

宏观经济宏观月报

防疫政策优化降低了人流和物流限制，国内经济有望回升

核心观点

防疫政策优化降低了人流和物流限制，国内经济有望回升。10月国内规模以上工业增加值当月同比增速较9月回落1.3个百分点至5.0%；10月工业增加值环比-4.9%，也明显低于2017-2021年同期均值-3.6%。由此可见10月国内工业生产景气偏低。10月国内服务业生产指数当月同比仅约为0.1%，较9月明显回落1.2个百分点，明显低于2021年的两年平均同比6.3%，这表明10月国内服务业生产景气亦明显偏弱。

从需求角度看，10月国内固定资产投资完成额、社会消费品零售总额当月同比较9月均明显回落，环比均低于2017-2021年同期环比均值，表明10月国内投资和消费均走弱。此外，10月国内出口当月同比亦较9月明显下行。

10月国内经济走弱或与10月国内疫情明显反弹后防疫政策对人流和物流的限制明显加强有关。11月以来，国内每日新增阳性感染人数和医学观察的密切接触者人数均继续明显上升，但与此同时，国内防疫政策并未进一步收紧，反而有了明显优化，在此情况下国内防疫政策对人流和物流的限制或明显下降。

从海外的经验来看，疫情中感染人数的多寡不是经济增长的主要制约因素，防疫政策对人流和物流的限制才是疫情中最主要的经济增长制约因素。国内11月防疫政策出现了明显的优化，降低了国内防疫政策对人流和物流的限制，因此虽然11月国内感染人数较10月上升，但经济增速或较10月有所回升。更远期的国内经济增长状况仍取决于国内防疫政策对人流和物流限制的强弱，若后续国内防疫政策对人流和物流的限制不再出现收紧，则国内经济可能会持续向上修复。

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3.3%，8月3.8%、9月4.6%，10月明显回落至3.6%，11月或回升至4.2%。

10月通胀解读：CPI、PPI同比均明显回落。10月中国CPI同比为2.1%，较9月的2.8%明显回落0.7个百分点。10月中国CPI同比明显回落主要有两个原因：一是去年高基数的影响，历年10月CPI环比平均约为0.2%，而去年10月CPI环比为0.7%，基数明显偏高；二是今年10月服务价格和能源价格表现较弱，使得非食品价格环比明显低于历史同期平均值，拖累今年10月整体CPI环比低于历史同期平均水平。

风险提示：政策调整滞后，疫情继续扩散，经济增速下滑。

经济研究·宏观月报

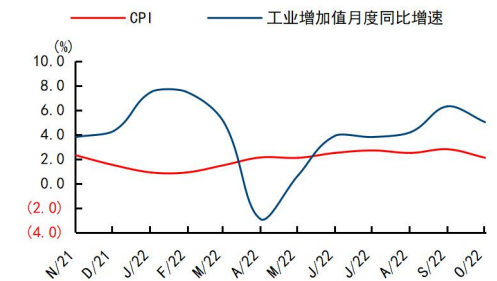
证券分析师：李智能
0755-22940456
lizn@guosen.com.cn
S0980516060001

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	-0.45
出口当月同比	-0.30
M2	11.80

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-三季度国内经济增速明显回升，但内需不足问题仍较突出》——2022-10-24
- 《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》——2022-09-18
- 《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

内容目录

10 月经济增长：疫情明显反弹，国内经济走弱	4
生产端：10 月国内工业、服务业生产景气均回落.....	4
需求端：投资——投资景气有所下降.....	7
需求端：消费——疫情明显反弹，消费景气明显回落.....	10
需求端：进出口——出口同比增速继续回落，11、12 月有望反弹.....	12
10 月通胀解读：CPI、PPI 同比均明显回落	13
2022 年 10 月 CPI 数据分析与未来走势判断.....	14
2022 年 10 月 PPI 数据分析与未来走势判断.....	17
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: 10 月采矿业、制造业增加值同比增速回落, 公用事业有所回升.....	5
图 3: 10 月乙烯、有色金属产量增速上升, 钢材、水泥下行.....	6
图 4: 10 月工业机器人产量同比小幅回落.....	6
图 5: 历年 10 月工业增加值定基指数环比增速一览.....	6
图 6: 10 月服务业生产指数同比继续下行.....	7
图 7: 10 月固定资产投资同比增速有所回落.....	7
图 8: 10 月国内固定资产投资金额环比低于过去五年同期平均值.....	8
图 9: 10 月其他投资同比增速明显上升, 房地产开发、制造业、基建投资同比增速下行.....	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: 10 月国内社会消费品零售总额当月同比增速继续回落.....	11
图 14: 历年 10 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: 11 月前两周食品价格继续下跌.....	17
图 24: 非食品高频价格指数走势.....	17
图 25: 2022 年 10 月 PPI 生产资料、生活资料价格环比均低于历史均值.....	18
图 26: 2022 年 10 月 PPI 生产资料各分项价格环比与历史均值比较.....	18
图 27: 2022 年 10 月 PPI 生活资料各分项价格环比与历史均值比较.....	19
图 28: 流通领域生产资料价格高频指标走势图.....	20

10 月经济增长：疫情明显反弹，国内经济走弱

10 月国内规模以上工业增加值当月同比增速较 9 月回落 1.3 个百分点至 5.0%；10 月工业增加值环比-4.9%，也明显低于 2017-2021 年同期均值-3.6%。由此可见 10 月国内工业生产景气偏低。

10 月国内服务业生产指数当月同比仅约为 0.1%，较 9 月明显回落 1.2 个百分点，明显低于 2021 年的两年平均同比 6.3%，这表明 10 月国内服务业生产景气亦明显偏弱。

从需求角度看，10 月国内固定资产投资完成额、社会消费品零售总额当月同比较 9 月均明显回落，环比均低于 2017-2021 年同期环比均值，表明 10 月国内投资和消费均走弱。此外，10 月国内出口当月同比亦较 9 月明显下行。

10 月国内经济走弱或与 10 月国内疫情明显反弹后防疫政策对人流和物流的限制明显加强有关。11 月以来，国内每日新增阳性感染人数和医学观察的密切接触者人数均继续明显上升，但与此同时，国内防疫政策并未进一步收紧，反而有了明显优化，在此情况下国内防疫政策对人流和物流的限制或明显下降。

