

美国 1 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

劳动力市场“均衡化”任重道远——1月美国非农数据点评

事件:

北京时间 2 月 2 日 21:30, 美国 BLS 公布 1 月非农数据。1 月新增非农就业 35.3 万, 预期 18 万, 前值 21.6 万上修至 33.3 万, 2023 年月均 25.5 万。

美国 1 月非农就业超预期激增, 薪资增长强劲, 失业率保持 3.7% 低位

美国 1 月新增非农就业人数 35.3 万, 远超预期 18 万, 为 2023 年 2 月以来最大增幅, 也远超过去 12 个月均值 (25.5 万)。其中, 教育及健康服务、专业及商业服务、零售贸易和政府等行业的就业岗位继续增加, 而采矿业的就业岗位有所减少。11 月和 12 月新增非农就业人数合计较修正前增加 12.6 万, 2023 年全年平均上修 3.0 万/月。

美国 1 月非农私人部门平均时薪为 34.6 美元, 同比 4.5%, 预期 4.1%, 前值 4.1% 上修至 4.3%, 过去 12 个月的平均值为 4.5%; 环比 0.6%, 高于预期 0.3%, 前值 0.4%, 增幅创 2022 年 4 月以来最高。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, 但 1 月主要是服务业带动私人部门薪资增速更强劲。

失业率和劳动参与率保持不变, 但周度工作时长下降, 就业市场依然有韧性但处于持续降温进程。1 月失业率连续第三个月为 3.7%, 低于预期 3.8%; 劳动参与率持平前值 62.5%, 预期 62.6%; 就业率 60.2%, 前值 60.1%。私人非农每周工作小时数连续第二个月下降, 为 34.1 小时/周, 降至 2020 年 4 月以来的最低水平, 可能与寒冬风暴有关。

劳动力市场“均衡化”过程尚未完成, 是后续“再通胀”的一个“隐忧”

往年来看, 相比其他月份, 1 月新增非农就业 (季调后) 往往波动较大。对人口估计的年度修正, 1 月 16-24 岁青年人总人口减少 59.8 万, 青年人劳动力人口减少 29.3 万 (就业人口减少 12.8 万, 失业人口减少 16.4 万), 青年人失业率由 12 月的 7.9% 下降至 1 月的 7.3%。职位空缺率的下降或是失业率上行的前提。

美国劳动力市场“均衡化”过程尚未完成, 是后续“再通胀”的一个“隐忧”。经验上, 经济软着陆和美联储降息背景下, 劳动力市场越紧张, 再通胀风险越大。上世纪 60 年代以来, 美国经济共出现过 3 次“软着陆”, 并且在美联储降息之后都出现了再通胀现象, 具体的时间线是: 去通胀-美联储降息-经济复苏 (软着陆)-再通胀-美联储二次加息。

美元指数、美债收益率直线上行, 黄金持续下挫, OIS 隐含利率小幅微升。非农就业超预期激增, 薪资增长更为强劲, 失业率连续第三个月保持 3.7% 低位, 削弱了美联储 3 月降息的预期, 互换市场不再完全定价美联储 5 月降息。截至 2 月 3 日, CME FedWatch 数据显示, 市场定价美联储 5 月降息的概率为 60%。

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 1 月非农就业超预期激增，薪资增长强劲，失业率保持 3.7% 低位	3
二、劳动力市场“均衡化”过程尚未完成，是后续“再通胀”的一个“隐忧”	5
风险提示	8

图表目录

图表 1: 美国 1 月非农就业超预期激增	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: 美国 1 月 ADP 新增就业	3
图表 4: 专业和商业服务职位空缺增加	4
图表 5: 教育及健康服务、零售贸易辞职人数有所减少	4
图表 6: 美国 1 月非农私人部门薪资增长强劲	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 1 月失业率和劳动参与率持平前值	5
图表 10: 新增非农就业 (季调前)	6
图表 11: 1 月季调因子	6
图表 12: 贝弗里奇曲线垂直下移的同时也开始右偏	6
图表 13: 职位空缺率进一步下行才会推动失业率走高	6
图表 14: 1960 年代的软着陆与再通胀 (案例一)	7
图表 15: 1990 年代的软着陆与再通胀 (案例二)	7
图表 16: 非农公布后，美元、美债直线上行	7
图表 17: 非农公布后，黄金持续下挫	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 2 月 3 日，市场预期 2024 全年降息 6 次	8

