



宏观点评

过热劳务市场提升下半年加息风险

2023年5月美国非农数据点评

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

张佳炜

资格编号: S0120121090005

邮箱: zhangjw3@tebon.com.cn

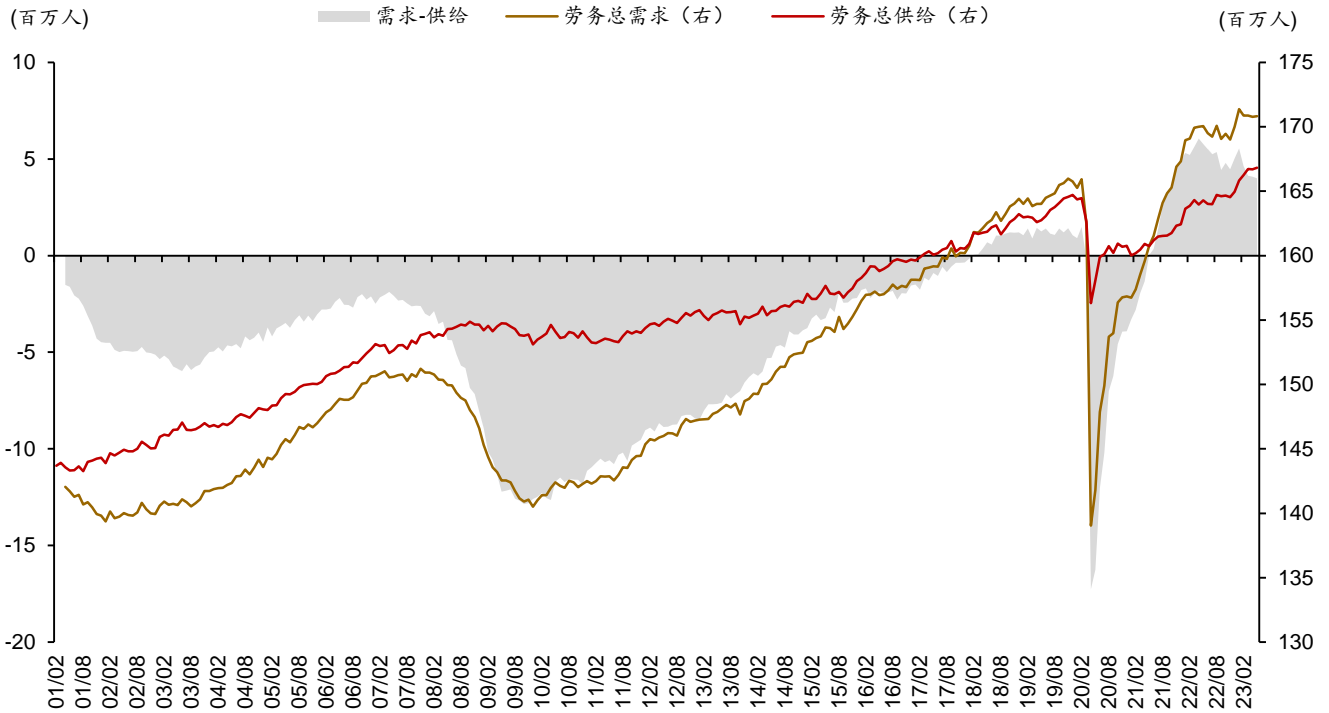
相关研究

《“长疫情”如何冲击美国劳务市场？
——供应链&通胀特辑#4》

投资要点:

