

2023年12月09日

CPI 走弱非农转强，中美央行如何抉择？

定期报告

华金宏观·双循环周报（第35期）

分析师

秦泰

SAC 执业证书编号：S0910523080002
qintai@huajinsec.cn

投资要点

- ◆ **汽车工人罢工结束，美国非农如期转强。**11月美国新增非农就业19.9万人，扭转了10月的短暂弱势局面，较大幅度好于市场预期；劳动参与率再度回升的同时，失业率超预期下降，薪资增速基本持平于上月，劳动力市场整体表现强劲。随着汽车工人罢工以涨薪要求得到满足而结束，制造业成为单月改善最显著行业，并几乎可解释全部私人部门非农就业多增幅度，符合我们此前的预期。
- ◆ **薪资通胀螺旋强化，美联储或维持高利率更长时间。**美国劳动力市场的再度趋紧，进一步显示当前美国经济仍处于供需相对偏热、薪资通胀螺旋强化的阶段，预计未来可能呈现较市场预期更大的通胀高位黏性，加之金融风险相对较小，实体经济和金融条件可能都支持美联储在更长时间内维持限制性的高利率水平。11月非农数据公布后，市场预测美联储第一次降息时点推迟至2024年5月，我们认为市场的展望仍然过于乐观了。我们预计下周美联储FOMC会议可能如市场预期决定利率不变，但预计降息开始时点不早于2024年9月。
- ◆ **11月CPI跌幅扩大，食品能源同步走低拖累，消费需求动能不强。**食品能源同步走低拖累11月CPI跌幅扩大，消费需求动能不强核心CPI低位持平。当月食品和原油价格同步大幅走低并向工业消费品和服务价格有所传导，是拖累CPI的最主要因素。受原油价格下跌与快速去库存阶段的价格压制效应的共同影响，11月PPI同比跌幅再度有所扩大。此外，工业品去库存加速阶段，持续形成价格压制效应。
- ◆ **美元反弹内需不足，货币政策需配合财政扩张实施同步宽松。**目前披露的数据一定程度上显示11月中美经济呈现小幅的分化加剧局面，美元指数本周反弹令人民币汇率再度承压，或一定程度上强化央行近期操作的谨慎态度。但在内需特别是消费需求动能不强、仍待政策有效促进的背景下，仅靠一定程度的流动性偏紧实际上是无法长期实现人民币汇率的稳定目标的。为缓解因市场对经济前景预期转弱而导致的长期贬值压力，最优的货币政策操作或许是结合财政政策以扩大可持续内需为导向的更大力度的有效扩张，以长端利率基本稳定为目标实施合理幅度的货币宽松配合。我们在最近的中央政治局会议中看到较为明确的财政加力促进消费政策导向，同时也在三季度货币政策执行报告中看到央行积极主动配合财政扩张的更大决心。更多详细内容请参考我们前期的报告《财政加力促进消费呼之欲出——中央政治局会议（12.8）解读》（2023.12.8），《货币财政和衷共济，降准降息年内可期——《货币政策执行报告》（2023Q3）点评》（2023.11.27）。
- ◆ **华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）：**本周A股传媒涨幅最大，多数板块下跌；短端美债收益率上行较多，1Y中国国债收益率上行3BP，中美10Y利差基本持平于上周；美元指数受非农就业数据拉动上行，人民币被动小幅贬值；油价延续下行趋势，焦煤价格小幅上行。
- ◆ **风险提示：**美联储超预期加息风险；个税减税力度不及预期风险，房价调整程度更深持续更久风险。

相关报告

财政加力促进消费呼之欲出——中央政治局会议（12.8）解读 2023.12.8
低基数下出口如期改善，后续仍期待技术进步——进出口数据点评（2023.11）
2023.12.7
关注鲍威尔再度放鹰，理性看待房企融资改善——华金宏观·双循环周报（第34期）
2023.12.3
需求不足、去库存加速，PMI小幅回落——PMI点评（2023.11） 2023.11.30
货币财政和衷共济，降准降息年内可期——《货币政策执行报告》（2023年三季度）点评 2023.11.27



内容目录

汽车工人罢工结束，美国非农如期转强	3
薪资通胀螺旋强化，美联储或维持高利率更长时间	4
11月CPI跌幅扩大，食品能源同步走低拖累，消费需求动能不强	5
美元反弹内需不足，货币政策需配合财政扩张实施同步宽松	7
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	10

