

2024年美国CPI增速可能难以稳定在3%下方

--美国3月CPI数据

核心要点:

CPI和核心CPI增速高于预期，能源回升，服务韧性较强，短期和中期有四类风险：

CPI同比增速从2月的3.2%升至3.5%，高于3.4%的市场预期；剔除能源和食品的核心CPI同比3.8%，与2月的3.8%持平，高于3.7%的市场预期。季调环比方面，CPI和核心CPI增速维持0.4%。CPI已经连续4个月强于市场预期，1、2月数据尚且受到年度调整、季调因子变动等因素的干扰，3月份则是首个数据相对“干净”的月份，但仍然显示通胀的粘性强于市场预期，这也预示着美联储关注的PCE通胀向2%靠拢的难度加大。目前通胀短期面临三类主要的风险，一是地缘政治冲突和制造业的潜在回暖对大宗商品价格的拉动，二是美国劳动市场供需缺口收窄较慢对服务价格形成推升，三是居住成本由于给予独户住宅更高权重和统计问题粘性强于预期；中期方面，美国大选年难以压降的财政赤字也在为通胀中枢的抬升提供动力。

上调2024年CPI同比增速预测均值至3.1%，注意上行风险：为进一步反映能源价格回升、服务价格粘性和居住成本问题的影响，上调2024全年CPI同比增速均值至3.1%。我们对布伦特原油价格的假设上限没有明显高于90美元/桶，但需要警惕地缘政治冲突使能源价格继续攀升的风险，这是3.1%的通胀增速所没有充分反映的。

降息预期再度推迟，但实际利率仍支持小幅降息：从美联储的视角来看，不论是强力的劳动市场还是超预期的CPI都无法为“通胀进一步缓和”提供信心，货币政策“更高更久”的姿态短期需要保持。尽管通胀在二、三季度依然有望回到缓慢下行的状态，但四季度回升压力意味着该时段并不是降息的好时机。所以，美联储合适的降息时段可能主要集中在三季度，首次降息在好于预期的通胀数据出现前将向7月份或更晚推迟，全年降息幅度也将压缩至50BP或更低。从实际利率角度考虑，2023年CPI同比增速均值约4.1%，核心约4.8%，即使维持限制性的实际利率不变，乐观情况下也可以支持两次降息。“更高更久”的利率在降低“软着陆”的可能，而通胀回升背景下的“硬着陆”概率将上升。

通胀数据结构上的4个要点：（1）3月CPI增速超预期的原因主要是能源价格和部分服务表现偏强，居住成本部分虽然环比有所缓和但也保持了粘性。（2）核心CPI全年大概率维持在3%以上，乐观情况下年末可以回落至3.5%下方。在名义CPI可能回升，核心CPI开始走平的情况下，四季度美联储恐难以有降息的动作。（3）核心服务价格方面压力依然明显，不含租金的未季调服务环比增速从0.6%回升至0.7%，除了能源服务的带动下，运输、医疗和其他个人服务环比也均偏强，阻碍服务增速回落。（4）居住成本环比增幅稍有缓和，带动同比缓慢下降，环比仍有0.4%。不论是对CPI还是PCE通胀，居住成本的粘性都是可能将通胀同比增速中枢推向3%的重要挑战。

市场显著降低降息预期，美元强势：超预期的CPI令市场考虑“再通胀+硬着陆”组合。CME数据交易者显著推迟了首次降息时点至9月，全年仅两次降息且第二次为12月。10年期美债收益率大幅上行18.9BP至4.551%，美元指数升至105.1975；美国三大股指集体下跌，伦敦金跌0.8%至2333.94美元/盎司。资产方面，美元在其他主要央行更早降息的背景下将维持强势，长端美债收益率在降息预期走弱和赤字导致的供给压力下依然不易回落，美股出现调整但全年利润在经济增长和通胀带动下仍有支撑。尽管降息预期显著弱化，美元抬升，但黄金在全球利率中长期回落、央行和居民防风险以及成本抬升等诸多因素支持下并未大幅下跌，尽管短期可能出现调整，全年仍有上行空间。

