

2021 年 05 月 08 日

全球大通胀时代

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

徐骥（分析师）

xuji@kysec.cn

证书编号：S0790520070008

曹金丘（联系人）

caojinqiu@kysec.cn

证书编号：S0790120080057

全球“大放水”之后，会否迎来全球大通胀时代，是明显讨论不足的风险点之一。本文梳理了三条低估的逻辑链，可供参考。

● 逻辑一：劳动力成本飙升，从源头上推升核心通胀

发达经济体在疫情爆发后的大规模“发钱”，使企业不得不大幅提高工资水平。疫情爆发后，为支持居民部门，以美国为首的发达经济体实施了大规模“发钱”。财政“发钱”提振了居民收入，但同时带来了明显副作用，降低了部分居民的就业意愿。为吸引更多居民就业、缓解用工荒问题，企业不得不大幅提高工资水平。居民更高的工资水平，意味着经济回归常态过程中，将面临更大的通胀压力。以美国为例，历史数据显示，企业劳动力成本增速领先核心 CPI 同比变化。随着大幅提高工资水平，美国企业劳动力成本增速目前已升至历史高位的 4.1%，远超疫情前的 1.5%。趋势走高的核心 CPI，将显著推升经济修复过程中的通胀风险。

● 逻辑二：疫情导致商品供需关系失衡，放大经济修复过程中的涨价压力

发达经济体受益于更充足的疫苗供应等，商品消费需求快速扩张；而新兴经济体疫情频频反弹，商品生产持续受限。疫苗在全球的分配严重不均，发达经济体供应充足、而新兴经济体严重短缺。伴随疫苗大规模推广，发达经济体的商品消费需求快速扩张。相反，新兴经济体因疫苗不足等，疫情反复，商品生产持续受限。疫情导致的商品供需关系失衡，将放大经济修复过程中的涨价压力。随着需求大幅扩张及供应增长缓慢，铜价已逼近历史高点，玉米、大豆等农产品价格也较前期低点大幅反弹。商品价格的大涨，已经反映在 PPI 中，如美国 3 月 PPI 同比刷新了近 10 年新高。伴随经济回归常态，上游涨价压力或将向全社会大面积扩散。

● 逻辑三：拜登力图重塑美国、从追求效率转向追求公平，容易推升长期通胀

党内高度支持及国会大开绿灯下，拜登的基建新政有望落地，后者将直接推升美国通胀水平。4 月初，拜登提出了涵盖 2.3 万亿美元基建投资计划的《美国就业计划》法案。尽管共和党极力反对，但由于可借助 BR 程序及民主党内高度支持，拜登基建新政有望进入快速落地通道。基建的落地，将直接推升美国通胀水平。拜登的野心不仅仅在于基建，他力图改变美国过去 40 年的社会范式，从追求效率转向追求公平。美国过去 40 年，一直以效率为导向。虽然经济体量大幅扩张，但社会分配越发不公、贫富差距越拉越大。与前任总统们不同的是，拜登全力追求公平，除基建外，还提出要对企业及富人大幅加税，同时全面提高对穷人的支持。以史为鉴，更公平的收入分配机制、更小的贫富差距，容易推升长期通胀。中低收入群体的边际消费意愿最高，他们的收入增长越快，往往意味着更高的消费景气及更大的通胀压力。过去 40 年，美国通胀中枢不断回落背后，与中低收入群体的收入增长缓慢密切相关。展望未来，若拜登成功优化美国收入分配机制、推动中低收入群体收入加快增长，美国通胀中枢或将趋势上移，结束过往回落态势。

● 风险提示：病毒变异导致疫苗失效等。

相关研究报告

《宏观经济点评-经济的动能》-2021.4.16

《宏观经济点评-3 月出口回落，结构继续切换》-2021.4.13

《宏观经济点评-信用“收缩”的结构特征》-2021.4.12

目 录

1、 专题报告：全球大通胀时代	3
1.1、 逻辑一：劳动力成本飙升，从源头上推升核心通胀	3
1.2、 逻辑二：疫情导致商品供需关系失衡，放大经济修复过程中的涨价压力	4
1.3、 逻辑三：拜登力图重塑美国，从追求效率转向追求公平	7
2、 风险提示	12

图表目录

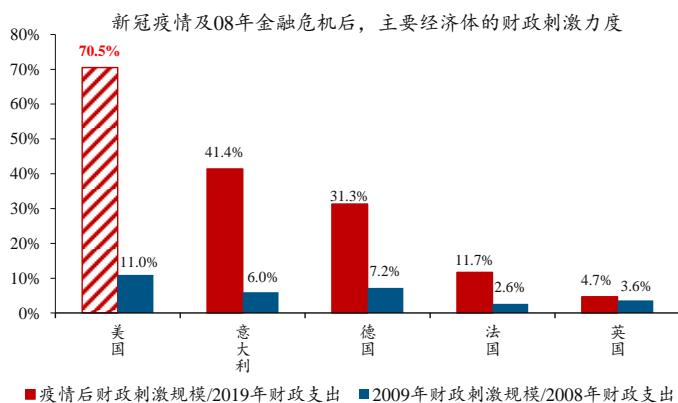
图 1： 疫情爆发后，主要发达经济体实施大规模财政刺激	3
图 2： 财政多轮“发钱”下，美国居民收入大幅增长	3
图 3： 伴随收入提升的是，美国居民劳动参与率反弹疲软	3
图 4： 美国在岗劳动力每周工作小时频频刷新历史新高	3
图 5： 美国职位空缺数持续大增，用工荒愈演愈烈	4
图 6： 为招纳劳动力，美国企业开出的时薪持续高企	4
图 7： 美国劳动力成本增速领先核心 CPI 同比变化	4
图 8： 美国 3 月核心 CPI 同比已开始反弹	4
图 9： 大部分疫苗产能都被高收入国家提前预定	5
图 10： 疫苗在全球不同经济体之间的分布严重不均	5
图 11： 美国、英国、德国等疫苗覆盖面不断提升	5
图 12： 疫苗推广快的美国、英国，疫情形势持续改善	5
图 13： 美国商品消费增速持续位居历史高位	6
图 14： 国内消费改善，带动农产品、能源产品进口大增	6
图 15： 受限于供应不足，主要新兴经济体疫苗推广缓慢	6
图 16： 印度疫情急剧恶化，巴西、泰国等疫情频频反弹	6
图 17： 疫情反复，拖累巴西、智利的矿业生产	6
图 18： 新兴市场疫情反弹，限制了玉米、大豆等的供应	6
图 19： 供需失衡下，铜价已逼近历史峰值水平	7
图 20： 供需失衡下，玉米、大豆等农产品价格大涨	7
图 21： 美国 PPI 食品项、能源项价格同比大幅反弹	7
图 22： 美国经济回归常态过程中，涨价压力或加速释放	7
图 23： 民主党人士对基建项目的呼声颇高	8
图 24： 持续减税等，让美国企业分得了大量的“蛋糕”	9
图 25： 持续减税等，让美国富人分得的“蛋糕”越来越大	9
图 26： 拜登税收计划主要影响高收入人群的税后收入	10
图 27： 新税制下，增量税收收入主要由高收入群体贡献	10
图 28： 过去 60 年，美国 CPI 和劳动力成本同比变化高度相关	11
图 29： 1980 年后，通胀中枢回落背后是贫富差距拉大	11
图 30： 通胀中枢回落背后是劳动力收入/GDP 下降	11
表 1： 拜登提出规模约 2.3 万亿美元的基建计划	8
表 2： 拜登计划对企业和富人群体大规模加税	9
表 3： 拜登《美国家庭计划》涵盖了针对弱势群体的 1.8 万亿美元支出与税收抵免	10

