

美国 2 月 CPI 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

停滞的“去通胀”——2月美国 CPI 数据点评

事件:

北京时间 3 月 12 日 20:30, 美国 BLS 公布 2 月 CPI 数据。2 月季调后 CPI 同比 3.2%, 预期 3.1%, 前值 3.1%。数据再超预期, 核心服务保持粘性。

美国 2 月 CPI 再超预期, 核心服务保持粘性

美国 2 月 CPI (季调后) 同比 3.2%, 预期 3.1%, 前值 3.1%; CPI 环比 0.4%, 预期 0.4%, 前值 0.3%。核心 CPI 同比 3.8%, 预期 3.7%, 前值 3.9%, 为 2021 年 5 月以来新低; 核心 CPI 环比 0.36%, 预期 0.3%, 前值 0.39%, 环比年化 4.4%。整体 CPI 反弹主因是能源、二手车和卡车。核心 CPI 继续超预期主因核心服务保持粘性。

2 月商品分项 CPI 同比 0.3%, 前值 0.1%, 同比有所反弹主要源于能源商品和核心非耐用品价格的大幅上涨。食品价格同比、环比均继续下行; 能源商品同比有所反弹, 环比大幅转正; 核心商品同比继续通缩, 环比转正。核心商品中, 二手车和卡车同比、环比均边际大幅回升, 烟草同比继续保持高位, 服装、医疗和烟草环比大幅回升。

2 月服务业 CPI 同比 5.0%, 前值 5.0%。分项上, 除能源、医疗服务外, 其它分项继续处于去通胀过程中。能源服务同比反弹、环比有所回落; 核心服务同比、环比均继续下行, 但保持韧性。房租仍是通胀的最大贡献分项, 拉动了服务业 CPI 3.2%, 贡献率 64% (前值 67%); 扣除房租之后的服务业 CPI 3.9%, 前值 3.6%。

“去通胀”存在拖尾效应, 但持续进行

长期通胀 (同比) 压力持续好转, 但短期通胀 (6M 环比年化) 继续反弹。从扩散指数来看, 同比通胀超过 3%、5% 和 10% 的细分科目数量继续减少, 但 6M 环比年化通胀的细分科目数量相比 1 月有所增加。核心 CPI 同比继续缓慢下降, “去通胀”一直在持续进行, 但通胀趋稳且具粘性。核心 CPI 3 个月和 6 个月环比年化继续走高。

住房和超级核心服务通胀放缓有助于核心通胀下行。一方面, 在租金边际变化下, 住房 (主要是租金和 OER) 通胀自 2023 年 3 月以来一直处于下行趋势中, 今年大概率会继续放缓。另一方面, 劳动力市场的再平衡和薪资增速放缓, 往会对通胀产生抑制作用, 后续随着薪资增速的进一步放缓, “工资-通胀”链条下、超级核心服务通胀有望继续下行。

CPI 数据发布后, 美元指数、美债收益率短线飙升, 黄金短线下挫。由于通胀再次超预期, 加强了美联储在近期内推迟降息的理由。截至 3 月 13 日, CME FedWatch Tool 显示, 市场定价美联储 3 月会议基本按兵不动的概率升至 99%, 5 月维持利率不变的概率升至 84%, 6 月首次降息的概率为 57%, 全年降息 3 次。

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 2 月 CPI 再超预期，核心服务保持粘性	3
二、“去通胀”存在拖尾效应，但持续进行	5
风险提示	8

图表目录

图表 1： 美国 2 月 CPI 同比、环比及其结构	3
图表 2： 核心服务保持韧性	3
图表 3： 能源、二手车、交通环比大幅反弹	3
图表 4： 能源、二手车拉动整体 CPI 同比反弹	4
图表 5： 能源商品、二手车拉动整体 CPI 环比大幅反弹	4
图表 6： 商品 CPI 同比有所反弹	4
图表 7： 能源商品和核心非耐用品同比反弹	4
图表 8： Manheim 指数和二手车通胀的领先-滞后关系	5
图表 9： Manheim 指数和二手车通胀的领先-滞后关系	5
图表 10： 住房仍是服务通胀的最大贡献分项	5
图表 11： 服务除交医疗外各分项继续处于去通胀	5
图表 12： 美国 CPI 通胀结构：扩散指数（同比）	6
图表 13： 美国 CPI 通胀结构：扩散指数(6M 环比年化)	6
图表 14： 核心通胀近几个月出现反弹	6
图表 15： 核心商品通缩可能已经结束	6
图表 16： 供应链逐渐正常化	6
图表 17： 超级核心服务环比仍处高位	6
图表 18： 房价指数对住房 CPI 影响的滞后性	7
图表 19： 工资增速与超级核心服务通胀	7
图表 20： CPI 公布后，美元、美债短线飙升	7
图表 21： CPI 公布后，黄金短线下挫	7
图表 22： CPI 公布后，OIS 隐含的 FFR 路径	8
图表 23： 截至 3 月 13 日，市场预期 2024 年降息 3 次	8



事件：北京时间 3 月 12 日 20:30，美国 BLS 公布 2 月 CPI 数据。2 月季调后 CPI 同比 3.2%，预期 3.1%，前值 3.1%。数据再超预期，核心服务保持粘性。

