



## 宏观专题

# 如何看待本轮制造业投资的新变化 ——兼论下半年制造业投资的几条线索

### 证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

### 研究助理

李昌萌

资格编号: S0120122070034

邮箱: licm@tebon.com.cn

### 相关研究

### 投资要点:

- **驱动制造业投资逆势增长的三个链条:**我们从2020年以来制造业企业投资增速的结构特征发现了一些线索,2020年以来投资增速较高的制造业行业主要存在于三个链条:一是由数字经济快速发展带动的计算机通信和其他电子设备制造业及其重要的上下游行业电气机械制造业、仪器仪表制造业以及有色金属冶炼及压延加工业;二是由新能源相关产业链以及“双碳”带动的化工、仪器仪表制造业、有色金属冶炼及压延加工业以及废弃资源综合利用业;三是由设备更新带动的专用和通用设备制造业。从以上几点可以看出,当下制造业投资的驱动逻辑发生了一定转变:一方面,传统周期中地产和基建相关链条对制造业投资的驱动力度显著下降,取而代之的是数字经济、新能源以及双碳等长期发展目标相关产业对制造业投资拉动的提升;另一方面,企业利润对制造业投资的领先作用有所减弱,主要原因在于近两年财政政策对于制造业企业的支持力度显著提升,不管是大规模的留抵退税还是精准性更高的财政贴息,都使得制造业企业支出意愿有显著提升。
- **下半年制造业投资走势的几条线索:**
  - **三季度或迎来库存周期的切换时点:**边际来看,随着价格因素对企业利润压制的逐渐缓解,二季度企业利润和营收增速将开始逐步回升,对应着工业企业库存周期进入被动去库存的阶段,但从库销比和产成品周转天数等数据来看,企业去库压力仍相对较大,若后续经济仍维持弱复苏的阶段,本轮库存去化周期或将持续至三季度,对制造业投资造成一定拖累。
  - **设备更新与技改或进入加速期:**在2022年下半年以来,政策层面对于设备更新改造的支持力度显著提升,在多个重要会议和文件中均提及了要加强对于制造业设备更新改造的支持力度,此外叠加数字经济相关产业对于专用设备以及技改的大量需求,新一轮设备更新周期将对今年制造业投资产生显著的拉动。
  - **产业集群发展有望带动高技术制造业进一步发力:**今年工信部计划在全国范围内再培育100个中小企业特色产业集群,同时银保监会在4月27日发布了《关于2023年加力提升小微企业金融服务质量的通知》,进一步加强了制造业尤其是高技术制造业小微企业的支持力度;5月5日召开的国务院常务会议中也强调了把发展先进制造业集群摆到更加突出位置,产业集群的发展对于下半年制造业投资的回升将起到重要的推动作用。
- **全年制造业投资增速或超过8%:**从全年制造业投资的节奏来看,预计制造业投资增速将在二季度见底,在三季度触底回升。以BCI企业投资前瞻指数对制造业投资进行预测得到全年制造业投资增速将达到8.6%。
- **风险提示:**产业政策发力不及预期;模型预测存在误差;疫情对经济修复产生扰动。

## 内容目录

1. 如何看待本轮制造业投资的新变化 .....	4
1.1. 21 年以来制造业投资保持较强韧性 .....	4
1.2. 驱动制造业投资逆势增长的三个链条 .....	5
2. 下半年制造业投资走势的几条线索 .....	7
2.1. 三季度或迎来库存周期的切换时点 .....	7
2.2. 设备更新与技改或进入加速期 .....	9
2.3. 产业集群发展有望带动高技术制造业进一步发力 .....	10
3. 全年制造业投资增速或超过 8% .....	12
4. 风险提示 .....	12

## 图表目录

图 1: 制造业投资在 2021 年以来保持较强韧性 (%)	4
图 2: 2019 年固定资产投资构成	5
图 3: 2022 年固定资产投资构成	5
图 4: 企业利润对制造业投资的领先性有所下降	5
图 5: 20 年以来分行业利润与投资增速 (%)	6
图 6: 企业库存周期对制造业投资走势有一定借鉴意义 (%)	7
图 7: 企业营收增速有望触底回升 (%)	8
图 8: PPI 领先库存周期约一到两个季度 (%)	8
图 9: 库销比处于同期高位	8
图 10: 产成品周转天数处于同期高位 (天)	8
图 11: 制造业设备更新周期大约在 3~4 年	9
图 12: 制造业企业贷款需求在 22 年下半年开始回升	9
图 13: 制造业中长期贷款余额保持较高增长 (%)	9
图 14: 高技术制造业投资增速显著高于制造业整体 (%)	11
图 15: 先进制造业集群中多为高技术制造业相关产业 (%)	11
图 16: 企业对二季度预期相对较低 (%)	12
表 1: 历轮企业补库存对制造业投资的影响	7
表 2: 22 年下半年以来对于设备更新改造的政策支持力度进一步加大	10

