

通胀在二、三季度具备弱化基础

——美国4月CPI数据

核心要点：

CPI与核心CPI增速符合预期，居住成本和核心服务压力降低，二、三季度有望进一步弱化：4月消费者价格指数（CPI）同比增速从3月的3.5%降至3.4%，符合3.4%的市场预期；剔除能源和食品的核心CPI同比从前值3.8%降低至3.6%，同样符合预期。季调环比方面，CPI和核心CPI增速缓和至0.3%。CPI数据在此前连续四个月强于预测后，终于出现了延续缓和的迹象，这对降息预期显然是好消息。我们在《美国通胀中的滞后项目存在降低的基础》中也分析了CPI和PCE通胀可能进一步走低的理由。虽然通胀整体仍具有粘性，但如果可以延续当前趋势，则会为美联储提供可以降息的证据。**主要项目中食品价格稳定，能源价格回升幅度有限，核心商品延续通缩，居住成本降幅改善，而核心服务价格稍有缓和，可以为二、三季度通胀的缓慢降低提供信心。不过，我们维持2024年CPI同比增速中枢3.1%的判断和年内两次降息的预期，而四季度通胀的潜在回升也令美联储警惕；目前倾向于认为劳动市场的弱化对失业率的抬升更可能成为触发降息的理由。**

居住成本展现出进一步降温的信号，利于核心通胀年内向3%靠近：居住成本同比回落较慢，但环比出现一定改善。主要居所租金和业主等价租金同比分别为5.4%和5.8%，环比均为0.4%并与前值持平。不过，较好的变化是这两个项目的非季调环比降低至0.3%，为近一年来的最低值，也利于核心通胀延续降低。不论是从领先的租金和房价指标还是BLS的新租户价格指数（NTR）来看，居住成本虽然降幅偏慢，但持续降低的基础仍在。

未来可能有三个因素带动通胀缓慢下行，支持两次降息：（1）高利率环境下私人部门需求和劳动市场的逐步弱化；（2）市场此前显著压缩降息预期后金融条件的收紧和投融资预期的改变；（3）通胀中以居住成本、运输服务中的机动车保险以及金融服务为代表的滞后项目依然存在同比进一步回落的空间。**因此，预计未来两个季度的通胀数据难以使美联储不降息甚至加息，年内50BP的降息以及9月首次降息还是基准情况。**

仍需注意通胀面临的上行风险，但短期对降息信心的恢复将成为交易方向：虽然通胀压力4月弱化，但整体上不仅通胀中枢可能朝2.5%—3.0%的范围上移，其也面临短期和中期的上行风险。短期方面的三类风险第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，第二是劳动市场弱化速度不及预期可能延续推动服务价格，第三是居住成本由于统计方式问题降幅弱于领先指标展现的幅度。中期方面，美国财政力度在大选年难以压缩，赤字率可能不低于6%，这也为四季度通胀的回升压力埋下隐患。**考虑到美联储的数据依赖和重要经济数据难以避免的波动和修正，市场预期未来仍会反复波动，但目前对降息信心的恢复可能成为短期的交易方向。**

通胀和零售数据的弱化提振降息信心，资产价格上行：除了符合预期的CPI外，当日还公布了略低于预期的美国4月零售销售数据（环比持平，核心环比0.2%），整体上反映通胀和消费在高利率下有继续弱化的希望，这利于降息预期的回升。数据公布后，CME数据显示交易者暂时维持9月首次降息，12月出现二次降息的预期不变，但两个月份出现的降息概率均有小幅提升。资产方面，美国三大股指集体创新高，国债收益率回落，10年期降9.4BP至4.349%，美元指数大幅下行至104.3015；金价和铜价维持上涨。在5月FOMC会议和财政部季度发行计划后，长端美债获得了支持其收益率边际回落的理由，但趋势性的下行还需劳动市场和通胀数据的确认，而目前来看美债收益率有望进一步向4%的方向回落。美元指数则在欧洲即将步入降息周期、日央行鹰派不足的大背景下仍易保持相对强势。

