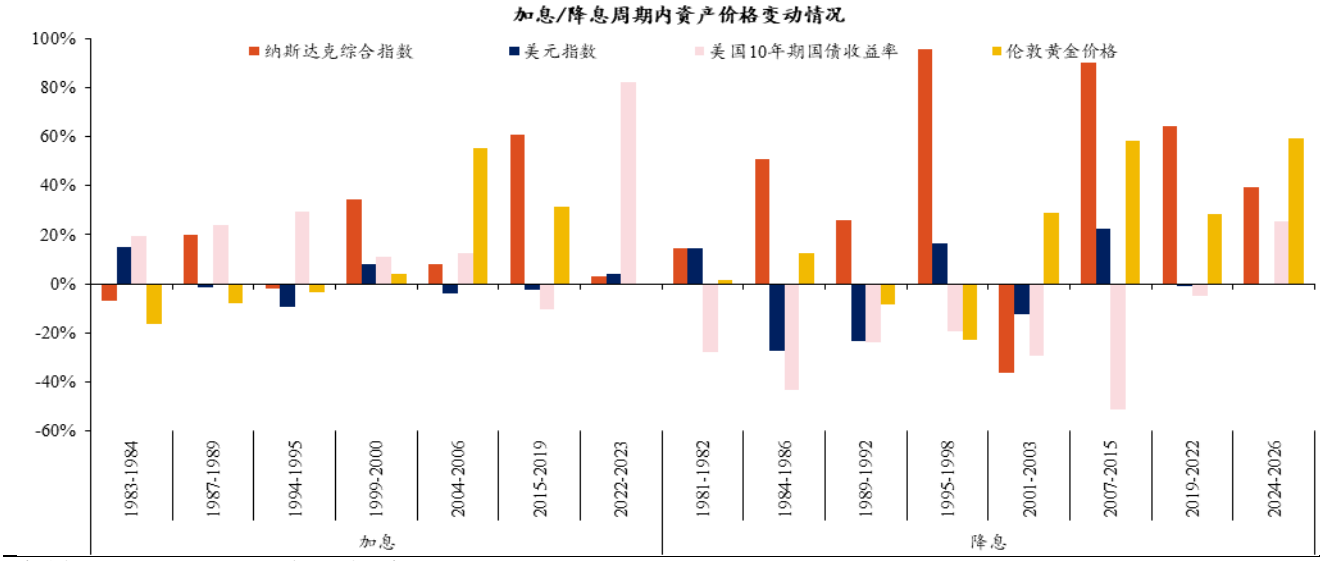
图表 28：加息/不变的预期博弈剧烈



资料来源：CME FedWatch，东方财富证券研究所
注：截至 9 月 2 日。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 29：加息/降息周期内资产价格变动



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所

注：2026 年截至 7 月 30 日，部分较长的利率不变时间区间因跟在降息区间后，故而放在降息区间内统一计算。

风险提示

1、地缘政治风险超预期：美伊局势再度扰动，油价的未来走势仍存在不确定性，若发生超预期的地缘冲突和风险，则会对整体金融市场带来较大冲击。

2、美国经济或通胀走势超预期：美国通胀、就业等数据可能大幅波动或被修订，这会改变美联储货币政策路径。

3、美联储政策决议超预期：美联储最终的利率决议仍存在不确定性，若突发超预期事件，政策决定可能深刻变化，对全球资产带来一系列影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师申明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。

投资评级说明

报告中所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为以报告发布日后的 3-12 个月内的公司股价（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：A 股市场以沪深 300 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 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 15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅介于 15%～5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%～10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上。

免责声明

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。
本报告由本公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）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。
本报告信息均来源于公开资料或本公司认为可靠的资料，但本公司对该等信息的真实性、准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及预测仅反映报告出具日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。
本报告所载的盈利预测、评级、估值等观点，均基于特定的假设和前提条件，不构成所述证券买卖的出价或征价，亦不构成对具体证券在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议。
在任何情况下，本报告的内容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。客户需充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
在法律允许的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问等服务。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。
本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。