美国 2 月通胀低于预期反映了什么？

主要结论：

一、美国 2 月通胀低于预期反映了什么？

- **美国 2 月核心 CPI 涨幅低于预期 。**剔除波动较大的食品和能源价格后的核心 CPI 环比仅上涨 0.1%，低于市场普遍预期。**美国 2 月 PPI 年率为 2.8%，为 2018 年 10 月来最大涨幅，**无论是 CPI 还是 PPI，能源价格为主要推动。

- **首先，从 2 月的 CPI 细分里面来看，和大宗商品相关的交通运输由负转正，证明了当前通胀的核心动力仍然是上游的恢复。**去年受 3-4 月原油价格暴跌低基数的影响下，交通运输和能源价格同比增速的上升斜率在未来 1-2 个月将会更加陡峭；另外即使 4 月底 OPEC 减产到期，5 月份供给端开始收缩，原油的需求至少在未来一个季度对 CPI 的影响因素依然较大。

- **其次，占 CPI 比重最大的住宅对 CPI 同比增速将在 3 季度出现明显上涨。**从权重上来看，住宅占 CPI 权重的 42%左右，由于 20 大中城市同比增速领先于 CPI 同比增速 1 年左右，受到固定抵押贷款和疫情需求影响，去年 7 月以来房屋价格指数出现大幅上行，所以从时间段来看，住宅 CPI 同比增速会在 2 季度上行，但是斜率将在 3 季度之后出现明显上行。

- **最后，CPI 中服务业的同比增速在 2 季度可能并不会出现明显改善。**从基数上来看，疫情初期对服务业的负面影响并不大，主要是特朗普政府刚开始也在不断淡化疫情的风险，所以居民外出的约束力并不大。从疫苗接种率来看，要完成群体免疫至少要等到 2 季度末 3 季度初左右。而且，随着财政刺激的下达，但是在疫情仍未完全控制下的背景下，针对个人的救济和税收减免的资金更多流向商品中耐用品，对服务的提振有限。