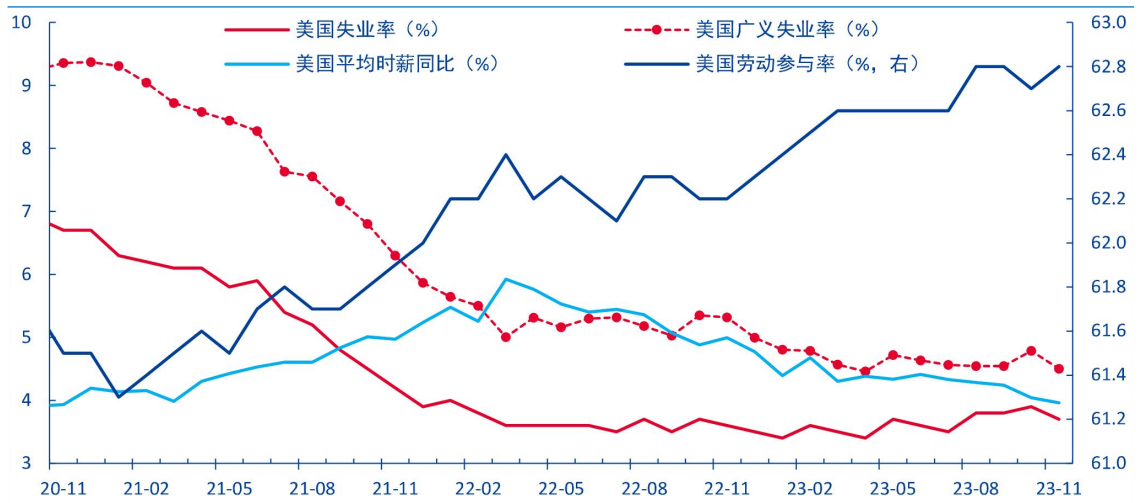
图表目录

图 1：美国失业率、平均时薪、劳动参与率与广义失业率	3
图 2：美国新增非农就业分行业大类情况（单位：千人）	4
图 3：美国劳动力缺口下行缓慢，增加了薪资回落的困难	5
图 4：美国平均时薪增速向 CPI 的传导	5
图 5：利率期货交易显示的市场对联邦基金利率目标均值的预期（%）	5
图 6：CPI、核心 CPI、消费品与服务 CPI 同比（%）	6
图 7：CPI 同比及结构贡献（%）	6
图 8：PPI 同比及结构贡献（%）	7
图 9：我国政策利率体系及 R007 表现（%）	7
图 10：全球股市本周涨幅（%）：本周欧洲股市涨幅靠前，A 股跌幅较深	10
图 11：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：本周 A 股传媒涨幅最大，多数板块下跌	10
图 12：标普 500 及行业涨幅对比（%）：本周美股通讯服务领涨，能源板块跌幅最深	10
图 13：美国国债收益率（%）变动幅度：中短端美债收益率上行较多	11
图 14：中国国债收益率（%）变动幅度：短端国债收益率有所上行	11
图 15：美国短端国债收益率本周上行较多（%）	11
图 16：中美 10Y 利差基本持平于上周（%）	11
图 17：10Y 国开债收益率上行较多（%）	12
图 18：1Y 信用利差有所扩大、3Y 继续收窄（BP）	12
图 19：美联储本周资产规模继续减少（USD bn）	12
图 20：主要央行政策利率（%）	12
图 21：全球汇率：美元指数受非农就业数据拉动上行	12
图 22：人民币较上周被动小幅贬值	12
图 23：本周金价高位震荡	13
图 24：本周油价延续下行趋势	13
图 25：11 月下旬焦煤价格小幅上行	13
图 26：本周铜价小幅下行	13

汽车工人罢工结束，美国非农如期转强

11月美国新增非农就业19.9万人，扭转了10月的短暂弱势局面，较大幅度好于市场预期；劳动参与率再度回升的同时，失业率超预期下降，薪资增速基本持平于上月，劳动力市场整体表现强劲。当地时间12月8日美国劳动统计局公布的数据显示，11月美国新增非农就业19.9万人，较10月增加达4.9万人，较大幅度好于市场预期。11月美国劳动参与率提升0.1个百分点至62.8%，重回8-9月水平，延续了21Q4以来连续改善的趋势，显示美国劳动力市场供给较为旺盛。而失业率并未因劳动力供给的增加而上行，反而超市场预期下行0.2个百分点至3.7%，创近4个月以来新低，侧面验证了新增非农就业数据的相对强劲表现。劳动力供给和就业的同步增加，令我们测算的美国广义失业率下行达0.3个百分点至4.5%，重新回到8-9月的疫情以来最低水平。11月平均时薪同比增长4.0%，增速与10月持平。以上数据整体呈现出美国劳动力市场供给增加、就业旺盛、供需整体表现强劲的态势。

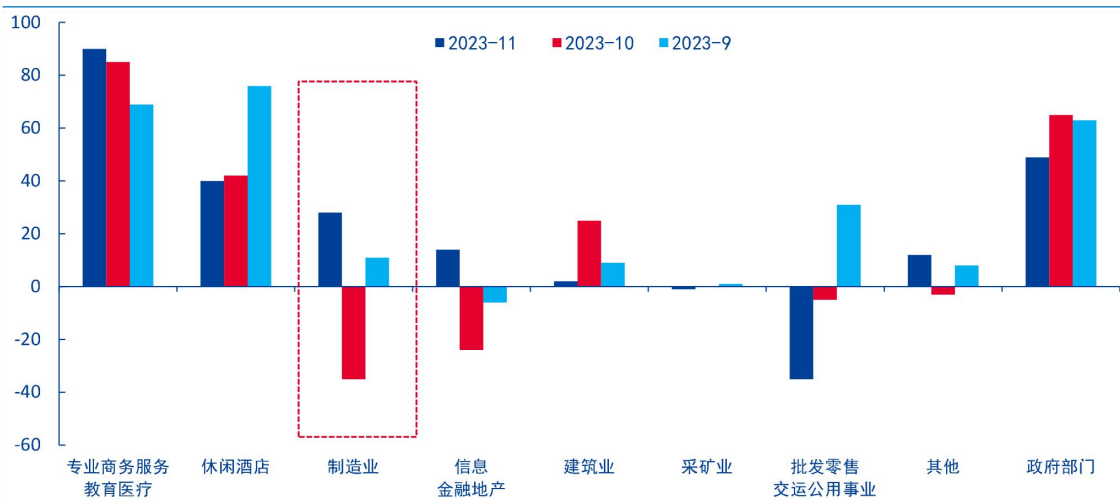
图1：美国失业率、平均时薪、劳动参与率与广义失业率



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020.11-2022.2 美国平均时薪同比为两年平均增速

随着汽车工人罢工以涨薪要求得到满足而结束，制造业成为单月改善最显著行业，并几乎可解释全部私人部门非农就业多增幅度，符合我们此前的预期。在19.9万的新增非农就业人口中，政府部门新增4.9万较10月少增1.6万；私人部门新增15.0万，环比多增达6.5万。10月底，持续约六周的美国汽车行业工人大罢工以工会的普遍大幅涨薪要求得到满足而结束，11月制造业就业迎来大幅反弹，当月新增达2.8万人，而10月罢工冲击下制造业就业减少达3.5万人，11月环比多增达6.3万人，几乎可解释全部非农就业的月度改善幅度。教育医疗等行业连续稳定高增，信息金融地产行业波动中有所改善，休闲酒店业与10月基本持平，建筑业新增就业明显放缓。我们在《罢工拖累就业，是否足以改变美联储？——华金宏观·双循环周报（第31期）》（2023.11.4）中明确提出“10月就业不佳主要受汽车工人罢工拖累，劳动力市场未来或将再度趋紧”的判断，11月美国非农就业再次转强，验证了我们此前对于10月美国经济和通胀数据的走弱主要是罢工导致的暂时性变化的判断。

