

宏观经济信用观察

(二零二二年七月月报)

产需两端修复有所放缓 实体融资需求亟待提振

主要经济指标

单位：%

指标名称	2022Q3	2022Q4	2022Q5	2022Q6	2022Q7
GDP (万亿)	27.02	-	-	29.25	-
GDP 同比增速	4.80	-	-	0.40	-
工业增加值	5.00	-2.90	0.70	3.90	3.80
固定资产投资	9.30	6.80	6.20	6.10	5.70
房地产投资	0.70	-2.70	-4.00	-5.40	-6.40
基建投资	8.50	6.50	6.70	7.10	7.40
制造业投资	15.60	12.20	10.60	10.40	9.90
社零增速	-3.53	-11.10	-6.70	3.10	2.70
出口增速	14.70	3.90	16.90	17.90	18.00
进口增速	-0.10	0.00	4.10	1.00	2.30
CPI 增速	1.50	2.10	2.10	2.50	2.70
PPI 增速	8.30	8.00	6.40	6.10	4.20
调查失业率	5.80	6.10	5.90	5.50	5.40
社融存量增速	10.60	10.20	10.50	10.80	10.70

注：1.GDP 数据为当季值，总额按现价计算，同比增速按不变价格计算；
2.固定资产投资数据为累计同比增速，基建投资不含电力；3.消费数据为社会消费品零售总额同比增速；4.出口增速、进口增速均以美元计价；
5.调查失业率、社融存量增速为期末值
数据来源：国家统计局、中国人民银行、Wind，联合资信整理

摘要：

- 2022 年 7 月，国际环境更趋复杂严峻，世界经济复苏放缓，全球通胀压力高企，外部的不确定性和不稳定性有所上升，国内本土疫情多点散发、多地频发，叠加高温多雨等不利因素，保持经济平稳运行的难度有所加大，产需两端修复有所放缓。
- 信用环境方面，7 月国内部分地区疫情反复叠加房地产项目交付问题抑制居民消费和购房意愿，企业生产经营恢复缓慢，对未来发展信心不足，有效融资需求依旧偏弱，社融规模超预期回落，信贷结构不佳。由于二季度以来银行间市场淤积了大量流动性，加之本月财政支出力度加大，而实体经济融资需求偏弱，银行间市场流动性延续宽松态势，企业综合融资成本稳中有降。
- 行业方面，7 月房地产销售端再次下探，“保交楼”有望推动竣工端改善，短期内房企资金面压力依然较大，信用风险值得关注；建筑行业下行压力加大，内部分化格局或将进一步加剧，需要持续关注房建项目较多、偿债指标明显弱化、资金链压力较为突出的尾部建筑企业；汽车产销及出口实现较快增长，但部分弱资质企业仍面临较大的资金周转压力，信用风险值得关注。



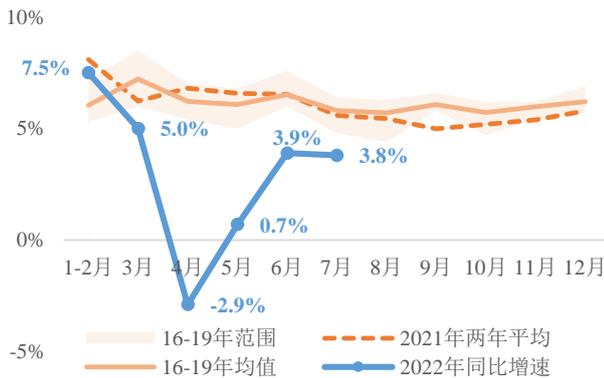
一、宏观经济与行业运行情况

2022年7月，国际环境更趋复杂严峻，世界经济复苏放缓，全球通胀压力高企，外部的不确定性和不稳定性有所上升；国内本土疫情多点散发、多地频发，叠加高温多雨等不利因素，保持经济平稳运行的难度有所加大，产需两端修复有所放缓。生产端，7月工业、服务业增长小幅回落，汽车制造业加速回升。需求端，房地产投资降幅进一步扩大，基建和制造业投资对固定投资的支撑作用相对稳定；消费增长小幅放缓；出口价格上行、海外供应链受阻、前期积压订单继续释放支撑出口维持高增长。

1. 生产端：工业、服务业生产增长小幅放缓

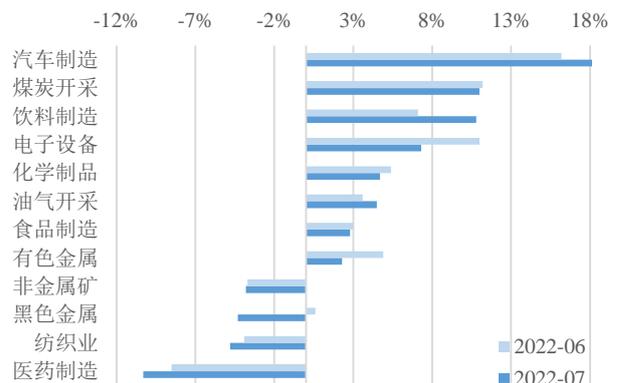
工业生产增长小幅回落，上海、吉林工业生产快速回升。2022年7月，我国规模以上工业增加值同比增长3.80%，较上月回落0.10个百分点；环比增长0.38%，较上月回落0.46个百分点。其中，受疫情影响较大的上海、吉林工业生产快速恢复，工业增加值同比分别增长18.60%、17.90%，增速较上月分别加快4.70、11.60个百分点。

图1. 工业增加值当月同比增速¹



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图2. 主要行业增加值当月同比增速²



汽车生产增长较快，医药制造同比降幅扩大。行业方面，得益于能源保供稳价政策持续推进，煤炭开采、油气开采等采矿业增加值保持稳定增长；制造业增加值同比较上月小幅回落0.10个百分点至2.70%，其中汽车、饮料制造业增加值同比增幅继续扩大；黑色金属行业增加值同比由正转负；医药、纺织、非金属矿等行业增加值同比降幅进一步扩大。

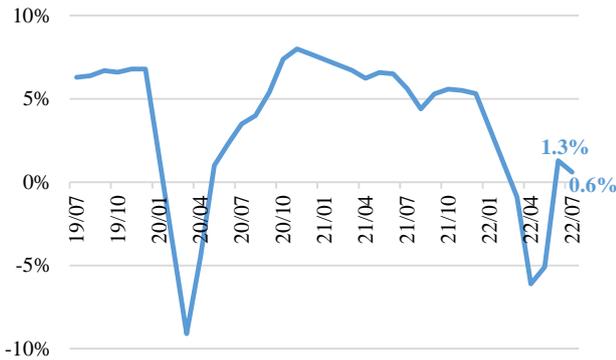
服务业恢复势头有所减缓。7月服务业生产指数同比增长0.60%，较6月回落0.70个百分点，主要是

¹ 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的2021年两年平均增速为以2019年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

² 图中煤炭开采为煤炭开采和洗选业；饮料制造为酒、饮料和精制茶制造业；电子设备为计算机、通信和其他电子设备制造业；化学制品为化学原料及化学制品制造业；油气开采为石油和天然气开采业；有色金属为有色金属冶炼及压延加工业；黑色金属为黑色金属冶炼及压延加工业。

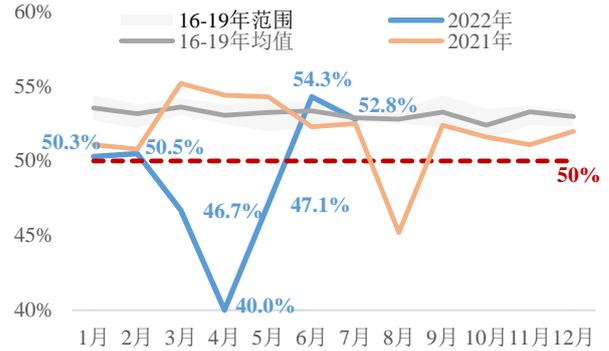
房地产服务和部分接触性聚集性服务业增长放缓的拖累。7月服务业商务活动指数小幅回落至52.80%，21个行业中，有16个行业商务活动指数位于扩张区间，其中航空运输、住宿、餐饮、生态保护及公共设施管理等行业高于60%，前期受抑制的消费需求持续释放，相关行业业务量继续较快恢复；保险、租赁及商务服务、居民服务等行业商务活动指数均位于收缩区间且进一步回落，行业市场活跃度偏弱。

图3. 服务业生产指数当月同比增速



注：服务业生产指数2021年数据为两年平均增速

图4. 服务业商务活动指数

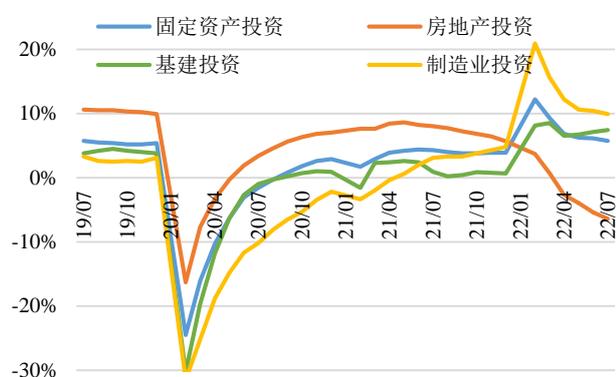


数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

2. 需求端：固定资产投资、消费增长放缓，出口维持高增长

固定资产投资继续回落，房地产投资进一步探底。2022年1-7月全国固定资产投资（不含农户）31.98万亿元，同比增长5.70%，增速较1-6月回落0.40个百分点，7月季调环比增长0.16%。三大领域方面，**房地产开发投资进一步探底**，1-7月房地产投资同比降幅扩大至6.40%，7月商品房销售面积与销售额同比降幅再次扩大，拖累房地产投资；**基建投资增速继续回升**，主要受专项债发行使用进度加快等稳投资政策的驱动；**制造业投资仍处于高位**，继续小幅回落，医疗仪器设备、电子通信设备等高技术制造业投资仍是主要驱动力，但未来制造业投资高增长动能的持续性还有待观察。

图5. 固定资产投资累计同比增速



注：2021年数据为两年平均增速，基建投资不含电力。

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

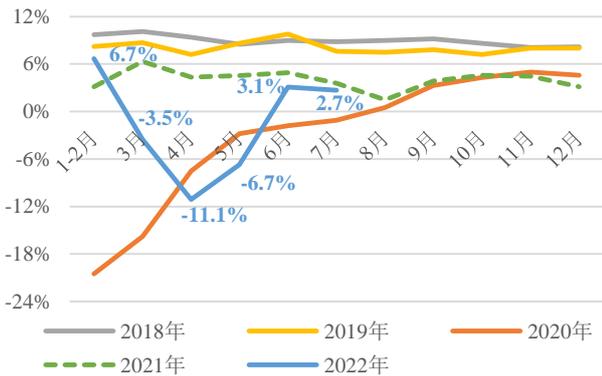
表1. 三大领域投资增速

三大领域	2022年 1-7月	2022年 1-6月	2021年 1-7月 两年平均
房地产	-6.40	-5.40	8.00
基建	7.40	7.10	0.90
制造业	9.90	10.40	3.10

消费增长小幅放缓。2022年7月社会消费品零售总额（下称“社零”）3.59万亿元，同比增速回落0.40

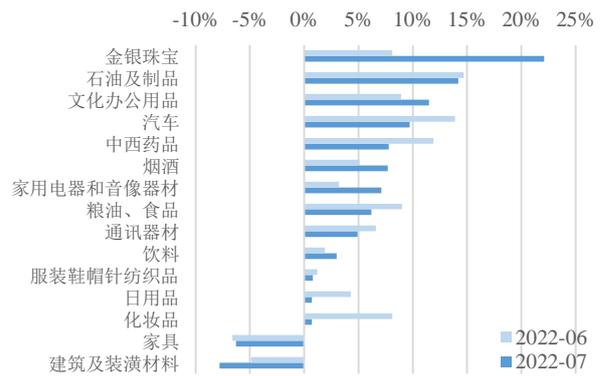
个百分点至 2.70%，其中餐饮收入同比降幅小幅收窄，可能是在疫情精准防控、促消费政策下，居民外出就餐等活动加快恢复。限额以上商品方面，金银珠宝、文化办公用品、烟酒、家用电器和音像器材、饮料销售额涨幅有所扩大，价格上涨起到了一定的支撑作用；油价继续支撑石油及制品销售额同比较快增长；汽车、中西药品、粮油食品、化妆品、日用品等商品零售额增速回落幅度较大；家具、建筑及装潢材料等房地产链条商品销售额同比增速仍在负值区间。

图6. 社零当月同比增速情况



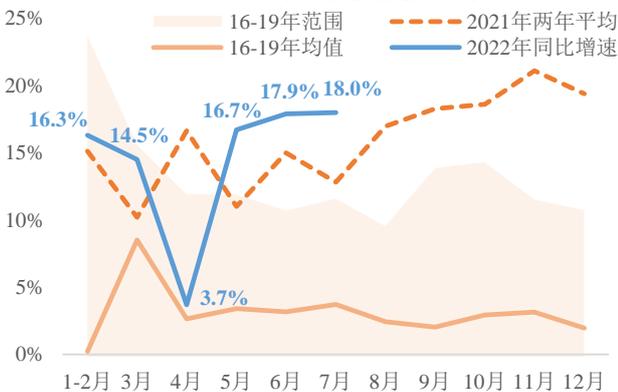
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图7. 主要商品零售额当月增速情况



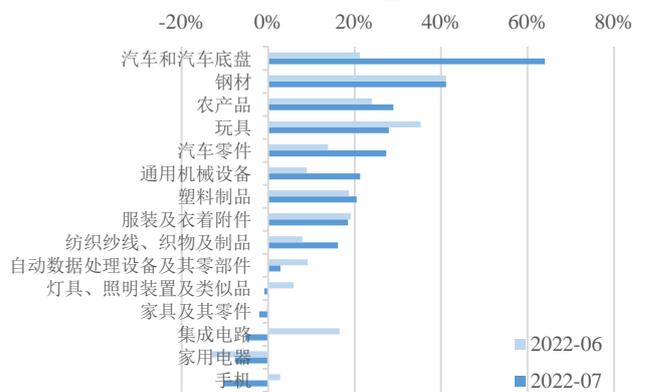
出口价格上行、海外供应链受阻、前期积压订单继续释放支撑出口维持高增长。2022年7月，我国出口 3329.60 亿美元，进口 2317 亿美元，贸易顺差 1012.70 亿美元。在低基数的作用下，7月出口同比增速延续回升态势，小幅上升 0.10 个百分点至 18%，国内出口价格继续上行、海外抗议事件、罢工潮导致供应链拥堵、前期积压的订单释放是主要支撑；但出口环比仅小幅增长 0.51%，较 5、6 月（分别为 12.61%、7.65%）明显回落，或意味着前期积压的订单集中释放已经结束，出口增长的动能有所减弱。主要出口商品方面，汽车和汽车底盘、汽车零件和通用机械设备等商品出口金额增速明显加快；而手机、集成电路和灯具、照明装置及类似品出口额同比由正转负。向前看，若海外供应链压力暂时难以缓解，短期内对我国出口仍会有一定支撑；但在前期积压订单集中释放结束、全球需求增长放缓、基数走高的影响下，未来外需对经济的支撑将趋于减弱。

图8. 出口同比增速情况



数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

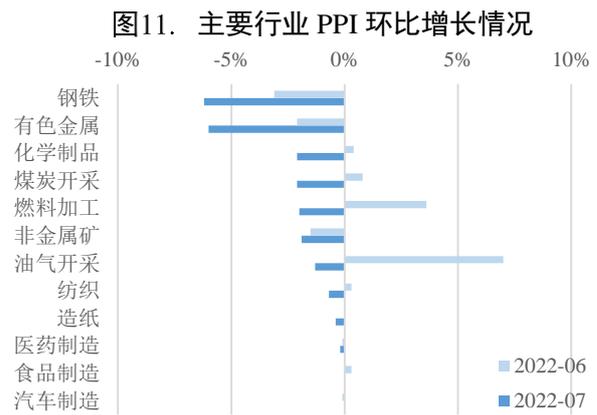
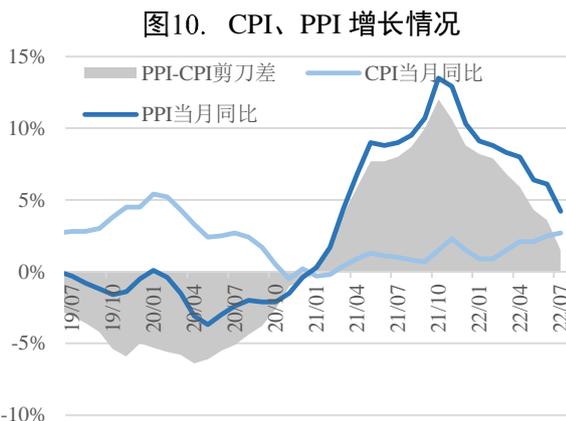
图9. 主要出口商品金额同比增速



注：图中所选商品为出口重点商品中出口金额较大的商品

3. 生产者出厂价格涨幅继续回落，人民币对美元即期汇率小幅贬值

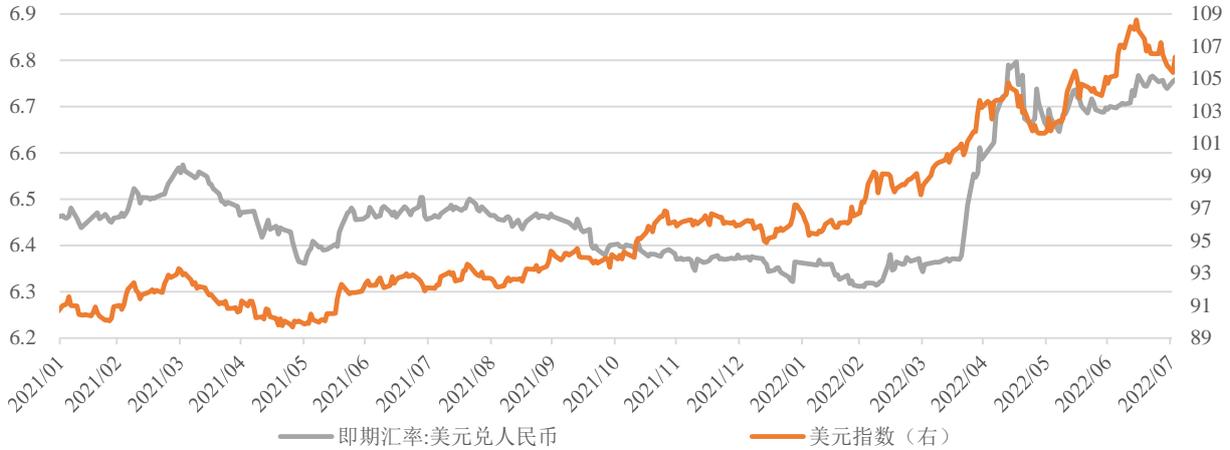
CPI 同比涨幅略有扩大，PPI 同比涨幅继续回落。CPI 方面，受猪肉、鲜菜等食品价格上涨及季节性因素影响，2022 年 7 月 CPI 同比涨幅扩大 0.20 个百分点至 2.70%，环比由持平转为上涨 0.50%。其中，受前期生猪产能去化、养殖户压栏惜售和消费需求回升等影响，猪肉价格由上月下降 6.00% 转为上涨 20.20%；受多地持续高温影响，鲜菜价格同比上涨 12.90%，涨幅明显高于往年同期水平；汽油、柴油和液化石油气等能源价格涨幅有所回落。**PPI 方面**，7 月工业品价格整体下行，PPI 同比涨幅较 6 月回落 1.90 个百分点至 4.20%，环比由持平转为下降 1.30%。从主要行业来看，原油、有色金属等国际大宗商品价格回落带动国内有色金属、化学制品、燃料加工、油气开采等相关行业价格下降；煤炭开采价格由涨转为下降；钢铁价格降幅扩大。**7 月 PPI-CPI 剪刀差持续收窄**，价格上涨由上游逐步向下游传导，**中下游企业成本端压力有所缓解，利润状况有望改善。**



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

汇率方面，7 月人民币对美元即期汇率小幅贬值。7 月上半月，美国 6 月 CPI 同比增速再创新高，美联储紧缩预期升温带动美元指数上行，叠加中美国债利差倒挂程度加剧、北向资金净流出等因素影响，人民币对美元即期汇率小幅贬值。下半月，随着美联储官员讲话令 100BP 的激进加息预期降温，欧洲央行宣布加息 50BP，美元指数高位回落，中美国债利差倒挂程度有所缓解，人民币对美元即期汇率维持窄幅震荡格局。

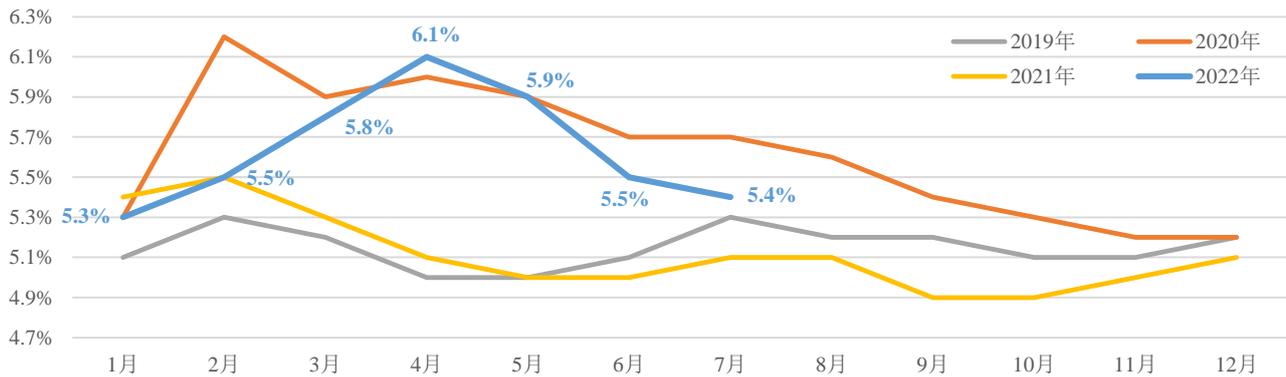
展望 8 月，美联储货币政策收紧叠加地缘政治冲突推升避险需求，或使美元指数维持高位震荡，中美货币政策分化或致中美国债利差继续处于低位甚至倒挂，这将对人民币汇率形成一定贬值压力，但国内稳经济一揽子政策加快落地见效，加之出口延续韧性，将为人民币汇率提供支撑。综合来看，人民币对美元汇率大概率将呈窄幅震荡态势。

图12. 人民币汇率走势


数据来源：中国外汇交易中心、Wind，联合资信整理

4. 就业：失业率有所下降，但青年人就业持续承压

2022年7月，我国城镇调查失业率较上月下降0.10个百分点至5.40%，较2021年同期上升0.30个百分点，低于2020年同期水平。7月16-24岁城镇青年人失业率较上月上升0.60个百分点至19.90%，毕业季大量毕业生进入劳动力市场求职，推高了青年人失业率。今年以来青年人就业压力一直较大，失业率连续走高，一方面是企业受疫情冲击，生产经营困难，吸纳就业能力有所下降，尤其是青年人就业占比较高的服务行业恢复缓慢，制约了青年人就业；另一方面，青年人目前更多倾向于稳定性比较强的岗位，求职期待和现实岗位需求存在一定的落差，也影响了青年人的就业入职。

图13. 城镇调查失业率


数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

二、宏观信用环境

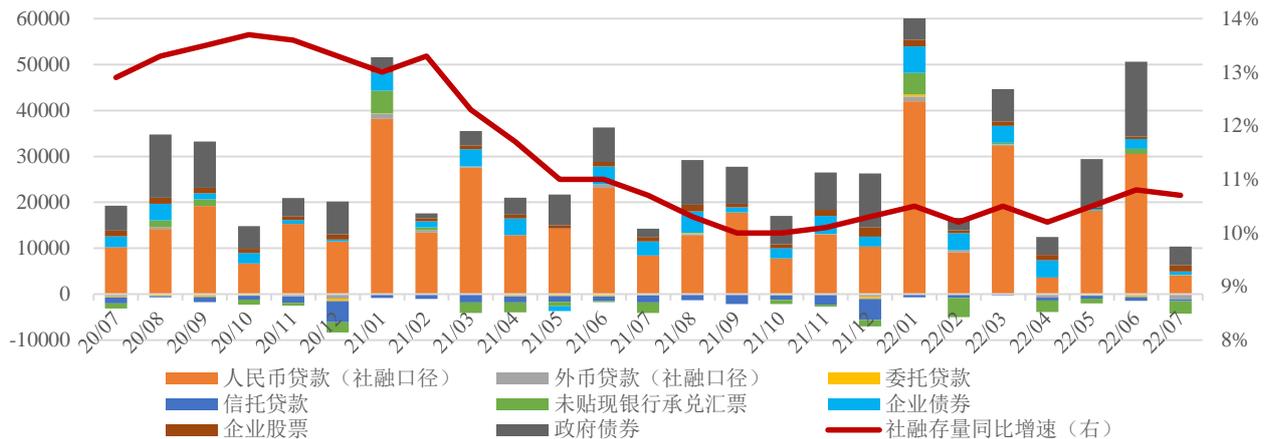
2022年7月，国内部分地区疫情反复叠加房地产项目交付问题抑制居民消费和购房意愿，企业生产经营恢复缓慢，对未来发展信心不足，有效融资需求依旧偏弱，社融规模超预期回落，信贷结构不佳。由于二季度以来银行间市场淤积了大量流动性，加之本月财政支出力度加大，而实体经济融资需求偏弱，银行

间市场流动性延续宽松态势，企业综合融资成本稳中有降。

1. 社融规模超预期回落，实体经济融资需求亟待提振

社融规模超预期回落，社融口径信贷和企业债券净融资是主要拖累因素。7月份新增社融规模7561亿元，同比少增3191亿元；7月末社融规模存量为334.90万亿元，同比增长10.70%，增速较上月末低0.10个百分点。分项上看，7月份社融口径人民币贷款、外币贷款（折合人民币）同比分别少增4303亿元、多减1059亿元，企业债券净融资同比少增2357亿元，是本月社融主要的拖累项，未贴现银行承兑汇票同比多减428亿元，亦对社融形成一定拖累。政府债券净融资同比多增2178亿元，非金融企业股票融资同比多增499亿元，委托贷款同比多增240亿元，信托贷款同比少减1173亿元，对社融形成一定支撑。后续看，7月28日政治局会议指出“支持地方政府用足用好专项债务限额”，7月29日国务院常务会议提到“督促地方加快专项债使用”，央行二季度货币政策执行报告中也表示“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”，为社融规模企稳回升营造了较好的政策环境。

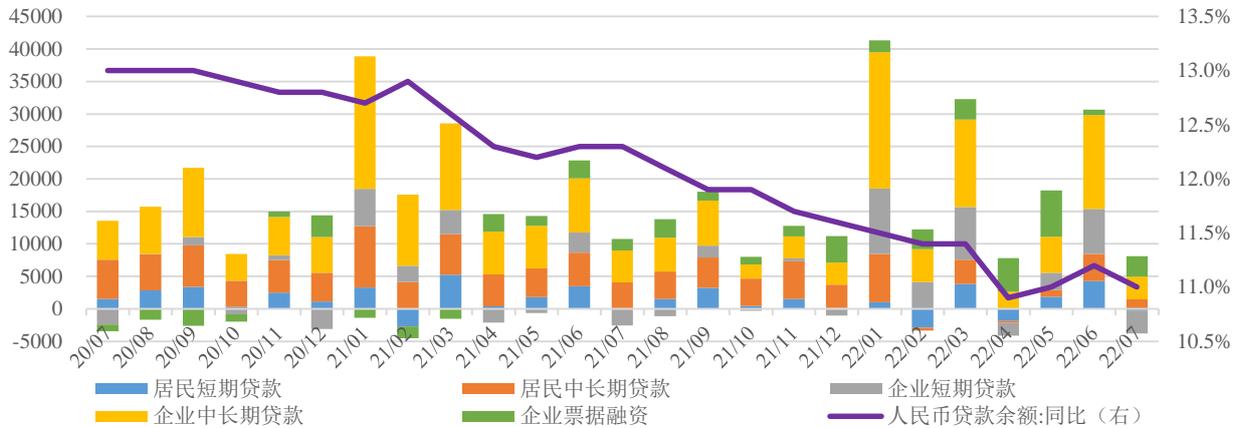
图14. 社融存量增速和增量结构（亿元）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

信贷总量结构均偏弱，实体经济融资需求亟待提振。7月份金融机构口径人民币贷款增加6790亿元，同比少增4042亿元；7月末金融机构口径人民币贷款余额207.03万亿元，同比增长11.0%，增速比上月末低0.2个百分点。结构上看，7月份居民短期、中长期贷款新增规模同比分别少增354亿元、少增2488亿元，表明居民消费和购房意愿仍较弱，主要是由于7月份国内部分地区疫情反复对居民消费形成一定抑制，房地产项目交付问题导致居民购房意愿下降。企业短期贷款、中长期贷款、票据融资同比分别多减969亿元、少增1478亿元、多增1365亿元，表明银行票据冲量行为依旧，企业有效融资需求仍偏弱，主要是由于企业生产经营恢复缓慢、对未来发展信心不足。后续看，8月15日央行下调7天逆回购利率和中期借贷便利（MLF）利率各10个基点，有助于进一步降低融资成本，提振居民和企业信心，激发实体经济融资需求，助力信贷总量修复结构优化。

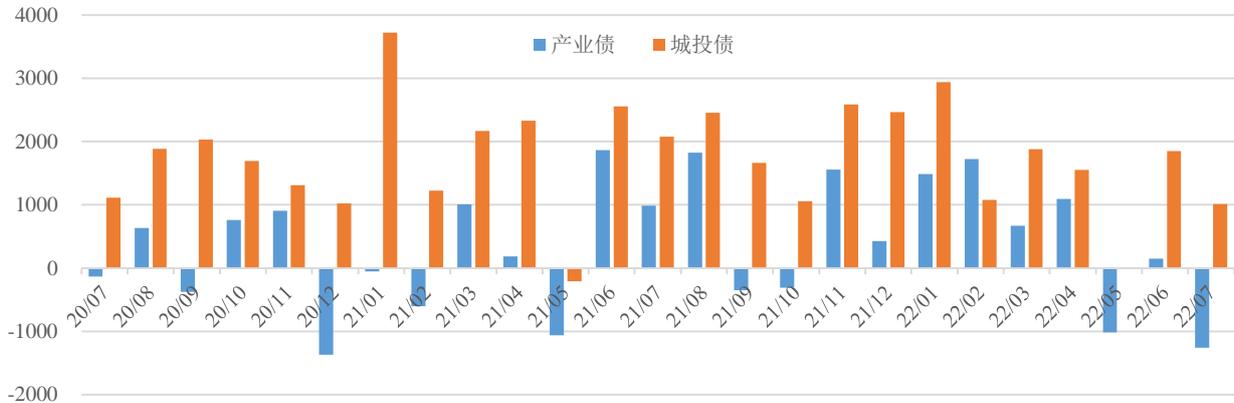
图15. 当月金融机构新增人民币信贷结构（亿元）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

企业债券融资节奏明显放缓。从大类结构看，7月份产业债净融资额-1260.51亿元，同比少增2247.34亿元，融资规模大幅收缩；城投债净融资额1014.46亿元，同比少增1060.75亿元，扩张速度明显放缓。从企业性质看，7月份国企债和民企债净融资规模均明显收缩，其中国企债净融资额-3187.52亿元，同比少增9396.32亿元，民企债净融资额-280.18亿元，同比少增376.63亿元。从区域结构看，7月份北京、上海、广东、福建、天津等15省市企业债券净融资规模呈收缩态势，规模收缩省市数量较上月明显增加。

图16. 产业债和城投债净融资额（亿元）



注：城投债为Wind口径

图17. 国有企业净融资额（亿元）

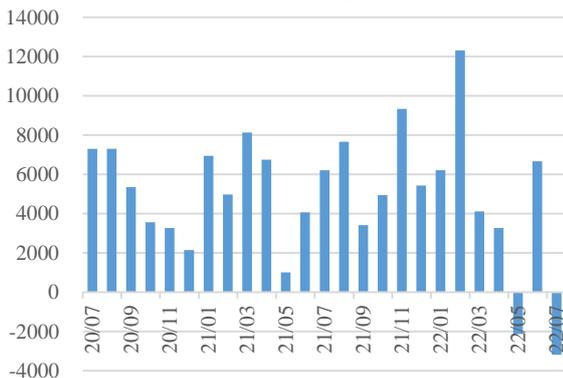
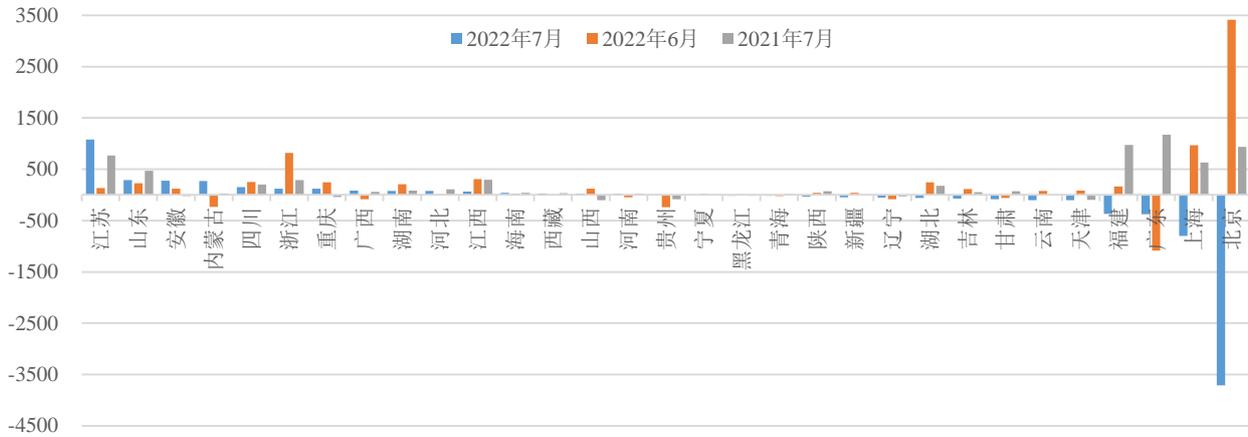


图18. 民营企业净融资额（亿元）



图19. 31省市信用债净融资额（亿元）



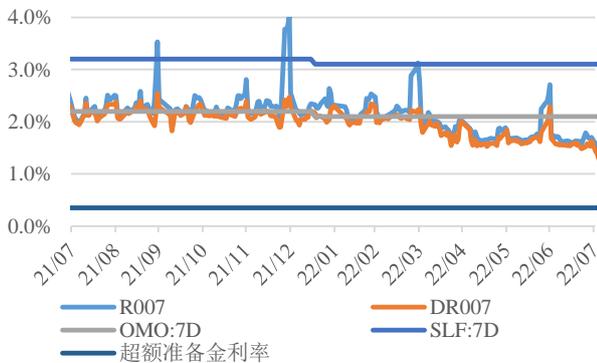
数据来源：Wind，联合资信整理

2. 市场流动性延续宽松，企业综合融资成本稳中有降

市场流动性延续宽松。7月份央行公开市场操作更加精准灵活，总体上以回笼市场资金为主，截至7月31日实现净回笼3940亿元。尽管如此，由于二季度以来银行间市场淤积了大量流动性，加之7月份财政支出稳增长力度加大，而实体经济融资需求依旧较弱，银行间市场流动性维持宽松态势，R007、DR007等短期市场利率持续大幅低于政策利率中枢。**企业综合融资成本稳中有降。**7月份，公司债和企业债加权平均发行利率保持基本稳定，中期票据加权平均发行利率小幅下行。

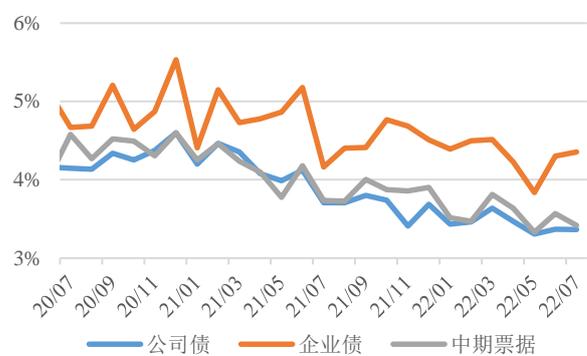
后续看，央行二季度货币政策报告表示“保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模合理增长”，结合5月23日国常会要求“今年专项债8月底前基本使用到位”，预计8月市场流动性仍将维持宽松。此外，8月15日央行下调7天逆回购利率和中期借贷便利（MLF）利率各10个基点，有助于推动企业综合融资成本进一步下降。

图20. 市场资金利率变化趋势



数据来源：Wind，联合资信整理

图21. 债券发行加权平均票面利率变化趋势



三、宏观政策环境

2022年7月，面对经济运行面临的一些突出矛盾和问题，党中央、国务院强调要保持战略定力，坚持稳中求进总基调，贯彻新发展理念，全面落实疫情要防住、经济要稳住、发展要安全的要求，巩固经济回升向好趋势，保持经济运行在合理区间。下半年，按照中央政治局会议的定调，宏观政策将积极作为，用足用好存量政策，全年经济发展力争实现最好结果。

1. 政治局会议定调下半年政策：稳中求进，积极作为，用足用好存量政策

7月28日，习近平主持召开中共中央政治局会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。对于下半年经济工作，会议强调要坚持稳中求进工作总基调，全面落实疫情要防住、经济要稳住、发展要安全的要求，巩固经济回升向好趋势，着力稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果。会议指出，宏观政策要在扩大需求上积极作为，财政货币政策要有效弥补社会需求不足，用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额；货币政策要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。要推动平台经济规范健康持续发展，完成平台经济专项整改，对平台经济实施常态化监管，集中推出一批“绿灯”投资案例。

2. 加大稳健货币政策实施力度，更有力、更高质量支持实体经济

8月1日，人民银行召开2022年下半年工作会议，分析当前经济金融形势，部署下半年重点工作。会议要求，坚持稳中求进工作总基调，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。引导金融机构增加对实体经济的贷款投放，保持贷款持续平稳增长。引导实际贷款利率稳中有降。用好政策性开发性金融工具，重点发力支持基础设施领域建设。加大金融支持民营小微企业等重点领域力度。8月10日，人民银行发布《2022年第二季度中国货币政策执行报告》。《报告》指出，下一阶段将加大稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，为实体经济提供更有力、更高质量的支持。保持货币供应量和社会融资规模合理增长，加大对实体经济的信贷支持力度。结构性货币政策工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”，突出金融支持重点领域和薄弱环节。构建金融有效支持实体经济的体制机制。8月15日，人民银行宣布下调7天期逆回购利率和中期借贷便利（MLF）各10个基点。

3. 出台工业领域碳达峰实施方案，助推工业绿色低碳转型

8月1日，工信部、国家发改委、生态环境部联合印发《工业领域碳达峰实施方案》。《方案》总体目标：“十四五”期间筑牢工业领域碳达峰基础，重点行业二氧化碳排放强度明显下降；“十五五”期间基本

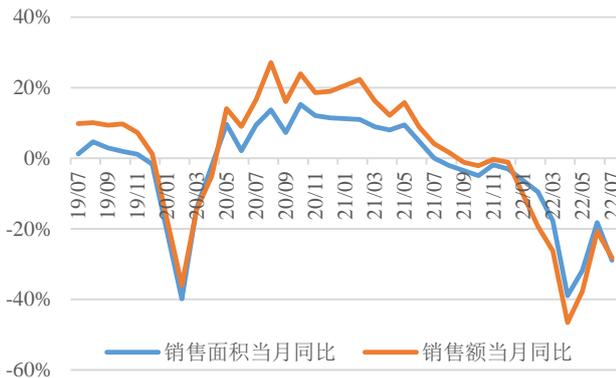
建立以高效、绿色、循环、低碳为重要特征的现代工业体系，确保工业领域二氧化碳排放在 2030 年前达峰。《方案》提出工业领域碳达峰六大重点任务：深度调整产业结构、深入推进节能降碳、积极推行绿色制造、大力发展循环经济、加快工业绿色低碳技术变革、主动推进工业领域数字化转型，两个重大行动：重点行业达峰行动——制定钢铁、建材、石化化工、有色金属等行业碳达峰实施方案，研究消费品、装备制造、电子等行业低碳发展路线图，降低碳排放强度，控制碳排放量；绿色低碳产品供给提升行动——发挥绿色低碳产品装备在碳达峰碳中和工作中的支撑作用，完善设计开发推广机制，为能源生产、交通运输、城乡建设等领域提供高质量产品装备，打造绿色低碳产品供给体系。

四、行业信用风险观察

1. 房地产销售端再次下探，流动性压力依然较大

2022 年 7 月房地产销售端再次下探，“保交楼”有望推动竣工端改善。2022 年 7 月房地产销售额同比降幅再次扩大至 30%左右，房地产销售端去化压力较大下，拖累房地产投资同比降幅扩大，房企对于拿地、新开工仍然十分谨慎。7 月政治局会议强调“压实地方政府责任，保交楼、稳民生”，目前郑州、武汉、天津、南宁、苏州、重庆、济南等多地已经出台成立房地产专项纾困基金、建立“一对一”帮扶机制以及成立专项工作组等政策举措，促进房地产项目尽快落地建设与按期完工。预计未来地方政府将继续在“保交楼”中承担更多责任，牵头组织对接金融机构，积极纾困出险房企、盘活不良资产，推动项目复工完工，有望带动竣工端改善。

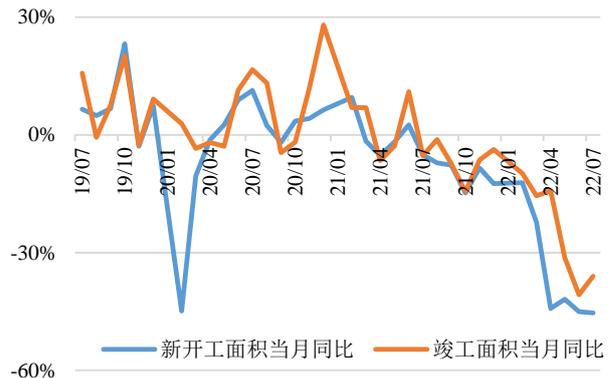
图22. 房地产销售情况



注：2021 年数据为两年平均增速

数据来源：Wind，联合资信整理

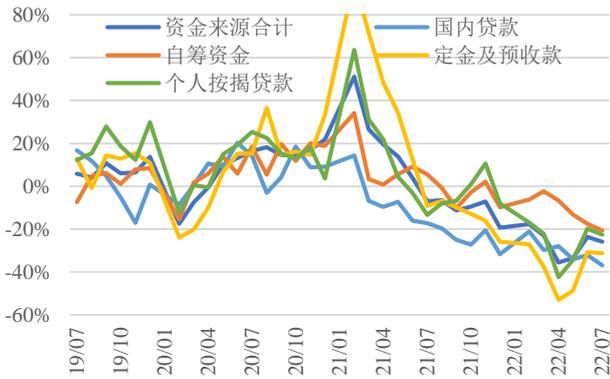
图23. 房屋新开工、竣工情况



房企资金面压力仍然较大。从房地产资金面来看，7 月房地产企业到位资金 1.19 万亿元，同比降幅略扩大至 25.82%，资金面压力仍然较大。分项来看，各项资金来源同比降幅均有所扩大，其中国内贷款、定金及预收款同比降幅分别扩大至 36.81%、31.16%，占比同比有所下降。近期涉房风险事件对于居民购房情绪、金融机构和房企的信心和预期恢复造成了一定影响，行业仍处在探底阶段，实质性的改善尚需等待，

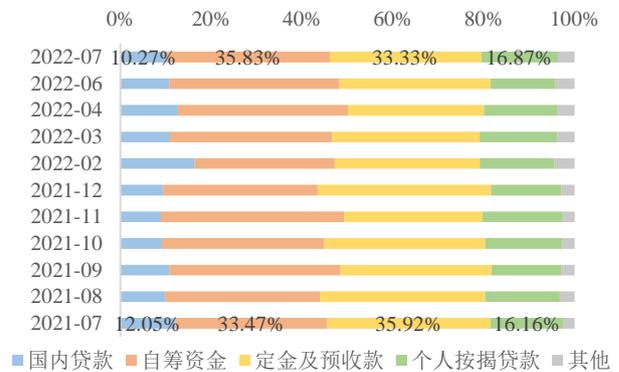
且今年房地产到期债务的规模较大，**短期内房企流动性压力依然较大，行业信用风险值得关注。**

图24. 房地产资金来源当月同比增速情况



数据来源：Wind，联合资信整理

图25. 房地产各项资金来源当月占比情况



2. 建筑行业下行压力加大，内部分化格局或将进一步加剧

受下游房地产行业资金紧张以及风险事件影响，建筑施工企业经营款项回收压力上升，而在建筑行业高杠杆运行下企业本就普遍面临较大的资金压力，叠加回款质量下降的风险，流动性压力进一步显现。虽然 2022 年在稳投资政策下，基建投资有望持续发力，对建筑行业需求端或将形成一定的支撑，但需要注意的是，基建大项目的工程承包方多为大型国有企业，建筑行业的分化格局或将进一步加剧，需要持续关注房建项目较多、偿债指标明显弱化、资金链压力较为突出的尾部民营建筑企业。

3. 汽车产销及出口实现较快增长，部分企业仍面临较大的经营周转压力

2022 年 7 月，国内汽车产销分别为 245.50 万辆和 242 万辆，同比分别增长 31.50%、29.70%，物流和供应链的持续改善、出口的韧性、产业的复工、叠加购置税优惠等促消费政策效果继续显现，共同促进车市增长。未来，疫情反复导致供应链紧张、原材料涨价及芯片等元器件短缺的风险仍在，或将使得企业的营运资本需求上升，加大资金周转压力，特别是部分弱资质企业短期内收入及现金流压力较大，信用风险值得关注。

免责声明

本报告涉及的内容仅供参考，不构成对某种决策的最终操作建议，更不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。联合资信评估股份有限公司就本报告涉及的内容不对接收方做出任何担保，对于本报告涉及内容导致的任何直接的或者间接的投资盈亏等后果，联合资信评估股份有限公司不承担任何责任。

本报告涉及的内容版权仅为联合资信评估股份有限公司所有。如引用发布，需注明出处为联合资信评估股份有限公司，且不得对本报告涉及的内容进行有悖原意的（包括但不限于）引用、删节和修改。

DISCLAIMER

The content provided in this report is for reference only; therefore it does not constitute any final operational advice for certain decision, and is less able to be served as the basis for investment research decisions, as well as any moral, liable or legal basis or evidence, with or without warranty of any kind, either express or implicit. **China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.** assumes no guarantee for the content in the report, nor bears any liability or responsibility for any investment gains and losses, either directly or indirectly, arising from or in reliance upon the content of the report.

The copyright of the content contained in this report are solely owned and reserved by **China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.** A reference to **China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.** shall be made in any citation, and no citation, abbreviation and modification may be made to the content against the original meaning.