二、美国 1 月 JOLTS 职位空缺数和 3 月密歇根消费者信心指数高于预期

1、美国 1 月 JOLTS 职位空缺数高于预期和前值：州和地方政府、教育服务、采矿和伐木职位空缺增加。

2、美国 3 月密歇根大学消费者信心高于预期和前值：消费者信心上行但是通胀预期开始有所回落。

三、本周重点关注美联储公布利率决议、美国零售销售和新屋开工

财经事件：美联储公布利率决议，并公布经济预估摘要。

财经数据：美国 3 月纽约联储制和费城联储造业指数、美国 2 月零售销售月率、美国 2 月工业产出月率、美国 2 月新屋开工年化月率。

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

风险提示：

1、疫情疫苗的不确定性上行；2、政府应对措施和方法不当，恐慌性情绪蔓延；3、货币政策收紧超预期，风险资产波动加剧。

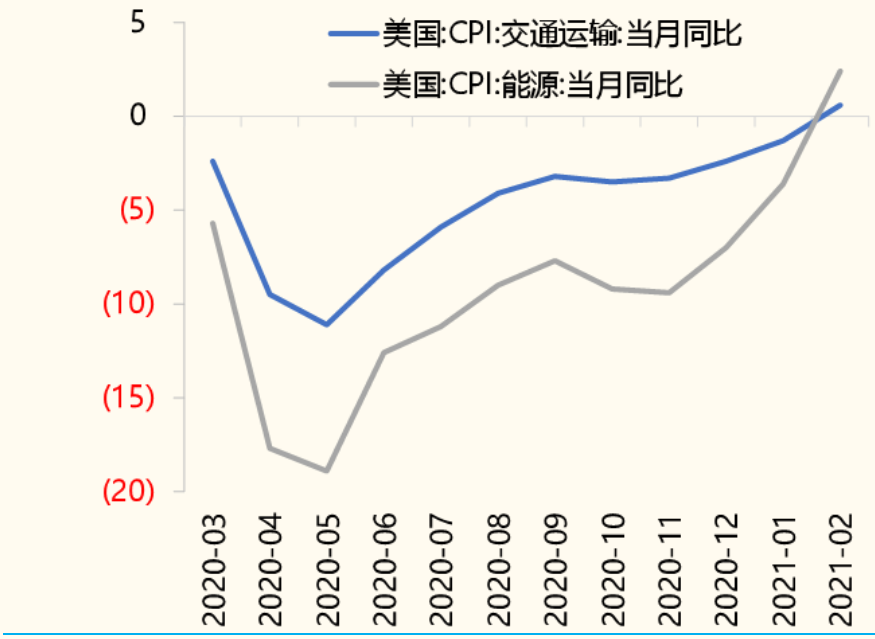
正文如下：

美国 2 月核心 CPI 涨幅低于预期。根据 3 月 10 日美国劳工部公布的数据显示，2 月美国消费者价格指数（CPI）环比上涨 0.4%，同比上涨 1.7%。剔除波动较大的食品和能源价格后的核心 CPI 环比仅上涨 0.1%，低于市场普遍预期。**能源价格推动美国 2 月 CPI 稳固上升。**2 月份食品价格环比上涨 0.2%，其中新鲜水果指数上涨了 1.8%，是该指数自 2014 年 3 月以来的最大涨幅。肉，禽，鱼和蛋的指数上涨了 0.3%，低于前值的 0.5%。 2 月份谷物和烘焙食品指数上升 0.5%，而其他家庭食品指数上升 0.1%，乳制品及相关产品指数在前一个月下跌 0.4%之后，在 2 月份下降了 0.2%。能源指数 2 月份继续上升，环比增长了 3.9%，其中汽油指数再次成为涨幅的主要因素，当月上涨了 6.4%，电力指数上涨了 0.7%，天然气指数上涨了 1.6%，燃料油指数也上升了 9.9%。能源指数在过去 12 个月中上涨了 2.4%。住房指数在 2 月份上升了 0.2%，房主的租金指数增长了 0.2%。娱乐指数从 1 月份的 0.6%下降至 2 月份的 0.6%；机动车辆保险指数也有所上升，2 月份上升了 0.7%；2 月份医疗保健指数上涨了 0.3%，其中医师服务指数在一个月内上升了 2.0%，但处方药指数在 2 月份下降了 0.7%，医院服务指数下降了 0.1%。2 月份机票价格指数继续下降，继 1 月份下降 3.2%之后，下降了 5.1%。服装指数在 1 月份增长了 2.2%之后，在 2 月份下降了 0.7%。

美国 2 月 PPI 年率为 2.8%，为 2018 年 10 月来最大涨幅。根据 3 月 12 日晚公布的数据显示，美国 2 月 PPI 年率为 2.8%，（预估为 2.7%，前值 1.7%）。美国 2 月 PPI 月率为 0.5%，（预估为 0.4%，前值 1.3%）。美国 2 月核心 PPI 年率为 2.5%，（预估为 2.6%，前值 2%）。美国 2 月核心 PPI 月率为 0.2%（预估为 0.2%，前值 1.2%）。**2 月份总体涨幅的三分之二以上可归因于最终需求能源的价格，该价格攀升了 6.0%。**2 月份最终需求商品指数增长了 1.4%，与 1 月份相同；最终需求食品的指数上涨 1.3%。就产品而言，2 月份最终需求商品指数增长 40%，归因于汽油价格上涨了 13.1%；最终需求服务指数在 1 月份增长了 1.3%之后，在 2 月份增长了 0.1%。2 月份最终需求服务价格上涨的三分之二可以追溯到最终需求运输和仓储服务指数上涨了 1.1%；2 月份用于中间需求的加工产品指数跃升了 2.7%，是自 2008 年 7 月以来的最大涨幅；加工能源商品以及食品和饲料加工指数也分别上涨了 6.5%和 2.2%。

