仅供内部参考，请勿外传

广发研究 GF RESEARCH

Macroeconomic

如何看美联储9月议息会议的加息落地

陈嘉荔

SAC 执证号：S0260523120005

021-38003674

gfchenjiali@gf.com.cn

郭磊

SAC 执证号：S0260516070002

SFC CE.no: BNY419

021-38003572

guolei@gf.com.cn

请注意，陈嘉荔并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

美联储 2026 年 9 月 15-16 日举行议息会议[1]，FOMC 以 12 比 0 的全票一致决定将联邦基金利率目标区间上调 25bp 至 3.75%-4.0%，与会前市场加息定价相符。这是 2023 年 7 月以来的首次加息，也是本轮周期自 2024 年 9 月转入降息以来政策方向的首次逆转。会前市场关注的焦点有四：一是加息能否以全票通过、7 月美联储内部的分歧是否弥合；二是声明如何交代加息理由；三是点阵图是否在本次之外继续计入加息；四是沃什如何界定此次行动的性质与后续路径。

回顾本轮政策周期：2022 年 3 月、5 月、6 月、7 月、9 月、11 月、12 月以及 2023 年 2 月、3 月、5 月、7 月，美联储先后十一次加息，将利率自零附近一路上调至 5.25%-5.50%（其中 2022 年 3 月加息 25bp、5 月 50bp、6 月至 11 月连续四次各加息 75bp、12 月 50bp，2023 年 2 月、3 月、5 月、7 月各 25bp），随后连续多次会议维持高位不动。2024 年 9 月美联储启动降息周期，9 月、11 月、12 月分别降息 50bp、25bp、25bp，将利率降至 4.25%-4.50%；2025 年 9 月、10 月、12 月再度连续三次各降息 25bp，将利率降至 3.5%-3.75%。2026 年美联储转入观望：4 月鲍威尔主持的最后一次会议维持利率不变但出现 4 票反对；6 月沃什首次主持会议，以全票维持利率不变并删去宽松倾向；7 月会议再度按兵不动，但哈马克（Hammack）、卡什卡利（Kashkari）、洛根（Logan）三人投票反对、主张加息 25bp。本次 9 月会议将利率上调至 3.75%-4%，本轮政策周期由“降息后观望”正式转入加息。

我们理解，会前市场对加息本身已无分歧，分歧集中在加息之后的路径。7 月会议三票主张加息的反对票已经把委员会的重心公开化，而随后的数据与沃什的表态又逐一抬高了加息概率：7 月会议前市场对 9 月加息的定价约 55%，会后升至 72%；8 月 28 日沃什在杰克逊霍尔提出行动标准——"我们必须确信潜在通胀正在明确地、以足够快的速度向目标回落"，并称"很难把广义金融条件描述为限制性"（"hard-pressed to describe broad financial conditions as restrictive"）；9 月 4 日公布的 8 月非农新增 16.2 万人、显著高于预期，失业率持平于 4.1%；9 月 11 日公布的 8 月 CPI 环比 0.4%、同比 3.4%，核心 CPI 环比 0.3%、同比 2.4%，其中汽油环比涨 3.9%、能源同比涨 16.3%，加息概率由 71%升至 85%；8 月零售销售环比 1.2%亦超预期。与此同时，伊朗冲突与霍尔木兹海峡航运受阻推动 WTI 原油升至 104 美元/桶上方、布伦特升至 108 美元/桶，10 年期美债收益率在会议首日收于 5.0%、为 2007 年以来最高。会前一日 CME FedWatch 显示 9 月加息概率 92.7%，年内再加一次的概率约 77%。会前市场已把"加息"作为既定事实，真正待定价的是委员会对后续动作的节奏、以及沃什对市场定价的态度。

本次声明整体定调偏鹰，延续了 6 月以来的简短风格。声明与 7 月相比有四处实质变化：（1）利率由维持改为上调 25bp，投票由 9 比 3 转为 12 比 0；（2）删去了通胀“部分反映供给冲击”（supply shocks）的归因，只保留通胀“仍然较高”（elevated）；（3）新增“今天的政策行动将支持通胀更及时地回到 2%目标”（timelier return）；（4）经济表述由“中东冲突带来较高不确定性”改为“国内支出保持韧性”（domestic spending has been resilient），资本投资的措辞由“强劲”改为“稳健”（robust）。其中删去供给冲击的归因是一个重要关注点，它意味着美联储不把通胀简单归因为能源，且不再把能源价格上涨视为可以看穿的一次性因素。

