

# 通胀数据略超预期，美联储或继续鹰派姿态

## ——美国9月CPI数据点评

### 作者

分析师：杨灵修  
 执业证书编号：S0590523010002  
 邮箱：yanglx@glsc.com.cn

联系人：王博群  
 邮箱：wangboq@glsc.com.cn

### 事件：

美国9月CPI同比增长3.7%，略高于预期3.6%，前值3.7%，环比增长0.4%，高于预期。9月核心CPI同比4.1%，预期4.1%，前值4.3%，环比增长0.3%。数据公布后美联储11月不加息概率变化不大，美联储继续加息的可能性不大，但或仍保持鹰派姿态。

### 事件点评

#### ➤ CPI数据略超预期，但没到改变不加息预期的程度

美联储11月不加息的概率在数据公布之后变化不大，CPI略高于预期，主要由于油价波动能源通胀降幅缩窄，而核心CPI持平预期，通胀数据的整体情况略微超预期。市场交易的反应或认为美联储将继续鹰派姿态，股市下跌，利率上行，美元指数上行，黄金价格回落。CPI通胀下半年或进一步继续上行。

#### ➤ 核心服务仍然是通胀的韧性所在，环比回升

核心CPI的韧性主要体现在服务上，商品的通胀9月跌到0.0%，或将转向负增长，服务的通胀小幅下行，环比增速上行到0.6%。从CPI的权重来看，核心商品占比仅为核心服务大概一半，核心服务价格没有显著回落以前，核心CPI可能仍然会表现出相当的韧性。疫情扰动导致的商品消费和服务消费的比例波动还没有完全恢复正常，目前商品消费的比重仍然显著高于疫情前的正常状态，服务或还存在超额需求没有得到满足。

#### ➤ 住宅通胀贡献开始下降，总体下行更明显

住宅的通胀目前仍然是每月所有分项增长的最大贡献者，9月贡献继续下降。居所通胀仍处于高位，但或已经开启下行通道；房租和房价的同比都已经位于低位。从目前的趋势看，未来短期住房相关通胀仍然是拖累通胀保持高位的分项。但CPI住宅通胀确实开始跟随房租和房价的下行趋势，未来或继续缓慢回落。

**风险提示：**美联储鹰派超预期，地缘政治风险超预期。

### 相关报告

1、《经济修复：外需强于内需：——9月PMI数据以及未来经济展望》2023.10.08  
 2、《更高更久的高利率，但却更软的着陆？：——美联储9月议息会议点评》2023.09.21

## 1. CPI 略高于预期，年底仍可能继续上行

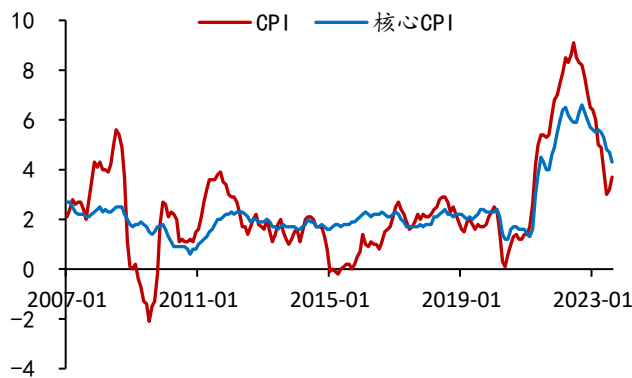
### 1.1 美联储 11 月或停止加息

#### 1.1.1 CPI 通胀和加息

美联储决定政策利率的两个目标变量，一个是就业，另一个就是通胀。美国 9 月 CPI 同比上涨 3.7%，略高于预期 3.6%，上月为 3.7%；CPI 环比上升 0.4%，高于预期，较前值下降。华尔街主要投行对 9 月 CPI 的预测主要集中在 3.5%和 3.6%，预期 3.7% 的不多，所以说 9 月 CPI 的数据应该属于略微超市场预期，CPI 的上行是在市场的预期内的，上行的幅度略超预期，最近能源价格的波动或是主要理由。

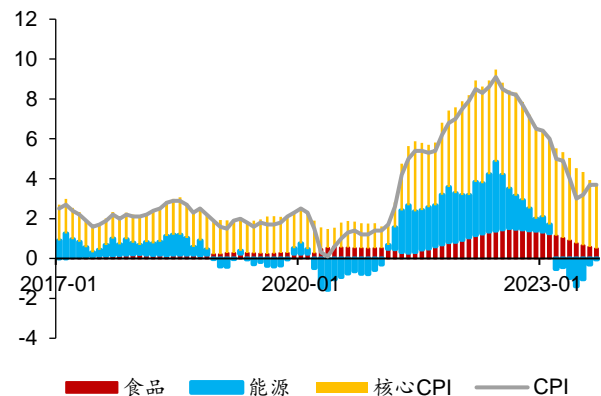
9 月核心 CPI 同比上涨 4.1%，符合预期，低于前值 4.3%；核心 CPI 环比上升 0.3%，符合预期，持平前值。

图表1: CPI 和核心 CPI (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表2: CPI 分项贡献分解 (%)