分析师

章俊

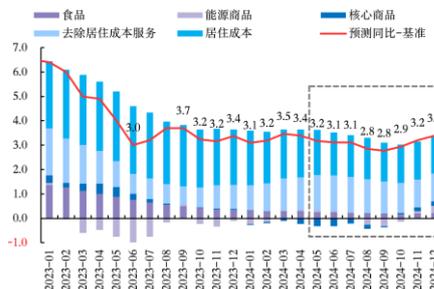
☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

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. 地缘政治冲突加剧的风险
3. 美国出现突发流动性危机的风险

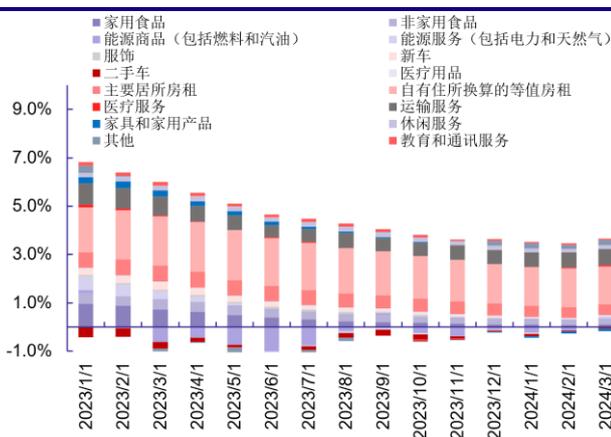
美国劳工数据局（BLS）公布4月消费者价格指数（CPI），其同比增速从3月的3.5%降至3.4%，符合3.4%的市场预期；剔除能源和食品的核心CPI同比从前值3.8%降低至3.6%，同样符合市场预期。季调环比方面，CPI和核心CPI增速缓和至0.3%，较一季度放缓。CPI数据在此前连续四个月强于预测后，终于出现了延续缓和的迹象，这对降息预期显然是好消息。我们在《美国通胀中的滞后项目存在降低的基础》中也分析了CPI和PCE通胀可能进一步走低的理由。虽然通胀整体仍具有粘性，但如果可以延续当前趋势，则会为美联储对通胀的稳定回落提供信心。主要项目中食品价格稳定，能源价格回升幅度有限，核心商品延续通缩，居住成本降幅改善，而核心服务价格稍有缓和，可以为二、三季度通胀的缓慢降低提供信心。不过，我们维持2024年CPI同比增速中枢3.1%的判断和年内两次降息的预期，而四季度通胀的潜在回升也令美联储警惕；目前倾向于认为劳动市场的弱化对失业率的抬升更可能成为触发降息的理由。

在2024年二、三季度，可能促进通胀下行的主要原因有：（1）高利率环境下私人部门需求和劳动市场的逐步弱化；（2）市场此前显著压缩降息预期后金融条件的收紧和投融资预期的改变；（3）通胀中以居住成本、运输服务中的机动车保险以及金融服务为代表的滞后项目依然存在同比进一步回落的空间。因此，预计未来两个季度的通胀数据难以使美联储不降息甚至加息，年内50BP的降息还是基准情况。

同时也需要注意，不仅通胀中枢可能朝2.5%-3.0%的范围上移，其也面临短期和中期的上行风险。短期方面的三类风险第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，第二是劳动市场弱化速度不及预期可能延续推动服务价格，第三是居住成本由于统计方式问题降幅弱于领先指标展现的幅度。中期方面，美国财政力度在大选年难以压缩，赤字率可能不低于6%，这也为四季度通胀的回升压力埋下隐患。考虑到美联储的数据依赖和重要经济数据难以避免的波动和修正，市场预期未来仍会反复波动，但目前对降息信心的恢复可能成为短期的交易方向。

