下载日志已记录，仅供内部参考



华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

宏观快评 2026 年 08 月 08 日

【宏观快评】美国 7 月非农数据点评

# 就业走弱支持联储按兵不动

## 主要观点

❖ **7 月非农数据简述**

**1、**新增非农就业人数-2.3 万，预期 8 万，前两个月合计下修 10.3 万。就业增长主要来自教育保健服务（+2.5 万，前值+5.4 万）、建筑（+2.2 万，前值+0.5 万）、专业和商业服务（+1.8 万，前值+3.4 万），就业萎缩的行业有四个：政府部门（-5.3 万，前值-1 万）、休闲酒店业（-4 万，前值-4.3 万）、零售、金融。

**2、**失业率从 4.2%降至 4.1%，预期 4.2%。劳动参与率从 61.5%降至 61.4%，预期 61.6%。家庭调查中，劳动力减少 26.4 万，就业下降 8.7 万，失业下降 17.8 万，非劳动力增长 38.1 万。

**3、**私人行业时薪环比 0.1%，预期 0.3%，前值 0.3%，同比增速 3.2%，预期 3.5%，前值 3.4%。周工时持平于 34.3 小时。周薪环比增长 0.1%。

**4、市场年内加息预期降温，**联邦基金期货市场定价的 9 月份加息概率从 57%降至 44%，定价的今年加息次数从 1.35 次降至 1.13 次。

❖ **就业数据全面降温**

**第一，从总量来看，新增非农就业意外转负，前两个月数据被大幅下修。**最近三个月平均新增非农就业从 7.7 万降至 2 万，降至海外机构估计的盈亏平衡就业增长水平的下沿区间。**从结构上来看，行业就业也不如人意。**虽然本月新增非农就业受地方政府教育部门（-5 万，前值-1.16 万）拖累较大，但私人部门新增非农就业也偏弱，休闲酒店、零售和金融业的就业人数萎缩，前两者或与世界杯临时招聘需求的消退有关。只有 AI 建设需求下的建筑业就业增长偏强。

**第二，失业率继续超预期下行，但主因依然不是“更多的人找到了工作”，而是“更多的人退出了劳动力市场”。**虽然黄金年龄段（25-54 岁）群体的参与率略有回升，但青少年和老年人的参与率继续明显下行。**今年以来劳动参与率持续下降，削弱了失业率对就业市场的指示意义，可替代的观察指标是就业和人口的比率，今年以来，就业人口比率下降约 0.8pct，去年全年仅下降 0.3pct。**

**第三，与疲软的就业增长相匹配，时薪环比增速低于预期，同比增速则降至 2021 年 6 月份以来的新低。**中长期通胀预期脱锚和通胀-薪资螺旋是临时性物价冲击转换为持续性通胀的核心传导渠道。目前来看，中长期通胀预期稳定，薪资同比增速持续下行，内生的二次通胀风险较低。

❖ **就业数据支持美联储继续按兵不动**

**7 月份非农就业继续全面降温，继续印证我们前期的判断：**年初以来的就业明显回暖不具有持续性，就业过热叙事被进一步“证伪”（参见《让加息的“子弹”飞一会儿》、《就业过热叙事的初步“证伪”》）。

**对美联储而言，**稳健的就业是关注和决策重心转向通胀的基石假设，也是在此基础上，基于对通胀容忍度的差异，导致美联储内部分歧加大。**而近两个月的就业持续降温，转向“弱而不崩”，支持了继续按兵不动、等待并观察通胀继续回落的合理性，也有利于弥合内部的分歧。我们目前依然倾向于美联储今年可以维持利率不变，类似 1997 年“预防式加息”的理由并不充分**（参见《“预防式加息”？今年可能不是 1997 年》）。

**对市场而言，美股方面，加息压力的缓和，意味着宏观政策逆风情景的风险扰动继续消退，宏观风险偏好边际改善。美债方面，则有助于缓和实际利率的上行压力，若后续通胀不超预期**（我们认为超预期概率较低，通胀已过峰，无非是回落快慢的问题，参见《美国 CPI 同比大概率见顶》、《下行斜率不可持续≠下行方向改变》），**短端和长端美债利率或已处于阶段性顶部区间，继续大幅上行的概率均较低。**

❖ **风险提示：**地缘冲突的不确定性，AI 产业趋势的不确定性。

华创证券研究所

**证券分析师：张瑜**

邮箱：zhangyu3@hcyjs.com

执业编号：S0360518090001

**证券分析师：付春生**

邮箱：fuchunsheng@hcyjs.com

执业编号：S0360522080002

**相关研究报告**

《【华创宏观】解码出口快讯中的“其他”商品——7 月进出口数据点评》 2026-08-08

《【华创宏观】消费或小幅回升——7 月经济数据前瞻》 2026-08-04

《【华创宏观】政治局会议后的部署接续落地——政策周观察第 90 期》 2026-08-03

《【华创宏观】固投项目端的六点观察》 2026-08-03

《【华创宏观】K 型分化略有收敛，但持续性存疑——美国 2026 年二季度 GDP 点评》 2026-08-02

下载日志已记录，仅供内部参考



# 目 录

一、 就业走弱支持联储继续按兵不动 ..... 4
二、 7 月非农就业数据述评 ..... 5
（一） 新增非农意外转负，明显不及预期 ..... 5
（二） 失业率意外回落，但劳动参与率继续超预期下行 ..... 6
（三） 时薪增速低于预期，周工时持平 ..... 7
（四） 加息预期降温，短端美债利率下行 ..... 7

下载日志已记录，仅供内部参考



# 图表目录

图表 1 青年和老年人的劳动参与率持续下降 ..... 4
图表 2 美国就业和人口比率的变化 ..... 4
图表 3 金融市场定价的中长期通胀预期依然稳定 ..... 5
图表 4 美国新增非农就业人数转负 ..... 5
图表 5 美国就业增长广度回落 ..... 5
图表 6 美国 7 月份分行业的非农就业增长情况 ..... 6
图表 7 美国失业率、劳动参与率均下行 ..... 6
图表 8 从失业原因看失业率的变化 ..... 6
图表 9 失业率变动并未触发萨姆法则的预警阈值 ..... 7
图表 10 美国非农时薪同比增速 ..... 7
图表 11 美国非农私人行业周薪环比变动 ..... 7

下载日志已记录，仅供内部参考



## 一、就业走弱支持联储继续按兵不动

**7 月份非农就业继续全面降温，继续印证我们前期的判断：年初以来的就业明显回暖不具有持续性，就业过热叙事被进一步“证伪”**（参见《让加息的“子弹”飞一会儿》、《就业过热叙事的初步“证伪”》）。

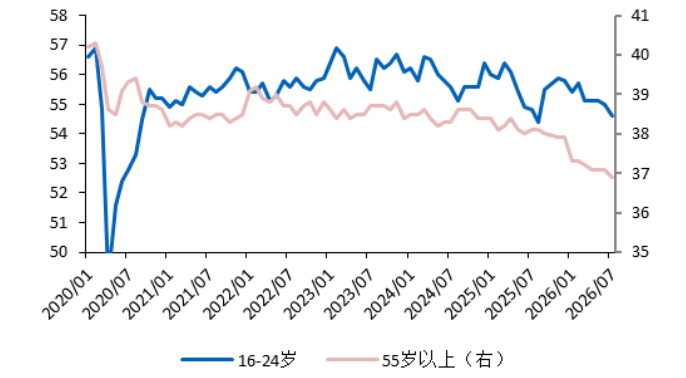
**对美联储而言，稳健的就业是关注和决策重心转向通胀的基石假设，也是在此基础上，基于对通胀容忍度的差异，导致美联储内部分歧加大。而近两个月的就业持续降温，转向“弱而不崩”，支持了继续按兵不动、等待并观察通胀继续回落的合理性，也有利于弥合内部的分歧。我们目前依然倾向于美联储今年可以维持利率不变，类似 1997 年“预防式加息”的理由并不充分**（参见《“预防式加息”？今年可能不是 1997 年》）。

**对市场而言，美股方面**，加息压力的缓和，意味着宏观政策逆风情景的风险扰动继续消退，宏观风险偏好边际改善。**美债方面**，则有助于缓和实际利率的上行压力，若后续通胀不超预期（我们认为超预期概率较低，通胀已经过峰，无非是回落快慢的问题，参见《美国 CPI 同比大概率见顶》、《下行斜率不可持续≠下行方向改变》），短端和长端美债利率已处于阶段性顶部区间，继续上行的概率均较低。

**第一，从总量来看，新增非农就业人数意外转负，明显低于市场预期，并且前两个月的数据被大幅下修**。最近三个月平均新增非农就业从 7.7 万降至 2 万，大幅低于二季度均值的 9.6 万，降至海外机构估计的盈亏平衡就业增长水平的下沿区间。**从结构上来看，行业就业增长也不如人意**。虽然本月新增非农就业受地方政府教育部门（-5 万，前值-1.16 万）的拖累较大，但除此之外，私人部门新增非农就业也大幅下滑，休闲酒店、零售和金融业的就业人数萎缩，前两者或与世界杯临时招聘需求的消退有关。教育和保健服务、专业和商业服务新增就业人数也边际回落。只有 AI 建设需求下的建筑业就业增长偏强。

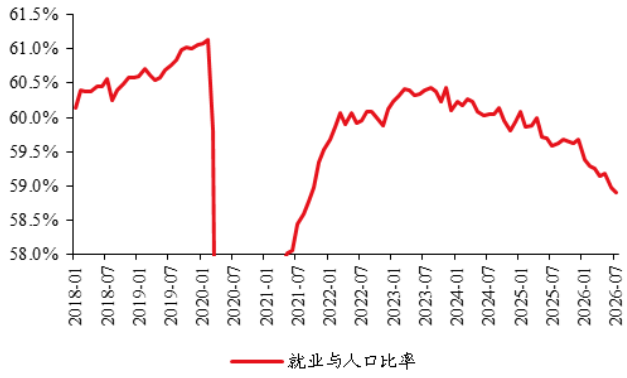
**第二，失业率继续超预期下行，但主因依然不是“更多的人找到了工作”，而是“更多的人退出了劳动力市场”**。劳动参与率从 61.5%降至 61.4%，虽然黄金年龄段（25-54 岁）群体的参与率略有回升，但青少年和老年人的参与率继续明显下行。在家庭调查中，劳动力人口减少 26.4 万，就业人数下降 8.7 万，失业人数下降 17.8 万，非劳动力增长 38.1 万。**今年以来劳动参与率的持续下降，削弱了失业率对就业市场的指示意义，可替代的观察指标是就业和人口的比率，今年以来，就业人口比率下降约 0.8pct，去年全年仅下降 0.3pct。**

**图表 1　青年和老年人的劳动参与率持续下降**




*资料来源：Bloomberg，华创证券*

**图表 2　美国就业和人口比率的变化**




*资料来源：堪萨斯联储，华创证券*

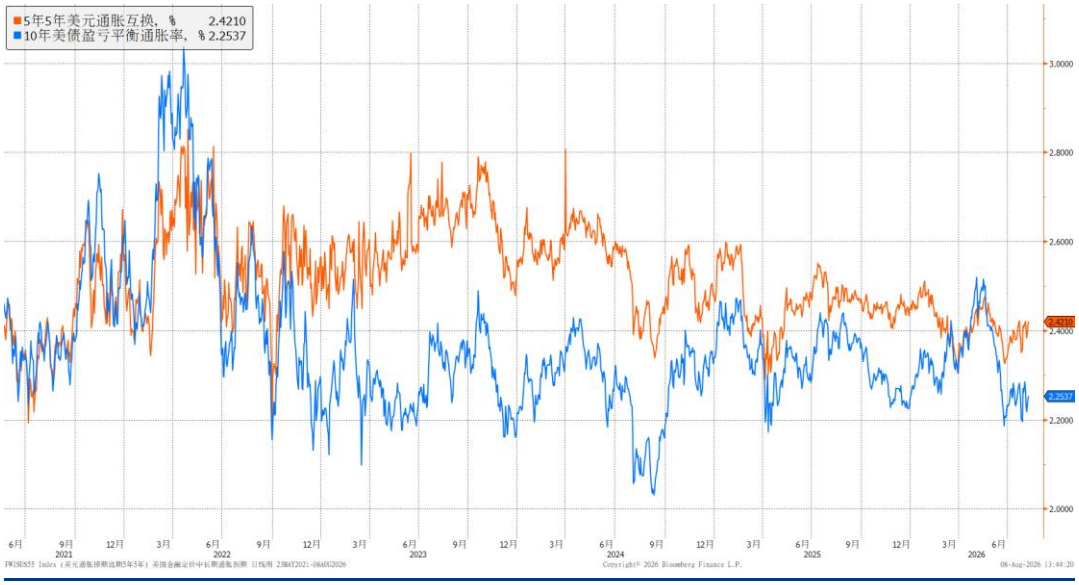
**第三，与疲软的就业增长相匹配，时薪环比增速低于预期，同比增速则降至 2021 年 6 月份以来的新低。**中长期通胀预期脱锚和通胀-薪资螺旋是临时性物价冲击转换为持续性通

下载日志已记录，仅供内部参考



胀的核心传导渠道。目前来看，中长期通胀预期稳定，薪资同比增速持续下行，内生的二次通胀风险较低。

**图表 3 金融市场定价的中长期通胀预期依然稳定**




*资料来源：Bloomberg，华创证券*

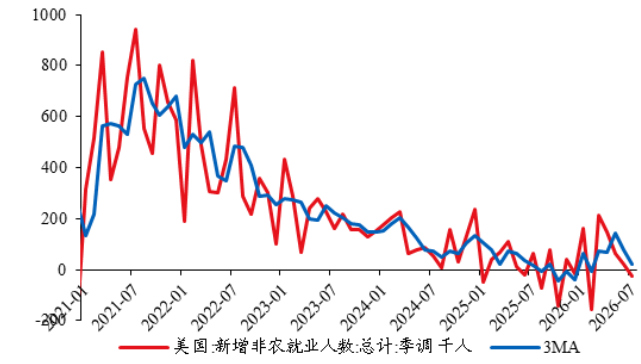
## 二、7 月非农就业数据述评

### （一）新增非农意外转负，明显不及预期

**新增非农就业意外转负，明显不及市场预期，并且前两个月的数据被大幅下修。**新增非农就业人数-2.3 万，彭博一致预期 8 万。私人部门新增非农就业人数 3 万，彭博一致预期 8.2 万。5 月份新增就业从 12.9 万下修至 6.3 万，6 月份新增就业从 5.7 万下修至 2 万，合计下修 10.3 万。

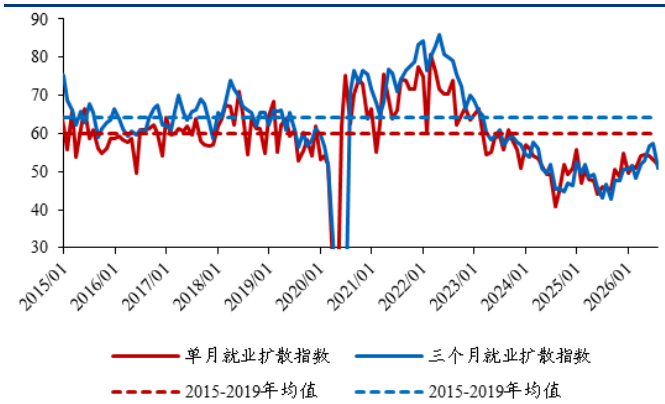
**本月就业增长广度同步下行。**三个月就业扩散指数从 57.4%降至 50.8%，2015-2019 年平均为 64.1%，2021-2025 年平均为 61.8%。单月就业扩散指数从 53.2%降至 51.8%，2015-2019 年平均为 60%，2021-2025 年平均为 59%。

**图表 4 美国新增非农就业人数转负**




*资料来源：Wind，华创证券*

**图表 5 美国就业增长广度回落**




*资料来源：Bloomberg，华创证券*

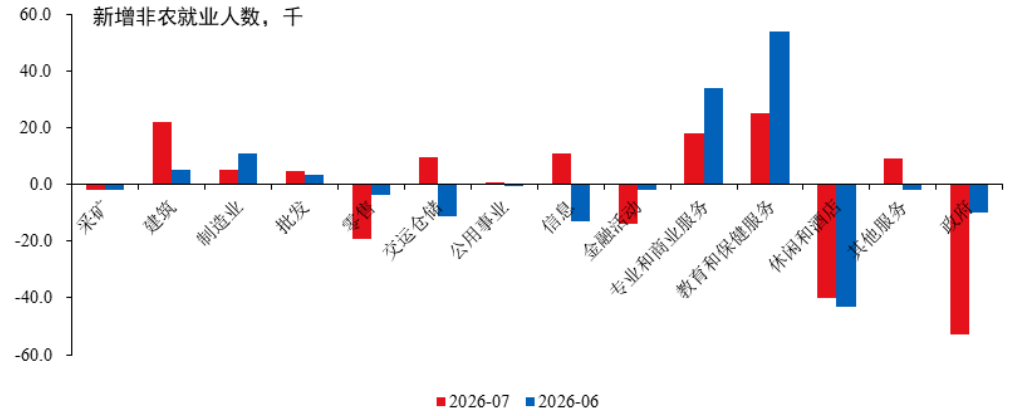
**从大类行业来看，就业增长主要来自三个行业，**即：教育保健服务（+2.5 万，前值+5.4

