美国零售销售和个人消费支出之间的分歧意味着什么？

主要结论：

一、美国零售销售和个人消费支出之间的分歧意味着什么？

- **美国 8 月零售销售低于预期和前值。**受电子和家用电器店和加油站的拖累。

疫情过后，零售销售和个人消费支出之间出现分化。零售销售出现大幅回升，已经回到了疫情之前的水平，但与此相对的是个人消费支出复苏缓慢，那么当前两者之间哪个指标可以更好的反应美国真实消费状况？

- **零售销售和个人消费支出之间的差值反映了美国消费整体的健康状况。**零售销售包含更多非必需品但不包含服务，个人消费支出对耐用品的涵盖较少但包含个人服务。所以当经济处于下行的过程中，消费者通过减少非必需品导致零售销售下降的程度远大于个人消费支出。
- **当前两者之间的差值回升，表示美国整体消费确实已经渡过快速下行期。**政府提供的失业救济金和签署的《新冠病毒援助、救济和经济安全法案》带动居民对耐用品的需求迅速回升。
- **零售销售在本轮疫情中并不能真实地反应美国消费整体水平，主要由于疫情对服务支出产生的影响较为显著。**本轮疫情带来的经济衰退不同于传统的经济衰退。为遏制疫情的传播，限制经济活动对服务业的打击尤其严重。美国服务业占 GDP 总量的 80%左右，服务业占比个人消费支出回落到 61%左右，这意味着占比更大的服务业阻碍更广泛的消费支出复苏。
- **未来看，零售销售扩张放缓，个人消费支出呈震荡趋势，美国消费整体复苏放缓。**首先，在缺乏新一轮的政策刺激的背景下，零售销售额改善增速放缓。其次，随着临时性失业陆续减少，新增就业岗位增加不足，后续就业恢复或将继续放缓，从而对居民的消费能力形成隐形的约束。第三，疫苗的推迟问世对未来的消费支出约束。

二、美国工业生产低于预期、密歇根大学消费者信心指数高于预期

- **美国 8 月工业生产月率低于预期和前值：**汽车产品和运输生产为主要拖累。
- **美国 9 月费城联储制造业指数持平于预期：**新订单和装船指数大幅增长。
- **美国 9 月密歇根大学消费者信心指数高于预期：**大选的结果和接种疫苗的延迟可能会影响接下来的消费者信心指数。