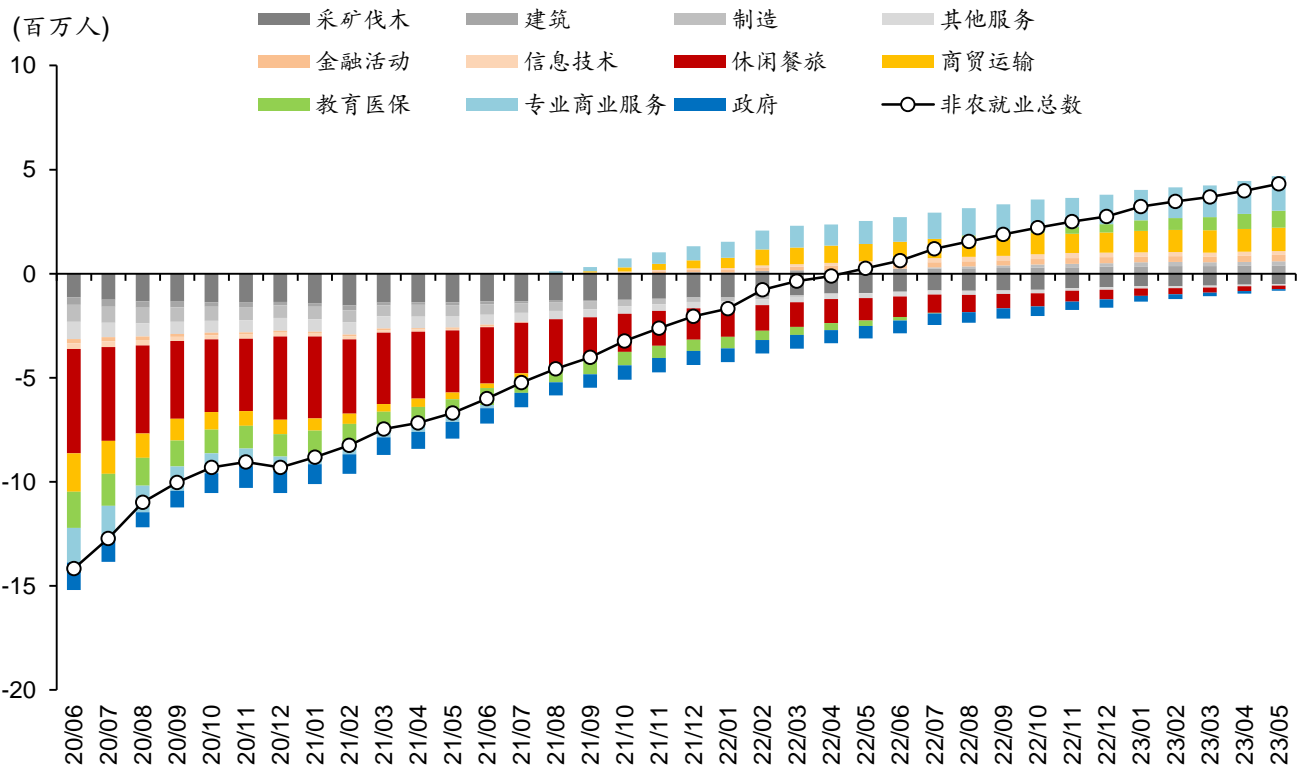
- **核心观点:**虽然大超预期的新增非农与失业率间的反指来自统计口径影响,但紊乱的就业数据信号叠加美国财政部6月巨额的发债压力仍意味着“6月先暂缓、7月再加息”是当下美联储的最佳策略。5月非农数据延续了4月劳务市场强需求、弱供给的特点,供需缺口边际收敛让工资通胀压力略有缓和。新增就业与失业率的背离更多来自统计口径的差异,可比口径下的居民新增就业仍十分强劲。在需求延续过热而劳动力供给修复接近饱和的局面下,当前400万的供需缺口仍然面临短期可改善、中长期难以完全改善的问题。即使未来需求的边际走弱推动供需缺口进一步收敛带来通胀回落,但如若不能解决供给侧问题,紧俏的劳务市场仍是通胀回落至2%的最大阻力。
- **经济事件:**新增非农再度大超预期,失业率显著反弹,时薪增速边际放缓。5月新增非农就业+339k,预期+195k,前值由+253k上修至+294k。失业率3.7%,预期3.5%,前值3.4%。劳动参与率62.6%,持平预期与前值。时薪环比+0.3%,持平预期,前值由+0.5%下修至+0.4%;同比+4.3%,预期与前值+4.4%。
- **供需结构:**需求延续过热,供给仍然乏力。从居民调查问卷看,5月新增工作年龄人口175k,其中130k流向了劳动力,45k流向了非劳动力,劳动参与率持平62.6%。5月新增失业人数440k,其中310k来自就业人数的减少,130k来自非劳动力人口增加,故失业率从3.4%大幅升至3.7%。企业调查与居民调查新增就业人数的分歧来自统计口径的差异,后者包括灵活就业、自雇职业者等。BLS官方调整后的可比数据为居民就业+394k,与新增非农数据接近(图11)。从劳动参与率结构看,劳动力的主力军25-54岁的prime-age群体的劳动参与率已接近充分修复(图7),最大和最难解决的问题仍然来自提前退休的55+的群体。截至最新,劳务总需求为17082万人,劳务总供给为16682万人,供需缺口为400万人,较前值略有收敛。供需边际缓和让时薪增速略有改善。5月时薪环比+0.33%,大部分行业时薪环比维持在0.3%-0.4%的较高中枢水平。若考虑边际消费倾向更高的生产&非管理岗时薪,则时薪环比为+0.45%,其中休闲餐旅行业时薪环比高达+0.7%。
- **就业需求:**非农延续广泛过热,服务业缺口修复仍是需求主力。5月就业扩散指数再度回升至60.2,前值58.8。服务业中,教育医保行业新增就业最多(+97k),其次是专业商业服务(+64k)和休闲娱乐(+48k)行业,信息技术行业就业人数则减少9k。此外,商品业就业连续第二个月显著增长(+26k),其中建筑行业新增就业+25k,显示了地产业在高利率下的韧性。与疫情前就业人数相比,休闲餐旅(就业缺口率为-1%)是少有的需求缺口尚未修复的行业,信息技术行业缺口率则已由最高点+8.12%大幅回落至+6.57%,休闲餐旅行业的持续修复仍是后续就业需求增长的主力。从最新的职位非农就业缺口vs空缺率缺口来看(图3),大部分的行业都在第四象限,即处于当前需求充分修复、潜在需求高位回落的过热后周期,第一象限的医保(长疫情)与制造业(制造业回归)不仅充分修复,而且还有相当体量的潜在需求。
- **策略启示:**6月加息或跳过,下半年仍有再度加息风险。失业率的意外反弹是本月非农就业市场的薄弱一环,考虑到失业率的大幅反弹后往往伴随失业率的持续回升,后续失业率的动态变化仍需持续关注。劳务市场的持续紧俏意味着工资服务通胀的黏性仍有坚实的基本盘,也将继续支撑美国居民的消费韧性。
- **风险提示:**美联储过早开启降息周期引发通胀反弹甚至失控;美联储紧缩周期维持时间过长,引发金融系统流动性危机;失业率超预期快速回升。