分析师

章俊

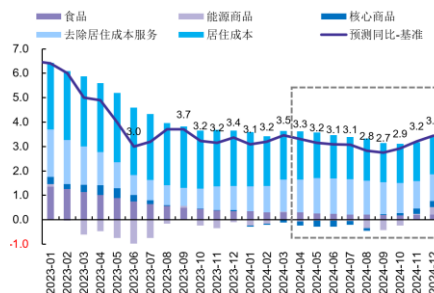
☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

上调美国2024年CPI增速预测(%)



资料来源：Wind、Fred，中国银河证券研究院整理

风险提示：

- 1.美国需求持续强于预期的风险
- 2.美联储对“限制性利率水平”评估改变的风险
- 3.地缘政治冲突加剧的风险
- 4.美国出现突发流动性危机的风险

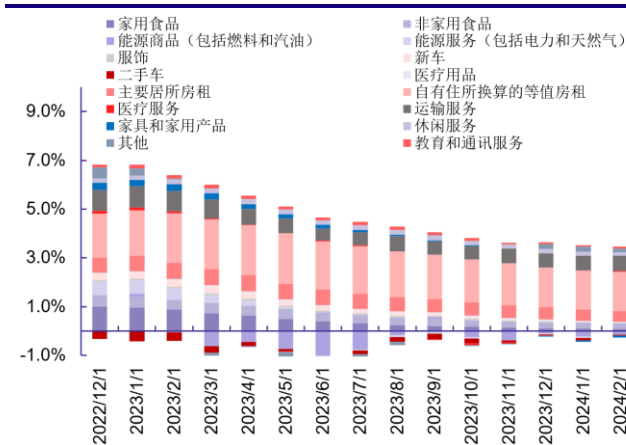
美国劳工数据局（BLS）公布3月消费者价格指数（CPI），其同比增速从2月的3.2%升至3.5%，高于3.4%的市场预期；剔除能源和食品的核心CPI同比3.8%，与2月的3.8%持平，降幅同样不及3.7%的市场预期。季调环比方面，CPI和核心CPI增速维持0.4%。

CPI数据已经连续4个月强于市场预期，1、2月数据尚且受到年度调整、季调因子变动等因素的干扰，3月份则是首个数据相对“干净”的月份，但仍然显示通胀的粘性强于市场预期，这也预示着美联储关注的PCE通胀向2%靠拢的难度加大。目前通胀短期面临三类主要的风险，一是地缘政治冲突和制造业的潜在回暖对大宗商品价格的拉动，二是美国劳动市场供需缺口收窄较慢对服务价格形成推升，三是居住成本由于给予独户住宅更高权重和统计问题粘性强于预期；中期方面，美国大选年难以压降的财政赤字也在为通胀中枢的抬升提供动力。

所以，我们调高对2024全年的CPI增速预测至3.1%，并认为能源部分在地缘政治冲突下存在上行风险、四季度通胀增速的回升值得警惕。货币政策方面，美联储的首次降息可能推迟至三季度，累计降息幅度乐观情况下仍可有两次共计50BP，但四季度难以出现降息；谨慎情况下，全年仅一次降息的可能性也进入视野。从实际利率角度考虑，2023年CPI同比增速均值约4.1%，核心约4.8%，即使维持限制性的实际利率不变，也可以支持两次降息。

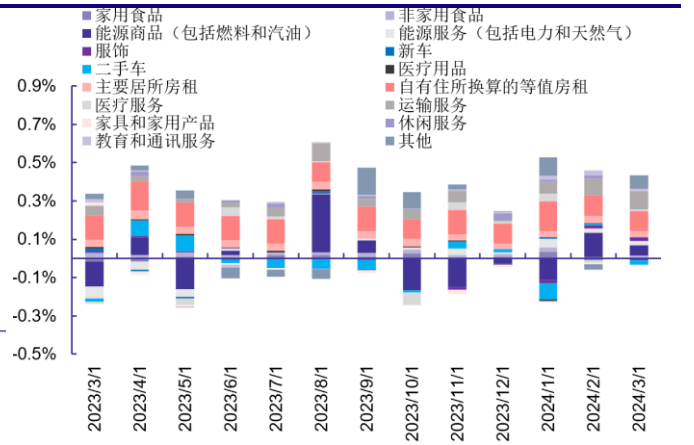
市场方面，再度超预期的CPI令其考虑“再通胀+硬着陆”组合，降息预期明显推迟。CME数据显示联邦基金利率期货交易显著推迟了首次降息时点至9月，全年仅两次降息且第二次为12月。10年期美债收益率大幅上行18.9BP至4.551%，美元指数升至105.1975；美国三大股指集体下跌，伦金跌0.8%至2333.94美元/盎司。通胀的韧性迫使市场重新评估了降息前景，且我们认为美联储在四季度进行降息概率不高，因通胀回升可能限制其动作。资产方面，美元在其他主要央行更早降息的背景下将维持强势，长端美债收益率在降息预期走弱和赤字导致的供给压力下依然不易回落，美股出现调整但全年利润在经济增长和通胀带动下仍有支撑。尽管降息预期显著弱化，美元抬升，但黄金在全球利率中长期回落、央行和居民防风险以及成本抬升等诸多因素支持下并未大幅下跌，尽管短期可能出现调整，全年仍有上行空间。

