

相关报告

《宏观定期：稳增长力度增强，预计延续弱复苏》 2022-08-29

《宏观定期：经济处在探底阶段，稳增长基调再增强》 2022-04-30

《宏观定期：一二月增长超预期，复苏压力依然严峻》 2022-03-28

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编：200122

投资要点：

● 八月宏观观点：全年整体延续弱复苏逻辑

工业产出回升，制造业企稳：8月份，全国规模以上工业增加值同比增长4.2%，比上月加快0.4个百分点；环比增长0.32%。分三大门类看，采矿业增加值同比增长5.3%，制造业增长3.1%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长13.6%。装备制造业同比增长9.5%，比上月加快1.1个百分点。整体上我国工业生产复苏节奏较好，库存周期来看，利润预期转好，原材料库存稳步增长，但产成品存在一定被动去库特征，反映出需求侧仍然有待进一步改善。

地产延续下滑，基建投资稳中有增：8月我国固定资产投资累计同比增长5.8%，环比增长0.36%。结构上，地产投资降幅扩大至7.4%，基建投资逆势增长10.4%，制造业投资稳定在10%。从三项目贡献率来看，基建的逆势增长并不能有效弥补地产投资的下滑缺口，整体投资需求偏弱。逻辑上，地方政府的基建投资依然从属于地产链条，在地产下行期没有强力的财政政策支撑，基建投资项目增量有限。

餐饮消费边际改善强于商品：8月份，社会消费品零售总额36258亿元，同比增长5.4%。其中，除汽车以外的消费品零售额32283亿元，增长4.3%。社零同比增长5.4%，明显好于市场预期3-4%的预期。结构上，餐饮消费好转程度大于商品消费商品零售32510亿元，同比增长5.1%；餐饮收入3748亿元，增长8.4%。商品消费内部，汽车消费增幅明显，地产链相关的家具、家电仍然低迷。

信贷结构转好，需求依然偏弱：2022年8月社会融资规模增量为2.43万亿元，比上年同期少5571亿元，存量为337.21万亿元，同比增长10.5%。总量上，社融仍略低于去年同期，主要是企业债与政府债的融资大幅缩量。结构上，人民币贷款增量不低，非标融资大幅提升；人民币贷款内部，票据融资受监管压制，企业短贷与中长贷均修复较好；数据上居民部门似乎仍然存在“借短还长”的逻辑，对应地产链仍然待提振。

出口动能延续高增，订单有所背离：8月份，货物进出口总额37124亿元，同比增长8.6%。其中，出口21241亿元，增长11.8%；进口15882亿元，增长4.6%。进出口相抵，贸易顺差5359亿元。结构上（1）杂项制品，包括家具、日用品等（2）纺织用品（3）机电设备，包括手机电脑等；下滑明显结构上，车辆相关产业链出口景气度仍然较高，主要是新能源汽车。整体上，我国替代东南亚地区的产能优势逐步下降，出口动能边际放缓。

CPI上扬PPI回落，通胀压力整体平稳：8月份，消费市场运行总体平稳，受猪肉、鲜菜等食品价格上涨及季节性因素影响，CPI上涨2.5%，涨幅比上月回落0.2个百分点；其中，食品价格上涨6.1%，涨幅比上月回落0.2

个百分点，影响 CPI 上涨约 1.09 个百分点。受国际原油、有色金属等大宗商品价格波动传导和国内部分行业市场需求偏弱等多种因素影响，工业品价格走势整体下行。PPI 上涨 2.3%，涨幅比上月回落 1.9 个百分点。其中，生产资料价格上涨 2.4%，影响 PPI 上涨约 1.87 个百分点。当前国内通胀压力整体平稳。

● 政策：国常会部署纾困政策，央行对冲币值压力

9 月 8 日、13 日、21 日、27 日，国常会召开四次会议部署纾困政策，要点有（1）对制造业中小微企业、个体工商户前期缓缴的所得税等“五税两费”（2）支持全国性商业银行以不高于 3.2% 的利率积极投放中长期贷款。人民银行按贷款本金的 100% 对商业银行予以专项再贷款支持。（3）支持保订单拓市场。强化外贸企业用能、用工、物流等保障，必要时全力予以支持，确保履约。（4）强化交通物流保通保畅和支持相关市场主体纾困的政策，支撑经济平稳运行。受美联储加息以及全球主要经济体货币政策的收缩影响，央行采取降低外汇存款准备金率 2% 以及提高远期售汇业务外汇风险准备金 20% 的手段对冲近期人民币快速贬值的压力。

● 宏观展望：四季度或中枢上行，全年延续弱复苏

地产链条修复不佳是当前经济复苏动能偏弱的核心因素，地产改善迟迟不能兑现，一是供给与二手交易层面的政策力度不够，二是居民购房观望预期增强、需求偏弱；加之基建领域扩张难以弥补地产链条的下滑，外贸动能下滑增添不利因素，社会总需求偏弱。信贷层面，由于居民与企业部门杠杆偏高，加杠杆动力不强，因此在没有有力政策导向或财政支撑的情况下，自发修复倾向于认为偏弱。

在当前需求格局下，货币供给较难收敛，因此资金面的基调或持续宽松。但受制于全球的货币政策紧缩问题，央行存在被动缩表，一定程度削弱货币力度。四季度来看，有两万亿 MLF 集中到期，流动性存在一定缺口，届时或存在一次 50BP 降准以及部分 MLF 缩量续作对冲。

根据动态因子机器学习跟踪估算，三季度 GDP 增速估计在不到 4%，四季度或小幅好转，但当前的政策力度下难以有效拉高，若四季度中枢上行至 5.5%，全年增速或在 4% 以内，因此全年依然是弱复苏逻辑。

● 大类资产展望：偏于谨慎

（1）股票市场：近期市场信心偏弱，宏观因素压制市场情绪，同时政策增量有限，经济依然是弱复苏主线。而伴随四季度中枢的拉升，盈利底逐步构建，预计四季度市场情绪将会有所改善，可以考虑布局左侧交易。当前的货币政策力度料将维持，信用环境或趋于小幅改善，形成“宽货币到小幅度宽信用”的传导，小盘股或占优。

（2）债券市场：当前债券市场的博弈或主要集中在基本面与资金面的边际变化。进入四季度，我们认为弱复苏逻辑下，经济增速层面对于定价中枢上行的驱动是有限的，估计中枢在 2.7% 附近。但考虑到四季度到期缺口，资金面或小幅收敛，届时可能驱动中枢 2.75% 附近。品种上，短端息差压缩较为明显，调整空间偏大，长端相对安全，曲线或趋于平缓。

（3）外汇市场：人民币汇率突破 7 关口，美元指数持续走高一方面是

美国加息预期增强，另一方面是全球避险情绪的增强。全球经济偏弱的背景下，中美货币周期的错位或持续加存在，人民币汇率持续承压。

风险提示：疫情因素扰动，基本面复苏或不及预期

内容目录

1. 八月宏观观点：全年整体延续弱复苏逻辑	6
1.1. 工业产出回升，制造业企稳	6
1.2. 地产延续下滑，基建投资稳中有增	6
1.3. 餐饮消费边际改善强于商品	6
1.4. 信贷结构转好，需求依然偏弱	6
1.5. 出口动能延续高增，订单有所背离	6
1.6. CPI 上扬 PPI 回落，通胀压力整体平稳	6
1.7. 政策：国常会部署纾困政策，央行对冲币值压力	7
1.8. 宏观展望：四季度或中枢上行，全年延续弱复苏	7
1.9. 大类资产展望：偏于谨慎	8
2. 高频经济数据追踪	9
3. 经济数据追踪	10
3.1. 工业生产	10
3.2. 消费、投资、净出口	11
3.2.1. 消费端表现	11
3.2.2. 投资端表现	11
3.2.3. 外贸端表现	12
3.3. 通货膨胀	13
3.3.1. 居民消费品价格指数（CPI）	13
3.3.2. 工业生产者价格指数（PPI）	13
3.4. 货币信贷	14
4. 流动性跟踪与债市回顾	15
4.1. 公开市场操作	15
4.2. 财政投放与政府债发行	15
4.1. 资金与现券追踪	16
5. 风险提示	17

图表目录

图 1：动态因子模型对 GDP 同比高频追踪预测	8
图 2：2018 年以来宏观景气指数累计值与周内环比变动	9
图 3：2019 年以来宏观高频景气指数同比增速与 4 周均值	9
图 4：近期高频景气指数同比增速与 4 周均值	9
图 5：近期宏观景气指数累计值与周内环比变动	9
图 6：制造业采购经理人指数走势	10
图 7：制造业 PMI 需求分项指数	10
图 8：制造业 PMI 生产指数与库存周期	10
图 9：制造业 PMI 价格分项指数	10
图 10：规模以上工业增加值增速	10
图 11：工业增加值细分项目增速	10
图 12：社会零售品消费总额当月同比增速	11
图 13：社零商品与餐饮分项当月同比增速	11
图 14：固定资产投资累计同比与环比增速	11
图 15：三大固定资产投资分项累计同比增速	11
图 16：三大基建投资分项累计同比增速	11

图 17: 基建项目入库数同比增速.....	11
图 18: 70 个大中城市商品住宅价格增速.....	12
图 19: 30 大中城市商品房成交面积增速.....	12
图 20: 进出口金额当月同比增速.....	12
图 21: 外贸集装箱吞吐量旬度增速与出口金额增速.....	12
图 22: 出口同比增长细分项目贡献率.....	12
图 23: 居民消费者价格指数同环比增速.....	13
图 24: CPI 当月同比增速的新涨价与翘尾因素.....	13
图 25: CPI 分项对当月同比增速的拉动.....	13
图 26: CPI 各分项成分占比逐月测算.....	13
图 27: 工业生产者出厂价格指数同比增速.....	13
图 28: PPI 当月同比增速的新涨价与翘尾因素.....	13
图 29: 螺纹钢与 Q5500 煤炭价格走势.....	14
图 30: 布伦特原油现货价格与国内南华工业品指数.....	14
图 31: 广义货币与社融存量同比增速与剪刀差.....	14
图 32: 社融分项对当月同比增速拉动率变化.....	14
图 33: 新增人民币贷款内部结构.....	14
图 34: 票据融资占新增人民币贷款比重.....	14
图 35: 近 1 个月央行公开市场日度操作.....	15
图 36: 近期 MLF 月度操作.....	15
图 37: 粗估财政存款增加与减少 (公共财政+政府基金).....	15
图 38: 近六年财政存款月度变动规律.....	15
图 39: 国债月度发行、到期与净融资额度.....	15
图 40: 地方债月度发行、到期与净融资额度.....	15
图 41: 银行间质押式隔夜回购利率.....	16
图 42: 银行间质押式 7 日回购利率.....	16
图 43: 银行间市场资金期限利差.....	16
图 44: 银行间市场流动性分层跟踪.....	16
图 45: 1 年期国债与同业存单收益率.....	16
图 46: 上周中债估值 10Y 国债收益率曲线变动.....	16
图 47: 中美 10 年期国债收益率与利差变化.....	17
图 48: 10Y 国开债-国债隐含税率.....	17
图 49: 中长期纯债基金久期.....	17

1. 八月宏观观点：全年整体延续弱复苏逻辑

1.1. 工业产出回升，制造业企稳

8 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 4.2%，比上月加快 0.4 个百分点；环比增长 0.32%。分三大门类看，采矿业增加值同比增长 5.3%，制造业增长 3.1%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 13.6%。装备制造业同比增长 9.5%，比上月加快 1.1 个百分点。整体上我国工业生产复苏节奏较好，库存周期来看，利润预期转好，原材料库存稳步增长，但产成品存在一定被动去库特征，反映出需求侧仍然有待进一步改善。

1.2. 地产延续下滑，基建投资稳中有增

8 月我国固定资产投资累计同比增长 5.8%，环比增长 0.36%。结构上，地产投资降幅扩大至 7.4%，基建投资逆势增长 10.4%，制造业投资稳定在 10%。从三项目贡献率来看，基建的逆势增长并不能有效弥补地产投资的下滑缺口，整体投资需求偏弱。逻辑上，地方政府的基建投资依然从属于地产链条，在地产下行期没有强力的财政政策支撑，基建投资项目增量有限。

1.3. 餐饮消费边际改善强于商品

8 月份，社会消费品零售总额 36258 亿元，同比增长 5.4%。其中，除汽车以外的消费品零售额 32283 亿元，增长 4.3%。社零同比增长 5.4%，明显好于市场预期 3-4% 的预期。结构上，餐饮消费好转程度大于商品消费商品零售 32510 亿元，同比增长 5.1%；餐饮收入 3748 亿元，增长 8.4%。商品消费内部，汽车消费增幅明显，地产链相关的家具、家电仍然低迷。

1.4. 信贷结构转好，需求依然偏弱

2022 年 8 月社会融资规模增量为 2.43 万亿元，比上年同期少 5571 亿元，存量为 337.21 万亿元，同比增长 10.5%。总量上，社融仍略低于去年同期，主要是企业债与政府债的融资大幅缩量。结构上，人民币贷款增量不低，非标融资大幅提升；人民币贷款内部，票据融资受监管压制，企业短贷与中长贷均修复较好；数据上居民部门似乎仍然存在“借短还长”的逻辑，对应地产链仍然待提振。

1.5. 出口动能延续高增，订单有所背离

8 月份，货物进出口总额 37124 亿元，同比增长 8.6%。其中，出口 21241 亿元，增长 11.8%；进口 15882 亿元，增长 4.6%。进出口相抵，贸易顺差 5359 亿元。结构上（1）杂项制品，包括家具、日用品等（2）纺织用品（3）机电设备，包括手机电脑等；下滑明显结构上，车辆相关产业链出口景气度仍然较高，主要是新能源汽车。整体上，我国替代东南亚地区的产能优势逐步下降，出口动能边际放缓。

1.6. CPI 上扬 PPI 回落，通胀压力整体平稳

8 月份，消费市场运行总体平稳，受猪肉、鲜菜等食品价格上涨及季节性因素影响，CPI

上涨 2.5%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点；其中，食品价格上涨 6.1%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 1.09 个百分点。受国际原油、有色金属等大宗商品价格波动传导和国内部分行业市场需求偏弱等多种因素影响，工业品价格走势整体下行。PPI 上涨 2.3%，涨幅比上月回落 1.9 个百分点。其中，生产资料价格上涨 2.4%，影响 PPI 上涨约 1.87 个百分点。当前国内通胀压力整体平稳。

1.7. 政策：国常会部署纾困政策，央行对冲币值压力

9 月 8 日、13 日、21 日、27 日，国常会召开四次会议部署纾困政策，要点有（1）对制造业中小微企业、个体工商户前期缓缴的所得税等“五税两费”（2）支持全国性商业银行以不高于 3.2% 的利率积极投放中长期贷款。人民银行按贷款本金的 100% 对商业银行予以专项再贷款支持。（3）支持保订单拓市场。强化外贸企业用能、用工、物流等保障，必要时全力予以支持，确保履约。（4）强化交通物流保通保畅和支持相关市场主体纾困的政策，支撑经济平稳运行。受美联储加息以及全球主要经济体货币政策的收缩影响，央行采取降低外汇存款准备金率 2% 以及提高远期售汇业务外汇风险准备金 20% 的手段对冲近期人民币快速贬值的压力。

1.8. 宏观展望：四季度或中枢上行，全年延续弱复苏

地产链条修复不佳是当前经济复苏动能偏弱的核心因素，地产改善迟迟不能兑现，一是供给与二手交易层面的政策力度不够，二是居民购房观望预期增强、需求偏弱；加之基建领域扩张难以弥补地产链条的下滑，外贸动能下滑增添不利因素，社会总需求偏弱。信贷层面，由于居民与企业部门杠杆偏高，加杠杆动力不强，因此在没有有力政策导向或财政支撑的情况下，自发修复倾向于认为偏弱。

在当前需求格局下，货币供给较难收敛，因此资金面的基调或持续宽松。但受制于全球的货币政策紧缩问题，央行存在被动缩表，一定程度削弱宽货币力度。四季度来看，有两万亿 MLF 集中到期，流动性存在一定缺口，届时或存在一次 50BP 降准及部分 MLF 缩量续作对冲。

根据动态因子机器学习跟踪估算，三季度 GDP 增速估计在不到 4%，四季度或小幅好转，但当前的政策力度下难以有效拉高，若四季度中枢上行至 5.5%，全年增速或在 4% 以内，因此全年依然是弱复苏逻辑。

图 1：动态因子模型对 GDP 同比高频追踪预测



资料来源：中原证券

1.9. 大类资产展望：偏于谨慎

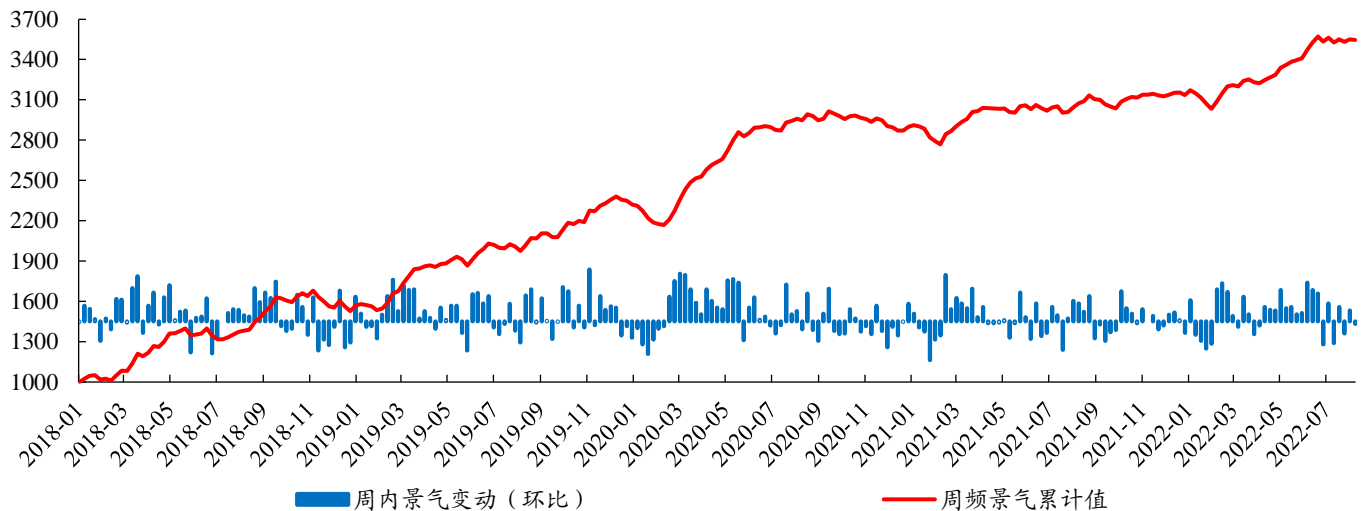
(1) 股票市场：近期市场信心偏弱，宏观因素压制市场情绪,同时政策增量有限,经济依然是弱复苏主线。而伴随四季度中枢的拉升，盈利底逐步构建，预计四季度市场情绪将会有所改善，可以考虑布局左侧交易。当前的货币政策力度料将维持，信用环境或趋于小幅改善，形成“宽货币到小幅宽信用”的传导，小盘股或占优。

(2) 债券市场：当前债券市场的博弈或主要集中在基本面与资金面的边际变化。进入四季度，我们认为弱复苏逻辑下，经济增速层面对于定价中枢上行的驱动是有限的，估计中枢在 2.7%附近。但考虑到四季度到期缺口，资金面或小幅收敛，届时可能驱动中枢上行至 2.75%附近。品种上，短端息差压缩较为明显，调整空间偏大，长端相对安全，曲线或趋于平缓。

(3) 外汇市场：人民币汇率突破 7 关口，美元指数持续走高一方面是美国加息预期增强，另一方面是全球避险情绪的增强。全球经济偏弱的背景下，中美货币周期的错位或持续加存在，人民币汇率持续承压。

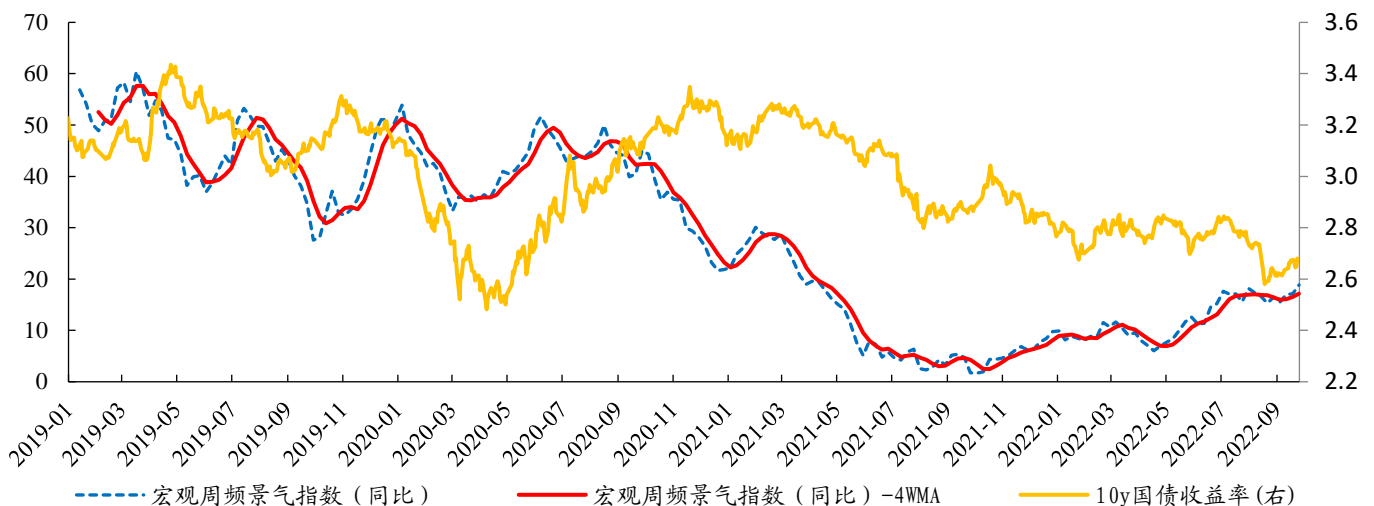
2. 高频经济数据追踪

图 2：2018 年以来宏观景气指数累计值与周内环比变动



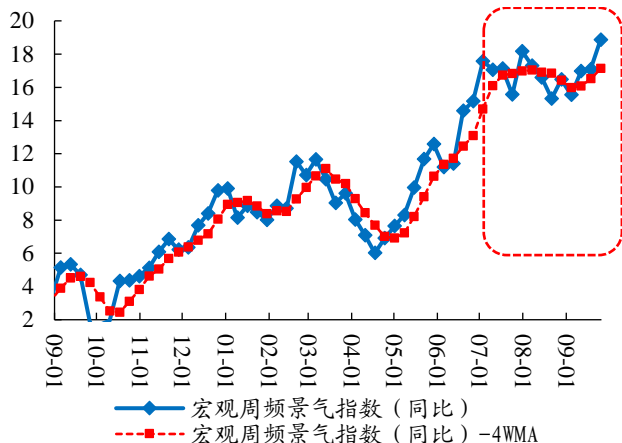
资料来源：Wind，中原证券

图 3：2019 年以来宏观高频景气指数同比增速与 4 周均值



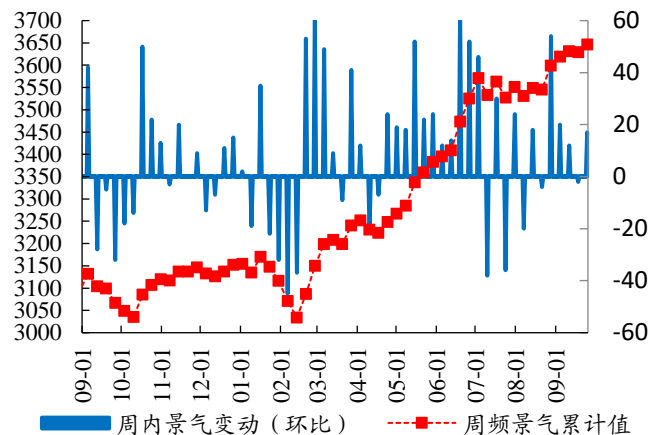
资料来源：Wind，中原证券

图 4：近期高频景气指数同比增速与 4 周均值



资料来源：Wind，中原证券

图 5：近期宏观景气指数累计值与周内环比变动

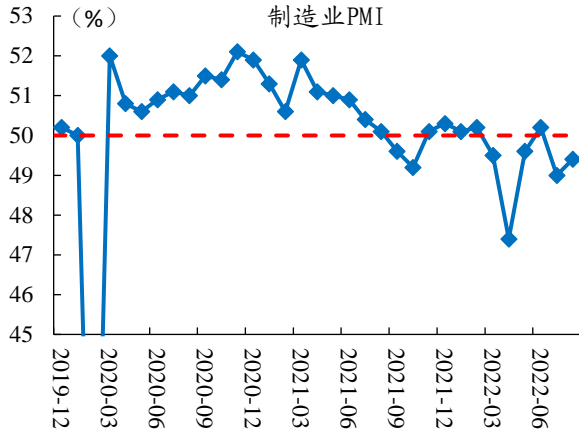


资料来源：Wind，中原证券

3. 经济数据追踪

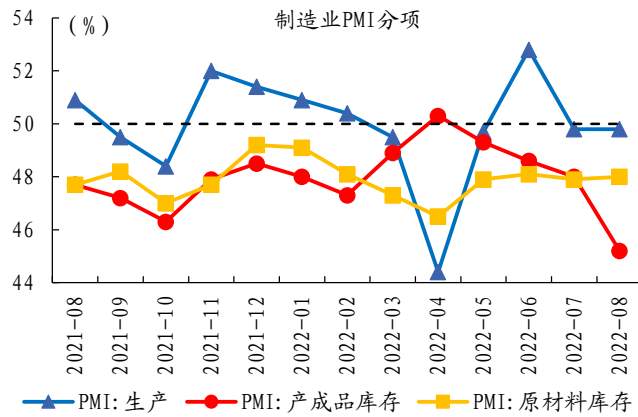
3.1. 工业生产

图 6: 制造业采购经理人指数走势



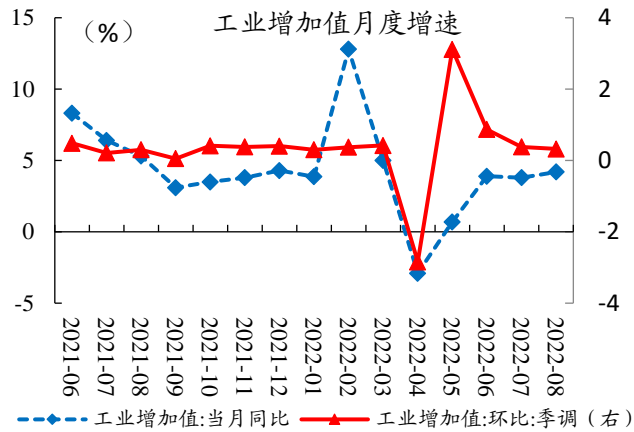
资料来源: Wind, 中原证券

图 8: 制造业 PMI 生产指数与库存周期



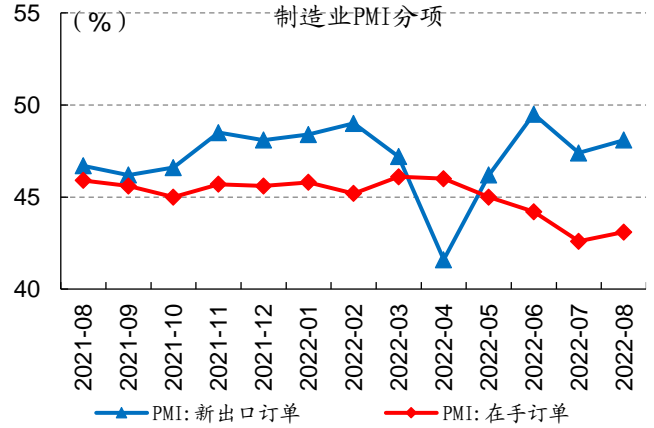
资料来源: Wind, 中原证券

图 10: 规模以上工业增加值增速



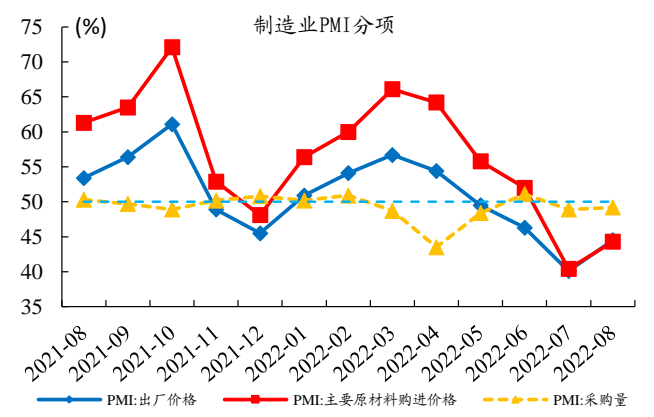
资料来源: Wind, 中原证券

图 7: 制造业 PMI 需求分项指数



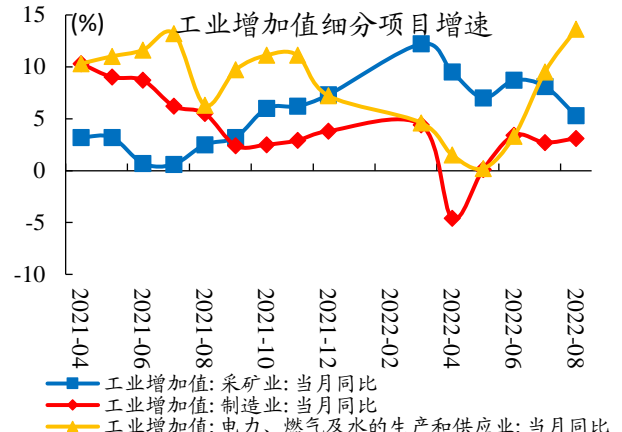
资料来源: Wind, 中原证券

图 9: 制造业 PMI 价格分项指数



资料来源: Wind, 中原证券

图 11: 工业增加值细分项目增速



源: Wind, 中原证券

3.2. 消费、投资、净出口

3.2.1. 消费端表现

图 12: 社会零售品消费总额当月同比增速

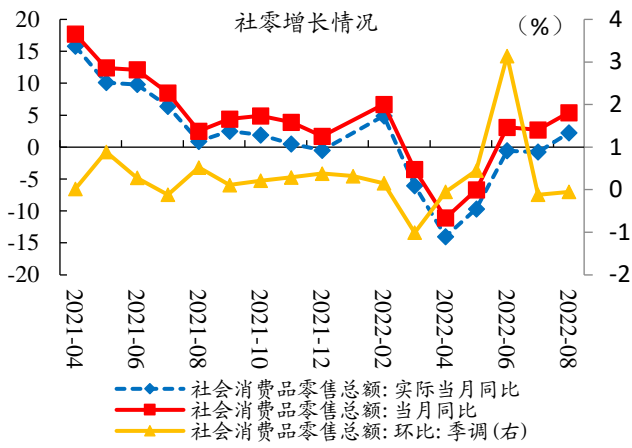
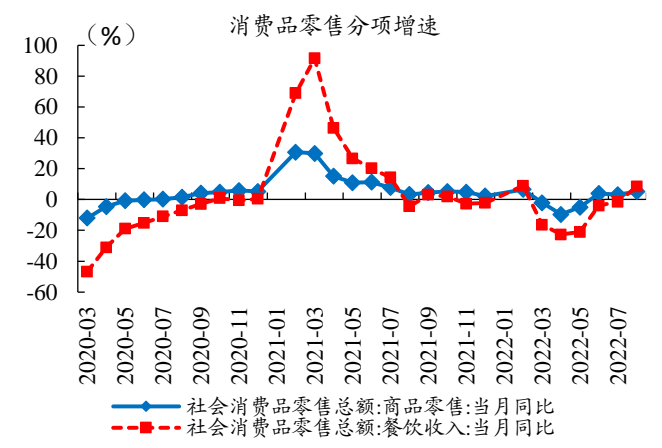


图 13: 社零商品与餐饮分项当月同比增速



3.2.2. 投资端表现

图 14: 固定资产投资累计同比与环比增速

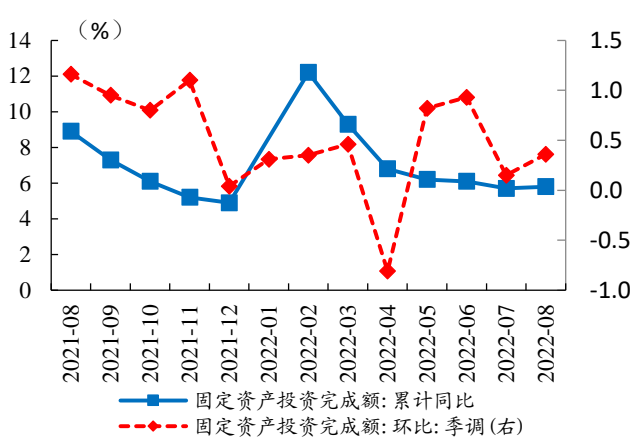


图 15: 三大固定资产投资分项累计同比增速

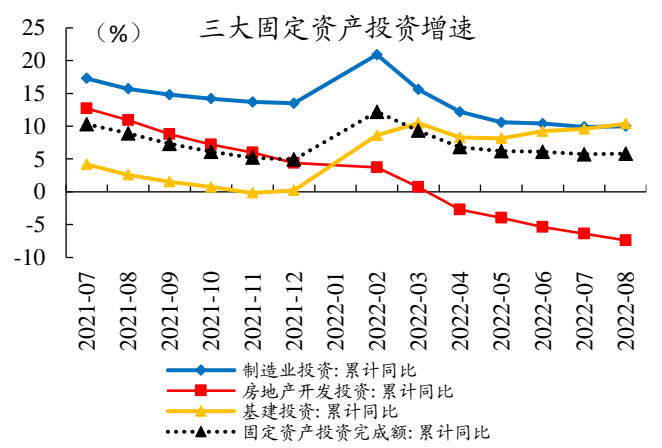


图 16: 三大基建投资分项累计同比增速

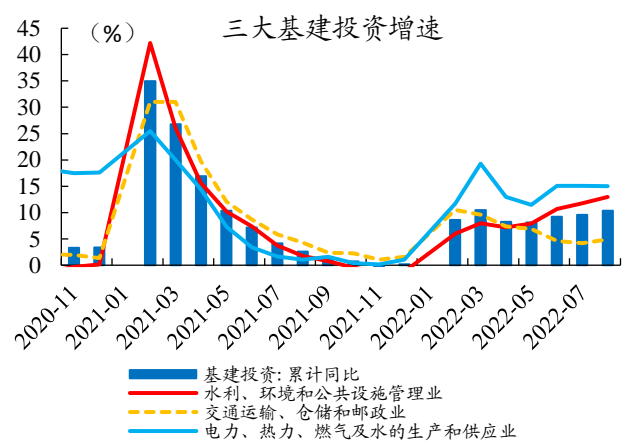


图 17: 基建项目入库数同比增速

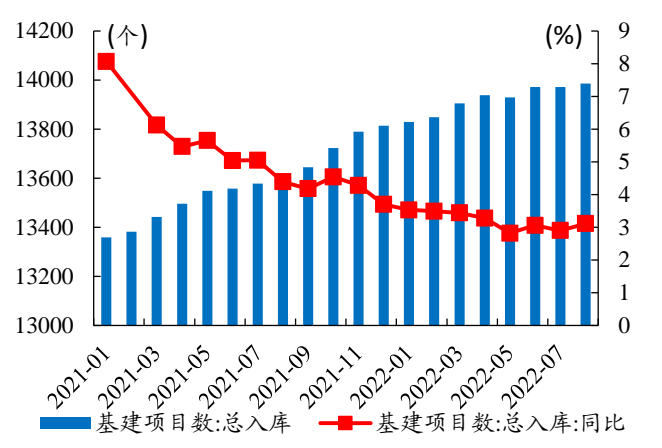
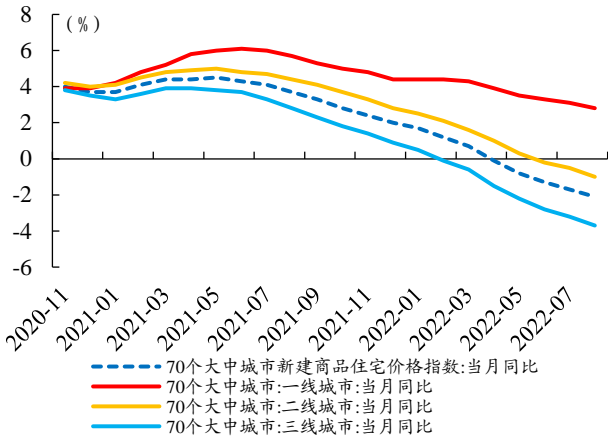
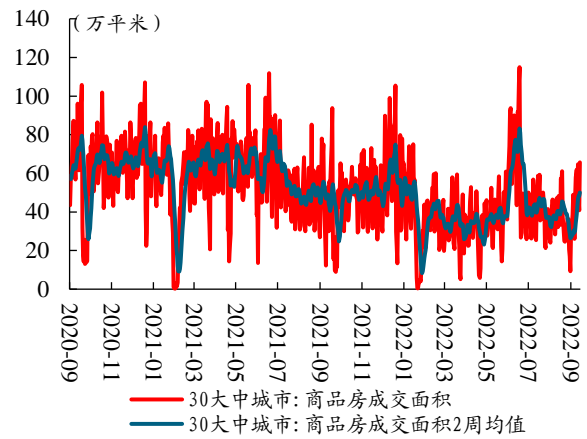


图 18: 70 个大中城市商品住宅价格增速



资料来源: Wind, 中原证券

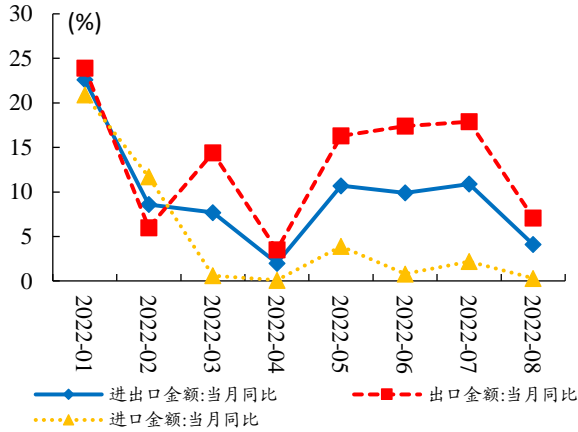
图 19: 30 大中城市商品房成交面积增速



资料来源: Wind, 中原证券

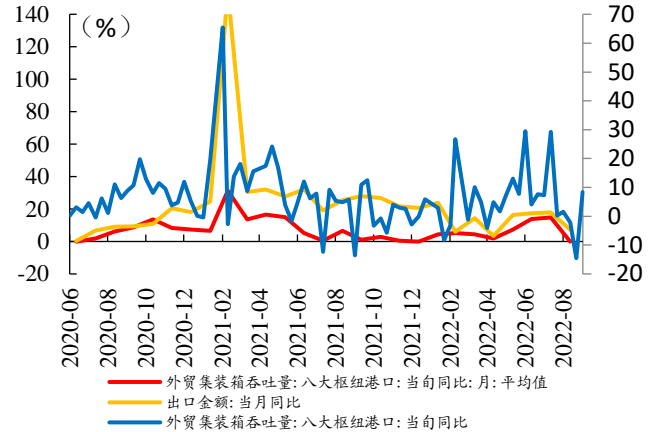
3.2.3. 外贸端表现

图 20: 进出口金额当月同比增速



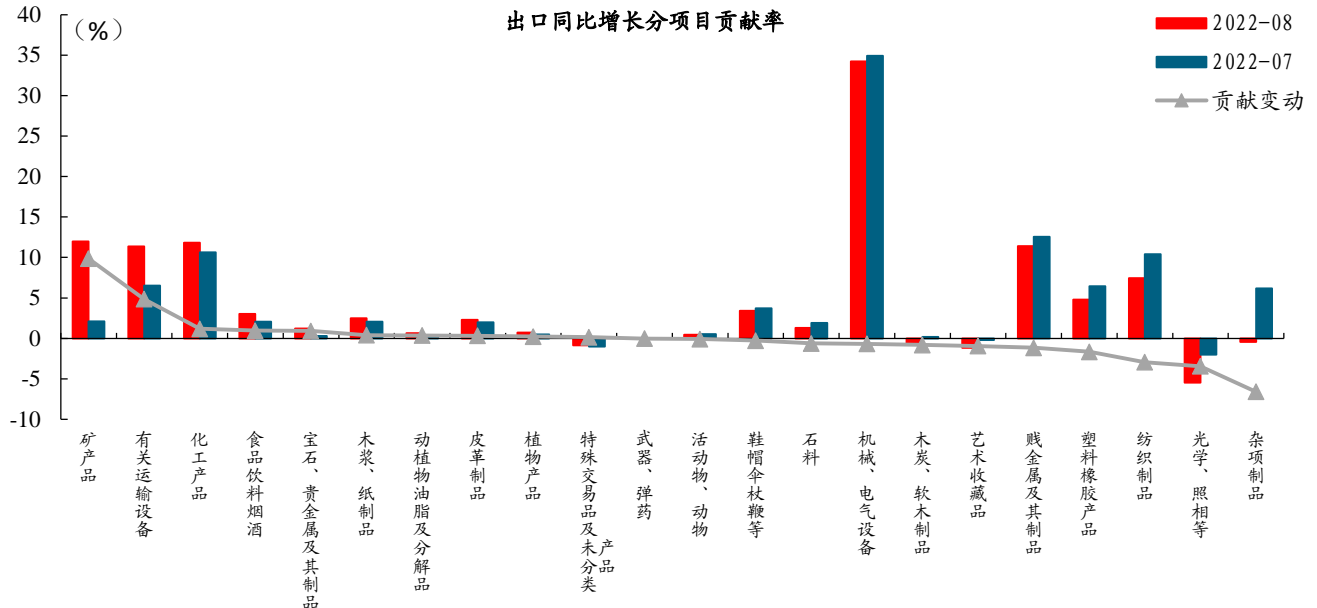
资料来源: Wind, 中原证券

图 21: 外贸集装箱吞吐量旬度增速与出口金额增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 22: 出口同比增长细分项目贡献率

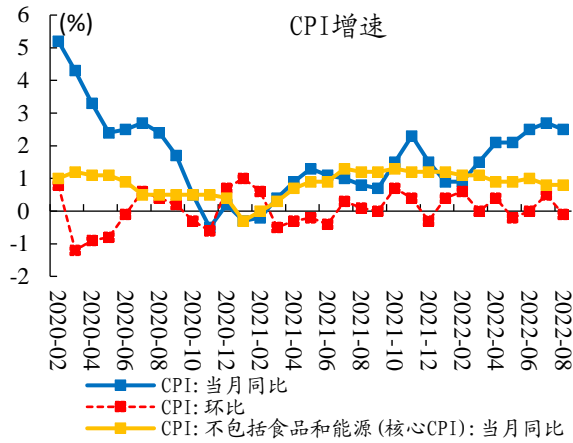


资料来源: Wind, 中原证券

3.3. 通货膨胀

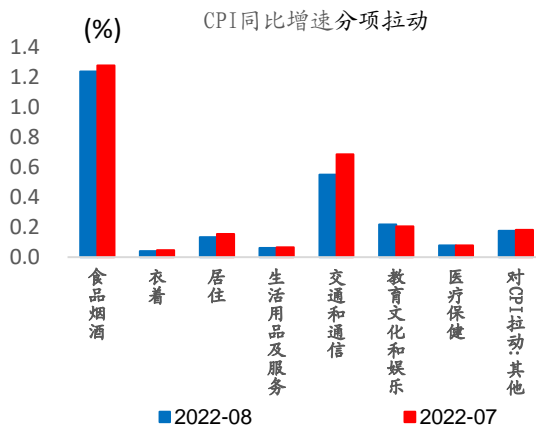
3.3.1. 居民消费品价格指数 (CPI)

图 23: 居民消费者价格指数同环比增速



资料来源: Wind, 中原证券

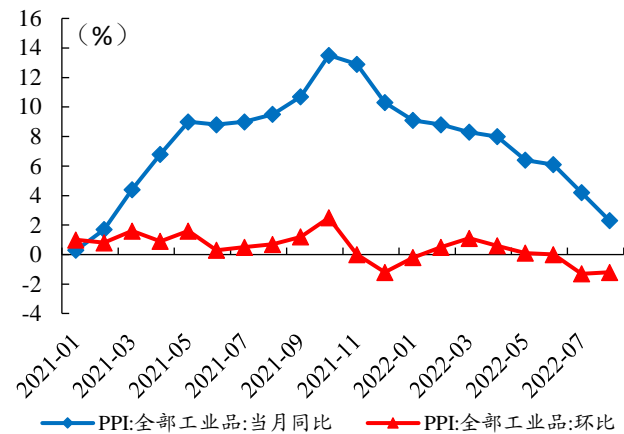
图 25: CPI 分项对当月同比增速的拉动



资料来源: Wind, 中原证券

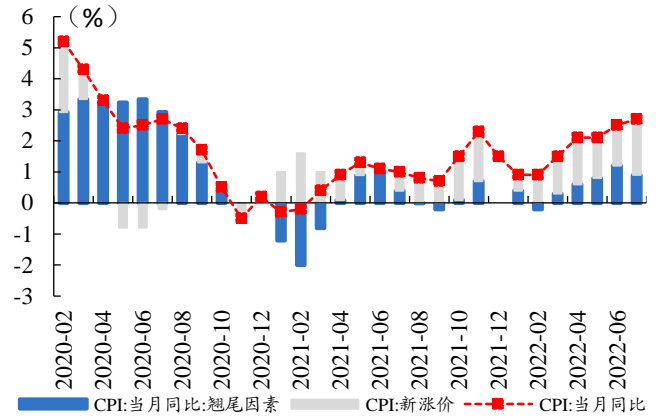
3.3.2. 工业生产者价格指数 (PPI)

图 27: 工业生产者出厂价格指数同比增速



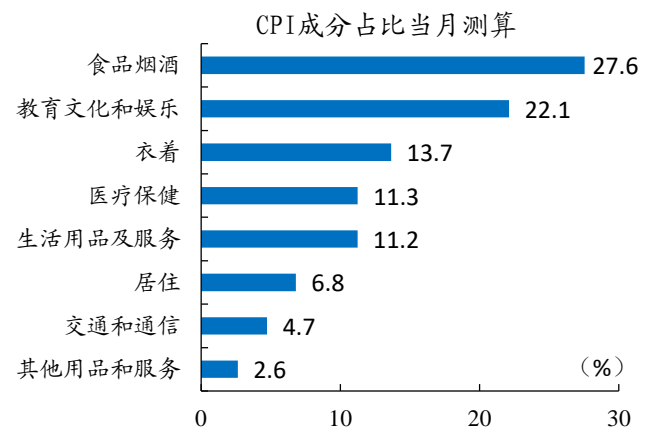
资料来源: Wind, 中原证券

图 24: CPI 当月同比增速的新涨价与翘尾因素



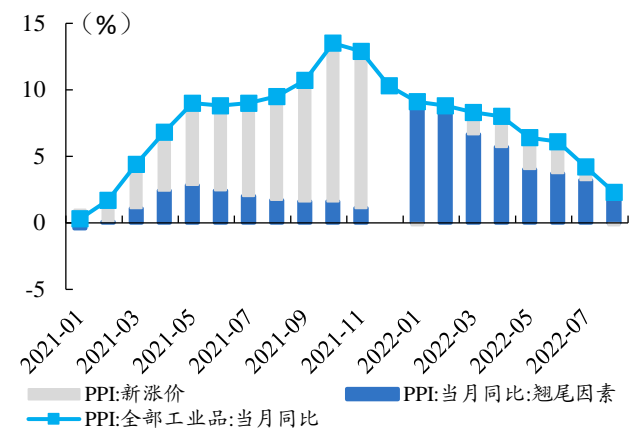
资料来源: Wind, 中原证券

图 26: CPI 各分项成分占比逐月测算



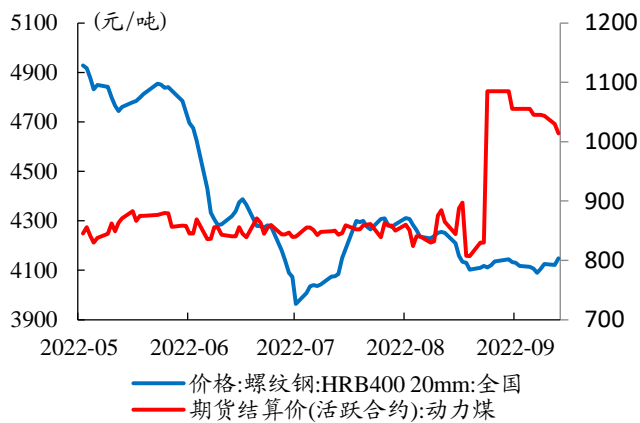
资料来源: Wind, 中原证券

图 28: PPI 当月同比增速的新涨价与翘尾因素



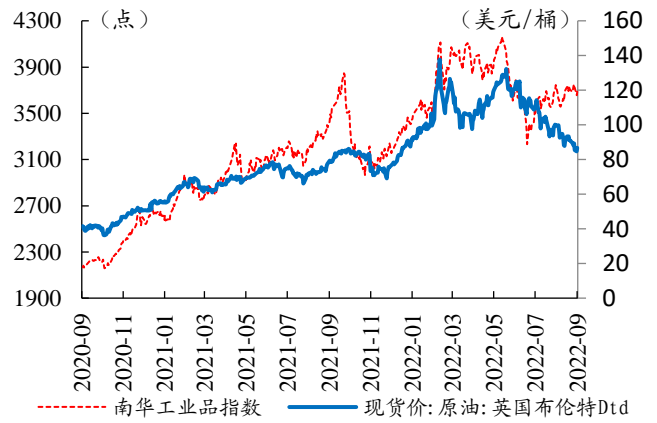
资料来源: Wind, 中原证券

图 29: 螺纹钢与 Q5500 煤炭价格走势



资料来源: Wind, 中原证券

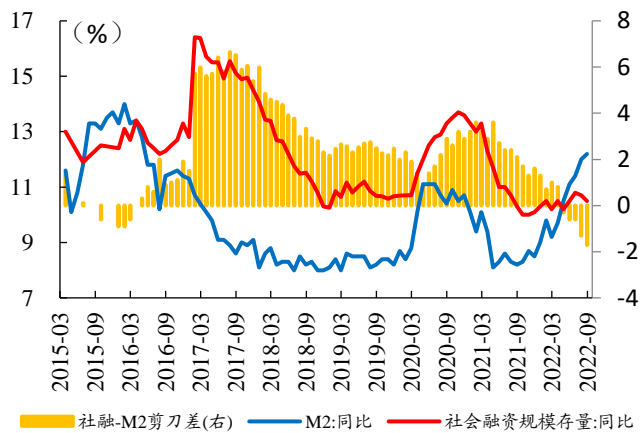
图 30: 布伦特原油现货价格与国内南华工业品指数



资料来源: Wind, 中原证券

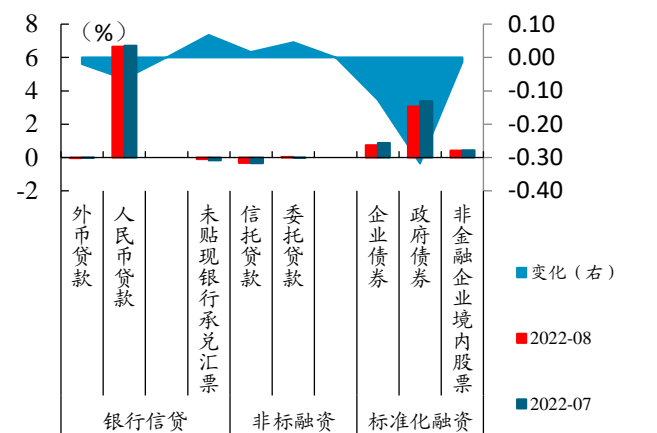
3.4. 货币信贷

图 31: 广义货币与社融存量同比增速与剪刀差



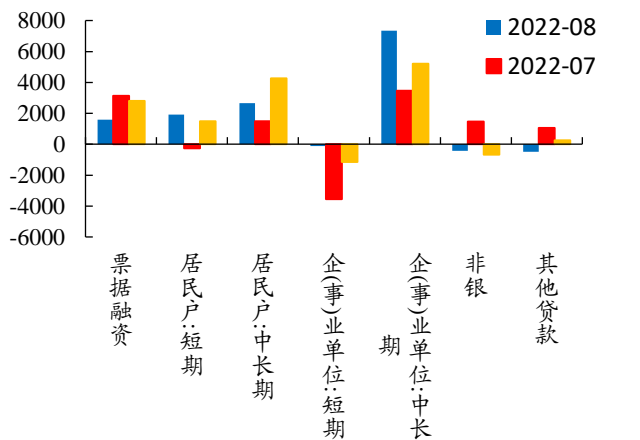
资料来源: Wind, 中原证券

图 32: 社融分项对当月同比增速拉动率变化



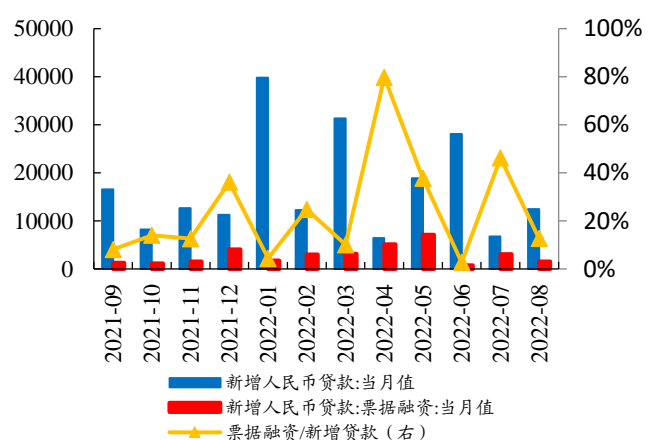
资料来源: Wind, 中原证券

图 33: 新增人民币贷款内部结构



资料来源: Wind, 中原证券

图 34: 票据融资占新增人民币贷款比重

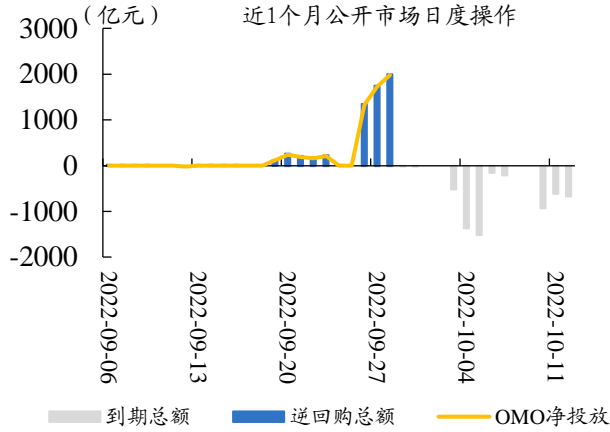


资料来源: Wind, 中原证券

4. 流动性跟踪与债市回顾

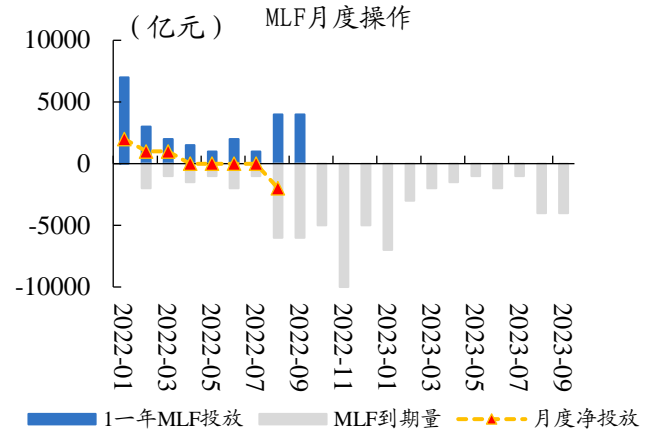
4.1. 公开市场操作

图 35: 近 1 个月央行公开市场日度操作



资料来源: Wind, 中原证券

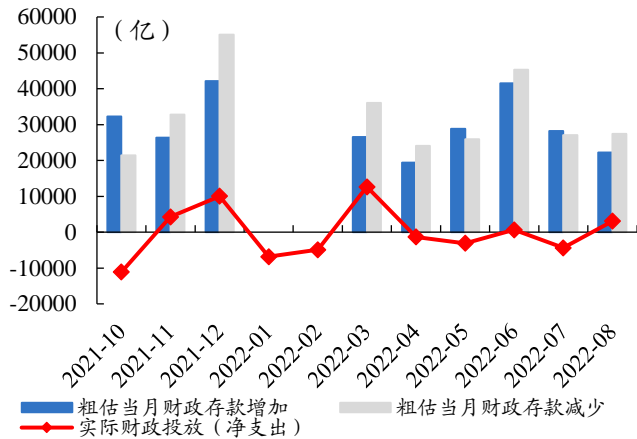
图 36: 近期 MLF 月度操作



资料来源: Wind, 中原证券

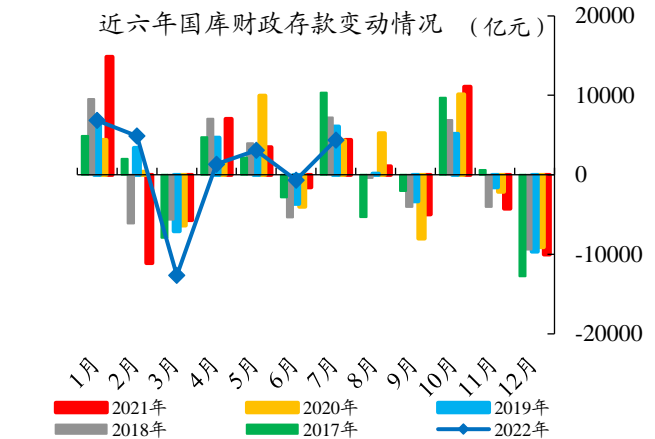
4.2. 财政投放与政府债发行

图 37: 粗估财政存款增加与减少(公共财政+政府基金)



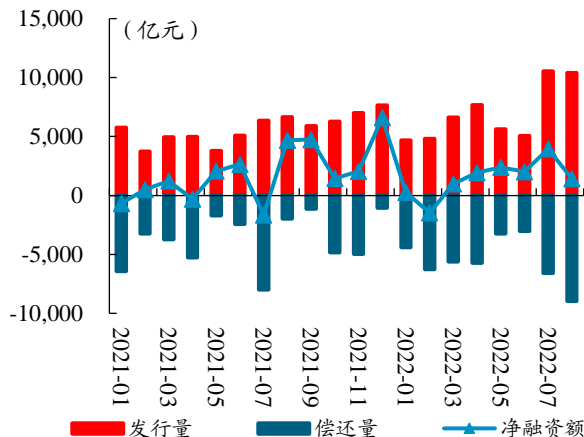
资料来源: Wind, 中原证券

图 38: 近六年财政存款月度变动规律



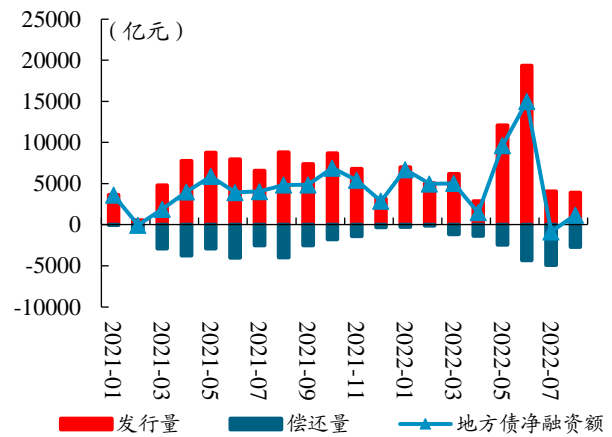
资料来源: Wind, 中原证券

图 39: 国债月度发行、到期与净融资额度



资料来源: Wind, 中原证券

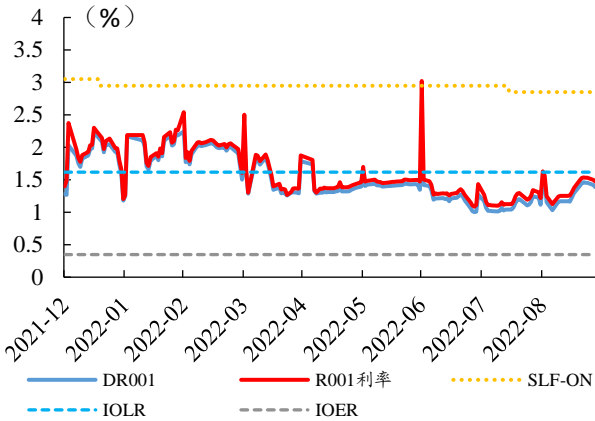
图 40: 地方债月度发行、到期与净融资额度



资料来源: Wind, 中原证券

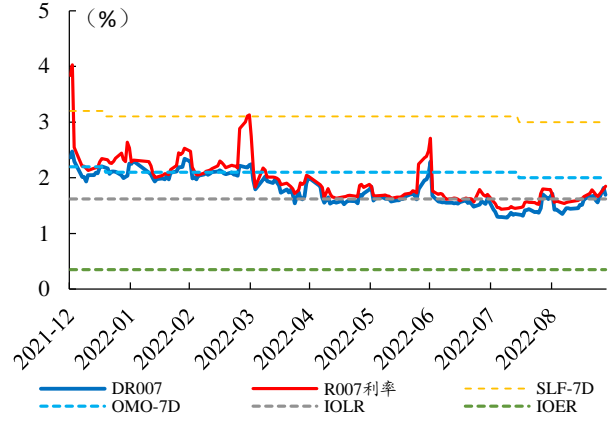
4.1. 资金与现券追踪

图 41: 银行间质押式隔夜回购利率



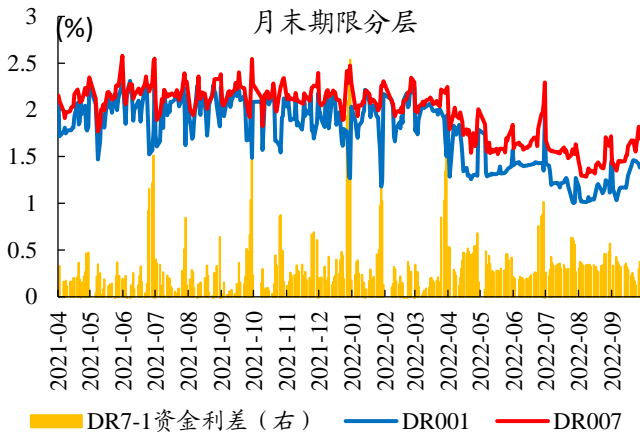
资料来源: Wind, 中原证券

图 42: 银行间质押式 7 日回购利率



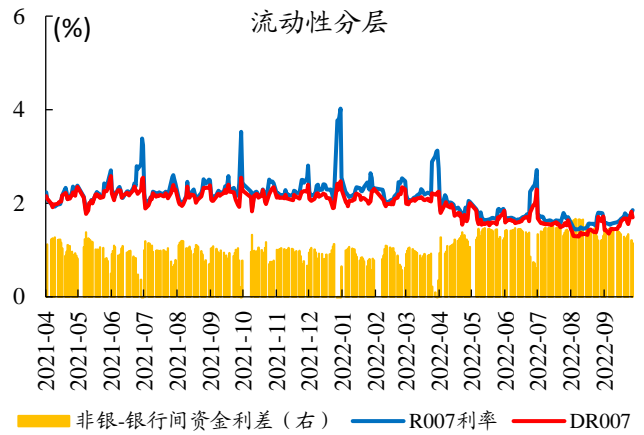
资料来源: Wind, 中原证券

图 43: 银行间市场资金期限利差



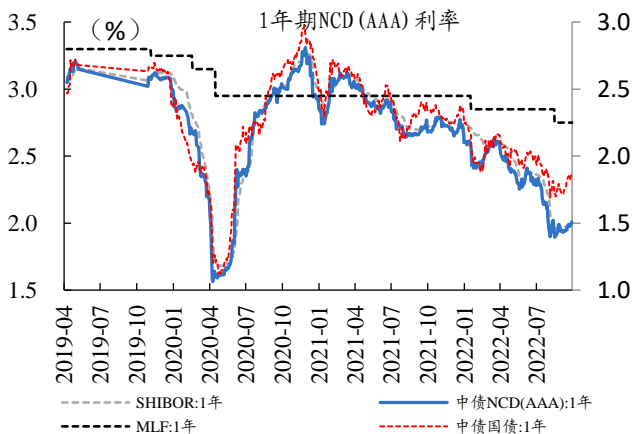
资料来源: Wind, 中原证券

图 44: 银行间市场流动性分层跟踪



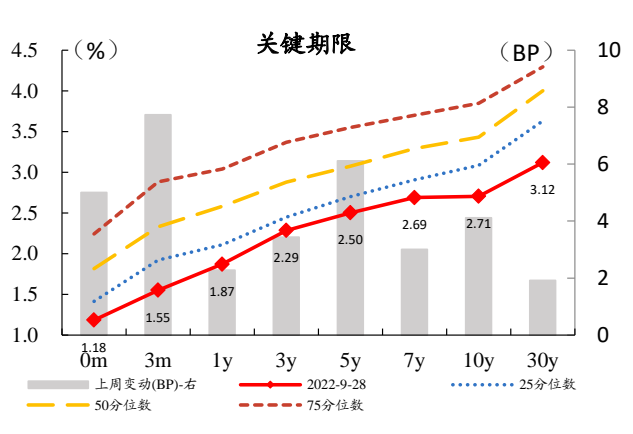
资料来源: Wind, 中原证券

图 45: 1 年期国债与同业存单收益率



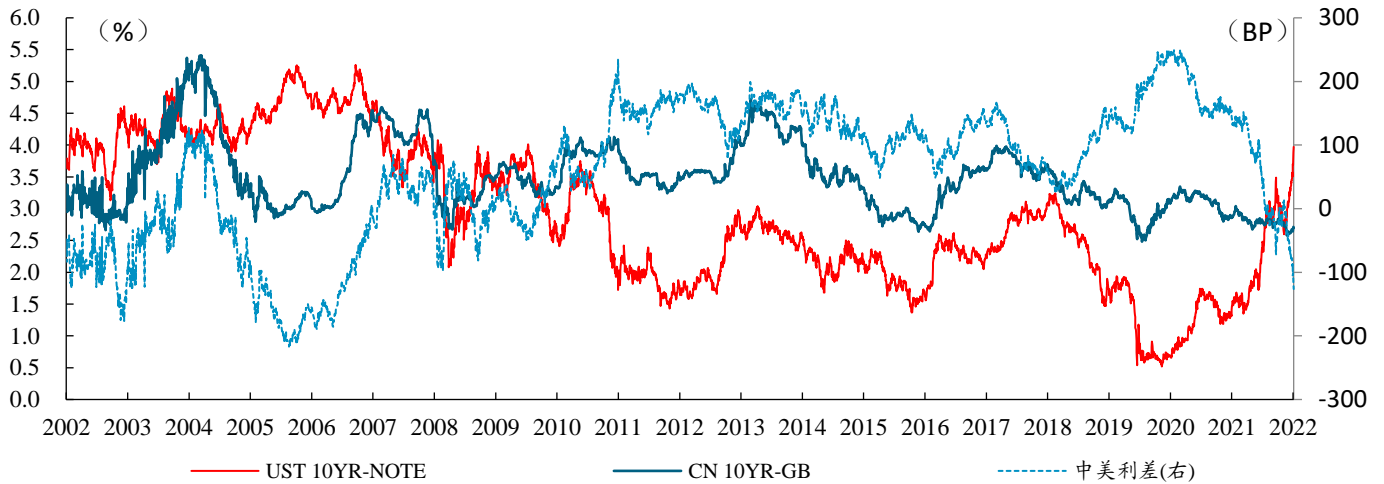
资料来源: 中原证券

图 46: 上周中债估值 10Y 国债收益率曲线变动



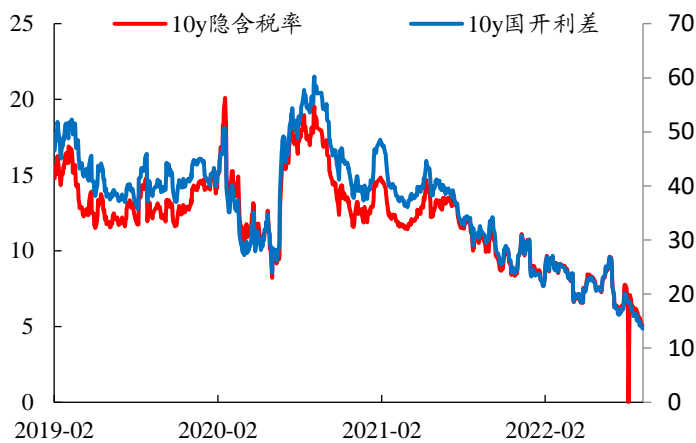
资料来源: 中原证券

图 47：中美 10 年期国债收益率与利差变化



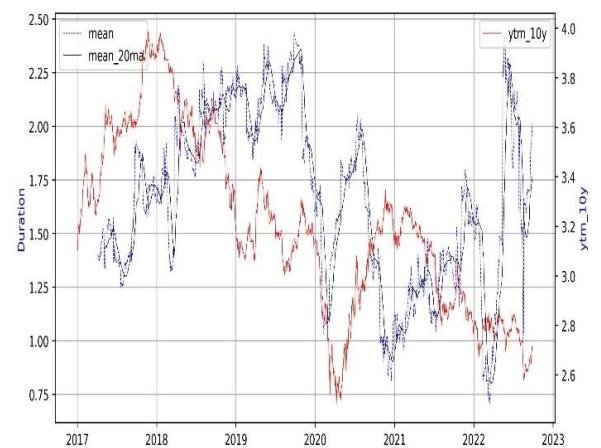
资料来源：Wind，中原证券

图 48：10Y 国开债-国债隐含税率



资料来源：Wind，中原证券

图 49：中长期纯债基金久期



资料来源：Wind，中原证券

5. 风险提示

疫情因素扰动，基本面复苏或不及预期。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5% 至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。