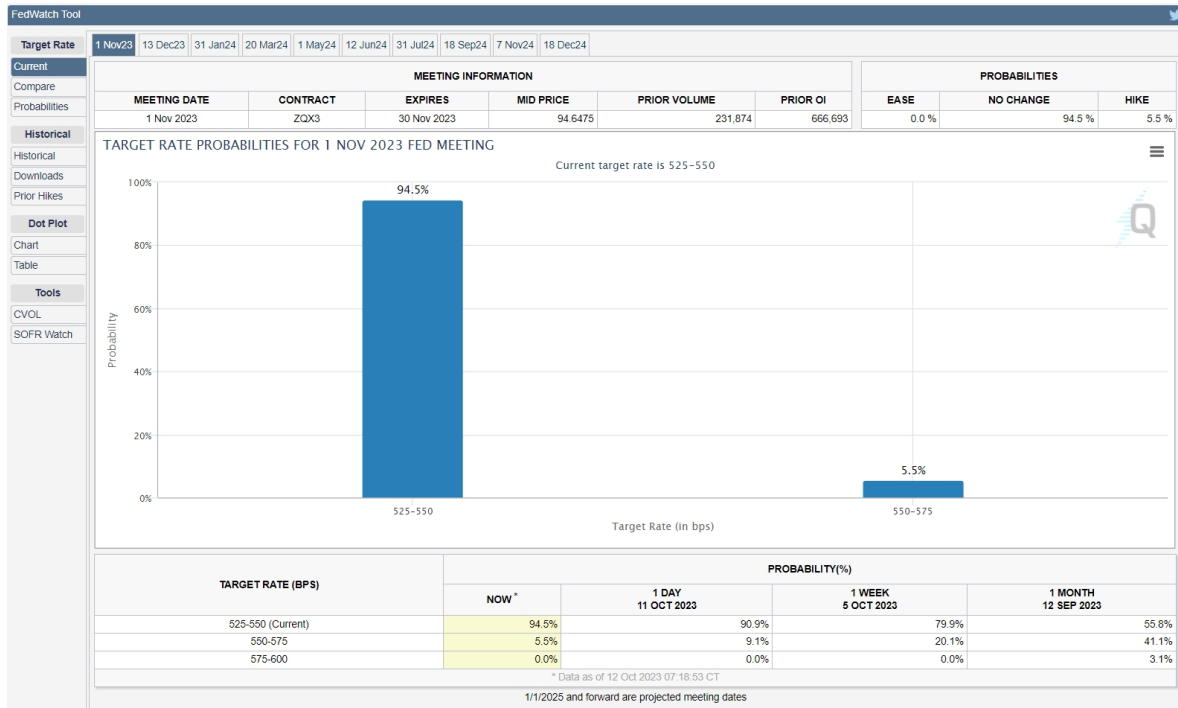


资料来源: Wind, 国联证券研究所

通胀数据公布后，美元指数短线上涨，现货黄金短线下跌，2 年和 10 年期国债利率都短线上涨，美国三大股指开盘都下行；市场的整体反应应该理解为市场认为略超预期的通胀数据让美联储或继续保持鹰派姿态。

但同时通胀数据的超预期又没有到改变美联储加息动作的程度，市场预期的美联储加息概率变化不大。美联储 11 月会议不加息的概率在通胀数据公布之前接近 95%，数据公布之后轻微下降到 90%。联邦基金市场目前认为美联储 11 月或不会加息。

图表3：11月会议加息概率(%)



资料来源：CME，国联证券研究所整理

## 1.2 CPI 持平，能源通胀负增长进一步缩窄

### 1.2.1 CPI 通胀和能源

从 CPI 分成食品、能源和核心 CPI 的四分角度来看，能源通胀从 3 月开始同比负增长后一直是拉动整体 CPI 下行的重要驱动因素，但这个因素的动能逐渐下降且未来或将转正。原油价格最近有些波动，10 月初一度跌到约 84 美元每桶，最近又逐渐回到接近 90 美元，原油价格如何维持在这个区间未来或可能让 CPI 通胀仍有一定上行空间。能源通胀 9 月同比下行幅度较 8 月进一步缩窄，9 月能源通胀同比下降 0.5%，环比增长 1.5%，相对上月明显回落，上月 5.6%。

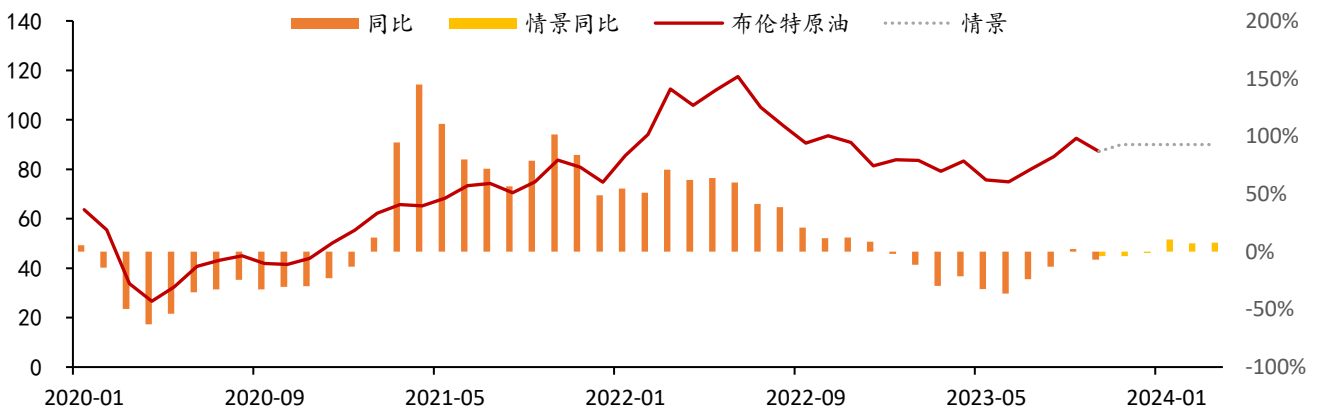
图表4：近 12 个月 CPI 四个分项同比和环比 (%)