图 1：3 月 CPI 季调同比主要拉动项拆分



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

图 2：3 月 CPI 季调环比主要拉动项拆分



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

(1) 3月CPI增速超预期的原因主要是能源价格和部分服务表现偏强，居住成本部分虽然环比有所缓和但也保持了粘性。商品方面则延续温和通缩，并未对价格水平形成明显压力。除了能源商品环比1.5%（未季调值5.9%）的涨幅外，能源服务、运输服务（其中以保险分项推动为主）、医疗服务和其他个人服务表现也偏强，带动了名义CPI的回升。结合克利夫兰截尾均值CPI来看，其3月16%截尾均值稍回升至3.61%，中位值略降至4.55%，反映通胀下行的动能减弱，但二、三季度大的下行趋势尚在。尽管如此，偏强的价格水平意味着需要对全年的通胀增速做出上修。

(2) 核心CPI方面，由于服务价格的粘性强于预期、居住成本放缓依然较慢，其全年大概率维持在3%以上，乐观情况下年末可以回落至3.5%下方。核心CPI降低的进程一方面取决于劳动市场缓和的程度，另一方面则依赖请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

于统计滞后的居住成本项目延续缓和；目前不弱的薪资增速是显著的中期阻碍，房地产需求的边际回暖和房价的回升也在为四季度的核心 CPI 埋下隐患。在名义 CPI 可能回升，核心 CPI 开始走平的情况下，四季度美联储恐难以有降息的动作。

(3) **居住成本环比增幅稍有缓和，带动同比缓慢下降。**虽然房租与业主等价租金季调环比均放缓至 0.4%，但从其和房价增速的相关性来看，目前环比增速应向 0.3%–0.4% 的范围靠近，也即居住成本的缓和幅度依然弱于预期。因此，应继续观察 4 月居住成本的环比增速是否展露向 0.3% 靠拢的迹象。同时，CPI 的居住成本统计可能与实际租金情况有偏差也值得警惕。考虑到房价同比增速在 2023 年中开始回升，对 CPI 居住成本拉动将在 2024 年四季度开始体现，通胀最主要的下行动力也将消退。不论是对 CPI 还是 PCE 通胀，居住成本的粘性都是可能将通胀同比增速中枢推向 3% 的重要挑战。

(4) **核心服务价格方面压力依然明显，不含租金的未季调服务环比增速从 0.6% 回升至 0.7%，除了能源服务的带动外，运输、医疗和其他个人服务环比也均偏强，阻碍服务增速回落。**从中期来看，劳动市场缺口和薪资增速是核心变量，而两者目前不具备显著弱化的基础。从 NFIB 美国小企业调查来看，通胀预期的回升降低企业信心可能不利于未来的就业，但这种边际弱化向服务价格传导的过程可能较为漫长。CPI 核心服务偏强的表现意味着美联储关注的 PCE 核心服务通胀有压力，令美联储对降息时间和幅度的评估趋于谨慎。