三、本周重点关注美国财长努钦和美联储主席鲍威尔将就疫情纾困发表证词和美国 8 月耐用品订单

- **财经事件：**美国财长努钦和美联储主席鲍威尔将就疫情纾困发表证词
- **财经数据：**美国 8 月成屋销售年化总数和耐用品订单月率初值

风险提示：

1、美国资产泡沫的累积导致金融市场波动加大；

2、中美冲突进一步加剧，对全球需求和经济产生较大的影响；

3、美国大选的临近，可能会加剧风险资产的波动。

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

(8621)61038260

yangyifan@gjzq.com.cn

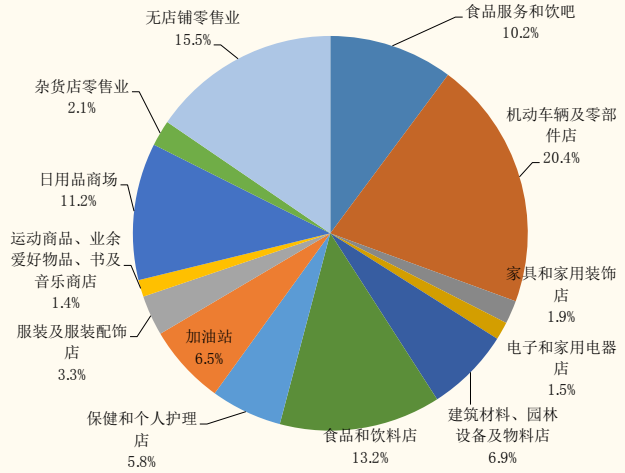
正文如下：

一、美国零售销售和个人消费支出之间的分歧意味着什么？

9 月 16 日晚间美国商务部公布数据显示，美国 8 月零售销售月率为 0.6%，低于预期的 1.0%，也低于前值的 1.2%（下修至 0.9%）；美国 1 月核心零售销售月率为 0.7%，低于预期的 1.0%，也低于前值的 1.9%（下修至 1.3%）；美国 8 月零售销售年率为 2.6%，低于前值的 2.74%（下修至 2.4%）。美国 8 月零售销售为 5375 亿美元，高于前值的 5360 亿美元（下修至 5364 亿美元）；美国 8 月核心零售销售为 4277 亿美元，高于前值的 4266 亿美元（下修至 4249 亿美元）。

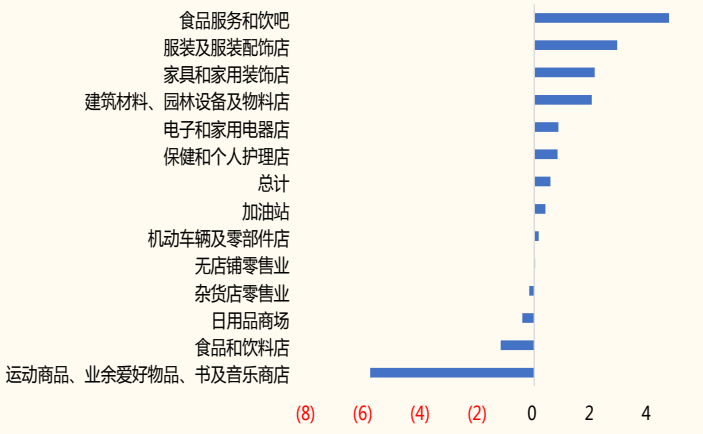
美国 8 月零售销售主要受电子和家用电器店和加油站的拖累。分类数据显示，机动车辆及零部件店销售额环比增长 0.2%，高于前值下降的 1.0%；加油站销售环比增长 0.4%，低于前值的 4.4%；家具和家用装饰店销售额环比增长 2.1%，高于前值的 0.9%；电子和家用电器店销售额环比增长 0.8%，大幅低于前值增长的 20.7%；建筑材料、园林设备及物料店销售额环比增长 2.0%，高于前值下降的 2.4%；食品和饮料店销售额环比下降 1.2%，低于前值增长的 0.6%；保健与个人护理店销售额环比下降-1.1%，但低于前值增长的 0.5%；服装及服装配饰店销售额环比增长 2.9%，高于前值的 2.2%；无店铺零售业销售环比增加 0.0%，低于前值的 0.3%。

