



宏观专题

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

经济将迎来五方面向好信号

7月经济金融数据前瞻

投资要点:

- **核心观点:** 随着稳增长政策落地,下半年经济可能迎来五方面向好信号。**一是价格触底回升**,PPI大概率在6月已见底,CPI底部可能是7月,8月开始两个物价指数有望双双进入同比增速回升区间。**二是青年就业改善**,按照季节性规律,青年失业率通常在7月触顶,8月开始回落。**三是企业盈利增速有望正增长**,工业企业利润当月降幅已经从年初的22.9%收窄至8.3%,下半年有望实现正增长。**四是“认房不认贷”等房地产政策落地将释放改善型需求**,三四季度房地产市场如果沿着“政策落地→预期改善→销售回暖→投资修复”的链条修复,四季度房地产销售和投资增速都将更乐观。**五是出口压力减小**,下半年出口将迎来同比基数切换,去年5-7月出口同比增速16%-18%,11-12月下降至-10%左右,加上出口价格周期将随PPI回升,四季度出口压力预计将减小。
- **7月经济数据前瞻:** (1) **工业生产:** 两个PMI差值继续收窄,官方PMI需求指数回升指向经济环比改善。7月工业生产环比继续改善,PMI生产指数微幅下降0.1个百分点至50.2%,继续位于荣枯线以上;新订单指数6-7月连续回升,虽仍处于收缩区间但大幅回升至接近荣枯线的水平,指向偏弱的需求或已接近回升拐点。预计7月工业增加值同比增速为4.3%。
- (2) **消费:** 人员流动7月较6月继续回升,暑期出行高峰,旅游需求和假期观影等休闲娱乐需求旺盛带动人口流动在7月达到年内高点;汽车零售同比下降4%左右。预计7月社零同比增速为4%左右。
- (3) **投资:** ①**基建投资:** 水泥、沥青等实物工作量高于或接近去年同期,7月下旬石油沥青开工率快速上升,至月底已高于过去四年中的三年同期水平,指向基建实物工作量出现增加迹象。但高温多雨天气影响开工,预计7月广义基建累计增速10.5%左右。②**房地产投资:** 地产销售二次探底,7月份30个大中城市新房日均销售面积约为30.9万平,较5-6月大幅下降。等待后续政策落地带动投资改善。预计7月房地产投资累计同比增速-8.1%左右。③**制造业投资:** BCI企业投资前瞻指数小幅回升至52.67%,PMI生产经营活动预期指数显著回升,企业投资意愿得到明显提振。预计制造业投资累计增速6%左右。
- (4) **外贸:** 7月出口压力依然较大。韩越7月出口增速再度分化,韩国7月出口同比下降16.5%,降幅扩大10.5个百分点,越南同比下降2.12%,降幅收窄8.1

个百分点。全球需求继续下行。全球制造业 PMI 在 6-7 月分别下降至 48.8% 和 48.7%，回到去年四季度水平；全球 PMI 新订单指数在 6 月下降 1.3 个点至 48.0% 并在 7 月继续下降 0.3 个点至 47.7%。虽然中国 7 月 PMI 新出口订单指数继续下降，但结构上呈现大企业新出口订单指数下降、中小企业新出口订单指数明显回升的分化态势，中小企业往往对出口需求更为敏感，而大企业在整体出口中权重更高，这或是 7 月新出口订单指数结构分化、整体下降的原因。考虑到去年基数较高，7 月出口压力仍然较大，预计同比增速为-11%左右。