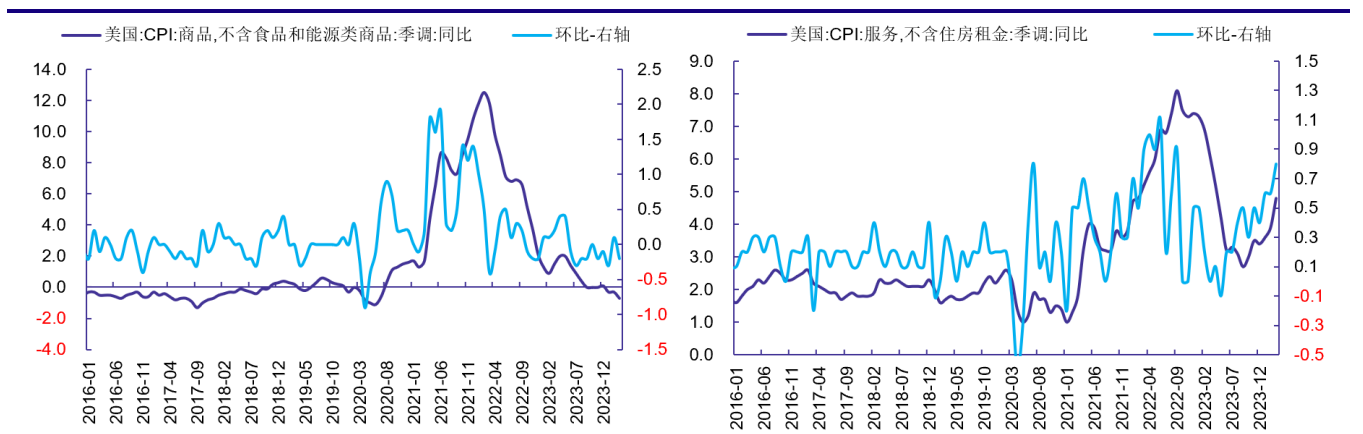
(5) 3 月短期消费者通胀预期从 3.0% 降至 2.9%，5 年期通胀预期降至 2.9%，4 月消费者的通胀预期在偏强数据下可能难以下降。市场预期上，5 年期盈亏平衡通胀率稍抬升至 2.4%。以上预期数据暗示 2024 年末的通胀回升难以形成类似大滞胀时代的“二次通胀，但通胀中枢向 3% 抬升和预期也并不矛盾。

(6) 综合以上因素考虑，我们上调 2024 全年 CPI 同比增速均值至 3.1%，进一步反映能源价格回升、服务价格粘性和居住成本问题的影响。我们对布伦特原油价格的假设上限没有明显高于 90 美元/桶，但需要警惕地缘政治冲突使价格继续攀升的风险，这是 3.1% 的通胀增速所没有充分反映的。

(7) 从美联储的视角来看，不论是强力的劳动市场还是超预期的 CPI 都无法为“通胀进一步缓和”提供信心，货币政策“更高更久”的姿态短期需要保持。尽管通胀在二、三季度依然有望回到缓慢下行的状态，但四季度回升压力意味着该时段并不是降息的好时机。所以，美联储合适的降息时段可能主要集中在三季度，首次降息在好于预期的通胀数据出现前将向 7 月份或更晚推迟，全年降息幅度也将压缩至 50BP 或更低。“更高更久”的利率在降低“软着陆”的可能，而通胀回升背景下的“硬着陆”概率将上升。

图 3: 核心商品环比回升，但整体压力仍然不大 (%)

图 4: 服务部分的增长粘性加大通胀向 3% 靠近的担忧 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

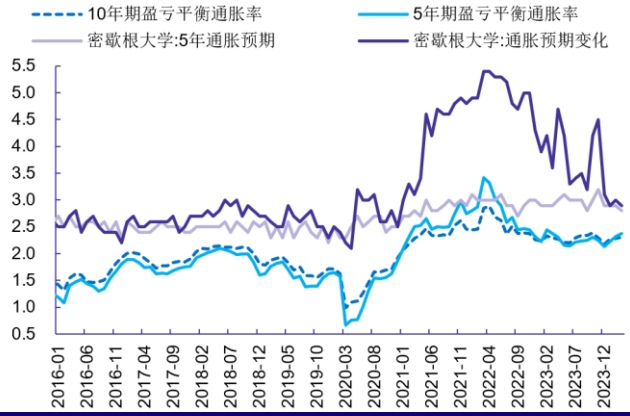
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 5: CME 数据显示该市场显著降低了降息预期

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/5/1			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	99.6%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	19.3%	80.6%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.1%	38.3%	55.6%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	19.9%	45.8%	31.7%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	6.7%	26.1%	42.4%	24.2%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.3%	3.6%	16.3%	34.1%	33.4%	12.3%
2025/1/29	0.0%	0.1%	1.3%	7.5%	21.8%	33.9%	26.9%	8.5%
2025/3/19	0.0%	0.6%	4.1%	13.8%	27.1%	30.8%	18.7%	4.7%
2025/4/30	0.2%	1.6%	6.7%	17.4%	28.1%	27.6%	15.0%	3.5%

