

# 宏观经济宏观月报

## 疫情冲击下经济继续探底，感染峰值过后或迎来快速复苏

### 核心观点

**疫情冲击下经济继续探底，感染峰值过后或迎来快速复苏。**11月国内工业和服务业生产当月同比增速均明显下行。从需求角度看，11月国内投资和消费当月同比增速亦明显走弱，此外11月国内出口当月同比亦较10月明显下行。

11月国内经济明显走弱或主要与国内疫情感染人数快速上升带来的短期冲击有关。一方面，国内疫情感染人数第一次出现如此快速的上升，国内民众普遍存在规避感染风险相关行为，包括减少出行、减少人员接触等等，这对国内需求构成负面冲击；另一方面，感染人数快速上升使得经济运转各环节的工作人员存在较大减员风险，这给国内供给带来负面冲击。

此外，感染人数上升带来的减员效应与规避感染风险行为叠加，会明显放大供给负面冲击：一方面经济运转各环节的工作人员因感染导致工作效率明显下降，另一方面民众的规避感染风险行为导致人力资源供给受阻，在此情况下，减员带来的供给收缩无法通过快速补充人力资源进行弥补。

因此，当前国内民众规避感染风险相关行为的增加是拖累国内经济增长的主要因素。从海外的经验来看，规避感染风险行为在第一次大规模感染期间会短暂明显增加，但在第一次感染高峰过后规避感染风险行为将明显减少，此后感染高峰再次来临民众也不会明显增加规避感染风险行为。预计国内第一次感染高峰过后国内经济将因人流和物流的畅通迎来快速复苏。

美国和日本的经验表明，疫情新增感染人数快速上升至新增感染人数达到峰值所需要的时间约为两个月，中国此次疫情新增感染人数快速上升是从2022年11月中旬开始，预计12月或明年1月中国新增感染人数将达到峰值。2023年2月起，随着感染高峰过去，中国经济或将启动向上修复进程。

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月继续明显回落至2.0%。

**风险提示：**政策调整滞后，经济增速下滑。

### 经济研究·宏观月报

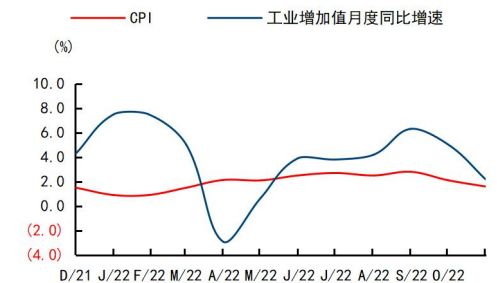
证券分析师：李智能  
0755-22940456  
lizn@guosen.com.cn  
S0980516060001

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	5.30
社零总额当月同比	-5.90
出口当月同比	-8.70
M2	12.40

#### 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-防疫政策优化降低了人流和物流限制，国内经济有望回升》——2022-11-16
- 《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

## 内容目录

<b>11 月经济增长：疫情冲击下经济继续探底，感染峰值过后或迎来快速复苏</b> .....	4
生产端：11 月国内工业、服务业生产同比增速继续回落.....	5
需求端：投资——投资增速继续下降.....	7
需求端：消费——疫情影响仍在持续，消费增速继续回落.....	11
需求端：进出口——供给与需求冲击下中国出口同比增速继续明显回落.....	12
<b>11 月通胀解读：CPI 同比继续明显回落，PPI 同比企稳</b> .....	14
2022 年 11 月 CPI 数据分析与未来走势判断.....	14
2022 年 11 月 PPI 数据分析与未来走势判断.....	18
<b>风险提示</b> .....	21
<b>免责声明</b> .....	22

## 图表目录

图 1: 美国疫情新增感染人数与消费同比增速一览.....	5
图 2: 日本疫情新增感染人数与消费同比增速一览.....	5
图 3: 工业增加值与高技术制造业增加值同比增速一览.....	5
图 4: 11 月制造业、公用事业增加值同比增速下行, 采矿业有所回升.....	6
图 5: 11 月大多数产品产量增速均下行.....	6
图 6: 11 月集成电路产量同比明显回升.....	6
图 7: 历年 10 月工业增加值定基指数环比增速一览.....	7
图 8: 11 月服务业生产指数同比继续下行至负值区间.....	7
图 9: 11 月固定资产投资同比增速明显回落.....	8
图 10: 11 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 11: 11 月基建投资同比增速上升, 房地产开发、制造业、其他投资同比增速下行.....	9
图 12: 国内固定资产投资主要分项环比增速一览.....	9
图 13: 房地产销售当月同比增速一览.....	10
图 14: 房地产销售环比增速一览.....	10
图 15: 11 月国内社会消费品零售总额当月同比增速继续回落.....	11
图 16: 历年 11 月社会消费品零售总额环比一览.....	11
图 17: 中国进口、出口金额同比走势一览.....	12
图 18: 国内不同出口产品对整体出口同比的贡献.....	13
图 19: 历年中国进口、出口金额环比走势一览.....	13
图 20: CPI 环比与历史均值比较.....	14
图 21: CPI 食品项环比与历史均值比较.....	15
图 22: CPI 非食品项环比与历史均值比较.....	15
图 23: CPI 非食品服务项环比与历史均值比较.....	16
图 24: CPI 非食品工业品项环比与历史均值比较.....	16
图 25: 12 月首周食品价格表现仍偏弱.....	17
图 26: 非食品高频价格指数走势.....	17
图 27: 2022 年 11 月 PPI 生产资料、生活资料价格环比均低于历史均值.....	18
图 28: 2022 年 11 月 PPI 生产资料各分项价格环比与历史均值比较.....	19
图 29: 2022 年 11 月 PPI 生活资料各分项价格环比与历史均值比较.....	19
图 30: 流通领域生产资料价格高频指标走势图.....	20

## 11 月经济增长：疫情冲击下经济继续探底，感染峰值过后或迎来快速复苏

11 月国内工业和服务业生产增速均明显下行。11 月国内规模以上工业增加值当月同比增速较 10 月继续明显回落 2.8 个百分点至 2.2%；11 月国内服务业生产指数当月同比继续明显回落 2.0 个百分点至-1.9%，再次进入负增长区间。

从需求角度看，11 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 10 月继续明显下行，环比均低于 2017-2021 年同期环比均值，表明 11 月国内投资和消费均走弱。此外，11 月国内出口当月同比亦较 10 月明显下行。

11 月国内经济明显走弱或主要与国内疫情感染人数快速上升带来的短期冲击有关。一方面，国内疫情感染人数第一次出现如此快速的上升，国内民众普遍存在规避感染风险相关行为，包括减少出行、减少人员接触等等，这对国内需求构成负面冲击；另一方面，感染人数快速上升使得经济运转各环节的工作人员存在较大减员风险，这给国内供给带来负面冲击。

