耶伦听证会表述意味着什么？

主要结论：

一、耶伦听证会表述意味着什么？

- **1 月 19 日，美国新一任财政部长被提名人耶伦在出席国会参议院金融委员会认证听证。对待高债务的态度上，**耶伦认为财政刺激带来的好处远高于债务高企带来的成本。**对待发行超长期国债态度上，**耶伦认为通发行 50 年期国债来为债务融资是有利的。**从对待加税的态度上来看，**耶伦认为加税周期至少会等到疫情危机解除。**对待中美关系上，**耶伦比市场预计的更加鹰派，与拜登持有相同的态度，认为中国是最重要的战略竞争对手。**对待美元的态度上，**认为美元的价值应该由市场决定。
- **拜登上台后，首先签订了重返《巴黎协定》和世界卫生组织。**一方面是为了承诺其竞选时候的方针。另一方面其实也是为了证明民主党的政治影响力已经取缔了共和党。
- **未来看，财政政策进一步加码后，我们仍然维持后续“结构性”加码大于“总量”加码的判断。**耶伦可能会颁布一些针对结构性失业的法案，使得劳动力市场复苏较均衡。
- **加税政策不是今年需要关注的重点，短期不用担心加税对企业盈利的影响。**政策的分水岭仍是取决于疫苗疫情。在未取得明显有效控制前，无论是拜登还是耶伦，其政策的主要侧重点仍是提振经济有效复苏，在这个基础上势必不会轻易加税。
- **美债收益率确定进一步上行，美股短期调整风险仍存，美元指数上行概率上升。**从耶伦的风格来看，她重视政策的连贯性以及预期性，即使后续经济超预期恢复，也不会提前收缩；且本届美国政府在主要政策态度上保持较高度一致，那么在货币政策和财政政策配合度有所强化的前提下，美债收益率上行的幅度预计符合市场预期，美股调整的风险可控，美元指数温和震荡上行。

二、美国 12 月房地产市场持续火热

1、美国 12 月新屋开工高于预期和前值：单户住宅营建许可为主要提振。

2、美国 12 月成屋销售高于预期和前值：东北和南方地区房屋销售为主要提振。

三、本周重点关注美联储公布利率决议和美国第四季度实际 GDP 年化季率初值

- **财经事件：**美联储公布利率决议
- **财经数据：**德国 1 月 IFO 商业景气指数、美国 12 月耐用品订单月率、美国第四季度实际 GDP 年化季率和美国 12 月个人支出月率。

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。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