1、专题报告：全球大通胀时代

1.1、逻辑一：劳动力成本飙升，从源头上推升核心通胀

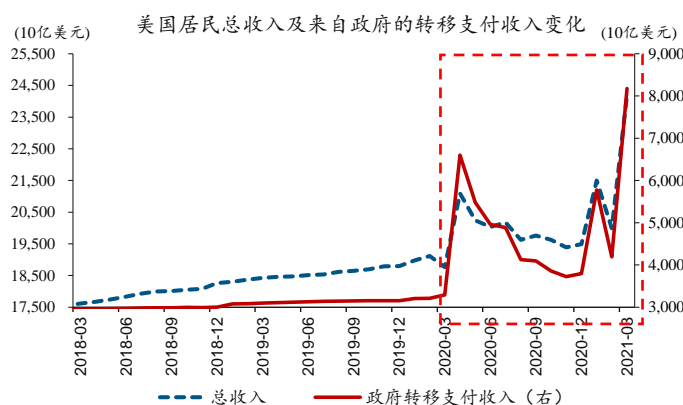
2020 年疫情爆发后，为支持居民部门，以美国为首的发达经济体实施了大规模财政“发钱”。疫情爆发后，随着经济活动快速降温，海外主要经济体爆发了大规模失业潮。为缓解居民部门资产负债表衰退压力，美国、英国等发达经济体一方面快速放松货币政策、大幅降息，同时实施了有史以来力度最强的财政“发钱”援助。以美国为例，2020 年 3 月至今，先后进行了 3 轮大规模“发钱”，包括为居民发放现金支票以及增加联邦失业金补贴等。财政大规模“发钱”，使美国居民的收入水平较疫情爆发前大幅提升，增幅最多接近 30%。

图1：疫情爆发后，主要发达经济体实施大规模财政刺激



数据来源：Wind、开源证券研究所

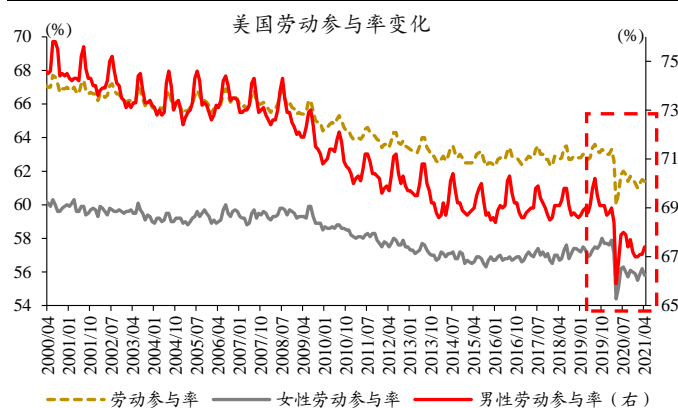
图2：财政多轮“发钱”下，美国居民收入大幅增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

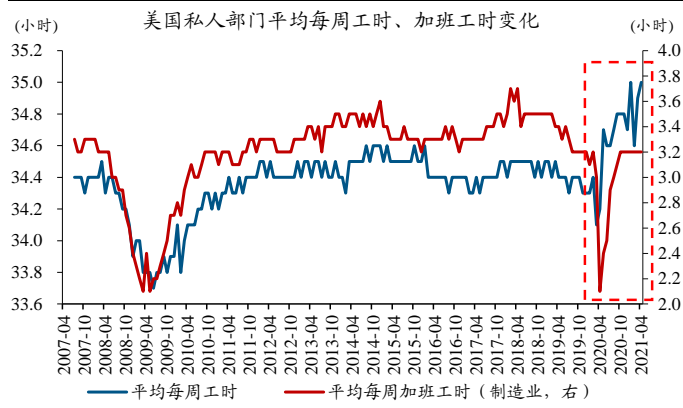
财政“发钱”提升居民收入的同时，带来了明显的副作用，降低了部分居民的就业意愿。财政“发钱”，将居民部门受到的疫情负面冲击降至最低。但随之而来的是，“给的钱太多”、“失业比工作赚的更多”，导致了部分居民的就业意愿大幅下降。以美国为例，连续多轮的大规模“发钱”后，劳动参与率、尤其是男性劳动参与率持续下滑。部分劳动力工作意愿的下降，使美国在岗劳动力的工作压力陡增，后者每周工作小时数频频刷新历史新高。