首先，从 2 月的 CPI 细分里面来看，和大宗商品相关的交通运输由负转正，证明了当前通胀的核心动力仍然上游的恢复。当前数据显示，2 月美国 CPI 交通运输同比增速 0.6%，高于 1 月的-1.3%；另外 2 月 CPI 能源同比增速为 2.4%，高于前值的-3.6%，我们认为后续这两大分类同比增速将进一步出现大幅飙升，**主要由于：1）**去年受 3-4 月原油价格暴跌低基数的影响下，交通运输和能源价格同比增速的上升斜率在未来 1-2 个月将会更加陡峭；**2）**纽约联储公布的数据显示，2 月消费者对未来一年汽油价格的预期涨幅从上个月的 6.2%升至 9.6%，所以即使 4 月底 OPEC 减产到期，5 月份供给端开始收缩，原油的需求至少在未来一个季度对 CPI 的影响因素依然较大。

图表 1：美国CPI 中的交通运输同比增速由负转正



来源：Wind，国金证券研究所

其次，占 CPI 比重最大的住宅对 CPI 同比增速将在 3 季度出现明显上涨。从权重上来看，住宅占 CPI 权重的 42%左右，由于 20 大中城市同比增速领先于 CPI 同比增速 1 年左右，受到固定抵押贷款和疫情需求影响，去年 7 月以来房屋价格指数出现大幅上行，所以从时间段来看，住宅 CPI 同比增速会在 2 季度触底回升，但是斜率将在 3 季度之后出现明显上行。

图表 2：美国20 大中城市同比增速领先美国 CPI12 个月左右

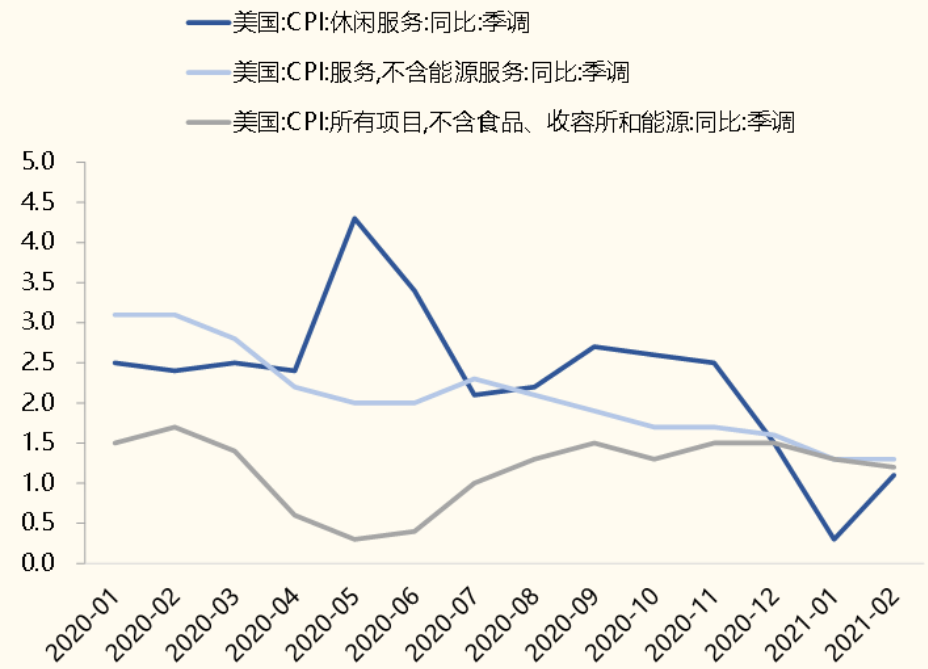


来源：Wind，国金证券研究所

最后，CPI 中服务业的同比增速将在 2 季度可能并不会出现明显改善。首先，从基数上来看，疫情初期对服务业的负面影响并不大，主要是特朗普政府在疫情蔓延的初期不断淡化疫情的风险，所以居民外出的约束力并不大。**其次，**从

疫苗接种率来看，要完成群体免疫至少要等到 2 季度末 3 季度初左右。根据现有的数据显示，美国完成两针的接种率为 9.6%，并没有超预期，但是 3 月开始美国扩大疫苗接种人数，后续疫苗接种有望加速。**第三，**随着财政刺激的下达，但是在疫情仍未完全控制下的背景下，针对个人的救济和税收减免的资金更多流向商品中耐用品，对服务的提振有限。

