



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com

近期研究报告

《如 2019 年，平常心静待趋势向好》
- 2023.06.01

宏观研究

6 月宏观月报

● 核心观点

5 月，大宗商品价格普遍下跌，原油领跌。中债收益率走低，权益市场下跌。美国经济连续两个季度放缓。通胀压力持续、劳动力市场维持韧性的背景中，美联储的紧缩压力持续存在，四季度，美联储存在降息的可能性。国内恢复性反弹接近尾声，内生动能不足，二季度基于低基数的 GDP 预期可能需要调整。当前经济状态与 2019 年有一定相似性，静待逆周期调节发力。

● 风险提示：

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

目录

1 大类资产表现.....	4
2 海外需求逐步弱化，美联储降息或在四季度	5
3 国内恢复性反弹接近尾声，内生动能不足	7
4 类比 2019 年，静待逆周期调节发力	12
5 风险提示.....	14

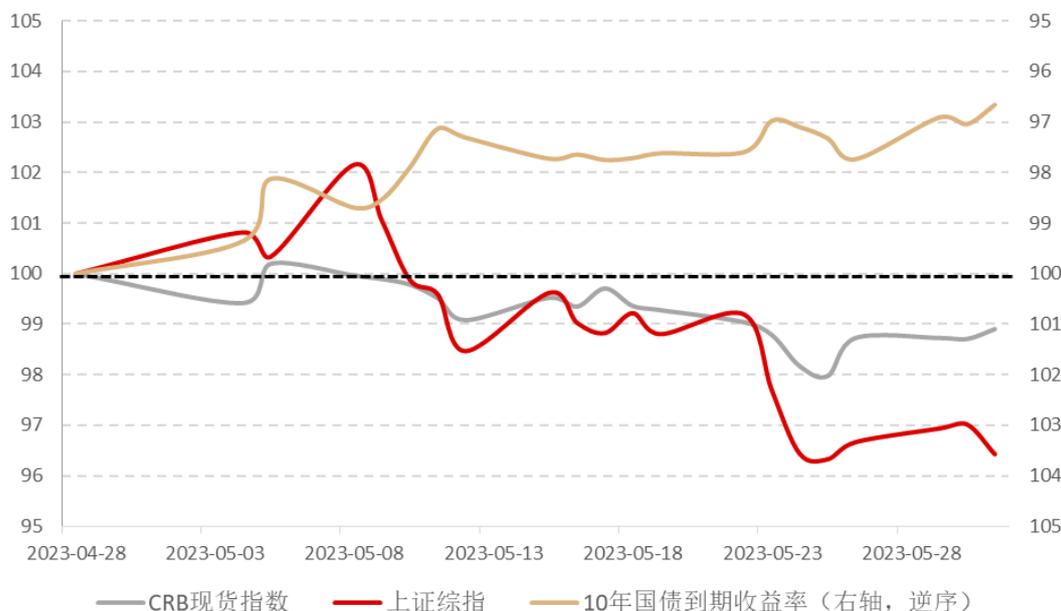
图表目录

图表 1: 大类资产走势.....	4
图表 2: 大类资产价格变动.....	4
图表 3: 美国实际 GDP 环比折年率.....	5
图表 4: 美国制造业&服务业 PMI	5
图表 5: 美国通胀压力尚高.....	6
图表 6: 不含住房租金的服务 CPI 与商品生产工资	6
图表 7: 新增非农就业&失业率.....	7
图表 8: 劳动力参与率.....	7
图表 9: 财政存款高增.....	8
图表 10: 企业中长贷投放放缓.....	8
图表 11: 各细分品类零售额两年平均增速	10
图表 12: 中采制造业 PMI	12
图表 13: PPI 同比&环比	13
图表 14: 社融同比.....	13
图表 15: 货币政策执行报告关键词.....	14

