

# 通胀落地，12月美联储难再加息

## ——美国11月CPI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CPI同比增长3.1%，符合预期，前值3.2%，环比增长0.1%。11月核心CPI同比4%，预期4%，前值4%，环比增长0.3%，上月0.2%。数据公布后美联储12月不加息概率仍接近100%，美联储本轮加息或已到达终点。

### 事件点评

#### ➤ CPI数据回落符合预期，美联储可能不再加息了

美联储12月不加息的概率接近100%，CPI符合预期，能源通胀的下行或是主要驱动因素，而核心CPI与上月持平，符合预期，通胀压力的缓解符合预期但服务通胀仍有韧性。

#### ➤ 核心服务持平，仍有一定韧性，环比上行

核心CPI的韧性主要体现在服务上，商品的通胀11月微降到0.0%，服务的通胀同比增长5.5%，较上月不变，环比增速加速到0.5%，上月0.3%。从CPI的权重来看，尽管商品通胀已经不是通胀的主要问题，但由于核心商品占比仅为核心服务大概一半，核心服务价格的缓慢回落中，核心CPI可能仍然会表现出韧性。

#### ➤ 住宅通胀仍是主要拖累项，但是房价和房租增速都已经不高

住宅的通胀目前仍然是每月所有分项增长的最大贡献者，同比5.2%，持平上月，贡献7成。居所通胀仍处于高位，11月同比增长6.5%，但缓慢回落，上月6.7%；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住宅通胀跟随房租和房价下行继续缓慢回落或将持续。

**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、《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》2023.12.11
- 2、《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

## 1. CPI 符合预期，通胀压力继续缓解

### 1.1 美联储本轮加息周期或到终点

#### 1.1.1 CPI 通胀和加息终点

美国 11 月 CPI 同比上涨 3.1%，持平预期 3.1%，10 月 CPI 同比上涨 3.2%；CPI 环比上升 0.1%，上月 0%，也符合预期。

华尔街主要投行对 11 月 CPI 的预测主要集中在 3% 或者 3.1%，实际公布的数据应该属于符合预期，能源通胀的下行或是 CPI 通胀下行的主要驱动因素。

图表1：华尔街主要投行对 CPI 的预测

华尔街主要投行11月CPI预测				
投行名称	整体CPI同比	整体CPI环比	核心CPI同比	核心CPI环比
加拿大丰业银行	3.10%	-0.10%	4.00%	0.10%
摩根士丹利	3.00%	0.00%	4.00%	0.30%
野村证券	3.10%	0.00%	4.00%	0.30%
富国银行	3.00%	0.00%	4.00%	0.30%
法国兴业银行	3.00%	0.00%	3.90%	0.20%
凯投宏观	3.00%	0.00%	3.90%	0.20%
美银美林	3.10%	0.10%	4.10%	0.30%
加拿大国民银行	3.00%	0.00%	4.00%	0.30%
道明证券	3.10%	0.10%	4.00%	0.30%
汇丰	3.10%	0.10%	4.00%	0.30%
法国巴黎银行	3.00%	0.00%	4.00%	0.30%
巴克莱	3.10%	0.00%	4.00%	0.30%
花旗	3.10%	0.00%	4.10%	0.30%
劳埃德银行	3.10%	0.10%	4.00%	0.30%
桑坦德银行	3.10%	0.10%	4.00%	0.30%
丹麦丹斯克银行	/	0.10%	/	0.20%
摩根大通	3.00%	0.00%	3.90%	0.20%
瑞银	3.20%	0.10%	4.10%	0.40%
德意志银行	/	0.10%	/	0.30%
<b>综合预期</b>	<b>3.10%</b>	<b>0.00%</b>	<b>4.00%</b>	<b>0.30%</b>
<b>前值</b>	<b>3.20%</b>	<b>0.00%</b>	<b>4.00%</b>	<b>0.20%</b>

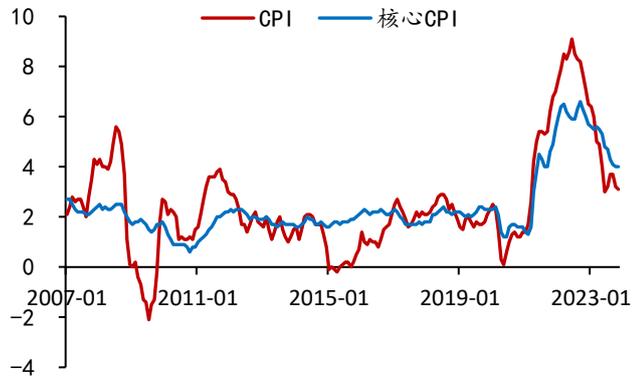
制表：华尔街见闻

资料来源：华尔街见闻，国联证券研究所

11 月核心 CPI 同比 4%，预期 4%，前值 4%；核心 CPI 环比上升 0.3%，符合预

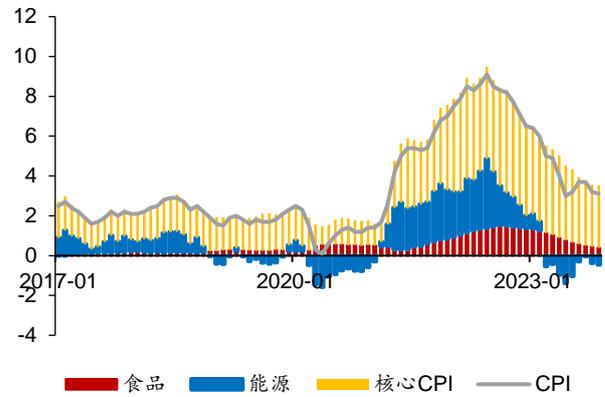
期，上月 0.2%。

图表2: CPI 和核心 CPI (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表3: CPI 分项贡献分解 (%)

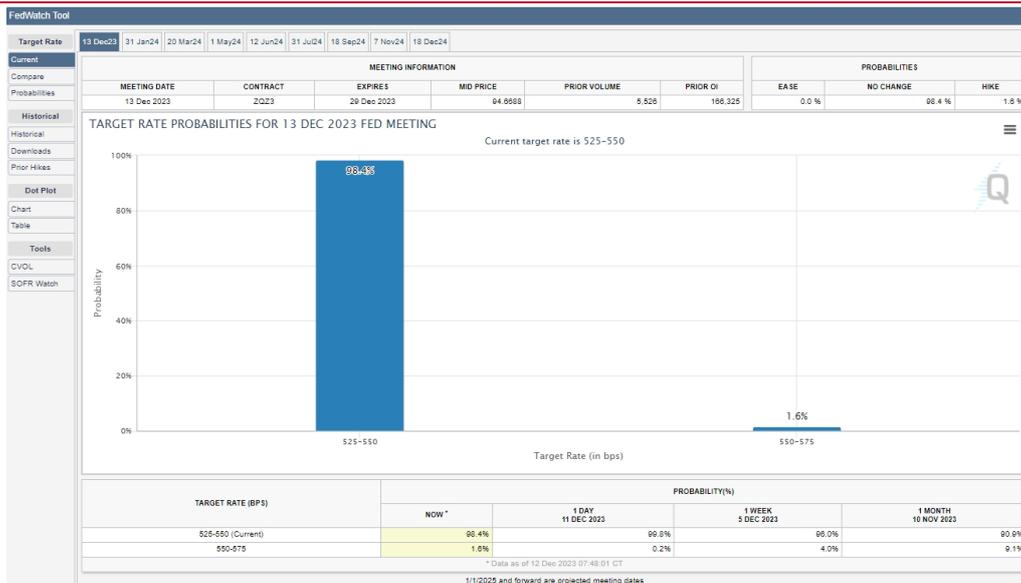


资料来源: Wind, 国联证券研究所

通胀数据公布后，美国三大股指开盘上行，美元指数短线小幅走低，现货黄金短线上涨，2 年和 10 年期国债利率都走高；市场的整体反应应该理解为市场认为符合预期的通胀数据让美联储可能不会进一步加息。到收盘道琼斯上涨 0.48%，纳斯达克上涨 0.7%，标普上涨 0.46%。

美联储 12 月会议不加息的概率在通胀数据公布前后变化不大，都是接近 100%。联邦基金市场目前基本上认为美联储 12 月或不会加息，现在离美联储开会时间所剩无几，发生变化的可能性不大。

图表4：12月会议加息概率(%)



资料来源：CME，国联证券研究所整理

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。11月的就业数据失业率的下降略超预期，但职位空缺等其他数据显示就业市场整体还是在降温，这次的通胀报告则显示通胀的回落符合预期，两者加起来或足够让美联储有理由考虑不再继续加息。

## 1.2 CPI 符合预期，能源通胀负增长较上月扩大

### 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，能源通胀继续负增长，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。能源通胀11月同比下行幅度较10月略有扩大，11月能源通胀同比下降5.4%，环比负增长2.3%，是本月CPI下行的重要驱动因素之一。

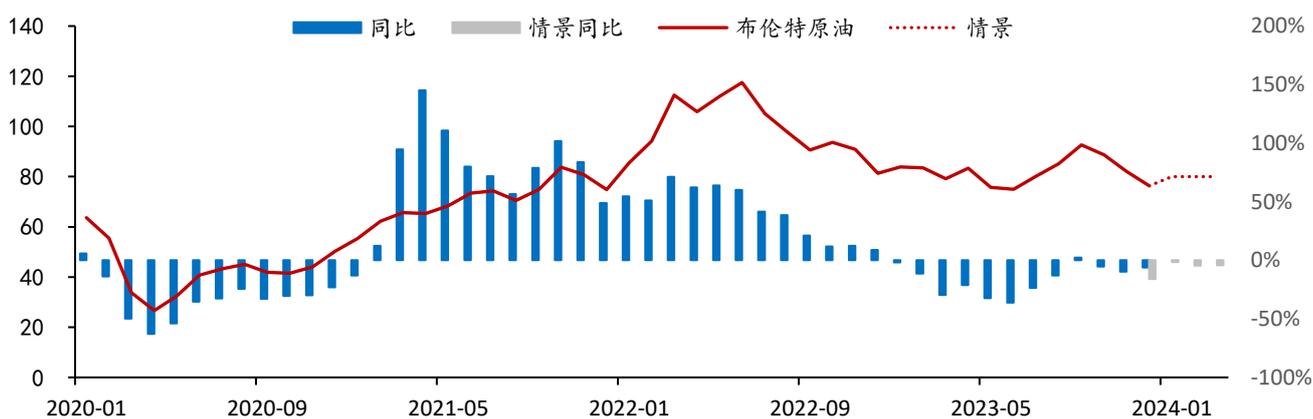
图表5: 近 12 个月 CPI 四个分项同比和环比 (%)

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
2023年10月	3.2	3.3	-4.5	4	0	0.3	2.5	0.2
2023年11月	3.1	2.9	-5.4	4	0.1	0.2	2.3	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, 9 月同比的增长转正, 但是 12 月又回到 80 美元以下, 同比也转负。如果油价未来维持在 80 美元左右, 由于基数效应的影响, 那么油价的同比变化未来 3 个月仍将是负增长。

图表6: 原油价格(美元/桶)和同比 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

## 2. 核心 CPI 保持 4%，环比 0.3%

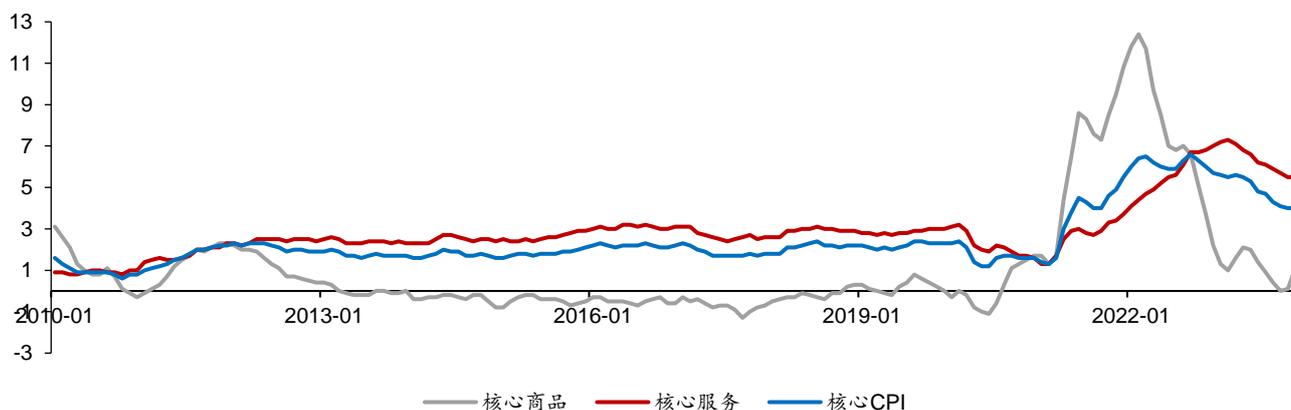
### 2.1 服务通胀持平，环比上升

### 2.1.1 商品通胀和服务通胀

核心 CPI 的数据 11 月持平预期和上月，虽然仍较 2% 的目标还有距离，但其持续回落的趋势是积极的信号。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，核心服务价格的缓慢回落中，核心 CPI 可能仍然会表现出韧性。

图表7：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，11 月核心商品的通胀同比增长 0.0%，上月 0.1%，环比减少 0.3%，商品通胀在 2022 年初的高点达到 12.4% 之后迅速下行，商品通胀已经不是通胀的主要问题。

11 月核心服务通胀同比增长 5.5%，较上月持平，核心服务的环比 0.5%，较上月上升 0.2pct，环比数据略有加速。

**图表8：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
2023年10月	0.00	5.50	-0.10	0.30
2023年11月	0.00	5.50	-0.30	0.50

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9: 商品/服务消费比(不变价)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表10: 商品/服务消费比(现价)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

## 2.2 能源通胀降幅略有扩大

### 2.2.1 CPI 的主要细分分项

从通胀数据的主要细分项看,我们可以发现主要分项中能源仍然是负增长,能源分项整体较上月同比负增长的幅度略有扩大,11月同比负增长5.4%。

能源下的细分中,能源类商品的同比负增长扩大,11月同比负增长9.8%,上月-6.2%,其中汽油同比负增长8.9%,上月同比负增长5.3%,燃油负增长的幅度也扩大,从上月负增长21.4%,变成11月的负增长24.8%。

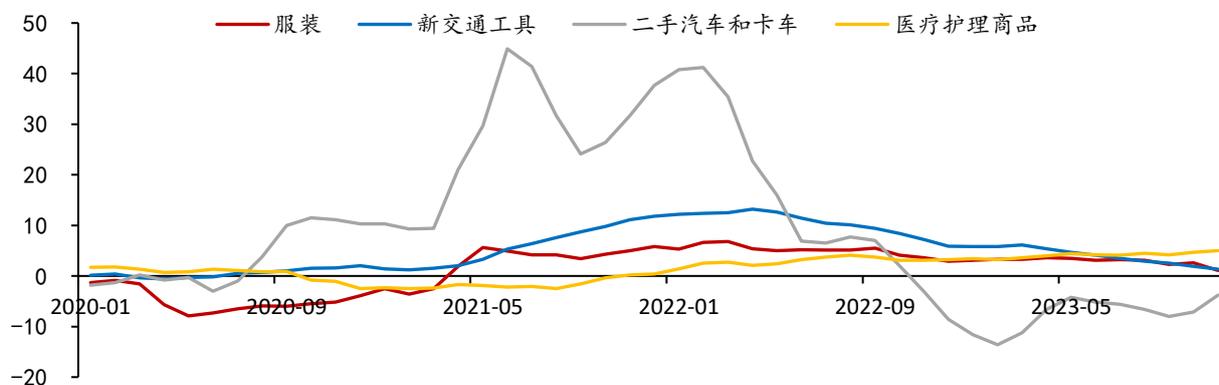
能源服务11月同比0增长,10月同比负增长2.2%,其中电力10月同比增长3.4%,上月2.4%,公共事业同比负增长10.4%,上月负增长15.8%,负增长的幅度收窄。

**图表11: CPI 的主要分项同比(%)**

同比	2022-11	2022-12	2023-01	2023-02	2023-03	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	2023-11
CPI	7.1	6.5	6.4	6	5	4.9	4	3	3.2	3.7	3.7	3.2	3.1
食品	10.6	10.4	10.1	9.5	8.5	7.7	6.7	5.7	4.9	4.3	3.7	3.3	2.9
家庭食品	12	11.8	11.3	10.1	8.3	7.1	5.8	4.7	3.6	3	2.4	2.1	1.7
非家用食品	8.5	8.3	8.2	8.4	8.8	8.6	8.3	7.7	7.1	6.5	6	5.4	5.3
能源	13.1	7.3	8.7	5.2	-6.4	-5.1	-11.7	-16.7	-12.5	-3.6	-0.5	-4.5	-5.4
能源类商品	12.3	0.6	2.7	-1.4	-17	-12.6	-20.5	-26.8	-20.3	-4.2	2.2	-6.2	-9.8
汽油(所有种类)	10.3	-1.2	1.5	-2	-17.4	-12.2	-19.7	-26.5	-19.9	-3.3	3	-5.3	-8.9
燃油	65.7	41.5	27.7	9.2	-14.2	-20.2	-37	-36.6	-26.5	-14.8	-5.1	-21.4	-24.8
能源服务	14.3	15.6	15.6	13.3	9.2	5.9	1.6	-1.1	-1.2	-2.8	-3.4	-2.2	0
电力	13.9	14.4	11.9	12.9	10.2	8.4	5.9	5.4	3	2.1	2.6	2.4	3.4
公共事业(管道)燃气服务	15.4	19.3	26.7	14.3	5.5	-2.1	-11	-18.6	-13.7	-16.5	-19.9	-15.8	-10.4
核心CPI	6	5.7	5.5	5.5	5.6	5.5	5.3	4.9	4.7	4.4	4.1	4	4
核心商品	3.7	2.2	1.3	1	1.6	2.1	2	1.4	0.9	0.4	0	0	0
新交通工具	7.2	5.9	5.8	5.8	6.1	5.4	4.7	4.1	3.5	2.9	2.5	1.9	1.3
二手车和卡车	-3.1	-8.6	-11.6	-13.6	-11.2	-6.6	-4.2	-5.2	-5.6	-6.6	-8	-7.1	-3.8
服装	3.6	2.9	3.1	3.3	3.3	3.6	3.5	3.1	3.2	3.1	2.3	2.6	1.1
医疗护理商品	3.1	3.2	3.4	3.2	3.6	4	4.4	4.2	4.1	4.5	4.2	4.7	5
核心服务	6.8	7	7.2	7.3	7.1	6.8	6.6	6.2	6.1	5.9	5.7	5.5	5.5
居所	7.1	7.5	7.9	8.1	8.2	8.1	8	7.8	7.7	7.2	7.1	6.7	6.5
运输服务	14.3	14.4	14.6	14.6	13.8	11.1	10.3	8.5	9.3	10.4	9	9.3	10.1
医疗护理服务	4.4	4.2	3	2.1	1	0.4	-0.1	-0.8	-1.5	-2.1	-2.6	-2	-0.9

资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

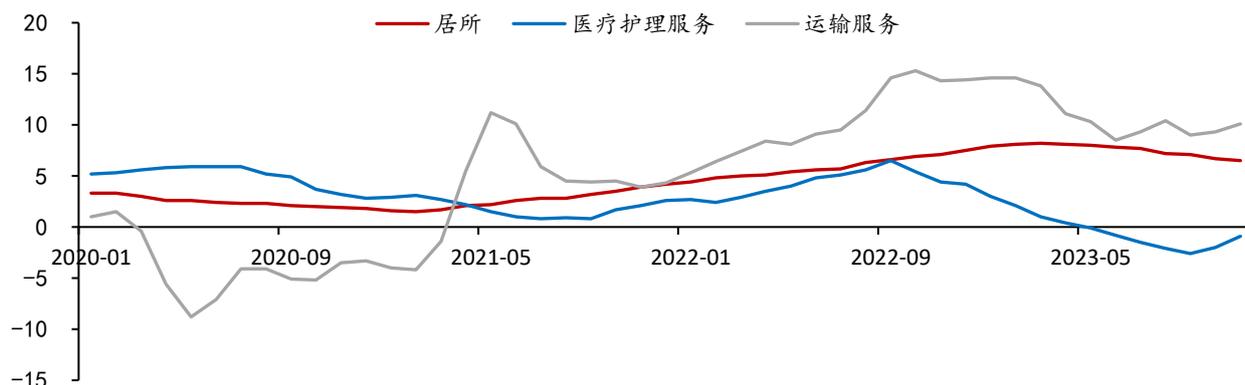
核心商品中负增长的分项仍然是二手车, 同比降幅继续缩窄, 11 月同比-3.8%, 上月-7.1%; 核心服务中负增长的分项是医疗护理服务, 10 月同比减少 0.9%, 上月为减少 2%。二手车和医疗护理服务这两个负增长的分项都是拉动通胀下行的力量。

**图表12: 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, 但是居所的通胀 11 月同比 6.5%, 较上月 6.7%继续回落, 医疗护理服务的通胀从 5 月份开始就负增长, 已经连续 7 个月负增长, 11 月继续负增长 0.9%。

图表13: 核心服务CPI的主要分项同比(%)



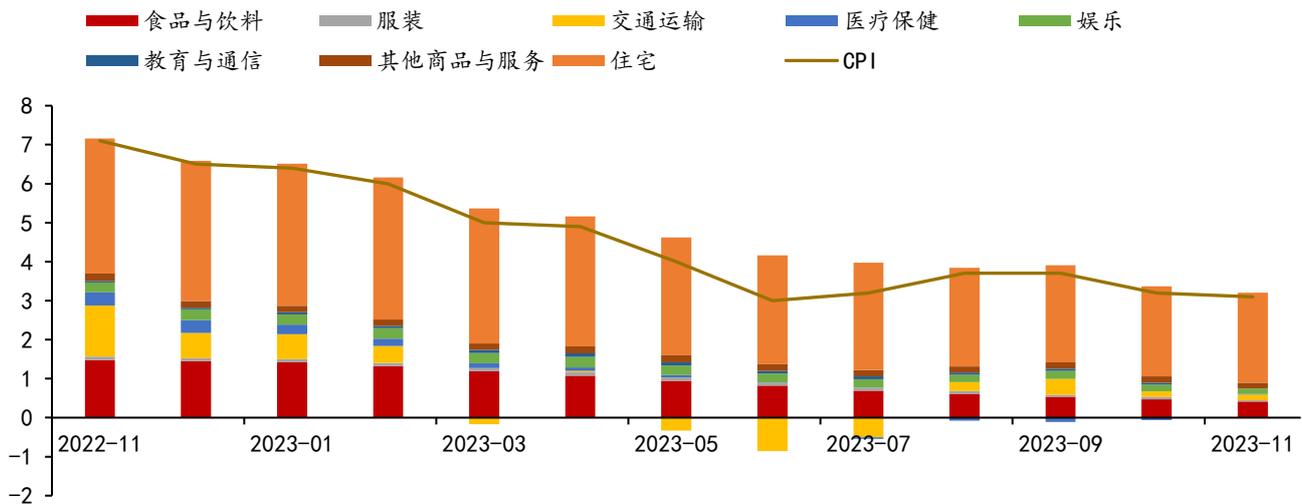
资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

## 2.3 住宅通胀仍然是最大贡献分项

### 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，11月的贡献仍约7成和10月变化不大。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，如果对比11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。通胀的主要8个分项里目前主要仍然处于高位就剩下住宅以及其他商品与服务，但因为其他商品与服务的权重较低，不到3%，真正通胀剩下的问题还是在于住宅分项。

图表14: 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15: 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
2023年10月	3.3	5.2	2.6	0.8	-0.8	3.2	0.9	6.2	0.3	0.1	-0.3	-0.9	0.2	0	-0.2	0.6
2023年11月	2.9	5.2	1.1	0.9	0.2	2.5	-0.1	5.6	-0.2	0.2	-3.5	-1.1	0.4	-0.3	-0.4	0.2

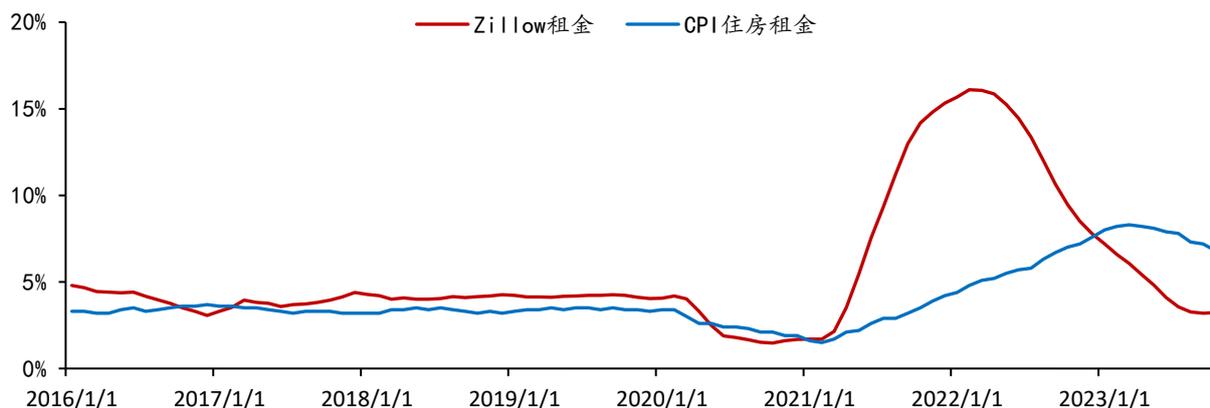
资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

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,住宅的权重本身也超过4成。

但是住宅的通胀或继续回落,主要证据在于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。

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 10 月已经回落到 3.23%,这意味着房租其实已经下行,CPI 的住房租金近未来大概率会跟随 Zillow 租金同比的回落趋势。

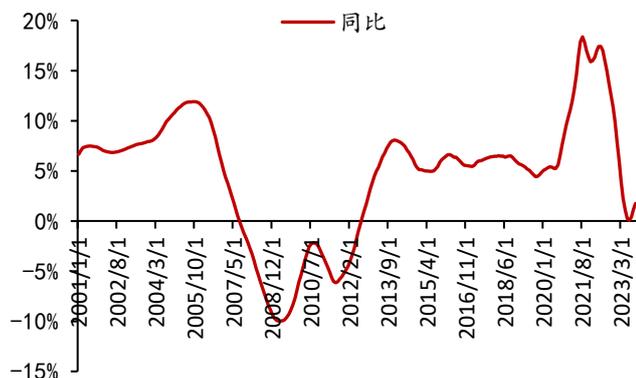
图表16: CPI 住房租金通胀和 Zillow 租金同比 (%)



资料来源: Wind, Zillow, 国联证券研究所整理

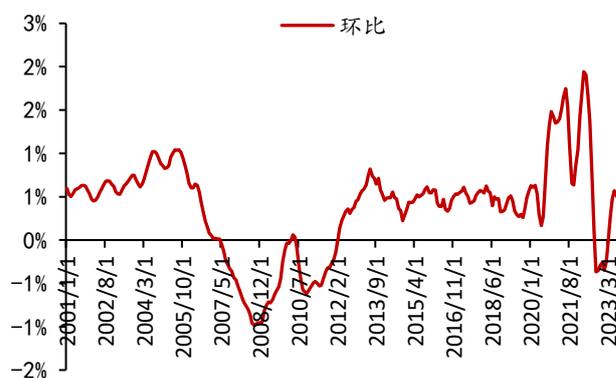
Zillow 房价指数显示的趋势和房租是类似的, 房价的同比也显著回落了。10 月 Zillow 房价指数同比增长 1.75%, 同比增长在 7 月达到最低点 0.04%, 最近开始略微回升; 环比增长 0.26%, 较 9 月下降 0.9%。

图表17: Zillow 房价指数同比 (%)



资料来源: Zillow, 国联证券研究所

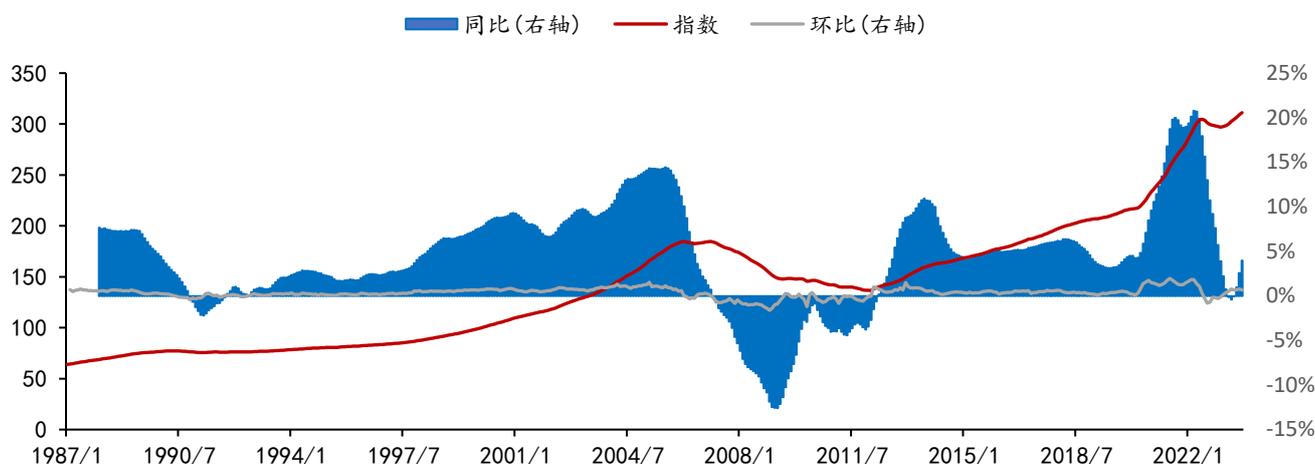
图表18: Zillow 房价指数环比 (%)



资料来源: Zillow, 国联证券研究所

S&P/Case-Shiller 美国房价指数同比从 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, 8 月同比增长扩大到 2.59%, 9 月进一步到 3.95%。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, 9 月环比 0.65%, 但房价似乎仍在上涨。从房价的走势来看, 房价开始企稳, 略有增长。

图表19: S&P/Case-Shiller 美国房价指数



资料来源: FRED, 国联证券研究所整理

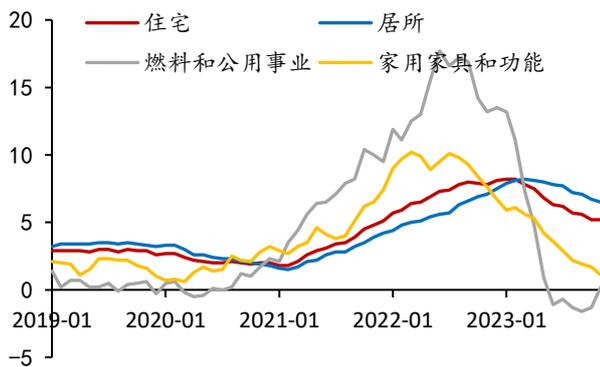
### 2.3.2 居所通胀

住宅通胀 11 月同比增长 5.2%，持平 10 月。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，10 月延续了负增长但增幅缩窄，11 月再次回到正增长，同比增长 0.2%。家用家具和功能 11 月同比增长 1.1%，较 9 月 1.7% 回落，下降了 0.6pct。

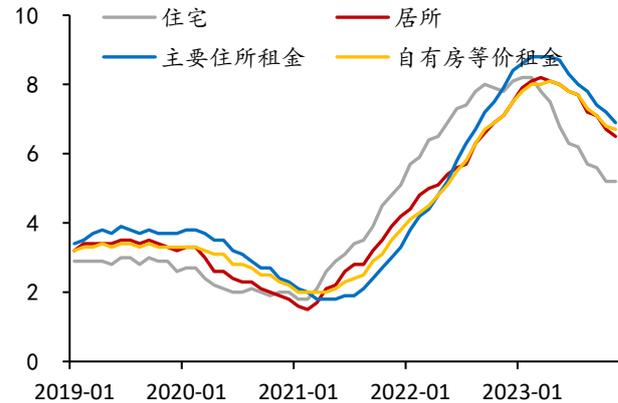
居所分项虽然还位于高位，但延续下行趋势，11 月同比增长 6.5%，较 10 月回落了 0.2pct，而居所包含的几个主要部分主要住所租金、自有房等价租金也继续回落。主要住所租金同比 11 月增长 6.9%，上月为 7.2%，自有房等价租金 11 月同比增长 6.7%，较上月下降 0.1pct。

图表20: 住宅和分项 CPI (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

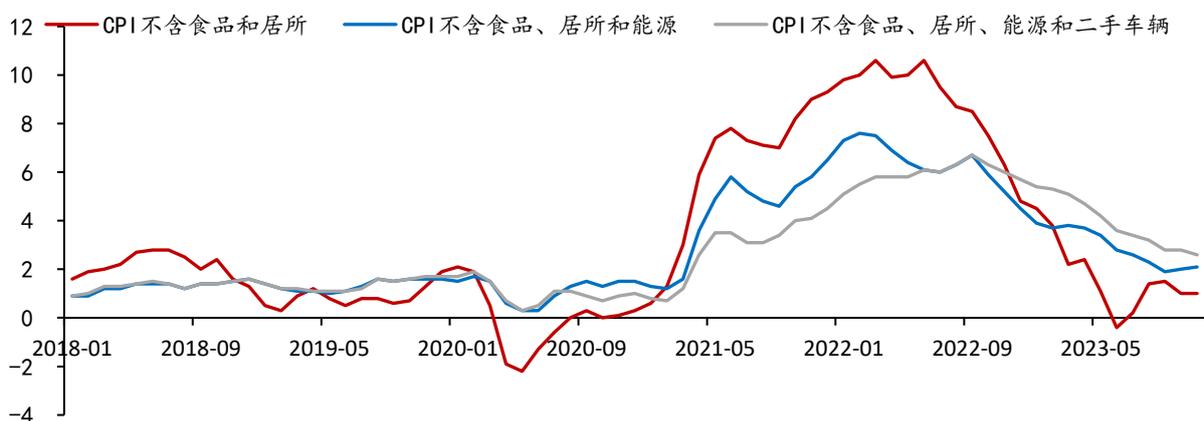
图表21: 住宅和居所 CPI (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

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11月增长1%,持平上月,把居所去掉的话通胀已经回到了美联储的目标之下。CPI不含食品、居所能源和二手车11月也回落到2.6%。

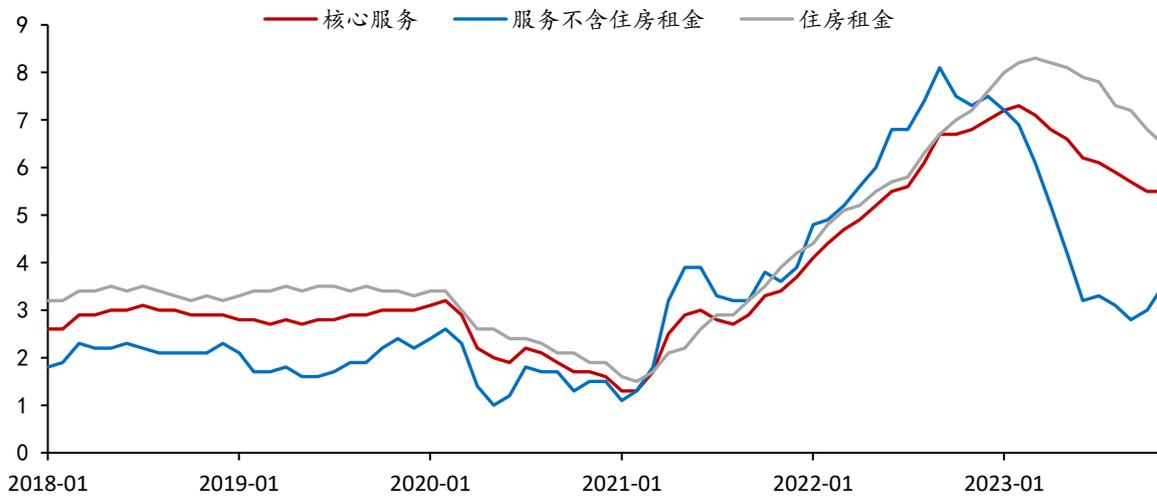
图表22: CPI 通胀剔除特定分项 (%)



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,最近又开始略有上行,11月同比增长3.5%,较上月上涨0.5pct,可以看到目前服务通胀也有些韧性。

图表23：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
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		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