



CPI 略超预期，但不阻碍美联储继续温和降息

——9月美国CPI数据

2024年10月10日

- **CPI 与核心 CPI 均略强于预期，通胀四季度的回升依然不妨碍温和降息：**9月CPI同比增速从8月的2.5%进一步降至2.4%，但略高于2.3%的市场预期；剔除能源和食品的核心CPI同比3.3%，亦高于3.2%预期。季调环比方面，CPI增速保持0.2%，核心CPI环比维持0.3%并强于预期。总体上，从环比角度考虑，通胀未来的趋势仍是逐步放缓并向2%的目标靠拢，在就业市场仍有弱化空间的背景下，美联储在年内再进行累计50BP的降息较为合理。考虑到能源价格稍弱于预期，预计2024年CPI同比增速均值在2.9%左右，PCE通胀在2.5%左右。
- **CPI 与核心超预期的动力 – 鸡蛋、机票、汽车保险维修以及部分商品：**食品价格同比增幅加速至2.3%（前值2.1%），这主要是因肉食蛋品类涨价突出，鸡蛋价格同比增长39.6%。能源商品未季调环比增速略低于9月汽油价格环比降幅，趋势相符，在全球需求预期仍然不振的情况下，能源价格即使在地缘政治风险扰动下也不易大幅回升，对通胀压力有限。商品同比通缩幅度由前值-1.9%收窄为-1.0%，服装和车辆价格边际回升，但商品整体还是令通胀向下的力量。居住成本同比降幅依旧慢于各类领先指标，但环比明显回落，在8月环比意外升至0.5%的情况下，9月回落至0.2%，预计未来居住成本环比增速应在0.3%左右，可以继续支持通胀降低，带动核心弱化。其他核心服务项目环比走强，医疗、机票和学费等项目涨价突出。名义薪资增速的韧性可能意味着服务项短期存在粘性，同时飓风对服务供给的扰动也可能在10月数据中体现。通胀四季度同比大概率回升，但不改变其中期延续回落的方向，美联储仍可以降息。
- **居住成本环比回落，核心CPI仍可以缓慢降低：**从与CPI居住成本相关性更好的BLS统计的新租户价格指数（NTR）来看，居住成本在2025上半年大概率处于缓慢降低的状态。9月0.2%的环比增速也受到8月0.5%高基数的影响，预计未来环比增速在0.3%左右概率更高，而居住成本年末的同比增速可以降至4.5%以下，带动核心CPI缓和。不过核心CPI年内降至3.0%下方存在难度。
- **失业金申领上行扰动市场预期，美联储官员大多支持继续温和降息：**同日公布的数据还有10月初的失业金初请人数，在以飓风海伦以及波音罢工等因素的扰动下，失业金周度初请人数升至25.8万人，明显高于23万人的预期，预示10月失业率可能上行。而包括威廉姆斯和古尔斯比在内的美联储官员整体依然支持降息。古尔斯比认为在未来一年到一年半，美联储将继续降息；威廉姆斯则表示“基于目前的经济预测，继续将货币政策立场转向更为中性的设定将是合适的”。尽管失业金申领人数的上升和通胀降幅不及预期描绘了不同的经济前景，当前美国2024年内大概率仍维持“软着陆+预防式降息”组合。
- **市场继续考虑11月不降息的可能，美元指数和美债收益率维持高位：**数据公布后CME数据显示交易者稍提升了对11月不降息概率的押注（14.6%），但整体倾向于年内再出现两次25BP的降息。资产方面，美国三大股指震荡后小幅收跌。美债收益率略有下行，2年期降5.8BP至3.964%，10年期降0.2BP至4.073%。美元指数盘中大幅走高但最终小幅回落至102.8529。近期经济数据整体偏强使市场的主要担忧从“衰退”向“不着陆和再通胀”切换，这短期将使10年期美债收益率和美元指数保持偏高位置，不过10月劳动数据在飓风等因素的扰动下可能出现恶化，美债与美元指数存在下行空间。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

于金潼

✉：yujintong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524080003

风险提示

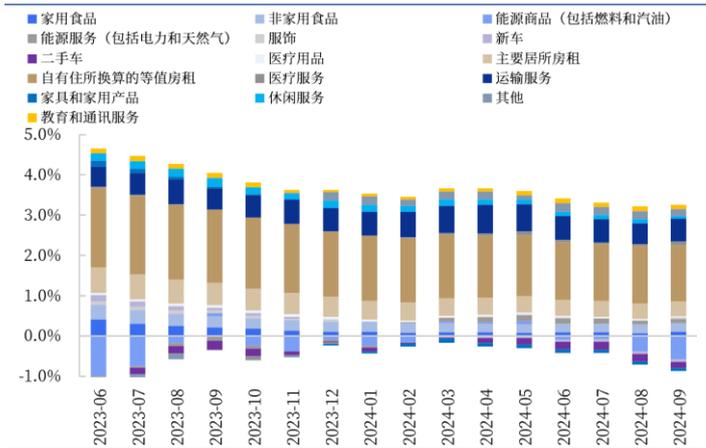
1. 美国经济和劳动市场下行的风险
2. 美国银行系统意外出现流动性问题的风险
3. 对美联储官员发言理解不到位的风险

一、CPI 喜忧参半，核心强于预期但居住成本回落

美国劳工数据局（BLS）公布 9 月消费者价格指数（CPI），其同比增速从 8 月的 2.5% 进一步降至 2.4%，但略高于 2.3% 的市场预期；剔除能源和食品的核心 CPI 同比 3.3%，亦高于 3.2% 预期。季调环比方面，CPI 增速保持 0.2%，核心 CPI 环比维持 0.3% 并强于预期。

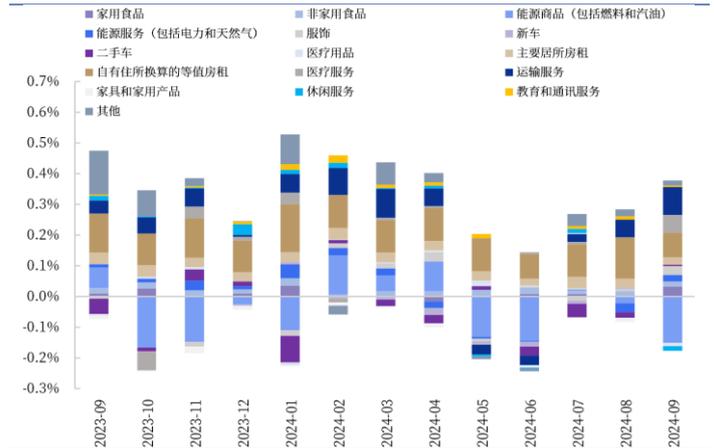
CPI 在三季度顺利弱化，为美联储开启降息提供了充足的信心；虽然其四季度的同比增速在低基数下大概率回升，但环比增速整体仍将位于 0.2% 的下方，对应 2.4% 左右的年化同比增速，这并不阻碍美联储在 11 和 12 月继续降息。主要项目中食品价格意外环比回升，这部分来自于家用食品中鸡蛋的大幅涨价；能源商品 9 月在需求预期下行的情况下环比大幅回落带动通胀下行。核心商品增速强于预期，同比通缩幅度收窄；核心服务表现同样偏强，医疗和运输环比增长明显。较好的消息来自于居住成本，在 8 月超预期维持 0.5% 的环比增速后，9 月居住成本环比增速明显回落至 0.2%，同比继续下行的趋势保持。同时，核心 CPI 短期依然保持粘性，年内不易降至 3% 下方，在经济增速稳健且市场再度开始担忧“不着陆”风险的情况下，美联储暂时没有单次降息超过 25BP 的理由。总体上，从环比角度考虑，通胀未来的趋势仍是逐步放缓并向 2% 的目标靠拢，在就业市场仍有弱化空间的背景下，美联储在年内再进行累计 50BP 的降息较为合理。考虑到能源价格稍弱于预期，预计 2024 年 CPI 同比增速均值在 2.9% 左右，PCE 通胀在 2.5% 左右。