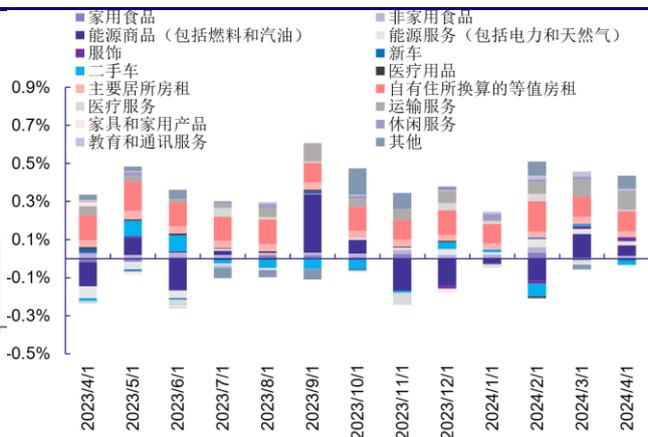
市场方面，除了符合预期的CPI外，当日还公布了略低于预期的美国4月零售销售数据（环比持平，核心环比0.2%），整体上反映通胀和消费在高利率下有继续弱化的希望，这利于降息预期的回升。数据公布后，CME数据显示交易者暂时维持预期9月首次降息，12月出现二次降息不变，但两个月份的降息概率均有小幅提升。资产方面，美国三大股指集体创新高，国债收益率回落，10年期降9.4BP至4.349%，美元指数大幅下行至104.3015；黄金和铜价维持上涨。在5月FOMC会议和财政部季度发行计划后，长端美债获得了支持其收益率边际回落的理由，但趋势性的下行还需劳动市场和通胀数据的确认，而目前来看美债收益率有望进一步向4%的方向回落。美元指数则在欧洲即将步入降息周期、日央行鹰派不足的大背景下仍易保持相对强势。

图 1：4 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 2：4 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）4 月 CPI 增速没有超出预期，主要的贡献来自于居住成本同比延续缓慢下降而环比回落幅度改善，核心商品通缩幅度加大，以及部分核心服务项目增长幅度的缓和。其他方面，食品增速延续低位，能源价格同比第二个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。

月脱离负增长。分项目看，对通胀有向上拉动的主要是烟草、电力、居住成本、运输服务、休闲服务和其他个人服务。结合克利夫兰截尾均值 CPI 来看，其 4 月 16%截尾均值降低至 3.52%，中位值略降至 4.48%，反映通胀下行动能仍在，也支持 CPI 在二、三季度重回下行路径。尽管如此，此前较强的价格水平依然易将全年的名义 CPI 增速维持在 3%以上。

(2) 核心 CPI 方面，商品的通缩、居住成本的缓和与服务的边际弱化使其顺利降至 3.6%左右，未来环比增幅可能继续弱化，乐观情况下年末能达到 3.3%左右。在核心商品通缩幅度已经不小的情况下，核心 CPI 的降低主要依赖于滞后的居住成本和核心服务项目回落，4 月份数据表明以上项目在跟随领先指标降低上有了进展。从领先指标的趋势来推测，二、三季度名义和核心 CPI 都将延续回落，但四季度名义 CPI 有回升风险，核心 CPI 的降低则可能停滞。届时，劳动市场走弱对降息的推动可能会强于通胀。

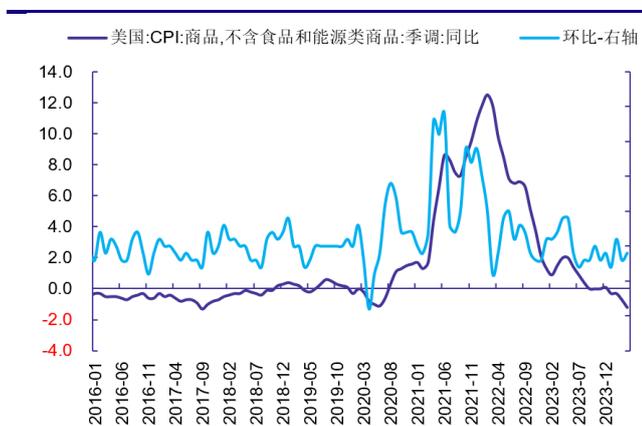
(3) 居住成本环比缓和，为通胀进一步走低带来希望。4 月房租与业主等价租金季调环比保持 0.4%，但未季调环比走弱至 0.3%，更符合领先指标预示的 0.3%-0.4%的范围。如果占 CPI 权重近三分之一的居住成本可以在近期维持 0.3%的环比，那么结合负增长的商品环比和弱化的服务，最终的 CPI 环比可能开始向 0.2%靠近，助推通胀降至 3.0%下方。

