



宏观研究

【粤开宏观】2023 年美国通胀展望： 下坡路漫漫

2022 年 12 月 05 日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@y kzq.com

分析师：方堃

执业编号：S0300521050001
电话：010-83755575
邮箱：fangkun@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】拨云见日：2023 年中国宏观经济展望》2022-11-22

《【粤开宏观】从财税视角看河南：“中原粮仓”为何“强而不富”》2022-11-24

《中国式现代化下的财税改革》2022-11-26

《【粤开宏观】降准的目的与影响》2022-11-27

《【粤开宏观】负重前行的财政，逆势崛起的基建：2023 年财政形势和政策展望》2022-11-27

摘要

2022 年美国遭遇四十年一遇的历史性大通胀，不仅大幅推高企业生产成本和居民生活成本，还迫使美联储加速收紧货币政策，对全球流动性和资产价格产生显著冲击。通胀不息，加息不止，2023 年美国通胀的运行路径，直接关系到美联储货币政策走向，以及全球风险资产价格表现。本文将回顾今年美国大通胀的特征及背后的驱动力，展望未来一年美国的通胀形势，并提示通胀可能面临的不确定性。

一、2022 年美国大通胀的特征和原因

1、本轮美国通胀周期，幅度之高、范围之广、持续之久，为 1970 年代大通胀以来首次。美国 CPI 同比在 6 月一度触及 9.1% 的高点，且回落速度缓慢，10 月仍录得 7.7%；核心 CPI 更具韧性，今年以来一路攀升至 9 月的 6.6%，10 月小幅回落至 6.3%，远高于美联储 2% 的通胀目标。

2、需求旺盛和供给约束共同催生了本轮美国大通胀。一方面，疫情以来，美国超常规的财政和货币刺激政策，助涨了旺盛的居民消费需求，特别是拜登政府通过发放现金补贴、失业金救济等手段支持居民部门现金流量表复苏，美国居民个人储蓄率最高曾突破 30%。另一方面，疫情引发劳动力短缺、供应链瓶颈，叠加俄乌冲突等地缘政治因素，供给约束持续发酵，导致广泛的商品和服务价格飙升。

3、本轮美国通胀粘性超预期，主因能源、房租、薪资“三把火”接力上涨，CPI 增长驱动力从商品逐渐切换到服务。2022 年上半年主要是能源和商品的通胀，地缘冲突下能源价格飙升，不仅引起美国零售汽油价格跳升，直接推升通胀，还抬高生产成本，导致食品、服装等商品价格上涨；下半年则切换到房租与工资主导的服务通胀，一是美国住房租金 CPI 持续上涨，城市租房需求高而空置住房供应不足，推高服务类 CPI 同比增速；二是劳动力供需紧张导致工资上涨偏快，失业率创出历史新低，但职位空缺数却接连创新高，服务业劳动力短缺支撑服务通胀。

二、2023 年美国通胀展望：三大因素驱动通胀下行

1、预计 2023 年美国 CPI 同比下行，基数效应与供需缺口弥补推动通胀下行，节奏上前慢后快，预计美国 CPI 同比 2023 年中快速下滑至 5%，年末降至 3%，核心 CPI 与总体 CPI 相近。

2、2023 年美国通胀将总体下行，2022 年推高通胀的因素将逐步弱化，主要是由于居民消费需求放缓、能源价格趋于平稳、房租增速迎来拐点。薪资则存在较大不确定性，后续应紧密跟踪就业市场变化。

第一，美国居民消费支出增速继续放缓，是未来通胀下行的最大动力。一是美国个人消费支出从商品向服务转移，核心商品需求前景较为悲观；二是美国居民储蓄率大降，明显低于疫情前的中枢，居民支出增长快于可支配收入增长，限制消费能力。三是加息背景下，消费贷款成本上升，冲击信用卡消费和汽车消费，或导致居民商品消费进一步收缩。

第二，能源价格上有压力而下有支撑，能源 CPI 同比趋于平稳。压力方面，2023 年全球经济降温，油价上涨动能有限；支撑方面主要来自于供给约束扰动，包括产油国减产、原油库存低以及制裁等地缘因素。

第三，房租 CPI 明年下半年或迎来拐点。2022 年美联储连续大幅加息，引发房贷利率飙升，导致房价下跌，房东愿意以更低的价格出租房子，租金也会有下跌的压力。历史上，房价同比下滑传导到房租 CPI 同比下滑需要 15 个月左右的时间。本轮房价同比高点在 2022 年 4 月，房租 CPI 同比拐点可能在 2023 年 7 月附近出现。

三、关注美国通胀粘性风险，市场“交易衰退”或遭遇逆风

当前市场已由“交易通胀”转向“交易衰退”，押注明年美国通胀回落和美联储货币政策转向。但就如今年美国通胀屡超市场预期，明年美国通胀回落未必一帆风顺，仍面临较大不确定性。

1、尽管 2023 年美国 CPI 同比趋势下行，但仍将高于 2% 的美联储通胀目标。美联储加息步伐大概率放缓，但通胀水平仍高的背景下，货币政策转向或为时尚早，一旦货币转向不及预期，资产价格将面临回调风险。

2、美国通胀仍具有一定粘性，下行路上仍面临不确定性。一是劳动力供需缺口仍未有效改善，11 月非农就业仍大超市场预期，薪资高增或继续推升通胀；二是俄乌冲突等地缘政治局势仍不明朗，国际油价不排除再度冲高的可能性；三是全球疫情走向高度不确定，供应链或仍面临一定瓶颈，从而制约通胀回落速度。

风险提示：美国工资-通胀螺旋加剧；疫情变化超预期。



目 录

一、2022 年美国大通胀的特征和原因.....	4
二、2023 年美国通胀的下行动力：商品消费需求下滑、能源价格趋于平稳，房租走向拐点.....	8
1、核心商品 CPI 同比或出现负增长.....	9
2、能源 CPI 趋于平稳.....	10
3、房租 CPI 同比或将于 2023 年下半年回落.....	11
三、2023 年美国通胀下坡路上仍面临不确定性.....	13

