美联储加息后的市场方向


李昭 分析员
SAC 执证编号：S0080523050001
SFC CE Ref：BTR923
zhao3.li@cicc.com.cn


袁帅 联系人
SAC 执证编号：S0080126070017
shuai.yuan@cicc.com.cn


杨晓卿 分析员
SAC 执证编号：S0080523040004
SFC CE Ref：BRY559
xiaoqing.yang@cicc.com.cn

美联储鹰派加息，反映美联储政策反应函数调整。自 8 月底以来，美联储主席沃什鹰派立场持续强化，不只是由于宏观环境变化，更多反映政策反应函数调整，最终在 9 月FOMC会议上鹰派加息。相较于上任之前，沃什对几个关键经济问题的论断，已经发生明显改变（图表 1）。**（1）经济增长：**上任前沃什认为AI提高生产率和潜在增速，因此经济增长偏强不代表需求过热，不应成为降息的障碍，更不必加息；近期则强调经济强则需要加息[1]。**（2）通胀纪律：**此前认为通胀水平持续偏高才需要加息，对通胀回落速度没有要求；近期把通胀回落速度明确纳入考量，要求通胀必须“清晰且足够快”地向 2%回落，否则就要加息，明显降低加息门槛[2]。**（3）AI与生产率：**此前将AI带来的生产率提升和去通胀效应直接作为支持降息的理由；近期则把AI更多视为长期结构性变量，认为其不影响短期政策决策[3]。沃什全面调整政策反应函数，可能出于修复政策信誉的考量。由于 7 月美联储会议时过于鸽派，8 月美国财政部频繁干预美债市场，以及特朗普近期的地缘外交政策，进一步动摇了市场对于美联储与美元的信心。为了扭转市场预期，重塑美联储信誉，沃什政策纠偏“矫枉过正”，政策紧缩程度超出与经济环境相匹配水平。

沃什政策反应函数与经济周期关联度低，与政治周期关联度高。未来沃什的政策反应函数将如何调整，其观点记录可以提供重要线索（图表 2）。2010 年奥巴马执政时期，美国刚刚经历金融危机，失业率高达 10%，通胀处于较低水平，支持鸽派货币政策，但沃什明确持鹰派观点，质疑美联储QE政策[4]；2018 年特朗普上台后启动大规模财政刺激，失业率处于历史低位，为了遏制通胀风险，时任美联储主席鲍威尔一年之内加息 4 次，但沃什转向鸽派，主张暂停加息、停止缩表[5]；2024 年拜登任内，通胀已经明显下行，经济出现转弱迹象，美联储启动降息周期以对冲风险，但沃什转向鹰派，主张继续缩减美联储资产负债表[6]，并批评美联储的降息决定[7]。由此可见，沃什的政策主张与经济周期关联度较低，甚至常常与经济基本面指向相反。与此同时，**沃什政策与政治周期相关性较高，民主党总统任期一般偏向鹰派，但共和党总统任期一般偏向鸽派。沃什作为共和党总统特朗普提名的美联储主席，未来政策倾向再次调整的概率不低，我们认为不宜把当下偏鹰的政策反应函数线性外推，未来美联储政策仍可能转向鸽派**。事实上，此前沃什提议设置的**五大专项工作组，已经为未来调整政策反应函数保留了空**

[1] 2025 年他曾担心美联储会因为认为“经济过强、缺乏降息理由”而犯下“第六或第七个重大错误”；9 月记者会上被《华尔街日报》记者当面追问这一表述时，沃什回答“我不记得当时完整的语境”，随后称“经济确实已经走强”“基础增长更高”“通胀才是问题”。详见 https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcpresconf20260916.htm

[2] 沃什在 Jackson Hole 会议上明确提出，美联储需要确认“潜在通胀正在向目标移动，而且这一过程必须清晰、速度足够快，否则我们仍有工作要做”；他同时表示，美联储当前“首要关注的应该是价格”，不仅要判断潜在通胀的方向，还要判断其变化速度。详见 https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/warsh20260828a.htm

[3] 上任前，沃什于 2025 年 11 月在《华尔街日报》撰文称，AI 将成为“显著的去通胀力量，提高生产率并增强美国竞争力”；同时称，美联储缩减资产负债表所释放的空间“可以通过降低利率的形式重新配置，以支持家庭和中小企业”。详见 https://www.wsj.com/opinion/the-federal-reserves-broken-leadership-43629c87。上任后，沃什在 Jackson Hole 会议上将其称为“一个新的变量，甚至可能是一种新的生产要素”，但同时强调相关专项工作组的结论“将在以后形成，对当前政策节点的决策没有影响”。详见 https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/warsh20260828a.htm