(4) 核心服务价格方面压力依然偏强，但较前几个月有所降低。不含住房租金的服务环比从前值 0.8%显著降低至 0.2%，此前偏强的医疗护理服务、运输服务（特别是保险和机票）都有降低，教育和通信服务也保持相对低位。劳动市场在中期依然是决定服务价格的核心因素，而就业数据表明供需缺口弥合、薪资和劳动需求逐渐降低的大方向没有改变，这意味着服务价格的弱化虽然缓慢，但还在进行。核心服务压力的弱化也应在 4 月 PCE 通胀数据中有所体现，为美联储重新提供降息的信心。

(5) 5 月短期消费者通胀预期从前值 3.2%升至 3.5%，5 年期通胀预期从 3.0%升至 3.1%；市场预期上，4 月的 5 年期盈亏平衡通胀率稍抬升至 2.45%，十年期升至 2.39%。通胀预期偏高、移民和财政等中长期变化可能都暗示着通胀的中枢从此前的 2.0%-2.5%向 2.5%-3.0%抬升；虽然美联储近期仍会坚持 2%的通胀目标，但如果证据进一步显示通胀发生结构性的变化，那么未来通胀和利率中枢抬升的讨论也会进入视野。

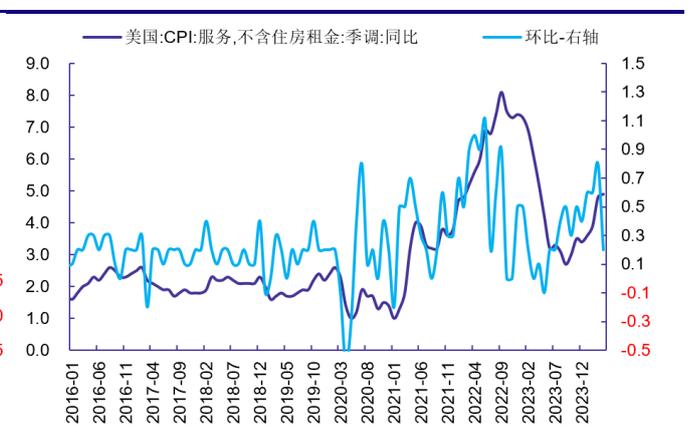
(6) 从美联储的视角来看，在 CPI 数据公布前鲍威尔曾表示一季度通胀缺乏进展，对于通胀朝 2%回落前景的信心并不高。第二季度的第一份通胀数据的蛛丝马迹暗示通胀在二、三季度具备继续走低的基础，虽然短期美联储还需要按兵不动以确认通胀和劳动市场降温，但 4 月数据应边际增强了降息信心，同时证明加息或不降息没有必要性。从实际利率的视角来看，年内 50BP 的降息空间继续存在。不过，由于单月的数据还不足以表明通胀回到缓慢回落的趋势，美联储的首次降息可能不会在靠近年中的 7 月开启，除非失业率近期快速升至 4.0%的预测上方。美国经济当前依然走在“软着陆”的道路上。

图 3: 核心商品延续通缩, 压力仍然不大 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 4: 服务部分的环比缓和, 同比压力减轻 (%)



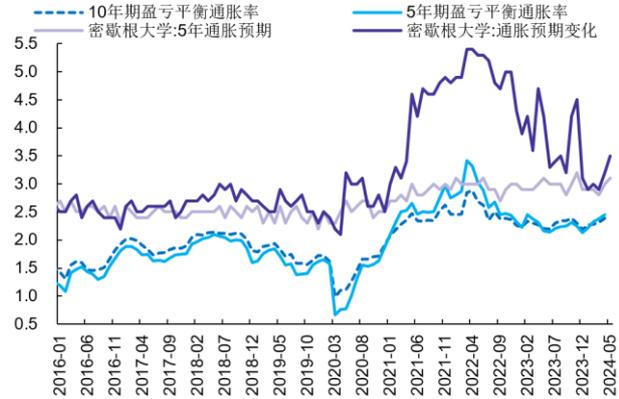
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 5: CME 数据显示该市场稍增加了 9、12 月的降息预期

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/6/12			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.5%	91.5%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	31.6%	66.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	20.8%	53.3%	24.4%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	8.3%	32.2%	43.2%	15.9%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.4%	6.0%	25.2%	40.0%	23.8%	4.6%
2025/1/29	0.0%	0.2%	2.8%	14.3%	31.6%	33.0%	15.5%	2.6%
2025/3/19	0.1%	1.9%	10.2%	25.5%	32.5%	21.7%	7.2%	0.9%
2025/4/30	0.7%	4.8%	15.6%	28.0%	28.7%	16.6%	5.0%	0.6%

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 5 月回升 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

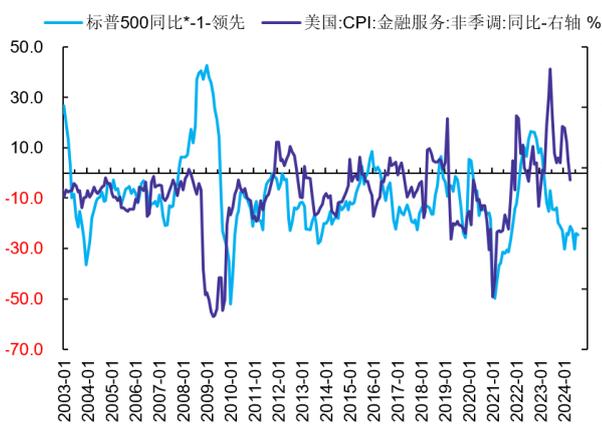
从细项来看, 我们继续将 CPI 分解为能源、食品、商品、居住成本和核心服务几个部分分析¹。能源价格仍受到制造业回暖和地缘政治冲突的扰动, 但 5 月预计回落; 能源商品环比增 2.7%, 同比从 0.9% 升至 1.1%, 帮助通胀回升; 能源服务同比从前值 3.1% 上行至 3.6%。全球制造业 PMI 在 3 月抬升后, 4 月有所回落, 高利率环境下制造业和补库存周期顺利开启短期有难度, 需求的弱化为 5 月份能源价格的回落提供动力。

食品 4 月增速依然稳定, 家用食品环比负增长 0.2%, 非家用食品环比维持 0.3%, 从 CRB 数据看食品价格未来回升幅度有限, 难以推动通胀。

商品的温和通缩加剧, 环比-0.1%, 同比-1.3%并连续通缩四个月; 商品中服装环比增 1.2%表现较强, 新车和二手车环比均进一步下行, 家具和家用商品也持续回落; 总体上, 核心商品需求压力不大, 通缩的延续支持通胀回落。

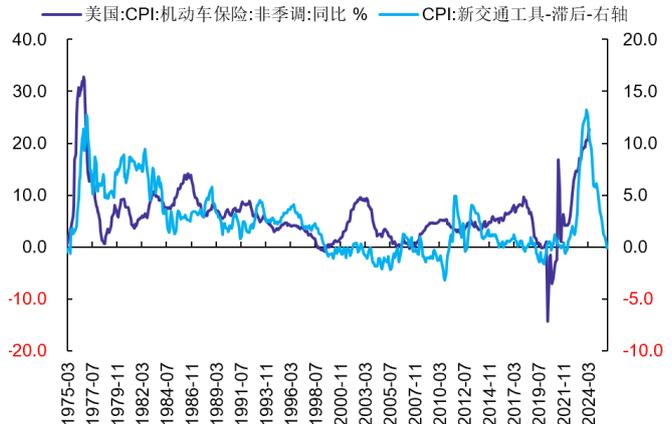
居住成本同比回落较慢, 环比出现一定改善。主要居所租金和业主等价值租金同比分别为 5.4% 和 5.8%, 环比均为 0.4% 并与前值持平。不过, 较好的变化是这两个项目的非季调环比降低至 0.3%, 为近一年来的最低值, 也利于核心通胀延续降低。不论是从领先的租金和房价指标还是 BLS 的新租户价格指数 (NTR) 来看, 居住成本虽然降幅偏慢, 但持续降低的基础仍在。

图 7: 金融服务价格有进一步降低的基础



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 8: 运输服务也有望进一步回落



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

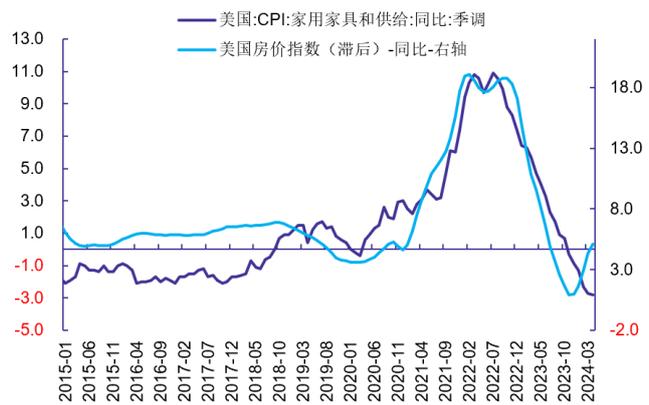
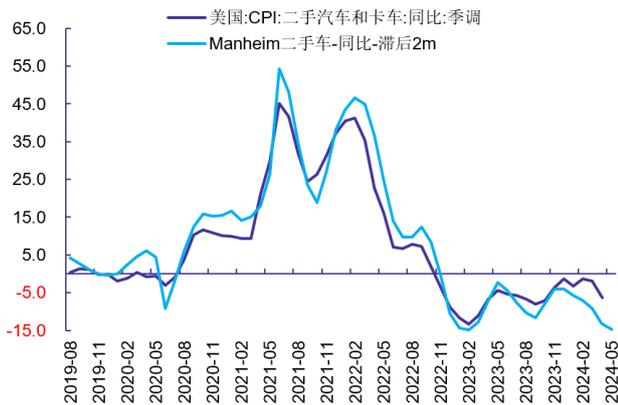
¹ 以下按 BLS 格式, 为季调环比和非季调同比, 除非特别注明。

核心服务价格还受到劳动市场的支持，但也有弱化。其中医疗护理服务、运输服务和金融服务均进一步下行。从领先指标来看，服务项目中推动运输服务的机动车保险一般滞后于新车价格增速，因此有随新车价格降低的空间，这在未来也有望延续。此外，CPI 的金融服务成本也和标普 500 的增速存在趋势上的趋同，虽然短期背离，但金融服务的趋势在年内应该也会进一步放缓。4 月数据为核心服务中滞后项目的进一步降低提供了信心。

总体上，通胀粘性的主要来源（居住成本和核心服务项目）中不仅包含价格压力，也存在一定的统计滞后，目前来看 CPI 和核心 CPI 向 3% 稳定靠近的概率较高，但顺利回落至 2% 存在一定难度，这也意味着美联储下半年的降息幅度仍会较为克制，观察时间充分的 9 月暂时还是首次降息的较好时机，除非劳动市场提前出现明显恶化。

图 9：二手车价格短期仍在通缩（%）

图 10：家居相关商品继续跟随房价回落，但未来可能止跌（%）

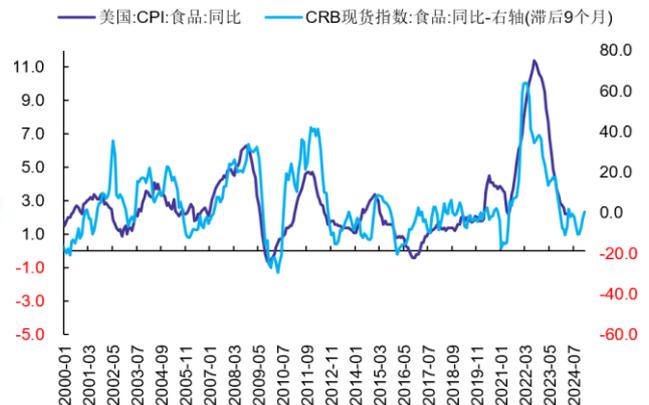


资料来源：Wind、Manheim，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 11：能源成本增速未来有望回落（%）

图 12：4 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

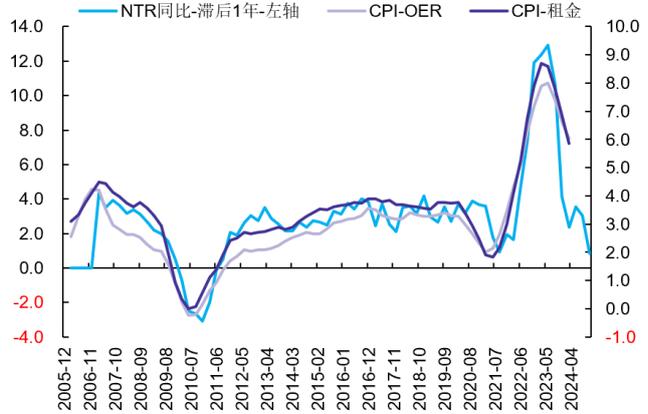
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 13: 去除居住成本滞后效应后, 核心增幅有限 (%)



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, 但具备降低基础 (%)



资料来源: BLS, Wind, 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	最新月份同比拉速率 (%)	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04
100.00	CPI	3.40	3.40	3.50	3.20	3.10	3.40	3.10	3.20	3.70	3.70	3.20	3.00	4.00	4.90
13.50	食品	0.30	2.20	2.20	2.20	2.60	2.70	2.90	3.30	3.70	4.30	4.90	5.70	6.70	7.70
8.14	家用食品	0.09	1.10	1.20	1.00	1.20	1.30	1.70	2.10	2.40	3.00	3.60	4.70	5.80	7.10
5.36	非家用食品	0.22	4.10	4.20	4.50	5.10	5.20	5.30	5.40	6.00	6.50	7.10	7.70	8.30	8.60
6.75	能源	0.18	2.60	2.10	-1.90	-4.60	-2.00	-5.40	-4.50	-0.50	-3.60	-12.50	-16.70	-11.70	-5.10
3.59	能源商品	0.04	1.10	0.90	-4.20	-6.90	-2.90	-9.80	-6.20	2.20	-4.20	-20.30	-26.80	-20.40	-12.60
0.08	燃油	0.00	-0.80	-3.70	-5.40	-14.20	-14.70	-24.80	-21.40	-5.10	-14.80	-26.50	-36.60	-37.00	-20.20
3.42	发动机燃料	0.03	1.00	1.00	-4.20	-6.60	-2.30	-9.20	-5.60	2.70	-3.70	-20.20	-26.70	-20.00	-12.40
3.31	汽油	0.04	1.20	1.30	-3.90	-6.40	-1.90	-8.90	-5.30	3.00	-3.30	-19.90	-26.50	-19.70	-12.20
3.16	能源服务	0.11	3.60	3.10	0.50	-2.00	-1.10	-0.10	-2.30	-3.30	-2.70	-1.10	-0.90	1.60	5.90
2.46	电力	0.13	5.10	5.00	3.60	3.80	3.30	3.40	2.40	2.60	2.10	3.00	5.40	5.90	8.40
0.70	公共事业(管道)燃气服务	-0.01	-1.90	-3.20	-8.80	-17.80	-13.80	-10.40	-15.80	-19.90	-16.50	-13.70	-18.60	-11.00	-2.10
79.76	核心CPI	2.87	3.60	3.80	3.80	3.90	3.90	4.00	4.00	4.10	4.30	4.70	4.80	5.30	5.50
18.81	商品	-0.24	-1.30	-0.70	-0.30	-0.30	0.20	0.00	0.10	0.00	0.20	0.80	1.30	2.00	2.00
2.61	服装	0.03	1.30	0.40	0.00	0.10	1.00	1.10	2.60	2.30	3.10	3.20	3.10	3.50	3.60
3.65	新车	-0.01	-0.40	-0.10	0.40	0.70	1.00	1.30	1.90	2.50	2.90	3.50	4.10	4.70	5.40
1.92	二手车	-0.13	-6.90	-2.20	-1.80	-3.50	-1.30	-3.80	-7.10	-8.00	-6.60	-5.60	-5.20	-4.20	-6.60
1.46	医疗商品	0.04	2.50	2.50	2.90	3.00	4.70	5.00	4.70	4.20	4.50	4.10	4.20	4.40	4.00
0.85	酒精饮料	0.02	2.00	2.40	2.40	2.30	2.50	2.90	3.70	4.20	3.70	4.10	4.40	4.80	4.60
