

宏观经济 | 宏观点评

# 美联储或继续小幅降息 ——美国 10 月 CPI 数据点评



## | 报告要点

美国 10 月通胀数据整体符合预期，CPI 同比上涨 2.6%，上月 2.4%；CPI 环比上涨 0.2%，前值为 0.2%；核心 CPI 同比上涨 3.3%，上月 3.3%；核心 CPI 环比上涨 0.3%，前值为 0.3%。结构上，核心服务通胀仍然有韧性，环比虽然下降，但同比回升，商品继续通缩，但是二手车通胀环比显著上行，同比负增长继续收窄，未来或转正。数据公布后，期货市场预期美联储 12 月降息的概率仍在 7 成左右。我们认为目前美国就业和通胀的数据意味着美联储接下来仍大概率降息。

## | 分析师及联系人



王博群



方诗超

SAC: S0590524010002 SAC: S0590523030001

## 宏观点评

# 美联储或继续小幅降息

## ——美国 10 月 CPI 数据点评

### 相关报告

- 1、《鲍威尔：降息 25 基点，不辞职——美联储 11 月议息会议点评》2024. 11. 10
- 2、《加关税或无法降低美国总贸易赤字——美国大选点评》2024. 11. 09

### ➤ CPI 和核心 CPI 符合预期

美国 10 月通胀数据整体符合预期，CPI 同比上涨 2.6%，上月 2.4%；CPI 环比上涨 0.2%，前值为 0.2%；核心 CPI 同比上涨 3.3%，上月 3.3%；核心 CPI 环比上涨 0.3%，前值为 0.3%。

### ➤ 服务通胀尤其是住房相关仍有韧性

结构上，核心服务通胀仍然有韧性，环比虽然下降，但同比回升，商品继续通缩。核心商品中负增长最多的分项仍然是二手车，但是二手车通胀环比显著上行，环比增长 2.7%，同比负增长继续收窄，未来或转正。居所通胀环比回升到 0.4%，同比持平。服务通胀环比从上月 0.4% 小幅下降到 0.3%，但同比回升到 4.8%。

### ➤ 通胀数据或侧面印证就业市场数据受临时扰动影响

美国 10 月的非农数据偏弱，而通胀数据仍符合预期，或侧面印证就业市场数据受临时扰动影响。10 月的数据因为飓风和罢工等临时扰动可能偏低，有待 11 月数据进一步验证数据是否会明显好转。

### ➤ 美联储年内继续降息的市场预期不变

数据公布后，期货市场预期美联储 12 月降息的概率仍在 7 成左右。我们认为目前的美国就业和通胀的数据意味着美联储接下来仍大概率降息。美联储在 12 月降息前还会看到 11 月的就业数据，或会帮助美联储更好评估临时扰动究竟有多大影响。

### ➤ 国债利率分化，三大股指涨跌不一

市场的反应上，数据公布后，美债收益率普遍下行，到收盘时，美债收益率分化，长端上行。三大股指涨跌不一，到收盘纳斯达克下跌，标普 500 和道琼斯上涨。美元指数小幅走弱后收盘上行，黄金走低。从股市不同行业的涨跌来看，通信服务下跌最多，其次是信息技术和医疗保健，非必须消费、能源和房地产则涨幅居前。房地产和非必须消费都上涨，可能反映通胀数据一方面显现出韧性，意味着经济可能不弱，另一方面，又没有高到显著改变对美联储降息的预期。

**风险提示：**美国经济降温超预期，地缘政治风险超预期



扫码查看更多

## 正文目录

1. CPI 通胀符合预期	4
1.1 CPI 和核心 CPI 符合预期	4
1.2 居所通胀同比持平，二手车环比显著上行	8
2. 美联储年内或继续降息	14
2.1 国债利率分化，三大股指涨跌不一	15
2.2 美联储 12 月或继续降息	17
3. 风险提示	17

## 图表目录

图表 1: CPI 和核心 CPI (%)	5
图表 2: CPI 分项贡献分解 (%)	5
图表 3: 美国 10 月 CPI 和主要分项 (%)	5
图表 4: CPI 敏感测算同比情景 (%)	6
图表 5: 核心 CPI 敏感测算同比情景 (%)	6
图表 6: 美联储 9 月经济预期概要 (SEP) 中位数	7
图表 7: 圣路易斯联储通胀压力指数 (%)	7
图表 8: 美国的通胀预期 (%)	8
图表 9: 近 12 个月 CPI 四个分项同比和环比 (%)	9
图表 10: 原油价格 (美元/桶) 和同比 (右轴, %)	9
图表 11: 核心 CPI 商品和服务的价格同比变化 (%)	10
图表 12: 近 1 年核心 CPI 商品和服务的价格变化 (%)	11
图表 13: 核心商品 CPI 的主要分项同比 (%)	12
图表 14: Manheim 价格指数	12
图表 15: Manheim 和 CPI 二手车同比	12
图表 16: 核心服务 CPI 的主要分项同比 (%)	13
图表 17: CPI 通胀剔除特定分项 (%)	14
图表 18: 替代的核心通胀指标 (%)	14
图表 19: 美国股市收盘的反应 (%)	16
图表 20: 美国国债利率收盘变化 (基点)	16
图表 21: 2024 年 11 月 13 日标普 500 不同行业表现日变化	16
图表 22: CPI 数据公布后美联储不同会议上的利率概率分布 (%)	17