1 大类资产表现

5月，大宗商品价格普遍下跌，原油领跌。中债收益率走低，权益市场下跌。

图表1：大类资产走势



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表2：大类资产价格变动

	单位	2022/12/30	2023/4/28	2023/5/31	今年以来涨跌幅	本周涨跌幅
大宗商品						
布伦特原油	美元/桶	82.32	79.54	72.66	-11.7%	-8.6%
WTI原油	美元/桶	80.26	76.78	68.09	-15.2%	-11.3%
COMEX黄金	美元/盎司	1,819.70	1,990.10	1,963.90	7.9%	-1.3%
LME铜	美元/吨	8,387.00	8,571.00	8,017.00	-4.4%	-6.5%
LME铝	美元/吨	2,360.50	2,342.00	2,255.00	-4.5%	-3.7%
动力煤	元/吨	921.00	801.40	801.40	-13.0%	0.0%
螺纹钢	元/吨	3,992.60	3,794.10	3,602.20	-9.8%	-5.1%
美国股债						
美债2Y		4.41	4.04	4.40	-1	36
美债10Y		3.88	3.44	3.64	-24	20
标普500		3839.5	4169.48	4179.83	8.9%	0.2%
外汇						
美元指数		103.4942	101.6743	104.228	0.7%	2.5%
美元兑离岸人民币		6.9211	6.9274	7.1194	2.9%	2.8%
中债						
1年中债		2.1316	2.1398	1.9776	-15.40	-16.22
10年中债		2.8312	2.7818	2.6888	-14.24	-9.30
A股						
上证综指		3089.26	3323.27	3204.56	3.7%	-3.6%
沪深300		3871.63	4029.09	3798.54	-1.9%	-5.7%
创业板指		2346.77	2324.72	2193.41	-6.5%	-5.6%

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2 海外需求逐步弱化，美联储降息或在四季度

美国经济连续两个季度放缓。一季度，美国经季节和通胀调整后的实际 GDP 环比折年率增长 1.3%，虽然较初值 1.1% 上调，但较去年四季度的 2.6% 显著放缓。从最新数据来看，美国经济景气度下行。5 月份，美国 ISM 制造业 PMI 在 4 月小幅反弹后再度回落至 46.9%，ISM 服务业 PMI 降至 50.3%，为年内最低。

图表3：美国实际 GDP 环比折年率



图表4：美国制造业&服务业 PMI



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

通胀压力尚处高位。美国 4 月 CPI 同比上升 4.9%，低于预期 5%，前值 5%，延续下行趋势。核心 CPI 同比上升 5.5%，与预期持平，前值 5.6%，维持在今年以来 5.5%-5.6% 的波动区间。4 月剔除住房租金的服务 CPI 同比 5.2%，较 3 月放缓 0.9 个百分点，今年以来连续显著下行。历史来看，不含住房租金的服务 CPI 与商品生产工资涨幅相关性较好，而去年二季度以来二者持续分化，工资涨幅收敛的同时服务 CPI 涨幅扩大，而当前服务价格的回落实际上是向此前回落的工资靠拢，反映了需求弱化，终端服务业价格上涨动能趋弱。不同于服务价格的回落，4 月核心商品价格反弹。剔除食品、能源以外的商品 CPI 同比 2.1%，连续两个月上行，一方面与基数回落有关，另一方面 4 月剔除食品、能源以外的商品 CPI 季调环比再升至 0.6%，突破了去年下半年以来的 -0.2% 到 0.4% 的波动区间。主要原因在于 4 月二手车 CPI 环比转升至 4.4%，之前推动美国通胀的因素表面看出现了反复。但是这种高增的持续性可能并不强。一方面，2021 年二季度至 2022 年上半年的二手车价格的高涨与全球供应链阻滞有关，新车芯片供应短缺导致汽车生产商供应不足，新车市场挤出的需求外溢至二手车市场，而 2022 年以来全球供应链阻滞已明显缓解；另一方面，追踪二手车批发拍卖价格的 Manheim (美瀚)

二手车价值指数显示，美国二手车价格在今年经历了第一季度的大幅反弹后，在 4 月出现不小的环比跌幅，为年内首次环比下跌，5 月则从 230.8 连续下降到 225.9。因此，美国通胀未来的演变，焦点仍在服务业领域，进一步与美国劳动力市场相关联。

图表5：美国通胀压力尚高



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表6：不含住房租金的服务CPI与商品生产工资



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

劳动力市场今年以来韧性较强。劳动力供给缺口持续存在的环境中，失业率持续在低位运行，而服务业的扩张则推升劳动力需求，进而推动工资上涨。劳动力市场最新的数据也反映 5 月劳动力供需压力可能较大。美国 5 月非农新增就业 33.9 万人，远超预期 19.5 万人，为 2023 年 1 月以来最大增幅，3、4 月非农就业数据均上修。具体看，5 月新增 33.9 万人，行业仍然集中在服务业，主要是商业和专业服务、医疗、政府、休闲酒店、建筑业等，信息和制造业由正转负，其他行业基本不变。5 月时薪同比 4.3%，低于预期和前值 4.4%，但维持在高位。5 月失业率为 3.7%，高于前值 3.4% 和预期 3.5%，为 2022 年 11 月以来最高。失业率与新增非农就业的原因在于统计范围的差别。新增非农就业数据通过机构调查获得，失业率则通过家庭调查获得。对于就业人员的统计，家庭调查除了付薪人员以外，还包括在自己的企业、职业或农场工作；或者在家族企业或农场至少无薪工作 15 小时，以及因疾病、恶劣天气、假期、劳资纠纷或个人原因暂时缺勤。而机构调查统计的就业人员不包含在自己的企业、职业或农场工作，无薪的工作。5 月可能正是二者统计差异造成了数据的背离。而美国劳动力市场供给恢复仍然偏慢，5 月劳动力参与率维持 62.6% 不变。因此失业率的反弹难以成为强有力的暂停加息的证据。但是，由于 5 月 11 日移民政策调整，美联储可能在 6 月倾向暂停加息观察。

图表7：新增非农就业&失业率



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表8：劳动力参与率



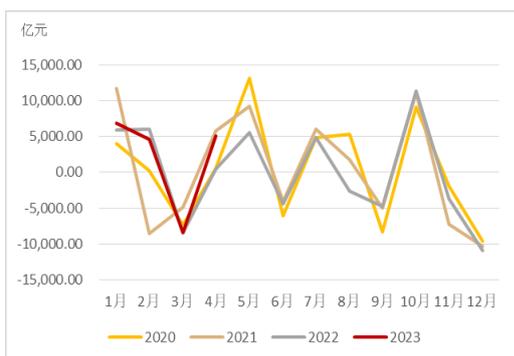
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

通胀压力持续、劳动力市场维持韧性的背景下，美联储的紧缩压力持续存在。5月召开的美联储议息会议纪要显示，美联储内部对下月是否继续加息存在意见分歧。纪要提到，一些与会者评论称，他们预计，通胀回落到目标2%的过程可能继续慢得让人无法接受，基于这种预期，未来的会议上进一步收紧政策可能是有保障的；多名与会者指出，如果经济按照他们目前的展望发展，那么本次会后可能没有必要进一步收紧政策。同时纪要继续强调未来的货币政策操作取决于数据。5月3.7%的失业率距离美联储最新预测中的长期失业率中值4.0%（即美联储合意失业率）距离已不大。同时，美国总统拜登已于6月3日在白宫签署关于联邦政府债务上限和预算的法案，以避免美国政府债务违约，暂缓债务上限生效至2025年初，并对2024财年和2025财年的联邦政府开支作出限制。暂缓债务上限将扩大美国债券供给，可能推升利率水平，增加了美联储压低利率的倾向。因此四季度，美联储存在降息的可能性。

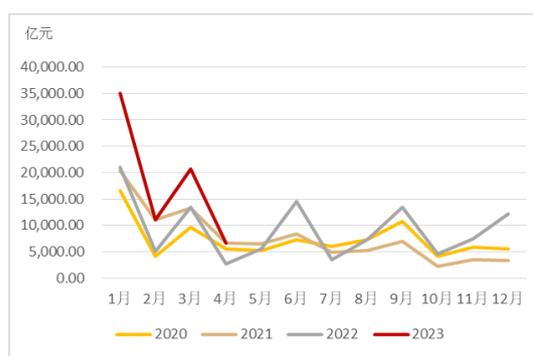
3 国内恢复性反弹接近尾声，内生动能不足

基建投资增速降至个位数。1-4月固定资产投资累计同比4.7%，较一季度放缓0.4个百分点。去年4月经济再受明显冲击，形成了低基数效应，但4月投资读数并未出现反弹。1-4月基建投资、制造业投资、房地产开发投资累计同比分别为9.8%、6.4%、-6.2%，较一季度普遍减速。尤其是基建投资，在去年8月累计同比维持两位数较快增长后，4月降至个位数，此前基建强房建弱的格局弱化，

基建对经济的支撑力回落。原因可能与财政支出节奏放缓，信贷投放趋于平稳有关。1-4 全国一般公共预算收入 83171 亿元，同比增长 11.9%。除经济恢复性增长带动外，当期财政收入增速还受到留抵退税、部分税收错期入库等特殊因素影响，扣除上述特殊因素后，全国一般公共预算收入可比增长约 4%。而 1-4 月全国一般公共预算支出 86418 亿元，同比增长 6.8%，与一季度持平，投向基建领域的相关支出同比增长 3.4%，较一季度放缓。结合财政存款看，4 月财政存款新增 5028 亿元，财政存款余额同比增长 6.6%，较一季度明显提速。每年 5 月所得税汇算清缴形成了财政存款增长的大月，而今年 4 月财政存款增幅已与去年 5 月相当，反映财政整体支出节奏放缓。另外，此前支撑基建投资的银行信贷资金投放减速。4 月企业中长贷新增 6669 亿，与 2021 年同期比较，4 月多增新增 64 亿，而 1、2、3 月则分别增长 14600、100、7400 亿，主要用于项目融资的企业中长贷投放明显放缓。

图表9：财政存款高增


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表10：企业中长贷投放放缓


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

房地产市场再降温。4 月商品房销售面积同比降幅扩大至-11.8%，商品房销售额同比增长 13.2%，较 3 月提高 6.8 个百分点，但基数影响大。剔除基数影响，4 月商品房销售面积、销售额两年平均增速分别为-25.4%、-16.8%（前值-10.6%、-9.9%），实际上均出现减速。虽然 4 月属于商品房销售小月，但前期积压住房需求释放之后，“银四”市场整体偏弱，商品房市场再度降温。施工端持续偏冷，前期销售、竣工的改善并未带来新开工、房企资金链的改善。4 月新开工、施工面积累计同比降幅均有所扩大，仅竣工继续改善，1-4 月竣工面积累计同比 18.8%，较一季度继续提高 4.1 个百分点。即使剔除基数影响，1-4 月竣工面积两年平均增速升至 2.3%（前值 0.75%）。另外，前期商品房销售改善对房企融资的提振并

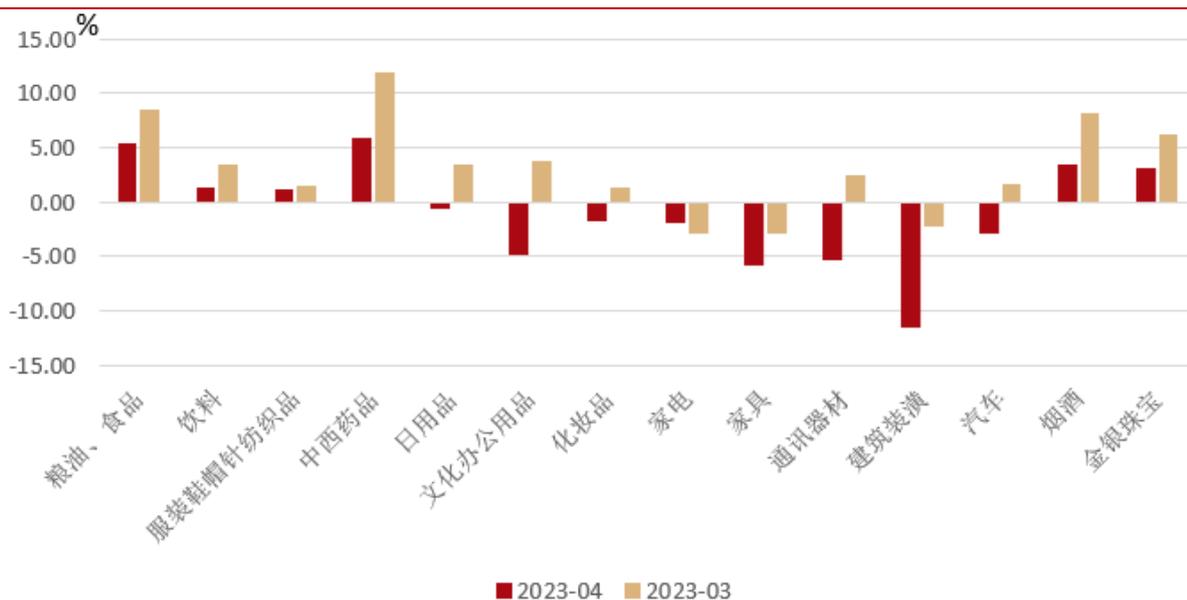
不明显，1-4月房地产开发资金来源同比下降6.4%，房企拿地亦持续低迷，1-4月国有土地使用权出让收入同比下降21.7%。4月召开的中共中央政治局会议强调，做好保交楼、保民生、保稳定工作。保交楼推动下的竣工面积增长有望持续提速，但要实现向新开工、土地市场的传导，则需要最前端销售市场的平稳增长。

制造业投资看升级方向。1-4月制造业投资累计同比6.4%，较一季度放缓0.6个百分点。国家统计局新闻发言人、国民经济综合统计司司长付凌晖提到，装备制造业同比增长16.1%，高技术制造业增长15.3%，都保持了较快增长，表明制造业升级发展态势延续。4月制造业投资的放缓主要集中在纺织服装制造业、家具制造业、石化钢铁等行业，反映制造业投资减速主要受到终端需求扩张动力不足的影响。国家发展和改革委员会新闻发言人孟玮提到，将在稳定和扩大制造业投资方面持续发力，统筹用好中央预算内投资、地方政府专项债券、结构性货币政策工具等，继续加大制造业中长期贷款投放力度，扩大工业和技术改造投资，推动企业技术改造和设备更新。因此，建设以实体经济为支撑的现代化产业体系的促转型导向，将持续推动制造业高端化、智能化、绿色化发展，相应的转型升级方向的制造业投资有望维持较快增长。

五一假期加持下，消费恢复动力仍显不足。4月社会消费品零售额同比增长18.4%，剔除基数影响，4月社会消费品零售额两年平均增速为2.6%，较前值3.3%放缓，消费恢复动力不足。同样考察两年平均增速，4月商品零售、餐饮收入分别增2.3%、5.4%（前值3.3%、2.8%）。餐饮收入的改善应与前期受抑制的服务需求释放有关。5月非制造业商务活动指数为54.5%，比上月下降1.9个百分点。其中，服务业商务活动指数为53.8%，环比下降1.3个百分点，服务业保持较快恢复。五一假期，全国国内旅游出游合计2.74亿人次，按可比口径恢复至2019年同期的119.09%；实现国内旅游收入1480.56亿元，按可比口径恢复至2019年同期的100.66%。在“五一”节日效应带动下，旅游出行、线下消费等较为活跃，铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等行业商务活动指数均位于55.0%以上较高景气区间。但资本市场连续下行，房地产市场5月未出现明显改善，导致资本市场服务、房地产等行业商务活动指数低于临界点。

从结构观察,今年以来消费板块整体呈现两头热中间冷的格局。4月仅食品、饮料、服装、药品、烟酒、金银珠宝、石油制品零售额两年平均增速实现了正值,分别增长5.4%、1.2%、1.1%、5.8%、3.4%、3%、9%,其他品类零售额普遍低于2021年水平,其中汽车零售额两年平均增速由3月1.56%降至-2.84%。根据上海证券报报道,今年一季度,奢侈品、高端白酒、名贵中药等高端消费品公司业绩表现亮眼,软饮料、啤酒、奶茶等低端、低价消费品公司的业绩也迎来大幅改善,但介于两者间的中端消费品公司盈利水平却表现疲软。这与4月零售数据是一致的。《2023麦肯锡中国消费者报告》提到,即便面临经济形势挑战,高端品牌的表现依然超越大众品牌,……消费者寻找价格更具竞争力的渠道来购买想要的品牌。这种两头热中间冷的现象可能与劳动力市场缺口仍存,居民收入增长乏力有关。4月城镇调查失业率环比下降0.1个百分点至5.2%,降幅小于历史季节性的0.2个百分点,而16-24岁人口失业率持续攀升至20.4%高位。

图表11: 各细分品类零售额两年平均增速



资料来源: iFind, 中邮证券研究所

工业生产放缓,新涨价动力偏弱。4月工业增加值同比增5.6%,较3月提高1.7个百分点,主因低基数拉动,4月工业增加值两年平均增速降至1.3%(前值4.5%)。分板块看,低基数基础上,采矿业、公用事业生产并未受提振,同比增速分别放缓至0、4.8%,制造业增加值同比升至6.5%(但两年平均增速仅0.8%),工业生产普遍放缓。4月PPI同比下降3.6%,较3月降幅扩大1.1个百分点,连续第4个月下行。据国家统计局测算,在4月份3.6%的PPI同比降幅中,上年

价格变动的翘尾影响约为-2.6个百分点，上月为-2.0个百分点；新涨价影响约为-1.0个百分点，上月为-0.5个百分点。反映在基数偏高的影响以外，4月工业品新涨价动力偏弱。其中，黑色、有色、石化板块价格压力普遍恶化。

工业品价格低迷已对经济景气形成明显压制。5月中采制造业PMI低位再降至48.8%，连续3个月下行，并已连续2个月低于荣枯线。制造业景气度持续下行，受到了工业品价格低迷的重要影响。首先，在库存偏高而价格偏低的背景中，工业生产受需求端约束明显加大，生产端稳增长工具难以发力。5月新订单分项环比降0.5个百分点至48.3%，连续两个月处于收缩区间；新出口订单分项环比降0.4个百分点至47.2%，内需、外需均连续下行。同时，产成品库存分项下降0.5个百分点至48.9%，仍处于历史偏高水平；而原材料购进价格指数大幅下滑5.6个百分点至40.8%，为2022年8月以来最低，隐含5月PPI同比降幅扩大至-4.4%，工业品价格下行压力加大。三重力量共同制约了工业生产，导致5月生产分项下降0.6个百分点至49.6%，跌破荣枯线。其次，高耗能行业景气大幅回落抵消了其他行业景气回升。分行业来看，5月高技术制造业、装备制造业、消费品制造业分别环比上升1.2、0.3、1.0个百分点至50.5%、50.4%、50.8%，反映装备制造业在工业领域相对较好，同时消费品制造业受益恢复性扩张。但是，高耗能行业PMI则大幅下降2.1个百分点至45.8%，为近10个月低点。这与5月以来黑色产业链、石化产业链的低迷是一致的。

图表12：中采制造业 PMI

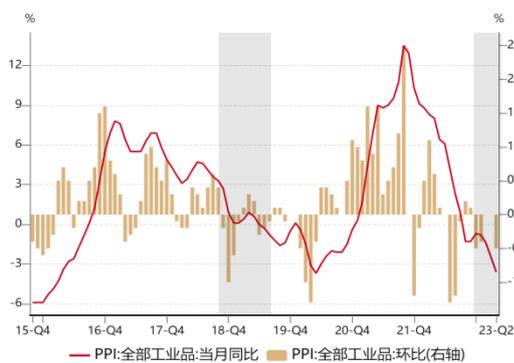

资料来源：Wind，中邮证券研究所

4 类比 2019 年，静待逆周期调节发力

恢复性反弹接近尾声，二季度基于低基数的 GDP 预期可能需要调整。5 月份，大企业 PMI 环比上升 0.7 个百分点回到荣枯线，但是中、小型企业 PMI 分别为 47.6% 和 47.9%，比上月下降 1.6 和 1.1 个百分点，连续两个月在收缩区间运行。结合行业来看，5 月份装备制造业 PMI 环比微升，但高耗能行业 PMI 大幅下降，大企业景气度的回升一方面受到装备制造业拉动，另一方面也与 4 月偏低的基数有关，未来持续回升的支撑可能较弱。从历史来看，大企业 PMI 与规模以上工业增加值同比增速具有相关性，4 月以来大企业景气度偏低意味着工业增加值表现读数可能亦不高。进一步的，工业增加值同比增速不及预期可能对二季度 GDP 形成明显拖累，当前市场基于低基数而推断的 GDP 显著上行的预期可能需要调整。

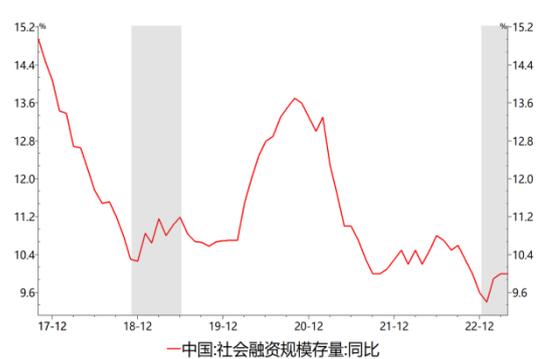
内生动能需外力提振。当前经济状态与 2019 年有一定相似性。2019 年 6 月以后，PPI 同比再次落入负增长，但是自 2018 年 11 月开始 PPI 环比已转负，反映工业品价格下行压力在 2018 年底就已出现。同时 2019 年上半年在经历了 3 月份制造业 PMI 的短暂跳升后，4 月、5 月制造业 PMI 连续回落，呈现出与当前相似的工业品价格下跌、PMI 下行的组合。另外，今年 4 月份社融同比增速由年初 9.4% 抬升至 10%，而 2019 年上半年社融增速则由上年末的 10.3% 升至 11.2%，两个时期的金融环境整体都是宽松的。宽松的金融环境并未触发融资需求的有效扩张，反而经济景气偏低、工业品价格疲软。直至 2019 年 7 月，中共中央政治局会议强调“要坚持稳中求进工作总基调……促进经济持续健康发展”，需求端稳增长政策加码，8 月 17 日央行改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，9 月 6 日央行全面降准 0.5 个百分点并对仅在省级行政区域内经营的城商行定向降准 1 个百分点，11 月 5 日央行下调 MLF 操作利率 50bp。需求端稳增长工具推动了经济温和复苏，2019 年 11 月制造业 PMI 大幅上行 0.9 个百分点，回到荣枯线以上。

图表13: PPI 同比&环比



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

图表14: 社融同比



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

降准降息概率上升。一季度货币政策执行报告从总体政策定调上，维持“稳健的货币政策要精准有力”不变。而对于货币政策目标，则调整为“全力做好稳增长、稳就业、稳物价工作”，对比 2022 年四季度报告中的“重点做好稳增长、稳就业、稳物价工作”，稳的力度明显更强。同时，报告删除“坚持不搞‘大水漫灌’”。梳理 2017 年四季度以来的货币政策执行报告，发现“总闸门”、“不搞‘大水漫灌’”的表述，是货币政策宽松的约束关键词。2021 年三季度货币政策执行报告，二者均未出现，随后央行在 2021 年 12 月 6 日降准，在 2022 年 1 月下调 MLF 利率 10bp。下一阶段货币政策的操作空间打开了。另外，财联社报道，多家银行暂停

销售智能通知存款，亦有银行最高 2% 的类智能通知存款“下线”。5 月以来通知存款、协定存款利率上限的调整，正是为 LPR 下调提供了基础。另外，3 月新发放贷款加权平均利率为 4.34%，在连续下行 5 个季度后反弹，也凸显了 LPR 下调的可能性。

图表15：货币政策执行报告关键词

报告发布时间	总闸门	大水漫灌	稳增长 (做好工作)	稳增长 (处理关系)	合理区间	前瞻性(方向)	逆周期	政策辅助	后续降准	后续降息
2017年四季度	✓		✓						4月17日	
2018年一季度	✓		✓						6月24日	
2018年二季度	✓		✓			中美贸易争端			10月7日	
2018年三季度			✓			中美贸易争端			次年1月4日	
2018年四季度		✓				中美贸易争端	✓	几家抬		
2019年一季度	✓	✓					✓			
2019年二季度	✓	✓	✓				✓		9月16日	✓
2019年三季度		✓					✓		次年1月1日	✓
2019年四季度		✓			✓		✓		3月13日	✓
2020年一季度				✓		正常货币政策	✓			
2020年二季度				✓						
2020年三季度		✓								
2020年四季度	✓	✓								
2021年一季度	✓				✓			与其他政策的高效协同	7月9日	
2021年二季度	✓	✓				全球流动性收紧				
2021年三季度						全球流动性收紧			12月6日	✓
2021年四季度		✓			✓				4月15日	
2022年一季度		✓	✓		✓	全球流动性收紧，重点领域风险				下调5年期LPR
2022年二季度		✓			✓	全球流动性收紧，重点领域风险				✓
2022年三季度		✓				年末流动性环境、全球流动性收紧及对金融市场的外溢效应			11月25日	
2022年四季度		✓	✓			全球经济下行压力加大			3月17日	
2023年一季度			✓			防范境外风险向境内传导			?	?

资料来源：中国人民银行，中邮证券研究所

5 风险提示

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

电话：18717767929
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

电话：15800181922
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048