时间	同比				环比			
	CPI	食品	能源	核心CPI	CPI	食品	能源	核心CPI
2022年9月	8.2	11.2	19.8	6.6	0.4	0.8	-1.7	0.6
2022年10月	7.7	10.9	17.6	6.3	0.5	0.7	-1.7	0.3
2022年11月	7.1	10.6	13.1	6	0.2	0.6	-1.4	0.3
2022年12月	6.5	10.4	7.3	5.7	0.1	0.4	-3.1	0.4
2023年1月	6.4	10.1	8.7	5.6	0.5	0.5	2	0.4
2023年2月	6	9.5	5.2	5.5	0.4	0.4	0.6	0.5
2023年3月	5	8.5	-6.4	5.6	0.1	0	-3.5	0.4
2023年4月	4.9	7.7	-5.1	5.5	0.4	0	0.6	0.4
2023年5月	4	6.7	-11.7	5.3	0.1	0.2	-3.6	0.4
2023年6月	3	5.7	-16.7	4.8	0.2	0.1	0.6	0.2
2023年7月	3.2	4.9	-12.5	4.7	0.2	0.2	0.1	0.2
2023年8月	3.7	4.3	-3.6	4.3	0.6	0.2	5.6	0.3
2023年9月	3.7	3.7	-0.5	4.1	0.4	0.2	1.5	0.3

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

布伦特原油价格在 5 月左右达到低点后开始反弹，到 9 月回到了 90 美元以上的区间，同比的跌幅同期逐渐缩窄，到 9 月同比的增长已经比较接近 0。近期又有一些波动，但是没有离开 80-90 的区间。如果油价未来维持在 90 美元左右，由于基数效应的影响，那么油价的同比变化未来或将转正。

图表5：原油价格(美元/桶)和同比 (%)



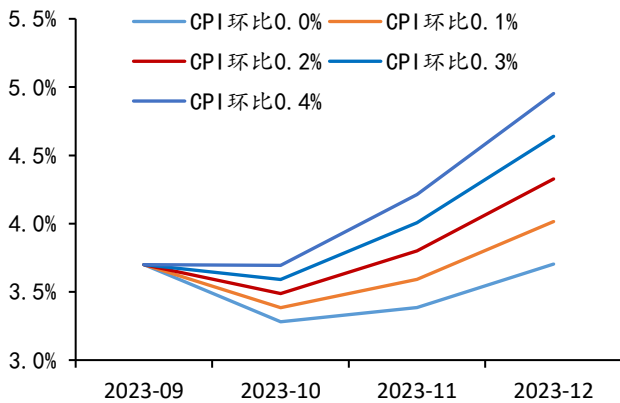
资料来源：Wind，国联证券研究所整理

从趋势上看，CPI 的通胀在到达 6 月份 3% 这个低点后，未来或会再次走高。在未来 CPI 不同的环比增速情景下，我们可以看到 CPI 同比的变化，即使在 0.0% 这个环比不增长的情景下 CPI 同比在 2023 年底也会维持在 3.7%，在 0.2% 的环比情景下 CPI 同比在 2023 年底会上涨到超过 4.6%，如果环比为 0.4% 的话，到年底 CPI 则会上涨

到 4.9%。

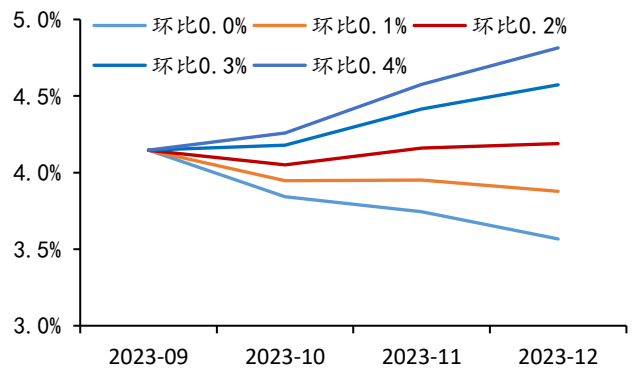
在类似的情景分析中，核心 CPI 和 CPI 表现则不尽相同，核心 CPI 掉头向上的风险小一点。在小于 0.2% 的环比情景下，核心 CPI 到年底仍可以回落，但回落的速度较慢；在 0.3% 和 0.4% 的环比情景下核心 CPI 则也会和 CPI 一样到年底将呈现上升趋势。近两个月核心 CPI 的环比从 0.2% 上行到 0.3%，增加了核心通胀上行的风险。

图表6: CPI 未来情景(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表7: 核心 CPI 未来情景 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

## 2. 核心 CPI 的回落仍较慢，环比仍维持 0.3%

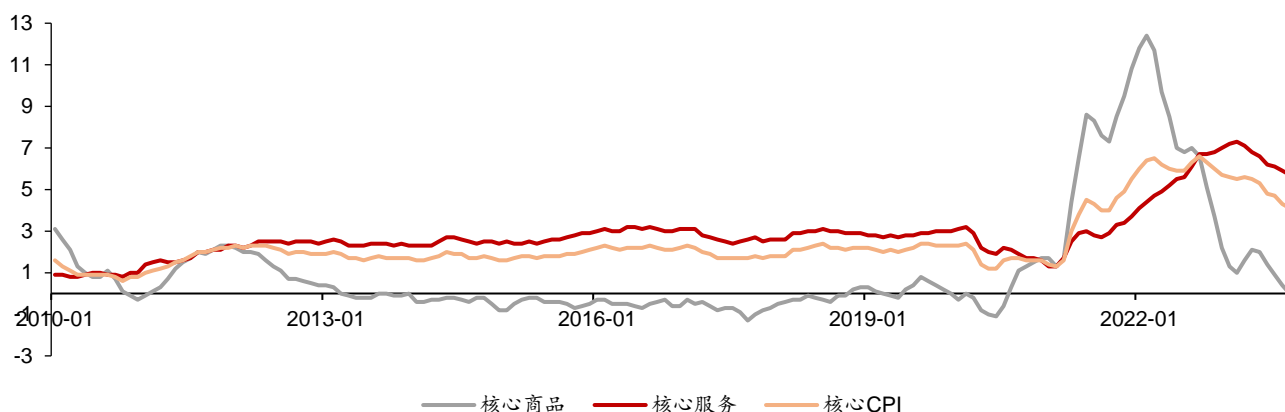
### 2.1 服务通胀回落缓慢，环比持平

#### 2.1.1 商品通胀和服务通胀

核心 CPI 的数据 9 月持平预期，较上月下降，但仍较 2% 的目标有距离，仍然是目前通胀的重要关注点。核心 CPI 如果拆解成 2 项，分别是核心商品和核心服务。可以看到核心 CPI 的韧性主要体现在服务上。