图3：伴随收入提升的是，美国居民劳动参与率反弹疲软



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：美国在岗劳动力每周工作小时频频刷新历史新高

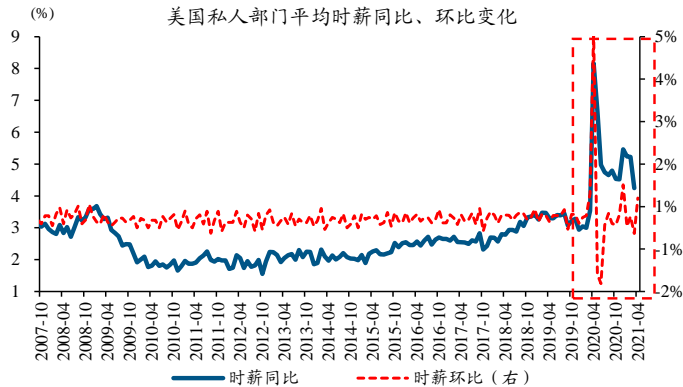


数据来源：Wind、开源证券研究所

为吸引更多居民就业、缓解用工荒问题，企业不得不大幅提高工资水平。持续低企的劳动参与率与经济活动重启的“碰撞”下，企业的用工荒问题越来越严峻。例如，截至3月，美国企业的职位空缺数已经高达736.7万，不仅超过了疫情爆发前，更是逼近了2018年11月的历史峰值水平757.4万。然而，美国的非农就业人数依然只达到疫情爆发前水平的96%左右。为吸引更多居民就业、缓解用工荒问题，美国企业不得不大幅提高工资水平。数据来看，2020年4月至今，美国的时薪一直加速提升，水平远超疫情爆发前。

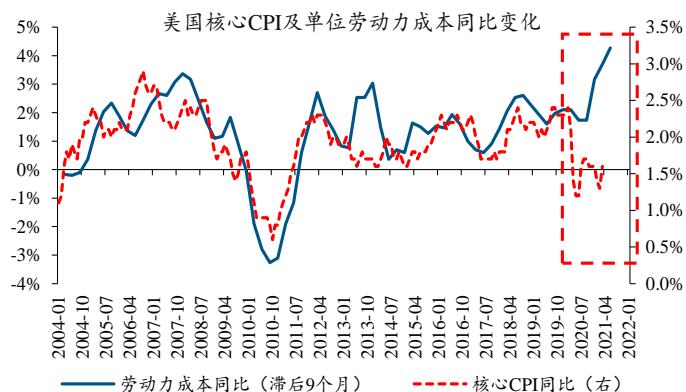
图5：美国职位空缺数持续大增，用工荒愈演愈烈


数据来源：Wind、开源证券研究所

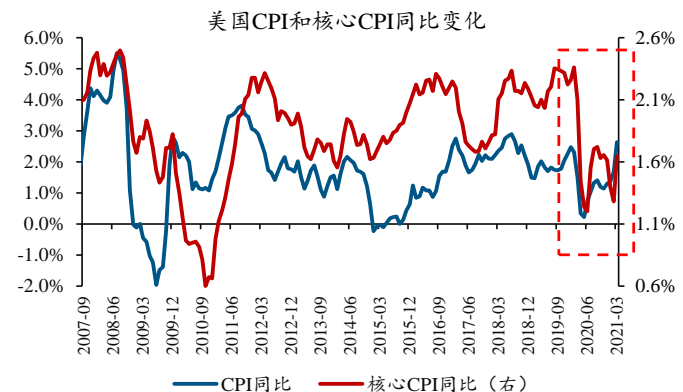
图6：为招纳劳动力，美国企业开出的时薪持续高企


数据来源：Wind、开源证券研究所

居民更高的工资水平，意味着经济回归常态过程中，将面临更大的通胀压力。因为必须提高雇员的工资水平，企业为维持正常运营所需要承担的劳动力成本，较疫情前大幅提升。而这，将直接推升核心通胀。回溯美国历史数据，企业的劳动力成本增速领先核心CPI同比变化，前者目前已经高达4.1%，处于历史高位，并且远远高出了疫情爆发前的1.5%。经济回归常态过程中，趋势走高的核心CPI，将显著推升通胀风险。

图7：美国劳动力成本增速领先核心CPI同比变化


数据来源：Wind、开源证券研究所

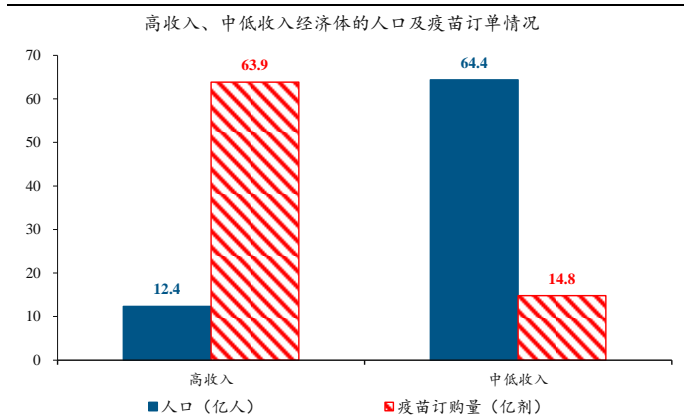
图8：美国3月核心CPI同比已开始反弹


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、逻辑二：疫情导致商品供需关系失衡，放大经济修复过程中的涨价压力

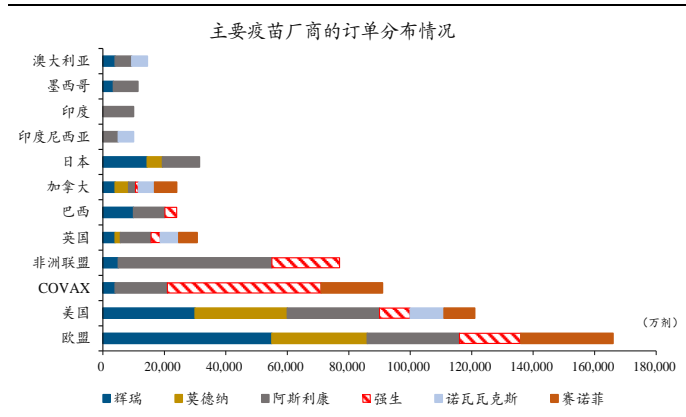
疫苗在全球的分配严重不均，发达经济体供应充足、而新兴经济体严重短缺。新冠疫情严重冲击了全球经济。为了摆脱疫情的影响，除了需要合理、精准地实施防控外，离不开疫苗的帮助。然而，疫苗在全球范围内的分配严重不均。以美国、欧盟为首的高收入经济体，凭借雄厚的财力，拿到了全球超 80% 的疫苗供应。相反，人口规模是高收入经济体 5.2 倍的中低收入经济体，只获得了不到 20% 的疫苗供应。

图9：大部分疫苗产能都被高收入国家提前预定



数据来源：Duke University、开源证券研究所（未考虑中国疫苗）

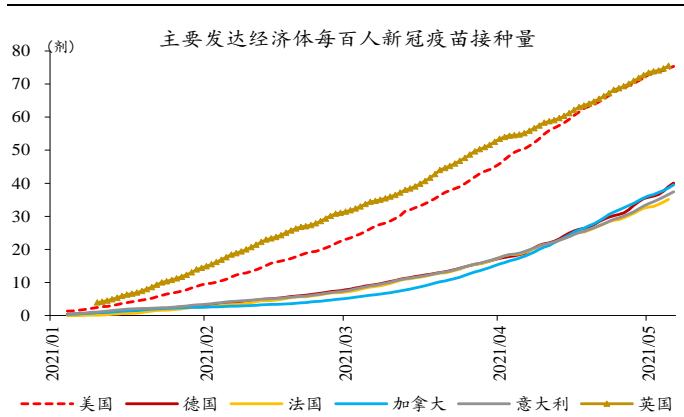
图10：疫苗在全球不同经济体之间的分布严重不均



数据来源：Wind、开源证券研究所（未考虑中国疫苗）

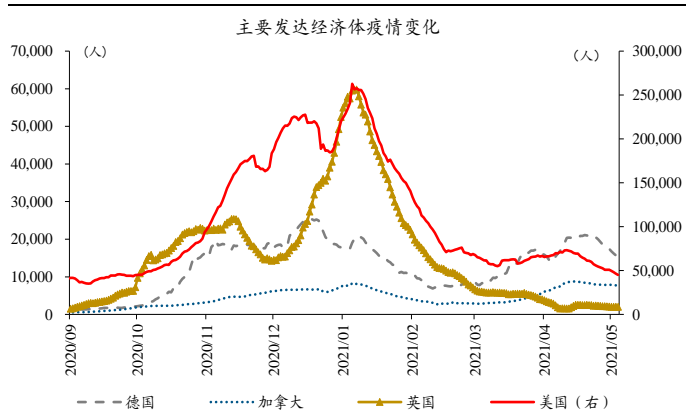
伴随疫苗大规模推广、疫情形势改善，发达经济体经济修复持续加快，并带动各类商品需求大幅扩张。受益于疫苗大规模推广，美国、英国的疫情形势持续大幅改善，德国、法国、加拿大等其他发达经济体的疫情蔓延速度也脱离高位、开始放缓。疫情形势改善及财政刺激政策的支持下，主要发达经济体的经济修复持续加快，各类商品消费需求大幅扩张。以美国为例，1 季度私人商品消费同比增速升至 12.5%，刷新了近 20 年新高。

图11：美国、英国、德国等疫苗覆盖面不断提升

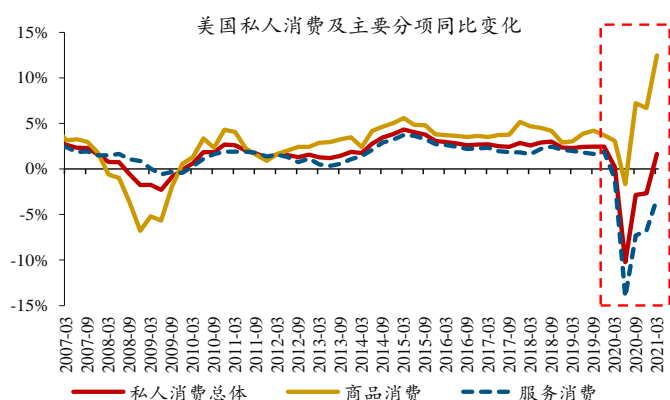


数据来源：Wind、开源证券研究所

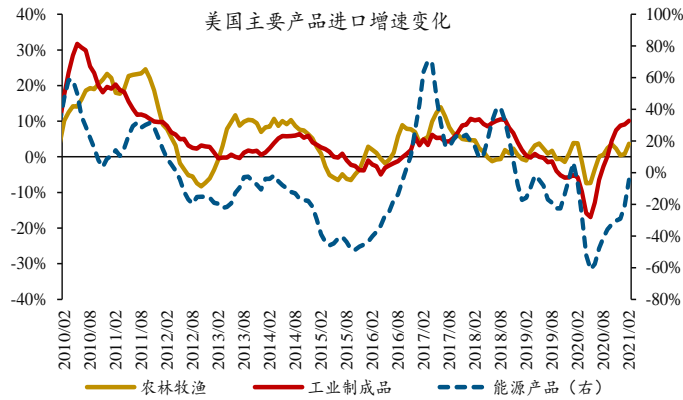
图12：疫苗推广快的美国、英国，疫情形势持续改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