自 21 年以来，制造业投资保持了较好地恢复态势，成为了拉动投资和经济增长的重要动力。特别是在经济面临较大下行压力的 22 年，制造业投资仍录得了 9.1% 的高增长，且远高于固投的整体增速 5.1%，是经济增长的一大亮点。而今年一季度，在外需景气度整体下行，内需处于弱修复的背景下，制造业投资增速有所放缓，但仍高于疫情前同期水平，依旧是带动经济修复的重要部分。

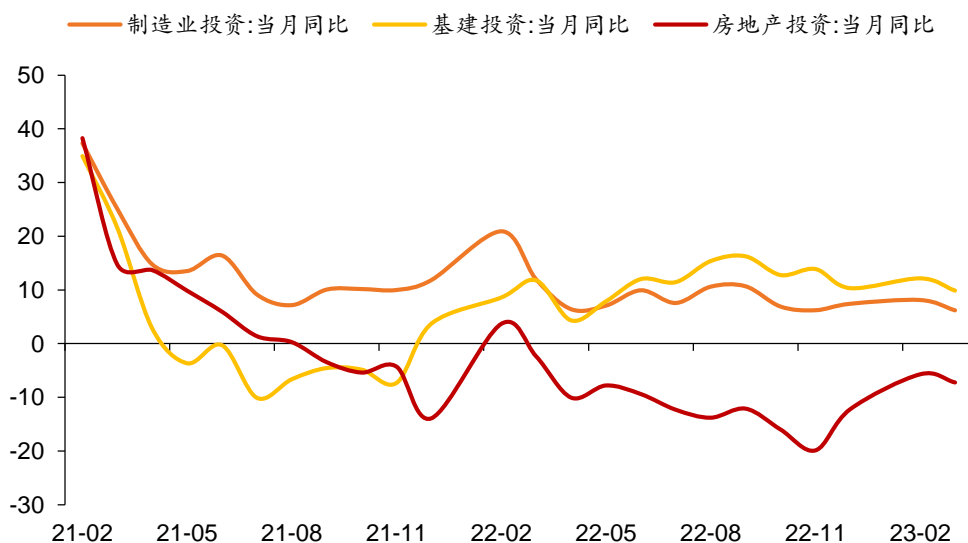
本轮制造业投资为何持续保持了较快的增长？下半年制造业投资能否保持稳定增长？在本篇报告中我们拟对以上两个问题进行详细的解释分析。

## 1. 如何看待本轮制造业投资的新变化

### 1.1. 21 年以来制造业投资保持较强韧性

从总量层面来看，制造业投资是 21 年以来固投中最稳定的增长部分，相较于基建投资和房地产投资受政策层面变动以及风险事件影响具有较高的波动性，制造业投资在 2020 年 8 月转正以来便一直维持着正增长，且多次超预期回升，一直保持着较高的增长韧性。截止今年一季度，制造业投资增速仍录得 7% 的高增速，高于固投整体增速 1.9%，与基建投资共同带动经济实现平稳修复。

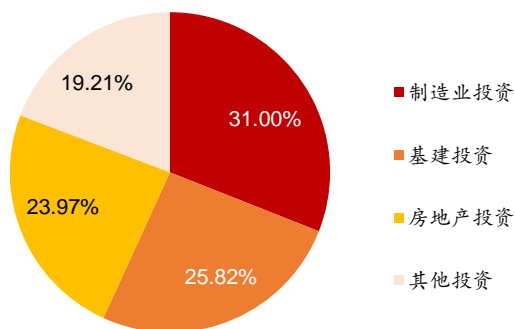
图 1：制造业投资在 2021 年以来保持较强韧性（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

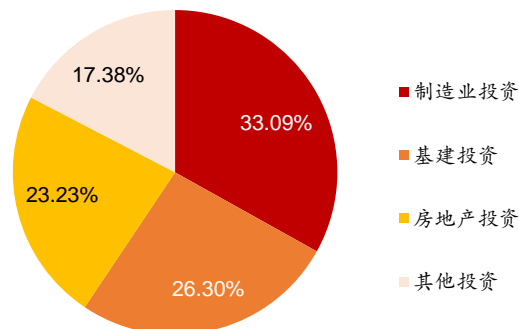
得益于本轮制造业投资的稳定增长，制造业投资占固投的比重也显著回升，从 2020 年的 29.5% 回升到了 2022 年的 33.1%，也高于疫情前的 31.0%，一定程度上表明制造业投资对于经济增长的重要性有所提升。而地产投资在经历了 21 年以来的低迷后，要恢复到此前的高增速尚需时日，基建投资跨周期调节的作用虽然日益明显，但仍主要是逆周期调节的抓手，对经济走向的大趋势影响相对较小，因此制造业投资重要性的提升是中长期经济发展潜力能否兑现的关键因素。