图表目录

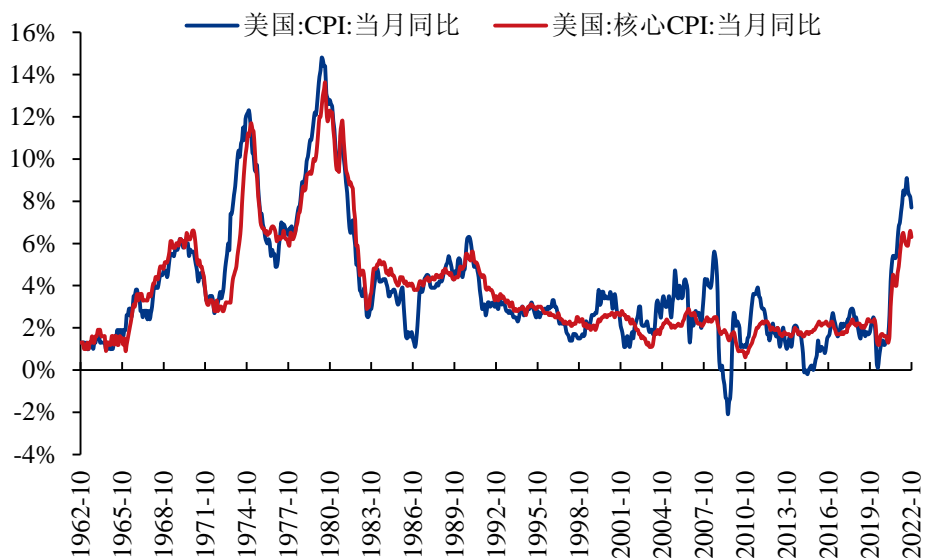
图表 1：美国 CPI 与核心 CPI 同比均创出近四十年以来新高.....	4
图表 2：2022 年上半年美国 CPI 环比明显高于核心 CPI 环比.....	4
图表 3：美国通胀成因既有需求旺盛因素也有供给约束因素.....	5
图表 4：美国 CPI 同比拉动力从商品逐渐切换到服务.....	5
图表 5：美国居民零售端的能源价格冲高回落.....	6
图表 6：美国核心商品 CPI 同比回落、服务 CPI 同比仍在上升.....	6
图表 7：美国非农劳动力紧缺程度与核心 CPI 增速有正相关性.....	7
图表 8：美国非农劳动力工资增速与职位空缺率有正相关性.....	7
图表 9：未来两个季度美国 CPI 同比或将加快下行.....	8
图表 10：美国居民个人消费支出增速出现下滑.....	9
图表 11：美国个人储蓄率已低于疫情前水平.....	9
图表 12：美国供应商交付 PMI 下行显示供应链压力持续缓解.....	10
图表 13：今年美国页岩油钻井数仍未恢复至疫情前.....	11
图表 14：美国房租 CPI 同比滞后于美国房价同比增速.....	12
图表 15：美国出租空置率处于历史低位，房租回落较慢.....	12
图表 16：美国工资—通胀螺旋指数小幅回落但仍处于高位.....	13



一、2022 年美国大通胀的特征和原因

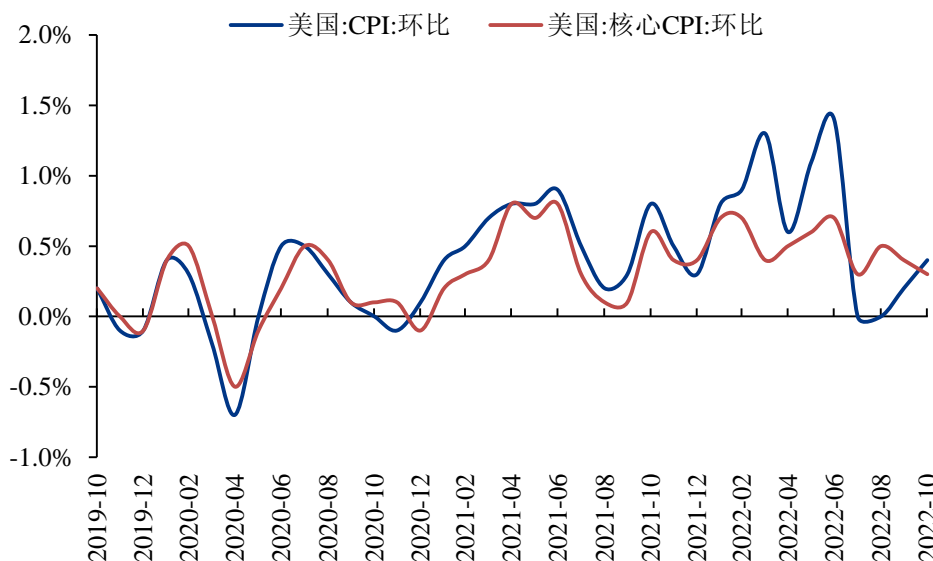
今年以来美国出现四十年一遇的高通胀，幅度之高、持续之久、范围之广，为历史罕见。尽管美联储不惜一切加息，但美国通胀的粘性依然超出市场预期。从同比看，今年美国 CPI 与核心 CPI 增速较快，美国 CPI 同比在 6 月一度触及 9.1% 的高点，且回落速度缓慢，10 月仍录得 7.7%，回落速度仍较慢；而核心 CPI 更具韧性，同比增速今年以来一路上行至 9 月的 6.6%，10 月同比边际上小幅回落至 6.3%，但可能尚未达到顶点。从环比看，2022 上半年整体 CPI 上升较快，下半年核心 CPI 接力。2022 年 3 月、5 月、6 月美国 CPI 环比超 1%，远远高于核心 CPI 环比增速。虽然美联储已进行数轮加息，但通胀似乎短期内仍难以回落，显示了超出市场预期的持续性。

图表1：美国 CPI 与核心 CPI 同比均创出近四十年以来新高



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表2：2022 年上半年美国 CPI 环比明显高于核心 CPI 环比