从 CPI 的权重来看，核心商品占比仅为核心服务大概一半，核心服务价格没有显著回落以前，核心 CPI 可能仍然会表现出相当的韧性。

图表8：核心 CPI 商品和服务的价格变化 (%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

具体数字上来看，9月核心商品的通胀进一步下降到0.0%，环比减少0.4%，商品通胀在2022年初的高点达到12.4%之后迅速下行，未来或进入负增长。

9月核心服务通胀同比增长5.7%，较上月下降0.2pct，核心服务的环比0.6%，较上月增长，从环比数据来看核心服务通胀下行速度仍较慢。

图表9：近1年核心 CPI 商品和服务的价格变化 (%)

时间	同比		环比	
	核心商品	核心服务	核心商品	核心服务
2022年9月	6.60	6.70	0.00	0.80
2022年10月	5.10	6.70	-0.10	0.50
2022年11月	3.70	6.80	-0.20	0.50
2022年12月	2.20	7.00	-0.10	0.60
2023年1月	1.30	7.20	0.10	0.50
2023年2月	1.00	7.30	0.00	0.60
2023年3月	1.60	7.10	0.20	0.40
2023年4月	2.10	6.80	0.60	0.40
2023年5月	2.00	6.60	0.60	0.40
2023年6月	1.40	6.20	-0.10	0.30
2023年7月	0.90	6.10	-0.30	0.40
2023年8月	0.40	5.90	-0.10	0.40
2023年9月	0.00	5.70	-0.40	0.60

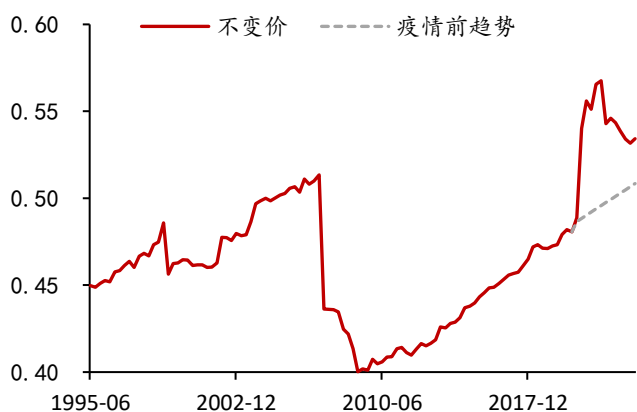
资料来源：Wind，国联证券研究所整理

疫情扰动导致的商品和服务消费的波动还没有完全恢复正常，从商品消费和服

务消费的比例来看，目前商品消费的比重仍然显著高于疫情前的正常状态，服务或还存在超额需求没有得到满足。

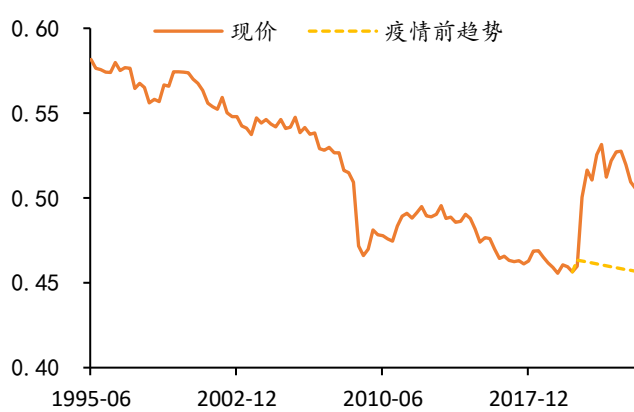
由于疫情的限制，疫情期间美国的消费结构中商品消费的比重显著增加了。如下图所示截止到 2023 年 2 季度的数据，商品/服务消费比仍然较疫情前高出不少。另外，恢复到常态的比例可能需要不短的时间。对比 2008 年的危机，当时商品/服务消费比也出现了较大的波动，不过方向与这次不同，商品的占比显著下降，2008 年危机后商品/服务消费比恢复到冲击之前的趋势水平花费了较长的时间。

图表10：商品/服务消费比(不变价)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表11：商品/服务消费比(现价)



资料来源：Wind，国联证券研究所

## 2.2 能源通胀降幅显著收窄

### 2.2.1 CPI 的主要细分分项

更细分一点来看通胀数据的话，我们可以发现主要分项中能源仍然是负增长，但是同比负增长的幅度明显收窄。能源类商品的同比增速已经转正，9月同比增长2.2%，其中汽油从上月同比负增长-19.9%，转为正增长3%，燃油负增长的幅度也缩窄，从上月-14.8%，变成9月的-5.1%。

