鲍威尔国会证词中的“通胀疲软”表明什么？

主要结论：

一、鲍威尔国会证词中的“通胀疲软”想要表明的是什么？

- **鲍威尔整体的国会证词从“劳动力市场”延伸到“通胀”。**国会证词中隐藏着两个重点：1）淡化了原油价格和低基数对通胀的担忧；2）强化了服务业对通胀的重要性。我们认为，现在的“通胀交易”有些微妙的变化。
- **首先，四季度以来实际通胀和预期通胀之间的缺口受原油价格飙升影响有所放大。**四季度随着疫苗的加速推进、实体经济的复苏，原油价格出现大幅攀升；而且，原油价格攀升的幅度是高于通胀预期，但剔除掉原油价格影响的核心 PCE 依然处于一个较低的位置，实际通胀和预期通胀之间在 1 月-2 月的缺口大概率还会维持。
- **其次，最近一个月美债收益率的大幅上涨，比起通胀预期，实际利率贡献更多。一方面，**信用风险和流动性风险进一步回落，反映出市场对于经济复苏预期是加强的，带动实际利率上行加速；**另一方面，**通胀预期的分项中还包括了通胀风险溢价，当实际利率开始上行的时候，零下限对货币政策的约束也将减弱，通胀风险溢价的上行对美债收益率的影响将被放大，所以如果仅仅只有盈亏平衡通胀率来判断通胀预期的话，当前的通胀预期可能存在被高估的迹象。
- **第三，服务业的通胀水平才是决定货币政策变动的核心因素。**在评估实际通胀的时候，我们还是需要将基础通胀放在主要分析的位置。服务业占核心 PCE70%左右，且从占比来看，受到疫情重创的餐饮旅游和其它服务比重并不小。美联储在强化了劳动力市场的重要性的同时其实也在暗示他们关注的服务业通胀其实没有出现明显起色，只有等疫苗逐步推进，从“宅经济”转变为“社交经济”之际，货币政策的表述可能才会发生边际转变。
- **未来看，美债收益率上行的空间仍存，美股调整风险短期仍存。**若美债收益率上行的幅度符合预期且整体收益率依然处于低位的话，那么美股调整幅度相对有限，只是风险偏好的回落会加剧以高估值为首的估值波动。但若美债收益率进一步超预期回升，资本市场可能回调幅度较大，届时不排除美联储会采取收益率曲线控制政策，压低长债收益率保持金融市场的稳定。

二、德国 2 月商业景气指数回升、美国 1 月个人收入大幅飙升

1、德国 2 月 IFO 商业景气指数上升：主要归功于强劲的工业活动。

2、美国 1 月个人收入大幅飙升：反映了 12 月通过的流行纾困计划的影响。

三、本周重点关注美联储公布经济状况褐皮书和美国劳动力市场指标

- **财经事件：**美联储公布经济状况褐皮书。
- **财经数据：**美国 2 月 ADP 就业人数(万)、美国 1 月工厂订单月率(%)、美国 2 月非农就业人口变动季调后(万)。

