



宏观点评

国庆出行数据远低于历年同期

量化经济指数周报-20221009

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

相关研究

投资要点:

- **周度 ECI 指数:** 从周度数据来看, 截止 2022 年 10 月 9 日, 本周 ECI 供给指数为 50.46%, 较节前回落 0.03%; ECI 需求指数为 49.11%, 较节前回落 0.06%。从分项来看, ECI 投资指数为 49.38%, 较节前回升 0.04%; ECI 消费指数为 49.18%, 较节前回落 0.23%; ECI 出口指数为 48.42%, 较节前回落 0.01%。
- **月度 ECI 指数:** 从 9 月份数据来看, ECI 供给指数为 50.29%, 较 8 月回升 0.22%; ECI 需求指数为 49.14%, 较 8 月回落 0.01%。从分项来看, ECI 投资指数为 49.29%, 较 8 月回升 0.23%; ECI 消费指数为 49.41%, 较 8 月回落 0.17%; ECI 出口指数为 48.38%, 较 8 月回落 0.26%。从 ECI 指数来看, 预计 9 月份工业增加值和固定资产投资增速将小幅回升, 而社零和出口增速将小幅回落。
- **ELI 指数:** 截止 2022 年 10 月 9 日, 本周 ELI 指数为 -1.37%, 较节前回升 0.19%。货币政策坚定宽信用导向、四季度实体经济流动性或继续宽松。开发性金融性政策工具、抵押补充贷款等结构性货币政策工具、专项再贷款以及地产政策的深度推进, 四季度信贷总量或保持稳定增长, 结合各种“降成本”的举措, 实体经济流动性处于确定性较高的宽松方向。
- **风险提示:** 疫情不确定性仍较高; 货币政策变动不及预期; 海外需求不确定性较大。

内容目录

1. 本周双指数概览	3
1.1. ECI 指数：9 月份供给继续回升，需求小幅回落	3
1.2. ELI 指数：四季度实体经济流动性或继续宽松	4
2. 本周高频数据概览	5
2.1. 工业生产：重要行业开工率较去年明显回升	5
2.2. 消费：国庆期间人员流动较往年同期大幅缩减	5
2.3. 投资：基建投资持续发力	6
2.4. 出口：集装箱运价指数继续回落	7
2.5. 通胀：食品和油价齐升	7
2.6. 流动性：当周货币净投放 8680 亿元	7
2.7. 国庆数据：旅客和票房均大幅	8
3. 本周政策一览	9
4. 风险提示	9

图表目录

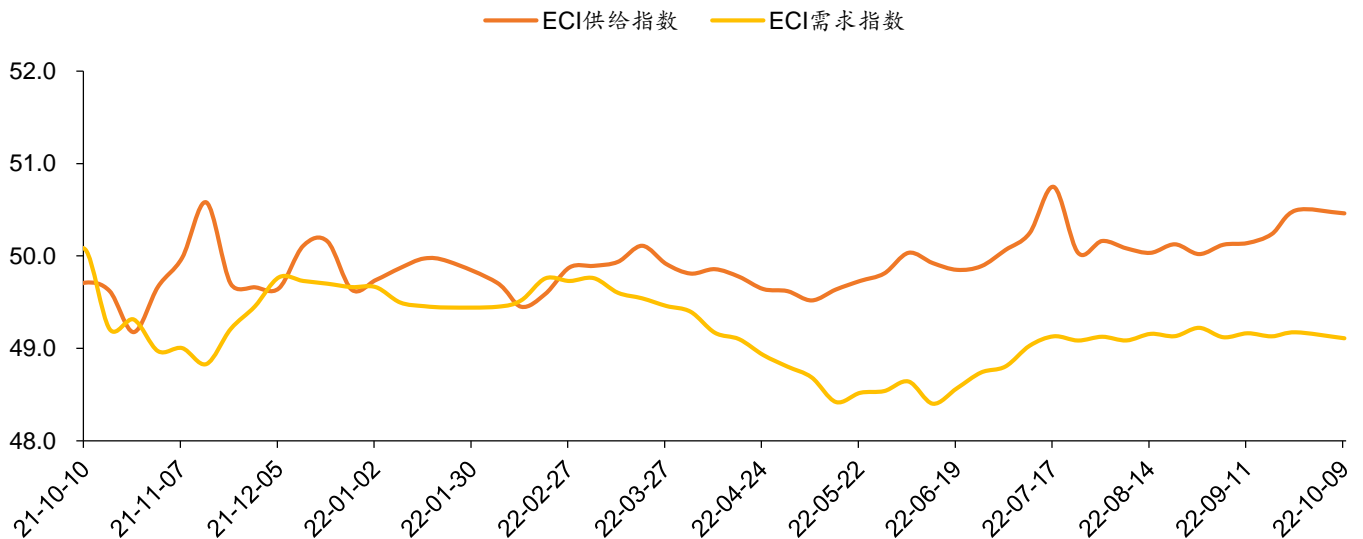
图 1：本周 ECI 供给指数和需求指数均小幅回升（单位：%）	3
图 2：本周实体经济流动性小幅回升	4
表 1：ECI 指数月度走势	3
表 2：工业生产重要高频数据走势	5
表 3：消费重要高频数据走势	6
表 4：投资重要高频数据走势	6
表 5：出口重要高频数据走势	7
表 6：通胀重要高频数据走势	7
表 6：通胀重要高频数据走势	8

1. 本周双指数概览

1.1. ECI 指数：9 月份供给继续回升，需求小幅回落

从周度数据来看，截止 2022 年 10 月 9 日，本周 ECI 供给指数为 50.46%，较节前回落 0.03%；ECI 需求指数为 49.11%，较节前回落 0.06%。从分项来看，ECI 投资指数为 49.38%，较节前回升 0.04%；ECI 消费指数为 49.18%，较节前回落 0.23%；ECI 出口指数为 48.42%，较节前回落 0.01%。

图 1：本周 ECI 供给指数小幅回升、需求指数均小幅回落（单位：%）



资料来源：Wind，德邦研究所

从 9 月份数据来看，ECI 供给指数为 50.29%，较 8 月回升 0.22%；ECI 需求指数为 49.14%，较 8 月回落 0.01%。从分项来看，ECI 投资指数为 49.29%，较 8 月回升 0.23%；ECI 消费指数为 49.41%，较 8 月回落 0.17%；ECI 出口指数为 48.38%，较 8 月回落 0.26%。从 ECI 指数来看，预计 9 月份工业增加值和固定资产投资增速将小幅回升，而社零和出口增速将小幅回落。

表 1：ECI 指数月度走势

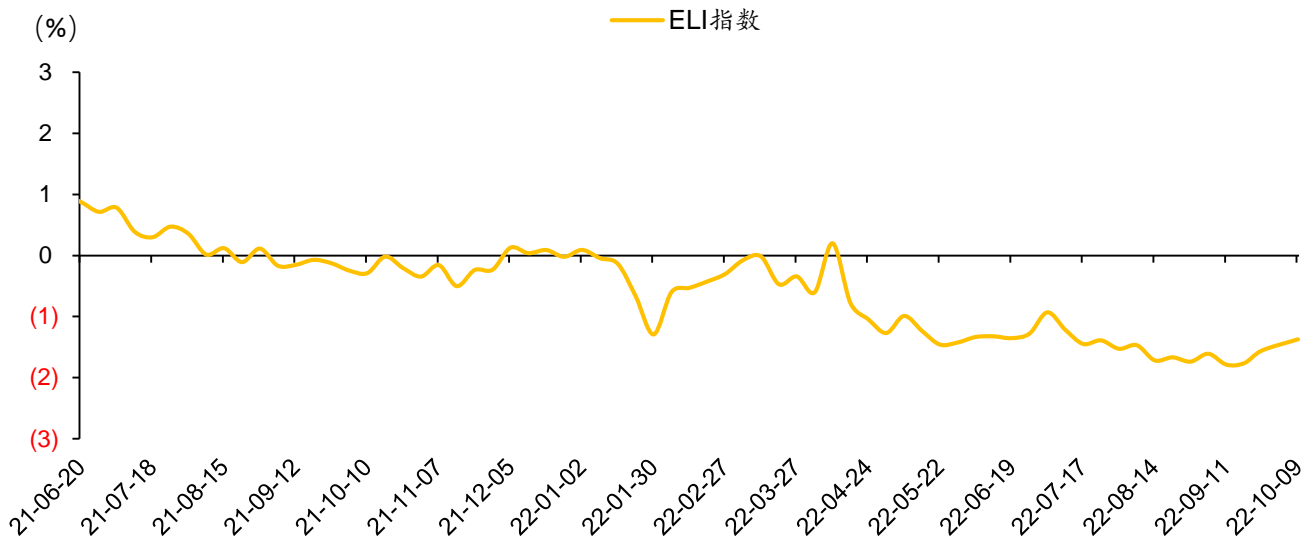
	ECI 供给指数	ECI 投资指数	ECI 消费指数	ECI 出口指数	ECI 需求指数	ECI 指数
2022 年 9 月	50.29	49.29	49.41	48.38	49.14	49.14
2022 年 8 月	50.07	49.06	49.58	48.64	49.15	49.15
2022 年 7 月	50.25	48.86	49.38	48.91	49.04	49.04
2022 年 6 月	49.92	48.57	48.34	49.06	48.59	48.59
2022 年 5 月	49.66	48.45	48.40	49.11	48.59	48.59
2022 年 4 月	49.77	48.78	49.10	49.47	49.15	49.15
2022 年 3 月	49.96	49.68	49.45	49.67	49.59	49.59
2022 年 2 月	49.66	49.53	49.65	49.75	49.61	49.55
2022 年 1 月	49.88	49.38	49.62	49.63	49.51	49.51
2021 年 12 月	49.89	49.40	49.97	49.98	49.72	49.68
2021 年 11 月	49.98	48.29	49.69	50.13	49.12	49.12
2021 年 10 月	49.55	48.31	50.44	50.59	49.47	49.40

资料来源：Wind，德邦研究所测算

1.2. ELI 指数：四季度实体经济流动性或继续宽松

截止 2022 年 10 月 9 日，本周 ELI 指数为-1.37%，较节前回升 0.19%。

图 2：本周实体经济流动性小幅回升



资料来源：Wind，德邦研究所

货币政策坚定宽信用导向、四季度实体经济流动性或继续宽松。“十一”长假之前最引人瞩目的增量政策当属房地产政策的“三箭连发”：9月29日晚间人民银行和银保监会联合发布通知，决定阶段性调整差别化住房信贷政策；9月30日晚间财政部和税务总局联合发布公告，宣布从2022年10月1日至2023年12月31日，对出售自有住房并在现住房出售后1年内重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个税予以退税；9月30日晚间人民银行再度发布公告，宣布从2022年10月1日起，下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点，但是第二套个人住房公积金贷款利率政策保持不变。个人住房公积金贷款利率“降息”的政策效应变相等同于个人住房贷款利率下调，三项政策针对“首套房”又体现了“房住不炒”的政策基调，因城施策刺激地产需求复苏、呵护地产稳定的政策再度向前推进。实际上，9月23日人民银行召开的货币政策委员会第三季度例会上，重申确立“推动降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本”和“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”等政策导向，2023年之前货币政策或继续保持引导信用扩张的宽松导向，并且已经从实际行动上提供支持，根据人民银行发布的9月份结构性货币政策工具数据，9月份对国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行投放的抵押补充贷款(PSL)净增加1082亿元，期末抵押补充贷款余额回升至26481亿元。开发性金融性政策工具、抵押补充贷款等结构性货币政策工具、专项再贷款以及地产政策的深度推进，四季度信贷总量或保持稳定增长，结合各种“降成本”的举措，实体经济流动性处于确定性较高的宽松方向。

2. 本周高频数据概览

2.1. 工业生产：重要行业开工率较去年明显回升

开工率方面，重要行业开工率各有升降。其中上周汽车全/半钢胎开工率分别为 58.09%和 62.64%，分别环比回落 1.78%和 0.32%；上周焦炉生产率录得 75.80%，环比回落 1.80%；上周 PTA 开工率录得 73.48%，环比回升 2.88%；钢厂高炉开工率录得 82.81%，与上周持平，较去年同期回升 9.57%。

库存方面，上周六港口合计炼焦煤库存 192.10 万吨，环比回落 12.20 万吨，连续 5 周处于回落的态势；上周建筑钢材主要钢厂库存为 272.59 万吨，环比回落 33.57 万吨；上周港口合计铁矿石库存 13075.64 万吨，环比回落 108.56 万吨。

负荷率方面，上周沿海七省电厂平均负荷率 77.14%，较上周回升 1.14%，但相较 8 月份仍有一定下滑。上周 PTA 工厂、聚酯工厂和江浙织机 PTA 产业链负荷率分别录得 76.42%、80.49%和 70.02%，环比分别回升 3.32%、回落 0.03%和回落 0.84%。

货运方面，上周整车货运流量指数均值录得 110.0，环比回升 3.41%，但较去年同期回落 18.02%，表明货运指数“失去的 20%”缺口仍未有收敛的迹象。

表 2：工业生产重要高频数据走势

指标类别	指标名称	单位	更新时间	最新值	上期值	环比变动	去年同期值	同比变动
开工率	开工率:汽车轮胎:全钢胎	%	2022-09-29	58.09	59.87	(1.78)	53.86	4.23
	开工率:汽车轮胎:半钢胎	%	2022-09-29	62.64	62.96	(0.32)	50.06	12.58
	焦炉生产率:国内独立焦化厂	%	2022-09-30	75.80	77.60	(1.80)	65.90	9.90
	开工率:PTA:国内	%	2022-09-29	73.48	70.60	2.88	73.60	(0.12)
	高炉开工率(247家):全国	%	2022-09-30	82.81	82.81	0.00	73.24	9.57
库存	库存:铁矿石:港口合计	万吨	2022-09-30	13075.64	13184.20	(108.56)	13321.66	(246.02)
	炼焦煤库存:六港口合计	万吨	2022-09-30	192.10	204.30	(12.20)	422.00	(229.90)
	主要钢厂库存:建筑钢材	万吨	2022-09-30	272.59	306.16	(33.57)	311.96	(39.37)
负荷率	负荷率:沿海七省电厂	%	2022-09-30	77.14	76.00	1.14	70.71	6.43
	PTA 产业链负荷率:PTA 工厂	%	2022-09-29	76.42	73.10	3.32	76.40	0.02
	PTA 产业链负荷率:聚酯工厂	%	2022-09-29	80.49	80.52	(0.03)	78.95	1.54
	PTA 产业链负荷率:江浙织机	%	2022-09-29	70.02	70.86	(0.84)	49.24	20.78
货运	整车货运流量指数	点	2022-09-30	109.98	106.36	3.63	134.17	(24.18)

资料来源：Wind，德邦研究所测算

2.2. 消费：国庆期间人员流动较往年同期大幅缩减

乘用车消费方面，根据乘联会的预测数据，主要厂商 9 月第四周日均零售量为 13.1 万辆，较第三周回升 6.0 万辆，同比增长 35%，增速较 9 月前三周有所回升。而中国汽车流通协会最新发布的 9 月汽车消费指数录得 92.1，环比 8 月回升 2.8，预计 10 月乘用车销售将随着旺季的到来以及政策的加码继续回升。

主要价格指数方面,本周中关村电子产品价格指数录得 83.55,环比回升 0.12;上周柯桥纺织价格指数录得 106.86,环比回落 0.27;上周义乌中国小商品指数录得 100.88,环比回升 0.23。

人员流动方面,本周人员流动情况显著回落。其中本周航班执飞率均值为 46.0%,环比回落 11.8%,恢复至去年同期的 58.7%;本周 29 城合计地铁日均客运量录得 3965.19 万人,环比回落 32.4%,恢复至去年同期的 73.8%。

表 3: 消费重要高频数据走势

指标类别	指标名称	单位	更新时间	最新值	上期值	环比变动	去年同期值	同比变动
乘用车	当周日均销量:乘用车:厂家零售	辆	2022-09-25	66432.00	55188.00	11244.00	61284.00	5148.00
	汽车消费指数	点	2022-10-08	92.10	89.30	2.80	64.60	27.50
价格指数	中关村电子产品价格指数		2022-10-08	83.55	83.43	0.12	82.75	0.80
	柯桥纺织:价格指数:总类		2022-10-03	106.86	107.13	(0.27)	108.19	(1.33)
	义乌中国小商品指数:总价格指数	点	2022-10-02	100.88	100.65	0.23	103.51	(2.63)
人员流动	航班当周执飞率	%	2022-10-08	46.00	57.77	(11.77)	78.41	(32.41)
	地铁日均客运量	万人	2022-10-08	3965.19	5866.85	(1901.66)	5369.29	(1404.10)

资料来源: Wind, 德邦研究所测算

2.3. 投资: 基建投资持续发力

基建投资方面,上周石油沥青装置开工率录得 46.2%,环比回升 2.0%;上上周全国水泥发运率录得 51.26%,环比回升 1.70%。

房地产投资方面,上周 100 大中城市供应土地占地面积录得 4395.32 万平方米,环比回升 42.84%;上周 30 大中城市商品房成交面积录得 431.22 万平方米,环比回升 16.11%。

制造业投资方面,9月28日,中国人民银行设立了设备更新改造专项再贷款,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,涵盖了教育、卫生健康、文旅体育、实训基地、充电桩、城市地下综合管廊、新型基础设施、产业数字化转型、重点领域节能降碳改造升级、废旧家电回收处理体系等 10 个领域,将一定程度上支撑后续制造业投资保持韧性。

表 4: 投资重要高频数据走势

指标类别	指标名称	单位	更新时间	最新值	上期值	环比变动	去年同期值	同比变动
基建相关	开工率:石油沥青装置	%	2022-09-28	46.20	44.20	2.00	39.70	6.50
	水泥发运率:全国:当周值	%	2022-09-23	51.26	49.56	1.70	73.87	(22.61)
房地产相关	100 大中城市供应土地占地面积	万平方米	2022-10-02	4395.32	3077.13	1318.19	3373.12	1022.19
	30 大中城市商品房成交面积	万平方米	2022-10-02	431.22	371.39	59.82	352.04	79.17
	市场价:普通硅酸盐水泥	元/吨	2022-09-30	389.80	381.60	8.20	547.80	(158.00)
	市场价:浮法平板玻璃	元/吨	2022-09-30	1700.90	1695.50	5.40	3074.30	(1373.40)

资料来源: Wind, 德邦研究所测算

2.4. 出口：集装箱运价指数继续回落

出口价格方面，上周中国/上海出口集装箱运价指数分别录得 2328.81 点和 1922.95，分别环比回落 7.20%和 5.94%；本周波罗的海干散货指数录得 1920.40 点，环比回升 7.45%。

出口数量方面，9 月中旬主要港口外贸集装箱吞吐量同比回升 8.4%；韩国 9 月出口金额同比回升 2.8%，较 8 月份的 6.6%大幅下行。

表 5：出口重要高频数据走势

指标类别	指标名称	单位	更新时间	最新值	上期值	环比变动	去年同期值	同比变动
出口价	SCFI:综合指数	/	2022-09-30	1922.95	2072.04	(149.09)	4614.10	(2691.15)
	CCFI:综合指数	/	2022-09-30	2328.81	2475.97	(147.16)	3220.55	(891.74)
	波罗的海干散货指数	/	2022-10-08	1920.40	1787.20	133.20	5499.80	(3579.40)
出口量	外贸集装箱吞吐量:当旬同比	%	2022-09-20	8.40	(14.60)	23.00	(13.60)	22.00
	韩国:出口总额:同比	%	2022-09-18	2.80	6.60	(3.80)	16.90	(14.10)

资料来源：Wind，德邦研究所测算

2.5. 通胀：食品和油价齐升

国内方面，本周猪肉平均批发价录得 32.81 元/公斤，环比回升 4.17%；本周 28 种重点监测蔬菜平均批发价录得 4.88 元/公斤，环比回升 0.62%。

国际方面，本周布伦特原油期货结算价录得 93.27 美元/桶，环比回升 6.94%；本周 COMEX 黄金期货结算价录得 1716.68 美元/盎司，环比回升 3.66%。

表 6：通胀重要高频数据走势

指标类别	指标名称	单位	更新时间	最新值	上期值	环比变动	去年同期值	同比变动
国内	平均批发价:猪肉	元/公斤	2022-10-08	32.81	31.50	1.31	17.86	14.95
	平均批发价:28 种重点监测蔬菜	元/公斤	2022-10-08	4.88	4.85	0.03	4.83	0.05
国际	期货结算价:布伦特原油	美元/桶	2022-10-08	93.27	87.22	6.05	81.85	11.43
	期货结算价:COMEX 黄金	美元/盎司	2022-10-08	1716.68	1656.04	60.64	1761.38	(44.70)

资料来源：Wind，德邦研究所测算

2.6. 流动性：上周货币净投放 8680 亿元

公开市场操作方面，上周央行进行 8830 亿元逆回购操作，有 150 亿元逆回购到期，当周货币净投放 8680 亿元。

受到资金面变化影响，上周 7 天 shibor 利率小幅回升，从周初的 1.8400%回升至周末的 2.0550%；上周 10 年期国债收益率小幅回升，从周初的 2.6951%回升至周末的 2.7315%。

2.7. 国庆数据：旅客和票房均大幅

从文旅部发布的出游数据来看,2022年国庆假期国内旅游出游4.22亿人次,同比减少18.2%,按可比口径恢复至2019年同期的60.7%;实现国内旅游收入2872.1亿元,同比减少26.2%,恢复至2019年同期的44.2%。

从交通运输部发布的客运量数据来看,2022年国庆假期日均发送旅客量3650.6亿人次,同比减少36.5%,恢复至2019年同期的42.0%。其中铁路、公路、水路和民航日均发送旅客量分别同比减少42.3%、34.8%、26.5%和49.4%,均未恢复至2019年同期的50%。

从票房数据来看,2022年国庆假期总票房录得14.98亿元,同比减少65.9%,仅为2019年同期的33.5%。

表 7: 通胀重要高频数据走势

主要数据	2022年	同比	恢复至19年
旅游出游人次(亿人)	4.22	-18.20%	60.70%
国内旅游收入(亿元)	2872.1	-26.20%	44.20%
铁路日均发送旅客量(万人)	685	-42.28%	46.58%
公路日均发送旅客量(万人)	2832	-34.75%	41.31%
水路日均发送旅客量(万人)	66.3	-26.50%	34.33%
民航日均发送旅客量(万人)	67.3	-49.40%	36.99%
日均发送旅客量:总计(万人)	3650.6	-36.51%	41.95%
电影票房(亿元)	14.98	-65.87%	33.54%

资料来源:Wind,德邦研究所测算

3. 本周政策一览

时间	部门/地区	政策/会议	内容
2022/9/27	央行		自9月28日起,将远期售汇业务的外汇风险准备金率从0上调至20%。此次调整旨在稳定外汇市场预期,加强宏观审慎管理。这是也自2020年10月央行将外汇风险准备金率调整为0后,再次出手调整。民生银行首席经济学家温彬表示,此次上调远期售汇业务的外汇风险准备金率至20%,这将提高银行远期售汇成本,降低企业远期购汇需求,进而减少即期市场购汇需求,有助于外汇市场供需平衡。
2022/9/27	财政部等三部门		对购置日期在2023年1月1日至2023年12月31日期间内的新能源汽车,免征车辆购置税。这已是新能源汽车免征购置税第三次延期。
2022/9/28	国务院	国务院常务会议	对政策支持、商业化运营的个人养老金实行个人所得税优惠,对缴费者按每年12000元的限额予以税前扣除,投资收益暂不征税,领取收入实际税负由7.5%降为3%。对部分行政事业性收费和保证金实行缓缴,帮助市场主体减负纾困,规模约1160亿元。加快农业农村基础设施在建项目建设,开工一批新项目,年内完成投资3000亿元以上。会议还部署推进政务服务“跨省通办”扩面增效举措,并通过《促进个体工商户发展条例(草案)》。
2022/9/28	国务院		出台新一轮稳外贸政策6条,一方面是增强外贸履约能力,进一步开拓国际市场;另一方面是激发创新活力,助力稳外贸;第三是强化保障能力,促进贸易畅通。文件提出,要增设一批市场采购贸易方式试点、增设一批进口贸易促进创新示范区、增设一批跨境电子商务综合试验区;出台进一步支持跨境电商海外仓发展的政策措施;加快出台便利跨境电商出口退换货的税收政策。
2022/9/29	央行		央行宣布设立2000亿元设备更新改造专项再贷款,专项支持充电桩、新型基础设施、产业数字化转型等10个领域设备购置与更新改造。对于金融机构在今年9月1日至12月31日期间,以不高于3.2%的利率向清单内项目发放的合格贷款,央行按贷款本金等额提供资金支持。
2022/9/29	工信部等五部门	《关于加快内河船舶绿色智能发展的实施意见》	目标是到2025年,液化天然气(LNG)、电池、甲醇、氢燃料等绿色动力关键技术取得突破,船舶装备智能技术水平明显提升,内河船舶绿色智能标准规范体系基本形成。
2022/9/30	央行、银保监会		决定阶段性调整差别化住房信贷政策。对于今年6-8月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市,可自主决定在2022年底前阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限,二套住房贷款利率政策下限则按现行规定执行。
2022/9/30	财政部等两部门		今年第四季度,对企业、个体工商户应缴纳的《涉及企业、个体工商户行政事业性收费缓缴清单》内收费项目,包括耕地开垦费、污水处理费等14项收费,自应缴之日起缓缴一个季度,不收滞纳金。
2022/10/4	国务院办公厅	《关于加快推进“一件事一次办”打造政务服务升级版的指导意见》	部署推进企业、个人全生命周期相关政务服务事项“一件事一次办”,为企业提供开办、工程建设、生产经营等集成化办理服务,为群众提供就业、就医、婚育、二手房交易及水电气联动过户、退休、身后等集成化办理服务。
2022/10/6	国务院办公厅	《关于扩大政务服务“跨省通办”范围进一步提升服务效能的意见》	推出新一批政务服务“跨省通办”事项,包括异地电子缴税、开具税收完税证明、单位社会保险费申报、临时居民身份证办理、城乡居民养老保险参保登记和待遇申请、5种门诊慢特病费用结算等22项政务服务“跨省通办”事项。

资料来源:国务院、央行、各相关部委、Wind, 德邦研究所

4. 风险提示

- (1) 疫情不确定性仍较高;
- (2) 货币政策变动不及预期;
- (3) 海外需求不确定性较大。

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券研究所首席宏观经济学家，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。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（CWM50）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
1. 投资评级的比较和评级标准： 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；	股票投资评级	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。
2. 市场基准指数的比较标准： 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。	行业投资评级	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经营范围包括证券投资咨询业务。