图 1: 美国劳务市场总需求与总供给



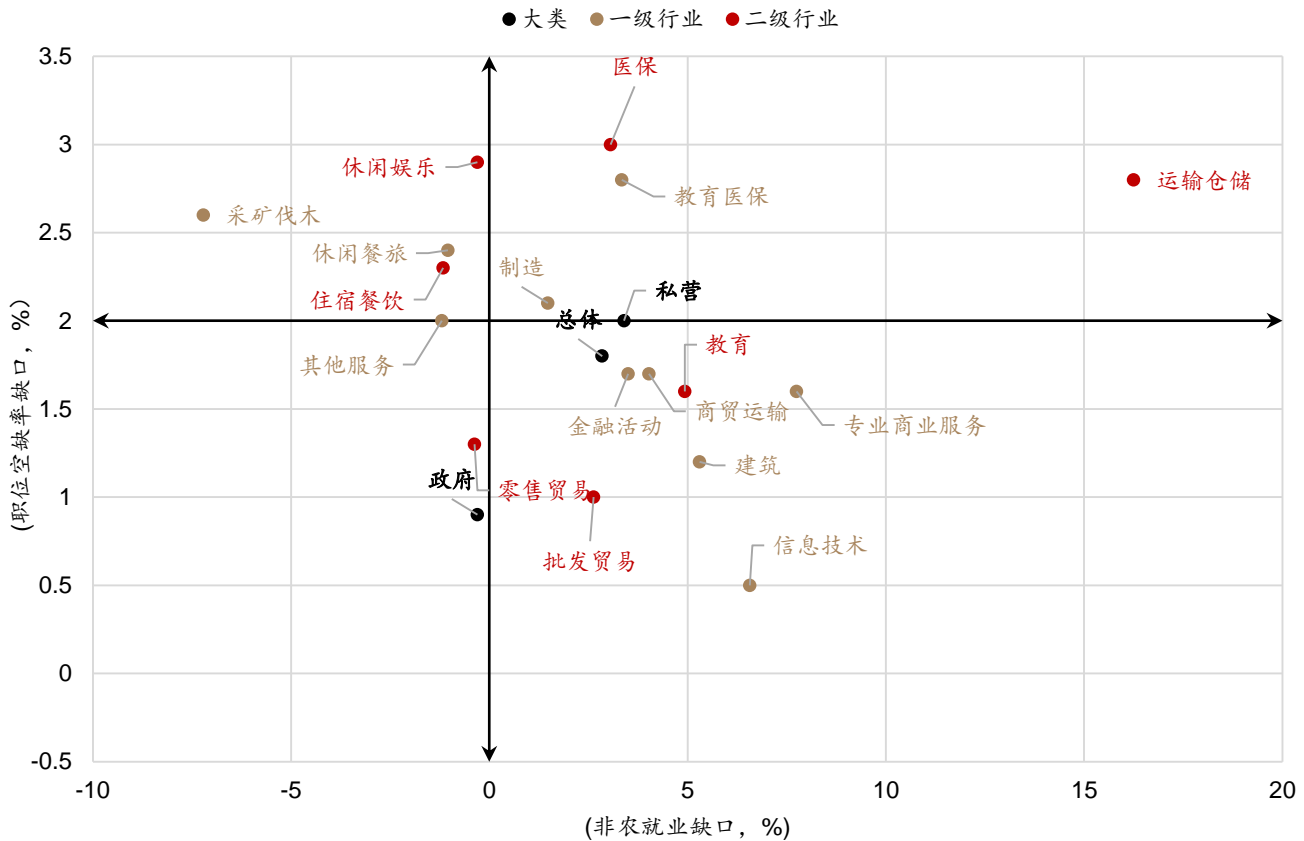
资料来源: 彭博, 德邦研究所; 总需求=当月新增非农就业+前月职位空缺数

图 2: 美国各行业非农就业总人数与 2019 年 12 月绝对水平比较



资料来源: 彭博, 德邦研究所

图 3：美国各行业最新当前需求与潜在需求缺口一览



资料来源：彭博，德邦研究所

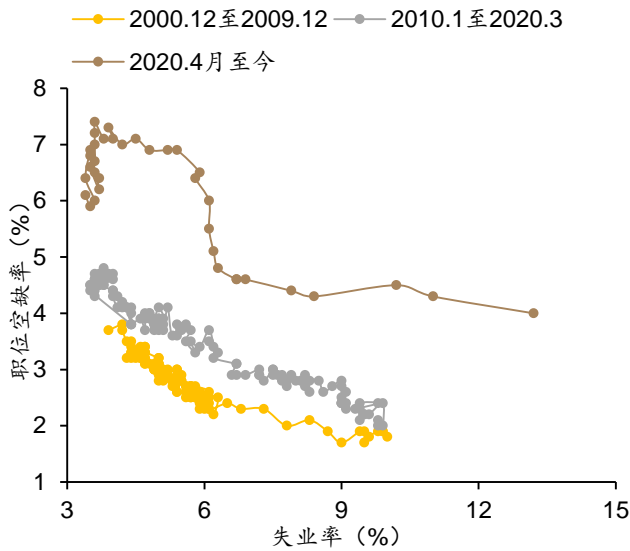
图 4：美国各行业就业总人数与 2019 年 12 月水平相比净变化

与2019年12月比，千人		23/05	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	22/08	22/07	22/06	22/05	22/04	22/03
缺口%	占比															
2.8%	100.0%	4,316	3,977	3,683	3,466	3,218	2,746	2,507	2,217	1,893	1,543	1,191	623	253	-111	-365
3.4%	85.5%	4,385	4,102	3,849	3,692	3,499	3,146	2,914	2,686	2,387	2,043	1,737	1,244	862	519	293
2.6%	13.8%	538	512	484	503	485	444	408	367	310	266	229	158	108	47	-20
-7.2%	0.4%	-50	-53	-58	-60	-61	-65	-69	-77	-80	-82	-80	-86	-93	-95	-104
5.3%	5.1%	399	374	361	370	356	330	304	285	268	252	244	220	207	169	163
1.5%	8.3%	189	191	181	193	190	179	173	159	122	96	65	24	-6	-27	-79
3.6%	71.7%	3,847	3,590	3,365	3,189	3,014	2,702	2,506	2,319	2,077	1,777	1,508	1,086	754	472	313
4.0%	18.5%	1,120	1,083	1,066	1,063	1,027	966	930	1,014	983	976	916	870	833	820	799
6.6%	2.0%	190	199	198	195	203	226	235	222	219	216	208	195	173	141	124
3.5%	5.8%	309	299	274	279	279	280	276	265	247	245	236	222	219	213	176
7.7%	14.8%	1,657	1,593	1,528	1,483	1,462	1,418	1,395	1,395	1,359	1,311	1,263	1,186	1,097	1,025	1,043
3.3%	16.2%	817	720	635	565	501	390	319	224	139	59	-33	-160	-256	-332	-387
-1.0%	10.6%	-175	-223	-253	-299	-356	-455	-513	-636	-697	-836	-884	-997	-1,072	-1,145	-1,181
-1.2%	3.7%	-71	-81	-83	-97	-102	-123	-136	-165	-173	-194	-198	-230	-240	-250	-261
-0.3%	14.5%	-69	-125	-166	-226	-281	-400	-407	-469	-494	-500	-546	-621	-609	-630	-658
2.9%	1.9%	82	75	70	59	50	38	37	35	31	29	31	15	32	35	37
-0.4%	3.3%	-21	-40	-52	-72	-91	-160	-131	-143	-132	-138	-144	-157	-155	-170	-184
-0.9%	9.3%	-130	-160	-184	-213	-240	-278	-313	-361	-393	-391	-433	-479	-486	-495	-511