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。

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

杨一凡 联系人 yangyifan@gjzq.com.cn

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001

正文如下：

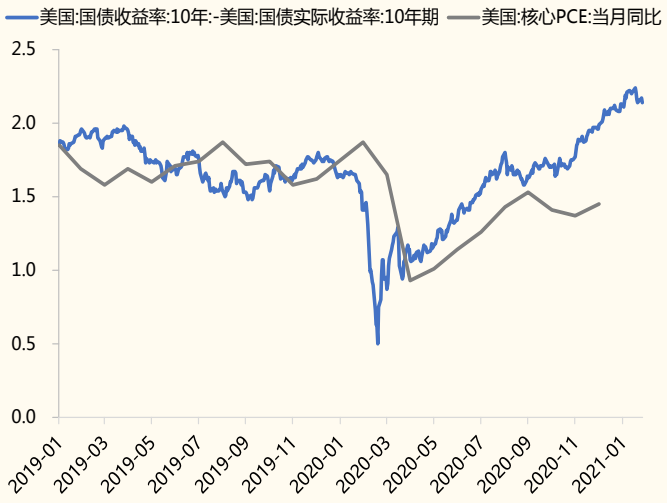
一、鲍威尔国会证词中的“通胀疲软”想要表明的是什么？

鲍威尔整体的国会证词是从“劳动力市场”延伸到“通胀”。鲍威尔表示截止至今年 1 月的三个月里，就业人数每月仅增长 2.9 万人，许多其他行业受到休闲和酒店的负面溢出效应，所以即使去年年底消费价格出现了部分的反弹，但是对于那些受疫情影响较严重的部门价格指数依然非常疲软，通胀仍然低于 2%的长期目标。所以为了避免主要政策工具受到下限的限制，良好的通胀预期其实增强了实现就业和通胀目标的能力。我们认为以上的证词可能隐藏着两个重点：**1）淡化了原油价格和低基数对通胀的担忧；2）强化了服务业对通胀的重要性。**

我们认为，现在所谓的“通胀交易”有些微妙的变化：

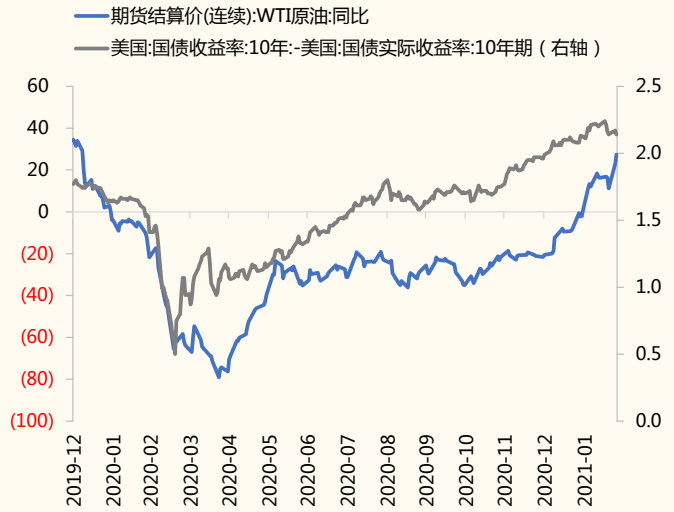
首先，四季度以来实际通胀和预期通胀之间的缺口受原油价格飙升影响有所放大。在去年疫情对经济造成下行压力后，第一轮的财政刺激的实施带动了经济复苏的预期，出现了通胀预期和核心 PCE 同步上行的情况，但是随着三季度财政刺激的到期，通胀预期的增速放缓，但核心 PCE 出现回落，两者分化主要由于经济复苏的预期还是好的，但是居民补偿性收入实质性的减少使得消费支出的意愿降低了，所以核心 PCE 出现了小幅回落。四季度随着疫苗的加速推进，实体经济的复苏开始带动原油价格出现大幅攀升，即使在缺少进一步财政刺激的背景下，原油价格的复苏还是带动了通胀预期不断回升，且原油价格攀升幅度是高于通胀预期，这也意味着即使通胀预期回升，但是剔除掉原油价格影响的核心 PCE 依然处于一个较低的位置，我们预计实际通胀和预期通胀之间在 1 月－2 月的缺口大概率还会保持一个较大的空缺，但是再往长期看，两者会逐步收敛。

图表 1：实际通胀和预期通胀之间的缺口较大



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：原油去年四季度的飙升带动

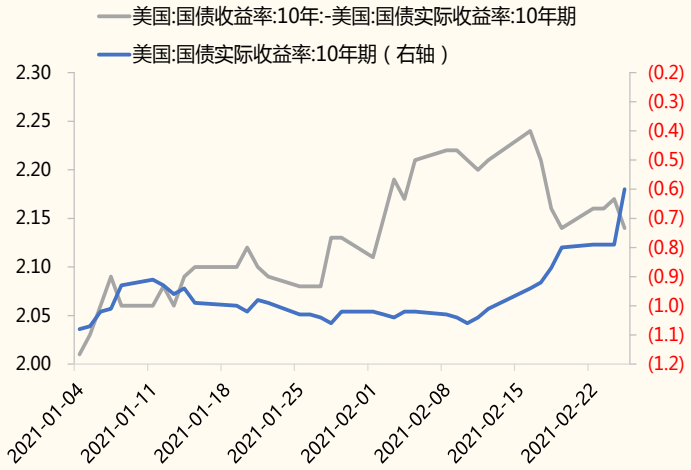


来源：Wind，国金证券研究所

其次，美债名义收益率最近一个月的大幅上涨，比起通胀预期，实际利率贡献的更多，另外还有被忽略的通胀溢价。一方面，美国期限利差攀升的较快，实

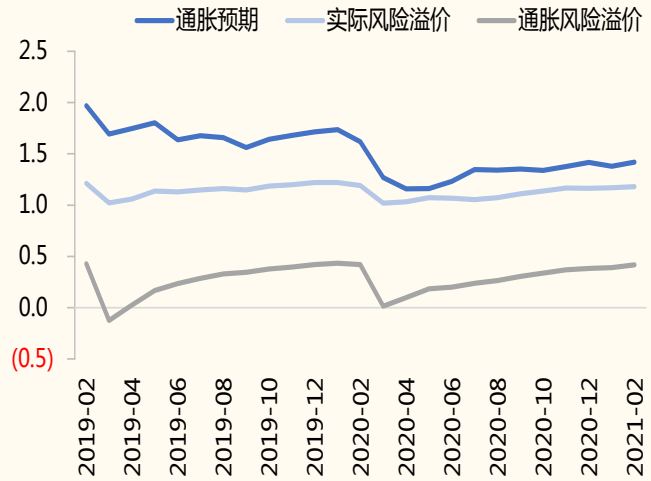
际利率对名义利率上行的贡献度较高。我们在 1 月《疫情后美债走势分析以及其对大类资产的影响》专题报告就指出通胀预期对美债最终提振是有限的，后续更多的是期限溢价对美债的抬升。数据显示，美国 10 年国债收益率-美国 10 年国债实际收益率代表的通胀预期从 2 月 8 日 2.22%的高点回落到当前的 2.14%，相反 10 年国债实际收益率从同一时间点的-1.03%回升到-0.60%，带动名义国债收益率回升，且 10 年-2 年期限利差也出现明显攀升，当前信用和流动性风险的超预期回落，LIBOR-OIS 更是创下了历史低点，反映出市场预期经济复苏的增速是加速的。**另一方面，通胀风险溢价对名义利率贡献率也不可忽视，当前通胀实质被高估。**将 10 年美债收益率进一步拆分，市场上普遍将名义利率=实际利率+通胀预期，但是这里的通胀预期进一步拆分后，还包括了通胀风险溢价，当实际利率开始上行的时候，零下限对货币政策的约束也将减弱，通胀风险溢价的上行对美债收益率的影响将被放大，根据克里夫兰联储公布的数据显示，通胀风险溢价率从 10 月的 0.337 上升到 1 月的 0.41，实际风险溢价从 1.13 上涨到 1.80，10 年通胀预期从 1.337 回升到 1.42，所以如果仅仅只有盈亏平衡通胀率来判断通胀预期的话，现在市场上认为的通胀预期不乏存在被高估的迹象。

图表 3：实际利率贡献度是高于通胀预期的



来源：Wind，国金证券研究所

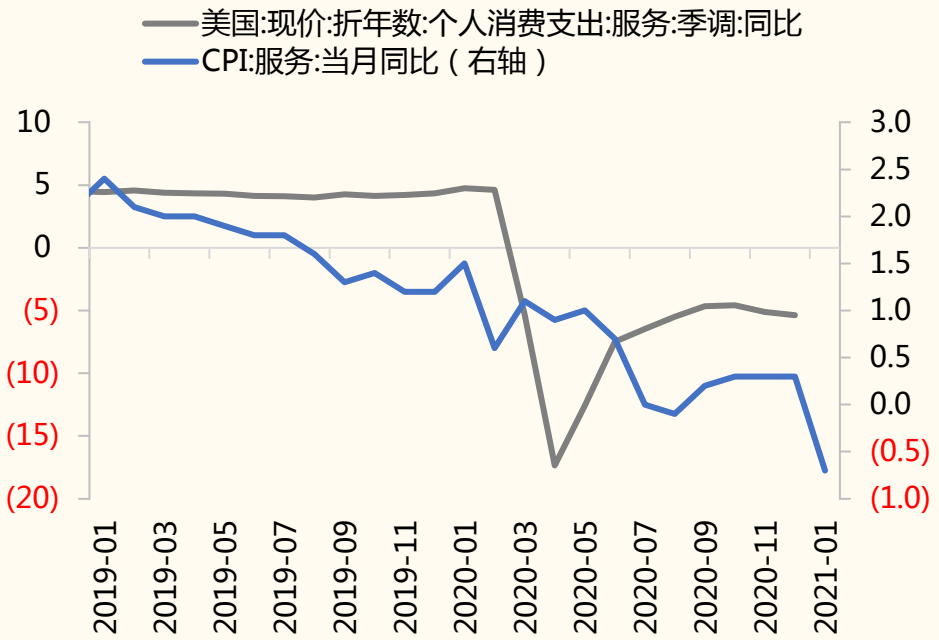
图表 4：通胀风险溢价的回升使得目前通胀预期存在被高估的迹象



来源：Federal Reserve Bankof Cleveland，国金证券研究所

第三，服务业的通胀水平才是决定货币政策变动的核心因素。通胀预期是决定通胀动态变化的重要因素，但是在评估实际通胀和预期通胀的时候，我们还是需要将基础通胀放在主要分析的位置，因为美联储主要是通过对判断长期通胀趋势来调整货币政策，所以剔除了易变动的食品和能源价格候，平缓了特殊因素带给通胀带来剧烈波动后的核心 PCE 的走势决定了美联储何时能够调整货币政策。服务业占核心 PCE70%左右，且从占比比重来看，受到疫情重创的餐饮旅游和其它服务比重并不小。CPI 在 1 月中服务业价格指数的同比增速依然处于跌幅区间，美联储在强化了劳动力市场的重要性的同时其实也在暗示他们关注的服务业通胀其实没有出现明显起色，所以当前无论是通胀预期还是原油价格对通胀的影响都只是暂时的，只有等疫苗逐步推进，从“宅经济”转变为“社交经济“之际，货币政策的表述可能才会发生边际转变，预计货币政策调整的窗口就在 3 季度左右。

图表 5：CPI 服务业同比增速在 1 月进一步回调



来源：Wind，国金证券研究所

未来看，美债收益率上行的空间仍存，美股调整风险短期亦存。当前通胀预期已经有所回落，但是实际利率受经济复苏的影响仍然存在上行的空间。我们之前的报告中也不断重申，若美债收益率上行的幅度是符合预期且整体收益率依然处于低位的话，那么美股调整幅度相对有限，单单风险偏好的回落会加剧以高估值为首的估值波动，恐慌情绪引发市场下跌。但若美债收益率进一步超预期回升，那么资本市场回调幅度可能较大，届时不排除美联储可能会采取收益率曲线控制政策，压低长债收益率保持金融市场的稳定。

二、德国 2 月商业景气指数回升、美国 1 月个人收入大幅飙升

1、德国 2 月 IFO 商业景气指数上升

根据 2 月 22 日公布的数据显示，德国 2 月 IFO 商业景气指数为 92.4，高于前值 90.1，也高于预测值 90.5；2 月 IFO 商业预期指数为 94.2（前值 91.1，预测值 91.7）；2 月 IFO 商业现况指数为 90.6（前值 89.2，预测值 89.1）。

尽管受到封锁，德国经济仍然强劲，这主要归功于强劲的工业活动。受访企业不仅对当前经营状况的满意度继续上升，对未来数月的发展也重新充满了信心。所有主要行业的商业景气指数均上升。分行业来看，在制造业领域，该指数取得了重大飞跃，制造业指数环比显著上升 7.0 点至 16.1 点；在服务业，商业环境指标有所上升。服务业供应商对商业预期的悲观情绪有所下降。对于酒店业来说，情况仍然很困难。在旅游业中，出于假期的考虑，人们首次表现出谨慎的乐观态度；贸易方面，在上个月情况低迷之后，商业景气指数有所上升。2 月为-14.6（前值-17.2），预期仍然是悲观的，但不如前一个月那么强烈。但是，经销商认为目前的情况更加糟糕，从业者在当前严格的全境“硬性封锁”措施

下不堪重负，销售状况极为惨淡；建筑业的商业指数也有所改善，这是由于对悲观预期的减少。建筑公司认为当前情况有些恶化，主要是因为天气异常寒冷。

2、美国 1 月个人收入大幅飙升

根据美国经济分析局公布的数据显示，美国 1 月个人支出增加 2.4%（前值-0.2%，预测值 2.5%），1 月个人收入增长 10%（前值 0.6%，预测值 9.5%），1 月实际个人消费支出增长 2.0%（前值-0.6%，预测值 2.2%）；美国 1 月 PCE 物价指数年率为 1.5%（前值 1.3%，预测值 1.4%）、1 月 PCE 物价指数月率为 0.3%（前值 0.4%，预测值 0.3%），1 月核心 PCE 物价指数年率为 1.5%（前值 1.5%，预测值 1.4%）、1 月核心 PCE 物价指数月率为 0.3%（前值 0.3%，预测值 0.1%）。

1 月份个人收入增长反映了 12 月通过的 9000 亿美元大流行病纾困计划的影响。1 月个人消费支出增加 3409 亿美元，增长 2.4%，其中商品支出增加 2772 亿美元，根据人口普查月度零售业调查（MRTS）的数据显示所有类别的商品都出现了增长，其中以娱乐用品和车辆（特别是信息处理设备）以及食品和饮料的增长为首；服务支出增加 237 亿美元，主要由于食品服务和住宿支出带动了增长。此外，医疗支出（医门诊服务为主导）也有所增加。1 月 PCE 物价指数月率上升 0.3%主要由于商品价格指数（特别是非耐用品价格指数）增长 0.7%所提振的，且能源价格小幅回升，但是服务业价格指数依然疲软。

图表 6：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	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			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)			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)			内需拉动回落
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)			贸易差额减少
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		受房租、食品饮料等价格同比回落影响，CPI低于预期
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		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			略高于前值
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	通胀预期大幅回升
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		休闲和酒店业、零售业、运输和仓储业等依旧处于“裁员减岗”状态
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		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		低于前值
职位空缺数（千人）	7012	7004	6011	4996	5371	5889	6618	6493	6436	6652	6527				住宿和餐饮服务的离职总人数增加
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				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		新订单指数和生产指数均出现回落
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		服务业大幅回升
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	消费者信心的大幅回落都集中在年收入低于7.5万美元的家庭中
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		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		美元实际有效汇率小幅下降
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**	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		大幅回升
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		高于前值
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			大幅回落
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		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		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**	简评
巴西			-0.3			-11.4			-3.9						经济增速企稳回升
印度			3.1			-8.0			-7.5						经济增速跌幅收窄
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		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		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			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		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		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			通胀小幅回落
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		通胀进入通缩

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经济状况褐皮书和美国劳动力市场指标

1、本周重点关注美联储公布经济状况褐皮书

本周重点关注 3 月 4 日美联储公布经济状况褐皮书。

2、本周重点关注美国劳动力市场和工厂订单等数据

本周重点关注 3 月 3 日公布的美国 2 月 ADP 就业人数(万)（料回落）、3 月 4 日公布的美国 1 月工厂订单月率(%)（料回落）和 3 月 5 日公布的美国 2 月非农

就业人口变动季调后(万)（料回升）。

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