图表 3：美国服务业的通胀仍然低迷



来源：Wind，国金证券研究所

二、美国 1 月 JOLTS 职位空缺数和 3 月密歇根消费者信心指数高于预期

1、美国 1 月 JOLTS 职位空缺数高于预期和前值

根据美国劳工统计局 3 月 11 日公布的数据显示，美国 1 月 JOLTs 职位空缺为 691.7 万（前值修正后为 675.2 万，预测值为 670 万）。**美国 1 月之职位空缺的数量和比率变化不大，分别为 691.7 万和 4.6%，主要在州和地方政府（增加 5.6 万）、教育服务（增加 2.1 万）、采矿和伐木（增加 1 万）方面职位空缺增加，四个地区的职位空缺数量变化不大。**在过去一年中，住宿和餐饮服务、州和地方政府（不包括教育）、以及艺术、娱乐和娱乐行业的职位空缺减少最多；非耐用品制造业、耐用品制造业、采矿业和伐木业的职位空缺水平逐年上升。雇佣方面，1 月招聘人数和比例较前值小幅下降，分别为 530 万和 3.7%（前值分别为 541 万和 3.8%），其中艺术、娱乐和娱乐业雇佣人数增加 5.9 万人；教育服务业雇佣人数增加 2.5 万人；联邦政府雇佣人数减少 1.5 万人；横向来看，1 月份雇佣人数较去年同期减少 69.6 万人，主要在住宿和餐饮服务、专业和商业服务以及医疗保健和社会援助行业雇佣人数减少最多。离职方面，1 月总离职人数降至 530 万人，离职率变化不大，为 3.7%，其中住宿和食品服务业减少 24.2 万人，教育服务业减少 3.8 万人，以及州和地方政府教育业减少 2.7 万人；但运输、仓储和公用事业的总离职人数增加 8.7 万人，联邦政府离职人数增加 0.9 万人；1 月份裁员和解聘的人数和比例变化不大，分别为 170 万人和 1.2%，其中住宿和饮食服务方面的裁员和解雇人数减少 20.9 万人，

但在运输、仓储和公用事业方面的裁员和解雇人数增加了 11.3 万人，联邦政府方面的裁员和解雇人数增加 0.5 万人。此外，从年率来看，受冠状病毒大流行的影响，2020 年共有 7240 万人被聘用，8120 万人离职，净失业 880 万人；共有 7310 万名雇员，比 2019 年增加 310 万人；总离职人数在 2020 年增加 1350 万人，达到 8150 万人；辞职人数 11 年来首次减少，减少 580 万人至 3630 万；2020 年裁员和解雇人数增加了 1920 万人达到 4100 万人。

2、美国 3 月密歇根大学消费者信心初值一年最高

3 月 12 日周五发布的最新数据显示，美国密歇根大学消费者信心指数的 3 月初值升至 83，创去年 3 月来最高，远超预期的 78.5 和前值 76.8。其中，现况指数和预期指数均上涨。3 月消费者现况指数初值 91.5，同创一年高位，好于预期值 88.3 和 2 月前值 86.2，3 月消费者预期指数初值 77.5，高于预期值 72 和前值 70.7。

消费者信心上行但是通胀预期开始有所回落。由于疫苗接种的数量增加以及拜登采取的救济措施得到广泛预期，消费者信心在 3 月初上升至一年来的最高水平。2 月 24 日至 3 月 10 日问卷调查期间，收入最低 1/3 的家庭和 55 岁以上的人群信心提升最大。从通胀预期来看，数据显示，未来 1 年通胀预期初值为 3.1%，低于预期和前值的 3.3%；未来五年通胀预期初值为 2.7%，与前值持平。整体来看，美国人对未来一年的通胀预期仍然很高，不过从长期来看，消费者认为通胀率将回落至较低水平。消费者认为抵押贷款和汽车贷款所面临的利率将在来年上升，但是认为未来一年的消费者支出将强劲增长，其中包括旅行和餐饮在内的服务的增幅最大 。