一、美国 2 月 CPI 再超预期，核心服务保持粘性

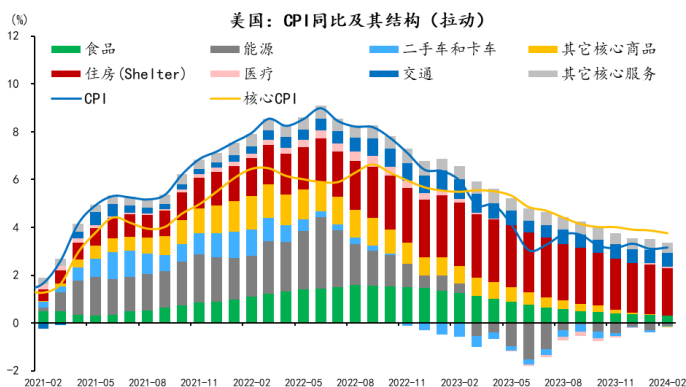
美国 2 月 CPI (季调后¹) 同比 3.2%，预期 3.1%，前值 3.1%；CPI 环比 0.4%，预期 0.4%，前值 0.3%，为 2023 年 9 月以来最大升幅。扣除食品和能源后，核心 CPI 同比 3.8%，预期 3.7%，前值 3.9%，为 2021 年 5 月以来新低，但连续第二个月超预期；核心 CPI 环比 0.36%，预期 0.3%，前值 0.39%，环比年化 4.4%。整体 CPI 反弹的原因主要是能源、核心商品下的二手车和卡车的贡献，2 月能源比 1 月多拉动 CPI 同比 0.19%，2 月二手车和卡车比 1 月多拉动 CPI 同比 0.05%。核心 CPI 继续超预期的主要原因是核心服务保持粘性，2 月核心服务拉动 CPI 同比 3%，其中住所拉动 2%。

图表 1：美国 2 月 CPI 同比、环比及其结构

CPI 分板	支出项目	权重 (%)	预期值	季调_同比 (%)					预期值	季调_环比 (%)						
				24-02	24-01	23-12	23-11	23-10		23-09	24-02	24-01	23-12	23-11	23-10	23-09
整体	CPI	100.0	3.1 ↑	3.2	3.1	3.3	3.1	3.2	3.7	0.4 →	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1	0.4
核心	核心CPI	79.8	3.7 ↑	3.8	3.9	3.9	4.0	4.0	4.1	0.3 ↑	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2	0.3
I	食品	13.6		2.2	2.6	2.7	2.9	3.3	3.7		0.0	0.4	0.2	0.2	0.3	0.2
I	能源	6.6		-1.7	-4.3	-1.8	-5.3	-4.4	-0.6		2.3	-0.9	-0.2	-1.6	-2.1	1.2
II	能源商品	3.5		-4.1	-6.8	-2.6	-9.6	-6.1	2.0		3.6	-3.2	-0.7	-3.8	-4.3	1.8
II	能源服务	3.2		0.5	-1.8	-0.9	0.0	-2.2	-3.5		0.8	1.4	0.3	1.0	0.4	0.3
I	核心商品 (即商品, 扣除食品和能源商品)	18.8		-0.3	-0.3	0.1	0.0	0.0	0.0		0.1	-0.3	-0.1	-0.2	0.0	-0.2
II	服装	2.5		0.0	0.0	1.2	1.4	2.7	2.4		0.6	-0.7	0.0	-0.6	0.0	-0.3
II	新车	3.7		0.4	0.7	1.0	1.4	1.9	2.5		-0.1	0.0	0.2	0.0	-0.1	0.2
II	二手车和卡车	1.9		-1.4	-3.3	-1.3	-3.7	-7.1	-8.0		0.5	-3.4	0.6	1.4	-0.4	-1.8
II	医疗商品	1.5		2.9	3.0	4.7	5.0	4.7	4.2		0.1	-0.6	-0.1	0.5	0.4	-0.3
II	酒精饮料	0.9		2.4	2.3	2.5	2.9	3.7	4.2		0.0	0.3	0.1	-0.1	0.3	0.6
II	烟草和香烟产品	0.5		7.1	7.4	7.8	7.7	7.2	5.6		0.8	0.3	-0.1	1.1	1.9	0.2
II	其它核心商品	7.8		-1.7	-1.2	-1.7	-1.1	-0.1	0.2		-0.1	0.5	-0.4	-0.9	-0.1	0.0
I	核心服务 (服务, 扣除能源服务)	61.0		5.2	5.4	5.3	5.5	5.5	5.7		0.5	0.7	0.4	0.5	0.3	0.5
II	住所 (Shelter)	36.2		5.8	6.1	6.2	6.5	6.7	7.2		0.4	0.6	0.4	0.4	0.3	0.6
III	主要住所租金	7.7		5.8	6.1	6.5	6.9	7.2	7.4		0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
III	业主等值房租	26.8		6.0	6.2	6.3	6.7	6.9	7.1		0.4	0.6	0.4	0.5	0.4	0.5
II	医疗服务	6.5		1.1	0.6	-0.5	-0.9	-2.0	-2.7		-0.1	0.7	0.5	0.5	0.2	0.2
III	医师服务	1.8		0.4	0.1	-0.6	-0.7	-1.2	-0.2		-0.2	0.6	0.2	0.6	-1.0	0.0
III	医院服务	2.0		6.1	6.7	5.5	6.3		4.5		-0.6	1.6	0.5	0.1	1.1	1.5
II	交通	6.3		10.0	9.7	9.6	10.1	9.2	9.0		1.4	1.0	0.1	1.0	0.9	0.7
III	机动车维护与修理	1.2		6.7	6.5	7.1	8.5	9.6	10.2		0.4	0.8	-0.3	0.3	0.2	0.2
III	机动车保险	2.8		20.6	20.6	20.3	19.2	19.2	18.8		0.9	1.4	1.7	1.2	1.9	1.4
III	机票	0.8		-6.1	-6.4	-9.4	-12.2	-13.2	-13.4		3.6	1.4	0.9	-0.2	0.7	0.2
III	其它核心服务	11.9		3.6	4.0	4.0	3.9	4.5	4.8		0.3	0.6	0.4	0.2	0.1	0.4