图表 1：零售销售分项占比



来源：Wind，国金证券研究所

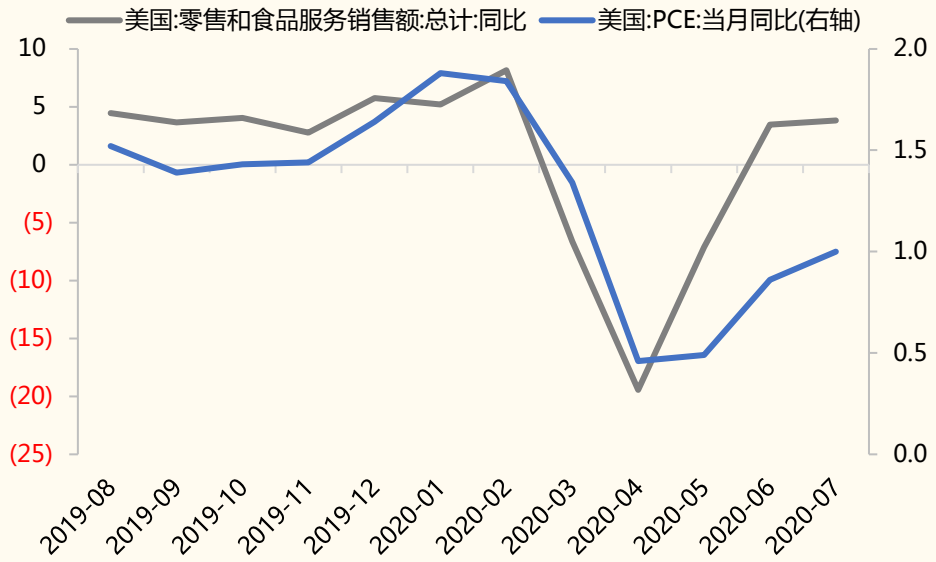
图表 2：零售销售环比分项



来源：Wind，国金证券研究所

疫情过后，零售销售和个人消费支出之间出现分化。零售销售出现大幅回升，已经回到了疫情之前的水平，但与此相对的是个人消费支出复苏缓慢，那么当前两者之间哪个指标可以更好的反应美国真实消费状况？

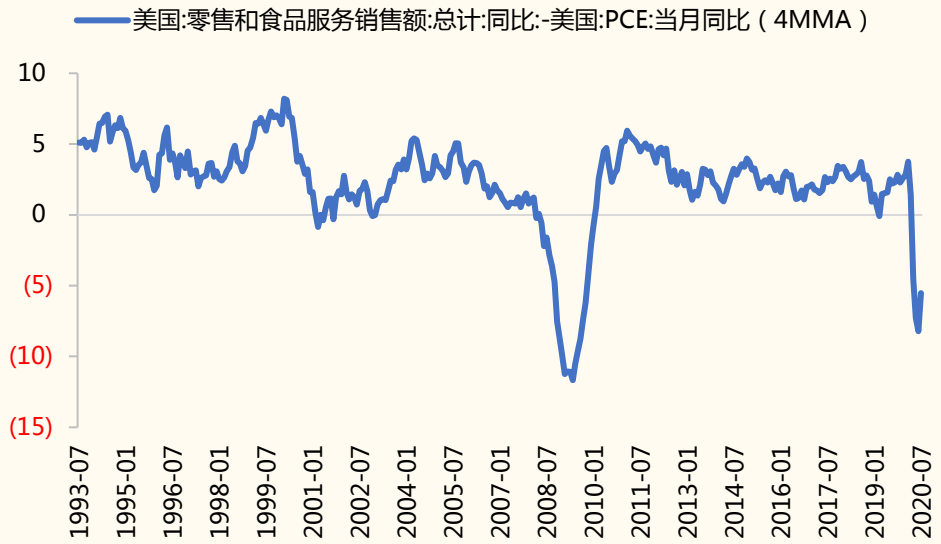
图表 3：个人消费支出回暖远不如零售销售



来源： Wind，国金证券研究所

零售销售和个人消费支出（PCE）之间的差值反映了美国消费整体的健康状况。在经济陷入衰退之前，零售销售-个人消费支出通常进入负值区间，主要由于两者指标覆盖的范围和成分测量上存在着差异。零售销售是通过美国商务部每个月对全国性零售业进行抽样调查，主要是零售机构向个人的销售，且包含一部分企业对企业的销售，所以主要衡量在一定的时间段内耐用和非耐用商品的购买来跟踪消费者对制成品的需求。相比之前，个人消费支出的分类主要涵盖了耐用品、非耐用品和服务，包括了家庭的实际和估算支出，本质上是衡量个人对商品和服务的需求。整体来说，零售销售包含更多非必需品但不包含服务，个人消费支出对耐用品的涵盖较少但包含个人服务。所以当经济处于下行的过程中，消费者通过减少非必需品导致零售销售下降的程度远大于个人消费支出。而在经济上行的过程中，消费者对非必需品的增加促使零售销售增长幅度超过个人消费支出。