图 2：2019 年固定资产投资构成



资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：2022 年固定资产投资构成

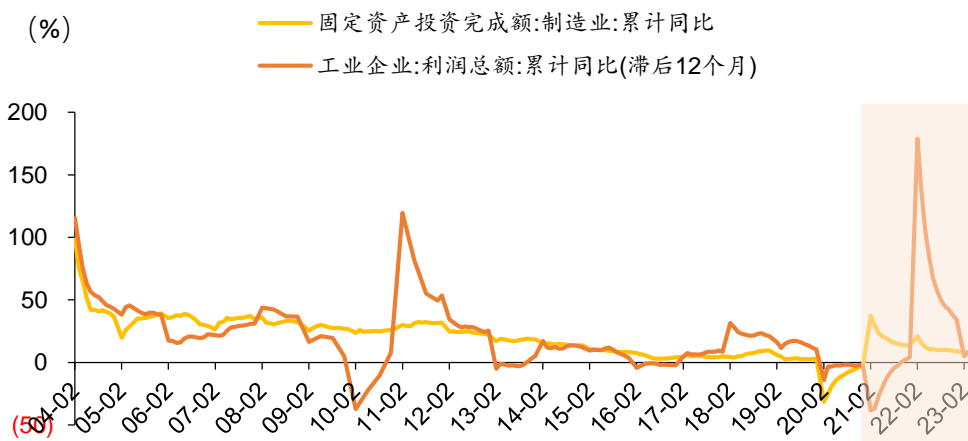


资料来源：Wind，德邦研究所

## 1.2. 驱动制造业投资逆势增长的三个链条

从 21 年以来制造业投资的走势来看，我们发现工业企业利润、PPI 和出口交货值等指标对制造业投资的领先性有所减弱。在我们此前的报告《经济研究方法论系列之投资篇》中我们曾指出，企业利润是影响企业投资意愿的重要因素，且对制造业投资增速约有一年的领先性，而在 21 年以来，工业企业利润走势对制造业投资的领先性有所减弱，企业利润回落的速度要远快于制造业投资，特别是在 22 年企业盈利、PPI 以及出口均边际走弱的背景下，制造业投资仍录得了较高增长，表明制造业投资整体顺周期的特征也有所减弱，一定程度上说明近些年制造业投资受到了除基本面因素以外的其他驱动因素影响。

图 4：企业利润对制造业投资的领先性有所下降

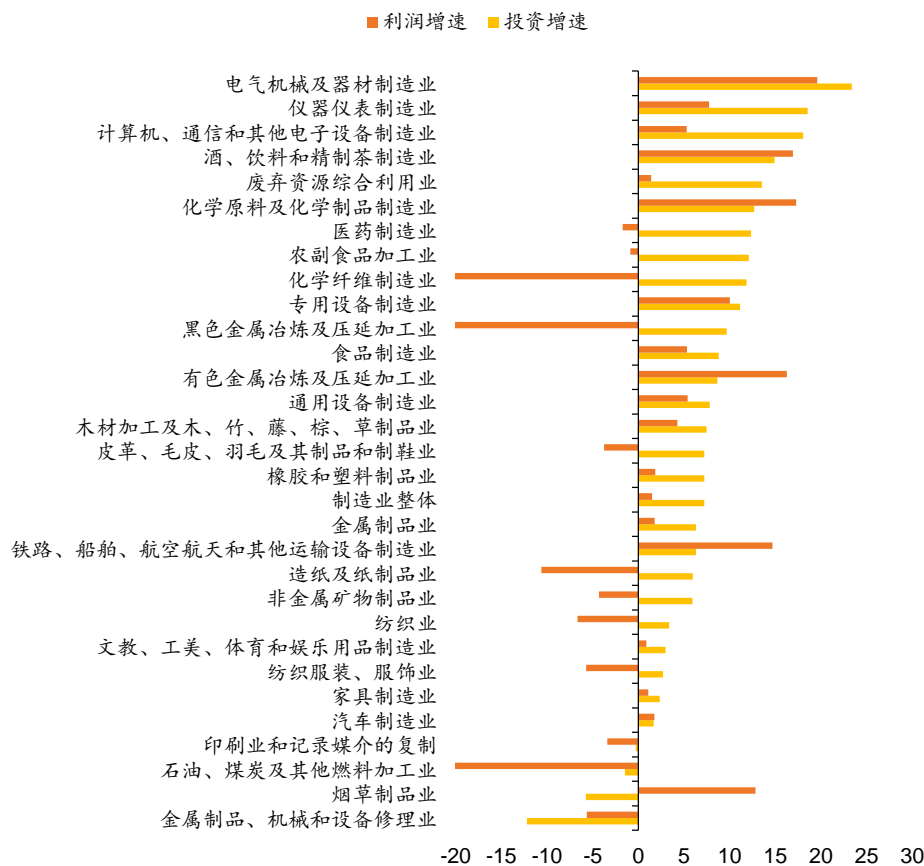


资料来源：Wind，德邦研究所

我们从 2020 年以来制造业企业投资增速的结构特征发现了一些线索，2020 年以来投资增速较高的制造业行业主要存在于三个链条：一是由数字经济快速发展带动的计算机通信和其他电子设备制造业及其重要的上下游行业电气机械制造业、仪器仪表制造业以及有色金属冶炼及压延加工业；二是由新能源相关产业链以及“双碳”带动的化工、仪器仪表制造业、有色金属冶炼及压延加工业以及废弃资源综合利用业；三是由设备更新带动的专用和通用设备制造业。而与此同时，

在传统周期中推动制造业投资增长的黑色金属冶炼及压延加工业、非金属制品业以及石油、煤炭及其他燃料加工业的投资增速则显著放缓，其中石油、煤炭及其他燃料加工业的投资更是在 2020 年以来整体录得了负增长。

