



宏观专题

消费与地产修复，稳增长力度会减小吗？

1-2月经济金融数据前瞻

投资要点：

- **核心观点：**1-2月国内需求修复较快，消费快速复苏，房地产市场也出现回暖信号。但内需恢复较快，经济增长压力小于去年底的判断，部分领域的稳增长政策刺激诉求可能减小。去年底中央经济工作会议时，需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力仍然较大，但经过1-2月超预期修复后，内需压力显著减小，部分面向国内需求的稳增长政策诉求可能减小，如加大规模发放消费券、下调5年期LPR利率等。3月5日发布的政府工作报告也代表着今年的稳增长政策将“温和发力”而非“强刺激”。政府工作报告指出，2023年经济增长目标设定为“5%左右”，赤字率提高0.2个百分点到3%左右、专项债略增至3.8万亿，处于市场预期的相对保守区间，大幅降低了稳增长政策“强刺激”的概率。
- **经济数据前瞻：****(1) 工业：**春运大规模增长，今年节后劳动力返岗偏慢。从先导指数来看，2月制造业PMI虽然超预期增长，但不可忽视春节所带来的季节性增长。2013年以来，春节后一个月PMI指数和PMI生产指数的环比均值分别为1.2%和2.2%（仅考虑春节假期不跨月的年份）。从发电和货运数据来看，今年1-2月相比去年仍有缺口。我们预计1-2月工业增加值增速为3%左右。
- **(2) 消费：**今年1-2月合并来看，百城拥堵指数较去年同期增长3.3%左右，并且人员流动的反弹幅度超过了2020年一季度。从具体品类看，经过去年减征汽车购置税的消费透支后，汽车消费下降可能拖累社零增速。我们预期今年1-2月社零增速为3%左右。
- **(3) 投资：**①相比去年同期，今年1-2月基建投资并未明显提速。一方面，1-2月专项债发行规模略低于去年同期。今年1-2月累计发行专项债8269亿，比去年同期少500亿左右。另一方面，节后开工建筑项目偏慢，人员到岗相对滞后。资金和到岗劳动力两方面表现均不强。预计1-2月广义基建增速可能为11%左右。②房贷利率持续下调，市场出现回暖信号。今年1-2月，尽管30大中城市新房销售仍比去年同期低13.3%，但是11城二手房成交已经比去年1-2月高出40.8%。对于房地产投资而言，房企资金面持续好转将带动投资改善，今年1月房地产开发贷款新增超过3700亿，同比多增2200亿。我们预计1-2月房地产投资增速为-10%左右，降幅较去年四季度有所收窄。③1-2月，制造业企业投资意愿继续随着经营预期而改善。过去三年由于需求不足，部分消费制造业企业产能收缩，今年面临国

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

研究助理

王洋

资格编号：S0120121110003

邮箱：wangyang5@tebon.com.cn

占烁

资格编号：S0120122070060

邮箱：zhanshuo@tebon.com.cn

相关研究

内需复苏，消费制造业投资扩产已是蓄势待发。加上设备更新再贷款、贴息等政策支持，制造业投资仍将有中高速增长。我们预计 1-2 月制造业投资增速为 6% 左右。

- **(4) 外贸：**1-2 月外贸仍不乐观。一是全球经济虽有韧性，但仍处于较低区间；二是其他出口导向国家的 1-2 月出口也在下降；三是中国出口集装箱运价继续下降。出口 PMI 在 2 月回升，部分反映了海外经济韧性，但仍不足以说明短期出口将反弹。我们预计 1-2 月出口增速为 -9% 左右，较 12 月 -9.9% 的降幅略有收窄。
- **(5) 通胀：**① 2 月食品价格延续前期趋势，猪肉价格下降、蔬菜水果价格上升。非食品价格方面，消费复苏带来的服务价格上涨，成为推升非食品 CPI 的主导因素。整体来看，我们预计 12 月 CPI 同比为 1.7% 左右，环比为 0.05% 左右。② 2 月 PMI 出厂价格指数环比回升 2.5 个点，达到 51.2%。我们预计 PPI 同比 -1.3%，环比增长 0.1% 左右，去年同期高基数是拖累同比增速的主要原因。
- **(6) 金融：**货币政策推动贷款投放既要“总量适度”，又要“节奏平稳”。① 从贷款投放跟踪指标观测，2 月份贷款投放或延续 1 月份以来的同比多增态势。预计 2023 年 2 月金融机构口径贷款新增 1.43 万亿，较 2022 年同期同比多增大约 2000 亿元，对应增速小幅回升至 11.33%；预计 2023 年一季度新增贷款 8.8-9.0 万亿，较 2022 年同期同比多增约 5000 亿元。② 预计 2023 年 2 月份社会融资规模新增 2.0 万亿左右，对应社融存量同比增速环比抬升至 9.90%。
- **风险提示：** 疫情扰动风险；房地产下行程度和长度超预期；外需快速回落，出口下降速度超预期。

内容目录

1. 工业生产：节后复工偏慢，去年基数偏高	5
2. 消费：社零同比增速可能达到 3%左右	7
3. 投资：1-2 月开工偏慢	8
3.1. 基建：没有明显提速	8
3.2. 房地产：市场回暖信号已出现，但投资降幅仍较大	9
3.3. 制造业：投资前瞻指数随着经营预期改善	11
4. 外贸：出口增速预计-9%左右	11
5. 通胀：服务 CPI 环比继续增长	12
6. 金融：新增信贷或继续同比多增	13
7. 风险提示	14