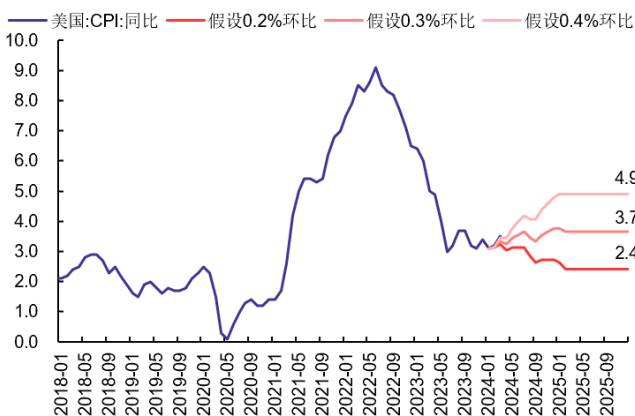
资料来源: CME, 中国银河证券研究院整理

图 6: 美国消费者通胀预期可能难以继续降低 (%)



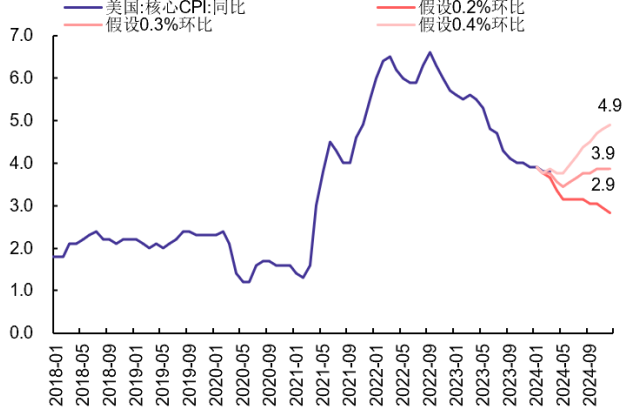
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 7: CPI 环比增速假设 (%)



资料来源: CME, 中国银河证券研究院整理

图 8: 核心 CPI 环比增速假设 (%)

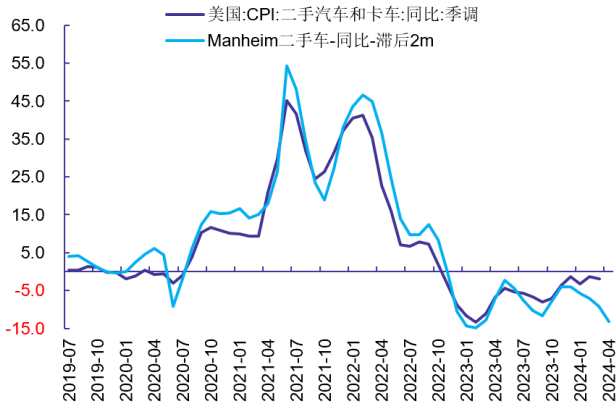


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从细项来看, 可以继续将 CPI 分解为能源、食品、商品、居住成本和核心服务几个部分分析¹。能源价格受到制造业回暖和地缘政治冲突的拉动, 能源商品环比增 1.5%, 同比从-4.2%反弹至 0.9%, 促进通胀回升; 能源服务同比从前值 0.5%进一步升至 3.1%。全球 3 月制造业 PMI 整体呈现复苏迹象使能源的需求预期抬升, 而地缘政治风险也对供给端形成扰动, 导致能源价格明显上行, 对短期通胀形成压力。食品 3 月增速稳定, 家用食品环比维持零增长, 非家用食品环比从 0.1%加快至 0.3%, 尽管未来有小幅回升可能但幅度有限, 不会明显推动通胀。商品延续温和通缩的状态, 尽管非季调环比为 1.0%, 但季调后仍为-0.2%, 同比-0.7%; 商品中服装环比增 0.7%表现较强, 2 月环比回升的二手车重新下行, 新车同比增速也本轮通胀中首次进入负增长, 家具和家用商品也维持下行; 总体上, 商品在高利率压制下依然不是主要担忧。居住成本虽然同比缓慢回落, 环比具有一定粘性, 除了业主等价租金 (OER) 对价格更高的独户住宅进行的权重上调, 租金和等价租金环比还未进入 0.4%以下的区间, 叠加其对于房价统计的滞后, 拖累 CPI 降幅不及预期。核心服务价格在强劳动市场的支持下保持粘性, 运输服务环比在能源成本回升和保险价格的带动下继续提升至 1.5%, 医疗服务环比增长 0.6%, 其他个人服务也偏强; 不过休闲以及教育和通信服务环比放缓至 0.1%和 0.2%。整体上, 核心服务项目受到劳动缺口下薪资的支持, 在劳动市场缓和偏慢的状态下, 服务通胀降低的斜率也可能低于预期, 这也是上调 CPI 增速预测的重要理由。仅从环比角度外推, 如果增速维持 0.3% 环比, 2024 年末 CPI 增速将回升至 3.7%, 核心 CPI 则为 3.9%, 尽管我们仍认为后续的环比增速将有所放缓, 但全年通胀均值在 3%以上的概率较大, 核心通胀也难以顺利向 3%靠近, 因此降息预期也应出现降调。

