



宏观专题

数据分化下，哪些政策可以期待？

5月经济金融数据前瞻

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

投资要点：

- **核心观点：**近期经济数据呈现两个特点，一是部分指标出现环比负增长，二是同类指标走向出现分化，较为典型的是企业利润、PMI 和出口数据。这两个特点指向宏观经济动能偏弱和复苏分化。在此背景下，我们认为总量政策在“质的有效提升和量的合理增长”基调下仍将具有定力，可能涉及五个方面：一是二季度末可能降息；二是下半年发行政策性金融工具；三是房地产政策以供给侧“保交楼”为主，需求端仍是因城施策；四是促消费政策，包括地方消费券、新能源汽车和智能家电下乡等；五是稳定民营企业预期和信心、优化营商环境的系列政策。
- **5月经济数据前瞻：**
 - (1) 工业生产：**两个 PMI 走向相反，但从历史经验来看官方 PMI 更可靠，指向工业生产环比继续走弱。从高频数据来看，公路货运指数低于去年同期，汽车、钢铁等行业生产也在边际走弱。预计 5 月工业增加值同比增速为 4% 左右。
 - (2) 消费：**人员流动在 4 月达到顶峰后，5 月明显回落；汽车销售得益于厂商高让利、地方促消费政策和去年的低基数，同比增长 16.7%。预计 5 月社零同比增速为 13% 左右。
 - (3) 投资：**
 - ①基建投资：**基建资金到位情况有所放缓，预计 5 月累计增速 9.3%。5 月专项债发行规模为 2754.6 亿元，较去年同期少发 3565 亿元；前 4 个月四项基建相关科目支出累计增长 3.4%，而一般公共预算支出增长 6.8%。
 - ②房地产投资：**数据调整可能继续影响房地产销售和投资。用前 4 个月房地产投资和商品房销售的累计值推算同比，分别为 -9.3% 和 -5.4%，而统计局公布同比为 -6.2% 和 -0.4%，增速差异主要由于统计局调低了去年基数，挤出数据泡沫。地产投资预计仍然是后端强于前端，竣工强于拿地和新开工，可能会导致房地产建安投资继续下降。预计 5 月房地产投资累计同比增速从上月的 -6.2% 小幅扩大至 -6.5% 左右。
 - ③制造业投资：**BCI 企业投资前瞻指数环比大幅下降 5.5 个点，投资意愿从高位开始明显回落。预计制造业投资当月同比增长 6% 左右，累计增速 6.3%。
 - (4) 外贸：**从可参考国家来看，韩国 5 月出口同比下降 15.2%，降幅继续扩大，但越南同比下降 4.7%，降幅较上月收窄 12.5 个点。全球制造业 PMI 自从 3 月以来已经连续 3 个月维持在 49.6%，但新订单指数却在此期间逐月降低 0.1 个点，5

月为 49.3%。我国出口新订单指数也继续下降 0.4 个点，降至 47.2%。综合来看，出口可能在 3-4 月正增长后，5 月重回负增长，预计增速为-2%左右。

- **(5) 物价：**5 月食品价格出现分化，服务价格趋于下降。5 月猪肉平均批发价为 19.5 元/公斤，较 4 月环比下降 0.45%；重点监测的 28 种蔬菜价格环比下跌 0.32%，而水果价格环比上涨 2.83%，食品价格出现分化。PMI 服务业销售价格较能反映 CPI 服务项的变化，5 月该指标为 47.8%，预计服务价格环比亦在下降。此外，商务部监测的生产资料价格指数环比下降 3.5%，降幅在过去 12 个月中仅次于 22 年 7 月。预计 5 月 CPI 同比增长 0.5%，PPI 同比为-4.5%。
- **金融数据前瞻：**(1) 基于 2022 年 5 月份在月末货币信贷形势座谈会的带动下人民币贷款新增 1.89 万亿，今年 5 月份新增贷款或延续 4 月份以来的投放节奏，新增规模或同比少增，预计金融机构口径贷款新增 1.45 万亿左右，较 2022 年同期同比少增 0.44 万亿，对应贷款余额增速或维持在 11.83%；(2) 预计 5 月社会融资规模新增 2.10-2.35 万亿左右，对应社融存量同比增速小幅回升至 10.5%。
- **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：环比动能继续减弱	6
2. 消费：低基数仍将推高同比	8
3. 投资：增速可能继续下降	8
3.1. 基建：资金支出明显减速	8
3.2. 房地产：数据调整带来的影响	9
3.3. 制造业：企业投资意愿大幅回落	10
4. 外贸：出口可能重回负增长	10
5. 通胀：物价指数仍处低位	11
6. 金融：高基数下贷款或同比少增	12
7. 风险提示	13

图表目录

图 1: PMI 出现分化	7
图 2: 官方制造业 PMI 及主要分项	7
图 3: 南方八省发电耗煤量	7
图 4: 整车货运物流指数	7
图 5: 预估日均产量:粗钢:全国(旬)	7
图 6: 汽车半钢胎开工率	7
图 7: 29 城地铁日均客运量	8
图 8: 各月汽车零售	8
图 9: 水泥发运率:全国:当周值	8
图 10: 开工率:石油沥青装置	8
图 11: 30 城商品房销售面积 (7DMA)	9
图 12: 14 城二手房销售面积 (7DMA)	9
图 13: 4 月投资前瞻指数仍然维持高位	10
图 14: 韩国越南 5 月出口增速出现分化	11
图 15: PMI 出口订单继续下降 (%)	11
图 16: 全球 PMI 新订单指数亦在收缩区间回落	11
图 17: 5 月猪价、蔬菜价格下跌, 水果价格上涨	12
图 18: 生产资料价格指数环比大幅下降	12
图 19: 2023 年 5 月以来票据利率与 CD 利差趋于扩张	13
图 20: 2023 年 5 月份政府债和企业债融资同比少增	13
表 1: 5 月经济金融数据前瞻	5

近期经济数据呈现两个特点，一是部分指标出现环比负增长。如4月工业增加值季调后环比-0.47%，固定资产投资环比-0.64%。在没有外部冲击的年份，环比负增长相对罕见。

二是同类指标出现分化，较为典型的是企业利润、PMI和出口数据。利润数据方面，前四个月统计局口径的规上工业企业利润下降20.6%，但财政部口径的国有企业利润累计15.1%，二者反映出的企业盈利情况差异较大。**PMI方面**，5月官方制造业PMI指数处于48.8%的收缩区间，较上月下降0.4个点，而财新制造业PMI则较上月提高1.4个点，达到50.9%的扩张区间，二者反映出经济冷热截然相反。**出口数据方面**，前4个月海关口径出口同比（人民币计价）增长16.8%，但同为人民币计价的出口交货值在同期却下降3.8%，反映出的外贸形势也截然不同。

上述两个特点指向宏观经济动能偏弱和复苏分化。同类经济指标走向相反，一方面由于指标的统计口径差异较大，比如囊括的样本企业、统计上报方式、限定条件不同等；但另一方面也是经济复苏分化的结果，如服务业和工业、国企和民企、对欧美出口和对新兴市场出口均出现分化。

在此背景下，哪些宏观政策可以期待？

刺激总量的托底政策可能不会如期而至。一方面，尽管环比动能较弱，但得益于去年低基数和今年一季度超预期增长，全年预计能够完成5%的经济增长目标，经济不会面临“失速”风险。另一方面，去年底中央经济工作会议对今年经济目标的定调是“质的有效提升和量的合理增长”，“量的合理增长”可能不需要政策刺激即可完成；同时，政策刺激也可能带来各种问题，不利于“质的有效提升”。因而总量政策会更有定力。面对当前就业、消费、民间投资等问题，宏观政策会增强针对性，具体而言，可能涉及以下五个方面：

一是二季度末货币政策或“降息”以激励贷款投放。经过一季度新增贷款创纪录的高增长之后，二季度前2个月贷款投放节奏放缓，参考2022年二季度至三季度的贷款增长，每当贷款投放趋于低迷时，主管部门即召开货币信贷形势分析座谈会，引导金融机构保持贷款“合理增长”，以加大对实体经济的支持力度，综合我们对5月份经济和金融数据的前瞻，经济总需求疲弱、内需增长乏力的基本面环境下，贷款投放或需要在6月份季月发力，而从政策层面看，一季度贷款投放是年初货币信贷形势分析座谈会引导的结果，目前如果从市场化手段引导贷款投放加力，最好的激励机制即是选择适当时候“降息”，提升金融支持实体经济增长的可持续性。

二是政策性金融工具。今年前4个月土地出让收入同比下降21.7%，如果下半年降幅小幅收窄，全年下降15%-20%，地方政府土地出让收入可能较2022年进一步减少1-1.3万亿，地方财政资金缺口也将进一步扩大。扣除成本性支出后，土地出让收入安排的支出大多用于基建，因此下半年发行政策性金融工具是弥补地方基建资金缺口的重要途径。

三是房地产政策，预计仍然以供给侧“保交楼”为主，已出台的金融支持地产16条政策继续推进落地，需求端可能仍以差异化的因城施策为主。

四是促消费政策，部分地方政府可能会继续推出消费券；新能源汽车和智能家电下乡等政策也有空间，6月2日国常会提出“要延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策”。

五是稳定民营企业预期和信心、优化营商环境的系列政策。中央经济工作会议讲“切实落实‘两个毫不动摇’”列为年度重点工作的第三项，428政治局会议继续强调“持续提振经营主体信心，帮助企业恢复元气”；6月2日国常会更是明确提出要“从企业实际需求出发，在放宽市场准入、促进公平竞争、保护知识产

权、建设统一大市场等方面，分批次加快推出针对性强、含金量高的政策措施”，可能以解决企业账款拖欠作为突破口。

表 1：5 月经济金融数据前瞻

	23M5E	23M4	23M3	23M2	23M1	22M12
GDP: 当季(%)			4.5	--	--	2.9
GDP: 累计 (%)			4.5			3.0
CPI(%)	0.5	0.1	0.7	1.0	2.1	1.8
PPI(%)	-4.5	-3.6	-2.5	-1.4	-0.8	-0.7
工业增加值(%)	4	5.6	3.9	18.8	-9.8	1.3
固定资产投资:累计(%)	4.5	4.7	5.1	5.5		5.1
基建	9.3	9.8	10.8	12.2		11.5
房地产	-6.5	-6.2	-5.8	-5.7		-10.0
制造业	6.3	6.4	7	8.1		9.1
社会消费品零售(%)	13	18.4	10.6	3.5		-1.8
进口(%)	-6	-7.9	-1.4	4.2	-21.4	-7.5
出口(%)	-2	8.5	14.8	-1.3	-10.5	-9.9
人民币贷款:新增(亿元)	14500	7188	38900	18100	49000	14000
社会融资规模:新增(亿元)	21000-23500	12171	53800	31560	59840	13058

资料来源: Wind, 德邦研究所测算

1. 工业生产：环比动能继续减弱

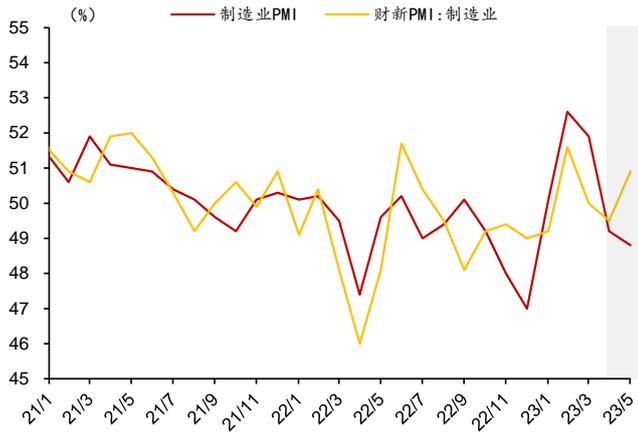
两个 PMI 走向相反，但从历史经验来看官方 PMI 更可靠，工业生产环比继续走弱。官方制造业 PMI 指数处于 48.8% 的收缩区间，较上月下降 0.4 个点，而财新制造业 PMI 则较上月提高 1.4 个点，达到 50.9% 的扩张区间，二者反映出经济冷热截然相反。二者差异可能主要来自样本范围不同，官方 PMI 样本量远大于财新 PMI，并且包含更多大型企业。从历史经验来看，官方 PMI 更可靠，2011 年至今，官方 PMI 与工业增加值环比增速的相关系数为 49.6%，而财新 PMI 仅为 27.3%。因此，以官方 PMI 来看，5 月工业生产环比继续走弱，PMI 生产指数为 49.6%，这也是自 2 月以来首次降至 50% 以下。

公路货运指数低于去年同期，反映生产仍弱。5 月南方八省电厂日耗煤量均值为 177.3 万吨，较去年同期高 14.1%，主因去年 5 月疫情影响导致基数较低。但从 G7 的公路货运指数来看，今年 5 月均值为 92.5，较去年同期低 3.1%，比 2021 年同期则低 21.2%。尽管去年基数较低，货运指数仍不乐观，印证了 PMI 反映出的生产偏弱问题。

从重点行业来看，汽车、钢铁等行业生产均边际转弱。汽车半钢胎开工率 5 月均值为 68.2%，环比降低 4.4 个点；5 月前 20 天日均粗钢产量为 290.8 万吨，低于 4 月 293.9 万吨，也低于去年同期的 311.3 万吨。

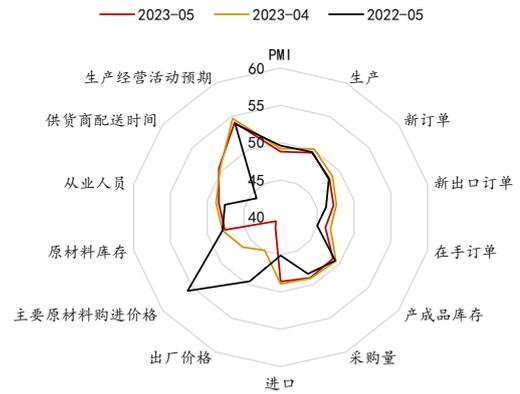
工业生产环比继续走弱，我们预计 5 月工业增加值同比为 4% 左右。

图 1: PMI 出现分化



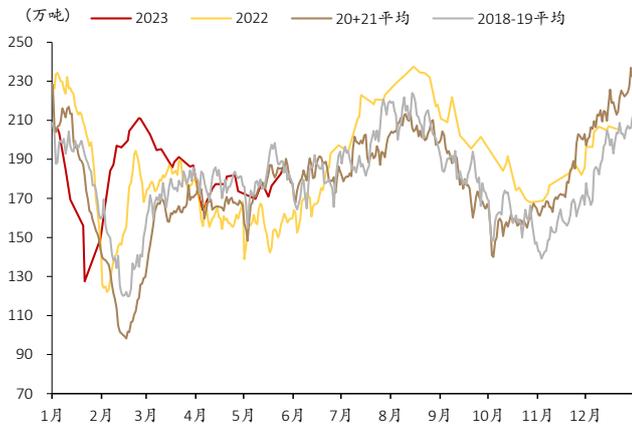
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 2: 官方制造业 PMI 及主要分项



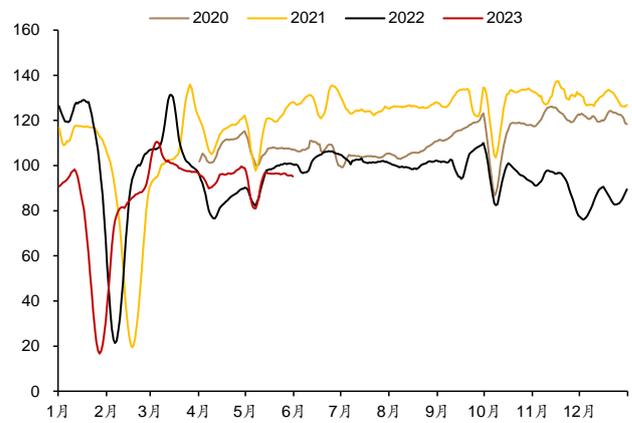
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 3: 南方八省发电耗煤量



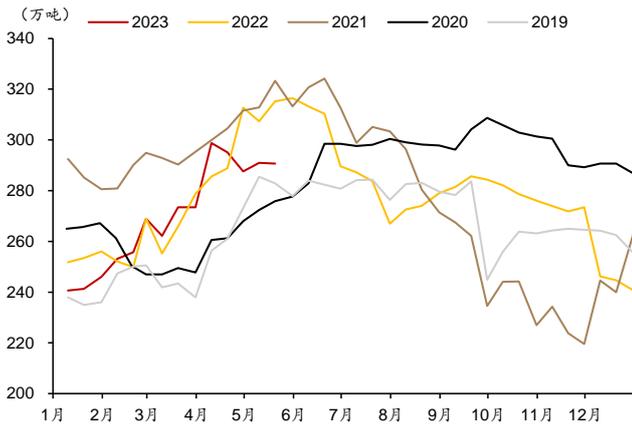
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 4: 整车货运物流指数



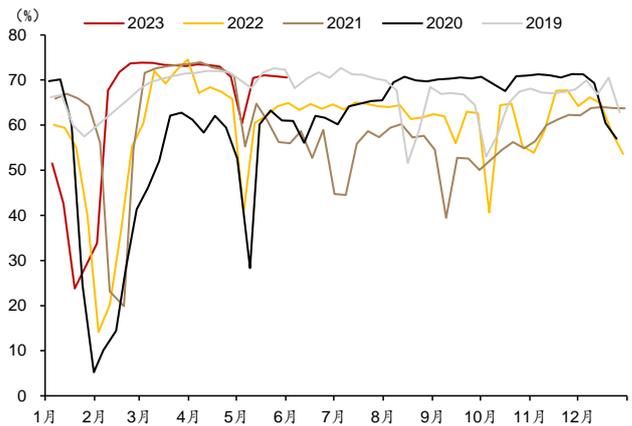
资料来源: G7, 德邦研究所

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

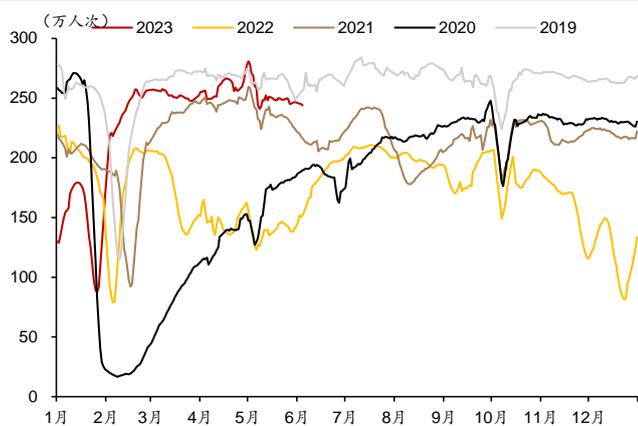
2. 消费：低基数仍将推高同比

人口流动环比下降。5月，29城地铁日均客运量为248.2万，较3月、4月分别减少5.6、12.8万，人口流动在4月达到顶峰后回落。

厂商让利、促消费政策和去年低基数推高汽车零售同比增速。根据乘联会的周度零售数据，5月乘用车日均销量约为5.0万辆，环比上月有所下降，但处于近几年的中位区间，较去年同期仍高16.7%，主要得益于厂商高让利、地方促消费政策和去年的低基数。

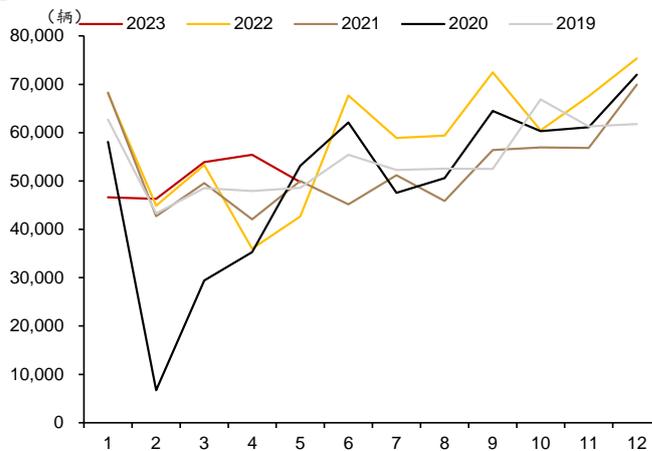
去年5月社零基数仍受疫情影响较大，同比为-6.7%，我们预计今年5月可能为13%左右。

图7：29城地铁日均客运量



资料来源：Wind，德邦研究所

图8：各月汽车零售



资料来源：Wind，德邦研究所

注：各年份3月汽车零售周度数据日均值，截至3月26日左右

3. 投资：增速可能继续下降

3.1. 基建：资金支出明显减速

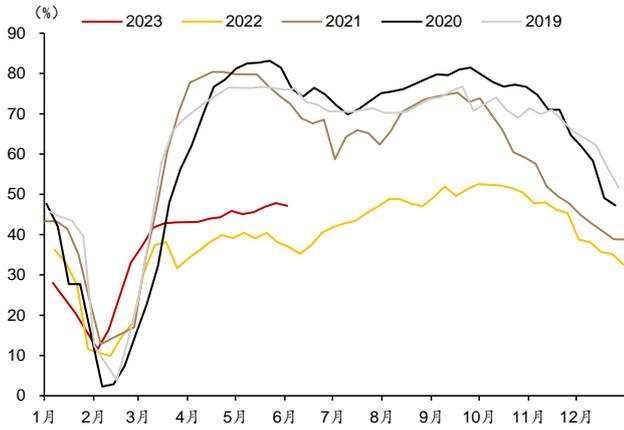
基建资金到位情况有所放缓。5月专项债发行规模为2754.6亿元，较去年同期少发3565亿元。按进度来看，去年5-6月累计发行专项债超2万亿，基本完成全年发行目标，而今年专项债并没有前置。并且，基建相关财政支出增速也偏慢，前4个月四项基建相关支出科目（环境保护、城乡社区、交通运输、农林水）累计增长3.4%，而一般公共预算支出增长6.8%。因而从资金支出进度来看，基建可能会有明显减速。

以开工数据来看，基建实物工作量尽管高于去年，但仍大幅低于前几年。5月水泥发运率46.4%，比去年同期高7个百分点左右，但远低于2018-2021年同期的77%左右；石油沥青装置开工率31.6%，比去年同期亦高7个百分点左右，而2018-2021年同期均值为48%左右。基建实物工作量仍处于历史低位。

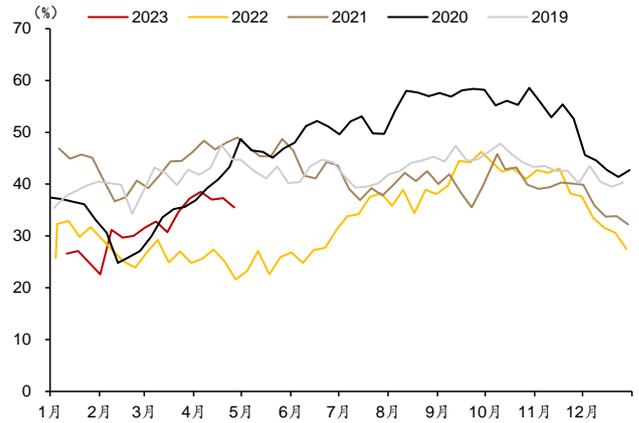
预计广义基建当月增速8%左右，累计增速9.3%。

图9：水泥发运率:全国:当周值

图10：开工率:石油沥青装置



资料来源：Wind，德邦研究所



资料来源：Wind，德邦研究所

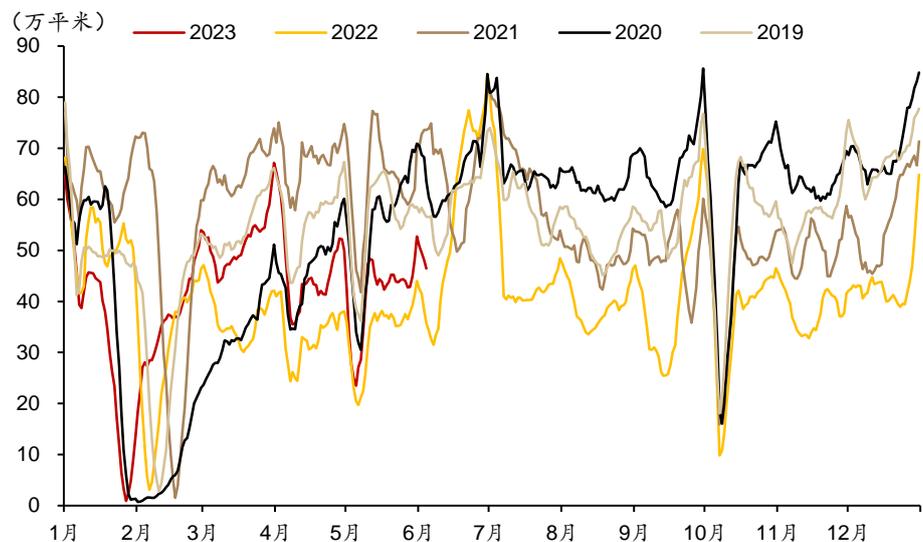
3.2. 房地产：数据调整带来的影响

数据调整可能继续影响房地产销售和投资。用前4个月房地产投资和商品房销售的累计值推算同比，分别为-9.3%和-5.4%，而统计局公布同比为-6.2%和-0.4%，增速差异主要由于统计局调低了去年基数，挤出数据泡沫。年内各月增速可能都会受到数据调整影响。

从高频数据来看，5月商品房销售仍然偏弱。30个大中城市新房日均销售面积约为42.7万平，与4月基本持平，较2019-2021年同期低13-19万平左右。14个城市的二手房成交面积为28.2万平，较上月减少2.9万平左右。

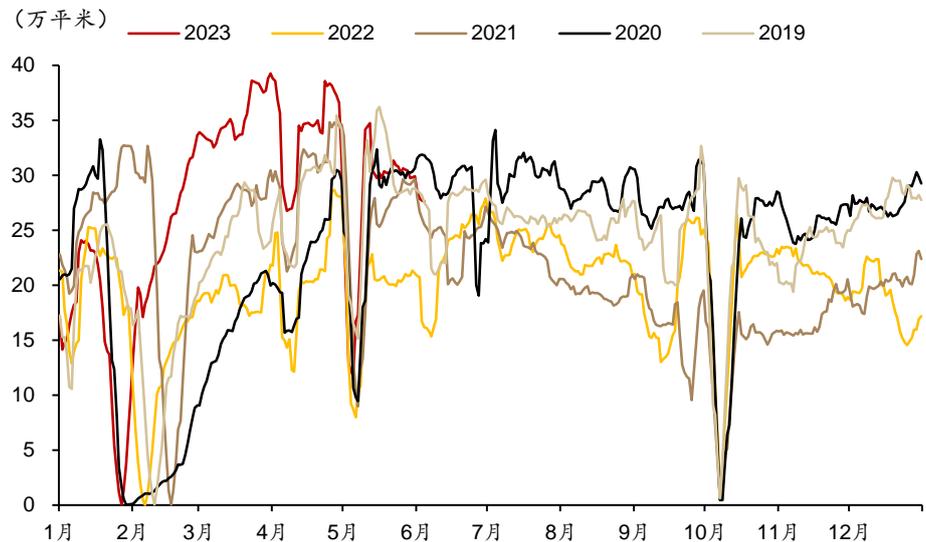
地产投资预计仍然是后端强于前端，竣工强于拿地和新开工，这可能会导致房地产建安投资继续下降。预计5月房地产投资累计同比增速从上月的-6.2%小幅扩大至-6.5%左右。

图 11：30 城商品房销售面积（7DMA）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 12：14 城二手房销售面积（7DMA）



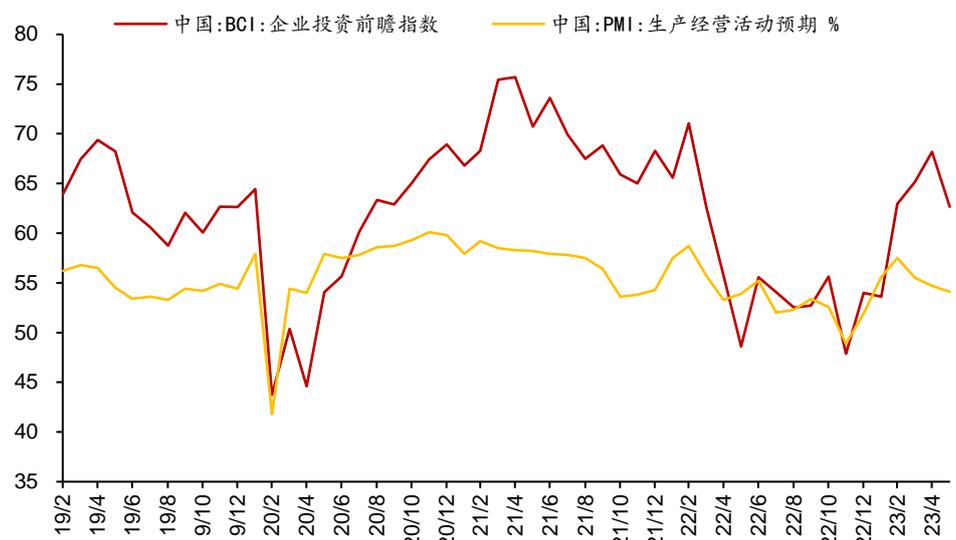
资料来源：Wind，德邦研究所

3.3. 制造业：企业投资意愿大幅回落

制造业企业投资意愿回落至 2 月水平。5 月 PMI 在 50% 荣枯线以下继续下降，其中，生产经营活动预期指数降至 54.1%，这是 1 月份以来的最低水平。同时，BCI 企业投资前瞻指数环比大幅下降 5.5 个点，投资意愿从高位开始明显回落。

预计制造业投资当月同比增长 6% 左右，累计增速 6.3%。

图 13：4 月投资前瞻指数仍然维持高位



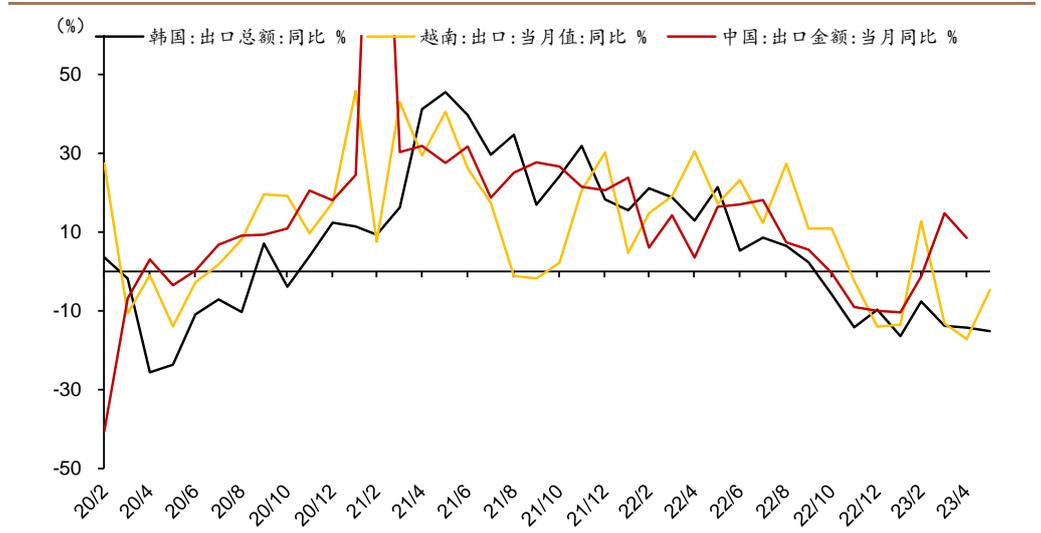
资料来源：Wind，德邦研究所

4. 外贸：出口可能重回负增长

5 月外贸相关指标出现分化。从可参考国家来看，韩国 5 月出口同比下降 15.2%，降幅继续扩大，但越南同比下降 4.7%，降幅较上月收窄 12.5 个点。全球制造业 PMI 自从 3 月以来已经连续 3 个月维持在 49.6%，但新订单指数却在此期

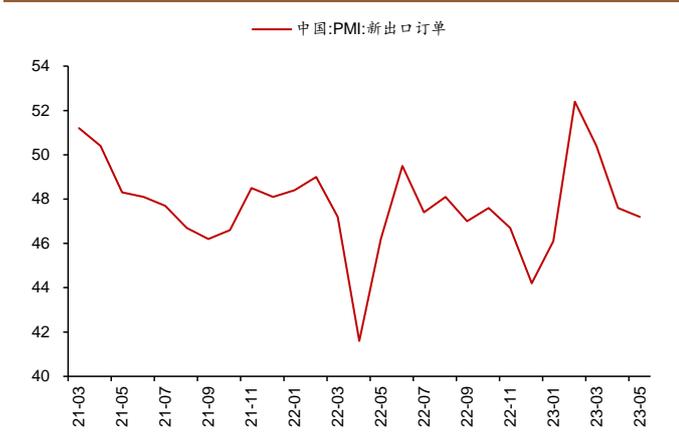
间逐月降低 0.1 个点，5 月为 49.3%。我国出口新订单指数也继续下降 0.4 个点，降至 47.2%。考虑到去年 5 月基数较高，出口可能在 3-4 月正增长后，5 月同比重回负增长，预计增速为-2%左右。

图 14: 韩国越南 5 月出口增速出现分化



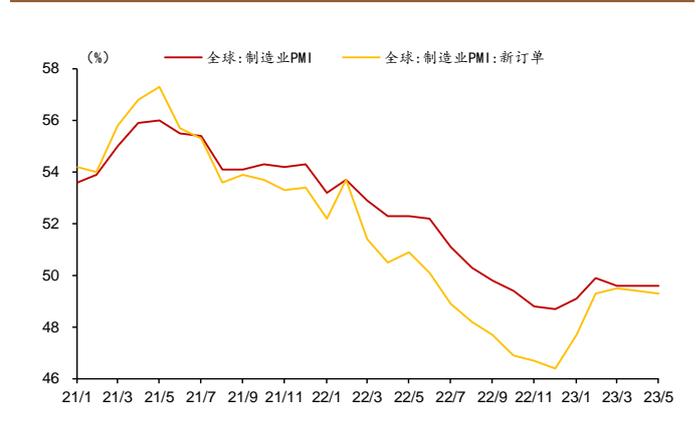
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 15: PMI 出口订单继续下降 (%)



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 16: 全球 PMI 新订单指数亦在收缩区间回落

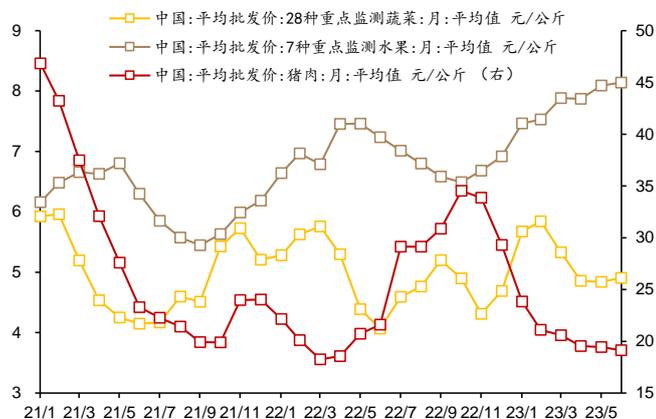


资料来源: Wind, 德邦研究所

5. 通胀：物价指数仍处低位

5 月食品价格出现分化，服务价格趋于下降。5 月猪肉平均批发价为 19.5 元/公斤，较 4 月环比下降 0.45%；重点监测的 28 种蔬菜价格环比下跌 0.32%，而水果价格环比上涨 2.83%，食品价格出现分化。PMI 服务业销售价格较能反映 CPI 服务项的变化，5 月该指标为 47.8%，预计服务价格环比亦在下降。此外，商务部监测的生产资料价格指数环比下降 3.5%，降幅在过去 12 个月中仅次于 22 年 7 月。因此，我们预计 5 月 CPI 同比增长 0.5%，PPI 同比为-4.5%。

图 17：5 月猪价、蔬菜价格下跌，水果价格上涨



资料来源：Wind，德邦研究所

图 18：生产资料价格指数环比大幅下降



资料来源：Wind，德邦研究所

6. 金融：高基数下贷款或同比少增

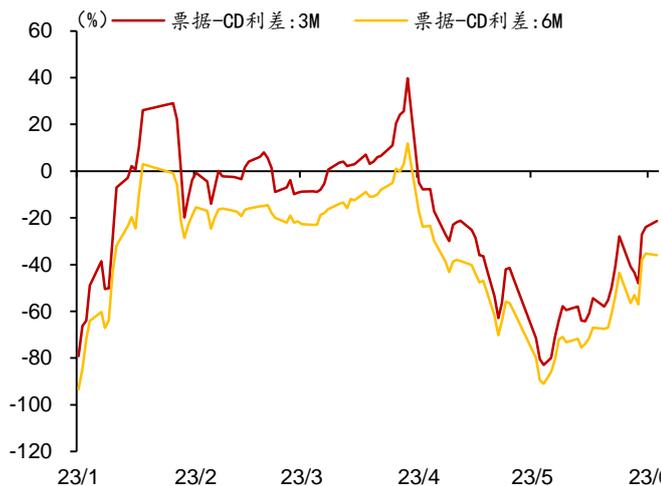
2022 年 5 月高基数加大今年 5 月贷款同比少增的风险。我们在对 4 月份新增贷款数据展望中提及：2023 年贷款投放节奏可类比 2009 年，同样是一季度新增贷款大幅增长、同样占全年贷款新增额度接近 50%。4 月份作为二季度贷款投放的“淡季”小月，新增贷款在去年低基数效应下勉强同比多增，但 5 月份或也很难环比 4 月份在贷款投放上出现大幅改善，并且由于 2022 年 5 月 23 日央行和银保监会召开主要金融机构货币信贷形势分析会，要求“大型国有商业银行要主动发力、多作贡献，股份制银行要充分挖掘潜力，大型城商行要发挥区位优势，共同加大对重点领域和薄弱环节的信贷支持”，基于货币信贷形势座谈会的要求，2022 年 5 月新增贷款 1.89 万亿，同比多增 3900 亿元。2022 年政策引导奠定的新增贷款高基数，增加了今年 5 月份贷款同比少增的风险：

(1) 从指征贷款投放景气度的票据利率走势来看，5 月份，3 个月期和 6 个月期国股银票转贴现利率月度均值继续回落，3 个月期国股银票转贴现利率从 4 月份平均值 2.0950% 回落至 5 月份平均值 1.6295%，6 个月期国股银票转贴现利率则从 4 月份的平均值 2.0425% 回落至 5 月份平均值 1.6076%，国股银票转贴现利率中枢持续下滑一方面指向 5 月份以来资金面趋于宽松，票据类资产也受益于资金利率下行，另一方面则指向商业银行贷款投放或依旧延续 4 月份以来的节奏，票据继续是占据信贷额度的一类资产，而以银票转贴现利率作为银行资产端、以同业存单收益率作为银行负债端，那么 5 月份票据融资利率和同业存单收益率之差反而在 5 月份走向扩张，从利差的月度平均值来看，3 个月期和 6 个月期票据与同业存单利差平均值分别从 4 月份的 -31.52bp 和 -44.51bp 扩张至 5 月份的 -58.65bp 和 -69.58bp，由于 5 月份同业存单利率在资金面宽松的带动下大幅下降超 20 个 bp，导致票据和存单利差的变动更多反映资金面供需的影响。基于 2022 年 5 月份在月末货币信贷形势座谈会的带动下人民币贷款新增 1.89 万亿，今年 5 月份新增贷款或延续 4 月份以来的投放节奏，新增规模或同比少增，和 2009 年

的贷款投放节奏相匹配，预计 2023 年 5 月份金融机构口径贷款新增 1.45 万亿左右，较 2022 年同期同比少增 0.44 万亿，对应贷款余额增速或维持在 11.83%；

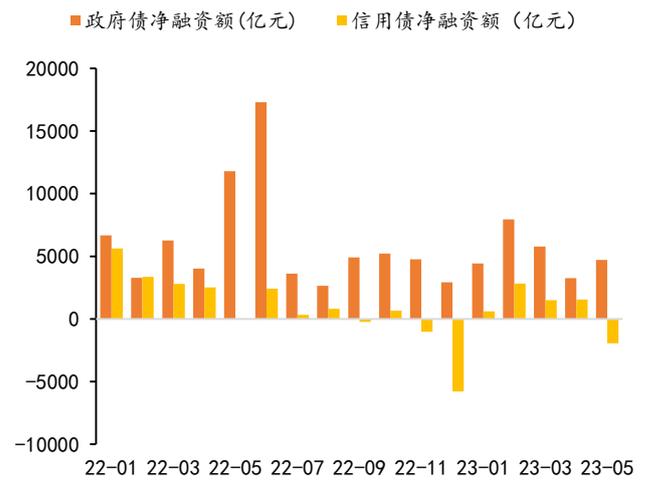
(2) 预计 2023 年 5 月份社会融资规模新增 2.10-2.35 万亿左右，对应社融存量同比增速小幅回升至 10.5%，从 Wind 统计数据看，2023 年 5 月份新增政府债券净融资约为 4711 亿元，较 2022 年同期同比少增大约 7085 亿元，Wind 全口径信用债净融资规模增长-1946 亿元，较 2022 年同期少增 1956 亿元。

图 19：2023 年 5 月以来票据利率与 CD 利差趋于扩张



资料来源：Wind，德邦研究所

图 20：2023 年 5 月份政府债和企业债融资同比少增



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范围包括证券投资咨询业务。