资料来源：wind、粤开证券研究院

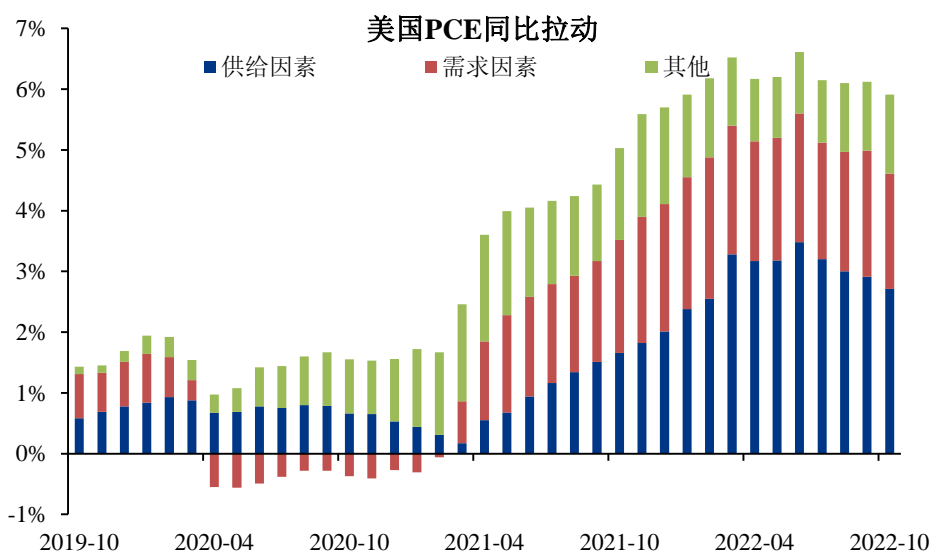


需求旺盛和供给约束共同催生了本轮美国大通胀。

一方面，美国政策刺激引起需求高增。疫情以来，美国超常规的财政和货币刺激政策，助涨了旺盛的居民消费需求，特别是拜登政府通过发放现金补贴、失业金救济等手段支持居民部门现金流量表复苏，美国居民个人储蓄率最高曾突破 30%。

另一方面，供给约束特征显著。本轮通胀周期另一大鲜明特征是供应链瓶颈频发，上游能源涨价、中游半导体产业缺芯、下游海运拥堵。2022 年上半年东亚地区疫情爆发，进一步加剧全球产业链供应链压力，疫情引发劳动力短缺、供应链瓶颈，叠加俄乌冲突等地缘政治因素，供给约束持续发酵，导致广泛的商品和服务价格飙升。

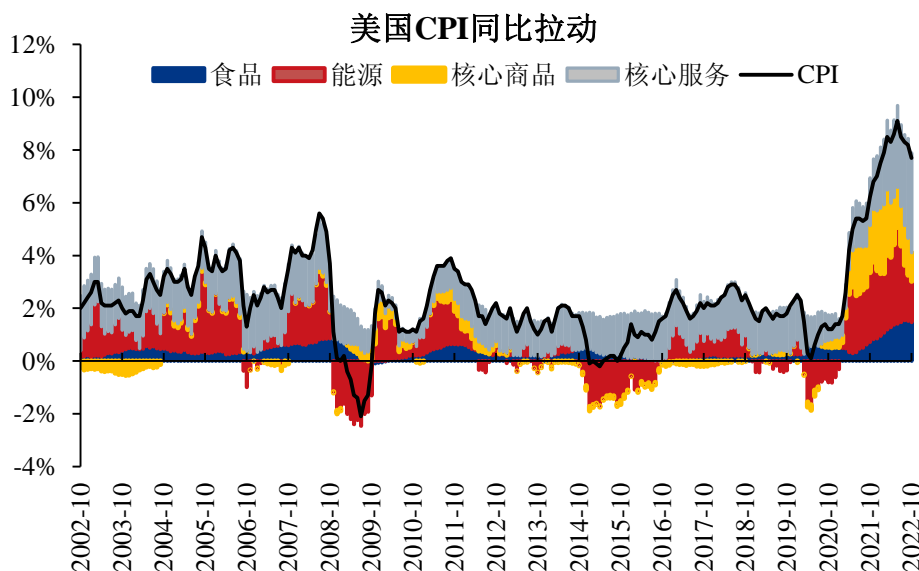
图表3：美国通胀成因既有需求旺盛因素也有供给约束因素



资料来源：美联储、粤开证券研究院

2022 年美国通胀持续扩散，能源、房租、薪资“三把火”接力上涨，CPI 同比驱动力从商品逐渐切换到服务。上半年主要是能源和商品的通胀，地缘冲突下能源价格飙升，推高商品生产成本。下半年则切换到房租与工资主导的服务通胀，美国住房租金 CPI 持续上涨，服务业劳动力短缺支撑服务通胀。

图表4：美国 CPI 同比拉动力从商品逐渐切换到服务

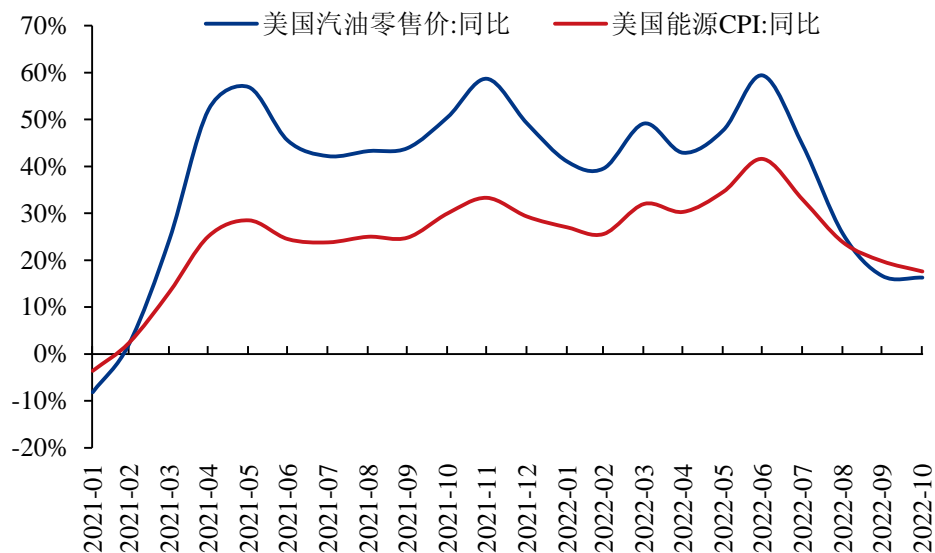




资料来源：美国劳工部、粤开证券研究院

一是能源价格抬升驱动整体通胀上涨。高能源价格是美国高通胀的第一把火。2022年初地缘冲突导致能源价格中枢大幅抬升，原油价格和天然气价格相继创历史新高。美国居民零售端能源价格普涨，这直接导致整体CPI涨幅远远高于核心CPI涨幅。能源价格高企也会抬升工业品价格，进而传导到更多消费品涨价，全球食品价格指数也创出历史新高。