图表 4：海外宏观数据跟踪和简评

美国	20-01	20-02	20-03	20-04	20-05	20-06	20-07	20-08	2020-09	2020-10	2020-11	2020-12	2021-01	2021-02	2021-03	最新数据简评
增长																
GDP（环比折年率，%）			-5.0			-31.70			33.10			4.00				美国四季度GDP复苏分化收敛，但动能减弱
消费																
个人总收入（环比折年率，%）	0.62	0.8	(1.8)	12.2	(4.2)	(1.0)	0.4	(2.7)	0.90	-0.65	-1.13	0.60	10.02			创下去年4月以来的最大月度增幅，主要受收入激增推动
个人消费支出（环比折年率，%）	0.20	(0.0)	(6.7)	(12.9)	8.6	6.2	1.9	0.99	1.40	0.49	-0.43	-0.19	2.35			消费支出大幅回升
零售销售额（环比折年率，%）	0.26	(0.4)	(8.2)	(14.7)	18.3	8.4	1.2	0.56	1.90	0.25	(1.1)	(0.7)	5.30			电子产品和家电零售销售额为主要提振。
投资																
耐用品订单（环比，%）	(0.2)	(0.2)	(16.7)	(18.3)	15.0	7.7	11.2	0.4	1.9	1.3	0.97	0.16	3.41			计算机和电气设备订单大幅增加
建造支出（环比，%）	(0.2)	0.2	(0.3)	(3.4)	(1.7)	(0.7)	0.13	1.40	0.30	1.3	0.87	1.00	1.67			建造支出小幅回升
对外贸易																
出口（同比，%）	1.1	0.5	(10.8)	(27.8)	(32.0)	(24.4)	(20.1)	(18.3)	(15.7)	(13.5)	(12.5)	(10.2)	**(7.6)**			**海外需求边际复苏**
进口（同比，%）	(2.4)	(4.5)	(11.3)	(22.3)	(24.5)	(19.9)	(11.4)	(8.5)	(6.6)	(3.3)	0.3	(0.2)	**3.2**			**内需拉动由负转正**
贸易差额（十亿美元）	(45.3)	(34.7)	(42.3)	(49.8)	(54.8)	(50.7)	(63.5)	(67.1)	(63.9)	(63.1)	(68.1)	(66.6)	**(68.2)**			**贸易差额增加**
通胀																
CPI（同比，%）	2.5	2.3	1.5	0.3	0.1	0.6	1.0	1.3	1.4	1.2	1.2	1.4	1.4	**1.7**		**能源价格回升、交通运输由负转正**
核心CPI（同比，%）	2.3	2.4	2.1	1.4	1.2	1.2	1.6	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6	1.4	**1.3**		**低于前值**
核心PCE（同比，%）	1.6	1.9	1.7	0.9	1.0	1.1	1.3	1.6	1.6	1.6	1.4	1.5	1.5			持平于前值
密歇根次年通胀预期（同比，%）	2.5	2.4	2.2	2.1	3.0	3.0	3.0	3.1	2.6	2.7	2.8	2.3	3.0	3.3	**3.1**	**通胀预期开始有所回落**
劳动力市场																
非农就业新增人数（千人）	225.0	273	(701)	(20500)	2509	4800	1763	1371	661	638	245	(140)	49	379		休闲和酒店行业，临时帮助服务、医疗保健和社会援助为主要提振
失业率（%）	3.6	3.5	4.4	14.7	13.3	11.1	10.2	8.4	7.9	6.9	6.7	6.7	6.3	6.2		失业率低于前值
平均时薪（环比，%）	0.2	0.3	0.6	4.7	(1.1)	(1.3)	0.2	0.4	0.1	0.1	0.3	0.8	0.2	0.2		持平于前值
职位空缺数（千人）	7012	7004	6011	4996	5371	5889	6618	6493	6436	6652	6527	6646	**6917**			**州和地方政府、教育服务、采矿和伐木职位空缺增加**
房地产市场																
标普/CS房价指数（同比，%）	3.11	3.48	3.87	3.86	3.61	3.46	4.00	5.20	6.60	7.95	9.08	10.10				房价大幅上升
成屋销售（折年数，万套）	546	576	527	433	391	470	586	600	654	685	669	676	669			美国四个地区的房价实现均出现大幅回升