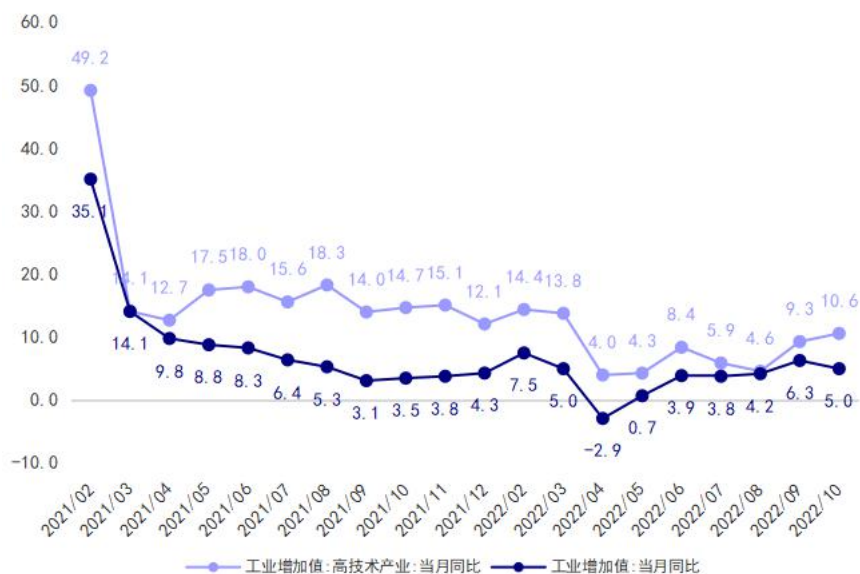
从海外的经验来看，疫情中感染人数的多寡不是经济增长的主要制约因素，防疫政策对人流和物流的限制才是疫情中最主要的经济增长制约因素。国内 11 月防疫政策出现了明显的优化，降低了国内防疫政策对人流和物流的限制，因此虽然 11 月国内感染人数较 10 月上升，但经济增速或较 10 月有所回升。更远期的国内经济增长状况仍取决于国内防疫政策对人流和物流限制的强弱，若后续国内防疫政策对人流和物流的限制不再出现收紧，则国内经济可能会持续向上修复。

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 3.3%，8 月 3.8%、9 月 4.6%，10 月明显回落至 3.6%，11 月或回升至 4.2%。

生产端：10 月国内工业、服务业生产景气均回落

10 月国内规模以上工业增加值同比增速为 5.0%，较 9 月明显回落 1.3 个百分点，其中高技术制造业同比增 10.6%，增速较 9 月继续上升 1.3 个百分点。

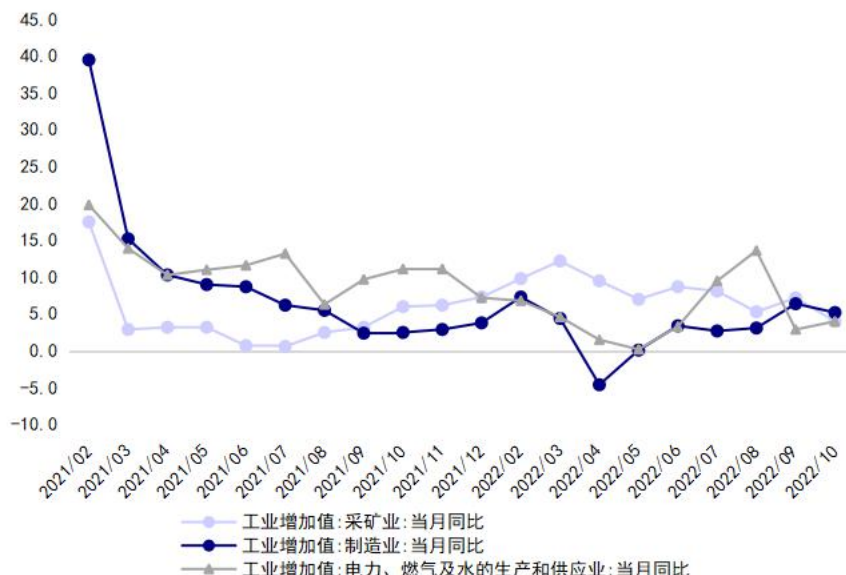
图1：工业增加值与高技术制造业增加值同比增速一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

分三大门类看，10月采矿业、制造业增加值同比增速回落；公用事业增加值同比增速有所回升。10月采矿业同比4.0%，较9月回落3.2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5.2%，回落1.2个百分点，低于2021年全年两年平均同比6.6%；公用事业4.0%，上升1.1个百分点，低于2021年全年两年平均同比6.6%。

图2：10月采矿业、制造业增加值同比增速回落，公用事业有所回升

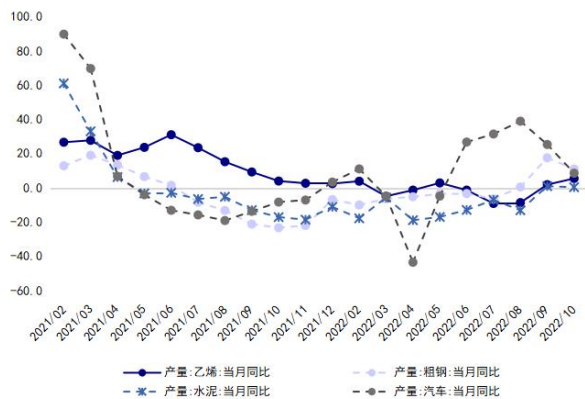


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

分产品看，10月和消费关系较密切的乙烯、有色金属产量同比增速上升，和投资关系较密切的粗钢、钢材、水泥同比增速回落，汽车产量同比增速继续高位回落。

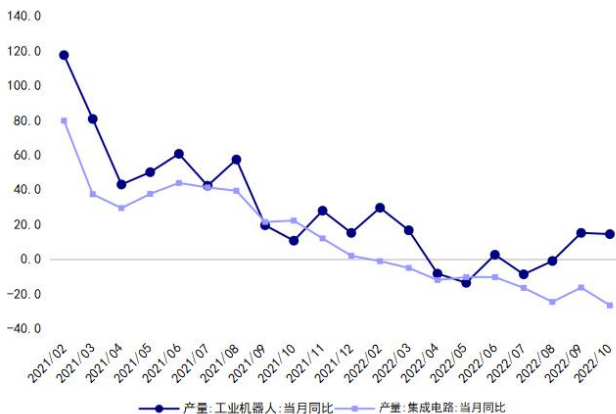
10月粗钢产量同比为11.0%，较9月回落6.6个百分点；钢材11.3%，回落1.2个百分点；水泥0.4%，回落0.6个百分点；乙烯5.5%，继续上升3.6个百分点；十种有色金属10.1%，继续上升1.3个百分点；汽车8.6%，回落16.8个百分点；工业机器人14.4%，回落0.7个百分点；集成电路-26.7%，回落10.3个百分点；整体高技术制造业增加值10月同比为10.6%，较9月上升1.3个百分点。

图3：10月乙烯、有色金属产量增速上升，钢材、水泥下行



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

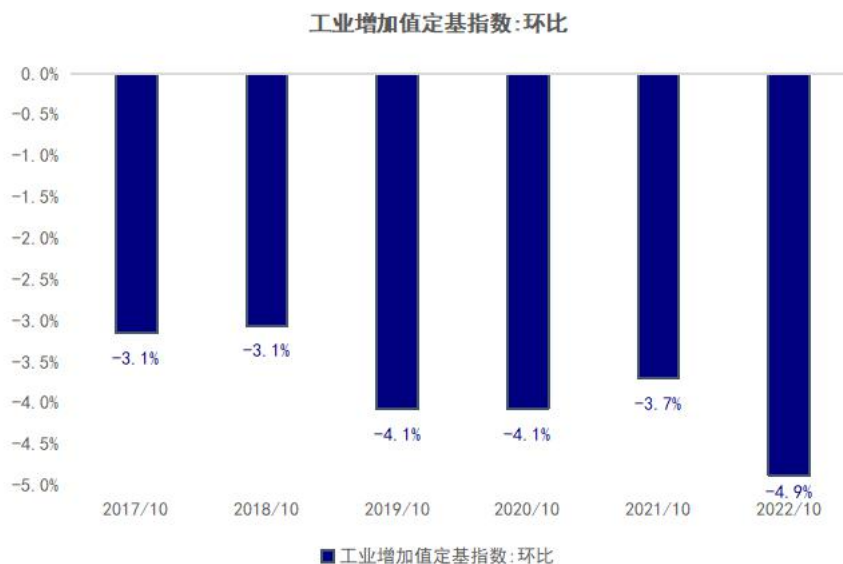
图4：10月工业机器人产量同比小幅回落



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10月定基指数环比为-4.9%，低于2017-2021年同期均值-3.6%。由此可见2022年10月工业生产景气度偏弱。

图5：历年10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10月国内服务业生产指数同比增速为0.1%，较9月继续明显回落1.2个百分点，10月国内服务业表现仍偏弱。10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: 10月服务业生产指数同比继续下行

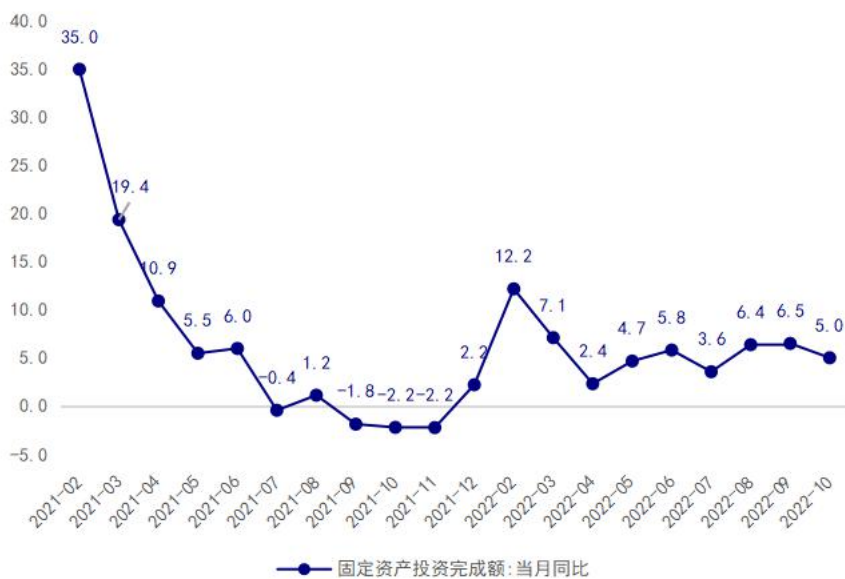


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

需求端: 投资——投资景气有所下降

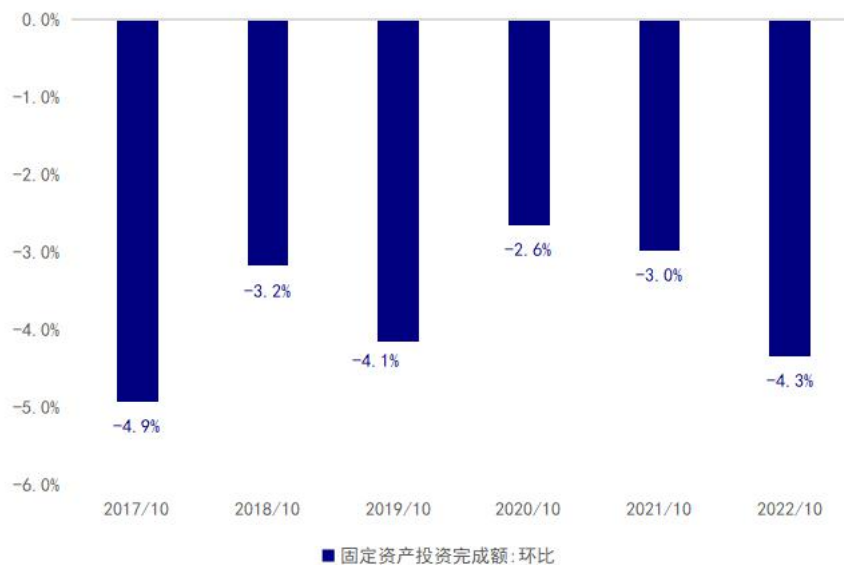
10月国内固定资产投资同比增速较9月有所回落,环比低于2017-2021年同期水平,整体看10月国内投资景气有所回落。10月固定资产投资当月同比增5.0%,较9回落1.5个百分点。10月固定资产投资环比增速为-4.3%,低于2017-2021年同期环比均值-3.6%。

图7: 10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: 10月国内固定资产投资金额环比低于过去五年同期平均值



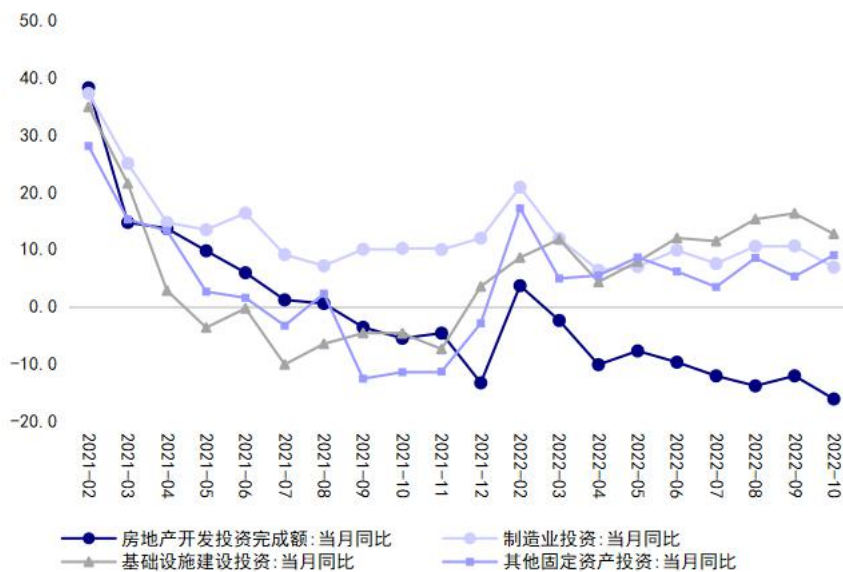
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

10月房地产开发投资当月同比为-16.1%，较9月回落4.0个百分点；制造业投资当月同比为6.9%，回落3.7个百分点；基建投资同比12.7%，回落3.6个百分点；其他投资（主要是服务业相关投资）同比9.0%，上升3.7个百分点。

环比来看，10月其他投资环比走势很强劲，房地产开发投资、制造业投资、基建投资偏弱。10月房地产开发投资环比为-18.9%，低于2017-2021年同期环比均值-13.0%；制造业投资环比为-8.6%，低于2017-2021年同期环比均值-5.7%；基建投资环比为-2.4%，低于2017-2021年同期环比均值-0.9%；其他投资环比为11.1%，明显高于2017-2021年同期环比均值4.1%。

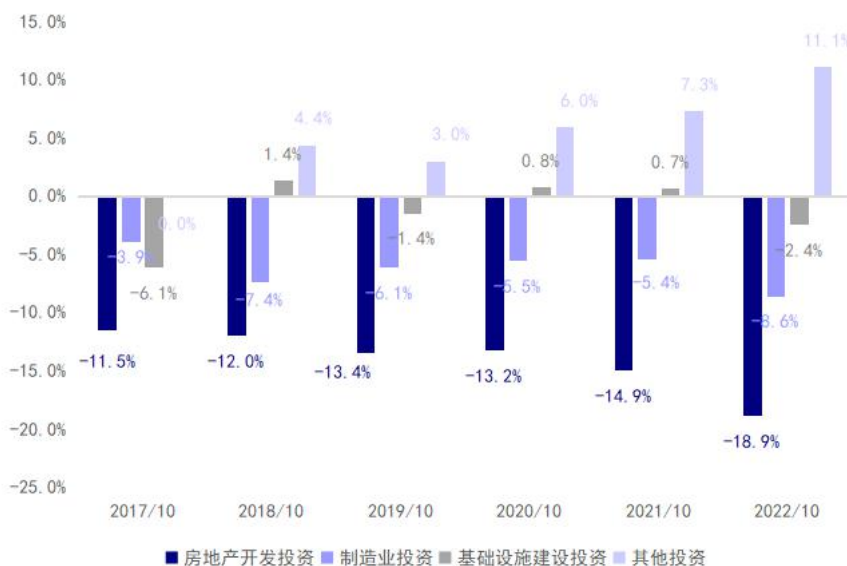
综上，10月国内其他投资表现很强劲，房地产开发、制造业、基建投资表现较低迷，或与10月国内疫情明显反弹后防疫政策对人流和物流的限制明显加强有关。

图9：10月其他投资同比增速明显上升，房地产开发、制造业、基建投资同比增速下行



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

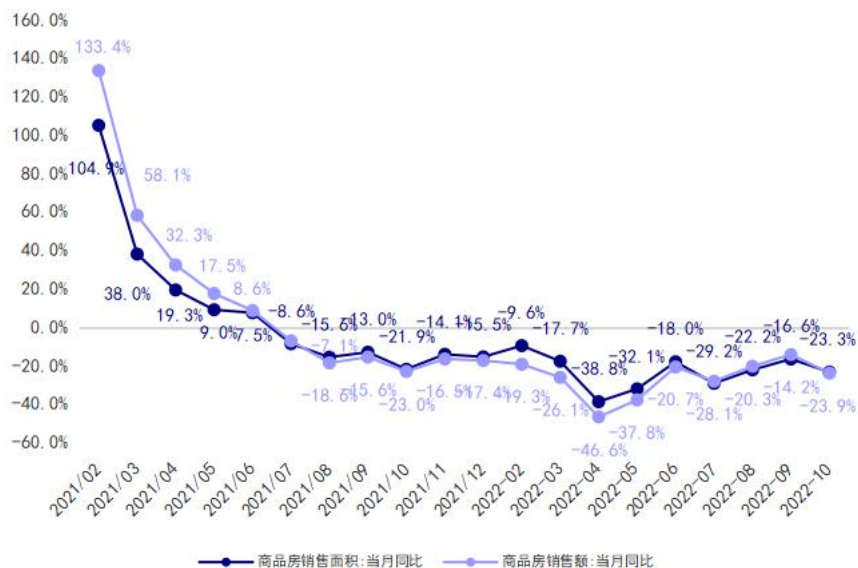


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

10月商品房销售面积和销售金额同比降幅有所扩大。商品房销售面积10月同比为-23.3%，同比降幅较9月扩大6.8个百分点；商品房销售金额同比为-23.9%，同比降幅较9月扩大9.7个百分点。

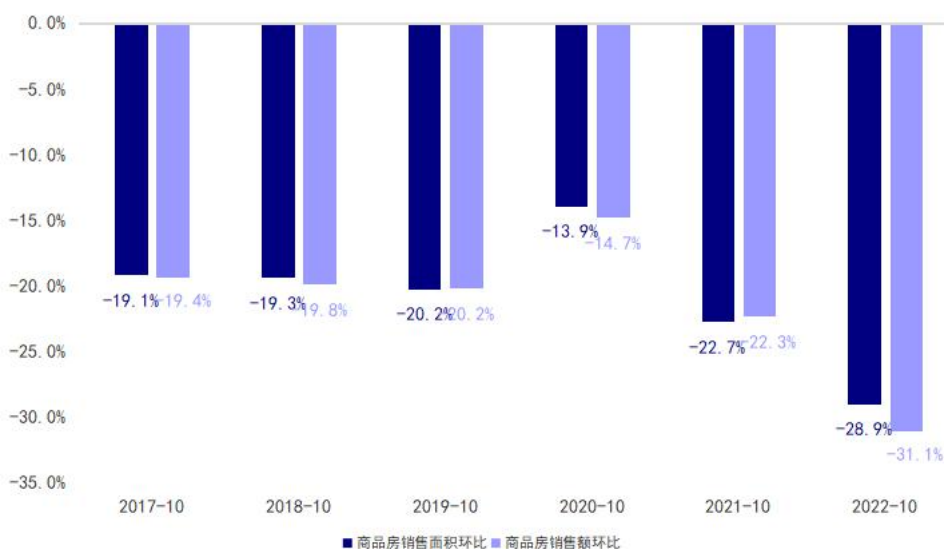
10月国内商品房销售面积和销售金额环比均低于2017-2021年同期环比均值，房地产销售景气有所下降。

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——疫情明显反弹，消费景气明显回落

10月社会消费品零售总额同比增速为-0.5%，较9月继续回落3.0个百分点。其中商品零售同比增速为0.5%，回落2.5个百分点；餐饮-8.1%，回落6.4个百分点。

限额以上商品零售中，10月烟酒、家具类销售当月同比有所上升，其他品类大都

有所回落。

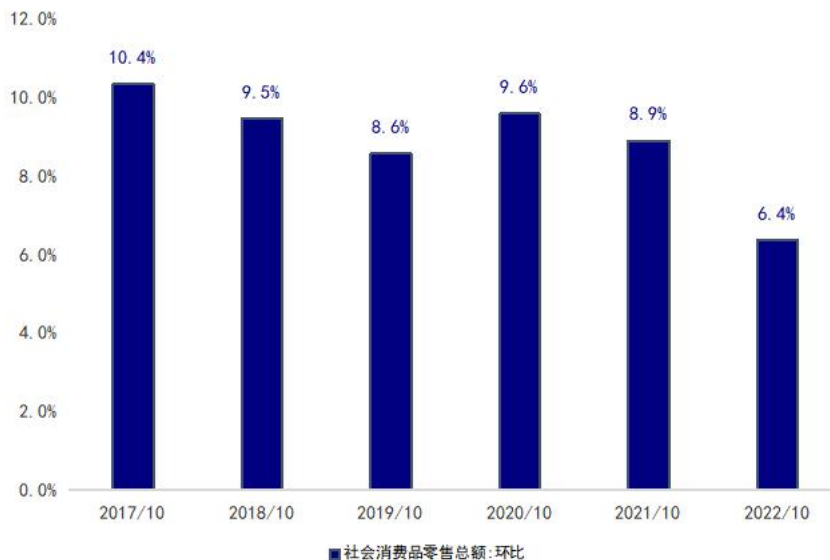
图 13: 10 月国内社会消费品零售总额当月同比增速继续回落



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从环比来看,今年 10 月社会消费品零售总额环比为 6.4%,明显低于 2017-2021 年同期环比均值 9.4%,表明 10 月国内消费景气明显偏弱,或与 10 月国内疫情明显反弹后防疫政策对人流和物流的限制明显加强有关。

图 14: 历年 10 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——出口同比增速继续回落，11、12月有望反弹

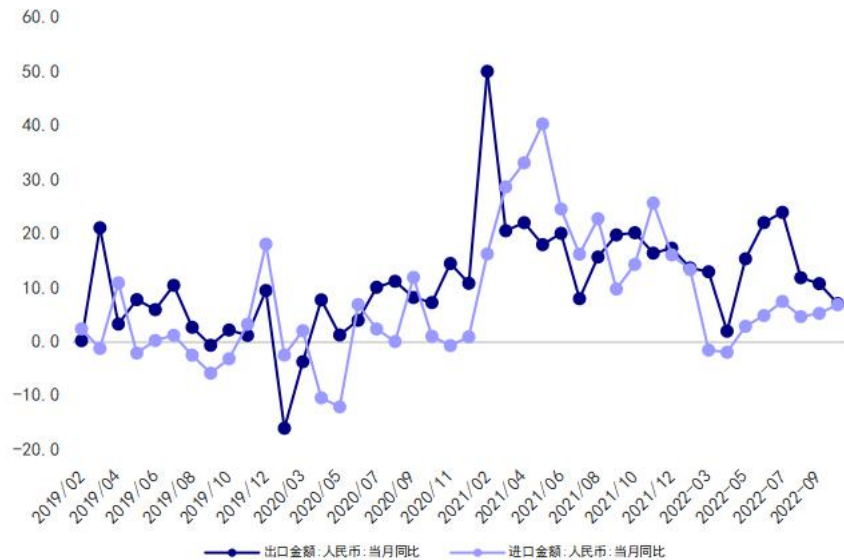
10月中国出口（人民币计价，若无特别提示，后文进出口均为人民币计价）同比继续回落；进口同比增速继续上升。10月中国出口同比增速为7.0%，较9月回落3.7个百分点；进口同比增速为6.8%，上升1.6个百分点。

国内出口高景气与高通胀背景下海外发达国家现价GDP同比增速保持较高水平密切相关。在海外高通胀未明显缓解之前，海外发达国家现价GDP同比增速或能保持较高水平，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。

10月中国美元计价出口同比为-0.3%，是2020年6月以来首次出现同比负增长。根据我们总结的中国美元计价出口同比与美英法德四国美元计价现价GDP合计同比的线性关系，中国美元计价出口-0.3%的同比对应美英法德四国10月实际GDP同比加权平均值约为-1%。

美英法德四国三季度实际GDP同比大都在1%以上，四季度立刻大幅回落至-1%以下的概率比较小，反而维持正增长的概率比较大。若四季度美英法德四国实际GDP同比加权平均值为0.5%，则线性模型显示四季度中国美元计价出口同比约为4%左右。因此10月中国美元计价出口同比负增长大概率是月度间波动的异常值，预计11月、12月中国美元计价出口同比将再次回升至正值。

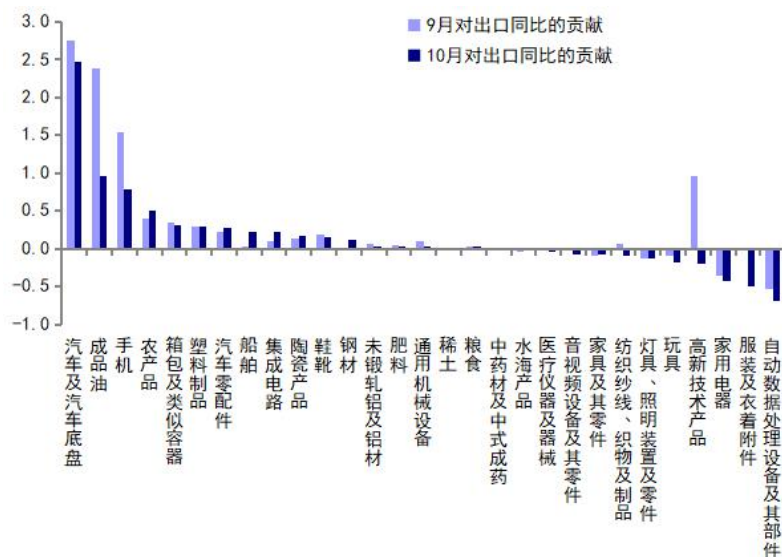
图15：中国进口、出口金额同比走势一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

各出口产品中，10月农产品、汽车零配件、集成电路、陶瓷产品对出口同比的贡献较显著且贡献有所上升；10月船舶、钢材对出口同比的贡献亦有所增加；汽车及汽车底盘、成品油、手机、箱包及类似容器、塑料制品、鞋靴对出口同比的贡献较显著但贡献有所回落；家具、家电、灯具等房地产相关出口需求持续低迷；服装和衣着附件、高新技术产品对出口同比的贡献显著回落至负值。

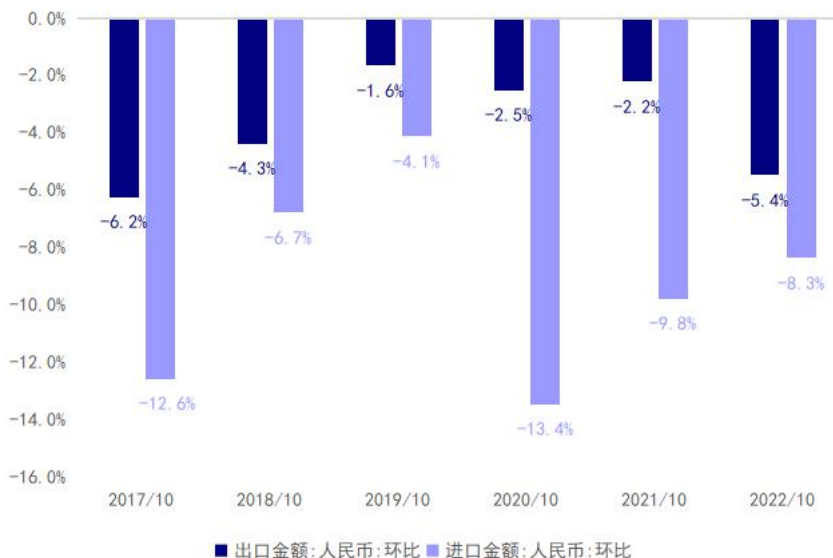
图16: 国内不同出口产品对整体出口同比的贡献



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从环比来看, 2022年10月出口金额环比增速为-5.4%, 低于2017-2021年同期环比均值-3.4%, 2022年10月国内出口环比偏低; 10月进口环比为-8.3%, 高于2017-2021年同期环比均值-9.3%, 2022年10月国内进口环比偏高。

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

10月通胀解读: CPI、PPI 同比均明显回落

10月中国CPI同比为2.1%, 较9月的2.8%明显回落0.7个百分点。10月中国CPI同比明显回落主要有两个原因: 一是去年高基数的影响, 历年10月CPI环比平均

约为 0.2%，而去年 10 月 CPI 环比为 0.7%，基数明显偏高；二是今年 10 月服务价格和能源价格表现较弱，使得非食品价格环比明显低于历史同期平均值，拖累今年 10 月整体 CPI 环比低于历史同期平均水平。

10 月 PPI 环比为 0.2%，同比为-1.3%，10 月 PPI 环比转正但在高基数带动下同比大幅回落至负值区间。

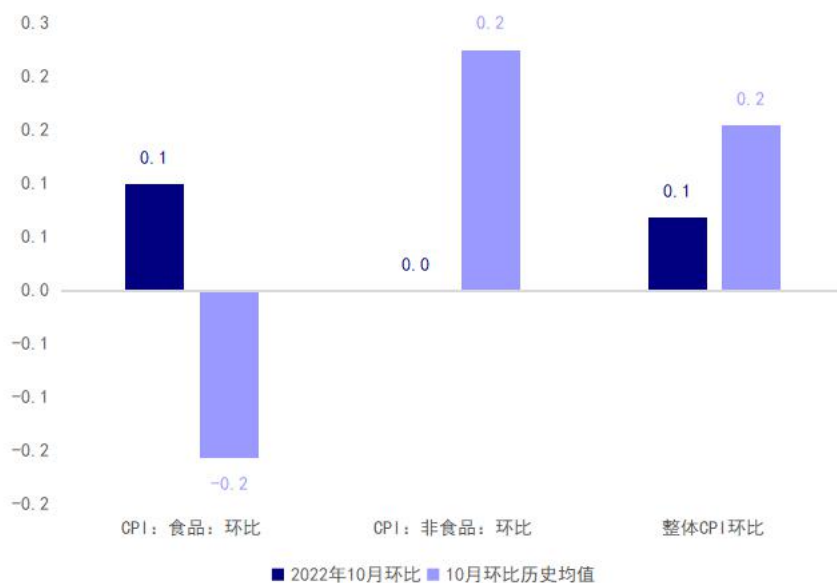
高频数据显示 11 月食品偏弱，非食品偏强，整体 11 月 CPI 环比或维持在历史平均水平附近，预计 11 月 CPI 同比继续回落至 1.8%。11 月以来国内流通领域生产资料价格继续明显下跌，预计 11 月 PPI 环比将转负，PPI 同比继续回落至-1.6%。

偏低的 CPI 和 PPI 同比表明短期内国内通胀仍不会构成市场关注的焦点核心，经济增长才是目前国内宏观最值得关注的內容。

2022 年 10 月 CPI 数据分析与未来走势判断

10 月 CPI 同比为 2.1%，较 9 月回落 0.7 个百分点。10 月 CPI 环比为 0.1%，低于季节性水平约 0.1 个百分点。其中 10 月食品价格环比高于季节性，非食品环比低于季节性。（季节性指 2005-2021 年同期环比均值，下同）

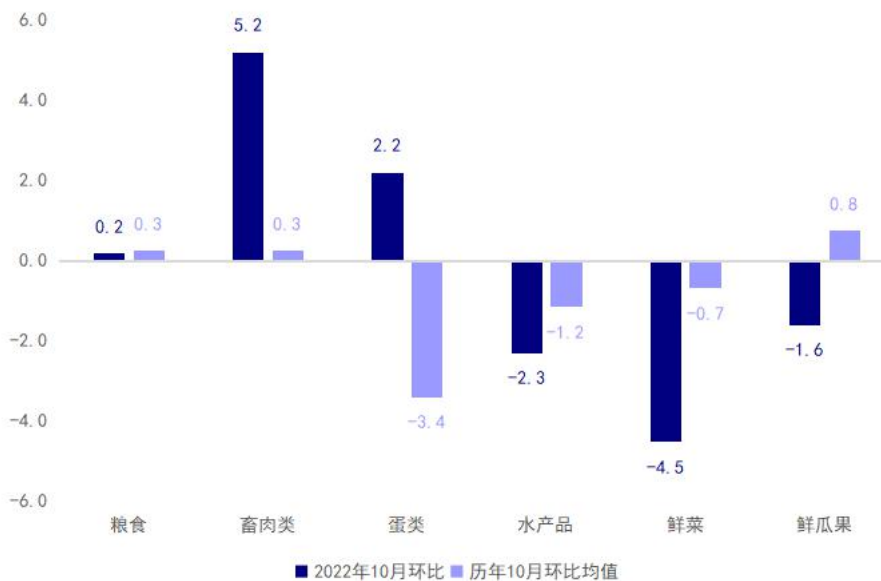
图 18: CPI 环比与历史均值比较



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

10 月食品环比为 0.1%，高于季节性约 0.3 个百分点，其中畜肉、蛋类价格环比高于季节性部分对食品环比的额外贡献分别为 0.9、0.3 个百分点；鲜菜、鲜果、水产品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、-0.2、-0.1 个百分点。

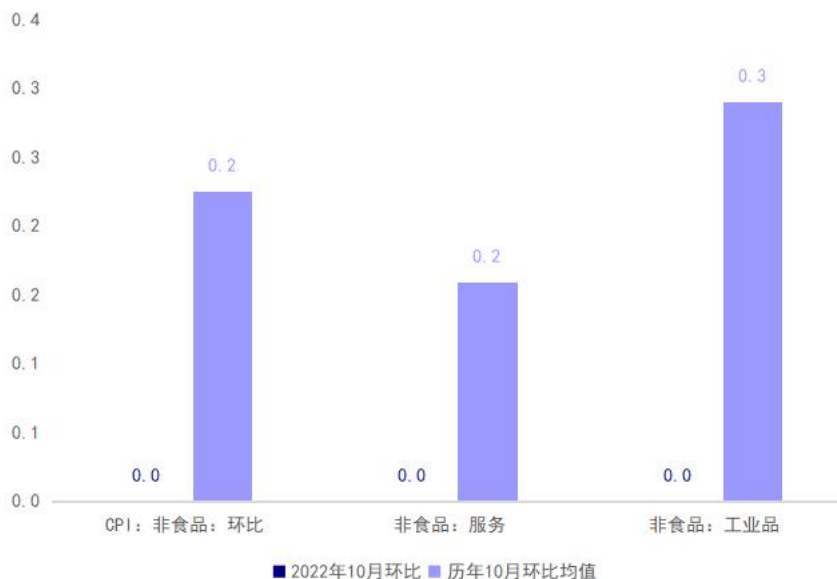
图19: CPI 食品项环比与历史均值比较



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

10月非食品环比为零, 低于季节性约0.2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、医疗服务、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零, 低于季节性约0.3个百分点, 其中服装、中药、西药、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



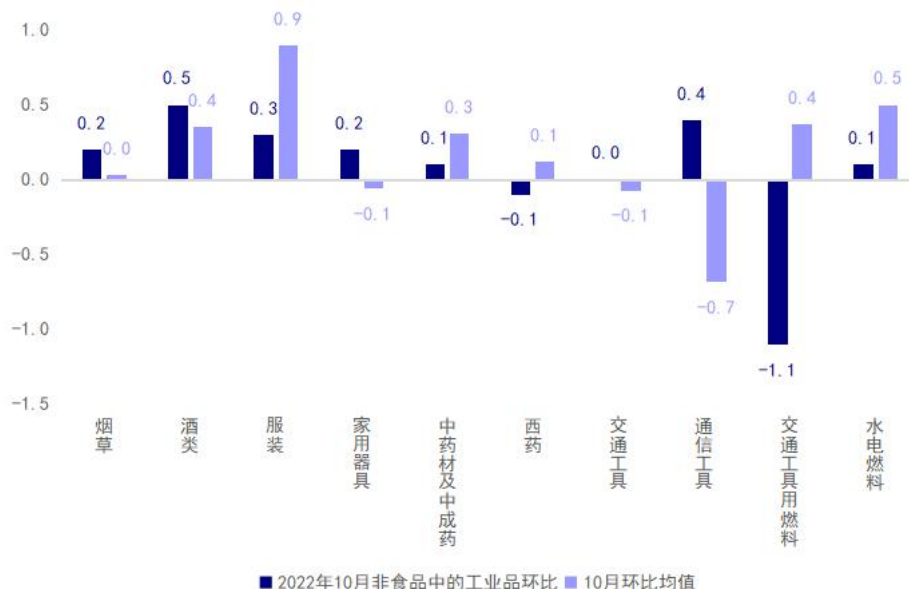
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

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



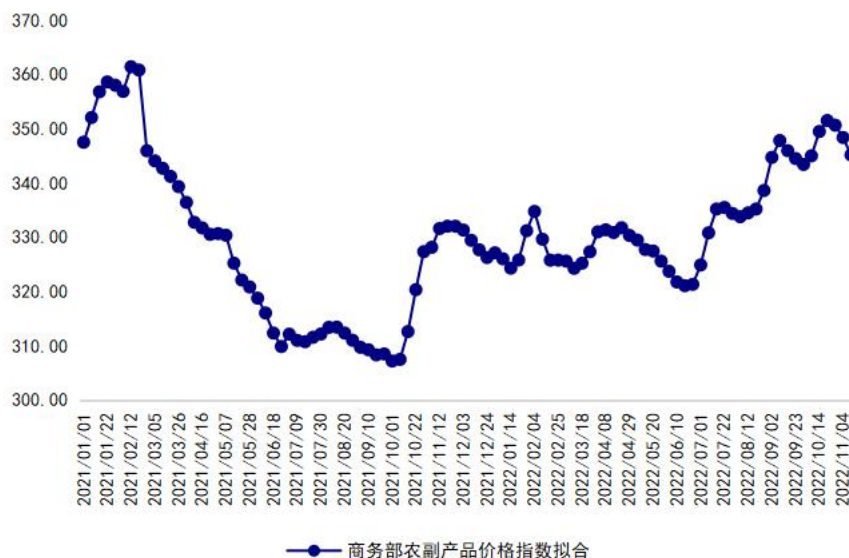
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

截至 11 月 11 日, 国信拟合的商务部食品高频综合指数 11 月环比为-0.9%, 低于历史平均水平 1.0%, 预计 2022 年 11 月食品价格环比或低于季节性水平。

非食品方面, 截至 11 月 11 日, 11 月国信非食品高频指标环比为 2.2%, 高于历史均值 0.1%, 预计 11 月整体非食品环比或高于季节性水平。

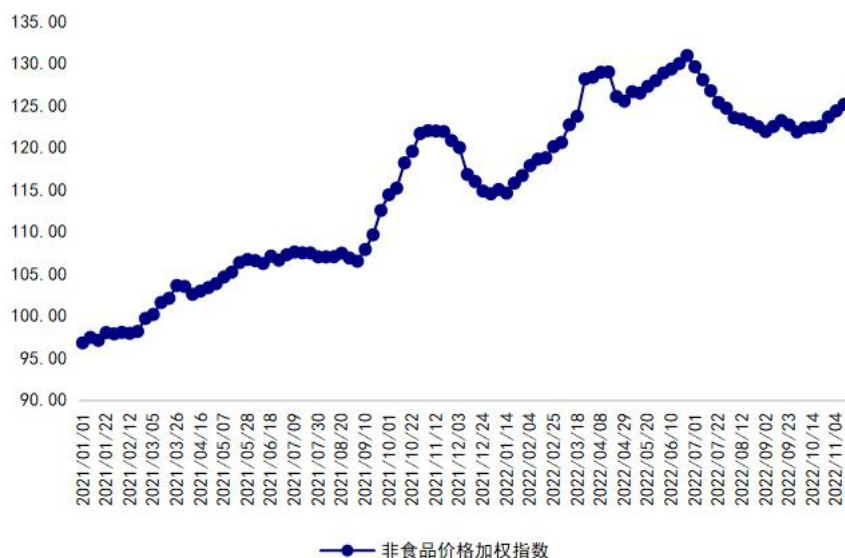
预计 2022 年 11 月 CPI 食品环比约为零，非食品环比约为 0.1%，CPI 整体环比约为 0.1%，11 月 CPI 同比或回落至 1.8%。

图 23: 11 月前两周食品价格继续下跌



资料来源：CEIC、WIND、国信证券经济研究所整理

图 24: 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

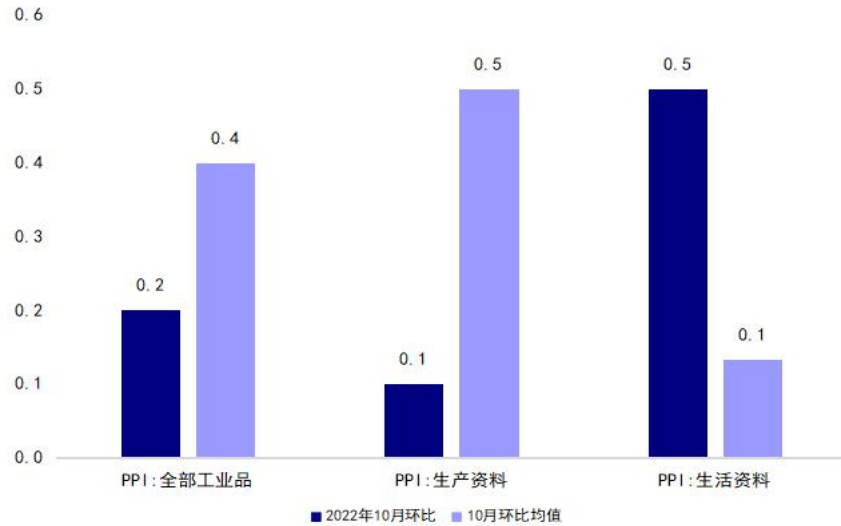
2022 年 10 月 PPI 数据分析与未来走势判断

10 月 PPI 同比继续明显回落，环比回升至正值。10 月 PPI 同比为-1.3%，较 9 月继续回落 2.2 个百分点；环比为 0.2%，较 8 月上升 0.3 个百分点，10 月环比仍低

于疫情前三年同期均值。

10月PPI生产资料价格环比低于疫情前三年同期均值，生活资料价格环比高于疫情前三年同期均值。PPI生产资料10月环比为0.1%，较上月上升0.3个百分点，低于历史均值0.4个百分点；PPI生活资料10月环比为0.5%，较上月上升0.4个百分点，高于历史均值0.4个百分点。

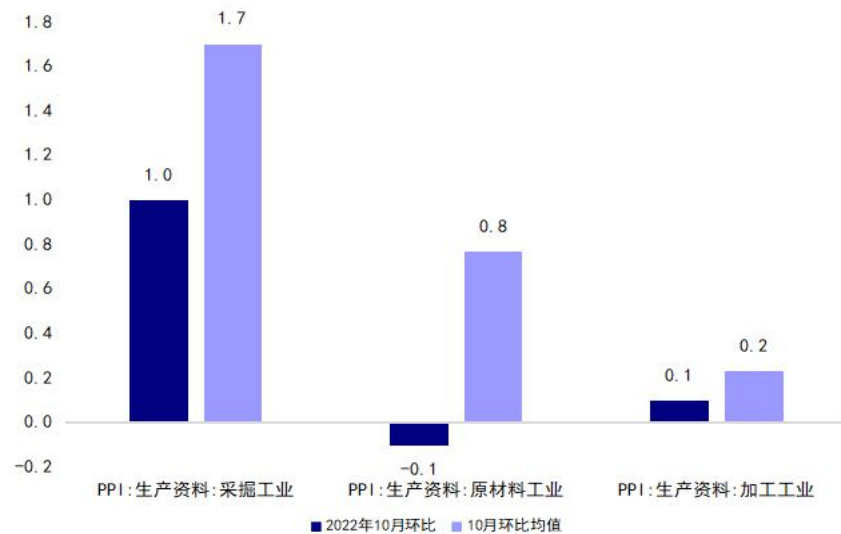
图25: 2022年10月PPI生产资料、生活资料价格环比均低于历史均值



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，10月采掘工业、原材料工业、加工工业环比均低于历史均值。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0.7、0.9、0.1个百分点。

图26: 2022年10月PPI生产资料各分项价格环比与历史均值比较

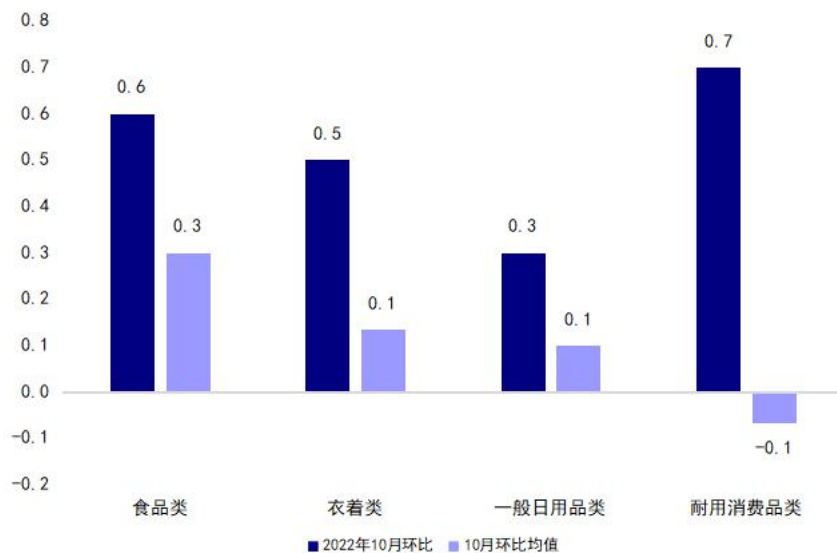


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

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，食品类、衣着类、一般日用品类、耐用消费品类均高于历史均值。

生活资料各分项中，食品类、衣着类、一般日用品类、耐用消费品类价格环比高于历史均值的幅度分别为 0.3、0.4、0.2、0.8 个百分点。

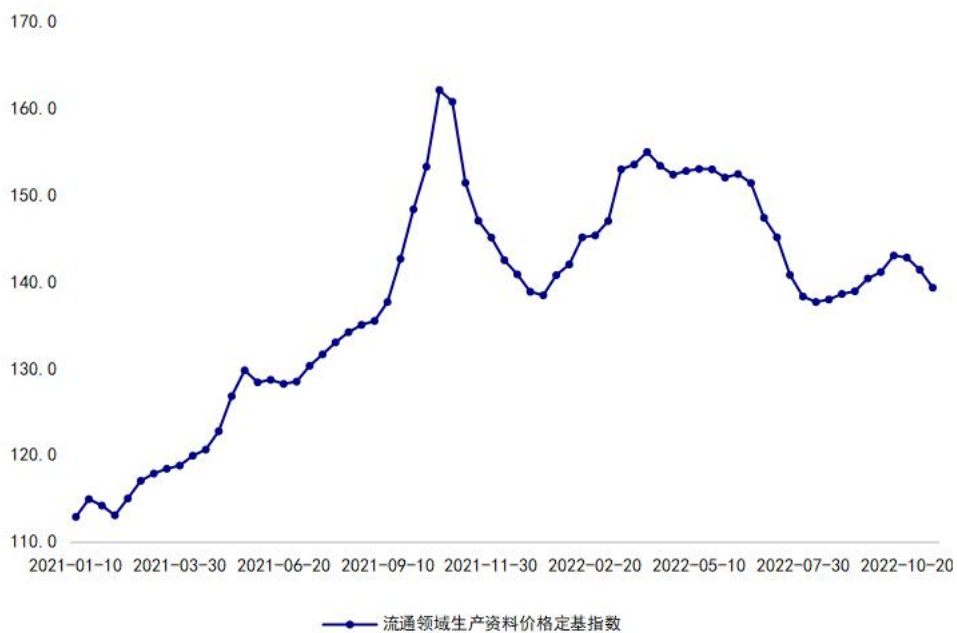
图 27: 2022 年 10 月 PPI 生活资料各分项价格环比与历史均值比较



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

10月中旬以来国内疫情多点散发可能再次拖累了国内经济增长，因此国内流通领域生产资料价格持续下跌。10月上旬国内流通领域生产资料价格上涨，10月中旬小幅下跌，10月下旬下跌幅度有所扩大，11月上旬下跌幅度进一步扩大。预计11月国内PPI环比再次转负，PPI同比继续下行至-1.6%。

图28: 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，疫情继续扩散，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