缺口%	23/05	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	22/08	22/07	22/06	22/05	22/04	22/03
非农就业总缺口	2.84%	2.62%	2.43%	2.28%	2.12%	1.81%	1.65%	1.46%	1.25%	1.02%	0.78%	0.41%	0.17%	-0.07%	-0.24%
私营	3.40%	3.18%	2.98%	2.86%	2.71%	2.44%	2.26%	2.08%	1.85%	1.58%	1.35%	0.96%	0.67%	0.40%	0.23%
商品	2.56%	2.44%	2.30%	2.39%	2.31%	2.11%	1.94%	1.75%	1.47%	1.27%	1.09%	0.75%	0.51%	0.22%	-0.10%
采矿伐木	-7.22%	-7.65%	-8.37%	-8.66%	-8.80%	-9.38%	-9.96%	-11.11%	-11.54%	-11.83%	-11.54%	-12.41%	-13.42%	-13.71%	-15.01%
建筑	5.30%	4.97%	4.79%	4.91%	4.73%	4.38%	4.04%	3.79%	3.56%	3.35%	3.24%	2.92%	2.75%	2.24%	2.16%
制造	1.48%	1.49%	1.41%	1.51%	1.48%	1.40%	1.35%	1.24%	0.95%	0.75%	0.51%	0.19%	-0.05%	-0.21%	-0.62%
服务	3.56%	3.32%	3.11%	2.95%	2.79%	2.50%	2.32%	2.15%	1.92%	1.64%	1.40%	1.01%	0.70%	0.44%	0.29%
商运运输	4.03%	3.90%	3.83%	3.82%	3.69%	3.47%	3.35%	3.65%	3.54%	3.51%	3.29%	3.13%	3.00%	2.95%	2.87%
信息技术	6.57%	6.88%	6.84%	6.74%	7.01%	7.81%	8.12%	7.67%	7.57%	7.46%	7.19%	6.74%	5.98%	4.87%	4.28%
金融活动	3.50%	3.39%	3.11%	3.16%	3.16%	3.17%	3.13%	3.00%	2.80%	2.78%	2.68%	2.52%	2.48%	2.41%	2.00%
专业商业服务	7.74%	7.45%	7.14%	6.93%	6.83%	6.63%	6.52%	6.52%	6.35%	6.13%	5.90%	5.54%	5.13%	4.79%	4.87%
教育医保	3.34%	2.95%	2.60%	2.31%	2.05%	1.60%	1.31%	0.92%	0.57%	0.24%	-0.14%	-0.65%	-1.05%	-1.36%	-1.58%
休闲娱乐	-1.04%	-1.33%	-1.51%	-1.78%	-2.12%	-2.71%	-3.06%	-3.79%	-4.16%	-4.98%	-5.27%	-5.94%	-6.39%	-6.83%	-7.04%
其他服务	-1.20%	-1.37%	-1.40%	-1.64%	-1.72%	-2.08%	-2.30%	-2.79%	-2.92%	-3.28%	-3.34%	-3.88%	-4.05%	-4.22%	-4.41%
政府	-0.30%	-0.55%	-0.73%	-0.99%	-1.24%	-1.76%	-1.79%	-2.06%	-2.17%	-2.20%	-2.40%	-2.73%	-2.68%	-2.77%	-2.89%
联邦	2.89%	2.64%	2.47%	2.08%	1.76%	1.34%	1.30%	1.23%	1.09%	1.02%	1.09%	0.53%	1.13%	1.23%	1.30%
州政府	-0.40%	-0.76%	-0.99%	-1.37%	-1.73%	-3.05%	-2.50%	-2.73%	-2.52%	-2.63%	-2.74%	-2.99%	-2.95%	-3.24%	-3.51%
地方政府	-0.89%	-1.09%	-1.26%	-1.45%	-1.64%	-1.90%	-2.14%	-2.46%	-2.68%	-2.67%	-2.96%	-3.27%	-3.32%	-3.38%	-3.49%

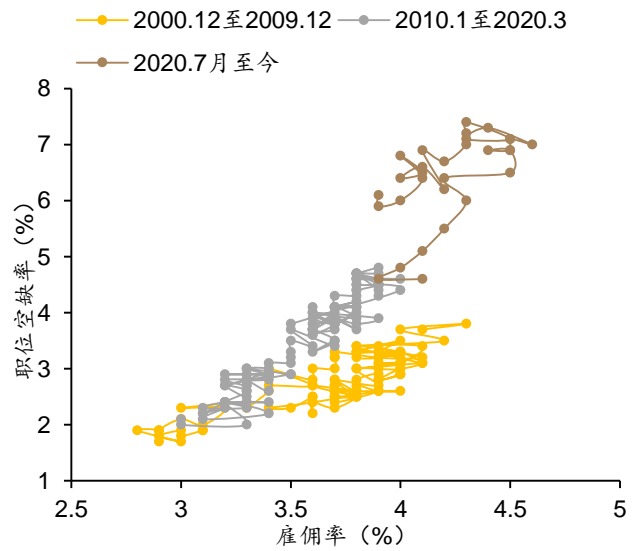
资料来源：彭博，德邦研究所

图 5: 美国职位空缺率与失业率对比 (Beveridge Curve)



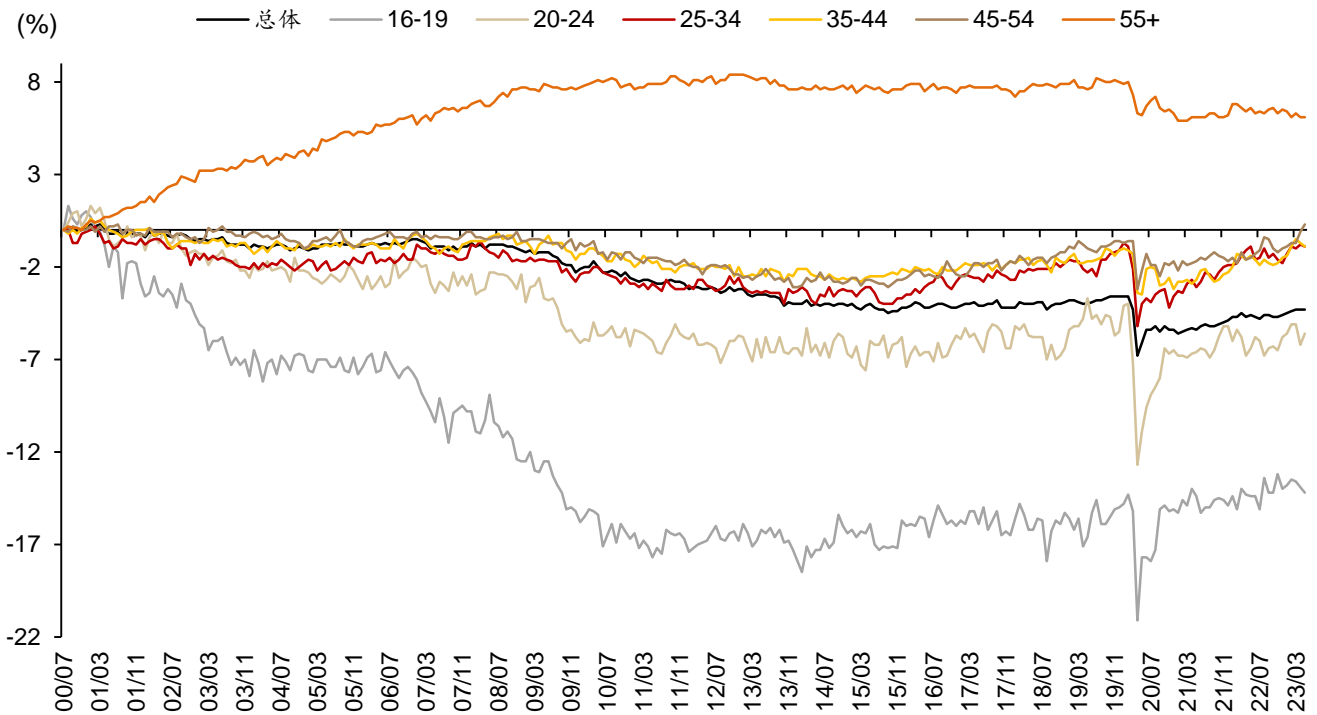
资料来源: 彭博, 德邦研究所

图 6: 美国职位空缺率与雇佣率对比



资料来源: 彭博, 德邦研究所

图 7: 各年龄段美国劳动参与率与 2000 年 1 月相比的变化情况



资料来源: 彭博, 德邦研究所

图 8：美国不同行业平均时薪同比及环比增速

时薪 同比	2023/5/31	2023/4/30	2023/3/31	2023/2/28	2023/1/31	2022/12/31	2022/11/30	2022/10/31	2022/9/30	2022/8/31	2022/7/31	2022/6/30	2022/5/31
私人	4.30%	4.35%	4.30%	4.68%	4.39%	4.77%	4.99%	4.88%	5.07%	5.36%	5.45%	5.40%	5.53%
商品	4.61%	4.63%	4.65%	4.58%	4.33%	4.51%	4.66%	4.48%	4.44%	4.59%	4.70%	4.69%	4.80%
采矿业	6.30%	6.98%	4.78%	4.39%	4.67%	3.36%	3.00%	3.13%	3.68%	3.28%	4.12%	3.49%	2.42%
建筑	5.10%	5.27%	5.42%	5.50%	5.31%	5.83%	5.92%	5.57%	5.48%	5.53%	5.59%	5.64%	5.56%
制造	4.05%	3.89%	4.05%	3.94%	3.56%	3.72%	3.90%	3.78%	3.83%	3.98%	4.09%	4.11%	4.43%
服务	4.25%	4.30%	4.25%	4.69%	4.44%	4.85%	5.07%	4.99%	5.21%	5.57%	5.63%	5.55%	5.68%
商贸运输	4.64%	4.99%	4.45%	4.95%	4.49%	4.63%	4.92%	4.86%	4.81%	5.06%	4.88%	4.98%	5.54%
信息技术	5.32%	4.40%	5.67%	5.18%	5.78%	5.92%	6.22%	6.55%	7.69%	6.84%	4.94%	4.91%	4.16%
金融活动	3.89%	3.48%	4.02%	4.42%	3.99%	4.15%	3.62%	3.72%	4.55%	4.06%	3.61%	3.41%	2.44%
专业商业服务	4.36%	4.26%	4.44%	4.80%	4.64%	4.94%	5.21%	5.01%	5.23%	5.56%	5.95%	5.78%	6.55%
教育医保	3.79%	3.97%	3.88%	4.28%	4.14%	4.76%	5.32%	5.11%	5.07%	6.39%	6.75%	6.66%	6.49%
休闲餐饮	5.46%	5.69%	5.92%	6.67%	7.00%	6.56%	6.46%	6.40%	7.57%	8.10%	8.96%	9.13%	10.63%
其他服务	4.47%	4.27%	3.35%	4.27%	3.73%	3.45%	4.14%	3.77%	4.15%	3.96%	4.34%	4.22%	3.99%
时薪 环比	2023/5/31	2023/4/30	2023/3/31	2023/2/28	2023/1/31	2022/12/31	2022/11/30	2022/10/31	2022/9/30	2022/8/31	2022/7/31	2022/6/30	2022/5/31
私人	0.33%	0.39%	0.27%	0.27%	0.30%	0.37%	0.43%	0.40%	0.31%	0.31%	0.47%	0.37%	0.38%
商品	0.33%	0.51%	0.54%	0.21%	0.51%	0.33%	0.43%	0.46%	0.37%	0.18%	0.43%	0.22%	0.34%
采矿业	0.34%	1.10%	0.46%	0.21%	0.90%	0.52%	0.58%	-0.19%	0.25%	-0.36%	1.17%	0.98%	0.99%
建筑	0.42%	0.42%	0.42%	0.42%	0.25%	0.48%	0.51%	0.57%	0.40%	0.37%	0.32%	0.41%	0.58%
制造	0.25%	0.47%	0.63%	0.03%	0.64%	0.22%	0.35%	0.42%	0.32%	0.13%	0.45%	0.06%	0.10%
服务	0.33%	0.36%	0.24%	0.27%	0.24%	0.37%	0.43%	0.40%	0.28%	0.34%	0.50%	0.41%	0.38%
商贸运输	0.17%	0.59%	0.17%	0.81%	0.53%	0.21%	0.46%	0.47%	0.36%	0.29%	0.33%	0.14%	0.51%
信息技术	1.64%	-0.75%	0.31%	0.34%	0.02%	0.59%	-0.42%	-0.15%	0.80%	1.85%	0.26%	0.74%	0.74%
金融活动	0.52%	-0.35%	0.38%	0.09%	0.21%	0.69%	0.17%	-0.07%	0.72%	0.29%	0.43%	0.75%	0.12%
专业商业服务	0.25%	0.50%	0.45%	0.23%	0.38%	0.33%	0.54%	0.49%	0.21%	0.23%	0.54%	0.13%	0.16%
教育医保	0.31%	0.37%	0.06%	-0.21%	0.37%	0.34%	0.53%	0.59%	-0.06%	0.12%	0.72%	0.60%	0.48%
休闲餐饮	0.33%	0.33%	0.67%	0.05%	0.00%	0.82%	0.83%	0.59%	0.15%	0.55%	0.50%	0.50%	0.55%
其他服务	0.37%	0.82%	-0.81%	0.17%	0.44%	-0.14%	0.82%	0.17%	0.73%	0.17%	0.66%	0.99%	0.18%

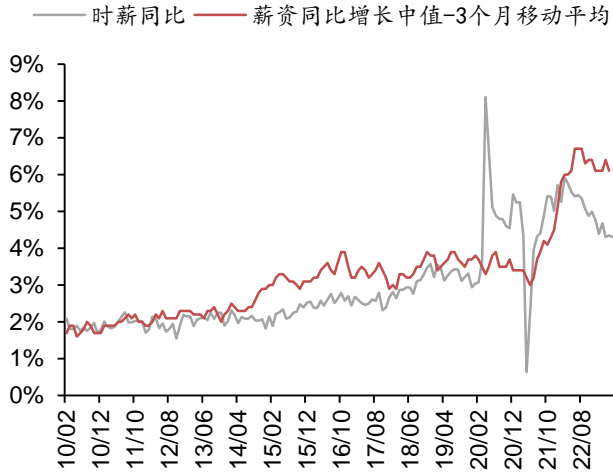
资料来源：彭博，德邦研究所

图 9：美国不同行业平均时薪同比及环比增速-生产与非管理岗

生产与非管理岗	2023/5/31	2023/4/30	2023/3/31	2023/2/28	2023/1/31	2022/12/31	2022/11/30	2022/10/31	2022/9/30	2022/8/31	2022/7/31	2022/6/30	2022/5/31
私人	4.97%	4.95%	5.16%	5.30%	5.25%	5.42%	5.72%	5.75%	5.93%	6.24%	6.55%	6.66%	6.70%
商品	5.42%	5.75%	5.74%	5.69%	5.82%	5.70%	5.89%	5.73%	5.41%	5.35%	5.57%	5.60%	5.85%
采矿业	4.43%	5.61%	4.21%	5.04%	4.96%	4.57%	5.15%	5.54%	5.04%	4.87%	5.82%	5.60%	4.23%
建筑	5.97%	6.67%	6.53%	6.26%	6.36%	6.34%	6.38%	6.37%	6.64%	6.06%	5.86%	6.08%	6.21%
制造	4.93%	4.75%	4.89%	5.09%	5.22%	5.25%	5.57%	5.01%	4.77%	4.57%	5.10%	5.09%	5.63%
服务	4.87%	4.78%	4.99%	5.25%	5.11%	5.36%	5.70%	5.77%	5.99%	6.42%	6.78%	6.85%	6.85%
商贸运输	5.37%	5.61%	5.59%	5.83%	5.43%	5.28%	5.93%	6.50%	6.44%	6.66%	6.74%	7.26%	7.68%
信息技术	4.64%	5.80%	5.03%	4.29%	3.69%	4.44%	4.41%	4.27%	5.20%	4.03%	2.11%	1.64%	2.17%
金融活动	4.67%	4.38%	5.78%	5.93%	5.65%	6.16%	5.92%	6.08%	6.54%	6.35%	6.88%	6.53%	5.77%
专业商业服务	5.67%	5.17%	5.29%	5.19%	5.02%	5.24%	5.31%	5.11%	5.58%	6.17%	6.68%	6.91%	6.57%
教育医保	4.17%	4.11%	4.31%	4.75%	5.01%	5.14%	5.83%	5.79%	5.74%	6.83%	7.33%	7.50%	7.43%
休闲餐饮	4.95%	4.87%	5.54%	6.27%	7.83%	6.98%	7.11%	7.38%	8.02%	9.02%	9.22%	10.32%	12.32%
其他服务	3.07%	2.76%	2.48%	3.80%	4.02%	4.37%	4.55%	4.49%	5.28%	5.00%	5.66%	4.95%	4.92%
生产与非管理岗	2023/5/31	2023/4/30	2023/3/31	2023/2/28	2023/1/31	2022/12/31	2022/11/30	2022/10/31	2022/9/30	2022/8/31	2022/7/31	2022/6/30	2022/5/31
私人	0.45%	0.35%	0.39%	0.42%	0.28%	0.43%	0.46%	0.39%	0.36%	0.40%	0.40%	0.51%	0.44%
商品	0.48%	0.34%	0.48%	0.24%	0.66%	0.49%	0.60%	0.50%	0.46%	0.32%	0.47%	0.25%	0.80%
采矿业	-0.56%	0.80%	0.15%	0.39%	0.12%	0.45%	0.97%	0.06%	-0.12%	0.21%	0.80%	1.08%	0.56%
建筑	0.44%	0.38%	0.54%	0.51%	0.66%	0.67%	0.36%	0.43%	0.58%	0.59%	0.31%	0.34%	1.10%
制造	0.61%	0.31%	0.54%	-0.04%	0.58%	0.27%	0.87%	0.48%	0.44%	0.12%	0.48%	0.16%	0.44%
服务	0.42%	0.39%	0.35%	0.46%	0.21%	0.39%	0.43%	0.40%	0.33%	0.40%	0.44%	0.55%	0.33%
商贸运输	0.28%	0.40%	0.36%	0.77%	0.57%	0.25%	0.25%	0.54%	0.46%	0.46%	0.54%	0.38%	0.51%
信息技术	0.54%	0.38%	0.54%	0.13%	0.03%	0.65%	-0.05%	-0.10%	1.05%	1.35%	-0.11%	0.16%	1.65%
金融活动	0.75%	0.06%	0.36%	0.85%	0.06%	0.49%	0.31%	0.28%	0.25%	0.00%	0.56%	0.62%	0.47%
专业商业服务	0.38%	0.53%	0.57%	0.45%	0.48%	0.54%	0.64%	0.52%	0.24%	0.25%	0.31%	0.62%	-0.09%
教育医保	0.40%	0.30%	0.07%	0.03%	0.30%	0.27%	0.48%	0.44%	0.17%	0.41%	0.55%	0.66%	0.35%
休闲餐饮	0.70%	0.27%	0.93%	0.00%	-0.44%	0.82%	0.33%	0.72%	0.28%	0.61%	0.22%	0.39%	0.62%
其他服务	0.55%	0.68%	-0.94%	0.32%	0.12%	0.16%	0.48%	0.12%	0.40%	-0.08%	0.85%	0.40%	0.24%

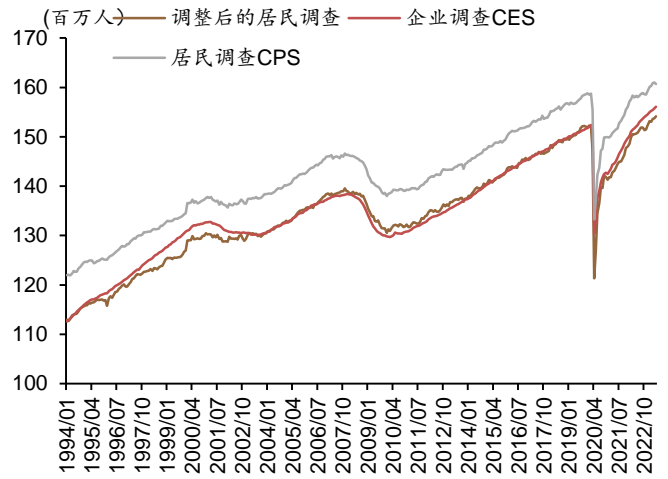
资料来源：彭博，德邦研究所

图 10：美国非农行业时薪同比增速



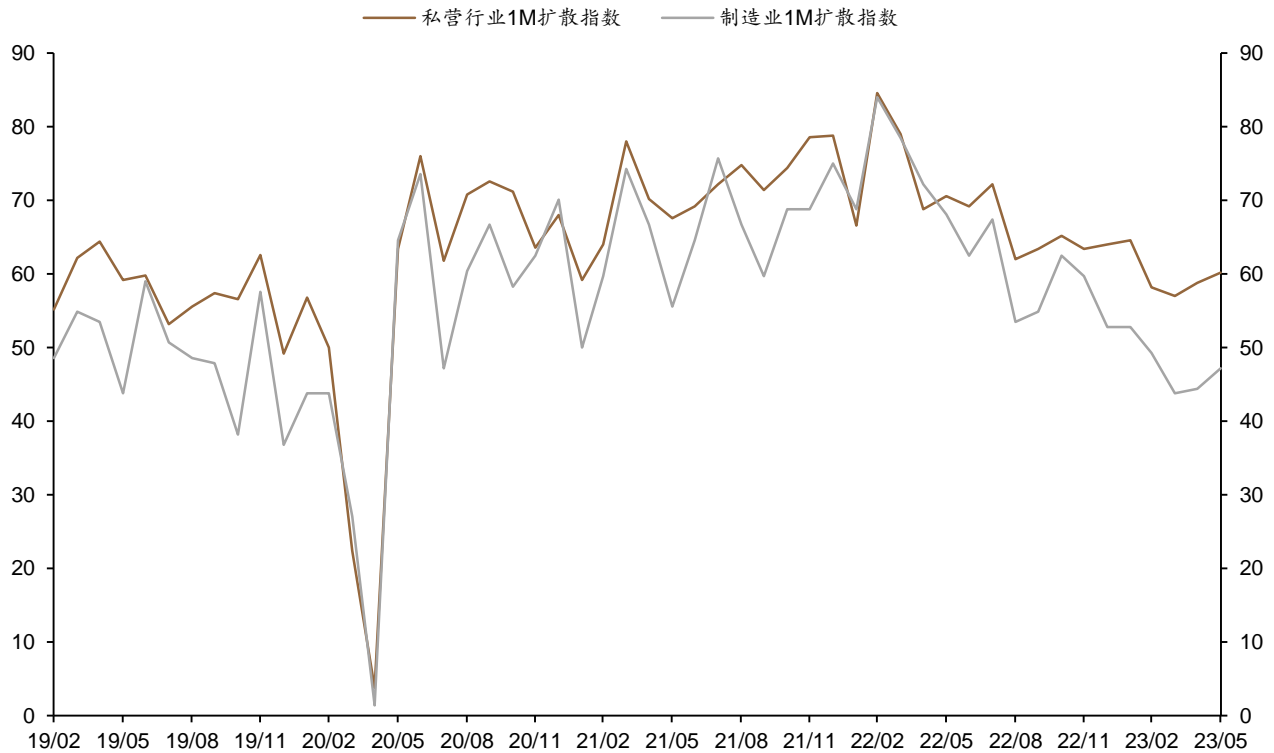
资料来源：彭博，德邦研究所

图 11：企业调查、居民调查与调整后居民调查就业总人数



资料来源：彭博，BLS，德邦研究所

图 12：美国劳务市场就业扩散指数



资料来源：彭博，德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席宏观经济学家。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛（CWM50）特邀青年研究员，人民大学重阳金融研究院客座研究员，中央财经等多所大学校外研究生导师。

张佳炜，伦敦政治经济学院金融经济学硕士（distinction），6 年海外宏观与全球大类资产配置投研经验。曾任平安信托海外投资部 QDII 投资经理、投决团队成员，共同管理 15 亿元全球大类资产配置基金，擅长海外经济、货币政策研究与全球资产配置。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。