

# 失业率下降，非农高增有一次性因素

## ——美国11月非农就业数据点评

### 作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

联系人：王博群

邮箱：wangboq@glsc.com.cn

### 事件：

美国11月失业率略超预期地回落到3.7%；劳动力参与率微升到62.8%，11月新增非农19.9万，10月没有下修，劳动力市场韧性又起，数据公布后股指期货一度下跌但美股收盘又上涨，美联储12月不加息仍是大概率。

### 事件点评

#### ➤ 失业率超预期下行，劳动参与率微升

美国11月失业率为3.7%，较上月低0.2%，回落超预期。失业率略超预期地下行再次说明美国劳动力市场韧性较高，但整体就业市场仍在温和降温，职位空缺数回落到900万以下。劳动参与率略有上升，从年龄结构上来看，仅16-19岁人群的劳动参与率略微下降，3个人群的劳动参与率本月都上升或者持平，推动了本月劳动参与率的上升。55岁以上人群劳动参与率虽略有上升，是否能持续恢复仍有待观察。

#### ➤ 非农就业新增再次接近20万，4个行业负增长

美国11月非农就业季调后增加了19.9万人，高于预期，10月数据未下修，仍为15万。同比非农就业增长或在年底回落到255万人左右规模，年底同比新增非农就业预测再次被上修。从行业结构看，11月制造业就业增长2.8万人，汽车工人的罢工结束或是主要的原因之一，但这个因素可能只是一次性影响。

#### ➤ 存量就业总体虽然恢复，但还有3个行业未恢复

非农就业在2022年6月就已经超过了疫情前的历史新高，已新增472万人就业，但或无法追上疫情前的线性趋势。分行业就业的存量来看，不同行业的总体恢复情况差异很大。受疫情直接冲击最大的休闲和酒店业就业人数较疫情前仍有距离，还有15.8万人左右的缺口；而恢复得最好的专业和商业服务行业已经超过疫情前水平接近153万人。

#### ➤ 时薪增长继续放缓，5个行业实际工资实现增长

11月平均时薪同比增长3.96%，低于上月，环比增长0.35%，高于预期。时薪增幅总体走势或有助于通胀回落，也让美联储更有理由结束加息。每周工作时间微升至34.4小时。如果以CPI增幅来作为标准，时薪增长跑赢通胀共有5个行业，其他行业的时薪增长都没能跑赢通胀。

**风险提示：**美联储鹰派超预期，通货膨胀超预期。

### 相关报告

- 1、《中央政治局会议中经济工作相关要点解读：——以进促稳、先立后破》2023.12.10
- 2、《美联储何时降息和通胀风险：——海外宏观周专题》2023.12.03

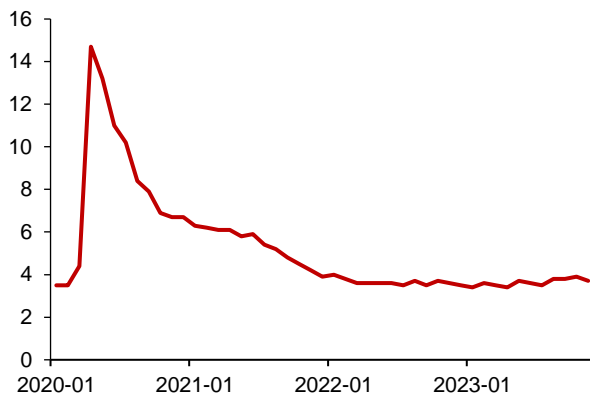
## 1. 失业率预期外下降到 3.7%

### 1.1 失业率超预期下降

#### 1.1.1 失业率

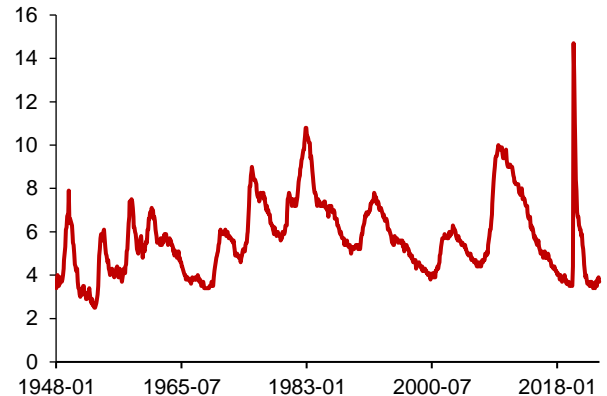
美国 11 月失业率为 3.7%，略高于预期，较上月下降 0.2 个百分点，上月为 3.9%，预期 3.9%。失业率的下降一方面来自于失业人数的回落，另一方面也有劳动参与率上升的贡献。失业率在疫情后的 4 月上升到 14.7% 的最高点，然后一路回落。

图表1：近 3 年美国失业率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：美国历史失业率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

对比美联储 9 月公布的经济预期概要，美联储当时认为到 2023 年底失业率为 3.8%，当下的失业率略低于这个预期。即将召开的 12 月会议会更新经济预期概要。

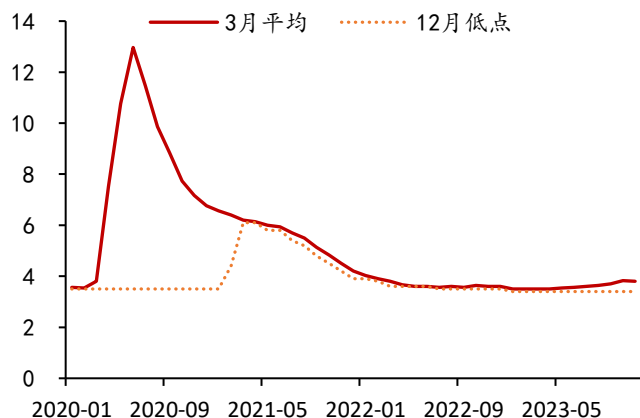
图表3: FOMC 经济预期概要(SEP) 中位数

变量	2023	2024	2025	长期
实际GDP	2.1%	1.5%	1.8%	1.8%
失业率	3.8%	4.1%	4.1%	4.0%
PCE通胀	3.3%	2.5%	2.2%	2.0%
核心PCE通胀	3.7%	2.6%	2.3%	
政策利率	5.6%	5.1%	3.9%	2.5%
注: 数字颜色含义	变差	变好	不变	