新屋开工（环比，%）	(3.6)	(19.0)	(26.4)	(26.4)	11.1	17.5	22.6	(26.4)	1.9	4.9	1.2	5.8	(6.0)			新屋开工大幅回落
营建许可（环比，%）	9.2	(6.4)	(5.7)	(21.4)	14.1	3.5	17.9	(0.9)	5.2	0.0	5.9	4.5	10.7			单户住宅营建许可为主要提振
其他																
ISM制造业PMI指数	50.9	50.1	49.1	41.5	43.1	52.6	54.2	56.0	55.4	59.3	57.5	60.7	58.7	60.8		新订单指数和生产指数均出现回升
ISM非制造业PMI指数	55.5	57.3	52.5	41.8	45.4	57.1	58.1	56.9	57.8	56.6	55.9	57.2	58.7	55.3		服务业大小幅回落
工业产能利用率（%）	76.8	76.9	73.6	64.2	64.8	68.5	70.6	72.0	71.5	72.8	73.3	74.5	75.5			产能利用率小幅回升
密歇根大学消费者信心指数	99.1	101.0	95.9	71.8	72.3	78.1	72.5	74.1	78.9	81.8	77.0	80.7	79.0	76.2	**83.0**	**消费者信心上行但是通胀预期开始有所回落**
美联储总资产（万亿美元）	41.99	42.06	53.03	67.03	71.46	71.31	69.97	70.39	71.50	71.94	72.65	74.11	74.53			美联储资产小幅回升
美国联邦基金基准利率	1.75-1.5	1.75-1.5	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25		联邦基金利率维持低位
美元实际有效汇率指数	106.41	107.59	111.71	113.39	112.81	110.25	109.27	108.09	107.90	107.50	105.78	104.00	103.80	103.80		美元实际有效汇率持平于前值
其他发达经济体	**20-01**	**20-02**	**20-03**	**20-04**	**20-05**	**20-06**	**20-07**	**20-08**	**20-09**	**20-10**	**20-11**	**20-12**	**21-01**	**21-02**	**21-03**	简评
欧元区																
GDP（环比折年率，%）			-13.6			-40.3			61.1			-2.8				欧元区经济陷入负值
CPI（同比，%）	1.4	1.2	0.7	0.3	0.1	0.3	0.4	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	0.9	0.9		持平于前值
核心CPI（同比，%）	1.1	1.2	1.0	0.9	0.9	0.8	1.2	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	1.4	1.1		小幅回落
出口（季调环比，%）	-0.2	0.7	-8.0	-25.4	8.6	11.2	6.5	2.0	4.1	2.1	2.0	1.1				外部需求回落
进口（季调环比，%）	2.2	-2.8	-9.5	-13.6	3.0	5.7	4.2	0.5	2.7	1.0	2.4	-0.3				内部需求回落
贸易差额（十亿欧元）	19.1	25.4	26.0	0.9	8.6	17.1	20.3	21.9	24.0	25.9	25.1	27.5				贸易差额扩大
Markit制造业PMI指数	47.8	49.2	44.5	33.4	39.4	47.4	51.8	51.7	53.7	54.4	53.6	55.2	54.7	57.7		制造业PMI扩张加速
Markit服务业PMI指数	52.2	52.6	26.4	12.0	30.5	48.3	54.7	50.1	47.6	46.2	41.3	46.4	45.0	44.7		服务业PMI收缩区间内回落
德国经济景气指数	101.8	101.8	92.0	72.1	75.3	81.9	88.4	94.3	95.5	97.0	94.2	94.3	92.8	95.8		德国经济景气回升
工业生产指数（环比，%）	2.3	-0.1	-11.8	-18.0	12.3	9.1	4.1	0.7	-0.4	1.1	2.5	-1.6	**0.8**			**大幅回升**
欧央行总资产（万亿欧元）	4.7	4.7	5.1	5.3	5.6	6.2	6.4	6.4	6.7	6.8	6.8	7.0	7.0			高位平稳
欧央行主要再融资利率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		维持利率不变
英国																