[4] 2010 年 11 月，沃什在高失业、通胀下行背景下称进一步货币宽松只是增长政策的“拙劣替代品”，并表示自己对新增资产购买能否给实体经济带来“显著、持久的收益”不如部分同僚乐观，同时提示扩表可能带来通胀与市场风险。详见 https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/warsh20101108a.htm

[5] 2018 年 12 月，沃什与 Druckenmiller 联名撰文，明确主张美联储“暂停加息和收紧流动性的双重攻势”，认为继续加息与量化紧缩同时推进的时点不合适。详见 https://www.wsj.com/articles/quantitative-tightening-not-now-11544991760

[6] 2024 年 7 月，沃什撰文认为疫情后的通胀与财政扩张和央行购债有关，并明确提出，如果美联储“继续缩减持仓”，将更容易实现价格稳定，反对过早结束缩表。详见 https://www.wsj.com/public/resources/documents/PR8cOzDyjiiFAsdI6PfM-WSJNewsPaper-7-29-2024.pdf A17 页

[7] 2024 年 9 月美联储降息 50 个基点后，沃什在 Fox Business 采访中批评美联储过早“宣告任务完成（mission accomplished）”，认为其对抗通胀取得成功的判断为时尚早。详见 https://www.foxbusiness.com/video/6362227077112

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

间。例如，经济数据与通胀框架重估，可能改变美联储对通胀风险和一次性价格冲击的解读；对AI与生产率的研究，则可能重新影响联储对潜在增长和通胀中枢的判断。

美国经济基本面仍不足以支撑持续加息，8 月就业和通胀超预期并非数据趋势走强。美联储政策既取决于政策反应函数，也取决于经济基本面。此前 5—7 月美国非农就业持续走弱，8 月却突然反弹至增加 16.2 万人（图表 3），更多是季节因子异常走强贡献。具体来看，8 月未经季调的非农就业增加 15.4 万人，与 2025 基本持平；但季调贡献由 2024、2025 年 8 月的调降 21.8 万、调降 22.7 万人转为今年调升 0.8 万人，使季调后新增达到 16.2 万人（图表 4），可能来自“4 周/5 周”调查间隔效应：相邻两个月的调查参考周有时相隔 5 周，有时相隔 4 周。为了让数据可比，美国劳工统计局会对此进行季调。疫情后复苏期部分年份 8 月就业较强，影响了这一调整因子的测算，导致过去几年调整幅度较大。这一异常季节性在私人非农就业中尤其明显。2026 年与 2023 年 8 月为 4 周调查间隔，其季调因子明显高于 2024 年与 2025 年 8 月的 5 周调查间隔，差异近 20 万人。如果剔除该调查间隔效应，8 月非农就业并没有明显反弹（图表 5）。增长方面，AI相关设备投资保持强劲，但消费、收入和住宅投资继续放缓（图表 6、图表 7），经济整体呈现K型分化，并没有全面走强，没有必要持续加息。**8 月核心通胀超预期，则主要来自手机套餐这一异常分项，潜在通胀中枢并未抬升。**手机套餐价格当月涨幅高达 600bp，单个分项推高核心通胀 10bp左右（图表 8）；剔除这一影响后，核心CPI环比仍接近过去一年的运行中枢 20bp（图表 9），并没有观察到通胀韧性。需要注意的是，尽管通胀环比中枢并没有抬升，由于去年Q4 通胀环比较低（图表 10），**基数效应与油价会共同推动通胀同比增速在Q4 阶段性抬升**（图表 11）。沃什近期更强调 6 个月、12 个月通胀，因此**通胀同比抬升或成为沃什政策阶段性偏鹰的理由，今年仍存在加息风险**。待基数效应消退之后，美国通胀同比可能在年底进入下行周期。**如果未来不再发生重大地缘冲突和全球性贸易冲突，2027H1 美国通胀回到 2%的概率并不低，并没有必要持续加息。**

美联储加息周期可能“短而浅”，对全球资产压制有限。当前期货市场定价美联储未来还要加息 3 次，加息周期延续至明年一季度（图表 12）。但根据上述分析，沃什政策反应函数可能随着政治环境再次调整，美国经济形势也不支持持续加息。我们认为加息周期持续时间与幅度可能低于期货市场定价，本轮加息周期可能“短而浅”，加息之后或重启降息。**历史经验显示，“短而浅”的加息周期对大部分资产价格的负面影响有限。**我们复盘美国 1950 年以来的短加息区间（图表 13），发现股票、商品和黄金多数上涨，标普 500、商品和黄金区间收益中位数分别为 3.2%、5.0%和 3.4%。唯一的例外是美债，在短加息周期中，10 年期美债收益率 8 次中有 7 次上行，中位数升幅约 103bp（图表 14）。9 月美联储议息会议前后的市场表现也与这一规律较为一致，股票、铜和黄金均有所上涨（图表 15），表明市场并未按持续、激进的加息周期进行交易，反而是加息靴子落地后资产价格明显上涨。

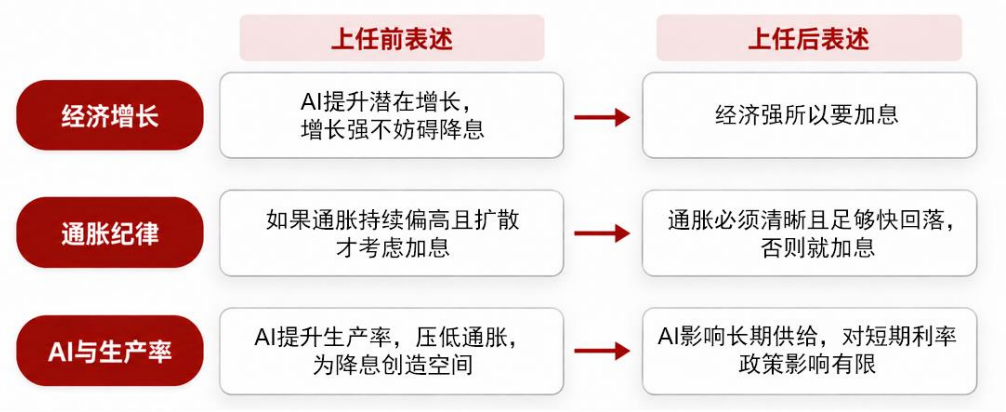
资产启示：继续看好中美科技股票与黄金，美债排序相对靠后，标配商品对冲风险。（1）中美科技股票仍可逢低增配。AI产业趋势尚未逆转，模型调用量和资本开支仍在快速增长，应用范围也仍有较大扩展空间；近期调整更多来自加息预期、融资压力和情绪扰动，而非产业趋势根本恶化。当前确实存在局部估值偏高的问题，但整体估值、累计涨幅和企业杠杆仍明显低于 2000 年科网泡沫时期，回调反而提供增配机会。**（2）黄金仍是我们相对明确的超配方向。**国际货币秩序重构、美元信誉和全球央行购金等中期逻辑没有改变。沃什转鹰或有助于阶段性修复政策信誉，但难以解决美国债务等长期问题；短期加息风险可能继续扰动金价，但目前尚未出现足以结束黄金牛市趋势的决定性信号。**（3）美债维持中性，暂不急于做多。**如果只看票息回报、美国经济形势和美债供给压力，美债基本面并不差，但AI相关企业债融资已经成为新的久期供给来源，长久期信用债与美债争夺相同资金，短期仍可能对长端利率形成压力（详见《被误读的“美债风暴”》）；这一新变量的影响仍需观察，我们暂时把美债排在靠后位置。**（4）商品标配，继续把握内部结构机会。**有色金属受AI、电网扩容和能源转型需求支撑，相对更值得配置；能源仍具地缘风险对冲价值，但冲突进入中后期后价格波动可能加大，不宜追高。

- 大类资产 | 大类资产配置月报（2026-9）：应对 9 月挑战：AI 融资、沃什转鹰与地缘风险 (2026.09.09)
- 大类资产 | 被误读的“美债风暴” (2026.08.20)
- 大类资产 | 大类资产配置月报（2026-8）：全球流动性到拐点了吗？ (2026.08.12)
- 大类资产 | 大类资产配置月报（2026-7）：K 型分化开始收敛了吗？ (2026.07.13)

更多作者及其他信息请见文末披露页

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给自名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 1：沃什上任后对增长、通胀与 AI 的政策判断明显转鹰



资料来源：美联储，CNBC，Fox Business，Reuters，The Wall Street Journal，中金公司研究部

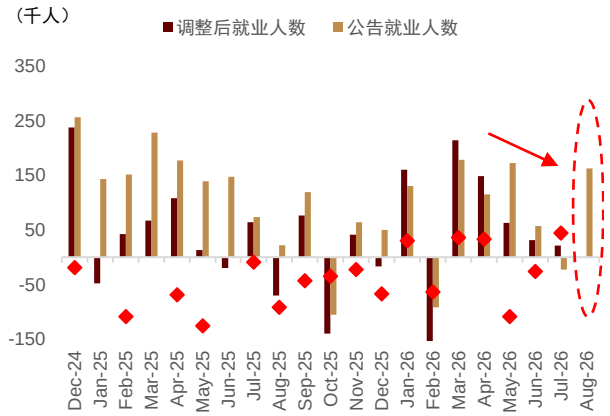
图表 2：沃什历史政策立场与经济周期关联度低，与政治周期关联度高



资料来源：Federal Reserve Board、The Wall Street Journal、CNBC、Fox Business、Hoover Institution、U.S. Senate Banking Committee，中金公司研究部

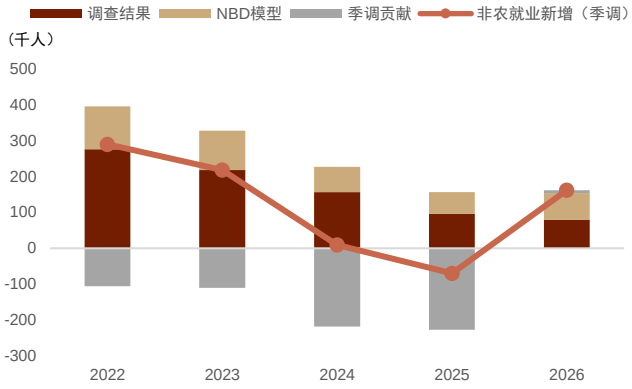
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 3：5—7 月美国新增非农持续走弱，8 月突然反弹至 16.2 万人



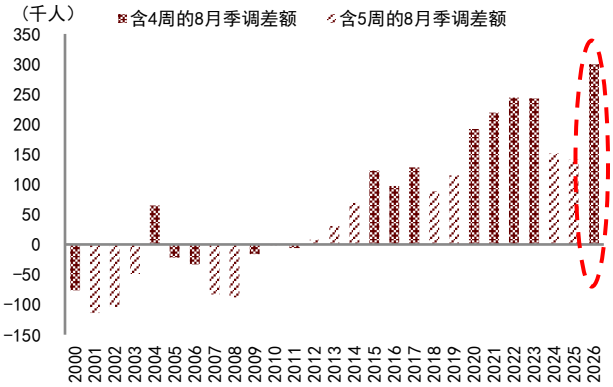
资料来源：Haver，中金公司研究部

图表 4：2026 年 8 月相较往年 8 月季调异常，抬高非农就业



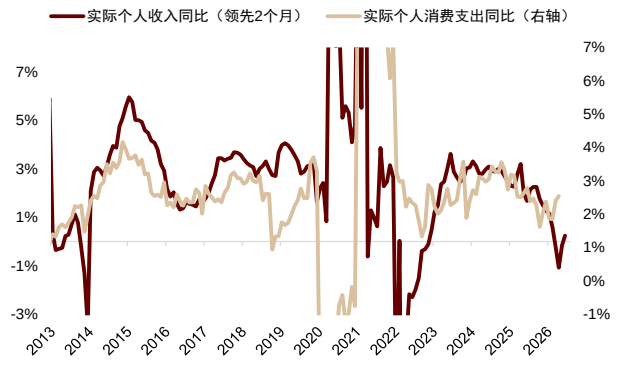
资料来源：Haver，中金公司研究部

图表 5：疫情后 8 月私人就业季调中枢明显抬升，2026 年上调 30 万人



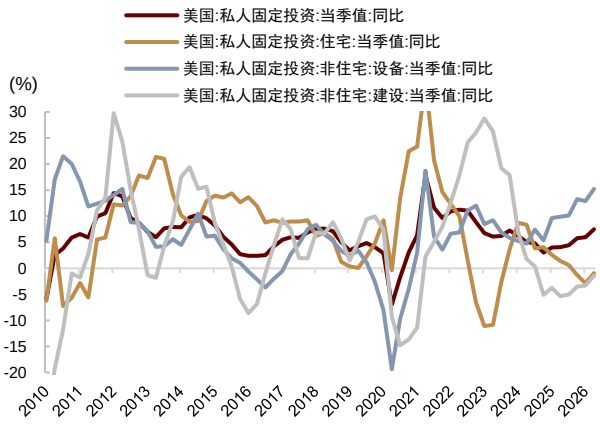
资料来源：Haver，中金公司研究部

图表 6：实际收入走弱，指向实际消费支出增速仍有下行压力



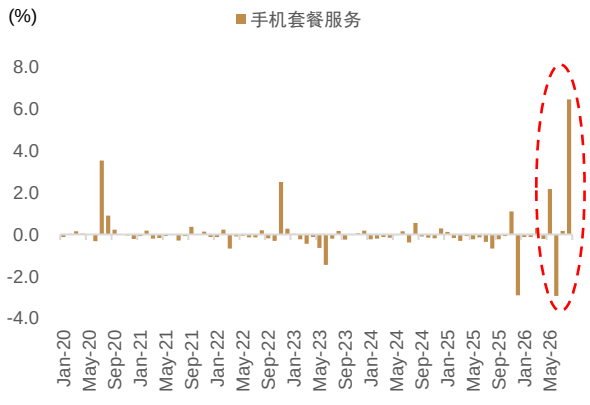
资料来源：Haver，中金公司研究部

图表 7：设备投资保持强劲、住宅投资继续走弱，投资 K 型分化明显



资料来源：Haver，中金公司研究部

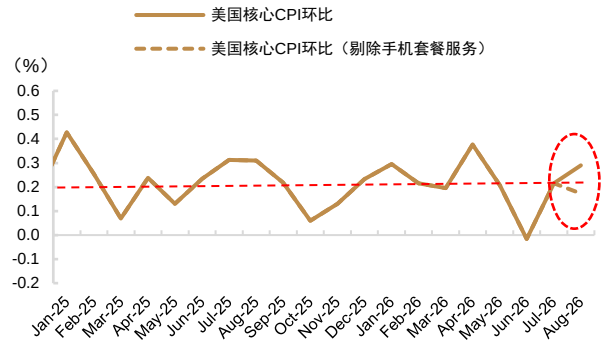
图表 8：8 月手机套餐价格异常跳升，涨幅创 2020 年以来新高



资料来源：Bloomberg，Haver，中金公司研究部

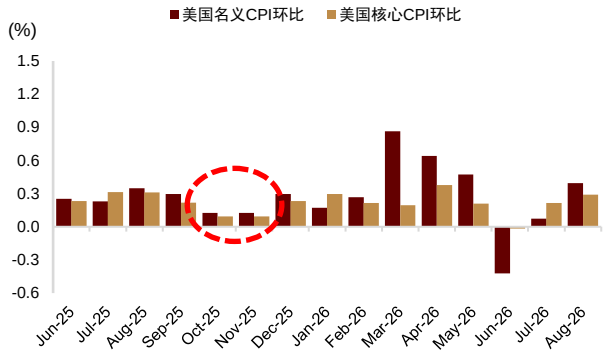
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 9：剔除手机套餐异常上涨后，8 月核心 CPI 环比仍接近 0.2%中枢



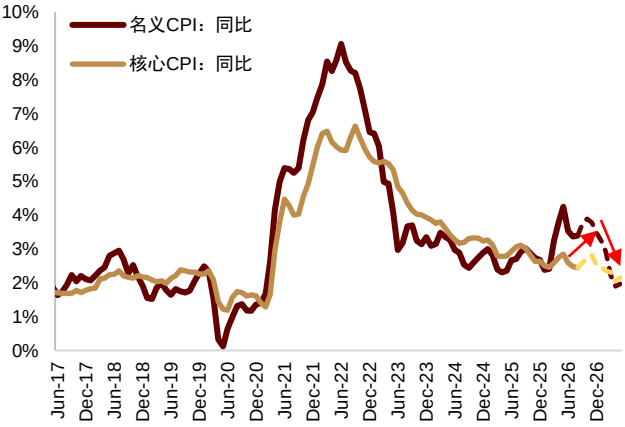
资料来源：Bloomberg，Haver，中金公司研究部

图表 10：2025 年 10—11 月 CPI 环比偏低，形成今年四季度低基数



资料来源：Bloomberg，Haver，中金公司研究部

图表 11：低基数或推高短期 CPI 同比，年底后或重新回落



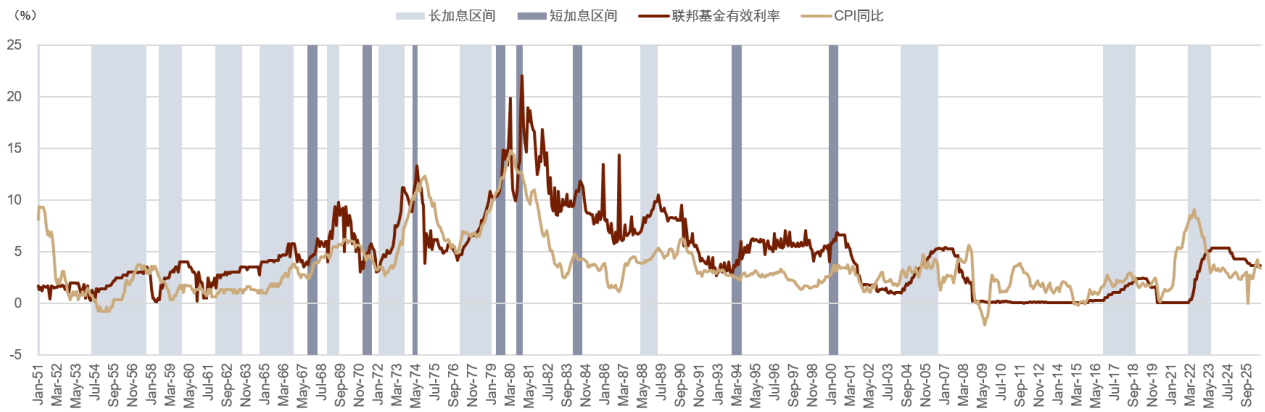
资料来源：Bloomberg，Haver，中金公司研究部

图表 12：期货市场定价美联储紧缩延续至 2027 年一季度，未来还有 3 次加息

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2026/10/28	0.0%	42.4%	57.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
2026/12/9	0.0%	9.9%	46.0%	44.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	5.8%	31.1%	44.9%	18.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	2.0%	14.4%	35.8%	35.8%	12.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/4/28	0.0%	1.4%	10.7%	29.4%	35.8%	19.2%	3.6%	0.0%	0.0%
2027/6/9	0.0%	0.9%	7.6%	23.2%	33.7%	24.7%	8.8%	1.2%	0.0%
2027/7/28	0.0%	0.8%	7.0%	21.8%	32.7%	25.5%	10.2%	1.9%	0.1%
2027/9/15	0.0%	0.8%	6.6%	20.8%	32.0%	26.0%	11.2%	2.4%	0.2%
2027/10/27	0.0%	1.1%	7.2%	21.3%	31.7%	25.3%	10.8%	2.3%	0.2%
2027/12/8	0.1%	1.7%	8.8%	22.4%	31.0%	23.7%	9.9%	2.1%	0.2%

资料来源：CME FedWatch，中金公司研究部

图表 13：1950 年以来美国曾多次出现短加息周期



注：加息区间基于有效联邦基金利率（EFFR）划分。参考 Gillet and King（2024）及 Adrian and Estrella（2009）识别。
按持续时间划分，9 个月及以上定义为长加息区间，9 个月以下定义为短加息区间
资料来源：Bloomberg，Haver，中金公司研究部