(8621)61038260

杨一凡 联系人

正文如下：

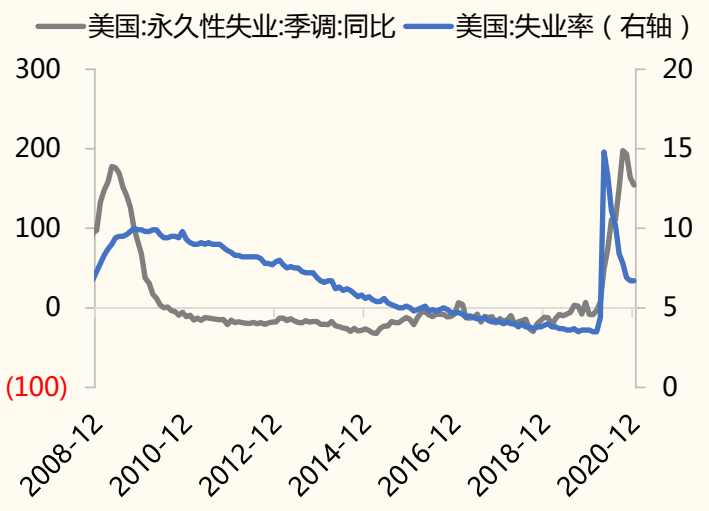
一、耶伦听证会的表述意味着什么？

1 月 19 日，美国新一任财政部长被提名人耶伦在出席国会参议院金融委员会认证听证。耶伦在听证会上表示她若任职，将肩负两个使命：1）帮助美国度过疫疫情的危机，提振劳动力市场；2）重建美国经济，帮助美国在全球经济中保持强大的竞争力。**对待高债务的态度上，**耶伦认为短期来看，美国政府必须采取进一步行动增加对经济的支持，以度过因疫情造成的衰退危机且财政刺激带来的益处远高于债务高企带来的成本。**对待发行超长期国债态度上，**耶伦认为通发行 50 年期国债来为债务融资是有利的，交易市场在耶伦讲话之后明显的以异动，30 年期国债出现强抛，其收益率出现大幅回升，但随后收益率整体回落至前一日水平。**从对待加税的态度上来看，**耶伦认为加税周期至少会等到疫情危机解除，经济确定性企稳回升之后，且认为即使在一定程度上提高税率，也会通过和其他国家积极合作来保持美国企业的有效竞争能力。**对待中美关系上，**耶伦比市场预计的更加鹰派，与拜登持有相同的态度，她表示中国是最重要的战略竞争对手；虽然反对单边保护主义，但是表示解决不公平的贸易型为的最佳方式则是和盟友合作。**对待美元的态度上，**反对了特朗普政府提倡的弱美元战略，认为美元的价值应该由市场决定。

拜登上台后，首先签订了重返《巴黎协定》和世界卫生组织。1 月 20 日拜登正式宣誓就职美国第 46 任总统，且在就职后几个小时就“纠正”特朗普遗留下来的问题，签署了多项行政令，其他主要包括了实施口罩强制令、停止修建边境墙和取消对某些穆斯林国家的旅行禁令等，由于现任总统对于该些法案拥有决定权，所以在上台初期颁布这些法案一方面是为了承诺其竞选时候的方针，另一方面其实也是为了证明民主党的政治影响力已经取缔了共和党。

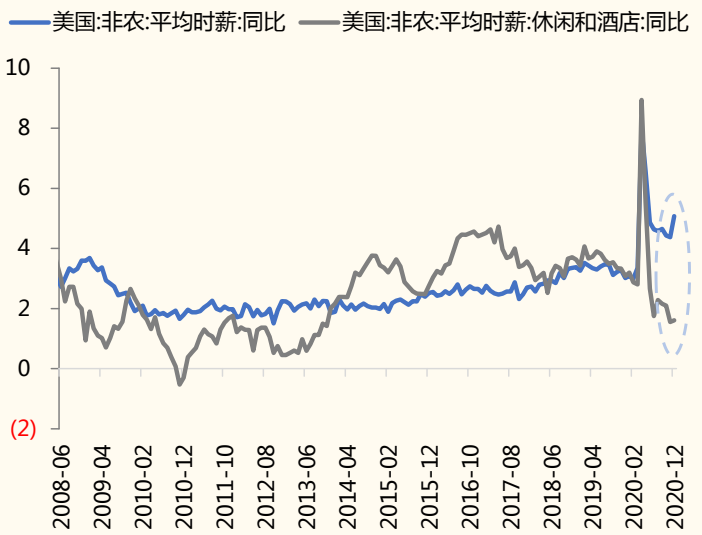
未来看，财政政策进一步加码后，我们仍然维持后续“结构性”加码大于“总量”加码的判断。拜登在上任前就提出了新一轮 1.9 万亿美元的刺激规模，叠加在去年底刚通过 9000 亿美元，意味着整体的刺激法案和 4 月份的第一轮差不多持平，主要针对低收入家庭和失业人群的现金派发额度上行，以及对州和地方政府的一个拨款。我们之前在《耶伦若成为美国财政部长意味着什么？》专题报告中提过耶伦比起整体劳动力市场失业率的情况，更在意结构性失业。虽然疫情过后，出现直线式回落，但是永久失业率仍然处于历史高位；从价上面来看，平均时薪大幅反弹，但是深究内在原因，主要是休闲酒店娱乐行业的劳动力大军退出了劳动力市场，且这些行业均属于低收入行业，他们的退出就拉升了整体平均时薪。但是这种不均衡的复苏并不符合耶伦对劳动力市场的诉求，预计耶伦可能会颁布一些针对结构性失业的法案，使得劳动力市场复苏较均衡。

图表 1：永久失业率依然处于高位



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：整体平均时薪同比和休闲酒店人员平均时薪同比分化

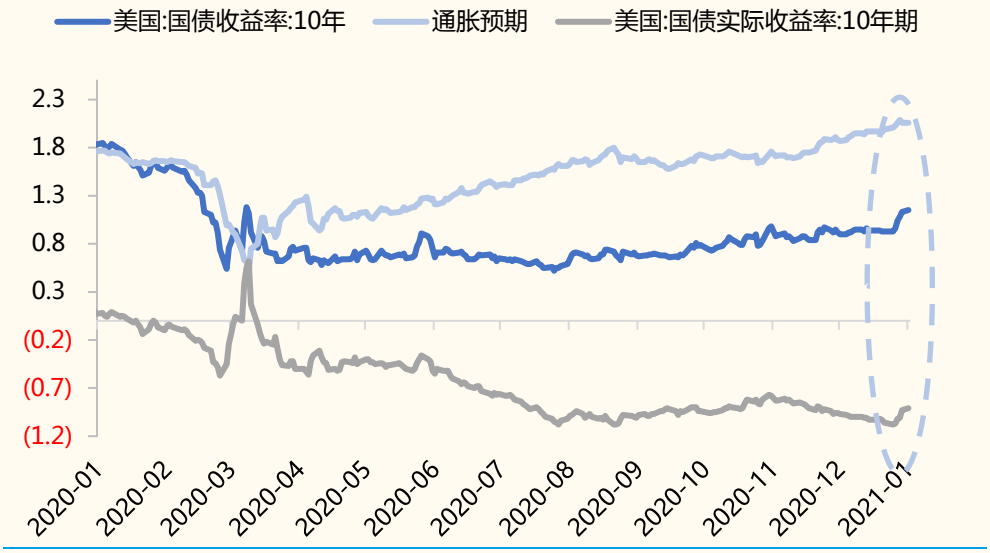


来源：Wind，国金证券研究所

加税政策不是今年需要关注的重点，短期不用担心加税对企业盈利的影响。首先，在去年 12 月密西根消费者信心由于疫情疫苗紧张顺利且大选的不确定回落的背景下，消费者信心出现回升。但是在 1 月的表述又发生了转变，疫情的发酵对居民心理的负面影响进一步发酵，且拜登的政策可能比想象中更鹰派，使得消费信心进一步有所回落。我们认为政策的分水岭仍是取决于疫苗疫情。在未取得明显有效控制前，无论是耶伦还是拜登的主要侧重点仍是提振经济有效复苏，那在这个基础上势必不会轻易加税。而在控制之后，则主要主攻贫富差距分化，那么加税则是最有效的一个手段。**其次，**由于财政预算和一般法案不同，一般法案需要参议院 60 票以上才能通过，但是财政预算能够适用于“预算调节（Budget Reconciliation）”，在该规则下，加税法案只需要参议院通过一半，即 50 票以上就行，表明加税顺利推进的概率依然较大，但是如果 1.9 完亿美元法案的需要动用 BR 程序的话，那么今年加税就不能再运用该法案。

美债收益率确定进一步上行，美股短期调整风险仍存，美元指数上行概率上升。虽然短端利率难以有进一步上行的空间，但在通胀预期和期限溢价上行动力的背景下，美债收益率确定性上行。从耶伦的风格来看，她重视政策的连贯性以及预期性，所以即使后续经济超预期恢复，也不会急于转弯，且本届主要领导人在主要政策态度上保持较高度一致，那么在货币政策和财政政策配合度有所强化的前提下，美债收益率上行的幅度预计符合市场预期，美股调整的风险可控，美元指数温和震荡上行。

图表 3：美债实际收益率拐点已显



来源：Wind，国金证券研究所

二、美国 12 月房地产市场持续火热

1、美国 12 月新屋开工高于预期和前值

根据美国人口统计局 1 月 21 日公布的数据显示，经季节性调整后，美国 12 月营建许可年率为 170.9 万套，高于前值 163.5 万套，也高于预测值 160.4 万套；12 月营建许可月率为 4.5%，低于前值 5.9%；12 月新屋开工总数为 166.9 万套，高于前值 157.8 万套，也高于预测值 156 万套；12 月新屋开工月率为 5.8%，高于前值 1.2%，也高于预测值 0.8%。

单户住宅营建许可为主要提振。分类数据显示，单户住宅营建许可 12 月为 122.6 万套，环比上涨 7.8%，同比上涨 30.4%，相比之下 2-4 户住宅营建许可为 4.6 万套，环比下降 11.5%，同比上升 7.0%；拥有 5 或 5 个以上单位的住宅营建许可数为 43.7 万套，环比下降 2.0%，同比下降 7.8%。经季节性调整后，12 月新屋开工数为 166.9 万套，环比上涨 5.8%，同比上涨 5.2%，其中单户住宅开工数为 133.8 万户，环比上涨 12.0%，拥有拥有 5 或 5 个以上单位的新屋开工数为 31.2 万套。12 月房屋的年竣工年率为 141.7 万套，比 11 月修正后的 122.3 万套高出 15.9%，同比上涨 8.0%，其中单户住宅竣工数为 98.4 万套，拥有 5 或 5 个以上单位的住宅竣工数为 42.2 万套。

2、美国 12 月成屋销售高于预期和前值

根据全美房产经纪商协会 1 月 22 日公布的数据显示，美国 12 月成屋销售年化总数为 676 万户，高于前值 669 万户，也高于预测值 656 万户；12 月成屋销售年化月率为 0.7%，高于前值-2.2%（修正前为-2.5%），也高于预测值-1.9%。

东北和南方地区房屋销售为主要提振。去年 12 月，随着各地区房价上升，所有住房类型的现房价格中位数为 30.98 万美元，较 2019 年 12 月（27.45 万美元）

上涨 12.9%；其中 12 月独栋住宅销售年率为 603 万套，环比增长 0.7%，同比增长 22.8%，独栋住宅价格中位数为 31.34 万美元，同比上涨 13.5%。从地域来看，12 月东北地区现房销售增长 4.5%，年增长率为 93 万套，同比增长 27.4%；中西部现房销售保持不变，12 月年销售 159 万套，同比增长 26.2%；12 月南方现房销售增长 1.1%，年率为 286 万套，同比增长 20.7%；西部现房销售下降 1.4%，12 月年率为 138 万套，同比上涨 17.9%。截至到 12 月底，住房库存总量为 107 万套，环比下降 16.4%，同比下降 23%，供应量为 1.9 个月，处于历史最低水平。此外，NAR 总裁表示，NAR 将于拜登政府合作，寻求促进住房可负担性和可访问性的政策；NAR 首席经济学家表示 2020 年房屋销售达到 2006 年以来的最高水平，随着更多刺激措施的出台和疫苗分发工作的展开，预计房地产市场和整体经济将继续保持强劲势头。

图表 4：海外宏观数据跟踪和简评

美国	19-12	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	最新数据简评
增长															
GDP（环比折年率，%）	2.1			-5.0			-31.70			33.10					创下1947年有记录以来的最高增幅
消费															
个人总收入（环比折年率，%）	0.20	0.62	0.8	(1.8)	12.2	(4.2)	(1.0)	0.4	(2.7)	0.90	-0.65	-1.13			减少主要原因是政府社会福利减少
个人消费支出（环比折年率，%）	0.30	0.20	(0.0)	(6.7)	(12.9)	8.6	6.2	1.9	0.99	1.40	0.49	-0.43			较前值出现明显回落
零售销售额（环比折年率，%）	0.30	0.26	(0.4)	(8.2)	(14.7)	18.3	8.4	1.2	0.56	1.90	0.25	(1.1)	(0.7)		无店铺零售业和电子和家用电器为主要拖累
投资															
耐用品订单（环比，%）	2.44	(0.2)	(0.2)	(16.7)	(18.3)	15.0	7.7	11.2	0.4	1.9	1.3	0.97			连续6个月保持扩张增速
建造支出（环比，%）	(0.2)	(0.2)	0.2	(0.3)	(3.4)	(1.7)	(0.7)	0.13	1.40	0.30	1.3	0.87			建造支出小幅回落
对外贸易															
出口（同比，%）	1.9	1.1	0.5	(10.8)	(27.8)	(32.0)	(24.4)	(20.1)	(18.3)	(15.7)	(13.5)	(12.5)			海外需求边际复苏
进口（同比，%）	(3.0)	(2.4)	(4.5)	(11.3)	(22.3)	(24.5)	(19.9)	(11.4)	(8.5)	(6.6)	(3.3)	0.3			内需拉动回升
贸易差额（十亿美元）	(48.9)	(45.3)	(34.7)	(42.3)	(49.8)	(54.8)	(50.7)	(63.5)	(67.1)	(63.9)	(63.1)	(68.1)			贸易差额拉大
通胀															
CPI（同比，%）	2.3	2.5	2.3	1.5	0.3	0.1	0.6	1.0	1.3	1.4	1.2	1.2	1.4		能源价格为主要提振
核心CPI（同比，%）	2.3	2.3	2.4	2.1	1.4	1.2	1.2	1.6	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6		与前值和预测值持平
核心PCE（同比，%）	1.6	1.6	1.9	1.7	0.9	1.0	1.1	1.3	1.6	1.6	1.6	1.4			低于前值
密歇根次年通胀预期（同比，%）	2.3	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	通胀预期大幅回升
劳动力市场															
非农就业新增人数（千人）	14.5	225.0	273	(701)	(20500)	2509	4800	1763	1371	661	638	245	(140)		由于缺乏财政刺激，4月后再次陷入负值
失业率（%）	3.5	3.6	3.5	4.4	14.7	13.3	11.1	10.2	8.4	7.9	6.9	6.7	6.7		失业率持平于前值
平均时薪（环比，%）	0.1	0.2	0.3	0.6	4.7	(1.1)	(1.3)	0.2	0.4	0.1	0.1	0.3	0.8		高于前值
职位空缺数（千人）	6423	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，%）	2.85	3.11	3.48	3.87	3.86	3.61	3.46	4.00	5.20	6.60	7.95				房价大幅上升
成屋销售（折年数，万套）	554	546	576	527	433	391	470	586	600	654	685	669	**676**		**东北和南方地区房屋销售为主要提振**
新屋开工（环比，%）	16.9	(3.6)	(19.0)	(26.4)	(26.4)	11.1	17.5	22.6	(26.4)	1.9	4.9	1.2	**5.8**		**低利率刺激下旺盛的需求持续提振房屋市场**
营建许可（环比，%）	(3.9)	9.2	(6.4)	(5.7)	(21.4)	14.1	3.5	17.9	(0.9)	5.2	0.0	5.9	**4.5**		**单户住宅营建许可为主要提振**
其他															
ISM制造业PMI指数	47.2	50.9	50.1	49.1	41.5	43.1	52.6	54.2	56.0	55.4	59.3	57.5	60.7		新订单、生产指数明显上升，就业情况边际改善
ISM非制造业PMI指数	55.0	55.5	57.3	52.5	41.8	45.4	57.1	58.1	56.9	57.8	56.6	55.9	57.2		服务业大幅回升
工业产能利用率（%）	77.0	76.8	76.9	73.6	64.2	64.8	68.5	70.6	72.0	71.5	72.8	73.3	74.5		产能利用率小幅回升
密歇根大学消费者信心指数	99.2	99.1	101.0	95.9	71.8	72.3	78.1	72.5	74.1	78.9	81.8	77.0	80.7		由于对经济的长期前景更为乐观，12月初美国消费者的信心有所提高
美联储总资产（万亿美元）	42.10	41.99	42.06	53.03	67.03	71.46	71.31	69.97	70.39	71.50	71.94	72.65			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	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			联邦基金利率维持低位
美元实际有效汇率指数	107.21	106.41	107.59	111.71	113.39	112.81	110.25	109.27	108.09	107.90	107.50	105.78	104.00		美元实际有效汇率小幅下降
其他发达经济体	**19-12**	**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**	简评
欧元区															
GDP（环比折年率，%）	0.2			-13.6			-40.3			61.1					欧元区经济大幅回升
CPI（同比，%）	1.3	1.4	1.2	0.7	0.3	0.1	0.3	0.4	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3		进入通缩
核心CPI（同比，%）	1.3	1.1	1.2	1.0	0.9	0.9	0.8	1.2	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2		和前值持平
出口（季调环比，%）	0.9	-0.2	0.7	-8.0	-25.4	8.6	11.2	6.5	2.0	4.1	2.1	2.0			外部需求回落
进口（季调环比，%）	-0.7	2.2	-2.8	-9.5	-13.6	3.0	5.7	4.2	0.5	2.7	1.0	2.4			内部需求回升
贸易差额（十亿欧元）	22.2	19.1	25.4	26.0	0.9	8.6	17.1	20.3	21.9	24.0	25.9	25.1			贸易差额回落
Markit制造业PMI指数	46.3	47.8	49.2	44.5	33.4	39.4	47.4	51.8	51.7	53.7	54.4	53.6	55.2		制造业PMI扩张加速
Markit服务业PMI指数	52.8	52.2	52.6	26.4	12.0	30.5	48.3	54.7	50.1	47.6	46.2	41.3	46.4		服务业PMI收缩区间内回升
德国经济景气指数	100.0	101.8	101.8	92.0	72.1	75.3	81.9	88.4	94.3	95.5	97.0	94.2	94.3		德国经济景气小幅回升
工业生产指数（环比，%）	(2.1)	2.3	-0.1	-11.8	-18.0	12.3	9.1	4.1	0.7	-0.4	1.1	2.5			大幅回暖
欧央行总资产（万亿欧元）	4.5	4.7	4.7	5.1	5.3	5.6	6.2	6.4	6.4	6.7	6.8	6.8	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，%）	0.1			-8.5			-59.8								经济大幅萎缩
CPI（同比，%）	1.3	1.8	1.7	1.5	0.8	0.5	0.6	1.0	0.2	0.5	0.7	0.3	**0.6**		**通胀小幅回升**
英央行基准利率	0.75	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，%）	-6.3			-2.5			-27.8			22.9					日本经济触底反弹
CPI（同比，%）	0.8	0.7	0.4	0.4	0.1	0.1	0.1	0.3	0.2	0.0	-0.4	-0.9	-1.3		通缩加剧
日央行总资产（万亿日元）	573.0	578.3	584.9	604.4	619.0	638.6	649.0	665.9	668.0	689.9	698.2	705.3	702.5		持续回落
新兴市场GDP增速（同比，%）	**19-12**	**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**	简评
巴西	1.7			-0.3			-11.4			-3.9					经济增速企稳回升
印度	4.1			3.1			-8.0			-7.5					经济增速跌幅收窄
韩国	2.3			1.4			-3.0			-1.3					经济跌幅收窄
印尼	5.0			3.0			-5.3			-3.5					经济跌幅收窄
香港	-2.9			-9.1			-9.0			-3.5					经济增速跌幅收窄
台湾	3.3			2.2			-0.6			3.9					经济增速转正
新兴市场CPI（同比，%）	**19-12**	**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**	简评
巴西	4.3	4.2	4.0	3.3	2.4	1.9	2.1	2.3	2.4	3.1	3.9	4.3	4.5		通胀小幅上升
俄罗斯	3.0	2.4	2.3	2.5	3.1	3.0	3.2	3.4	3.6	3.7	4.0	4.4	4.9		通胀小幅上升
印度	9.6	7.5	6.8	5.5	5.5	5.1	5.1	5.3	5.6	5.4	5.8	5.2			通胀小幅回升
韩国	0.70	1.49	1.06	1.00	0.08	-0.32	-0.01	0.29	0.66	0.95	0.14	0.60	0.52		通胀小幅回落
印尼	2.7	2.7	3.0	3.0	2.7	2.2	2.0	1.5	1.3	1.4	1.4	1.6	1.7		通胀小幅回升
沙特阿拉伯	0.2	0.4	1.2	1.5	1.3	1.1	0.5	6.1	6.2	5.7	5.8	5.8			通胀小幅回升
香港	2.9	1.4	2.2	2.3	1.9	1.5	0.7	-2.3	-0.4	-2.2	-0.2	-0.2	**-0.7**		**通缩程度加剧**
台湾	1.1	1.9	-0.2	0.0	-1.0	-1.2	-0.8	-0.5	-0.3	-0.6	-0.2	0.1	0.0		通胀小幅回落

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和美国第四季度实际 GDP 年化季率初值

1. 本周重点关注美联储公布利率决议

本周重点关注 1 月 28 日美联储公布利率决议。

2、本周重点关注美国第四季度实际 GDP 年化季率初值

本周重点关注 1 月 25 日公布的德国 1 月 IFO 商业景气指数（料回升）、1 月 27 日公布的美国 12 月耐用品订单月率初值(%)（料回落）、1 月 28 日美国第四季度实际 GDP 年化季率初值(%)（料回落）和 1 月 29 日公布的美国 12 月个人支出月率(%)（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