## 1. CPI 通胀符合预期

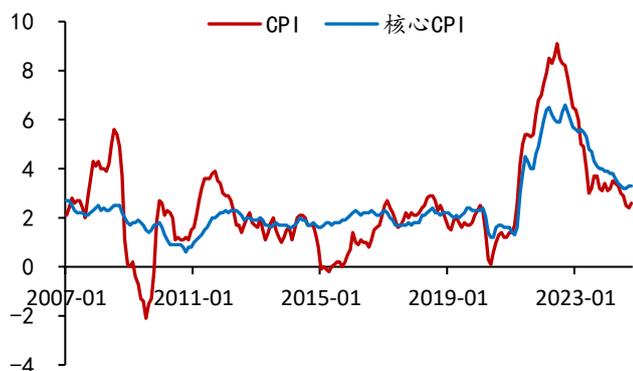
美国 10 月通胀数据整体符合预期，CPI 同比上涨 2.6%，上月 2.4%；CPI 环比上涨 0.2%，前值为 0.2%；核心 CPI 同比上涨 3.3%，上月 3.3%；核心 CPI 环比上涨 0.3%，前值为 0.3%。

结构上，核心服务通胀仍然有韧性，环比虽然下降，但同比回升，商品继续通缩。居所通胀环比回升到 0.4%，同比持平。服务通胀环比从上月 0.4% 小幅下降到 0.3%，但同比回升到 4.8%。数据公布后，国债利率下行，美元指数小幅走弱，美联储 12 月降息的概率仍在 7 成左右。

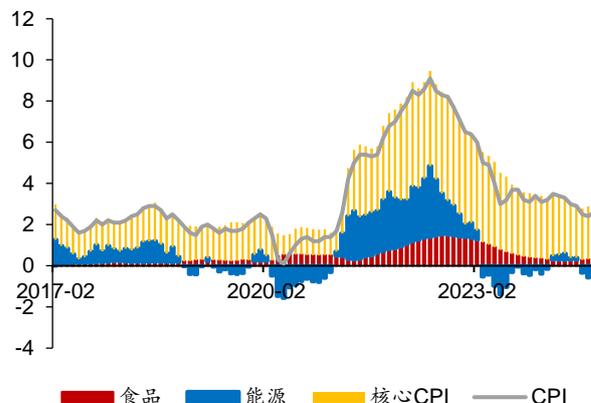
### 1.1 CPI 和核心 CPI 符合预期

美国 10 月通胀数据整体符合预期，CPI 同比上涨 2.6%，上月 2.4%；CPI 环比上涨 0.2%，前值为 0.2%；核心 CPI 同比上涨 3.3%，上月 3.3%；核心 CPI 环比上涨 0.3%，前值为 0.3%。

CPI 的同比略微回升，能源价格的回落仍是同比 CPI 的重要负向贡献，而核心 CPI 同比持平显示出韧性。最新的数据表明通胀降温也并未一直向下，尽管整体符合预期，但表现出韧性。

**图表1: CPI 和核心 CPI (%)**


资料来源: Wind, 国联证券研究所

**图表2: CPI 分项贡献分解 (%)**


资料来源: Wind, 国联证券研究所

**图表3: 美国 10 月 CPI 和主要分项 (%)**

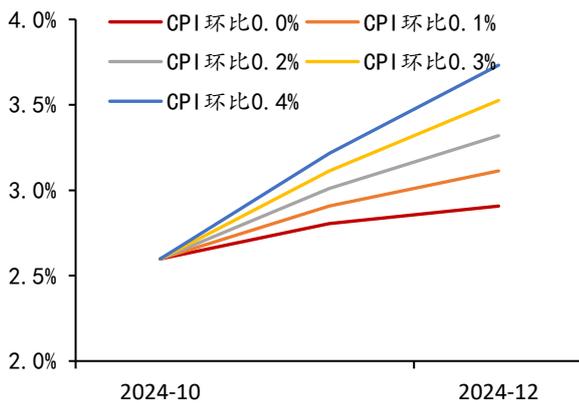
分项	同比			环比		
	2024-10	2024-09	2024-08	2024-10	2024-09	2024-08
<b>CPI(预期2.6)</b>	2.6	2.4	2.5	0.2	0.2	0.2
<b>食品</b>	2.1	2.3	2.1	0.2	0.4	0.1
家庭食品	1.1	1.3	0.9	0.1	0.4	0
非家用食品	3.8	3.9	4	0.2	0.3	0.3
<b>能源</b>	-4.9	-6.8	-4	0	-1.9	-0.8
能源类商品	-12.4	-15.3	-10.1	-1	-4	-0.6
汽油(所有种类)	-12.2	-15.3	-10.3	-0.9	-4.1	-0.6
燃油	-20.8	-22.4	-12.1	-1.6	-6	-1.9
能源服务	4	3.4	3.1	1	0.7	-0.9
电力	4.5	3.7	3.9	1.2	0.7	-0.7
公共事业(管道)燃气服务	2	2	-0.1	0.3	0.7	-1.9
<b>核心CPI(预期3.3)</b>	3.3	3.3	3.2	0.3	0.3	0.3
<b>核心商品</b>	-1	-1	-1.9	0	0.2	-0.2
新交通工具	-1.3	-1.3	-1.2	0	0.2	0
二手汽车和卡车	-3.4	-5.1	-10.4	2.7	0.3	-1
服装	0.3	1.8	0.3	-1.5	1.1	0.3
医疗护理商品	1	1.6	2	-0.2	-0.7	-0.2
<b>核心服务</b>	4.8	4.7	4.9	0.3	0.4	0.4
居所	4.9	4.9	5.2	0.4	0.2	0.5
运输服务	8.2	8.5	7.9	0.4	1.4	0.9
医疗护理服务	3.8	3.6	3.2	0.4	0.7	-0.1

