

Jackson Hole 峰会后，再看美联储 2024 降息预期

报告发布日期

2023 年 09 月 08 日

研究结论

- 8 月末，23 年度的全球央行峰会再度在美国小镇 Jackson Hole 召开。经历了 8 月以来又一轮美债收益率反弹和美元指数上冲之后，当下货币政策预期又来到关键隘口：不仅年内一致预期的加息终点正在接近，转眼就要进入 2024，美联储掉头降息的预期何去何从，美债收益率是否继续 higher for longer，对于宏观预期和资产定价的中长期趋势、中枢而言，或许更加重要。这篇报告，我们也跳过数据、政策的即期变化，在基本面趋势和峰会释放的政策信号当中，尝试对 2024 启动降息这个关键命题和假设展开初步的分析探讨。
- 今年的央行峰会主题定位“全球经济的结构性变迁（The Structural Shifts in Global Economy）”，而自新冠大流行后，市场讨论最为广泛的两个结构性变迁问题即是：-1）通胀还能否完美回归 2% 的货币政策目标，也即长期通胀中枢是否上移？-2）继而，利率超预期高位横盘，“更高更久（higher for longer）”是否已是利率的新常态？-3）经济的结构性变迁是否定义了经济新的中性利率水平？
- 上述三个问题，可以直接落实到三项定量的指标：-1）长期通胀预期：22 年加息效果显著，长期通胀预期得到了较好的锚定。这也意味着市场所担心的长期通胀中枢上移，目前并不具备充分的论据支撑。；-2）中长期均衡利率（名义值，由参考美联储利率点阵图的 longer run）：在大流行后始终没有修正，维持在 2.5% 的名义值水平；-3）中性利率 r^* （实际值，对经济影响中性的实际利率水平）。第 1 和第 3 个变量的加总，决定了我们对于长期当中的均衡利率水平的估计。上述指标目前的状态和趋势并未给出利率将会“higher for longer”的清晰证据。因此，市场聚焦以经济结构性变迁为主题的 23 年 Jackson Hole 峰会，会否在美联储官方政策信号层面上，围绕上述指标给出新的判断。然而在本次峰会上，主要央行的发言并未给出太多增量信息和政策信号，保持战略模糊。特别是围绕上述关键变量，市场担心的央行政策面上修指引没有在会上出现。
- 欧洲美元、联邦基金利率期货等各类定价均显示，市场预计美联储将在 2024 年进入降息周期。我们认为，在软着陆情形下，2024 降息命题的逻辑支撑，可能正是基于前述的中性利率-长期通胀-名义利率框架：
- 1）名义政策利率-通胀=实际政策利率，实际政策利率 $> r^*$ 则货币政策发挥限制性作用，差值越大则限制性越强。-2）如果通胀持续稳定下行，即使名义政策利率不再上升（到达加息终点），实际政策利率也将随通胀向下而持续走高，产生增强的政策效果。-3）如果中性利率 r^* 不发生上移，跟随通胀下行节奏的稳步降息，才能够维持政策利率与 r^* 差分的稳定，继而保持稳定的限制性政策效果。
- 当前政策利率或已超越中性利率水平，这也是美联储当前屡次强调对当前政策水平感到满意（已经来到限制性区间）的基础。对于美国当前的 r^* 水平，各方看法并不统一。但是显然更加重要的是美联储的看法，我们仍然可以从政策表达和信号释放的草蛇灰线之中，大致感知美联储对于支撑远期降息合理性的决策逻辑的铺垫。
- 由于名义通胀更容易受到短期能源品价格等因素影响出现高波动，我们以趋势较为稳定的核心通胀，作为通胀的度量。则当前美国核心 CPI 中期增速下行趋势已经较为清晰，领先指标提示通胀的权重分项大概率持续趋势回落，使得未来核心 CPI 维持回落趋势的概率升高。
- 对未来的政策作出一种情景假设：通胀维持趋势下行，中性利率 r^* 不上调的情形下，实际政策利率将跟随通胀下行趋势而走高。这样，在 0.2% 和 0.3% 的核心通胀环比假设下，如果希望在 24 年维持 1% 的实际政策利率，则 24 全年分别需要约 200bp 和 70bp 的降息。

风险提示

通胀韧性的风险。经济硬着陆的风险。假设发生变化影响测算结果的风险。

证券分析师

王仲尧 021-63325888*3267
wangzhongyao1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518050001
香港证监会牌照：BQJ932

孙金霞 021-63325888*7590
sunjinxia@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860515070001

曹靖楠 021-63325888*3046
caojingnan@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520010001

联系人

吴泽青 wuzeqing@orientsec.com.cn

相关报告

8 月美国就业数据点评：劳动力供给继续修复，带动就业市场放缓和软着陆 2023-09-06

7 月美国 CPI 点评：如何理解 7 月美国 CPI 及美债利率上冲 2023-08-13

美国再工业化：在岸、近岸投资贸易的新趋势和影响：——美国韧性与衰退（2） 2023-08-12

7 月美国 FOMC 点评：High for Longer 2023-07-31

美国韧性与衰退（1）：房地产反弹，该看淡衰退了吗？ 2023-07-09

目 录

当前市场聚焦与峰会关键内涵：挑战长期利率中枢之间	4
本次峰会中主要央行对上述关键指标保持战略模糊	6
政策含义：再看 2024 降息预期	6
当前政策利率或已超越中性利率水平	7
权重分项拖拽核心通胀趋势下行	8
何以维持稳定的限制性政策效果？	9
风险提示	10

图表目录

图 1: 22JH 峰会前后标普 500 和纳指走势.....	4
图 2: 22JH 峰会前后 10y 美债收益率走势 (%)	4
图 3: 密歇根大学 5y 通胀预期、10y 盈亏平衡通胀率 (%)	5
图 4: 美联储 SEP 中长期均衡利率指引、美元 5y5y OIS (%)	5
图 5: r^* 估计: 纽约、达拉斯、里士满联储 (%)	5
图 6: FFR 利率期货定价及隐含加/降息次数 (2023.9.6)	7
图 7: SOFR 定价及隐含加/降息次数 (2023.9.6)	7
图 8: 名义政策利率-短期通胀预期 (%)	7
图 9: 名义政策利率-滚动 12 个月核心通胀 (%)	7
图 10: CPI 房租及领先指标环比 (%)	8
图 11: CPI 二手车及领先指标环比 (%)	8
图 12: 超级核心通胀环比 (%)	9
图 13: 核心 CPI 和实际利率路径 (%): 核心 CPI 增速假设=0.2%	10
图 14: 核心 CPI 和实际利率路径 (%): 核心 CPI 增速假设=0.3%	10

8月末，23年度的全球央行峰会再度在美国小镇 Jackson Hole 召开。经历了8月以来又一轮美债收益率反弹和美元指数上冲之后，当下货币政策预期又来到关键隘口：不仅年内一致预期的加息终点正在接近，转眼就要进入 2024，美联储掉头降息的预期何去何从，美债收益率是否继续 higher for longer，对于宏观预期和资产定价的中长期趋势、中枢而言，或许更加重要。

本届峰会主题为“全球经济的结构性变迁（The Structural Shifts in Global Economy）”，这篇报告，我们也跳过数据、政策的即期变化，在基本面趋势和峰会释放的政策信号当中，尝试对 2024 启动降息这个关键命题和假设展开初步的分析探讨。

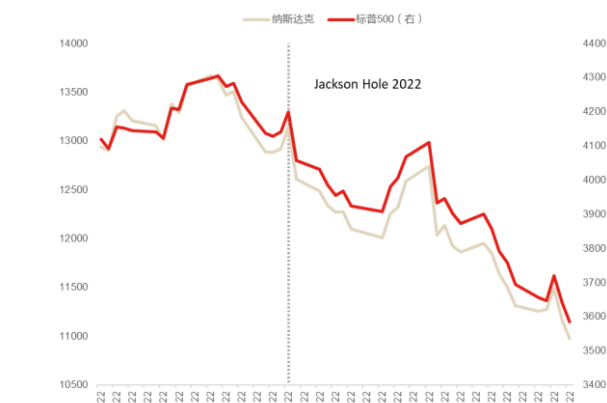
当前市场聚焦与峰会关键内涵：挑战长期利率中枢之问

今年的央行峰会主题定位“全球经济的结构性变迁（The Structural Shifts in Global Economy）”，而自新冠大流行后，市场讨论最为广泛的两个结构性变迁问题即是：

- 1) 通胀还能否完美回归 2%的货币政策目标，也即长期通胀中枢是否上移？
- 2) 继而，利率超预期高位横盘，“更高更久（higher for longer）”是否已是利率的新常态？
- 3) 经济的结构性变迁是否定义了经济新的中性利率水平？

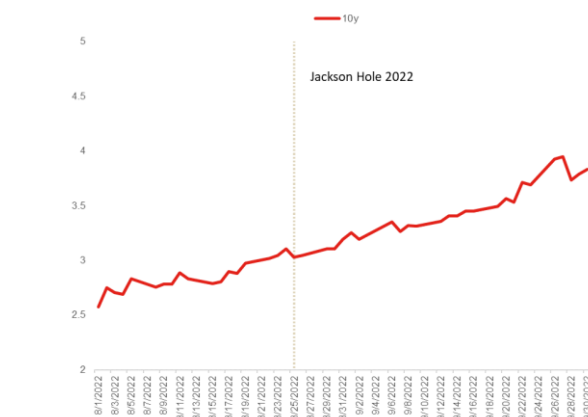
由此，8月美债收益率大幅上行，除了财政（美债供给）的因素外，对 Jackson Hole 峰会提供利率“higher for longer”叙事新的官方背书，也是美债近期走势沉重的可能原因之一。毕竟，22年峰会后美股大跌、美债收益率上冲的记忆对市场来说并不久远（图 1、2）。

图 1：22JH 峰会前后标普 500 和纳指走势



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 2：22JH 峰会前后 10y 美债收益率走势（%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

上述三个问题，可以直接落实到三项定量的指标：

- 1) 长期通胀预期；
- 2) 中长期均衡利率（名义值，由参考美联储利率点阵图的 longer run）；
- 3) 中性利率 r^* （实际值，对经济影响中性的实际利率水平）。

长期通胀预期方面，我们用主流的预期调查指标（密歇根大学调查通胀预期，5 年期）和市场交易出的长期通胀预期（10y TIPS 隐含的盈亏平衡通胀）来观察，则 22 年加息效果显著，长期通

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

胀预期得到了较好的锚定。这也意味着市场所担心的长期通胀中枢上移，目前并不具备充分的论据支撑。

中长期均衡利率方面，美联储货币政策虽然持续收紧，但政策前瞻指引的中长期均衡利率水平，也即点阵图的 longer run 一列在大流行后始终没有修正，维持在 2.5% 的名义值水平，如果长期通胀中枢不变，则对应 2% 的长期通胀和 0.5% 的实际利率水平。

图 3：密歇根大学 5y 通胀预期、10y 盈亏平衡通胀率（%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 4：美联储 SEP 中长期均衡利率指引、美元 5y5y OIS（%）

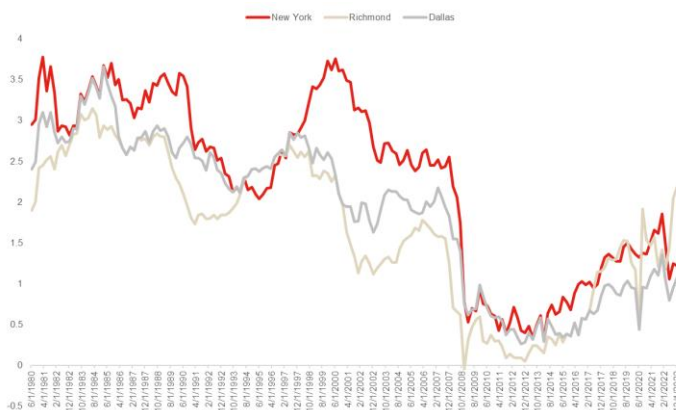


数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

中性利率 r^* ，是对经济活动既无抑制作用也无刺激效果的实际利率理论水平。围绕 r^* 有一系列机构构建的一批模型，产生的各类研究成果，其中仅美联储自身就有纽约联储、达拉斯联储、里士满联储等至少 3 家研究和发布 r^* 数据。

例如，较为频繁被引用的是由前美联储货币政策事务主任 Thomas Laubach 和纽约联储主席 John Williams 共同提出的 Laubach-Williams 模型，即 L-W 中性利率，该模型显示的 r^* 水平目前在 1.14%，达拉斯联储计算在 1.07%，里士满联储测算则在 2.16%。作为一个理论值， r^* 的水平并不确定，且在当前各类对于 r^* 的看法之间存在比较显著的差距。

图 5： r^* 估计：纽约、达拉斯、里士满联储（%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

第 1 和第 3 个变量的加总，决定了我们对于长期当中的均衡利率水平估计。因此，上述指标目前的状态和趋势并未给出利率将会 “higher for longer” 的清晰证据。因此，市场聚焦以经济结构性

变迁为主题的 23 年 Jackson Hole 峰会，会否在美联储官方政策信号层面上，围绕上述指标给出新的判断。

本次峰会中主要央行对上述关键指标保持战略模糊

然而在本次峰会上，主要央行的发言并未给出太多增量信息和政策信号。特别是围绕上述关键变量，市场担心的央行政策面上修指引没有在会上出现。

美联储鲍威尔的发言要点：

鲍威尔的发言围绕治理通胀在过去取得的成果，以及面向未来的不确定性。发言的主要内容是对走势分化的通胀各项构成拆分评述，增量信息有限。鲍威尔认为美联储目前没有能力知晓准确的中性利率水平。

货币政策：重申了将通胀降至 2% 的目标，并表示目前通胀仍然过高，有可能在适当的情况下进一步提高利率，并将政策利率维持在一个限制性水平。

通胀形势：鲍威尔回顾了美联储加息以来的通胀进展，总体而言对目前进展比较满意，但对于通胀后续走势仍然不够自信。PCE 通胀的三个主要组成部分——商品通胀、住房服务通胀和所有其他服务通胀（非住房服务业）：核心商品（尤其是耐用品）通胀已大幅下降；货币政策对于房地产行业的收紧效果已经显现，将滞后反映在住房服务通胀上；未来不确定性主要集中在非住房服务通胀（超级核心服务），目前走势震荡，还没有观察到清晰的回落趋势。

经济增长：金融状况收紧导致经济活动的增长放缓，但美联储正密切关注那些未反映经济如期降温的信号：GDP 增长超预期；消费支出强劲；劳动力市场再平衡尚未完成，如果证据表明劳动力市场继续紧张，仍有可能需要货币政策作出反应。

中性利率：当前政策利率已经来到限制性区间，但中性利率存在不确定性，美联储没有能力明确指出其水平。

欧央行拉加德的发言要点：

阐述了大流行以来欧洲和全球经济经历的三大转变：劳动力市场和工作性质（数字化）发生深刻变化；能源市场变革；地缘政治分歧和贸易保护主义。这些变化意味着未来经济会经历更多来自供给侧的冲击，通过价格调整和劳动力市场紧张得以体现。对此，欧央行必要时应将利率设定在充分限制性的水平，以实现通胀及时回到 2% 的中期目标。

日银植田和男的发言要点：

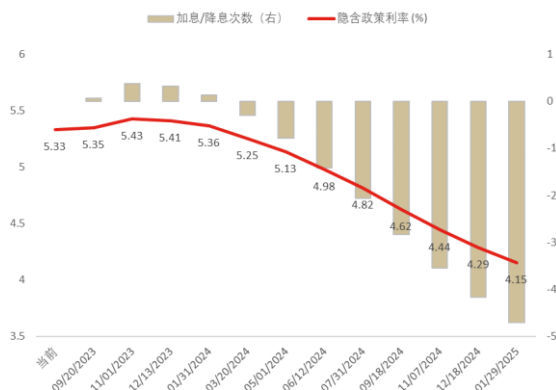
受益于疫情限制措施的放松，日本经济较为强劲，国内需求健康，但潜在的物价涨幅仍低于日本央行 2% 的目标，这解释了日本央行为何坚持当前货币宽松框架。此外，植田和男还谈到地缘政治因素对于日本经济的长期影响，全球制造业转移重塑将给经济和货币政策带来不确定性。

政策含义：再看 2024 降息预期

欧洲美元、联邦基金利率期货等各类定价均显示，市场预计美联储将在 2024 年进入降息周期。随着预期的时间节点临近，这个命题也已不再是镜花水月，而是潜在的对利率中枢水平产生重要影响的假设——市场讨论的长端利率是否会趋势性地进入并维持在更高的中枢水平（higher for longer），取决于接下来“美联储在 2024 年转入降息”这个关键命题的发展。

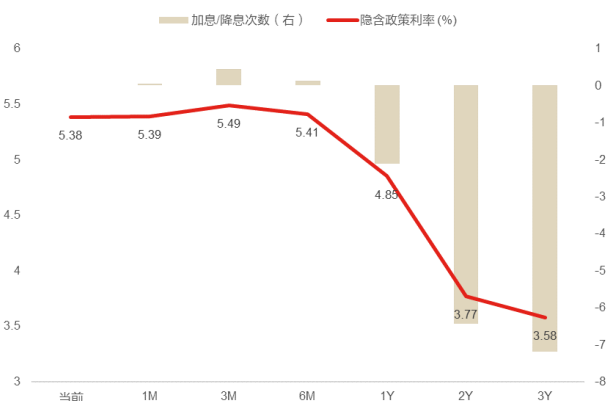
从当前市场预期定价来看，FFR 利率期货隐含美联储在 24Q2 进入降息，24 全年降息幅度约 100bp。SOFR 隐含的政策利率也显示类似的预期——1 年后（2024 年 9 月）降息幅度约 70bp。

图 6：FFR 利率期货定价及隐含加/降息次数（2023.9.6）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 7：SOFR 定价及隐含加/降息次数（2023.9.6）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

现在的问题是，美国经济软着陆的概率正在持续上升，美联储对于走在金光大道上（通胀下行，经济韧性）的政策操作感到满意，当下似乎难以设想 2-3 个季度后，什么将成为触发美联储启动降息的决策条件？降息预期又将会以怎样的形式兑现？

我们认为，在软着陆情形下，2024 降息命题的逻辑支撑，可能正是基于前述的中性利率-长期通胀-名义利率框架：

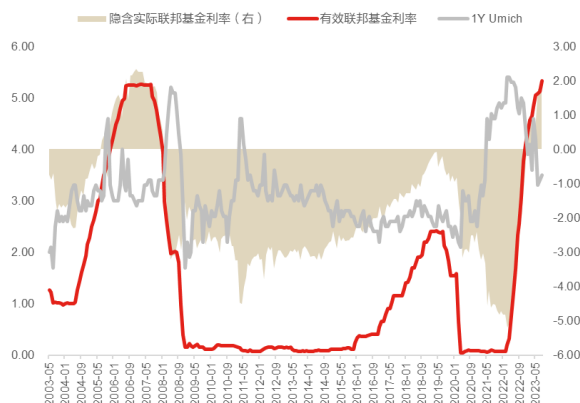
- 1) 名义政策利率-通胀=实际政策利率，实际政策利率 $> r^*$ 则货币政策发挥限制性作用，差值越大则限制性越强。
- 2) 如果通胀持续稳定下行，即使名义政策利率不再上升（到达加息终点），实际政策利率也将随通胀向下而持续走高，产生增强的政策效果。
- 3) 如果中性利率 r^* 不发生上移，跟随通胀下行节奏的稳步降息，才能够维持政策利率与 r^* 差分的稳定，继而保持稳定的限制性政策效果。

当前政策利率或已超越中性利率水平

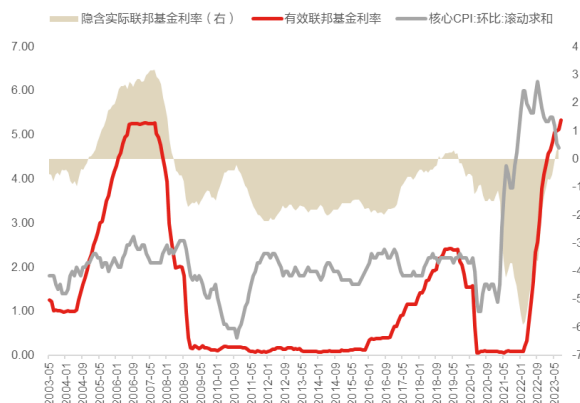
以名义政策利率（有效联邦基金利率）与主流的短期通胀预期定价（Umich1 年期通胀预期）轧差，当前实际政策利率约 1.8%，已超出了一部分模型认定的 r^* 水平，与滚动 12 个月核心通胀（过去 12 个月的核心 CPI 环比上升加总）轧差，当前实际政策利率约 0.4%。这也是美联储当前屡次强调对当前政策水平感到满意（已经来到限制性区间）的基础。

图 8：名义政策利率-短期通胀预期（%）

图 9：名义政策利率-滚动 12 个月核心通胀（%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

当然，我们前述也提到过，对于美国当前的 r^* 水平，各方看法并不统一。但是显然更加重要的是美联储的看法。那么即使鲍威尔选择在峰会上含混不清（他所用的措辞为：美联储还没有能力准确知晓 r^* ），我们仍然可以从政策表达和信号释放的草蛇灰线之中，大致感知美联储对于支撑远期降息合理性的决策逻辑的铺垫：

例如，三家测算 r^* 之一的纽约联储，从 2020 年起由于新冠疫情严重冲击模型的经济假设条件而暂停发布数据。23 年 5 月，纽约联储重启公布了由 LW 和 HLW 模型计算得到的中性利率，而该版本的 r^* 水平已经低于当前实际政策利率水平。

8 月，纽约联储主席威廉姆斯表示，他认为中性利率已经回落至 2019 年的水平，没有强有力的证据表明自然利率较疫情前上移（原措辞为：My expectation is that over time, over years, real interest rates will actually come back down from the levels they're at. I haven't seen really any strong evidence that neutral rates have yet risen much beyond what they were, say before the pandemic.）。

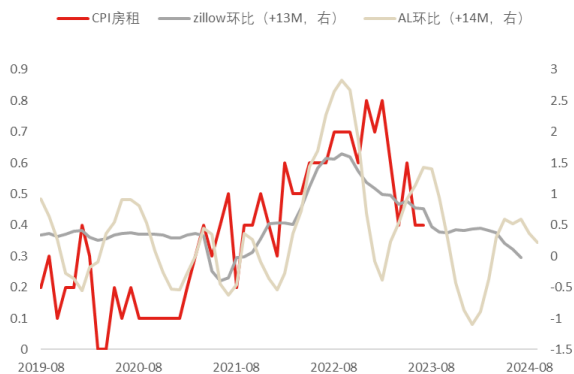
权重分项拖拽核心通胀趋势下行

由于名义通胀更容易受到短期能源品价格等因素影响出现高波动，我们以趋势较为稳定的核心通胀，作为通胀的度量。则当前美国核心 CPI 中期增速下行趋势已经较为清晰，领先指标提示通胀的权重分项大概率持续趋势回落，使得未来核心 CPI 维持回落趋势的概率升高。

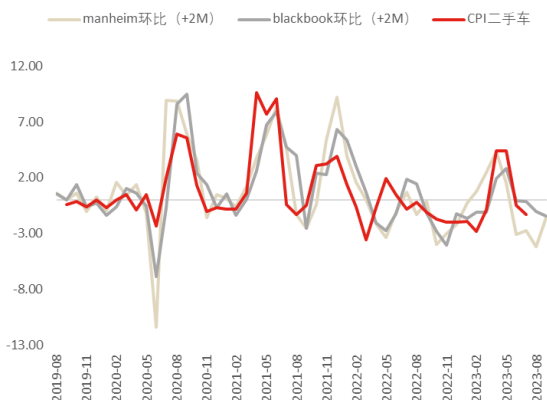
二手车是核心商品通胀当中的权重项，CPI 二手车分项通常略滞后于二手车的市场价格指标（如 Manheim），二手车市场价格指标震荡回落，CPI 二手车有望继续趋于下行。房租是核心服务通胀当中的权重项，滞后于房价，或者房租的市场价格指标（如 Apartment List 和 Zillow），房租的市场价格指标同样震荡回落，提示 CPI 房租正处在连续的回落趋势之中。

图 10: CPI 房租及领先指标环比 (%)

图 11: CPI 二手车及领先指标环比 (%)



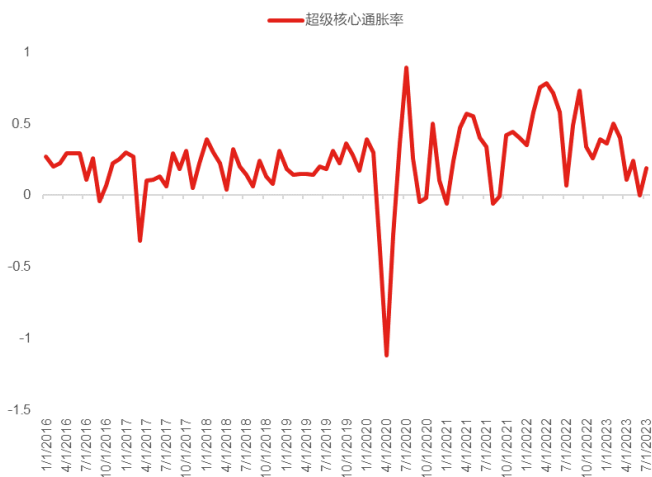
数据来源：Bloomberg，东方证券研究所



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

当然，核心通胀走势仍然存在一定的不确定性。美联储关注的超级核心服务通胀（核心服务去除房租）近期走势震荡，并未呈现如上述权重分项的连贯、清晰回落趋势，这些分项的可预测性也相对较差。这也是鲍威尔在峰会上提及的通胀偏上侧风险的不确定性。

图 12：超级核心通胀环比（%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

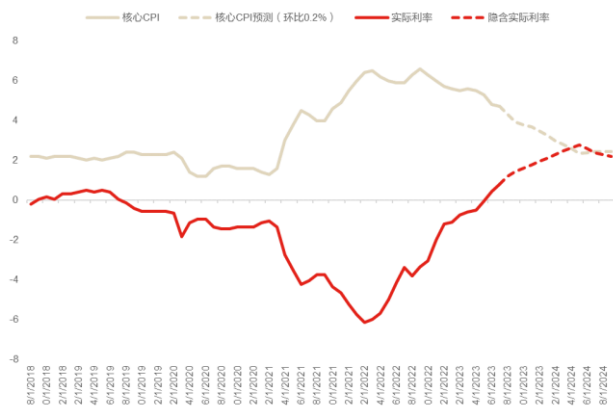
何以维持稳定的限制性政策效果？

这样，我们可以对未来的政策作出一种情景假设：通胀维持趋势下行，中性利率 r^* 不上调的情形下，实际政策利率将跟随通胀下行趋势而走高。

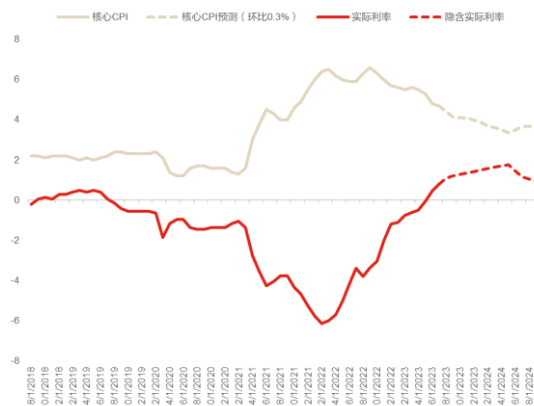
我们以当前 FFR 利率期货定价来刻画未来名义政策利率走势，继而假设 0.2%、0.3% 的固定环比核心通胀，就可以看到一条清晰趋势上行的实际政策利率路径，大约在 2024 年中达到高位。在 0.2% 核心通胀月环比假设下，实际政策利率将在 24 年 1 月达到 2.1%，5 月达到 2.8%，9 月回落至 2.2%。0.3% 环比假设下，实际政策利率将在 24 年 1 月达到 1.5%，5 月达到 1.8%，9 月回落至 1%。

这样，在 0.2% 和 0.3% 的核心通胀环比假设下，如果希望在 24 年维持 1% 的实际政策利率，则 24 全年分别需要约 200bp 和 70bp 的降息。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 13：核心 CPI 和实际利率路径（%）：核心 CPI 增速假设 =0.2%


数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 14：核心 CPI 和实际利率路径（%）：核心 CPI 增速假设 =0.3%


数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

风险提示

通胀韧性的风险。尽管主要权重项拉动核心通胀趋势下行，但近期沙特、俄罗斯相继宣布减产，原油价格上涨引发二次通胀担忧，名义通胀存在一定上侧风险，则不排除美联储货币政策 higher for longer 的可能。

经济硬着陆的风险。联储加息的影响尚未完全反映在经济基本面中，后续银行危机、信贷紧缩和信用风险发展存在不确定性，经济仍有硬着陆的风险，可能出现非线性的衰退，在此情形下联储的紧缩货币政策将让步于经济金融风险，或快速降息。

假设发生变化影响测算结果的风险。若对于实际利率测算的假设条件、理论模型发生改变，或数据发生重大结构性调整，将影响本文对于实际利率的测算结果。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。