0.54	烟草和相关制品	0.04	6.70	6.80	7.10	7.40	7.80	7.70	7.20	5.60	5.60	6.10	5.80	6.30	6.60
60.95	服务	3.23	5.30	5.40	5.20	5.40	5.30	5.50	5.50	5.70	5.90	6.10	6.20	6.60	6.80
36.18	居住成本	1.99	5.50	5.70	5.70	6.00	6.20	6.50	6.70	7.20	7.30	7.70	7.80	8.00	8.10
7.64	主要居所租金	0.41	5.40	5.70	5.80	6.10	6.50	6.90	7.20	7.40	7.80	8.00	8.30	8.70	8.80
26.71	业主等价租金	1.55	5.80	5.90	6.00	6.20	6.30	6.70	6.80	7.10	7.30	7.70	7.80	8.00	8.10
6.50	医疗护理服务	0.18	2.70	2.10	1.10	0.60	-0.50	-0.90	-2.00	-2.60	-2.10	-1.50	-0.80	-0.10	0.40
1.81	医疗	0.02	0.90	0.70	0.40	0.10	-0.60	-0.70	-1.20	-0.20	0.30	0.40	0.50	-0.10	0.30
2.31	医院和相关服务	0.18	7.90	7.70	6.10	6.50	5.60	6.30	5.60	4.70	3.50	3.40	4.20	3.90	3.30
6.39	运输服务	0.72	11.20	10.70	9.90	9.50	9.70	10.10	9.20	9.10	10.30	9.00	8.20	10.20	11.00
1.23	机动车维修保养	0.09	7.60	8.20	6.70	6.50	7.10	8.50	9.60	10.20	12.00	12.70	12.70	13.50	13.30
2.85	机动车保险	0.65	22.60	22.20	20.60	20.60	20.30	19.20	19.20	18.90	19.10	17.80	16.90	17.10	15.50
1.11	公共交通	-0.05	-4.60	-5.60	-5.20	-4.80	-6.90	-8.10	-8.90	-9.30	-9.40	-13.20	-13.30	-8.90	0.30
0.81	机票	-0.05	-5.80	-7.10	-6.10	-6.40	-9.40	-12.10	-13.20	-13.40	-13.30	-18.60	-18.90	-13.40	-0.90
3.26	休闲服务	0.13	4.10	4.50	4.50	5.30	5.60	4.80	5.70	6.40	6.10	6.20	5.90	5.80	6.40
0.91	录音录像	0.04	4.50	4.40	4.20	5.30	5.30	4.10	5.20	6.30	5.90	5.10	4.30	4.50	5.70
0.43	宠物服务	0.02	4.90	7.30	5.90	7.00	7.60	6.40	7.30	7.00	8.50	9.80	10.40	10.20	10.40
1.87	其他休闲娱乐	0.08	4.40	4.40	4.50	4.80	5.20	4.70	5.60	6.50	5.60	5.90	5.80	5.50	5.80
5.02	教育和通讯服务	0.08	1.60	1.40	1.50	1.30	1.30	1.40	2.30	2.50	2.60	2.70	2.40	2.80	3.10
2.39	学费	0.06	2.60	2.70	3.00	2.70	2.70	2.70	2.90	3.10	3.10	3.50	3.40	3.60	3.70
1.56	电话	-0.03	-1.70	-1.80	-2.10	-2.10	-1.90	-1.70	0.40	0.10	0.20	0.40	0.20	1.40	1.90
0.99	网络和电子信息	0.05	4.90	4.20	4.30	3.80	3.70	3.70	4.40	5.00	5.20	4.70	3.30	2.90	3.40
1.51	其他个人服务	0.07	4.90	5.40	5.10	6.80	6.40	6.10	6.70	6.80	6.40	6.00	6.50	6.70	6.30
0.63	个人护理服务	0.03	4.70	3.80	3.90	4.20	3.70	3.90	5.00	4.80	5.10	5.30	5.00	4.90	5.30
0.89	其他杂项	0.04	5.00	6.50	5.90	8.70	8.30	7.70	7.90	8.30	7.40	6.50	7.60	8.00	7.10

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