9 月声明把供给冲击的归因整段删去，只保留"通胀仍然较高"，随后直接接上加息行动与“更及时回归 2%”的目标句。

仅供内部参考，请勿外传

我们理解，这一变化的含义有三层。一是委员会不再把能源价格上涨视为可以看穿的一次性因素，而是把它视为需要防止扩散的通胀来源，这与沃什在开场陈述中提出的目标——确保"部分行业的相对价格变化不向更广范围扩散"（"relative price changes in some sectors of the economy do not broaden"）——是同一逻辑；二是“更及时”是本次声明中唯一带有方向感的词，它没有承诺后续加息，但明确了委员会认为此前的回落速度不够，反应函数由 6 月的“不急于降息、必要时不排除加息”进一步前移为“已经加息、以趋势决定是否再加”；三是从 9 比 3 到 12 比 0，7 月的少数派主张在七周之内成为全体共识，这与沃什在 7 月所称的"审慎思考而非静观其变"（"watchful thinking, not watchful waiting"）相互印证。

实施说明方面，准备金余额利率上调至 3.90%，隔夜逆回购利率上调至 3.75%，常备回购便利利率与贴现率上调至 4.0%，均为随目标区间平移 25bp 的常规操作；继续通过购买短期国库券维持充足准备金、机构债本金再投资于国库券的安排未变，即本次收紧只作用于价，资产负债表层面的量未有新的收缩安排。

9 月 SEP 整体偏鹰，核心信号是“年内再加息一次、2027 年维持、2028 年再缓降”。通胀预测小幅上修，2026 年整体 PCE 由 3.6%升至 3.7%、核心 PCE 由 3.3%升至 3.4%；GDP 增速上调、失业率下调。风险评估呈现“通胀风险偏上行、就业风险大体均衡”的特征。提交预测的 18 位委员中（沃什延续 6 月做法未提交），16 人预计年底前还需再加息至少一次，其中 4 人预计再加息两次，仅 2 人预计不再加息；2026 年底利率中值由 6 月的 3.8%升至 4.1%，对应 9 月之后再加息 25bp。值得注意的是，2027 年虽然利率预测中值不变，但是有高达 8 位委员主张再加息一次。

从具体数值看：2026、2027、2028、2029 年实际 GDP 增速中值为 2.3%、2.4%、2.2%、2.1%（2026、2027 年较 6 月各上调 0.1 个百分点），长期中枢 2.0%；失业率四年均为 4.1%（2026、2027 年较 6 月各下调 0.2 个百分点，2028 年下调 0.1 个百分点），长期 4.2%；整体 PCE 为 3.7%、2.3%、2.1%、2.0%（2026、2028 年各上修 0.1 个百分点）；核心 PCE 为 3.4%、2.5%、2.2%、2.0%（2026、2028 年各上修 0.1 个百分点），即核心 PCE 中值要到 2029 年才回到 2%。

利率路径方面，2026 年中值 4.1%、2027 年 4.1%、2028 年 3.9%、2029 年 3.6%，前三年较 6 月分别上移 0.3、0.5、0.5 个百分点，长期中枢由 3.1%升至 3.2%。路径形态可以概括为：年内再加息一次，2027 年全年维持在 4%上方，2028 年起才缓慢回调，到 2029 年末仍高于长期中性水平。需要注意的是，SEP 是每位委员在各自“适当政策路径”（appropriate monetary policy）假设下的个人预测，并非委员会承诺。

点阵图方面，2026 年底：12 人位于 4.125%（即再加一次）、4 人位于 4.375%（再加两次）、2 人位于 3.875%（不再加），中值稳固，单个委员移动不会改变结果。2027 年底：8 人位于 4.375%、6 人位于 4.125%、3 人位于 3.625%、1 人位于 3.125%，中值落在 4.125%，但只要 4.125%档中有一人上移，中值即升至 4.25%，这说明委员会内部对 2027 年是否再加一次的分歧接近对半。2028 年与 2029 年（17 人提交）的分布明显下移，多数人落在 3.125%-3.875%区间，长期中性利率的分布则从 2.875%延伸至 3.875%，其中 6 人仍在 3.0%。

与市场定价对照，会前市场对年内再加一次的定价约 77%，与点阵图中值吻合；但市场对 2027 年的定价更鹰——2 年期美债收益率 4.7%隐含未来两年累计还有约三次加息，而点阵图中值只计入一次，2027 年 8 人的 4.375%才与市场接近。换言之，本次 SEP 相对于市场的增量信息是"2027 年不比市场想的更紧"。

我们理解，这是一份"增长更强、就业更满、通胀更高、利率更高但不更陡"的预测：失业率四年持平于 4.1%、长期中枢 4.2%，意味着委员会认为经济已处于充分就业且不需要以失业率上升换取通胀回落；通胀预测上修幅度虽小，但回到 2%的时点推迟一年，配合风险评估中 17 人认为整体 PCE 风险偏上行、15 人认为核心 PCE 风险偏上行、17 人认为失业率风险均衡，委员会的权衡几乎单边地压在物价一侧。对资产定价的直接含义是：短端利率的锚上移至 4.1%并将在 2027 年维持，曲线形态偏平；长期中性利率中值上移至 3.2%，则为长端利率提供了一个更高的中枢，黄金所依赖的实际利率锚亦相应抬升。

沃什在发布会上的整体表态特征是“强化纪律、淡化指引”。（1）反应函数看趋势而非单个数据点，他明确表示自己“不依赖单个数据点”，后续只承诺遵循纪律而非某个具体决定（"committed to a discipline"），不提供前瞻指引；（2）将本次加息定性为“撤出一剂宽松”（"removed a dose of accommodation"）而非收紧，认为当前金融条件难言限制性，中性利率对当下决策没有操作意义；（3）面对能源等供给冲击，美联储的任务是防止价格变化扩散，并判断经济大体处于充分就业，控制通胀“不会伤害劳动力市场”；（4）强调与市场和与政治的关系上均保持边界，称“今天是我们（美联储）的决定”，独立性意味着“各守其位”（"stay in our lane"）。我们理解一是单月数据对政策的边际影响下降，美联储看的是数

仅供内部参考，请勿外传

月维度的趋势；二是“纪律而非决定”意味着后续不宜按传统“加息一旦开启便连续进行”的模式线性外推。三是以 SEP 长期中值 3.2%衡量，3.75%-4%的利率已高于中性水平，按传统框架应属限制性，但沃什的标尺是金融条件与信贷状况本身。由此推断，加息是否接近尾声，更有效的观察变量是信用利差、企业融资增速与风险资产估值等金融条件指标，而非政策利率与中性利率之差。

一是反应函数与前瞻指引。沃什表示自己“不是依赖单个数据点的人”，并强调“趋势才重要，单个数据噪音很大，依赖数据点是一种危险的执念”（"trends matter, data points are noisy, and data point dependence is a dangerous preoccupation"），市场过去十年习惯了“屏息等待”（"waiting somewhat breathlessly"）每一个数据，这不是他的决策方式。

对于加息依据，他解释 7 月按兵不动是为了“争取时间”（"buy time"）以做出审慎决定，此后七周内三方面发生了变化：包括劳动力市场在内的广泛数据表明“经济确实走强，潜在增长更高”（"the economy has indeed strengthened. Underlying growth is higher"）；通胀趋势通过了检验，没有出现需要推翻判断的信息；对地缘局势最可能结果的判断也已改变，三者共同支撑了一个“坚定、一致”（"firm, unanimous"）的决定。

对于后续路径，沃什重申“我不做前瞻指引”（"I'm not in the forward guidance business"）；被问及声明所称“更及时回到 2%”与 SEP 中值要到 2029 年才达标之间的矛盾，他回应那是“18 位同事的预测”（"the forecasts of my 18 colleagues"）。开场陈述中，他将行动标准定义为“必须确信潜在通胀正在清晰地、以足够的速度向目标回落”（"We must be confident that underlying inflation is moving to our objective, clearly and at sufficient speed"），并指出在 6 个月和 12 个月维度上仍有太多分项涨幅高于 3%。

我们理解，这一反应函数有两层含义。其一，单月 CPI、零售等数据对政策的边际影响下降，市场对单个数据的敏感度可能持续高于美联储本身，短期内会放大利率市场的波动；决策层面看的是数月维度的趋势，开场陈述给出的可观察标尺是“6 个月和 12 个月维度上涨幅超过 3%的分项数量”。其二，“纪律而非决定”意味着后续不宜按传统“加息一旦开启便连续进行”的模式线性外推，也不宜因 SEP 中值计入年内再加息一次而将其视为既定安排；沃什将 SEP 明确定位为委员个人预测而非主席指引，点阵图的路径指引功能被进一步削弱，市场需要更多依据趋势数据本身定价，这也意味着未来政策路径的不确定性高于前瞻指引时代。

二是政策立场与中性利率。沃什称此次行动是“撤出一剂宽松”，目的是让信贷和金融条件与政策目标更一致（开场陈述原文为"We aim to ensure that credit and financial conditions are consistent over time with our mandate"），并表示他本人和同事都“很难”（"hard-pressed"）将当前整体金融条件描述为限制性。开场陈述给出的依据是，新增招聘、私人部门收入与企业资本投资近几个月均在改善，信贷流动尤其是企业信贷保持强劲。对于中性利率（即既不刺激也不抑制经济的理论利率水平），他认为其在学术上有用，但对“我们今天所做的决策”并无操作层面的影响（"has any operational effect on decisions that we make today? No"）。

我们理解，这一表态使市场难以沿用“当前利率距中性利率还有多远”的传统框架推算加息终点：以 SEP 长期中值 3.2%衡量，3.75%-4%的利率已高于中性水平，按传统框架应属限制性，但决策者的标尺是金融条件与信贷状况本身。由此，判断加息是否接近尾声，更有效的观察变量是信用利差、企业融资增速与风险资产估值等金融条件指标，而非政策利率与中性利率之差。

三是供给冲击与双重使命。沃什承认美联储“无法影响任何单个价格”（"cannot affect any individual price"），但会确保价格变化“不向更广范围扩散”，因为它们会产生二阶、三阶效应。开场陈述中他提到，8 月整体 PCE 同比约 3.6%、核心 PCE 约 3.2%，会议间隔期内多种关键大宗商品投入品价格上涨。他判断美国经济“大体处于充分就业”（"more or less at full employment"），失业率约 4.1%，职位空缺与每周工时均在增加，初请失业金四周均值处于与充分就业相符的水平，因此可以集中精力于物价稳定，并认为“不需要伤害劳动力市场”（"I don't believe that we need to do harm to the labor markets"），两大目标在中期并不冲突。

我们理解，这一表态与声明删去供给冲击归因相互印证：委员会不再“看穿”能源冲击，但也未把目标设定为压低油价本身，而是盯住冲击向核心商品、服务价格与通胀预期的传导。因此判断后续政策的关键不在油价水平，而在扩散度，即核心 PCE 中涨幅超过 3%的分项占比、市场价格隐含的通胀补偿（开场陈述原文为"inflation compensation in market prices"）与通胀预期。同时，在充分就业与失业率风险大体均衡的判断下，劳动力市场的温和降温本身不足以构成停止加息的理由。参见报告《为何加息概率提升后美股回弹》。

四是与市场、与政治的边界。对于会前市场已定价约 90%加息概率、此次是否属于“市场引导的加息”的提问，沃什表示美联储与金融市场之间的

仅供内部参考，请勿外传

相互理解“本可以平衡得更好”（"a balance that could be better struck"），他会观察市场价格，但“今天是我们的决定”，市场“终将理解这届美联储如何决策”（"will come to understand how this Fed makes its decisions"）。

在独立性问题上，他拒绝评论与总统的沟通，称独立性意味着“守住自己的职责范围”，而且是“双向的”（"a two-way street"），贸易和财政政策同样由相应部门负责。他还指出，美国不足一半的人口不持有房产或 401(k)等金融资产、主要依赖工资生活，稳定的物价能让他们获得实际收入增长，并表示“通胀是一种选择”（"inflation is a choice"）。

我们理解，这组表述在沟通层面有两点含义：一是美联储不再把“避免让市场意外”作为优先目标，会前定价既不是行动的充分条件，也不是必要条件，未来议息会议出现定价偏差的概率高于过去十年；二是将物价稳定界定为对工薪群体最直接的保护，使委员会在充分就业条件下维持偏紧立场的论证不依赖就业端的变化。

本次会议的特别看点是 AI 首次同时进入美联储对长端利率的解释框架与政策研究议程。沃什一方面把大型科技企业的融资需求列为长债利率上行的三大因素之一，把利率走高解释为经济偏强、资本竞争、地缘政治，其中大型企业“对资本的竞争是真实的”；另一方面宣布在 6 月设立的生产率与就业工作组基础上成立 AI 专项小组，年底前报告 AI 对供给端与需求端以及未来政策的影响。短期看，这不改变利率决策；中期看，它意味着 AI 资本开支被美联储正式视为影响融资需求、中性利率与长端定价的宏观变量，而不再只是资本市场的行业叙事。

沃什称 10 年期美债是全球几乎所有资产定价的无风险锚，其变动“往往由多重因素共同决定”（"tend to be overdetermined"）。第一是经济走强；第二是资本竞争，大型云计算厂商正在市场上大量融资，“对资本的竞争是真实的”；第三是地缘局势。此外，他宣布成立 AI 专项小组，将于年底前报告 AI 对供需两端及未来政策的影响。

我们理解，这一归因有短期和中期含义。短期看，它不改变利率决策本身，但为理解“加息与长端利率”的关系提供了新口径：若长端上行主要源于增长与资本需求，股市对其承受力强于通胀或财政驱动的利率上行，这与会后 AI 基础设施相关个股相对抗跌的表现一致；但资本竞争也意味着企业债与美债争夺同一批长期资金，期限溢价面临结构性抬升压力。

中期看，若大型云计算厂商下调资本开支指引或发债节奏放缓，且 10 年期收益率与期限溢价同步回落，资本竞争的解释成立；若发债放缓而长端利率不降，则主导因素仍在通胀与财政。年底 AI 专项小组的报告，是观察委员会如何判断 AI 对需求和供给的下一个窗口。

整体来看，这次不算一次“鸽派加息”（加息后消除再加的可能性），会后金融市场对加息的预期上修。CME FedWatch 显示 10 月再加息的概率约 49.8%，并不算高；但 12 月再加息的概率高达 88.7%。2 年期美债收益率升 7bp 至 4.74%，10 年期升 1bp 至 5.01%；美元指数上涨约 0.5%；伦敦金现收跌约 0.7%至 4263 美元/盎司附近。美股三大股指总体收跌，道指跌 1.21%，标普 500 跌 0.44%，纳指微跌 0.01%。利率表现非常符合“置换”的预期，短端利率上行、长端因为通胀可控信心增加，期限溢价下行，所以最终几乎不变。对股票来说，由于前期不利因素集中出现，市场预期较为充分，所以落地后市场的反映幅度总体不算太大。因为长端利率并未上行、政策利空兑现、市场分歧和观望情绪减小，费城半导体指数上涨 0.6%。

我们理解资产背后的逻辑一是利空兑现与曲线熊平（即短端利率上行快于长端、曲线趋平）：短端跟随点阵图上移，长端在增长与通胀预测小幅上修的同时受到"SEP 不比市场更鹰"与"美联储愿意以加息压制通胀风险溢价"两重因素压制，10 年期在 5%附近企稳而非突破；二是美元与黄金的方向由实际利率主导：短端与中性利率中枢同步抬升，压制黄金的实际利率锚，但地缘冲突与去美元化配置需求托底，黄金的回撤幅度明显小于利率上行所隐含的水平；三是股市的调整集中在对曲线与信贷条件敏感的银行与对油价敏感的能源，而非估值最高的科技板块，我们猜测这可能与曲线走平压缩银行净息差预期、以及油价回落削弱能源盈利预期有关。

风险提示：美国经济在政策利率与长端收益率双高下超预期放缓，导致美联储提前结束加息甚至转向降息；中东地缘冲突升级推动油价与裂解价差持续走高，价格压力向核心通胀扩散，迫使美联储加息幅度超预期；大型云计算厂商融资需求与美国财政赤字共同推升期限溢价，引发美债收益率剧烈波动；美联储沟通框架调整与前瞻指引缺位加大政策路径不确定性，放大金融市场波动。

仅供内部参考，请勿外传

仅供内部参考，请勿外传

广发宏观研究小组

郭 磊 ：广发证券首席经济学家、首席分析师，2016 年加入广发证券发展研究中心。

陈礼清 ：联席首席分析师，金融学博士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

吴棋滢 ：资深分析师，经济学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

贺骁柬 ：资深分析师，经济学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

钟林楠 ：资深分析师，经济学硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

王 丹 ：资深分析师，经济学硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

陈嘉荔 ：资深分析师，理学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

文永恒 ：资深分析师，经济学博士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



陈嘉荔

SAC 执证号：S0260523120005
gfchenjiali@gf.com.cn



郭磊

SAC 执证号：S0260516070002
SFC CE No. BNY419
guolei@gf.com.cn

请注意，陈嘉荔并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

仅供内部参考，请勿外传

广发证券
行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券
公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址	邮政编码	客服邮箱
广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

仅供内部参考，请勿外传

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