图 2：美国新增非农就业分行业大类情况（单位：千人）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

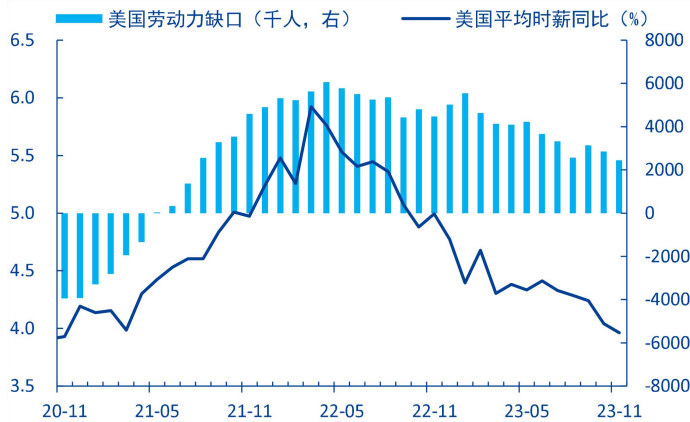
薪资通胀螺旋强化，美联储或维持高利率更长时间

美国劳动力市场的再度趋紧，进一步显示当前美国经济仍处于供需相对偏热、薪资通胀螺旋强化的阶段，预计未来可能呈现较市场预期更大的通胀高位黏性，加之金融风险相对较小，实体经济和金融条件可能都支持美联储在更长时间内维持限制性的高利率水平。劳动力市场对通胀的影响主要取决于薪资增长，而薪资的增速整体上与劳动力缺口的收窄速度正相关，而并非只与劳动力供给或需求之一侧相关。当前美国劳动力供给增长较快，而同时劳动力需求也增加较为旺盛，劳动力缺口从显著高于疫情前水平的高位收窄的速度较为缓慢，限制了薪资增速快速下行的可能性。而劳动力市场持续呈现的强劲需求，很大程度上也反映出美国居民疫情期间积累的超额储蓄及其孳息对居民消费的长期支撑作用、以及美国对华实施“脱钩断链”政策和地缘政治不稳定性所引发的欧日等全球产业链向美国集中形成的供给拉动效应。时薪的黏性将滞后约 6 个月左右传导至美国 CPI 之中，核心 CPI 中的非耐用品和核心服务项受传导尤为明显。这可能意味着展望至 2024 年，美国核心 CPI 通胀仍可能持续呈现较强的高位黏性，薪资通胀螺旋可能持续更久。

11 月非农数据公布后，市场预测美联储第一次降息时点推迟至 2024 年 5 月，我们认为市场的展望仍然过于乐观了。我们预计下周美联储 FOMC 会议可能如市场预期决定利率不变，但预计降息开始时点不早于 2024 年 9 月。11 月非农数据的强劲表现以及制造业就业在汽车工人罢工结束后的迅速回弹，令市场快速修正了原先对美联储提早降息过于乐观的预期。当前市场预测美联储启动降息的时点从数据公布前的 2024 年 3 月推迟至 2024 年 5 月，预测 2024 年全年的降息幅度从 125BP 收窄至 100BP 左右。但综合上述分析，我们认为市场的预期仍然过于乐观。我们预计下周即将召开的年内最后一次 FOMC 会议上大概率决定维持利率不变，但美联储可能计划将当前 5.25%-5.5% 的联邦基金利率目标区间高位水平保持更久，以保证对美国核心通胀的持续高压态势，直至核心通胀下行加速到美联储足以确认其趋势的时刻，但这一时刻预计不会很快来临。我们预计美联储首次降息可能发生在 2024 年 9 月-12 月间，在此之前欧央行或因观察到欧元区核心 HICP 通胀下行过快而提前于美联储实施降息。美国以及非美发达经济体的诸多结

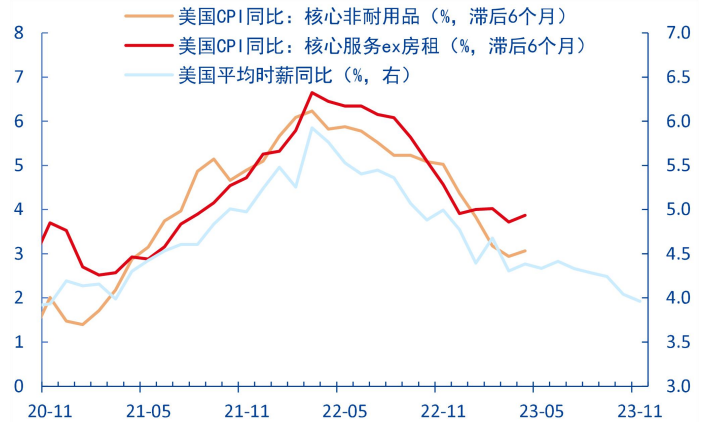
结构性因素可能都指向 2024 年底之前美元指数或都将维持在 105 左右的强势水平附近震荡，我们不建议期待美元指数大幅回落而带动国内货币政策空间扩大。

图 3: 美国劳动力缺口下行缓慢, 增加了薪资回落的困难



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

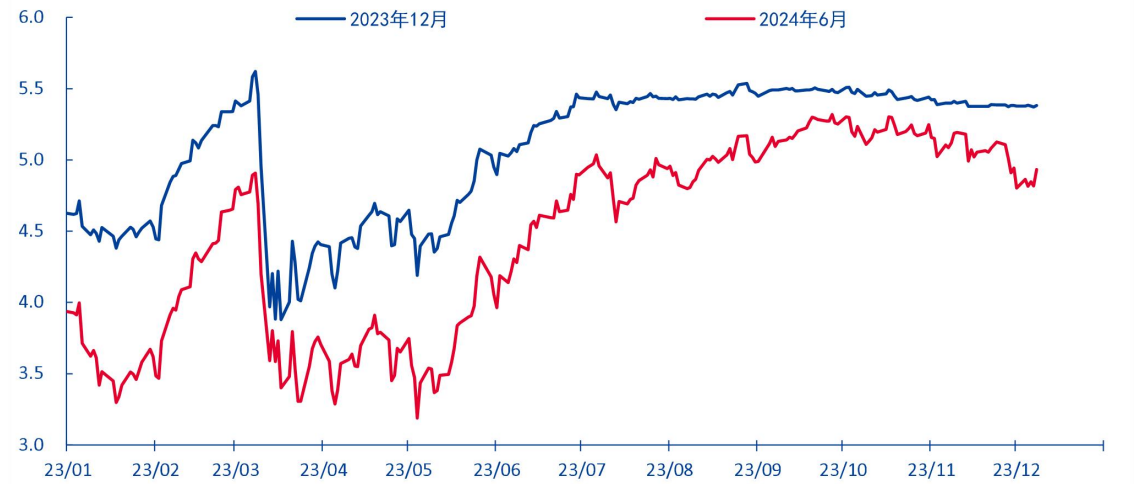
图 4: 美国平均时薪增速向 CPI 的传导



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

注: 2020.11-2022.2 美国平均时薪同比为两年平均增速

图 5: 利率期货交易显示的对联邦基金利率目标均值的预期 (%)



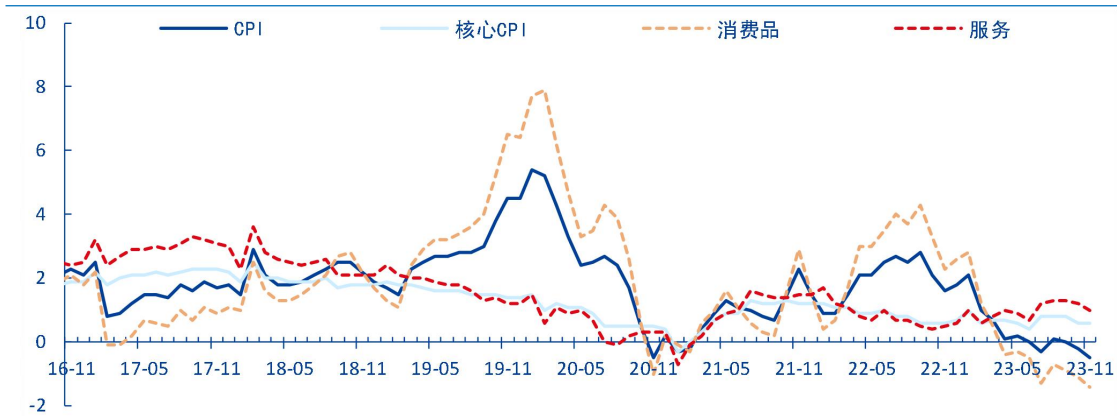
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

11 月 CPI 跌幅扩大, 食品能源同步走低拖累, 消费需求动能不强

食品能源同步走低拖累 11 月 CPI 跌幅扩大, 消费需求动能不强核心 CPI 低位持平。11 月 CPI 同比跌幅扩大 0.3 个百分点至 -0.5%，连续第二个月处于负增长区间，当月食品和原油价格同步大幅走低并向工业消费品和服务价格有所传导，是拖累 CPI 的最主要因素。（1）11 月食品 CPI 环比下跌 0.9%，大幅低于平均季节性水平（-0.1%），今年 11 月以来全国气温普遍偏高，并未出现大范围极端天气，鲜菜环比 -4.1%，低于季节性 2.1 个百分点；肉类供给充足，畜肉类环跌 1.6%，蛋类环跌 2.7%，分别低于季节性涨幅 1.8、2.7 个百分点。（2）尽管巴以冲突延宕，但 OPEC 原减产计划执行不佳，原油价格大幅回落，11 月交通工具用燃料 CPI 环比 -2.7%，大幅低于我们此前的预期。油价的下跌并向工业制成品、以及一些受能源影响较大的服务价格形成

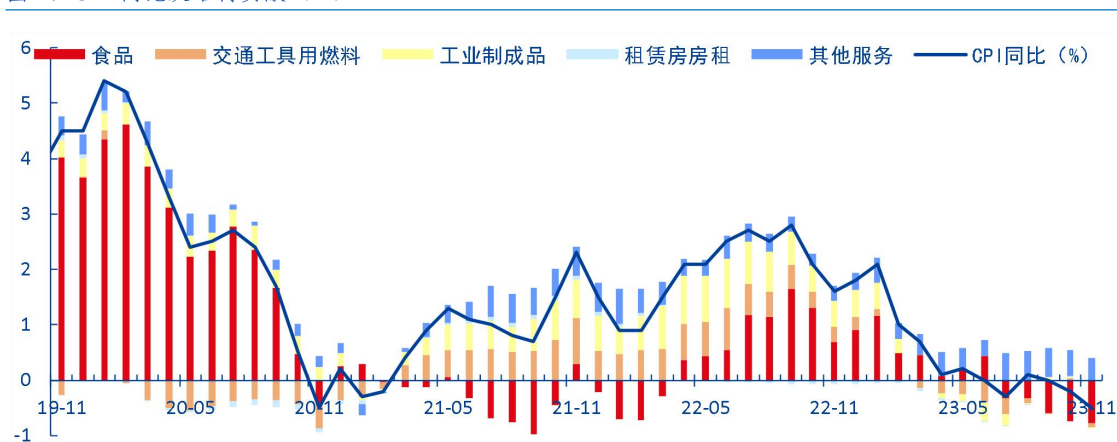
一定传导。(3) 扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比 11 月持平于 0.6%，尽管并未进一步下滑，但也是 2021 年 4 月以来仅次于今年 6 月的次低水平，反映出房地产市场仍在持续探底的过程中，中等收入群体财富效应预期尚未企稳，消费意愿较弱，而大众消费恢复峰值在三季度基本过去之后进入逐步降温期，消费需求动能总体不强。

图 6: CPI、核心 CPI、消费品与服务 CPI 同比 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

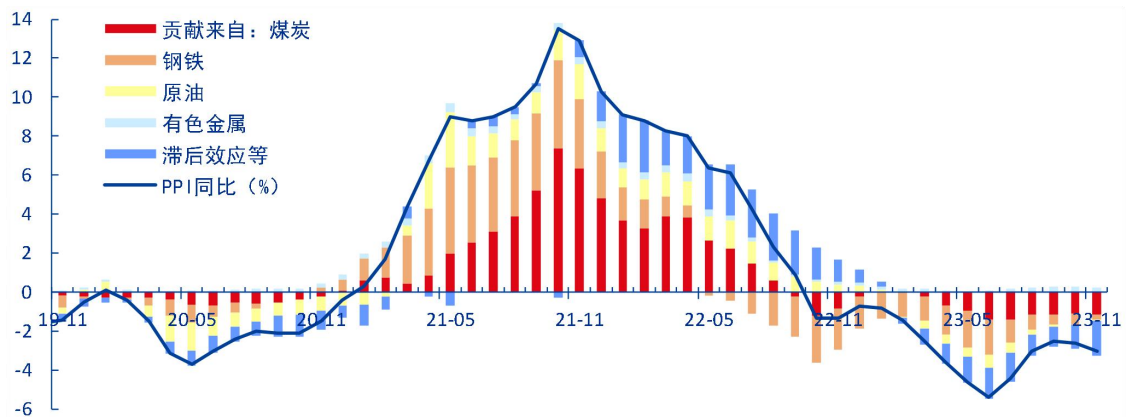
图 7: CPI 同比及结构贡献 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

受原油价格下跌与快速去库存阶段的价格压制效应的共同影响，11 月 PPI 同比跌幅再度有所扩大。11 月 PPI 环比下跌 0.3%，同比跌幅扩大 0.4 个百分点至-3.0%，我国 PPI 同时由原油——石化产业链、以及煤炭——冶金产业链“双轮驱动”，构成与其他主要工业国不同的独特价格逻辑。11 月原油价格从前期的恐慌性上涨中快速回落至正常价格区间并有所下探，石油和天然气开采业环比下跌 2.8%，油价拖累 PPI 跌幅扩大 0.1 个百分点。此外，工业品去库存加速阶段，持续形成价格压制效应。

图 8: PPI 同比及结构贡献 (%)

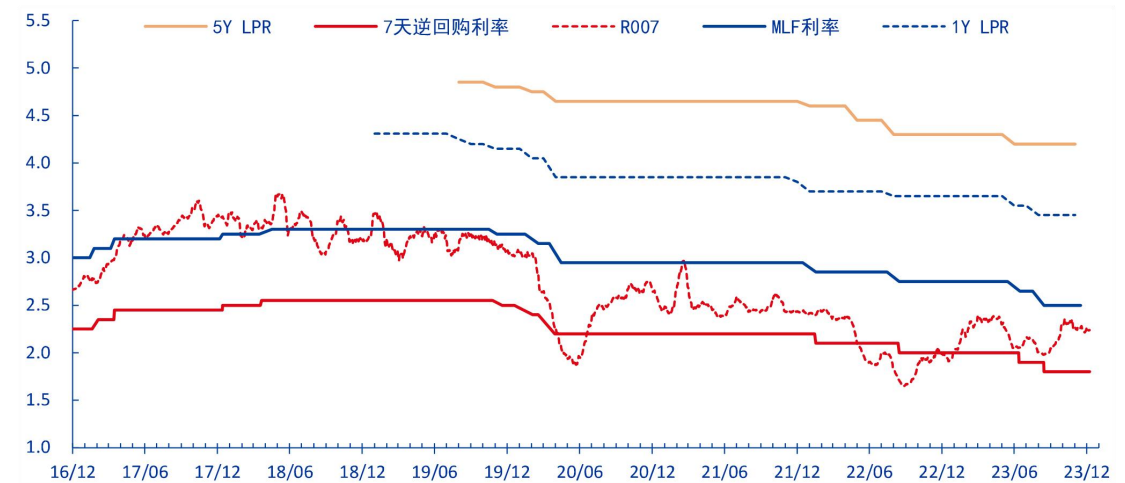


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

美元反弹内需不足，货币政策需配合财政扩张实施同步宽松

目前披露的数据一定程度上显示 11 月中美经济呈现小幅的分化加剧局面，美元指数本周反弹令人民币汇率再度承压，或一定程度上强化央行近期操作的谨慎态度。一方面，美国 11 月就业数据如上文所述改善幅度超出市场预期，并显示美国劳动力市场供需两旺，数据公布前后美元指数上周已回升至 104.0 附近，人民币再度遭遇一定的被动贬值压力。另一方面，我国 11 月出口同比低基数下小幅转正符合预期波澜不惊，而核心通胀低位徘徊、总体通胀跌幅扩大的格局又显示出内需增长相对仍缺乏内生动能的现状，中美经济对比在目前已经披露的数据中似乎在 11 月分化有小幅的加剧，可能在一定程度上强化央行 7 月以来在数量型工具操作方面持续较为谨慎的态度。7 月以来资金面相对较为紧张，9 月以来资金面利率与 7 天逆回购利率之间的差距进一步拉大，显示出央行为稳定汇率而一定程度上试图避免对市场造成过度宽松感受的阶段性的考虑。

图 9: 我国政策利率体系及 R007 表现 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

但在内需特别是消费需求动能不强、仍待政策有效促进的背景下，仅靠一定程度的流动性偏紧实际上是无法长期实现人民币汇率的稳定目标的。为缓解因市场对经济前景预期转弱而导

致的长期贬值压力，最优的货币政策操作或许是结合财政政策以扩大可持续内需为导向的更大力度的有效扩张，以长端利率基本稳定为目标实施合理幅度的货币宽松配合。

我们在最近的中央政治局会议中看到较为明确的财政加力促进消费政策导向，同时也在三季度货币政策执行报告中看到央行积极主动配合财政扩张的更大决心，摘录我们的相关研究报告分析内容如下，供各位投资者朋友参考：

（一）

“以进促稳”，巩固和增强经济回升向好态势，预计 2024 年经济增长目标在 5.0% 左右。据新华社，中共中央政治局 12 月 8 日召开会议，分析研究 2024 年经济工作等。会议强调，做好明年经济工作，要“切实增强经济活力、防范化解风险、改善社会预期，巩固和增强经济回升向好态势”，“以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业”，对 2024 年经济工作的目标定调相当积极进取。具体要求方面，在连续数年延续的“稳中求进”总基调的基础上，增加了“以进促稳、先立后破”的要求，结合二十大报告中对于中国式现代化和二〇三五中等发达国家目标的要求，我们预计 2024 年我国经济增长目标可能定在 5.0% 左右。

“先立后破”，促进消费内需或为 2024 年经济政策目标的重中之重。对于“先立后破”的理解，我们认为重在国内需求一侧。会议指出，要“着力扩大国内需求，形成消费和投资相互促进的良性循环”。回顾 2023 年经济增长的两大结构性特征，在消费方面，限额以下商品消费和大众服务消费是主要的消费复苏拉动力量，与中等收入人群消费意愿相关度更高、更具弹性的大宗可选商品消费增速相对比较温和，但前者具有较强的脉冲属性，3 季度达到增长拉动峰值之后，已经开始呈现拉动作用衰减迹象，2024 年可持续性较好的内需促进政策应更多考虑促进中等收入群体收入预期改善和消费意愿提升，在房价调整基本到位的基础上实施财政扩张、个税减税二次分配增加中等收入群体收入、提升消费意愿是较优的政策逻辑。投资方面，2023 年土地使用权出让收入持续大幅下滑，对传统基建投资力度形成限制的背景下，电力能源、信息传输、交通运输三大领域高效率投资支撑了全年的投资稳增长作用，但 2024 年上述领域投资增速或将自然回落；好在 10 月末增发万亿国债、罕见年末上修赤字率、并直接对标预算内防灾减灾工程投资，对 2024 年投资稳增长作用的进一步发挥形成了较好的支持作用。本次会议对着力扩大内需、形成消费和投资相互促进的良性循环的要求，恰恰呼应了上述两大政策方向。

“加大宏观调控力度”，积极财政“适度加力”，稳房价、减个税、促消费，货币政策适度宽松配合双轮驱动的政策格局呼之欲出。会议提出“加大宏观调控力度”，“强化宏观政策逆周期和跨周期调节”，都较去年同期的政治局会议所提宏观经济政策力度更加积极主动。具体政策层面，在延续“继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策”的基调基础上，新增积极的财政政策“要适度加力”的明确要求，与 10 月末增发万亿国债并上调财政赤字率而非采取特别国债的形式相匹配，预示着新一轮积极财政扩张周期的正式启动。我们预计 2024 年公共财政预算赤字率将达到 3.5%，其中 GDP 的 0.5 个百分点所对应的大约 6000 亿以上规模的赤字用于实施类似于 2018 年规模的个税减税，以有效促进中等收入人群收入提升，并在房价调整基本到位的假设下，可望有效拉动消费增长。货币政策方面，会议要求“要增强宏观政策取向一致性”，三季度货币政策执行报告中以一个专栏的形式已经详细阐述了货币政策积极主动配合财政政策的必要性，我们预计 2024 年将实施 100BP 的全面降准、20-30BP 的 1Y LPR 和 MLF 利率下调、5-15BP 的 5Y LPR 下调，财政货币政策和衷共济。

——以上分析摘自《财政加力促进消费呼之欲出——中央政治局会议（12.8）解读》（2023.12.8）。

（二）

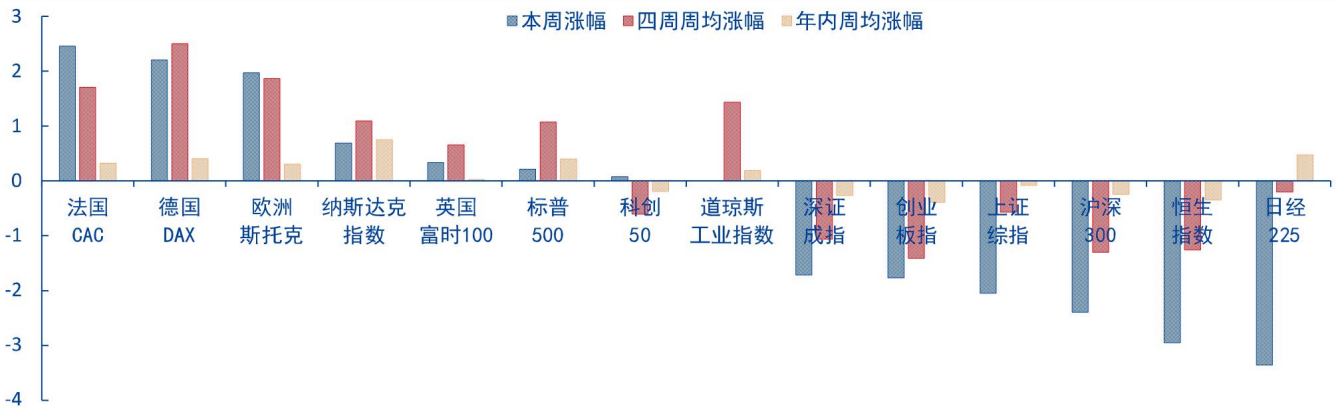
积极主动加强货币政策与财政政策协同，更加注重做好跨周期和逆周期调节，宣告货币财政和衷共济共同扩张周期启动。中央金融工作会议之后的首期《货币政策执行报告》中，以罕见的坦率的口吻宣告了新一轮货币政策和财政政策双轮驱动，共同扩张周期的启动。一方面，本季度《报告》明确要求“持续用力、乘势而上”，“坚持把金融服务实体经济作为根本宗旨”，“更加注重做好跨周期和逆周期调节”，从总量角度明确强化了货币政策进一步支持实体经济高质量发展的定位。另一方面，专栏3《积极主动加强货币政策与财政政策协同》罕见地明确表达了“人民银行将进一步加强与财政政策的协调配合”的导向立场，并详细阐述了财政扩张需要货币政策“主动补位”的核心逻辑：在地方政府债券发行加快、四季度增发万亿国债的背景下，由于发债到财政支出存在时间差，我国商业银行持有国债占比较高，政府债券的集中大量供给需要央行“前瞻性通过降准、中期借贷便利、公开市场操作等多种渠道加大流动性供给”。上述分析完全符合我们在增发万亿国债、中央金融工作会议、以及年度展望报告中对于货币财政需双轮驱动同步扩张，才能同时保证长端利率和汇率的稳定并有效促进国内消费和投资需求增长的政策逻辑。

——以上分析摘自《货币财政和衷共济，降准降息年内可期——《货币政策执行报告》（2023Q3）点评》（2023.11.27）。

风险提示：美联储超预期加息风险；个税减税力度不及预期风险，房价调整程度更深持续更久风险。

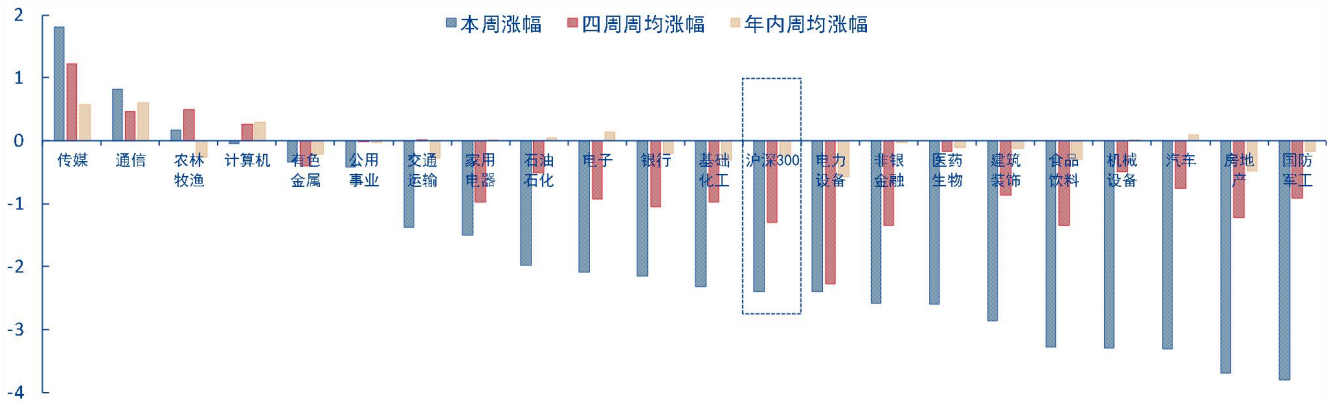
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 10: 全球股市本周涨幅 (%) : 本周欧洲股市涨幅靠前, A 股跌幅较深



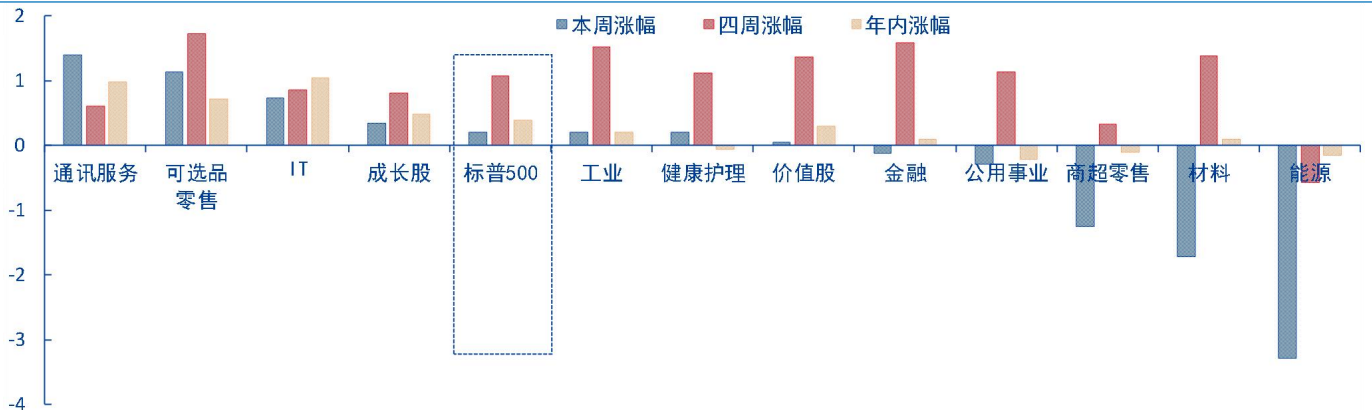
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 11: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%) : 本周 A 股传媒涨幅最大, 多数板块下跌



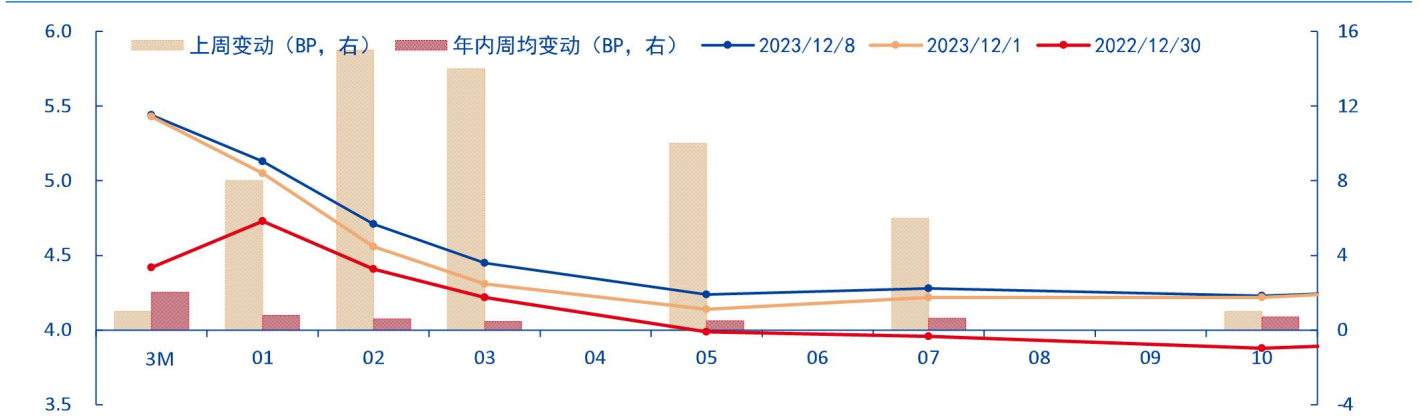
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 12: 标普 500 及行业涨幅对比 (%) : 本周美股通讯服务领涨, 能源板块跌幅最深



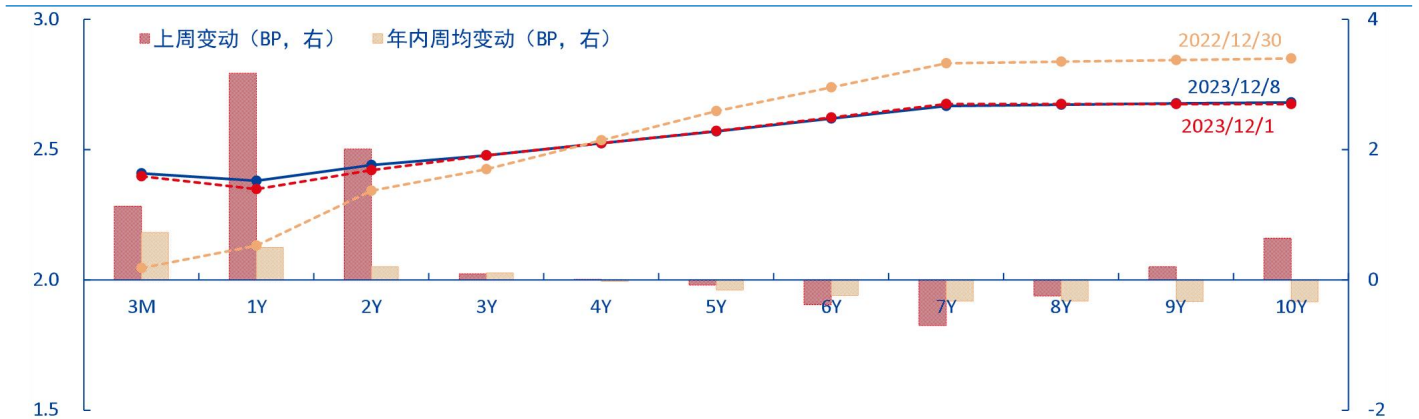
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 13: 美国国债收益率 (%) 变动幅度: 中短端美债收益率上行较多



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 14: 中国国债收益率 (%) 变动幅度: 短端国债收益率有所上行



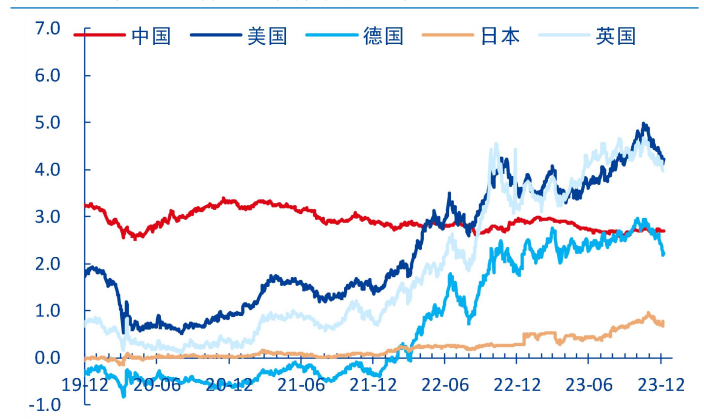
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 15: 美国短端国债收益率本周上行较多 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 16: 中美 10Y 利差基本持平于上周 (%)



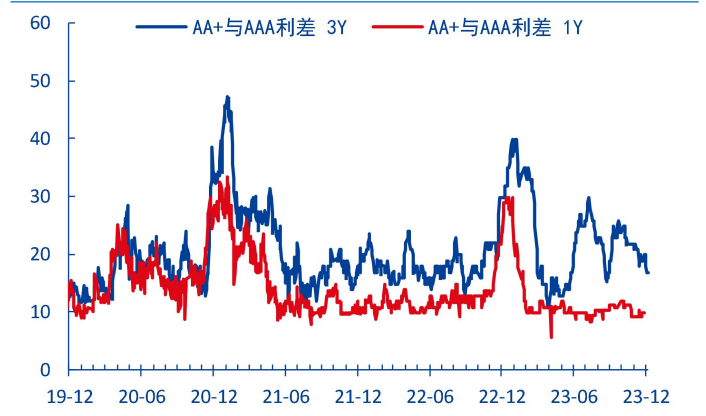
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 17: 10Y 国开债收益率上行较多 (%)



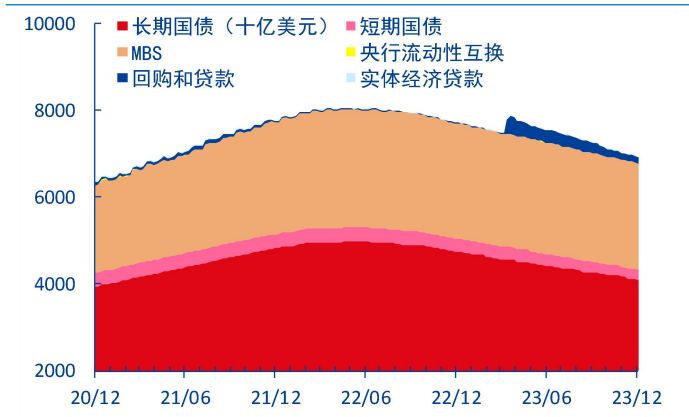
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 18: 1Y 信用利差有所扩大、3Y 继续收窄 (BP)



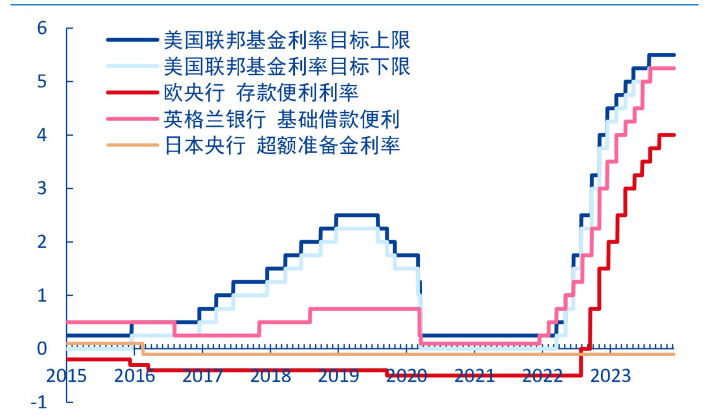
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 19: 美联储本周资产规模继续减少 (USD bn)



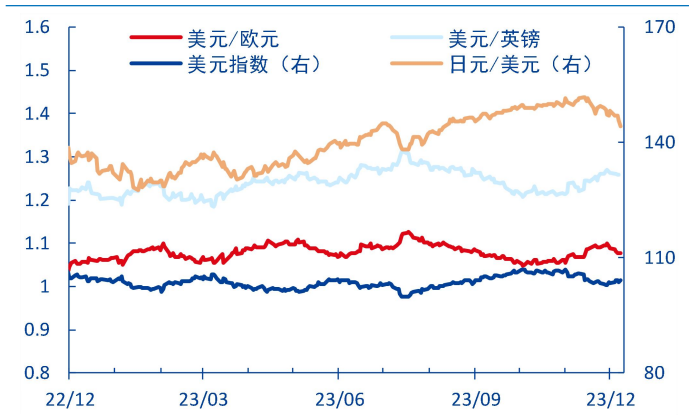
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 20: 主要央行政策利率 (%)



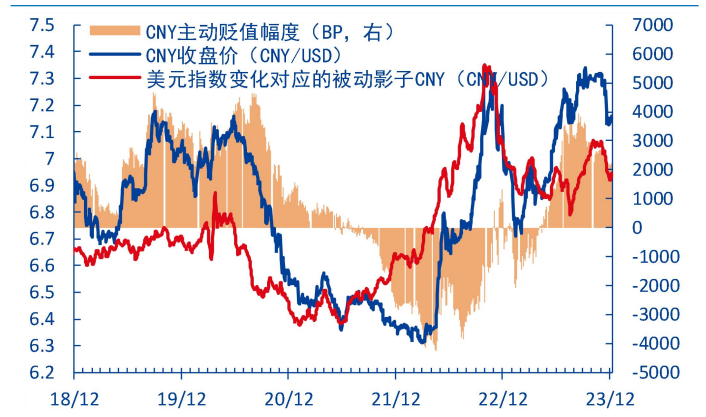
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 21: 全球汇率: 美元指数受非农就业数据拉动上行



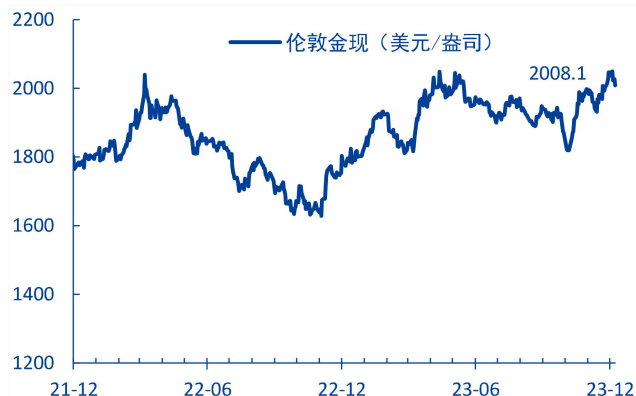
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 22: 人民币较上周被动小幅贬值



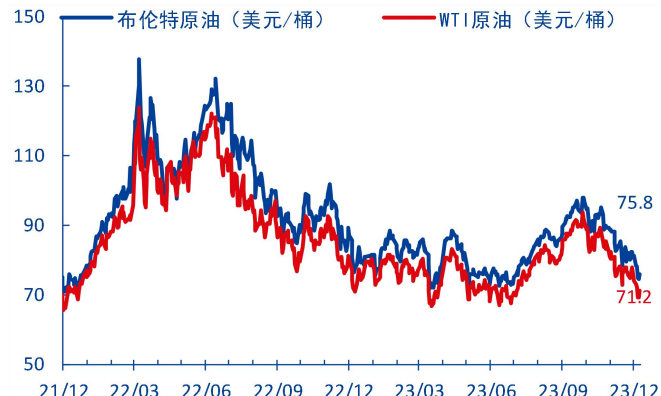
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 23: 本周金价高位震荡



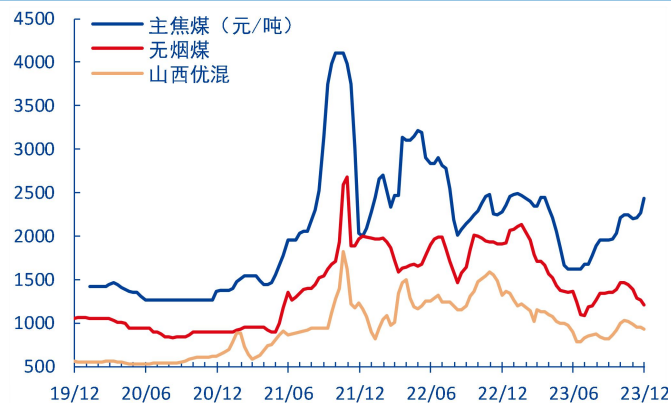
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 24: 本周油价延续下行趋势



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 25: 11月下旬焦煤价格小幅上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 26: 本周铜价小幅下行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn