

# 如何跟踪和预测美国通胀

## ——海通宏观研究框架

李俊（宏观分析师）

SAC号码：S0850521090002

梁中华（宏观首席分析师）

SAC号码：S0850520120001

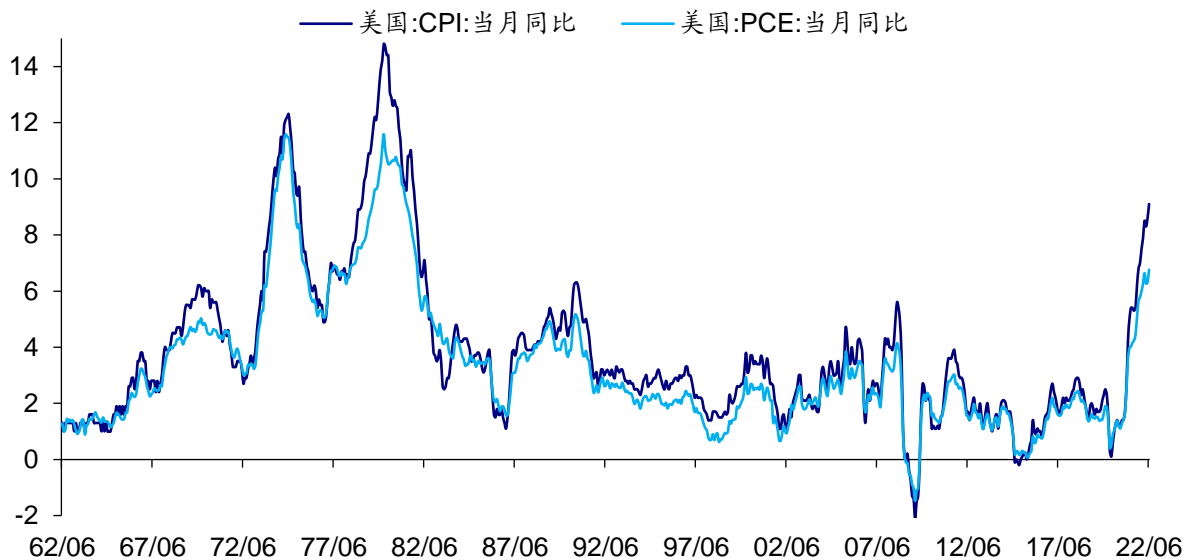
2022年8月4日

1. 认识通胀：关注哪些指标？
2. 分析通胀：如何解析通胀？
3. 治理通胀：美联储如何治理？
4. 预测通胀：未来通胀如何？

# 常用通胀：CPI与PCE

- 美国最常用的通胀指标是CPI（消费者价格指数）和PCE（个人消费支出价格指数），其中PCE是美联储更为关注的通胀指标。
- CPI：衡量了所有城市家庭对一组特定商品和服务的支付费用的变化。其中，还包括衡量房东隐性支付房租。
- PCE：衡量所有家庭和为家庭服务的非营利机构消费的商品和服务价格的变化。

## 美国CPI同比与PCE同比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

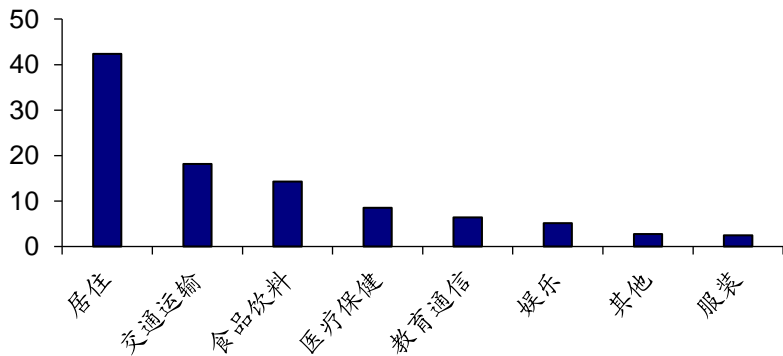
# CPI与PCE区别一：统计与发布

- **发布机构：**CPI由美国劳工局（BLS）发布，PCE由美国经济分析局（BEA）发布
- **发布时间：**CPI一般为月中，10-15号左右；PCE一般为月底，相比CPI滞后半个月
- **滞后时长：**无论是CPI还是PCE基本都是滞后真实数据1个月左右
- **调查对象：**CPI是基于对家庭购买情况的调查；PCE是基于对企业销售的调查
  
- **统计范围：**相比CPI，PCE覆盖的范围更加广泛，CPI主要反映了所有城市家庭消费的商品和服务价格变化；而PCE不仅包含家庭的消费价格变化，还包括雇主和政府为家庭提供的商品和服务的价格变化，例如政府提供的医疗保健服务等。
- **总的来说，大约25%的PCE支出没有被CPI计算在内。**

# CPI与PCE区别二：权重分布

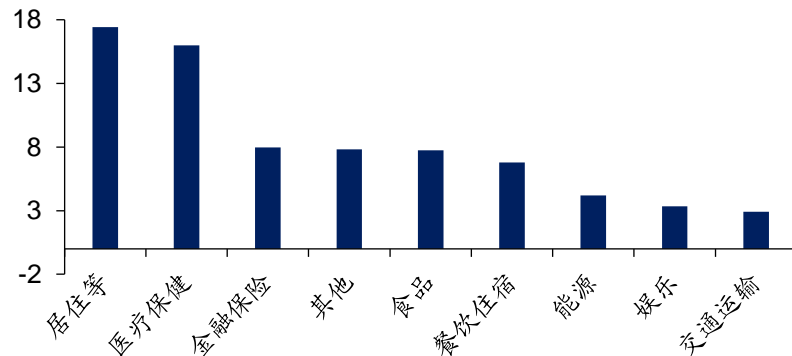
- **CPI权重构成**：从八大分项来看，CPI中权重最高的项目为居住，超过40%；其次，为交通运输和食品饮料，均超过14%。居住中权重较高的为租金，租金通胀权重超过3成，包括主要居住租金和业主等价租金。
- **CPI权重更新**：**每两年更新一次**，由BLS发布。
- **PCE权重构成**：权重最高的也是居住，不过权重不到20%，明显低于CPI中的权重；医疗保健的权重超过15%，明显高于CPI中的权重；此外，能源的权重仅4%左右，不及CPI中的7%左右。
- **PCE权重更新**：根据家庭消费支出情况**频繁更新**

### 美国CPI的主要分项权重对比 (%)



资料来源：BLS，海通证券研究所

### 美国PCE的主要分项权重对比 (%)



资料来源：CEIC，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

# CPI与PCE区别三：计算方法

- **CPI计算方法**：Laspeyres公式（拉式），假定一揽子商品不变，即固定权重
- **PCE计算方法**：Fisher-Ideal formula（费式），考虑了商品之间的替代性，例如：一种商品价格发生变化，如变得更贵的时候，**消费者可能会寻找替代商品，PCE计算的一揽子商品不是固定不变的，考虑了这种替代性。**

## 美国CPI和PCE的计算公式

$$(\text{Laspeyres Index})_t = \frac{\text{Value of period } 0 \text{ quantities at current prices}}{\text{Value of period } 0 \text{ quantities at base-year prices}} = \frac{\sum p_t q_0}{\sum p_0 q_0}$$

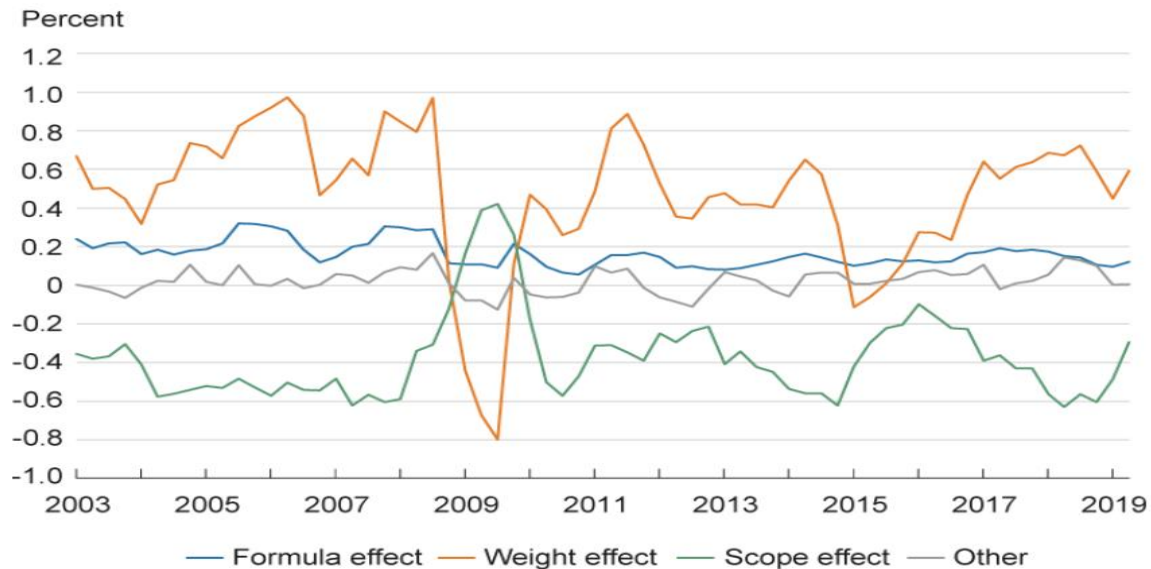
$$\begin{aligned} (\text{Fisher price index})_t &= \sqrt{(\text{Laspeyres Price Index})_t \cdot (\text{Paasche Price Index})_t} \\ &= \sqrt{\left(\frac{\sum p_t q_{t-1}}{\sum p_{t-1} q_{t-1}}\right) \cdot \left(\frac{\sum p_t q_t}{\sum p_{t-1} q_t}\right)} \end{aligned}$$



