

宏观经济宏观月报

7月内外需预期均转弱拖累国内经济，8月反弹可期

核心观点

7月内外需预期均转弱拖累国内经济，8月反弹可期。7月国内疫情再次反复，叠加海外主要经济体加大货币政策紧缩力度，内需与外需预期均明显走弱，国内经济增速转向下行，7月国内工业生产和服务业生产同比增速均有所回落。

7月国内固定资产投资完成额当月同比增速回落，环比增速低于2017-2021年同期水平，其中房地产开发投资、制造业投资、基建投资、其他投资的景气均偏弱，反映7月预期转弱对国内固定资产投资造成较大的负面影响。

7月国内社会消费品零售总额同比亦回落，限额以上商品零售中，大部分类别产品销售同比增速均有所回落，但烟酒、金银珠宝、家电、文化办公用品、家具的销售同比增速逆势上升。

7月海外高通胀继续刺激国内出口增长，7月国内出口增速继续上升。在海外高通胀状态解除之前，预计国内出口有望延续较高同比增速水平。

根据我们总结的月度经济指标与GDP之间的数量关系，估计2022年1-2月国内实际GDP同比增速约为5.9%，3月约为3.7%，4月约为-1.7%，5月回升至零，6月继续回升至3.0%，7月回落至2.5%。

7月国内疫情再次反复，但到7月底已经明显缓解。近期国内日新增阳性感染者人数快速上升主要集中在海南、新疆、西藏这三个省份，若剔除这三个GDP占比不大的省份，8月以来国内日新增阳性感染者人数仍在持续下降。因此，7月国内疫情再次反复带来的国内需求预期转弱或在8月迎来反转。

美国7月CPI同比有所回落，后续海外主要经济体货币政策紧缩力度或有所减弱，于此同时6、7月国内出口持续维持高增长或带动海外需求预期向上修正，因此7月海外需求预期转弱在8月很可能也会出现反转。

整体来看，7月预期转弱因素明显拖累了国内经济，8月预期很可能向上反转，再考虑到国内货币政策持续宽松的支持，国内经济反弹可期。

8月上旬国内流通领域生产资料价格出现上涨的产品明显增加，或验证了预期好转。高频数据显示8月能源价格环比延续负增长，食品价格上涨势头也趋缓，预计8月CPI同比约为2.9%，短期内国内通胀仍不会构成市场的焦点核心，经济增长才是目前国内宏观最值得关注的內容。值得注意的是，8月上旬国内流通领域生产资料九大分类中，有六个分类的价格出现环比上涨，这或表明8月以来预期确实有所好转，国内经济增长再次回到向上修复进程中來。

风险提示：政策调整滞后，疫情再度扩散，经济增速下滑。

经济研究·宏观月报

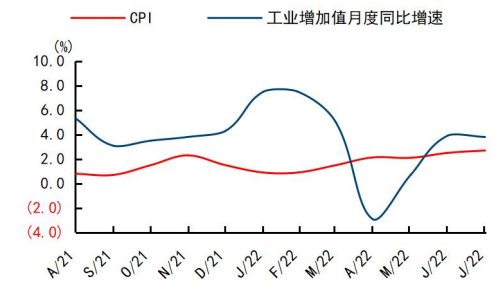
证券分析师：李智能
 0755-22940456
 lizn@guosen.com.cn
 S0980516060001

证券分析师：董德志
 021-60933158
 dongdz@guosen.com.cn
 S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	5.70
社零总额当月同比	2.70
出口当月同比	18.00
M2	12.00

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宏观经济宏观月报-6月消费推动国内经济加速修复，下半年有望持续修复》——2022-07-19
- 《7月多资产配置观点-股债跷跷板效应回归》——2022-07-01
- 《宏观经济宏观月报-疫情逐渐消退，经济回暖，6月或加速修复》——2022-06-16
- 《宏观经济宏观月报-4月国内经济下行属于短期冲击而非中长期内生动能受损》——2022-05-17
- 《宏观经济宏观月报-疫情冲击国内经济，政策和补偿增长加持下二季度有望企稳》——2022-04-19

内容目录

7月经济增长：内外需预期均转弱拖累国内经济，8月反弹可期	4
生产端：国内工业、服务业生产同比均下行.....	4
需求端：投资——预期转弱影响较大，各分项同比均下行.....	7
需求端：消费——疫情反复影响下社消增速再次回落.....	10
需求端：进出口——海外高通胀继续刺激国内出口增长.....	11
7月通胀解读：食品价格上涨推动CPI上行，PPI生活资料价格延续补涨	13
2022年7月CPI数据分析与未来走势判断.....	13
2022年7月PPI数据分析与未来走势判断.....	17
风险提示	20
免责声明	21

图表目录

图 1: 工业增加值与高技术制造业增加值同比增速一览.....	5
图 2: 7 月采矿业、制造业增加值同比增速回落, 公用事业大幅上升.....	5
图 3: 7 月汽车产量增速高位继续上升.....	6
图 4: 7 月工业机器人产量同比明显回落至负值区间.....	6
图 5: 历年 7 月工业增加值定基指数环比增速一览.....	6
图 6: 7 月服务业生产指数同比有所回落.....	7
图 7: 7 月固定资产投资同比增速有所回落.....	7
图 8: 7 月国内固定资产投资金额环比明显低于疫情前的水平.....	8
图 9: 7 月制造业、基建、房地产、其他投资同比均有所回落.....	9
图 10: 国内固定资产投资主要分项环比增速一览.....	9
图 11: 房地产销售当月同比增速一览.....	10
图 12: 房地产销售环比增速一览.....	10
图 13: 7 月国内社会消费品零售总额同比增速大幅上升.....	11
图 14: 历年 7 月社会消费品零售总额环比一览.....	11
图 15: 中国进口、出口金额同比走势一览.....	12
图 16: 国内不同出口产品对整体出口同比的贡献.....	12
图 17: 历年中国进口、出口金额环比走势一览.....	13
图 18: CPI 环比与历史均值比较.....	14
图 19: CPI 食品项环比与历史均值比较.....	14
图 20: CPI 非食品项环比与历史均值比较.....	15
图 21: CPI 非食品服务项环比与历史均值比较.....	15
图 22: CPI 非食品工业品项环比与历史均值比较.....	16
图 23: 8 月首周食品价格有所下跌.....	16
图 24: 截至 8 月 5 日食品高频价格环比低于历史均值.....	17
图 25: 非食品高频价格指数走势.....	17
图 26: 2022 年 7 月 PPI 生产资料环比低于历史均值.....	18
图 27: 2022 年 7 月 PPI 生产资料各分项价格环比与历史均值比较.....	18
图 28: 2022 年 7 月 PPI 生活资料各分项价格环比与历史均值比较.....	19
图 29: 流通领域生产资料价格高频指标走势图.....	19

7 月经济增长：内外需预期均转弱拖累国内经济，8 月反弹可期

7 月国内疫情再次反复，叠加海外主要经济体加大货币政策紧缩力度，内需与外需预期均明显走弱，国内经济增速转向下行，7 月国内工业生产和服务业生产同比增速均有所回落。

7 月国内固定资产投资完成额当月同比增速回落，环比增速低于 2017-2021 年同期水平，其中房地产开发投资、制造业投资、基建投资、其他投资的景气均偏弱，反映 7 月预期转弱对国内固定资产投资造成较大的负面影响。

7 月国内疫情再次反复，服务业增速回落，国内社会消费品零售总额同比随之回落。限额以上商品零售中，大部分类别产品销售同比增速均有所回落，但烟酒、金银珠宝、家电、文化办公用品、家具的销售同比增速逆势上升。

7 月海外高通胀继续刺激国内出口增长，7 月出口增速继续上升。在海外高通胀状态解除之前，预计国内出口有望延续较高同比增速水平。

根据我们总结的月度经济指标与 GDP 之间的数量关系（详见报告《国信证券-宏观经济专题：疫情冲击下 GDP 的再评估-20220328》），估计 2022 年 1-2 月国内实际 GDP 同比增速约为 5.9%，3 月约为 3.7%，4 月约为-1.7%，5 月回升至零，6 月继续回升至 3.0%，7 月回落至 2.5%。

7 月国内疫情再次反复，但到 7 月底已经明显缓解。近期国内日新增阳性感染者人数快速上升主要集中在海南、新疆、西藏这三个省份，若剔除这三个 GDP 占比不大的省份，8 月以来国内日新增阳性感染者人数仍在持续下降。因此，7 月国内疫情再次反复带来的国内需求预期转弱或在 8 月迎来反转。

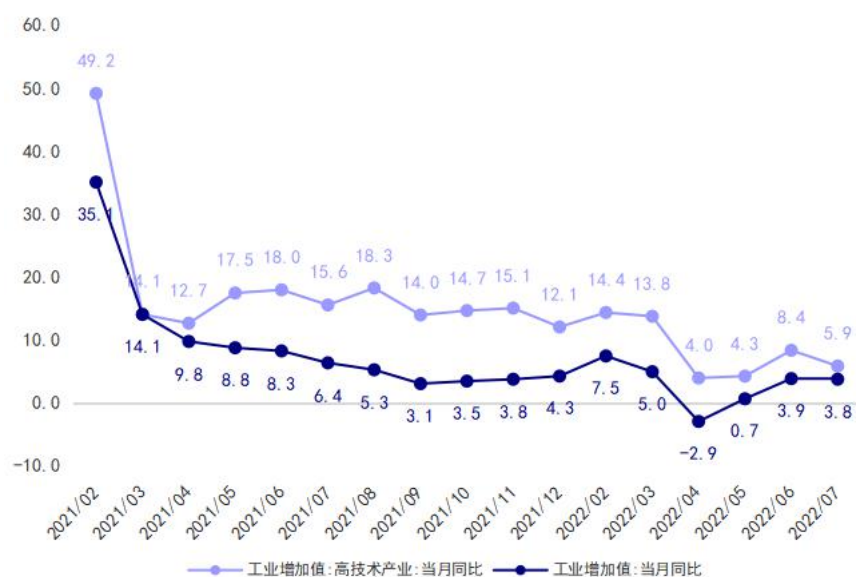
美国 7 月 CPI 同比有所回落，后续海外主要经济体货币政策紧缩力度或有所减弱，于此同时 6、7 月国内出口持续维持高增长或带动海外需求预期向上修正，因此 7 月海外需求预期转弱在 8 月很可能也会出现反转。

整体来看，7 月预期转弱因素明显拖累了国内经济，8 月预期很可能向上反转，再考虑到国内货币政策持续宽松的支持，国内经济反弹可期。

生产端：国内工业、服务业生产同比均下行

7 月疫情再次反复，叠加海外主要经济体加大货币政策紧缩力度，外需与内需预期均明显走弱，7 月工业生产增速小幅下行。7 月规模以上工业增加值同比增速为 3.8%，较 6 月小幅回落 0.1 个百分点，其中高技术制造业同比增 5.9%，增速较 6 月回落 2.5 个百分点。

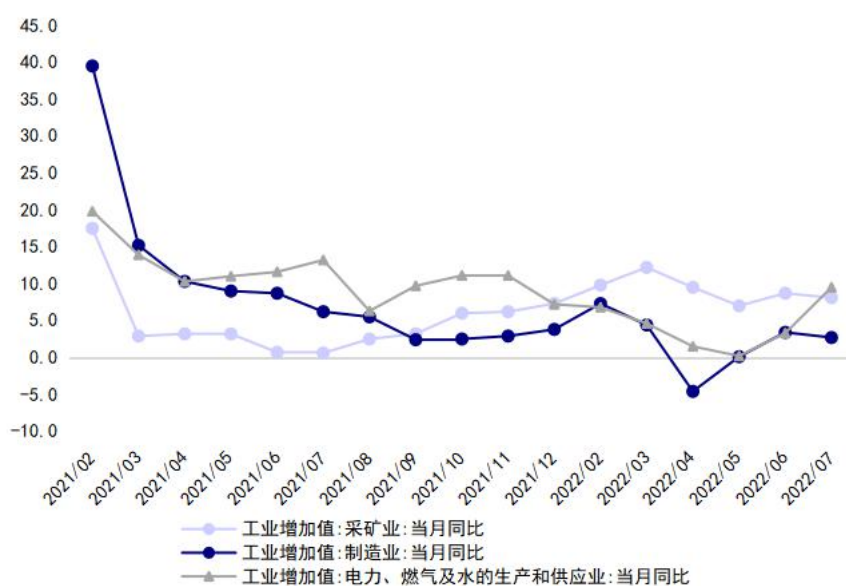
图1: 工业增加值与高技术制造业增加值同比增速一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

分三大门类看, 7月采矿业、制造业增加值同比增速有所回落; 公用事业增加值同比增速大幅抬升, 或与高温天气影响有关。7月采矿业同比 8.1%, 较6月回落 0.6个百分点, 仍明显高于 2021 年全年两年平均同比 2.9%, 体现国内保供应政策持续发力; 制造业 2.7%, 回落 0.7个百分点, 仍明显低于 2021 年全年两年平均同比 6.6%; 公用事业 9.5%, 上升 6.2个百分点, 高于 2021 年全年两年平均同比 6.6%。

图2: 7月采矿业、制造业增加值同比增速回落, 公用事业大幅上升

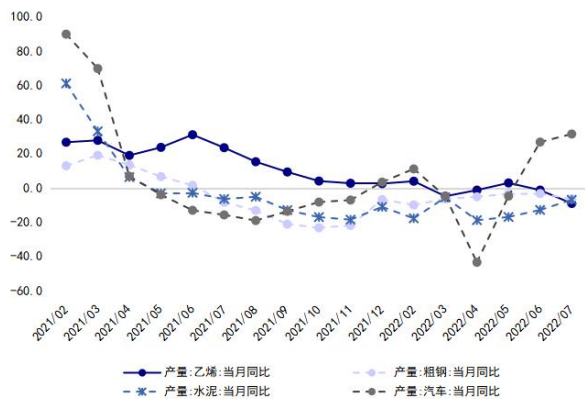


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

分产品看, 7月汽车产量同比增速高位继续抬升, 乙烯、粗钢、钢材产量同比增速有所下行; 水泥、十种有色金属产量同比增速有所上升。

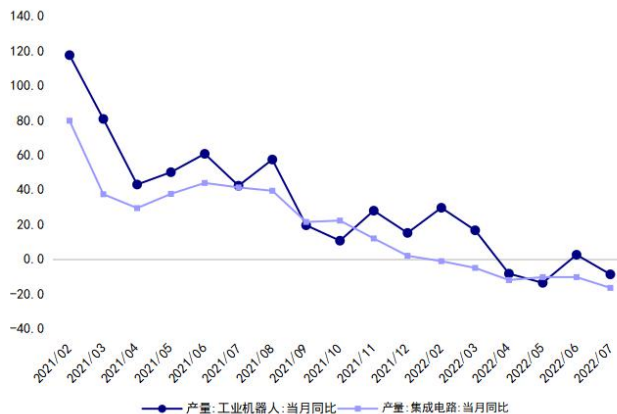
7月粗钢产量同比为-6.4%，较6月回落3.1个百分点；钢材-5.2%，回落2.9个百分点；水泥-7.0%，继续回升5.9个百分点；乙烯-9.1%，回落7.8个百分点；汽车31.5%，继续上升4.7个百分点；工业机器人-8.8%，回落11.3个百分点；集成电路-16.6%，回落6.2个百分点；整体高技术制造业增加值7月同比为5.9%，较6月回落2.5个百分点。

图3：7月汽车产量增速高位继续上升



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

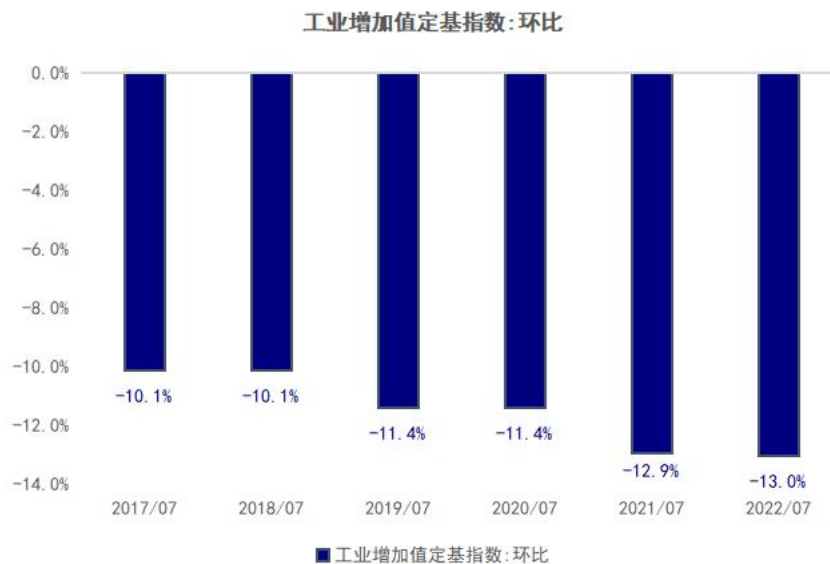
图4：7月工业机器人产量同比明显回落至负值区间



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

根据工业增加值定基指数可以计算得到7月定基指数环比为-13.0%，明显低于2017-2019年同期环比，亦低于2020-2021年同期环比，由此可见2022年7月工业生产景气度明显偏弱。

图5：历年7月工业增加值定基指数环比增速一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

服务业生产方面，2022年7月国内服务业生产指数同比增速为0.6%，较6月回落0.7个百分点，或与7月国内疫情再次反复有关。7月服务业生产指数同比增速仍明显低于2021年两年平均同比6.3%，后续修复空间较大。

图6: 7月服务业生产指数同比有所回落



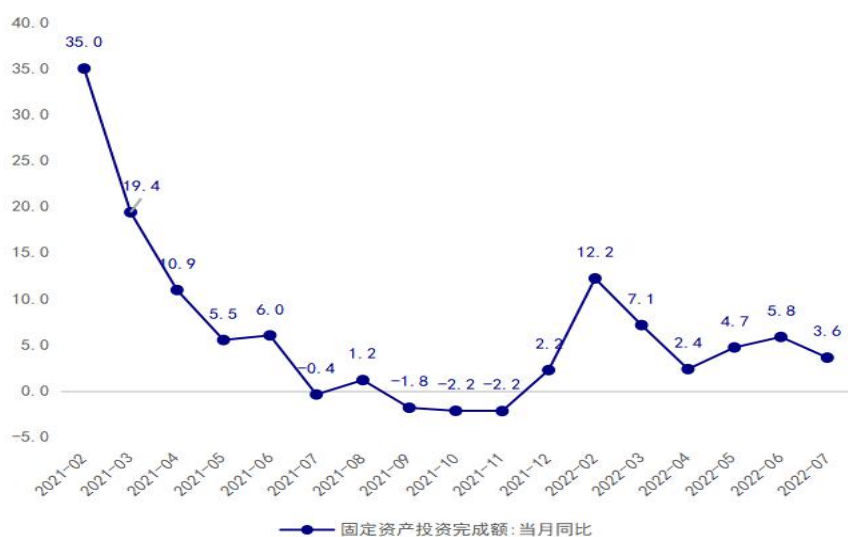
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

需求端: 投资——预期转弱影响较大, 各分项同比均下行

国内固定资产投资7月同比增速较6月有所回落, 环比明显低于疫情前2017-2019年同期水平, 亦低于2020-2021年同期水平, 7月国内投资景气明显走弱。

7月固定资产投资当月同比增3.6%, 较6月回落2.2个百分点。7月固定资产投资环比增速为-33.8%, 明显低于疫情前2017-2019年同期环比, 亦低于2020-2021年同期水平。

图7: 7月固定资产投资同比增速有所回落



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图8: 7月国内固定资产投资金额环比明显低于疫情前的水平



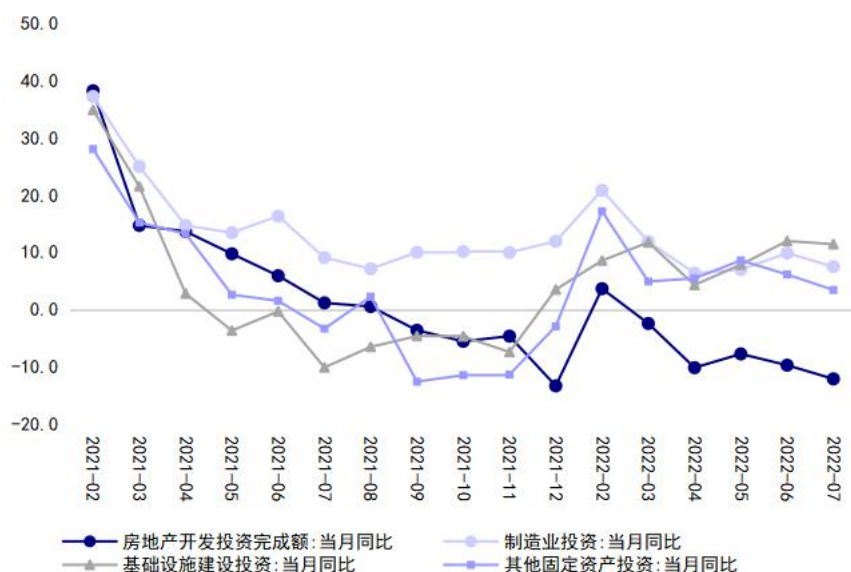
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

7月房地产开发投资当月同比为-12.1%，较6月继续回落2.4个百分点；制造业投资同比为7.6%，回落2.4个百分点；基建投资同比11.5%，回落0.6个百分点；其他投资（主要是服务业相关投资）同比3.5%，回落2.7个百分点。

环比来看，房地产开发投资、制造业投资、基建投资、其他投资环比走势均偏弱。7月房地产开发投资环比为-30.4%，低于2017-2021年同期水平；制造业投资环比为-28.7%，低于2017-2021年同期环比；基建投资环比为-38.3%，低于2017-2021年同期水平；其他投资环比为-37.4%，低于2017-2021年同期水平。

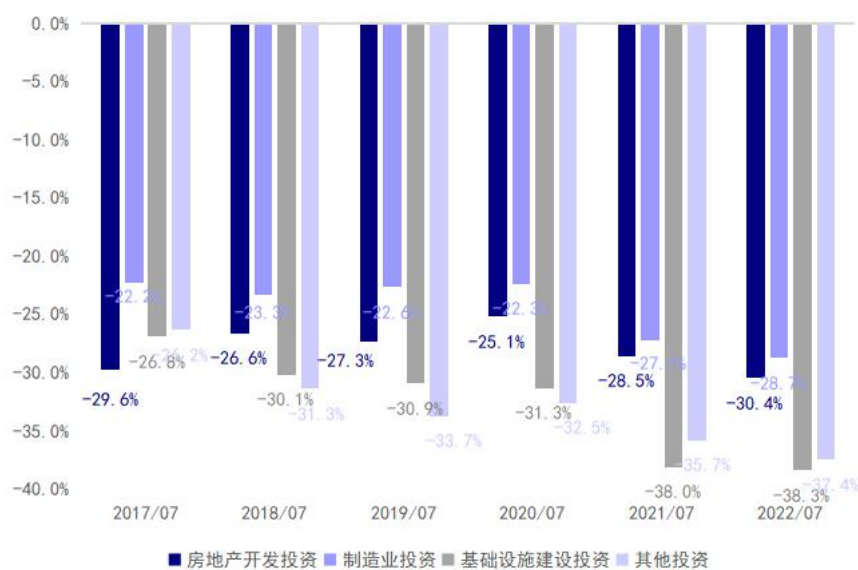
由此可见，7月国内各项投资景气均走弱，或与7月疫情再次反复、海外主要经济体加大货币政策紧缩力度、外需与内需预期均明显走弱有关。8月以来国信高频宏观扩散指数开始走强，或表明8月内外需预期开始向上修复，8月国内固定资产投资增速有望迎来反弹。

图9：7月制造业、基建、房地产、其他投资同比均有所回落



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图10：国内固定资产投资主要分项环比增速一览

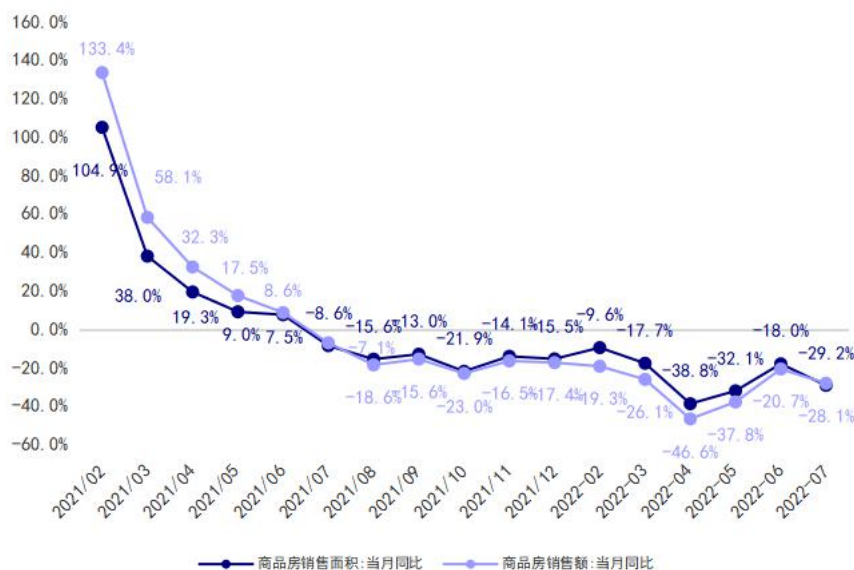


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

7月商品房销售面积和销售金额同比增速有所回落，仍位于负增长区间。商品房销售面积7月同比为-29.2%，较6月回落11.2个百分点；商品房销售金额同比为-28.1%，较6月回落7.4个百分点。

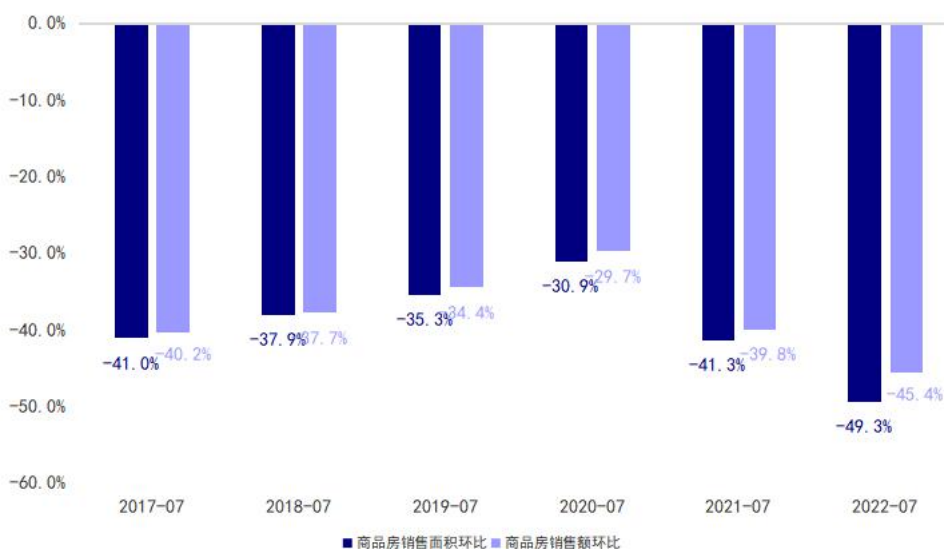
7月国内商品房销售环比增速低于2017-2021年同期水平，表现偏弱。

图11：房地产销售当月同比增速一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图12：房地产销售环比增速一览



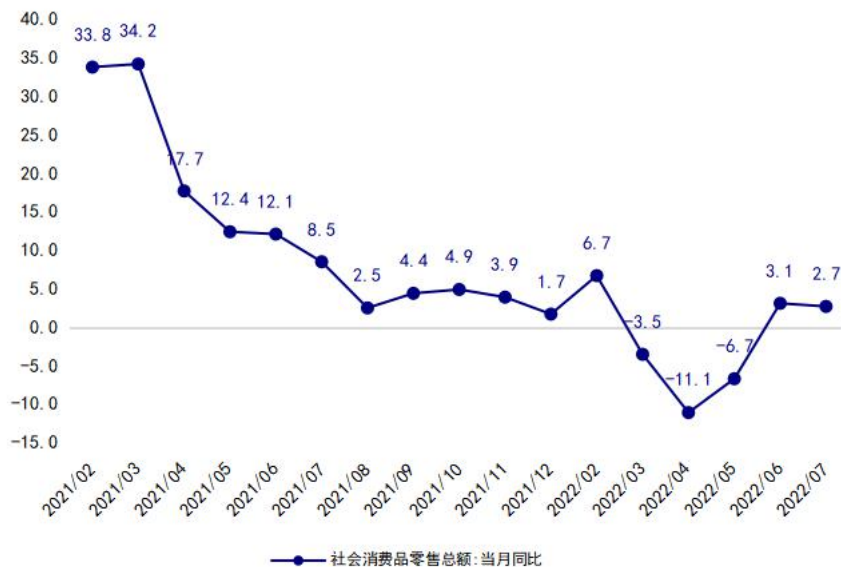
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

需求端：消费——疫情反复影响下社消增速再次回落

7月国内疫情再次反复，服务业增速回落，国内社会消费品零售总额随之回落。7月社会消费品零售总额同比增速为2.7%，较6月回落0.4个百分点。其中商品零售同比增速为3.2%，回落0.7个百分点；餐饮-1.5%，继续上升2.5个百分点。

限额以上商品零售中，大部分类别产品销售同比增速均有所回落，但烟酒、金银珠宝、家电、文化办公用品、家具的销售同比增速逆势上升。

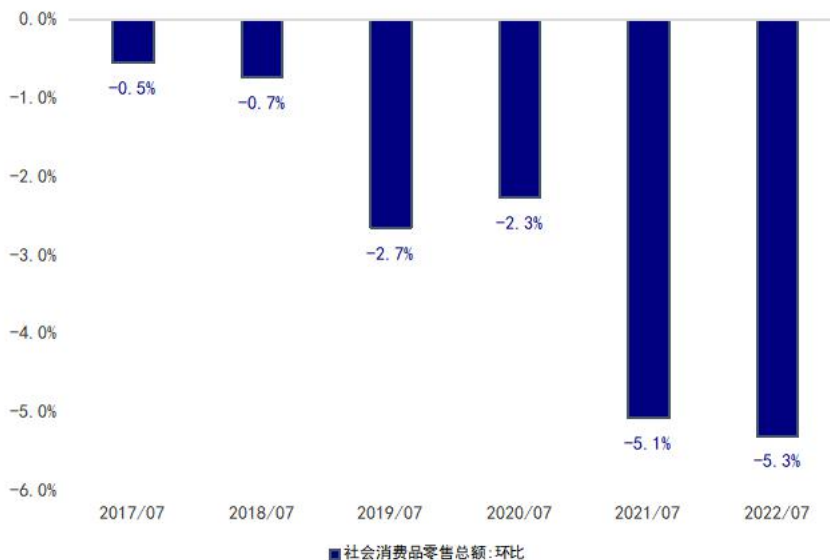
图13: 7月国内社会消费品零售总额同比增速大幅上升



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从环比来看，今年7月社会消费品零售总额环比为-5.3%，明显低于疫情前2017-2019年同期环比，亦低于2020-2021年同期环比。

图14: 历年7月社会消费品零售总额环比一览

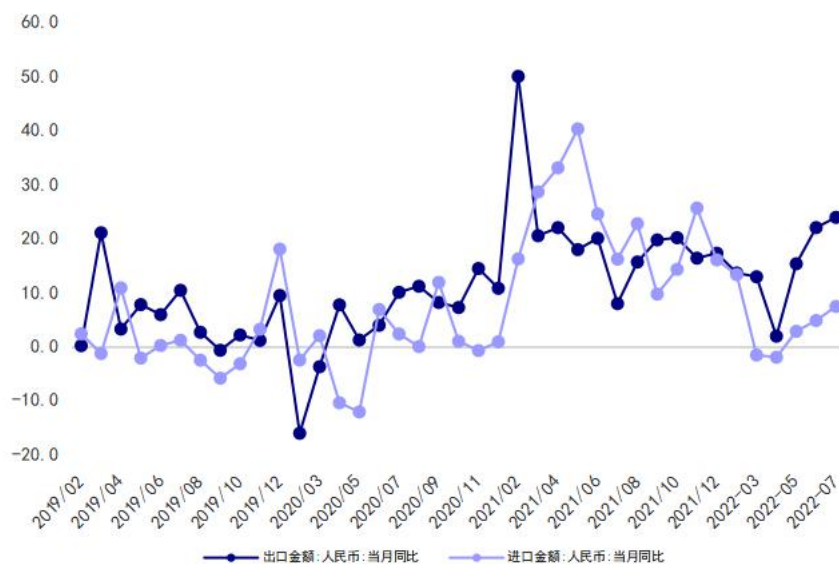


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

需求端：进出口——海外高通胀继续刺激国内出口增长

7月中国出口、进口（人民币计价，下同）同比继续上升。7月中国出口同比增速为23.9%，较6月继续上升1.9个百分点；进口同比增速为7.4%，继续上升2.6个百分点。

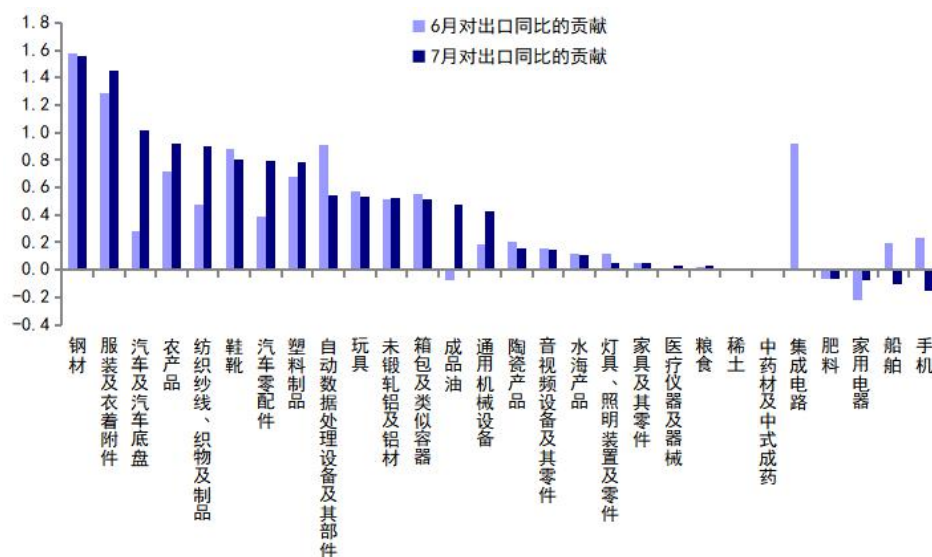
图15: 中国进口、出口金额同比走势一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

各出口产品中，7月服装及衣着附件、纺织纱线织物及其制品、鞋靴、塑料制品、玩具、箱包及类似容器、农产品对出口同比的贡献仍然很大，这与海外高通胀背景相呼应。此外，7月汽车及汽车底盘、汽车零配件对出口同比的贡献上升幅度较大，一方面与前期订单受疫情影响延后交付有关，另一方面或也与国内汽车产业链在海外的竞争优势逐渐凸显有关。

图16: 国内不同出口产品对整体出口同比的贡献

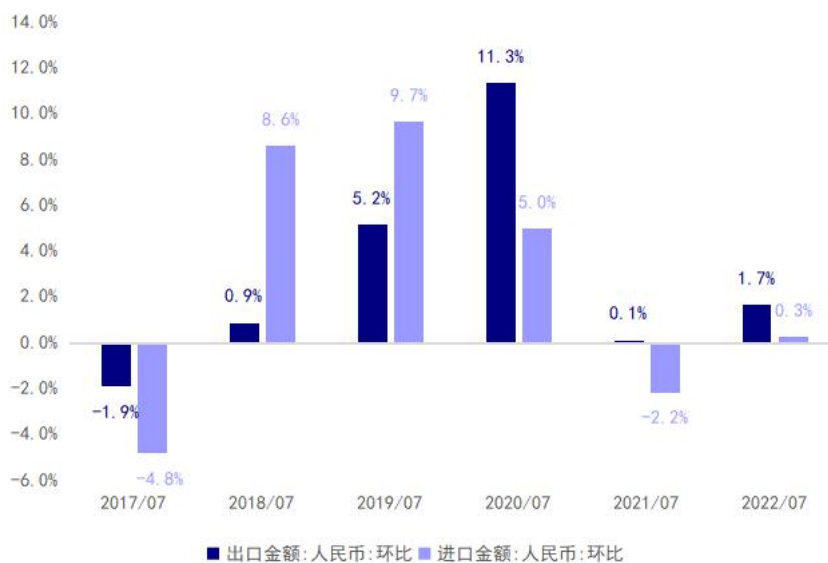


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从环比来看,2022年7月出口金额环比增速为1.7%,高于2017-2018年同期环比,低于2019年同期环比,表明2022年7月出口景气度仍维持较高景气;7月进口环比为0.3%,高于2017年同期环比,但明显低于2018-2019年同期环比,表明2022年7月进口景气度偏弱。

7月海外通胀仍然很高,海外对国内相对便宜商品的需求延续高景气,国内出口同比增速继续上升。后续在海外高通胀背景未消除的情况下,国内出口同比增速或有望延续较高水平。

图17: 历年中国进口、出口金额环比走势一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

7月通胀解读: 食品价格上涨推动CPI上行, PPI生活资料价格延续补涨

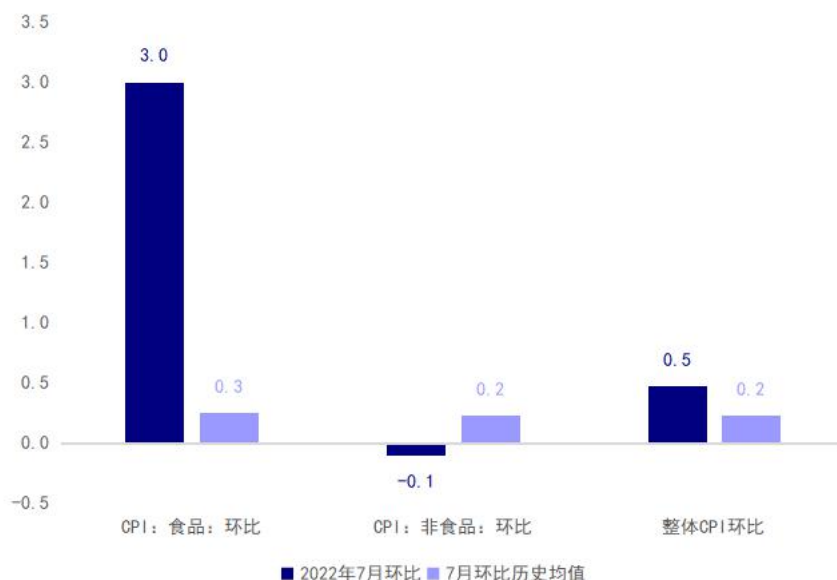
7月CPI同比继续上行,主要由畜肉、蔬菜价格明显上涨所推动。7月国内CPI环比进一步上升至0.5%,CPI同比上行0.2个百分点至2.7%。CPI篮子中畜肉、蔬菜价格环比涨幅较大,7月CPI食品价格环比明显超越季节性;车辆用燃料价格环比跌幅较大,加上疫情影响下服务业价格普遍低于季节性水平,7月CPI非食品价格环比明显低于季节性。7月PPI环比为-1.3%,PPI同比大幅下行至-4.5%,其中PPI生产资料价格环比明显低于疫情前三年同期均值,但PPI生活资料价格环比连续第6个月高于疫情前三年同期均值,生活资料价格延续补涨。

高频数据显示8月能源价格环比延续负增长,食品价格上涨势头也趋缓,预计8月CPI同比约为2.9%,短期内国内通胀仍不会构成市场的焦点核心,经济增长才是目前国内宏观最值得关注的內容。值得注意的是,8月上旬国内流通领域生产资料九大分类中,有六个分类的价格出现环比上涨,这或表明8月以来预期确实有所好转,国内经济增长再次回到向上修复进程中來。

2022年7月CPI数据分析与未来走势判断

7月CPI同比为2.7%，较6月继续上升0.2个百分点。7月CPI环比为0.5%，高于季节性水平约0.3个百分点。其中7月食品价格环比高于季节性，非食品价格环比低于季节性。（7月季节性指2005-2021年同期环比均值，下同）

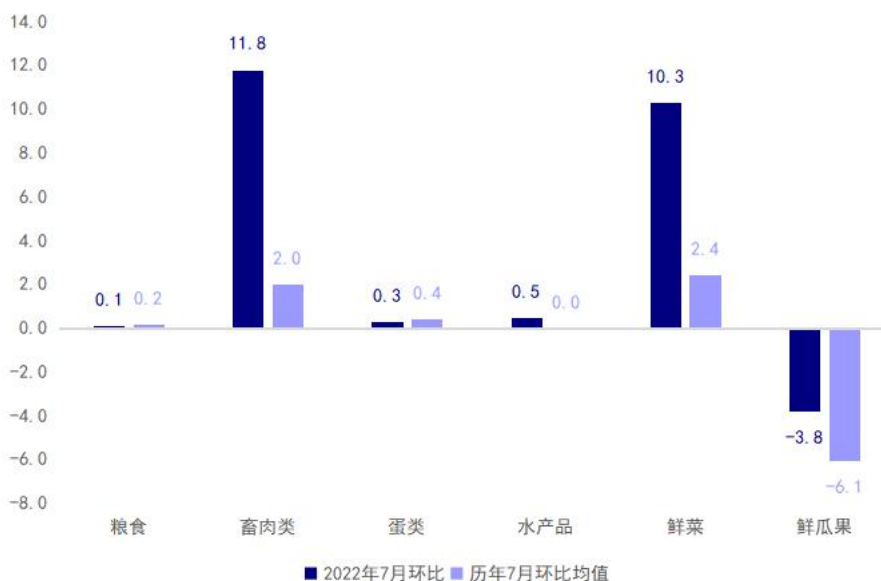
图18: CPI 环比与历史均值比较



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

7月食品环比为3.0%，高于季节性约2.7个百分点，其中畜肉、鲜菜、鲜瓜果价格环比高于季节性部分对食品环比的额外贡献为1.8、1.2、0.2个百分点；其他分项价格环比与季节性相差不大。

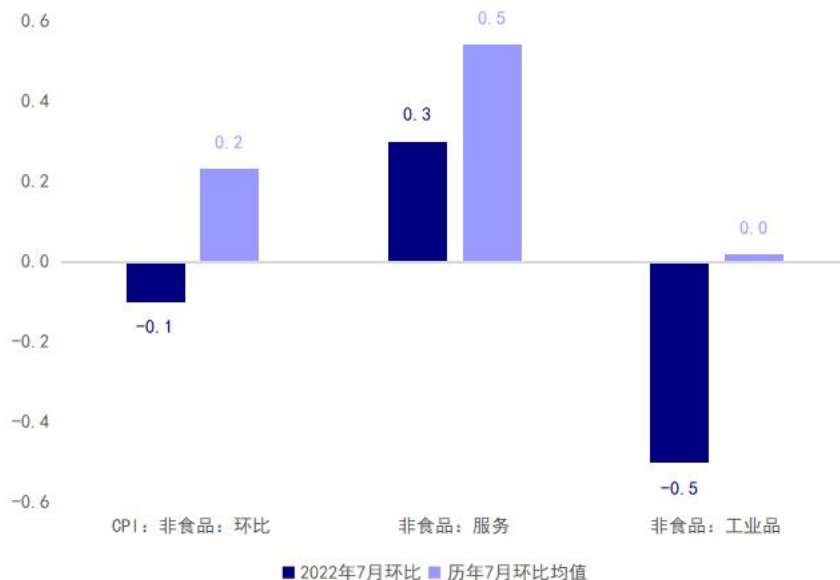
图19: CPI 食品项环比与历史均值比较



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

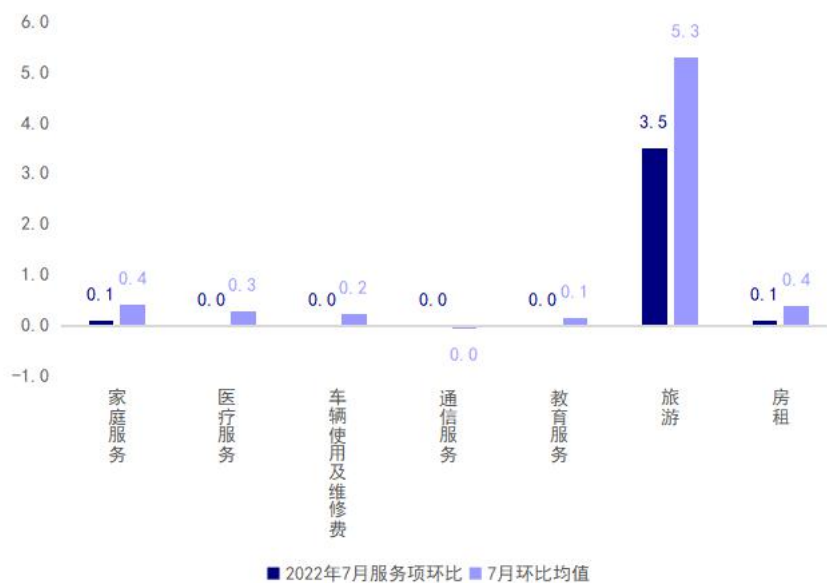
7月非食品环比为-0.1%，低于季节性约0.3个百分点。非食品中服务价格环比为0.3%，低于季节性约0.2个百分点，其中家庭服务、车辆使用及维修、旅游、房租价格环比均低于季节性；非食品中工业品价格环比为-0.5%，低于季节性约0.5个百分点，其中服装、家用器具、通信工具价格环比高于季节性，交通工具、车辆用燃料、水电燃料价格环比低于季节性。

图20: CPI 非食品项环比与历史均值比较



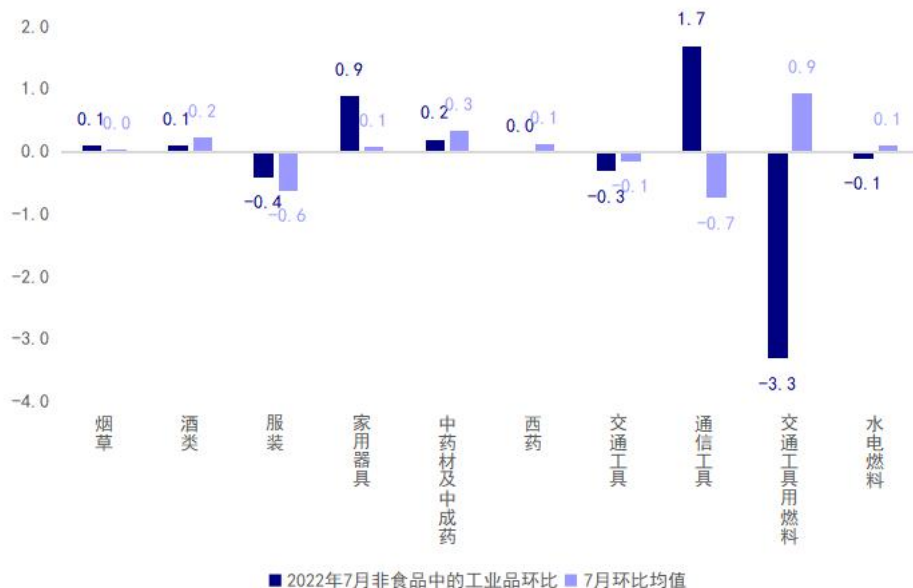
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图21: CPI 非食品服务项环比与历史均值比较



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 22: CPI 非食品工业品项环比与历史均值比较



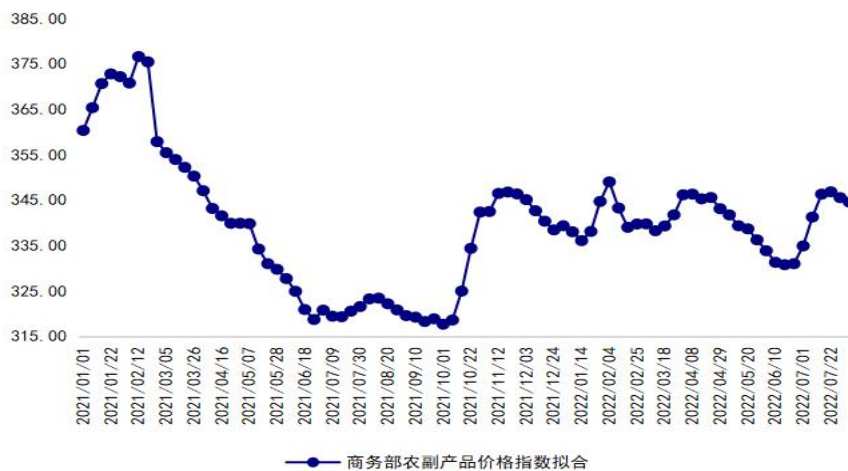
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

截至 8 月 5 日, 8 月国信食品价格高频指标环比为 0.5%, 低于历史均值 1.3%, 历史经验表明后续食品价格会有所上涨, 2022 年 8 月食品价格环比或持平季节性水平。

非食品方面, 截至 8 月 12 日, 8 月国信非食品高频指标环比为-2.3%, 低于历史均值-0.1%, 预计 8 月整体非食品环比或低于季节性水平。

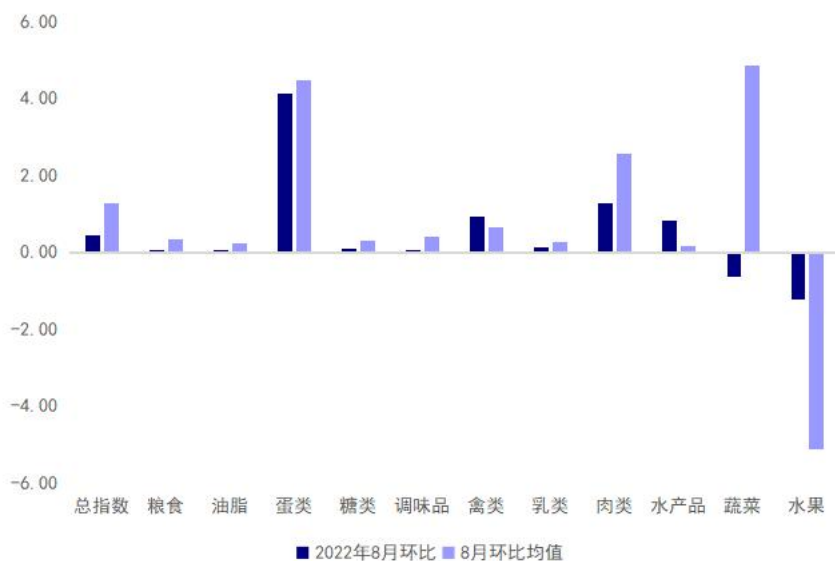
预计 2022 年 8 月 CPI 食品环比约为 1.5%, 非食品环比约为零, CPI 整体环比约为 0.3%, 8 月 CPI 同比或继续上升至 2.9%。

图 23: 8 月首周食品价格有所下跌



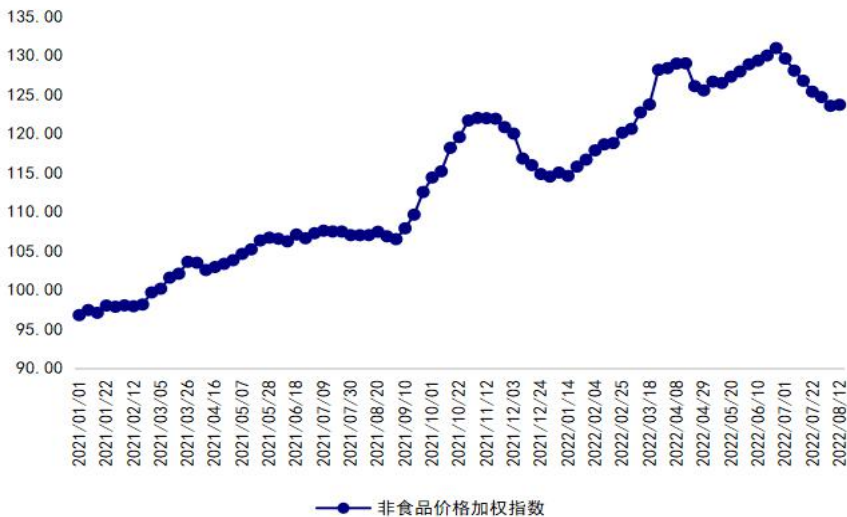
资料来源: CEIC、WIND、国信证券经济研究所整理

图24: 截至8月5日食品高频价格环比低于历史均值



资料来源: CEIC、WIND、国信证券经济研究所整理

图25: 非食品高频价格指数走势



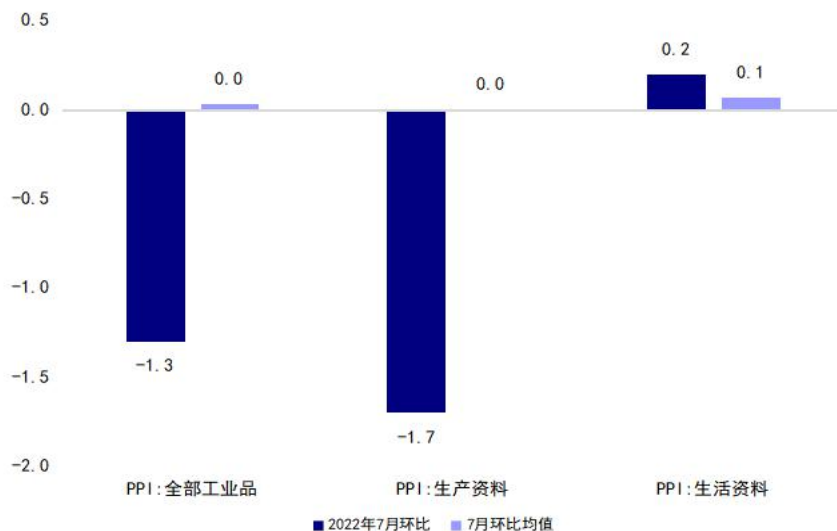
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

2022年7月PPI数据分析与未来走势判断

7月PPI同比继续回落,环比也继续下行至负值区间。7月PPI同比为4.26.1%,较6月继续回落1.9个百分点;环比为-1.3%,较6月继续回落1.3个百分点,7月环比明显低于疫情前三年历史均值。

7月PPI生产资料价格环比明显低于疫情前三年历史均值，生活资料价格环比高于疫情前三年历史均值。PPI生产资料7月环比为-1.7%，较上月回落1.6个百分点，低于历史均值1.7个百分点；PPI生活资料7月环比为0.2%，较上月回落0.1个百分点，高于历史均值0.1个百分点。

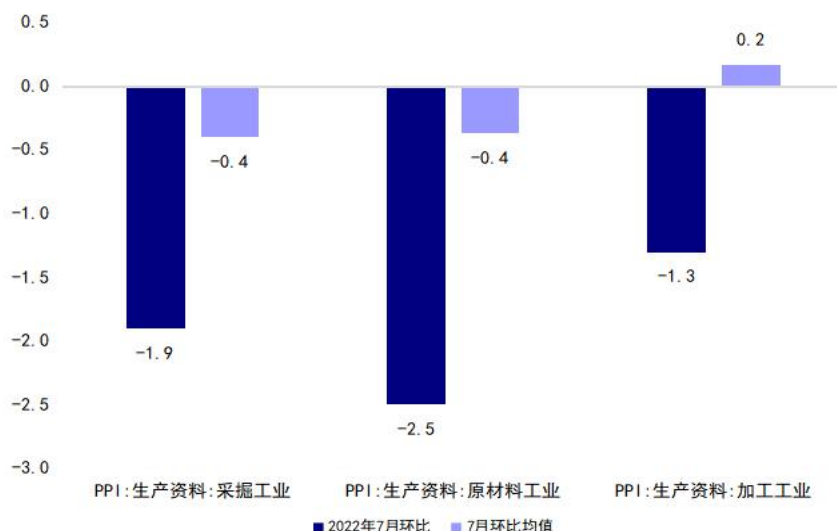
图26: 2022年7月PPI生产资料环比低于历史均值



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从生产资料各分项价格环比与疫情前三年历史均值比较来看，7月采掘工业、原材料工业、加工工业环比明显低于历史均值。采掘工业、原材料工业、加工工业生产资料价格环比低于历史均值1.5、2.1、1.5个百分点。

图27: 2022年7月PPI生产资料各分项价格环比与历史均值比较

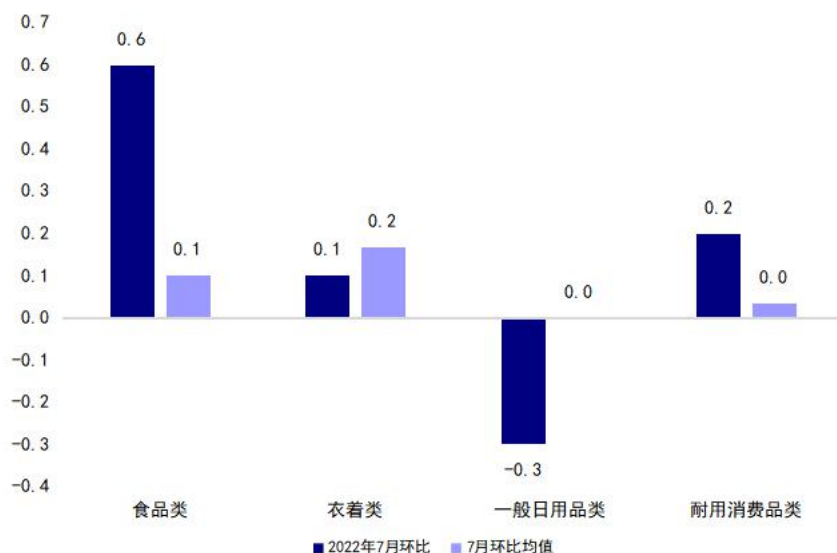


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从生活资料各分项价格环比与疫情前三年历史均值比较来看，食品类、耐用消费品类高于历史均值，衣着类、一般日用品类低于历史均值。

生活资料各分项中食品类、耐用消费品类价格环比高于历史均值的幅度分别为0.5、0.2个百分点；衣着类、一般日用品类价格环比低于历史均值的幅度分别为0.1、0.3个百分点。

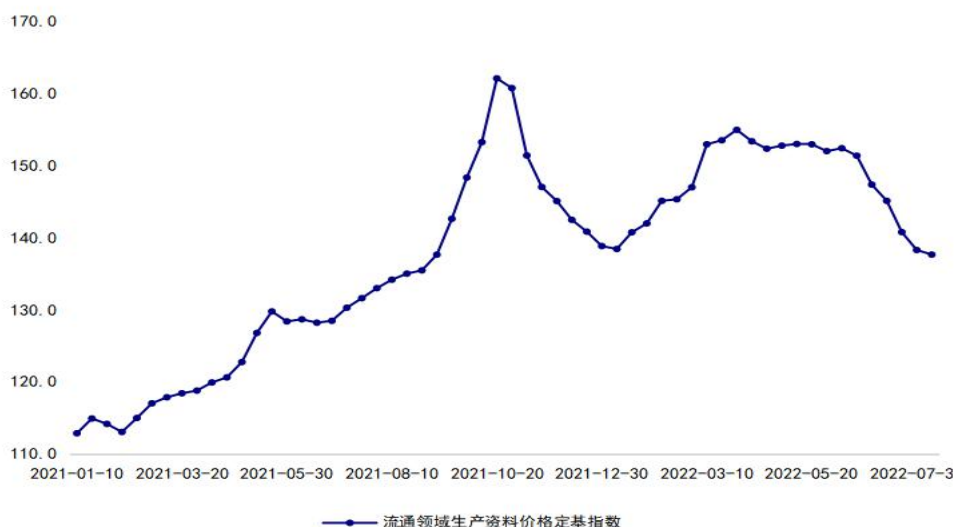
图28: 2022年7月PPI生活资料各分项价格环比与历史均值比较



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

6、7月海外主要经济体货币政策加速紧缩，带动大宗商品价格明显回落，7月上、中、下旬国内流通领域生产资料价格持续明显下跌，8月上旬国内流通领域生产资料价格仍在下跌，但下跌幅度明显收窄，与此同时九大分类中有六个分类的价格在8月上旬出现上涨，此轮流通领域生产资料价格下跌或已到尾声。预计8月国内PPI环比维持负值，但幅度有所收窄，PPI同比继续明显下行至2.9%。

图29: 流通领域生产资料价格高频指标走势图



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

风险提示

政策调整滞后，疫情再度扩散，经济增速下滑。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032