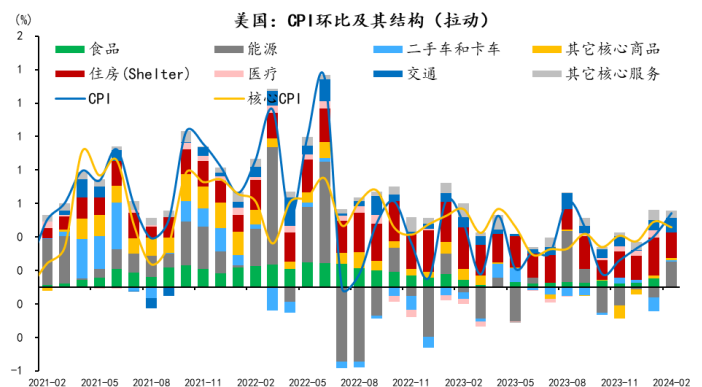
来源：CEIC、国金证券研究所

图表 2：核心服务保持韧性



来源：CEIC、国金证券研究所

图表 3：能源、二手车、交通环比大幅反弹



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: 能源、二手车拉动整体CPI同比反弹

20-02	24-02	对24-02	20-01	24-01	对24-01	24-02P1
权重(%)	同比(%)	环比(%)	权重(%)	同比(%)	环比(%)	同比拉动
100.0	3.2	—	100.0	3.1	—	0.06
核心CPI	3.8	3.0	79.4	3.9	3.1	-0.09
I 食品	13.5	2.2	0.3	13.5	2.6	0.3
II 能源	7.0	-1.7	-0.1	7.1	-4.3	-0.19
III 能源商品	3.6	-4.1	-0.1	3.6	-6.8	-0.2
III 能源服务	3.4	0.5	0.0	3.5	-1.8	-0.1
I 核心商品(即商品, 扣除食品和能源商品)	21.3	-0.3	-0.1	21.3	-0.3	-0.1
II 服装	2.6	0.0	0.0	2.5	0.0	0.0
II 新车	4.3	0.4	0.0	4.3	0.7	0.0
II 二手车和卡车	2.6	-1.4	0.0	2.6	-3.3	-0.1
II 医疗商品	1.5	2.9	0.0	1.5	3.0	0.0
II 酒精饮料	0.8	2.4	0.0	0.8	2.3	0.0
II 烟草和香烟产品	0.5	-1.1	0.0	0.5	7.4	0.0
II 其他核心商品	9.1	-1.7	-0.2	9.1	-1.2	-0.1
I 核心服务(服务, 扣除能源服务)	58.2	6.2	3.0	58.1	5.4	3.1
II 住所(Shelter)	34.5	5.8	2.0	34.4	6.1	2.1
III 主要住所租金	7.5	5.8	0.4	7.5	6.1	0.5
III 业主自住房租	25.4	6.0	1.5	25.4	6.2	1.6
II 医疗服务	6.5	1.1	0.1	6.6	0.6	0.0
II 医疗服务	1.8	0.4	0.0	1.8	0.1	0.0
II 医院服务	1.9	6.1	0.1	1.9	6.7	0.1
II 交通	5.8	10.0	0.6	5.8	9.7	0.6
III 机动车辆维护与维修	1.1	6.7	0.1	1.1	6.5	0.1
III 机动车辆保险	2.6	20.6	0.5	2.6	20.6	0.5
III 彩票	0.6	-6.1	0.0	0.6	-6.4	0.0
III 其他核心服务	11.4	3.6	0.4	11.3	6.0	0.5

来源: CEIC、国金证券研究所

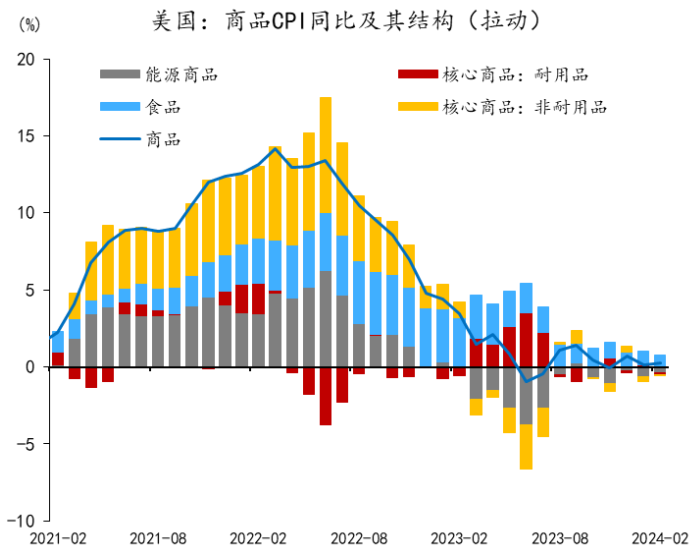
图表5: 能源商品、二手车拉动整体CPI环比大幅反弹

24-01	24-02	对24-02	20-12	24-01	对24-01	24-02P1
权重(%)	环比(%)	环比(%)	权重(%)	环比(%)	环比(%)	环比拉动
100.0	0.4	—	100.0	0.3	—	0.14
核心CPI	0.4	0.3	80.0	0.4	0.3	-0.03
I 食品	13.6	0.0	0.0	13.4	0.4	0.1
II 能源	6.6	2.3	0.2	6.6	-1.9	-0.1
III 能源商品	3.5	3.6	0.1	3.3	-2.2	-0.1
III 能源服务	3.2	0.8	0.0	3.3	1.4	0.0
I 核心商品(即商品, 扣除食品和能源商品)	18.8	0.1	0.0	20.7	-1.3	-0.1
II 服装	2.5	0.6	0.0	2.4	1.7	0.0
II 新车	3.7	-0.1	0.0	4.2	0.0	0.0
II 二手车和卡车	1.9	0.5	0.0	2.5	-3.4	-0.1
II 医疗商品	1.5	0.1	0.0	1.5	1.6	0.0
II 酒精饮料	0.9	0.0	0.0	0.8	0.3	0.0
II 烟草和香烟产品	0.5	0.8	0.0	0.5	0.3	0.0
II 其他核心商品	7.8	-0.1	0.0	8.7	0.5	0.0
I 核心服务(服务, 扣除能源服务)	61.0	0.5	0.3	59.3	0.7	0.4
II 住所(Shelter)	36.2	0.4	0.2	35.3	0.6	0.2
III 主要住所租金	7.7	0.5	0.0	7.8	0.4	0.0
III 业主自住房租	26.8	0.4	0.1	26.2	0.6	0.1
II 医疗服务	6.5	-0.1	0.0	6.4	0.7	0.0
II 医疗服务	1.8	-0.2	0.0	1.8	0.6	0.0
II 医院服务	1.9	0.0	0.0	2.0	0.6	0.0
II 交通	6.3	1.4	0.1	6.1	0.0	0.1
III 机动车辆维护与维修	1.2	0.4	0.0	1.1	0.8	0.0
III 机动车辆保险	2.8	0.9	0.0	2.9	0.4	0.0
III 彩票	0.8	3.6	0.0	0.5	4.4	0.0
III 其他核心服务	11.9	0.3	0.0	11.4	0.6	0.1

来源: CEIC、国金证券研究所

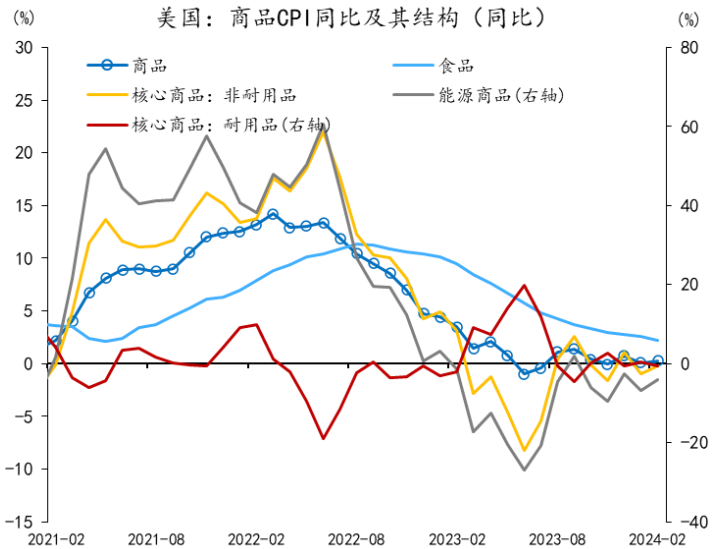
商品方面, 食品价格同比、环比均继续下行; 能源商品同比有所反弹, 环比大幅转正; 核心商品同比继续通缩, 环比转正。核心商品分项中, 二手车和卡车同比(-1.4%)、环比(0.5%)均边际大幅回升, 烟草产品(7.1%)同比继续保持高位, 服装(0.6%)、医疗(0.1%)和烟草(0.8%)商品环比大幅回升。具体来看, 2月商品分项CPI同比0.3%, 前值0.1%, 同比有所反弹主要源于能源商品和核心非耐用品价格的大幅上涨, 其中, 能源商品价格同比-4.1%、前值-6.8%, 核心非耐用品价格同比-0.2%、前值-1.0%。

图表6: 商品CPI同比有所反弹



来源: CEIC、国金证券研究所

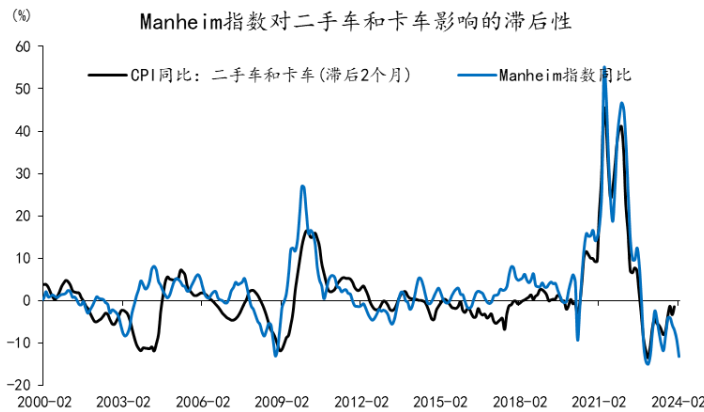
图表7: 能源商品和核心非耐用品同比反弹



来源: CEIC、国金证券研究所

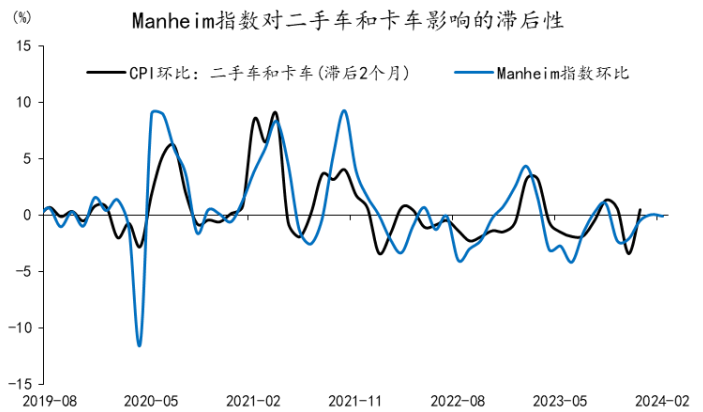


图表8: Manheim 指数和二手车通胀的领先-滞后关系



来源: CEIC、国金证券研究所

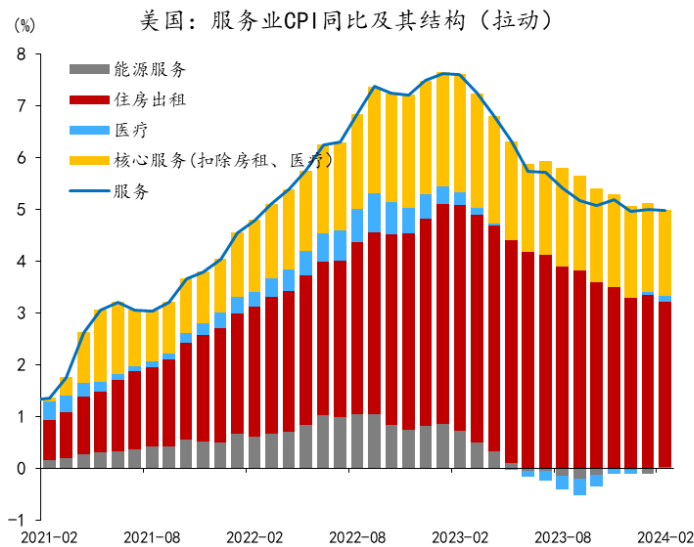
图表9: Manheim 指数和二手车通胀的领先-滞后关系



来源: CEIC、国金证券研究所

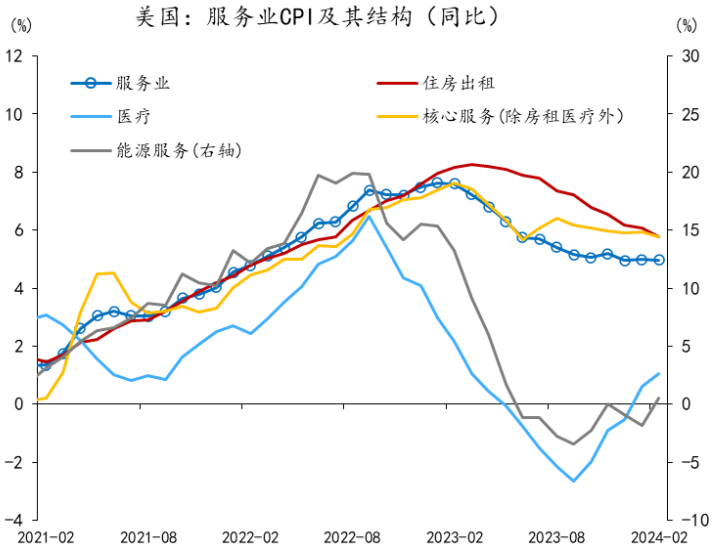
服务方面, 能源服务同比反弹、环比有所回落; 核心服务同比、环比均继续下行, 但保持韧性。核心服务分项中, 2月价格同比显著增长的有住所(5.8%)、交通(10.0%, 其中, 机动车保险 20.6%, 机动车维护 6.7%)和医院服务(6.1%); 环比显著上升的包括交通(1.4%, 其中, 机票 3.6%)和住所(0.4%)。具体来看, 2月服务业CPI同比 5.0%, 前值 5.0%, 通胀保持粘性, 除能源、医疗服务外, 各分项继续处于去通胀过程中。房租仍是通胀的最大贡献分项, 拉动了服务业CPI 3.2%, 贡献率 64% (前值 67%); 扣除房租之后的服务业CPI 3.9%, 前值 3.6%。

图表10: 住房仍是服务通胀的最大贡献分项



来源: BLS、CEIC、国金证券研究所

图表11: 服务除交医疗外各分项继续处于去通胀



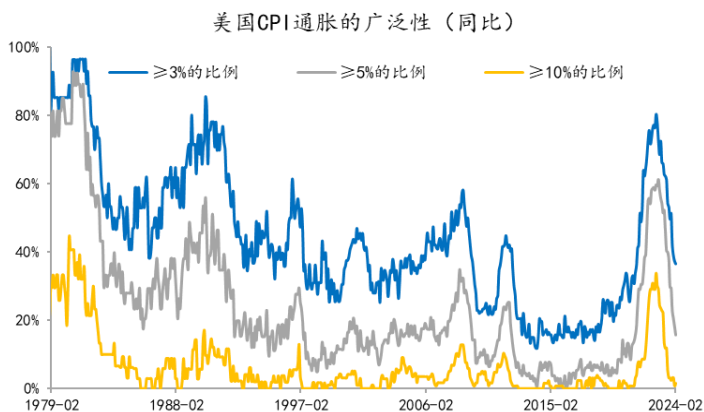
来源: BLS、CEIC、国金证券研究所

二、“去通胀”存在拖尾效应, 但持续进行

长期通胀(同比)压力持续好转, 但短期通胀(6M 环比年化)继续反弹。从扩散指数来看, 在CPI的127个细分科目中, 同比增速 $\geq 3\%$ 、 $\geq 5\%$ 和 $\geq 10\%$ 的科目数占比2月读数分别为36.5%、15.9%、1.6%, 即通胀率超过3%、5%和10%的细分科目数量分别为46、20、2个(1月分别为47、23、1个); 6M 环比年化增速 $\geq 3\%$ 、 $\geq 5\%$ 和 $\geq 10\%$ 的科目数占比2月读数分别为39.7%、22.2%、4.0%, 即通胀率超过3%、5%和10%的细分科目数量分别为50、28、5个(1月分别为43、24、9个)。

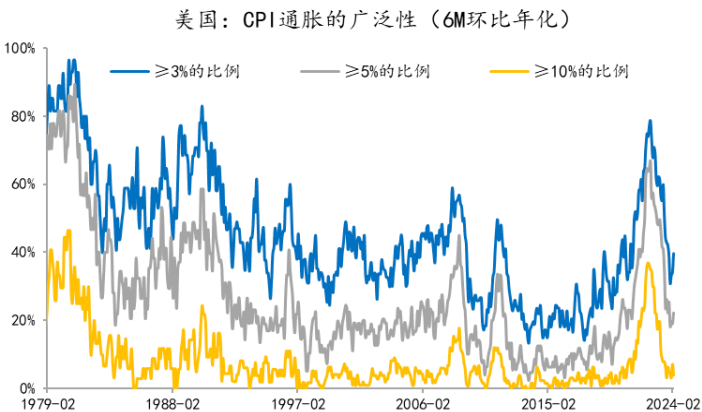


图表 12: 美国 CPI 通胀结构: 扩散指数 (同比)



来源: CEIC、国金证券研究所

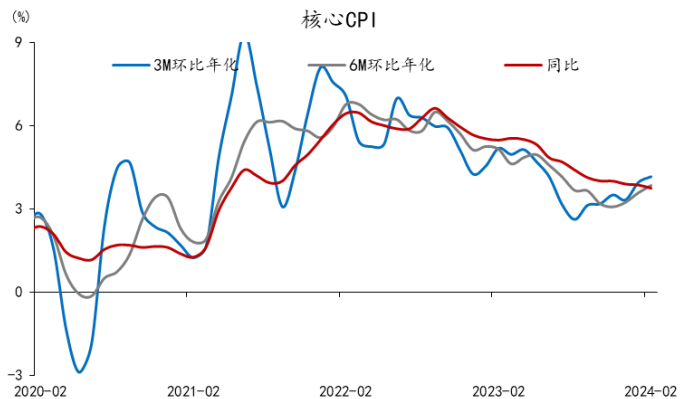
图表 13: 美国 CPI 通胀结构: 扩散指数(6M 环比年化)



来源: CEIC、国金证券研究所

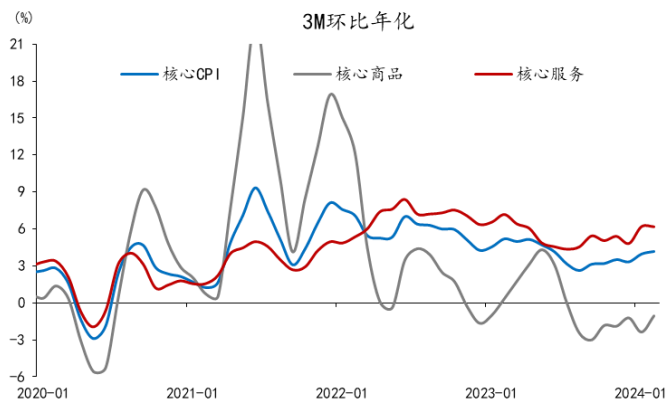
核心 CPI 同比继续缓慢下降,“去通胀”一直在持续进行,但通胀趋稳且具粘性。从核心通胀来看,3 个月和 6 个月环比年化继续走高,核心 CPI3 个月环比年化升至 4.2% (2023 年 8 月为 2.6%),核心 CPI6 个月环比年化升至 3.9% (2023 年 11 月为 3.1%)。核心商品之前几个月一直在持续通缩,但 2 月环比自 2023 年 6 月以来首次转正。核心服务仍具粘性,其中,超级核心通胀(除住房外的核心服务)环比从 1 月的 0.7%降至 2 月的 0.5%但仍处高位,远高于 2020 年公共卫生事件之前的趋势(2016-2019 年平均月度环比 0.2%)。

图表 14: 核心通胀近几个月出现反弹



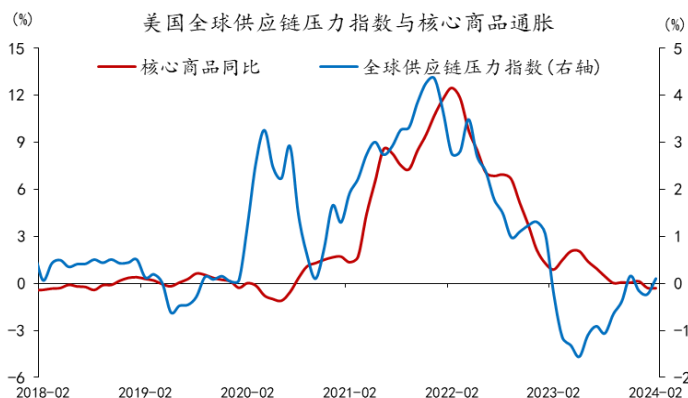
来源: CEIC、国金证券研究所

图表 15: 核心商品通缩可能已经结束



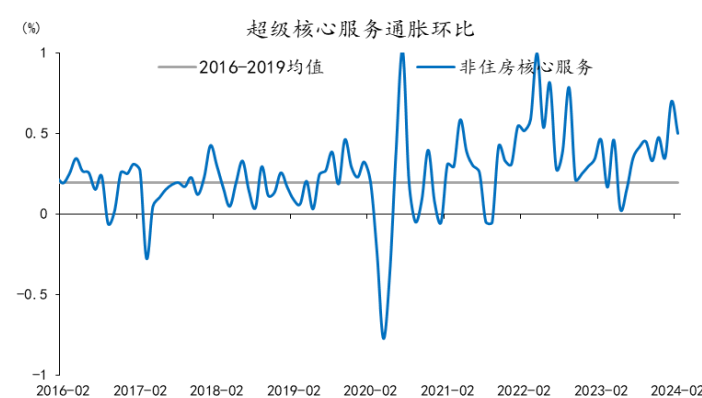
来源: CEIC、国金证券研究所

图表 16: 供应链逐渐正常化



来源: CEIC、国金证券研究所

图表 17: 超级核心服务环比仍处高位



来源: CEIC、国金证券研究所

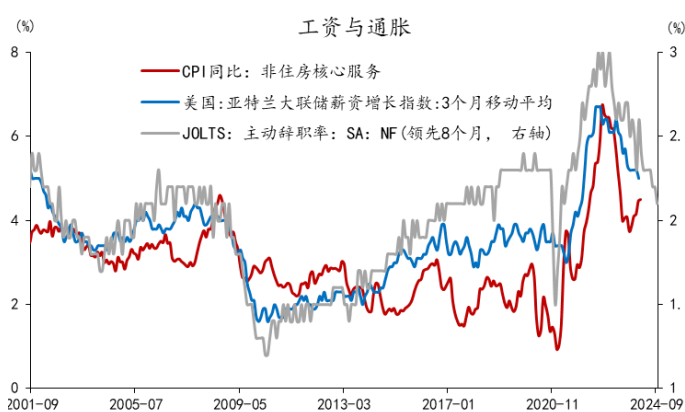
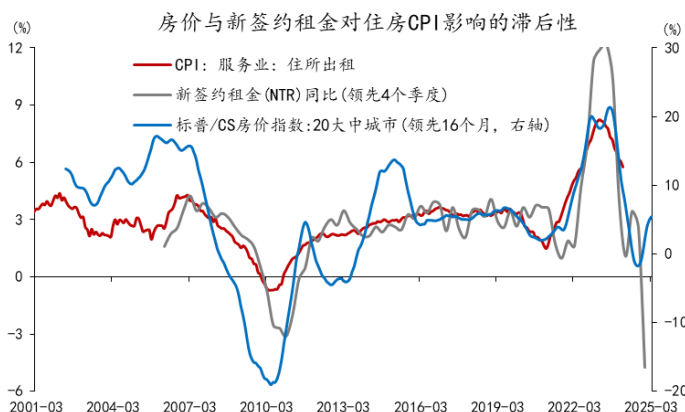


住房和超级核心服务通胀放缓有助于核心通胀下行。一方面，住房（主要是租金和 OER）通胀今年大概率会继续放缓。由于租金价格指数既考虑存量租约和续约，又考虑新租约，故住房通胀滞后于租金的边际变化。房价指数同比自 2022 年 5 月至 2023 年 6 月期间持续下行，此外，新签约租金同比自 2022 下半年持续下行，且 2023 年 4 季度跌为-4.7%，综上，住房服务通胀自 2023 年 3 月以来一直处于下行趋势中。

另一方面，劳动力市场的再平衡和薪资增速放缓，往往会对通胀产生抑制作用。上周的 JOLTs 数据显示美国 1 月底职位空缺率下降，叠加招聘减少、裁员上升，往后看，随着劳动力市场持续降温，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。上周五 BLS 发布的非农数据显示，2 月私人部门平均时薪增速低于预期，环比大幅放缓至近两年低位，后续随着薪资增速的进一步放缓，“工资-通胀”链条下、超级核心服务通胀有望继续下行。

图表 18: 房价指数对住房 CPI 影响的滞后性

图表 19: 工资增速与超级核心服务通胀



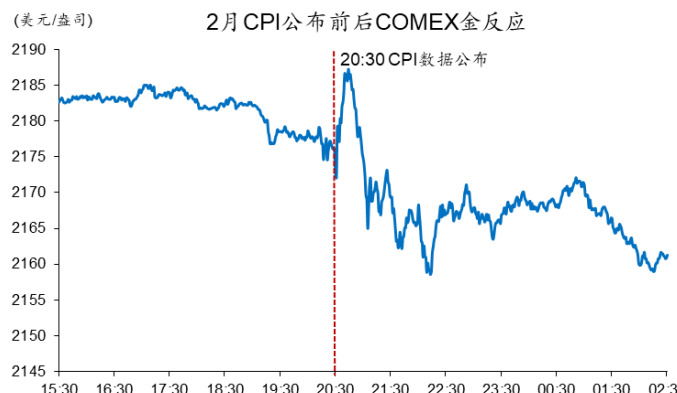
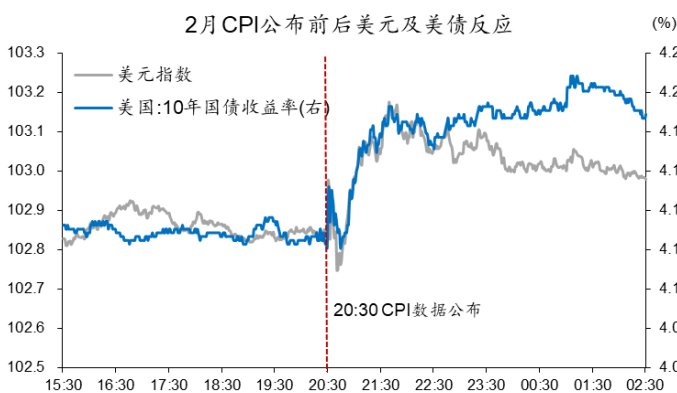
来源: CEIC、国金证券研究所

来源: CEIC、Wind、国金证券研究所

2 月 CPI 数据发布后，美元指数、美债收益率短线飙升，黄金短线下挫。北京时间 3 月 12 日 20:30，美国 2 月 CPI 数据公布，由于通胀再次超预期，加强了美联储在近期内推迟降息的理由。截至 3 月 13 日，CME FedWatch Tool 显示，市场定价美联储 3 月会议基本按兵不动的概率升至 99%，5 月维持利率不变的概率升至 84%，6 月首次降息的概率为 57%。全年降息 3 次，6、9、11 月分别降息 25 个基点。后续继续关注通胀数据。

图表 20: CPI 公布后，美元、美债短线飙升

图表 21: CPI 公布后，黄金短线下挫



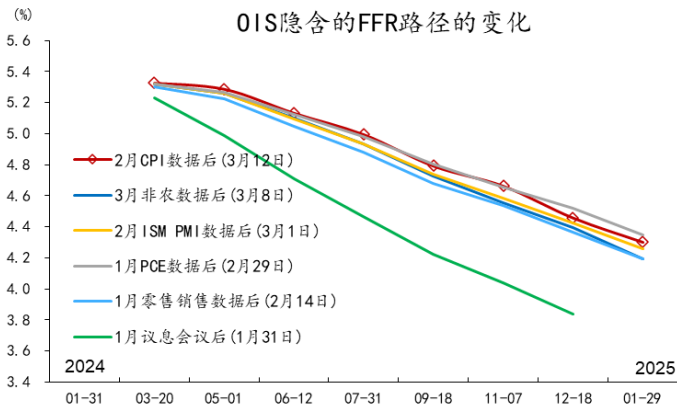
来源: Bloomberg、国金证券研究所

来源: Bloomberg、国金证券研究所



图表22: CPI公布后, OIS隐含的FFR路径

图表23: 截至3月13日, 市场预期2024年降息3次



区间/日期	24-03	24-05	24-06	24-07	24-09	24-11	24-12	25-01	25-03
525-550	99	84	33	14	3	2	0	0	0
500-525	1	16	57	43	21	13	4	2	1
475-500	0	0	9	37	42	33	17	9	5
450-475	0	0	0	6	30	35	33	23	16
425-450	0	0	0	0	4	15	32	33	28
400-425	0	0	0	0	0	2	13	24	28
375-400	0	0	0	0	0	0	2	8	17
350-375	0	0	0	0	0	0	0	1	5
325-350	0	0	0	0	0	0	0	0	1

来源: Bloomberg、国金证券研究所

来源: Bloomberg、CME 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