# CPI与PCE差异来源

- BEA根据CPI和PCE的区别评估了各个因素的影响情况，分解为四个部分：公式效应、权重效应、范围效应、其他效应。

## CPI和PCE同比差异分解 (%)

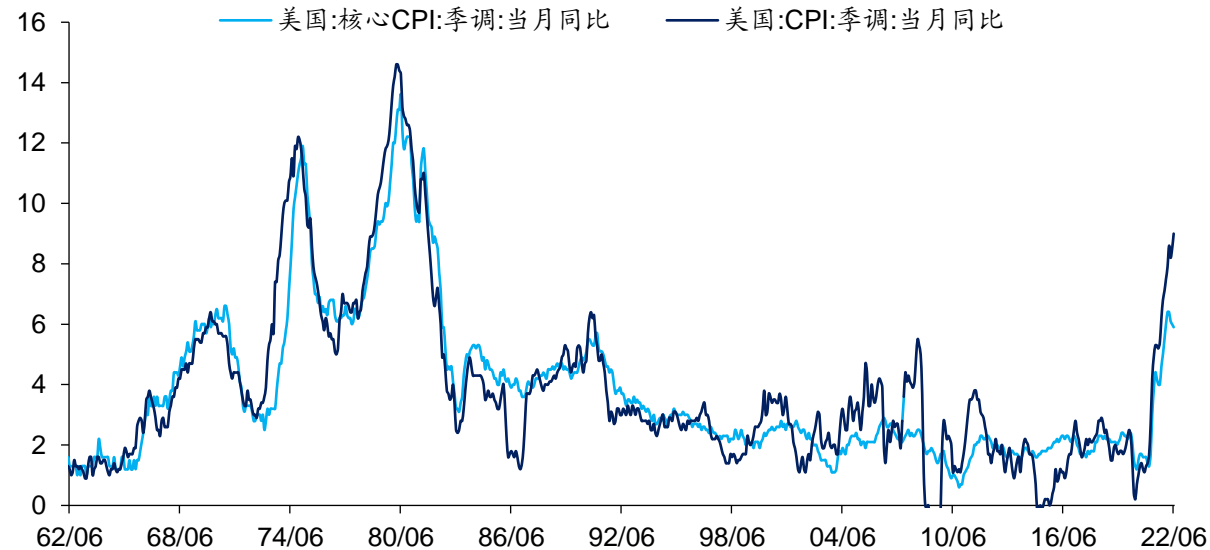


资料来源：BEA，海通证券研究所

# 潜在通胀一：核心通胀

- 考虑到通胀中包含暂时性变动和趋势性变动，而剔除通胀中的暂时性变动（“噪音”部分），即通胀的趋势性或潜在通胀才是市场最为关心的部分。通常用剔除食品和能源后的通胀，即核心通胀。
- 核心CPI：剔除食品和能源
- 核心PCE：剔除食品和能源，不过，用于家庭外的消费仍包含在内。

## 美国核心CPI同比与核心PCE同比 (%)



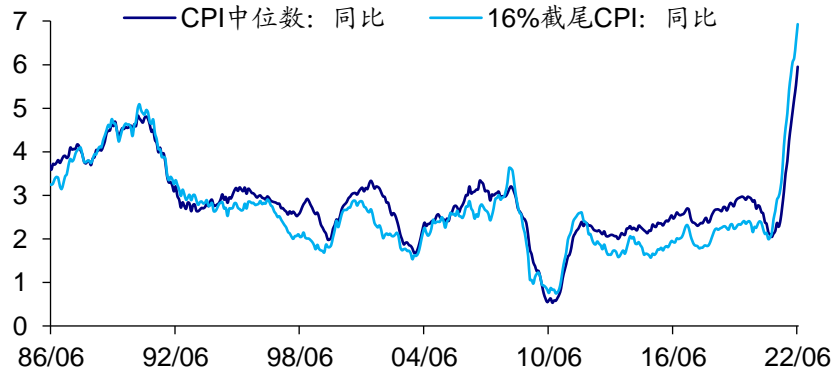
资料来源：Wind，海通证券研究所



# 潜在通胀二：中位数和截尾

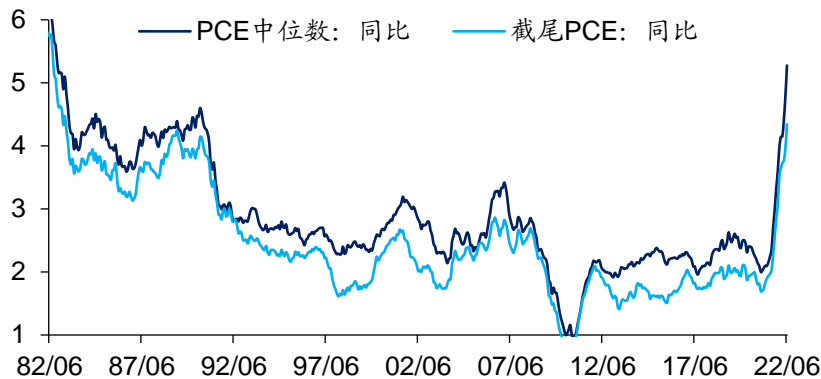
- 最近两年受疫情冲击影响，除食品和能源外，休闲旅游、住宿餐饮、交通运输等价格波动也较大，对潜在通胀或有一定干扰。采用通胀中位数和修正平均通胀或是较好的参考指标，它们可以剔除掉通胀中波动较大的分项的影响。
- CPI**: 中位数通胀—将所有价格排序，取中间第50%；截尾16%通胀—将所有价格排序，剔除前8%和后8%
- PCE**: 中位数通胀—将所有价格排序，取中间第50%；截尾通胀—将所有价格排序，剔除前31%和后24%

### CPI中位数同比和16%截尾平均CPI同比 (%)



资料来源：克利夫兰联储官网，海通证券研究所

### PCE中位数同比和截尾平均PCE同比 (%)

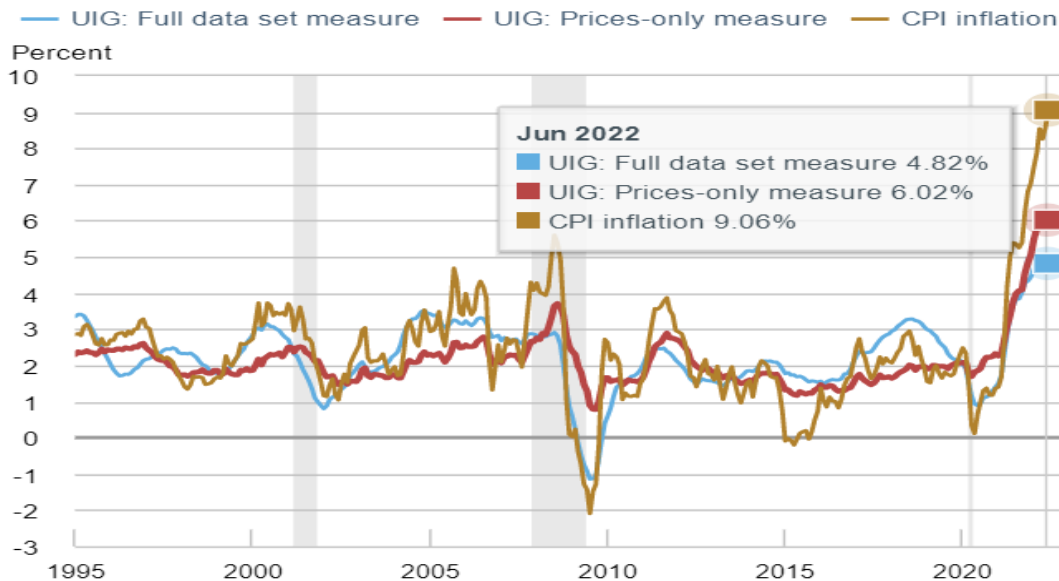


资料来源：克利夫兰联储官网，达拉斯联储官网，海通证券研究所  
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

# 潜在通胀三：广泛性

- UIG指标是使用动态因子模型得出的，这是一种可以应用于大型信息集的统计技术。
- “纯价格”UIG：从大量分列的消费物价指数序列中估算；
- “完整数据集”UIG：纳入了额外的宏观经济和金融变量

美国UIG通胀指数 (%)



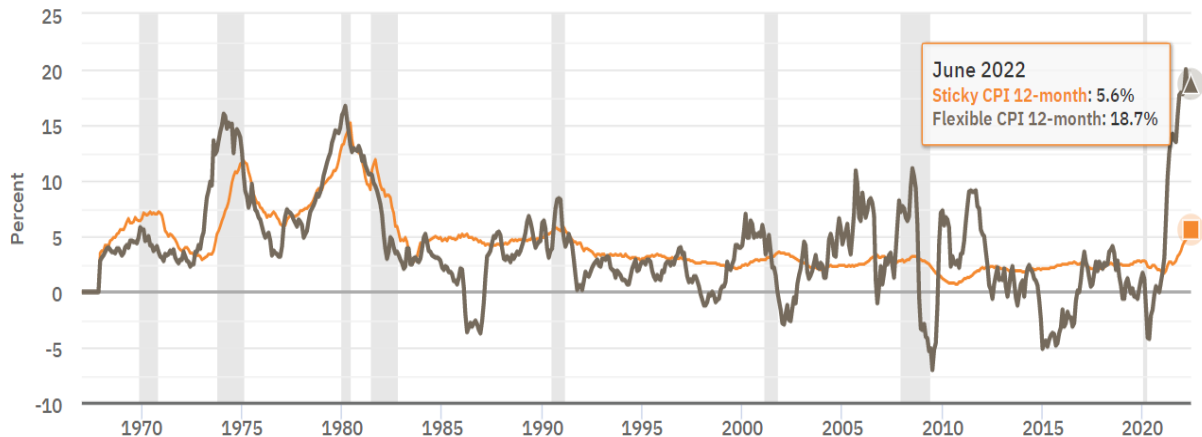
资料来源：纽约联储官网，海通证券研究所

# 其他通胀一：粘性和弹性

- 所有商品和服务的价格变化频率并不相同，有些变化不太频繁且具有“粘性”；有些价格变化频繁，也更“灵活”。
- 根据价格调整的频率，将CPI的组成部分分为弹性或粘性两类。
- 粘性价格通常很少变化，它们可能更容易对推动通货膨胀的持续因素做出反应；而弹性价格可能更容易对暂时因素做出反应。

## 美国“粘性”和“弹性”通胀指标 (%)

Sticky-Price CPI



Gray bars indicate periods of recession.  
Source: Federal Reserve Bank of Atlanta

资料来源：亚特兰大联储官网，海通证券研究所

# 其他通胀二：工资跟踪

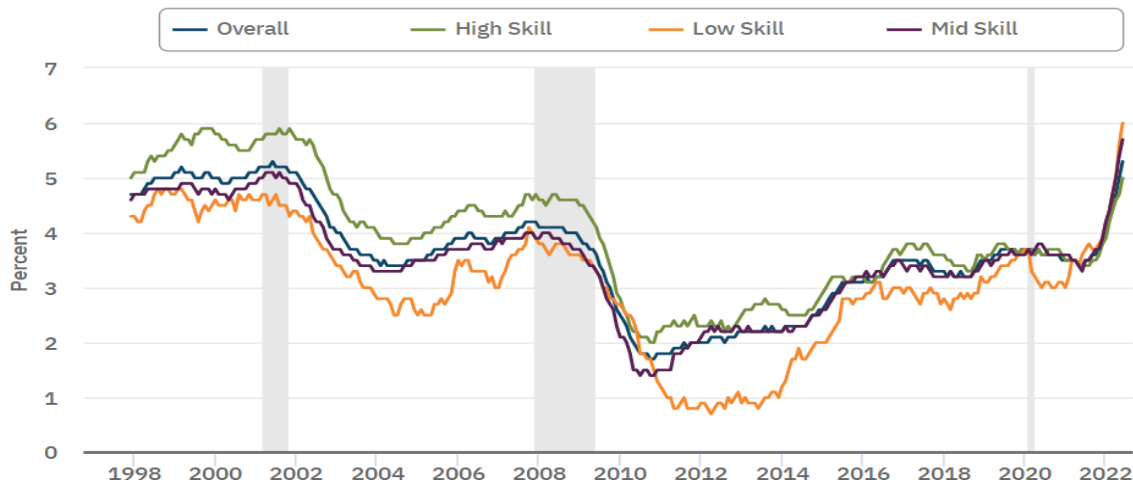
- 跟踪12个月的个人时薪中位数的百分比变化。
- 截至6月，无论是低技能还是高技能职业的名义工资均在大幅上涨。
- 分类方式多种：年龄、性别、教育水平、种族、行业、工资水平等等。

## 美国工资跟踪系统（按职业技能划分，%）

### Wage Growth Tracker by Occupation

12-month moving averages of median wage growth, hourly data

Export

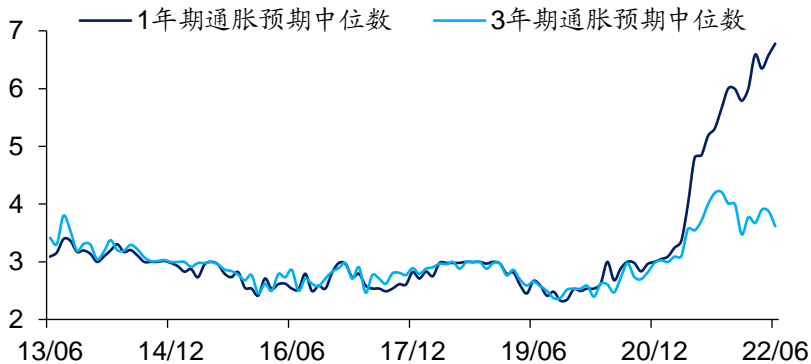


资料来源：亚特兰大联储官网，海通证券研究所

# 预期通胀一：消费者与专业者

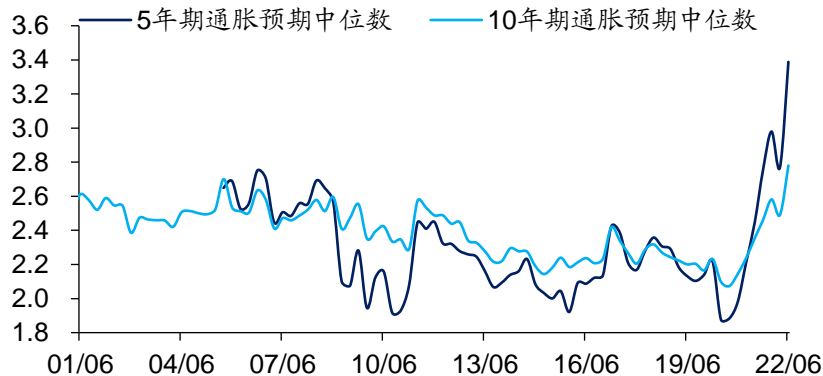
- 除现实通胀持续高压外，通胀预期也在历史高位，而通胀往往会自我实现，通胀预期的抬升，会造成实际的通胀压力。
- 消费者调查：**截至6月，1年期通胀预期中位数回升至历史高点的6.8%；3年期通胀预期中位数为3.6%，居于相对高位。
- 专业者调查：**截至2季度，5年期和10年期通胀预期中位数为3.4%和2.8%，均为有数据以来新高。（包括所有受访者的平均和中间预测）

## 纽约联储消费者调查通胀预期 (%)



资料来源：纽约联储官网，海通证券研究所

## 费城联储专业者调查通胀预期 (%)



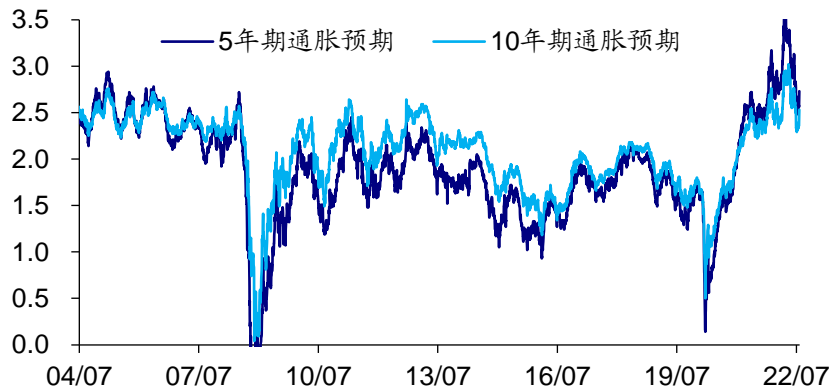
资料来源：克利夫兰联储官网，达拉斯联储官网，海通证券研究所  
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

# 预期通胀二：盈亏平衡通胀与美联储CIE



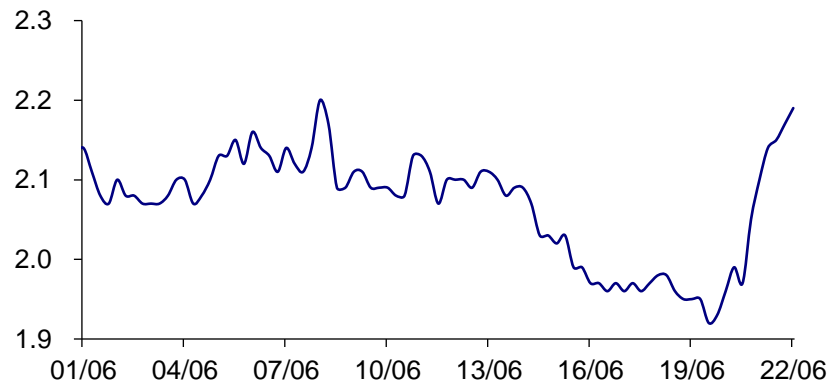
- **盈亏平衡通胀率**：截至7月29日，5年期和10年期盈亏平衡通胀率从最高点回落至2.73%和2.53%，仍在相对高位。
- **美联储共同通胀预期**：使用21个通胀预期指标构建的，包括来自家庭、公司、专业预测者和金融市场参与者的预期。截至2022年2季度，CIE长期通胀指数上行至2.2%，接近历史新高。

## 美国5年期和10年期通胀预期 (%)



资料来源：纽约联储官网，海通证券研究所

## 美联储共同通胀预期指数 (CIE, %)



资料来源：克利夫兰联储官网，达拉斯联储官网，海通证券研究所  
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