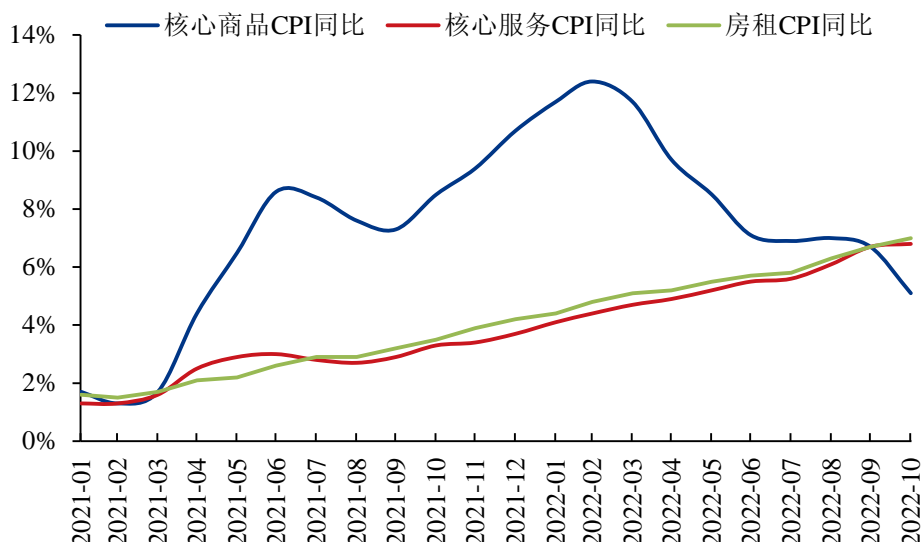
图表5：美国居民零售端的能源价格冲高回落



资料来源：wind、粤开证券研究院

二是房租价格处于历史高位，驱动服务CPI上涨。进入下半年，尽管能源价格下跌，整体CPI同比明显回落，但核心CPI仍处于历史高位，很大程度上源于房租CPI持续上涨。一方面是由于居家办公结束后，劳动者重回城市带动租房需求回升；另一方面是由于房价对房租的传导，疫情之后美联储极端宽松的政策，助推了地产价格上涨，房东也倾向于抬高房租。

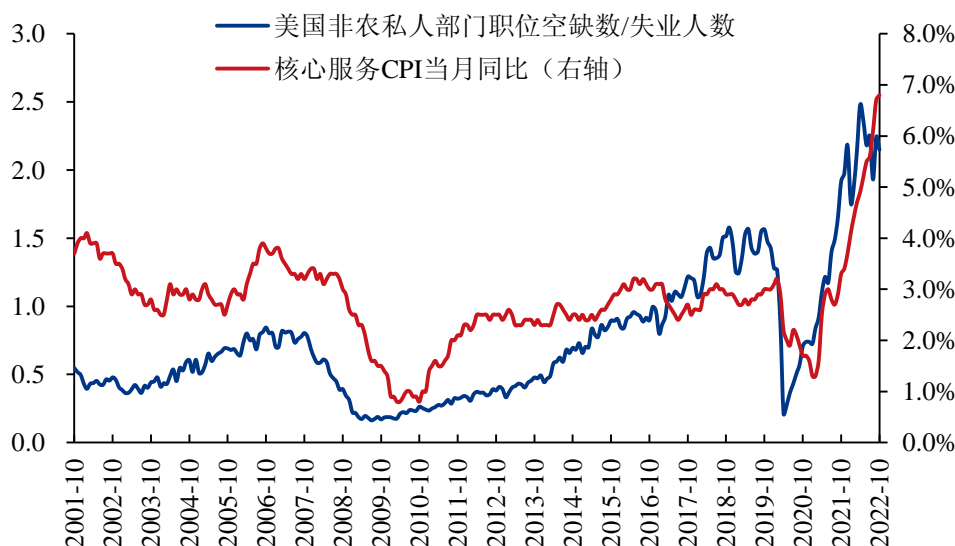
图表6：美国核心商品CPI同比回落、服务CPI同比仍在上升



资料来源：wind、粤开证券研究院

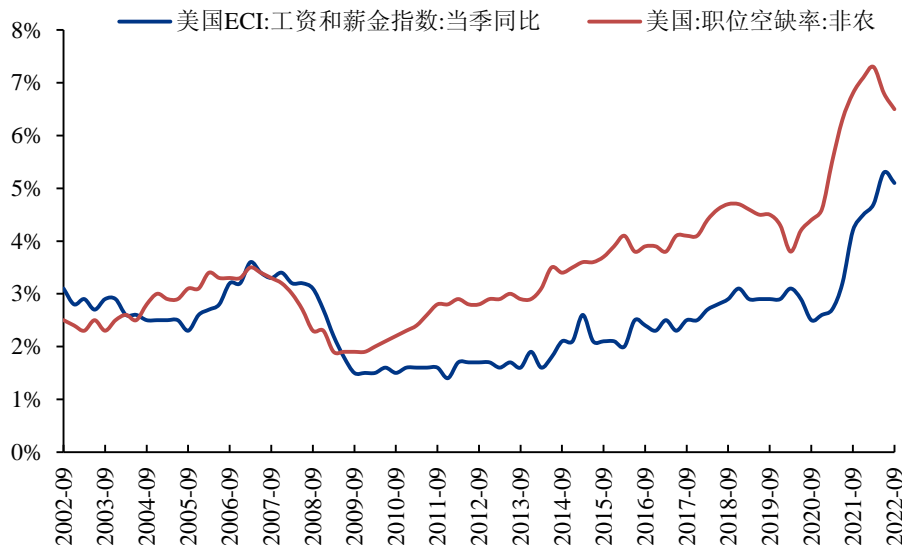
三是美国服务CPI还受薪资增长驱动。2022年初以来，美国服务CPI同比从1月的4.1%持续扩大到9月的6.7%，服务CPI对整体CPI的拉动幅度不断扩大。除了房租因素之外，美国劳动力工资高增长推动服务CPI上涨。美国非农职位空缺数与失业人口的比值处于历史高位，是核心通胀飙升的重要推动力。当前美国劳动力参与率缺口，一是疫情后的财政补贴支持居家；二是疫情导致提前退休规模上升，已经对劳动力整体造成永久性损伤。美国服务业劳动力缺口较大，服务行业的薪资增速居高不下，带动服务业的价格抬升。

图表7：美国非农劳动力紧缺程度与核心CPI增速有正相关性



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表8：美国非农劳动力工资增速与职位空缺率有正相关性

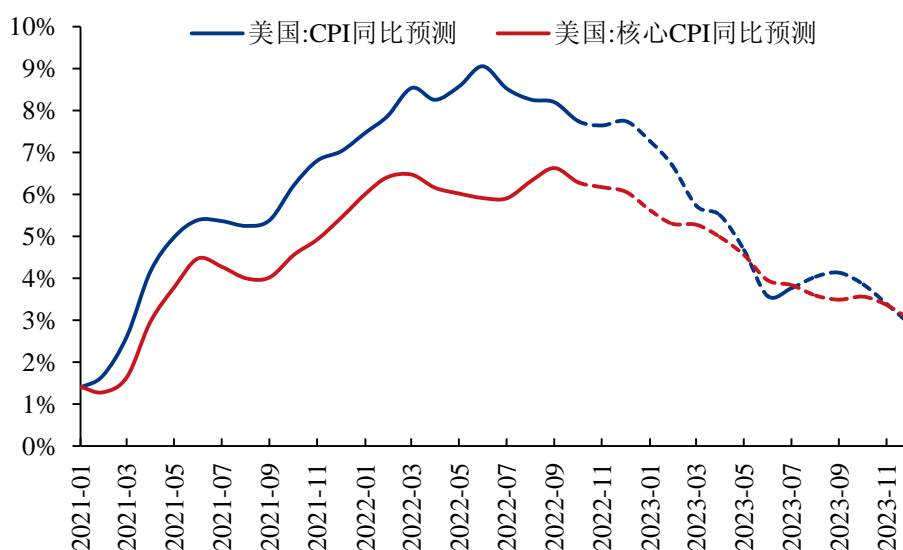


资料来源: wind、粤开证券研究院

二、2023 年美国通胀的下行动力：商品消费需求下滑、能源价格趋于平稳，房租走向拐点

预计 2023 年美国通胀正式行至下坡路，基数效应与供需缺口修复推动通胀下行，节奏上前快后慢。从同比来看，大的逻辑是基数效应与供需缺口修复推动通胀下行，美国加息导致消费需求受限，国内供给瓶颈的好转。预计美国 CPI 同比 2023 年中快速下滑至 5%，年末降至 3%，核心 CPI 与整体 CPI 接近。分项目来看，能源和商品通胀同比可能会下滑出现负增长，而服务通胀会随着房租增速拐点与工资增速放缓而回落。从环比来看，美国核心通胀可能保持较高环比，主要是由于美国劳动力供不应求、供给冲击下能源价格底部抬升。

图表9：未来两个季度美国 CPI 同比或将加快下行



资料来源: wind、粤开证券研究院

2023 年美国通胀将总体下行，2022 年推高通胀的因素将逐步弱化，主要是由于居民消费需求放缓、能源价格趋于平稳、房租增速迎来拐点。薪资则存在较大不确定性，

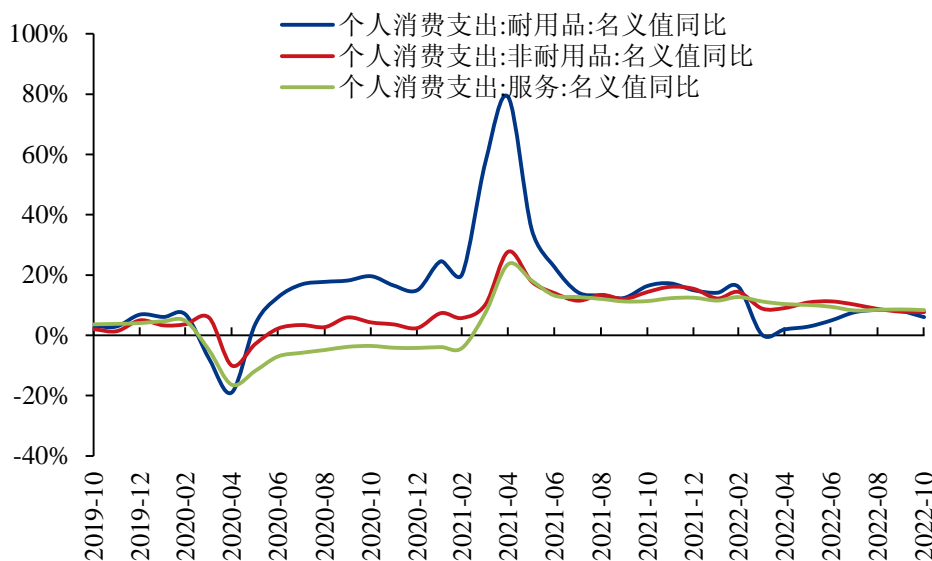


后续应紧密跟踪就业市场变化。

1、核心商品 CPI 同比或出现负增长

2023 年美国 CPI 最大的下行动力来自于商品消费需求低迷。整体消费支出增速继续放缓，加息周期抑制居民消费，个人商品消费支出已连续两季度环比下降。结构上，核心商品需求前景较为悲观。随着居民消费由商品向服务转移，美国居民还出现了消费降级现象，家电与电子耐用品需求向下，Manheim 二手车价格指数自年初高点下跌超 10%。

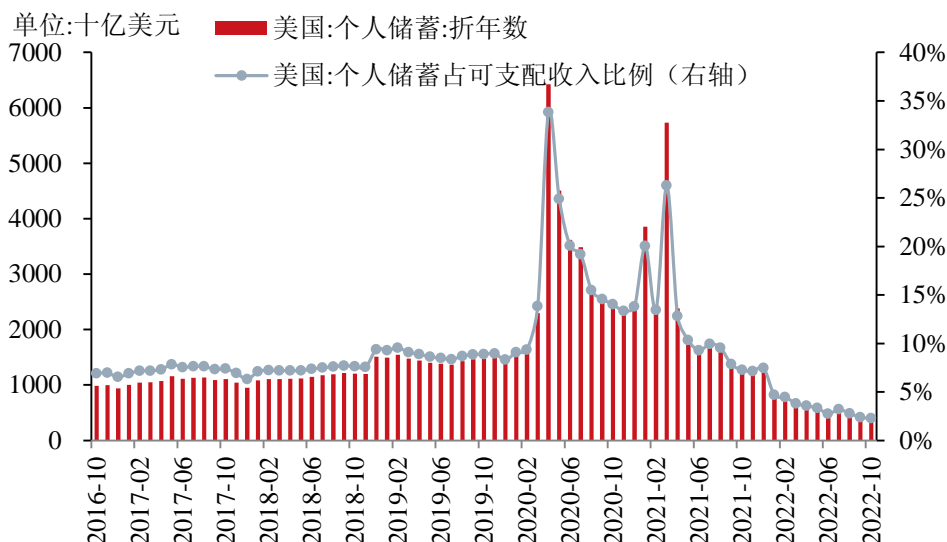
图表10：美国居民个人消费支出增速出现下滑



资料来源：wind、粤开证券研究院

美国居民储蓄率大降，居民消费面临盛极则衰，特别是商品消费下滑程度严重。疫情以来，美国超常规的财政和货币政策，助长了旺盛的居民消费需求，也催生了历史性的通胀。拜登政府通过发放现金补贴、失业金救济、贷款延期等手段支持居民部门现金流量表复苏，美国居民个人储蓄率最高突破了 30%。但 2021 年下半年以来，财政转移支付逐渐淡出，居民收入增长回归常态，而且支出增长快于可支配收入增长，2022 年 10 月，美国居民储蓄率已经降至 2.3%，较疫情期间高点大幅下滑，甚至明显低于疫情前的中枢。美联储加息使得消费贷款成本上升，冲击信用卡消费和汽车消费，或导致居民商品消费进一步收缩。

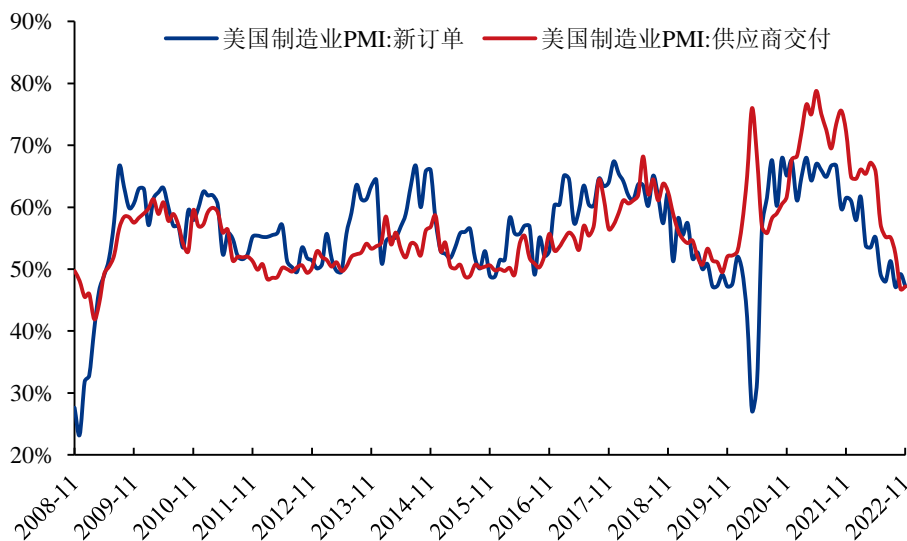
图表11：美国个人储蓄率已低于疫情前水平



资料来源：wind、粤开证券研究院

美国供应链压力明显缓解，进一步推动商品价格回落。目前需求放缓的背景下，供应链好转会使得供需错配程度缓解，商品价格面临下行压力。纽约联储的全球供应链压力指数显示，由于疫情影响缓和，全球产业链恢复以及海运价格大跌等因素，全球供应链压力指数从2021年末的历史高位持续下行。10月美国ISM供应商交付PMI跌至荣枯线以下，供应商交付时间明显缩短，显示供应链受需求端走弱而逐步宽松。

图表12：美国供应商交付PMI下行显示供应链压力持续缓解



资料来源：wind、粤开证券研究院

2、能源 CPI 趋于平稳

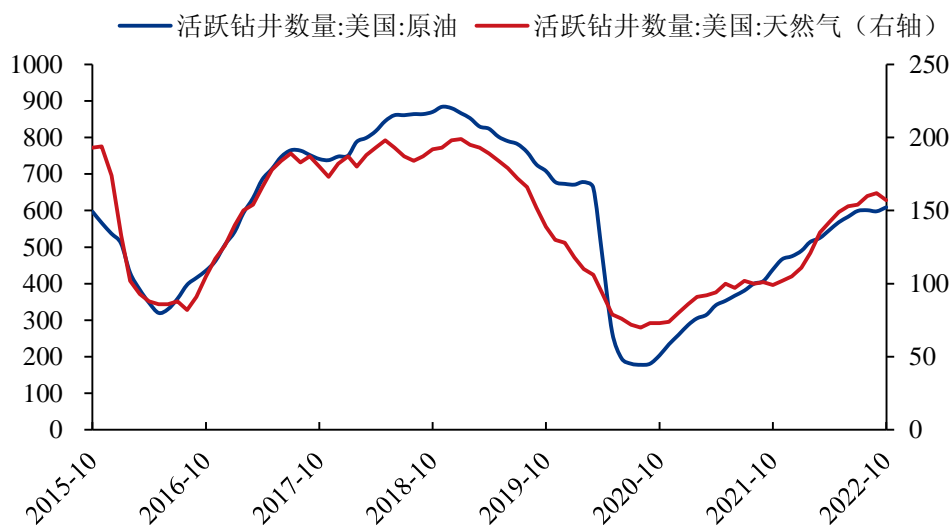
能源商品和服务占CPI的权重大约为8%，油价和气价对居民消费的影响举足轻重，能源价格是美国CPI最大的波动项目。从历史来看，当经济走弱时，石油消费增速会显著下滑。当前，由于全球央行普遍加息以及俄乌冲突带来能源危机，2023年全球经济面临增长放缓，受此影响，2023年全球石油需求将有所放缓。



能源价格上有压力而下有支撑，能源 CPI 同比趋于平稳。压力方面，2023 年全球经济降温，油价上涨动能有限，美国能源 CPI 同比预计难以重现 2022 年的涨幅。支撑方面主要来自于供给约束扰动，包括产油国减产、原油库存较低以及制裁等地缘因素。

一是减产的威胁持续存在。国际能源生产偏紧，OPEC 已宣布自 2022 年 11 月起，每日减少 200 万桶原油，这导致原油供给超出需求。OPEC 减产将使原油市场回到紧平衡状态，原油价格不容易持续下行。美国国内能源生产尚处于恢复期，美联储大幅加息抑制能源企业的资本开支，大型页岩油上市公司都选择保持高的股息率，积极向股东分配利润，而非留存利润增加资本开支。

图表13：今年美国页岩油钻井数仍未恢复至疫情前



资料来源：wind、粤开证券研究院

二是原油库存处在较低的水平。2022 年美国持续投放原油储备，目前全部原油库存已经降至 2003 年以来的低点。在低库存背景下，一旦需求边际好转将更容易通过库存放大供需矛盾，进而带动油价企稳回升。

3、房租 CPI 同比或将于 2023 年下半年回落

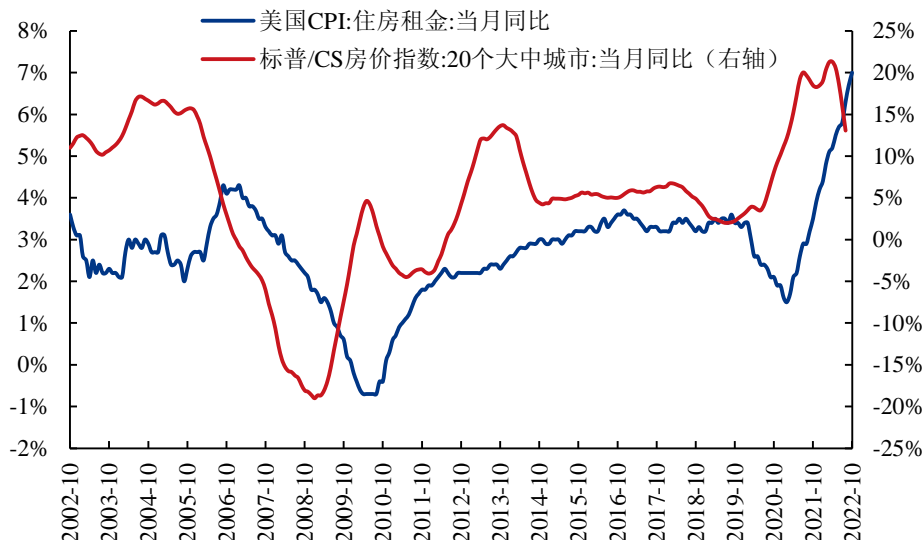
房租 CPI 反映居住服务属性，而非房价的投资属性，相对美国房价和租金指数有一定的滞后性。根据美国劳工部，在 CPI 价格篮子中的权重最高，约占三分之一，对美国通胀的作用势大力沉。CPI 住房分项由业主等价租金（OER）和主要住所租金组成。其中，业主等价租金并非基于实际市场交易价格，而是业主根据周边物业的房价租金水平估算自己居住的住房对应的租金；主要住所租金则为租客实际支付的租金，但租客在租房合约期限至少是半年或一年，而美国劳工部统计 CPI 时，调查对象为租客合同期内的租金，与当期的市场租金价格相比往往具有一定滞后性。因此，CPI 住房分项的统计往往落后于美国市场上的房价和租金价格指数。

高利率引发房价下跌，房租价格即将拐头向下。2022 年美联储连续大幅加息，引发房贷利率飙升，30 年期抵押贷款固定利率在 2022 年 10 月初突破 7%。高利率增加了房屋购买者的利息负担，购房需求降温，房屋销售下滑，待售住房库存有所上升，标普/CS 房价指数同比出现下滑，房东愿意以更低的价格出租房子，租赁市场供给增加，租金也会有下跌的压力。2022 年 5 月以来，美国房价增速回落，Zillow 房租指数同比也出现明显回落。历史上，房价同比下滑传导到房租 CPI 同比下滑需要 15 个月左右的时间。参



考 2005 年 11 月美国房价同比见顶后，房租 CPI 同比于 2007 年 2 月才开始拐头向下，间隔了 15 个月。本轮房价同比高点在 2022 年 4 月，房租 CPI 同比拐点可能在 2023 年 7 月附近。