下载日志已记录，仅供内部参考



万）、建筑业（+2.2 万，前值+0.5 万）、专业和商业服务（+1.8 万，前值+3.4 万），合计贡献 6.5 万的新增就业。**就业大幅萎缩的行业有四个**，政府部门（-5.3 万，前值-1 万）、休闲酒店业（-4 万，前值-4.3 万）、零售（-1.94 万，前值-0.37 万）、金融活动（-1.4 万，前值-0.2 万）。

**图表 6 美国 7 月份分行业的非农就业增长情况**




*资料来源：Wind，华创证券*

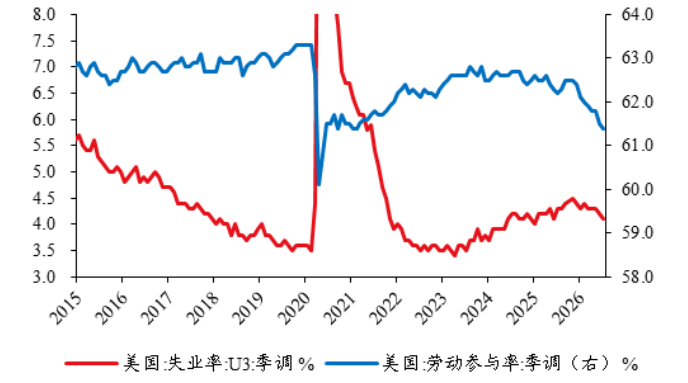
### （二）失业率意外回落，但劳动参与率继续超预期下行

**失业率从 4.2%降至 4.1%，预期 4.2%。劳动参与率从 61.5%降至 61.4%，预期 61.6%。家庭调查中，劳动力降幅明显大于就业人数和失业人数的降幅，非劳动力大幅增长。**

家庭调查口径：总人数增加 11.6 万，劳动力人口减少 26.4 万，就业人数下降 8.7 万，失业人数下降 17.8 万，非劳动力增长 38.1 万。

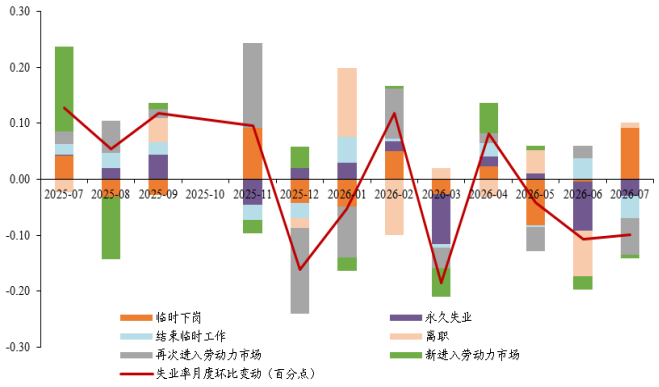
**从失业原因来看，**临时下岗人数大幅增长，带动失业人数上升 15.3 万。再就业者、永久失业（企业裁员）、结束临时工作的人数下降，带来失业人数减少 11.4 万、5.4 万、6.8 万。

**图表 7 美国失业率、劳动参与率均下行**




*资料来源：Wind，华创证券*

**图表 8 从失业原因看失业率的变化**



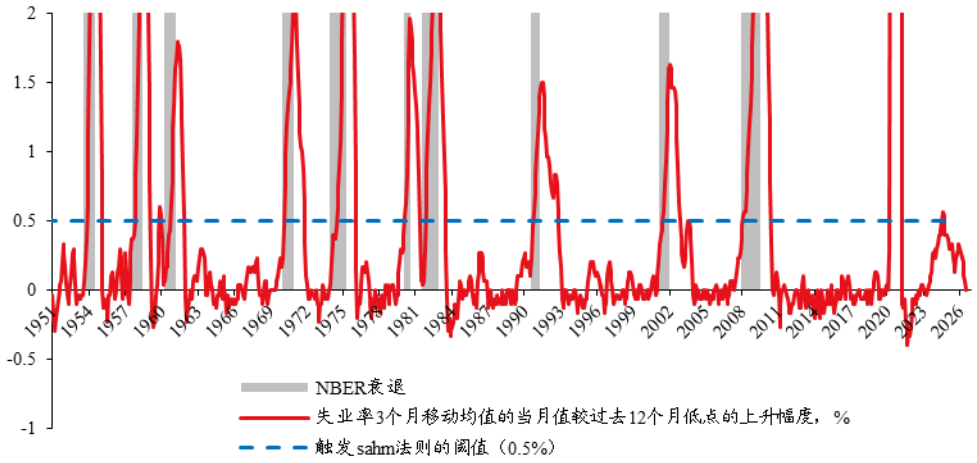

*资料来源：Wind，华创证券*

**失业率的 3 个月移动平均值较过去 12 个月低点持平，低于萨姆法则的预警阈值（0.5 个百分点）。**

下载日志已记录，仅供内部参考



图表 9 失业率变动并未触发萨姆法则的预警阈值




资料来源：Wind，NBER，华创证券

### （三）时薪增速低于预期，周工时持平

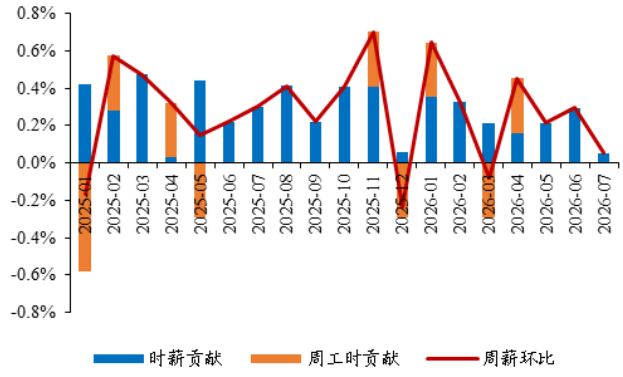
**私人行业时薪增速符合预期**。时薪环比 0.1%，预期 0.3%，前值 0.3%，6 个月变化的折年率从 3.2%降至 2.5%。时薪同比增速 3.2%，预期 3.5%，前值 3.4%。周工时持平于 34.3 小时。周薪环比增长 0.1%，时薪增长拉动 0.1 个百分点，周工时无边际影响。

图表 10 美国非农时薪同比增速




资料来源：Wind，华创证券

图表 11 美国非农私人行业周薪环比变动




资料来源：Wind，华创证券

### （四）加息预期降温，短端美债利率下行

**非农报告公布后，市场加息预期降温**。联邦基金期货市场定价的 9 月份加息概率从 57%降至 44%，定价的今年加息次数从 1.35 次降至 1.13 次。

**从资产表现来看，美股上涨，美债利率下行，美元指数回落，黄金上涨。**道琼斯工业指数上涨 0.28%，纳斯达克指数上涨 1.3%，标普 500 指数上涨 0.62%。美元指数下跌 0.34%，十年期美债收益率下行 3.4BP 至 4.645%，两年期美债收益率下行 5.2 个 BP 至 4.193%。Comex 黄金上涨 2.37%，重回至 4400 美金/盎司之上。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 宏观组团队介绍

**首席经济学家、首席宏观分析师：张瑜**

研究方向：长期从事国内外宏观经济、大类资产配置、人民币汇率及金融市场等方面研究。 现任华创证券研究所副所长、宏观经济研究主管、首席宏观分析师，曾任民生证券投资决策委员会委员、首席宏观分析师、资产配置与投资战略研究中心负责人。目前还兼任中国人民大学国际货币研究所研究员，中国人民大学财税研究所兼职研究员，澳门城市大学经济研究所特约研究员，中国金融四十人论坛（CF40）青年论坛会员，中国保险资产管理业协会资管百人。作为首席带队连续多年获得资本市场奖项。2019 至 2021 年，连续多年获新财富最佳分析师、水晶球最佳分析师、新浪金麒麟最佳分析师、上证报最佳宏观经济分析师、金牛最具价值分析师、21 世纪金牌分析师、Wind 金牌分析师及路演领军人物等奖项。2022 年最新获奖详情：新财富最佳分析师第三名、水晶球最佳分析师第二名、上证报最佳分析师第二、中证报最佳分析师第二、新浪金麒麟最佳分析师第三。

**组长、资深分析师：陆银波**

研究方向：宏观政策、经济增长及行业比较。 中国人民大学汉青研究院数量经济学硕士研究生，统计学院数学与经济学双学士学位，CPA，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于中信证券股权衍生品部、另类投资部，主要负责可转债研究及大类资产配置，具有六年证券从业经历。凤凰卫视、第一财经等特约连线评论员，对外经济贸易大学特聘讲师。作为核心成员，连续两年获得资本市场多个奖项，包括 2020-2022 年新财富最佳分析师等。

**副组长、资深分析师：文若愚**

研究方向：金融利率，流动性分析，信用扩张等方面。 美国得克萨斯大学达拉斯分校硕士，2021 年加入华创证券研究所。具有四年宏观研究经验，曾任职于华融证券，长江证券，期间多次在国内金融市场研究，北大金融评论，中国货币市场等学术期刊发表研究文章。作为团队成员获得“远见杯”中国经济，全球市场预测双冠军。2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

**高级分析师：高拓**

研究方向：财政政策。 麦克马斯特大学金融学硕士，CFA，2019 年加入华创证券研究所。具有多年海外宏观与大宗商品策略研究经验，曾在加拿大任职于海外大宗商品基金，回国后任财富管理公司研究部负责人，长期在新浪财经、扑克财经、华尔街见闻等多家财经平台担任特约专栏作者。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

**高级分析师：殷雯卿**

研究方向：海外宏观与大类资产。 中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于兴业证券经济与金融研究院，主要负责贵金属研究，具有四年海外宏观与大宗商品研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

**分析师：付春生**

研究方向：全球通胀和海外经济。 中国人民大学金融硕士，2020 年加入华创证券研究所，具有 3 年宏观研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

**分析师：李星宇**

研究方向：大类资产。 清华大学金融硕士，2021 年加入华创证券研究所。

**分析师：夏雪**

研究方向：海外宏观。 中国人民大学金融硕士，2022 年加入华创证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考



**分析师：袁玲玲**

研究方向：政策研究。 南开大学金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

**分析师：韩港**

研究方向：国内基本面。 南开大学经济学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考



# 华创证券机构销售通讯录

| 地区 | 姓名 | 职务 | 办公电话 | 企业邮箱 |
|---|---|---|---|---|
| 北京机构销售部 | 张昱洁 | 副总经理、北京机构销售总监 | 010-63214682 | zhangyujie@hcyjs.com |
| | 张婷 | 北京机构销售副总监 | | zhangting3@hcyjs.com |
| | 刘懿 | 公募机构销售总监 | 010-63214682 | liuyi@hcyjs.com |
| | 顾翎蓝 | 资深销售经理 | 010-63214682 | gulinglan@hcyjs.com |
| | 刘颖 | 资深销售经理 | 010-66500821 | liuying5@hcyjs.com |
| | 阎星宇 | 销售经理 | | yanxingyu@hcyjs.com |
| | 车一哲 | 销售经理 | | cheyizhe@hcyjs.com |
| | 张羽驰 | 销售经理 | | zhangyuchi@hcyjs.com |
| | 骆振琳 | 高级销售经理 | | luozhenlin@hcyjs.com |
| | 刘亚东 | 销售经理 | | liuyadong@hcyjs.com |
| | 白嘉琪 | 销售助理 | | baijiaqi@hcyjs.com |
| | 吴昱颖 | 销售经理 | | wuyuying@hcyjs.com |
| | 龚佳宁 | 机构销售 | | gongjianing@hcyjs.com |
| | 周怡圆 | 资深销售经理 | | zhouyiyuan@hcyjs.com |
| | 刘泽群 | 销售经理 | | liuzequn@hcyjs.com |
| 深圳机构销售部 | 张娟 | 副总经理、深圳机构销售总监 | 0755-82828570 | zhangjuan@hcyjs.com |
| | 张嘉慧 | 资深销售经理 | 0755-82756804 | zhangjiahui1@hcyjs.com |
| | 王春丽 | 资深销售经理 | 0755-82871425 | wangchunli@hcyjs.com |
| | 王越 | 高级销售经理 | | wangyue5@hcyjs.com |
| | 汪丽燕 | 销售经理 | 0755-83715428 | wangliyan@hcyjs.com |
| | 温雅迪 | 销售经理 | | wenyadi@hcyjs.com |
| | 胡丁琳 | 销售经理 | | hudinglin@hcyjs.com |
| | 付雅琦 | 销售经理 | | fuyaqi@hcyjs.com |
| | 王艺嘉 | 销售助理 | | wangyijia1@hcyjs.com |
| 上海机构销售部 | 许彩霞 | 总经理助理、上海机构销售总监 | 021-20572536 | xucaixia@hcyjs.com |
| | 祁继春 | 上海机构销售副总监 | | qijichun@hcyjs.com |
| | 黄畅 | 保险机构销售总监 | 021-20572257-2552 | huangchang@hcyjs.com |
| | 吴俊 | 资深销售经理 | 021-20572506 | wujun1@hcyjs.com |
| | 张佳妮 | 资深销售经理 | 021-20572585 | zhangjiani@hcyjs.com |
| | 郭静怡 | 高级销售经理 | | guojingyi@hcyjs.com |
| | 蒋瑜 | 高级销售经理 | 021-20572509 | jiangyu@hcyjs.com |
| | 吴菲阳 | 资深销售经理 | | wufeiyang@hcyjs.com |
| | 朱涨雨 | 高级销售经理 | 021-20572573 | zhuzhangyu@hcyjs.com |
| | 许馨匀 | 销售助理 | | xuxinyun@hcyjs.com |
| | 李凯月 | 高级销售经理 | | likaiyue@hcyjs.com |
| | 张豫蜀 | 销售经理 | 15301633144 | zhangyushu@hcyjs.com |
| | 刘雯 | 销售经理 | | liuwen@hcyjs.com |
| | 金可依 | 销售经理 | | jinkeyi@hcyjs.com |
| | 武君书 | 销售经理 | | wujunshu@hcyjs.com |
| | 姜茜 | 销售助理 | | jiangxi@hcyjs.com |
| | 罗兰丹波 | 资深销售经理 | | luolandanbo@hcyjs.com |
| | 谢玮颖 | 资深销售经理 | | xieweiying@hcyjs.com |
| 广州机构销售部 | 段佳音 | 广州机构销售总监 | 0755-82756805 | duanjiayin@hcyjs.com |
| | 王世韬 | 高级销售经理 | | wangshitao1@hcyjs.com |

下载日志已记录，仅供内部参考



| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| | 古舞 | 销售助理 | | guwu@hcyjs.com |
| | 曹雅博 | 高级销售经理 | | caoyabo@hcyjs.com |
| 私募销售组 | 潘亚琪 | 机构服务部总经理助理 | 021-20572559 | panyaqi@hcyjs.com |
| | 汪子阳 | 副总监 | 021-20572559 | wangziyang@hcyjs.com |
| | 江赛专 | 副总监 | 0755-82756805 | jiangsaizhuan@hcyjs.com |
| | 汪戈 | 副总监 | 021-20572559 | wangge@hcyjs.com |
| | 宋丹玙 | 高级销售经理 | 021-25072549 | songdanyu@hcyjs.com |
| | 赵毅 | 销售经理 | | zhaoyi@hcyjs.com |
| | 陈孟昕 | 销售经理 | | chenmengxin@hcyjs.com |
| | 文焱艺 | 销售经理 | | wenyanyi@hcyjs.com |
| | 王秋晓 | 销售经理 | | wangqiuxiao@hcyjs.com |
| | 谭雯欣 | 销售经理 | | tanwenxin@hcyjs.com |
| | 陈蕾 | 销售助理 | | chenlei1@hcyjs.com |
| | 赵方圆 | 销售经理 | | zhaofangyuan@hcyjs.com |

下载日志已记录，仅供内部参考



# 华创行业公司投资评级体系

**基准指数说明：**

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

**公司投资评级说明：**

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

**行业投资评级说明：**

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

# 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

# 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

# 华创证券研究所



| 北京总部 | 广深分部 | 上海分部 |
| --- | --- | --- |
| 地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A | 地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 | 地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层 |
| 邮编：100033 | 邮编：518034 | 邮编：200120 |
| 传真：010-66500801 | 传真：0755-82027731 | 传真：021-20572500 |
| 会议室：010-66500900 | 会议室：0755-82828562 | 会议室：021-20572522 |