

“关税持续通胀论”被证伪了吗？

——7月美国通胀数据点评 20250813

报告日期：2025-08-13

首席分析师：颜子琦

执业证书号：S0010522030002

电话：13127532070

邮箱：yanzq@hazq.com

分析师：洪子彦

执业证书号：S0010525060002

电话：15851599909

邮箱：hongziyan@hazq.com

主要观点：

● 数据观察：CPI 未变，核心 CPI 小幅上升，CPI 及核心 CPI 均低于预期

7月CPI同比增长2.7%，Wind预期值2.72%，前值为2.7%。CPI环比增长0.2%，较前值降低0.1pct（前值+0.3%）。核心CPI同比增长3.0%，Wind预期值3.04%，前值为2.9%。核心CPI环比增长0.3%，较前值增长0.1pct（前值+0.2%），CPI同比及核心CPI同比均未超过今年2月的通胀水平。

本月CPI回落的主因是能源项下跌，食品价格亦小幅回落。7月能源分项环比回落1.1%，前值为0.9%，其中汽油价格环比回落-2.2%，构成本月CPI的主要减项。受OPEC+增产压力、贸易摩擦等带来供需关系逆转影响，叠加地缘政治风险担忧走弱，7月油价较上月回落。7月食品分项同比增长2.9%，较上月回落0.1pct，环比上涨0.0%，较6月环比（0.3%）减小。其中家庭食品同比及环比均降温，而外食食品或受薪资粘性推动，价格同比刚性上涨。

需求敏感指标看，二手车价格环比上涨0.5%，前值为-0.7%，价格转跌为涨。二手车价格同比升温至4.8%。新车价格亦开始回温，新车价格环比从前月-0.3%回升至0.0%，同比从0.2%升至0.4%。新车及二手车市场均升温，消费需求信心有所恢复。7月CCI美国消费者信心指数升至97.3%（前值93%）。但二手车批发端小幅回落，曼海姆二手车价值指数显示批发价同比降至2.8%，环比降至-0.53%。当前二手车项体现的需求回温或也有油价下行带来额外可支配收入的原因，供给端表现为下行，作为美联储关注指标，二手车批发市场带来的通胀隐忧或稍解。从需求滞后指标来看，家具价格环比增速降至0.7%（前值1.0%）。家具作为阶段性必要消费品且供应链依赖从中国进口，关税成本即时转嫁，反映了关税对价格的真实推升幅度。家具项作为刚需品，价格降温仍在持续或反映了需求走弱的程度在加深。

服务类CPI继续上涨，主要受到预期影响，但住房市场降温或使服务业的通胀成为“无薪之火”，螺旋风险仍弱。住房通胀延续降温趋势。住房、住所、住所租金同比均较上月继续回落，回落幅度在0.1~0.2pct。住房环比下降0.1pct，住所及住所租金环比维持前值。此外，外宿降温更显著，外宿环比为-1.0%，同比为-3.4%。领先指标看，标普CS房价指数显示市场租金增速连续5个月放缓，未来住房通胀或持续下降。目前来看，地产下行压力仍在持续。服务业中，多数服务类CPI均在上涨，受卖方议价能力支撑，医疗护理服务、运输服务等刚需类涨幅较多，机票环比涨幅显著、同比涨幅仅0.7%，主要受暑期时点高收入人群需求支撑，也是财富不均衡的体现。住房降温反映当前收入效应仍不强。但服务类CPI多数开始上涨，或是由于前月商品价格的上涨，带动了劳动者薪资预期和企业端通胀预期的上升，但预期与收入仍呈现矛盾格局，

反映市场通胀预期与实际经济弱动能的背离。

供应链压力持续缓解，关税相关品类商品 CPI 出现降温，“关税的一次性影响论”对市场解释力上升。供给视角看，供应链持续修复，7 月全球供应链压力指数（GSCPI）为 0.07，前值 0.14，供应链压力小幅回落。同时本月此前受关税成本转嫁影响的品类遭遇弱需求侧的价格防御，多数开始出现回落，家用电器环比降至负值，录得-0.9%（前值 1.9%），为今年 1 月以来最低，服装环比增长从 0.4%降至 0.1%，休闲商品环比增长从 0.8%降至 0.4%。暗示当下经济呈现收入牵制需求的特征，相较于企业的调价力量，消费者在需求端的价格反制力量更偏强。

● 深度分析：内生需求走弱压制通胀动能，通胀难上涨，降息预期再增强

本月 CPI 呈现“服务通胀、商品通缩”格局。此前我们在《关税带来的高通胀为何仍未完全显现?》提出，通胀格局已进入关税成本一次性推升与内生需求趋势性走弱的角力。本月情况来看，弱需求呈现出对价格有较强的抵御力，商品 CPI 的转跌进一步印证了关税对价格的影响或是一次性的。而服务业受上月商品 CPI 涨价影响，尤其是刚需类商品的涨价推升了居民和企业端悲观的价格预期，多品类均开始上涨。但本轮服务业 CPI 上涨或并不会构成顽固性通胀螺旋，原因有二：

- ① 服务业 CPI 上涨是由通胀预期推动的，而本月商品类价格呈现下跌，尤其是家庭食品等刚需品价格降温，本月商品价格的实际情况或证伪居民和企业的预期，受到预期支撑的服务通胀有望更可控。
- ② 服务业通胀继续走升的领域多为刚需类，而房地产市场表现继续下行，也反映了在关税对价格的强拉力情境下，通胀仍不具备强滚动效应。

综上，“下月价格或不需要再涨”叠加“本月价格涨不动”或共同构成后续通胀的安全底线。

往后看，从数据表现趋势外推，通胀或仍可控。5 月以来，CPI 同比从 2.4%一次性跳升至 2.7%后即维持该水平不变，目前来看，实际数据显示通胀对 CPI 总值的影响仍是一次性的推升。而核心 CPI 自 5 月以来，每月仅上升 0.1pct，强通胀预期下上升幅度仍不超 0.2pct，且仍低于今年 2 月的水平，数据侧证伪通胀螺旋风险。

市场亦将本次通胀数据视为积极信号进行交易，FedWatch 工具显示美联储在 9 月降息的预期从 85.9%升至 93.4%。继疲弱的非农数据之后，降息的关键阻力——关税将带来持续的通胀压力的担忧，也开始被消解。从预期的角度，超预期的 CPI 无疑助推了市场的乐观情绪，而核心 CPI 较整体 CPI 更强劲的预期差表现，进一步巩固了市场对‘通胀螺旋威胁可控’的防御立场。美联储内部亦开始有更多声音支持降息，风向或进一步向 9 月降息倾斜。

● 风险提示：

关税不确定性风险、美国通胀反弹风险。

正文目录

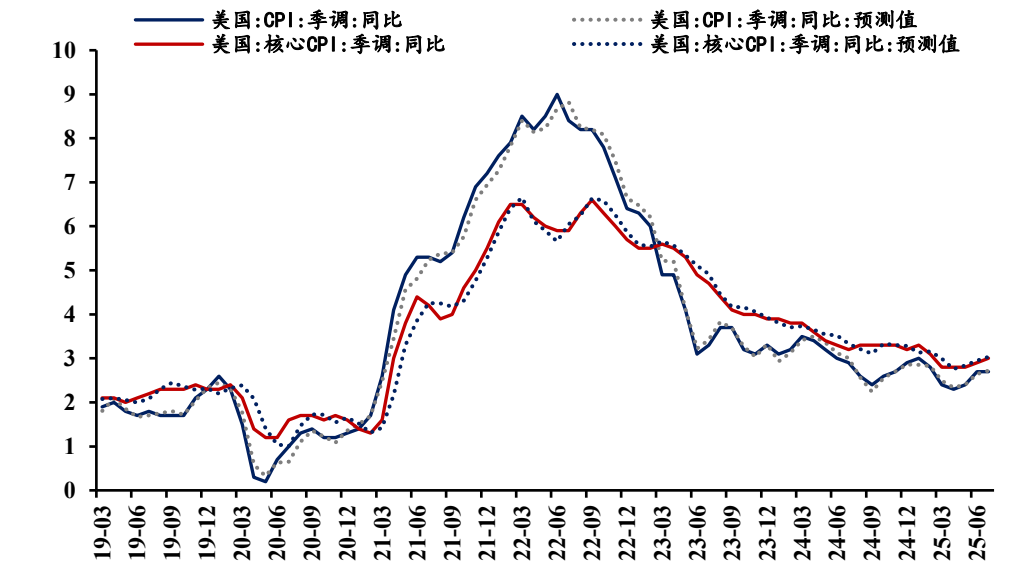
1	重要图表.....	5
2	风险提示.....	7

图表目录

图表 1: CPI 与核心 CPI 同比 (%)	5
图表 2: CPI 环比走势及历年同期情况 (%)	5
图表 3: 核心 CPI 环比走势及历年同期情况 (%)	5
图表 4: CPI 各分项季调环比及季调同比情况 (%)	6
图表 5: 油价震荡回落 (美元/桶, 美元/桶)	6
图表 6: 二手车供给端批发价回落 (%)	6
图表 7: 租金水平先行指标呈持续回落趋势 (%)	7
图表 8: 供应链压力下降, 销售小幅回升 (%)	7
图表 9: 平均时薪增速与核心 CPI 增速差值维持前值 (%)	7
图表 10: 平均时薪增速与生产率增速差值走阔 (%)	7

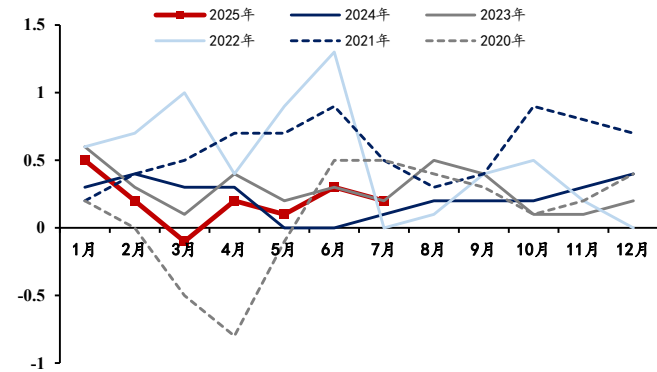
1 重要图表

图表 1: CPI 与核心 CPI 同比 (%)



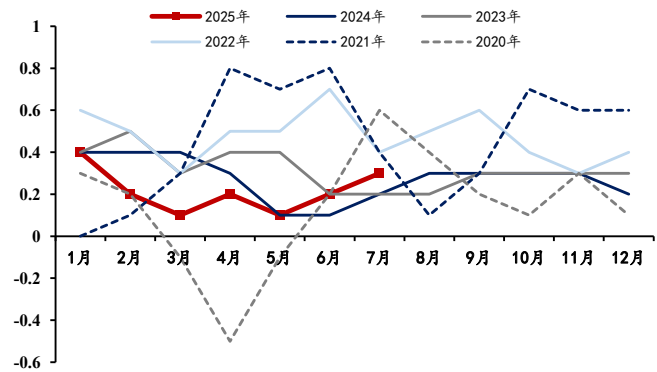
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 2: CPI 环比走势及历年同期情况 (%)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 3: 核心 CPI 环比走势及历年同期情况 (%)



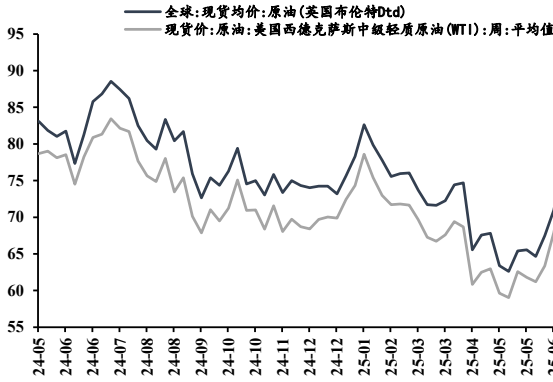
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 4: CPI 各分项季调环比及季调同比情况 (%)

CPI 项	季调环比												季调同比											
	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08
CPI	0.2	0.3	0.1	0.2	-0.1	0.2	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	2.7	2.7	2.4	2.3	2.4	2.8	3.0	2.9	2.7	2.6	2.4	2.6
食品	0.0	0.3	0.3	-0.1	0.4	0.2	0.4	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2	2.9	3.0	2.9	2.7	3.0	2.6	2.5	2.5	2.4	2.1	2.3	2.1
家庭食品	-0.1	0.3	0.3	-0.4	0.5	0.0	0.5	0.3	0.4	0.2	0.3	0.1	2.2	2.4	2.3	2.0	2.4	1.8	1.9	1.7	1.6	1.1	1.3	0.9
谷物和烘焙制品	-0.2	-0.2	1.1	-0.5	-0.1	0.4	-0.4	1.0	-1.2	0.9	0.2	0.0	1.0	0.9	1.0	0.0	1.1	0.3	0.4	0.7	-0.5	0.9	0.2	-0.3
肉类、家禽、鱼和蛋类	0.2	-0.1	-0.4	-1.6	1.3	1.6	1.9	0.4	1.5	-0.9	0.7	0.7	5.3	5.8	6.1	6.8	7.8	7.3	5.8	4.0	3.8	2.0	3.9	3.2
乳制品及相关制品	0.7	-0.3	-0.1	-0.2	1.0	-1.0	0.3	0.2	-0.3	0.8	0.1	0.3	1.5	0.9	1.7	1.6	2.2	0.8	1.2	1.3	1.2	1.3	0.5	0.4
水果和蔬菜	0.0	0.9	0.3	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5	0.1	-0.1	0.5	0.6	-0.1	0.3	0.8	-0.4	-0.8	-0.7	-0.3	0.2	0.9	1.0	0.9	0.7	-0.2
无酒精饮料和饮料原料	-0.5	1.4	-0.3	0.7	0.6	-0.5	0.9	-0.3	1.3	0.5	0.0	-0.3	3.6	4.4	3.1	3.2	2.4	2.1	2.2	2.3	2.8	1.8	1.3	1.3
其他家庭食品	-0.5	0.2	0.7	-0.1	0.5	-0.5	0.3	0.3	0.2	0.1	-0.2		1.2	1.3	1.4	0.7	1.0	0.1	0.8	0.8	0.7	0.4	0.4	0.3
外食食品	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3		3.9	3.8	3.8	3.9	3.8	3.7	3.4	3.6	3.6	3.8	3.9	4.0
能源	-1.1	0.9	-1.0	0.7	-2.4	0.2	1.1	2.4	0.1	-0.2	-1.0	-1.0	-1.3	-0.6	-3.1	-3.5	-3.2	-0.3	0.8	-0.3	-3.1	-4.8	-6.8	-4.1
能源商品	-1.9	1.0	-2.4	-0.2	-6.1	-0.9	1.9	3.9	0.2	-1.1	-2.3	-1.3	-8.9	-7.9	-11.6	-11.5	-9.5	-3.2	-0.5	-3.6	-8.5	-12.4	-15.2	-10.3
汽油(所有种类)	-2.2	1.0	-2.6	-0.1	-6.3	-1.0	1.8	4.0	0.3	-1.0	-2.3	-1.2	-9.5	-8.3	-12.0	-11.8	-9.8	-3.1	-0.2	-3.3	-8.1	-12.2	-15.2	-10.4
燃油	1.8	1.3	0.9	-1.3	-4.2	0.8	6.2	2.1	-1.4	-2.3	-3.8	-2.8	-2.9	-4.7	-8.6	-9.6	-7.6	-5.1	-5.3	-13.0	-19.5	-20.9	-22.3	-12.2
能源服务	-0.3	0.9	0.4	1.5	1.6	1.4	0.3	0.8	-0.1	0.7	0.6	-0.7	7.3	7.6	6.8	6.3	4.2	3.2	2.5	3.3	2.8	4.0	3.4	3.1
电力	-0.1	1.0	0.9	0.8	0.9	1.0	0.0	0.2	-0.2	0.8	0.5	-0.4	5.5	5.8	4.5	3.6	2.8	2.5	1.9	2.8	3.1	4.5	3.8	4.0
公共事业(管道)燃气服务	-0.9	0.5	-1.0	3.7	3.6	2.5	1.8	2.8	0.5	0.5	-0.7	-1.6	13.8	14.2	15.3	15.7	9.4	6.0	4.9	5.0	1.7	2.0	2.0	-0.2
核心CPI	0.3	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	3.0	2.9	2.8	2.8	2.8	3.1	3.3	3.2	3.3	3.3	3.3	3.3
商品(不含食品和能源)	0.2	0.2	0.0	0.1	-0.1	0.2	0.3	0.0	0.2	0.0	0.2	-0.1	1.1	0.6	0.3	0.2	0.0	0.0	-0.1	-0.7	-0.7	-1.2	-1.1	-1.6
运输产品(不含汽车燃料)	0.2	-0.4	-0.3	-0.2	-0.2	0.2	0.8	0.5	0.6	0.4	0.3	0.0	1.9	1.2	1.0	0.8	0.3	0.2	0.3	-1.8	-1.9	-2.2	-2.7	-3.7
新交通工具	0.0	-0.3	-0.3	0.0	0.1	-0.1	0.0	0.4	0.5	0.0	0.1	0.0	0.4	0.2	0.4	0.3	0.0	-0.3	-0.3	-0.4	-0.7	-1.3	-1.3	-1.2
二手汽车和卡车	0.5	-0.7	-0.5	-0.5	-0.7	0.9	2.2	0.8	1.3	1.2	0.5	-0.2	4.8	2.8	1.8	1.5	0.6	0.8	1.0	-4.8	-4.9	-4.9	-6.4	-8.5
家用家具和供给	0.7	1.0	0.3	0.2	0.0	0.2	-0.2	0.6	0.0	0.0	-0.3		2.4	1.7	0.6	0.3	-0.3	-0.4	-0.9	-0.8	-1.0	-2.1	-2.2	-2.6
家用电器	-0.9	1.9	0.8	0.8	-0.1	0.5	-0.6	-2.1	0.3	-0.4	-0.3	-0.2	-0.3	0.8	-0.8	-1.2	-2.5	-3.1	-4.2	-3.3	-1.0	-2.2	-2.6	-3.2
服装	0.1	0.4	-0.4	-0.2	0.4	0.6	-1.4	0.1	0.1	-0.9	1.0	0.1	-0.1	-0.5	-0.9	-0.7	0.3	0.5	0.5	1.3	1.2	0.3	1.8	0.2
休闲商品	0.4	0.8	0.4	0.4	-0.3	-0.7	0.3	-0.5	-0.4	0.0	-0.4	-0.2	-0.1	-0.8	-1.3	-1.9	-2.3	-2.4	-1.9	-1.5	-1.5	-1.7	-1.5	-0.9
医疗护理商品	0.1	0.1	0.6	0.4	-1.1	0.1	1.2	0.0	-0.1	-0.2	-0.7	-0.2	0.1	0.2	0.3	1.0	1.0	2.3	2.3	0.5	0.4	1.0	1.6	2.0
酒精饮料	0.1	0.1	-0.1	0.0	0.2	0.5	0.3	-0.3	0.0	0.4	0.1	0.1	1.4	1.4	1.5	1.8	1.9	1.7	1.4	1.4	1.8	1.6	1.5	1.9
教育和通讯商品	-1.3	0.0	0.1	0.3	0.5	-0.2	0.1	-1.3	-0.9	-0.3	-0.6	-0.7	-4.3	-3.3	-3.8	-5.3	-5.7	-6.9	-6.6	-6.1	-5.3	-6.7	-7.0	-6.0
服务(不含能源服务)	0.4	0.3	0.2	0.3	0.1	0.3	0.5	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	3.6	3.6	3.5	3.6	3.7	4.1	4.3	4.5	4.6	4.8	4.8	4.9
住房	0.2	0.3	0.3	0.5	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	3.9	4.1	4.0	4.0	3.7	3.8	3.8	4.1	4.1	4.2	4.1	4.3
住所	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3	0.5	3.7	3.8	3.9	4.0	4.0	4.2	4.4	4.6	4.8	4.9	4.9	5.2
住所租金	0.2	0.2	0.3	0.4	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3	0.4	3.6	3.8	3.9	4.0	4.0	4.3	4.4	4.6	4.8	4.9	4.9	5.3
业主净租金	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3	0.5	4.1	4.2	4.2	4.3	4.4	4.4	4.6	4.8	4.9	5.2	5.2	5.4
主要居所租金	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	3.5	3.8	3.8	4.0	4.0	4.1	4.2	4.3	4.4	4.6	4.8	5.0
外宿	-1.0	-2.9	-0.1	-0.1	-3.5	0.2	1.4	-0.5	2.6	0.4	-1.1	1.3	-3.4	-2.4	-0.8	-1.3	-2.5	2.0	2.2	2.2	3.3	-0.2	-2.7	1.9
服务(不含住所租金)	0.3	0.4	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5	0.3	0.2	0.4	0.5	0.1	4.0	3.8	3.5	3.3	3.3	3.8	3.9	4.0	4.1	4.5	4.4	4.3
医疗护理服务	0.8	0.6	0.2	0.5	0.5	0.3	0.0	0.2	0.3	0.3	0.6	-0.1	4.3	3.4	3.0	3.1	3.0	3.0	2.7	3.3	3.7	3.8	3.6	3.3
专业服务	0.7	0.5	0.0	0.4	0.2	0.3	-0.2	0.1	0.4	0.5	0.5	-0.1	3.4	2.8	2.4	2.7	2.5	2.4	2.1	2.7	3.0	3.1	2.3	1.6
医院和相关服务	0.4	0.4	0.4	0.5	1.3	0.2	0.9	0.2	0.1	0.5	0.3	0.4	5.7	4.2	3.9	3.8	3.9	3.8	3.2	4.0	4.3	4.3	4.8	5.8
运输服务	0.8	0.2	-0.2	0.1	-1.4	-0.8	1.8	0.5	0.1	0.4	1.2	0.8	3.5	3.1	2.5	2.4	3.1	6.1	8.3	7.5	7.1	8.2	8.7	8.0
机动车保险	0.1	0.1	0.7	0.6	-0.8	0.3	2.0	0.5	0.3	-0.2	1.0	0.6	5.3	6.1	7.0	6.4	7.5	11.1	11.8	11.3	12.7	14.0	16.3	16.5
机动车维修	0.8	0.4	-0.1	1.2	1.6	0.7	0.6	-0.6	0.5	1.3	2.8	1.4	11.0	8.2	7.4	7.6	6.4	7.9	7.4	7.2	7.8	7.3	6.0	3.4
机票	4.0	-0.1	-2.7	-2.8	-5.3	-4.0	1.2	3.0	0.0	1.9	2.8	3.2	0.7	-3.5	-7.3	-7.9	-5.2	-0.7	7.1	7.8	4.8	4.2	1.7	-1.1
教育和通讯服务	0.2	0.1	0.1	-0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	-0.2	-0.1	0.0	0.2	1.1	1.1	1.0	1.2	1.6	1.6	1.7	1.8	1.8	2.1	2.3	2.3
学费、其他学校费用和幼托	0.4	0.2	0.3	0.1	0.4	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3	0.2	0.6	3.5	3.4	3.5	3.6	3.7	3.5	3.6	3.8	3.9	3.8	3.6	3.2
网路服务和电子信息供应商	0.0	0.5	-0.1	-1.5	0.3	1.1	1.1	0.4	-1.6	-1.0	-1.3	-0.4	-2.4	-2.3	-3.1	-2.9	-1.1	-0.7	-0.5	-0.4	-0.7	1.1	2.0	3.0
休闲服务	0.4	0.2	-0.1	-0.3	0.1	0.8	1.4	0.3	0.7	0.6	-0.3	0.1	3.9	3.8	3.7	3.6	4.3	4.3	3.8	2.7	3.5	2.8	2.2	3.2
录音和录像服务	-0.3	0.2	0.5	-0.6	-0.7	1.0	2.0	0.7	-0.2	-0.3	0.0	0.1	2.2	3.0	2.4	0.7	2.0	3.7	3.1	1.5	1.4	1.5	1.8	2.0
宠物服务(包括兽医)	0.4	0.7	0.8	0.0	-0.2	1.1	0.1	0.2	0.9	1.0	-0.1	0.7	5.6	5.6	4.9	4.6	4.7	6.6	5.9	6.3	7.1	6.1	5.6	6.0
水、下水道和垃圾回收服务	0.4	0.4	0.2	0.3	0.2	1.0	0.7	0.1	0.5	0.4	0.6	0.4	5.3	5.4	5.2	4.9	4.9	4.9	4.4	5.2	5.2	5.0	4.8	4.2

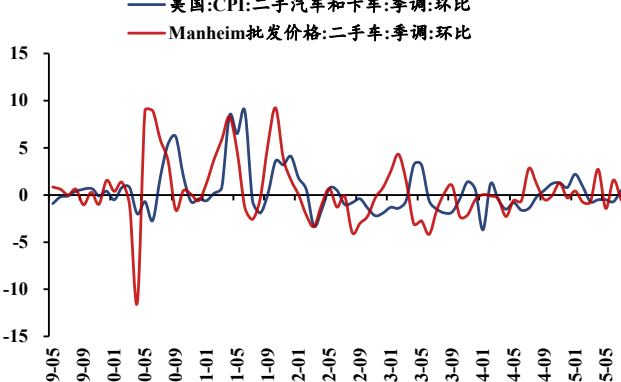
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 5: 油价震荡回落(美元/桶, 美元/桶)



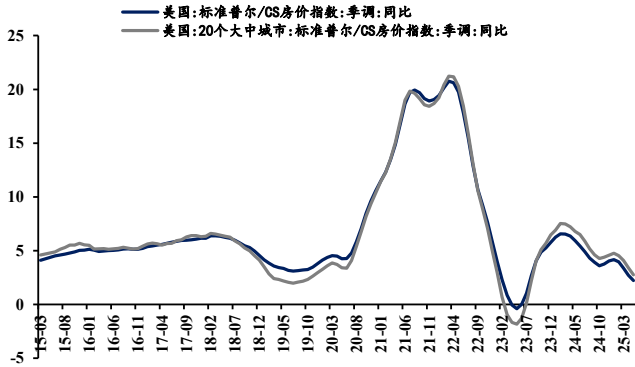
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 6: 二手车供给端批发价回落(%)



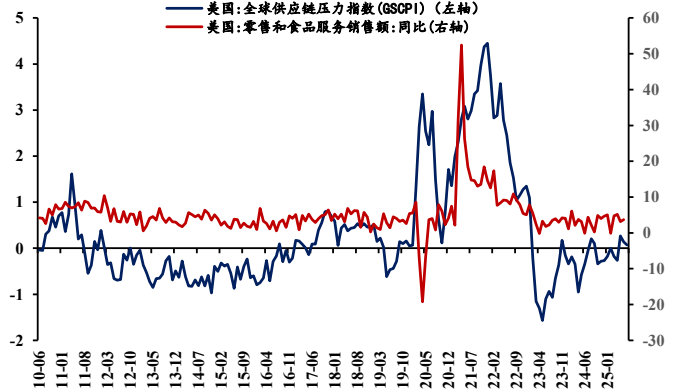
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 7：租金水平先行指标呈持续回落趋势（%）



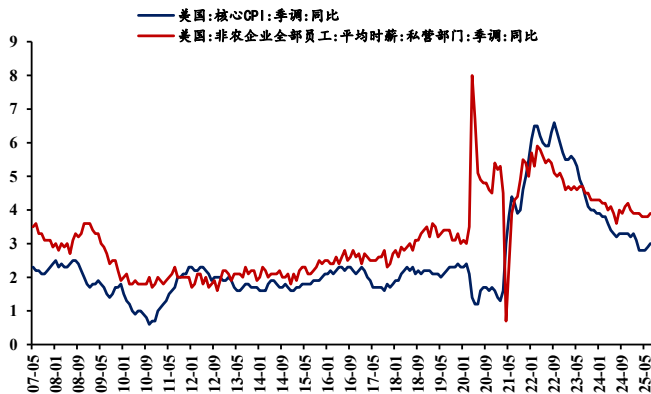
资料来源：Wind，华安证券研究所 注释：最新数据披露到 5 月

图表 8：供应链压力下降，销售小幅回升（%）



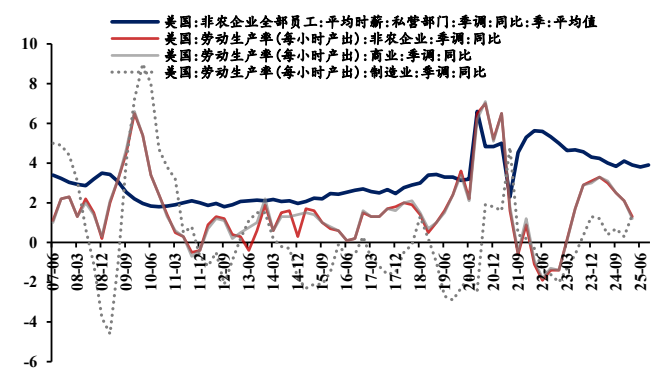
资料来源：Wind，华安证券研究所 注释：销售数据最新披露到 6 月

图表 9：平均时薪增速与核心 CPI 增速差值维持前值（%）



资料来源：Wind，华安证券研究所 注释：若薪资增速持续高于通胀率，企业可能通过提价转嫁成本，形成“工资-物价”螺旋上升，加剧通胀粘性

图表 10：平均时薪增速与生产率增速差值走阔（%）



资料来源：Wind，华安证券研究所 注释：若薪资增速持续高于生产率增长，企业利润受挤压，可能引发裁员或涨价，形成恶性循环

2 风险提示

关税不确定性风险、美国通胀反弹风险。

分析师与研究助理简介

分析师：颜子琦，华安证券研究所所长助理，固收首席分析师，8 年卖方固收、权益研究经验，曾供职于民生证券、华西证券，2024 年 Wind 金牌分析师第二名，2023 年 Choice 固收行业最佳分析师。

研究助理：洪子彦，华安固收分析师，南加州大学金融工程硕士，覆盖宏观利率、机构行为、国债期货研究。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。