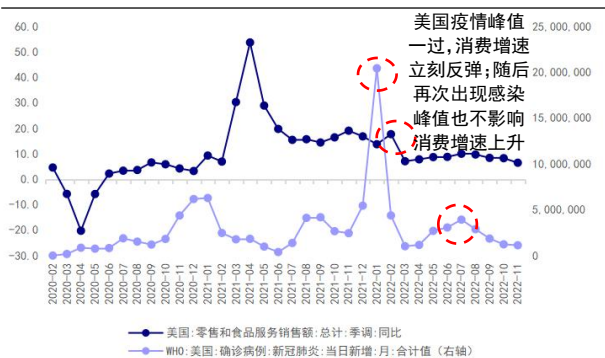
此外，感染人数上升带来的减员效应与规避感染风险行为叠加，会明显放大供给负面冲击：一方面经济运转各环节的工作人员因感染导致工作效率明显下降，另一方面民众的规避感染风险行为导致人力资源供给受阻，在此情况下，减员带来的供给收缩无法通过快速补充人力资源进行弥补。

因此，当前国内民众规避感染风险相关行为的增加是拖累国内经济增长的主要因素。从海外的经验来看，规避感染风险行为在第一次大规模感染期间会短暂明显增加，但在第一次感染高峰过后规避感染风险行为将明显减少，此后感染高峰再次来临民众也不会明显增加规避感染风险行为。预计国内第一次感染高峰过后国内经济将因人流和物流的畅通迎来快速复苏。

美国和日本的经验表明，疫情新增感染人数快速上升至新增感染人数达到峰值所需要的时间约为两个月，中国此次疫情新增感染人数快速上升是从 2022 年 11 月中旬开始，预计 12 月或明年 1 月中国新增感染人数将达到峰值。2023 年 2 月起，随着感染高峰过去，中国经济或将启动向上修复进程。

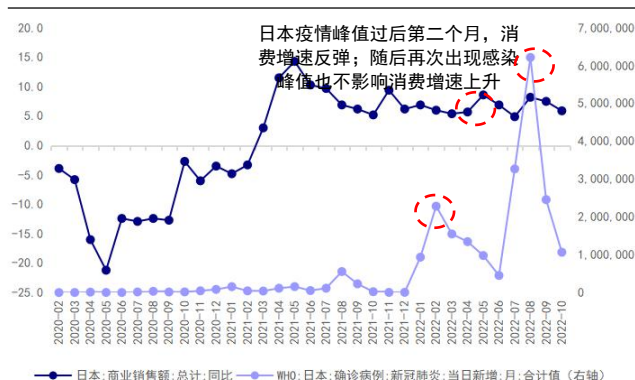
根据我们总结的月度经济指标与 GDP 之间的数量关系（详见报告《国信证券-宏观经济专题：疫情冲击下 GDP 的再评估-20220328》），2022 年 1-2 月国内实际 GDP 同比增速约为 5.9%，3 月约为 3.7%，4 月约为-1.7%，5 月回升至零，6 月继续回升至 3.0%，7 月 3.3%，8 月 3.8%、9 月 4.6%，10 月明显回落至 3.6%，11 月继续明显回落至 2.0%。

图1：美国疫情新增感染人数与消费同比增速一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图2：日本疫情新增感染人数与消费同比增速一览

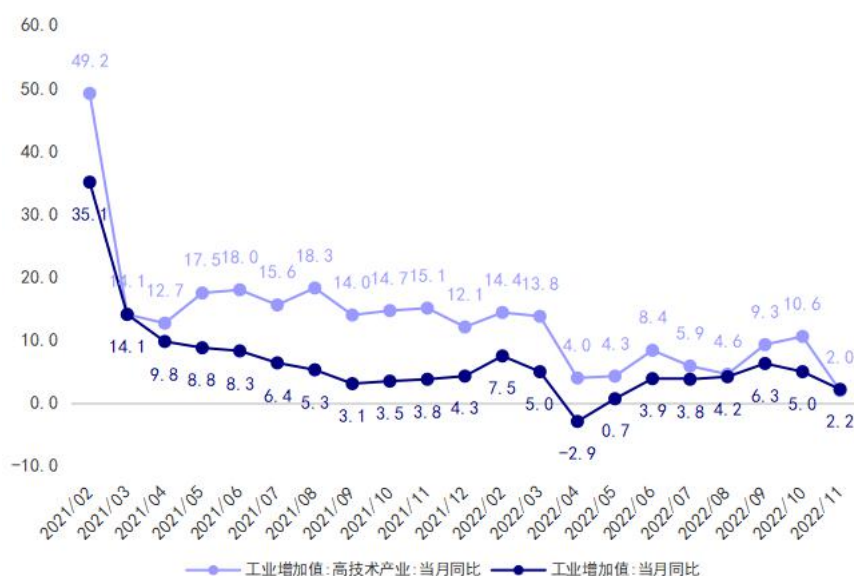


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

### 生产端：11月国内工业、服务业生产同比增速继续回落

11月国内规模以上工业增加值同比增速为2.2%，较10月继续明显回落2.8个百分点，其中高技术制造业同比增2.0%，增速较10月明显回落8.6个百分点。

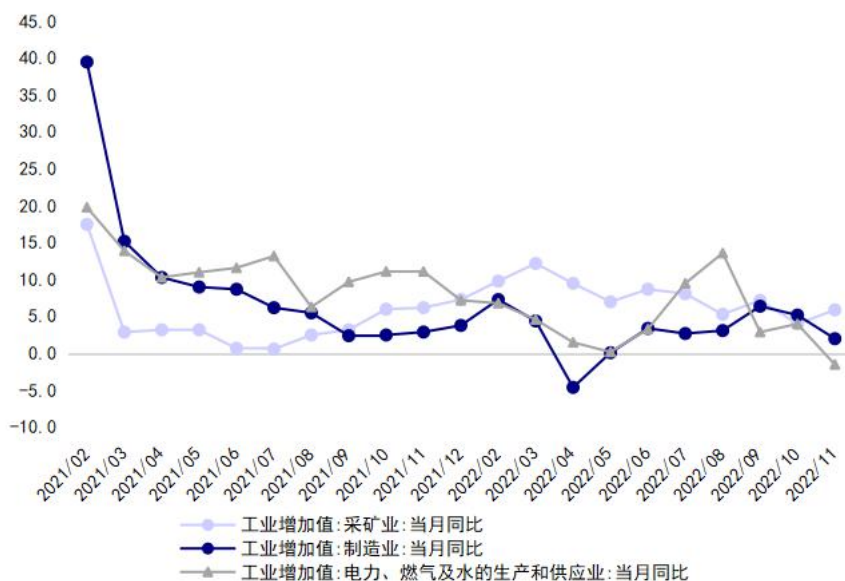
图3：工业增加值与高技术制造业增加值同比增速一览



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4: 11月制造业、公用事业增加值同比增速下行, 采矿业有所回升

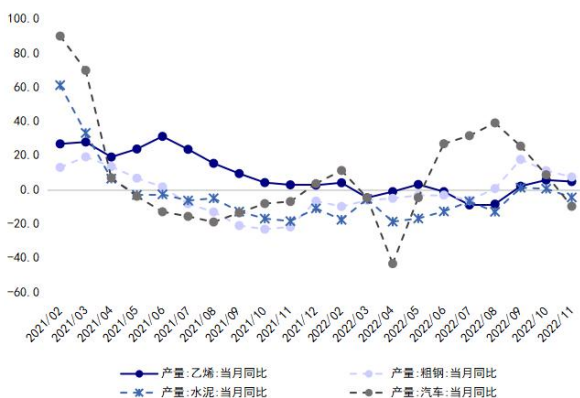


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

分产品看, 11月大多数工业产品产量同比增速均下行, 但集成电路产量同比增速明显回升。

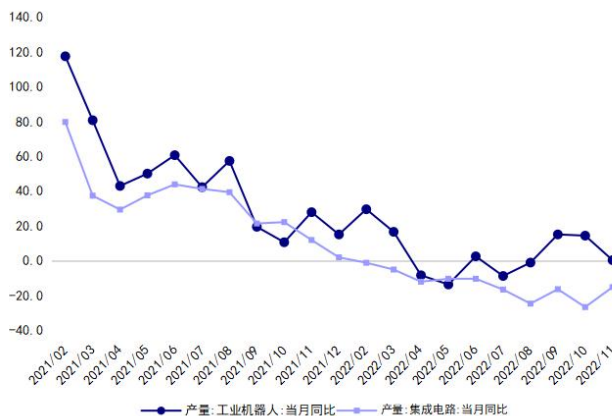
11月粗钢产量同比为7.3%, 较10月回落3.7个百分点; 钢材7.1%, 回落4.2个百分点; 水泥-4.7%, 回落5.1个百分点; 乙烯4.6%, 回落0.9个百分点; 十种有色金属8.8%, 回落1.3个百分点; 汽车-9.9%, 回落18.5个百分点; 工业机器人0.3%, 回落14.1个百分点; 集成电路-15.2%, 上升11.5个百分点; 整体高技术制造业增加值11月同比为2.0%, 较10月回落8.6个百分点。

图5: 11月大多数产品产量增速均下行



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图6: 11月集成电路产量同比明显回升



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11月定基指数环比为3.5%, 明显低于2017-2021年同期均值5.5%。由此可见2022年11月工业生产景气度偏弱。

图7: 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 11 月国内服务业生产指数同比增速为-1.9%, 较 10 月继续明显回落 2.0 个百分点, 11 月国内服务业表现仍偏弱。11 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8: 11 月服务业生产指数同比继续下行至负值区间



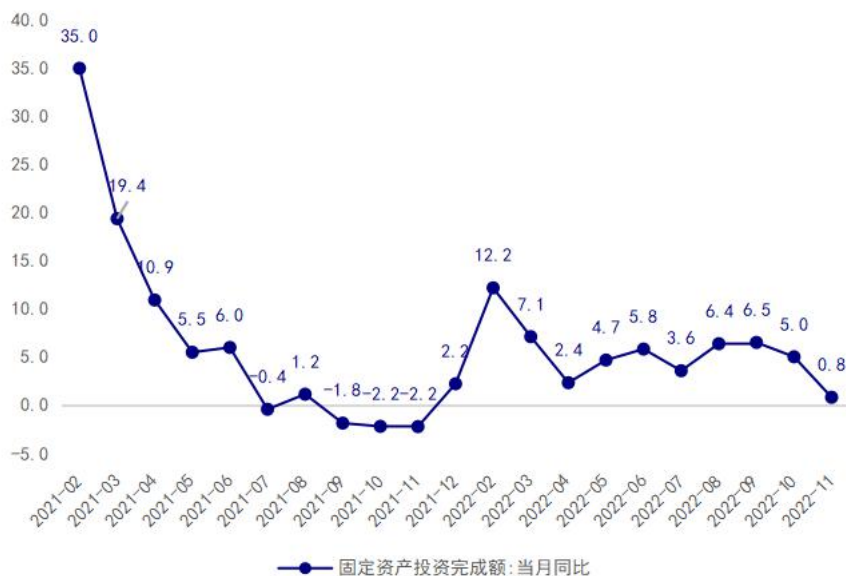
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

### 需求端：投资——投资增速继续下降

11 月国内固定资产投资同比增速较 10 月继续明显回落, 环比低于 2017-2021 年同期水平, 整体看 11 月国内投资景气继续下降。11 月固定资产投资当月同比增

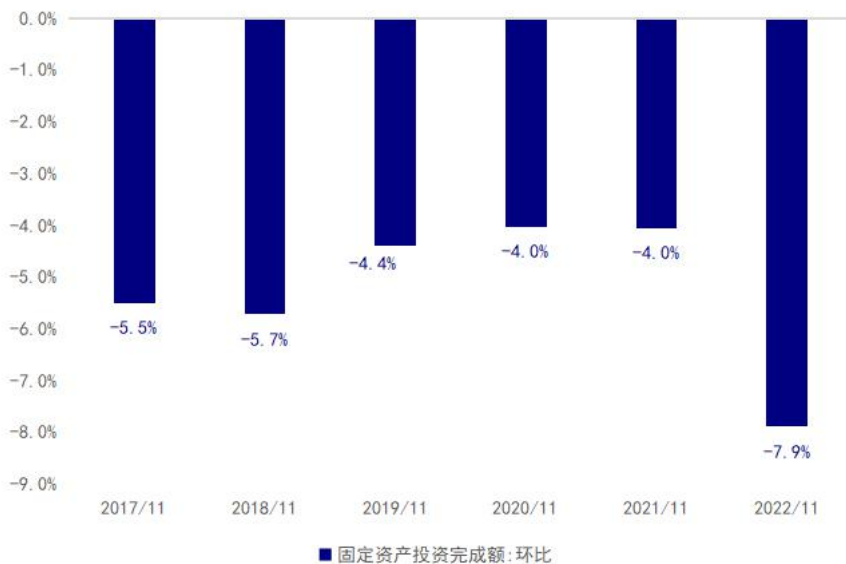
0.8%，较10月回落4.2个百分点。11月固定资产投资环比增速为-7.9%，低于2017-2021年同期环比均值-4.7%。

图9：11月固定资产投资同比增速明显回落



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图10：11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

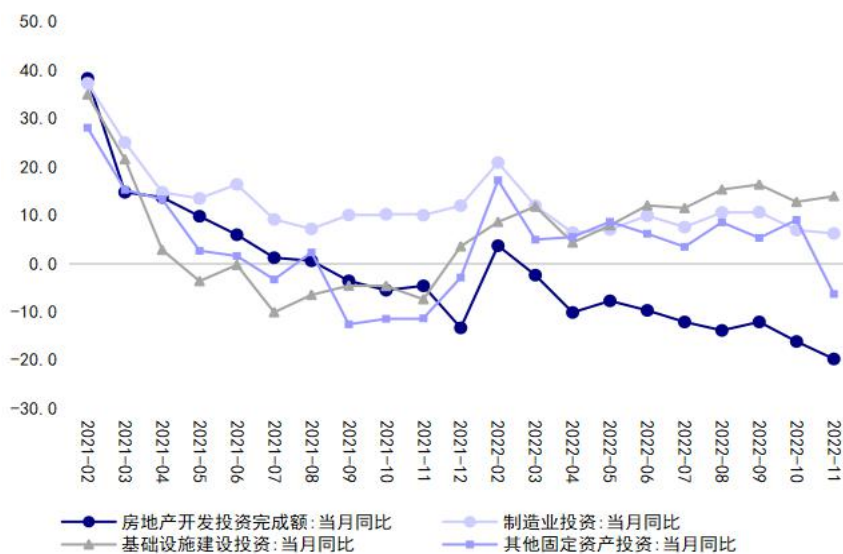
11月房地产开发投资当月同比为-19.7%，较10月继续回落3.6个百分点；制造业投资当月同比为6.2%，回落0.7个百分点；基建投资同比13.9%，上升1.2个百分点；其他投资（主要是服务业相关投资）同比-6.3%，回落15.3个百分点。



环比来看，11月制造业投资仍较强劲，房地产开发投资、基建投资、其他投资偏弱。11月房地产开发投资环比为-2.2%，低于2017-2021年同期环比均值1.3%；制造业投资环比为2.9%，高于2017-2021年同期环比均值-0.6%；基建投资环比为-6.6%，低于2017-2021年同期环比均值-5.5%；其他投资环比为-27.2%，低于2017-2021年同期环比均值-13.1%。

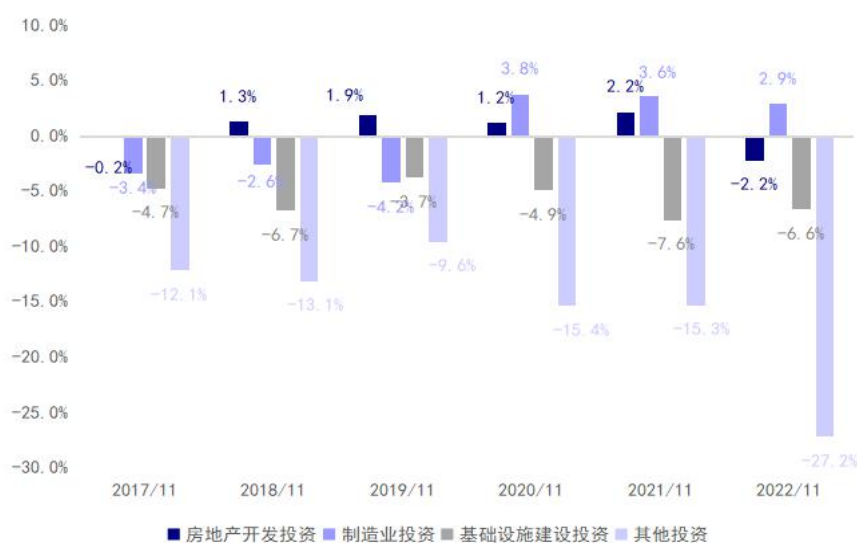
综上，11月国内制造业投资延续强势，但房地产开发、基建、其他投资表现较低迷，或与11月国内疫情对经济的影响仍较大有关。

图11: 11月基建投资同比增速上升，房地产开发、制造业、其他投资同比增速下行



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图12: 国内固定资产投资主要分项环比增速一览

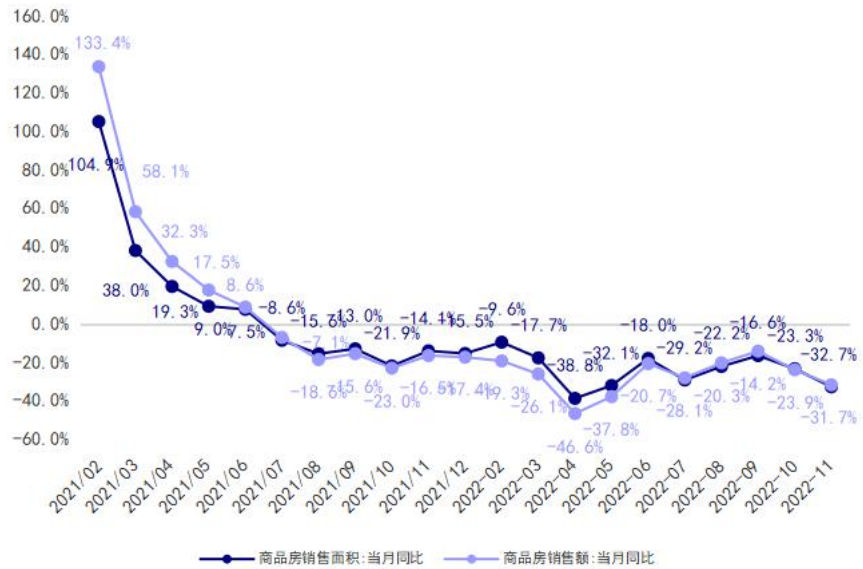


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

11月商品房销售面积和销售金额同比降幅继续扩大。商品房销售面积11月同比为-32.7%，同比降幅较10月继续扩大9.4个百分点；商品房销售金额同比为-31.7%，同比降幅较10月继续扩大7.8个百分点。

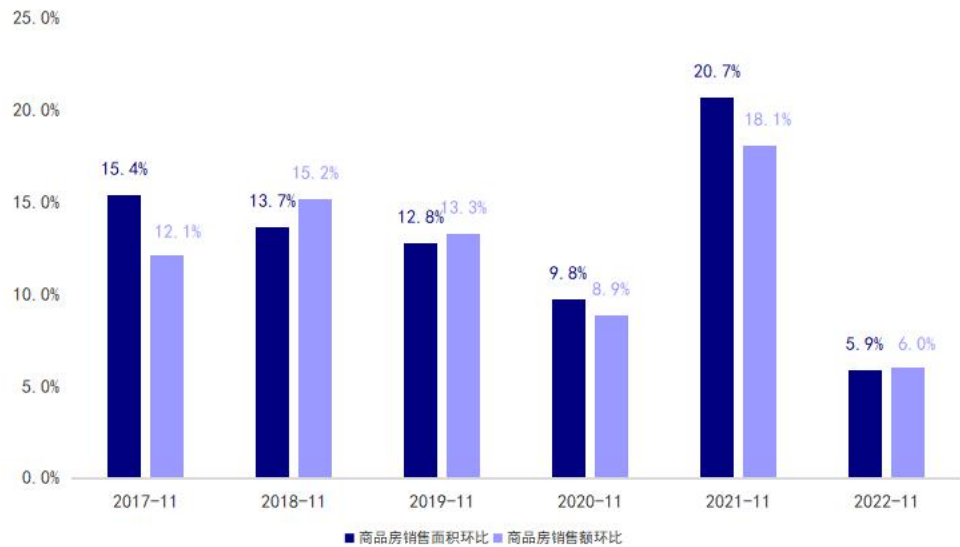
11月国内商品房销售面积和销售金额环比均低于2017-2021年同期环比均值，房地产销售景气仍然较弱。

图13: 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14: 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——疫情影响仍在持续，消费增速继续回落

11月社会消费品零售总额同比增速为-5.9%，较10月继续明显回落5.4个百分点。其中商品零售同比增速为-5.6%，回落6.1个百分点；餐饮-8.4%，回落0.3个百分点。

限额以上商品零售中，11月各品类销售金额同比均出现下行。

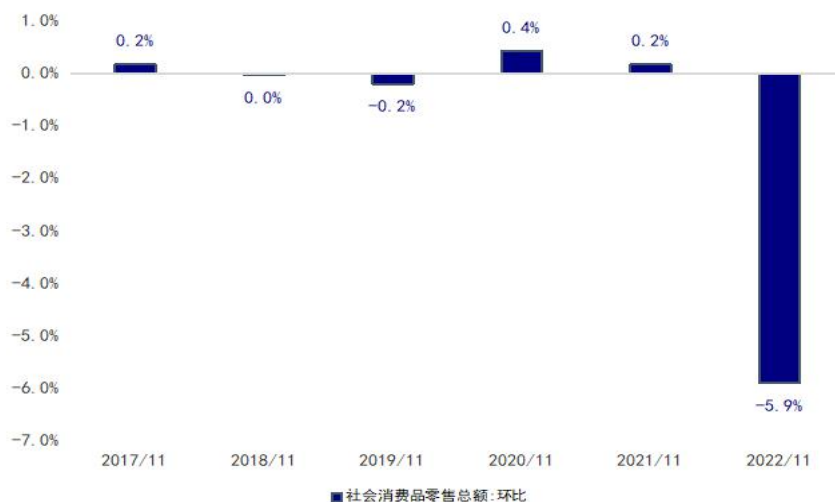
图15: 11月国内社会消费品零售总额当月同比增速继续回落



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从环比来看，今年11月社会消费品零售总额环比为-5.9%，明显低于2017-2021年同期环比均值0.1%，表明11月国内消费景气明显偏弱，或与11月国内疫情影响仍在持续有关。

图16: 历年11月社会消费品零售总额环比一览

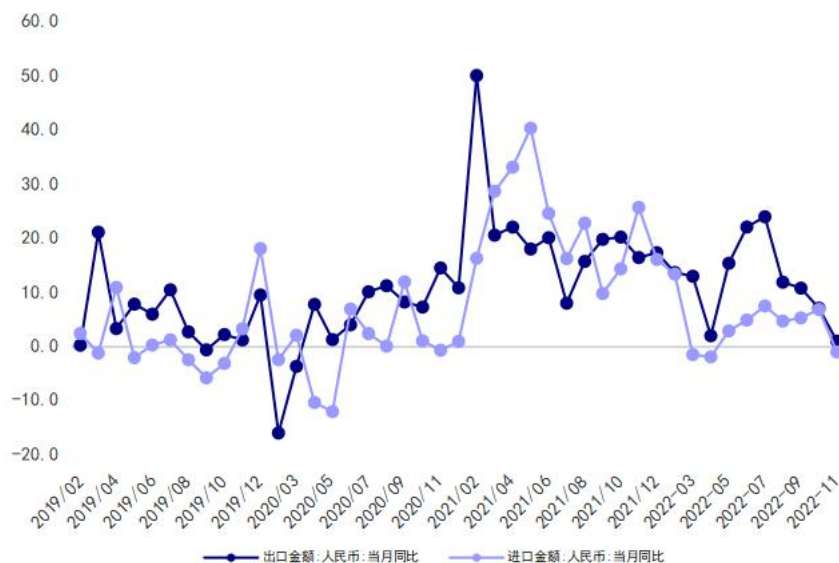


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

## 需求端：进出口——供给与需求冲击下中国出口同比增速继续明显回落

11月中国出口和进口（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。11月中国出口同比增速为0.9%，较10月继续回落6.1个百分点，其中机电产品增速回落带来的拖累为5.1个百分点，机电产品中集成电路、手机、自动数据处理设备及其部件这三种产品增速回落带来的拖累为3.4个百分点；进口同比增速为-1.1%，回落7.9个百分点。

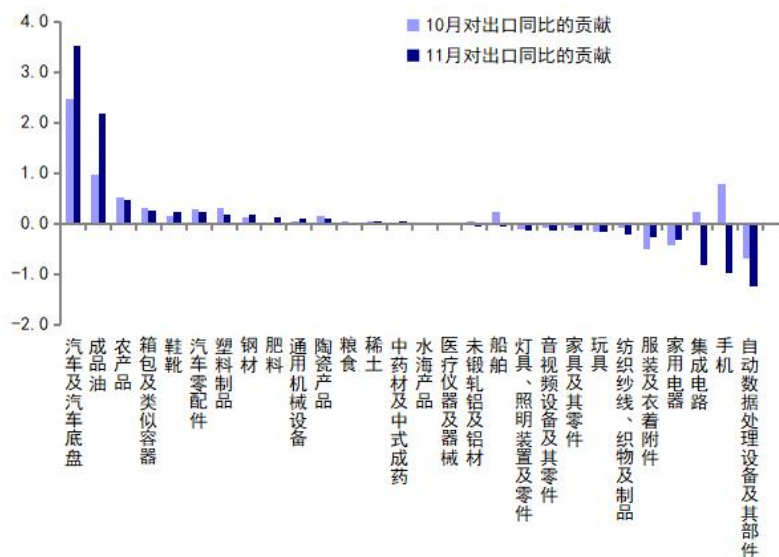
图17：中国进口、出口金额同比走势一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

各出口产品中，11月汽车及汽车底盘、成品油对出口同比的贡献较显著且贡献明显上升；11月鞋靴、钢材、肥料、通用机械设备对出口同比的贡献亦有所增加；农产品、箱包及类似容器、汽车零配件、陶瓷产品对出口同比延续正贡献但贡献有所回落；集成电路、手机、自动数据处理设备及其部件这三种产品出口增速回落带来的拖累较大，合计对出口同比的拖累达到3.4个百分点。

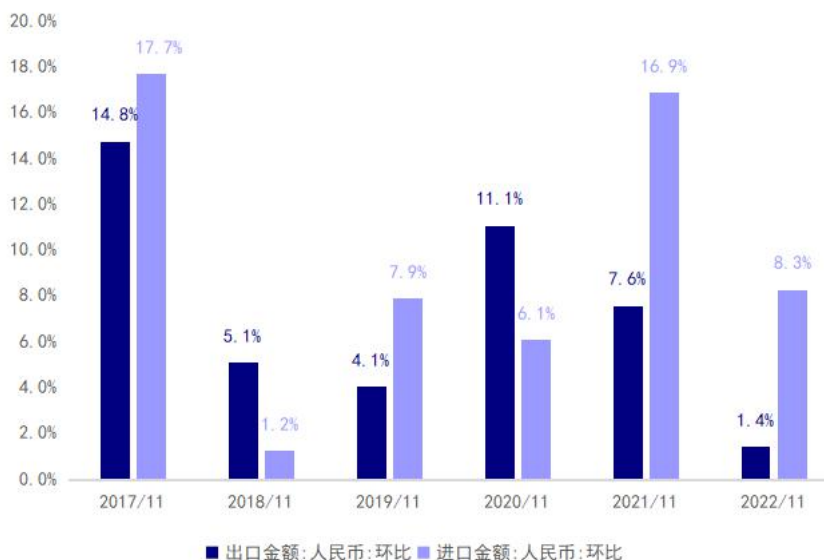
图18: 国内不同出口产品对整体出口同比的贡献



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

从环比来看, 2022年11月出口金额环比增速为1.4%, 明显低于2017-2021年同期环比均值8.5%, 2022年11月国内出口环比偏低; 11月进口环比为8.3%, 低于2017-2021年同期环比均值10.0%, 2022年11月国内进口环比亦偏低。

图19: 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

11月中国新增感染人数快速上升导致的减员效应给国内经济带来了供给冲击, 多种产品的生产或均受到负面影响。于此同时, 美、欧各国商品库存处于历史高位, 在持续加息抬高了资金成本后, 2022年四季度美、欧各国库存或开始进入下行周期, 这加大了国内出口产品需求的下降幅度。因此, 在供给与需求双重冲击下, 11月中国出口同比增速继续明显回落。

预计 2023 年春节后中国因疫情带来的供给冲击将明显缓解，但海外库存下行周期带来的需求冲击或仍将延续一段时间，整体来看，中国出口增速的企稳回升还有赖于海外各国经济增速的企稳回升。

## 11 月通胀解读：CPI 同比继续明显回落，PPI 同比企稳

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。

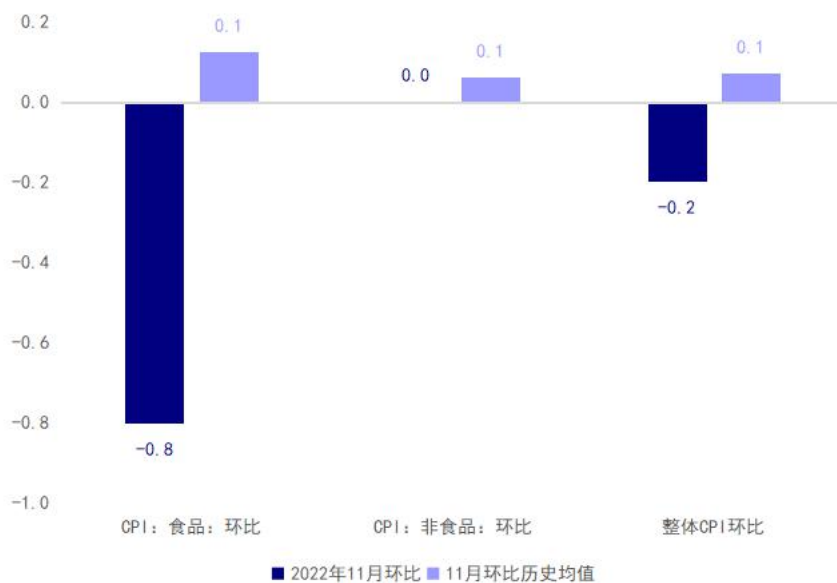
高频数据显示 11 月食品偏弱，非食品偏强，整体 11 月 CPI 环比或维持在历史平均水平附近，预计 11 月 CPI 同比继续回落至 1.8%。11 月以来国内流通领域生产资料价格继续明显下跌，预计 11 月 PPI 环比将转负，PPI 同比继续回落至 -1.6%。

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 11 月 CPI 数据分析与未来走势判断

11 月 CPI 同比为 1.6%，较 10 月继续回落 0.5 个百分点。11 月 CPI 环比为 -0.2%，低于季节性水平约 0.3 个百分点。其中 11 月食品和非食品价格环比均低于季节性。（季节性指 2005-2021 年同期环比均值，下同）

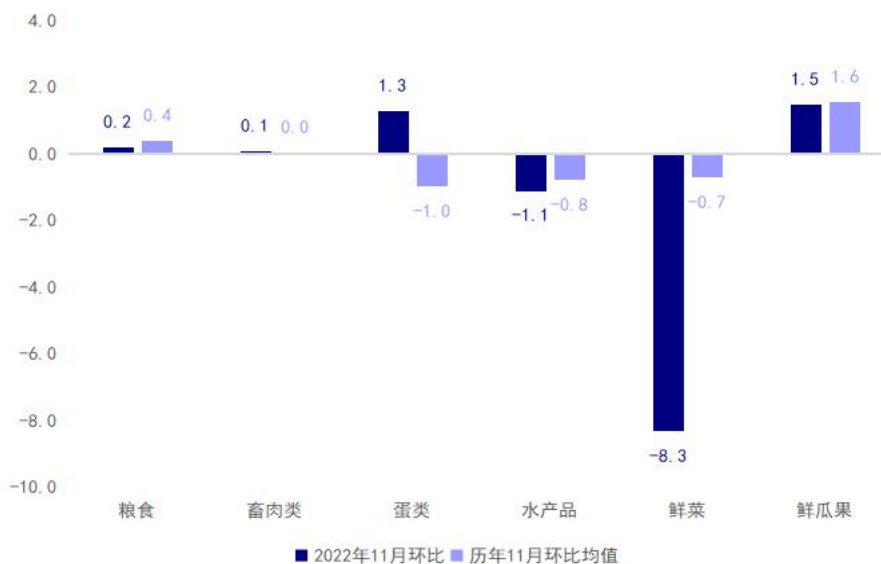
图 20: CPI 环比与历史均值比较



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

10月食品环比为-0.8%，低于季节性约0.9个百分点，其中蛋类价格环比高于季节性部分对食品环比的额外贡献为0.1个百分点；鲜菜价格环比低于季节性部分对食品环比的额外贡献为-1.1个百分点。

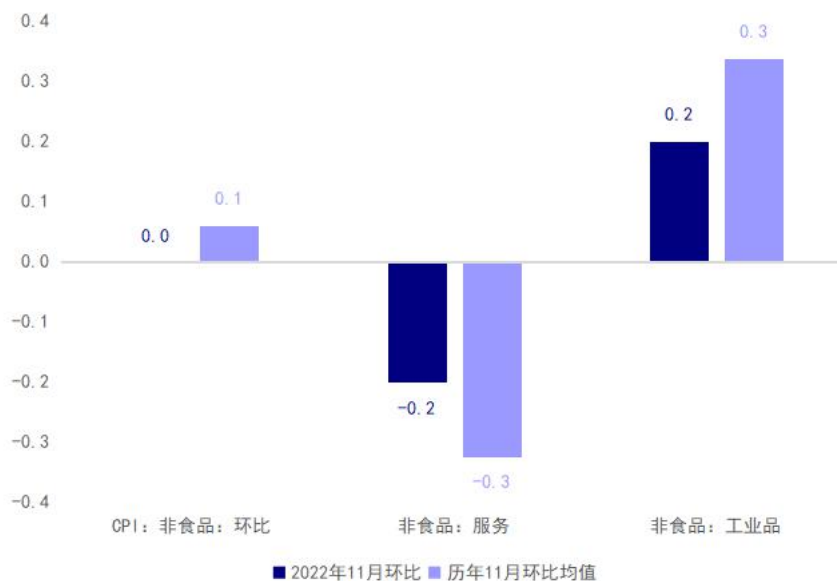
图21: CPI 食品项环比与历史均值比较



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

11月非食品环比为零，低于季节性约0.1个百分点。非食品中服务价格环比为-0.2%，高于季节性约0.1个百分点，其中家庭服务、房租价格环比低于季节性，旅游价格环比明显高于季节性；非食品中工业品价格环比为0.2%，低于季节性约0.1个百分点，其中服装、家用器具、通信工具价格环比明显低于季节性。

图22: 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 23: 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 24: 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 12 月 9 日, 国信拟合的商务部食品高频综合指数 12 月环比为-0.7%, 明显低于历史平均水平 2.3%, 预计 2022 年 12 月食品价格环比或低于季节性水平。

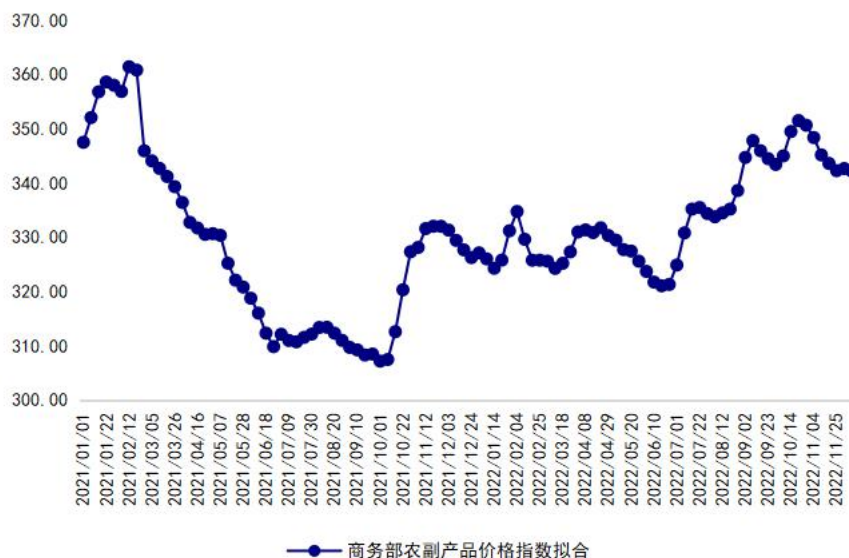
非食品方面, 截至 12 月 9 日, 12 月国信非食品高频指标环比为-2.2%, 低于历史



均值 0.2%，预计 12 月整体非食品环比或低于季节性水平。

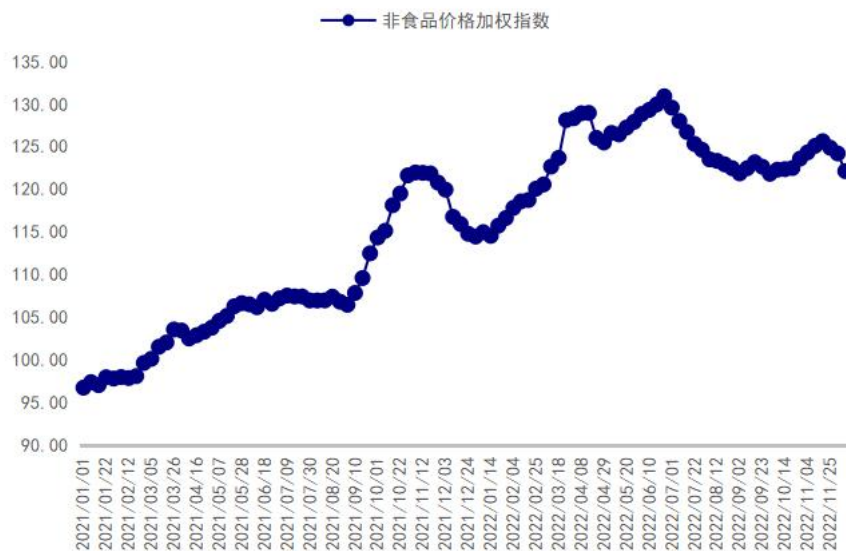
预计 2022 年 12 月 CPI 食品环比约为 0.5%，非食品环比约为-0.1%，CPI 整体环比约为零，在去年低基数影响下今年 12 月 CPI 同比或回升至 1.9%。

图 25: 12 月首周食品价格表现仍偏弱



资料来源：CEIC、WIND、国信证券经济研究所整理

图 26: 非食品高频价格指数走势



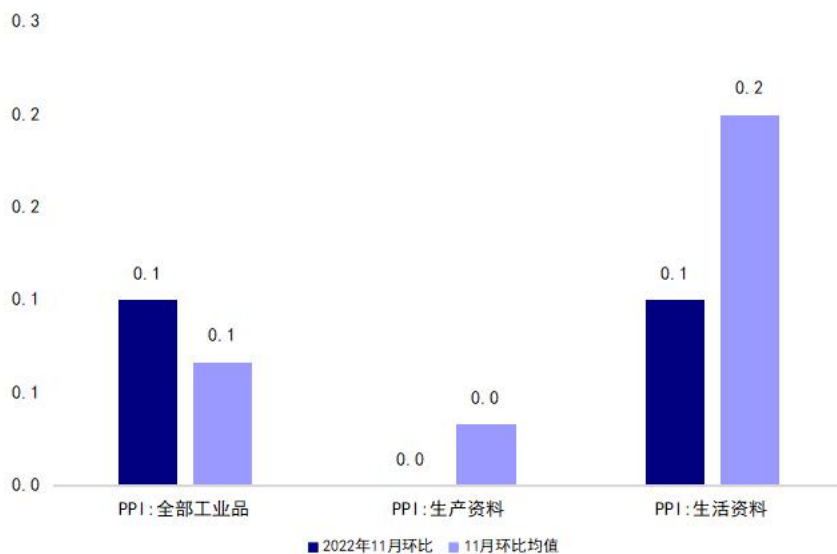
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

## 2022 年 11 月 PPI 数据分析与未来走势判断

11 月 PPI 同比持平上月，环比小幅回落但仍维持正值。11 月 PPI 同比为-1.3%，持平上月；环比为 0.1%，较 10 月小幅回落 0.1 个百分点，11 月环比基本持平疫情前三年同期均值。

11 月 PPI 生产资料价格环比基本持平疫情前三年同期均值，生活资料价格环比低于疫情前三年同期均值。PPI 生产资料 11 月环比为零，较上月回落 0.1 个百分点，基本持平历史均值；PPI 生活资料 11 月环比为 0.1%，较上月回落 0.4 个百分点，低于历史均值 0.1 个百分点。

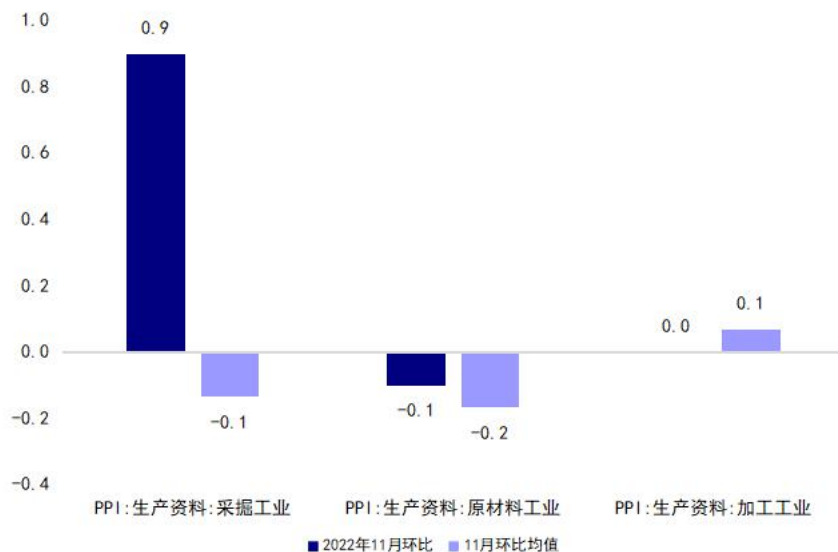
图 27: 2022 年 11 月 PPI 生产资料、生活资料价格环比均低于历史均值



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，11 月采掘工业、原材料工业环比高于历史均值，加工工业环比低于历史均值。采掘工业、原材料工业生产资料价格环比高于历史均值 1.0、0.1 个百分点，加工工业生产资料价格环比低于历史均值 0.1 个百分点。

图28: 2022年11月PPI生产资料各分项价格环比与历史均值比较

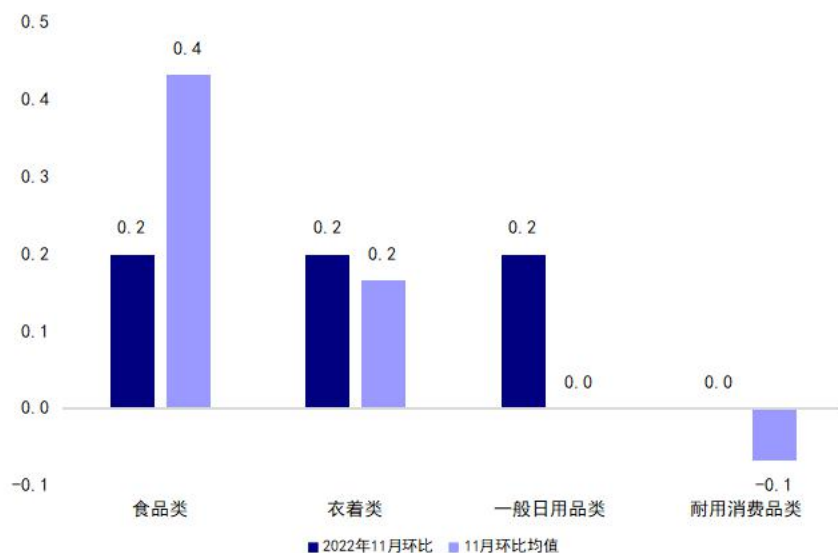


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

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,一般日用品类、耐用消费品类高于历史均值,食品类低于历史均值,衣着类基本持平历史均值。

生活资料各分项中,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0.2、0.1个百分点,食品类价格环比低于历史均值的幅度为0.2个百分点。

图29: 2022年11月PPI生活资料各分项价格环比与历史均值比较

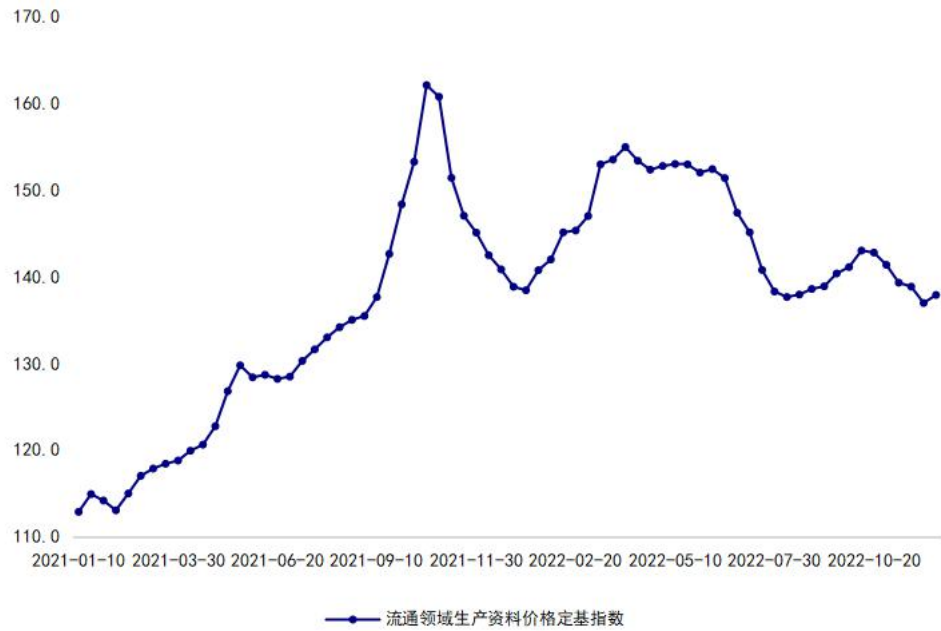


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

11月中旬疫情防控政策明显优化,提升了市场对国内中长期经济增长的信心,国内流通领域生产资料价格跌幅大幅收窄,但接踵而至的感染人数快速上升短时间内抑制了国内经济增长,11月下旬国内流通领域生产资料价格再次明显下跌。12

月以来，疫情防控政策优化带来的经济提振效果逐渐显现，国内流通领域生产资料价格再次上涨。预计 12 月国内 PPI 环比在零附近，在低基数影响下 PPI 同比或明显回升至-0.2%。

图 30：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，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