事件: 北京时间 2 月 2 日 21:30, 美国 BLS 公布 1 月非农数据。1 月新增非农就业 35.3 万, 预期 18 万, 前值由 21.6 万上修至 33.3 万, 2023 年月均 25.5 万。



一、美国 1 月非农就业超预期激增，薪资增长强劲，失业率保持 3.7% 低位

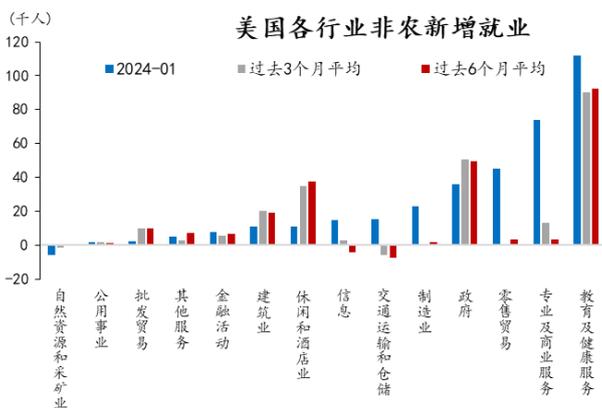
美国 1 月新增非农就业人数 35.3 万 (季调后¹)，远超预期 (18 万)，为 2023 年 2 月以来最大增幅，也远超过过去 12 个月均值 (25.5 万)。行业结构上，教育及健康服务 (+11.2 万)、专业及商业服务 (+7.4 万)、零售贸易 (+4.5 万) 和政府 (+3.6 万) 等行业的就业岗位继续增加，而自然资源和采矿业 (-0.6 万) 的就业岗位有所减少。11 月、12 月新增非农就业人数分别从 17.3 万上修至 18.2 万、从 21.6 万上修至 33.3 万，11 月和 12 月合计较修正前增加 12.6 万。2023 年全年，新增非农就业平均上修 3.0 万/月。

图表 1: 美国 1 月非农就业超预期激增

行业	就业总人数占比 (%)	新增非农就业人数_季调(千人)																			
		24-01	预期值	环比变化 (1M)	过去3M均值	过去6M均值	过去12M均值	23-12	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%	353.0	180.0	↑	20.0	↑	226.7	220.0	254.7	333.0	182.0	165.0	246.0	210.0	184.0	240.0	303.0	278.0	146.0	287.0	482.0
私人部门	85.4%	317.0	155.0	↑	39.0	↑	176.0	170.3	197.3	278.0	152.0	98.0	196.0	150.0	148.0	185.0	254.0	231.0	91.0	226.0	359.0
商品生产	13.8%	28.0			-5.0	↓	19.7	21.0	22.9	33.0	36.0	-10.0	27.0	33.0	7.0	42.0	14.0	33.0	-12.0	26.0	46.0
自然资源及采矿业	0.4%	-6.0			-7.0	↓	-1.3	-0.2	0.9	1.0	-4.0	-1.0	1.0	0.0	2.0	0.0	3.0	4.0	2.0	2.0	1.0
建筑业	5.2%	11.0			-13.0	↓	20.3	19.3	20.2	24.0	15.0	22.0	13.0	31.0	11.0	33.0	16.0	20.0	-6.0	26.0	37.0
制造业	8.2%	23.0	5.0	↑	15.0	↓	0.7	1.8	1.8	8.0	25.0	-31.0	13.0	2.0	-6.0	9.0	-5.0	9.0	-8.0	-2.0	8.0
耐用消费品	5.2%	4.0			-9.0	↓	5.7	6.3	5.6	13.0	37.0	-33.0	9.0	3.0	9.0	19.0	1.0	10.0	-1.0	0.0	0.0
非耐用消费品	3.1%	19.0			24.0	↑	-5.0	-4.5	-3.8	-5.0	-12.0	2.0	4.0	-1.0	-15.0	-10.0	-6.0	-1.0	-7.0	-2.0	8.0
服务业	71.6%	289.0			44.0	↑	156.3	149.3	174.4	245.0	116.0	108.0	169.0	117.0	141.0	143.0	240.0	198.0	103.0	200.0	313.0
批发贸易	3.9%	2.1			-8.6	↓	9.8	9.8	8.3	10.7	6.9	11.9	11.7	1.5	16.3	1.4	7.2	-1.0	9.2	12.5	11.2
零售贸易	9.9%	45.2			2.0	↑	0.5	3.3	10.7	43.2	-42.9	1.3	18.2	-5.6	5.6	-5.5	13.3	6.4	-27.2	88.5	33.6
交通运输和仓储	4.2%	15.5			13.9	↑	-5.8	-7.7	-4.1	1.6	-10.5	-8.5	9.2	-27.5	-10.7	-12.1	19.9	7.2	-16.1	-21.4	20.0
公用事业	0.4%	1.8			-0.5	↓	1.8	1.4	1.3	2.3	1.6	1.5	2.0	2.8	-1.7	0.9	0.8	1.9	2.5	0.7	0.1
信息	1.9%	15.0			-3.0	↓	3.0	-4.3	-6.5	18.0	17.0	-26.0	11.0	-18.0	-28.0	-7.0	-3.0	-1.0	5.0	-18.0	-28.0
金融活动	5.9%	8.0			-5.0	↓	5.7	6.5	7.9	13.0	4.0	0.0	0.0	4.0	18.0	9.0	13.0	29.0	4.0	1.0	0.0
专业及商业服务	14.6%	74.0			39.0	↑	13.3	3.5	14.3	35.0	10.0	-5.0	-1.0	-1.0	-17.0	7.0	49.0	30.0	18.0	8.0	38.0
教育及健康服务	16.5%	112.0			28.0	↑	90.3	92.3	88.2	84.0	110.0	77.0	81.0	93.0	109.0	77.0	91.0	79.0	62.0	62.0	133.0
休闲和酒店业	10.7%	11.0			-27.0	↓	35.0	37.5	46.5	38.0	10.0	57.0	27.0	52.0	41.0	60.0	39.0	42.0	35.0	67.0	90.0
其他服务	3.7%	5.0			6.0	↑	2.7	7.0	7.8	-1.0	10.0	-1.0	9.0	16.0	9.0	12.0	10.0	4.0	11.0	0.0	15.0
政府	14.6%	36.0			-9.0	↓	50.7	49.7	57.3	55.0	30.0	67.0	50.0	60.0	36.0	55.0	49.0	47.0	55.0	61.0	123.0

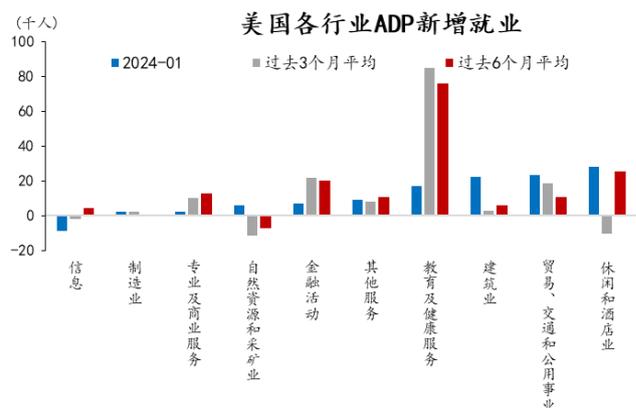
来源: BLS、CEIC、国金证券研究所

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、CEIC、国金证券研究所

图表 3: 美国 1 月 ADP 新增就业

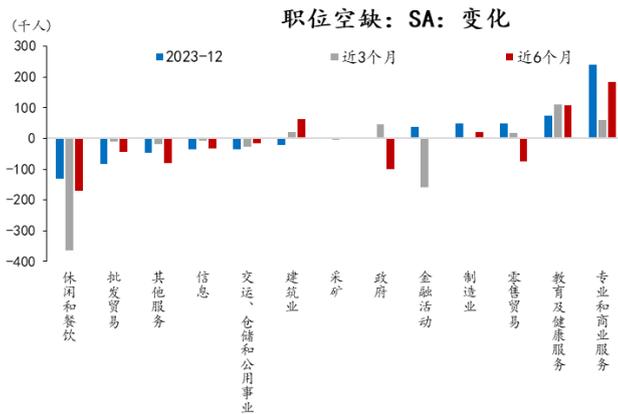


来源: CEIC、国金证券研究所

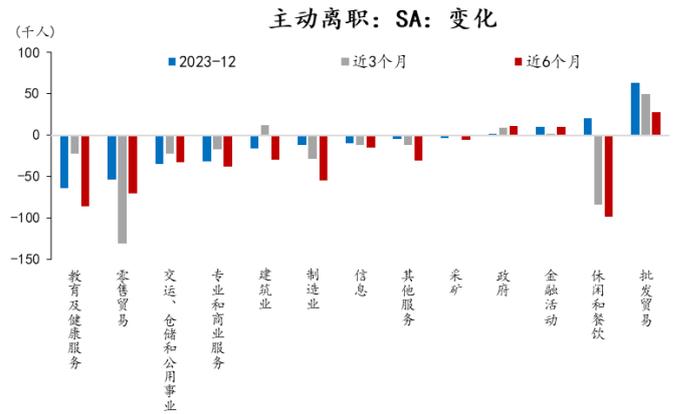
¹ 若非特殊说明，均为季调后数据。



图表4: 专业和商业服务职位空缺增加



图表5: 教育及健康服务、零售贸易辞职人数有所减少



来源: BLS、CEIC、国金证券研究所

来源: BLS、CEIC、国金证券研究所

平均时薪增速反弹至 4.5%，主要由服务业驱动。美国 1 月非农私人部门平均时薪为 34.6 美元，同比 4.5%，高于预期 4.1%，前值 4.1% 上修至 4.3%，过去 12 个月的平均值为 4.5%；环比 0.6%，高于预期 0.3%，前值 0.4%，增幅创 2022 年 4 月以来最高。

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，但 1 月主要是服务业带动私人部门薪资增速更强劲。行业结构上，交通运输和仓储、采矿业、耐用消费品制造业的平均时薪同比增幅领涨，采矿业、专业及商业服务、教育及健康服务的平均时薪环比增幅领涨，同比和环比均加快的行业包括教育及健康服务等。

图表6: 美国 1 月非农私人部门薪资增长强劲

行业	平均时薪_季调_同比(%)										平均时薪_季调_环比(%)										
	24-01	预期值	环比变化(1M)	过去12M均值	23-12	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07	24-01	预期值	环比变化(1M)	过去12M均值	23-12	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07	
私人部门	4.5	4.1	↑	4.5	4.3	4.3	4.3	4.5	4.5	4.7	0.6	0.3	↑	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2	0.4	
商品生产	5.2		↓	5.0	5.5	5.3	5.1	5.4	5.3	5.4	0.2		↓	0.3	0.4	0.5	0.6	0.3	0.4	0.2	0.6
自然资源及采矿业	5.8		↑	5.8	5.7	5.9	6.4	6.6	5.5	5.0	0.8		↑	0.4	0.5	0.4	0.0	-0.2	1.2	0.2	0.4
建筑业	5.2		↑	5.2	4.8	5.0	5.0	5.0	5.3	5.5	0.6		↑	0.2	0.4	0.3	0.5	0.5	0.2	0.2	0.8
制造业	5.0		↓	4.7	5.6	5.3	4.9	5.2	5.0	5.3	0.0		↓	0.6	0.5	0.6	0.6	0.2	0.4	0.1	0.6
耐用消费品	5.4		↓	4.5	6.0	5.1	4.8	4.9	4.7	5.0	0.0		↓	0.7	0.5	0.7	0.7	0.4	0.5	0.1	0.5
非耐用消费品	4.0		↓	5.0	4.7	5.2	5.0	5.7	5.5	5.6	0.1		↓	0.2	0.4	0.3	0.5	0.0	0.4	0.0	0.6
服务业	4.4		↑	4.4	4.1	4.0	4.0	4.3	4.4	4.5	0.6		↑	0.3	0.3	0.4	0.4	0.2	0.3	0.2	0.4
批发贸易	2.8		↓	4.7	3.8	4.4	3.6	5.2	5.3	4.5	0.2		↓	0.1	0.3	0.3	0.1	-0.2	0.4	0.5	-0.1
零售贸易	3.1		↓	4.0	3.4	2.6	3.1	4.1	3.9	3.8	0.1		↓	0.6	0.3	0.7	0.1	-0.1	0.3	0.3	0.2
交通运输和仓储	6.6		↑	5.4	6.5	6.0	5.7	5.3	5.4	5.8	0.6		→	0.5	0.6	0.7	0.6	0.5	0.3	0.2	
公用事业	3.9		↓	5.1	4.0	4.5	4.1	4.2	5.0	5.9	0.5		↑	0.4	0.3	0.1	0.4	0.3	0.2	-0.6	0.7
信息	3.1		→	3.9	3.1	3.3	2.2	1.4	2.3	3.6	0.0		↓	0.1	0.3	0.2	0.9	0.6	0.0	0.3	0.2
金融活动	5.3		↑	4.6	5.1	5.4	5.1	5.1	5.3	4.6	0.6		↑	0.2	0.4	0.4	0.5	0.1	0.5	0.8	0.6
专业及商业服务	4.6		↑	4.5	4.3	4.2	4.3	4.4	4.4	4.7	0.7		↑	0.2	0.4	0.4	0.5	0.3	0.2	0.0	0.5
教育及健康服务	3.7		↑	4.1	3.3	3.5	3.9	4.2	3.8	3.8	0.7		↑	0.5	0.3	0.1	0.1	0.2	0.5	0.2	0.3
休闲和酒店业	4.4		↑	5.5	4.1	4.5	4.8	4.7	5.0	5.2	0.4		↑	0.1	0.3	0.3	0.3	0.6	0.0	0.2	0.2
其他服务	5.6		↓	5.2	5.8	5.1	5.5	5.4	5.8	5.4	0.5		→	0.5	0.6	0.3	0.4	0.2	0.5	0.4	

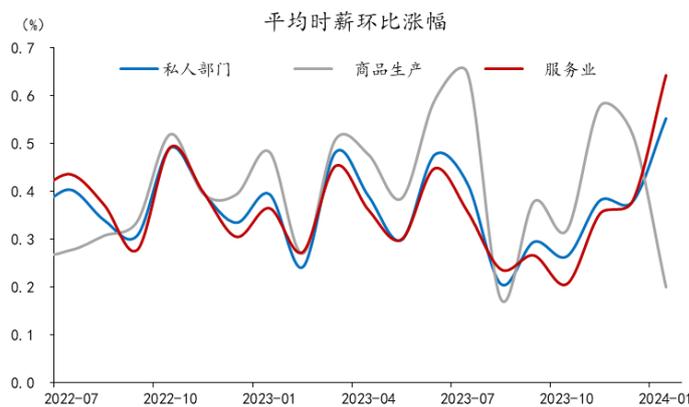
来源: BLS、CEIC、国金证券研究所



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、CEIC、国金证券研究所

来源: BLS、CEIC、国金证券研究所

失业率和劳动参与率保持不变,但周度工作时长下降,就业市场依然有韧性但处于持续降温进程。1月失业率连续第三个月为3.7%,低于预期3.8%;劳动参与率持平前值62.5%,预期62.6%;就业率60.2%,前值60.1%。尽管非农就业人数激增,劳动参与率保持稳定,但私人非农每周工作小时数连续第二个月下降,为34.1小时/周,降至2020年4月以来的最低水平,可能与1月美国寒冬风暴导致大量劳工无法上班有关。

图表9: 美国1月失业率和劳动参与率持平前值

指标	失业/就业_季调(%)															
	24-01	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	23-12	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07	23-06	23-05	
失业率(U3)	3.7	3.8	↓	0.0	-0.1	0.2	40.6	20.1	3.7	3.7	3.8	3.8	3.8	3.5	3.6	3.7
U3: 全职	3.6			-0.2	-0.1	0.2	37.2	18.4	3.8	3.7	3.7	3.6	3.7	3.4	3.5	3.6
U3: 兼职	4.2			0.4	-0.4	0.1	38.9	21.0	3.8	3.9	4.6	4.3	4.4	4.1	4.0	4.0
U1	1.3			-0.1	-0.1	0.0	33.8	16.8	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4	1.3	1.2	1.2
U2	1.8			0.0	-0.1	0.2	49.1	26.0	1.8	1.8	1.9	1.7	1.8	1.6	1.7	1.8
U4	3.9			0.0	-0.2	0.2	28.8	14.2	3.9	4.0	4.1	4.0	4.0	3.7	3.8	3.9
U5	4.6			0.0	0.0	0.3	45.7	22.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.3	4.4	4.5
U6	7.2			0.1	0.0	0.5	49.1	24.3	7.1	7.0	7.2	7.0	7.1	6.7	6.9	6.8
劳动参与率	62.5	62.6	↓	0.0	-0.2	-0.1	57.6	29.4	62.5	62.8	62.7	62.8	62.8	62.6	62.6	62.6
男性	67.9			-0.2	-0.1	-0.1	37.2	18.4	68.1	68.4	68.0	68.3	68.2	68.0	68.1	68.1
女性	57.5			0.4	-0.1	0.1	83.0	90.7	57.1	57.4	57.6	57.5	57.6	57.4	57.3	57.3
就业率	60.2			0.1	-0.1	-0.2	59.3	66.3	60.1	60.4	60.3	60.4	60.4	60.4	60.3	60.3
男性	65.2			-0.3	0.0	-0.3	37.2	25.2	65.5	65.7	65.2	65.5	65.5	65.5	65.6	65.5
女性(美国)	55.5			0.5	0.0	0.0	83.0	91.5	55.0	55.4	55.5	55.5	55.6	55.5	55.3	55.3

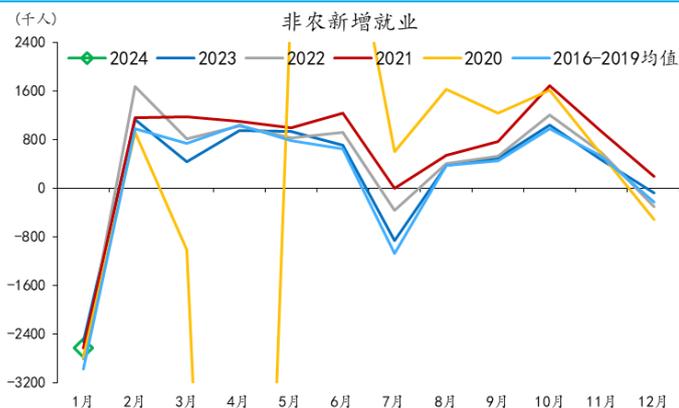
来源: BLS、CEIC、国金证券研究所

二、劳动力市场“均衡化”过程尚未完成,是后续“再通胀”的一个“隐忧”

往年来看,相比其他月份,1月的新增非农就业(季调后)往往波动较大。每年1月的新增非农就业(未季调)往往为负,2016-2023年1月月均新增-283.1万,2024年为-263.5万;但是,1月的季调因子往往较大,2016-2023年季调因子1月月均为309.7万,2024年为298.8万;从而使得1月的新增非农就业(季调后)往往波动较大。

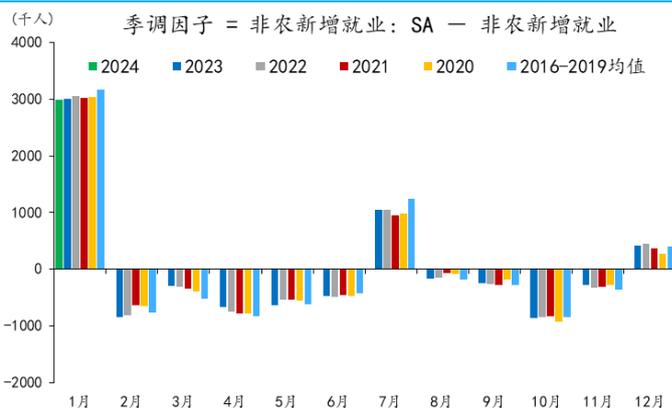


图表10: 新增非农就业 (季调前)



来源: CEIC、国金证券研究所

图表11: 1月季调因子

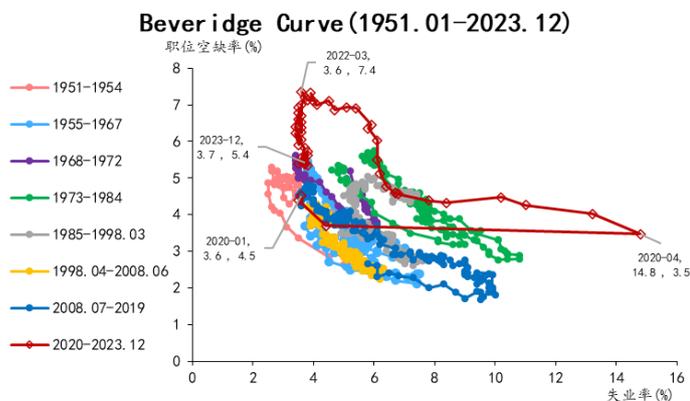


来源: CEIC、国金证券研究所

失业和就业方面, 1月调查劳动力人口减少17.5万(其中, 就业人口减少3.1万, 失业人口减少14.4万), 总人口减少45.1万, 因此, 失业率与劳动参与率均保持不变, 就业率略升0.1个百分点至60.2%。其中, 16-24岁青年人失业率由12月的7.9%下降至1月的7.3%, 主因对人口估计的年度修正, 1月青年人总人口减少59.8万, 青年人劳动力人口减少29.3万(就业人口减少12.8万, 失业人口减少16.4万)。

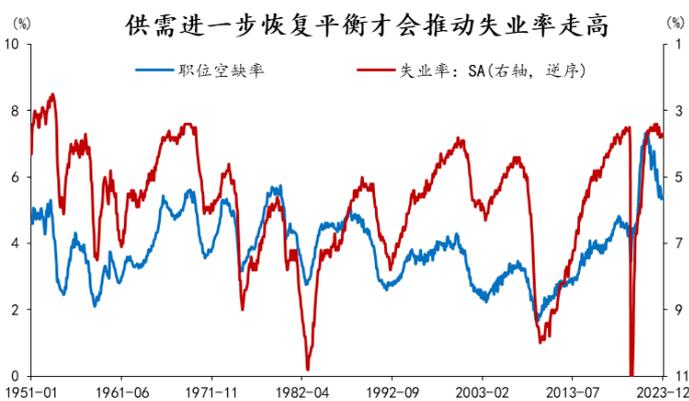
职位空缺率的下降或是失业率上行的前提。12月职位空缺意外上升, 职位空缺率5.4%, 前值5.3%, 2022年3月以来, 贝弗里奇曲线表现为垂直下移态势(职位空缺率下降并未带动失业率的走高), 但是往后看, 随着劳动力市场持续降温, 贝弗里奇曲线垂直下移的同时也开始右偏, 后续随着职位空缺率的下行, 失业率存在明显上升的可能性。

图表12: 贝弗里奇曲线垂直下移的同时也开始右偏



来源: CEIC、国金证券研究所

图表13: 职位空缺率进一步下行才会推动失业率走高



来源: CEIC、国金证券研究所

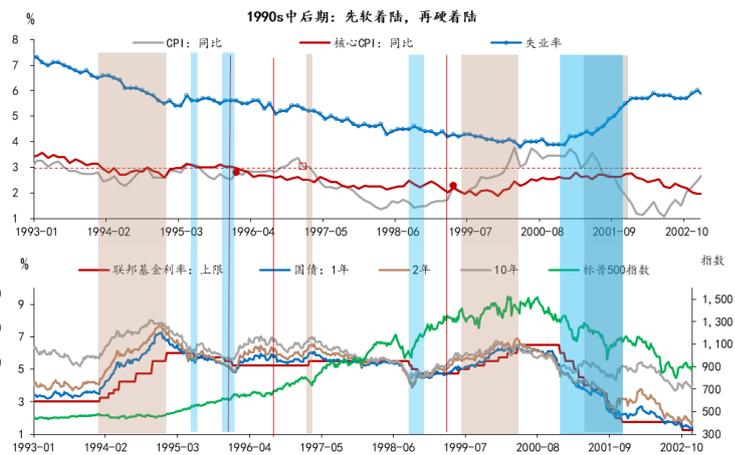
劳动力市场“均衡化”过程尚未完成, 是后续“再通胀”的一个“隐忧”。经验上, 经济软着陆和美联储降息背景下, 劳动力市场越紧张, 再通胀风险越大。上世纪60年代以来, 在美联储加息背景下, 美国经济共出现过3次“软着陆”: 1965-67年、1983-84年和1993-94年, 并且在美联储降息之后都出现了再通胀现象, 具体的时间线是: 去通胀-美联储降息-经济复苏(软着陆)-再通胀-美联储二次加息。

具体到这一次而言, 确实可能出现1960年代或1990年代(中期或末期)的情形(1983-84年案例参考价值偏低): 在降息一段时间后, 美国经济或面临再通胀风险, 进而限制美联储进一步降息的空间, 甚至可能引发美联储重新加息。



图表 14: 1960 年代的软着陆与再通胀 (案例一)

图表 15: 1990 年代的软着陆与再通胀 (案例二)



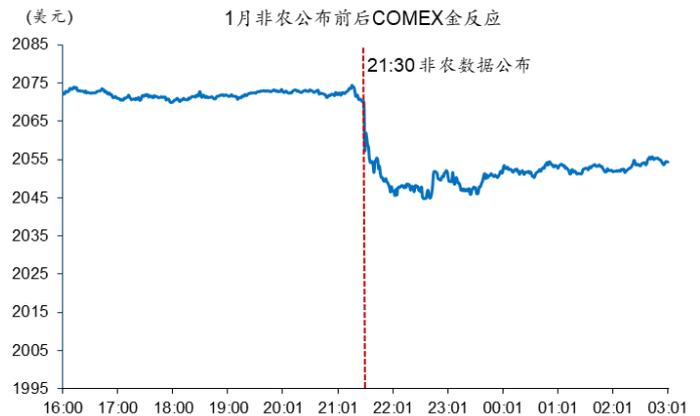
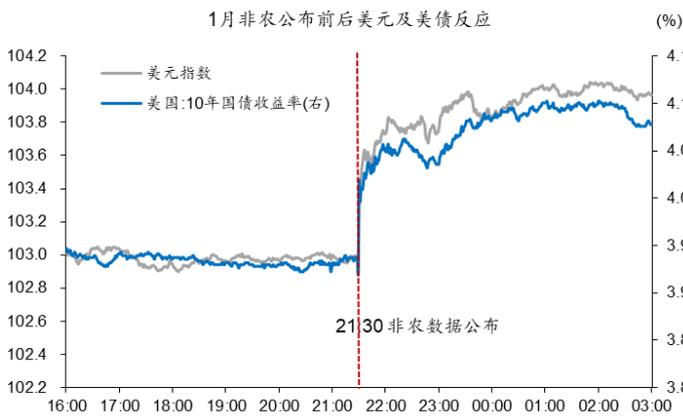
来源: 美联储、Wind、国金证券研究所

来源: 美联储、Wind、国金证券研究所

非农数据发布后, 美元指数、美债收益率直线上行, 黄金持续下挫。北京时间 2 月 2 日 21:30, 美国非农就业数据公布, 由于就业超预期激增, 薪资增长更为强劲, 失业率连续第三个月保持 3.7% 低位, 削弱了美联储 3 月降息的预期, 互换市场不再完全定价美联储 5 月降息, 美国 10 年期国债收益率日内上涨 10 个基点至 3.97%, COMEX 金短线走低近 13 美元报 2057.5 美元/盎司, 美股三大股指期货短线跳水。

图表 16: 非农公布后, 美元、美债直线上行

图表 17: 非农公布后, 黄金持续下挫



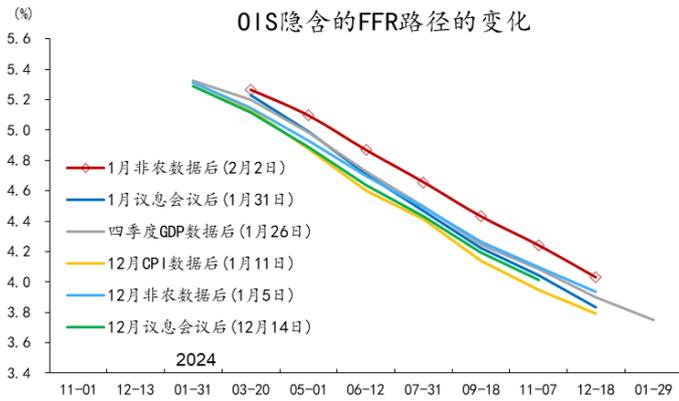
来源: Bloomberg、国金证券研究所

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, OIS 隐含的联邦基金利率较数据公布前小幅抬升。截至 2 月 3 日, CME FedWatch 数据显示, 市场定价美联储 3 月保持利率不变的概率为 62%, 5 月降息的概率为 60%, 后续关注 2 月 13 日美国 1 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2月3日, 市场预期2024全年降息6次

区间/日期	24-03	24-05	24-06	24-07	24-09	24-11	24-12
525-550	62	6	0	0	0	0	0
500-525	38	60	5	0	0	0	0
475-500	0	34	51	6	0	0	0
450-475	0	0	39	51	5	2	0
425-450	0	0	6	38	50	23	5
400-425	0	0	0	6	39	45	26
375-400	0	0	0	0	6	26	43
350-375	0	0	0	0	0	4	23
325-350	0	0	0	0	0	0	3

来源: Bloomberg、FedWatch、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