图 5：20 年以来分行业利润与投资增速 (%)



资料来源：Wind，德邦研究所

从以上几点可以看出，当下制造业投资的驱动逻辑发生了一定转变：一方面，传统周期中地产和基建相关链条对制造业投资的驱动力度显著下降，取而代之的是数字经济、新能源以及双碳等长期发展目标相关产业对制造业投资拉动的提升；另一方面，企业利润对制造业投资的领先作用有所减弱，主要原因在于近两年财政政策对于制造业企业的支持力度显著提升，不管是大规模的留抵退税还是精准性更高的财政贴息，都使得制造业企业支出意愿有显著提升。

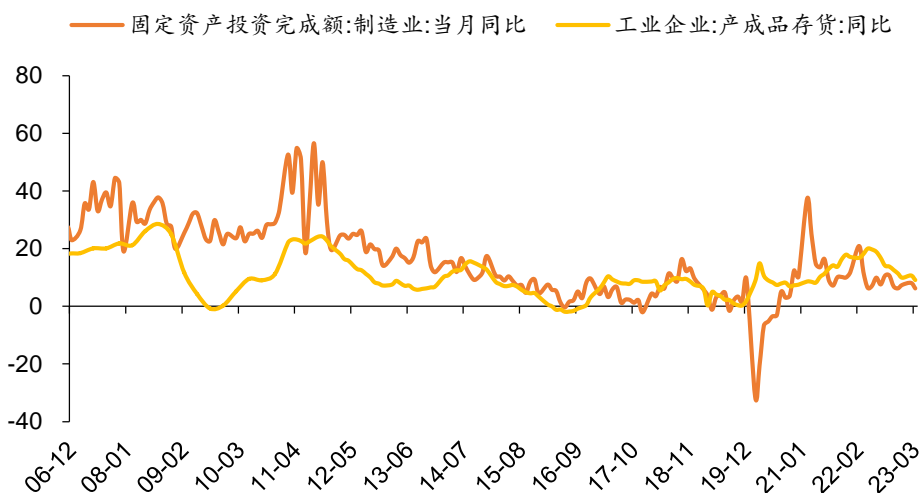
而中长期来看，在高质量发展以及经济结构转型的推动下，产业政策的力度有望继续加强，在 4 月 28 日召开的中央政治局会议上也可以看出产业政策的定位已经接近甚至优先于宏观政策，特别是近两次政治局会议上连续提到的新能源和数字经济相关的产业链，未来或将是推动制造业投资中枢抬升的主要力量。

## 2. 下半年制造业投资走势的几条线索

### 2.1. 三季度或迎来库存周期的切换时点

从库存周期的角度来看，在我们此前的报告《慢速库存去化或拖累经济至明年 Q1》（报告发布时间为 22 年 10 月）中我们曾提及，企业库存周期对制造业投资走势有一定借鉴意义，在企业去库存的阶段，制造业投资往往呈现显著的阶段性回落，而在企业补库存的阶段，制造业投资往往呈现显著的回升。从历史数据来看，过去四轮企业补库周期中，有三轮中制造业投资出现了明显的回升，而 13 年 7 月的补库周期中，因为经济转型的矛盾积累下经济增长的态势并不稳固，企业预期并未显著好转，因此其补库周期仅维持了 11 个月，制造业投资也未能实现回升。

图 6：企业库存周期对制造业投资走势有一定借鉴意义（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

表 1：历轮企业补库存对制造业投资的影响

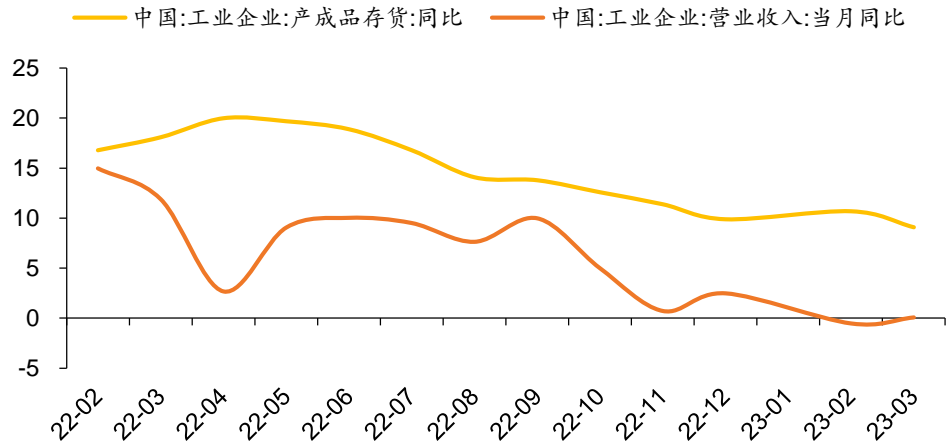
补库存周期起点	补库存周期终点	补库存持续时长	制造业投资回升幅度	补库平均影响
2016-7	2018-7	22 个月	8.21	0.37
2013-7	2014-7	11 个月	-3.22	-0.29
2009-9	2011-8	23 个月	33.88	1.47
2006-5	2008-7	22 个月	1.88	0.09

资料来源：Wind，德邦研究所测算

从本轮库存周期来看，本轮库存周期的去库周期始于 2022 年 4 月，已经经历了 11 个月的主动去库存阶段，其中因为疫情达峰冲击工业企业库存存在 1-2 经历了短暂的补库阶段，而在 3 月份又重新转为去库过程。但从本轮库存周期的斜率来看，在 2022 年 9 月以来工业企业去库的进程有所放缓，一方面是受到欧美发达经济体需求的回落，另一方面是由于内需也一直处于弱修复的过程之中。

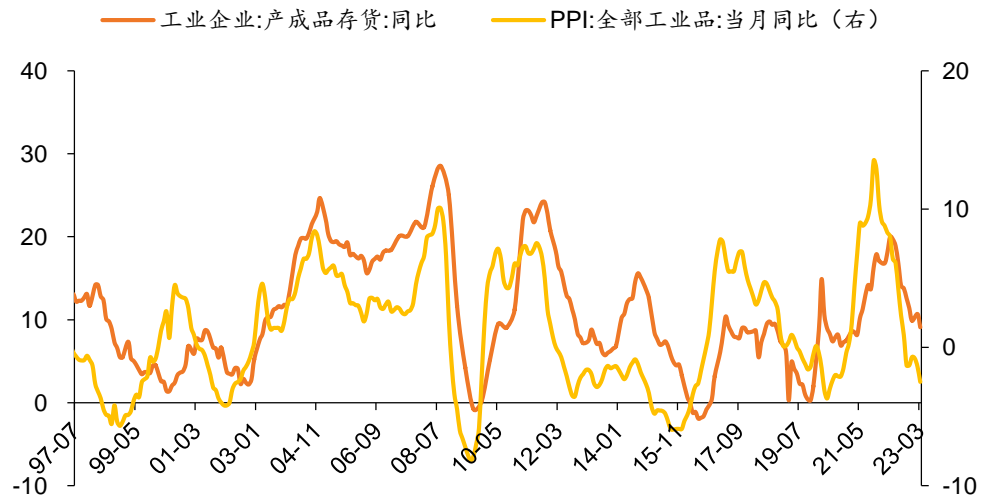
边际来看，随着价格因素对企业利润压制的逐渐缓解，二季度企业利润和营收增速将开始逐步回升，对应着工业企业库存周期进入被动去库存的阶段，但从库销比和产成品周转天数等数据来看，企业去库压力仍相对较大，一定程度上预示着本轮库存去化周期或继续维持一段时间，若后续经济仍维持弱复苏的阶段，本轮库存去化周期或将持续至三季度，对制造业投资造成一定拖累。

图 7：企业营收增速有望触底回升（%）



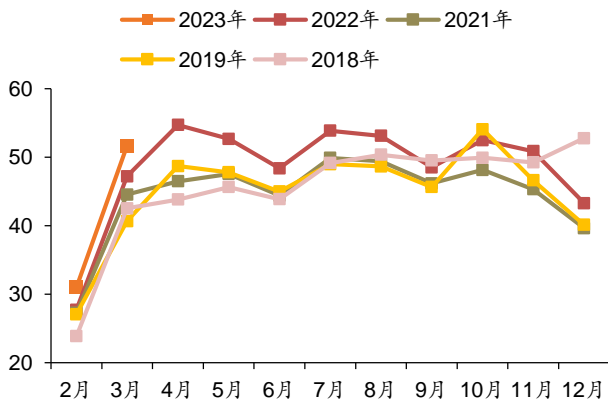
资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：PPI 领先库存周期约一到两个季度（%）



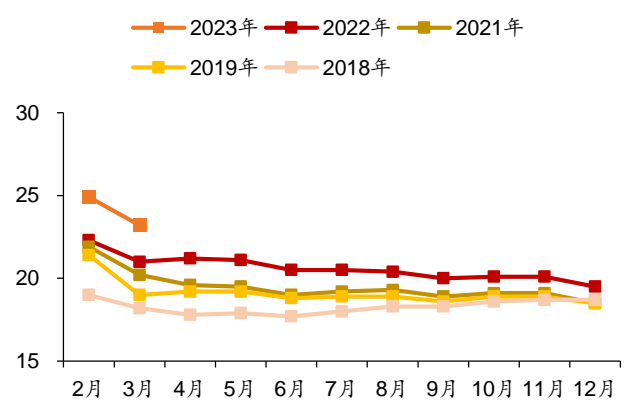
资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：库销比处于同期高位（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：产成品周转天数处于同期高位（天）



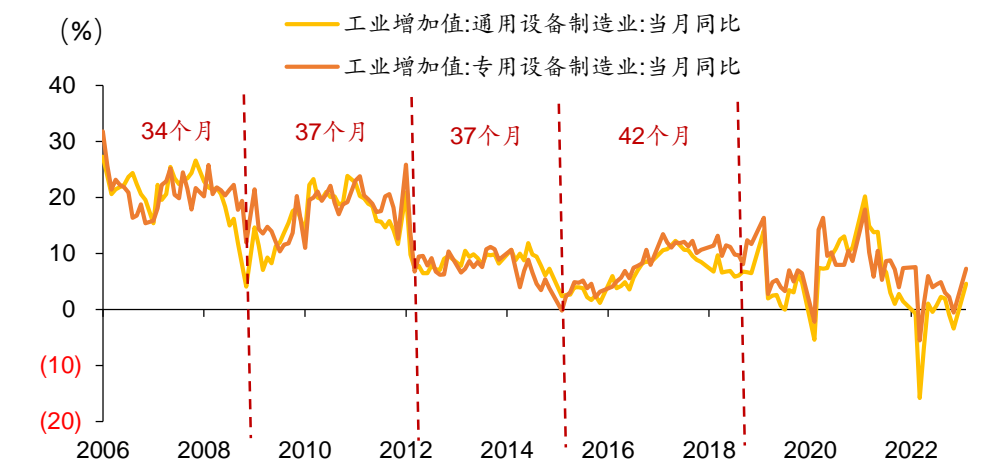
资料来源：Wind，德邦研究所



## 2.2. 设备更新与技改或进入加速期

周期性的设备更新也是引起制造业投资变动的重要因素，从我国专用设备制造业和通用设备制造业工业增加值的同比变动可以看出，我国设备更新周期约为3-4年，且每一轮设备更新周期的时间都有所加长。

图 11：制造业设备更新周期大约在 3~4 年



资料来源：Wind，德邦研究所

而受疫情影响，19 年以来该轮设备更新周期的时间被进一步拉长，但边际来看，新一轮设备更新周期或已开始，自 22 年下半年以来通用和专用设备制造业工业增加值增速回落速度已明显放缓，且在 23 年初大幅回升。同时，设备更新周期往往也会带来信贷的投放，伴随着企业贷款意愿和中长期贷款需求的回升，从数据来看制造业贷款需求指数和中长期贷款余额增速在 22 年三季度开始见底回升，也一定程度上印证了新一轮设备更新周期或已开启。

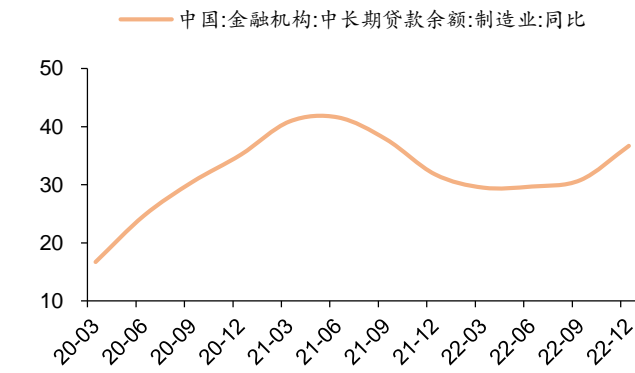
此外，在 2022 年下半年以来，政策层面对于设备更新改造的支持力度显著提升，在多个重要会议和文件中均提及了要加强对于制造业设备更新改造的支持力度，此外叠加数字经济相关产业对于专用设备以及技改的大量需求，新一轮设备更新周期将对今年制造业投资产生显著的拉动。

图 12：制造业企业贷款需求在 22 年下半年开始回升



资料来源：Wind，德邦研究所

图 13：制造业中长期贷款余额保持较高增长（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

**表 2：22 年下半年以来对于设备更新改造的政策支持力度进一步加大**

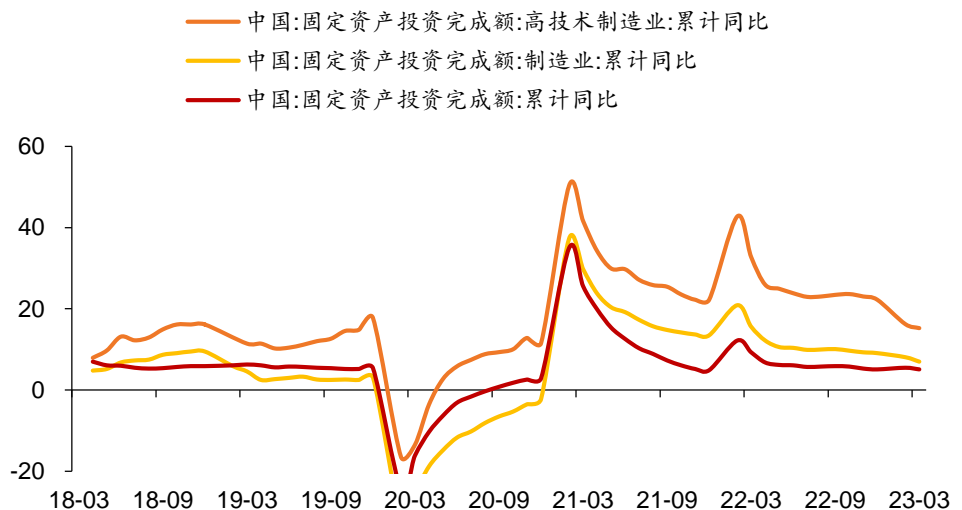
日期	会议或文件名	主要内容
2022/9/7	国常会	会议指出，需求不足是当前突出矛盾，要着力以消费和投资拉需求、促进社会投资、以投资带消费。支持经济社会发展薄弱领域设备更新改造，有利于增后劲提水平、增加制造业和服务业现实需求、提振市场信心。对高校、职业院校和实训基地、医院、地下综合管廊、新型基础设施、产业数字化转型和中小微企业、个体工商户等设备购置和更新改造新增贷款，实施阶段性鼓励政策，中央财政贴息 2.5 个百分点，期限 2 年。申请贴息截至今年 12 月 31 日。相应增加货币政策对商业银行配套融资的支持。同时，引导银行加大对教育、文化旅游、卫生和健身、养老托育、社区和家收服务、住宿餐饮等行业信贷支持，以扩大社会服务领域消费和投资。
2022/9/28	中国人民银行设立设备更新改造专项再贷款支持制造业等领域设备更新改造	为贯彻落实国务院常务会议关于支持经济社会发展薄弱领域设备更新改造的决策部署，增加制造业和服务业现实需求、提振市场信心，人民银行设立 <b>设备更新改造专项再贷款</b> ，专项支持金融机构以不高于 3.2% 的利率向制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等设备更新改造提供贷款。设备更新改造专项再贷款额度为 2000 亿元以上，利率 1.75%，期限 1 年，可展期 2 次，每次展期期限 1 年，发放对象包括国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、中国邮政储蓄银行、股份制商业银行等 21 家金融机构，按照金融机构发放符合要求的贷款本金 100% 提供资金支持。
2022/10/15	国务院办公厅关于印发第十次全国深化“放管服”改革电视电话会议重点任务分工方案的通知	抓紧研究支持 <b>制造业企业、职业院校</b> 等设备更新改造的政策， <b>金融机构</b> 对此要增加 <b>中长期贷款投放</b> 。继续深化利率市场化改革，发挥存款利率市场化调整机制作用，释放贷款市场报价利率(LPR)形成机制改革效能，促进降低企业融资和个人消费信贷成本。 <b>督促 21 家全国性银行完善内部考核、履职尽责和激励机制，引导商业银行扩大中长期贷款投放，为设备更新改造等配足融资。</b>
2022/10	《关于加大支持科技创新税前扣除力度的公告》	高新技术企业在 2022 年 10 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日期间新购置的设备、器具，允许当年一次性全额在 <b>计算应纳税所得额时扣除，并允许在税前实行 100% 加计扣除。</b>
2022/11/29	工信部、发改委、国务院国资委联合发布《关于巩固回升向好趋势加力振作工业经济的通知》	修订《工业企业技术改造升级投资指南》，实施工业企业技术改造升级导向计划，引导企业开展新一轮技术改造和设备更新投资。
2023/1/28	国务院常务会议	深入落实稳经济一揽子政策和接续措施，推动财政、金融工具支持的重大项目建设、 <b>设备更新改造</b> 形成更多实物工作量，实施好原定延续执行的小规模纳税人增值税减免、普惠小微贷款等政策。
2023/2/25	国家发展改革委等 9 部门联合印发《关于统筹节能降碳和回收利用 加快重点领域产品设备更新改造的指导意见》	《指导意见》首批聚焦 <b>锅炉、电机、电力变压器、制冷、照明、家用电器等 6 类产品设备，配套印发了更新改造和回收利用实施指南（2023 年版）</b> ，进一步细化任务举措，加强对地方和有关行业企业的工作指导，推动相关政策落实落地。 《指导意见》分 <b>2025 年、2030 年两个阶段</b> ，按照定量与定性相结合的原则，针对不同产品设备分别提出了更新改造和回收利用工作目标。 <b>到 2025 年：</b> 通过统筹推进重点领域产品设备更新改造和回收利用，进一步提升高效节能产品设备市场占有率。 <b>到 2030 年：</b> 重点领域产品设备能效水平进一步提高，推动重点行业和领域整体能效水平和碳排放强度达到国际先进水平。产品设备更新改造和回收利用协同效应有效增强，资源节约集约利用水平显著提升，为顺利实现碳达峰目标提供有力支撑。

资料来源：国务院、工信部等，德邦研究所

### 2.3. 产业集群发展有望带动高技术制造业进一步发力

在高质量发展、产业结构转型升级以及数字经济产业链加速发展等多因素的驱动下，我国高技术制造业在增加值和投资增速方面都显著高于制造业整体，是近些年拉动制造业投资增速保持较高增速的重要动力之一，而在 2023 年 2 月国务院印发的《质量强国建设纲要》中又进一步提出要加快传统制造业技术迭代和质量升级，强化战略性新兴产业技术、质量、管理协同创新，培育壮大质量竞争型产业，推动制造业高端化、智能化、绿色化发展，高技术制造业的发展在未来几年内预计仍将是经济增长的重要发力点。

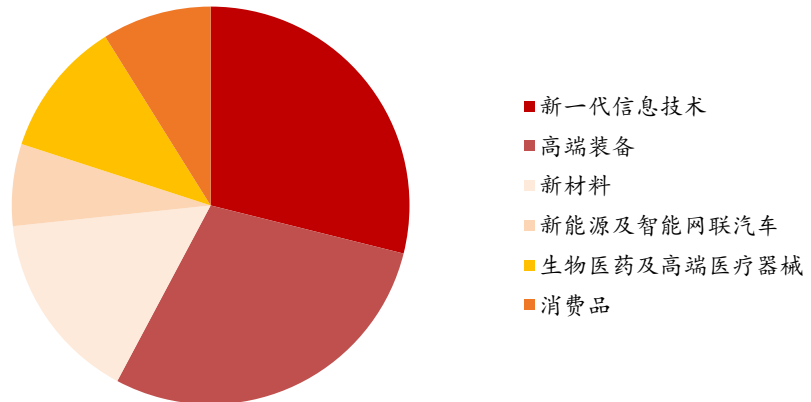
图 14：高技术制造业投资增速显著高于制造业整体（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

产业集群作为高技术制造业发展的重要载体，在拉动高技术制造业投资增长中起到了重要作用。自工信部 2019 年启动先进制造业集群培育工作以来，先后公布了第三批先进制造业集群名单，在 45 个入围集群中绝大多数集群均属于高技术制造业，是引领高技术制造业发展的重要力量。

图 15：先进制造业集群中多为高技术制造业相关产业（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

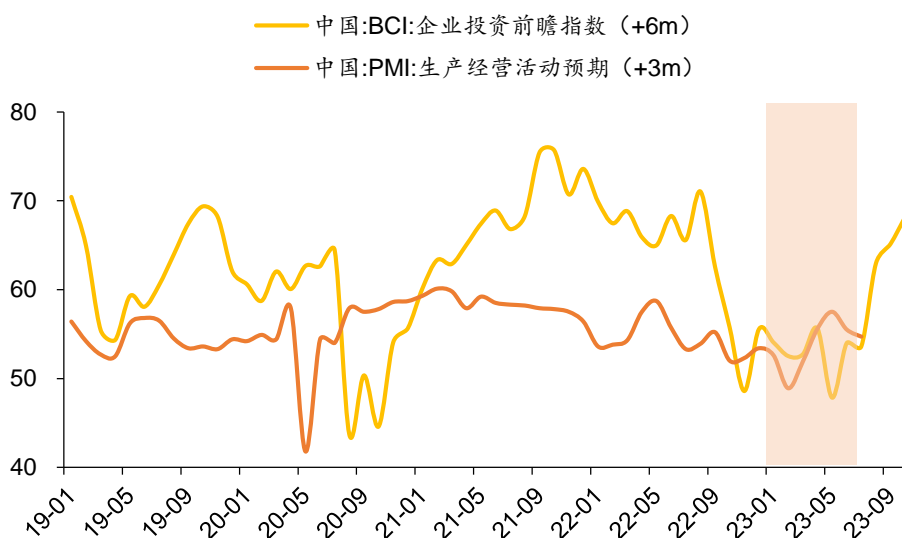
今年以来，国家相关部门进一步加大了产业集群发展的政策力度。4 月 20 日工信部公布了 2022 年度中小企业特色产业集群名单，100 个中小企业特色集群涵盖了高性能材料、智能芯片、精密器件和工业机器人等重要高技术制造业领域，总共入驻了接近 2.8 万家中小企业，贡献了超过 1.8 万亿产值，而今年工信部计划在全国范围内再培育 100 个中小企业特色产业集群，同时银保监会在 4 月 27 日发布了《关于 2023 年加力提升小微企业金融服务质量的通知》，进一步加强了制造业尤其是高技术制造业小微企业的支持力度；5 月 5 日召开的国务院常务会议中也强调了把发展先进制造业集群摆到更加突出位置，产业集群的发展对于下半年制造业投资的回升将起到重要的推动作用。

### 3. 全年制造业投资增速或超过 8%

从全年制造业投资的节奏来看，预计制造业投资增速将在二季度见底，在三季度触底回升。从能表征企业对未来预期的 PMI 生产经营活动预期指数（未来三个月预期）以及 BCI 企业投资前瞻指数（未来六个月预期）来看，企业对二季度预期仍相对偏低，对第三季度的预期则处于逐步回升的态势。

我们以 BCI 企业投资前瞻指数为解释变量对制造业投资进行了拟合，并对后续制造业的走势进行了预测。具体的，我们对 BCI 企业投资前瞻指数进行了线性外推，并对 4-12 月制造业投资当月值进行了预测，得到全年制造业投资增速预计将达到 8.6%。

图 16：企业对二季度预期相对较低（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

### 4. 风险提示

- (1) 产业政策发力不及预期；
- (2) 模型预测存在误差；
- (3) 疫情对经济修复产生扰动。

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席宏观经济学家，中国人民大学金融市场与政策研究所联席所长。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名，ISI Emerging Markets Group 2021 杰出成就分析师。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛青年研究员，重阳金融研究院客座研究员，清华、人大、央财等多所大学校外研究生导师。

## 分析师声明

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。

## 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>股票投资评级</b>	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	<b>行业投资评级</b>	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

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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，德邦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，未经德邦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，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。