资料来源: 美联储, 国联证券研究所整理

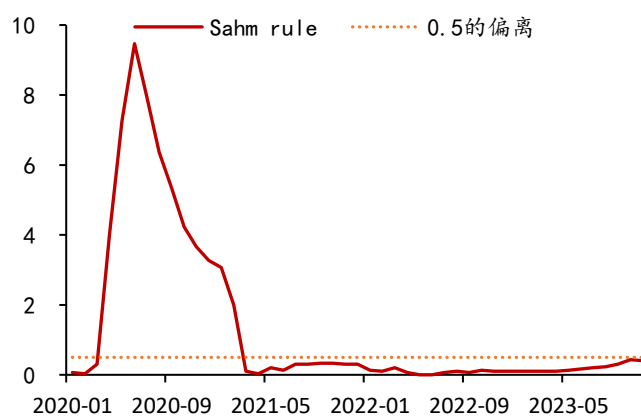
美国11月失业率的数据显示近3月的均值较近12个月的低点已经上升了0.4%，上月是0.43%。根据 Sahm 法则，如果这个数值超过了0.5%时，那么经济就即将步入衰退。

图表4: Sahm 法则失业率平均值(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

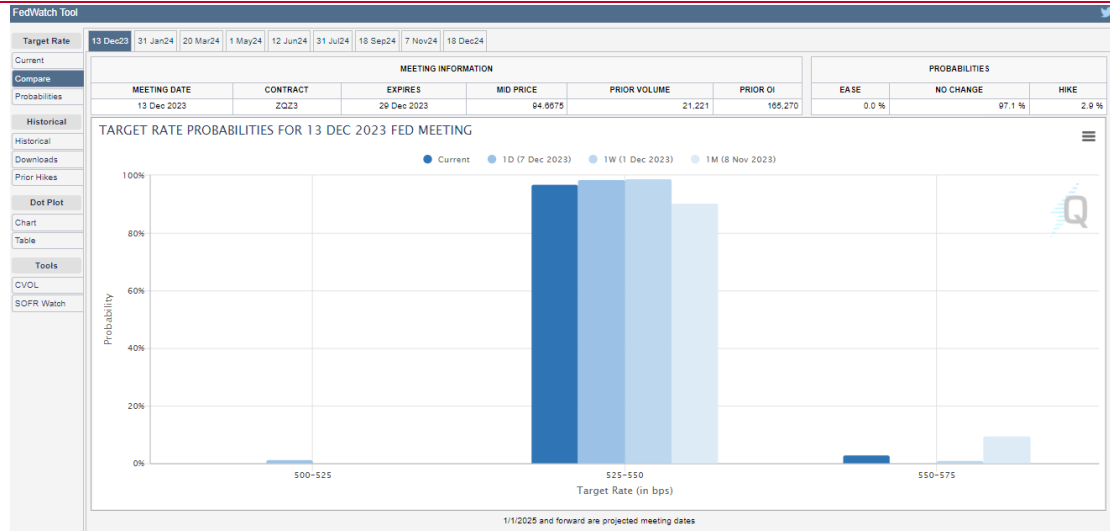
图表5: Sahm 法则



资料来源: Wind, 国联证券研究所

非农数据公布之后美联储12月会议不加息的概率变化不大，仍接近100%，市场目前认为不出意外的话12月份美联储大概率不会加息。失业率意外下降，经济的韧性仍强；但同时通胀并没有出现向上意外，美联储或可以暂时乐见较低的失业率，经济软着陆下还能控制住通胀恰是美联储最希望看到的结果。

图表6: 美联储 12 月会议加息概率(%)

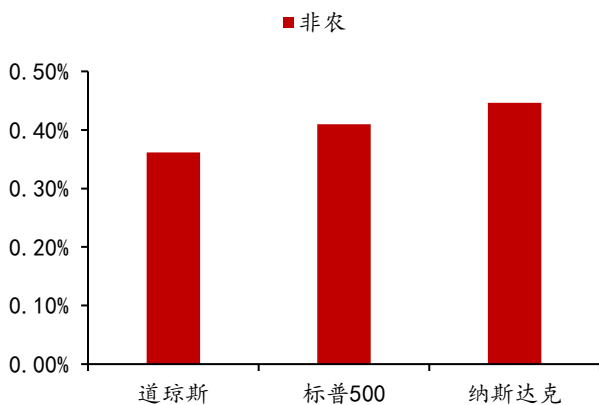


资料来源: CME, 国联证券研究所整理

周五交易日非农公布后, 美国三大股指期货跌幅扩大, 但开盘后又全部转涨, 最后收盘保住了上涨, 其中道琼斯指数收盘上涨 0.36%, 标普 500 上涨 0.41%, 纳斯达克上涨 0.45%。从股市的反应来看, 失业率意外下行还是让市场担心美联储或再度重启加息, 股指期货下跌。但最终的交易结果还是表示, 失业率这个月的变动还不足以改变美联储不加息的预期。

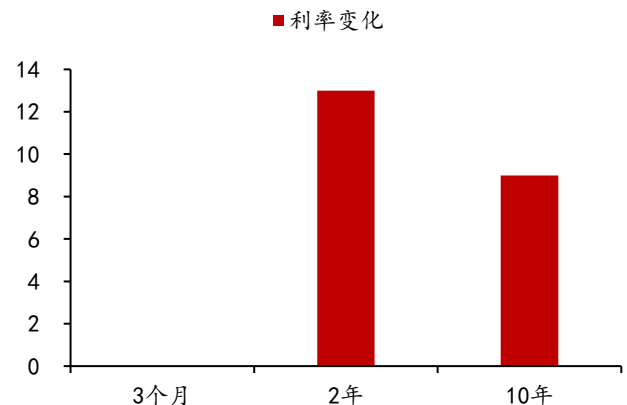
其他资产在数据公布后的变化, 国债收益率日内上升, 美元指数短线走高, 现货黄金短线下跌。

图表7: 美国股市收盘的反应 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表8: 美国国债利率收盘变化(基点)



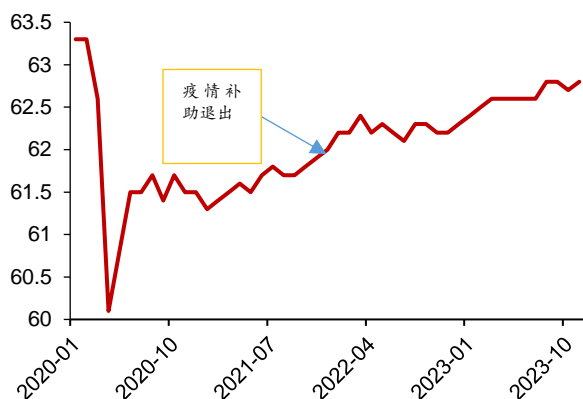
资料来源: Wind, 国联证券研究所

## 1.2 劳动参与率略微上升

### 1.2.1 劳动参与率

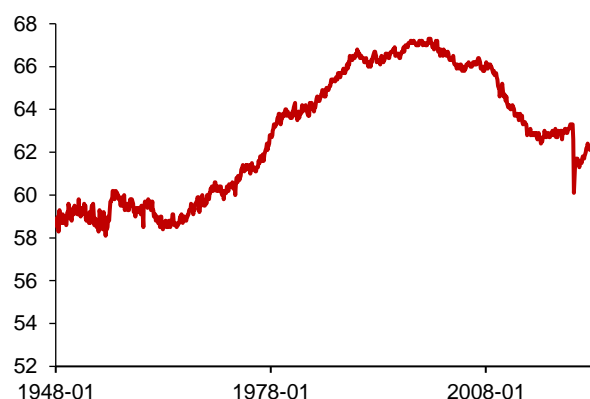
11月劳动力参与率为62.8%，较10月62.7%略微上升，高于预期，距离疫情前的高点63.3%，还有0.5pct的差距。

图表9：疫情以来美国劳动参与率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

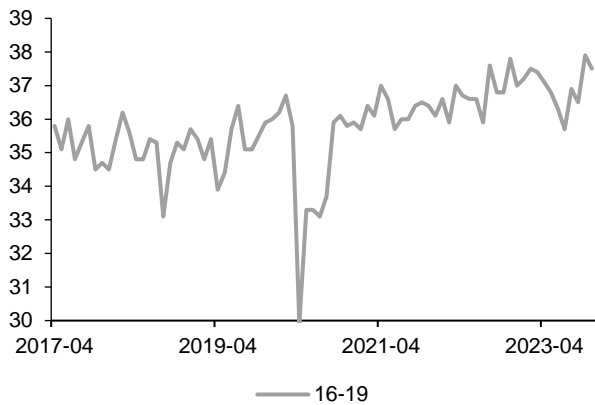
图表10：历史美国劳动参与率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

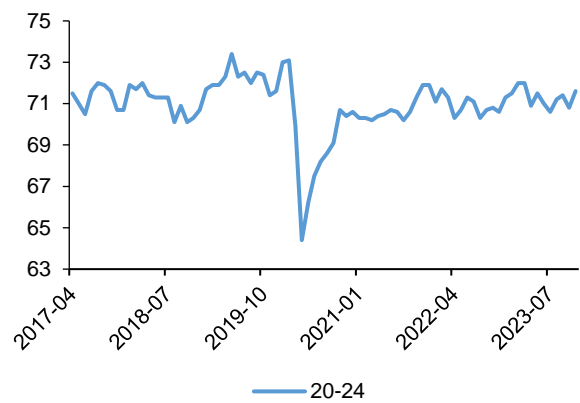
从劳动参与率年龄结构的分解来看，11月份4个年龄组的劳动参与率中只有1个较上月下降，16-19岁人群的劳动参与率略微下降，其他年龄组的劳动参与率都略有上升或者持平。和疫情前水平差距较大的仍然是55岁以上人群但本月略有上升，其他年龄组基本都已经恢复至疫情前水平。

图表11: 16-19 岁人群劳动参与率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表12: 20-24 岁人群的劳动参与率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表13: 25-54 岁人群劳动参与率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表14: 55 岁以上人群的劳动参与率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

## 2. 非农就业增长仍然强劲

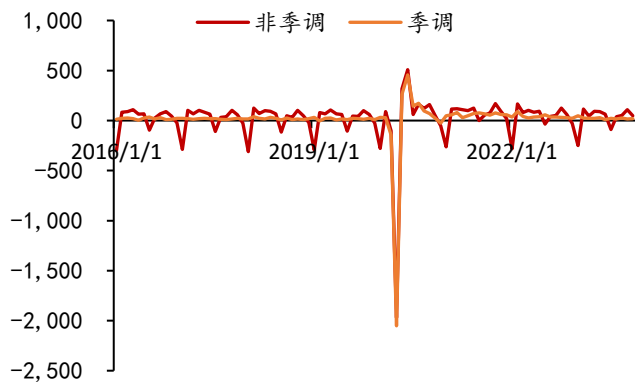
### 2.1 非农就业增长强劲或有些一次性偶然因素

#### 2.1.1 新增非农就业总量

美国 11 月非农新增就业 19.9 万人, 高于预期的 18.5 万人, 也明显高于上月,

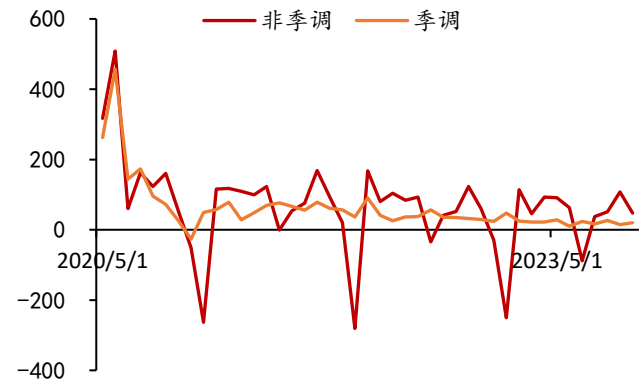
上月初值 15 万人，好莱坞和汽车行业罢工的结束或对 11 月的就业增长有贡献，但这是一次性的变化，将不可持续。

图表15：环比新增非农就业(万人)



资料来源：FRED，国联证券研究所

图表16：疫情后环比新增非农就业(万人)

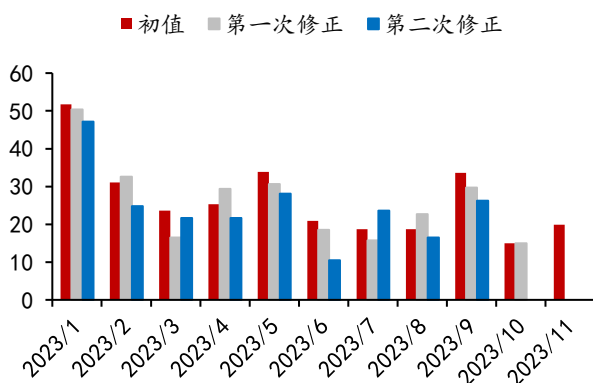


资料来源：FRED，国联证券研究所

2023 年以来新增非农第二次修正相对于初值的变化向下修正的居多，10 月的新增就业第一次修正人数不变，今年以来除了 7 月是向上修正，其他都是向下修正。其中 6 月份的修正幅度最大，初值是 20.9 万，而第二次修正后变成了 10.5 万，向下修正了 10.4 万。

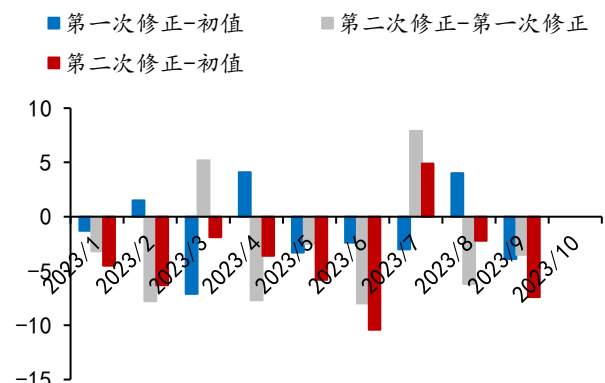
9 月第二次修正的数据再被下修，9 月新增就业人数下调到 26.2 万人，从初值 33.6 万人相比总共下调 7.4 万人。

图表17：新增非农就业(万人)



资料来源：BLS，国联证券研究所

图表18：新增非农就业变化(万人)



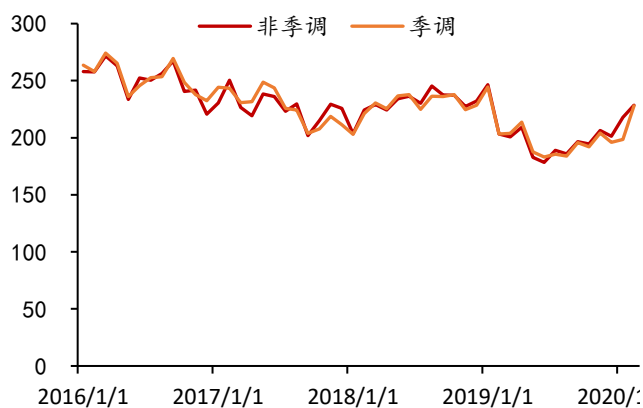
资料来源：BLS，国联证券研究所

从同比增长的数据看，11月非季调的非农同比增长281.9万，上月为294.3万；季调同比增长279.1万人，上月288.2万人。同比就业增长逐渐放缓的趋势仍然在持续，但是回落的斜率不断放缓，绝对水平目前仍超过疫情前。同比的增长不会被季节调整影响，另外同比数据相当于考虑了12个月的变化，也更不易受一两个月数据波动的影响。

疫情前同比的就业增长在200万到250万人之间，目前的同比就业增长还有约280万人。按照目前回落的趋势线性外推的话，大概到2023年12月左右会下降到约255万人左右的水平。到2023年12月的同比新增就业数每个月的预测都在被上调反映出新增就业一直整体在超预期。

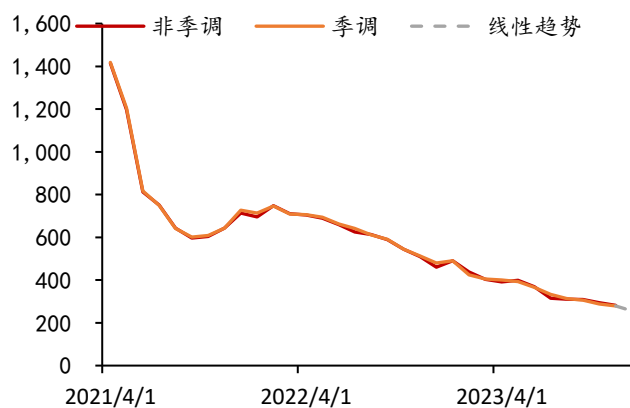
如果基于这个同比的预测，1-11月累计的就业增长为255万，在到年底前的1个月总共新增的就业还有0万人。如果要实现年底的同比总新增数为255万人，要么12月新增非农就业为0，要么已经公布的非农数据向下修正，否则就得再次上调年底同比新增就业的数字。

图表19：疫情前同比新增非农就业(万人)



资料来源：FRED，国联证券研究所

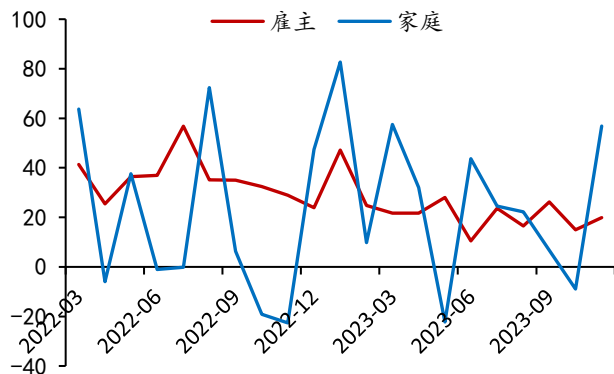
图表20：疫情后同比新增非农就业(万人)



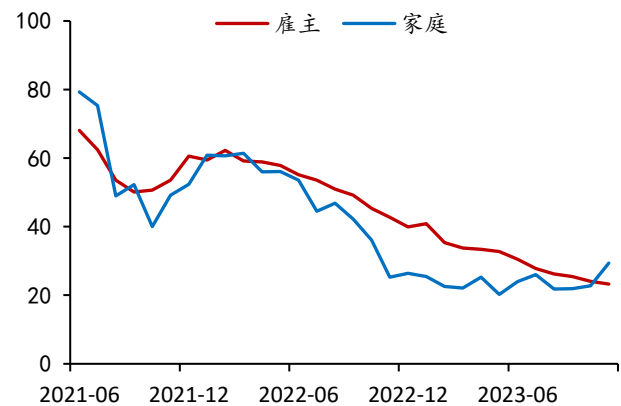
资料来源：FRED，国联证券研究所

另外一个观察角度来自于对雇主调查和家庭调查的对比，雇主调查显示11月非农就业增长19.9万人，而家庭调查计算的非农就业增长为增长56.9万人。



**图表21：环比新增非农就业(万人)**


资料来源：Wind，国联证券研究所

**图表22：12月平均环比新增非农就业(万人)**


资料来源：Wind，国联证券研究所

## 2.2 新增就业再次接近 20 万

### 2.2.1 新增非农分行业

从新增非农就业的行业结构看,11月就业减少的部门数较10月下降,只有4个,而10月份私人部门有5个行业就业减少。零售业减少3.84万人,专业和商业服务业减少0.9万人,运输仓储业减少0.5万人,采矿业减少0.1万人,其他行业就业则实现增长。

另外值得一提的是10月份制造业就业人数减少3.5万人中汽车及零部件行业就业人数减少3.3万人,或主要是由于罢工活动,随着罢工结束这部分就业或可以恢复。11月制造业就业增长2.8万人,汽车工人的罢工结束或是主要的原因之一,但这个因素可能只是一次性影响,只会影响1个月。

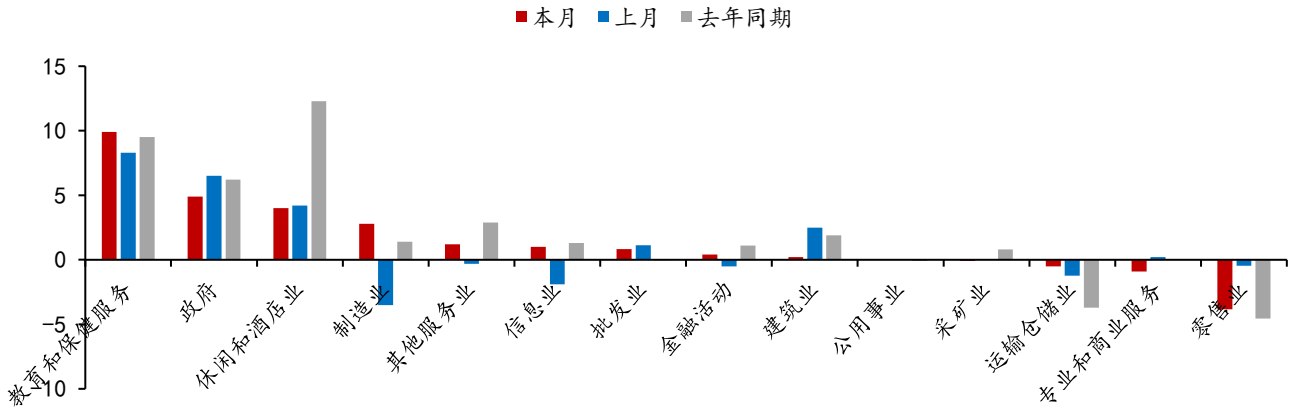
在就业增长的私人部门行业中,最大增幅前三的行业为教育和保健服务、休闲和酒店业和制造业,制造业近几月首次进入前三,最大增幅前三个行业加起来的新增就业占到11月全部新增就业的84%,10月前三行业占全部新增就业的87%,集中度本月小幅下降。

具体数字上来看,教育和保健服务新增9.9万人,其次是,休闲和酒店业新增4万人,制造业新增2.8万人。

其他行业中,其他服务业新增1.2万人,信息业增加1万人,批发业增加0.83万人,金融活动业增加0.4万人,建筑业增加0.2万人,公用事业增加0.01万人。

另外政府新增 4.9 万人。如果去除政府的话，私人部门的新增就业 11 月为 15 万人。

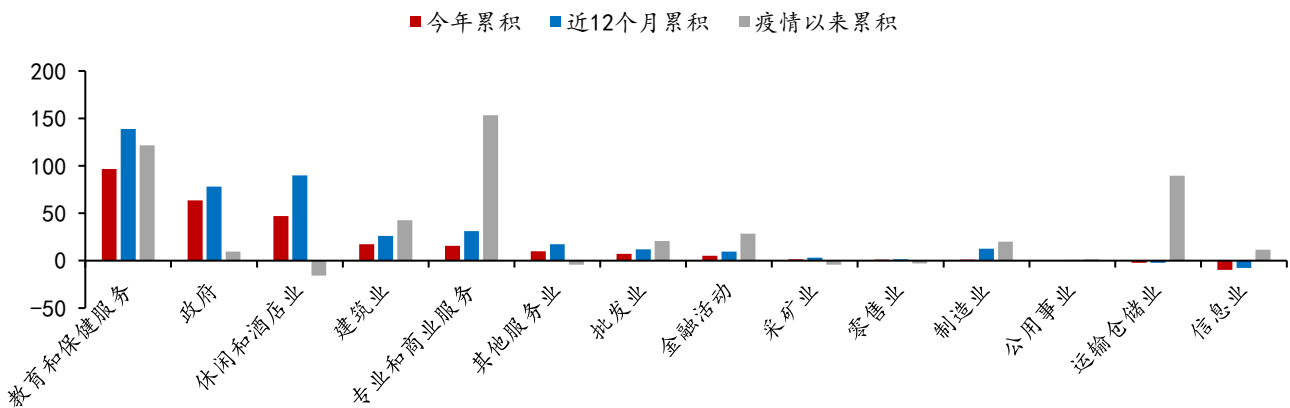
图表23：11月新增非农就业分行业(单位:万人)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

从分行业累积的就业增长来看，近 12 个月新增就业最大增幅来自教育和保健服务，近 12 个月新增就业 138.9 万，休闲和酒店业近 12 个月新增就业 90 万人，仅次于教育和保健服务，除了信息业和运输仓储业外所有行业都为正增长。今年以来累积的就业增长前三的私人行业分别是教育和保健服务、休闲和酒店业和建筑业，就业增长仍然集中在服务行业中，另外政府累积新增的就业也有 63.6 万人。

图表24：11月累积新增非农就业分行业(单位:万人)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

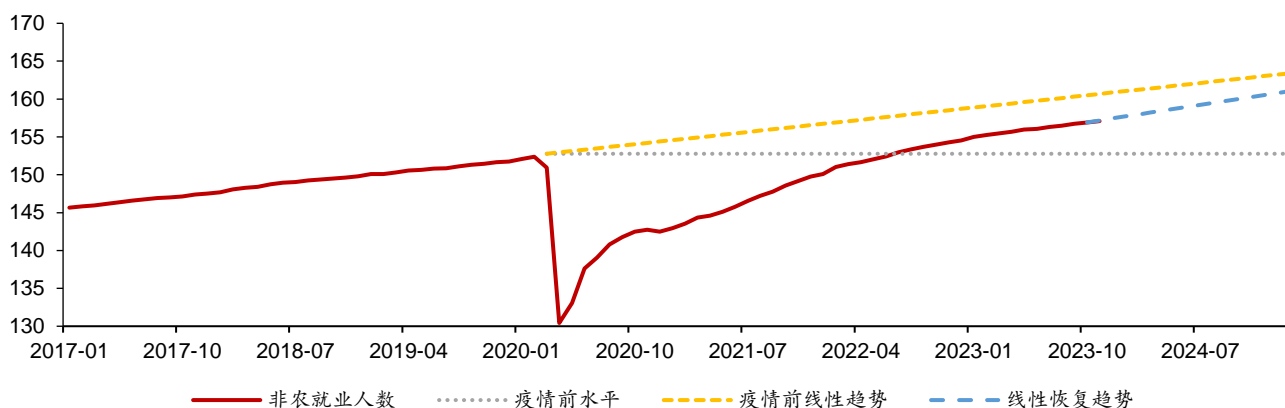
### 2.3 非农存量就业总体恢复，恢复速度放缓

### 2.3.1 非农存量就业总量

11 月份的美国非农就业总人数为 1.57 亿人，比 2020 年 2 月疫情前创下的历史新高多 472 万人。非农就业在 2022 年 6 月就已经超过了疫情前的历史新高。

但是相比疫情前的线性趋势，11 月份的美国非农就业存量仍有明显的差距。最近几个月恢复速度逐渐减慢，按照近 12 个月的就业增长速度线性外推的话，存量的就业在 2025 年初仍无法追上疫情前的趋势。

图表 25：非农就业总人数（单位：百万人）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

## 2.4 非农分行业存量就业仍存在差异

### 2.4.1 非农存量就业分行业

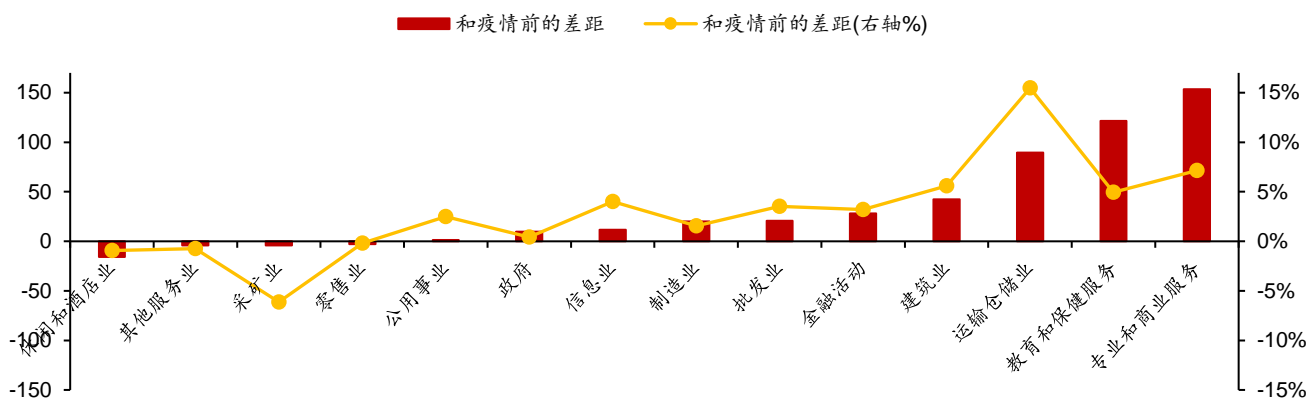
虽然总量上非农就业已经超过疫情前，是疫情前的 103.11%；从分行业就业的存量来看，不同行业的总体恢复情况仍有差异，到 11 月为止还有 4 个行业没有完全修复，其中零售业由于本月新增就业下降较多，因而也较疫情前出现 3 万人的缺口。差距最大的休闲和酒店业就业人数较疫情前仍有 15.8 万人左右的缺口（下图中显示为负值）。

和疫情前相比的缺口人数次之的行业为其他服务业和采矿业等，其中采矿业的

缺口虽然只有 4 万人，但是缺口的比例最高，达到了 6.1%。和疫情前相比有待恢复比例差距其次的行业是休闲和酒店业和其他服务业。

相反，剩下的其他行业都已经恢复到略超过疫情前水平。恢复得最好的专业和商业服务行业已经是超过疫情前水平 153 万人；恢复比例最高的运输和仓储业已经是疫情前水平的 115.5%。

图表26：11月美国存量非农就业分行业（单位：百万人）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

分行业存量就业的增速来看，教育和保健服务业的同比增速最快，其次是休闲和酒店业和采矿业。从环比上看，增速最快的是教育和保健服务业，其次是信息业，接下来是休闲和酒店业和制造业。

图表27：11月美国存量非农就业分行业（单位：万人）

	本月	上月	去年同期	环比	同比	和疫情前的差距	和疫情前的差距(右轴%)
休闲和酒店业	1678.7	1674.7	1625.8	0.2%	3.3%	-16	-0.9%
其他服务业	589.7	588.5	578.5	0.2%	1.9%	-4	-0.7%
采矿业	64.4	64.5	62.4	-0.2%	3.2%	-4	-6.1%
零售业	1549.07	1552.91	1545.11	-0.2%	0.3%	-3	-0.2%
公用事业	56.11	56.1	55.6	0.0%	0.9%	1	2.5%
政府	2296.7	2291.8	2232.4	0.2%	2.9%	10	0.4%
信息业	302.5	301.5	312.9	0.3%	-3.3%	12	4.0%
制造业	1298.5	1295.7	1296.8	0.2%	0.1%	20	1.6%
批发业	610.04	609.21	601.92	0.1%	1.3%	21	3.5%
金融活动	915.2	914.8	909.7	0.0%	0.6%	28	3.2%
建筑业	803.3	803.1	783.3	0.0%	2.6%	43	5.6%
运输仓储业	668.08	668.58	670.46	-0.1%	-0.4%	90	15.5%
教育和保健服务	2579.3	2569.4	2475.6	0.4%	4.2%	122	5.0%
专业和商业服务	2297.1	2298	2279.1	0.0%	0.8%	153	7.2%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

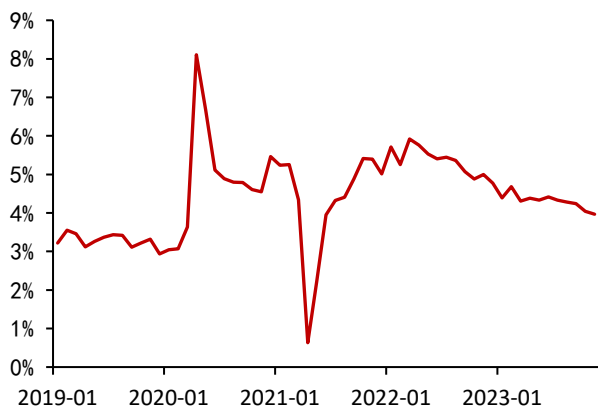
### 3. 时薪增长继续放缓

#### 3.1 时薪增长较上月小幅下降，工时微升

##### 3.1.1 总体时薪

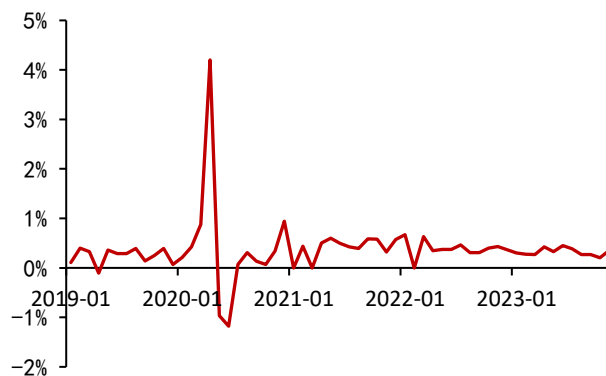
11 月份平均时薪同比增长 3.96%，较上月 4.1%进一步放缓，符合预期，创下 2021 年年中以来的最小年度涨幅；环比增长 0.35%，高于预期的 0.3%，高于 10 月。时薪的增长较高点已经显著下降，如果本月放缓能够持续或有助于实现美联储通胀目标。每周工作时间 11 月为 34.4 小时，较上月和预期 34.3 小时回升。

图表28：非农全部员工时薪同比(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表29：非农全部员工时薪环比(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

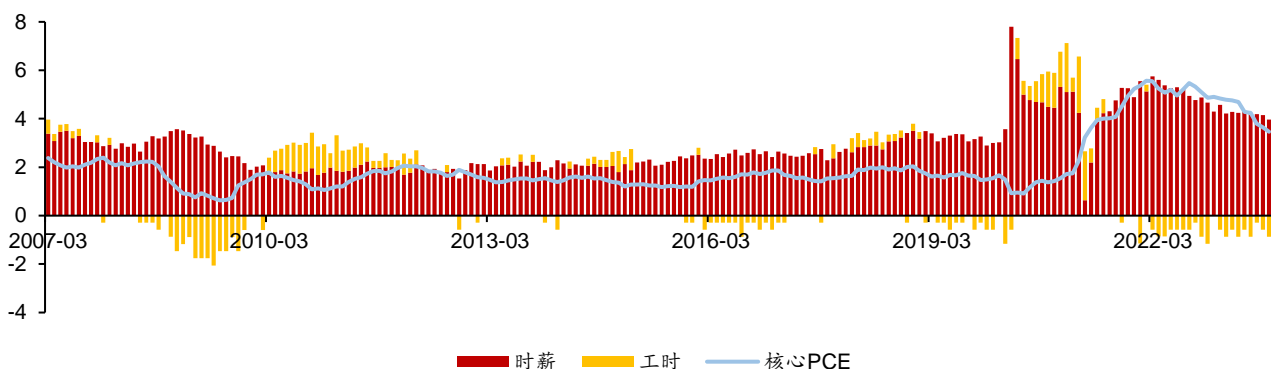
工资通胀整体和核心 PCE 通胀都延续下行的迹象，但是服务通胀仍高，成为主要的通胀风险因素。周工资等于时薪乘以周工时，我们可以把工资的通货膨胀分解为时薪的贡献和工时的贡献。对数化后， $\ln(\text{工资}) = \ln(\text{时薪}) + \ln(\text{工时})$ 。近期的数据显示，工资通胀已经从高点超过 7% 回落到 4% 附近波动，11 月时薪增长回落到 4% 以下，为 2021 年 6 月以来的最低，不过距离回到疫情前的 2% 左右还有较远距离。

详细拆解显示，数据中工时的贡献已经较 2020 年的高点明显回落，近期工时的

贡献都为负，自从 2021 年底开始贡献就已经转为负值，与工资通胀高峰期工时明显增长有较大差异。平均周工时 2021 年 1 月最高达到 35 小时，11 月最新为 34.4 小时，2018 年以来最低值为 34.1 小时，未来进一步大幅下行的空间或也较有限。

工时总体回落可能与劳动力供给改善有关，更多人回到劳动力市场可能导致劳动力市场的紧张程度有所下降。

图表30：工资通胀拆解，工资=时薪\*工时（对数化结果）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

## 3.2 分行业时薪

### 3.2.1 5 个行业跑赢通胀

分行业的时薪增长来看，休闲酒店业的增幅仍最大。但是由于休闲酒店业的时薪绝对值较低，休闲酒店业的就业增长将拉低平均时薪。

CPI 和核心 CPI 相比疫情前上涨 18.7%和 16.5%，如果以 CPI 增幅来作为标准，时薪增长跑赢通胀的只有 5 个行业，它们分别是休闲和酒店业、金融业、零售业、教育和医疗服务行业以及专业和商业服务。其他行业的时薪增长都没能跑赢通胀，例如制造业时薪仅累计增长了 16.9%，实际收入的下降可能也是最近汽车工人罢工的重要原因之一。

**图表31：时薪分行业**

	本月	上月	去年同期	环比	同比	和疫情前的差距	和疫情前的增幅
休闲和酒店	21.55	21.42	20.61	0.6%	4.6%	4.64	27.4%
金融业	44.44	44.22	42.13	0.5%	5.5%	7.53	20.4%
零售业	24.14	24.05	23.46	0.4%	2.9%	3.91	19.3%
教育和医疗服务	33.28	33.25	32.47	0.1%	2.5%	5.37	19.2%
专业和商业服务	41.03	40.87	39.4	0.4%	4.1%	6.59	19.1%
运输仓储业	29.66	29.6	28.11	0.2%	5.5%	4.64	18.5%
建筑业	37.18	37	35.43	0.5%	4.9%	5.78	18.4%
公用事业	50.44	50.2	48.14	0.5%	4.8%	7.74	18.1%
其他服务业	30.27	30.26	29.41	0.0%	2.9%	4.48	17.4%
制造业	33.07	32.87	31.4	0.6%	5.3%	4.79	16.9%
批发业	37.23	36.95	35.68	0.8%	4.3%	5.36	16.8%
信息业	48.56	48.33	47.46	0.5%	2.3%	5.5	12.8%
采矿业	38.6	38.58	36.45	0.1%	5.9%	4.08	11.8%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

## 4. 职位空缺数回落到 900 万以下

### 4.1 职位空缺等数据延续冷却大趋势

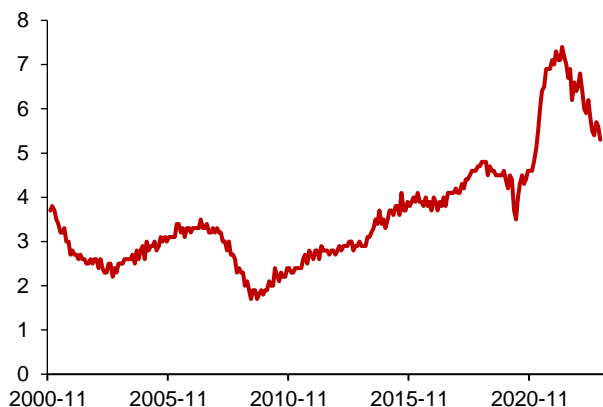
#### 4.1.1 职位空缺数低于 900 万

稍早之前公布的 JOLT 报告的数据，里面职位空缺相关的数据显示劳动力市场的降温大趋势或未改变，但是空缺职位数仍很多。

总职位空缺数除以失业人数衡量的劳动力市场松紧程度 10 月较 9 月回落，每一个失业的人平均面对 1.34 个潜在的就业机会。2022 年初时的峰值超过 2，目前高位明显回落。但还处于超过 2020 疫情前的经济扩张周期的位置，2020 年疫情开始前仅略高于 1.2。

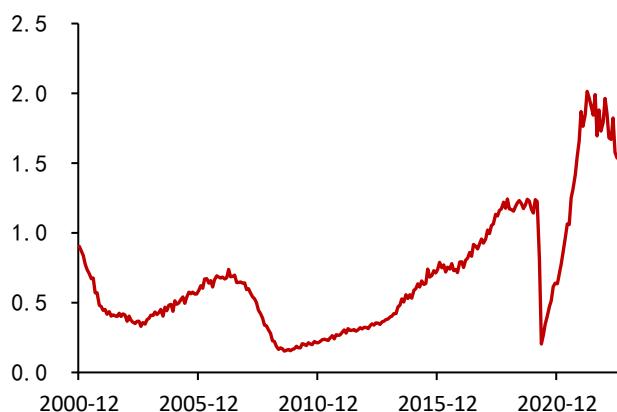
职位空缺率的数据显示就业市场的热度下降，10 月的职位空缺率为 5.3%，9 月的职位空缺率为 5.7%，较 2022 年 3 月的峰值 7.4% 回落了 2.1%。

图表32: 职位空缺率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表33: 空缺失业比



资料来源: Wind, 国联证券研究所

职位空缺数 10 月较 9 月略下降, 回到 900 万以下, 在 7 月跌到 900 万以下之后, 8 月和 9 月又重新回到 900 万以上。

图表34: 职位空缺数(万人)

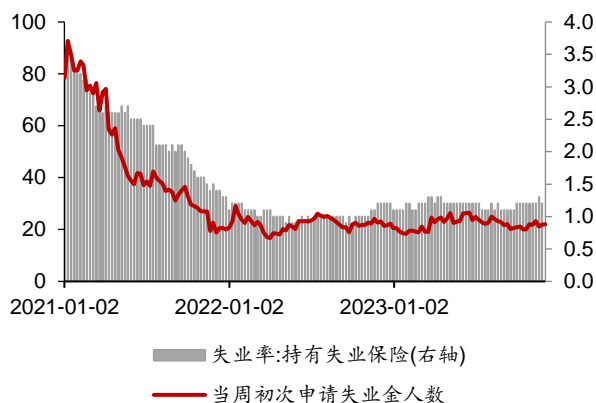


资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

另外从一些其他更高频的衡量就业市场的数据里, 我们也可以看到一些就业市场开始下行的迹象。周度数据中, 持有失业保险的失业率 11 月 25 日为 1.2%, 较最低点上升了 0.3pct。持续领取失业金人数 11 月突破 185 万以上的水平, 较 2022 年中达到的最低值已经上升了超过 55 万人。



图表35：当周初次申请失业金人数（万人）



资料来源：Wind，国联证券研究所

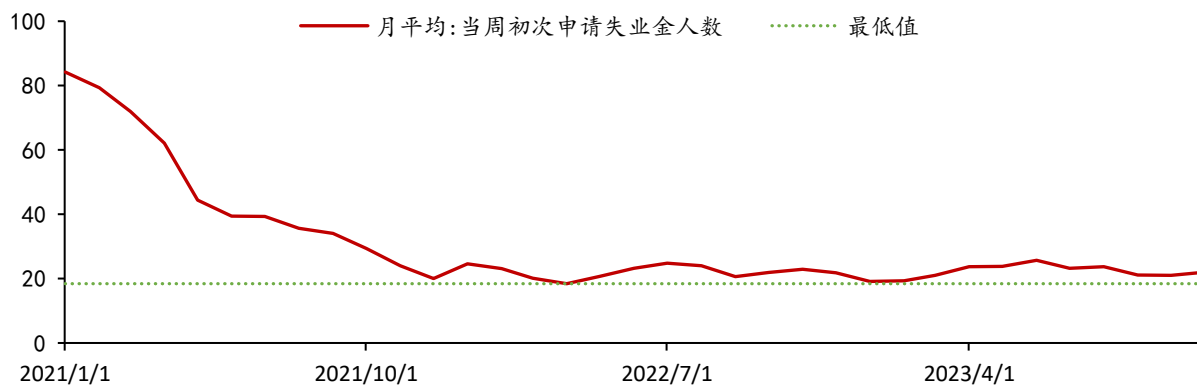
图表36：持续领取失业金人数（万人）



资料来源：Wind，国联证券研究所

当周初次申请失业金的人数在大概 22 万人左右波动，8 月曾一度上升到 24 万人左右波动。从月度的均值来看，11 月均值 22 万，较 10 月 21 万上升，较 8 月均值 23.8 万回落。

图表37：月均值：当周初次申请失业金人数（万人）



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

## 5. 风险提示

美联储鹰派超预期，通货膨胀超预期。

### 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