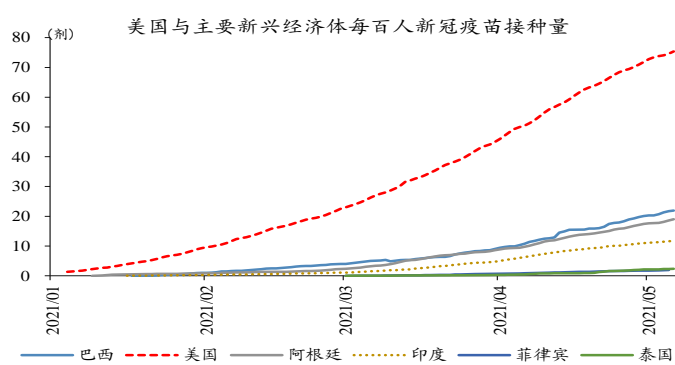
图13: 美国商品消费增速持续位居历史高位


数据来源: Wind、开源证券研究所

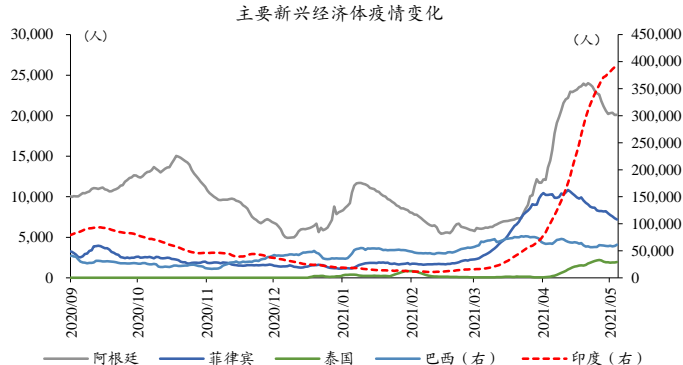
图14: 国内消费改善, 带动农产品、能源产品进口大增


数据来源: Wind、开源证券研究所

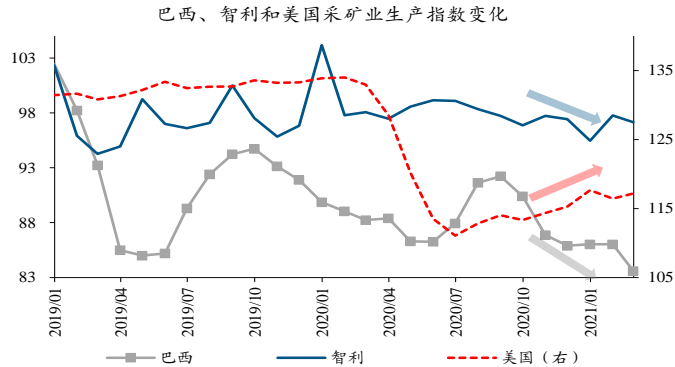
由于疫苗短缺等, 新兴经济体疫情频频反弹, 并导致农产品、铜等商品的产能严重受限。新兴经济体受疫苗短缺及疫情防控松散等影响, 疫情频频反弹。3月以来, 印度的疫情更是“失控”, 新增确诊病例呈几何式增长, 成为全球疫情最严重的经济体。疫情的频频反弹, 直接拖累了新兴经济体的复工复产进程, 而后者又是全球铜、铁矿石、农产品等各类大宗商品的主要提供者。从数据来看, 疫情反复, 使巴西、智利采矿业的生产水平大幅下滑, 并远低于疫情爆发前。疫情对巴西、印度、阿根廷等农业生产的冲击, 也导致了全球大豆、棉花、玉米等农产品产量增速持续下滑。

图15: 受限于供应不足, 主要新兴经济体疫苗推广缓慢


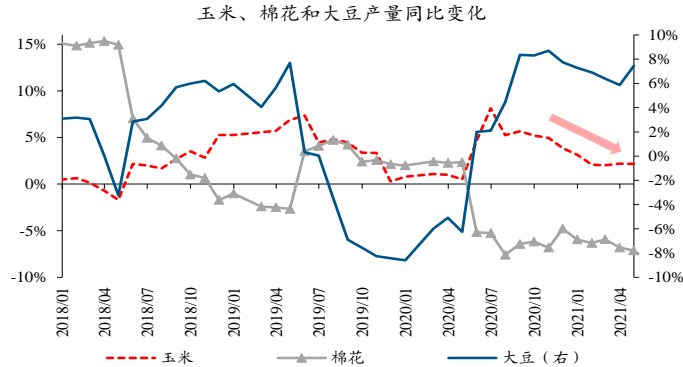
数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 印度疫情急剧恶化, 巴西、泰国等疫情频频反弹


数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 疫情反复, 拖累巴西、智利的矿业生产


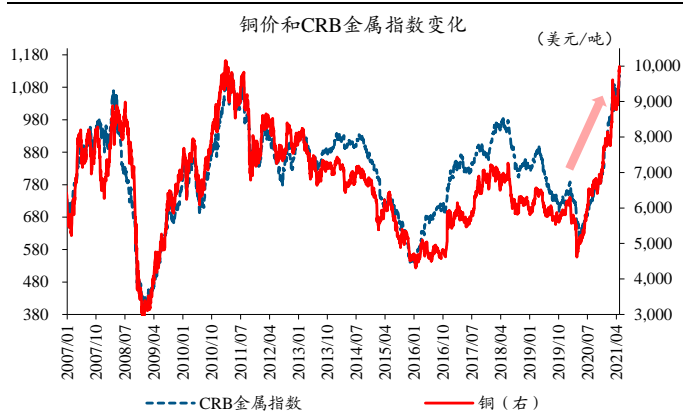
数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 新兴市场疫情反弹, 限制了玉米、大豆等的供应


数据来源: Wind、开源证券研究所

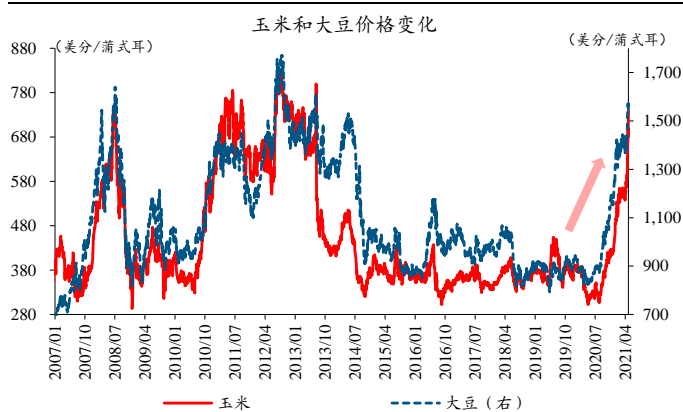
商品消费国需求扩张与商品供应国产能受限，使商品供需关系持续失衡，显著放大经济修复过程中的涨价压力。发达经济体商品消费需求的大幅扩张，以及新兴经济体商品供应能力的受限，使商品供需关系持续失衡。受此影响，主要大宗商品中，铜价已刷新历史新高，玉米、大豆的价格也分别较前期低点上涨了143%、81%。大宗商品的价格上涨，已经反映在PPI中。以美国为例，3月PPI同比升至4.3%，远高出疫情前的1.1%，创近10年新高。PPI的大幅上涨，意味着美国等经济在回归常态过程中，全社会面临的涨价压力将大幅抬升。

图19：供需失衡下，铜价已逼近历史峰值水平



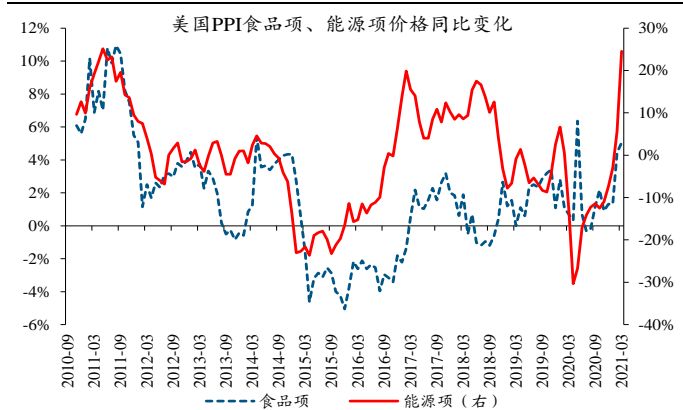
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：供需失衡下，玉米、大豆等农产品价格大涨



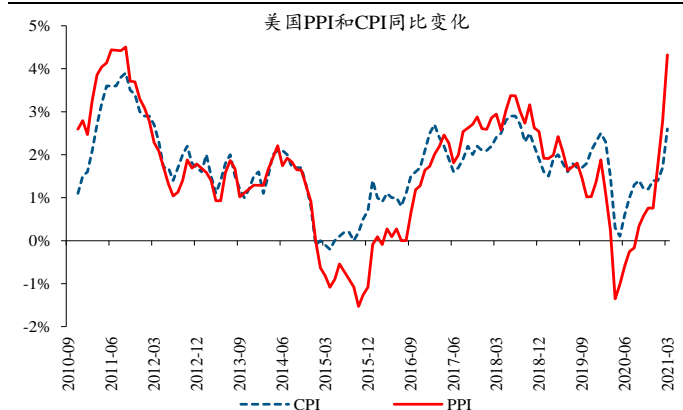
数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：美国PPI食品项、能源项价格同比大幅反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：美国经济回归常态过程中，涨价压力或加速释放

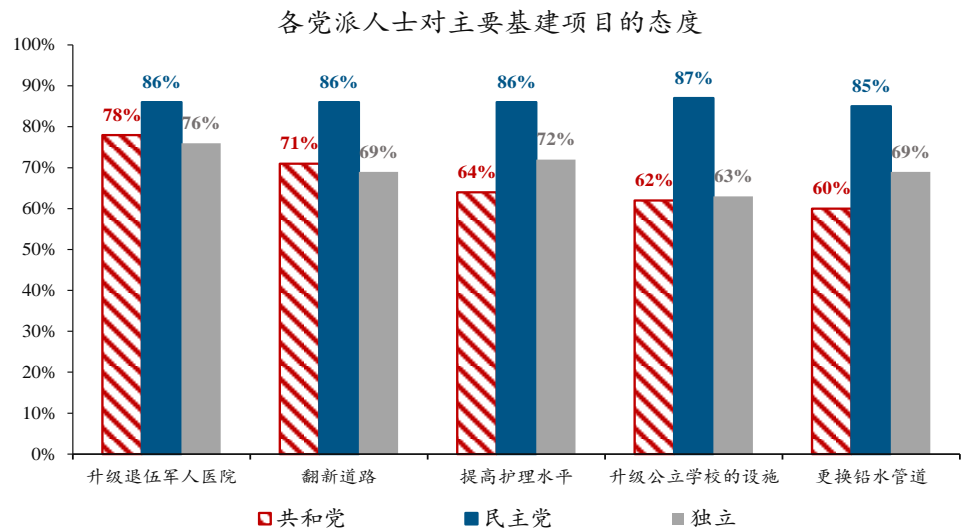


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、逻辑三：拜登力图重塑美国，从追求效率转向追求公平

党内高度支持及国会大开绿灯背景下，拜登的基建主张等有望逐步落地。上任首个100天，美国总统拜登连续推出了3份大规模财政法案，分别是针对疫情援助的《美国救援计划》、涵盖基建与对企业加税的《美国就业计划》，以及对富人加税与增加穷人补贴的《美国家庭计划》。3月下旬，《美国救援计划》率先签署落地。目前，美国国会正就《美国就业计划》展开讨论。受助于BR程序，以及民主党内高度支持，拜登的基建与对企业加税主张，在获得党内一致同意后便可落地。

图23: 民主党人士对基建项目的呼声颇高



数据来源: Ipsos、开源证券研究所

拜登基建新政的落地, 将直接推升美国通胀水平。拜登《美国就业计划》中的基建计划, 将分 8 年、总共投入 2.3 万亿美元。其中, 拜登计划在基础建设与房屋领域投资 1.3 万亿美元, 包括对道路、桥梁等交运设施投资 6210 亿美元, 对水网、电网等社区设施投资 3110 亿美元, 以及对房屋翻新、托儿所、学校建设等投资 3780 亿美元。一旦基建计划落地, 美国将迎来新一轮的固定资产投资潮, 通胀水平随之进一步抬升。

表1: 拜登提出规模约 2.3 万亿美元的基建计划

项目			金额 (亿美元)	项目			金额 (亿美元)
基础建设与房屋 (13100)	交通基建 (6210)	维修道路和桥梁	1150	制造业与研发 (4800)	制造业 (3000)	监控国内工业生产能力	500
		现代化公共交通	850			半导体研究	500
		维护铁路	800			流行病学研究	300
		建设充电桩	1740			购买清洁能源产品	460
		改进机场、港口	420			社区研创中心	340
		基建公平	450			扶持制造企业融资	520
		防气候危机	500			小型企业孵化器	310
		其他	300			其他	20
	社区基建 (3110)	更换水管	450		基础研发 (1800)	农村就业	50
		升级清洁水基础设施	560			美国国家科学基金会	500
		检测水质	100			刺激创新和创造就业机会	300
		宽带	1000			升级全国实验室	400
	房屋 (3780)	电网	1000		劳动力发展 (1000)	解决气候危机的技术突破	350
		房屋建造、翻新	2130			消灭基础研发的种族平等	250
		公立学校	1000		社区关怀 (4000)	劳动力技能培训	400
		社区大学	120			弱势群体	120
		托儿所	250			职业培训	480
		退伍军人事务医院	180			提高长期护理人员的薪资	4000
		联邦大楼	100				

资料来源: White House、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

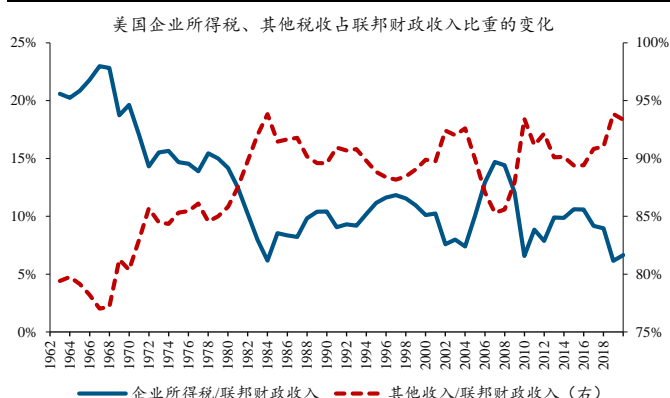
拜登的野心不仅仅在于基建，他力图改变美国过去 40 年的社会范式，从追求效率转向追求公平。上世纪 80 年代以来，美国政府一直以效率为导向，实施了大规模减税、大范围放松监管等措施。结果来看，美国经济体量实现了大幅扩张，但同时，美国社会内部的“蛋糕分配”越发不公。比如，美国企业收入占 GDP 比重不断上升，而缴税额占 GDP 比重大幅缩水；中低收入阶层的收入占比持续下滑，贫富差距越拉越大。拜登在《美国就业计划》和《美国家庭计划》中分别提出对企业、富人大幅加税，反映出他的执政思路转向了追求公平，与前任总统们完全不同。

表2：拜登计划对企业和富人群体大规模加税

拜登的加税方向及具体措施		2021-2030 年	2021-2035 年
《美国就业计划》 中对企业加税措施	将企业所得税税率从 21% 提高到 28%	8500 亿美元	1.3 万亿美元
	将美国跨国公司的最低税率设置为 21%	5000 亿美元	7500 亿美元
	消除对外国衍生无形收入（FDII）的扣除	2500 亿美元	4000 亿美元
	对公司账面收入征收 15% 的最低税率	1000 亿美元	2000 亿美元
	防止美国公司过度将注册地设置为避税港	250 亿美元	500 亿美元
	消除对化石燃料的部分税收优惠	250 亿美元	300 亿美元
《美国家庭计划》 中对富人加税措施	审计高收入个人等的逃税漏税		7000 亿美元
	将居民最高边际所得税税率从 37% 升至 39.6%		
	年收入超过 100 万美元的家庭需缴纳更高的资本利得税，税率从 20% 提高到 39.6%		8000 亿美元
	消除附带利益漏洞		
	高收入者及投资者为其收入缴纳 3.8% 的医保税		

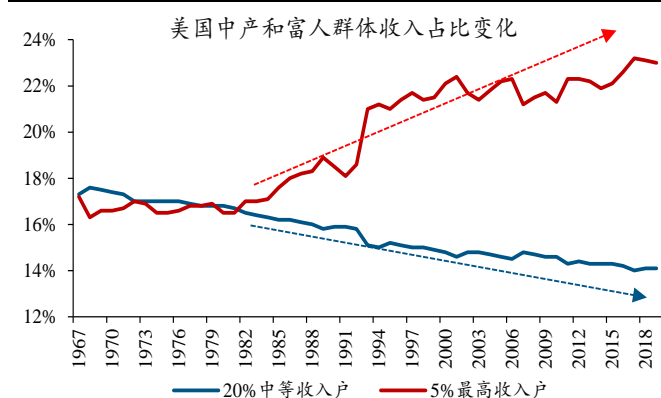
资料来源：CFRB、开源证券研究所

图24：持续减税等，让美国企业分得了大量的“蛋糕”



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：持续减税等，让美国富人分得的“蛋糕”越来越大



数据来源：Wind、开源证券研究所

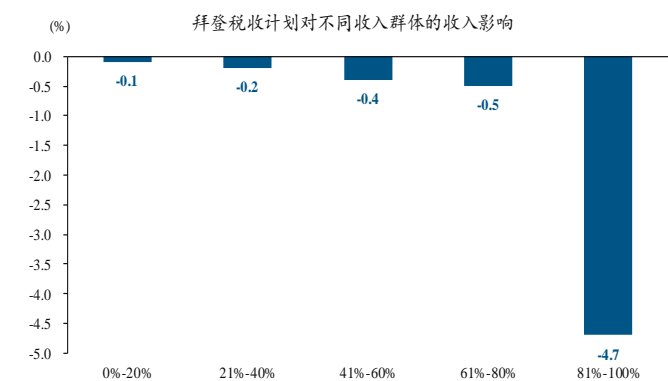
通过对企业及富人群体加税，以及增加对中低收入群体的支持，拜登全力推动美国收入分配机制优化、大幅缩小贫富差距。拜登对企业及富人群体的加税措施，基本不会影响到中低收入群体。与此同时，在《美国家庭计划》中，拜登计划对中低收入群体提供大规模财政支持，包括减免学前教育、社区大学学费，增加儿童保育、少数族裔学生等补贴，以及永久保留医疗保费、儿童保育、无子女工人等的税收抵免。不难发现，拜登一系列的收入结构调整举措，将优化美国的收入分配机制，并大幅缩小贫富差距。

表3: 拜登《美国家庭计划》涵盖了针对弱势群体的 1.8 万亿美元支出与税收抵免

项目	资金 (亿美元) 2021-2030 年
1 万亿支出计划	儿童保育计划
	带薪休假
	学前教育
	两年制社区大学学费全免
	贫困生佩尔助学金
	提高大学生毕业率
	少数民族裔学生补贴
	营养支出
	教师培训
8000 亿税收抵免	永久保留医疗保费税收抵免
	延长儿童税收抵免额至 2025 年
	永久保留儿童保育税收抵免
	永久保留无子女工人的税收抵免

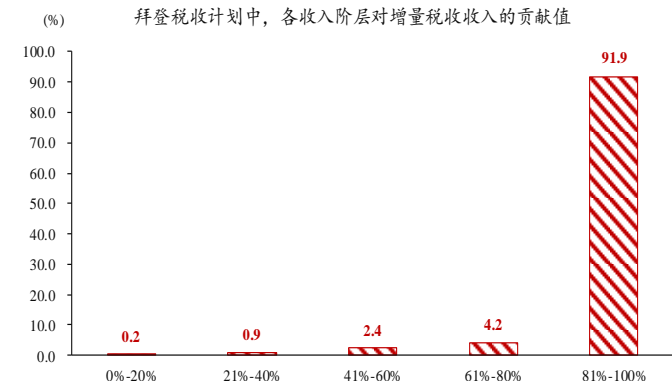
资料来源: White House、开源证券研究所

图26: 拜登税收计划主要影响高收入人群的税后收入



数据来源: Wind、开源证券研究所

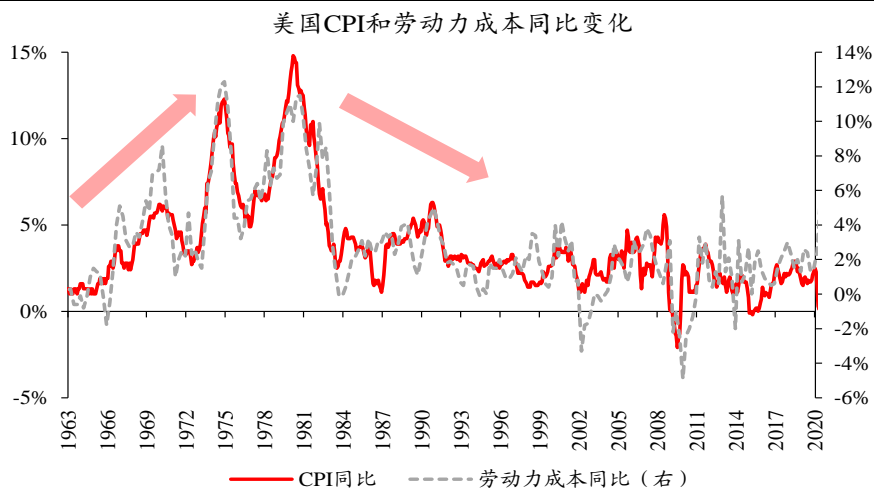
图27: 新税制下, 增量税收收入主要由高收入群体贡献



数据来源: Wind、开源证券研究所

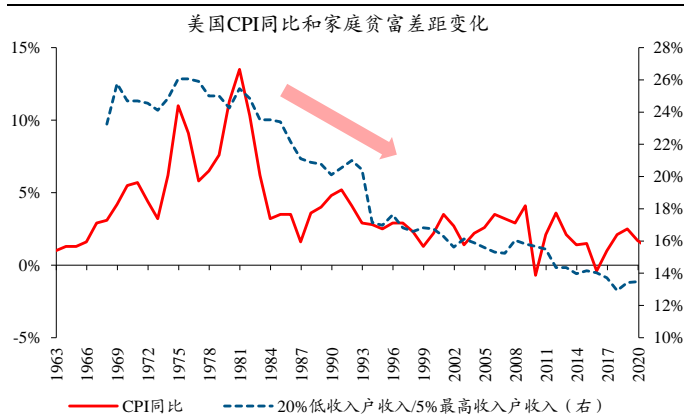
以史为鉴, 更公平的收入分配机制、更小的贫富差距, 容易推升长期通胀压力。中低收入群体的边际消费意愿最高, 他们的收入增长越快, 往往意味着更高的消费景气及更大的通胀压力。回溯美国历史数据, 1980 年前, 伴随中低收入群体收入快速增长、企业劳动力成本增速持续抬升, 美国 CPI 同比中枢持续上移; 相反, 1980 年后, 随着中低收入群体收入增长不断放缓, 美国劳动力成本增长中枢持续下移, CPI 同比中枢随之明显回落。展望未来, 若拜登成功优化美国收入分配机制、推动中低收入群体收入加快增长, 美国通胀中枢或将趋势上移, 结束过去 40 年的回落态势。

图28: 过去 60 年, 美国 CPI 和劳动力成本同比变化高度相关



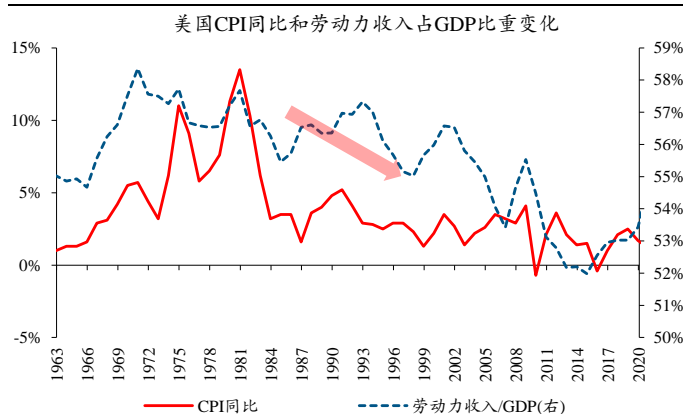
数据来源: Ipsos、开源证券研究所

图29: 1980 年后, 通胀中枢回落背后是贫富差距拉大



数据来源: Wind、开源证券研究所

图30: 通胀中枢回落背后是劳动力收入/GDP 下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

经过研究, 我们发现:

(1) 疫情爆发后, 为支持居民部门, 以美国为首的发达经济体实施了大规模“发钱”。财政“发钱”提振了居民收入, 但同时带来了明显副作用, 降低了部分居民的就业意愿。为吸引更多居民就业、缓解用工荒问题, 企业不得不大幅提高工资水平。

(2) 历史数据显示, 企业劳动力成本增速一般领先核心 CPI 同比变化。随着大幅提高工资水平, 美国企业劳动力成本增速目前已升至历史高位的 4.1%, 远超疫情前的 1.5%。趋势走高的核心 CPI, 将显著推升经济修复过程中的通胀风险。

(3) 疫苗在全球的分配严重不均, 发达经济体供应充足、而新兴经济体严重短缺。伴随疫苗大规模推广, 发达经济体的商品消费需求快速扩张。相反, 新兴经济体因疫苗不足等, 疫情反复, 商品生产持续受限。

(4) 随着需求大幅扩张及供应增长缓慢，铜价已逼近历史高点，玉米、大豆等农产品价格也较前期低点大幅反弹。商品价格的大涨，已经反映在 PPI 中，如美国 3 月 PPI 同比刷新了近 10 年新高。伴随经济回归常态，上游涨价压力或将向全社会大面积扩散。

(5) 4 月初，拜登提出了涵盖 2.3 万亿美元基建投资计划的《美国就业计划》法案。尽管共和党极力反对，但由于可借助 BR 程序及民主党内高度支持，拜登基建新政有望进入快速落地通道。基建的落地，将直接推升美国通胀水平。

(6) 美国过去 40 年，一直以效率为导向。虽然经济体量大幅扩张，但社会分配越发不公、贫富差距越拉越大。与前任总统们不同的是，拜登的野心不仅仅在于基建，他力图改变美国过去 40 年的社会范式，从追求效率转向追求公平。为此，拜登提出要对企业及富人大幅加税，同时全面提高对穷人的支持。

(7) 中低收入群体的边际消费意愿最高，他们的收入增长越快，往往意味着更高的消费景气及更大的通胀压力。过去 40 年，美国通胀中枢不断回落背后，与中低收入群体的收入增长缓慢密切相关。展望未来，若拜登成功优化美国收入分配机制、推动中低收入群体收入加快增长，美国通胀中枢或将趋势上移，结束过往回落态势。

2、风险提示

病毒变异导致疫苗失效等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn