

# 宏观经济宏观月报

## 1-2月国内就业得到较好的恢复，经济实现开门红

### 核心观点

**1-2月国内就业得到较好的恢复，经济实现开门红。**1-2月国内工业和服务业生产同比较去年12月均明显上升，特别是服务业生产同比增速上升幅度超过了6个百分点，表明防疫政策的重大转变有力地推动了国内经济复苏。

从需求角度看，1-2月国内固定资产投资完成额、社会消费品零售总额、出口同比均较去12月明显上升，环比也均高于2017-2022年同期环比均值，表明1-2月中国内需和外需均回暖。

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》），我们测算了2022年以来中国月度实际GDP同比增速。虽然面临去年1-2月的超高基数，但2023年1-2月国内实际GDP同比增速仍达到4.5%，较去年12月的2.5%上升约2个百分点，实现了开门红。

我们在前期的专题报告中总结得到，2020-2022年疫情期间中国内需持续偏弱，最主要的原因是疫情阻碍了就业，使得相当一部分民众难以通过就业这个途径参与经济蛋糕的分配，因此虽然疫情期间中国整体实物产量和产能均稳步增长，但国内需求却难以提振，后续中国经济修复的关键就是就业的恢复。

1-2月国内就业得到了较好的恢复。2月国内制造业PMI和非制造业PMI中的从业人员指数均明显上升至50以上的扩张区间，其中非制造业PMI中的从业人员指数创2018年9月以来的新高，表明国内企业——特别是非制造业企业用工量明显增加。在企业用工量增加的背景下，2月国内城镇调查失业率却小幅上升，背后或反映2023年春节后国内劳动参与率明显上升，2月国内CPI的结构特征也表明了这一点。

预计后续中国“就业上升——>需求上升——>就业上升”的正向反馈循环会更好运转，从而带动中国经济内生动能的持续修复，2023年中国大概率可以完成5%以上的GDP增速。

**风险提示：**政策刺激力度减弱，经济增速下滑。

### 经济研究·宏观月报

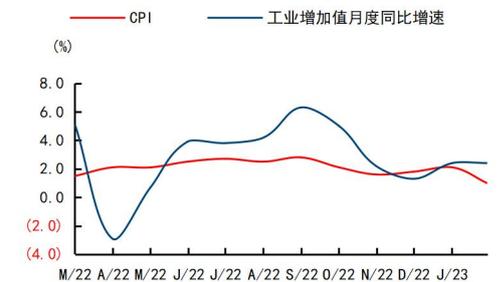
证券分析师：李智能  
0755-22940456  
lizn@guosen.com.cn  
S0980516060001

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	5.50
社零总额当月同比	-1.80
出口当月同比	-9.90
M2	12.90

#### 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-12月政府投资和疫情防控政策优化带动国内经济动能增加》——2023-01-18
- 《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》——2022-12-16
- 《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

## 内容目录

<b>1-2 月经济增长：就业得到较好的恢复，经济实现开门红</b> .....	<b>4</b>
就业：2 月城镇调查失业率上升或与劳动参与率上升有关 .....	5
生产端：1-2 月国内工业和服务业生产同比均明显上升 .....	6
需求端：投资——国内投资景气继续上升 .....	8
需求端：消费——国内消费增速继续明显上升 .....	12
需求端：进出口——中国出口同比增速有所回升 .....	13
<b>2 月通胀解读：2 月国内 CPI 表现偏弱或与劳动参与率上升有关</b> .....	<b>15</b>
2023 年 2 月 CPI 数据分析与未来走势判断 .....	15
2023 年 2 月 PPI 数据分析与未来走势判断 .....	19
<b>风险提示</b> .....	<b>22</b>
<b>免责声明</b> .....	<b>23</b>

## 图表目录

图 1: 2022 年以来中国月度实际 GDP 同比增速测算 .....	5
图 2: 2 月外来户籍人口失业率明显上升或与劳动参与率上升有关 .....	6
图 3: 工业增加值与高技术制造业增加值同比增速一览 .....	6
图 4: 1-2 月制造业增加值同比增速明显上升, 采矿业、公用事业有所回落 .....	7
图 5: 1-2 月大多数产品产量增速上升 .....	7
图 6: 1-2 月机器人、集成电路产量同比明显回落 .....	7
图 7: 历年 12 月工业增加值定基指数环比增速一览 .....	8
图 8: 1-2 月服务业生产指数同比大幅抬升 .....	8
图 9: 1-2 月固定资产投资同比增速继续明显上升 .....	9
图 10: 1-2 月国内固定资产投资金额环比明显高于 2017-2022 年同期平均值 .....	9
图 11: 1-2 月房地产开发、基建、制造业、其他投资同比均上升 .....	10
图 12: 国内固定资产投资主要分项环比增速一览 .....	10
图 13: 房地产销售当月同比增速一览 .....	11
图 14: 房地产销售环比增速一览 .....	11
图 15: 1-2 月国内社会消费品零售总额同比增速继续明显上升 .....	12
图 16: 历年 1-2 月社会消费品零售总额环比一览 .....	13
图 17: 中国进口、出口金额同比走势一览 .....	13
图 18: 国内不同出口产品对整体出口同比的贡献 .....	14
图 19: 历年中国进口、出口金额环比走势一览 .....	14
图 20: CPI 环比与历史均值比较 .....	16
图 21: CPI 食品项环比与历史均值比较 .....	16
图 22: CPI 非食品项环比与历史均值比较 .....	17
图 23: CPI 非食品服务项环比与历史均值比较 .....	17
图 24: CPI 非食品工业品项环比与历史均值比较 .....	18
图 25: 3 月食品价格延续下跌 .....	18
图 26: 非食品高频价格指数走势 .....	19
图 27: 2023 年 2 月 PPI 生产资料、生活资料价格环比均低于历史均值 .....	20
图 28: 2023 年 2 月 PPI 生产资料各分项价格环比与历史均值比较 .....	20
图 29: 2023 年 2 月 PPI 生活资料各分项价格环比与历史均值比较 .....	21
图 30: 流通领域生产资料价格高频指标走势图 .....	21

## 1-2 月经济增长：就业得到较好的恢复，经济实现开门红

1-2 月国内工业和服务业生产同比较去年 12 月均明显上升，特别是服务业生产同比增速上升幅度超过了 6 个百分点，表明防疫政策的重大转变有力地推动了国内经济复苏。

从需求角度看，1-2 月国内固定资产投资完成额、社会消费品零售总额、出口同比均较去 12 月明显上升，环比也均高于 2017-2022 年同期环比均值，表明 1-2 月中国内需和外需均回暖。

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》），我们测算了 2022 年以来中国月度实际 GDP 同比增速。虽然面临去年 1-2 月的超高基数，但 2023 年 1-2 月国内实际 GDP 同比增速仍达到 4.5%，较去年 12 月的 2.5% 上升约 2 个百分点，实现了开门红。

我们在前期的专题报告中总结得到，2020-2022 年疫情期间中国内需持续偏弱，最主要的原因是疫情阻碍了就业，使得相当一部分民众难以通过就业这个途径参与经济蛋糕的分配，因此虽然疫情期间中国整体实物产量和产能均稳步增长，但国内需求却难以提振，后续中国经济修复的关键就是就业的恢复。

1-2 月国内就业得到了较好的恢复。2 月国内制造业 PMI 和非制造业 PMI 中的从业人员指数均明显上升至 50 以上的扩张区间，其中非制造业 PMI 中的从业人员指数创 2018 年 9 月以来的新高，表明国内企业——特别是非制造业企业用工量明显增加。在企业用工量增加的背景下，2 月国内城镇调查失业率却小幅上升，背后或反映 2023 年春节后国内劳动参与率明显上升，2 月国内 CPI 的结构特征也表明了这一点。

预计后续中国“就业上升——>需求上升——>就业上升”的正向反馈循环会更好地运转，从而带动中国经济内生动能的持续修复，2023 年中国大概率可以完成 5% 以上的 GDP 增速。

图1：2022 年以来中国月度实际 GDP 同比增速测算



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和测算

### 就业：2 月城镇调查失业率上升或与劳动参与率上升有关

2 月国内城镇调查失业率为 5.6%，较 1 月和去年 12 月均上升 0.1 个百分点。实际上，2 月国内制造业 PMI 和非制造业 PMI 中的从业人员指数均明显上升至 50 以上的扩张区间，其中非制造业 PMI 中的从业人员指数创 2018 年 9 月以来的新高，表明国内企业——特别是非制造业企业用工量明显增加。在企业用工量增加的背景下，2 月国内城镇调查失业率却小幅上升，背后或反映 2023 年春节后国内劳动参与率明显上升。

从调查失业率的结构特征来看，去年 12 月以来，本地户籍人口失业率连续三个月维持稳定，而外来户籍人口失业率在今年 2 月明显上升，一定程度上也表明春节后国内劳动参与率很可能在上升。

图2：2月外来户籍人口失业率明显上升或与劳动参与率上升有关



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

### 生产端：1-2月国内工业和服务业生产同比均明显上升

虽然面临去年的超高基数，但今年1-2月国内规模以上工业增加值同比增速为2.4%，较去年12月上升1.1个百分点，其中高技术制造业同比增0.5%，增速较去年12月回落2.3个百分点。

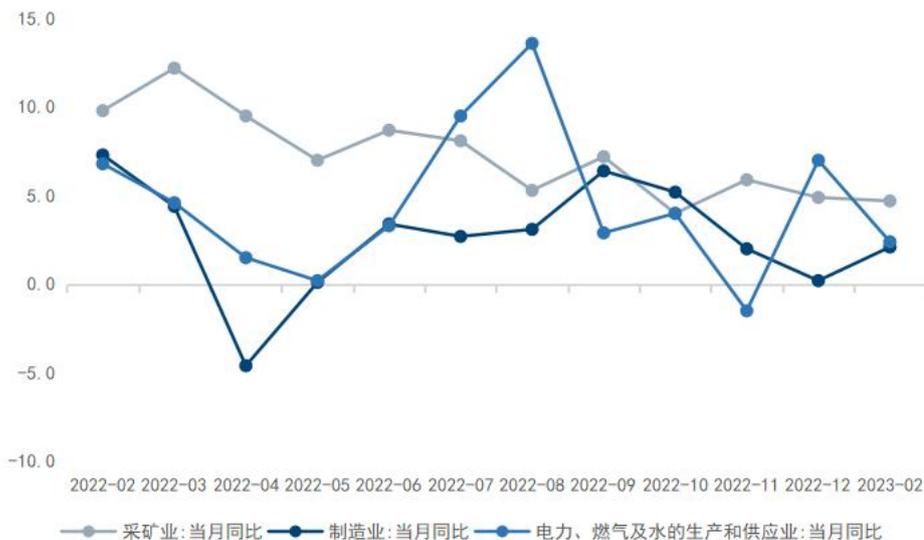
图3：工业增加值与高技术制造业增加值同比增速一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

分三大门类看，1-2月制造业增加值同比增速明显上升；采矿业、公用事业增加值同比增速有所回落。1-2月采矿业同比4.7%，较去年12月小幅回落0.2个百分点；制造业2.1%，明显上升1.9个百分点；公用事业2.4%，回落4.6个百分点。

图4: 1-2月制造业增加值同比增速明显上升, 采矿业、公用事业有所回落



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

分产品看, 1-2月和基建相关的钢材、水泥产量同比增速大幅抬升, 汽车产量增速也明显上升, 但机器人、集成电路产量同比增速明显回落。

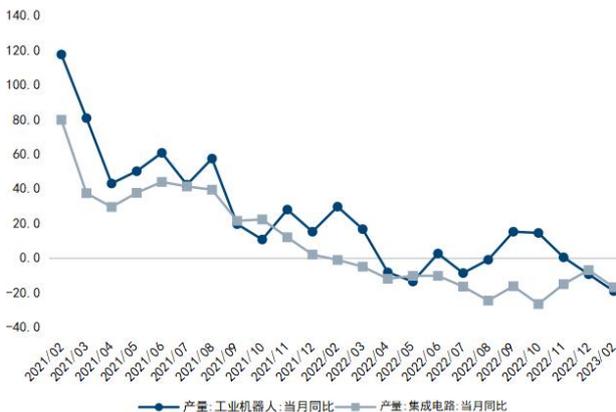
1-2月粗钢产量同比为5.6%, 较去年12月上升15.4个百分点; 钢材3.6%, 上升6.2个百分点; 水泥-0.6%, 上升11.7个百分点; 乙烯-1.7%, 回落6.3个百分点; 十种有色金属9.8%, 上升2.5个百分点; 汽车-14.0%, 上升2.7个百分点; 工业机器人-19.2%, 回落9.7个百分点; 集成电路-17.0%, 回落9.9个百分点; 整体高技术制造业增加值1-2月同比为0.5%, 较去年12月回落2.3个百分点。

图5: 1-2月大多数产品产量增速上升



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图6: 1-2月机器人、集成电路产量同比明显回落



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1-2月定基指数环比去年12月增长约58.5%, 明显高于2017-2022年同期均值。1-2月国内工业生产环比增长非常强劲。

图7: 历年12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, 2023年1-2月国内服务业生产指数同比增速为5.5%, 较去年12月大幅抬升6.3个百分点, 创2021年8月以来新高, 2023年1-2月国内服务业表现强劲。

图8: 1-2月服务业生产指数同比大幅抬升



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

### 需求端: 投资——国内投资景气继续上升

1-2月国内固定资产投资同比增速继续明显上升, 环比明显高于2017-2022年同期水平, 整体看1-2月国内投资景气继续上升。1-2月固定资产投资同比增5.5%, 较去年12月继续上升2.2个百分点。1-2月固定资产投资环比增速为-27.4%, 明显

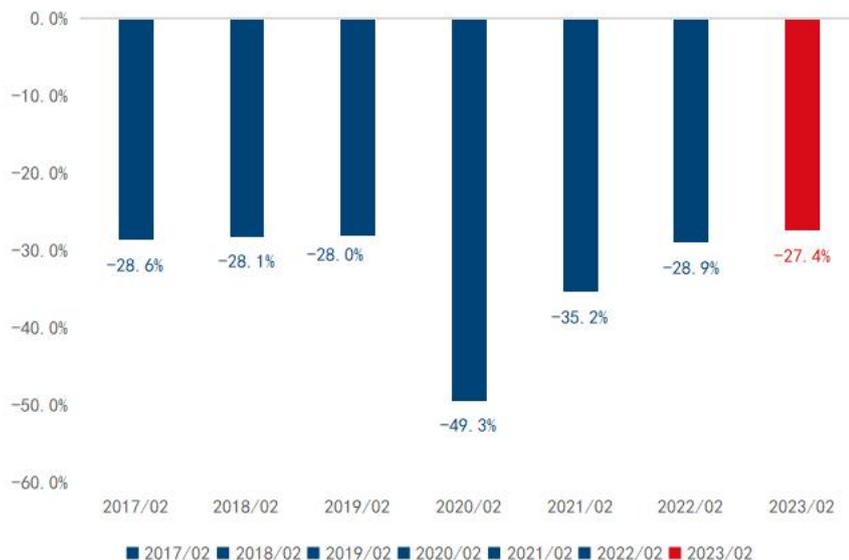
高于 2017-2022 年同期环比均值-33.0%。

图9：1-2月固定资产投资同比增速继续明显上升



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图10：1-2月国内固定资产投资金额环比明显高于2017-2022年同期平均值



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

1-2月房地产开发投资同比为-5.7%，较去年12月继续上升7.0个百分点；制造业投资同比为8.1%，上升0.5个百分点；基建投资同比12.2%，上升1.8个百分点；其他投资（主要是服务业相关投资）同比8.8%，上升11.5个百分点。

环比来看，1-2月房地产开发、基建、其他投资环比表现较强劲，制造业投资弱于疫情前水平，但高于2021-2022年同期水平。1-2月房地产开发投资环比为

54.3%，明显高于 2017-2022 年同期环比均值 16.6%，创历史新高；制造业投资环比为-46.2%，低于 2017-2019 年同期环比，但高于 2021-2022 年同期环比；基建投资环比为-36.4%，高于 2017-2022 年同期环比均值-39.1%；其他投资环比为-24.1%，高于 2017-2022 年同期环比均值 41.4%，亦创历史新高。

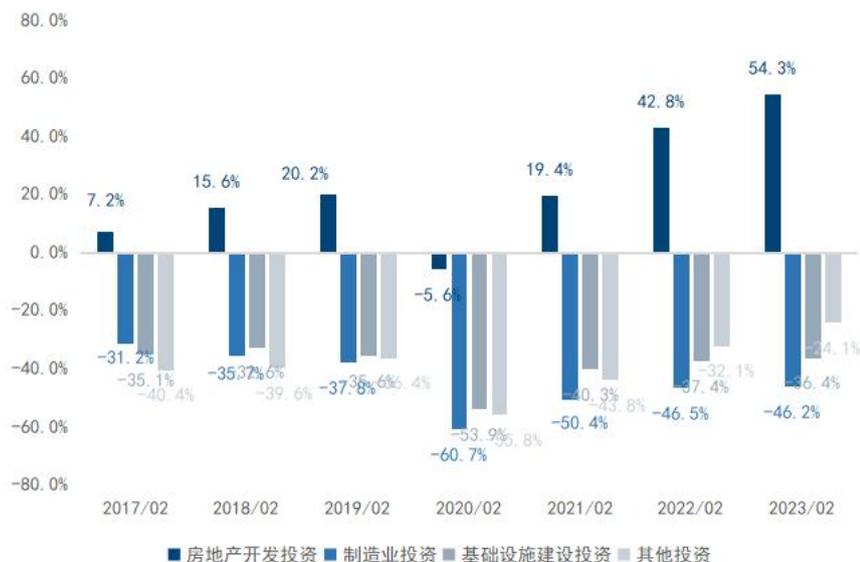
综上，1-2 月国内房地产开发、其他投资景气明显上升，制造业、基建投资增速延续高位，整体投资景气继续上升。

图 11: 1-2 月房地产开发、基建、制造业、其他投资同比均上升



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

1-2月商品房销售面积和销售金额同比降幅大幅收窄。商品房销售面积1-2月同比为-3.6%，同比降幅较去年12月收窄28.1个百分点；商品房销售金额同比为-0.1%，同比降幅较去年12月收窄27.4个百分点。

1-2月国内商品房销售面积环比明显高于2017-2022年同期环比均值，国内房地产销售景气明显回暖。

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——国内消费增速继续明显上升

1-2月社会消费品零售总额同比增速为3.5%，较去年12月明显上升5.3个百分点。其中商品零售同比增速为2.9%，上升3.0个百分点；餐饮9.2%，上升23.3个百分点。

限额以上商品零售中，1-2月中西药品类、汽车类的销售金额同比明显回落，其他品类的销售金额大都出现较明显的上升。

图15：1-2月国内社会消费品零售总额同比增速继续明显上升



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

从环比来看，今年1-2月社会消费品零售总额环比去年12月增长约90.1%，明显高于2017-2022年同期环比均值71.5%，创历史新高，表明1-2月国内消费景气明显回暖。

图16: 历年1-2月社会消费品零售总额环比一览

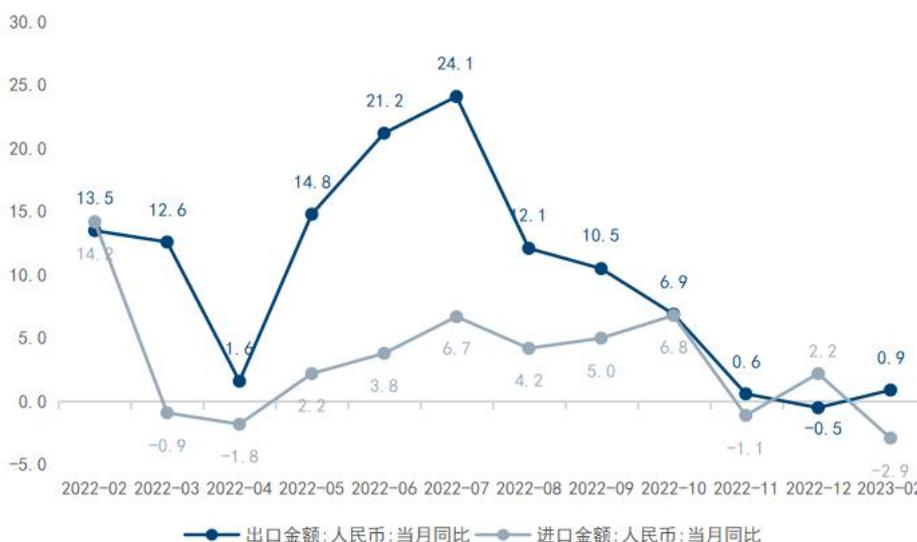


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

### 需求端: 进出口——中国出口同比增速有所回升

1-2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)同比有所回升,进口同比有所回落。1-2月中国出口同比增速为0.9%,较去年12月回升1.4个百分点,其中机电产品增速明显上升,从去年12月对整体出口的拖累转为正贡献;进口同比增速为-2.9%,较去年12月回落5.1个百分点。

图17: 中国进口、出口金额同比走势一览

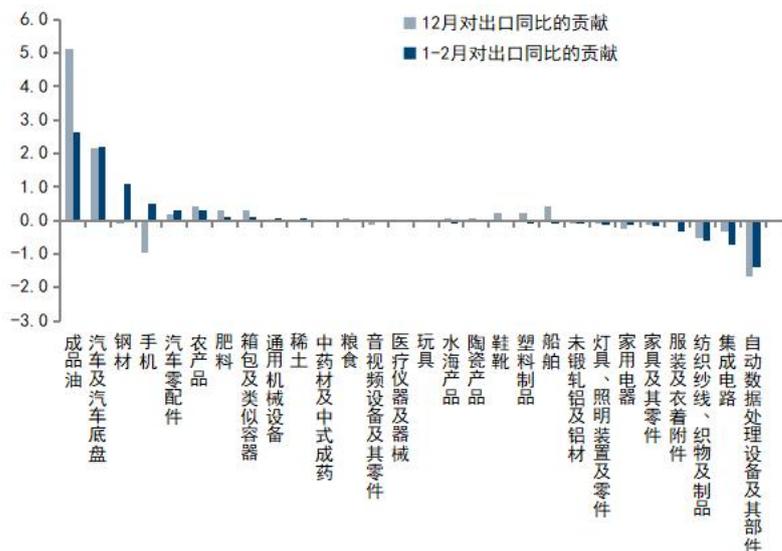


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

各出口产品中,1-2月成品油对整体出口同比的贡献仍然非常显著但幅度有所回落;1-2月汽车及汽车底盘、汽车零配件、农产品对整体出口同比维持正贡献且

贡献幅度变化不大；钢材、手机对整体出口同比的贡献明显上升；灯具、家具、服装等消费品对整体出口仍然构成负贡献且幅度变化不大。

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，2023 年 1-2 月出口金额环比增速为 61.7%，明显高于 2017-2022 年同期环比均值 51.0%，2023 年 1-2 月国内出口环比明显偏高；1-2 月进口环比为 66.6%，低于 2017-2022 年同期环比均值 71.6%，2023 年 1-2 月国内进口环比偏低。

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

## 2月通胀解读：2月国内CPI表现偏弱或与劳动参与率上升有关

2023年2月中国CPI同比为1.0%，较1月明显回落1.1个百分点。2月CPI环比为-0.5%，低于春节在1月年份的同期历史均值约0.6个百分点，表明2月国内物价走势明显偏弱。

从分项来看，2月CPI食品环比为-2.0%，低于历史均值约3.2个百分点；2月和能源相关的分项——交通工具用燃料、水电燃料价格环比分别为1.0%和0.0%，分别高于历史均值1.9、0.1个百分点；核心CPI环比为-0.2%，低于历史均值约0.1个百分点，但其中服务品价格环比为-0.4%，低于历史均值约0.2个百分点。

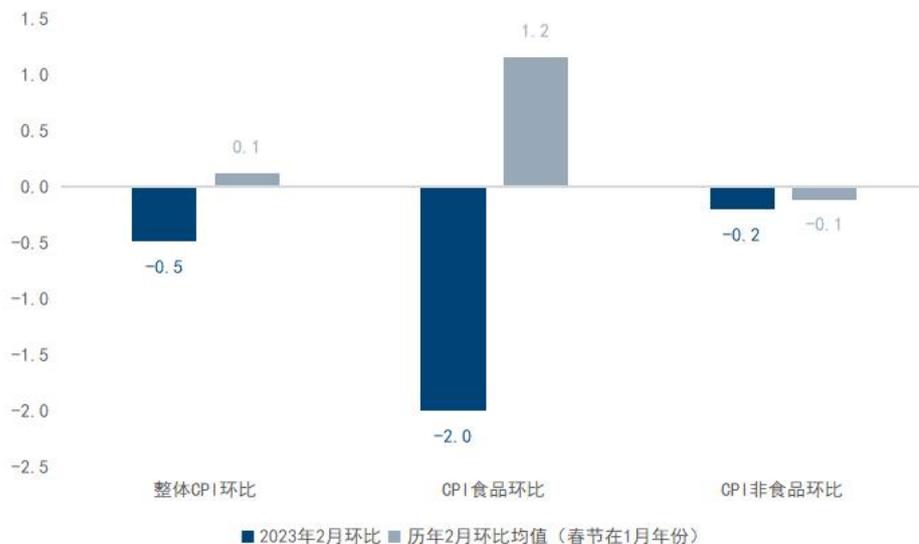
因此，2月国内物价走势偏弱主要受食品和服务品价格的影响。考虑到国内经济持续修复，需求大概率也持续上升，2月国内食品和服务品价格下降或均与供给明显增加有关而非需求回落的结果。我们猜测2月国内食品和服务品供给明显增加或均与劳动参与率上升有关。过去三年受疫情影响，城市里的工作机会明显减少，可能导致相当一部分民众从城市返回农村从事农业生产活动，这导致疫情期间国内第一产业GDP增速明显抬升，而相应地劳动参与率则明显下降。今年春节后，很可能很多人重新从农村出来到城市寻找工作机会，这导致农产品出现类似“清仓处理”的临时供给增加效应，食品价格下降。与此同时劳动参与率上升，而城市里主要是服务业吸纳这些新增的就业需求，具体表现就是城市里的服务品供给增加，服务品价格下降。

我们在前期的专题报告中总结认为疫后中国经济修复的关键在就业，因此2月价格数据所体现出来的劳动参与率上升或表明国内经济修复的基础进一步得到了稳固。此外，劳动参与率的上升也有助于降低国内的通胀压力。

### 2023年2月CPI数据分析与未来走势判断

2月CPI同比为1.0%，较1月明显回落1.1个百分点。2月CPI环比为-0.5%，低于季节性水平约0.6个百分点。其中2月食品和非食品价格环比均低于季节性。（季节性指2005-2021年春节在1月年份的同月环比均值，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

2月食品环比为-2.0%，低于季节性约3.2个百分点，其中畜肉类、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-1.2、-1.1、-0.5、-0.4个百分点。

图21: CPI 食品项环比与历史均值比较

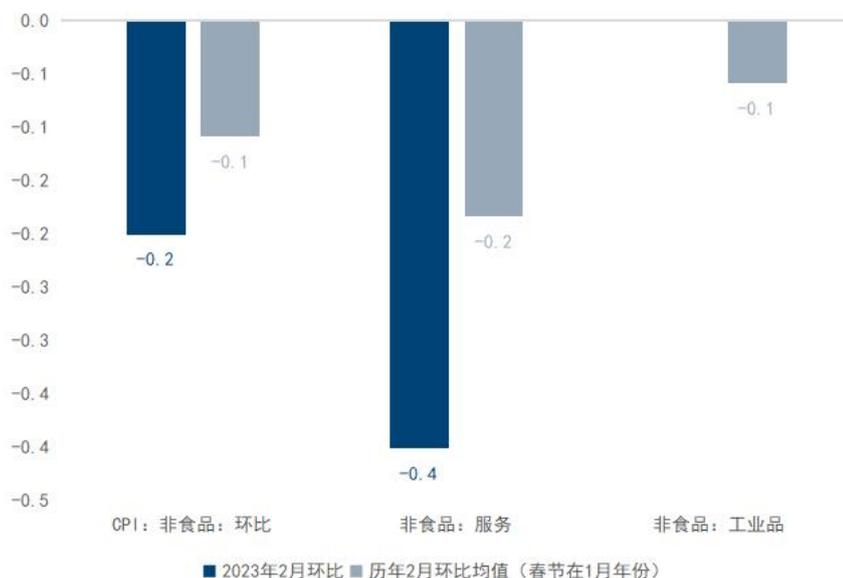


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

2月非食品环比为-0.2%，低于季节性约0.1个百分点。非食品中服务价格环比为-0.4%，低于季节性约0.2个百分点，其中家庭服务、车辆使用及维修费、教育服务、旅游、房租价格环比均低于季节性；非食品中工业品价格环比约为零，高于季节性约0.1个百分点，其中烟草、酒类、服装、中药材及中成药、通信工具、

交通工具用燃料、居民水电燃料价格环比均高于季节性。

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



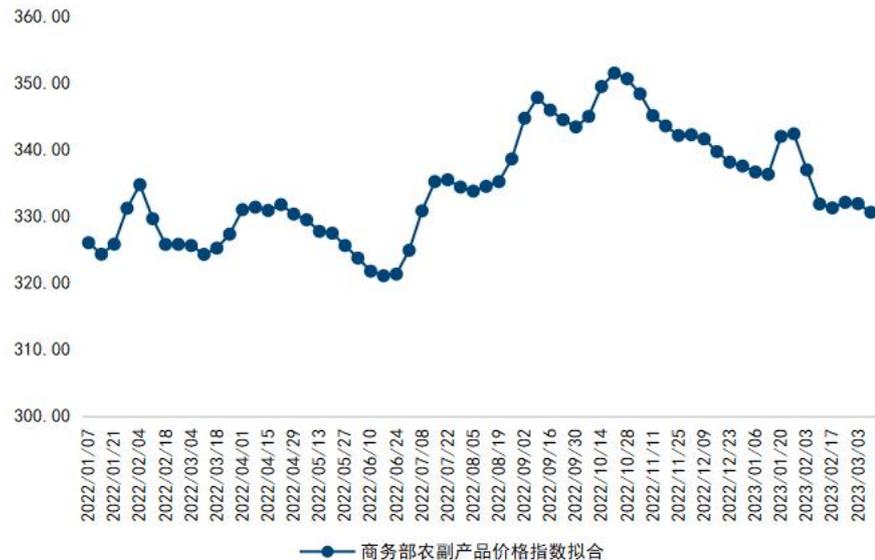
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

截至3月10日,国信拟合的商务部食品高频综合指数3月环比为-0.7%,高于历史平均水平-1.6%,预计2023年3月食品价格环比或略高于季节性水平。

非食品方面,截至3月15日,3月国信非食品高频指标环比为0.7%,高于历史均值-1.0%,预计3月整体非食品环比亦高于季节性水平。

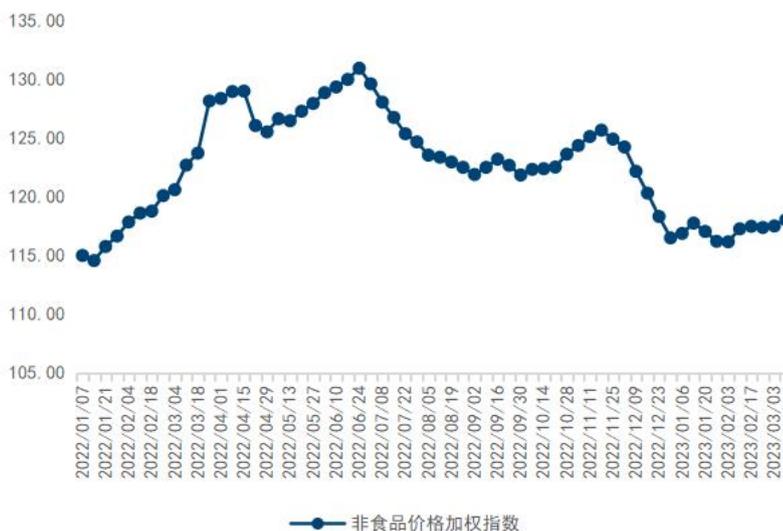
预计2023年3月CPI食品环比约为-0.5%,非食品环比约为零,CPI整体环比约为-0.1%,高基数带动下2023年3月CPI同比或继续小幅回落至0.9%。

图25: 3月食品价格延续下跌



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



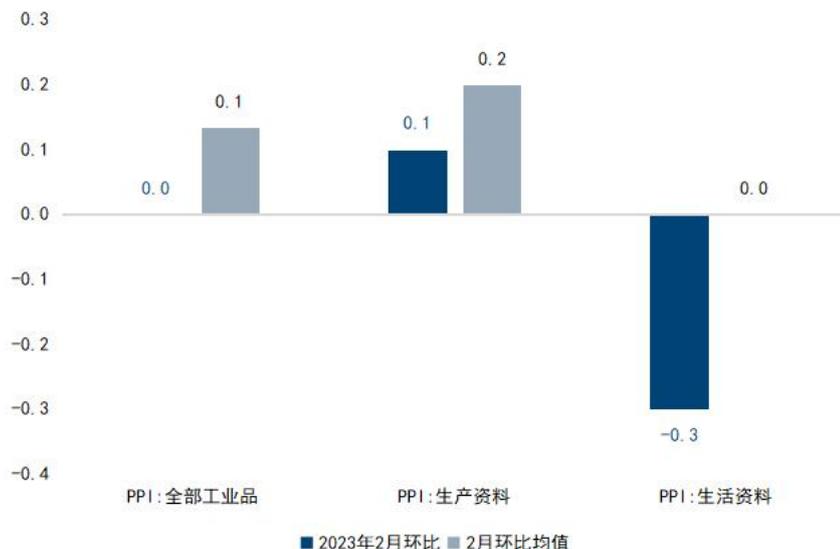
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

### 2023 年 2 月 PPI 数据分析与未来走势判断

2 月 PPI 同比继续明显回落, 环比上升至零。2 月 PPI 同比为-1.4%, 较上月回落 0.6 个百分点; 环比为零, 较上月上升 0.4 个百分点, 2 月环比略低于疫情前三年同期均值。

2 月 PPI 生产资料、生活资料价格环比均低于疫情前三年同期均值。PPI 生产资料 2 月环比为 0.1%, 较上月上升 0.6 个百分点, 低于历史均值 0.1 个百分点; PPI 生活资料 2 月环比为-0.3%, 持平上月, 低于历史均值 0.3 个百分点。

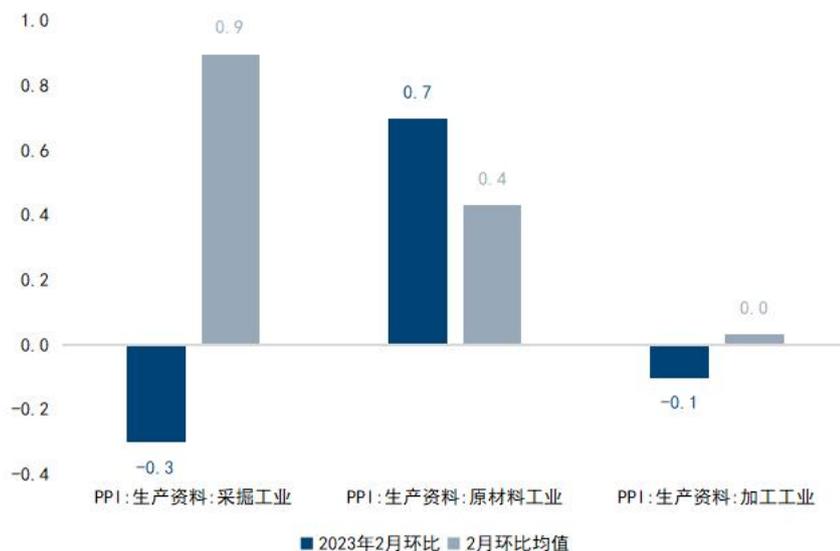
图27: 2023年2月PPI生产资料、生活资料价格环比均低于历史均值



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, 2月采掘工业、加工工业环比低于历史均值, 原材料工业环比高于历史均值。采掘工业、加工工业生产资料价格环比低于历史均值 1.2、0.1 个百分点, 原材料工业价格环比高于历史均值 0.3 个百分点。

图28: 2023年2月PPI生产资料各分项价格环比与历史均值比较



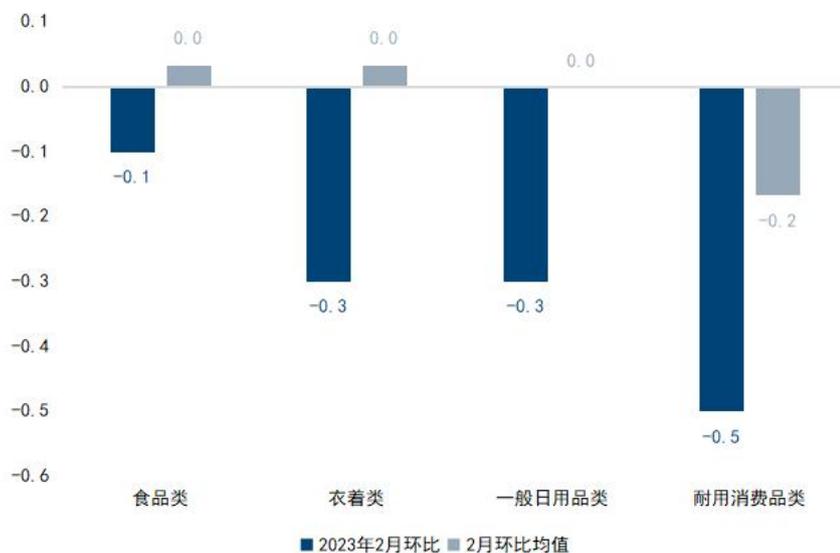
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

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、耐用消费品类均低于历史均值。

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低

于历史均值的幅度为 0.1、0.3、0.3、0.3 个百分点。

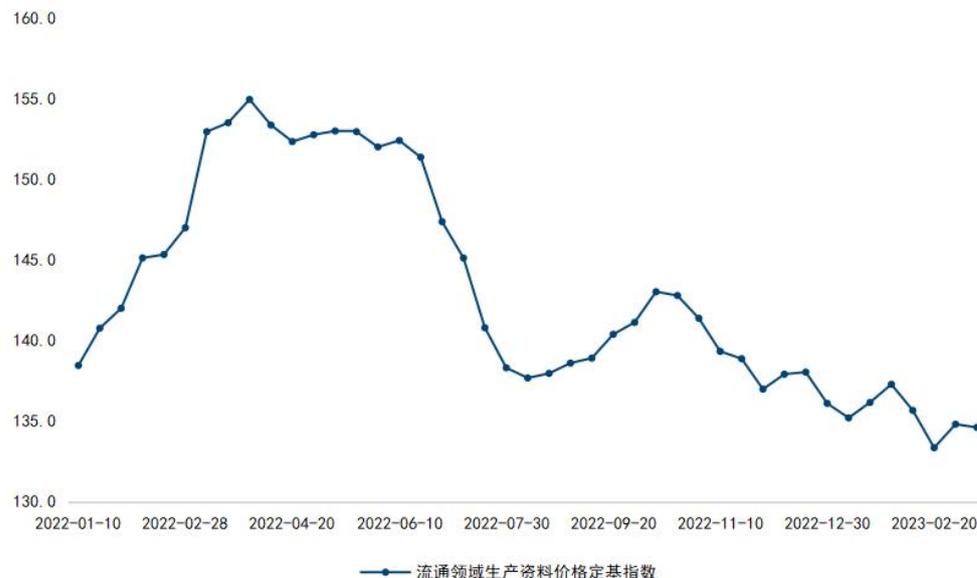
图 29: 2023 年 2 月 PPI 生活资料各分项价格环比与历史均值比较



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

2 月上旬和中旬, 随着春节后国内生产供应活动恢复正常, 供给明显增加, 国内生产资料价格有所回落; 2 月下旬, 随着国内需求持续回暖, 国内生产资料价格止跌回升; 3 月上旬国内流通领域生产资料价格基本稳定。预计 2023 年 3 月国内 PPI 环比回升至正值, 高基数带动下 PPI 同比继续回落至-2.3%左右。

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

政策刺激力度减弱，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