图表 4：零售销售同比-PCE 同比企稳回升

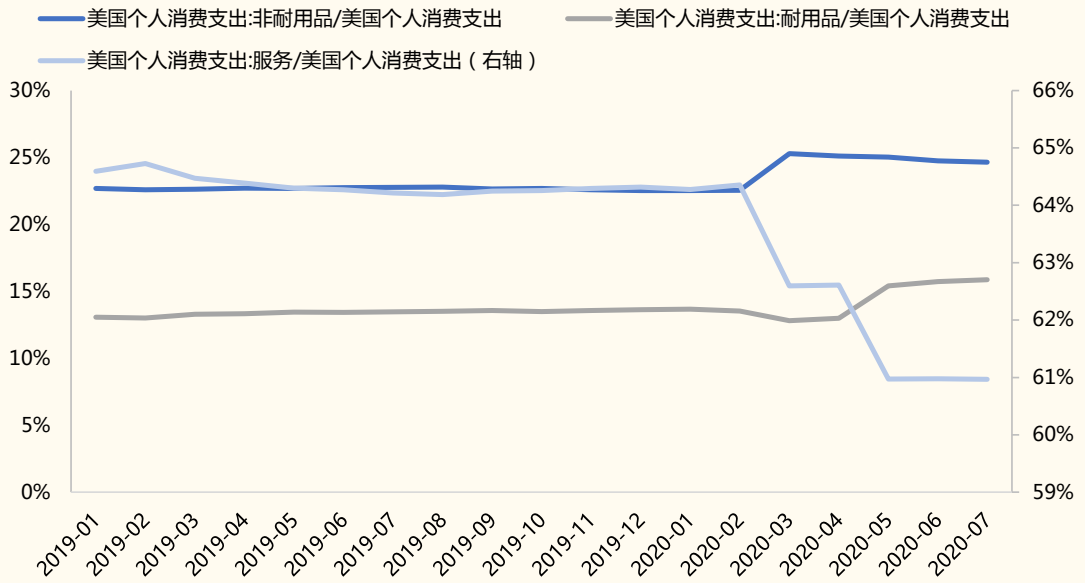


来源： Wind，国金证券研究所

当前两者之间的差值回升，表示美国整体消费确实已经渡过快速下行期。从当前情况来看，耐用品订单的回升对零售销售形成提振，对零售销售形成大幅提振。数据显示，7 月份耐用品订单环比增长 11.2%，超过了 6 月份 7.7%的增幅，其中不包括飞机和军事硬件的核心资本品订单增长 1.9%，略高于预期。之前由于疫情爆发后的居家令导致居民除了采购生活必需品和寻求医疗照顾外，尽量减少外出，进而对一些非必需品的需求骤然下降。随着生活恢复正常化，政府提供的失业救济金和签署的《新冠病毒援助、救济和经济安全法案》带动居民对耐用品的需求迅速回升。数据显示，电子和家用电器销售额环比从 4 月的-43.41%快速回升到 5、6、7 月的 24.64%、38.47%和 20.74%；家具和家用饰品销售额环比从 4 月-48.92%快速回升到 5、6 月的 77.07%和 39.02%；机动车辆及零部件店销售额环比从 4 月-12.22%回升到 5 月的 48.03%。相比之下，食品和饮料店、日用商品商场和无店铺零售业反弹并不大。

但零售销售在本轮疫情中并不能真实地反应美国消费整体水平，主要由于疫情对服务支出产生的影响较为显著。我们需要注意到本轮疫情带来的经济衰退不同于传统的经济衰退。为遏制疫情的传播，全球政府采取了重大措施，其中包括禁止旅行，关闭餐厅和娱乐场所，这些措施总体上限制了经济活动，对服务业的打击尤其严重。自 2010 年以来，服务业的新增就业推动了美国就业的整体水平，美国新增了近 1900 万个服务业工作岗位，其中酒店业和交通运输业等行业的工作岗位在美国劳动力市场中所占的比例有所增加。美国服务业占 GDP 总量的 80%左右，而美国服务业在 2020 年第一和第二季度的产值按照季节性调整后的年增速分别为-9.8%和-43.1%。另外，截至 7 月，数据显示，服务业占比个人消费支出回落到 61%左右，而耐用品占个人消费支出回升到 16%，这意味着占比更大的服务业可能阻碍更广泛的消费支出复苏。

图表 5：服务占个人支出消费比重下滑



来源： Wind，国金证券研究所

未来看，零售销售扩张放缓，个人消费支出呈震荡趋势，美国消费复苏放缓。首先，由于耐用品对消费的提振是一次性的，随着政府救助的到期，在缺乏新一轮的政策刺激的背景下，零售销售额改善增速放缓。其次，8 月的非农数据显示政府部门新增就业高达 34.4 万人，但主要是和政府招聘的人口普查临时工作人员有关。随着临时性失业陆续减少，新增就业岗位增加不足，后续就业恢复或将继续放缓，从而对居民的消费能力形成隐形的约束。第三，Moderna 疫苗公司表示如果未来几周美国的感染率下降，可能无法在 12 月以前审查相关试验数据，疫苗的推迟可能会导致消费者信心的回落，对未来的消费支出形成下行压力。

二、美国工业生产低于预期、密歇根大学消费者信心指数高于预期

1. 美国 8 月工业生产月率低于预期和前值

美联储 9 月 15 号公布的数据显示 8 月工业生产月率 0.4%，低于预期的 3.4%，也低于前值 3.5%；8 月制造业生产月率 1.0%，低于预期的 11.3%，也低于前值 3.9%；8 月产能利用率 71.4%，低于预期的 73.4%，但高于前值 71.1%；其中 8 月制造业产能利用率为 0.2%，高于前值 69.5%。

工业生产降幅较大是由汽车产品生产和运输生产所拖累的。数据显示，汽车产品生产率大幅下降-3.8%（前值 29.9%）；运输业生产率跌幅为 2.7%，远低于前值 30.6%；材料部分的消费品生产率达到 5 月以来最低点-0.3%；汽车及零件生产率受季节性影响降幅为-3.7%，低于前值 31.7%；机械制造业，印刷业及其他类均有不同程度的下降幅度。产能利用率方面耐用品中的木制品和金属制品分别增长 1 个百分点和 1.2 个百分点；电器及配件，家具及相关产品 4 月以来均稳定增长，分别为 67.1%和 69.3%，在非耐用品方面食品行业，印刷行业及化学产品产能利用率自 4 月以来稳定增长。

2.美国 9 月费城联储制造业指数持平于预期

美国费城联储 9 月 18 日公布的数据显示，制造业指数 15 跟预期持平；物价获得指数和支付指数高于前值分别为 25.1 和 18.4；就业指数增长 6.7 个点到 15.7；新订单指数 25.5（前值 19）；制造业装船指数大幅增长 36.6（前值 9.4）。

制造业持续扩张得益于新订单指数和装船指数大幅增长。制造业指数在经历了 4 月和 5 月长期低点后连续增长，新订单指数实现了 6.5 个点的增长；出货指数大幅上升 27 个点到 36.6，由于新订单和出货量的明显增长，就业指数明显改善；在物价支付和获得指数方面，由于制造业的持续扩张，行业状态好转，29%的受访者表示投入品价格上涨且 22%的受访者表示其公司制成品的价格上涨。制造业指数已实现连续 4 个月的正增长，62%的受访者认为第四季度产量增长高于第三季度，且受访者对未来六个月的增长保持乐观，这预示着制造业好转且带动就业，对劳动力市场形成提振。

3. 美国 9 月密歇根大学消费者信心指数高于预期

9 月 18 日晚间公布数据显示美国 9 月密歇根大学消费者信心指数初值为 78.9，高于预期的 75，也高于前值的 74.1。美国 12 月密歇根大学现况指数初值为 87.5，高于预期的 83.1，也高于前值的 82.9；美国 12 月密歇根大学预期指数初值为 73.3，高于预期的 67.2，也高于前值的 68.5。

一年期和五年期通胀预期均出现回落。美国 9 月密歇根大学 1 年期通胀率预期初值为 2.7%，低于预期的 3%，也低于前值的 3.1%，美国 9 月密歇根大学 5-10 年期通胀率预期初值为 2.6%，低于前值的 2.7%。虽然近期保持稳定的低水平趋势，但数据表明选举开始对未来经济前景的预期产生一定影响。9 月消费者信心指数增长主要体现在经济前景之中，民主党人对经济前景预期增长，而共和党人对经济的乐观情绪有所减弱。在接下来几个月中，有两个因素可能导致波动性变化和消费者信心的急剧下降：大选的结果和接种疫苗的延迟。

图表 6：海外宏观数据跟踪和简评

美国	19-08	19-09	19-10	19-11	19-12	20-01	20-02	20-03	20-04	20-05	20-06	20-07	20-08	2020-09	最新数据简评
增长															
GDP（环比折年率，%）		2.1			2.1			-5.0			-31.70				有记录以来美国经济最大季度降幅
消费															
个人总收入（环比折年率，%）	0.40	0.27	0.00	0.50	0.20	0.62	0.8	(1.8)	12.2	(4.2)	(1.0)	0.4			个人收入环比小幅上涨
个人消费支出（环比折年率，%）	0.10	0.17	0.30	0.30	0.30	0.20	(0.0)	(6.7)	(12.9)	8.6	6.2	1.9			环比涨幅低于前值
零售销售额（环比折年率，%）	0.40	-0.30	0.30	0.20	0.30	0.26	(0.4)	(8.2)	(14.7)	18.3	8.4	1.2	0.56		**受电子和家用电器店和加油站的拖累**
投资															
耐用品订单（环比，%）	0.20	-1.10	0.60	-2.00	2.44	(0.2)	(0.2)	(16.7)	(18.3)	15.0	7.7	11.2			环比涨幅高于前值
建造支出（环比，%）	1.3	0.5	(0.8)	0.6	(0.2)	(0.2)	0.2	(0.3)	(3.4)	(1.7)	(0.7)	0.13			建造投资由负转正
对外贸易															
出口（同比，%）	0.1	(1.8)	(1.4)	0.3	1.9	1.1	0.5	(10.8)	(27.8)	(32.0)	(24.4)	(20.1)			海外需求边际复苏
进口（同比，%）	0.0	(2.8)	(4.7)	(3.8)	(3.0)	(2.4)	(4.5)	(11.3)	(22.3)	(24.5)	(19.9)	(11.4)			内需拉动回升
贸易差额（十亿美元）	(54.9)	(52.5)	(47.2)	(43.1)	(48.9)	(45.3)	(34.7)	(42.3)	(49.8)	(54.8)	(50.7)	(63.5)			贸易差额扩大
通胀															
CPI（同比，%）	1.7	1.7	1.8	2.1	2.3	2.5	2.3	1.5	0.3	0.1	0.6	1.0	1.3		二手车和卡车价格上涨成为CPI季调后上升最大因素
核心CPI（同比，%）	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.4	2.1	1.4	1.2	1.2	1.6	1.7		高于前值
核心PCE（同比，%）	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6	1.9	1.7	0.9	1.0	1.1	1.3			高于前值
密歇根次年通胀预期（同比，%）	2.7	2.8	2.5	2.5	2.3	2.5	2.4	2.2	2.1	3.0	3.0	3.0	3.1	2.7	**通胀预期回落**
劳动力市场															
非农就业新增人数（千人）	130.0	136.0	12.8	26.6	14.5	225.0	273	(701)	(20500)	2509	4800	1763	1371		政府招聘、零售业、专业和商业服务业为主要提振
失业率（%）	3.7	3.5	3.6	3.5	3.5	3.6	3.5	4.4	14.7	13.3	11.1	10.2	8.4		失业率冲高回落
平均时薪（环比，%）	0.4	(0.0)	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3	0.6	4.7	(1.1)	(1.3)	0.2	0.4		高于前值
职位空缺数（千人）	7051	7024	7267	6800	6423	7012	7004	6011	4996	5371	5889	6618			零售业、医疗保健和社会援助，建筑业为主要提振
房地产市场															
标普/CS房价指数（同比，%）	2.0	2.1	2.2	2.55	2.85	3.11	3.48	3.87	3.86	3.61	3.46				房价小幅下跌
成屋销售（折年数，万套）	549	538	546	535	554	546	576	527	433	391	470	586			住房销售景气度有所提升
新屋开工（环比，%）	12.3	(9.4)	3.8	3.2	16.9	(3.6)	(19.0)	(26.4)	(26.4)	11.1	17.5	22.6	(26.4)		**新屋开工大幅回落**
营建许可（环比，%）	7.7	(2.7)	5.0	1.4	(3.9)	9.2	(6.4)	(5.7)	(21.4)	14.1	3.5	17.9	(0.9)		**营建许可由涨转跌**
其他															
ISM制造业PMI指数	49.1	47.8	48.3	48.1	47.2	50.9	50.1	49.1	41.5	43.1	52.6	54.2	56.0		制造业PMI上升
ISM非制造业PMI指数	56.4	52.6	54.7	53.9	55.0	55.5	57.3	52.5	41.8	45.4	57.1	58.1	56.9		非制造业PMI小幅回落
工业产能利用率（%）	77.9	77.4	76.7	77.3	77.0	76.8	76.9	73.6	64.2	64.8	68.5	70.6	71.4		**产能利用率回升**
密歇根大学消费者信心指数	89.8	92.0	95.5	96.8	99.2	99.1	101.0	95.9	71.8	72.3	78.1	72.5	74.1	78.9	**消费者信心提升**
美联储总资产（万亿美元）	38.00	39.10	40.70	41.00	42.10	41.99	42.06	53.03	67.03	71.46	71.31	69.97	70.39		美联储资产小幅回升
美国联邦基金基准利率	2.00-2.25	1.75-2.0	1.75-1.5	1.75-1.5	1.75-1.5	1.75-1.5	1.75-1.5	1.0-1.25	1.0-1.25	1.0-1.25	1.0-1.25	1.0-1.25	1.0-1.25		联邦基金利率维持低位
美元实际有效汇率指数	108.40	108.60	107.90	107.60	107.21	106.41	107.59	111.71	113.39	112.81	110.25	109.27	108.09		美元实际有效汇率小幅下降
其他发达经济体	**19-08**	**19-09**	**19-10**	**19-11**	**19-12**	**20-01**	**20-02**	**20-03**	**20-04**	**20-05**	**20-06**	**20-07**	**20-08**	**20-09**	**简评**
欧元区															
GDP（环比折年率，%）		0.8			0.2			-13.6			-40.3				欧元区经济大幅萎缩
CPI（同比，%）	1.0	0.9	0.7	1.3	1.3	1.4	1.2	0.7	0.3	0.1	0.3	0.4	-0.2		进入通缩
核心CPI（同比，%）	0.9	1.0	1.1	1.3	1.3	1.1	1.2	1.0	0.9	0.9	0.8	1.2	0.4		核心通胀回落
出口（季调环比，%）	0.4	0.6	2.1	-2.8	0.9	-0.2	0.7	-8.0	-25.4	8.6	11.2	6.5			**外部需求持续回落**
进口（季调环比，%）	(1.2)	1.5	-0.9	-0.5	-0.7	2.2	-2.8	-9.5	-13.6	3.0	5.7	4.2			**内部需求小幅回落**
贸易差额（十亿欧元）	20.3	18.3	24.5	19.2	22.2	19.1	25.4	26.0	0.9	8.6	17.1	20.3			**贸易差额回升**
Markit制造业PMI指数	47.0	45.7	45.9	46.6	46.3	47.8	49.2	44.5	33.4	39.4	47.4	51.8	51.7		制造业PMI保持在扩张区间
Markit服务业PMI指数	53.4	51.6	51.8	51.5	52.8	52.2	52.6	26.4	12.0	30.5	48.3	54.7	50.1		服务业PMI低于前值
德国经济景气指数	100.6	99.4	99.2	99.6	100.0	101.8	101.8	92.0	72.1	75.3	81.9	88.4	94.3		德国经济景气高于前值
工业生产指数（环比，%）	0.4	0.1	(0.5)	0.2	(2.1)	2.3	-0.1	-11.8	-18.0	12.3	9.1	4.1			**工业生产指数回落**
欧央行总资产（万亿欧元）	4.68	4.64	4.4	4.4	4.5	4.7	4.7	5.1	5.3	5.6	6.2	6.4	6.4		高位平稳
欧央行主要再融资利率	0.00	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，%）		1.2			0.1			-8.5			-59.8				经济大幅萎缩
CPI（同比，%）	1.7	1.7	1.5	1.5	1.3	1.8	1.7	1.5	0.8	0.5	0.6	1.0	0.2		**通胀小幅回落**
英央行基准利率	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10		疫情促使货币政策宽松
日本															
GDP（环比折年率，%）		0.2			-6.3			-2.5			-27.8				日本经济大幅萎缩
CPI（同比，%）	0.3	0.2	0.2	0.5	0.8	0.7	0.4	0.4	0.1	0.1	0.1	0.3	0.2		**通胀小幅回升**
日央行总资产（万亿日元）	572.7	569.7	575.6	578.5	573.0	578.3	584.9	604.4	619.0	638.6	649.0	665.9	668.0		持续扩张
新兴市场GDP增速（同比，%）	**19-08**	**19-09**	**19-10**	**19-11**	**19-12**	**20-01**	**20-02**	**20-03**	**20-04**	**20-05**	**20-06**	**20-07**	**20-08**	**20-09**	**简评**
巴西		1.2			1.7			-0.3							经济增速下降
印度		4.6			4.1			3.1							经济增速回落
韩国		2.0			2.3			1.4			-3.0				经济明显下滑
印尼		5.0			5.0			3.0			-5.3				经济明显下滑
香港		-2.9			-2.9			-9.1			-9.0				GDP收缩区间
台湾		3.0			3.3			2.2			-0.6				经济增速转负
新兴市场CPI（同比，%）	**19-08**	**19-09**	**19-10**	**19-11**	**19-12**	**20-01**	**20-02**	**20-03**	**20-04**	**20-05**	**20-06**	**20-07**	**20-08**	**20-09**	**简评**
巴西	3.4	2.9	2.5	3.3	4.3	4.2	4.0	3.3	2.4	1.9	2.1	2.3	2.4		通胀小幅上升
俄罗斯	4.3	4.0	3.8	3.5	3.0	2.4	2.3	2.5	3.1	3.0	3.2	3.4	3.6		通胀小幅上升
印度	6.3	7.0	7.6	8.6	9.6	7.5	6.8	5.5	5.5	5.1	5.1	5.3			通胀小幅回升
韩国	0.0	-0.4	0.0	0.15	0.70	1.49	1.06	1.00	0.08	-0.32	-0.01	0.29	0.66		通胀小幅回升
印尼	3.5	3.4	3.1	3.0	2.7	2.7	3.0	3.0	2.7	2.2	2.0	1.5	1.3		通胀小幅下行
沙特阿拉伯	-1.0	-0.8	-0.3	0.0	0.2	0.4	1.2	1.5	1.3	1.1	0.5	6.1			通胀大幅上行
香港	3.5	3.2	3.1	3.0	2.9	1.4	2.2	2.3	1.9	1.5	0.7	-2.3			进入通缩
台湾	0.4	0.4	0.4	0.6	1.1	1.9	-0.2	0.0	-1.0	-1.2	-0.8	-0.5	-0.3		通缩程度缓解

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

三、本周重点关注美国财长努钦和美联储主席鲍威尔将就疫情纾困发表证词和美国 8 月耐用品订单

1. 本周重点关注美国财长努钦和美联储主席鲍威尔将就疫情纾困发表证词

本周重点关注 9 月 24 日美国财长努钦和美联储主席鲍威尔将就疫情纾困发表证词，预计对下一轮财政刺激有所指引。

2. 本周重点关注美国 8 月耐用品订单

本周重点关注 9 月 22 日晚间公布的美国 8 月成屋销售年化总数(万户)（料回落）和 9 月 25 日晚间公布的美国 8 月耐用品订单月率初值(%)（料回落）。

风险提示：

1、美联储长期的货币政策宽松导致政府部门杠杆上行，泡沫的累积增加了金融市场的脆弱性；

2、中美冲突进一步加剧，对全球需求和经济产生较大的影响；

3、美国大选的临近，可能会加剧风险资产的波动。

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