图表目录

图 1: 节后劳务到位率显著慢于往年.....	6
图 2: 春节后一个月 PMI 的环比变动.....	6
图 3: 南方八省发电耗煤量.....	6
图 4: 整车货运物流指数.....	6
图 5: 预估日均产量:粗钢:全国(旬).....	6
图 6: 汽车半钢胎开工率.....	6
图 7: 社零加权的百城拥堵指数.....	7
图 8: 汽车零售仍然是拖累.....	7
图 9: 人口加权的百城拥堵指数已经超过往年.....	8
图 10: 水泥发运率:全国:当周值.....	9
图 11: 开工率:石油沥青装置.....	9
图 12: 1-2 月 30 城商品房销售同比扔下降 (万平米).....	10
图 13: 但 11 城二手房销售已经超过去年 (万平米).....	10
图 14: 去年 12 月房地产开发到位资金中, 贷款降幅已大幅收窄.....	11
图 15: 投资前瞻指数随着企业经营预期开始反弹.....	11
图 16: 全球 PMI 在 2 月有所反弹.....	12
图 17: 韩国越南 1-2 月出口增速仍在下降.....	12
图 18: 出口集装箱运价指数继续回落.....	12
图 19: 猪价下降、蔬菜水果价格上升的格局延续.....	13
图 20: 生产资料价格指数近几个月维持稳定.....	13
图 21: 2023 年 1-2 月份票据利率与 CD 利差持续走阔.....	14
图 22: 2023 年 2 月份政府债券融资同比多增.....	14
表 1: 12 月经济金融数据前瞻.....	4

今年 1-2 月的宏观经济处于两条趋势线的交点，一条是疫后复苏的趋势线，另一条是春运后复工复产的趋势线。尽管大规模春运之后劳动力返岗偏慢，但供给侧并不会成为主要扰动因素，当前经济的主线仍然是国内需求的修复，其中核心是消费和房地产的修复。

元旦后消费快速复苏，但目前仍在第一阶段，未来上升空间来自于居民收入和预期的修复。1 月消费修复无疑是最快速的，从元旦到春节，旅游出游人数从 2019 年同期的 42.8% 恢复至 88.6%，修复幅度与 2020 年清明到中秋国庆基本一致¹，但耗时只有 20 天左右。今年的消费修复有两个阶段，第一阶段是 1 月初开始，疫情过峰后，人员流动恢复正常，消费场景打开，会释放此前受到疫情压抑的消费需求。第一阶段消费修复的上限会受到居民收入制约，过去三年经过多轮疫情冲击后，居民收入和预期的修复仍待时日。下半年可能开始进入第二阶段，居民收入和预期随着经济复苏而改善，会再次带来一轮消费增速的提升。

一线城市的房地产市场率先回暖，但对不同能级城市来说，市场复苏更可能是“K 型”分化的。一线城市房地产市场率先出现回暖信号，1 月一线城市二手房价环比增长 0.4%，重新回到正增长，北京、深圳 2 月二手房成交面积分别达到 22 年 3 月、21 年 7 月以来最高。从历史来看，一线城市回暖领先二三线城市半年左右。如 2014 年市场底部时，各级城市二手房价环比回升的时点依次为：一线（10 月）> 二线（次年 4 月）> 三线（次年 6 月）。但当前环境下，市场复苏仍然是“K 型”分化的，三线及以下城市的改善未必能到来，仍可期待的是一二线城市继续回暖，带动房地产投资在下半年逐渐企稳。

但内需恢复较快后，部分领域的稳增长政策刺激诉求可能减小。去年底中央经济工作会议时，需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力仍然较大，但经过 1-2 月超预期修复后，内需压力显著减小，部分面向国内需求的稳增长政策诉求可能减小，如加大规模发放消费券、下调 5 年期 LPR 利率等。**3 月 5 日发布的政府工作报告也代表着今年的稳增长政策将“温和发力”而非“强刺激”。**政府工作报告指出，2023 年经济增长目标设定为“5% 左右”，赤字率提高 0.2 个百分点到 3% 左右、专项债略增至 3.8 万亿，处于市场预期的相对保守区间，大幅降低了稳增长政策“强刺激”的概率。

表 1：1-2 月经济金融数据前瞻

	23M2	23M1	22M12E	22M11	22M10	22M9	22M8
GDP: 当季(%)	--	--	2.9	--	--	3.9	--
GDP: 累计 (%)			3.0			3.0	
CPI(%)	1.7	2.1	1.8	1.6	2.1	2.8	2.5
PPI(%)	-1.3	-0.8	-0.7	-1.3	-1.3	0.9	2.3
工业增加值(%)	3.0		1.3	2.2	5.0	6.3	4.2
固定资产投资: 累计(%)	3.5		5.1	5.3	5.8	5.9	5.9
基建	11.0		11.5	11.7	11.4	11.2	10.4
房地产	-10.0		-10.0	-9.8	-8.8	-8.0	-7.4
制造业	6.0		9.1	9.3	9.7	10.1	10
社会消费品零售(%)	3.0		-1.8	-5.9	-0.5	2.5	5.4
进口(%)	-7.0		-7.5	-10.6	-0.7	0.3	0.3
出口(%)	-9.0		-9.9	-8.7	-0.3	5.7	7.1
人民币贷款: 新增(亿元)	14300	49000	14000	12100	6152	24700	12500
社会融资规模: 新增(亿元)	20000	59840	13058	19900	9079	35300	24300

资料来源：Wind，德邦研究所测算

¹ 1 月 28 日报告《春节对 2023 消费复苏有何指示意义？》

1. 工业生产：节后复工偏慢，去年基数偏高

春运大规模增长，节后劳动力返岗偏慢。今年春运规模达到 15.95 亿人次，是 2020 年春运以来最高水平，较 2022 年增长 50.5%²。人员大规模返乡后，返岗开工必然会受到影响。根据百年建筑网调研，正月初十、十七、二十四，劳务到位率均低于前两年同期，直到二月初一才略超去年同期 2.8 个点（图 1）。

2 月制造业 PMI 虽然超预期增长，但不可忽视春节所带来的季节性增长。2013 年以来，春节后一个月 PMI 指数和 PMI 生产指数的环比均值分别为 1.2% 和 2.2%（仅考虑春节假期不跨月的年份）。因此，今年 2 月制造业 PMI 指数和 PMI 生产指数分别有约一半和三分之一来自春节后的季节性增长。