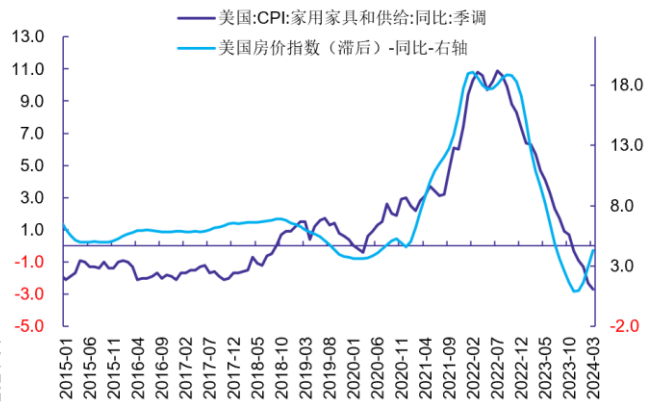
¹ 以下按 BLS 格式, 为季调环比和非季调同比, 除非特别注明。

图 9：二手车价格短期仍在通缩（%）



资料来源：Wind、Manheim，中国银河证券研究院整理

图 10：家居相关商品继续跟随房价回落，但未来可能止跌（%）



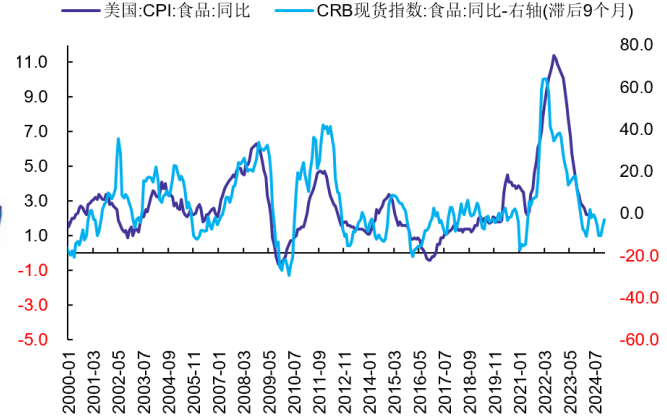
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 11：能源成本增速在制造业和风险因素下回升（%）



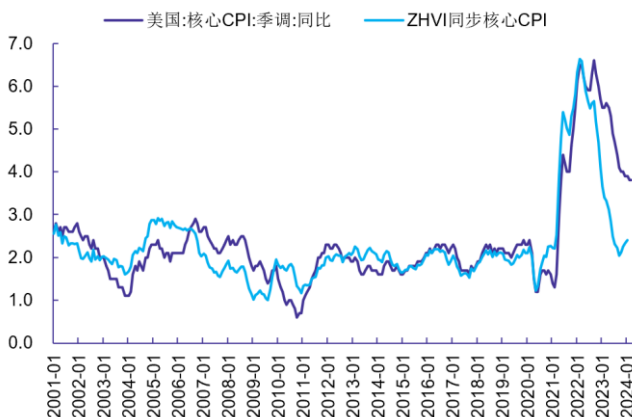
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 12：3月食品降幅延续，未来压力有限（%）



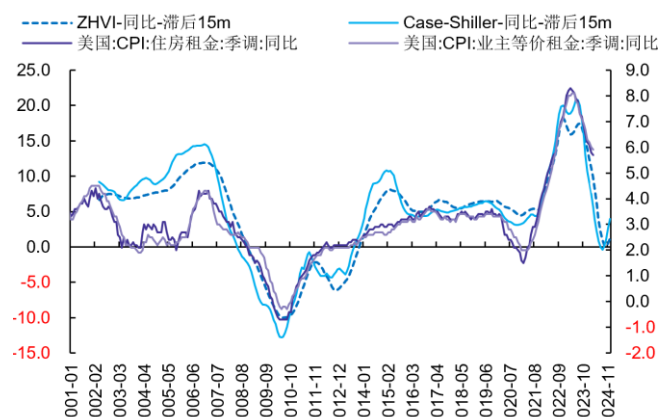
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 13：去除居住成本滞后效应后，核心回升但有限（%）



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

图 14：居住成本下行斜率放缓，四季度可能回升（%）



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

表 1：通胀数据未季调同比概览

权重 (%)	未季调同比	最新月份同比拉动率 (%)	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03
100.00	CPI	3.50	3.50	3.20	3.10	3.40	3.10	3.20	3.70	3.70	3.20	3.00	4.00	4.90	5.00
13.56	食品	0.30	2.20	2.20	2.60	2.70	2.90	3.30	3.70	4.30	4.90	5.70	6.70	7.70	8.50
8.18	家用食品	0.10	1.20	1.00	1.20	1.30	1.70	2.10	2.40	3.00	3.60	4.70	5.80	7.10	8.40
5.38	非家用食品	0.23	4.20	4.50	5.10	5.20	5.30	5.40	6.00	6.50	7.10	7.70	8.30	8.60	8.80
6.64	能源	0.14	2.10	-1.90	-4.60	-2.00	-5.40	-4.50	-0.50	-3.60	-12.50	-16.70	-11.70	-5.10	-6.40
3.47	能源商品	0.03	0.90	-4.20	-6.90	-2.90	-9.80	-6.20	2.20	-4.20	-20.30	-26.80	-20.40	-12.60	-17.00
0.08	燃油	0.00	-3.70	-5.40	-14.20	-14.70	-24.80	-21.40	-5.10	-14.80	-26.50	-36.60	-37.00	-20.20	-14.20
3.30	发动机燃料	0.03	1.00	-4.20	-6.60	-2.30	-9.20	-5.60	2.70	-3.70	-20.20	-26.70	-20.00	-12.40	-17.30
3.19	汽油	0.04	1.30	-3.90	-6.40	-1.90	-8.90	-5.30	3.00	-3.30	-19.90	-26.50	-19.70	-12.20	-17.40
3.18	能源服务	0.10	3.10	0.50	-2.00	-1.10	-0.10	-2.30	-3.30	-2.70	-1.10	-0.90	1.60	5.90	9.20
2.48	电力	0.12	5.00	3.60	3.80	3.30	3.40	2.40	2.60	2.10	3.00	5.40	5.90	8.40	10.20
0.70	公共事业(管道)燃气服务	-0.02	-3.20	-8.80	-17.80	-13.80	-10.40	-15.80	-19.90	-16.50	-13.70	-18.60	-11.00	-2.10	5.50
79.79	核心CPI	3.03	3.80	3.80	3.90	3.90	4.00	4.00	4.10	4.30	4.70	4.80	5.30	5.50	5.60
18.82	商品	-0.13	-0.70	-0.30	-0.30	0.20	0.00	0.10	0.00	0.20	0.80	1.30	2.00	2.00	1.50
2.54	服装	0.01	0.40	0.00	0.10	1.00	1.10	2.60	2.30	3.10	3.20	3.10	3.50	3.60	3.30
3.67	新车	0.00	-0.10	0.40	0.70	1.00	1.30	1.90	2.50	2.90	3.50	4.10	4.70	5.40	6.10
1.93	二手车	-0.04	-2.20	-1.80	-3.50	-1.30	-3.80	-7.10	-8.00	-6.60	-5.60	-5.20	-4.20	-6.60	-11.20
1.47	医疗商品	0.04	2.50	2.90	3.00	4.70	5.00	4.70	4.20	4.50	4.10	4.20	4.40	4.00	3.60
0.85	酒精饮料	0.02	2.40	2.40	2.30	2.50	2.90	3.70	4.20	3.70	4.10	4.40	4.80	4.60	4.50
0.54	烟草和相关制品	0.04	6.80	7.10	7.40	7.80	7.70	7.20	5.60	5.60	6.10	5.80	6.30	6.60	6.90
60.97	服务	3.29	5.40	5.20	5.40	5.30	5.50	5.50	5.70	5.90	6.10	6.20	6.60	6.80	7.10
36.22	居住成本	2.06	5.70	5.70	6.00	6.20	6.50	6.70	7.20	7.30	7.70	7.80	8.00	8.10	8.20
7.66	主要居所租金	0.44	5.70	5.80	6.10	6.50	6.90	7.20	7.40	7.80	8.00	8.30	8.70	8.80	8.80
26.77	业主等价租金	1.58	5.90	6.00	6.20	6.30	6.70	6.80	7.10	7.30	7.70	7.80	8.00	8.10	8.00
6.54	医疗护理服务	0.14	2.10	1.10	0.60	-0.50	-0.90	-2.00	-2.60	-2.10	-1.50	-0.80	-0.10	0.40	1.00
1.83	医疗	0.01	0.70	0.40	0.10	-0.60	-0.70	-1.20	-0.20	0.30	0.40	0.50	-0.10	0.30	0.50
2.33	医院和相关服务	0.18	7.70	6.10	6.50	5.60	6.30	5.60	4.70	3.50	3.40	4.20	3.90	3.30	3.20
6.30	运输服务	0.67	10.70	9.90	9.50	9.70	10.10	9.20	9.10	10.30	9.00	8.20	10.20	11.00	13.90
1.24	机动车维修保养	0.10	8.20	6.70	6.50	7.10	8.50	9.60	10.20	12.00	12.70	12.70	13.50	13.30	13.30
2.83	机动车保险	0.63	22.20	20.60	20.60	20.30	19.20	19.20	18.90	19.10	17.80	16.90	17.10	15.50	15.00
1.07	公共交通	-0.06	-5.60	-5.20	-4.80	-6.90	-8.10	-8.90	-9.30	-9.40	-13.20	-13.30	-8.90	0.30	12.40
0.76	机票	-0.05	-7.10	-6.10	-6.40	-9.40	-12.10	-13.20	-13.40	-13.30	-18.60	-18.90	-13.40	-0.90	17.70
3.26	休闲服务	0.15	4.50	4.50	5.30	5.60	4.80	5.70	6.40	6.10	6.20	5.90	5.80	6.40	5.90
0.91	录音录像	0.04	4.40	4.20	5.30	5.30	4.10	5.20	6.30	5.90	5.10	4.30	4.50	5.70	5.80
0.43	宠物服务	0.03	7.30	5.90	7.00	7.60	6.40	7.30	7.00	8.50	9.80	10.40	10.20	10.40	8.60
1.87	其他休闲娱乐	0.08	4.40	4.50	4.80	5.20	4.70	5.60	6.50	5.60	5.90	5.80	5.50	5.80	5.30
5.03	教育和通讯服务	0.07	1.40	1.50	1.30	1.30	1.40	2.30	2.50	2.60	2.70	2.40	2.80	3.10	3.30
2.40	学费	0.06	2.70	3.00	2.70	2.70	2.70	2.90	3.10	3.10	3.50	3.40	3.60	3.70	3.70
1.57	电话	-0.03	-1.80	-2.10	-2.10	-1.90	-1.70	0.40	0.10	0.20	0.40	0.20	1.40	1.90	2.00
0.99	网络和电子信息	0.04	4.20	4.30	3.80	3.70	3.70	4.40	5.00	5.20	4.70	3.30	2.90	3.40	3.90
1.53	其他个人服务	0.08	5.40	5.10	6.80	6.40	6.10	6.70	6.80	6.40	6.00	6.50	6.70	6.30	5.30
0.63	个人护理服务	0.02	3.80	3.90	4.20	3.70	3.90	5.00	4.80	5.10	5.30	5.00	4.90	5.30	5.40
0.90	其他杂项	0.06	6.50	5.90	8.70	8.30	7.70	7.90	8.30	7.40	6.50	7.60	8.00	7.10	5.20

资料来源: Wind、BLS, 中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn