

宏观经济宏观月报

8月居民收入预期仍偏弱，政策支持下经济有望继续改善

核心观点

8月居民收入预期有所修复但仍偏弱，政策支持下经济有望继续改善。8月国内除了海南、西藏、新疆以外地区的疫情较7月明显缓和，国内工业、服务业生产均向上修复。8月国内居民收入预期有所修复但仍偏弱，因此8月国内社会消费品零售总额同比增速有所回升但其环比增速与历史同期水平相比却明显偏低，与此同时8月房地产销售同比降幅仍很大，房地产开发投资同比增速继续回落。

在居民收入预期偏弱的情况下，8月国内稳增长政策力度明显加大，国内投资增速明显上升。8月中旬国内央行出台了降息操作，由于8月初国内经济已开始进入向上修复趋势中，因此8月中旬的降息操作很好地推动了投融资增长，8月国内制造业投资、其他投资增速明显上升；8月国内财政支出力度也明显加大，基建投资增速亦明显上升。

8月国内出口同比增速明显回落，背后主要反映了去年高基数效应以及补偿性增长消退后的自然回落。剔除高基数效应后8月国内出口同比增速仍处于较高水平，这与海外高通胀密切相关。在海外高通胀未明显缓解之前，海外对国内相对便宜商品的需求将延续高景气，国内出口同比增速也将维持较高水平，后续国内出口同比增速继续明显回落的概率较小。

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》），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%，8月再次回升至3.1%。

预计9月国内稳增长政策将继续发力，国内经济将进一步向上修复。在此情况下国内居民收入预期也将进一步改善，这将推动国内房地产领域和消费领域的增长，从而逐渐加大国内经济向上修复幅度。

9月国内CPI同比或明显上升，PPI同比继续明显回落。8月CPI同比下行至2.5%，主要由鲜菜、畜肉、蛋类等食品以及服务业、能源等非食品价格环比涨幅低于季节性所致。8月PPI环比为-1.2%，PPI同比继续大幅下行至2.3%，开始低于CPI同比。高频数据显示9月能源价格有所回升，与此同时食品价格明显上涨，预计9月CPI同比明显上升至3.1%，但10月在高基数效应带动下可能会再次回落至3.0%下方，此外，高基数效应带动下9月PPI同比或继续明显回落至1.2%，因此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月中旬至9月上旬，国内流动领域生产资料价格持续上涨，这或表明8月中旬以来国内经济增长速度逐渐加快。

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

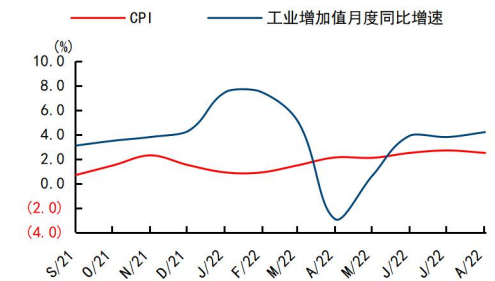
证券分析师：李智能
0755-22940456
lizn@guosen.com.cn
S0980516060001

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	5.80
社零总额当月同比	5.40
出口当月同比	7.10
M2	12.20

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-7月内外需预期均转弱拖累国内经济，8月反弹可期》——2022-08-15
- 《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

内容目录

8 月经济增长：居民收入预期有所修复但仍偏弱，政策支持下经济有望继续改善	4
生产端：8 月国内工业、服务业生产均向上修复.....	4
需求端：投资——政策支持下投资同比增速明显回升.....	7
需求端：消费——社消同比明显回升但环比仍偏弱.....	10
需求端：进出口——出口同比虽回落但仍处于较高水平.....	12
8 月通胀解读：CPI 与 PPI 同比均有所下行	14
2022 年 8 月 CPI 数据分析与未来走势判断.....	14
2022 年 8 月 PPI 数据分析与未来走势判断.....	18
风险提示	21
免责声明	22

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: 8 月制造业、公用事业增加值同比增速上升, 采矿业有所下降.....	5
图 3: 8 月汽车产量增速高位继续上升.....	6
图 4: 8 月工业机器人产量同比有所上升, 集成电路继续回落.....	6
图 5: 历年 8 月工业增加值定基指数环比增速一览.....	6
图 6: 8 月服务业生产指数同比有所回升.....	7
图 7: 8 月固定资产投资同比增速明显上升.....	7
图 8: 8 月国内固定资产投资金额环比明显高于疫情前的水平.....	8
图 9: 8 月制造业、基建、其他投资同比增速均明显上升, 房地产继续回落.....	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: 8 月国内社会消费品零售总额同比增速明显回升.....	11
图 14: 历年 8 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.....	13
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.....	15
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.....	16
图 22: CPI 非食品工业品项环比与历史均值比较.....	16
图 23: 9 月首周食品价格明显上涨.....	17
图 24: 截至 9 月 9 日食品高频价格环比明显高于历史均值.....	17
图 25: 非食品高频价格指数走势.....	18
图 26: 2022 年 8 月 PPI 生产资料、生活资料价格环比均低于历史均值.....	18
图 27: 2022 年 8 月 PPI 生产资料各分项价格环比与历史均值比较.....	19
图 28: 2022 年 8 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.....	20

8 月经济增长：居民收入预期有所修复但仍偏弱，政策支持下经济有望继续改善

8 月国内除了海南、西藏、新疆以外地区的疫情较 7 月明显缓和，国内工业、服务业生产均向上修复。8 月国内居民收入预期有所修复但仍偏弱，因此 8 月国内社会消费品零售总额同比增速有所回升但其环比增速与历史同期水平相比却明显偏低，与此同时 8 月房地产销售同比降幅仍很大，房地产开发投资同比增速继续回落。

在居民收入预期偏弱的情况下，8 月国内稳增长政策力度明显加大，国内投资增速明显上升。8 月中旬国内央行出台了降息操作，由于 8 月初国内经济已开始进入向上修复趋势中，因此 8 月中旬的降息操作很好地推动了投融资增长，8 月国内制造业投资、其他投资增速明显上升；8 月国内财政支出力度也明显加大，基建投资增速亦明显上升。

8 月国内出口同比增速明显回落，背后主要反映了去年高基数效应以及补偿性增长消退后的自然回落。剔除高基数效应后 8 月国内出口同比增速仍处于较高水平，这与海外高通胀密切相关。在海外高通胀未明显缓解之前，海外对国内相对便宜商品的需求将延续高景气，国内出口同比增速也将维持较高水平，后续国内出口同比增速继续明显回落的概率较小。

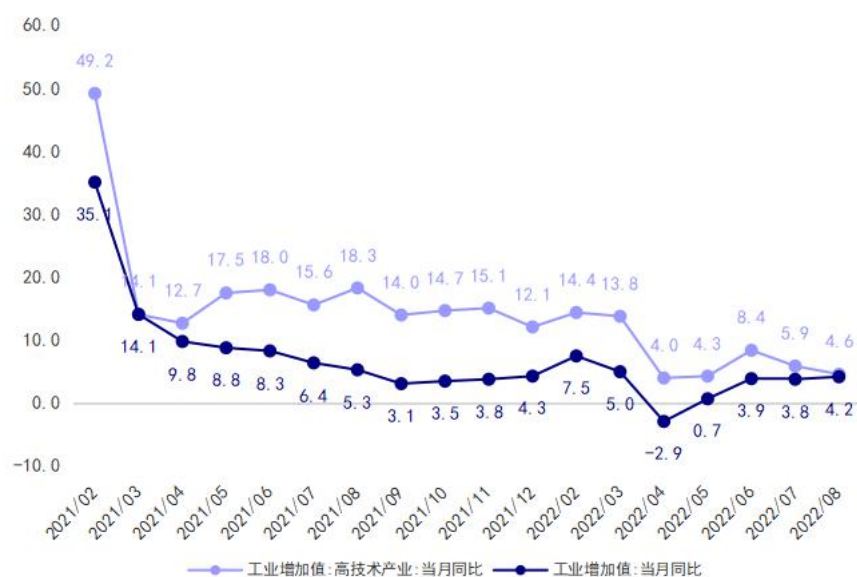
根据我们总结的月度经济指标与 GDP 之间的数量关系（详见报告《国信证券-宏观经济专题：疫情冲击下 GDP 的再评估-20220328》），2022 年 1-2 月国内实际 GDP 同比增速约为 5.9%，3 月约为 3.7%，4 月约为-1.7%，5 月回升至零，6 月继续回升至 3.0%，7 月回落至 2.5%，8 月再次回升至 3.1%。

预计 9 月国内稳增长政策将继续发力，国内经济将进一步向上修复。在此情况下国内居民收入预期也将进一步改善，这将推动国内房地产领域和消费领域的增长，从而逐渐加大国内经济向上修复幅度。

生产端：8 月国内工业、服务业生产均向上修复

8 月国内除了海南、西藏、新疆以外地区的疫情较 7 月明显缓和，工业生产增速有所上行。8 月规模以上工业增加值同比增速为 4.2%，较 7 月上升 0.4 个百分点，其中高技术制造业同比增 4.6%，增速较 7 月回落 1.3 个百分点。

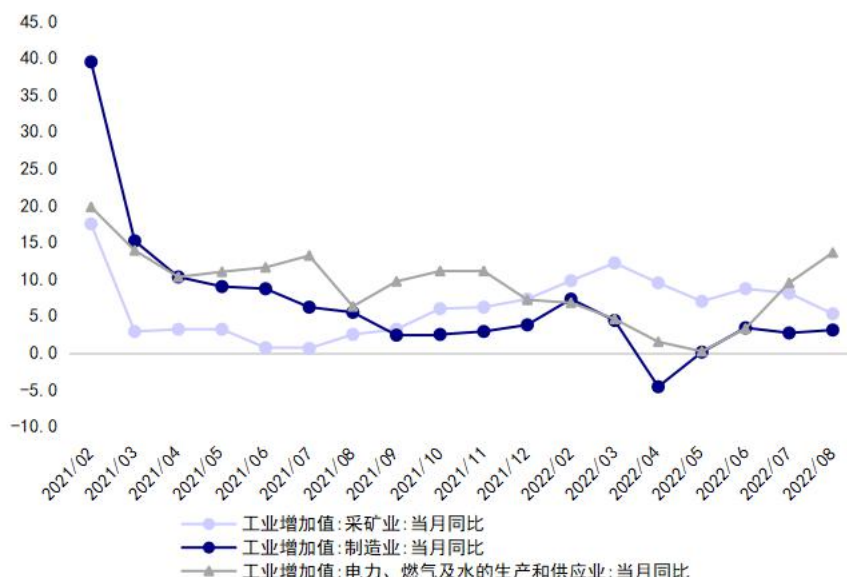
图1：工业增加值与高技术制造业增加值同比增速一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

分三大门类看，8月制造业、公用事业增加值同比增速有所上升；采矿业增加值同比增速有所回落。8月采矿业同比5.3%，较7月回落2.8个百分点，仍明显高于2021年全年两年平均同比2.9%，体现国内保供政策持续发力；制造业3.1%，上升0.4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13.6%，上升4.1个百分点，明显高于2021年全年两年平均同比6.6%。

图2：8月制造业、公用事业增加值同比增速上升，采矿业有所下降

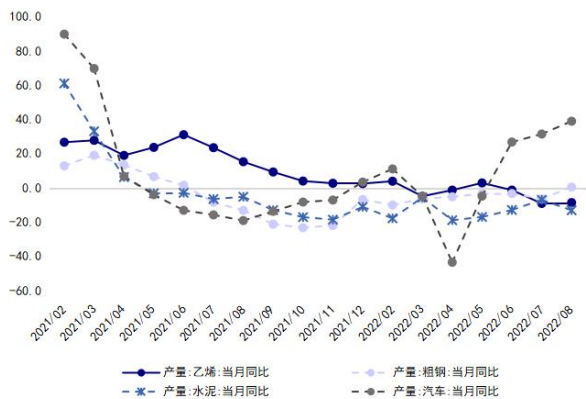


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

分产品看，8月汽车产量同比增速高位继续抬升，乙烯、粗钢、钢材、有色金属产量同比增速有所上升；水泥产量同比增速明显下行。

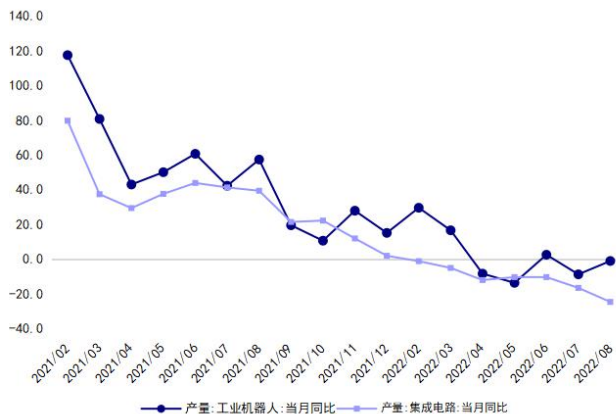
8月粗钢产量同比为0.5%，较7月明显上升6.9个百分点；钢材-1.5%，上升3.7个百分点；水泥-13.1%，明显回落6.1个百分点；乙烯-8.6%，上升0.5个百分点；汽车39.0%，继续上升7.5个百分点；工业机器人-1.1%，上升7.7个百分点；集成电路-24.7%，回落8.1个百分点；整体高技术制造业增加值8月同比为4.6%，较7月继续回落1.3个百分点。

图3：8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

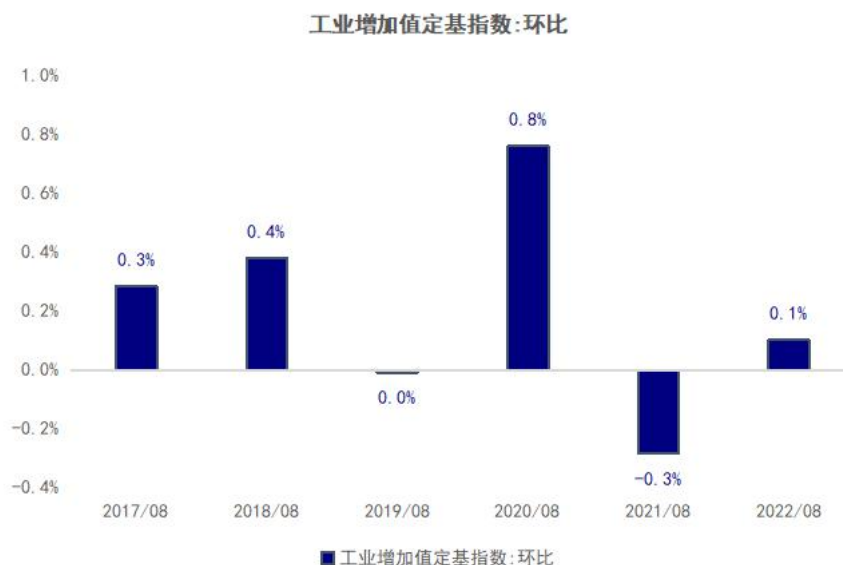
图4：8月工业机器人产量同比有所上升，集成电路继续回落



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8月定基指数环比为0.1%，略低于2017-2019年同期均值0.2%，其中低于2017-2018年同期环比，略高于2019年同期环比。由此可见2022年8月工业生产景气度仍偏弱，但与疫情前三年同期平均水平相差不大。

图5：历年8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8月国内服务业生产指数同比增速为1.8%，较7月回升1.2个百分点。8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: 8月服务业生产指数同比有所回升



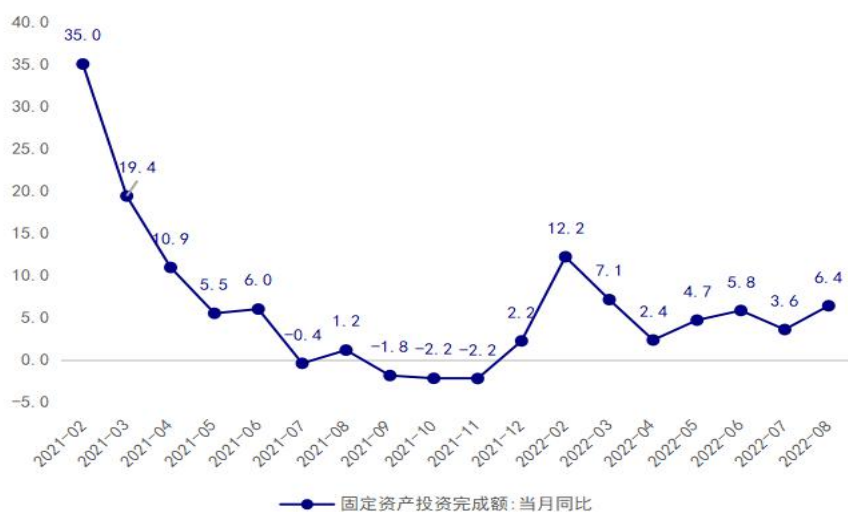
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

需求端: 投资——政策支持下投资同比增速明显回升

国内固定资产投资8月同比增速较7月明显回升, 环比明显高于疫情前2017-2019年同期水平, 亦明显高于2020-2021年同期水平, 8月国内投资景气明显走高。

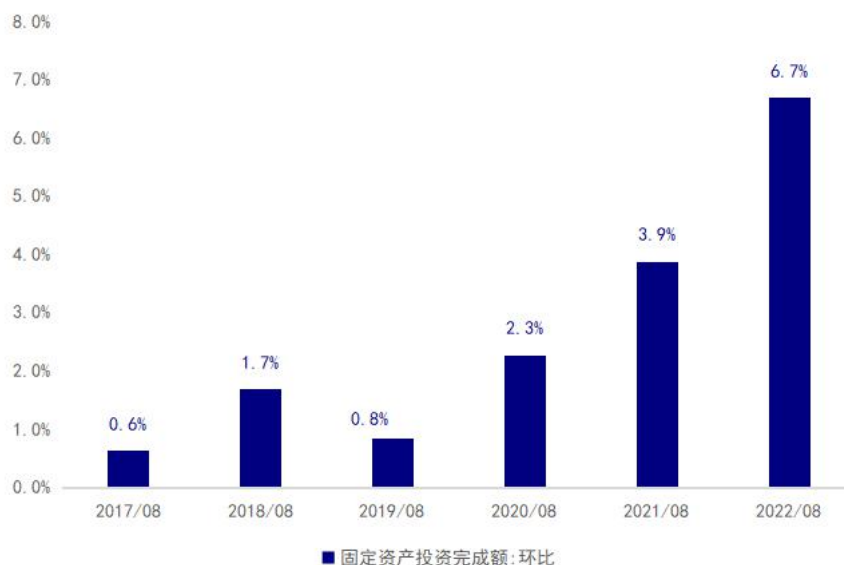
8月固定资产投资当月同比增6.4%, 较7月上升2.8个百分点。8月固定资产投资环比增速为6.7%, 明显高于疫情前2017-2019年同期环比, 亦明显高于2020-2021年同期水平。

图7: 8月固定资产投资同比增速明显上升



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图8: 8月国内固定资产投资金额环比明显高于疫情前的水平



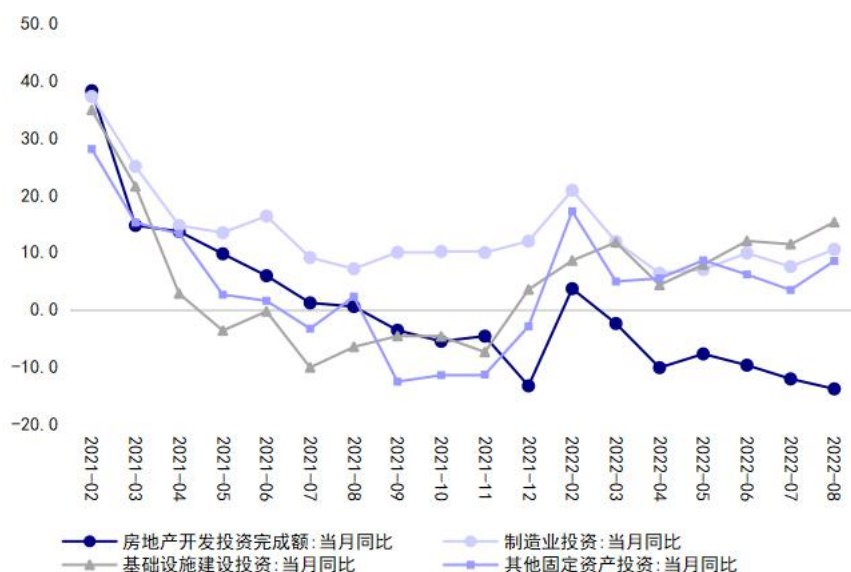
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

8月房地产开发投资当月同比为-13.8%，较7月继续回落1.8个百分点；制造业投资当月同比为10.6%，回升3.0个百分点；基建投资同比15.3%，上升3.8个百分点；其他投资（主要是服务业相关投资）同比8.5%，上升5.0个百分点。

环比来看，制造业投资、基建投资、其他投资环比走势均很强劲，但房地产开发投资仍偏弱。8月房地产开发投资环比为-1.8%，低于2017-2021年同期水平；制造业投资环比为0.4%，高于2017-2021年同期环比；基建投资环比为11.3%，高于2017-2021年同期水平；其他投资环比为-14.1%，高于2017-2021年同期水平。

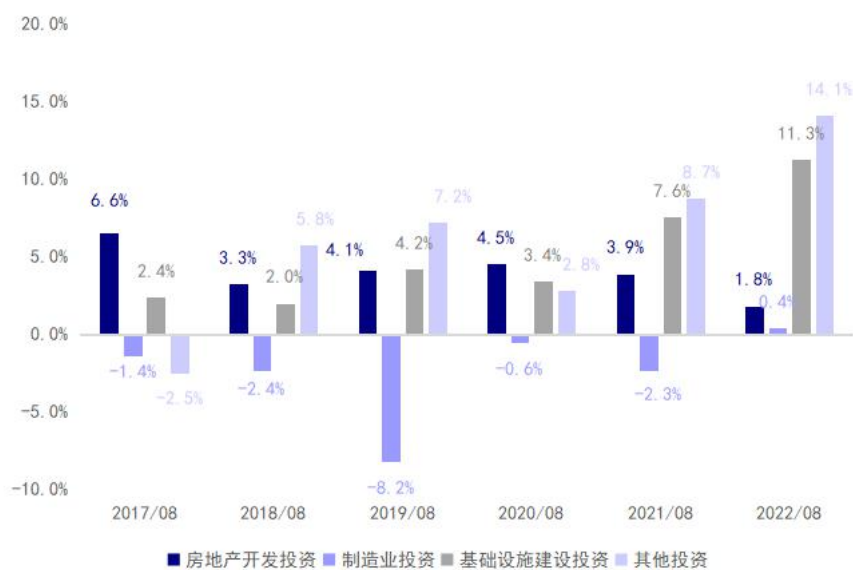
由此可见，8月国内制造业投资、基建投资、其他投资景气明显走高，或与降息、财政发力等政策支持力度明显加大有关，但8月房地产投资仍较低迷，或与疫情持续反复背景下居民收入预期仍未明显好转有关。

图9：8月制造业、基建、其他投资同比增速均明显上升，房地产继续回落



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

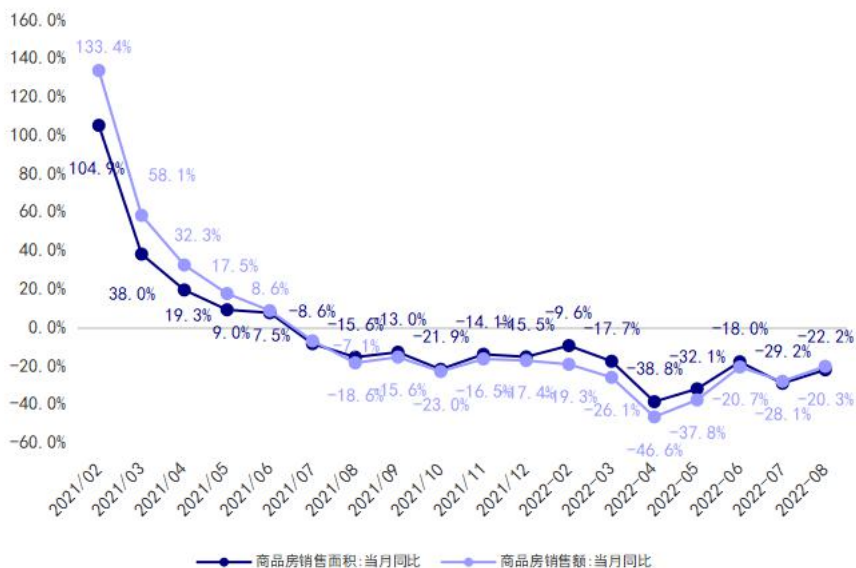


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

8月商品房销售面积和销售金额同比降幅有所收窄。商品房销售面积8月同比为-22.2%，同比降幅较7月收窄7.0个百分点；商品房销售金额同比为-20.3%，同比降幅较7月收窄7.8个百分点。

8月国内商品房销售环比增速高于2017-2019年同期水平，房地产销售景气有所恢复。

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——社消同比明显回升但环比仍偏弱

8月国内疫情仍在反复，虽然剔除海南、西藏、新疆后的区域每日新增感染者人数较七月明显下降，但全国整体每日新增远超7月时的水平，因此国内居民的收入预期并未明显好转，国内消费景气仍偏弱，低基数效应下国内社会消费品零售总额同比增速虽然明显回升，但环比增速仍明显低于疫情前同期水平。

8月社会消费品零售总额同比增速为5.4%，较7月上升2.7个百分点。其中商品零售同比增速为5.1%，上升1.9个百分点；餐饮8.4%，继续上升9.9个百分点。

限额以上商品零售中，销售同比增速并未出现普遍上升形势。8月石油及制品类、汽车类销售同比增速明显上升，但金银珠宝类、化妆品类、家电、文化办公用品、家具、通讯器材类、建筑及装潢材料类的销售同比增速均明显回落。

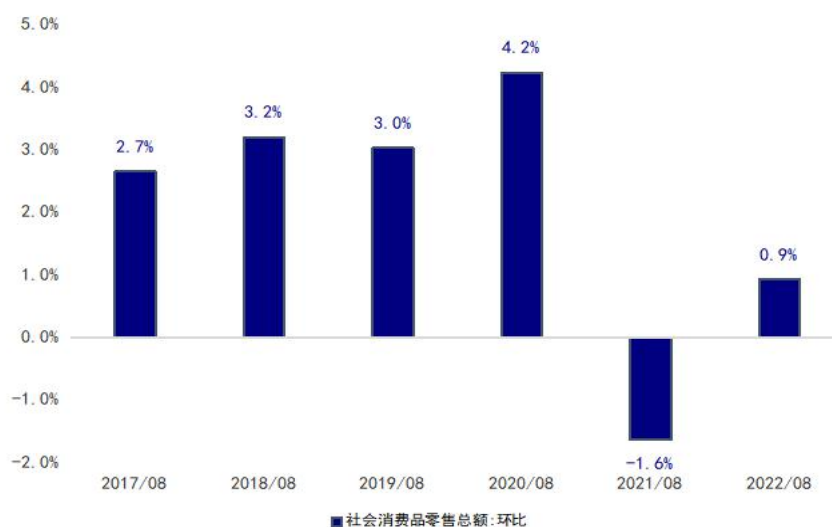
图13: 8月国内社会消费品零售总额同比增速明显回升



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从环比来看，今年8月社会消费品零售总额环比为0.9%，仍明显低于疫情前2017-2019年同期环比，表明8月国内消费景气仍偏弱，或与疫情持续反复背景居民收入预期仍未明显好转有关。

图14: 历年8月社会消费品零售总额环比一览



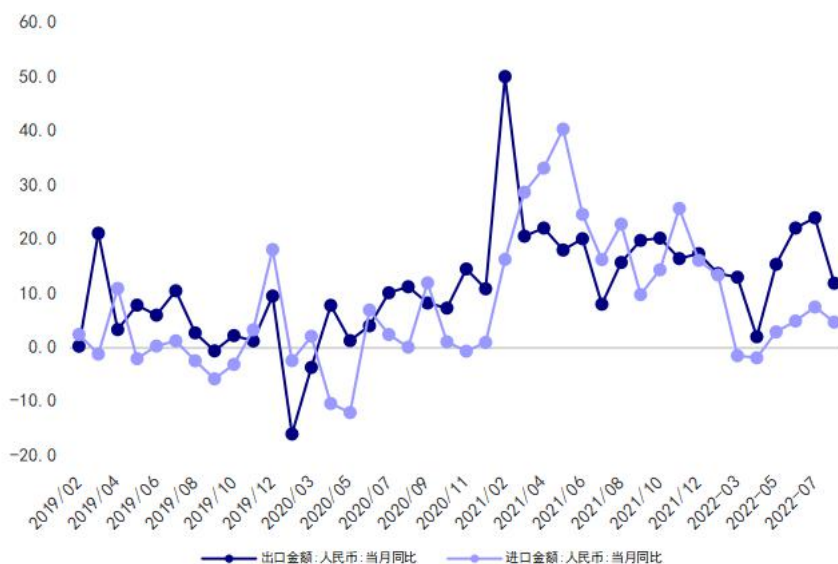
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

需求端：进出口——出口同比虽回落但仍处于较高水平

8月中国出口、进口（人民币计价，下同）同比均回落，其中出口同比增速回落幅度较大。8月中国出口同比增速为11.8%，较7月明显回落12.1个百分点；进口同比增速为4.6%，回落2.8个百分点。

8月国内出口同比增速明显回落或主要源于两个短期因素，并不意味着趋势性回落的开始：一是去年高基数导致同比回落，去年8月国内出口金额环比明显高于2017-2020年同期环比，即使今年国内出口金额环比符合历史平均水平，去年同期异常高的环比也会拉低今年的同比；二是补偿性增长结束后环比增速的自然回落，4月国内供应链受疫情严重冲击，5月开始逐渐恢复，国内出口订单也逐渐进入补偿性生产，进而推高了6、7月国内出口增速，补偿性增长结束后会有一个自然回落的过程。

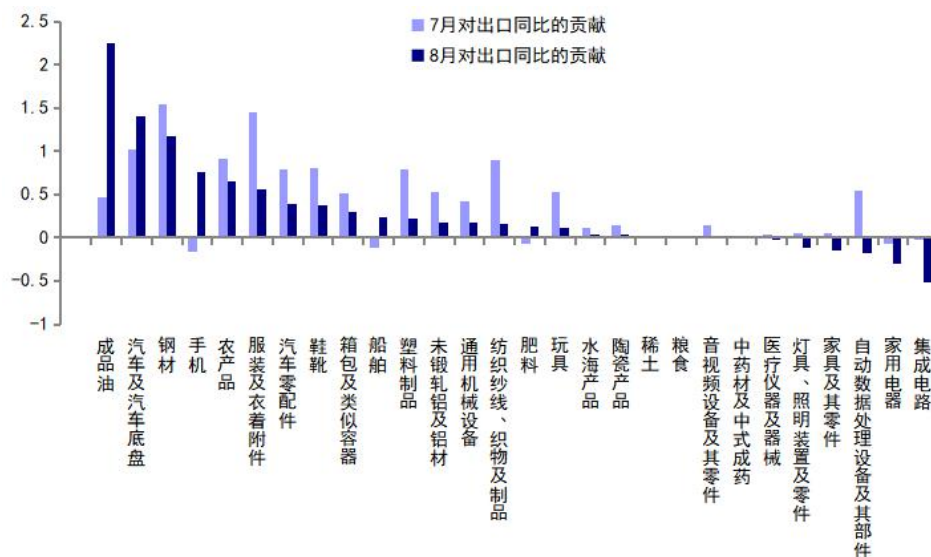
图15：中国进口、出口金额同比走势一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

各出口产品中，8月大部分产品对出口同比的贡献均有所回落，但成品油、汽车及汽车底盘、手机对8月出口同比的贡献较7月明显提升。

图 16: 国内不同出口产品对整体出口同比的贡献

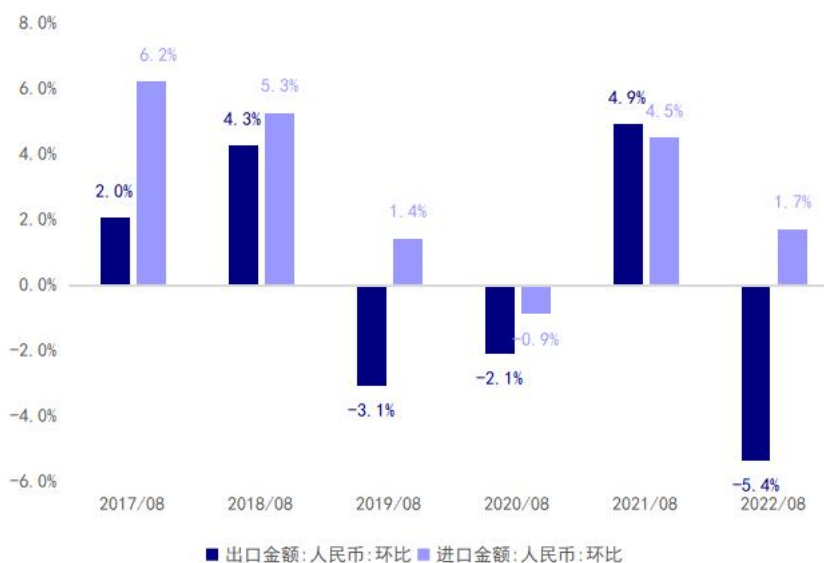


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从环比来看, 2022 年 8 月出口金额环比增速为-5.4%, 明显低于 2017-2019 年同期环比, 亦低于 2020-2021 年同期环比, 2022 年 8 月国内出口环比偏弱; 8 月进口环比为 1.7%, 低于 2017-2018 年同期环比, 略高于 2019 年同期环比, 表明 2022 年 8 月国内进口环比亦偏弱。

若剔除 2021 年 8 月高基数的影响, 今年 8 月国内出口同比(人民币计价)将达到 15%左右, 仍然处于较高水平。国内出口高景气与海外高通胀密切相关, 在海外高通胀未明显缓解之前, 海外对国内相对便宜商品的需求将延续高景气, 国内出口同比增速也将维持较高水平, 后续国内出口同比增速继续明显回落的概率较小。

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

8月通胀解读：CPI与PPI同比均有所下行

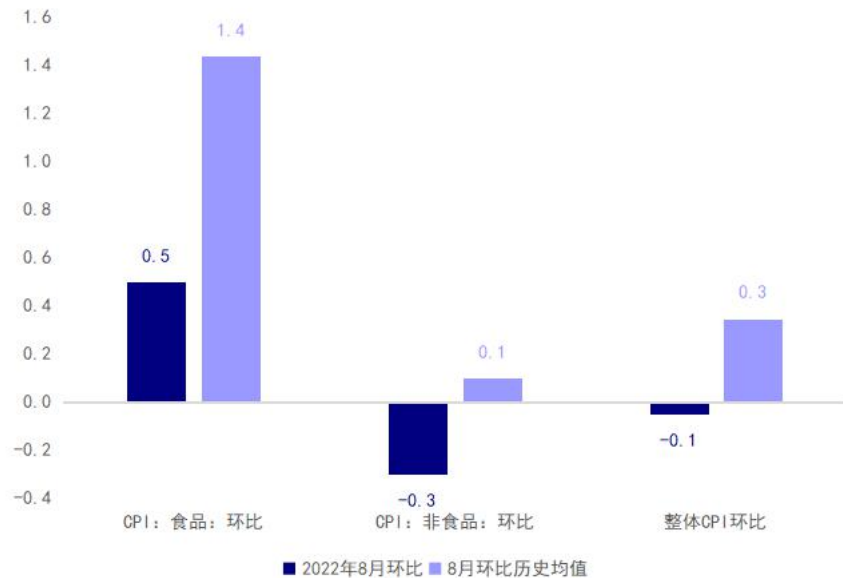
8月CPI同比下行至2.5%，主要由鲜菜、畜肉、蛋类等食品以及服务业、能源等非食品价格环比涨幅低于季节性所致。8月PPI环比为-1.2%，PPI同比继续大幅下行至2.3%，开始低于CPI同比。

高频数据显示9月能源价格环比有所回升，与此同时食品价格明显上涨，预计9月CPI同比明显上升至3.1%，但10月在高基数效应带动下可能会再次回落至3.0%下方，此外，高基数效应带动下9月PPI同比或继续明显回落至1.2%，因此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月中旬至9月上旬，国内流动领域生产资料价格持续上涨，这或表明8月中旬以来国内经济增长速度逐渐加快。

2022年8月CPI数据分析与未来走势判断

8月CPI同比为2.5%，较7月回落0.2个百分点。8月CPI环比为-0.1%，低于季节性水平约0.4个百分点。其中8月食品、非食品环比均低于季节性。（7月季季节性指2005-2021年同期环比均值，下同）

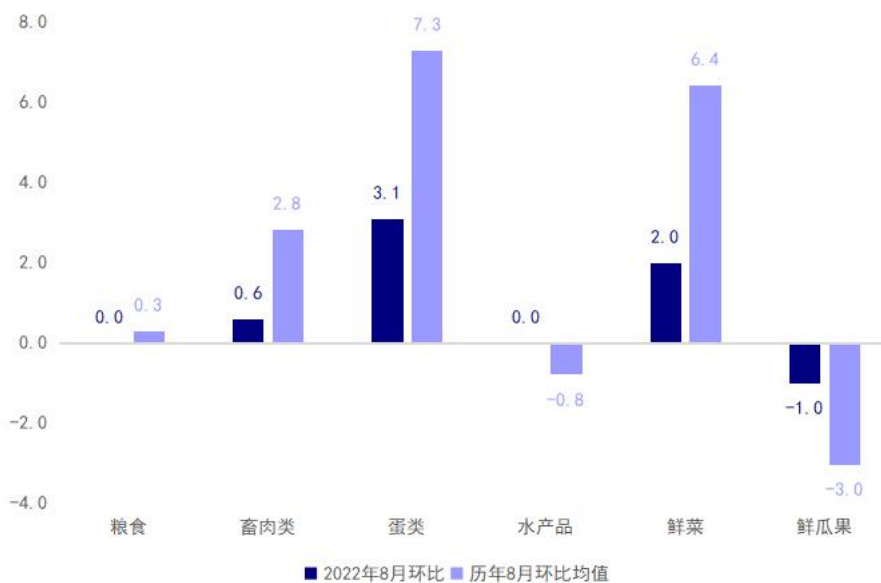
图18: CPI环比与历史均值比较



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

8月食品环比为0.5%，低于季节性约0.9个百分点，其中鲜菜、畜肉、蛋类价格环比低于季节性部分对食品环比的额外贡献分别为-0.6、-0.4、-0.2个百分点；鲜果、水产品价格环比高于季节性部分对食品环比的额外贡献分别为0.2、0.1个百分点。

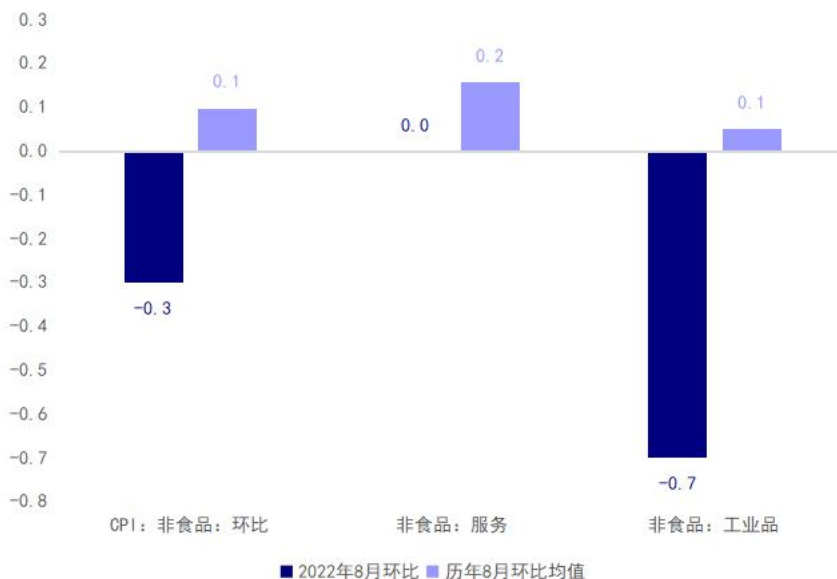
图19: CPI 食品项环比与历史均值比较



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

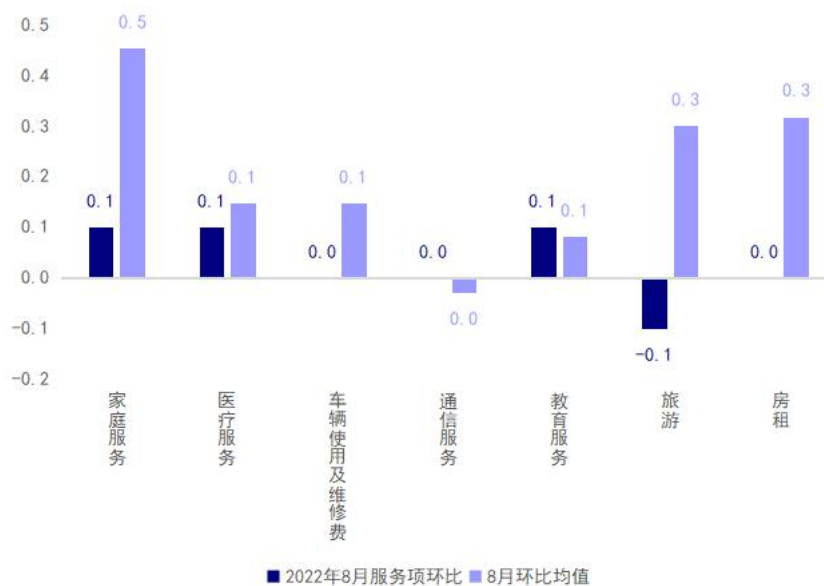
8月非食品环比为-0.3%，低于季节性约0.4个百分点。非食品中服务价格环比为零，低于季节性约0.2个百分点，其中家庭服务、旅游、房租价格环比明显低于季节性；非食品中工业品价格环比为-0.7%，低于季节性约0.8个百分点，其中家用器具、车辆用燃料、水电燃料价格环比明显低于季节性。

图20: CPI 非食品项环比与历史均值比较



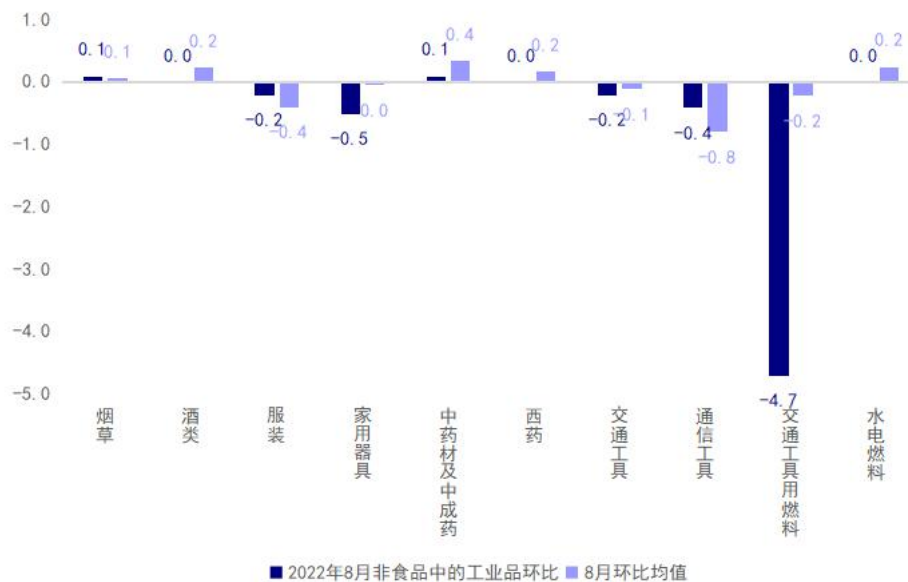
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

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



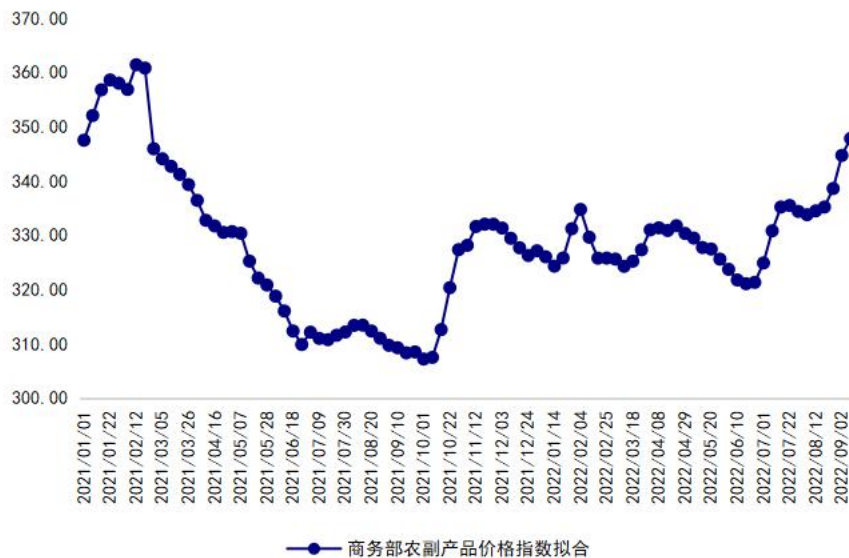
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

9月首周食品价格明显上涨。截至9月9日,9月国信食品价格高频指标环比为3.5%,明显高于历史均值1.3%,2022年9月食品价格环比或明显高于季节性水平。

非食品方面,截至9月16日,9月国信非食品高频指标环比为0.1%,仍低于历史均值1.3%,预计9月整体非食品环比或低于季节性水平。

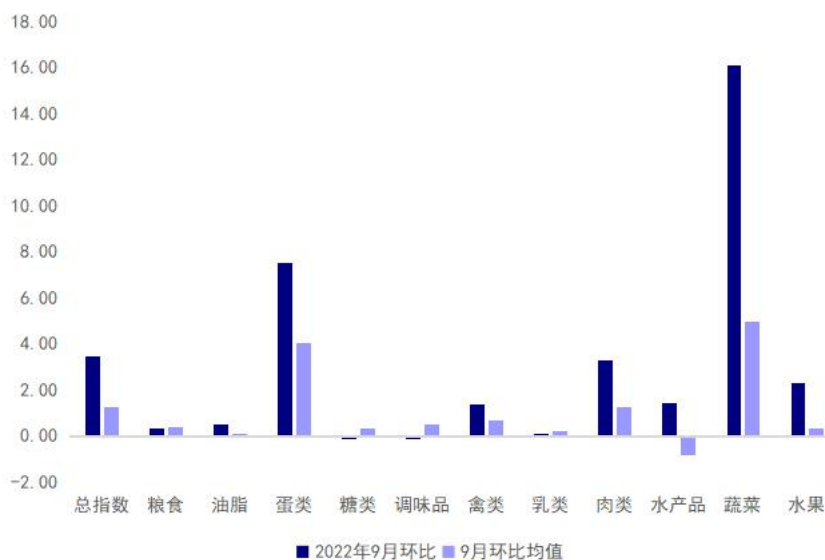
预计 2022 年 9 月 CPI 食品环比约为 2.5%，非食品环比约为 0.2%，CPI 整体环比约为 0.6%，9 月 CPI 同比或明显上升至 3.1%。

图 23: 9 月首周食品价格明显上涨



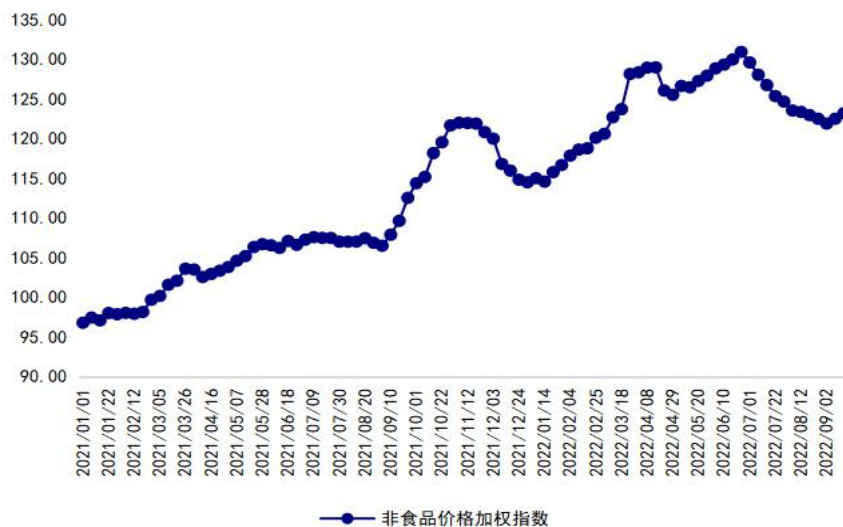
资料来源: CEIC、WIND、国信证券经济研究所整理

图 24: 截至 9 月 9 日食品高频价格环比明显高于历史均值



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



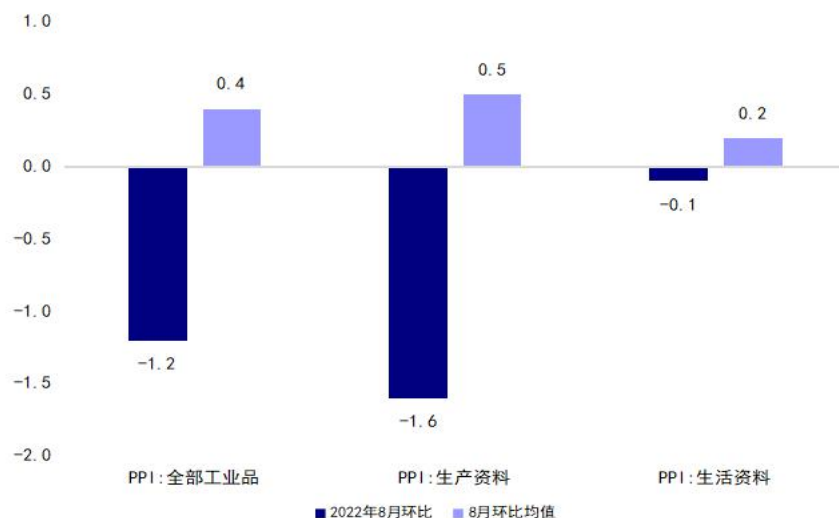
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

2022 年 8 月 PPI 数据分析与未来走势判断

8 月 PPI 同比继续明显回落, 环比仍处于负值区间。8 月 PPI 同比为 2.3%, 较 7 月继续回落 1.9 个百分点; 环比为-1.2%, 较 7 月小幅上升 0.1 个百分点, 8 月环比明显低于疫情前三年同期均值。

8 月 PPI 生产资料、生活资料价格环比均明显低于疫情前三年同期均值。PPI 生产资料 8 月环比为-1.6%, 较上月回落 0.1 个百分点, 低于历史均值 2.1 个百分点; PPI 生活资料 8 月环比为-0.1%, 较上月回落 0.3 个百分点, 低于历史均值 0.3 个百分点。

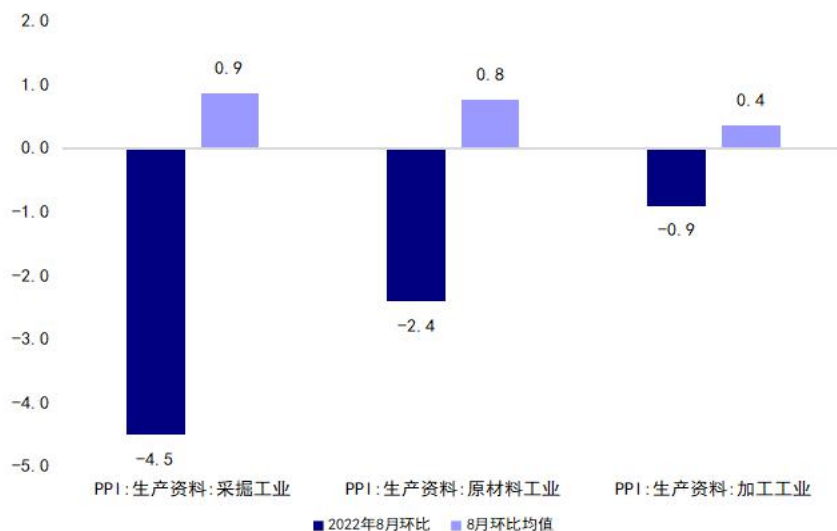
图 26: 2022 年 8 月 PPI 生产资料、生活资料价格环比均低于历史均值



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同期均值比较来看，8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5.4、3.2、1.3个百分点。

图27: 2022年8月PPI生产资料各分项价格环比与历史均值比较

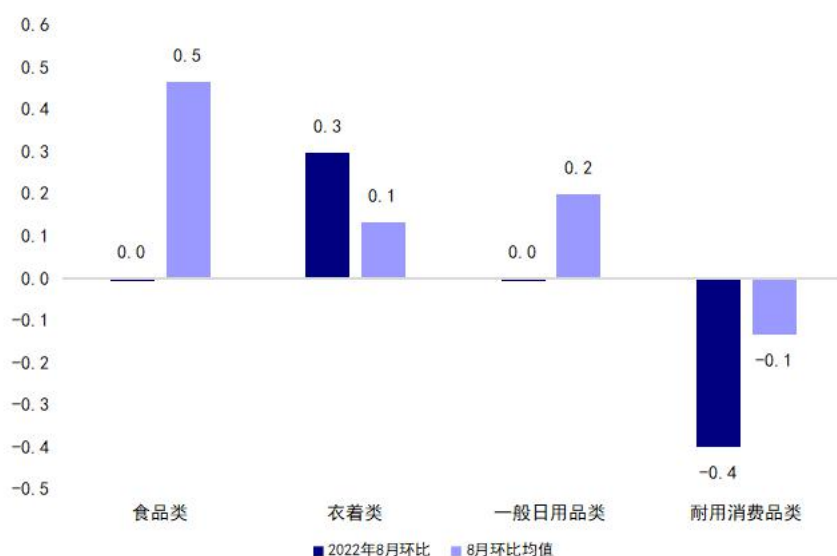


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

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

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

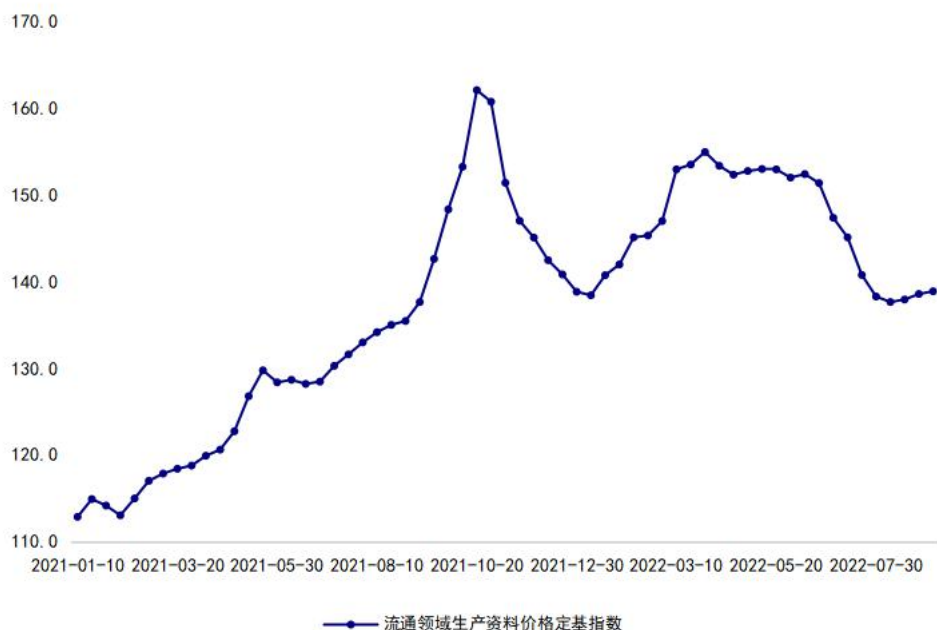
图28: 2022年8月PPI生活资料各分项价格环比与历史均值比较



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

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8月上旬价格上涨的产品数量较7月明显增加；8月中旬国内流通领域生产资料价格整体小幅上涨，下旬继续上涨；9月上旬国内流通领域生产资料价格继续小幅上涨。8月中旬以来国内流通领域生产资料价格持续小幅上涨或验证了8月以来国内经济向上修复速度逐渐加快。预计9月国内PPI环比小幅转正，但在去年高基数带动下PPI同比继续明显下行至1.2%。

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