能源服务的同比增长仍然为负，而且负增长的增速略微扩大，其中电力9月同比增长2.6%，公共事业同比负增长19.9%，负增长的幅度扩大。

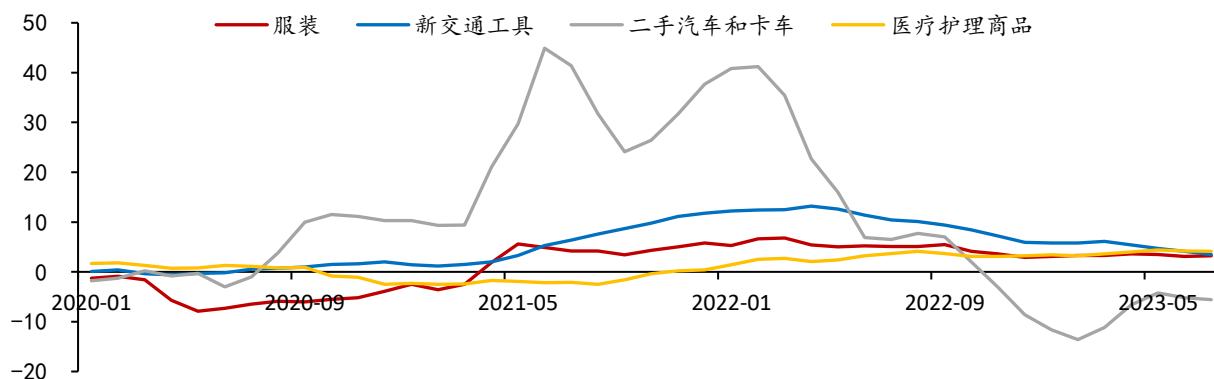
图表12: CPI 的主要分项同比(%)

同比	2022-09	2022-10	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07	2023-08	2023-09
CPI	8.2	7.7	7.1	6.5	6.4	6	5	4.9	4	3	3.2	3.7	3.7
食品	11.2	10.9	10.6	10.4	10.1	9.5	8.5	7.7	6.7	5.7	4.9	4.3	3.7
家庭食品	13	12.4	12	11.8	11.3	10.1	8.3	7.1	5.8	4.7	3.6	3	2.4
非家用食品	8.5	8.6	8.5	8.3	8.2	8.4	8.8	8.6	8.3	7.7	7.1	6.5	6
能源	19.8	17.6	13.1	7.3	8.7	5.2	-6.4	-5.1	-11.7	-16.7	-12.5	-3.6	-0.5
能源类商品	20	19.4	12.3	0.6	2.7	-1.4	-17	-12.6	-20.5	-26.8	-20.3	-4.2	2.2
汽油(所有种类)	18.5	17.6	10.3	-1.2	1.5	-2	-17.4	-12.2	-19.7	-26.5	-19.9	-3.3	3
燃油	58.1	68.5	65.7	41.5	27.7	9.2	-14.2	-20.2	-37	-36.6	-26.5	-14.8	-5.1
能源服务	19.7	15.6	14.3	15.6	15.6	13.3	9.2	5.9	1.6	-1.1	-1.2	-2.8	-3.4
电力	15.4	14.1	13.9	14.4	11.9	12.9	10.2	8.4	5.9	5.4	3	2.1	2.6
公共事业(管道)燃气服务	33	20	15.4	19.3	26.7	14.3	5.5	-2.1	-11	-18.6	-13.7	-16.5	-19.9
核心CPI	6.6	6.3	6	5.7	5.5	5.5	5.6	5.5	5.3	4.9	4.7	4.4	4.1
核心商品	6.6	5.1	3.7	2.2	1.3	1	1.6	2.1	2	1.4	0.9	0.4	0
新交通工具	9.4	8.4	7.2	5.9	5.8	5.8	6.1	5.4	4.7	4.1	3.5	2.9	2.5
二手汽车和卡车	7	2	-3.1	-8.6	-11.6	-13.6	-11.2	-6.6	-4.2	-5.2	-5.6	-6.6	-8
服装	5.5	4.1	3.6	2.9	3.1	3.3	3.3	3.6	3.5	3.1	3.2	3.1	2.3
医疗护理商品	3.7	3.1	3.1	3.2	3.4	3.2	3.6	4	4.4	4.2	4.1	4.5	4.2
核心服务	6.7	6.7	6.8	7	7.2	7.3	7.1	6.8	6.6	6.2	6.1	5.9	5.7
住房	6.6	6.9	7.1	7.5	7.9	8.1	8.2	8.1	8	7.8	7.7	7.2	7.1
运输服务	14.6	15.3	14.3	14.4	14.6	14.6	13.8	11.1	10.3	8.5	9.3	10.4	9
医疗护理服务	6.5	5.4	4.4	4.2	3	2.1	1	0.4	-0.1	-0.8	-1.5	-2.1	-2.6

资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

核心商品中负增长的分项仍然是二手车, 而且同比降幅继续扩大, 9月同比减少8%;核心服务中负增长的分项是医疗护理服务, 9月同比减少2.6%, 上月为减少2.1%。负增长的分项是拉动通胀下行的力量。

图表13: 核心商品 CPI 的主要分项同比(%)

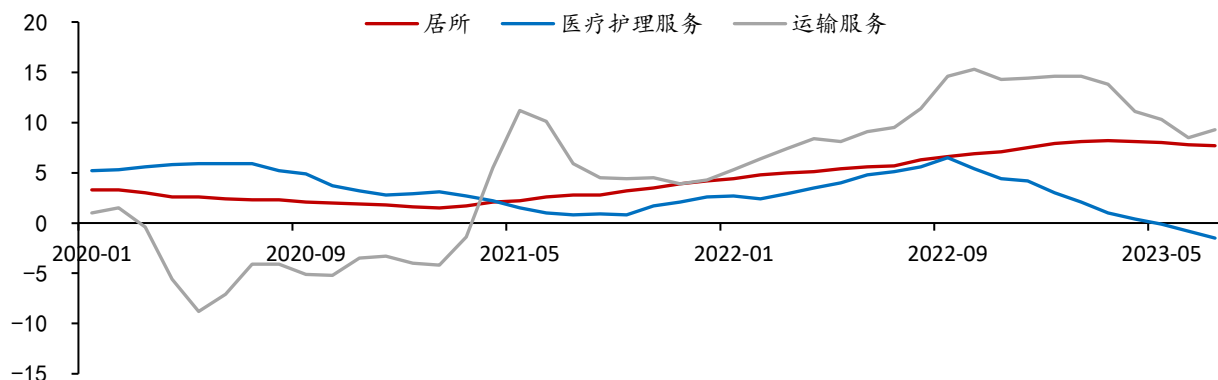


资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

核心服务通胀中居所和运输服务的通胀仍然较高, 离 2%还有距离, 医疗护理服务的通胀从 5 月份开始就已经负增长。



图表14：核心服务CPI的主要分项同比(%)



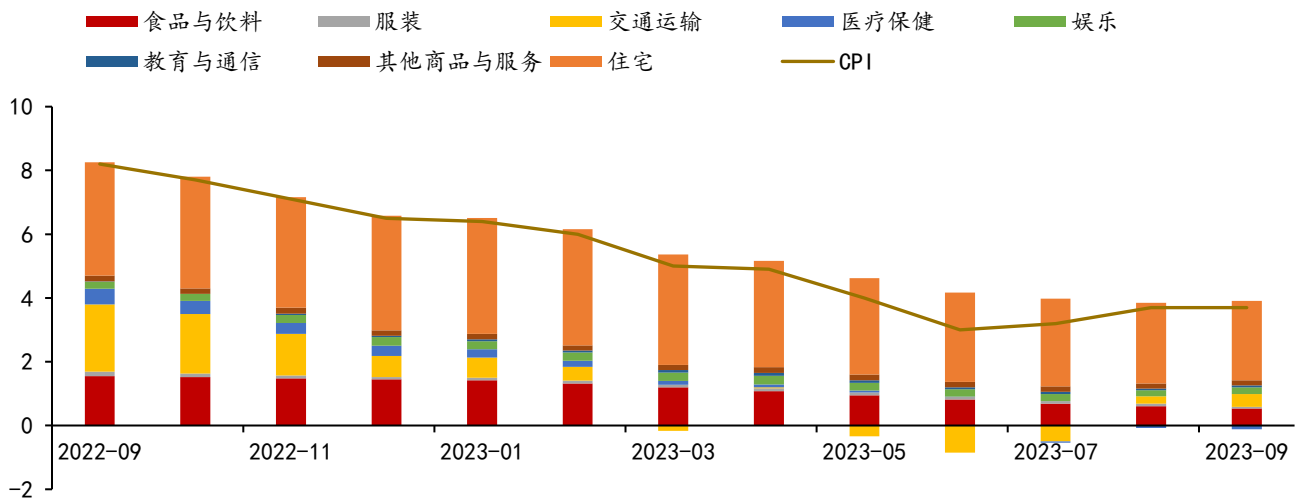
资料来源：Wind，国联证券研究所整理

## 2.3 住宅通胀仍然是最大贡献分项，但贡献下降

### 2.3.1 住宅通胀

住宅的通胀目前仍然是每月所有项目增长的最大贡献者，9月的贡献略有下降，或已开启下行通道，但仍接近7成。从2022年5月开始住宅的贡献大约从36%逐渐增长，到2023年6月贡献超过8成，7月贡献较6月略微下降，但也仍超过8成，如果对比9月和一年前，贡献比例下降的最主要是交通运输分项，其次是食品及饮料，但交通分项的贡献9月略有回升。

图表15: CPI 通胀同比不同分项的贡献率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

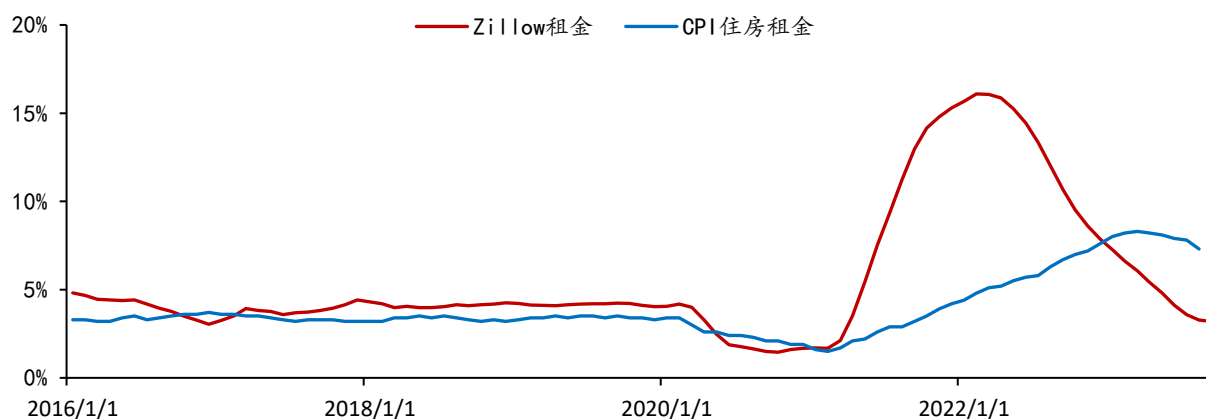
图表16: CPI 通胀 8 个主要类别(%)

时间	同比								环比							
	食品与饮料	住宅	服装	交通运输	医疗保健	娱乐	教育与通信	其他商品与服务	食品与饮料	住宅	服装	交通运输	医疗保健	娱乐	教育与通信	其他商品与服务
2022年9月	10.8	8	5.5	12.6	6	4.1	0.2	6.9	0.7	0.7	2.2	-1.6	0.5	0.1	0.3	0.3
2022年10月	10.6	7.9	4.1	11.2	5	4.1	0	6.5	0.7	0.4	-0.6	0.7	-0.4	0.7	-0.1	0.5
2022年11月	10.3	7.8	3.6	7.8	4.2	4.7	0.7	7	0.2	0.3	-2.1	-1.2	-0.6	0.4	0.6	0.7
2022年12月	10.1	8.1	2.9	3.9	4	5.1	0.7	6.4	0.3	0.6	-1.7	-3.3	0	0.2	0	-0.1
2023年1月	9.9	8.2	3.1	3.8	3.1	4.8	1	6.2	0.7	1	2.6	0.7	0.1	0.7	0.3	0.6
2023年2月	9.2	8.2	3.3	2.6	2.3	5	1	6.1	0.4	0.5	3.3	0.7	-0.4	1.1	0	0.9
2023年3月	8.3	7.8	3.3	-1	1.5	4.8	1.4	6.1	0.1	0.3	0.8	0.9	-0.3	0.1	0.1	0.5
2023年4月	7.5	7.5	3.6	0.2	1.1	5	1.6	6.6	0.2	0.2	-1	2.1	-0.1	0.5	0	0.9
2023年5月	6.6	6.8	3.5	-2	0.7	4.5	1.5	6.7	0.2	0.3	-0.3	0.5	0	-0.1	-0.2	0.5
2023年6月	5.7	6.3	3.1	-5.1	0.1	4.3	1.1	6.3	0.1	0.6	-0.7	0.5	0	0	-0.2	0.2
2023年7月	4.8	6.2	3.2	-3	-0.5	4.1	1.2	6.1	0.3	0.3	-1	0.2	-0.1	0.1	0	0.1
2023年8月	4.2	5.7	3.1	1.4	-1	3.5	1	5.8	0.2	0.3	1.6	1.3	0.3	-0.2	0.2	0.4
2023年9月	3.7	5.6	2.3	2.4	-1.4	3.9	1	6	0.2	0.5	1.4	-0.6	0.1	0.4	0.3	0.6

资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

从目前的趋势看,未来短期住宅或仍然是拖累通胀保持高位的主要分项。但是住宅的通胀或继续回落的趋势。如果对比住宅分项里面最主要的租房租金通胀和美国最大的房地产在线信息平台 Zillow 的租金数据,可以看到 Zillow 的数据已经回落到 3.2%,而 CPI 的住房租金近期的走势显示未来它或会跟随 Zillow 租金的回落趋势。

图表17: CPI 住房租金通胀和 Zillow 租金(%)



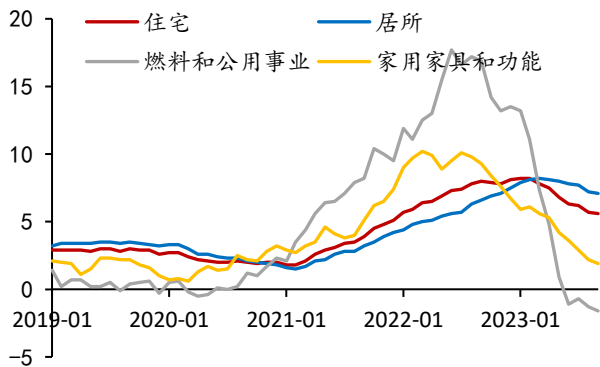
资料来源: Wind, Zillow, 国联证券研究所整理

### 2.3.2 居所通胀

住宅通胀 9 月同比增长 5.6%，较 8 月下降 0.1pct。住宅通胀里面，主要包括三个分项，分别是居所、燃料和公用事业，另一个是家用家具和功能，其中居所的权重最高。从近期的变动趋势看，燃料和公用事业和家用家具和功能都已经从高点明显回落，其中燃料和公用事业在 6 月开始负增长，9 月延续了负增长且增幅扩大，同比负增长 1.6%。家用家具和功能 9 月同比增长 1.9%，较 7 月 2.2%，下降了 0.3pct。

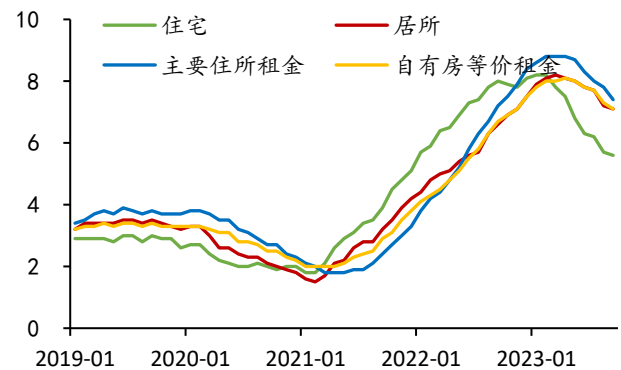
居所分项虽然还位于高位，但延续下行趋势，9 月同比增长 7.1%，较 8 月回落了 0.1pct，而居所包含的几个主要部分主要住所租金、自有房等价租金也继续回落。主要住所租金同比 9 月增长 7.4%，上月为 7.8%，自有房等价租金 9 月同比增长 7.1%，较上月下降 0.2pct。

图表18: 住宅和分项 CPI (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表19: 住宅和居所 CPI (%)

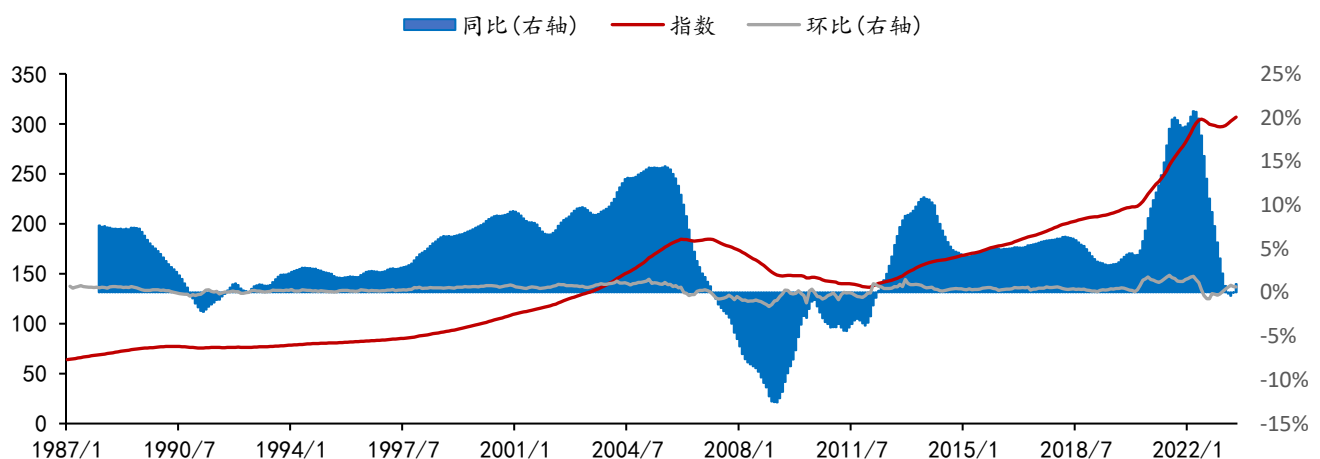


资料来源: Wind, 国联证券研究所

从房价的走势来看可以看到, 房价开始企稳。房价同比从4月开始负增长, 5月同比负增长扩大到 0.4%, 但 6 月缩窄到不到 0.1%, 7 月同比实现了正增长。房价自 2022 年中的高点回落之后, 最近又回到增长的轨道, 环比增速在 2 月已经回正, 虽然增速不快, 但房价似乎仍在上涨。

不过不论是房价同比还是房租同比都明显低于目前的住宅通胀, 未来或可以拉动住宅通胀继续下行。

图表20: S&P/Case-Shiller 美国房价指数

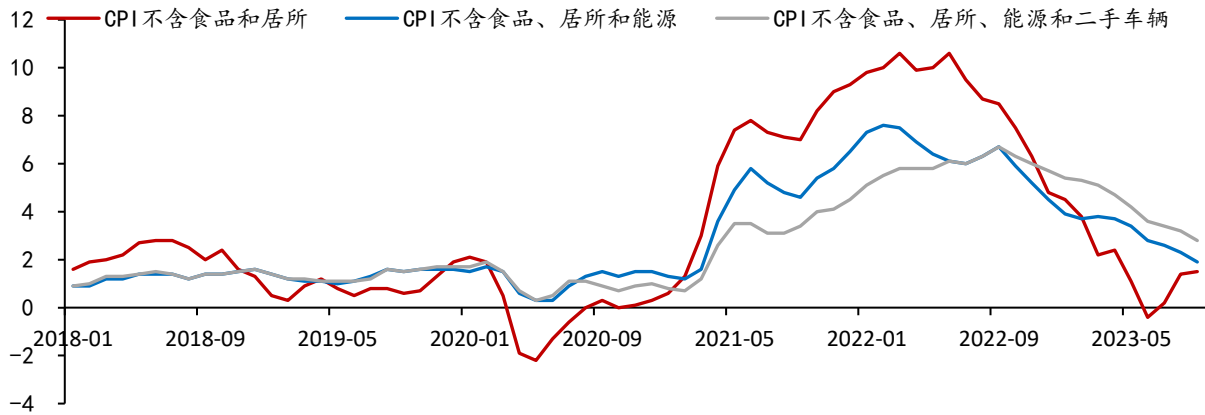


资料来源: FRED, 国联证券研究所整理

另外, 从 CPI 剔除食品、居所、能源和二手车等特殊分项的统计对比来看也可以

比较清楚地看到通胀的支持项来自居所，而能源是主要驱动通胀下行的分项。CPI 不含食品和居所的同比 9 月增长 1.5%，较上月上涨，8 月增长 1.4%，主要是受能源通胀影响。

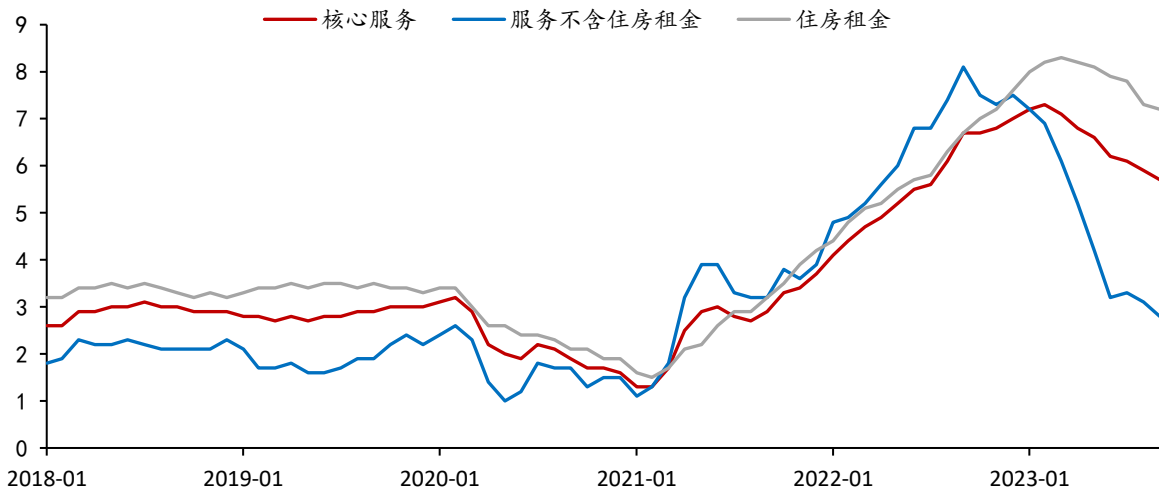
图表21: CPI 通胀剔除特定分项 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

服务通胀如果把居所剔除以后在 2022 年 10 月达到顶峰后已经进入明显下行的通道，9 月 2.8% 的增速创了 2021 年以来的新低，较上月下降 0.3pct，对比居所的通胀也可以看到目前服务通胀的主要支撑就来自于住房相关的部分。

图表22: 服务通胀 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

### 3. 风险提示

美联储鹰派超预期，地缘政治风险超预期。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