

## 相关研究

## 证券分析师

王茂宇 A0230521120001

wangmy2@swsresearch.com

王胜 A0230511060001

wangshengq@swsresearch.com

## 联系人

王茂宇

(8621)23297818x

wangmy2@swsresearch.com

# 美国就业市场走弱，美联储还能加息吗？

——全球宏观周报 · 第 126 期

## 周话题：美国就业市场走弱，美联储还能加息吗？

- 当地时间 9 月 1 日公布的美国 8 月非农新增就业超市场预期强劲，新增 18.7 万人，但低于 20 万人的非农新增就业对应失业率上升至 3.8%（劳动参与率升至 62.8%亦有影响）。在美国劳动力市场供需两侧双向奔赴的情况下，平均时薪同比回落至 4.3%，美劳动力市场紧张程度正在出现大幅缓解，这可能意味着与其紧密相关的美国非房租服务通胀将加速下行，但美元指数、10Y 美债利率在数据公布后均分别大幅上行至 104.3、4.18%，指向市场认为美国经济仍存在较强韧性，进一步加息可能性也仍不能完全被排除。
- **制造业就业新增超预期为非农最大亮点。**8 月美国非农新增就业 18.7 万人，其中商品生产行业新增 3.6 万人，私人服务业新增 14.3 万人。**1) 私人服务业方面**，教育卫生业依然为就业新增主力（10.2 万人），持平上月，但休闲酒店业在 8 月重拾动能，新增人数 4 万人，为今年 4 月以来最高。**2) 制造业就业**大幅新增 1.6 万人，对应美国 8 月制造业 PMI 超预期，可能反映美国制造业回流政策作用。
- **劳动参与率改善并非失业率上行的主因。****1) 劳动参与率提升反映超额储蓄消耗，美国居民就业意愿提升。但失业率上升的主要因素是就业市场转弱，而非劳动参与率提升。**劳动参与率改善也对失业率产生了一定推升效果，但我们发现这并不是本月失业率上行至 3.8% 的主要原因。根据美国家庭调查下失业人群结构变动，8 月新增主力来自于失业者（Job losers，近 30 万人），而新加入劳动群体和重新加入劳动群体的人数加总也只有 17 万人可见失业者增加才是 8 月失业率上升至 3.8% 的主要原因，贡献了失业率 0.3% 上行幅度中的 0.2%，剩余 0.1% 才是劳动参与率提升导致的暂时性失业因素作用。**2) 在新增就业人数持续低于 20 万人、最新职位空缺数据下滑、劳动参与率改善的影响下，美国就业市场紧张程度加速放缓，反映在 8 月美国平均时薪环比放缓至 0.2%，同比放缓至 4.3%，意味着核心非房租服务通胀也可能加速放缓。**
- **虽然就业市场转冷，但美联储下半年加息仍有可能，关注美国零售及 CPI 数据。**8 月美国非农新增就业传递了两条信息，一是**失业率随着就业市场软化正在出现上升势头**，二是**劳动力供需双向奔赴下薪资通胀可能加速放缓**，两者也说明美国居民超额储蓄正在逐步耗尽，后续美联储紧缩可能会使得美国失业率逐步提升。但这一线索可能还不能说明美联储加息进程已经结束，鲍威尔在上周 Jackson Hole 全球央行年会上提出了“**美国居民消费坚挺——经济远超长期趋势——通胀回落受阻**”这一担忧，并且表示这一现象可能需要进一步货币紧缩。目前美国居民收入最坚实的支撑并非来自薪资，而是财政，所以虽然美国就业市场正在转弱，但居民消费受到的影响却可能有所滞后，**若美国居民需求维持强势，则美联储仍可能在下半年继续加息一次，需关注后续美国零售数据以及 CPI 数据。**随着前期市场对美国过于乐观的软着陆预期走弱，10 美债利率在过去 10 天持续下行，未来公布的经济数据将决定美债利率走弱趋势能否持续。
- **发达经济跟踪：**7 月美国 PCEPI 同比 3.3%；**新兴市场跟踪：**韩国 8 月贸易顺差缩小。
- **风险提示：**美联储紧缩力度超预期



申万宏源研究微信服务号

## 目录

---

<b>美国就业市场走弱，美联储还能加息吗？</b> .....	<b>5</b>
1.制造业就业新增超预期为非农最大亮点.....	5
2.劳动参与率改善并非失业率上行的主因.....	6
3.虽然就业市场转冷，但美联储下半年加息仍有可能，关注美国零售及CPI数据.....	7
<b>发达经济跟踪：7月美国 PCEPI 同比 3.3%</b> .....	<b>9</b>
<b>新兴市场跟踪：韩国 8 月贸易顺差缩小</b> .....	<b>12</b>
<b>海外央行官员表态：欧央行可能进一步加息</b> .....	<b>13</b>
<b>海外央行动向：美联储总资产规模下降</b> .....	<b>14</b>
<b>全球宏观日历：关注美国 7 月贸易数据</b> .....	<b>15</b>

## 图表目录

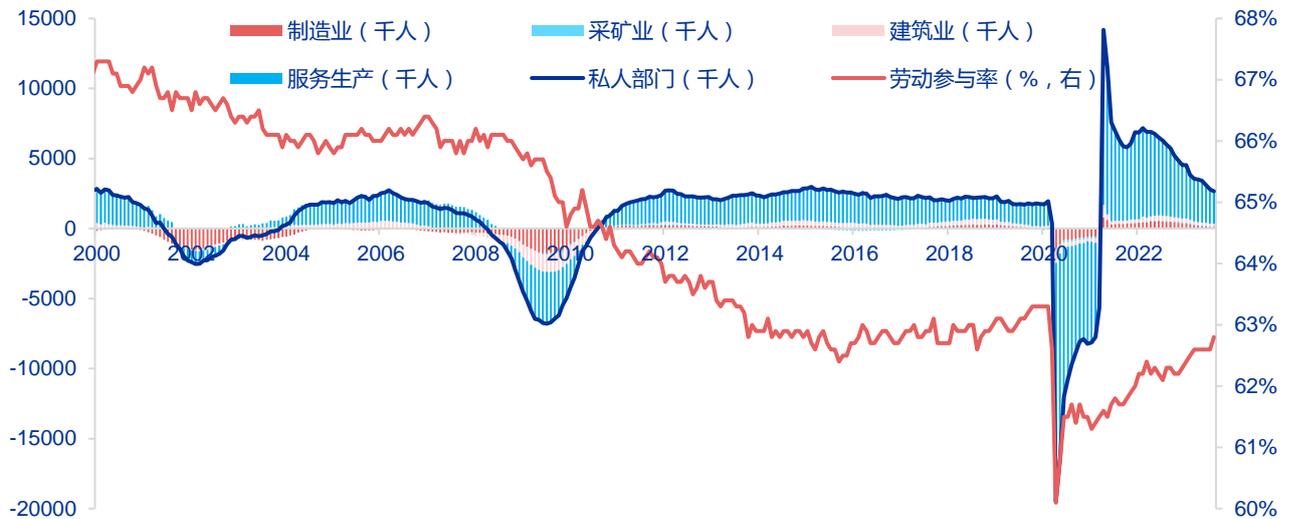
图 1：美国职位空缺回落，劳动参与率回升，指向劳动力市场紧张程度缓解.....	5
图 2：8 月非农新增就业 18.7 万人.....	6
图 3：休闲酒店业新增 4 万人（千人）.....	6
图 4：8 月美国劳动参与率改善至 62.8%，失业率上行至 3.8%.....	6
图 5：8 月美失业人群上升主要为失业者推动（千人）.....	7
图 6：截止 23 年 6 月，美国失业人群分布情况.....	7
图 7：美联储紧缩后续可能将导致失业率逐步提升.....	8
图 8：职位空缺回落，非农新增放缓，劳动力供给改善，美国劳动力市场缺口收窄	8
图 9：7 月美国实际 PCE 同比 3.0%.....	9
图 10：7 月日本零售指数同比 7.0%.....	9
图 11：6 月美国 S&P/CS 房价指数同比-1.2%.....	9
图 12：本周美国 30 年期抵押贷款利率小幅回落.....	9
图 13：本周美国初领失业金人数回落 0.4 万人.....	9
图 14：7 月日本失业率 2.7%.....	9
图 15：7 月美国非农职位空缺率回落.....	10
图 16：8 月美国 ADP 新增就业 17.7 万人.....	10
图 17：7 月日本工业生产指数同比-2.5%.....	10
图 18：7 月欧元区失业率维持在 6.4%.....	10
图 19：8 月欧元区 HICP 同比 5.3%.....	10
图 20：7 月美国 PCEPI 同比 3.3%.....	10
图 21：本周全球油价回升.....	11
图 22：美国原油库存下滑.....	11
图 23：本周美联储逆回购操作平均 1.66 万亿美元.....	11
图 24：23 年 9 月不加息概率领先（%）.....	11
图 25：本周美元指数回升.....	11
图 26：本周黄金价格回升.....	11
图 27：土耳其二季度 GDP 同比 3.8%.....	12
图 28：印尼 8 月 CPI 同比 3.3%.....	12

图 29 : 土耳其 7 月贸易逆差扩大 .....	12
图 30 : 韩国 8 月贸易顺差缩小 .....	12
图 31 : 美联储资产拆分 ( 百万美元 ) .....	14
图 32 : 日央行资产拆分 ( JPY bn ) .....	14
图 33 : 英央行资产拆分 ( GBP mn ) .....	14
图 34 : 欧央行资产拆分 ( EUR mn ) .....	14
图 35 : 海外央行基准利率 ( % ) .....	14
表 1 : 市场对美联储政策利率预期 ( 截止 9 月 2 日 , BP ) .....	7
表 2 : 本周各央行官员表态 .....	13
表 3 : 全球主要宏观经济数据日历 .....	15

## 美国就业市场走弱，美联储还能加息吗？

当地时间9月1日公布的美国8月非农新增就业超市场预期强劲,新增18.7万人,但低于20万人的非农新增就业对应失业率上升至3.8%(劳动参与率升至62.8%亦有影响)。在美国劳动力市场供需两侧双向奔赴的情况下,平均时薪同比回落至4.3%,美劳动力市场紧张程度正在出现大幅缓解,这可能意味着与其紧密相关的美国非房租服务通胀将加速下行,但美元指数、10Y美债利率在数据公布后均分别大幅上行至104.3、4.18%,指向市场认为美国经济仍存在较强韧性,进一步加息可能性也仍不能完全被排除。

图1：美国职位空缺回落，劳动参与率回升，指向劳动力市场紧张程度缓解



资料来源：CEIC，申万宏源研究

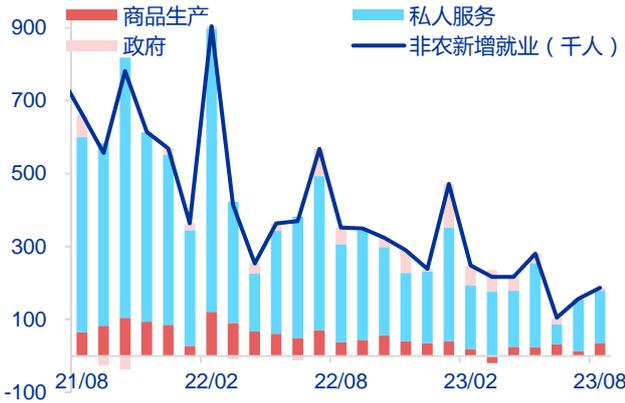
### 1. 制造业就业新增超预期为非农最大亮点

8月非农就业最大亮点为制造业，反映美国制造业回流政策作用。8月美国非农新增就业18.7万人，其中商品生产行业新增3.6万人，私人服务业新增14.3万人。

1) 私人服务业方面，教育卫生业依然为就业新增主力(10.2万人)，持平上月，但休闲酒店业在8月重拾动能，新增人数4万人，为今年4月以来最高。

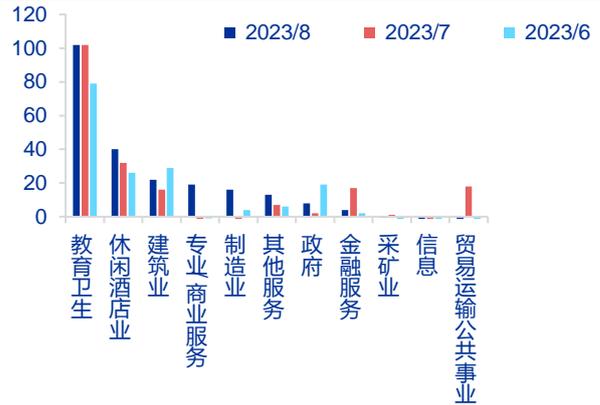
2) 制造业就业大幅新增1.6万人，对应8月美国制造业PMI超预期，可能反映美国制造业回流政策作用。

图 2：8 月非农新增就业 18.7 万人



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 3：休闲酒店业新增 4 万人（千人）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 2. 劳动参与率改善并非失业率上行的主因

劳动参与率提升反映超额储蓄消耗，美国居民就业意愿提升。不但在制造业就业供给端大幅改善，在整体劳动力供给端我们也看到劳动参与率较上月提升 0.2 个百分点至 62.8%，打破了过去 5 个月的僵局，可能说明随着超额储蓄不断消耗美国居民重新就业意愿正在加强。

但失业率上升的主要因素是就业市场转弱，而非劳动参与率提升。劳动参与率改善也对失业率产生了一定推升效果，但我们发现这并不是本月失业率上行至 3.8% 的主要原因。根据美国家庭调查下失业人群结构变动，8 月新增主力来自于失业者（Job losers，近 30 万人），而新加入劳动群体和重新加入劳动群体的人数加总也只有 17 万人，可见失业者增加才是 8 月失业率上升至 3.8% 的主要原因，贡献了失业率 0.3% 上行幅度中的 0.2%，剩余 0.1% 才是劳动参与率提升导致的暂时性失业因素作用。

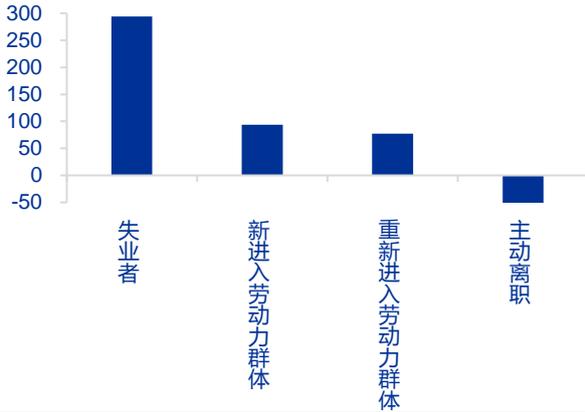
在新增就业人数持续低于 20 万人、最新职位空缺数据下滑、劳动参与率改善的影响下，美国就业市场紧张程度加速放缓，反映在 8 月美国平均时薪环比放缓至 0.2%，同比放缓至 4.3%，意味着核心非房租服务通胀也可能加速放缓。

图 4：8 月美国劳动参与率改善至 62.8%，失业率上行至 3.8%



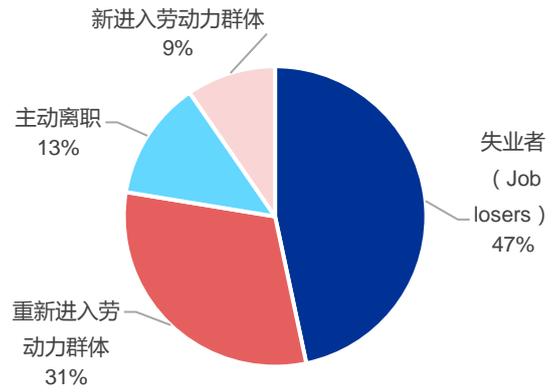
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 5 : 8 月美失业人群上升主要为失业者推动(千人)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 6 : 截止 23 年 6 月，美国失业人群分布情况



资料来源：CEIC，申万宏源研究

### 3. 虽然就业市场转冷，但美联储下半年加息仍有可能，关注美国零售及 CPI 数据

8 月美国非农新增就业传递了两条信息，一是失业率随着就业市场软化正在出现上升势头，二是劳动力供需双向奔赴下薪资通胀可能加速放缓，两者也说明美国居民超额储蓄正在逐步耗尽，后续美联储紧缩可能会使得美国失业率逐步提升。

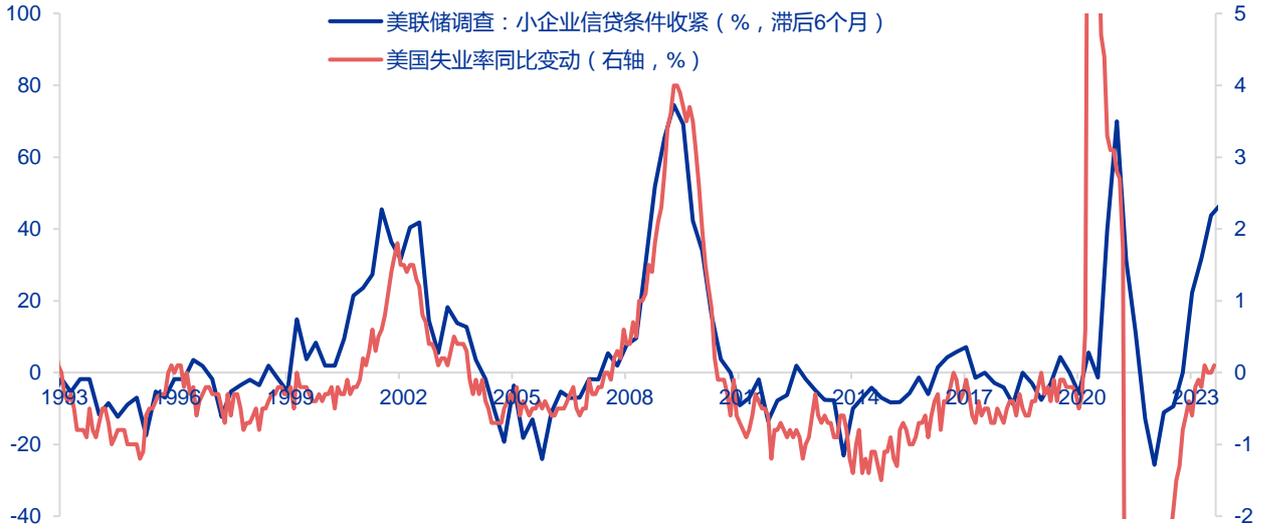
但这一线索可能还不能说明美联储加息进程已经结束，鲍威尔在上周 Jackson Hole 全球央行年会上提出了“美国居民消费坚挺——经济远超长期趋势——通胀回落受阻”这一担忧，并且表示这一现象可能需要进一步货币紧缩。目前美国居民收入最坚实的支撑并非来自薪资，而是财政，所以虽然美国就业市场正在转弱，但居民消费受到的影响却可能有所滞后，若美国居民需求维持强势，则美联储仍可能在下半年继续加息一次，需关注后续美国零售数据以及 CPI 数据。

表 1：市场对美联储政策利率预期（截止 9 月 2 日，BP）

FOMC 会议	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/9/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	94.0%	6.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	64.6%	33.5%	1.9%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.6%	61.9%	30.8%	1.7%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	17.2%	55.5%	24.8%	1.4%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	8.2%	34.1%	42.0%	14.5%	0.8%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.6%	21.9%	38.3%	27.4%	7.2%	0.4%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	3.1%	15.8%	32.5%	31.2%	14.3%	2.8%	0.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.1%	2.2%	12.0%	27.5%	31.6%	19.4%	6.2%	0.9%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.1%	1.8%	10.1%	24.4%	30.8%	21.8%	8.8%	2.0%	0.2%	0.0%
2024/11/7	0.1%	1.3%	7.5%	19.9%	28.8%	24.6%	12.9%	4.1%	0.8%	0.1%	0.0%
2024/12/18	0.9%	5.6%	16.1%	26.1%	25.9%	16.5%	6.8%	1.8%	0.3%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，申万宏源

图 7：美联储紧缩后续可能导致失业率逐步提升



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 8：职位空缺回落，非农新增放缓，劳动力供给改善，美国劳动力市场缺口收窄

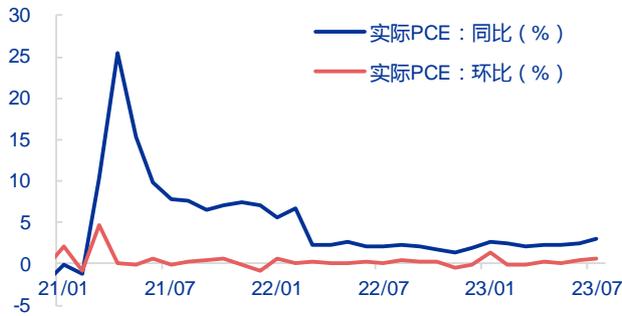


资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 发达经济跟踪：7月美国 PCEPI 同比 3.3%

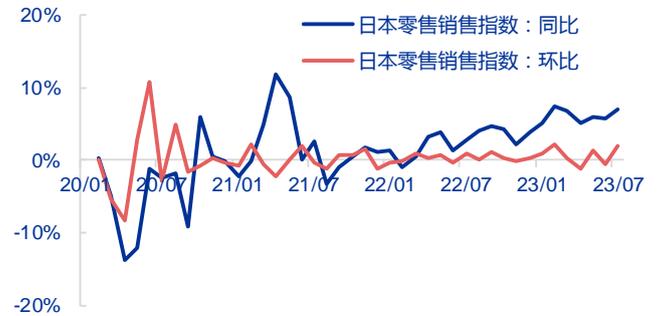
**需求：**7月美国实际个人消费支出同比 3.0%，环比 0.6%。7月日本零售销售指数同比 7.0%，环比 2.1%。

图 9：7月美国实际 PCE 同比 3.0%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

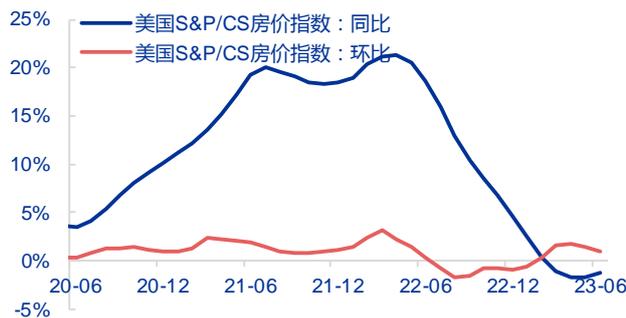
图 10：7月日本零售指数同比 7.0%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

**地产：**6月美国 S&P/CS 房价指数同比-1.2%，环比 0.9%。30 年期抵押贷款利率回落 5bp 至 7.2%，15 年期抵押贷款利率维持在 6.6%。

图 11：6月美国 S&P/CS 房价指数同比-1.2%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 12：本周美国 30 年期抵押贷款利率小幅回落



资料来源：CEIC，申万宏源研究

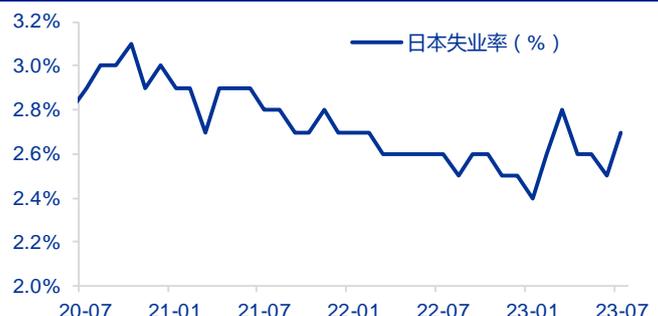
**供给与就业：**本周美国初领失业金人数回落 0.4 万人至 22.8 万人。7 月日本失业率上升 0.2pct 至 2.7%。7 月美国非农职位空缺率较上月回落 0.2pct 至 5.3%。8 月美国 ADP 新增就业 17.7 万人。7 月日本工业生产指数同比-2.5%，环比-2.9%。7 月欧元区失业率较上月维持在 6.4%。

图 13：本周美国初领失业金人数回落 0.4 万人



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 14：7月日本失业率 2.7%



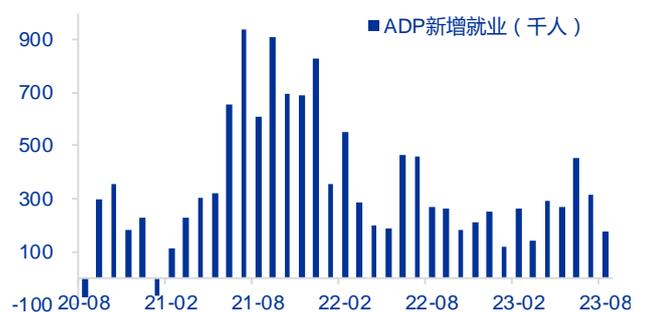
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 15：7 月美国非农职位空缺率回落



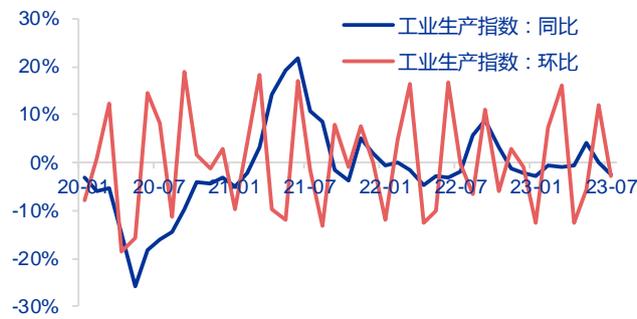
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 16：8 月美国 ADP 新增就业 17.7 万人



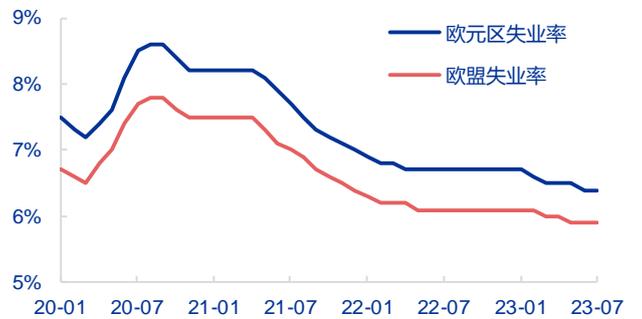
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 17：7 月日本工业生产指数同比-2.5%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 18：7 月欧元区失业率维持在 6.4%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

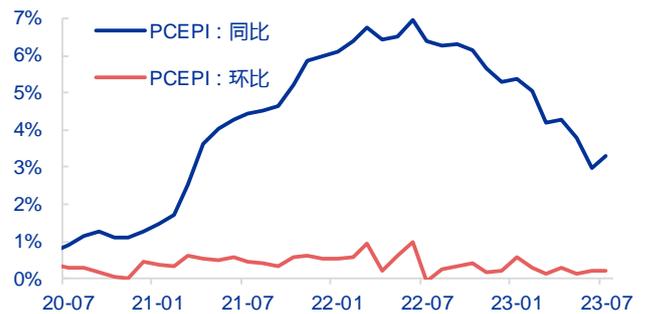
**CPI 通胀：**8 月欧元区 HICP 同比 5.3%，环比 0.6%。7 月美国个人消费支出物价指数同比 3.3%，环比 0.2%。

图 19：8 月欧元区 HICP 同比 5.3%



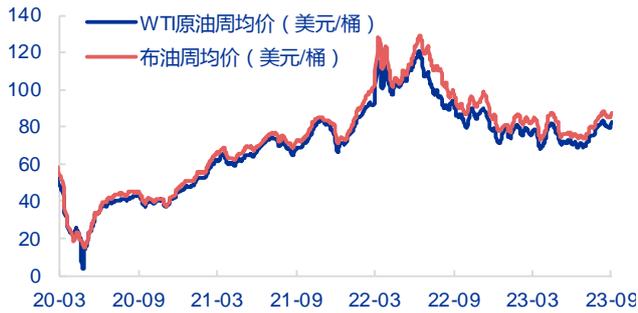
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 20：7 月美国 PCEPI 同比 3.3%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

**油价和 PPI：**截止 9 月 1 日，布伦特油价（周均价）较上周回升至 87.41 美元/桶。截至 8 月 25 日，美国原油库存较上周下降 999 万桶，原油产量较上周回升至 1280 万桶/日。

**图 21：本周全球油价回升**


资料来源：CEIC，申万宏源研究

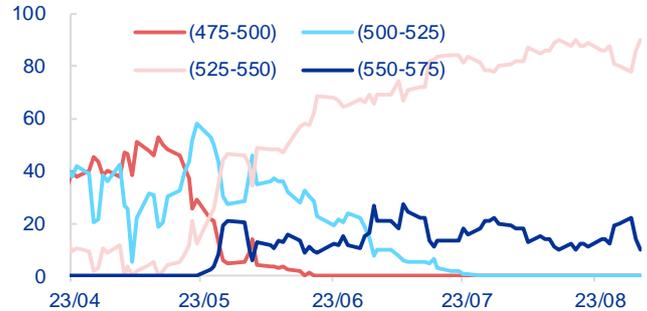
**图 22：美国原油库存下滑**


资料来源：CEIC，申万宏源研究

**货币操作：**截至 9 月 1 日，本周美联储逆回购操作平均 1.66 万亿美元。本周市场预期美联储 9 月不加息概率领先（89.0%）。

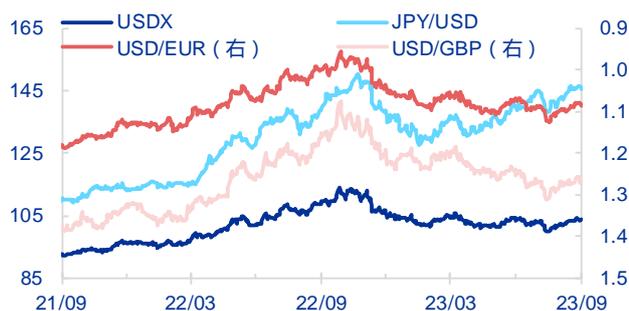
**图 23：本周美联储逆回购操作平均 1.66 万亿美元**


资料来源：CEIC，申万宏源研究

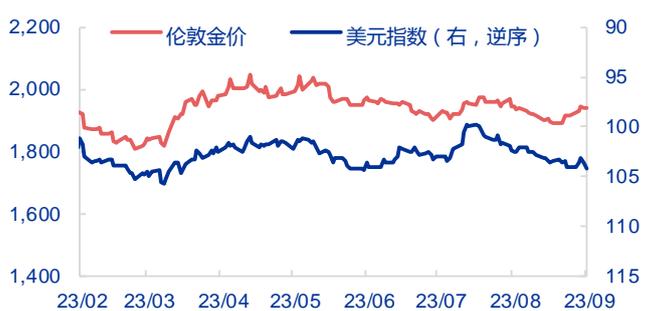
**图 24：23 年 9 月不加息概率领先 (%)**


资料来源：CEIC，申万宏源研究

**汇率利率黄金：**截止 9 月 1 日，黄金价格回升至 1940.6 美元/盎司，美元指数回升至 104 左右。

**图 25：本周美元指数回升**


资料来源：CEIC，申万宏源研究

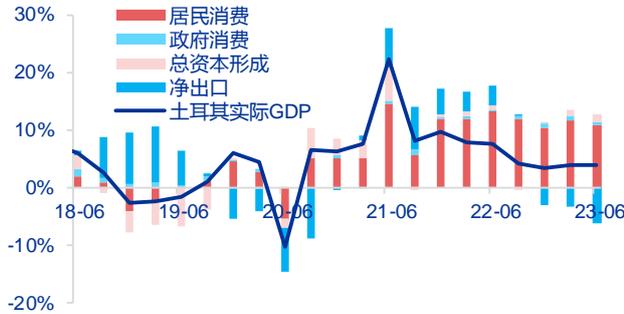
**图 26：本周黄金价格回升**


资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 新兴市场跟踪：韩国 8 月贸易顺差缩小

土耳其二季度实际 GDP 同比 3.8%，印尼 8 月 CPI 同比 3.3%。土耳其二季度实际 GDP 同比 3.8%，主要受居民消费和资本形成拉动。印度尼西亚 8 月 CPI 同比 3.3%，环比 0%。

图 27：土耳其二季度 GDP 同比 3.8%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

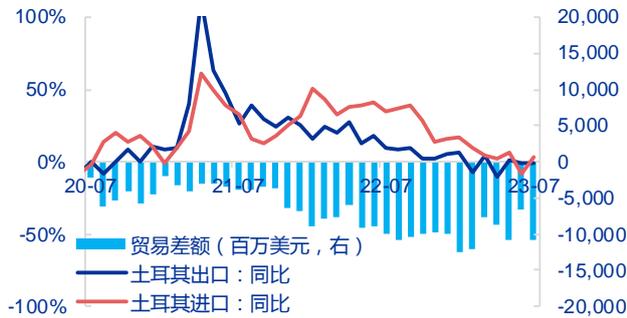
图 28：印尼 8 月 CPI 同比 3.3%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

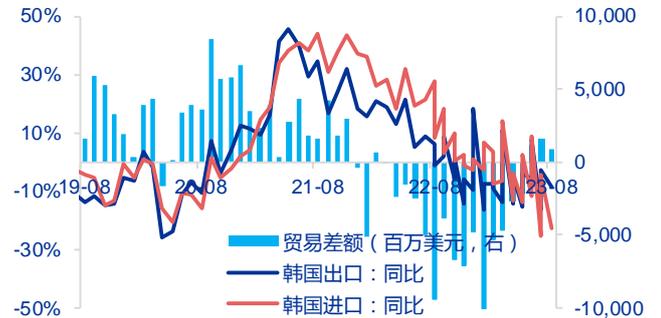
土耳其 7 月贸易逆差扩大，韩国 8 月贸易顺差缩小。7 月土耳其出口同比回落但进口同比回升，贸易逆差扩大至 -108.8 亿美元，其中出口同比 -0.6%，进口同比 2.8%。8 月韩国贸易顺差缩小至 8.7 亿美元，其中出口同比 -8.4%，进口同比 -22.8%。

图 29：土耳其 7 月贸易逆差扩大



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 30：韩国 8 月贸易顺差缩小



资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 海外央行官员表态：欧央行可能进一步加息

表 2：本周各央行官员表态

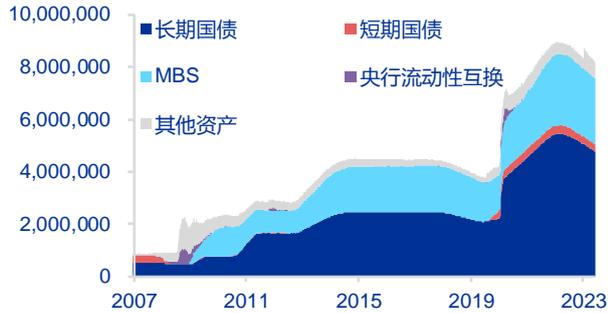
央行	官员	时间	观点
美联储	亚特兰大联储主席博斯蒂克	8月31日	美国通胀仍然过高。如果通胀加速，将支持更多政策收紧。美国劳动力市场经历一个政策冷静期。现在美联储利率立场“适度收紧”。持谨慎看法，不意味着在短期内放松政策。紧缩过度会造成不必要的痛苦。
	管委 Villeroy	9月1日	欧洲央行尚未决定本月采取何种行动，但加息周期正接近尾声。我们已经接近或非常接近我们的利率峰值，但距离考虑降息我们还很远。无论官员们决定是否将存款利率上调至4%，更重要的是关注借款成本将在顶峰维持的时间长度，而不是其确切水平。
欧央行	管委 Holzmann	9月1日	通胀比预期更为持久，欧洲央行不应当暂停脚步，而是应当继续再度加息。达到4%很重要。如果通胀回归目标，利率可以回到2%左右。
	副行长 Guindos	9月1日	数据显示欧元区经济活动状况在三季度趋弱，并可能延续至四季度。欧洲央行加息进程已经进入最后阶段。未来几天发布的经济数据将是决定欧洲央行9月决策的关键。
	执委施纳贝尔	8月31日	潜在的物价压力仍然高企。经济活动已明显放缓。经济增速展望比6月预期的要弱。欧元区并未处于深度衰退的边缘。
	管委 Holzmann	8月28日	欧洲央行尚未击败通胀，可能需要在9月份再次加息。经济没有处在衰退险境中，而且劳动力市场吃紧意味着工会可能会寻求大幅提高薪资。将关注各个方面的信息以评估价格风险。我预期的情境是中途不暂停、继续加息。最好更快达到峰值利率，这也意味着我们最终可以更早开始降息。欧洲央行应开始就结束紧急抗疫购债计划（PEPP）再投资展开讨论。
日央行	审议委员中村豊明	8月31日	将关注外汇以及它对物价的影响。弱势日元对通胀的影响很大。长期内看，外汇将持续符合基本面。可能需要时间来判断日本央行货币政策正常化的条件是否成熟。需要继续有耐心地实施货币宽松政策。日本通胀尚未实现由薪资上涨驱动。现在还不能确定是否实现了物价目标。在转向收紧政策之前，还需要更多时间。必须继续关注小企业盈利能力。
	委员田村直树	8月30日	在当前时间点继续实施宽松货币政策是合适的。2%的稳定通胀目标显然近在眼前。实现价格目标仍存在不确定性。灵活的收益率曲线控制政策（YCC）旨在提高其可持续性。不能否认物价涨幅可能超过预期。薪资有望继续快速增长。现在更接近薪资上涨刺激通胀的周期。认为GDP增长有可能超过预期。

资料来源：FED，ECB，BOJ，申万宏源宏观

## 海外央行动向：美联储总资产规模下降

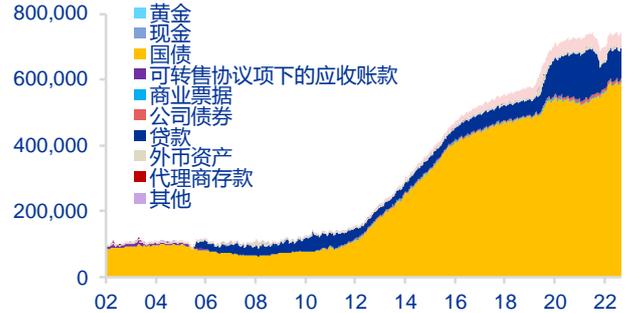
截止 8 月 30 日，美联储总资产较上周下降 177.5 亿美元。截止 8 月 25 日，欧央行总资产较上周增加 17.9 亿欧元。截止 8 月 20 日，日央行总资产为 745.7 万亿日元，较上周增加 1.8 万亿日元。截止 8 月 30 日，英央行总资产为 9992.0 亿英镑，较上期增加 0.6 亿英镑。

图 31：美联储资产拆分（百万美元）



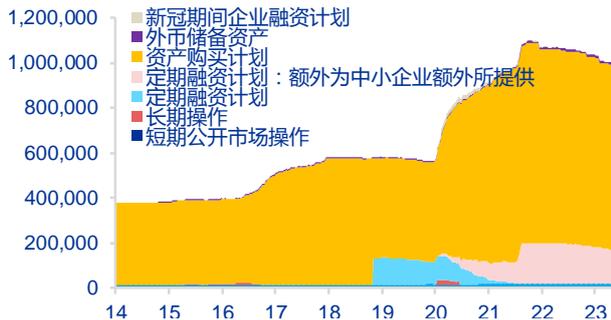
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 32：日央行资产拆分（JPY bn）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 33：英央行资产拆分（GBP mn）



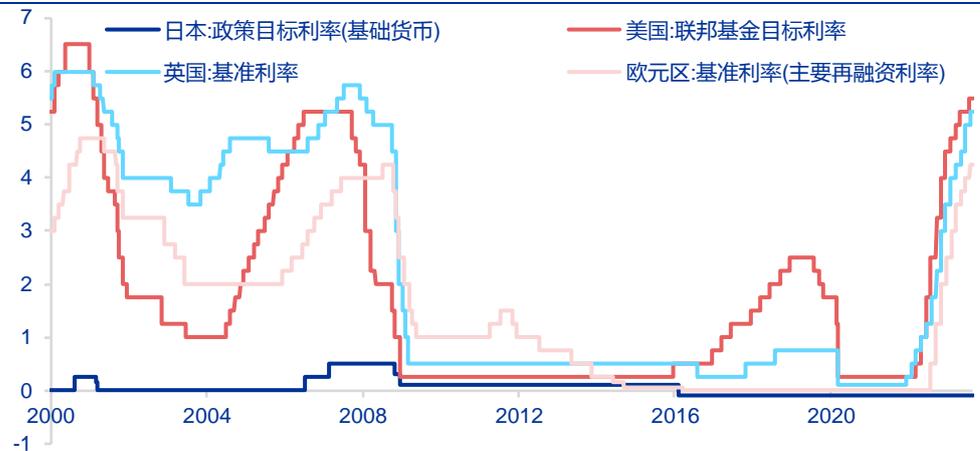
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 34：欧央行资产拆分（EUR mn）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 35：海外央行基准利率（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 全球宏观日历：关注美国 7 月贸易数据

表 3：全球主要宏观经济数据日历

月份	星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
9月	28	29	30	31	1	2	3
		22:00 US 	20:30 US 	09:30 CN 	16:00 EU 		
		7月职位空缺	7月批发库存、零售库存	8月中采 PMI	8月制造业 PMI 终值		
			22:00 US 	17:00 EU 	20:30 US 		
			7月成屋签约	8月 HICP 同比	8月非农就业		
				20:30 US 	22:00 US 		
				7月 PCE	8月 ISM 制造业 PMI、7月营建支出		
	4	5	6	7	8	9	10
		16:00 EU 	17:00 EU 	11:00 CN 	22:00 US 	9:30 CN 	
		8月服务业、综合 PMI 终值	7月零售销售	8月贸易帐	7月批发库存	8月 CPI、PPI	
		17:00 EU 	20:30 US 	17:00 EU 		不定时 CN 	
		7月 PPI 同比	7月贸易帐	二季度 GDP		8月金融数据	
	22:00 US 	22:00 US 					
	7月耐用品订单	8月 ISM 非制造业 PMI					
11	12	13	14	15	16	17	
		17:00 EU 	20:15 EU 	10:00 CN 			
		7月工业生产	ECB 议息会议	8月经济数据			
		20:30 US 	20:30 US 	17:00 EU 			
		8月 CPI	8月 PPI、零售销售、7月商业库存	7月贸易帐			
				21:15 US 			
				8月工业生产			

资料来源：各国统计局、申万宏源研究

注：中国金融数据公布日期不定，每月 10-15 日公布概率较高

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文雯	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.com

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。