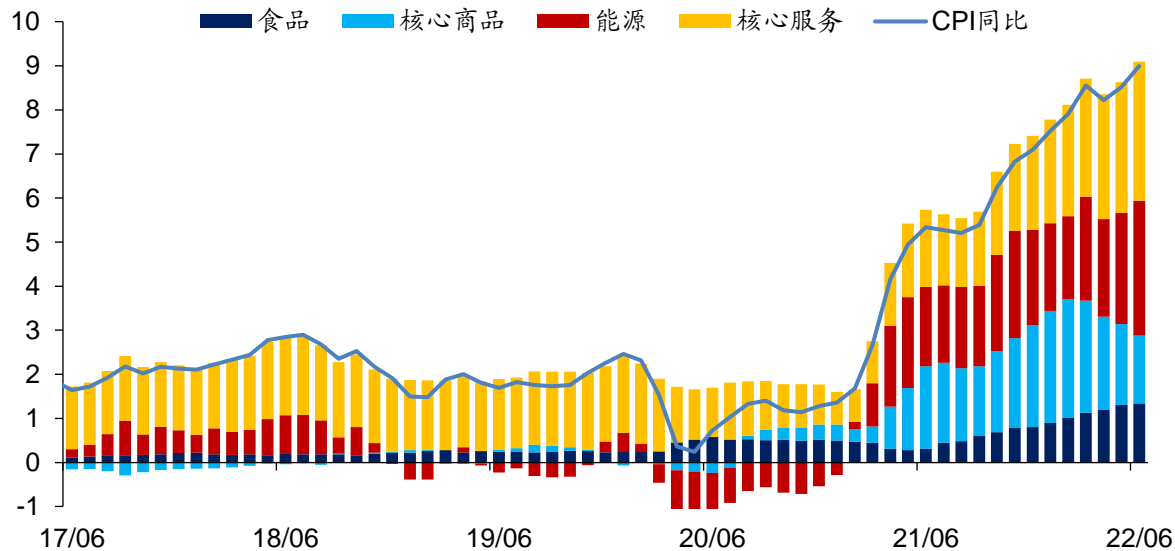
1. 认识通胀：关注哪些指标？
2. 分析通胀：如何解析通胀？
3. 治理通胀：美联储如何治理？
4. 预测通胀：未来通胀如何？



# 同比：贡献来源

- 通胀突破**9.0%**。6月美国CPI同比为9.1%，较5月再上行0.5个百分点，为1981年11月以来新高。核心CPI同比小幅回落0.1个百分点至5.9%，连续3个月下行。
- 美国表现为全面通胀，各分项对美国通胀的贡献均相对稳定，其中核心服务和能源较高，均在**3成以上**。截至6月，核心服务、核心商品、能源以及食品通胀分别拉动美国CPI同比增长3.2个百分点、1.5个百分点、3.1个百分点以及1.3个百分点。

## 美国CPI各分项的拉动率 (%)

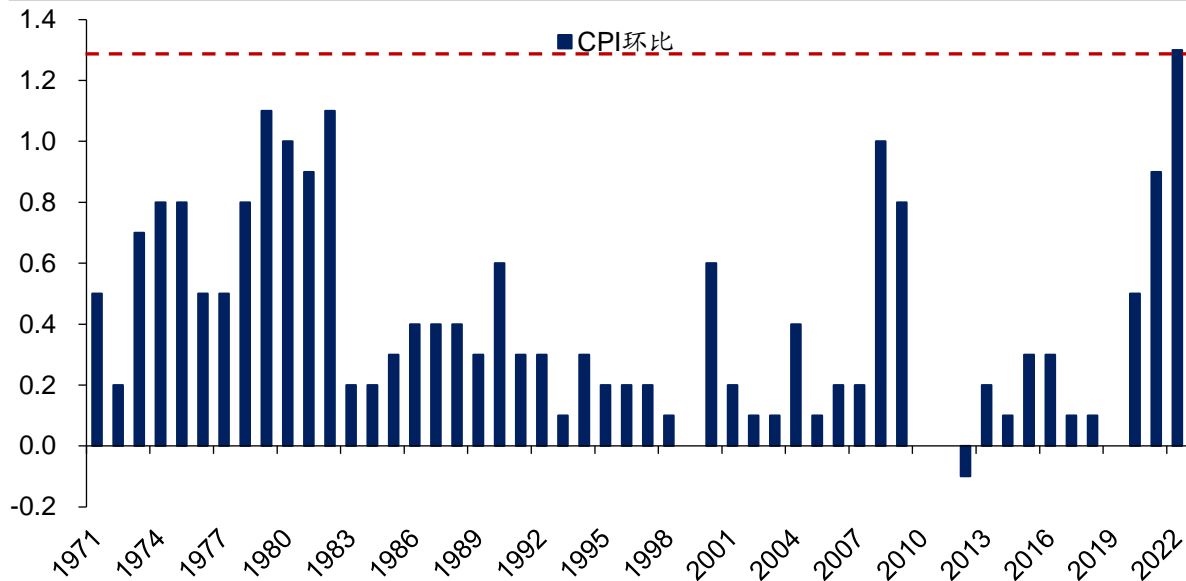


资料来源：WIND，海通证券研究所

# 环比：趋势更重要

- 不过，从环比来看，6月CPI季调环比大幅上升至1.3%，为70年代以来同期最高。而核心CPI季调环比则上行至0.7%，为近40年来同期最高（除2021年6月外）。
- 这也说明了核心CPI同比的回落很大程度上是受基数效应影响，即使剔除能源和食品，美国通胀压力也从未缓解。

美国历年6月核心CPI环比（季调，%）



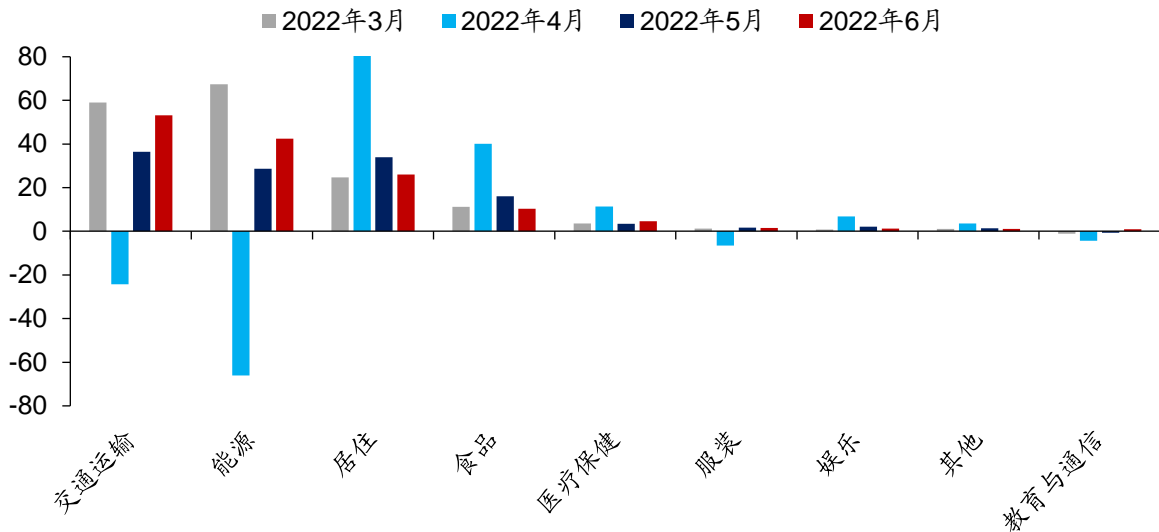
资料来源：WIND，海通证券研究所

# 环比：贡献来源

引起通胀持续攀升的因素仍是能源、居住以及食品等。具体来看，交通运输贡献最大。6月交通运输通胀同比上行至19.7%，环比上行至3.8%，对CPI环比增长的贡献超过5成。这或与暑期出游旺季、供应链压力仍大以及能源价格仍高等有关。例如6月二手汽车和卡车环比维持在1.7%，发动机燃料环比大幅上行至11.0%（上一月为4.2%）。

能源贡献继续扩大。6月能源通胀同比大幅攀升至41.6%，为1980年4月以来新高；能源通胀环比大幅上行至7.5%，对CPI环比增长的贡献接近4成。这很大程度上与地缘风险仍在持续有关。例如，6月布伦特原油期货价格同比仍高达60.1%，环比也高达5.0%。

### 美国各分项对CPI环比贡献率（季调，%）

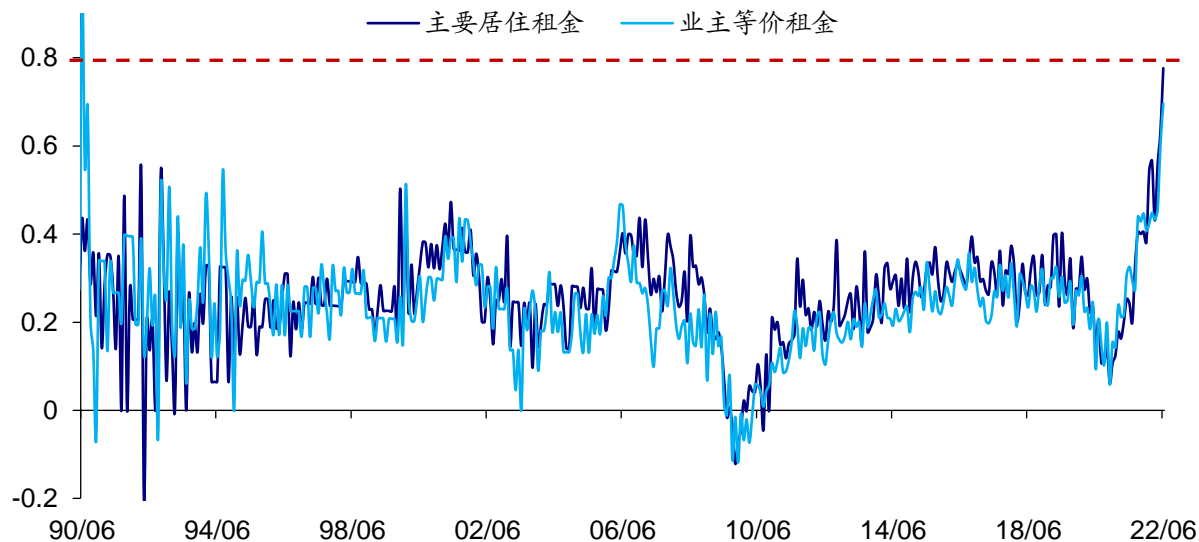


资料来源：WIND，海通证券研究所

# 环比：贡献来源

- 居住仍是较大贡献项。6月居住同比继续上行至7.3%，环比维持在0.8%的历史高位，对CPI环比增长的贡献度接近3成。而这很大程度上依然来自于租金通胀上行的推动。其中，主要居住租金环比上升至0.8%，业主等价租金环比也上升至0.7%，均处于近40年来高位。
- 此外，食品通胀贡献也较高。6月食品通胀同比上行至10.4%，为1981年以来新高；食品通胀环比依然高达1.0%，为近40年来高位。而食品通胀的持续上行与地缘风险持续以及天气干旱等因素有关。

美国主要居住租金和业主等价租金环比继续升温（季调，%）

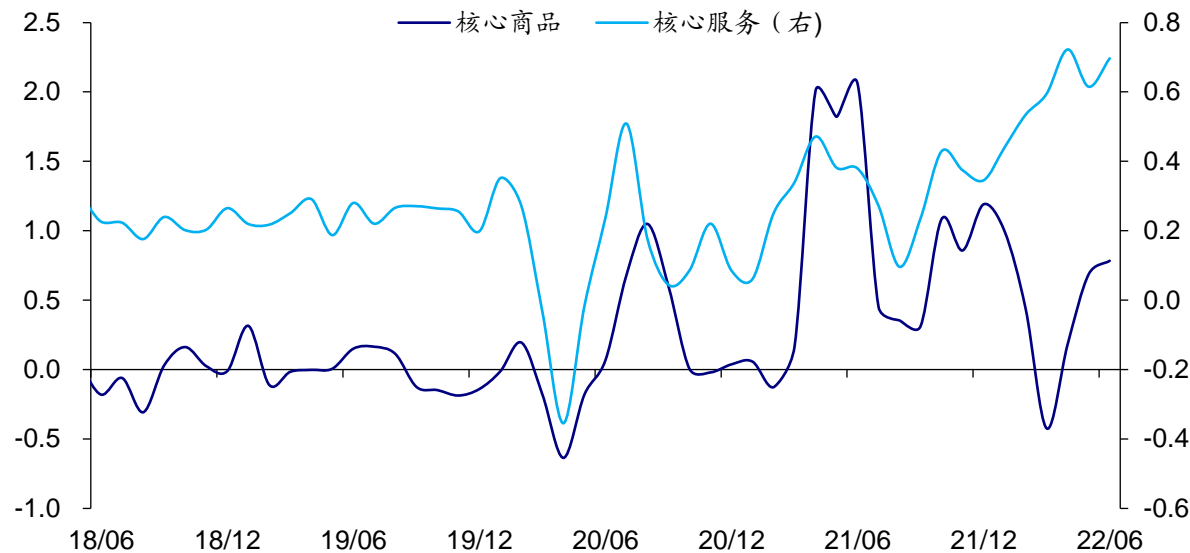


资料来源：WIND，海通证券研究所

# 结构：也很关键

- 服务通胀权重超6成。根据通胀划分，商品通胀权重在37%，服务通胀权重在63%，服务通胀的趋势对整体通胀影响更大。
- 6月商品通胀同比上行至13.6%，商品通胀环比扩大至2.1%。其中，核心商品通胀同比继续回落至7.2%，连续4个月回落；核心商品环比则上行至0.8%，主因耐用品环比大幅上升至0.7%。
- 6月服务通胀同比继续上行至6.2%，连续10个月上行，服务通胀环比上升至0.9%的高位。其中，核心服务通胀同比上行至5.5%，连续10个月上行；核心服务通胀环比回升至0.7%，仍居历史高位。

## 美国核心商品CPI环比和核心服务CPI环比 (%)

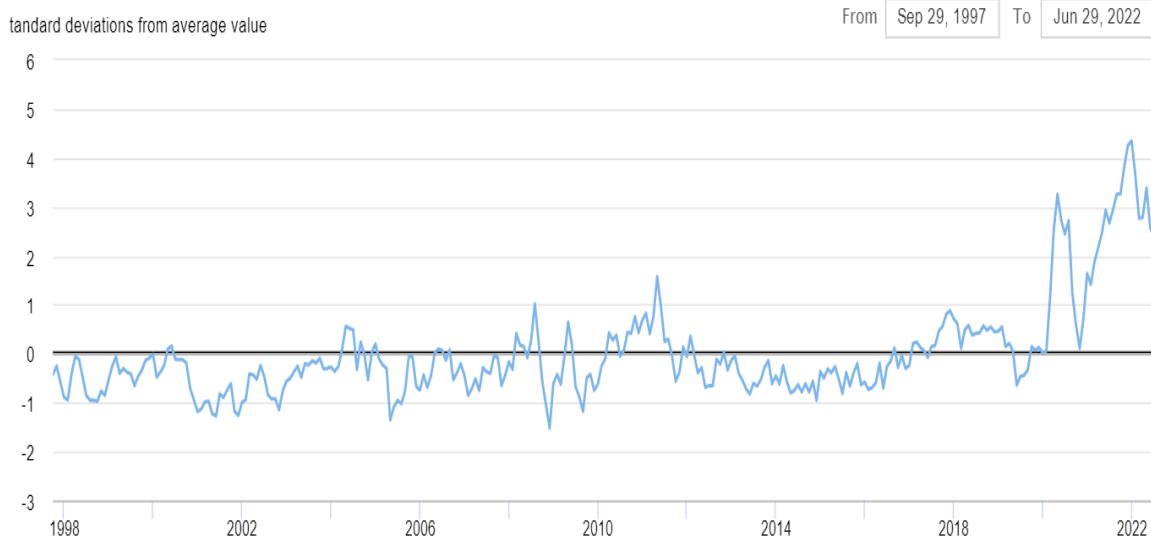


资料来源：WIND，海通证券研究所

1. 认识通胀：关注哪些指标？
2. 分析通胀：如何解析通胀？
3. 治理通胀：美联储如何治理？
4. 预测通胀：未来通胀如何？

- 美国高通胀的本质来自于供需失衡，一方面，货币超发带来了消费需求的高增长；另一方面，受疫情和地缘政治冲击影响，供应恢复偏慢。而货币政策无法改善供给问题，为了遏制通胀以及维护美联储长期的信誉，美联储当下最关键的决策是加快收紧需求。

## 全球供应链压力指数仍在高位



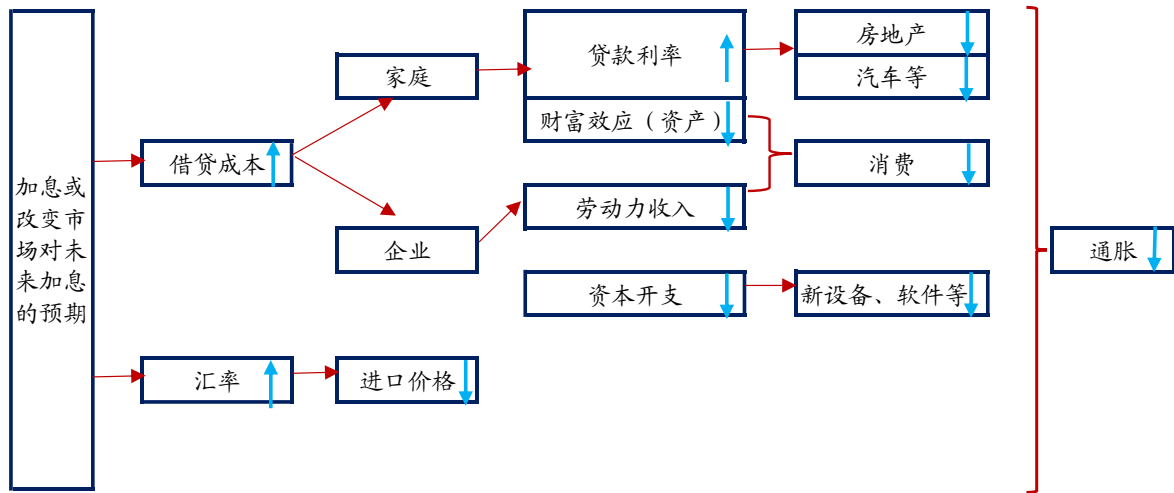
资料来源：纽约联储官网，海通证券研究所



# 美联储：如何压制需求？

- 美联储主要是通过调整联邦基金利率或引导市场预期来影响借贷成本，进而影响信贷和消费需求。简单来说，美国金融机构存贷款利率主要以联邦基金利率为基准进行定价，随着美联储加息以及加息预期的引导，居民和企业的借贷成本将有所上升，从而抑制居民和企业的需求。

## 美联储货币政策传导机制



资料来源：海通证券研究所

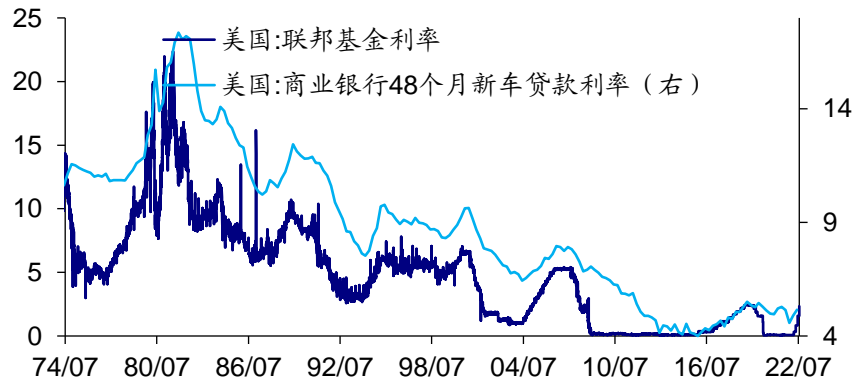
- 一方面，在美联储加息预期发酵下，贷款利率水平将有所上升，有助于抑制购房需求。从历史数据来看，30年期抵押贷款利率与联邦基金利率的走势较为同步，而美国成屋销售同比一般在抵押贷款利率上行时下降，下行时上升。实际上，自去年年底美联储加息预期不断发酵下，30年期抵押贷款利率加速上行，截至7月28日，30年期抵押贷款利率已经上行至5.3%。
- 同时，贷款利率上行也会加大购车成本。自2020年3月受疫情冲击以来，全球汽车零部件供应链大幅受损，美国二手车价格不断创新高，截至2月仍位于历史高位，因而购车成本的上升将进一步抑制购车需求。

### 美国抵押贷款利率与联邦基金利率走势同步 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

### 美国汽车贷款利率与联邦基金利率走势同步 (%)

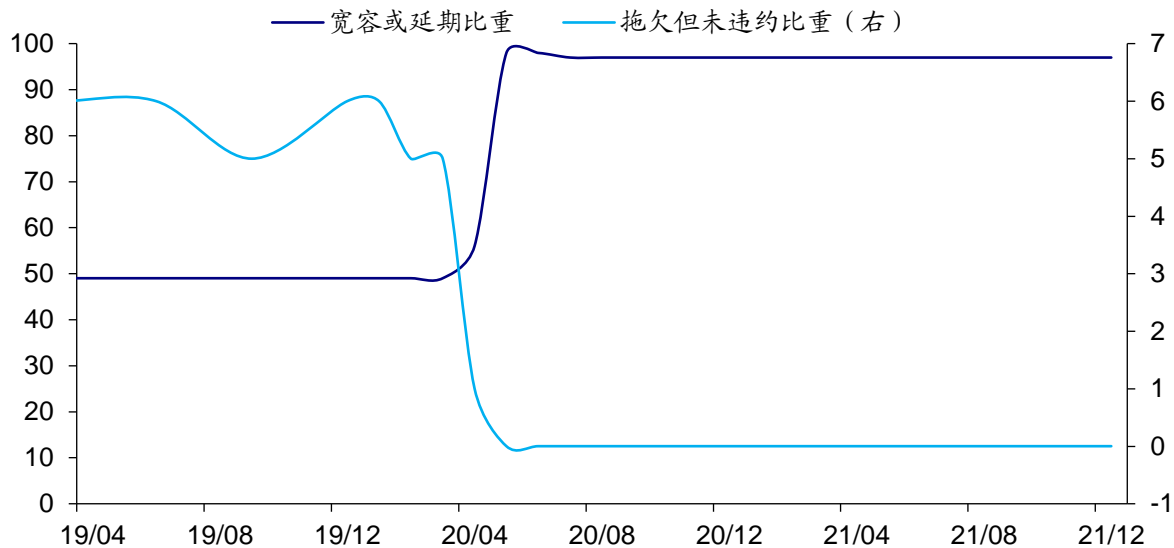


资料来源：WIND，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

- 另一方面，在美联储加息以及加息预期进一步发酵下，股市面临调整压力，资产价格变动会影响居民财富水平，从而抑制消费需求。根据Fredj Jawadi等（2014）测算，居民消费支出对金融资产的弹性为0.28，即金融资产每减少1美元，消费支出将减少0.28美元。
- 此外，随着金融状况收紧，更高的信贷门槛或使得低收入群体以及风险较高人群无法获得贷款，从而抑制消费需求。

## 美国联邦直接学生贷款还款延期比重和拖欠比重（%）

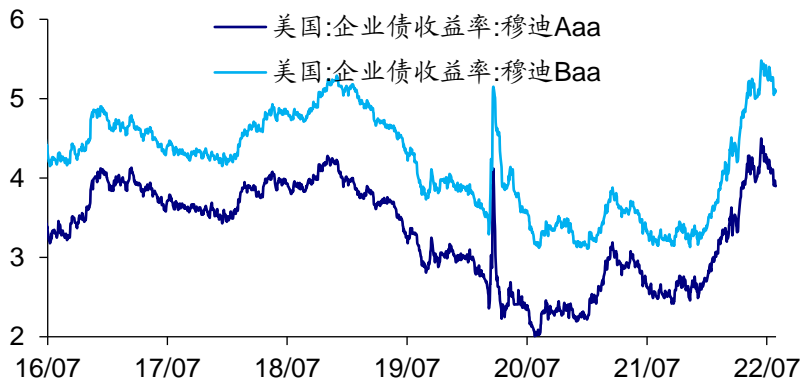


资料来源：纽约联储官网，海通证券研究所

# 压制需求：企业端

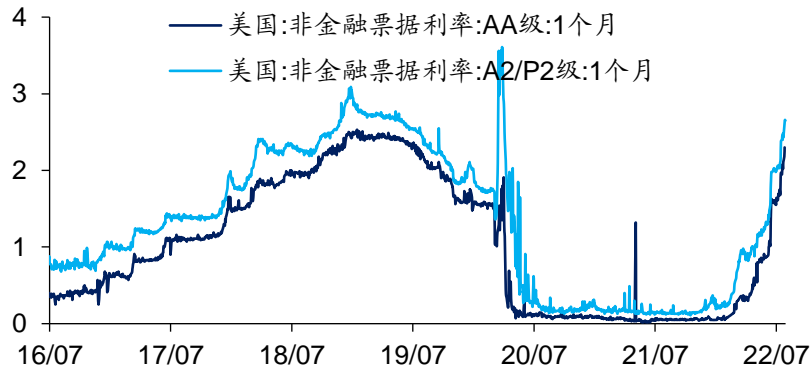
- 一方面，企业融资成本将有所上升，例如，截至7月28日，美国企业债收益率（穆迪Baa）为3.9%，回到疫情冲击之前（2020年3月）的水平；美国1月期非金融票据利率（A2/P2级）上行至2.65%，为2019年5月以来新高。

## 美国企业融资成本上行（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

## 美国企业融资成本上行（%）

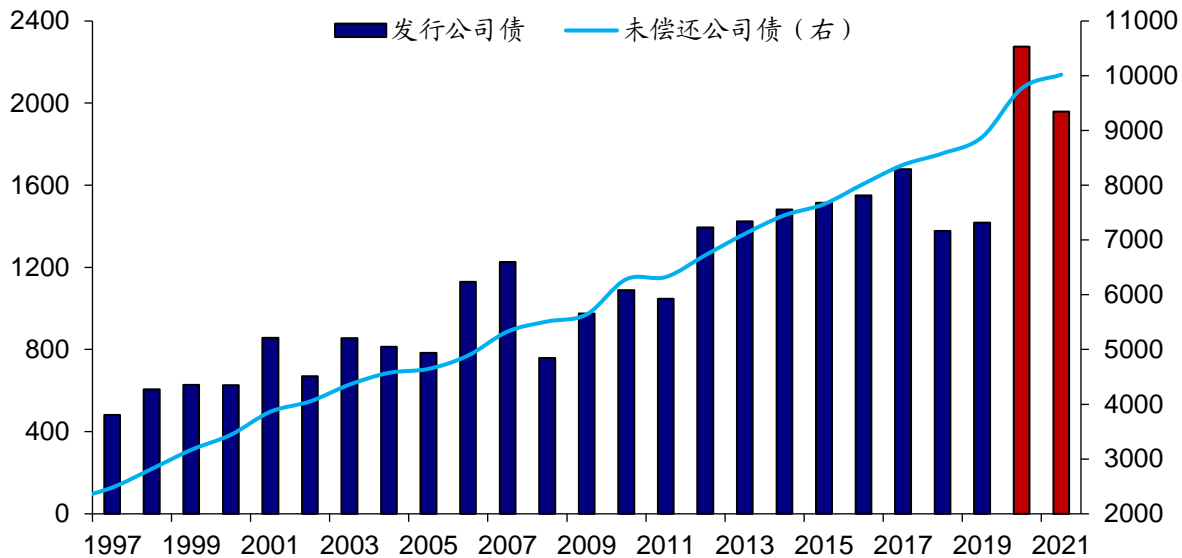


资料来源：WIND，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

- 另一方面，还债压力也有所加大。过去两年受美联储货币宽松政策影响，美国公司债发行规模大幅提升，2020年发行规模超2万亿美元，创历史新高，2021年再度发行1.96万亿美元，且其中多数为投资级。截至2021年，美国未偿还公司债规模突破10万亿美元。此外，在美联储加息以及加息预期进一步发酵下，金融资产也面临调整压力。
- 在这种背景下，企业倾向于控制成本、削减支出，而成本的减少意味着降低居民劳动报酬；支出的减少则意味着减少资本开支，即减少新设备、新工艺、新技术的投资和采购等，都有助于抑制需求。

## 美国发行公司债和未偿还公司债规模（十亿美元）

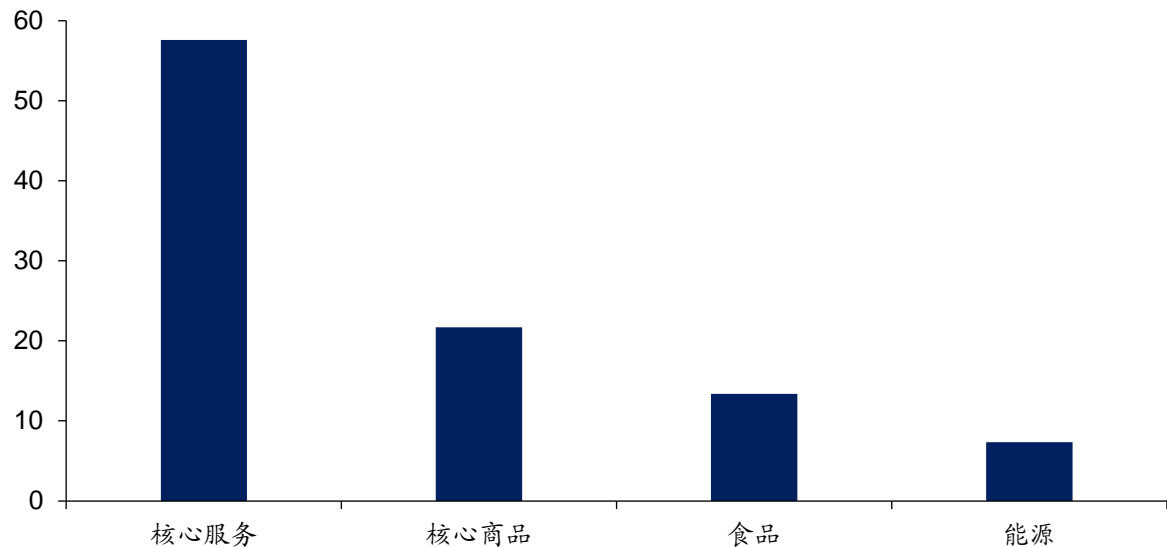


资料来源：SIFMA官网，海通证券研究所

1. 认识通胀：关注哪些指标？
2. 分析通胀：如何解析通胀？
3. 治理通胀：美联储如何治理？
4. 预测通胀：未来通胀如何？

- 考虑到八大分项中部分项目或存在交叉影响，例如能源商品和能源服务等分布在不同项目中，能源的波动或干扰其他分项走势的判断。
- 为了便于判断未来通胀的走势，我们将通胀重新划分成**核心服务**、**核心商品**、**食品**和**能源**四个项目。其中核心服务权重最高，接近60%，主要体现为租金通胀（权重超过3成）；而核心商品权重也超过20%。

## 美国通胀重点分项权重对比 (%)



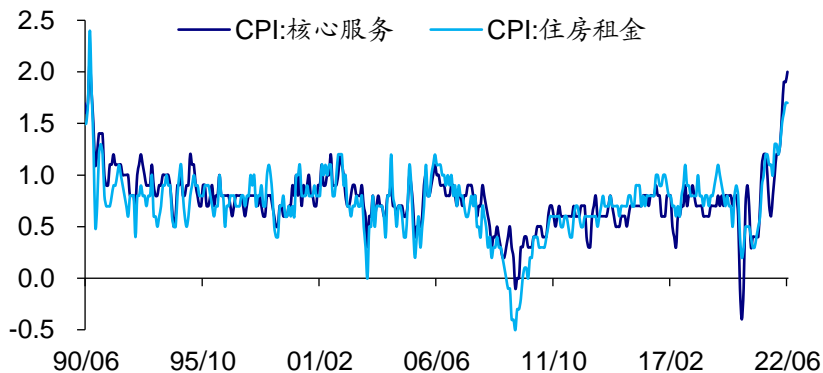
资料来源：BLS，海通证券研究所



# 核心服务：仍趋上行

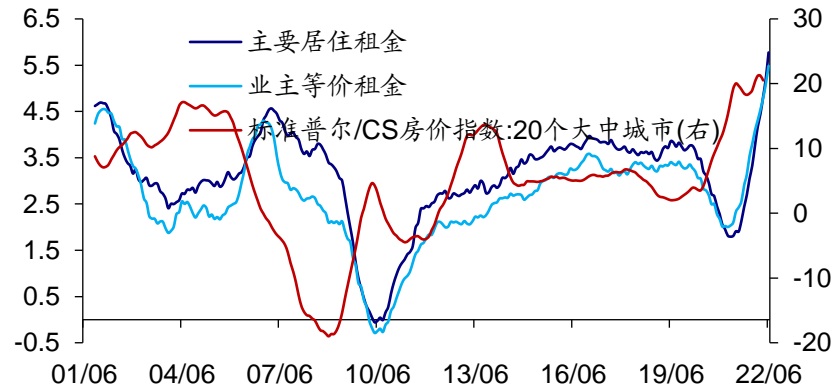
- 从历史数据来看，核心服务通胀与租金通胀走势几乎一致，这很大程度上与租金通胀权重较高有关。截至6月，核心服务通胀和租金通胀均达到90年代以来新高。
- 进一步来看，当前房价仍在高增长，截至5月，美国20大中城市房价增速为20.5%，连续4个月在20%以上；而房价增长对于租金增长大概领先6-12个月左右，因而租金增长仍在上行趋势中。加之，美国疫情缓解后，出行服务大幅增加，酒店、机票等价格均已超出疫情之前水平。可见，未来核心服务通胀仍趋上行，这也意味着接下来美国或长期面临高通胀压力。

## 美国核心服务通胀环比与租金通胀环比 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

## 美国房价指数同比领先租金价格同比 (%)



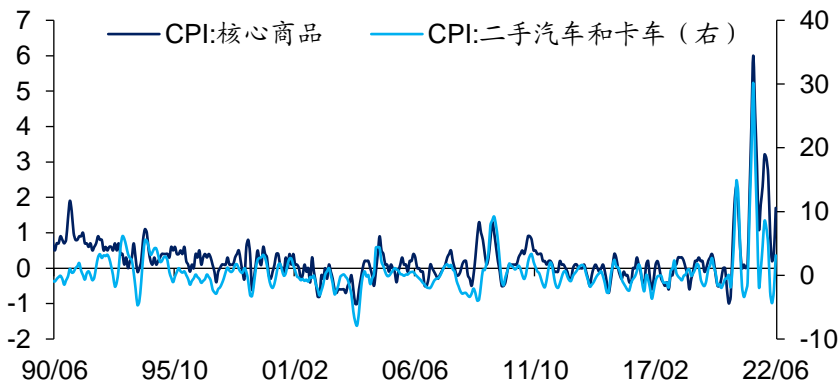
资料来源：WIND，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

# 核心商品：下行较慢

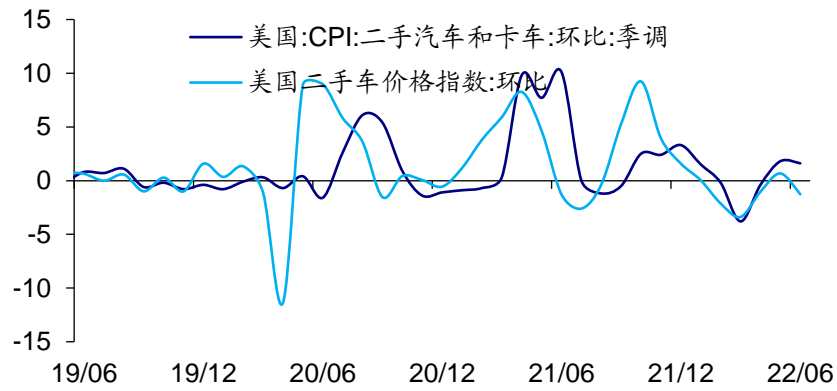
- 从历史数据来看，核心商品通胀与二手车通胀走势较为一致，尤其是在疫情影响下，全球供应链受到较大冲击，二手车通胀大幅推动核心商品通胀上行。
- 考虑到美国疫情逐步缓解，供应链压力得到缓解，去年同期核心商品通胀基数也较高，核心商品通胀应当持续下行，但近期这一趋势有所中断。这很大程度上或与全球供应链仍严峻有关。未来核心商品通胀回落速度或仍较慢。

## 美国核心商品通胀环比与二手车通胀环比 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

## 美国二手车价格指数环比领先二手车通胀环比 (%)



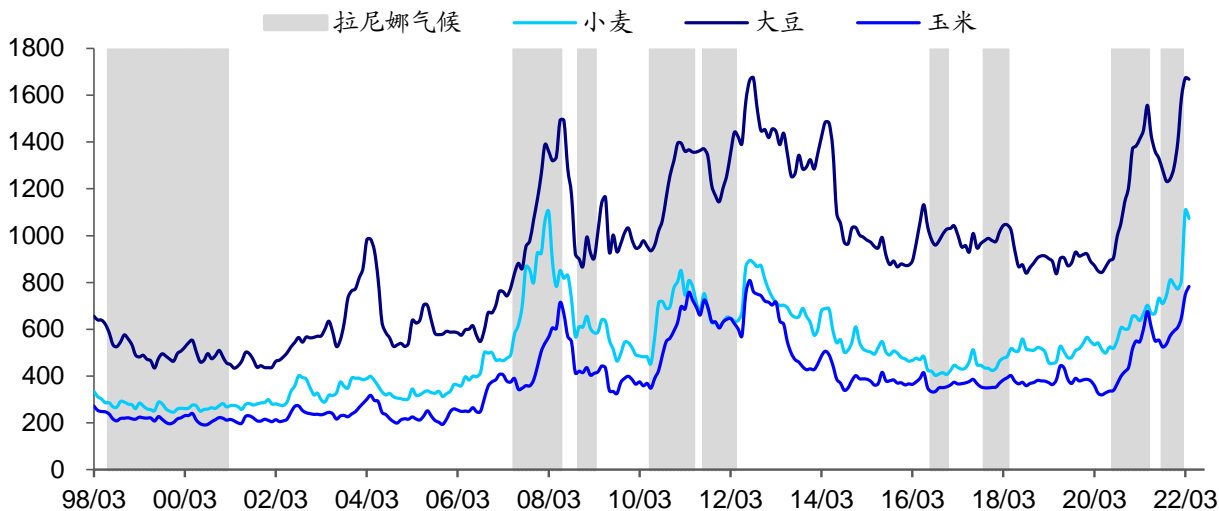
资料来源：WIND，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

# 食品：或继续上行

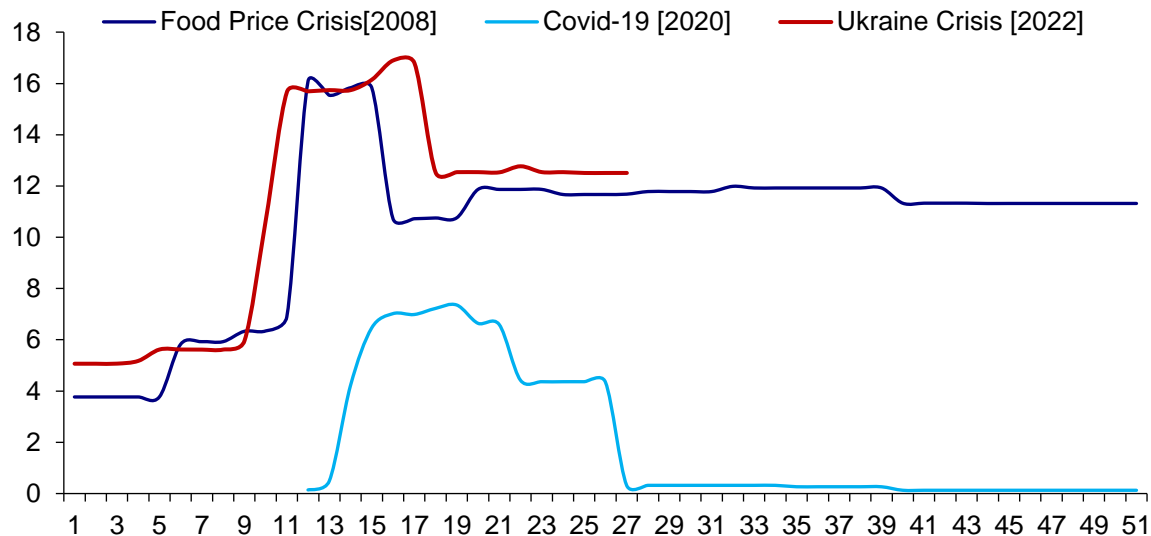
## 拉尼娜气候对农产品价格的影响回顾（美分/蒲式耳）

- 根据国家气候中心，在上一次拉尼娜事件结束后（2020年8月到2021年4月），我们正经历新一轮拉尼娜。2021年秋季，赤道中东太平洋海温再次进入拉尼娜状态，并且在2022年1月正式形成一次弱的拉尼娜事件。
- 拉尼娜通常会导致美国西南部和南美洲地区变得异常干燥，如果正值农作物的生长期，美国、阿根廷和巴西种植区的严重干旱容易造成大豆、玉米等作物减产。作为棕榈油和橡胶的主要产地，印尼、马来西亚等东南亚地区则普遍会出现异常多的降水，尽管棕榈和橡胶生长的确需要湿润气候，但过度的降雨也会对收割或运输等产生负面影响。



资料来源：WIND，海通证券研究所

## 受限制影响的出口总量占全球贸易的份额（以卡路里计，%）



资料来源：IFPRI，海通证券研究所，横轴为周数。

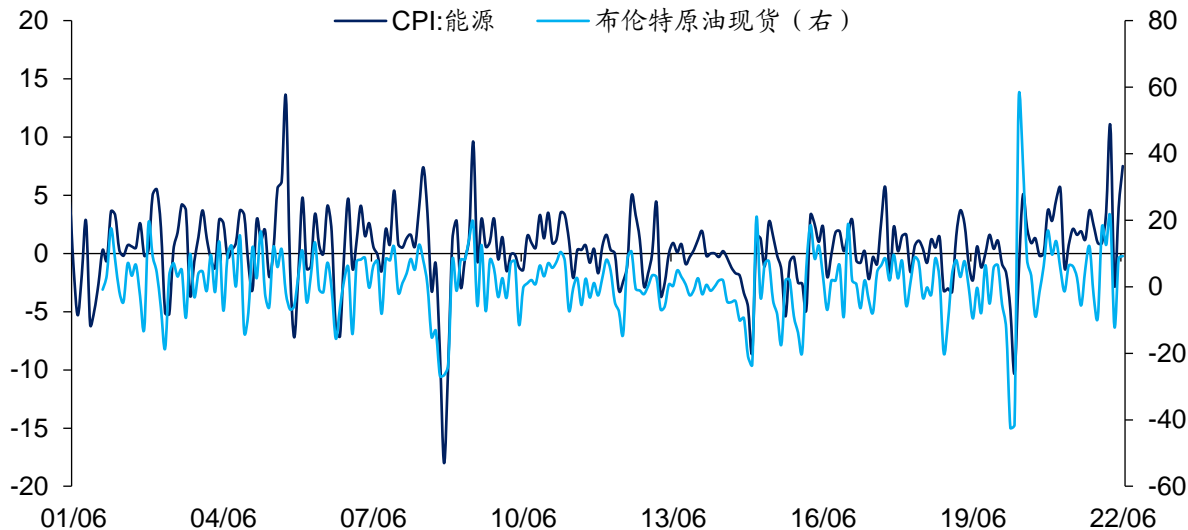
- 自俄乌地缘风险以来，多个国家采取了不同程度的粮食出口限制措施。根据国际粮食政策研究所（IFPRI）统计，截至7月5日，高达23个国家采取了各类粮食出口限制措施（而年初仅4国）；受限制影响的出口总量占全球贸易份额的比重一度高达17%（以卡路里计算），尽管当前有所回落，也仍高于2008年粮食危机和2020年新冠冲击时期。

- 截至5月，全球谷物价格指数已经上涨至历史新高的173.4，考虑到地缘风险仍在持续、天气干旱、以及贸易保护等因素影响，全球粮价或仍有上行动力。食品通胀大概率延续上行趋势。

# 能源：地缘干扰大

- 能源通胀走势则与原油价格走势高度相关，若后续地缘风险处于稳定状态，原油价格大概率处于高位震荡，那么能源通胀将有所放缓；若地缘风险再度恶化，原油价格再度反弹，仍会推动能源通胀回升。

### 美国能源通胀环比与原油价格环比 (%)

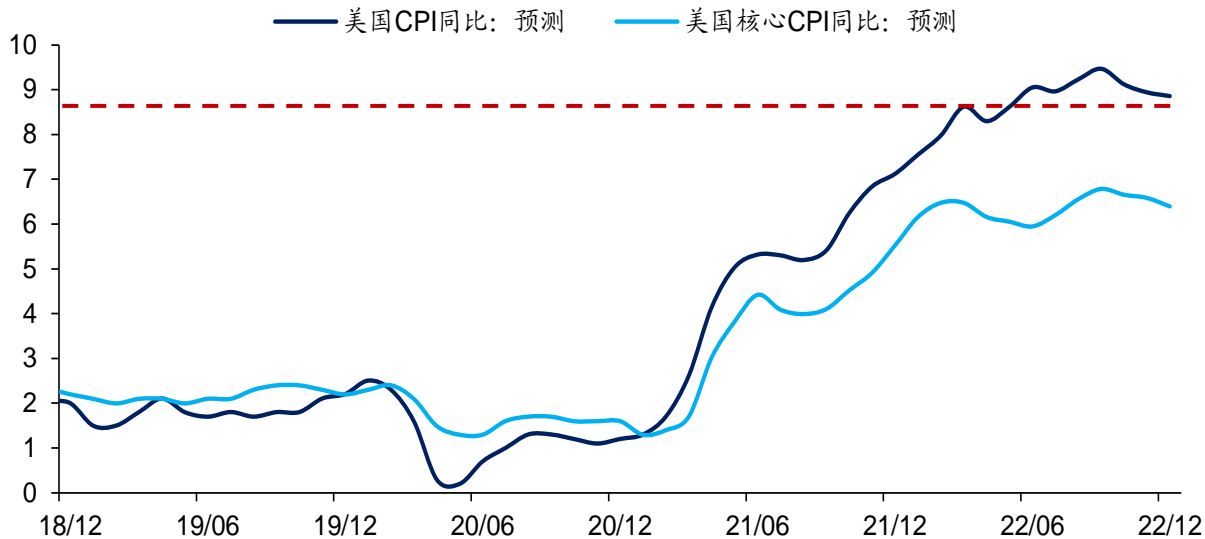


资料来源：WIND，海通证券研究所

# 全年CPI: 8.5%以上

- 综合来看，我们预计美国通胀仍未见顶，在3季度仍有上冲风险。
- 预计全年CPI同比或在8.5%以上，核心CPI同比或在6.0%以上。
- 而美联储最为关注的核心PCE同比全年或接近5%，远高于美联储货币政策目标。

美国CPI同比和核心CPI同比预测 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所测算

# 分析师声明和研究团队



## 分析师声明

李俊  
梁中华

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 宏观经济研究团队:

宏观分析师 李俊

**SAC执业证书编号: S0850521090002**

宏观首席分析师 梁中华

**SAC执业证书编号: S0850520120001**

**电话: 021-23219820**

**Email: lzh13508@htsec.com**



## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。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。

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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。