

美国 12 月非农数据点评

宏观经济点评(简报)

证券研究报告

宏观经济组

 分析师: 赵伟 (执业 S1130521120002)
 zhaow@gjzq.com.cn

 分析师: 陈达飞 (执业 S1130522120002)
 chendafei@gjzq.com.cn

 分析师: 赵宇 (执业 S1130523020002)
 zhaoyu2@gjzq.com.cn

“消失的” 70 万劳动力——12 月美国非农数据点评

事件:

北京时间 1 月 5 日 21:30, 美国 BLS 公布 12 月非农数据。12 月新增非农就业 21.6 万 (季调后), 预期 17 万人, 前值 17.3 万, 过去 12 个月的均值 22.7 万。

美国 12 月非农就业超预期强劲, 薪资增长快于预期, 失业率低于预期

美国 12 月季调后新增非农就业人数 21.6 万, 远超预期 17 万, 略低于过去 12 个月的平均值。其中, 教育及健康服务、政府、休闲和酒店业等就业岗位继续增加, 而交通运输和仓储等就业岗位有所减少。12 月新增就业数据表现出一定的季节性, 罢工对交通运输行业仍有扰动。10 月和 11 月新增非农就业人数合计较修正前低 7.1 万人。

平均时薪增速同比增长 4.1%, 前值 4.0%, 预期 3.9%; 环比 0.4%, 前值 0.4%, 预期 0.3%。美国 12 月非农私人部门平均时薪为 34.3 美元, 同比 4.1%, 高于预期 3.9%, 前值 4.0%, 过去 12 个月的平均值为 4.4%; 环比上升 0.4%, 高于预期 0.3%, 前值 0.4%。分部门来看, 自 2023 年 3 月以来, 商品生产的平均时薪同比增速一直高于服务业。

失业率低于预期, 而劳动参与率和就业率均下降, 进一步确认劳动供给修复的进程或已经结束。12 月失业率持平前值 3.7%, 低于预期 3.8%; 劳动参与率降至 62.5%, 低于预期 62.8%, 前值 62.8%, 为 2023 年 3 月以来最低水平; 就业率降至 60.1%, 前值 60.4%, 为 2023 年 1 月以来最低水平。

劳动力市场“均衡化”趋势或将延续

整体而言, 12 月部分灰心丧气的失业人口退出劳动力市场, 劳动力供给明显下滑, 职位空缺率需进一步下行才会推动失业率走高。12 月调查劳动力人口减少 67.6 万 (就业人口减少 68.3 万, 失业人口小幅增加 0.6 万), 总人口增加 16.9 万, 因此, 劳动参与率和就业率下降, 失业率与上月持平。后续随着职位空缺率的下行, 失业率存在上升的可能性。

美国劳动力市场“平衡化”的趋势或仍将延续, 供求缺口仍有望继续收敛。随着前期罢工问题得以解决, 工人已经重返工作岗位, 再加上 11 月 JOLTs 数据显示聘用率、离职率及主动辞职率均继续下行, 劳动“需求-供给”缺口逐步收窄, 劳动力市场不断趋于平衡。此外, 主动辞职率领先亚特兰大联储薪资增速 8 个月, 未来薪资增速有望放缓。

美元指数、美债收益率“上蹿下跳”, 黄金快速下挫、之后大幅上涨, OIS 隐含利率小幅微升。非农就业超预期强劲, 削弱了美联储 2024 年迅速降息的预期, 但美国劳动力供给明显下滑, 市场消化数据影响。之后服务业 PMI 超预期回落, 对冲了非农就业的影响。截至 1 月 7 日, CME FedWatch 数据显示, 市场已定价美联储 1 月会议基本按兵不动。

风险提示

地缘政治冲突升级; 美联储再次转“鹰”; 金融条件加速收缩;



内容目录

一、美国 12 月非农就业超预期强劲，薪资增长快于预期，失业率低于预期	3
二、劳动力市场“均衡化”趋势或将继续	5
风险提示	8

图表目录

图表 1: 美国 12 月新增非农就业人数超预期	3
图表 2: 教育及健康服务等行业的就业岗位继续增加	3
图表 3: 休闲和酒店、教育及健康服务行业领涨	3
图表 4: 交运、仓储和公用事业职位空缺减少	4
图表 5: 专业和商业服务辞职人数有所减少	4
图表 6: 美国 12 月非农私人部门薪资增长快于预期	4
图表 7: 美国非农私人部门平均时薪同比	5
图表 8: 美国非农私人部门平均时薪环比	5
图表 9: 美国 12 月失业率持平前值，而劳动参与率与就业率均下降	5
图表 10: 贝弗里奇曲线垂直下移的同时也开始右偏	6
图表 11: 职位空缺率进一步下行才会推动失业率走高	6
图表 12: 劳动缺口逐步收窄	6
图表 13: 主动辞职率领先薪资增速 8 个月	6
图表 14: 制造业新增就业与 ISM 制造业 PMI 就业指数	7
图表 15: 私人服务新增就业与 ISM 服务 PMI 就业指数	7
图表 16: 非农公布后，美元、美债上蹿下跳	7
图表 17: 非农公布后，黄金快速下挫，之后大幅上涨	7
图表 18: 数据公布后，OIS 隐含加息预期小幅抬升	8
图表 19: 截至 1 月 7 日，市场预期 2024 全年降息 6 次	8



事件: 北京时间1月5日21:30, 美国BLS公布12月非农数据。12月新增非农就业21.6万(季调后), 预期17万人, 前值17.3万, 过去12个月的均值22.7万。

一、美国12月非农就业超预期强劲, 薪资增长快于预期, 失业率低于预期

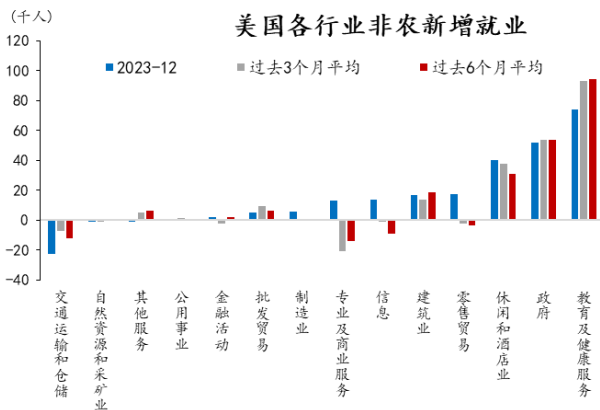
美国12月新增非农就业人数21.6万(季调后¹), 远超预期(17万), 略低于过去12个月均值(22.7万)。近期汽车行业和好莱坞罢工问题得以解决, 推动了12月的就业增长。行业结构上, 教育及健康服务(+7.4万)、政府(+5.2万)、休闲和酒店业(+4.0万)等行业的就业岗位继续增加, 而交通运输和仓储(-2.3万)等行业的就业岗位有所减少。12月, 圣诞和新年假期提振了零售、休闲, DHL快递罢工拖累了交通运输和仓储。10月、11月新增非农就业人数分别从15万下修至10.5万、从19.9万下修至17.3万, 10月和11月合计较修正前低7.1万人。2023年1-11月, 仅7月新增非农就业有所上修, 其余10个月均下修。

图表1: 美国12月新增非农就业人数超预期

行业	就业总人数占比(%)	新增非农就业人数_季调(千人)																		
		23-12	预期值	环比变化(1M)	过去3M均值	过去6M均值	过去12M均值	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07	23-06	23-05	23-04	23-03	23-02	23-01		
非农	100.0%	216.0	170.0	↑	43.0	↑	180.0	174.3	226.7	173.0	105.0	262.0	165.0	236.0	105.0	281.0	217.0	217.0	248.0	472.0
私人部门	85.4%	164.0	130.0	↑	38.0	↑	126.3	120.7	174.4	136.0	44.0	199.0	114.0	145.0	86.0	255.0	179.0	157.0	193.0	353.0
商品生产	13.8%	22.0			8.0	↓	13.0	18.5	19.7	30.0	-12.0	21.0	28.0	12.0	32.0	24.0	25.0	-19.0	18.0	41.0
自然资源 and 采矿业	0.4%	-1.0			1.0	↑	-0.7	-0.2	1.5	-2.0	-1.0	1.0	0.0	2.0	-1.0	3.0	5.0	2.0	1.0	4.0
建筑业	5.1%	17.0			8.0	↑	14.0	18.8	17.2	6.0	27.0	9.0	30.0	12.0	29.0	25.0	11.0	-9.0	14.0	26.0
制造业	8.3%	6.0	5.0	↑	-20.0	↓	-0.3	-0.2	1.0	26.0	-38.0	11.0	-2.0	-2.0	4.0	-4.0	9.0	-12.0	3.0	11.0
耐用消费品	5.2%	8.0			-26.0	↓	2.3	6.0	5.9	34.0	-37.0	10.0	0.0	12.0	17.0	3.0	13.0	-5.0	1.0	0.0
非耐用消费品	3.1%	-2.0			6.0	↑	-2.7	-6.2	-4.9	-8.0	-1.0	1.0	-2.0	-14.0	-13.0	-7.0	-4.0	-7.0	2.0	11.0
服务业	71.6%	142.0			36.0	↑	113.3	102.2	154.8	106.0	56.0	178.0	86.0	133.0	54.0	231.0	154.0	176.0	175.0	312.0
批发贸易	3.9%	5.5			1.0	↑	9.4	6.6	6.2	4.5	8.1	15.6	2.5	15.4	-6.7	7.7	-1.5	3.5	6.7	8.9
零售贸易	9.9%	17.4			11.8	↑	-2.1	-3.7	6.2	-24.4	16.5	1.7	-5.9	12.6	-22.7	20.9	-2.0	-18.9	48.0	22.3
交通运输和仓储	4.2%	-22.6			-27.6	↓	-7.0	-12.3	-3.3	-5.0	-28.4	12.4	-26.9	-6.8	-19.1	18.6	-15.1	16.2	-17.7	31.7
公用事业	0.4%	-0.4			-0.4	↓	1.3	0.9	0.5	0.0	1.8	2.0	2.4	-1.5	0.8	0.7	1.7	1.7	-1.1	-1.6
信息	1.9%	14.0			-1.0	↓	-1.0	-9.0	-7.7	15.0	-12.0	-6.0	-22.0	-19.0	-10.0	-4.0	3.0	3.0	-8.0	-23.0
金融活动	5.8%	2.0			1.0	↑	-2.3	1.8	4.1	1.0	-8.0	0.0	1.0	15.0	2.0	13.0	27.0	-5.0	0.0	-1.0
专业及商业服务	14.6%	13.0			32.0	↑	-20.7	-14.0	11.8	-19.0	-26.0	-17.0	8.0	-29.0	-1.0	45.0	48.0	45.0	21.0	44.0
教育及健康服务	16.5%	74.0			-35.0	↓	93.0	94.5	87.3	109.0	84.0	86.0	105.0	104.0	79.0	88.0	77.0	70.0	64.0	111.0
休闲和酒店业	10.7%	40.0			28.0	↑	37.7	30.8	40.3	12.0	25.0	76.0	8.0	38.0	26.0	28.0	11.0	46.0	57.0	99.0
其他服务	3.7%	-1.0			-4.0	↓	5.3	6.7	9.3	13.0	-5.0	8.0	14.0	4.0	6.0	13.0	5.0	14.0	5.0	21.0
政府	14.6%	52.0			15.0	↑	53.7	53.7	52.3	37.0	61.0	63.0	51.0	91.0	19.0	26.0	38.0	60.0	55.0	119.0

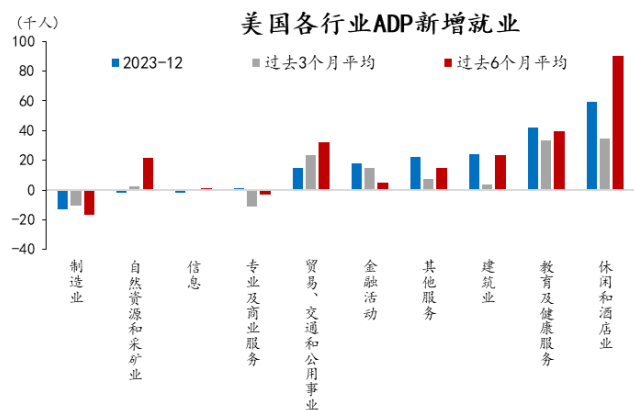
来源: BLS、WIND、国金证券研究所

图表2: 教育及健康服务等行业的就业岗位继续增加



来源: BLS、WIND、国金证券研究所

图表3: 休闲和酒店、教育及健康服务行业领涨

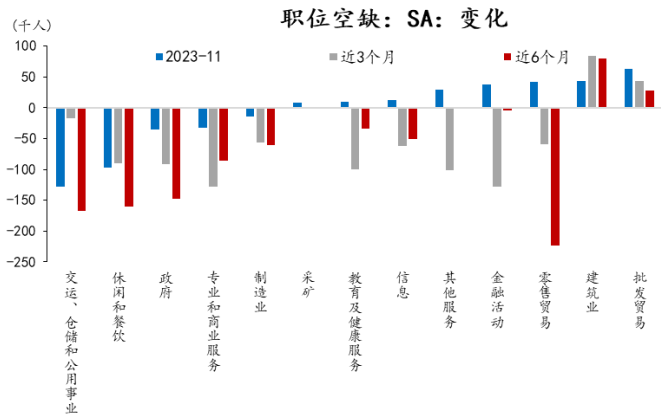


来源: WIND、国金证券研究所

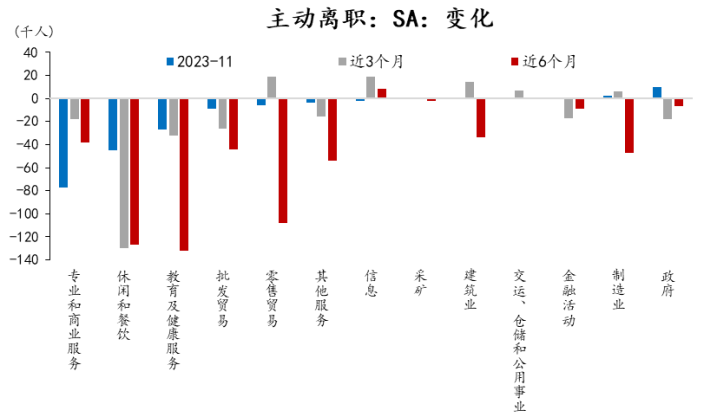
¹ 若非特殊说明, 均为季调后数据。



图表4: 交运、仓储和公用事业职位空缺减少



图表5: 专业和商业服务辞职人数有所减少



来源: BLS、WIND、国金证券研究所

来源: BLS、WIND、国金证券研究所

薪资增速快于预期,美国12月非农私人部门平均时薪为34.3美元,同比4.1%,高于预期3.9%,前值4.0%,过去12个月的平均值为4.4%;环比上升0.4%,高于预期0.3%,前值0.4%。分部门来看,自2023年3月以来,商品生产的平均时薪同比增速一直高于服务业,其中,耐用消费品制造业、采矿业、交通运输和仓储的平均时薪同比增幅领涨,零售贸易、信息的平均时薪环比增幅领涨,同比和环比均加快的行业包括零售贸易(受益于假期提振)、交通运输和仓储(DHL罢工影响)等。

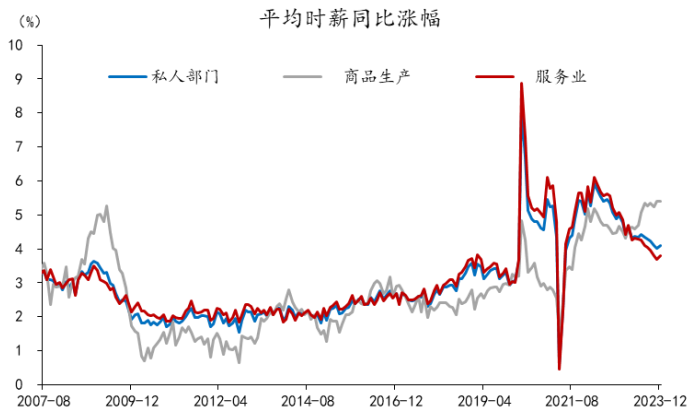
图表6: 美国12月非农私人部门薪资增长快于预期

行业	平均时薪_季调_同比(%)										平均时薪_季调_环比(%)									
	23-12	预期值	环比变化(1M)	过去12M均值	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07	23-06	23-12	预期值	环比变化(1M)	过去12M均值	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07	23-06
私人部门	4.1	3.9	↑	4.4	4.0	4.1	4.2	4.3	4.3	4.4	0.4	0.3	↑	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
商品生产	5.4		→	4.9	5.4	5.2	5.4	5.3	5.3	5.1	0.3		↓	0.4	0.6	0.3	0.4	0.1	0.7	0.6
自然资源及采矿业	5.9		→	5.5	5.9	6.5	6.5	5.5	5.0	5.7	0.5		↑	0.5	0.0	-0.2	1.2	0.1	0.5	-0.2
建筑业	4.6		↓	5.2	5.0	5.0	5.1	5.3	5.4	4.8	0.1		↓	0.4	0.5	0.4	0.2	0.2	0.9	0.2
制造业	5.7		↑	4.5	5.4	5.1	5.3	5.1	5.2	5.0	0.5		↓	0.4	0.6	0.3	0.5	0.0	0.6	0.8
耐用消费品	6.1		↑	4.2	5.3	4.9	4.9	4.7	4.9	4.5	0.7		↑	0.4	0.6	0.5	0.6	0.0	0.6	0.6
非耐用消费品	4.6		↓	4.9	5.2	5.2	5.7	5.5	5.4	5.7	0.0		↓	0.4	0.6	-0.1	0.4	0.0	0.4	1.2
服务业	3.8		↑	4.2	3.7	3.8	4.0	4.0	4.1	4.3	0.5		↑	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
批发贸易	3.5		↓	4.8	4.0	3.9	5.4	5.2	5.0	5.3	0.1		↓	0.3	0.4	-0.6	0.2	0.4	0.1	0.8
零售贸易	3.8		↑	4.1	2.9	3.6	4.1	4.1	4.0	4.3	0.8		↑	0.2	0.3	0.0	0.3	0.3	0.2	0.3
交通运输和仓储	5.9		↑	4.5	5.5	5.2	4.8	4.9	5.1	5.1	0.6		↑	0.5	0.2	0.5	0.6	0.3	0.2	0.6
公用事业	2.8		↓	5.0	4.6	4.0	4.3	5.2	5.6	5.0	-1.2		↓	0.4	0.5	0.2	0.3	-0.6	0.6	0.5
信息	3.6		↑	3.9	3.3	2.0	1.2	1.9	3.4	3.6	0.8		→	0.3	0.8	0.7	0.1	0.4	0.1	-0.2
金融活动	5.0		↓	4.5	5.3	5.1	4.9	5.2	4.7	4.4	0.4		→	0.4	0.4	0.1	0.5	0.8	0.6	0.8
专业及商业服务	4.5		↑	4.5	4.3	4.3	4.4	4.4	4.5	4.5	0.5		→	0.3	0.5	0.4	0.2	0.1	0.6	0.3
教育及健康服务	2.5		→	3.6	2.5	3.0	3.3	3.1	2.9	3.3	0.3		↑	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
休闲和酒店业	3.9		↓	5.6	4.4	4.7	4.8	4.9	5.2	5.6	0.4		↓	0.4	0.5	0.6	0.0	0.2	0.1	0.3
其他服务	3.9		↑	3.8	3.1	3.8	3.5	4.0	3.4	3.8	0.6		↑	0.3	0.1	0.5	0.2	0.8	0.2	0.3

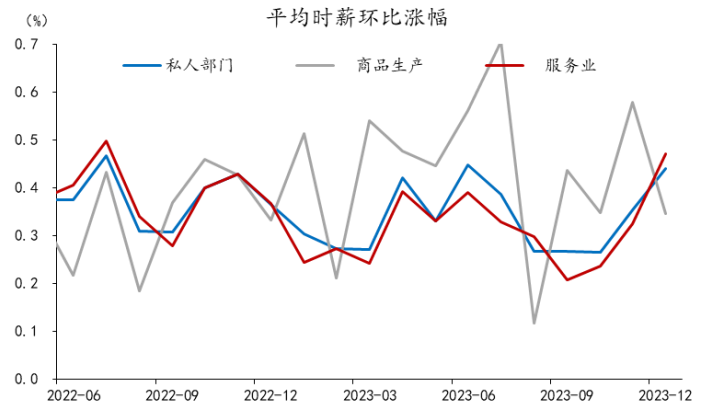
来源: BLS、WIND、国金证券研究所



图表7: 美国非农私人部门平均时薪同比



图表8: 美国非农私人部门平均时薪环比



来源: BLS、WIND、国金证券研究所

来源: BLS、WIND、国金证券研究所

失业率低于预期, 而劳动参与率和就业率均下降, 就业市场依然有韧性但处于持续降温进程。12月失业率持平前值3.7%, 低于预期3.8%; 劳动参与率降至62.5%, 预期62.8%, 前值62.8%, 为2023年3月以来最低水平; 就业率降至60.1%, 前值60.4%, 为2023年1月以来最低水平。

图表9: 美国12月失业率持平前值, 而劳动参与率与就业率均下降

失业/就业_季调(%)																	
指标	23-12	预期	环比变化(1M)	环比变化(3M)	环比变化(6M)	5年分位数	10年分位数	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07	23-06	23-05	23-04		
失业率(U3)	3.7	3.8	↓	0.0	-0.1	0.1	40.6	20.1	3.7	3.8	3.8	3.8	3.5	3.6	3.7	3.4	
U3: 全职	3.8			0.1	0.2	0.3	57.6	34.4	3.7	3.7	3.6	3.7	3.4	3.5	3.6	3.4	
U3: 兼职	3.8			-0.1	-0.5	-0.2	5.0	2.5	3.9	4.6	4.3	4.4	4.1	4.0	4.0	3.6	
U1	1.4			0.1	0.0	0.2	57.6	31.0	1.3	1.4	1.4	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1	
U2	1.8			0.0	0.1	0.1	49.1	26.0	1.8	1.9	1.7	1.8	1.6	1.7	1.8	1.6	
U4	3.9			-0.1	-0.1	0.1	28.8	14.2	4.0	4.1	4.0	4.0	3.7	3.8	3.9	3.6	
U5	4.6			0.0	0.0	0.2	45.7	22.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.3	4.4	4.5	4.3	
U6	7.1			0.1	0.1	0.2	40.6	20.1	7.0	7.2	7.0	7.1	6.7	6.9	6.8	6.6	
劳动参与率	62.5	62.8	↓	-0.3	-0.3	-0.1	57.6	29.4	62.8	62.7	62.8	62.8	62.6	62.6	62.6	62.6	
男性	68.1			-0.3	-0.2	0.0	59.3	29.4	68.4	68.0	68.3	68.2	68.0	68.1	68.1	68.0	
女性	57.1			-0.3	-0.4	-0.2	54.2	62.1	57.4	57.6	57.5	57.6	57.4	57.3	57.3	57.3	
就业率	60.1			-0.3	-0.3	-0.2	50.8	57.1	60.4	60.3	60.4	60.4	60.4	60.3	60.3	60.4	
男性	65.5			-0.2	0.0	-0.1	47.4	41.1	65.7	65.2	65.5	65.5	65.5	65.6	65.5	65.7	
女性(美国)	55.0			-0.4	-0.5	-0.3	55.9	73.9	55.4	55.5	55.5	55.6	55.5	55.3	55.3	55.4	

来源: BLS、WIND、国金证券研究所

二、劳动力市场“均衡化”趋势或将延续

12月美国劳动力供给(劳动参与率)明显下滑。12月调查劳动力人口减少67.6万(其中, 就业人口减少68.3万, 失业人口小幅增加0.6万), 总人口增加16.9万, 因此, 劳动参与率下降0.3%至62.5%, 就业率下降0.3%至60.1%, 失业率持平上月3.7%。结构上, 劳动参与率的主要拖累来自16-24岁青年人和55岁及以上老年人, 均较上月下降0.4%。青年人和老年人劳动力人口分别减少15.3万和33.5万, 自2023年下半年以来, 青年人和老年人失业人口呈显著上升态势, 部分失业人口灰心丧气、认为之后找不到工作, 于是这些在调查前的4周内没有积极找工作或者无法找到工作的失业人口就退出了劳动力市场。

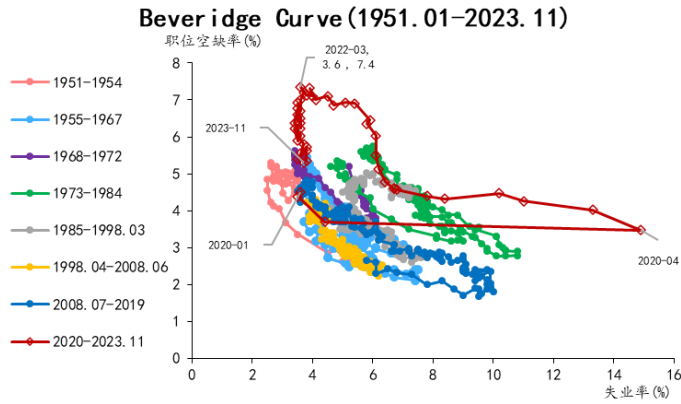
职位空缺率需进一步下行才会推动失业率走高。11月职位空缺率持平前值5.3%, 2022年3月以来, 贝弗里奇曲线表现为垂直下移态势(职位空缺率下降并未带动失业率的走高),



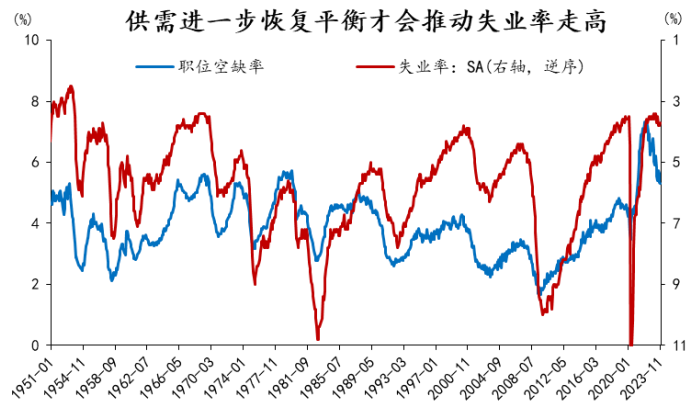
但是往后看，随着劳动力市场持续降温，贝弗里奇曲线垂直下移的同时也开始右偏，后续随着职位空缺率的下行，失业率存在明显上升的可能性。

图表 10：贝弗里奇曲线垂直下移的同时也开始右偏

图表 11：职位空缺率进一步下行才会推动失业率走高



来源：Wind、国金证券研究所

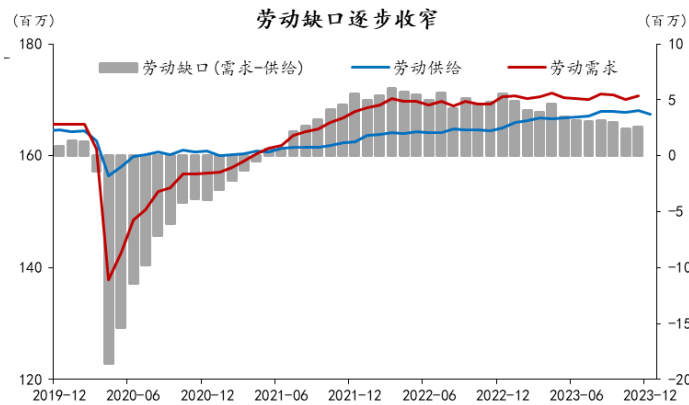


来源：Wind、国金证券研究所

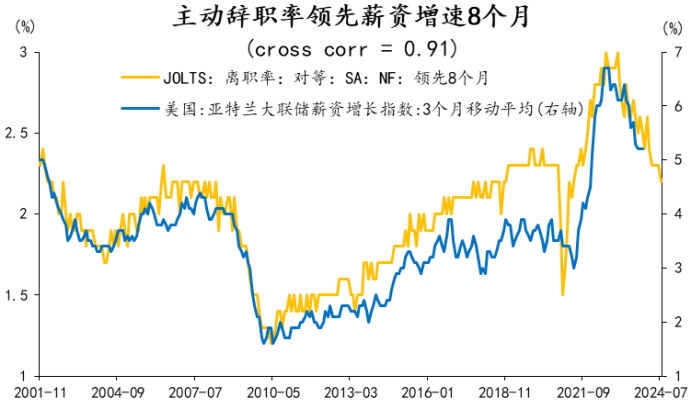
美国劳动力市场“平衡化”的趋势或仍将延续，供求缺口仍有望继续收敛。随着前期罢工问题得以解决，工人已经重返工作岗位，再加上 11 月 JOLTS 数据显示聘用率、离职率及主动辞职率均继续下行（11 月，聘用率 3.5%、前值 3.7%，离职率 3.4%、前值 3.6%，主动辞职率 2.2%、前值 2.3%），劳动“需求-供给”缺口逐步收窄，劳动力市场不断趋于平衡。此外，主动辞职率领先亚特兰大联储薪资增速 8 个月（交叉相关系数为 0.9），往后看，未来几个月整体薪资增速有望放缓。

图表 12：劳动缺口逐步收窄

图表 13：主动辞职率领先薪资增速 8 个月



来源：Wind、国金证券研究所



来源：Wind、国金证券研究所



图表 14: 制造业新增就业与 ISM 制造业 PMI 就业指数

图表 15: 私人服务新增就业与 ISM 服务业 PMI 就业指数



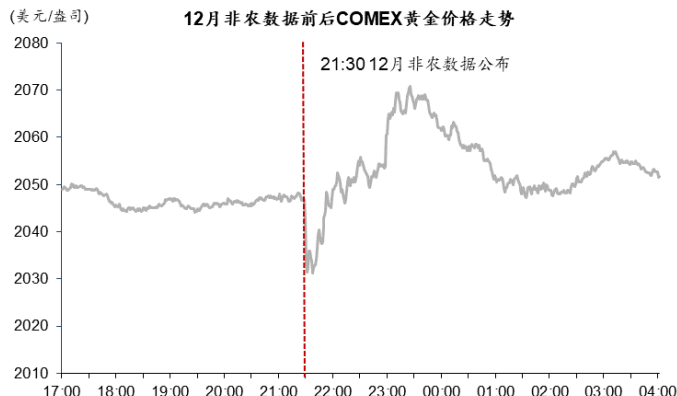
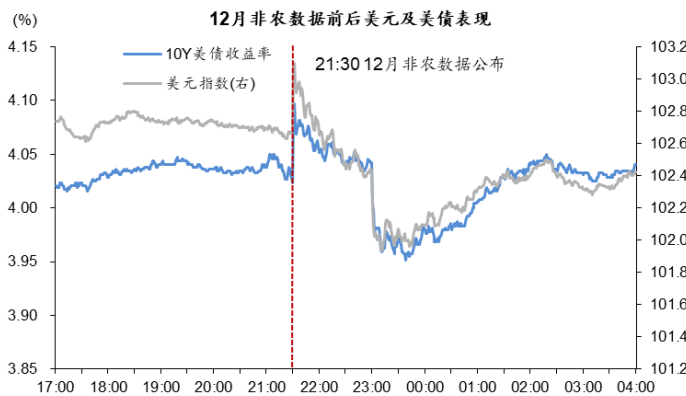
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

非农数据发布后,美元指数、美债收益率剧烈波动,黄金下挫。北京时间 1 月 5 日 21:30,美国非农就业数据公布,由于就业超预期强劲,薪资增长快于预期,失业率低于预期,且 1 天前公布的 ADP 表现亮眼,削弱了美联储 2024 年迅速降息的预期,美元指数、美债收益率盘中拉升,黄金快速下挫,但由于此前 11 次非农报告中有 10 次新增就业被下修,且劳动力供给明显下滑,市场消化了影响,之后美元指数、美债收益率大幅回落,黄金大幅上涨。随后 23:00 美国 ISM 服务业 PMI 数据超预期回落,其中,就业分项指数还创三年多以来新低,释放劳动力市场下持续降温的信号,对冲了非农就业的影响。

图表 16: 非农公布后,美元、美债上蹿下跳

图表 17: 非农公布后,黄金快速下挫,之后大幅上涨



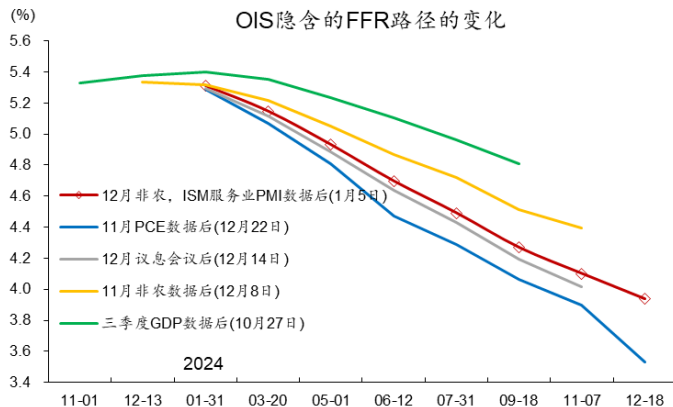
来源: Bloomberg、国金证券研究所

来源: Bloomberg、国金证券研究所

期货市场隐含利率小幅上升。非农数据远超市场预期,在非农数据公布后、ISM 服务业 PMI 数据公布前,OIS 隐含的联邦基金利率较数据公布前小幅抬升。截至 1 月 7 日,CME FedWatch 数据显示,市场已定价美联储 1 月会议基本按兵不动,3、5、6、9、11、12 这 6 个月分别降息 25 个基点,全年降息 6 次,共计降息约 150 个 BP,其中,3 月降息的概率为 62%,降息预期较为激进,短期内或存在反弹风险,关注 1 月 11 日美国 12 月 CPI 数据。



图表18: 数据公布后, OIS 隐含加息预期小幅抬升



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表19: 截至1月7日, 市场预期2024全年降息6次

区间/日期	24-01	24-03	24-05	24-06	24-07	24-09	24-11	24-12
525-550	94	34	8	0	0	0	0	0
500-525	6	62	40	9	2	0	0	0
475-500	0	4	49	41	14	3	1	0
450-475	0	0	3	47	42	17	8	3
425-450	0	0	0	3	40	42	26	12
400-425	0	0	0	0	3	36	39	29
375-400	0	0	0	0	0	2	24	36
350-375	0	0	0	0	0	0	1	19
325-350	0	0	0	0	0	0	0	1

来源: Bloomberg、国金证券研究所

风险提示

1. 地缘政治冲突升级。俄乌冲突尚未终结, 巴以冲突又起波澜。地缘政治冲突或加剧原油价格波动, 扰乱全球“去通胀”进程和“软着陆”预期。
2. 美联储再次转“鹰”。当前市场一致预期认为, 美联储加息周期大概率已经结束。但 FOMC 成员对此仍存在分歧, 美国劳动力市场边际转弱的趋势能否延续仍具有不确定性。
3. 金融条件加速收缩。虽然海外加息周期渐进尾声, 但缩表仍在继续, 实际利率仍将维持高位, 银行信用仍处在收缩周期, 信用风险事件发生的概率趋于上行。



特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-85950438	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮编: 100005	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	地址: 北京市东城区建国内大街 26 号	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址: 深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究