图1：9 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

图2：9 月 CPI 季调环比主要拉动项拆分



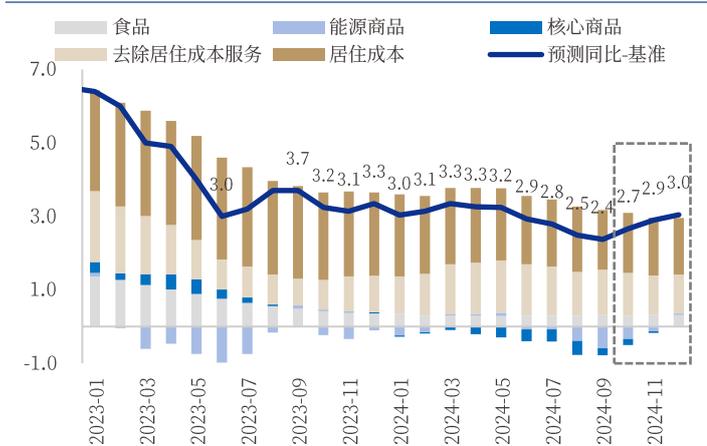
资料来源：BLS, 中国银河证券研究院

整体来看：食品价格同比增幅加速至 2.3%（前值 2.1%），这主要是因肉食蛋品类涨价突出，鸡蛋价格同比增长 39.6%。能源商品未季调环比增速略低于 9 月汽油价格环比降幅，趋势相符，在全球需求预期仍然不振的情况下，能源价格即使在地缘政治风险扰动下也不易大幅回升，对通胀压力有限。商品同比通缩幅度由前值 -1.9% 收窄为 -1.0%，服装和车辆价格边际回升，但商品整体还是令通胀向下的力量。居住成本同比降幅依旧慢于各类领先指标，但环比明显回落，在 8 月环比意外升至 0.5% 的情况下，9 月回落至 0.2%，预计未来居住成本环比增速应在 0.3% 左右，可以继续支持通胀降低，带动核心弱化。其他核心服务项目环比走强，医疗、机票和学费等项目涨价突出。名义薪资增速的韧性可能意味着服务项目短期存在粘性，同时飓风对服务供给的扰动也可能在 10 月数据中体现。通胀四季度同比大概率回升，但不改变其中期延续回落的方向，美联储仍可以降息。

虽然降息开启，通胀中最重要的滞后项目居住成本还在下行的道路上，劳动市场随着需求小幅缓和与供给持续增加而弱于疫情前的水平，这整体代表着通胀面临的上行风险有限。不过，就业不弱带来的名义薪资粘性可能拖累服务价格的回落，而短期来看美国多个飓风造成的破坏也可能阶段性推升价格，加剧核心通胀的粘性，但这不改变未来通胀逐渐回落的趋势。除了降息外，美国两党总统候选人的财政

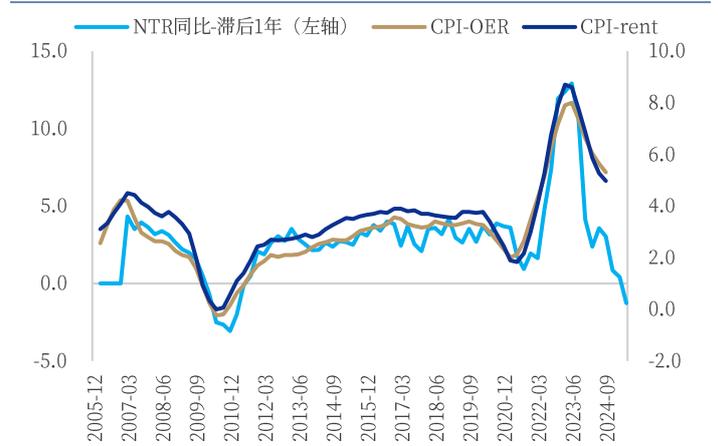
计划都将持续增加赤字并提升通胀中枢，负责任联邦预算委员会（CRFB）测算中性的特朗普预算可能每年额外增加 7500 亿美元赤字，哈里斯则为 3500 亿，这也不利于价格在中长期稳定在 2%。

图3：美国 CPI 增速预测（%）



资料来源：BLS, Wind, 中国银河证券研究院

图4：居住成本同比增速 9 月缓和，未来有进一步降低空间（%）



资料来源：BLS, Wind, 中国银河证券研究院

同日公布的数据还有 10 月初的失业金初请人数，在以飓风海伦以及波音罢工等因素的扰动下，失业金周度初请人数升至 25.8 万人，明显高于 23 万人的预期，预示 10 月失业率可能上行。而包括威廉姆斯和古尔斯比在内的美联储官员整体依然支持一系列的降息。古尔斯比认为在未来一年到一年半，美联储将继续降息；威廉姆斯则表示“基于目前的经济预测，继续将货币政策立场转向更为中性的设定将是合适的”。尽管失业金申领人数的上升和通胀降幅略不及预期描绘了不同的经济前景，当前美国 2024 年内大概率仍维持“软着陆+预防式降息”组合，美联储预计在 11、12 月各降息 25BP，年内累计 100BP。

市场方面，数据公布后 CME 数据显示交易者稍提升了对 11 月不降息概率的押注（14.6%），但整体倾向于年内再出现两次 25BP 的降息。资产方面，美国三大股指震荡后小幅收跌。美债收益率略有下行，2 年期降 5.8BP 至 3.964%，10 年期降 0.2BP 至 4.073%。美元指数盘中大幅走高但最终小幅回落至 102.8529。近期经济数据整体偏强使市场的主要担忧从“衰退”向“不着陆和再通胀”切换，这短期将使 10 年期美债收益率和美元指数保持偏高位置，不过 10 月劳动数据在飓风等因素的扰动下可能出现恶化，美债与美元指数存在下行空间。

二、居住成本超预期回落，但核心商品和服务环比偏强

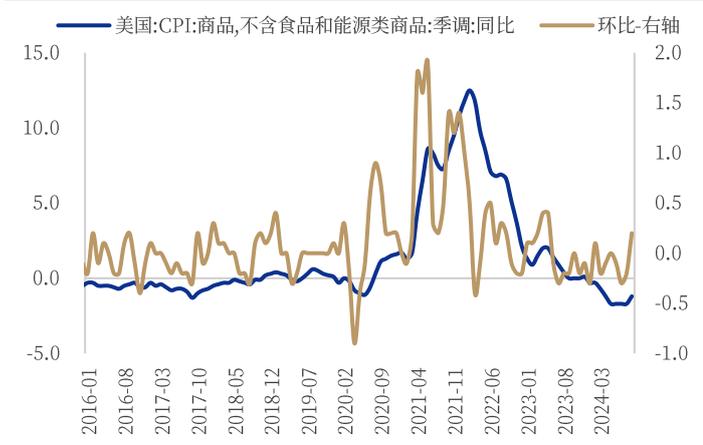
从细项来看，我们继续将 CPI 分解为能源、食品、商品、居住成本和核心服务几个部分分析，9 月数据中居住成本环比下行超预期，但核心商品和服务中部分项目涨价明显。

(1) 名义 CPI 在 7、8 月份连续低于预期后，9 月表现略强，这主要是由于食品、部分核心商品和服务价格环比上行所致，而居住成本则出现了可喜的弱化，显示未来核心通胀仍可以逐步回落。从分项看，对通胀同比有向上拉动的是非家用食品、电力、烟草和相关制品、居住成本、医院和相关服务、机动车保险以及维修保养、宠物服务、学费和其他个人服务等。结合克利夫兰截尾均值 CPI 来看，其 9 月 16% 截尾均值降低至 3.16%（前值 3.22%），中位值略降至 4.08%（前值 4.16%），通胀下行动能整体保持。尽管如此，全年的名义 CPI 平均增速仍可能接近 2.9%，四季度名义 CPI 将出现回升。

(2) 核心 CPI 方面，9 月商品通缩幅度收窄，核心服务受机票、机动车维修保险和医疗的带动同样偏强，但居住成本的超预期降低缓和了核心 CPI 的涨幅。由于短期的多个飓风和罢工对供给的影响可能进一步显现，虽然居住成本有进一步走弱的空间，但核心 CPI 将具有粘性，可能不易降至 3% 下方，

除非劳动市场超预期弱化。当然，核心通胀还在继续回落的轨道上，短期并不妨碍美联储进行连续的小幅降息，劳动市场和经济数据的弱化程度对降息的节奏和幅度将更为重要

图5: 核心商品通缩延续 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 剔除居住成本的服务项目环比升至 0.6% (%)

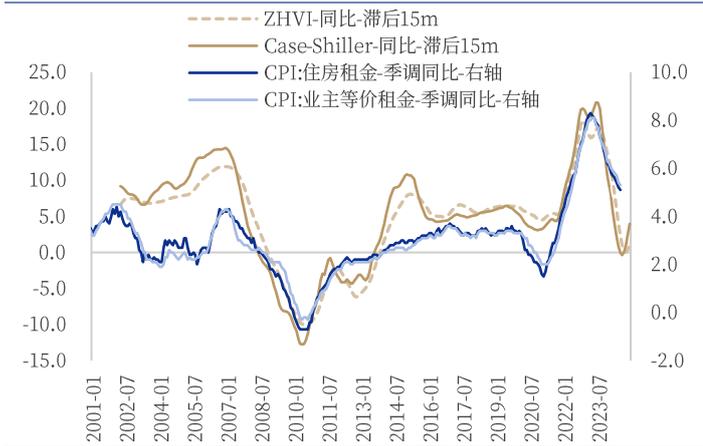


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(3) 居住成本 9 月季调和非季调环比均降低至 0.2%，带动同比下行至 4.9%。从与 CPI 居住成本相关性更好的 BLS 统计的新租户价格指数 (NTR) 来看，居住成本在 2025 上半年大概率处于缓慢降低的状态。9 月 0.2% 的环比增速也受到 8 月 0.5% 高基数的影响，预计未来环比增速在 0.3% 左右概率更高，而居住成本年末的同比增速可以降至 4.5% 以下，带动核心 CPI 缓和。不过，后续仍需观察居住成本是否会跟随市场房价和租金指数回升的风险。

(4) 核心服务价格略有回升，其作为较为明显的滞后指标降低依然偏慢，也受到服务业薪资粘性的支持。从季调环比角度考虑，医疗服务加速至 0.9%；运输服务从前值 0.9% 进一步加速至 1.4%，机票的环比涨价以及机动车保险与维修护理都是助推因素。休闲服务以及教育和通讯服务上行幅度有限，环比分别为 -0.5% 和 0.1%。在美国劳动市场因无法完全吸纳大量移民供给的情况下，服务价格还有继续弱化的空间，但短期飓风的扰动可能阻碍其进一步顺利走弱。

图7: 居住成本存在跟随市场房价反弹的风险 (%)



资料来源: Wind, Fred, 中国银河证券研究院

图8: 能源商品通胀下半年压力有限



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(5) 其他项目方面，食品价格由于鸡蛋价格大涨而超过预期。核心商品的通缩收窄。领先指标显示二手车价格继续处于通缩区间，其 10 月环比降幅可能继续收窄，继续在通缩范围运行。新汽车价格环比增 0.2%，服装环比回升至 1.1%，家具及家用产品环比零增长，而医疗商品负增长 0.7%。能源方面，能源商品三季度整体跟随国际油价回落，不过地缘政治扰动以及全球需求预期企稳使油价在 10 月回升，但其继续大幅上行的风险不高。能源服务方面，NYMEX 天然气价格同比继续回落，这意味着

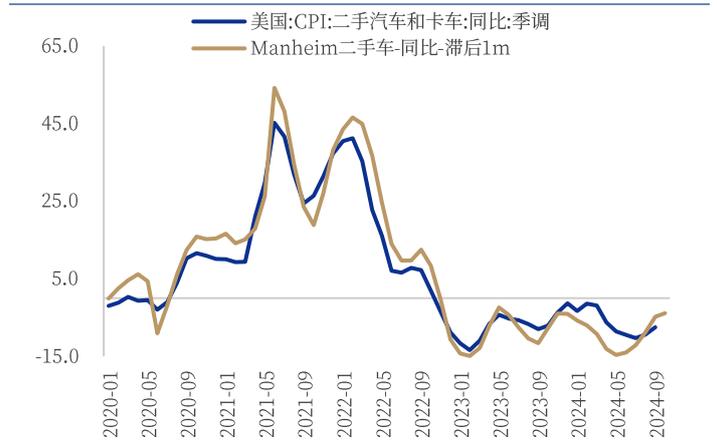
能源服务成本短期也将顺利下行。总体上，食品的超预期涨价持续性不高，核心商品在居民商品消费不强也很难摆脱通缩，能源价格上行风险有限，整体支持通胀回落的趋势。

图9：能源服务成本增速未来进一步回落（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图10：二手车预计未来继续通缩，但环比可能回升（%）



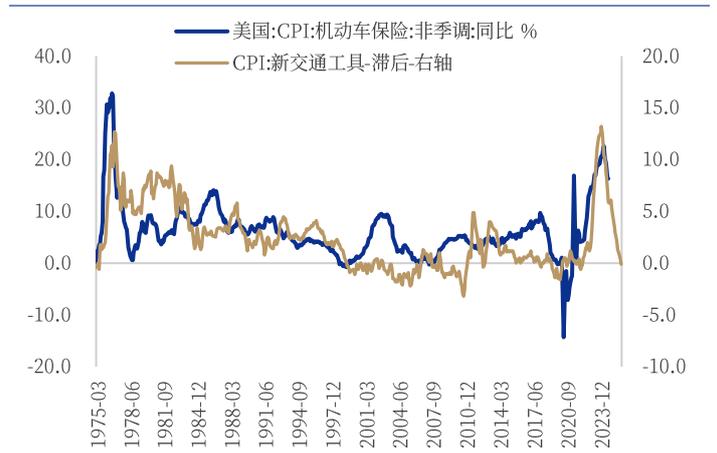
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图11：金融服务价格回落已经反映



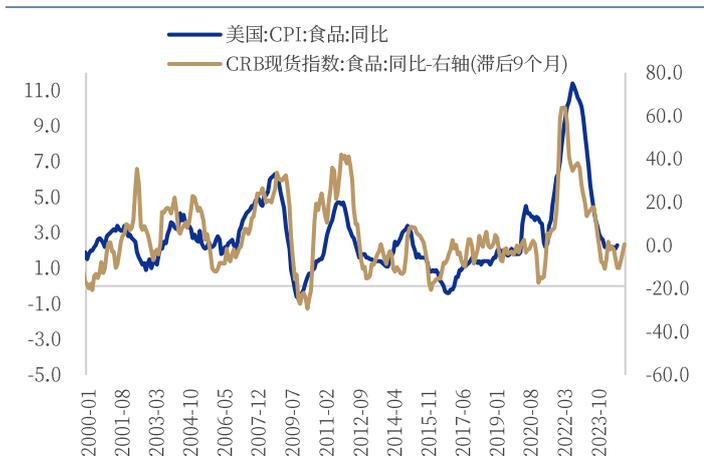
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图12：汽车保险价格继续下行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图13：食品价格仍将保持稳定（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图14：市场维持年内 100BP 的降息，但考虑 11 月不降息的可能

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
2024/11/7					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	86.4%	13.6%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	84.7%	15.1%	0.3%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	67.0%	29.6%	3.4%	0.1%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	61.6%	32.6%	5.5%	0.3%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	37.4%	44.0%	16.1%	2.3%	0.1%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	23.6%	41.6%	26.4%	7.4%	0.9%	0.0%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	8.1%	29.8%	36.4%	19.9%	5.2%	0.6%	0.0%	0.0%
2025/9/17	0.0%	2.8%	15.6%	32.1%	30.7%	14.8%	3.6%	0.4%	0.0%	0.0%
2025/10/29	0.6%	5.5%	19.1%	31.8%	27.3%	12.4%	2.9%	0.3%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，中国银河证券研究院

图15: 美国 CPI 未季调同比增速概览

权重 (%)	未季调同比	最新月份同比波动率 (%)	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09
100.00	CPI	2.40	2.40	2.50	2.90	3.00	3.30	3.40	3.50	3.20	3.10	3.40	3.10	3.20	3.70
13.43	食品	0.31	2.30	2.10	2.20	2.20	2.10	2.20	2.20	2.20	2.60	2.70	2.90	3.30	3.70
8.06	家用食品	0.10	1.30	0.90	1.10	1.10	1.00	1.10	1.20	1.00	1.20	1.30	1.70	2.10	2.40
5.37	非家用食品	0.21	3.90	4.00	4.10	4.10	4.00	4.10	4.20	4.50	5.10	5.20	5.30	5.40	6.00
6.94	能源	-0.47	-6.80	-4.00	1.10	1.00	3.70	2.60	2.10	-1.90	-4.60	-2.00	-5.40	-4.50	-0.50
3.78	能源商品	-0.58	-15.30	-10.10	-2.00	-2.20	2.20	1.10	0.90	-4.20	-6.90	-2.90	-9.80	-6.20	2.20
0.08	燃油	-0.02	-22.40	-12.10	-0.30	0.80	3.60	-0.80	-3.70	-5.40	-14.20	-14.70	-24.80	-21.40	-5.10
3.63	发动机燃料	-0.56	-15.50	-10.40	-2.30	-2.50	2.00	1.00	1.00	-4.20	-6.60	-2.30	-9.20	-5.60	2.70
3.53	汽油	-0.54	-15.30	-10.30	-2.20	-2.50	2.20	1.20	1.30	-3.90	-6.40	-1.90	-8.90	-5.30	3.00
3.15	能源服务	0.11	3.40	3.10	4.20	4.30	4.70	3.60	3.10	0.50	-2.00	-1.10	-0.10	-2.30	-3.30
2.49	电力	0.09	3.70	3.90	4.90	4.40	5.90	5.10	5.00	3.60	3.80	3.30	3.40	2.40	2.60
0.66	公共事业(管道)燃气服务	0.01	2.00	-0.10	1.50	3.70	0.20	-1.90	-3.20	-8.80	-17.80	-13.80	-10.40	-15.80	-19.90
79.64	核心CPI	2.63	3.30	3.20	3.20	3.30	3.40	3.60	3.80	3.80	3.90	3.90	4.00	4.00	4.10
18.45	商品	-0.18	-1.00	-1.90	-1.90	-1.80	-1.70	-1.30	-0.70	-0.30	-0.30	0.20	0.00	0.10	0.00
2.52	服装	0.05	1.80	0.30	0.20	0.80	0.80	1.30	0.40	0.00	0.10	1.00	1.10	2.60	2.30
3.58	新车	-0.05	-1.30	-1.20	-1.00	-0.90	-0.80	-0.40	-0.10	0.40	0.70	1.00	1.30	1.90	2.50
1.89	二手车	-0.10	-5.10	-10.40	-10.90	-10.10	-9.30	-6.90	-2.20	-1.80	-3.50	-1.30	-3.80	-7.10	-8.00
1.48	医疗商品	0.02	1.60	2.00	2.80	3.10	3.10	2.50	2.50	2.90	3.00	4.70	5.00	4.70	4.20
0.84	酒精饮料	0.01	1.50	1.90	1.90	1.80	1.70	2.00	2.40	2.40	2.30	2.50	2.90	3.70	4.20
0.55	烟草和相关制品	0.05	8.20	8.40	7.90	8.20	7.80	6.70	6.80	7.10	7.40	7.80	7.70	7.20	5.60
61.19	服务	2.88	4.70	4.90	4.90	5.10	5.30	5.30	5.40	5.20	5.40	5.30	5.50	5.50	5.70
36.39	居住成本	1.78	4.90	5.20	5.10	5.20	5.40	5.50	5.70	5.70	6.00	6.20	6.50	6.70	7.20
7.66	主要住所租金	0.37	4.80	5.00	5.10	5.10	5.30	5.40	5.70	5.80	6.10	6.50	6.90	7.20	7.40
26.83	业主等待租金	1.39	5.20	5.40	5.30	5.40	5.70	5.80	5.90	6.00	6.20	6.30	6.70	6.80	7.10
6.48	医疗护理服务	0.23	3.60	3.20	3.30	3.30	3.10	2.70	2.10	1.10	0.60	-0.50	-0.90	-2.00	-2.60
1.80	医疗	0.03	1.50	0.60	0.70	0.80	1.40	0.90	0.70	0.40	0.10	-0.60	-0.70	-1.20	-0.20
2.31	医院和相关服务	0.11	4.80	5.80	6.20	7.10	7.30	7.90	7.70	6.10	6.50	5.60	6.30	5.60	4.70
6.46	运输服务	0.55	8.50	7.90	8.80	9.40	10.50	11.20	10.70	9.90	9.50	9.70	10.10	9.20	9.10
1.24	机动车维修保养	0.06	4.90	4.10	4.60	6.00	7.20	7.60	8.20	6.70	6.50	7.10	8.50	9.60	10.20
2.97	机动车保险	0.48	16.30	16.50	18.60	19.50	20.30	22.60	22.20	20.60	20.60	20.30	19.20	19.20	18.90
1.05	公共交通	0.01	0.60	-1.10	-2.20	-3.80	-4.70	-4.60	-5.60	-5.20	-4.80	-6.90	-8.10	-8.90	-9.30
0.74	机票	0.01	1.60	-1.30	-2.80	-5.10	-5.90	-5.80	-7.10	-6.10	-6.40	-9.40	-12.10	-13.20	-13.40
3.24	休闲服务	0.07	2.20	3.20	3.10	3.40	3.90	4.10	4.50	4.50	5.30	5.60	4.80	5.70	6.40
0.90	录音录像	0.02	1.80	2.00	2.50	2.30	2.80	4.50	4.40	4.20	5.30	5.30	4.10	5.20	6.30
0.44	宠物服务	0.02	5.60	6.00	4.90	5.10	5.90	4.90	7.30	5.90	7.00	7.60	6.40	7.30	7.00
1.85	其他休闲娱乐	0.04	2.10	3.80	3.40	4.10	4.70	4.40	4.40	4.50	4.80	5.20	4.70	5.60	6.50
4.99	教育和通讯服务	0.11	2.30	2.30	2.20	2.30	2.00	1.60	1.40	1.50	1.30	1.30	1.40	2.30	2.50
2.38	学费	0.09	3.60	3.20	3.00	2.90	2.90	2.60	2.70	3.00	2.70	2.70	2.70	2.90	3.10
1.54	电话	0.01	0.40	0.30	-0.10	0.10	-1.00	-1.70	-1.80	-2.10	-2.10	-1.90	-1.70	0.40	0.10
0.99	网络和电子信息	0.02	2.00	3.00	3.90	4.30	5.00	4.90	4.20	4.30	3.80	3.70	3.70	4.40	5.00
1.53	其他个人服务	0.06	4.10	4.60	5.10	4.80	4.10	4.90	5.40	5.10	6.80	6.40	6.10	6.70	6.80
0.63	个人护理服务	0.03	4.80	4.70	4.50	5.00	4.80	4.70	3.80	3.90	4.20	3.70	3.90	5.00	4.80
0.90	其他杂项	0.03	3.60	4.50	5.60	4.60	3.60	5.00	6.50	5.90	8.70	8.30	7.70	7.90	8.30

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、风险提示

- (1)美国经济和劳动市场下行的风险
- (2)美国银行系统意外出现流动性问题的风险
- (3)对美联储官员发言理解不到位的风险

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。

于金潼：宏观分析师

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，香港市场以恒生指数为基准。	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

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn