下载日志已记录，仅供内部研究

策略

美联储加息重启与主要经济体政策同步收紧

——美联储加息空间测算及 A 股配置线索

2026 年 10 月 20 日

策略研究/专题报告

相关报告：

山证策略团队

分析师：

赵晨希

执业登记编码：S0760521090001

邮箱：zhaochenxi@sxzq.com

投资要点：

- **美联储加息进程重启，中心估计 65bp 的加息空间。**2026 年 9 月 16 日，联邦基金利率目标区间上调 25bp 至 3.75%—4.00%，为 2023 年 7 月以来首次；同期公布的经济预测摘要同步上修增长、通胀与利率路径，并下修失业率路径，点阵图所载的 18 位参与者中有 16 位预计年内至少再加息一次。剩余空间由理论利率需求与终端利率上限两项约束取小值得出：前者依泰勒规则测算约为 5.45%，后者取 4.75%，因通胀目标的坚定性与固定性所对应的信誉成本而先行构成约束；两项取小后的结果为 60bp 至 75bp，中心估计 65bp。区间上沿由信誉约束锁定，通胀读数上行仅推动区间下沿抬升，9 月消费者价格指数同比由 3.4%升至 3.7%之后，这一机制再度得到确认。10 月 14 日该读数公布之后，10 月 27 日至 28 日会议的加息定价概率一度升至 43.7%，10 月 15 日回落至 25.5%，10 月会议以观望为主，基准加息时点仍落于 12 月，12 月累计加息 25bp 的定价概率约为 65.3%。

- 美国再通胀的源头位于供给侧，其性质为相对价格的分布冲击，而非总量意义上的需求过热；国内价格走势由内需偏弱主导，与海外再通胀在成因与政策含义上均不相同。年内两波油价上行均由运输通道与生产设施的物理中断所引致，价格对供给端信息的敏感度显著高于对需求数据的敏感度，成本在国家之间、上下游环节之间以及出口定价与内销定价之间的非均衡分摊由此成为主导性的定价变量。主要经济体央行于 2026 年 9 月形成政策同步收紧，无风险利率的抬升集中于长端：美国 10 年期国债收益率高出政策利率上限 121 bp，名义收益率的上行基本由实际收益率承担，而盈亏平衡通胀率呈回落态势，这意味着政策路径并未被重新定价，空间收敛不自动缓解贴现率压力。反向线索来自中美经贸安排政策可见度的提升，对等降税与暂停期延长至 2027 年 1 月 10 日，为出口链提供了更长的政策窗口。

- **对 A 股的传导呈现名义价格与实际效力相分离的特征。**中美 10 年期国

下载日志已记录，仅供内部参考

债利差倒挂已达历史极值，同期人民币兑美元保持升值，跨境套息资金回流的标准传导链条并未成立，其成因在于配置决策取决于汇率调整后的综合回报；汇率渠道构成主要缓冲，成本冲击与内需偏弱构成主要压力。配置框架由成长与红利的风格切分转为盈利驱动型科技、红利资产、成本传导链条、出口订单属性与国内财政对冲四条主线所对应敞口的识别，四者的共同特征在于收益来源不依赖美联储的政策转向。仓位节奏与加息空间的时点相互锚定：10 月会议重归观望，12 月仍为基准行动时点，当前维持中性偏低的进攻仓位，并在缩量调整中分批建仓；加息落地或预期消解之后，进攻仓位升至目标水平；进入 2027 年平台期，组合回归底仓、进攻与弹性的目标结构。

风险提示：油价极端上行风险；美联储紧缩超预期风险；国内基本面修复不及预期风险；中美经贸安排变数风险；出口链关税安排风险；地缘缓和导致风险溢价回吐的风险；供给修复快于预期导致成本链条回撤的风险；通胀口径选择风险；测算模型局限风险等

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 美联储加息重启，双约束框架中心估计 65bp 的加息空间.....6

1.1 美联储加息重启，政策利率预期向高位窄幅区间收敛.....6

1.2 美联储加息空间测算：理论利率需求和通胀容忍度的双约束框架.....10

1.2.1 基础读数：约束 A 理论利率额满值 6.60%，约束 B 终端利率上沿基准 4.75%.....11

1.2.2 约束 A 校准：扣除能源分项和生产率改善因素后修正值为 5.45%.....14

1.2.3 通胀响应系数的设定依据与估计方法.....15

1.2.4 剩余加息空间 60bp 至 75bp，中心估计 65bp.....18

2. 主要经济体政策同步收紧与海外通胀冲击.....19

2.1 海外再通胀的源头：供给侧冲击与油价路径.....19

2.2 主要经济体政策同步收紧的表现：从政策利率到全球金融条件.....22

2.2.1 主要经济体央行政策共振转向.....22

2.2.2 主要经济体无风险利率与美元流动性.....23

2.3 反向变量：中美经贸安排的可见度改善.....27

3. 对 A 股的传导机制、市场研判与配置含义.....29

3.1 传导结构与敞口配置.....29

3.2 市场研判与四条主线.....32

3.3 组合结构与动态调整.....34

4. 风险提示.....35

图表目录

图 1： 美国政策利率路径阶梯图.....6

图 2： 联邦基金利率预测分布点阵图.....8

图 3： 美国新增非农就业人数（千人）和失业率（%）.....9

图 4： 约束 A 理论利率需求额满值推导.....11

下载日志已记录，仅供内部参考

图 5： 美国核心个人消费支出物价指数同比与容忍度上限（%）.....13
图 6： 约束 B 终端利率上限基准推导.....14
图 7： 理论利率需求的两项折扣.....15
图 8： 文献估计的散布与基准取值.....17
图 9： 系数取值如何决定区间宽度.....17
图 10： 两项约束取小后的剩余加息空间.....18
图 11： 2026 年国际原油现货价格路径（美元/桶）.....20
图 12： 2026 年美国战略石油储备周库存.....21
图 13： 美国国债收益率长端抬升与政策利率的偏离.....24
图 14： 美国国债收益率的名义、实际与盈亏平衡.....25
图 15： 主要经济体 10 年期国债收益率.....26
图 16： 年内最高点较最低点上行幅度与政策利率的位置.....26
图 17： 美元流动性的分化传导：美元指数、日元与离岸人民币.....27
图 18： 海外紧缩向 A 股的五渠道传导：方向与效力.....29
图 19： 中美 10 年期利差与人民币汇率的倒挂加深与升值并存.....30
图 20： 由传导渠道到配置敞口的映射.....31
图 21： 2026 年上证指数行情走势.....32

表 1： 美联储经济预测摘要关键预测（中位数）.....7
表 2： 约束 A 测算：泰勒规则（缺口系数 1.0、r*=1.2%）的输入与输出.....11
表 3： 终端利率上限的情景设定与隐含通胀容忍度验证.....13
表 4： 通胀响应系数的文献估计与隐含缺口系数.....16
表 5： 全球主要央行政策状态一览.....22

下载日志已记录，仅供内部参考

表 6： 海外紧缩向 A 股的五渠道传导 29

表 7： 四条主线的方向、核心逻辑、跟踪变量与失效信号 33

表 8： 海外紧缩环境下的 A 股配置结构 34

表 9： 加息空间测算的失效条件与配置调整触发 35

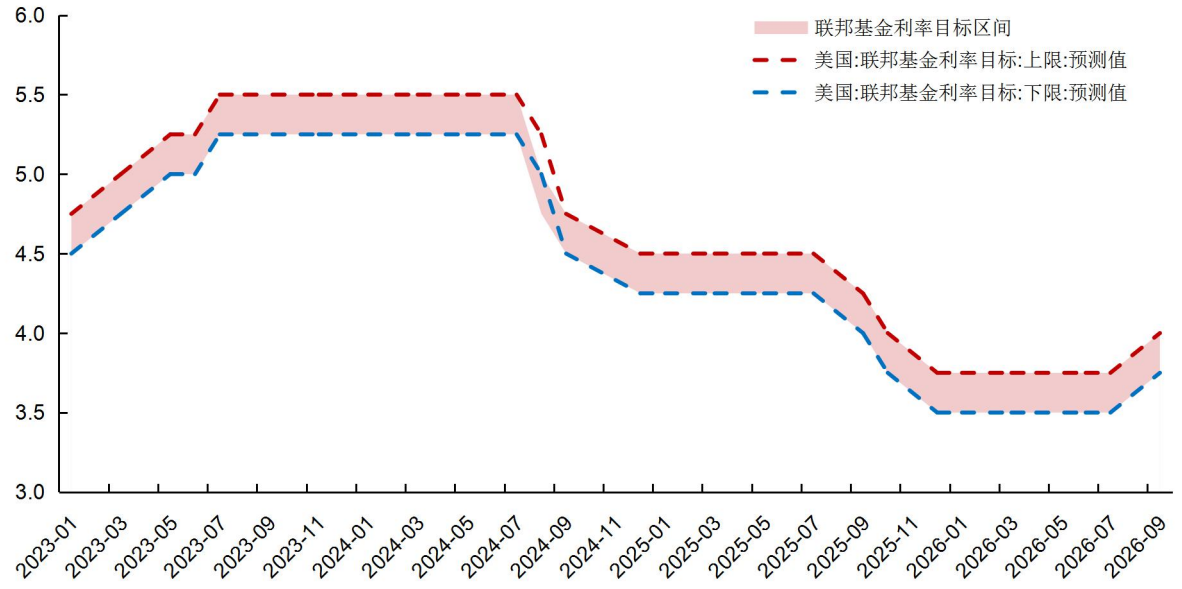
下载日志已记录，仅供内部参考

1. 美联储加息重启，双约束框架中心估计 65bp 的加息空间

1.1 美联储加息重启，政策利率预期向高位窄幅区间收敛

美联储于 9 月 16 日（美东时间）将联邦基金利率目标区间上调 25bp 至 3.75%—4.00%，为 2023 年 7 月以来首次加息，此前已连续五次会议维持利率不变，本次决议以 12 票赞成、0 票反对通过。决议声明出现两处关键调整：（1）新增国内支出保持韧性、生产率增长强劲与资本投资稳健的判断；（2）删除通胀高企部分源于能源价格上涨的归因表述，改以地缘政治局势概括不确定性来源，同时强调本次政策行动将支持通胀更及时地回到 2%目标。归因表述的调整意味着委员会不再将能源冲击视为可完全看穿的一次性扰动，政策权衡向通胀一侧倾斜。

图 1：美国政策利率路径阶梯图



资料来源：美联储，Choice，山西证券研究所

经济预测摘要对增长、通胀与利率路径同步上修，对失业率路径下修。相较 6 月预测，2026 年实际 GDP 增速由 2.2%上调至 2.3%，失业率由 4.3%下调至 4.1%，PCE 通胀由 3.6%上调至 3.7%，核心 PCE 通胀由 3.3%上调至 3.4%；联邦基金利率的年末预测中位数由 3.8%升至 4.1%，2027 年由 3.6%升至 4.1%，2028 年由 3.4%升至 3.9%，长期中性利率估计由 3.1%升至 3.2%。修订方向的高度一致构成一个明确的组合：增长更强、失业更低、通胀更高、利率更高。利率路径的上移并非源于紧缩成本的上升，而是源于对经济承受高利率能力的重估。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 1：美联储经济预测摘要关键预测（中位数）

时间	指标	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	长期
2026 年 9 月预测	实际 GDP 增速	2.30%	2.40%	2.20%	2.10%	2.00%
	失业率	4.10%	4.10%	4.10%	4.10%	4.20%
	PCE 通胀	3.70%	2.30%	2.10%	2.00%	2.00%
	核心 PCE 通胀	3.40%	2.50%	2.20%	2.00%	—
	联邦基金利率	4.10%	4.10%	3.90%	3.60%	3.20%
2026 年 6 月预测	实际 GDP 增速	2.20%	2.30%	2.20%	—	2.00%
	失业率	4.30%	4.30%	4.20%	—	4.20%
	PCE 通胀	3.60%	2.30%	2.00%	—	2.00%
	核心 PCE 通胀	3.30%	2.50%	2.10%	—	—
	联邦基金利率	3.80%	3.60%	3.40%	—	3.10%

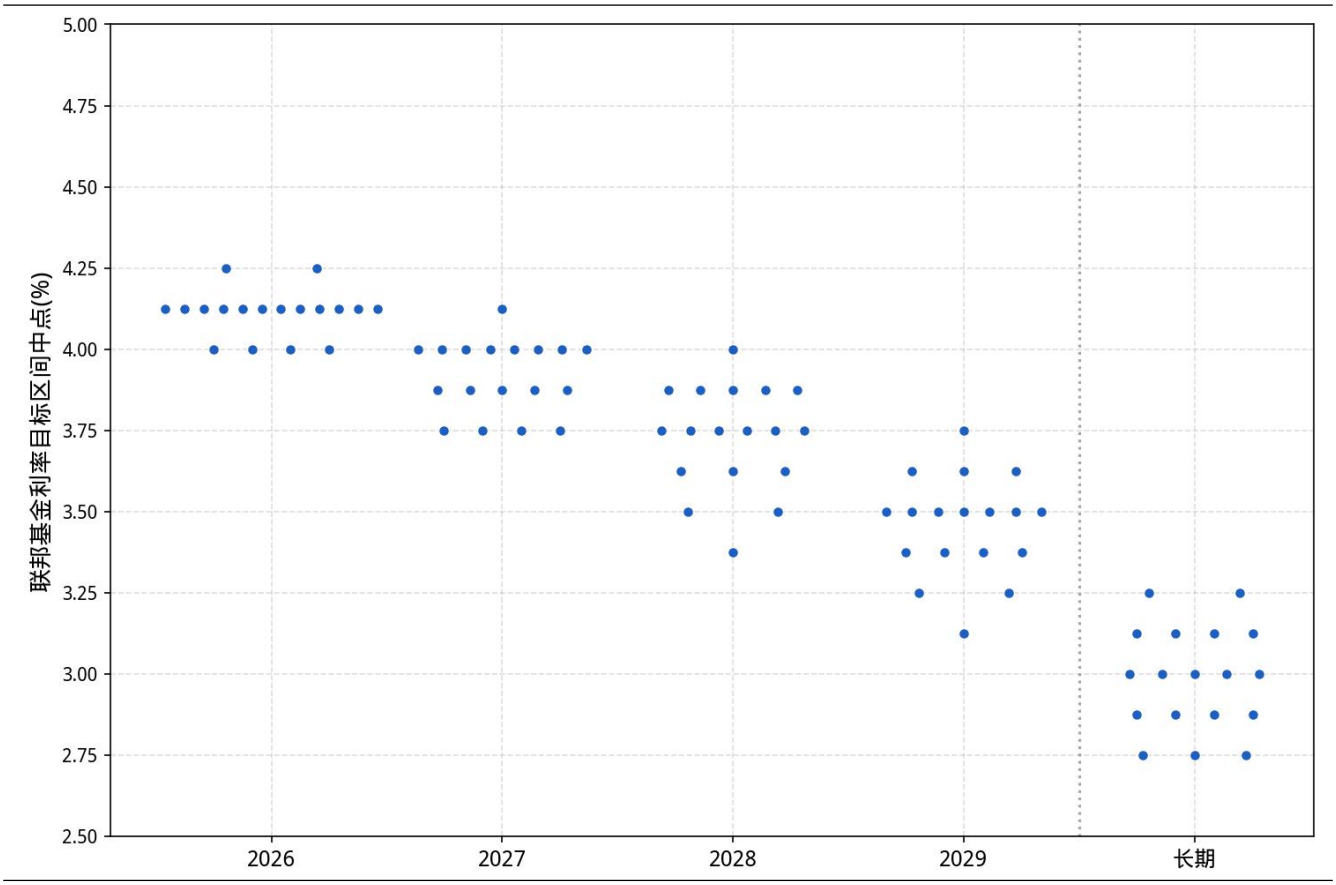
资料来源：美联储，山西证券研究所

点阵图的分布结构显示近九成参与者预计年内至少还有一次加息。2026 年，18 位提交预测的参与者中有 12 位预计在本次加息基础上再加一次（4.125%），4 位预计再加两次（4.375%），2 位预计年内不再调整（3.875%），无人预计年内降息。2027 年的分布显著分化：8 位预计利率较当前区间中点累计上行 50bp，6 位预计上行 25bp，同时有 3 位预计回落 25bp、1 位预计回落 75bp。中位数在 2026 年与 2027 年均为 4.125%，对应的委员会主流判断是四季度再加一次后将该水平保持至 2027 年底，而非迅速回归中性。

会议之后的定价先因就业数据转弱而回调，再因通胀读数转热而冲高，其后部分回吐。根据芝商所 FedWatch 工具截至 2026 年 10 月 15 日的条件会议概率数据，10 月会议维持利率不变的概率约为 74.5%、加息 25bp 的概率约为 25.5%，到 12 月累计维持不变的概率约为 14.0%、累计加息 25bp 的概率约为 65.3%、累计加息 50bp 的概率约为 20.7%；10 月 14 日通胀读数公布当日的对应读数分别为 56.3%与 43.7%。据此，基准加息时点仍落于 12 月，年内至少再加息一次的定价概率约为 86.0%，10 月 27 日至 28 日会议以观望为主。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 2：联邦基金利率预测分布点阵图



资料来源：美联储，山西证券研究所

注：每个圆圈代表一位参与者对指定日历年年底或长期联邦基金利率合适目标区间中点或合适目标水平的判断值（四舍五入至最接近的 1/8 个百分点）。

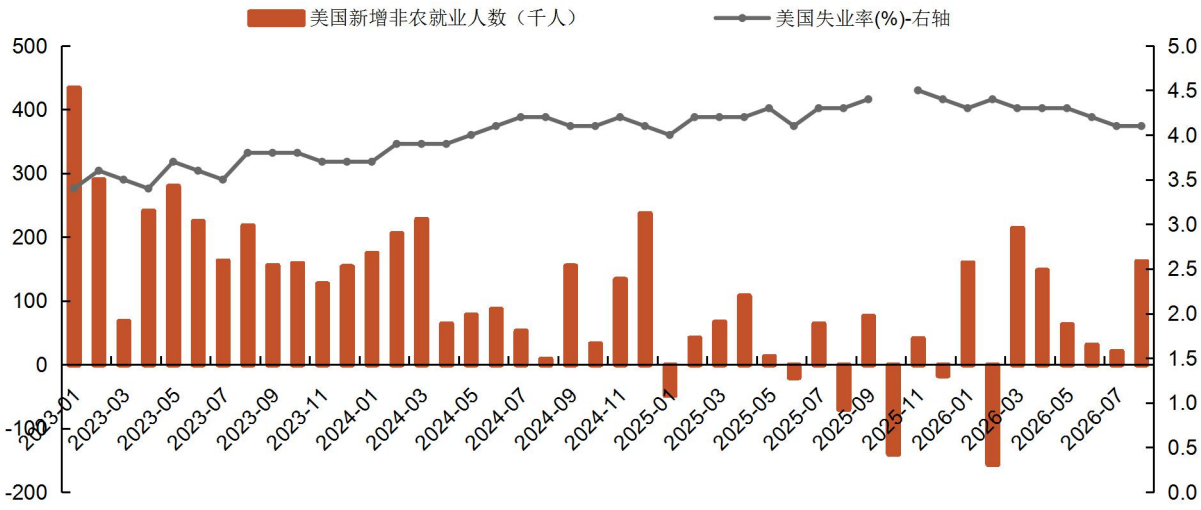
劳动力市场构成紧缩路径的边界条件。8 月非农新增就业修正为 13.3 万人，7 月数据上修至 2.1 万人；失业率维持 4.1%，较 2025 年 11 月 4.5%的阶段高点回落。就业增量与劳动力增长大体同步、失业率变化有限，构成决议声明中劳动力市场大致平衡判断的依据，也降低了因增长风险而提前暂停紧缩的必要性。此外，9 月 26 日当周首次申请失业金人数为 19.7 万人，持续申领人数为 171.6 万人，两项读数均处于历史低位区间，就业端短期内难以出现促使紧缩提前收尾的信号。

9 月非农新增就业仅 2.9 万人，8 月读数经修正降至 13.3 万人，7 月与 8 月合计较此前下修 6 万人，近三个月平均月度增量约为 5.1 万人，已回落至均衡就业水平附近；失业率由 8 月的 4.1%升至 4.2%。这一组读数改变了委员会作出判断时所依据的事实基础：9 月决议关于劳

下载日志已记录，仅供内部参考

动力市场大致平衡的表述建立在决策当时公布的 8 月 16.2 万人增量之上，而 9 月的实际增量与之相差逾五倍。就业端的边际松弛尚不足以界定为周期转弱，却已足以改变紧缩的节奏，联邦基金期货对 10 月会议的加息定价在 9 月非农公布后回落至 20%附近。

图 3：美国新增非农就业人数（千人）和失业率（%）



资料来源：美国劳工部，Choice，山西证券研究所

注：2025 年 10 月失业率当期家庭调查未采集

美联储主席沃什的政策标准界定了利率上行的判断依据：以把握普遍化趋势而非对单点数据作出反应作为反应规则，将 2%目标定性为坚定、固定，并在记者会上说明本次加息旨在收回一剂宽松、金融条件尚未显示出明显限制性。这一组合意味着判断政策走向的关键变量是通胀的广度而非单月读数，单次数据改善不足以触发政策转向。三组官方信息共同指向同一政策形态：加息重启、空间收敛、高位停留，理论利率需求与委员会披露路径之间的距离，构成加息空间量化测算的直接来源。从测算框架中与就业数据直接关联的边界来看，失业率突破 4.4%为失效条件之一，2026 年 9 月 4.2%的读数距该阈值 20bp，2025 年 11 月读数曾达 4.5%，阈值并非远离现实。

9 月 30 日至 10 月 7 日陆续公布的官方信息与官员表态，为这一路径提供了进一步的刻度。10 月 7 日公布的联邦公开市场委员会 9 月 15 日至 16 日会议纪要显示，本次加息以 12 票赞成、0 票反对获得通过，多数与会者认为年内进一步上调目标区间可能合适，同时强调每次会议持开放态度、决策取决于陆续到达的信息及其对前景与风险平衡的含义；纪要同时指出，通胀相对 2%目标仍处高位，且近几个月在降低通胀方面未取得足够进展，持续的地缘政治局势推高

下载日志已记录，仅供内部参考

原油与成品油价格，人工智能相关投资的激增加剧了通胀压力，部分与会者认为人工智能基础设施建设可能使中期总需求超过供给，对通胀构成上行压力。

就政策取向而言，纽约联储主席威廉姆斯于 9 月 29 日表示无需急于调整当前的政策利率，副主席杰斐逊于 10 月 1 日强调任何进一步的调整都应建立在对数据趋势的仔细评估之上，达拉斯联储主席洛根称 9 月的行动只是第一步、使通胀回到 2%至少还需要 0.5 个百分点；堪萨斯城联储主席施密德与旧金山联储主席戴利在 10 月 6 日分别重申能源价格、人工智能需求与关税三项来源对通胀的推动，两人今年均不持有货币政策投票权。三组信息指向同一结构：年内再加一次仍是多数派的基线判断，其在 10 月还是 12 月落地，取决于 9 月消费者价格指数的读数；官员表态所刻画的是委员会的反应倾向，与双约束框架所测算的理论利率需求及终端利率上限分属不同的信息层级。

1.2 美联储加息空间测算：理论利率需求和通胀容忍度的双约束框架

基于泰勒规则，当前政策利率之上剩余的加息幅度采用双约束框架进行粗略测算。其中，约束 A 为泰勒规则给出的理论利率需求，即按通胀现状与中性利率衡量应当到达的政策利率水平，测算需求侧的理论利率水平，回答压制通胀需要加到多少，但不反映决策主体的承受边界；约束 B 为信誉与政治层面可承受的终端利率上限，约束的来源是通胀目标本身的坚定程度与政治约束，隐含通胀容忍度由规则式的反函数反解得到，用于推断结果的验证。剩余空间等于两项约束的较小值与当前政策利率之差，当前利率取区间上限 4.00%口径，对应区间中值 3.875%。

$$加息空间=min\{约束\ A，约束\ B\}-当前政策利率$$

其中，约束 A=理论利率需求（市场能承受多少，由通胀决定）；约束 B=通胀容忍度上限（政治和信誉能接受多少，反解终端利率）。

泰勒规则由 Taylor（1993）提出，把名义利率表示为均衡实际利率、当前通胀、通胀缺口的调整项、产出缺口的调整项四项之和。

$$i=r^*+\pi+\alpha(\pi-\pi^*)+\beta(y-y^*)$$

*其中，i 为名义利率（联邦基金利率）；r*为均衡实际利率；π为当前通货膨胀率；π*为目标通货膨胀率；y-y*为产出缺口；α为通胀缺口系数（衡量名义利率对通胀偏离目标的反应程度）；β为产出缺口系数（衡量名义利率对产出偏离潜在水平的反应程度）。*

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2.1 基础读数：约束 A 理论利率额满值 6.60%，约束 B 终端利率上沿基准 4.75%

约束 A 中，将读数代入泰勒规则，理论利率额满值约为 6.60%。根据当下通胀响应强度，通胀缺口系数取 1.0，高于 Taylor（1993）给出的原始系数 0.5。经济预测摘要给出的 3.2%长期名义利率，扣除 2%的长期通胀目标后，实际中性利率取 1.2%。忽略产出缺口项，将 2026 年 9 月 3.7%的 CPI 同比读数代入，规则给出的理论利率需求在忽略产出缺口项条件下的额满值约为 6.60%。

图 4：约束 A 理论利率需求额满值推导



资料来源：美联储，Choice，山西证券研究所

根据不同通胀口径作压力测试，最高与最低之间相差 2.2 个百分点，通胀口径的选择对结论的影响不容忽略。

表 2：约束 A 测算：泰勒规则（缺口系数 1.0、r*=1.2%）的输入与输出

通胀口径	读数	理论利率需求
CPI 同比（2026 年 9 月）	3.70%	6.60%
核心 PCE（8 月实测，含年度例行修订）	3.00%	5.20%
核心 CPI	2.60%	4.40%
SEP 对 2026 年 PCE 预测中值	3.70%	6.60%

资料来源：美联储，Choice，山西证券研究所

注：核心剔除供给冲击是在核心通胀基础上扣除能源与关税的一次性贡献，对应读数 2.6%。9 月消费者价格指数同比读数为 3.7%，与 9 月经济预测摘要对 2026 年个人消费支出物价指数的中值预测持平，两条路径

下载日志已记录，仅供内部参考

给出的理论利率需求同为 6.60%，属不同口径在同一数值上的重合。

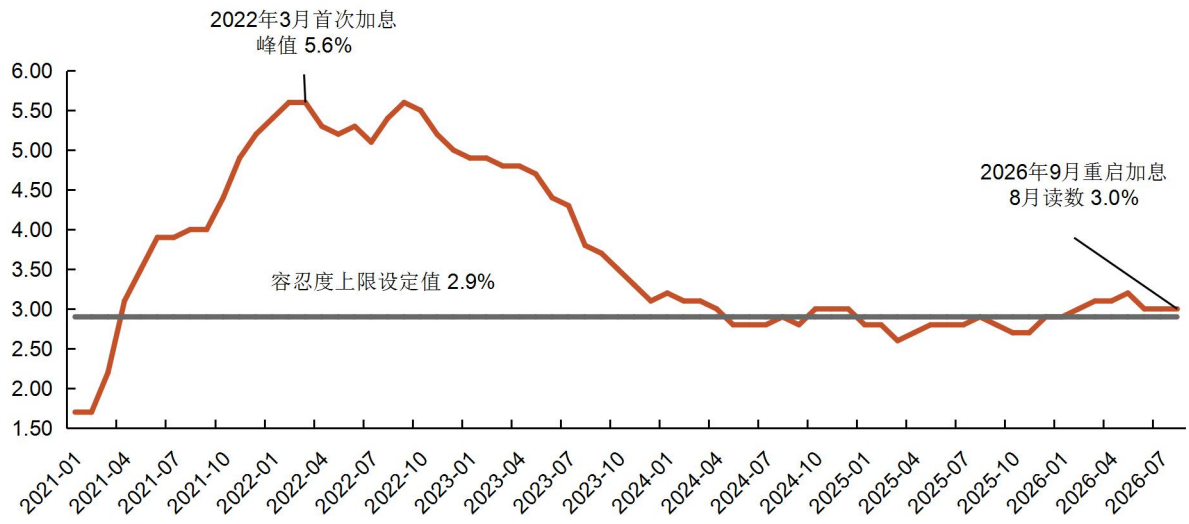
约束 B 的推断从通胀目标的坚定程度出发。（1）确定容忍度的上行边界：美联储主席沃什在杰克逊霍尔会议上已将 2%目标界定为坚定而固定，并以把握普遍化趋势而非对单点数据作出反应作为政策标准，目标的这一性质决定了决策层可以在多大程度上容忍通胀超出目标，隐含容忍度的上行空间因此受到限制，据此独立设定的容忍度上限为 2.9%；（2）换算为利率：将 2.9%代入规则式，在实际中性利率取 1.2%的基准设定下，对应的终端利率为 5.00%，构成容忍度约束在利率量纲上的天花板；（3）确定基准取值：终端利率上限取 4.75%而非 5.00%，依据有两项，一是该水平紧邻期货定价的上沿，当前定价显示年末政策利率区间上端落在 4.25%至 4.50%，距该水平尚有一次会议的加息幅度，市场读数可核查，二是其距 5.00%的天花板尚有 25bp 缓冲，为估计误差与政治约束留出余地。鸽派与鹰派两档在基准上下各取 25bp，构成对实际中性利率与政治约束不确定性的敏感性展开。

容忍度上限的设定有两项历史依据，一方面是目标框架的演变，联邦公开市场委员会于 2012 年首次以长期目标与货币政策策略声明将 2%确立为长期通胀目标；2020 年 8 月的修订改为寻求在一段时间内平均达到 2%，明确在通胀持续低于 2%的时期之后，政策将致力于使通胀在一段时间内适度高于 2%，高于目标的部分被界定为对此前缺口的补偿，容忍度因此不设上限；2026 年将 2%界定为坚定而固定，等于取消这一补偿机制，容忍度转为有界。

另一方面从实际读数来看，美联储以个人消费支出物价指数衡量通胀目标，上一轮周期中剔除食品与能源的核心口径同比自 2021 年 3 月的 2.2%起升至目标之上，至 2022 年 3 月联邦基金利率首次上调时已持续 13 个月，首次加息当月读数仍为 5.6%，峰值 5.6%出现在 2022 年 2 月、3 月与 9 月，整体口径峰值为 2022 年 6 月的 7.2%；本轮核心口径自 2026 年 2 月起升至 3.0%及以上，高点为 2026 年 5 月的 3.2%，2026 年 8 月为 3.0%。上一轮首次加息时实际容忍的通胀水平高出目标 3.6 个百分点，本轮加息重启时的最新核心口径读数为 3.0%，与通胀目标差距降至 1.0 个百分点，政策行动本身已显示容忍度大幅收窄，2.9% 在量级上有经验锚，其对应的超调为 0.9 个百分点，约为上一轮的四分之一，且低于当前读数。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：美国核心个人消费支出物价指数同比与容忍度上限（%）



资料来源：美国国家经济分析局，Choice，山西证券研究所

用鸽派 4.5%的终端利率上限、基准 4.75%的终端利率上限、鹰派 5%的终端利率上限反解通胀容忍度，对应鸽派 2.75%的隐含通胀容忍度、基准 2.77%的隐含通胀容忍度、鹰派 2.8%的隐含通胀容忍度。约束 B 先于约束 A 生效，其机制在于信誉成本：2%目标已被界定为坚定而固定，2.9%的容忍度上限构成独立于规则式的约束；在实际中性利率取 1.2%的基准设定下，政策利率升破 5%所对应的容忍度读数突破该上限，与坚定而固定的 2%目标冲突，信誉成本构成利率上行的内生边界。三档终端利率反解得到的容忍度读数落于 2.75%至 2.80%区间，与 2.9%的上限相容，构成对上述边界的验证而非其依据。反向约束同样存在并压制终端利率的上行空间，白宫持续施压要求降息，11 月中期选举临近，财政部已在长端实施国债回购操作，三项因素共同指向政策利率难以无限上行的结论。

表 3：终端利率上限的情景设定与隐含通胀容忍度验证

情景	r*取值	终端利率上限	隐含通胀容忍度
鸽派	1.0%	4.50%	2.75%
基准	1.2%	4.75%	2.77%
鹰派	1.4%	5.00%	2.80%

资料来源：美联储，CME，Choice，山西证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图 6：约束 B 终端利率上限基准推导



资料来源：美联储，CME，Choice，山西证券研究所

1.2.2 约束 A 校准：扣除能源分项和生产率改善因素后修正值为 5.45%

两项折扣将 6.60%的满额值修正至约 5.45%，调整对象是忽略产出缺口项后得到的理论利率需求额满值，两项折扣分别对应能源分项与生产率改善。

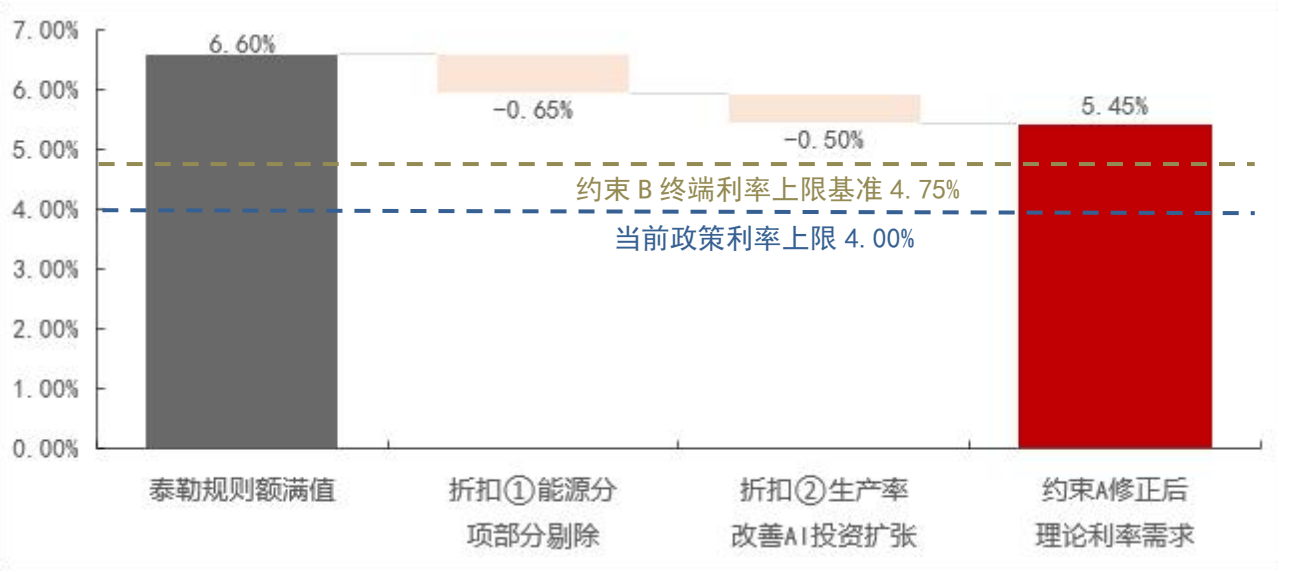
（1）能源分项：CPI 通胀里有一部分来自供给冲击，而供给冲击不应该用压低需求去回应。按美国劳工部 2025 年 12 月相对重要性表，能源在 CPI-U 中的权重为 6.38%，2026 年 9 月能源分项同比上涨 20.4%，两者相乘得到对整体 CPI 的贡献约 1.30 个百分点。若委员会完全看穿这一冲击，这部分不应对政策利率提出任何要求；但 9 月联邦公开市场委员会的声明删除了 7 月声明中通胀高企部分反映包括能源在内的供给冲击的表述，说明官方立场处于两端之间：既不再把能源冲击当可完全忽略的一次性扰动，也没有把它全额计入政策响应。按部分剔除的立场折算，能源对通胀的影响约 33bp，经规则系数放大后折算到政策利率约 65bp。

（2）生产率改善：投资扩张从供给面提升了经济产出能力，在同等通胀水平下需要压制的需求幅度变小。9 月联邦公开市场委员会的声明将生产率增长强劲与资本投资稳健列为经济判断的组成部分；美国经济分析局国民收入与产品账户显示，信息处理设备与软件私人固定投

下载日志已记录，仅供内部参考

资由 2025 年第二季度的 13524 亿美元升至 2026 年第二季度的 16115 亿美元，名义增幅为 19.2%，同期计算机与外围设备投资由 2538 亿美元升至 4006 亿美元。抑制需求的必要性因此下降。生产率改善的折扣幅度同样约为 50bp，性质上属于温和折扣。两项折扣合计约 115bp，约束 A 由 6.60%修正至约 5.45%。

图 7：理论利率需求的两项折扣



资料来源：美联储，Choice，山西证券研究所

1.2.3 通胀响应系数的设定依据与估计方法

约束 A 的结论对通胀响应系数的取值高度敏感。系数取 1.0 时，紧约束为约束 B，加息空间的上限为 75bp；系数取 0.5 时，紧约束切换为约束 A，加息空间压缩至约 60bp。按文献最新估计的 2.6 取值重算，约束 A 高于约束 B 的幅度进一步扩大，紧约束仍为约束 B，空间的上沿不随之改变，基准取值因此处于对上限估计偏保守的一侧。

学术口径与规则口径之间存在一项换算。学术文献报告的是名义利率对通胀水平的响应强度，记为 gπ；约束 A 所用的规则式为 $i=r^*+\pi+\alpha(\pi-\pi^*)$，其中的 α 为通胀缺口系数。两者相差常数 1，换算关系为 $g_\pi=1+\alpha$。据此，α 取 1.0 等价于声明通胀响应强度为 2.0，高于 Taylor（1993）原始规则所对应的 1.5。

文献对该系数的估计散布于 0.83 至 2.15 之间，跨度接近三倍。差异主要来自规则设定与估计策略的不同，而非样本噪声。规则形式与约束 A 严格同构的估计，即采用当期通胀、不

下载日志已记录，仅供内部参考

含利率平滑项并以最小二乘法估计的一类，集中于 1.5 至 1.6 的区间：Taylor（1999）对 1987 年至 1997 年的估计为 1.53，Judd 与 Rudebusch（1998）对 1987 年第三季度至 1997 年第四季度的估计为 1.57，换算得到的缺口系数为 0.53 至 0.57。

刻画沃尔克与格林斯潘时期政策总体反应强度的估计显著更高。Clarida、Galí与 Gertler（2000）以含利率平滑的前瞻型规则并采用工具变量法，估计 1979 年第三季度至 1996 年第四季度的通胀响应系数为 2.15；同一研究对 1960 年至 1979 年第二季度子样本的估计仅为 0.83。两组估计之间的落差，构成遵守泰勒原则与通胀稳定这一命题的核心证据，其换算后的缺口系数约为 1.15。

表 4：通胀响应系数的文献估计与隐含缺口系数

研究	样本期	规则设定	通胀响应系数	隐含缺口系数
Taylor（1993）	设定值	当期通胀、无平滑项	1.50	0.50
Judd 与 Rudebusch（1998）	1987Q3–1997Q4	当期通胀、含平滑项	1.57	0.57
Taylor（1999）	1987Q1–1997Q4	当期通胀、无平滑项	1.53	0.53
Clarida、Galí与 Gertler（2000）	1979Q3–1996Q4	前瞻型、含平滑项、工具变量	2.15	1.15
Clarida、Galí与 Gertler（2000）	1960Q1–1979Q2	前瞻型、含平滑项、工具变量	0.83	−0.17
约束 A 基准设定	—	当期通胀、无平滑项	2.00	1.00

资料来源：John B. Taylor (1993) “Discretion versus policy rules in practice", John P. Judd & Glenn D. Rudebusch (1998) "Taylor’s Rule and the Fed: 1970 – 1997", John B. Taylor (1999) "An Historical Analysis of Monetary Policy Rules", Richard Clarida, Jordi Gali & Mark Gertler (2000) "Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory"，山西证券研究所

估计值分散的成因可归为四类，文献对每一类均有量化。第一类是规则设定的差异，它决定被估计的对象是短期反应还是长期反应，含利率平滑项的规则须按 1 减 ρ 还原为长期系数后方可比较。第二类是识别策略的差异，其根源在于通胀与政策利率同时受需求冲击驱动，最小二乘估计存在联立偏误，改用工具变量会改变结论的量级。第三类是数据口径的差异，其影响最大：基于修正后数据的回归，与基于决策当时可见数据的回归，结果显著不同，Orphanides（2001）以实时预测替代事后数据后，当期通胀的估计系数降至约 0.10 且不显著，改用四个季度之后的预测口径则回升至 1.64。第四类是样本期的制度划分，以 1979 年沃尔克就任为界的传统划分被变参数模型的证据修正，政策反应的转折实际发生在 1980 年至 1982 年之间，这一判断来自 Orphanides（2005）。

就判断当前这一届委员会的反应强度而言，恰当的处理是以经济预测摘要的中位数预测估计时变反应函数。González-Astudillo 与 Tanvir（2023）以 2012 年 1 月至 2023 年 3 月历次经济

下载日志已记录，仅供内部参考

预测摘要的中位数预测为观测，估计利率平滑系数与通胀响应系数随时间漂移的前瞻型规则，有效下限以截尾回归处理，采用贝叶斯方法估计并给出参数的可信区间。这一设定针对四类问题分别给出处理：经济预测摘要的预测在决策时点编制并公开，本身即为实时数据；被解释变量是委员会认为合适的政策路径而非已实现的利率，属计划而非结果；系数漂移的设定不依赖对制度转折点的先验判断；信息先验使 2012 年以来的四十余个观测足以支撑估计。该方法刻画的是委员会自身披露的反应函数，其拟合路径能够实时复现中位数的点阵图。既有估计的样本截至 2023 年 3 月，结果显示利率平滑系数为 0.89，通胀的长期响应系数由样本初期的约 1.6 升至样本末期的约 3.6，较 2020 年前的水平提高一倍以上，换算的缺口系数约为 2.6。

图 8：文献估计的散布与基准取值

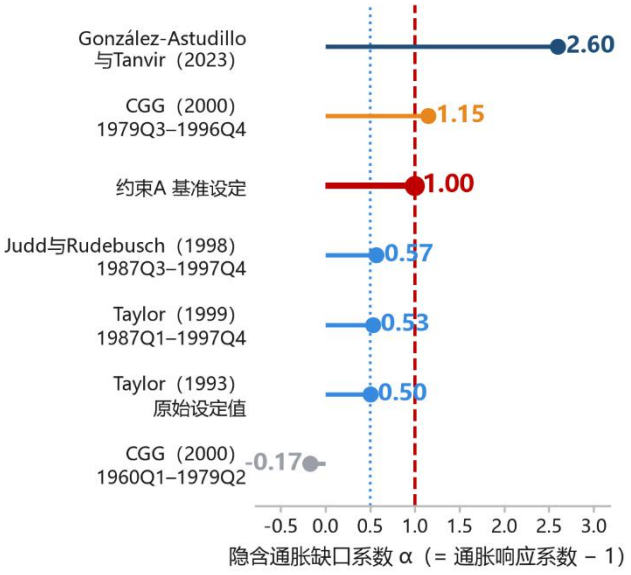
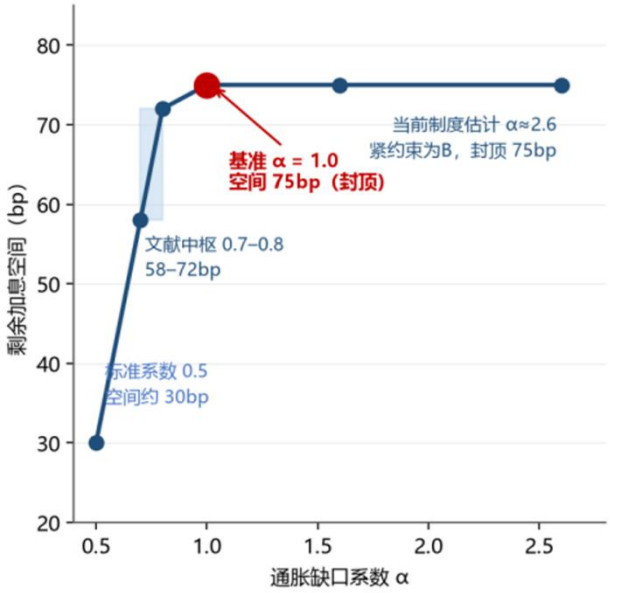


图 9：系数取值如何决定区间宽度



资料来源：John B. Taylor (1993) “Discretion versus policy rules in practice", John P. Judd & Glenn D. Rudebusch (1998) "Taylor’s Rule and the Fed: 1970 – 1997", John B. Taylor (1999) "An Historical Analysis of Monetary Policy Rules", Richard Clarida, Jordi Gali & Mark Gertler (2000) "Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory"，山西证券研究所

用于约束 A 的估计还需处理三个技术环节。第一个环节是被响应的通胀口径，应取核心或趋势口径，并将供给分量的系数分项估计。以整体通胀作为被响应变量，会将对供给冲击的反应与对趋势通胀的反应并入同一系数，而最优政策不应对油价的一次性冲击本身作出反应。历史数据显示，美联储在 1997 年之前确曾对油价冲击收紧政策，且该反应是当时经济衰退的重要来源，这一结论在更长的滞后阶数下被削弱。反应系数本身具有制度依赖性，核心口径与供给分项因此不可合并处理。第二个环节是系数口径的声明，须明确为长期口径还是短期口径。

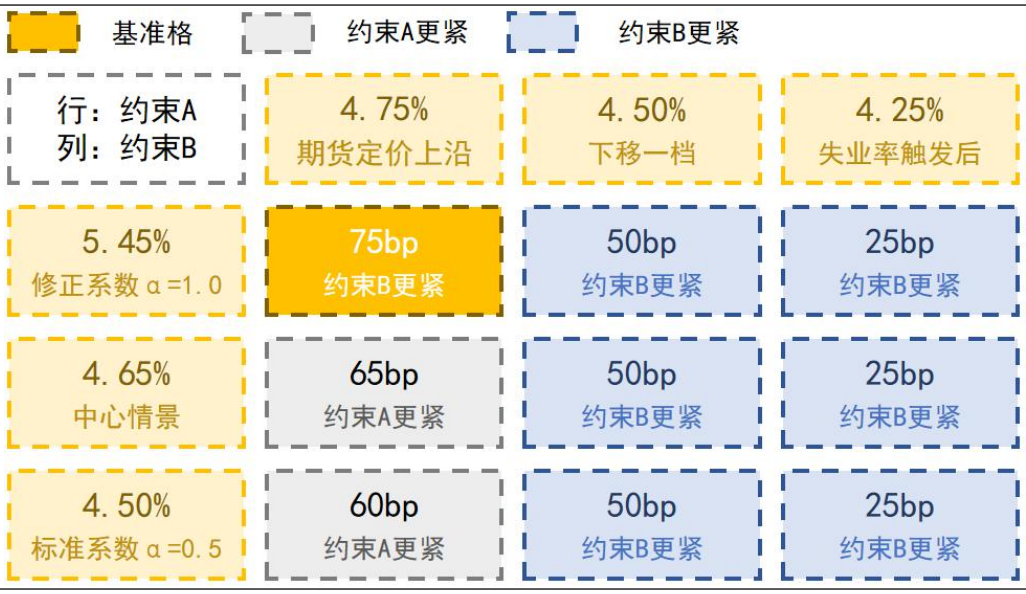
下载日志已记录，仅供内部参考

含平滑项时，只有经过 1 减ρ还原后的长期系数才与α可比。第三个环节是输出形式，估计结果须以区间而非单点形式输出。通胀响应系数的后验方差显著大于平滑系数，既有估计中分别为 0.142 与 0.022，单点取值会掩盖参数的不确定性。

1.2.4 剩余加息空间 60bp 至 75bp，中心估计 65bp

两项约束取小之后，剩余的加息空间为 60bp 至 75bp，中心估计为 65bp。对应的终端利率区间为 4.60%至 4.75%，区间的下沿对应标准泰勒系数的情形，上沿对应修正系数与油价保持韧性的情形。9 月消费者价格指数同比升至 3.7%之后，约束 A 整体上移，标准泰勒系数情形下的理论利率需求由 4.30%升至 4.60%，区间下沿抬升 30bp，区间宽度由 45bp 收窄至 15bp；政策利率预期随之向高位窄幅区间收敛，收敛所指为估计结果的离散程度，而非剩余幅度的下降。剩余空间是双约束框架给出的容量上限，而非对加息次数与时点的点预测。已落地幅度与剩余空间之和恒等于该上限，因此年内落地少于中心估计，反映的是节奏约束先于空间约束收紧，而非终点位置下移；未被使用的部分应理解为政策储备。

图 10：两项约束取小后的剩余加息空间



资料来源：美联储，CME，Choice，山西证券研究所

注：格内为 min{约束 A，约束 B}减去当前政策利率 4.00% 后的剩余空间，上沿 75bp 由紧约束 B 的基准水平决定（4.75% − 4.00%）；约束 A 继续上行，基准格数值不变。

节奏判断以最新定价与点阵图为锚。截至 2026 年 10 月 15 日，10 月加息的概率约为 25.5%，

下载日志已记录，仅供内部参考

12 月累计加息 25bp 的概率约为 65.3%、累计加息 50bp 的概率约为 20.7%；这一概率在一个月之内曾由不足 10%升至 69%以上，就业数据转弱后回落至 18.3%，通胀读数高于市场预期之后冲高至 43.7%，其后回落至 25.5%。基准情形下年底利率落于 4.00%至 4.25%，仍在上限口径下 60 至 75bp 的空间区间之内。2027 年进入平台期，点阵图显示的 2027 年底中位数为 4.1%，与 2026 年持平。4.75%的终端利率紧邻期货定价的上沿，当前定价对应的年末政策利率区间上端为 4.25%至 4.50%，向 4.75%的推进需要一次额外加息，其兑现需要油价维持在 100 美元上方，且通胀的广度停止扩散；布伦特原油 12 月合约于 10 月 14 日结算于 105.69 美元，仍处于该条件之内，而 9 月核心消费者价格指数环比 0.3%的读数显示通胀广度尚未收敛。若 12 月会议的 25bp 加息落地，则自当前政策利率上限 4.00%起算的已使用幅度为 25bp，剩余空间收窄至 35bp 至 50bp，未被消耗的部分转为政策储备。

测算设定了三项失效条件。第一项，油价再上涨 20%。以 2026 年 10 月 14 日布伦特原油 12 月合约 105.69 美元的结算价计算，对应价格约为 127 美元，此时约束 A 升至 5.85%附近，紧约束仍为约束 B，加息空间的上沿维持 75bp，下沿随之上移。第二项，失业率突破 4.4%。2026 年 9 月读数为 4.2%，一旦触发，约束 B 落入 4.25%至 4.50%区间，加息空间压缩至 25 至 50bp。第三项，五年期远期五年通胀预期率升破 2.5%，意味着长期通胀预期脱锚，测算进入鹰派路径。三项条件同时构成组合层面动态调仓的触发信号。

三项失效条件的当前状态并不相同。失业率已于 2026 年 9 月由 4.1%升至 4.2%，距 4.4%的阈值收窄至 20bp，同期非农新增就业降至 2.9 万人且前两个月合计下修 6 万人，劳动力市场走弱导致约束 B 压缩至 25 至 50bp 的路径，其触发排序相应前移。缓冲来自高频申领读数所显示的裁员节奏：企业放缓招聘而尚未转入裁员，该条件的触发更可能表现为逐步逼近而非单月击穿。

2. 主要经济体政策同步收紧与海外通胀冲击

2.1 海外再通胀的源头：供给侧冲击与油价路径

本轮再通胀的主体为美国与其他发达经济体，其源头在供给侧，而非需求侧。以 2026 年 1 月 2 日布伦特原油 61.98 美元每桶的现货价为基准，截至 2026 年 10 月 6 日，现货价格升至 125.44 美元每桶，累计涨幅为 102.4%；WTI 原油同日结算于 96.24 美元。价格对供给消息的敏感度显著高于对需求数据的敏感度，日内事件反应提供了判别性证据：9 月 25 日盘中，供

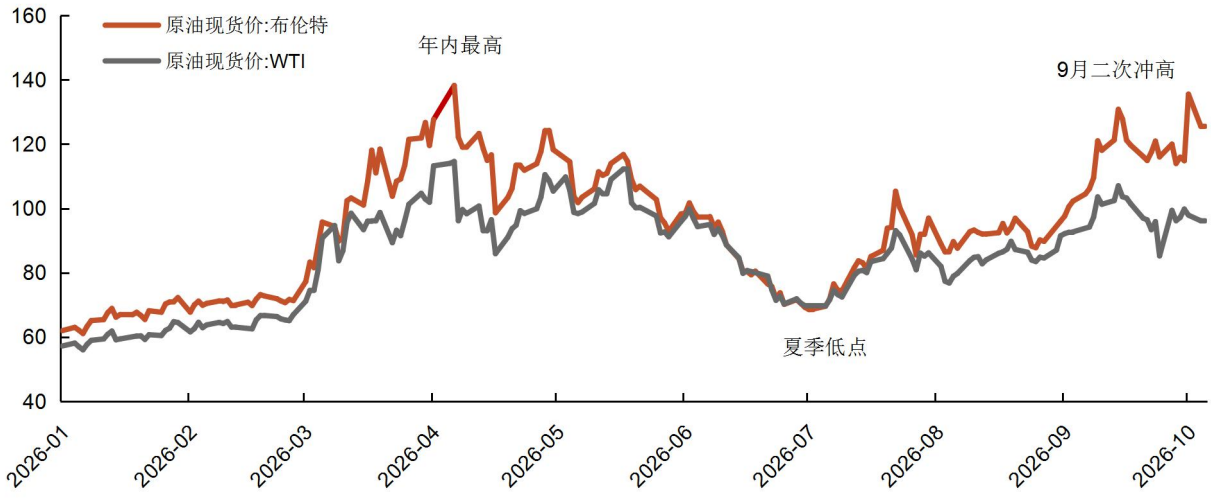
下载日志已记录，仅供内部参考

给端遇袭的消息推动油价上行，重开海峡的外交提议在数小时内抵消全部涨幅并使油价转为下跌。

年内供给冲击呈现两波结构。第一波始于 3 月，布伦特原油月度均价由 1 月的 66.60 美元与 2 月的 70.89 美元跃升至 103.13 美元，并于 4 月 7 日达到年内最高 138.21 美元；6 月至 7 月随运输中断阶段性缓解回落，7 月 2 日触及 68.53 美元的低点；第二波自 8 月启动，月度均价回升至 91.08 美元，9 月升至 114.16 美元，布伦特原油于 9 月 15 日升至 130.80 美元，10 月 2 日再度冲至 135.51 美元后回落。两波冲击均由运输通道与生产设施的物理中断触发，价格路径无法由需求侧变量解释。

供给受损的广度与持续性均超过此前数轮地缘扰动。霍尔木兹海峡的日通过量降至冲突前水平的约两成，冲突前约为 800 万至 900 万桶；承担绕行功能的红海与曼德海峡，日通行船只由 30 艘降至 6 艘。沙特的东西输油管道于 9 月 10 日前后遭无人机袭击并预防性关闭，该管道是绕开霍尔木兹海峡的陆上替代通道，冲突前常态输送量约为每日 400 万至 500 万桶，约占全球石油供应量的 4%至 5%。国际能源署预测，2026 年全球石油供应每日减少 430 万桶，降幅约为 4%。

图 11：2026 年国际原油现货价格路径（美元/桶）



资料来源：EIA，Choice，山西证券研究所

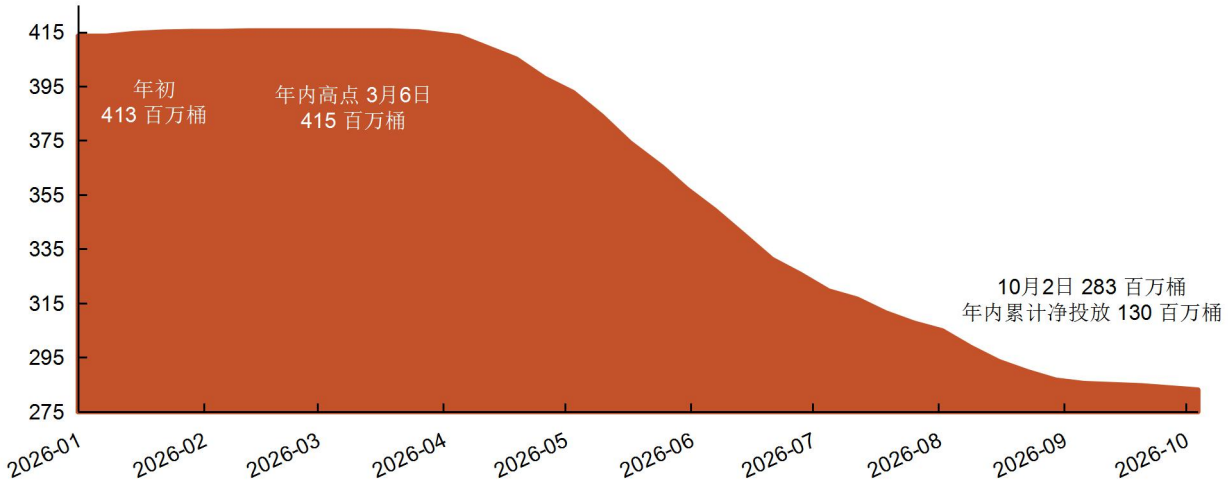
政策干预构成近端回落的主导力量，物理修复的进度决定缺口的存续。国际能源署于 10 月 7 日同意加快既有库存安排的投放并优先投放柴油，七国集团已就在四个月内联合释放约 1 亿桶原油与柴油达成一致，法国宣布释放 1000 万桶柴油；美国战略石油储备由年初的 4.13 亿

下载日志已记录，仅供内部参考

桶降至 10 月 2 日的 2.83 亿桶，年内累计净投放约 1.30 亿桶。相反方向的力量来自石油输出国组织及其盟友，其核心七国于 10 月 4 日决定维持 11 月的产量配额不变，为连续第二个月暂停增产。

供给修复已经启动但未回到原位，且高度依赖单一路径。沙特原油出口由 8 月的每日 240 万桶回升至 9 月以来的每日 400 万桶以上，其中经霍尔木兹海峡的流量由 8 月的约每日 70 万桶，升至截至 9 月 20 日过去 6 日的每日 290 万桶，中东地区原油运输量已回到冲突前约 80%的水平。东西输油管道的修复路径为先绕开受损管段，计划在数日内恢复约一半运力，完整修复约需六周。定价逻辑由出口通道中断的冲击定价，转向修复进度与外交接触两条线索：修复进度决定四季度实物缺口能否部分填补，第 81 届联合国大会一般性辩论期间的外交接触决定地缘溢价能否进一步压缩；伊朗方面已于 9 月 25 日通过卡塔尔向美方转达重开海峡的方案，方案规定自美方接受之日起第六日恢复通航，第七日开启最终协议的谈判。油价的上行风险与下行风险同时存在，单边上涨的假设不再成立。

图 12：2026 年美国战略石油储备周库存



资料来源：EIA，Choice，山西证券研究所

油价路径的不确定性直接来源于供给端的不可预测性。运输受限的持续时间、受损基础设施的修复进度，以及地缘冲突的演化，都无法由历史分布外推。路径不确定性的宏观含义在于，通胀预测的误差区间被系统性放大，货币政策被迫在更高的不确定性下作出决策。这一机制对应步长更小、持续时间更长的紧缩路径，而非单次大幅加息：在供给冲击的背景下，单次大幅加息会同步放大增长的下行风险，与趋势优先的政策标准相悖。

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2 主要经济体政策同步收紧的表现：从政策利率到全球金融条件

供给侧冲击经由两条路径抬高全球金融条件的成本：其一为各主要央行政策利率的同步上调，其二为无风险利率中枢与美元流动性的边际收紧。两条路径的主导力量并不相同，前者源自通胀目标与供给冲击的共同约束，后者源自期限溢价抬升与国债供给压力。

2.2.1 主要经济体央行政策共振转向

就主要发达经济体与盯住美元安排下的经济体而言，货币政策在 2026 年 9 月形成罕见的政策同步收紧。欧洲央行于 9 月 10 日将三大关键利率均上调 25bp，存款机制利率、主要再融资利率与边际借贷利率分别升至 2.50%、2.65%与 2.90%，这是 2026 年内的第二次加息。欧洲央行预测 2026 年欧元区整体通胀率为 3.0%，2027 年上调至 2.5%；行长拉加德明确将中东冲突导致的能源价格压力列为通胀上行的主要来源。日本央行的转向已于 9 月 18 日完成，政策利率上调 25bp 至 1.25%，为 1995 年以来的最高水平。本次加息距 6 月会议仅隔三个月，是 1990 年以来最短的加息间隔，决议以 7 比 2 通过，两名审议委员以核心 CPI 低于 2%与经济动能不足为由投下反对票。声明把中东局势、人工智能需求与汇率列为政策判断的重点审视项。市场定价显示，政策利率将在 2027 年 3 月底达到 1.5%，在 2027 年二季度达到 1.75%。

表 5：全球主要央行政策状态一览

央行	最新动作	政策利率水平	政策走向预期
美联储	9 月 16 日加息 25bp	3.75%–4.00%	年内或再加息一次；基准时点仍落于 12 月，10 月 15 日定价显示 10 月概率约 25.5%，12 月累计 25bp 约 65.3%
欧洲央行	9 月 10 日加息 25bp （年内第二次）	存款机制利率 2.50%	数据依赖、逐次会议决策； 9 月 24 日执行委员会成员施纳贝尔表示能源冲击持久性超出最初假设 ， 10 月加息在选项之内
日本央行	9 月 18 日加息 25bp （ 9 月 24 日生效）	1.25% （ 1995 年以来最高）	继续加息，行长称不排除更大幅度举措；市场定价 2027 年二季度至 1.75%
英国央行	9 月 17 日公布 维持不变	3.75%	9 名委员中 3 人主张加息；两名副行长 9 月 24 日转向偏鹰，市场定价 11 月 5 日会议加息概率约 75%
韩国央行	7 月与 8 月连续两次加息（ 2023 年 1 月以来首次）	基准利率 3.00%	进一步确定加息时机与步伐
澳大利亚储备银行	9 月 29 日加息 25bp（年内第四次，累计 100bp）	现金利率目标 4.60%	声明称将继续采取必要措施使通胀回归目标，包括必要时进一步加息
加拿大央行	未行动	政策利率 2.25%	警告或需加息应对油价传导风险

下载日志已记录，仅供内部参考

央行	最新动作	政策利率水平	政策走向预期
海湾多国央行（沙特、阿联酋、卡塔尔、巴林、阿曼）	9 月 16 日后跟随加息 25bp	沙特回购利率 4.50%、阿联酋隔夜存款便利 3.90%	盯住美元安排下的同步紧缩
香港金融管理局	9 月 17 日上调 25bp	基准利率 4.25%	联系汇率制下跟随美联储，同步收紧扩散至离岸人民币邻近市场

资料来源：美联储，欧洲央行，日本央行，英国央行，韩国央行，澳大利亚储备银行，加拿大央行，沙特阿拉伯央行，香港金融管理局，上海证券报，山西证券研究所

主要经济体中仅存的低利率政策当局已经退出宽松，日元套息交易的资金基础随之收窄，全球美元流动性的边际收紧进一步加剧。决议后日元贬至 158 区间，显示加息并未改变利差主导的汇率格局，全球流动性收紧的传导因而比利率变动本身更为持久。

主要发达经济体与盯住美元安排下的经济体的政策同步收紧，其资产定价含义在于，无风险利率中枢的抬升不再是单一经济体的现象，而是跨货币的系统性事件；任何单一市场的估值分母，都无法通过货币多元化完全对冲。此外，同步收紧的分布并不均衡。加拿大央行已就油价传导风险发出可能加息的警告，巴西央行则于同月降息 25bp 至 13.75%，新兴市场并未同步收紧。无风险利率中枢的系统性抬升因此集中于发达经济体，新兴市场与发达经济体之间的政策分化构成全球流动性收缩的结构性边界。

9 月下旬的增量信息进一步强化了政策同步收紧的持续性。欧洲央行执行委员会成员施纳贝尔在 9 月 24 日表示，本轮能源冲击的持久性明显超出最初的假设，且已由石油扩散至更广的价格形成环节；德国央行行长纳格尔在同一时期表示，利率可能需要进入温和的限制性区间。英国央行的两名副行长于 9 月 24 日表态向支持加息的一侧移动，市场定价显示 11 月 5 日会议加息 25bp 的概率约为 75%，并已完全定价 2027 年 2 月之前再加一次。

海湾多国央行在美联储 9 月 16 日加息之后跟随上调 25bp，香港金融管理局于 9 月 17 日将基准利率上调 25bp 至 4.25%。在盯住美元与联系汇率的安排下，这类跟随使同步收紧的覆盖范围由主要发达经济体进一步扩展。

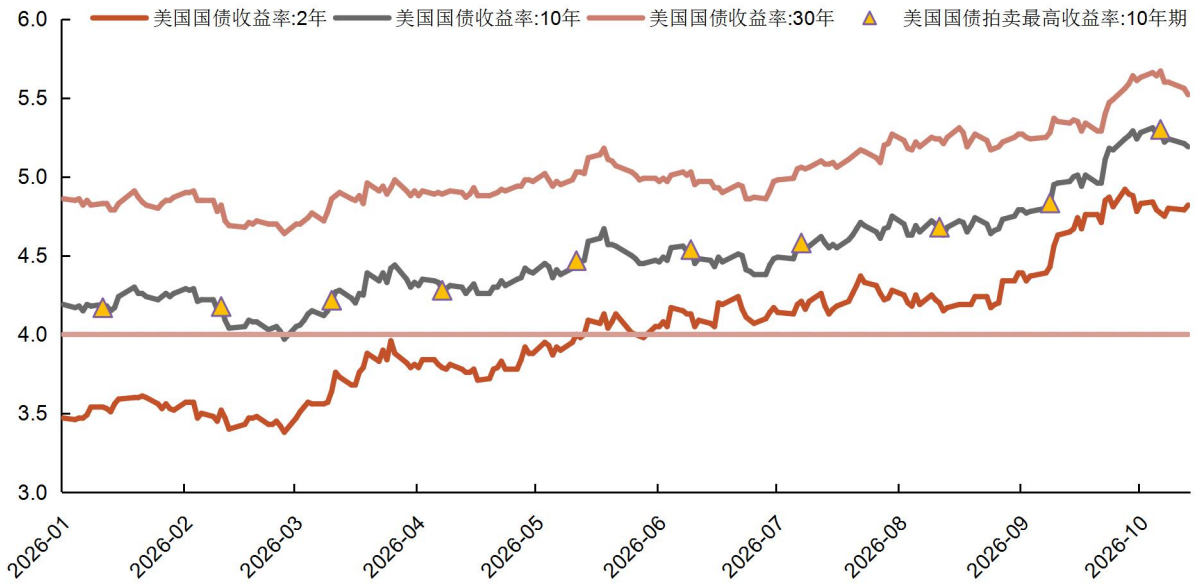
2.2.2 主要经济体无风险利率与美元流动性

当下无风险利率的抬升由长端主导，长端收益率已升至政策利率之上。美国 10 年期国债收益率于 9 月 15 日升至 5.00%，为 2023 年 10 月以来首次触及该水平；10 月 5 日升至 5.31%，为 2002 年 5 月以来最高；此后随油价回落而下行，10 月 13 日收于 5.21%，同期联邦基金利率

下载日志已记录，仅供内部参考

目标区间上限维持在 4.00%，长端高出政策利率 121bp。期限之间的分化同样明显：10 年期与 2 年期利差由 9 月 18 日的 25bp 走阔至 10 月 7 日的 51bp，收益率曲线由熊平转为熊陡，抬升集中于长端而非短端。

图 13：美国国债收益率长端抬升与政策利率的偏离

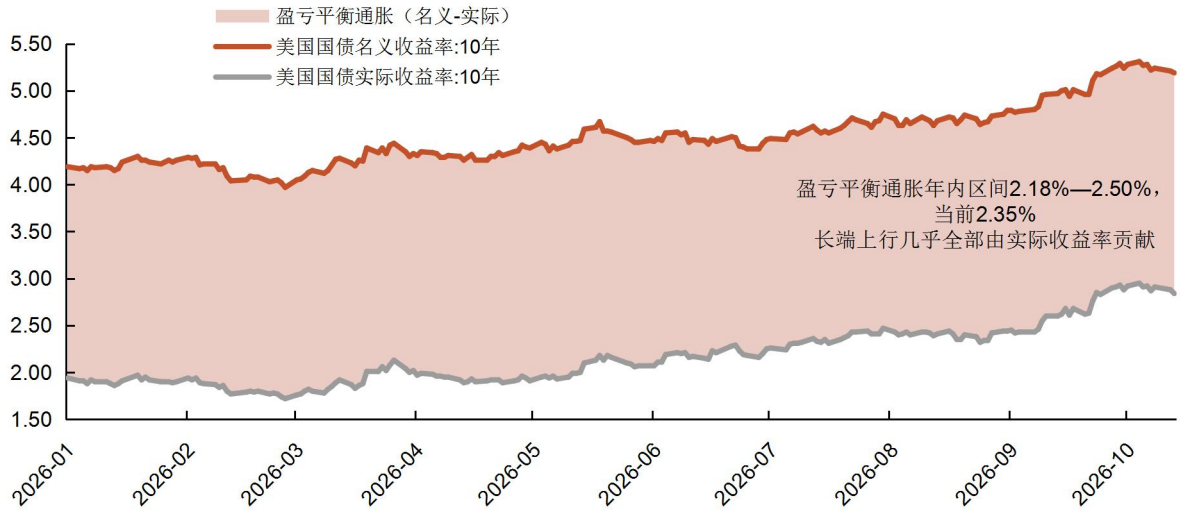


资料来源：美国财政部，Choice，山西证券研究所

偏离的来源在期限之内，而不在政策路径之上，财政部同步公布的名义与实际收益率曲线给出了可分辨的依据。9 月 14 日至 10 月 5 日，10 年期名义收益率上行 34bp，同期 10 年期实际收益率上行 35bp，盈亏平衡通胀率由 2.37%微降至 2.36%；通胀补偿一项的贡献为负，全部上行由实际收益率承担。同期联邦基金利率维持不变，2 年期名义收益率仅上行 19bp，短端与长端的差额为 15bp。历史对照给出同一结论：2023 年 10 月 19 日，10 年期收益率触及 4.98%的周期高点，当时联邦基金目标区间上限为 5.50%，长端低于政策利率 52bp；当前长端处于更高水平，政策利率上限却低 150bp。政策路径未被重新定价，通胀预期亦未抬升，承担这一段上行的是期限溢价。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 14：美国国债收益率的名义、实际与盈亏平衡



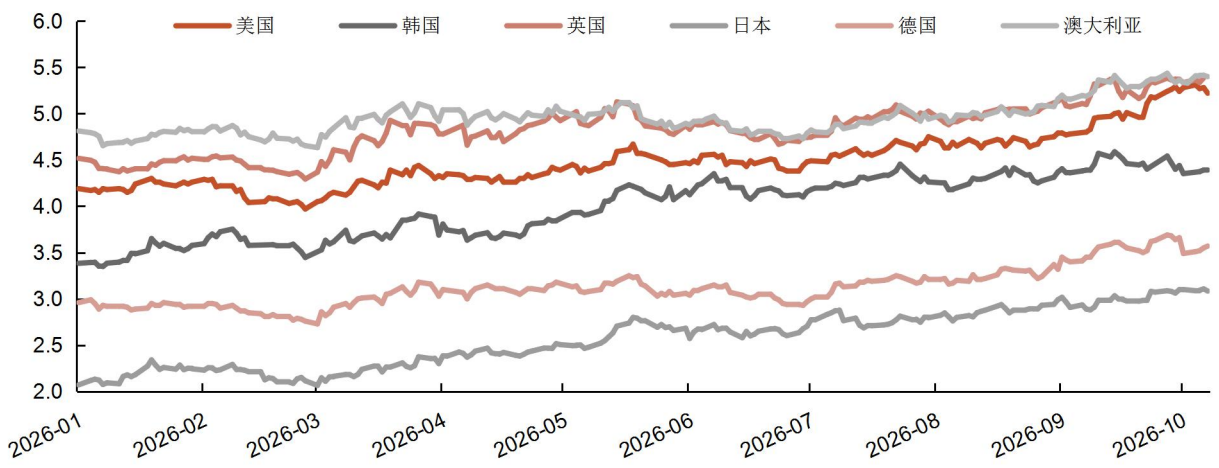
资料来源：美联储，美国财政部，Choice，山西证券研究所

期限溢价的抬升以承接能力的变化为前提。财政部 10 年期国债拍卖的最高收益率，年内由 2 月 11 日的 4.18%逐级抬升至 10 月 7 日的 5.30%，九次发行无一次回落。货币市场端的持仓同步收缩，美国投资公司协会统计的政府货币市场基金对财政部回购协议的持有量，由 6 月的 16073 亿美元降至 8 月的 14328 亿美元，两个月累计减少 1745 亿美元。

期限溢价抬升的范围不限于美国，长端的跨境同步抬升与政策利率的错位排列同时存在。以年内低点至年内高点衡量，六个主要经济体的 10 年期国债收益率同步上行，上行幅度落在 80 至 134bp 的区间内，极差仅 54bp，年内高点集中于 9 月 15 日至 10 月 7 日；六国的政策利率自高到低为澳大利亚 4.60%、美国 4.00%、英国 3.75%、韩国 3.00%、德国 2.50%、日本 1.25%，跨度 335bp。具体来看，政策利率最低的日本上行 104bp，而政策利率高出日本 125bp 的德国仅上行 96bp；政策利率最高的澳大利亚上行 80bp，为六国中的最低值，其政策利率高于日本 335bp 而上行幅度低于日本 24bp；英国与美国的政策利率仅相差 25bp，而英国央行于 9 月 17 日维持利率不变、美联储于 9 月 16 日加息 25bp，长端仍同步创出年内高点。长端上行幅度未与政策利率的水平同向排列且不与政策动向的强弱保持一致，由此判断长端上行并非源自政策路径的再定价，期限溢价的解释扩展到跨境层面。

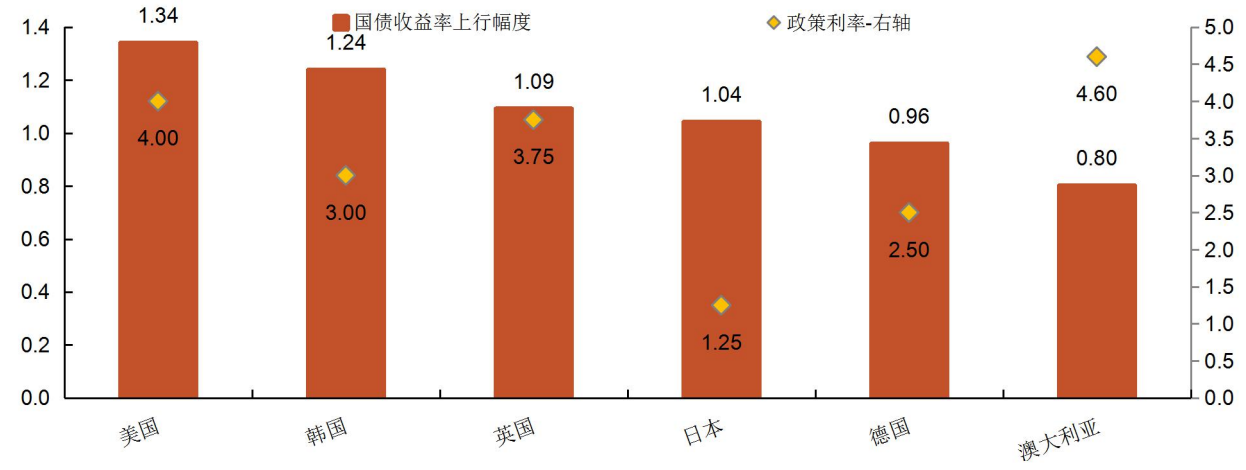
下载日志已记录，仅供内部参考

图 15：主要经济体 10 年期国债收益率



资料来源：美国财政部，Investing，英国央行，德国央行，Choice，山西证券研究所

图 16：年内最高点较最低点上行幅度与政策利率的位置

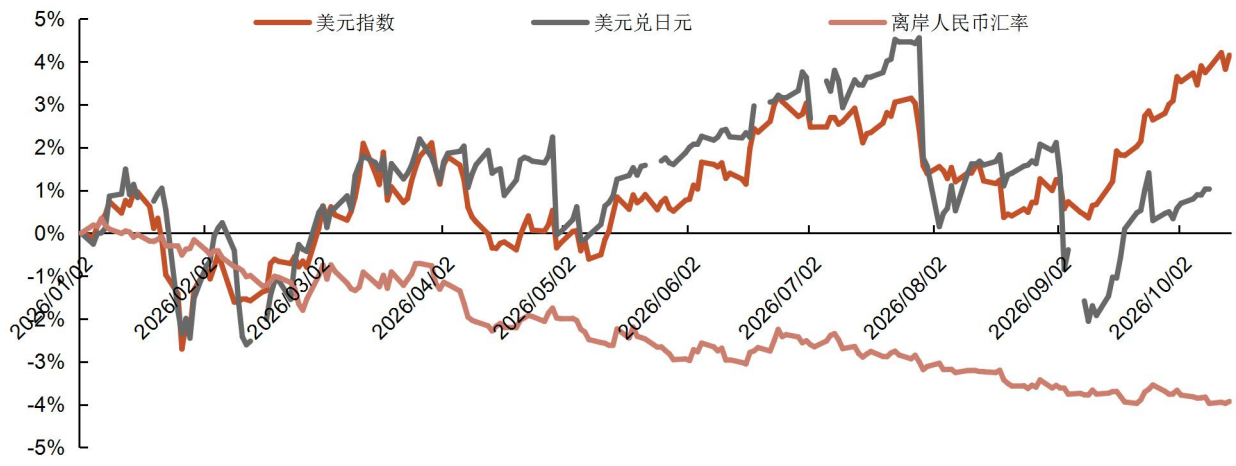


资料来源：美国财政部，Investing，英国央行，德国央行，Choice，山西证券研究所

美元流动性收紧的传导并非均质。美元指数由 1 月 27 日的年内低点 95.77 升至 10 月 14 日盘中 102.52 的年内高点，同一时期各主要货币对美元的走向并不一致：美元兑离岸人民币由 1 月 7 日的年内高点 6.9934 降至 10 月 13 日的 6.6926，人民币兑美元累计升值 4.3%；美元兑日元由 7 月 29 日的年内高点 163.86 回落至 10 月 13 日的 158.32，日元较第三季度内的最弱水平回升 3.4%。同一轮美元走强之下，两类货币承受的压力都弱于指数读数所显示的强度。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 17：美元流动性的分化传导：美元指数、日元与离岸人民币



资料来源：NYCE，美联储，Choice，山西证券研究所

两条路径对权益定价的作用位置不同。政策同步作用于短端的政策利率，期限溢价作用于长端的无风险利率，后者才是估值分母的直接输入；长端与政策利率之间的正偏离意味着，加息空间的收敛并不必然带来贴现率压力的同步缓解。美元一侧的压力集中在利率渠道，汇兑渠道的压力弱于美元指数读数所显示的水平。

2.3 反向变量：中美经贸安排的可见度改善

中美关系在 2026 年 9 月下旬出现方向性变化，构成海外紧缩之外的第二条外部线索。2026 年 9 月 23 日至 25 日，中国国家主席习近平对美国进行国事访问，两国元首就中美建设性战略稳定关系及重大国际地区问题达成八点成果共识。

共识中直接涉及经贸与产业的有四项。其一，同意构建基于尊重、公平、对等的中美建设性战略稳定关系。其二，认可中美经贸磋商机制的积极作用，建立并推进贸易理事会等机制，达成 300 亿美元的对等降税安排，并延期吉隆坡经贸磋商的成果。其三，同意建立中美人工智能对话，交流人工智能相关的风险与惠益，并约定于 11 月底前举行下一次对话。其四，同意伊朗应履行不发展核武器的承诺，且任何国家或机构都不得对国际水道征收通行费。

同期举行的第八轮中美经贸磋商，把元首共识落实为具体安排。双方同意将吉隆坡经贸磋商联合安排的暂停期由 2026 年 11 月 10 日延期至 2027 年 1 月 10 日，并在此基础上继续探讨更长期的解决方案，相关内容由商务部于 2026 年 9 月 28 日发布。

下载日志已记录，仅供内部参考

对 A 股而言，三项变化具有直接的配置含义。

其一，关税安排的可见度改善。暂停期由 2026 年 11 月 10 日延至 2027 年 1 月 10 日，叠加 300 亿美元的对等降税安排与贸易、投资理事会机制的建立，出口链对应一个更长且更可预期的政策窗口，对北美市场暴露度高的环节，其订单可见度随之改善。对应的不确定性并未消失，而是由短期的到期风险转为更长期安排的谈判风险。

其二，人工智能领域的对话机制降低了该主题的尾部风险。双方首次就人工智能的风险与惠益举行对话，并建立事件沟通渠道，意味着算力硬件与半导体方向的政策变量由单向约束转向双向沟通。但 9 月 24 日印制电路板与光模块方向的全面回调显示，当前定价的主导变量仍是贴现率，而非产业政策。

其三，霍尔木兹海峡的制度性约束出现松动的可能。两国元首就国际水道通行费问题的共同表态若进入落实阶段，将通过供给修复的预期而非需求路径，压低油价中的地缘溢价成分。该方向与成本传导链条的风险溢价回吐风险同向。

市场反应同时呈现钝化的一面。经贸共识达成之后，A 股的反应相对有限，呈现会晤前交易预期、会晤后交易兑现的特征。风险偏好渠道的边际定价已较为充分，中美关系的改善因此不宜作为上调权益总仓位的独立依据，其作用主要体现在结构层面：出口订单属性方向的仓位上限可以适度放宽，成本传导链条的持有期则需要相应缩短。

10 月初公布的清单信息进一步明确了降税的范围。双方商定的对等降税产品清单中，美方对玩具、家电、婴儿用品、厨卫用品与节日礼物等约 300 亿美元自华进口商品降低关税，中方对农产品、个人护理用品、医疗器械与煤炭等约 300 亿美元自美进口商品降低关税，各自约 90%产品的关税降至最惠国税率水平，相关安排经各自国内程序履行完毕后同步实施。清单以内的商品获得单独处理的安排，即便再生摩擦也不轻易被加征新关税，出口订单属性方向的窗口由此由谈判成果转为可执行安排。机制层面同步推进：贸易理事会的工作规程已经确定，机制由设立转入实际运行，理事会框架下的农业工作组计划于年底前召开首次会议，投资理事会亦已建立。贸易理事会与投资理事会两项机制的落地，叠加人工智能对话机制的下次安排，使可见度改善的范围由关税层面向投资与产业两个层面延伸。

下载日志已记录，仅供内部参考

3. 对 A 股的传导机制、市场研判与配置含义

3.1 传导结构与敞口配置

海外紧缩向 A 股的传导可拆解为五个渠道，2026 年的特殊性在于传导结构的不对称：名义利差达到历史极值的同时，实际的传导效力显著减弱。

表 6：海外紧缩向 A 股的五渠道传导

渠道	传导方向	2026 年效力	关键变量
利差渠道	负面	减弱	中美 10 年期利差倒挂 353bp
汇率渠道	正面	增强	人民币升值周期、出口结汇
资金渠道	正面为主	结构分化	外资持仓规模、北向成交总额
风险偏好渠道	负面	阶段性	美股波动、美债长端
盈利渠道	中性偏正面	分行业分化	出口增速、购进与出厂价差

资料来源：Choice，山西证券研究所

图 18：海外紧缩向 A 股的五渠道传导：方向与效力

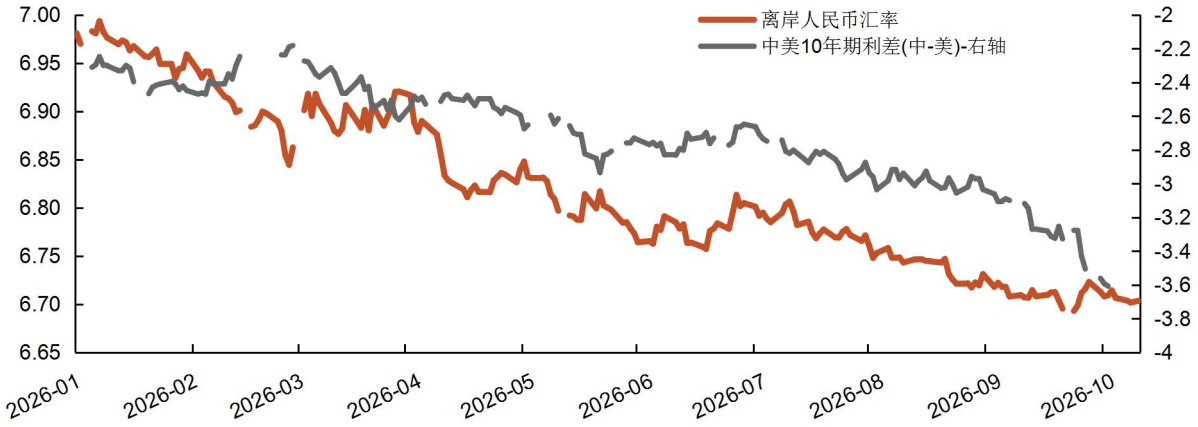


资料来源：Choice，山西证券研究所

分化的核心在利差渠道。中美 10 年期国债利差在 10 月 8 日的倒挂幅度为 353bp，按中债国债到期收益率 1.6899%与美国财政部日度名义收益率曲线 5.22%计算，年内最深读数为 9 月 30 日的 360.8bp。标准的传导链条为利差走阔带动跨境套息资金回流高利率货币，进而压制低利率货币的汇率与国内流动性。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 19：中美 10 年期利差与人民币汇率的倒挂加深与升值并存



资料来源：美国财政部，中国债券信息网，Choice，山西证券研究所

2026 年的实际路径与标准链条明显偏离：利差在年内持续走阔的同时，人民币兑美元保持升值。传导钝化的机制有三：（1）资产配置决策取决于汇率调整后的综合回报，而非名义利差，升值预期使做空人民币的套息交易风险回报恶化；（2）出口高增带来的结汇需求构成实际的外汇供给；（3）中间价形成机制对汇率预期具有锚定作用。

汇率渠道构成本轮周期中最重要的缓冲变量。升值的作用体现在三个层面：资金层面，汇率调整后的中国资产回报预期提升对国际配置资金的吸引力，在国债收益率处于 1.69%低位的环境中，汇兑收益成为外资回报测算中的正贡献项；估值层面，升值周期通常对应外资风险偏好的改善；基本面层面，升值对出口企业的汇兑损益构成边际侵蚀，但由人工智能资本开支驱动的机电产品出口，定价由产能与技术壁垒决定，对汇率的敏感度低于传统劳动密集环节。美元指数回升构成评估的另一面：其对人民币双边汇率影响有限，但对非美货币整体构成压力；若美元指数趋势性走强并突破 105，升值斜率放缓甚至阶段性回贬的概率上升，缓冲效力将相应衰减。

风险偏好渠道的冲击具备阶段性属性。一方面，会前定价与落地反应的组合：利率期货市场在 9 月会议之前对本次加息的定价概率已超过 90%，主要指数在决议公布前放量上行，决议落地当日低开后震荡消化，半导体产业链延续活跃，利空在充分定价后的兑现未引发集中抛售。另一方面，国内流动性格局的独立性：银行间市场存款类机构质押式回购利率围绕政策利率窄幅波动，国内流动性均衡偏松的格局未受海外紧缩传导。

盈利渠道的影响呈双向结构。正面因素集中于出口链条，人工智能投资热潮推动的全球算

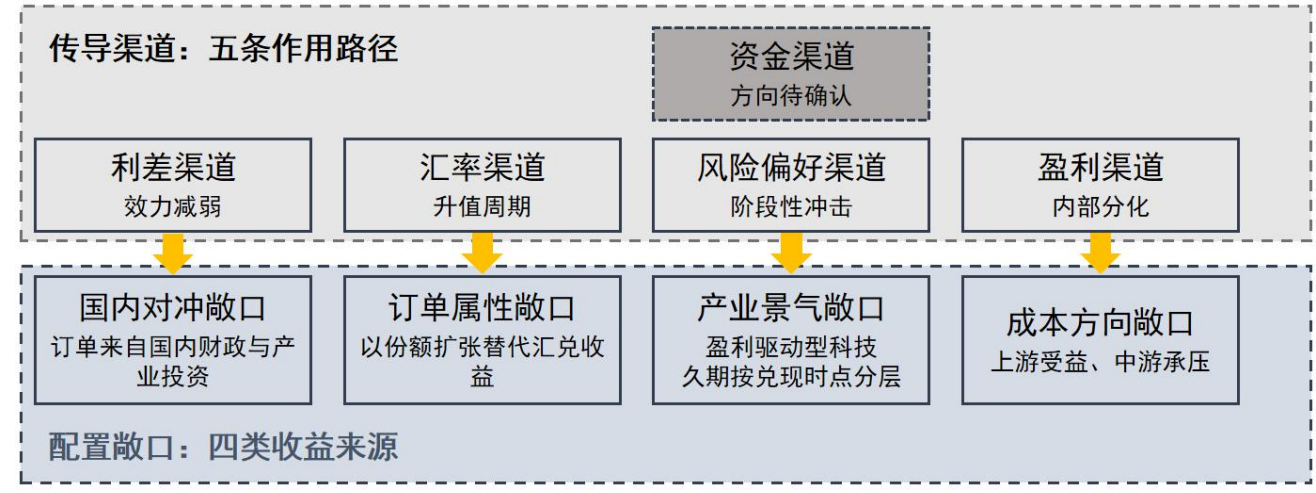
下载日志已记录，仅供内部参考

力资本开支是核心驱动。负面因素是输入性成本：工业生产者购进价格同比涨幅高于出厂价格，上下游价差收窄侵蚀中游加工环节的利润；居民消费价格指数与核心通胀的读数确认内需定价能力偏弱，成本传导能力的分化将主导三季报的行业盈利结构。油气开采、炼化一体化中的上游环节，以及供给受限的金属品种受益于价格上行，化工中下游与航运成本敏感环节的利润率承压。

国内政策对冲空间构成分子端的底线支撑。中美利差倒挂加深与银行净息差压力共同约束总量宽松的幅度，但降准与结构性工具仍有操作空间；政策节奏的相机抉择意味着，海外紧缩越剧烈，国内稳增长政策的对冲意愿越强，内外政策的反向运行本身构成 A 股相对海外市场的独立性来源。

利差渠道效力减弱意味着，收益来源不应建立在对美联储政策转向的预期之上，对应国内财政对冲敞口，即订单来自国内财政与产业投资、现金流与美联储贴现路径脱钩的方向；同一渠道下类固收替代逻辑对应红利资产敞口，即股息率相对国债收益率具备优势的方向。汇率渠道的升值周期使出口链的汇兑收益转为损失，对应出口订单属性敞口，即以份额扩张而非汇率变动为收益来源的环节。资金渠道方向待确认，若外资增配得到确认，则对应盈利驱动型科技敞口中的外资定价权方向。风险偏好渠道的阶段性冲击不改变产业景气，但改变了科技内部的定价结构，对应按盈利兑现时点执行的久期分层。盈利渠道的内部分化对应成本传导链条敞口，即上游受益、中游承压的非均衡分摊。

图 20：由传导渠道到配置敞口的映射



资料来源：Choice，山西证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

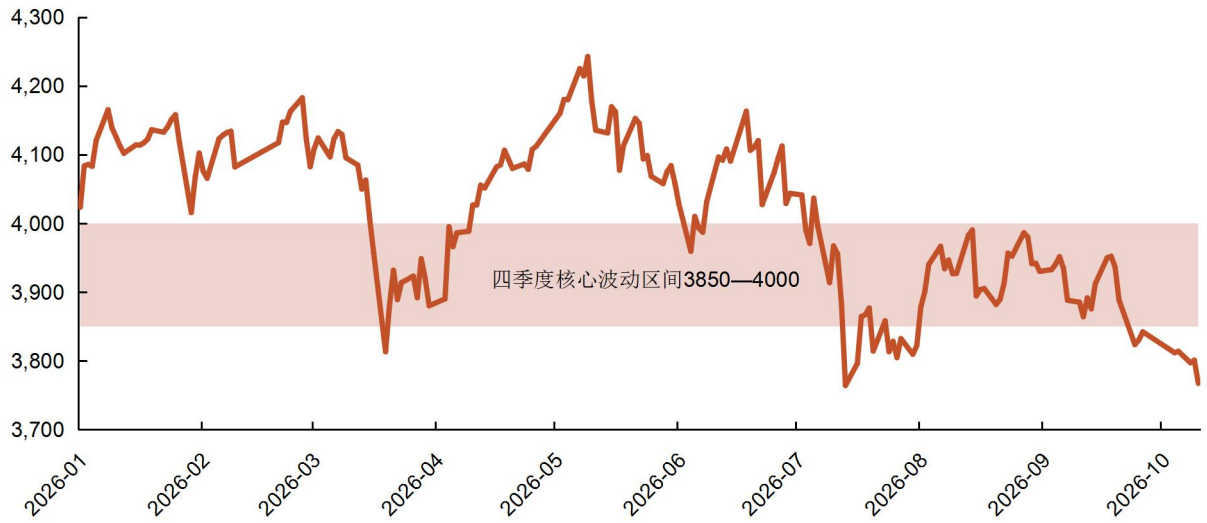
3.2 市场研判与四条主线

指数层面，9 月的市场路径完整呈现了海外紧缩冲击的传导时序：上中旬利差走阔与油价上行主导缩量调整，加息预期充分定价之后放量反弹，月末受双节前季节性因素与美债长端创新高叠加影响再度缩量。上证指数 10 月 8 日收于 3811.90 点，低于 9 月内的最低收盘 3823.62 点，亦落于我们此前判断的四季度核心波动区间 3850 至 4000 点的下沿之下。

支撑与压力两侧的因素同时存在。支撑侧，外资战略配置周期未逆转；国内政策对冲空间充足；海外加息空间经测算收敛于 30 至 75bp，冲击的总量有界。压力侧，美国国债收益率年内高点为 10 月 5 日的 5.31%，成长板块的估值分母压力反复出现；美元指数升至 102 上方运行；内需数据尚未确认拐点。

风格维度上，海外紧缩环境改变的是成长的内部结构，而非趋势方向。成长股表现的关键在于产业自身的景气度与业绩兑现，基本面稳固的环节对利率上行的敏感度低于直观估计。红利风格的相对优势在利差走阔环境中得到强化：在国债收益率 1.69%与美国国债 5.31%并存的环境中，国内固收类资产的票息回报空间有限，红利资产在类固收替代的逻辑下持续获得长线资金增配。风格再平衡的触发条件在于国内稳增长政策的实质性加码，执行判据是业绩在三季报与年报得到验证的先后顺序。

图 21：2026 年上证指数行情走势



资料来源：Choice，山西证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

当下紧缩的触发因素是原油供给冲击，与需求过热型紧缩在传导路径上存在差异。需求型紧缩同时压缩估值分母与盈利分子，风格切换是主要矛盾；供给型紧缩下分母压力依然存在，但成本在国际与国内、上游与中游、出口定价与内销定价之间的非均衡分摊成为主要矛盾。配置框架据此按四条主线所对应敞口组织，而非按成长与红利的风格切分。

四条主线的共同特征是收益来源不依赖美联储的政策转向，这构成从风格框架切换为敞口框架的依据。通胀保险不列入四条主线，其性质为四条之外的条件触发对冲。五渠道传导与四条主线分属识别维度与执行维度，前者给出敞口的成因，后者给出敞口的配置单元：利差渠道对应红利资产与国内财政对冲，汇率渠道与资金渠道分别对应出口订单属性与盈利驱动型科技，风险偏好渠道决定盈利驱动型科技内部的久期分层，盈利渠道对应成本传导链条。

表 7：四条主线的方向、核心逻辑、跟踪变量与失效信号

主线	方向	核心逻辑	跟踪变量	失效信号
盈利驱动型科技	光通信与光器件、半导体设备、先进封装、存储	产业景气由全球人工智能资本开支周期驱动，独立于利率路径	分部毛利率兑现节奏、单位算力电力成本、海外供应替代进展	美股联动波动放大；关税安排趋严
红利资产	保险、运营商与电力、银行、煤炭长协	类固收替代；利率上行抬升再投资收益率与负债折现假设	股息率与国债收益率之差、煤炭长协价格	国内政策实质加码；油价回落
成本传导链条	油运与航运港口、油服、煤化工、配额型氟化工、铜与锡	航线重构推升吨海里需求；油煤价差、配额与矿端供给约束提供独立驱动	运价、油煤价差、显性库存与加工费	地缘缓和引发溢价回吐；全球制造业需求回落
出口订单属性与国内财政对冲	变压器与高压开关、本地化定价汽配、海外产能家电；特高压与配电网、军工、水利与设备更新	份额扩张替代汇率收益；订单来自国内财政，分子端与美联储贴现脱钩	分地区订单结构、特高压招标金额	关税安排到期后趋严；招标节奏与收入确认时滞

资料来源：Choice，山西证券研究所

此外，（1）科技内部按盈利兑现时点分层来看，业绩能在三季报与年报得到验证的环节，其估值分母的上行压力可被盈利上修部分抵消；业绩兑现期靠后、依赖远期叙事的环节，包括算力租赁、服务器组装与液冷，对美债长端的敏感度更高，在同一板块内应降低权重。（2）红利资产内部按利率弹性与价格弹性两条线索分层来看，前者以保险为代表，后者以煤炭为代表；银行保留在底仓之内，其逻辑为低估值与股息的类固收替代，不宜以息差拐点作为增配依据。（3）地产链条不作为配置方向，定价变量在于销售、融资白名单与库存去化，列为观察项。（4）黄金方向为条件触发，基准情形下不配置，实际利率上行与人民币升值共同压制其人民

下载日志已记录，仅供内部参考

币计价回报，仅当五年期远期五年通胀预期率升破 2.5%、定价主导权由实际利率转向通胀预期时，才将矿产金与油气开采、煤炭长协纳入能源通胀篮子，作为权重低于组合 5%的尾部对冲。

3.3 组合结构与动态调整

仓位节奏与加息空间测算的时点相互锚定。12 月议息会议构成四季度的核心事件窗口，累计加息 25bp 的概率约为 65.3%，累计加息至少一次的概率约为 86.0%；9 月消费者价格指数已于 10 月 14 日公布且读数高于市场预期，10 月 27 日至 28 日会议的加息概率冲高至 43.7%后回落至 25.5%。关税联合安排的暂停期已延期至 2027 年 1 月 10 日，短期到期风险解除。该阶段维持中性偏低的进攻仓位，在缩量调整中分批建仓。加息落地或预期消解之后，进攻仓位升至目标水平。在 2027 年平台期的基准路径下，组合回归底仓加进攻加弹性的目标结构。

表 8：海外紧缩环境下的 A 股配置结构

配置层级	方向	代表领域	核心逻辑	主要风险
进攻仓位	盈利驱动型科技	光通信、半导体设备、先进封装、存储	产业景气独立于利率路径，盈利兑现对冲折现率上行	美股联动波动、关税扰动
底仓	红利资产（利率弹性线）	保险、运营商与电力	类固收替代；利率上行抬升再投资收益率与负债折现假设	政策加码阶段超额收益收敛
底仓	红利资产（价格弹性线）	煤炭长协、银行	股息率优势与价格联动；银行以低估值股息为主	油价回落、净息差受国内政策约束
弹性仓位	成本传导链条与供给约束金属	油运与航运港口、油服、煤化工、配额型氟化工、铜与锡	航线重构推升吨海里需求，油煤价差、配额与矿产供给约束提供独立驱动	地缘缓和引发风险溢价回吐、全球制造业需求回落
弹性仓位	出口订单属性	变压器与高压开关、本地化定价汽配、海外产能家电	份额扩张替代汇率收益，监管型资本开支对利率不敏感	关税安排 2027 年 1 月 10 日到期
对冲仓位	国内财政对冲	特高压与配电网、军工、水利与设备更新	订单来自国内财政，分子端与美联储贴现脱钩	招标节奏与收入确认时滞
条件触发	通胀保险	矿产金、油气开采、煤炭长协	仅在通胀预期脱锚时激活（五年期远期五年通胀预期率破 2.5%）	未触发时的持有成本
规避	黄金基准敞口、久期敏感型科技、伪成本传导中游	算力租赁、服务器组装、液冷、塑料与造纸	实际利率与汇率双压制；缺乏业绩兑现；下游议价不足	—

资料来源：Choice，山西证券研究所

重点跟踪事项除布伦特油价、波罗的海交易所运价指数、五年期远期五年通胀预期率、核心 CPI 环比、失业率、密歇根大学长期通胀预期等指标之外，还有特高压招标、国内成品油调

下载日志已记录，仅供内部参考

价、中美经贸磋商的更长期安排谈判，以及霍尔木兹海峡通航的制度性安排等事件驱动型指标。任一触发条件成立时，需重新评估加息空间与终端利率区间，并基于调整执行相应的配置动作。

表 9：加息空间测算的失效条件与配置调整触发

触发条件	测算含义	配置动作
油价再涨 20%（以 10 月 14 日布伦特原油 12 月合约 105.69 美元的结算价为基准升至约 127 美元）	约束 A 升至 5.85% 附近，紧约束仍为约束 B，空间上沿维持 75bp，下沿上移	上调成本传导链条与能源通胀篮子，压缩久期敏感型科技与内销加工环节
核心 CPI 环比连续两个月不低于 0.3%（2026 年 8 月为 0.3%，9 月为 0.3%，条件已达成）	通胀黏性确认，约束 A 上移，空间扩至 75bp 上沿	上调成本传导链条与通胀篮子，下调久期敏感型科技
失业率突破 4.4%（2026 年 9 月读数为 4.2%）	约束 B 落入 4.25%–4.50% 区间，空间压缩至 25–50bp，紧缩提前收尾	增配盈利驱动型科技与国内财政对冲方向，红利内部向利率弹性线集中
五年期远期五年通胀预期率升破 2.5%（10 月 8 日为 2.33%）	长期通胀预期脱锚，约束 B 失效，进入鹰派路径	权益总仓位下调，内部结构切向能源通胀篮子，压缩久期敏感型科技与高估值主题
密歇根大学长期通胀预期连续两个月环比上行且不低于 3.5%（10 月初值为 3.5%，终值待确认）	居民部门通胀预期松动，脱锚风险提前预警，主触发阈值不变	提前压缩久期敏感型科技与高估值主题，通胀保险仓位转入观察
更长期中美经贸安排未能达成或 301 关税复审结论趋严	关税成本重新抬升，出口链订单可见度下降	出口订单属性方向仓位上限收紧，切换至非美订单占比高的环节
霍尔木兹海峡通航的制度性安排进入落实（元首共识落地）	供给修复预期强化，油价中的地缘溢价成分压缩	成本传导链条减仓，运价与油价回落的同步性为确认变量
布伦特回落至 90 美元下方且运价指数同步回落	供给冲击缓解，成本传导逻辑反转	成本传导链条与通胀篮子减仓，久期敏感型科技的估值压力缓解

资料来源：Choice，山西证券研究所

4. 风险提示

（1）油价极端上行风险：若霍尔木兹海峡运输长期停滞、沙特能源基础设施进一步受损，布伦特原油存在突破年内高点 138.21 美元并向更高情景演化的尾部风险。全球通胀二次失控将迫使美联储终端利率突破 4.75%的测算上限，全球权益资产面临估值系统性压缩，A 股科技板块与高估值环节的调整幅度将显著超出基准情形。对冲因素同样存在：在 2026 年 9 月 23 日至 25 日的元首会晤中，两国元首同意伊朗应履行不发展核武器的承诺，且任何国家或机构都不得对国际水道征收通行费，相关内容由新华社于 2026 年 9 月 25 日播发。该共识若进入落实阶段，霍尔木兹海峡通航的制度性障碍将先于物理修复进程得到缓解，构成对油价上行尾部情

下载日志已记录，仅供内部参考

景的方向性对冲。

（2）美联储紧缩超预期风险：点阵图之外的额外加息，即年内加息三次及以上，或 2027 年延续紧缩，将推动美国国债 10 年期收益率持续处于 5%上方、美元指数趋势性走强。亚洲新兴市场资金外流压力上升，北向资金存在由净流入转为净流出的可能，外资重仓的硬科技方向波动将被放大。

（3）国内基本面修复不及预期风险：8 月社会消费品零售总额同比增长 0.4%，固定资产投资累计同比下降 7.2%，房地产开发投资累计同比下降 19.9%，内需修复斜率偏低。若出口在海外需求放缓与高基数作用下增速回落，而内需未能接续，企业盈利预期下修将削弱分子端支撑，市场由估值分母主导的调整将演变为分子分母双压制。

（4）中美经贸安排变数风险：2025 年 10 月吉隆坡经贸磋商联合安排将部分关税与非关税措施暂停实施，涵盖三项内容：美方 24%对等关税与中方反制、美方出口管制 50%穿透性规则与中方对应措施、美方对华海事物流造船业 301 调查措施与中方反制。第八轮经贸磋商已将该暂停期由 2026 年 11 月 10 日延期至 2027 年 1 月 10 日，双方并在此基础上继续探讨更长期的解决方案，相关内容由商务部于 2026 年 9 月 28 日发布。短期到期风险因此解除，但若更长期安排未能达成、301 关税复审结论趋严或出口管制范围扩大，出口链条的盈利预期与市场风险偏好仍将同步承压，机电产品出口是主要暴露方向，1 至 8 月增长 21.9%。

（5）出口链关税安排风险：变压器与高压开关等电力设备的出口高增长中，对北美市场的暴露度上升，2026 年上半年大容量变压器对美出口的增幅显著，数据来自海关总署 2026 年 1 至 6 月的统计。联合安排暂停期已延期至 2027 年 1 月 10 日，若更长期安排未能达成、关税水平重新抬升，该方向的盈利预期与订单可见度将同时承压。

（6）地缘缓和导致风险溢价回吐的风险：成本传导方向的收益中包含较高比例的地缘风险溢价，运费与航运战争险费率相较冲突前分别上涨约五倍与三十倍以上，数据来自波罗的海交易所、上海航运交易所与保险市场 2026 年 9 月的报价。若海峡通行恢复正常、船舶周转效率回升，运价与相关板块盈利预期可能快速回吐，成本传导链条与能源通胀篮子将同步承受回撤。

（7）供给修复快于预期导致成本链条回撤的风险：若供给修复进度快于当前路径，或联合国大会期间的外交接触压缩地缘溢价，油价与运价可能同步回落，成本传导链条的盈利预期与油价上行情景下的配置权重需同步下调。该情形下，能源通胀篮子的回落同时降低美联储的加息必要性，权益端的估值分母压力有所缓和，配置重心相应向久期敏感型方向回移。

下载日志已记录，仅供内部参考

（8）通胀口径选择风险：约束 A 的测算以 CPI 同比作为通胀输入，同一框架若改用核心 PCE 同比，扣除两项折扣后的理论利率需求约为 4.20%，低于约束 B 的 4.75%，剩余空间由 75bp 压缩至约 20bp。两个口径的差距来自核心 CPI 与核心 PCE 的成分差异，也来自 2026 年 8 月两类读数经年度例行修订后的方向差异。口径的结论依赖性构成该测算的一项固有属性，任何以核心 PCE 为统一口径的重算，都须同步重估折扣幅度，而非仅替换读数。

（9）测算模型局限风险：加息空间测算基于泰勒型规则与终端利率上限的推断框架，隐含通胀容忍度由规则式的反函数倒推，用于推断结果的验证。实际中性利率的估计存在约正负 25bp 的不确定性，通胀响应系数的设定差异进一步放大空间估计的区间属性，能源折扣与供给面修正依赖可验证的传导假设。情景数字均为条件预测，实际政策路径受政治约束影响的可能性未完全纳入模型，政治约束包括白宫施压与中期选举因素。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海
上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

深圳
广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号华润金融大厦 23 楼

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层