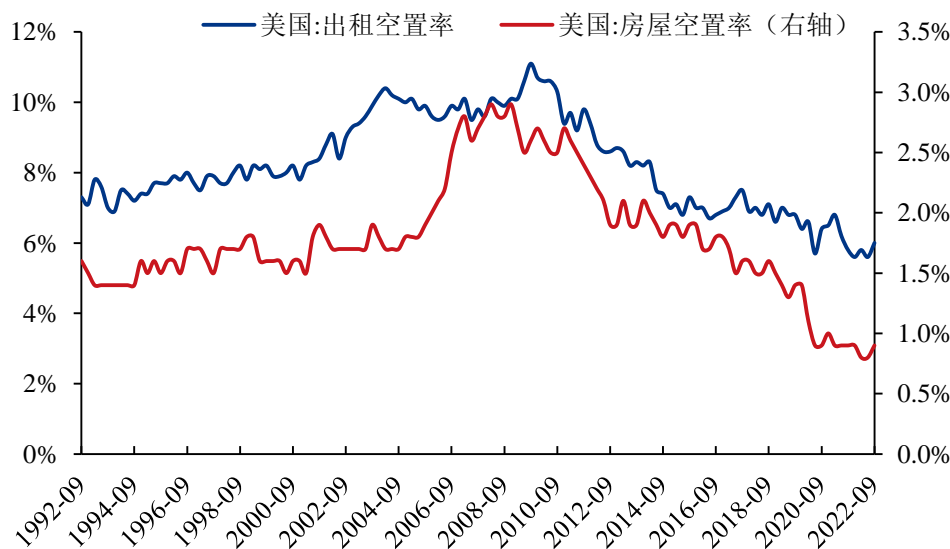
图表14：美国房租 CPI 同比滞后于美国房价同比增速



资料来源：wind、粤开证券研究院

美国住房供不应求的特征，可能导致本轮房租 CPI 下滑节奏偏慢。当前无论租赁房还是自住房的空置率都处在历史低位，这是供需双方因素决定的。需求侧，受到疫情期间居家办公的影响，美国人更倾向于居住更大的住房，这增加了租房的需求。供给侧，疫情期间建筑工人的短缺，限制新房供给，而且随着美联储加息，建筑商还会再减少新房开工。2022 年 9 月末，美国出租空置率仅为 6%，住房空置率仅为 0.9%，均处在历史上比较低的水平，显示美国房地产市场仍处在一个紧供给的状态，空置率较低的形势短期难以扭转，这意味着房价和房租下降可能偏慢。预计到 2023 年年中，居住 CPI 同比才会见顶，2023 年年末预计回落至 7%左右。

图表15：美国出租空置率处于历史低位，房租回落较慢



资料来源：wind、粤开证券研究院



三、2023 年美国通胀下坡路上仍面临不确定性

当前市场已由“交易通胀”转向“交易衰退”，押注明年美国通胀回落和美联储货币政策转向。但就如今年美国通胀屡超市场预期，明年美国通胀回落未必一帆风顺，仍面临较大不确定性。

尽管 2023 年美国 CPI 同比趋势下行，但仍将高于 2% 的美联储通胀目标。美联储已步入加息下半场，加息步伐大概率放缓，但通胀水平仍高的背景下，货币政策转向或为时尚早，一旦货币转向不及预期，资产价格将面临回调风险。

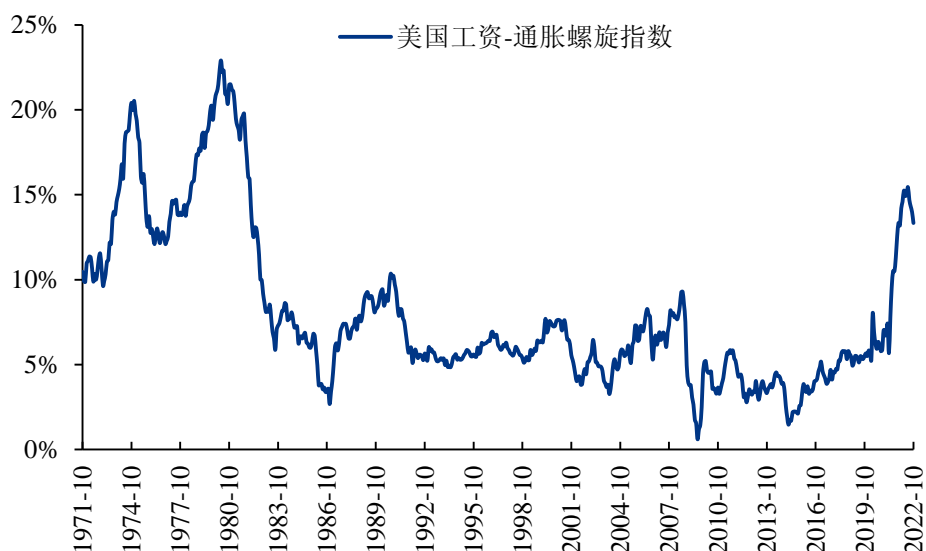
2023 年美国 CPI 下坡路上仍面临不确定性，风险因素可能包括工资-通胀螺旋、国际油价超预期、疫情冲击供应链等。

一是劳动力供给缺口导致生产受到制约，薪资高增或加剧工资-通胀螺旋。疫情导致的美国劳动力缺口迟迟未修复，11 月非农就业仍大超市场预期，薪资高增或继续推升通胀。劳动力市场的紧俏带来名义工资持续上涨，工资-通胀螺旋指数上升，接近 1970 年代的高峰，或将加大通胀粘性。

二是俄乌冲突等地缘政治局势仍不明朗，国际油价不排除再度冲高的可能性。俄乌冲突以来，西方国家对俄罗斯的原油出口实施制裁，美国禁止所有俄罗斯石油和天然气的进口，欧盟决定从 2022 年 12 月起禁止从海上进口俄罗斯石油，将于 2023 年 2 月禁止从俄罗斯进口所有成品油；英国在 2022 年底前逐步替代俄罗斯石油。后续随着欧美制裁加码，原油价格仍有阶段性上行的可能。

三是全球疫情走向高度不确定，供应链或仍面临一定瓶颈，从而制约通胀回落速度。新冠疫情爆发近三年以来，全球供应链紊乱，并未恢复至疫情的常态。制造国一旦爆发新一轮疫情，关键产品生产受阻，供应链效率损失带来摩擦成本，或拖累通胀回落的节奏，可能引发新一轮结构性通胀。

图表 16：美国工资—通胀螺旋指数小幅回落但仍处于高位



资料来源：wind、粤开证券研究院（指数根据美国 CPI 同比增速+美国私人非农企业生产和非管理人员平均时薪同比增速计算）



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

方堃，FRM，2021年4月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300521050001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、21、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com