GDP（环比折年率，%）			-8.5			-59.8										经济大幅萎缩
CPI（同比，%）	1.8	1.7	1.5	0.8	0.5	0.6	1.0	0.2	0.5	0.7	0.3	0.6	0.7			通胀小幅回升
英央行基准利率	0.75	0.75	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.1	0.1	0.1	0.1				疫情促使货币政策宽松
日本																
GDP（环比折年率，%）			-2.5			-27.8			22.9							日本经济触底反弹
CPI（同比，%）	0.7	0.4	0.4	0.1	0.1	0.1	0.3	0.2	0.0	-0.4	-0.9	-1.3	-0.6			通缩好转
日央行总资产（万亿日元）	578.3	584.9	604.4	619.0	638.6	649.0	665.9	668.0	689.9	698.2	705.3	702.5	709.3	712.6		资产负债表扩张
新兴市场GDP增速（同比，%）	**20-01**	**20-02**	**20-03**	**20-04**	**20-05**	**20-06**	**20-07**	**20-08**	**20-09**	**20-10**	**20-11**	**20-12**	**21-01**	**21-02**	**57-09**	简评
巴西			-0.3			-11.4			-3.9			-1.1				经济增速企稳回升
印度			3.1			-8.0			-7.5			0.4				经济增速由负转正
韩国			1.4			-3.0			-1.1			-1.3				经济跌幅扩大
印尼			3.0			-5.3			-3.5			-2.2				经济跌幅收窄
香港			-9.1			-9.0			-3.5			-3.0				经济增速跌幅收窄
台湾			2.2			-0.6			3.9			5.1				经济大幅好转
新兴市场CPI（同比，%）	**20-01**	**20-02**	**20-03**	**20-04**	**20-05**	**20-06**	**20-07**	**20-08**	**20-09**	**20-10**	**20-11**	**20-12**	**21-01**	**21-02**		简评
巴西	4.2	4.0	3.3	2.4	1.9	2.1	2.3	2.4	3.1	3.9	4.3	4.5	4.6	**5.2**		**通胀小幅上升**
俄罗斯	2.4	2.3	2.5	3.1	3.0	3.2	3.4	3.6	3.7	4.0	4.4	4.9	5.2	**5.7**		**通胀小幅上升**
印度	7.5	6.8	5.5	5.5	5.1	5.1	5.3	5.6	5.4	5.8	5.2	3.3	2.8			通胀回落
韩国	1.49	1.06	1.00	0.08	-0.32	-0.01	0.29	0.66	0.95	0.14	0.60	0.52	0.64	1.13		通胀小幅回升
印尼	2.7	3.0	3.0	2.7	2.2	2.0	1.5	1.3	1.4	1.4	1.6	1.7	1.6	1.4		通胀小幅回落
沙特阿拉伯	0.4	1.2	1.5	1.3	1.1	0.5	6.1	6.2	5.7	5.8	5.8	5.3	5.7			通胀小幅回升
香港	1.4	2.2	2.3	1.9	1.5	0.7	-2.3	-0.4	-2.2	-0.2	-0.2	-0.7	1.9			通胀压力加大
台湾	1.9	-0.2	0.0	-1.0	-1.2	-0.8	-0.5	-0.3	-0.6	-0.2	0.1	0.0	-0.2	**1.4**		**进入通胀区间**

来源：Bloomberg，Wind，美国劳工部，Fed，ECB，BOJ，IFO，国金证券研究所

三、本周重点关注美联储公布利率决议、美国零售销售和新屋开工

1、 本周重点关注美联储公布利率决议

本周重点关注 3 月 18 日美联储公布利率决议，并公布经济预估摘要。

1、 本周重点关注美国零售销售和新屋开工

本周重点关注 3 月 15 日公布的美国 3 月纽约联储制造业指数（料回升）、3 月 16 日公布的美国 2 月零售销售月率(%)（料回落）和美国 2 月工业产出月率(%)（料回落）、3 月 17 日公布的美国 2 月新屋开工年化月率(%)（料回升）、3 月 18 日公布的美国 3 月费城联储制造业指数（料回落）。

风险提示：

1、疫情疫苗的不确定性上行；

2、政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；

3、货币政策收紧超预期，风险资产波动加剧。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京
电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH