美联储的低利率会带动通胀超预期回升吗？

主要结论：

一、美联储的低利率会带动通胀超预期回升吗?

- **美国 8 月 CPI 超过预期但低于前值。**主要受益于二手车和卡车价格上涨。
- **美国 8 月 PPI 高于预期和前值。**主要受益于服务价格的上行。
- **从历史上看，低利率甚至负利率并不能完全拉动消费和经济的回升。**日本和欧央行的负利率政策致低风险资产收益减少，家庭通过增加储蓄来保证退休生活。
- **美国目前是通过其庞大的债务为宽松的货币政策提供资金，对通胀的提升空间有限。**美国经济的负债累累破坏了货币创造的正常传导。M2 货币流通增速大幅回落表示收入从消费转移到了还本付息的死循环中，即使美联储成功地引发通胀达到其目标，债务负担也将对通胀进行一定的压制。
- **其次，贫富差距的持续将继续给整个经济带来通缩压力。**股市带来的“财富效应”的影响只惠及了整体经济中相对较小的一部分。消费者债务还款占个人可支配收入从 2012 年开始上行至目前的 5.57%，“贫富差距”将继续促使通胀中枢下移。
- **未来看，10 年期长期债券收益率将成为美联储货币政策框架调整后的一个重要观察指标。**由于短端利率将长期被维持在低位，只有通过通胀预期和风险溢价可以推动 10 年期国债利率的上行，对新的货币政策框架可实行程度形成指引。

二、美国 7 月 JOLTs 职位空缺数上升

- **美国 7 月 JOLTs 职位空缺数上升：**零售业、医疗保健和社会援助，建筑业职位空缺数为主要提振。

三、本周重点关注美联储利率决议，美国工业产出、零售销售、房地产市场和消费者信心指数

- **财经事件：**日本召开临时国会，选举新首相、美联储公布利率决议，同时公布经济预期和利率预期点阵图。
- **财经数据：**美国 9 月纽约联储制造业指数、美国 8 月工业产出月率、美国 8 月零售销售月率、美国 8 月营建许可月率、美国 8 月新屋开工年化月率、美国 9 月密歇根大学消费者信心指数初值。

风险提示：

1、美联储货币宽松程度不及预期，导致经济向下压力的累积。
2、全球贸易摩擦进一步升温，拖累全球需求。
3、新兴市场持续动荡拖累全球经济进一步走弱。

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

(8621)61038260

联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

正文如下：

一、美联储的低利率会带动通胀超预期回升吗？

美国 8 月 CPI 超过预期。美国劳工部 9 月 11 日公布数据显示，美国 8 月未季调 CPI 月率为 0.3%，高于预期的 0.2%，但低于前值 0.6%；美国 8 月季调后 CPI 月率为 0.4%，高于预期的 0.3%，但低于前值 0.6%；美国 8 月未季调核心 CPI 月率为 0.4%，高于预期的 0.2%，但低于前值 0.6%；美国 8 月季调后核心 CPI 年率为 1.7%，高于预期的 1.6%，与前值持平；美国 8 月未季调 CPI 指数为 259.92，高于预期的 259.6，也高于前值 259.1，美国 8 月季调后核心 CPI 指数 268.75，高于预期的 268.4，也高于前值的 267.7。**二手车和卡车价格上涨成为 CPI 上升最大因素。**8 月能源价格环比上涨 0.9%，食品价格环比上涨 0.1%，除食品和能源外项目价格环比上涨 0.4%。二手车和卡车价格环比上涨 5.4%，汽油价格环比上涨 2.0%，住房价格环比上涨 0.1%。从环比来看，食品类中，蔬菜价格下跌 0.8%，猪肉价格下降 2.0%，水产品价格上涨 0.1%，蛋类价格下跌 3.0%，水果价格上涨 1.4%；非食品类中，服装价格上涨 0.6%，交通价格上涨 1.3%，娱乐价格上涨 7.0%，机动车保险价格上涨 0.5%，机票价格上涨 1.2%，教育与通讯商品价格上涨 0.1%，医疗服务价格上涨 0.1%。

美国 8 月 PPI 年率高于预期和前值。9 月 10 日晚间美国劳工部公布数据显示，美国 8 月 PPI 年率为-0.2%，高于预期的-0.3%，也高于前值-0.4%。美国 8 月 PPI 月率为 0.3%，高于预期 0.2%，但低于前值 0.6%；美国 8 月核心 PPI 年率为 0.6%，高于预期的 0.2%，也高于前值的 0.3%。美国 8 月核心 PPI 月率为 0.4%，高于预期的 0.2%，但低于前值的 0.5%。**8 月环比 PPI 上涨主要受益于服务价格的上行。**8 月服务价格上涨了 0.5%，与七月份持平。运输和仓储服务指数上升 0.2%，贸易服务价格增长 1.2%，除去贸易，运输价格和仓储的服务价格上升了 0.3%。数据显示，服务价格在 8 月的增长有 20%是由机械、设备、零件和供应商批发价格提供的。汽车和汽车零配件零售，客车运输货物，食品零售，投资组合管理，证券经纪、交易，投资咨询和相关服务价格也有所增长。相反，化学品和相关产品批发的利润下降了 4.5%，航空旅客服务价格和投资银行服务价格也有所下降。另外，8 月商品价格上升了 0.1%，连续第 4 个月上涨。

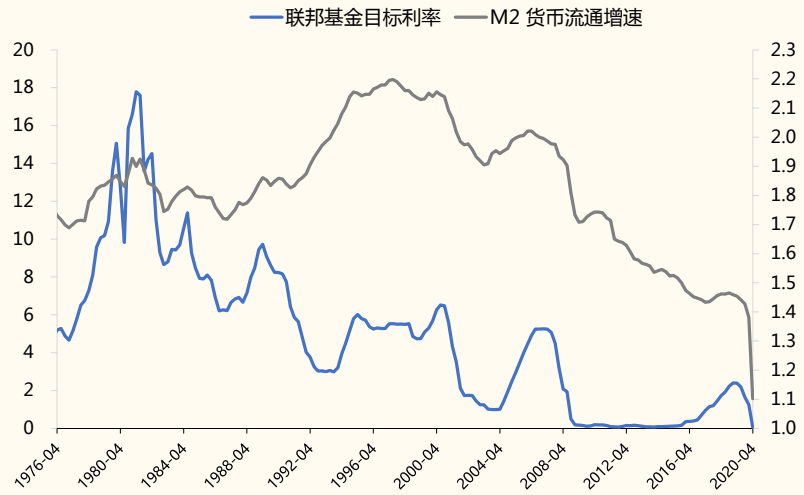
在最近的杰克逊霍尔经济峰会上，鲍威尔公布了美联储新的货币政策框架，加大对通胀的忍耐程度，意味着美联储货币政策退出宽松的时间点后移，市场主要关注利率长期维持低位是否可以带来通胀超预期的回升。

从历史上看，低利率甚至负利率并不能完全拉动消费和经济的回升。欧央行在 2014 年 6 月宣布将隔夜存款利率下调 10 个基点至-0.1%，成为史上首个实施负利率的主要央行，主要目的是希望通过此举向市场注入更多流动性，促使银行积极放贷，从而实现刺激经济增长的目的。但数据显示，2016 年全年，欧元区的年通货膨胀率将仅为 0.1%。另外，日本在 2016 年也实施了负利率政策，但通胀也并未见起色，反而越来越深陷低利率的泥塘，主要由于低利率和通胀导致低风险资产收益减少，家庭的储蓄率上行来保证退休生活。

首先，美国目前是通过其庞大的债务为宽松的货币政策提供资金，对通胀的提升空间有限。虽然美国当前不太可能实行负利率的政策，但美国经济的负债累

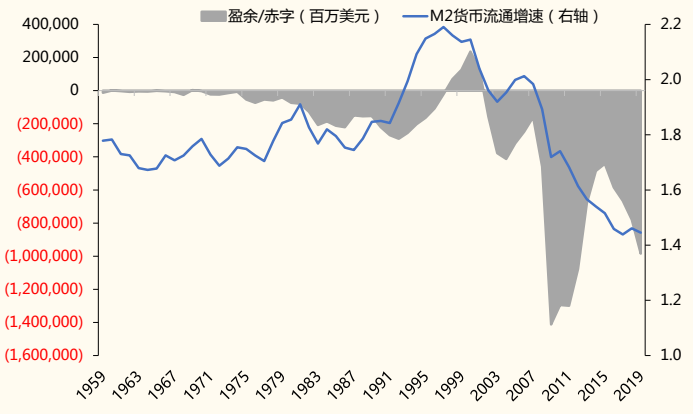
累破坏了货币创造的正常传导。数据显示，美国 M2 货币供应量同比在 7 月份飙升到 23.3%，但与此相对的是 M2 货币流通增速大幅回落，从 2000 年的 2.139%回落到当前的 1.102%。M2 货币流通增速是根据名义 GDP 与平均货币供应的比率计算得出的，也就是给定时间内一个货币单位购买国内生产的商品和服务的频率。我们可以发现在 2000 年之后，美联储的资产负债表扩张只是很短暂了刺激了一下 M2 货币流通增速，但流通增速整体仍然呈下行趋势，其根本原因是收入从消费转移到了还本付息的死循环中。只有当政府赤字转为盈余时，M2 的货币流通速度会提高，才可以促使收入转移到生产性的投资中，而不是还本付息。即使后续美联储成功地引发通胀达到其目标，债务负担也将对通胀进行一定的压制。

图表 1：M2 货币流动增速大幅回落



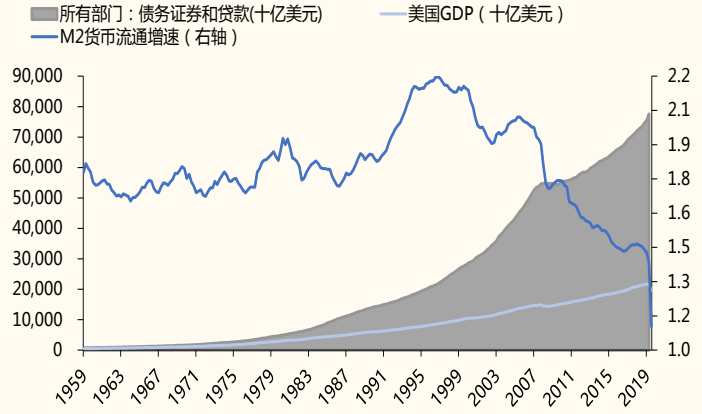
来源： Federal Reserve Bank of St.Louis，国金证券研究所

图表 2：政府盈余才可以带动 M2 货币流通增速回升



来源：Federal Reserve Bank of St.Louis，国金证券研究所

图表 3：债务累计拖累 M2 货币流动增速

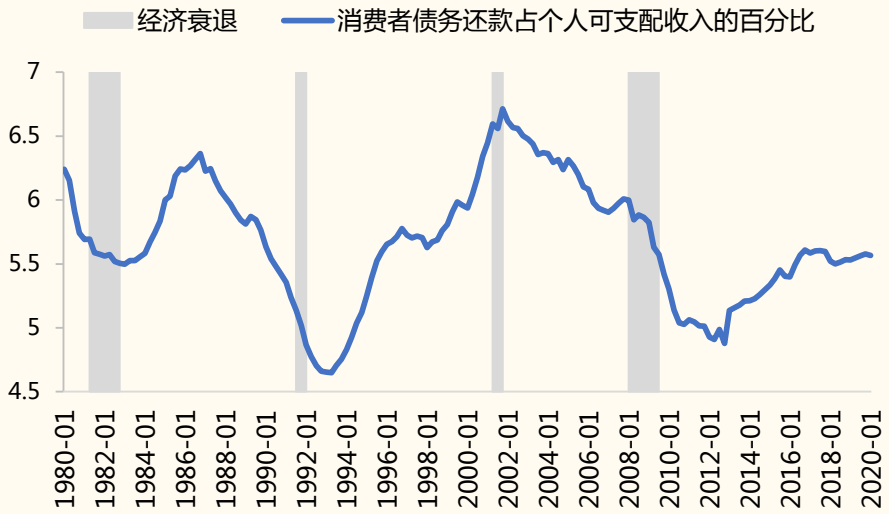


来源：Federal Reserve Bank of St.Louis，国金证券研究所

其次，贫富差距的持续给整个经济带来通缩压力。虽然美联储大幅放水使得美股从疫情中恢复，并不断创新高。截至 9 月 9 日，标普 500 从 3 月 23 日的

2237.4 反弹到 3398.96，纳斯达克指数也从 3 月 23 日的 6860.67 反弹至 11141.56。但这过程中 “财富效应”的影响只惠及了整体经济中相对较小的一部分。目前，收入最高的 10%的人拥有股市将近 87%的份额，剩下的 90% 的人却未在美联储的放水中收益。宽松的货币政策无法直接给劳动力市场带来红利，所以意味着剩下 90%的人也无法在过去 10 年中获得和股市收益相匹配的薪资增长率。数据显示，消费者债务还款占个人可支配收入从 2012 年开始上行至目前的 5.57%左右，只有当整体消费能够持续增长时，才能实现较高的通胀率，这也意味着，“贫富差距”将继续促使通胀中枢下移。

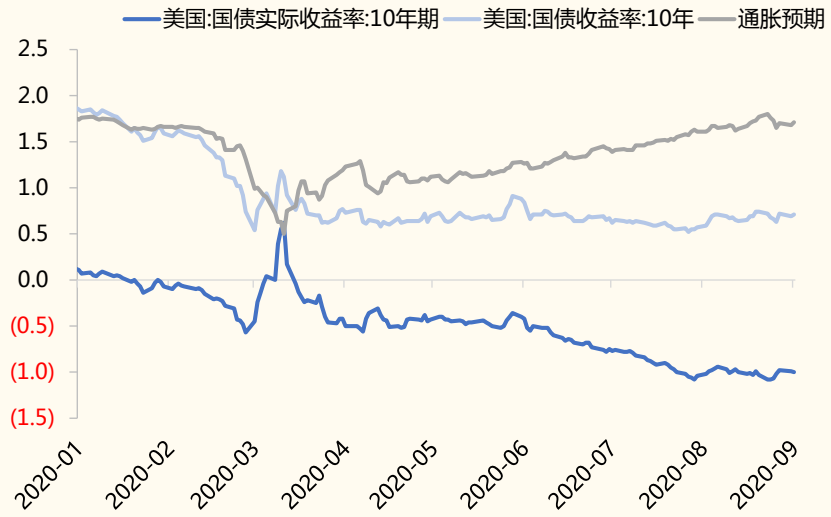
图表 4：消费者债务还款占个人可支配收入从 2012 开始向上



来源： Federal Reserve Bank of St.Louis，国金证券研究所

未来看，10 年期长期债券收益率将成为美联储货币政策框架调整后的一个重要观察指标。从鲍威尔提出“平均通胀”的目标框架后，10 年国债收益率和 10 年实际国债收益率差值代表的通胀预期短暂上行至 1.80 后又回落到当前的 1.70 左右，表示市场对未来的经济强回暖和通胀上行预期并不是特别强烈。未来看，由于短端利率将长期被维持在低位，只有通过通胀预期和风险溢价可以推动 10 年期国债利率的上行，为新的货币政策框架跟踪形成指引。

图表 5：通胀预期当前未出现明显上行



来源： Federal Reserve Bank of St.Louis，国金证券研究所

二、美国 8 月劳动力市场回暖，7 月工厂订单增长超过预期

1. 美国 7 月 JOLTs 职位空缺数上升

美国劳工部 9 月 9 日公布数据显示，美国 7 月 JOLTs 职位空缺上升至 661.8 万人，高于市场预期的 600 万人，也高于前值 588.9 万人。员工人数下降至 580 万，离职人数基本没有变化，为 500 万。辞职率上升至 2.1%，而裁员率和离职率下降至 1.2%。职位空缺率上升至 4.5%，私营企业的职位空缺率为 4.8%，政府的职位空缺率为 3.0%。

零售业、医疗保健和社会援助，建筑业职位空缺数为主要提振。从分类行业来看，零售业的职位空缺数上升 17.1 万个，医疗保健的职位空缺数上升 14.6 万个，建筑业的职位空缺数上升 9 万个。耐用品制造业的职位空缺数上升了 3.4 万个，非耐用品制造业的职位空缺数增加了 2.8 万个；教育服务的职位空缺数上升了 2.7 万个；运输，仓储和公用事业的职位空缺数上升了 2.6 万个；房地产和租赁与租赁方面的职位空缺数上升了 0.3 万个。金融和保险业的职位空缺数下降了 0.8 万个；艺术，娱乐和休闲业的职位空缺数下降了 1.6 万个。美国 7 月雇佣人数下降至 580 万，雇佣率下降至 4.1%。其中，住宿和食品服务业的雇员人数下降幅度最大，下降了 59.9 万人；其他服务的雇员人数下降了 14.3 万人；卫生保健和社会援助的雇员人数下降了 13.7 万人；建筑业的雇员人数下降了 9.9 万人；房地产和租赁与租赁方面的雇员人数增加了 2.6 万人。私人雇员的雇用人数下降了 123.3 万个，而由于人口普查工作，联邦政府部门的雇用人数增加了 3.3 万人。美国 7 月离职的数量和比率几乎没有变化，分别为 500 万和 3.6%。零售业离职人数增加了 11.2 万人；州和地方政府教育离职人数增加了 4.9 万人；耐用品制造业离职人数减少了 4.4 万人；贸易，运输和公用事业的离职人数增加了 9 万人；艺术，娱乐和休闲业离职人数减少了 2 万人，住宿和餐饮服务业离职人数减少了 3.1 万人，其他服务业离职人数减少了 2.4 万人。

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	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		环比涨幅低于前值
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	油价带动通胀预期回升
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		新屋开工率连续第三个月环比上升
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		营建许可环比大增
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		产能利用率回升，但仍处于低位
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	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**	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			外部需求持续回升
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			内部需求持续回暖
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			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			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
美国														
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		通胀小幅回升
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		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	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	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	0.7	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、本周重点关注美联储利率决议，美国工业产出、零售销售、房地产市场和消费者信心指数

1. 本周重点关注日本选举新首相和美联储公布利率决议

本周重点关注 9 月 16 日日本召开临时国会，选举新首相、17 日美联储公布利率决议，同时公布经济预期和利率预期点阵图。

2. 本周重点关注美国工业产出、零售销售、房地产市场和消费者信心指数

本周重点关注 9 月 15 日晚间公布的美国 9 月纽约联储制造业指数（料上升）、美国 8 月工业产出月率(%)（料回落），9 月 16 日晚间公布的美国 8 月零售销售月率(%)（料回落），9 月 17 日晚间公布的美国 8 月营建许可月率(%)（料回落）和美国 8 月新屋开工年化月率(%)（料回落），9 月 18 日晚间公布的美国 9 月密歇根大学消费者信心指数初值（料回升）。

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，泡沫的累计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