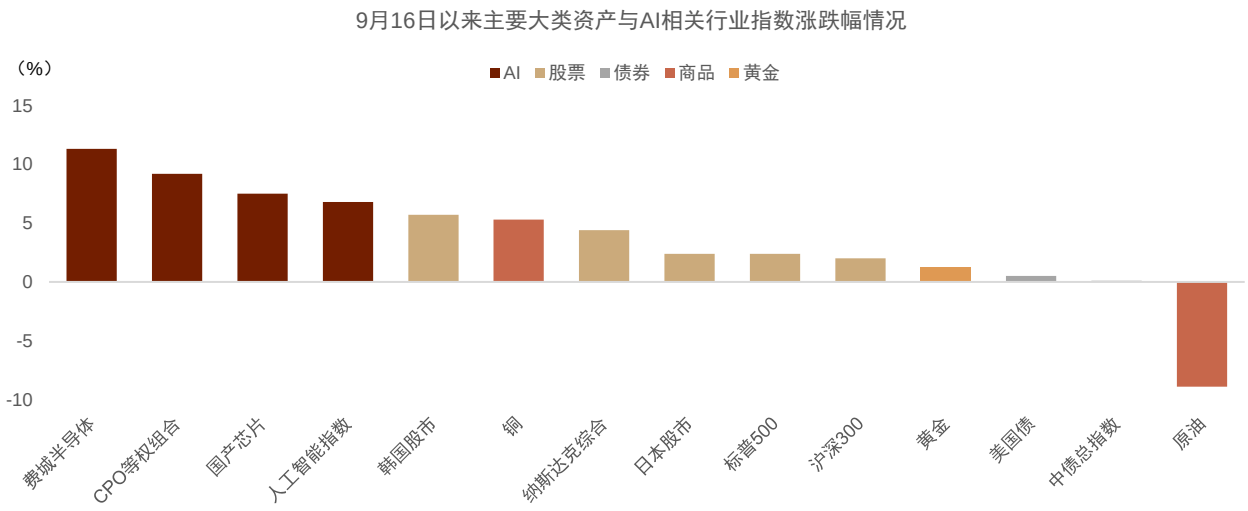
本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

图表 14：短加息周期中股票、商品和黄金多数上涨，但美债承压

开始时间	结束时间	标普500	纳斯达克	美元指数	商品	黄金	原油	美债（bp）
1967.09	1968.04	-3.0%	—	—	—	8.4%	0.0%	—
1971.02	1971.08	8.6%	—	—	—	12.8%	0.0%	19
1974.03	1974.06	-10.6%	-19.5%	-2.8%	-12.7%	2.6%	2.5%	63
1979.05	1979.11	4.3%	7.8%	-3.5%	7.3%	69.4%	94.1%	103
1980.08	1980.12	11.6%	17.8%	5.0%	2.7%	-4.0%	-3.8%	167
1984.02	1984.08	2.0%	-5.1%	3.6%	-6.1%	-6.8%	-3.2%	112
1993.12	1994.06	-3.8%	-6.4%	-6.8%	9.1%	4.2%	24.7%	151
1999.12	2000.06	4.7%	18.9%	4.8%	24.3%	-0.4%	30.4%	-15
上涨概率		62.0%	50.0%	50.0%	67.0%	62.0%	50.0%	14%
涨跌幅中位数		3.2%	1.3%	0.4%	5.0%	3.4%	1.3%	103

资料来源：Haver，中金公司研究部

图表 15：加息落地后 AI 股票、铜和黄金上涨



注：统计区间为 2026 年 9 月 16 日至 2026 年 9 月 22 日
资料来源：Wind，Bloomberg，中金公司研究部

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

团队信息



李昭　分析员
SAC 执证编号：S0080523050001
SFC CE Ref：BTR923
zhao3.li@cicc.com.cn



袁帅　联系人
SAC 执证编号：S0080126070017
shuai.yuan@cicc.com.cn



杨晓卿　分析员
SAC 执证编号：S0080523040004
SFC CE Ref：BRY559
xiaoqing.yang@cicc.com.cn



王添翼　联系人
SAC 执证编号：S0080126010011
tianyi.wang@cicc.com.cn



本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、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。中金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。中金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不一致的投资决策。

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。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 https://research.cicc.com/footer/disclosures，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从https://research.cicc.com/footer/disclosures 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：金灿，樊荣

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。

北京 中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 1 号国贸写字楼 2 座 28 层
邮编：100004
电话：(86-10) 6505 1166
传真：(86-10) 6505 1156

上海
中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 29 层
邮编：200120
电话：(86-21) 5879-6226
传真：(86-21) 5888-8976

深圳
中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市南山区科苑南路 2801 号
中金大厦 17-21 层
邮编：518048
电话：(86-755) 8319 5000
传真：(86-755) 8319-9229

香港
中国国际金融（国际）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

东京
中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内３丁目２番３号
丸の内二重橋ビル２１階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约
CICC US Securities, Inc
280 Park Ave, 32nd Floor,
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

新加坡
China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1718

伦敦
China International Capital Corporation (UK) Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

法兰克福
China International Capital Corporation (Europe) GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560

本研报版权归中国国际金融股份有限公司（中金公司）所有，仅限中金公司授权杭州同花顺数据开发有限公司在iFinD金融终端和APP展示给白名单客户查阅。未经中金公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改等。如有上述违法行为，中金公司保留追究相关方法律责任的权利。