发电耗煤和货运相比去年仍有缺口。合并来看，1-2 月的南方八省电厂日均耗煤量相比去年仍有 1.1% 的缺口；货运缺口更大，1-2 月整车物流指数日均值为 74.6，较去年同期有 19.8% 的缺口。考虑到货运指标自去年以来一直有缺口，拉长时间来看，1-2 月缺口已收窄至 2022 年 6-7 月水平。

从重点行业来看，汽车半钢胎开工率由于春节前置，在节后就开始显著高于去年；粗钢产量则从 2 月中旬开始超过去年同期。

由于去年 1-2 月工业增加值增速达到 7.5%，基数较高，今年受复工偏慢的影响，1-2 月工业增加值可能为 3% 左右。

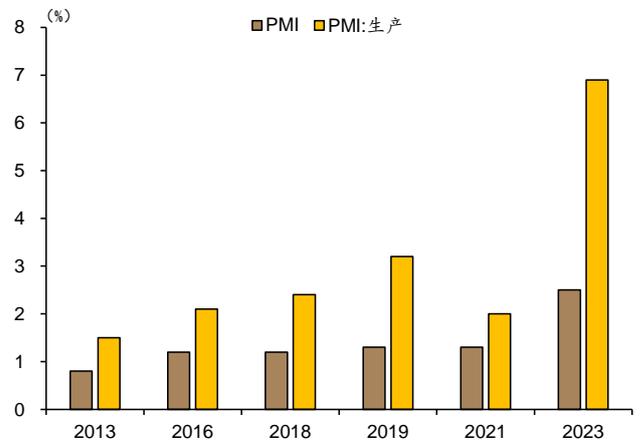
² https://mp.weixin.qq.com/s/LtNF-_o4ua14apMc4ghXVA

图 1：节后劳务到位率显著慢于往年



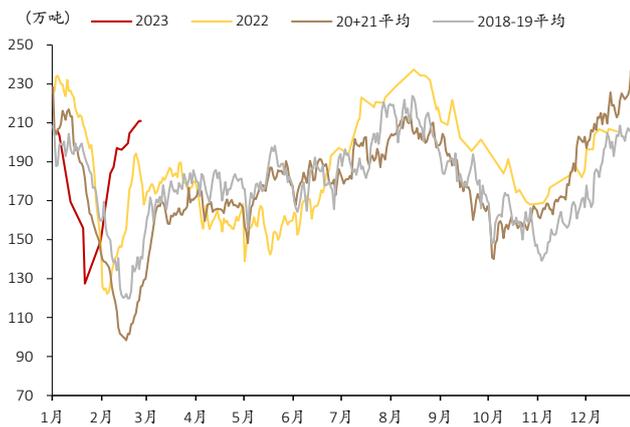
资料来源：百年建筑网，德邦研究所

图 2：春节后一个月 PMI 的环比变动



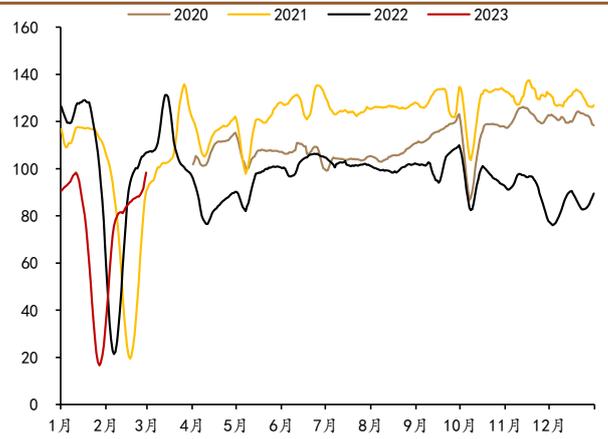
资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：南方八省发电耗煤量



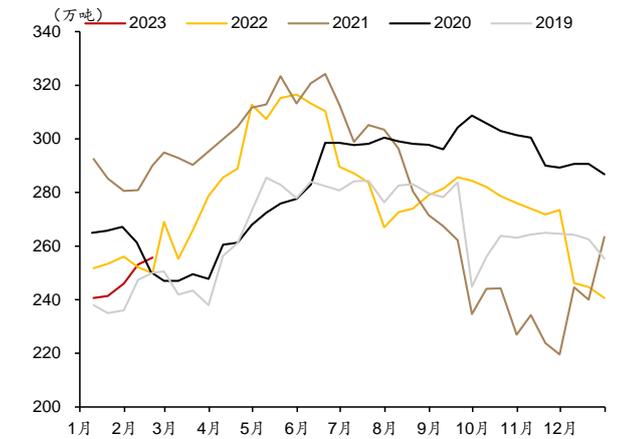
资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：整车货运物流指数



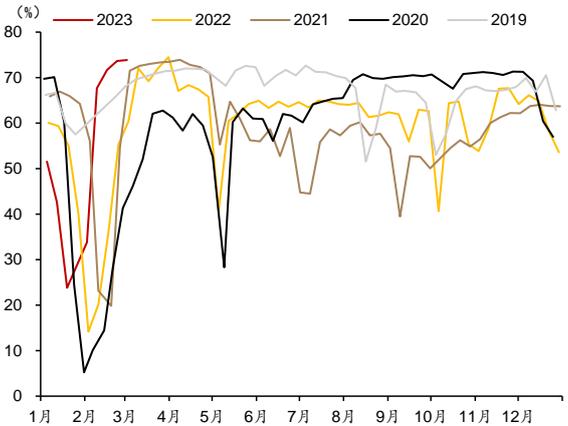
资料来源：G7，德邦研究所

图 5：预估日均产量:粗钢:全国(旬)



资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：汽车半钢胎开工率



资料来源：Wind，德邦研究所

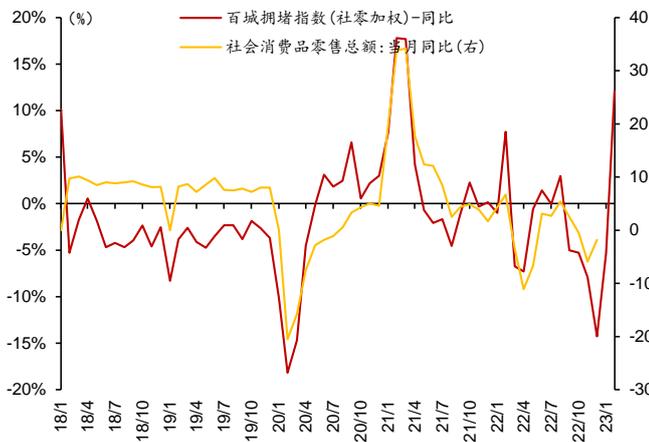
2. 消费：社零同比增速可能达到 3%左右

人员流动反弹幅度超过 2020 年一季度。服务消费增速预计会显著快于商品增速，体现在社零当中，即为餐饮收入增速>商品零售增速。我们发现，代表居民消费场景的百城拥堵指数同比增速与社零增速的变动基本一致。今年 1-2 月合并来看，百城拥堵指数较去年同期增长 3.3%左右。并且人员流动的反弹幅度超过了 2020 年一季度，按同比增速的变动来看，今年 2 月的拥堵指数同比增速比 1 月高 17 个百分点左右，1 月比去年 12 月高 9 个百分点左右；而 2020 年 4 月和 3 月分别比前月高 10 和 3 个百分点左右。

分品类看，汽车消费下降可能拖累社零增速。经过去年减征汽车购置税的消费透支后，今年汽车零售明显偏弱。乘联会周度数据显示，今年 1-2 月汽车日均零售为 4.3 万辆左右，而去年同期为 5.3 万辆，下降 18.9%。

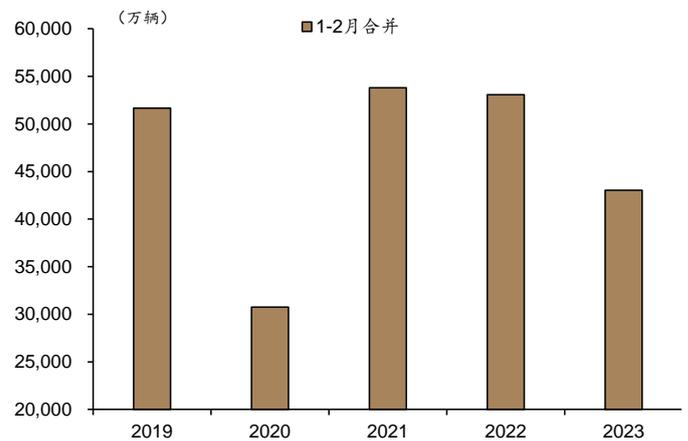
考虑到去年 1-2 月消费增速基数较高，社零同比增速为 6.7%，三年平均增速为 4.3%，今年 1-2 月社零增速预计为 3%左右。

图 7：社零加权的百城拥堵指数



资料来源：Wind，德邦研究所

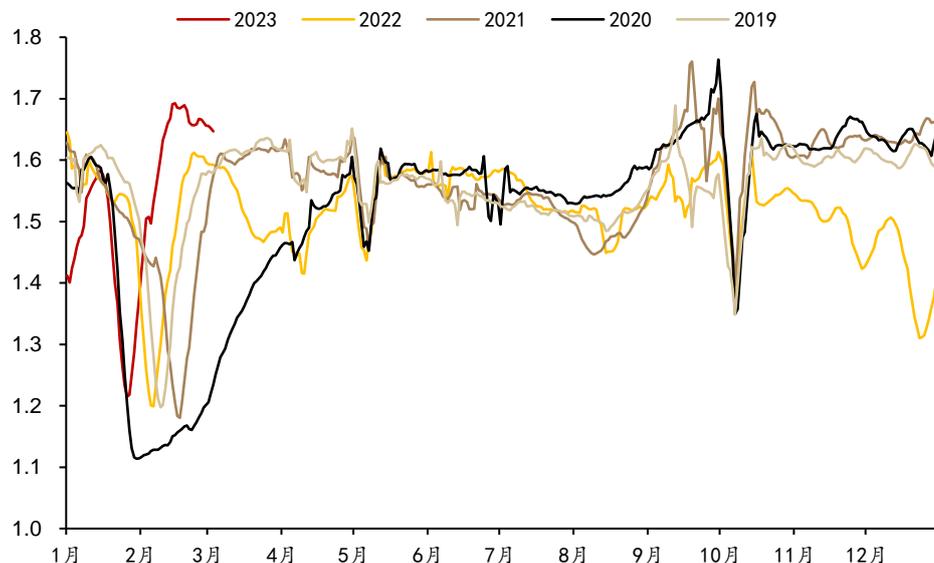
图 8：汽车零售仍然是拖累



资料来源：Wind，德邦研究所

注：各年份 1-2 月汽车零售周度数据日均值，截至 2 月 20 日左右

图 9：人口加权的百城拥堵指数已经超过往年



资料来源：Wind，德邦研究所

3. 投资：1-2 月开工偏慢

1-2 月固定资产投资累计增速预计为 3.5%，主要原因是项目开工较慢、房地产投资同比降幅较大。

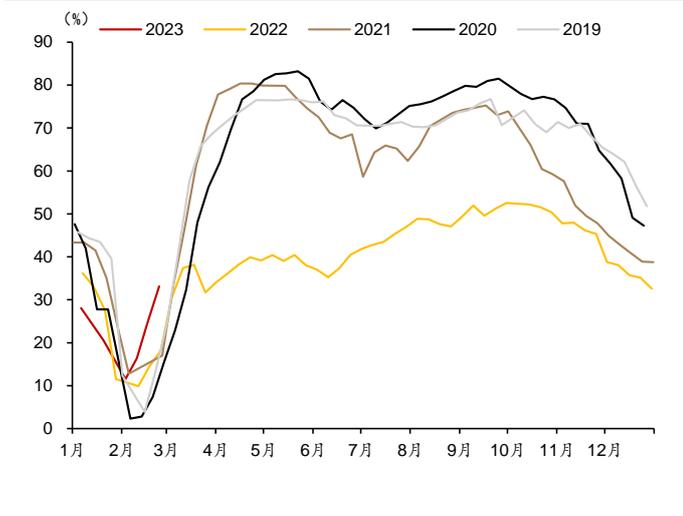
3.1. 基建：没有明显提速

相比去年同期，今年 1-2 月基建投资并未明显提速。一方面，1-2 月专项债发行规模略低于去年同期。今年 1-2 月累计发行专项债 8269 亿，比去年同期少 500 亿左右。另一方面，节后开工建筑项目偏慢，人员到岗相对滞后。资金和到岗劳动力两方面表现均不强。

高频数据也表明开年基建未加速。1-2 月水泥发运率比去年同期略高 0.9 个点，但石油沥青开工率略低 0.7 个点，没有形成一致趋势；按趋势来看，水泥发运率和石油沥青开工率都是在 2 月开始高于去年同期，这与春节较早有关。

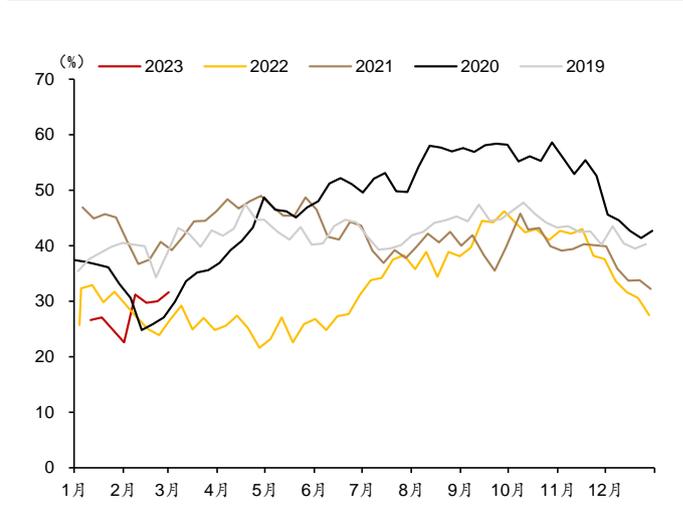
我们预计 1-2 月广义基建增速可能为 11%左右，略高于去年 12 月 10.2%的当月增速，但要低于 11 月的 13.9%。

图 10：水泥发运率:全国:当周值



资料来源：Wind，德邦研究所

图 11：开工率:石油沥青装置



资料来源：Wind，德邦研究所

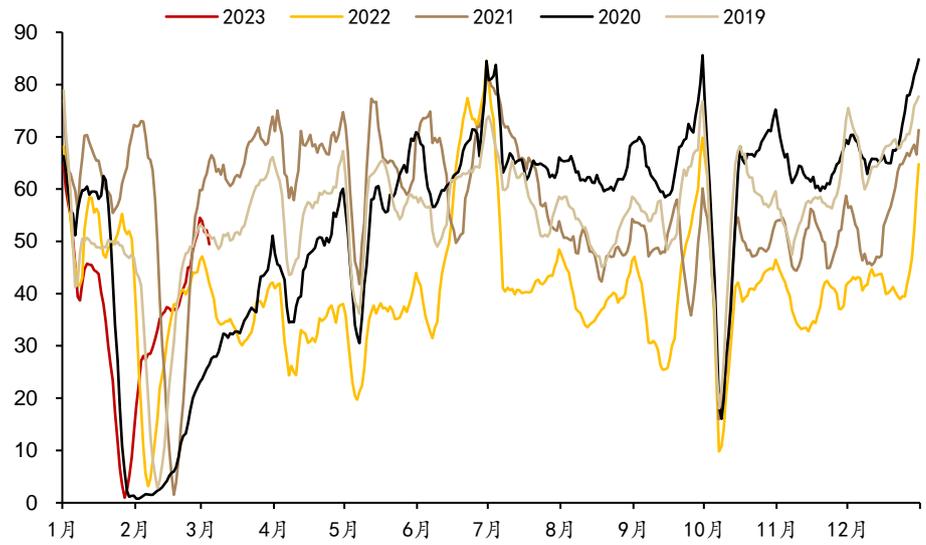
3.2. 房地产：市场回暖信号已出现，但投资降幅仍较大

房贷利率持续下调，市场出现回暖信号。据贝壳研究院监测的百城房贷利率数据，今年2月首套房平均贷款利率已经降至4.04%，再创新低，从2021年10月的高点至今已下调169BP。房贷利率持续下行17个月，终于迎来市场回暖信号。今年1-2月，尽管30大中城市新房销售仍比去年同期低13.3%，但是11城二手房成交已经比去年1-2月高出40.8%，二手房率先复苏，市场出现回暖信号。

对于房地产投资而言，房企资金面持续好转将带动投资改善，但去年高基数下，今年1-2月投资增速仍不乐观。早在去年12月，房地产开发到位资金中，国内贷款的当月降幅已经从30.5%大幅收窄至5.5%。国内贷款具有领先意义，2021年3月，贷款同比增速开始下降，4个月之后房地产开发到位资金开始下降。1-2月房企资金条件继续改善，3月3日，潘功胜副行长在国新办发布会上指出“今年1月，房地产开发贷款新增超过3700亿，同比多增2200亿；境内房地产债券发行400亿，同比增长了23%。”³但由于去年1-2月房地产开发投资增长3.7%，属于过去一年半以来的相对高基数，因此对今年1-2月的同比增速会有一定影响，我们预计1-2月房地产投资增速为-10%左右，降幅较去年四季度有所收窄，但仍不乐观。

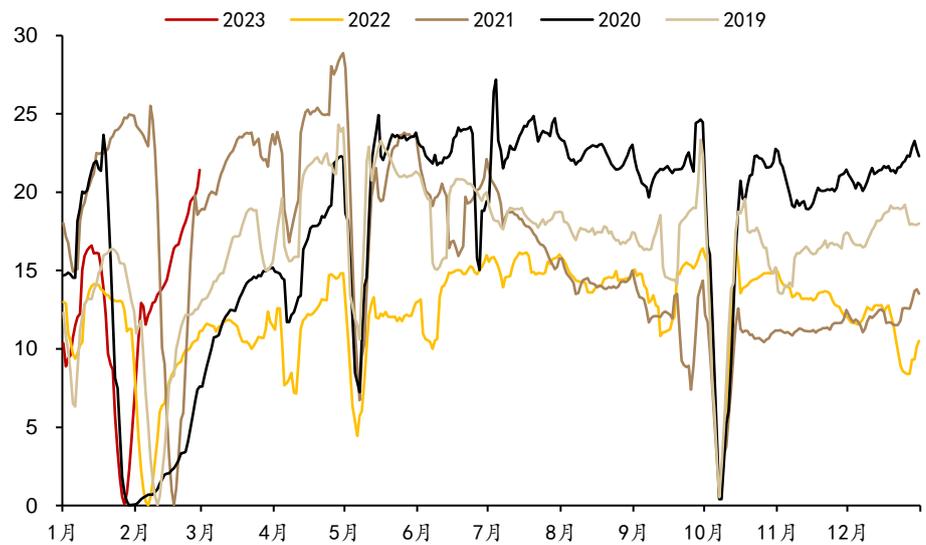
³ 国新办举行“权威部门话开局”系列主题新闻发布会 介绍“坚定信心、守正创新，服务实体经济高质量发展” (scio.gov.cn)

图 12: 1-2 月 30 城商品房销售同比仍下降 (万平方米)



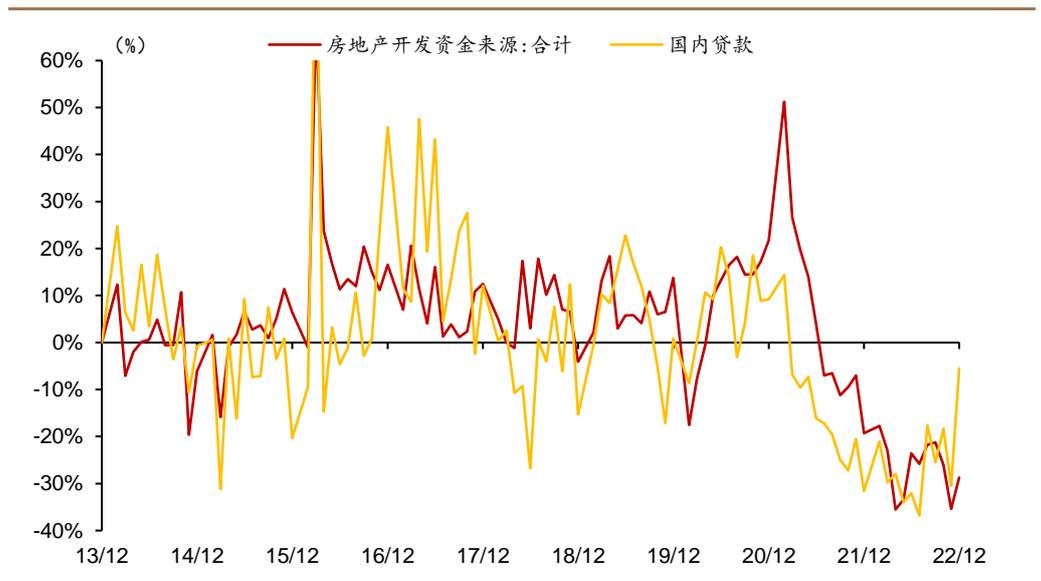
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 13: 但 11 城二手房销售已经超过去年 (万平方米)



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 14：去年 12 月房地产开发到位资金中，贷款降幅已大幅收窄

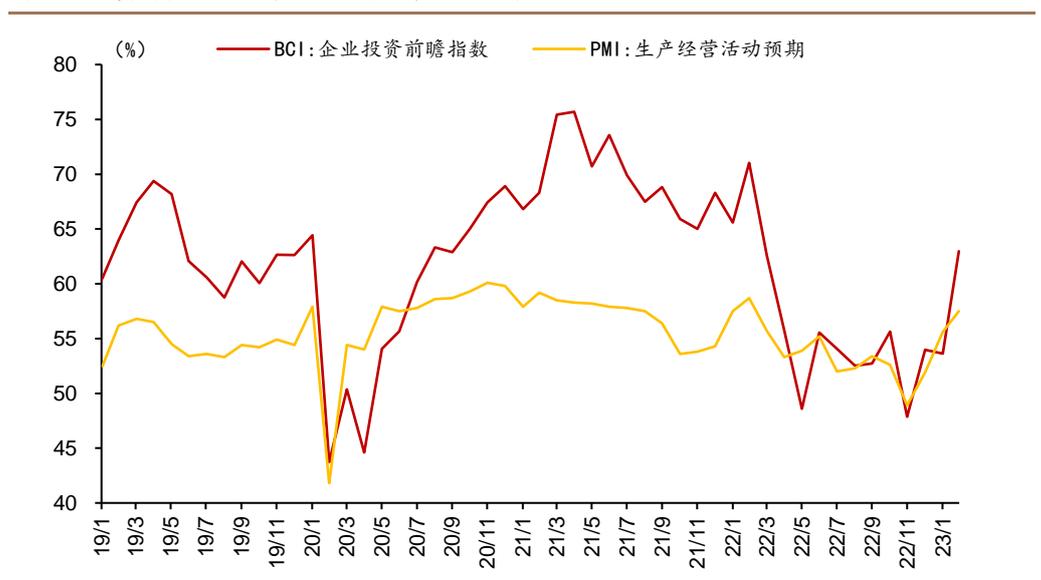


资料来源：Wind，德邦研究所

3.3. 制造业：投资前瞻指数随着经营预期改善

1-2 月，制造业企业投资意愿继续随着经营预期而改善。2 月 PMI 企业经营预期指数达到 57.5% 的高点，较去年 11 月反弹了 8.6 个点。企业投资意愿也随之改善，BCI 企业投资前瞻指数在 2 月达到 62.96%，较 11 月低点反弹 15.11 个点。过去三年由于需求不足，部分消费制造业企业产能收缩，今年面临国内需求复苏，消费制造业投资扩产已是蓄势待发。加上设备更新再贷款、贴息等政策支持，制造业投资仍将有中高速增长。我们预计 1-2 月制造业投资增速为 6% 左右。

图 15：投资前瞻指数随着企业经营预期开始反弹



资料来源：Wind，德邦研究所

4. 外贸：出口增速预计-9%左右

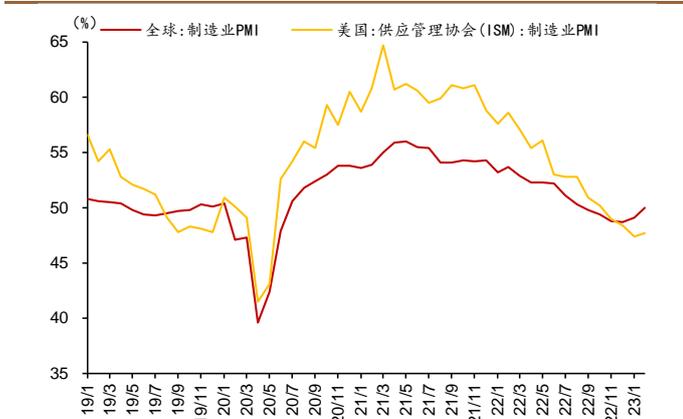
1-2 月外贸仍不乐观。一是全球经济虽有韧性，但仍处于较低区间，2 月全

球制造业 PMI 和美国制造业 PMI 环比均有所反弹，但美国 PMI 仍处于 47.7% 的收缩区间。二是其他出口导向国家的 1-2 月出口也在下降。韩国、越南 1-2 月出口增速分别为 -12.1%、-1.9%，其中越南降幅较四季度收窄，韩国 2 月降幅也低于前三个月。三是运价指数继续下降，2 月中国出口集装箱运价综合指数 (CCFI)、上海出口集装箱运价综合指数 (SCFI) 分别较 12 月下降 18.7%、13.2%。

出口 PMI 在 2 月回升，部分反映了海外经济韧性，但仍不足以说明短期出口将反弹。2 月出口 PMI 环比大幅反弹 6.3 个点，反映出全球经济和贸易在 2 月表现强于 1 月，线索如全球/美国 2 月 PMI 回升、越南/韩国 2 月出口同比增速回升等。但这仍不足以佐证出口回暖。一方面，PMI 出口分项的季节性特点明显，一般春节后一个月都会大幅回升，可比口径环比均值为 2.6%；二是近几年来，出口 PMI 与实际出口增速经常背离，单一指标不足以作为论证。

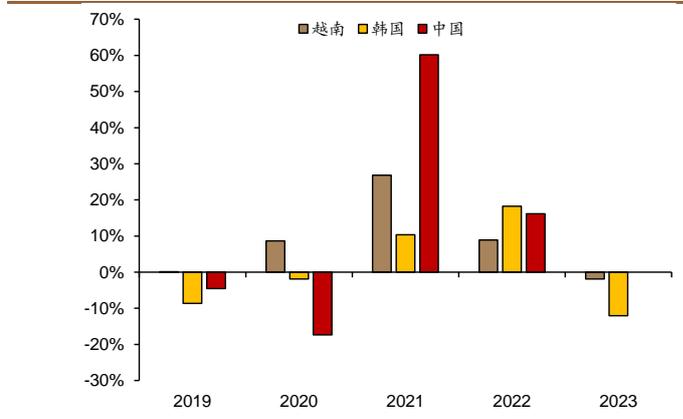
我们预计 1-2 月出口增速为 -9% 左右，较 12 月 -9.9% 的降幅略有收窄。

图 16: 全球 PMI 在 2 月有所反弹



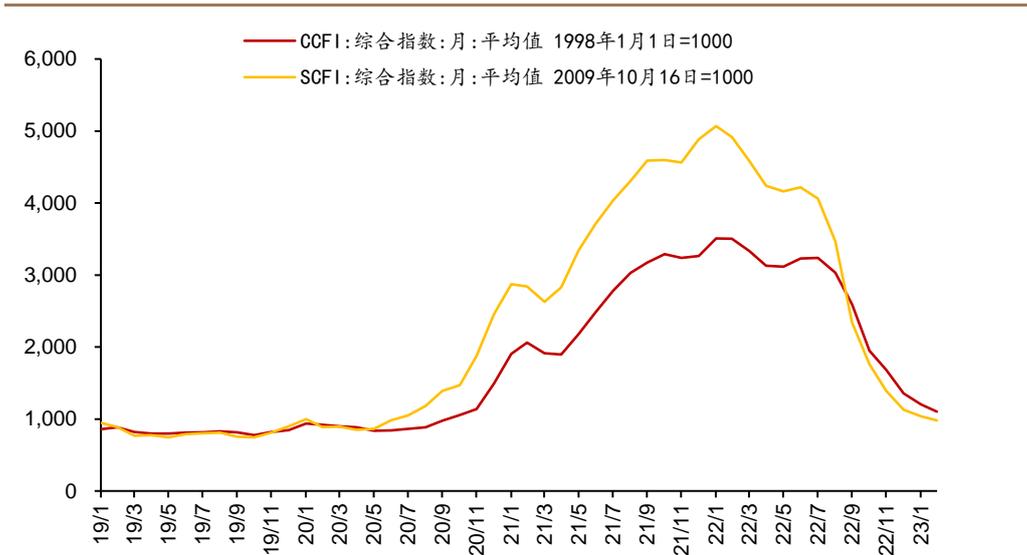
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 17: 韩国越南 1-2 月出口增速仍在下降



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 18: 出口集装箱运价指数继续回落



资料来源: Wind, 德邦研究所

5. 通胀: 服务 CPI 环比继续增长

2月食品价格延续前期趋势，猪肉价格下降、蔬菜水果价格上升。2月猪肉平均批发价为21.1元/公斤，较1月环比下降11.4%，而重点监测的蔬菜、水果批发价分别环比提高3%、0.9%。在猪肉价格下降主导之下，2月食用农产品价格指数环比下降3.5%，是过去一年中最大单月环比降幅。

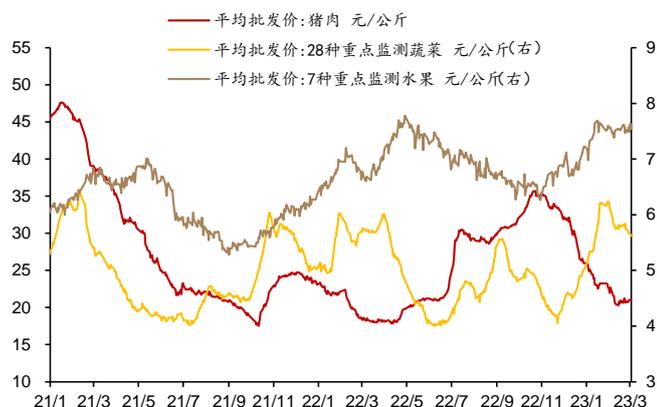
非食品价格方面，消费复苏带来的服务价格上涨，成为推升非食品CPI的主导因素。2月布伦特原油现货价格与1月变化不大，仅小幅下跌0.3%。但消费复苏带来的服务价格上涨影响可能更大，1月服务CPI环比提高0.8%，创下2020年1月以来最大涨幅，服务价格上涨趋势预计在未来几个月仍将延续。

整体来看，我们预计12月CPI同比为1.7%左右，环比为0.05%左右。

PMI出厂价格明显回升，但PPI反弹尚待时日。2月生产资料价格指数环比仅略下降0.2%，自去年9月以来延续平稳。但该指数仅更新至2月17日，无法反映全月情况。2月PMI出厂价格指数环比回升2.5个点，达到51.2%。PMI是环比指标，这意味着2月生产价格相较1月将有明显回升。

我们预计PPI同比-1.3%，环比增长0.1%左右，去年同期高基数是拖累同比增速的主要原因。

图 19：猪价下降、蔬菜水果价格上升的格局延续



资料来源：Wind，德邦研究所

图 20：生产资料价格指数近几个月维持稳定



资料来源：Wind，德邦研究所

6. 金融：新增信贷或继续同比多增

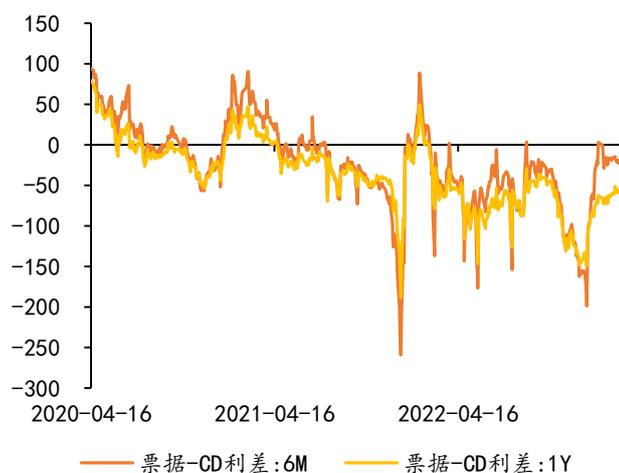
货币政策推动贷款投放既要“总量适度”，又要“节奏平稳”。

(1) 从指征贷款投放景气度的票据利率走势来看，2023 年 1-2 月份，国股银票转贴现利率月度均值稳定上升，6 个月期国股银票转贴现利率进入 2023 年之后，1 月份平均水平为 2.06%，而 2023 年 2 月份的平均值则进一步上升至 2.34%。2023 年以来，票据融资利率持续走高显示贷款正在稳健扩张。如果将票据看做商业银行资产端、同业存单利率看做商业银行负债端，1-2 月份票据与同业存单的利差同样处于扩张趋势，从贷款投放跟踪指标观测，2 月份贷款投放或延续 1 月份

以来的同比多增态势。预计 2023 年 2 月金融机构口径贷款新增 1.43 万亿，较 2022 年同期同比多增大约 2000 亿元，对应增速小幅回升至 11.33%；预计 2023 年一季度新增贷款 8.8-9.0 万亿，较 2022 年同期同比多增约 5000 亿元。

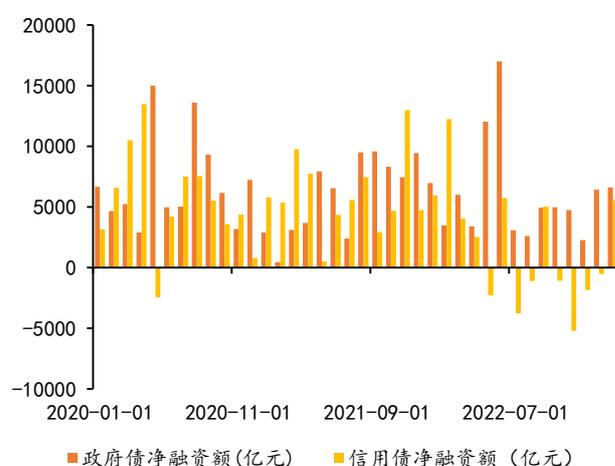
(2) 预计 2023 年 2 月份社会融资规模新增 2.0 万亿左右，对应社融存量同比增速环比抬升至 9.90%，从 Wind 统计数据看，2023 年 2 月份新增政府债券净融资约为 6600 亿元，较 2022 年同期多增将近 3200 亿元，Wind 全口径信用债净融资规模增长近 5597 亿元，虽然较 2022 年同期少增 6643 亿元，但是相比 2023 年 1 月份以及 2022 年四季度，企业债券融资环境已经明显改观，对社融增长的拖累作用减轻。

图 21：2023 年 1-2 月份票据利率与 CD 利差持续走阔



资料来源：Wind，德邦研究所

图 22：2023 年 2 月份政府债券融资同比多增



资料来源：Wind，德邦研究所

7. 风险提示

- (1) 疫情扰动风险；
- (2) 房地产下行程度和长度超预期；
- (3) 外需快速回落，出口下降速度超预期。

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。