资料来源: Wind, 国联证券研究所

10月0.2%的CPI环比增速，持平9月，敏感测算下，若环比维持0.2%的话，2024年底的CPI通胀同比或将降到3.3%；0.3%的核心CPI环比增速，也持平上月，敏感测算下，2024年底或将使得核心CPI同比达到3.57%。

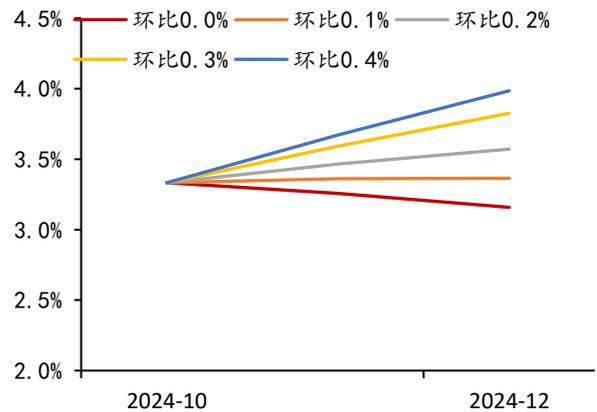
美联储9月会议经济预期概要里面预期的2024年底PCE通胀同比是2.3%，核心PCE通胀是2.6%。如果按照从2021年以来平均的CPI和核心CPI和PCE通胀的差距来看，要达到美联储的预期，CPI到2024年底要回落到3.07%，核心CPI同比要回落到3.11%，这意味着CPI和核心CPI的环比平均需要低于0.2%。按照10月CPI和核心CPI回落速度，到年底的通胀或略高于美联储9月的预期。

图表4：CPI敏感测算同比情景(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5：核心CPI敏感测算同比情景(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

**图表6：美联储9月经济预期概要(SEP)中位数**

变量	2024	2025	2026	2027	长期
实际GDP	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	1.8%
6月会议	2.1%	2.0%	2.0%		1.8%
失业率	4.4%	4.4%	4.3%	4.2%	4.2%
6月会议	4.0%	4.2%	4.1%		4.2%
PCE通胀	2.3%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
6月会议	2.6%	2.3%	2.0%		2.0%
核心PCE通胀	2.6%	2.2%	2.0%	2.0%	
6月会议	2.8%	2.3%	2.0%		
政策利率	4.4%	3.4%	2.9%	2.9%	2.9%
6月会议	5.1%	4.1%	3.1%		2.8%
注：数字颜色含义		变差		变好	不变

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

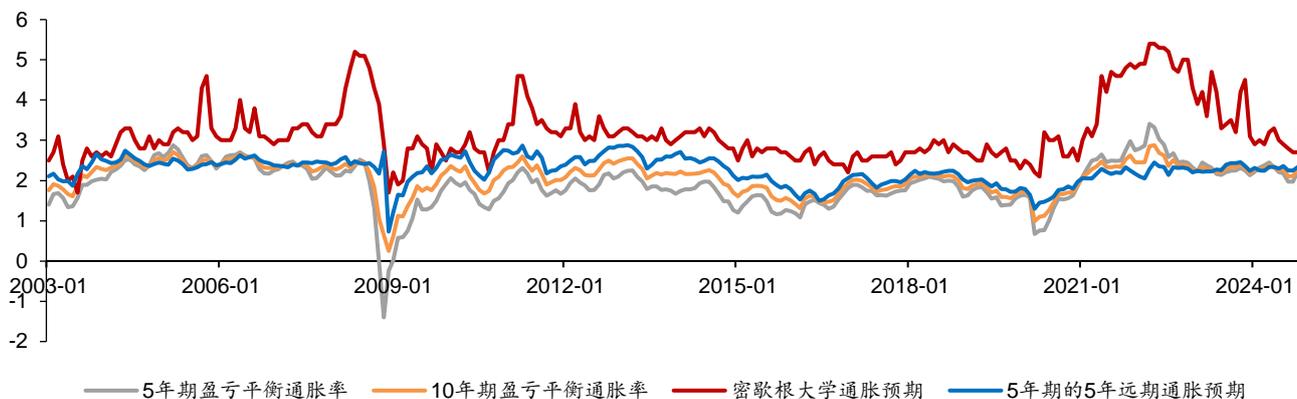
圣路易斯联储通胀压力指数计算的是未来1年PCE通胀超过2.5%的概率，10月份的概率下降到0.8%，上月11.5%。未来1年的通胀上行到超过2.5%的概率或不高。

**图表7：圣路易斯联储通胀压力指数(%)**


资料来源：FRED，国联证券研究所

长期的通胀预期仍较为稳定，但10月略有增长，5年期的5年远期通胀预期从2.25%上行到2.34%。短期通胀预期持平，密歇根大学通胀预期10月为2.7%，持平9月。

图表8：美国的通胀预期(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

## 1.2 居所通胀同比持平，二手车环比显著上行

10月核心服务通胀仍然有韧性，环比虽然下降，但同比回升，商品继续通缩，但是二手车通胀环比显著上行，同比负增长继续收窄，未来或转正。居所通胀环比回升到0.4%，同比持平。服务通胀环比从上月0.4%小幅下降到0.3%，但同比回升到4.8%。

### 1.2.1 CPI 通胀和能源

从CPI分成食品、能源和核心CPI的三分角度来看，能源通胀环比持平，上月负增长1.9%，能源通胀同比负增长4.9%，上月负增长6.8%。能源通胀同比负增长仍是拉低是CPI通胀的重要因素，如果能源通胀回到正增长，CPI通胀可能会更高。

**图表9：近 12 个月 CPI 四个分项同比和环比 (%)**

时间	同比				环比			
	CPI	食品	能源	核心CPI	CPI	食品	能源	核心CPI
2023年10月	3.2	3.3	-4.5	4	0.1	0.3	-2.1	0.2
2023年11月	3.1	2.9	-5.4	4	0.2	0.2	-1.6	0.3
2023年12月	3.4	2.7	-2	3.9	0.2	0.2	-0.2	0.3
2024年1月	3.1	2.6	-4.6	3.9	0.3	0.4	-0.9	0.4
2024年2月	3.2	2.2	-1.9	3.8	0.4	0	2.3	0.4
2024年3月	3.5	2.2	2.1	3.8	0.4	0.1	1.1	0.4
2024年4月	3.4	2.2	2.6	3.6	0.3	0	1.1	0.3
2024年5月	3.3	2.1	3.7	3.4	0	0.1	2	0.2
2024年6月	3	2.2	1	3.3	-0.1	0.2	2	0.1
2024年7月	2.9	2.2	1.1	3.2	0.2	0.2	0	0.2
2024年8月	2.5	2.1	-4	3.2	0.2	0.1	-0.8	0.3
2024年9月	2.4	2.3	-6.8	3.3	0.2	0.4	-1.9	0.3
2024年10月	2.6	2.1	-4.9	3.3	0.2	0.2	0	0.3

资料来源：Wind，国联证券研究所

CPI 能源分项的波动与布伦特油价密切相关，能源通胀 10 月维持低位或与油价仍在 80 美元/桶以下有关。如果油价持续低于 80 美元/桶，那么能源通胀可能仍可以维持较低水平；如果油价上涨到 90 美元/桶，那么能源通胀或会更高一些。中东的 geopolitical 冲突可能给油价增加波动和不确定性。

**图表10：原油价格(美元/桶)和同比 (右轴, %)**


资料来源：Wind，国联证券研究所

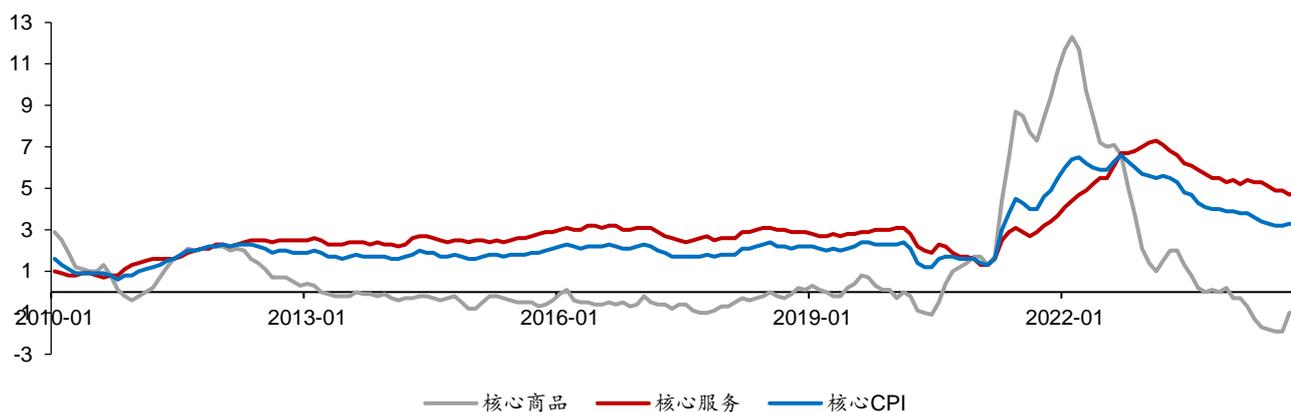
### 1.2.2 核心商品通胀和服务通胀

核心 CPI 如果拆解成 2 项，分别是核心商品和核心服务。可以看到核心 CPI 的韧性主要体现在服务上，商品继续通缩。

核心服务通胀 10 月环比为 0.3%，较上月下降 0.1pct，同比 4.8%，较上月上升 0.1pct。核心服务通胀仍然有韧性，同比回升。从 CPI 的权重来看，核心商品占比仅为核心服务大概一半，核心服务会是核心 CPI 的韧性所在。

核心商品仍然通缩，环比持平，上月为正增长 0.2%，同比负增长 1%，持平上月。

图表11：核心 CPI 商品和服务的价格同比变化（%）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表12：近1年核心CPI商品和服务的价格变化（%）

时间	同比		环比	
	核心商品	核心服务	核心商品	核心服务
2023年10月	0.10	5.50	0.00	0.30
2023年11月	0.00	5.50	-0.20	0.50
2023年12月	0.20	5.30	-0.10	0.40
2024年1月	-0.30	5.40	-0.30	0.70
2024年2月	-0.30	5.20	0.10	0.50
2024年3月	-0.70	5.40	-0.20	0.50
2024年4月	-1.30	5.30	-0.10	0.40
2024年5月	-1.70	5.30	0.00	0.20
2024年6月	-1.80	5.10	-0.10	0.10
2024年7月	-1.90	4.90	-0.30	0.30
2024年8月	-1.90	4.90	-0.20	0.40
2024年9月	-1.00	4.70	0.20	0.40
2024年10月	-1.00	4.80	0.00	0.30

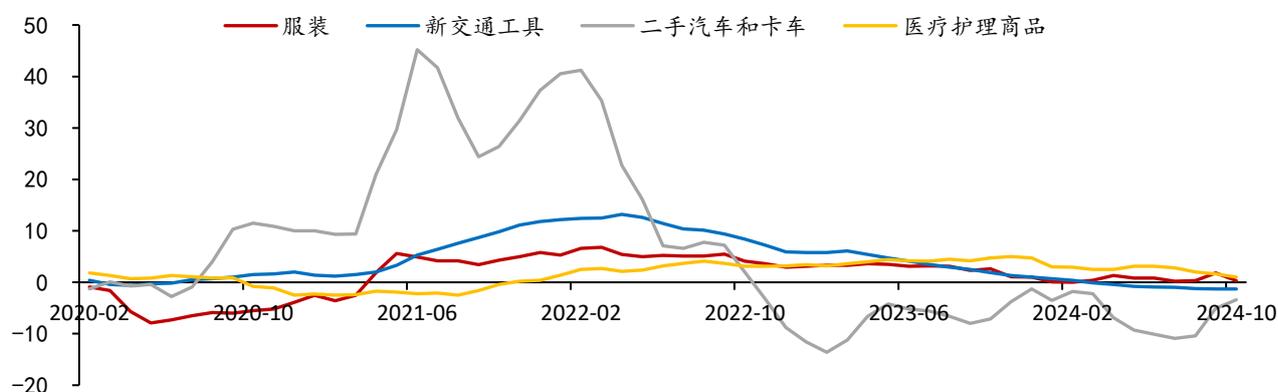
资料来源：Wind，国联证券研究所

### 1.2.3 核心商品通胀和服务通胀再细分

核心商品中负增长最多的分项仍然是二手车，但是二手车通胀环比显著上行，环比增长 2.7%，同比负增长收窄到 3.4%，未来或转正，上月-5.1%。新交通工具环比持平，同比负增长 1.3%，持平上月。

二手车的通胀指数在 2022 年 2 月达到顶峰，高基数的影响基本退出。对比 Manheim 的二手车价格指数变化，Manheim 的同比最高点领先 CPI 二手车同比最高点 2 个月，二手车通胀或继续维持低位运行。Manheim 的二手车价格指数最近开始触底回升，同比未来或也将逐渐回到正值。

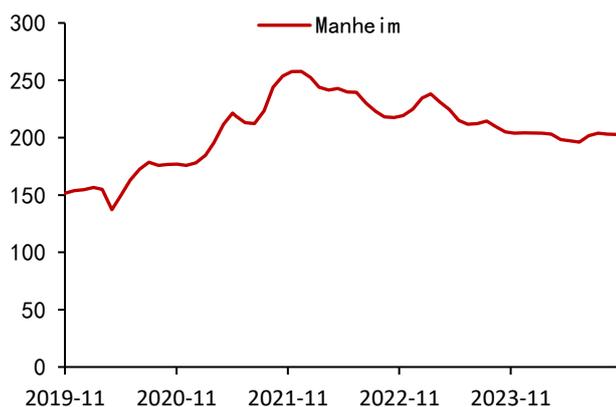
图表13: 核心商品 CPI 的主要分项同比(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

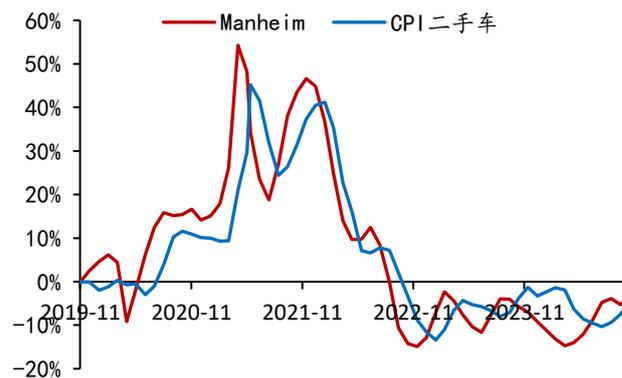
从核心商品中其他分项来看, 服装环比负增长 1.5%, 上月增长 1.1%, 同比增长 0.3%, 上月 1.8%; 医疗护理商品的通胀同比 1%, 上月 1.6%, 环比负增长 0.2%, 上月负增长 0.7%。

图表14: Manheim 价格指数



资料来源: Manheim, 国联证券研究所

图表15: Manheim 和 CPI 二手车同比



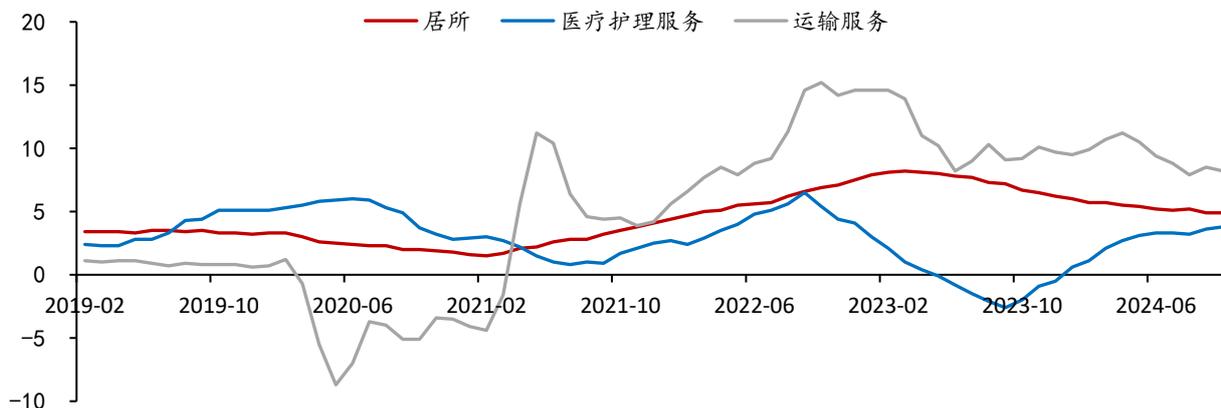
资料来源: Manheim, 国联证券研究所

从核心服务中的主要分项看, 居所 10 月环比增长 0.4%, 上月 0.2%; 居所同比增

长 4.9%，持平上月<sup>1</sup>。医疗护理服务环比增长 0.4%，上月增长 0.7%，同比增长 3.8%，上月 3.6%。运输服务环比增长 0.4%，上月增长 1.4%，同比增长 8.2%，上月 8.5%。

总体而言，核心服务通胀中居所通胀环比增长回升，同比持平，是通胀数据里重要的韧性来源。居所通胀是核心通胀的重要组成部分，尽管更领先的租金和房价数据已经回落，但居所通胀一直偏高。医疗护理服务的通胀环比继续正增长，也是服务通胀韧性的贡献。运输服务同比增长仍高，它总体的波动比较大，但它的权重不高，只有 6%。

图表 16：核心服务 CPI 的主要分项同比 (%)

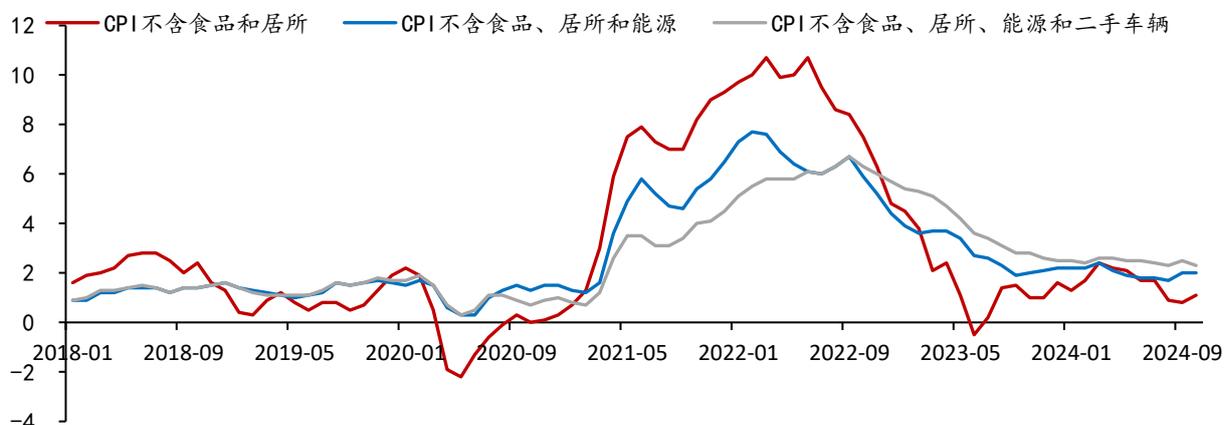


资料来源：Wind，国联证券研究所

另外，CPI 不含食品、居所、能源和二手车 10 月同比增长 2.3%，较上月下降 0.2pct。从 CPI 剔除食品、居所、能源和二手车等特殊分项的统计对比来看也可以比较清楚地看到通胀的支持项来自居所，而能源、二手车是主要驱动通胀下行的分项。剔除居所的通胀较低，而剔除能源、二手车的通胀较高。CPI 不含食品和居所的同比 9 月增长 1.1%，上月 0.8%。

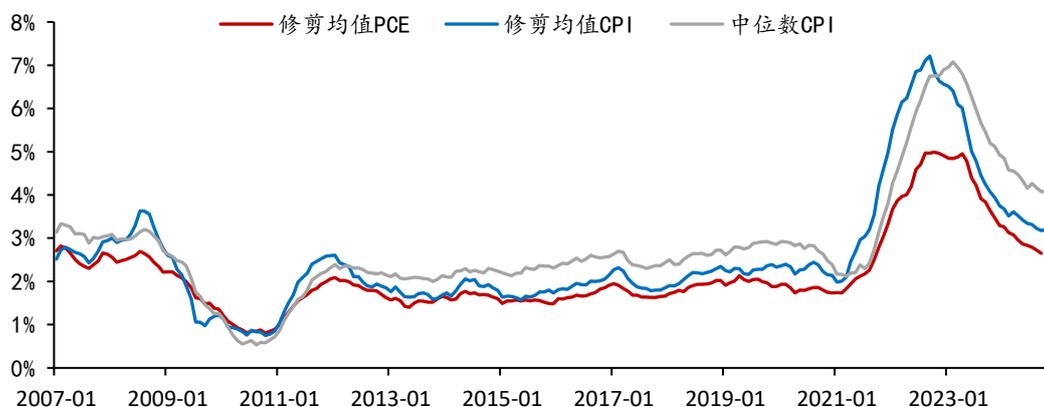
<sup>1</sup> 居所通胀是住宅通胀的一个分项。

图表17: CPI 通胀剔除特定分项 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表18: 替代的核心通胀指标 (%)



资料来源: FRED, 国联证券研究所

## 2. 美联储年内或继续降息

通胀符合预期,但是略微回升,市场对美联储降息的预期变化不大。数据公布后,期货市场预期美联储12月降息的概率仍在7成左右。我们认为目前美国就业和通胀的数据意味着美联储接下来仍大概率降息。美联储在12月降息前还会看到11月的

就业数据，10月的数据因为飓风和罢工等临时扰动可能偏低，11月数据会帮助美联储更好评估临时扰动究竟有多大影响。

通胀回落的节奏整体仍符合我们之前报告《美国通胀回落：从供给改善到需求走弱——美国再通胀研究》所讲随着总需求温和回落的通胀温和回落，通胀回落太快可能引发经济减速过快的担忧，通胀回落太慢则美联储可能在高息停留太久。目前的节奏可以说仍在合理范围之内。我们仍然认为美国这轮周期或不着陆，参见我们的深度报告《降息将至，美国经济何去何从？——美国经济深度观察》。

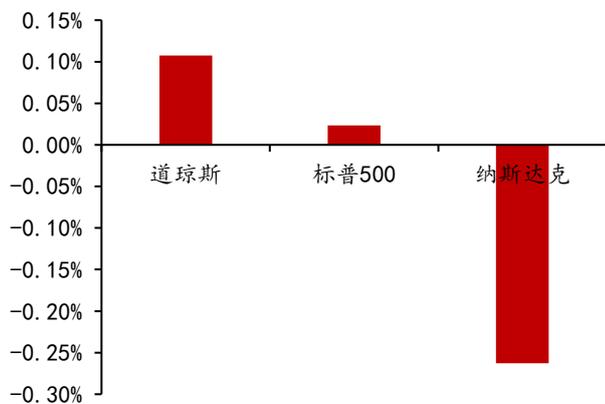
市场的反应上，国债利率分化，三大股指涨跌不一，美元指数小幅走弱后收盘上行，黄金走低。

## 2.1 国债利率分化，三大股指涨跌不一

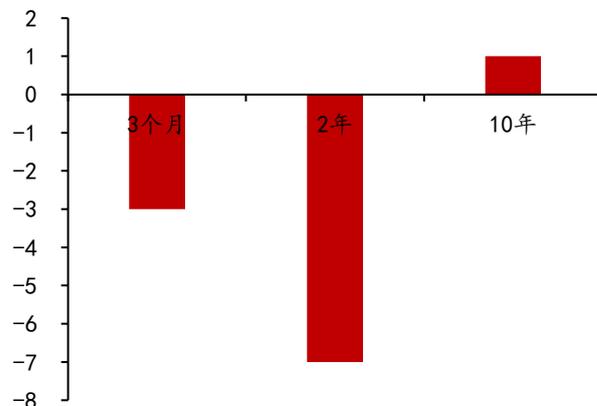
通胀数据公布后，美国三大股指涨跌不一，到收盘纳斯达克下跌0.26%，标普500上涨0.02%，道琼斯上涨0.11%。我们理解纳斯达克股市下跌可能反映通胀数据呈现韧性，降息预期虽然变化不大，但是最乐观的情形可能被相对中性的降息情景取代；但另一方面，通胀的韧性也侧面说明经济或没有很差，10月偏低的非农数据或主要受临时因素扰动，对股市的分子端算是利好。

数据公布后，美债收益率普遍下行，到11月13日收盘时，美债收益率分化，3个月的国债收益率下降3个基点，2年国债收益率下降7个基点，10年期国债收益率上升1个基点。

美元指数小幅走弱后收盘上行，黄金走低。

**图表19: 美国股市收盘的反应(%)**


资料来源: Wind, 国联证券研究所

**图表20: 美国国债利率收盘变化(基点)**


资料来源: Wind, 国联证券研究所

从股市不同行业的涨跌来看, 通信服务下跌最多, 其次是信息技术和医疗保健, 非必须消费、能源和房地产则涨幅居前。房地产和非必须消费都上涨, 可能反映通胀数据一方面显现出韧性, 意味着经济可能不弱, 非必须消费上涨, 另一方面, 通胀又没有高到显著改变对美联储降息的预期, 降息预期或使得房地产上涨。

**图表21: 2024年11月13日标普500不同行业表现日变化**

行业	价格	变化(%)	变化	高点	低点
通信服务	333.25	-0.57%	-1.9	335	331.84
信息技术	4590.1	-0.31%	-14.3	4625.64	4572.24
医疗保健	1709.78	-0.30%	-5.18	1718.74	1708.24
公用设施	397.17	-0.25%	-0.98	400.48	395.52
金融	826.53	0.07%	0.54	832.53	825.38
材料	582.37	0.20%	1.16	583.58	579.72
工业	1201.83	0.21%	2.57	1208.46	1200.38
必需消费	870	0.28%	2.4	871.03	865.07
房地产	271.33	0.73%	1.96	273.27	270.87
能源	723.46	0.84%	6.01	726.18	710.77
非必需消费	1772.71	1.15%	20.08	1778.86	1760.04

资料来源: TradingView, 国联证券研究所

## 2.2 美联储 12 月或继续降息

通胀符合预期，市场对美联储降息的预期变化不大。数据公布后，期货市场预期美联储 12 月降息的概率仍在 7 成左右。我们认为目前美国就业和通胀的数据意味着美联储接下来仍大概率降息。美联储在 12 月降息前还会看到 11 月的就业数据，10 月的数据因为飓风和罢工等临时扰动可能偏低，11 月数据会帮助美联储更好评估临时扰动究竟有多大影响。

图表22: CPI 数据公布后美联储不同会议上的利率概率分布(%)

日期	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
12/18/2024			0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	68.80%	31.20%
1/29/2025	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	22.10%	56.70%	21.20%
3/19/2025	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	12.60%	41.80%	36.50%	9.10%
5/7/2025	0.00%	0.00%	0.00%	3.40%	20.50%	40.40%	29.10%	6.60%
6/18/2025	0.00%	0.00%	1.40%	10.60%	28.90%	35.60%	19.60%	3.80%
7/30/2025	0.00%	0.30%	3.30%	14.40%	30.30%	32.30%	16.30%	3.00%
9/17/2025	0.10%	1.00%	5.90%	18.10%	30.70%	28.60%	13.30%	2.30%
10/29/2025	0.20%	1.70%	7.70%	20.00%	30.40%	26.30%	11.60%	2.00%
12/10/2025	0.40%	2.30%	9.00%	21.00%	30.00%	24.80%	10.60%	1.80%

资料来源: CME, 国联证券研究所

## 3. 风险提示

**美国经济降温超预期:** 美联储的高利率政策可能使得美国经济放缓超过预期，央行货币政策存在漫长而不确定的时滞。如果美国经济减速过快而陷入衰退，美联储可能需快速降息以拯救经济。

**地缘政治风险超预期:** 全球地缘冲突风险和不确定性维持高位，俄乌冲突或者以哈冲突可能引发更广泛的全球地缘风险，以至于影响到更多的经济体。地缘风险上升可能进一步压缩全球市场对风险资产的需求导致风险资产价格波动。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