- **(5) 物价：**7 月食品价格全面下行，服务价格趋于上升。7 月猪肉平均批发价为 19.11 元/公斤，较 6 月环比下跌 0.01%；重点监测的 28 种蔬菜价格环比下降 2.01%，重点监测的 7 种水果价格环比下跌 7.56%，食品价格全面下行。PMI 服务业销售价格环比上升 2.1 个点至 49.3%，预计服务价格环比降幅收窄。此外，商务部监测的生产资料价格指数环比上升 0.4%，结束了去年 11 月以来连续 8 个月的环比下降趋势。预计 7 月 CPI 同比为-0.4%，PPI 同比为-3.9%。
- **金融数据前瞻：贷款投放回到“季初小月、季末大月”的节奏。**7 月信贷“高基数”效应不复存在，预计 2023 年 7 月贷款或延续小月少增的节奏：（1）尽管 6 月份央行“降息”MLF 和 LPR 报价，但是融资需求的恢复或还需要时日，伴随着 7 月底中央政治局会议之后“宏观政策组合拳”在下半年的推进，贷款投放的季节性大小月或被终结，然而在政策效应显现前还需时间；（2）7 月份，3 个月期和 6 个月期国股银票转贴现利率月度均值大幅下降，7 月中上旬银行放贷意愿明显回落，月底更是“抢票据”冲量贷款压低了票据利率中枢，再叠加今年上半年信贷投放力度较大，信贷需求或有“前置释放”；（3）预计 2023 年 7 月份社会融资规模新增 1.10 万亿左右，对应社融存量同比增速小幅回升至 9.5%。
- **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：环比持续改善	6
2. 消费：同比增速预计 4%左右	8
3. 投资：增速可能继续下降	8
3.1. 基建：高温多雨天气可能拖累基建.....	8
3.2. 房地产：等待政策落地.....	9
3.3. 制造业：企业投资意愿或有所提振.....	10
4. 外贸：出口压力依然明显	11
5. 通胀：7 月或为年内唯一 CPI、PPI 同比双双下降的月份	12
6. 金融：季初回落、季末冲量.....	12
7. 风险提示.....	14

图表目录

图 1: 两个 PMI 差值收窄	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	9
图 10: 开工率:石油沥青装置	9
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)	10
图 13: 7 月投资前瞻指数继续大幅回落	11
图 14: 韩国越南 7 月出口增速再度分化	11
图 15: PMI 出口订单指数下降, 但中小企业出口订单指数回升	11
图 16: 全球 PMI 新订单指数亦在收缩区间回落	11
图 17: 7 月猪价、蔬菜、水果价格均有下跌	12
图 18: 生产资料价格指数环比小幅回升	12
图 19: 2023 年 6 月以来票据利率与 CD 利差大幅回落	13
图 20: 2023 年 6 月份政府债和企业债融资同比少增	13
表 1: 7 月经济金融数据前瞻	5

7月是这轮稳增长起点。这一轮稳增长政策虽然始自6月16日国常会，会议围绕加大宏观政策调控力度、着力扩大有效需求、做强做优实体经济、防范化解重点领域风险等四个方面，研究提出了一批政策措施。但这批政策直到7月中下旬才陆续出台，7月是本轮稳增长的起点。

提振预期之后，更多实质性的稳增长政策将在未来一两个月进一步落地。7月中下旬政策密集出台，对于提振预期、稳定信心起到了重要作用，PMI企业经营预期指数经过了连续4个月的下降后，7月首次回升1.7个点。但也要看到，许多政策落地见效预计要到未来一两个月，很难直接影响7月经济。特别是月底政治局会议后，国常会、住建部、央行纷纷表态将推进“认房不认贷”、降低存量房贷利率等政策落地。

下半年经济可能迎来五方面向好信号。一是价格触底回升，PPI大概率在6月已见底，CPI底部可能是7月，8月开始两个物价指数有望双双进入同比增速回升区间。二是青年就业改善，按照季节性规律，青年失业率通常在7月触顶，8月开始回落。三是企业盈利增速有望正增长，工业企业利润当月降幅已经从年初的22.9%收窄至8.3%，下半年有望实现正增长。四是“认房不认贷”等房地产政策落地将释放改善型需求，三四季度房地产市场如果沿着“政策落地→预期改善→销售回暖→投资修复”的链条修复，四季度房地产销售和投资增速都将更乐观。五是出口压力减小，下半年出口将迎来同比基数切换，去年5-7月出口同比增速16%-18%，11-12月下降至-10%左右，加上出口价格周期将随PPI回升，四季度出口压力预计将减小。

表 1：7月经济金融数据前瞻

	23M7E	23M6	23M5	23M4	23M3	23M2
GDP: 当季(%)		6.3			4.5	
GDP: 累计 (%)		5.5			4.5	
CPI(%)	-0.4	0.0	0.2	0.1	0.7	1.0
PPI(%)	-3.9	-5.4	-4.6	-3.6	-2.5	-1.4
工业增加值(%)	4.3	4.4	3.5	5.6	3.9	18.8
固定资产投资:累计(%)	3.7	3.8	4	4.7	5.1	5.5
基建	10.5	10.7	10.1	9.8	10.8	12.2
房地产	-8.1	-7.9	-7.2	-6.2	-5.8	-5.7
制造业	6.0	6.0	6	6.4	7	8.1
社会消费品零售(%)	4.0	3.1	12.7	18.4	10.6	3.5
进口(%)	-4.0	-6.8	-4.5	-7.9	-1.4	4.2
出口(%)	-11.0	-12.4	-7.5	8.5	14.8	-1.3
人民币贷款:新增(亿元)	7600	30500	13600	7188	38900	18100
社会融资规模:新增(亿元)	11000	42241	15556	12171	53800	31560

资料来源: Wind, 德邦研究所测算

1. 工业生产：环比持续改善

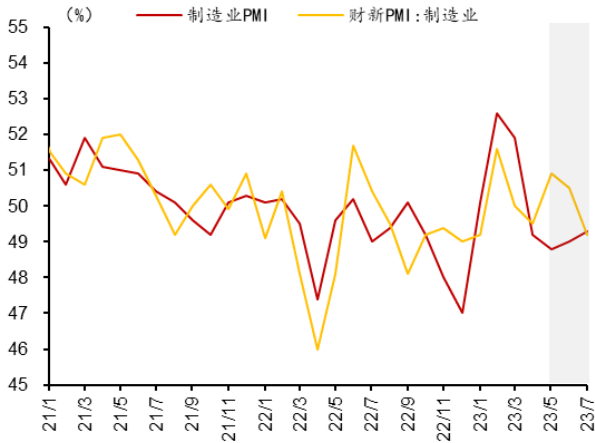
两个 PMI 差值继续收窄，官方 PMI 需求指数回升指向经济环比改善。7 月官方制造业 PMI 指数处于 49.3% 的收缩区间，较上月上升 0.3 个点，而财新制造业 PMI 则较上月回落 1.3 个点至 49.2%，同样处于收缩区间，继 6 月二者走势反向变动、差值收窄后，7 月二者差值进一步反向变动，差值继续收窄，以更可靠的官方 PMI 来看，7 月工业生产环比继续改善，PMI 生产指数微幅下降 0.1 个百分点至 50.2%，继续位于荣枯线以上；新订单指数 6-7 月连续回升，虽仍处于收缩区间但大幅回升至接近荣枯线的水平，指向偏弱的需求或已接近回升拐点。

公路货运指数高于去年同期，且环比有所改善。7 月南方八省电厂日耗煤量均值为 231.7 万吨，较去年同期高 7.4%，一方面是今年生产端不存在疫情扰动，另一方面则是今年夏季气温较高，空调等耗电量加大。从 G7 的公路货运指数来看，今年 7 月均值为 111.8，较去年同期增加 9.6%，比 2021 年同期则低 10.2%。考虑到去年基数较低，货运指数绝对水平并不高，但环比有较大改善，6-7 月分别环比上升 8.0% 和 11.9%，指向供给端景气水平环比持续恢复。

从重点行业来看，汽车、钢铁等行业生产均边际向好。汽车半钢胎开工率 7 月均值为 71.44%，环比上升 1.22 个百分点；7 月前 20 天日均粗钢产量为 298.5 万吨，高于 6 月 293.7 万吨和去年同期的 279.3 万吨。两项数据 6-7 月环比均向好，再次印证供给端环比持续改善。

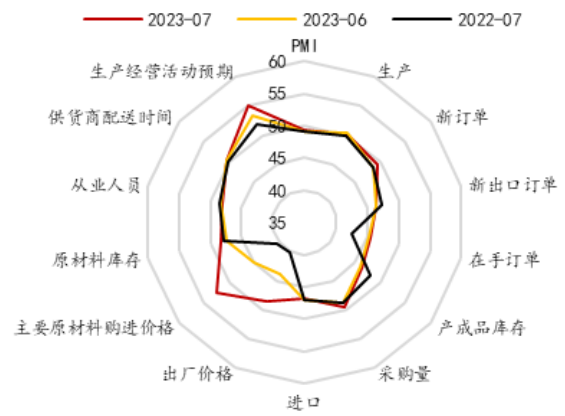
工业生产环比持续改善，预计同比增速为 4.3% 左右。

图 1: 两个 PMI 差值收窄



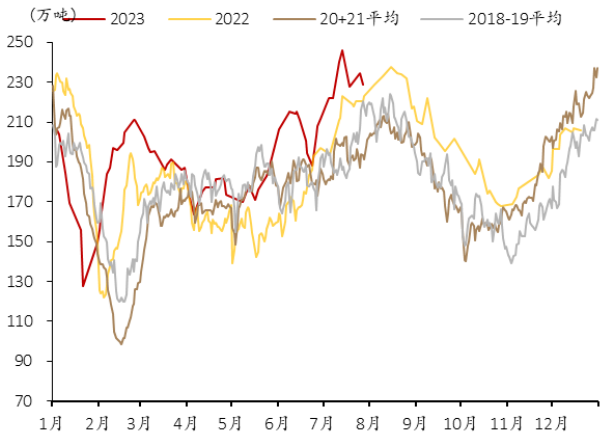
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 2: 官方制造业 PMI 及主要分项 (%)



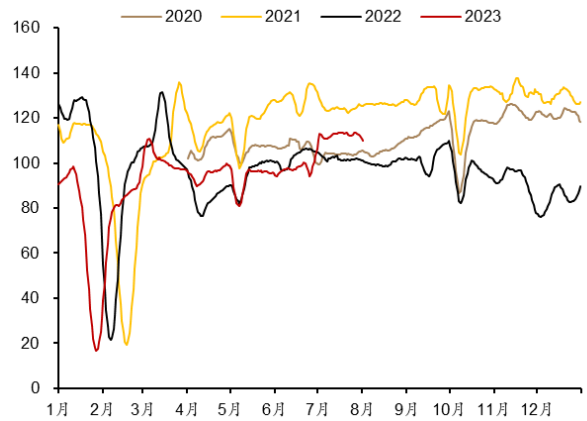
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 3: 南方八省发电耗煤量



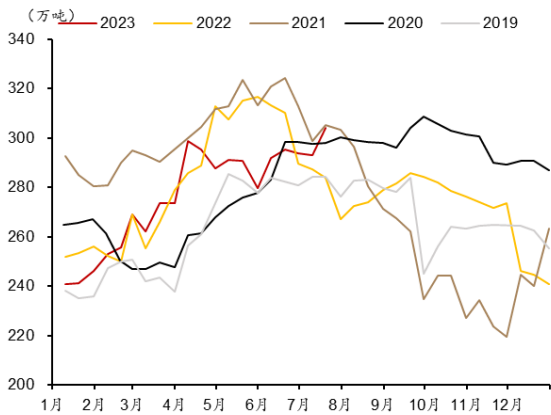
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 4: 整车货运物流指数



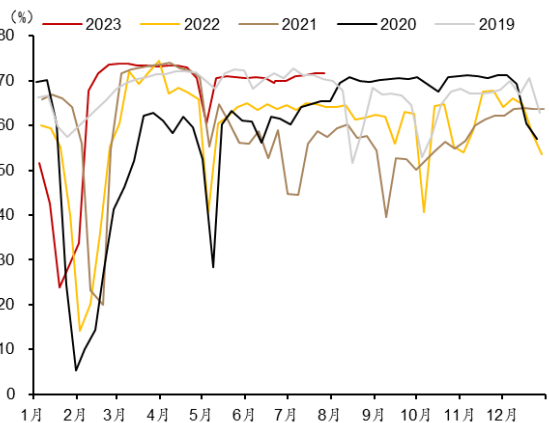
资料来源: G7, 德邦研究所

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：同比增速预计 4%左右

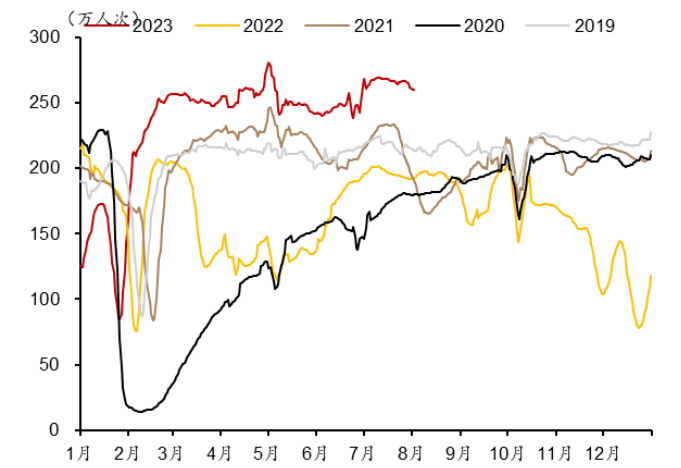
人口流动环比上升。7 月，29 城地铁日均客运量为 263.5 万，较 6 月回升 13.1 万，创 2023 年内最高值，7 月是暑期出行高峰，旅游需求和假期观影等休闲娱乐需求旺盛带动人口流动在 7 月达到年内高点。

汽车零售环比季节性下降，同比略低于去年同期。根据乘联会的周度零售数据，7 月乘用车日均销量约为 5.66 万辆，环比下降 10.2%，较去年同期下降 4.0%。向后看，随着 7 月下旬发改委《关于促进汽车消费的若干措施》和国务院办公厅《关于恢复和扩大消费的措施》等促消费政策陆续出台，对汽车消费或将起到明确提振作用，预计三季度起汽车零售量将有所上行。

扩内需促消费政策密集出台，消费动能提振可期。7 月 20 日以来促消费政策陆续出台，对汽车消费、电子产品消费、家居消费、文体消费等包含商品消费和服务消费等多种消费形式都有支持；结合我们认为存量房贷利率调整根本目的在于减轻居民利息支出压力，释放居民消费潜力；经济日报发文指出“让居民通过股票、基金等渠道也能赚到钱，从而化消费意愿为消费能力”，我们认为本轮稳增长、逆周期调控发力侧重点即为消费领域，且部分政策措施从消费能力入手，对消费修复或具有较直接的促进作用，下半年经济增长中消费动能提振可期。

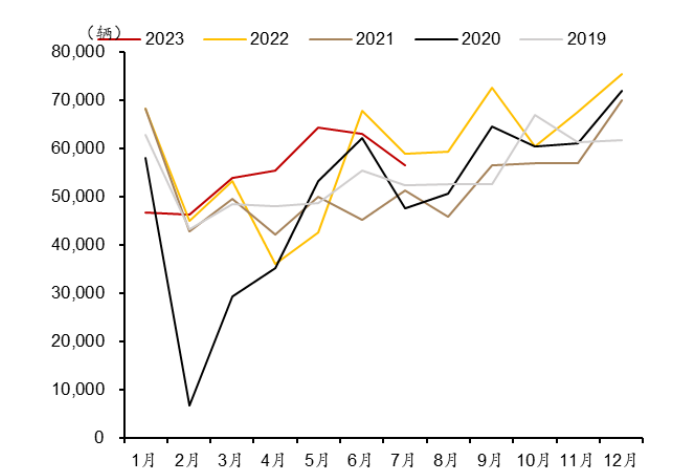
预计 7 月社零增速可能为 4%左右。

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 7 月汽车零售周度数据日均值，截至 7 月 31 日当周

3. 投资：增速可能继续下降

3.1. 基建：高温多雨天气可能拖累基建

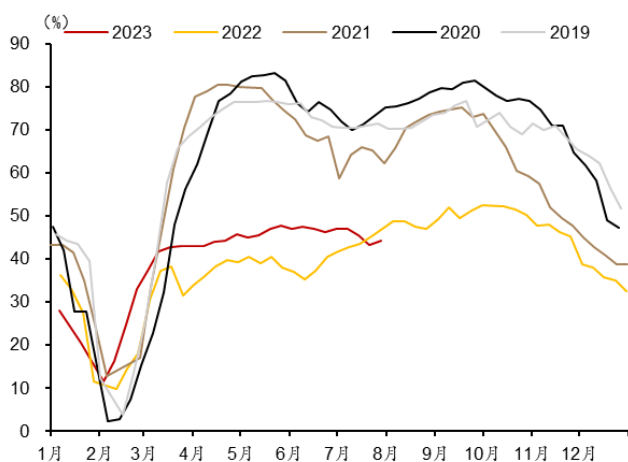
专项债发行将迎来提速。7 月 24 日召开的中央政治局会议提出“加快地方政府专项债券发行和使用”，近期监管部门要求 2023 年新增专项债需于 9 月底前发行完毕，原则上在 10 月底前使用完毕，根据全国人大批准的预算报告，2023 年全年新增专项债额度在 3.8 万亿，截至 7 月底还有 1.34 万亿尚未发行，若以 9 月发完计算，则 8-9 月月均发行规模在 0.67 万亿左右。根据中国债券信息网披露的 20 个省市发行计划来看，20 个省市 8 月计划发行新增专项债 3643.04 亿，9 月计划发行新增专项债 2817.46 亿，考虑到发债规模比较大的山东、河北、江苏、浙江都在公布计划的 20 个省市里，剩余 13 个省市多数是新疆、西藏、宁夏、黑龙江等发债规模相对小的省市，实际 8-9 月专项债提前发布额度超出发行计划的

幅度可能更大，如果按 13 个未公布计划省市平均发行规模是 20 个已公布计划省市的一半估算，8-9 月一共要多发专项债 5000 亿左右。

以开工数据来看，基建实物工作量出现增加迹象。7 月水泥发运率 45.1%，比去年同期高近 1 个百分点，但远低于 2018-2021 年同期的 67.6% 左右；石油沥青装置开工率 35.8%，比去年同期低 0.2 个百分点，虽然仍大幅低于 2018-2021 年同期均值的 43.2% 左右，但 7 月下旬石油沥青开工率快速上升，至月底已高于过去四年中的三年同期水平，指向基建实物工作量出现增加迹象。

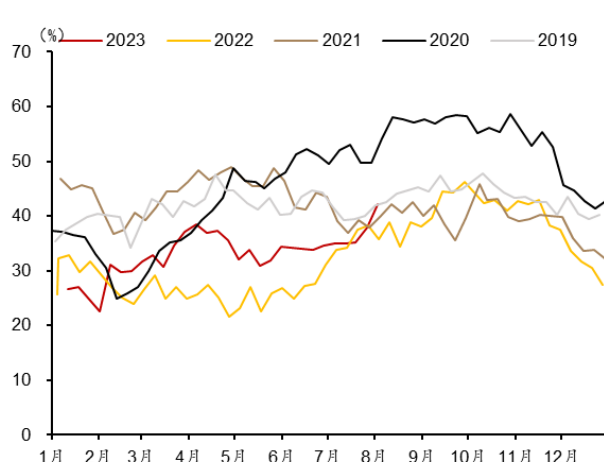
预计 7 月广义基建累计增速 10.5% 左右，相比上月小幅下降，统计局在解读 7 月 PMI 时指出“受高温多雨等不利因素影响，近期建筑业施工进度有所放缓”¹。

图 9：水泥发运率:全国:当周值



资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：开工率:石油沥青装置



资料来源：Wind，德邦研究所

3.2. 房地产：等待政策落地

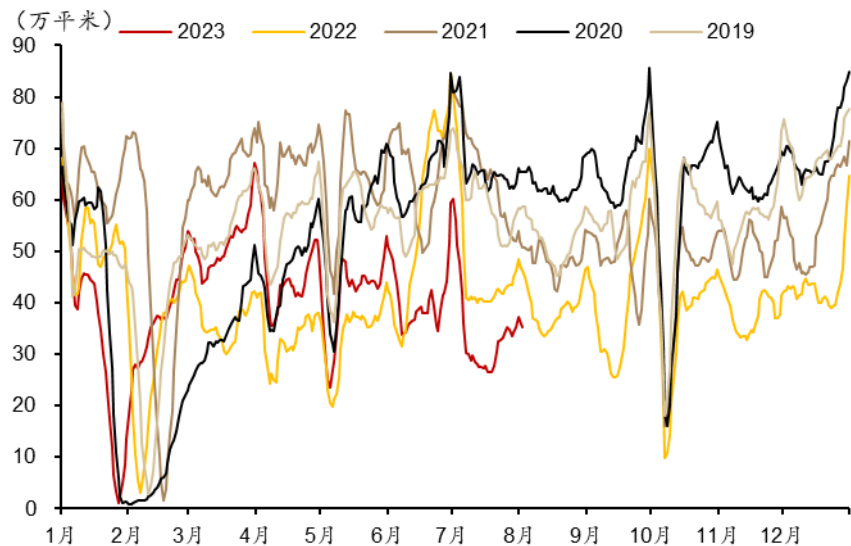
从高频数据来看，7 月主要城市商品房销售出现“二次探底”。30 个大中城市新房日均销售面积约为 30.9 万平，较 6 月下降超过 11 万平，环比下降 26.3%；比 2019-2021 年同期低 28-34 万平左右。二手房方面，7 月 14 个城市的日均成交面积为 21.1 万平，较 6 月减少 4.3 万平左右，环比下降 16.9%；比 2019-2021 年同期低 2-10 万平左右，地产销售二次探底。

等待房地产政策落地和修复传导。月底政治局会议后，国常会、住建部、央行纷纷表态将推进“认房不认贷”、降低存量房贷利率等政策落地。如果市场如期回暖，房地产将沿着“政策落地→预期改善→销售回暖→投资修复”的链条修复，预计四季度投资会有所改善。

7 月房地产投资累计同比增速从上月的-7.9% 小幅扩大至-8.1% 左右。

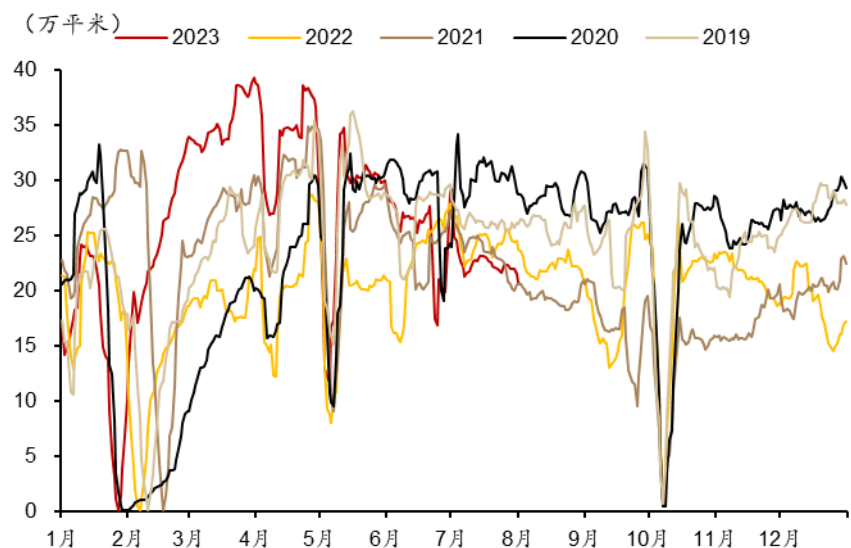
图 11：30 城商品房销售面积 (7DMA)

¹ 国家统计局服务业调查中心高级统计师赵庆河解读 2023 年 7 月中国采购经理指数 - 国家统计局 (stats.gov.cn)



资料来源：Wind，德邦研究所

图 12：14 城二手房销售面积（7DMA）



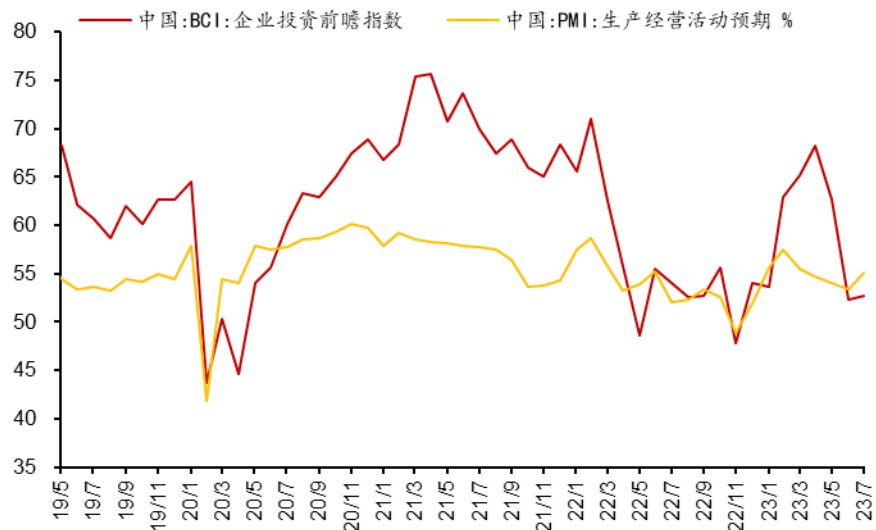
资料来源：Wind，德邦研究所

3.3. 制造业：企业投资意愿或有所提振

制造业企业投资意愿得到提振。7月PMI小幅回升,但仍在50%荣枯线以下,其中,生产经营活动预期指数提升至55.1%,自3月开始回落以来首度回升,7月促进民营经济发展相关政策出台,扩内需促消费等一系列逆周期调控政策也密集落地,政策催化下企业信心明显恢复。同时,BCI企业投资前瞻指数环比也停止下行,小幅回升至52.67%,6月BCI企业投资前瞻指数已降至去年12月以来最低点,7月BCI企业投资前瞻指数和PMI生产经营活动预期指数双双止跌回升透露出预期向好信号,制造业企业投资意愿或有所提振。

预计制造业投资累计增速6%左右,与上月持平。

图 13：7 月投资前瞻指数继续大幅回落

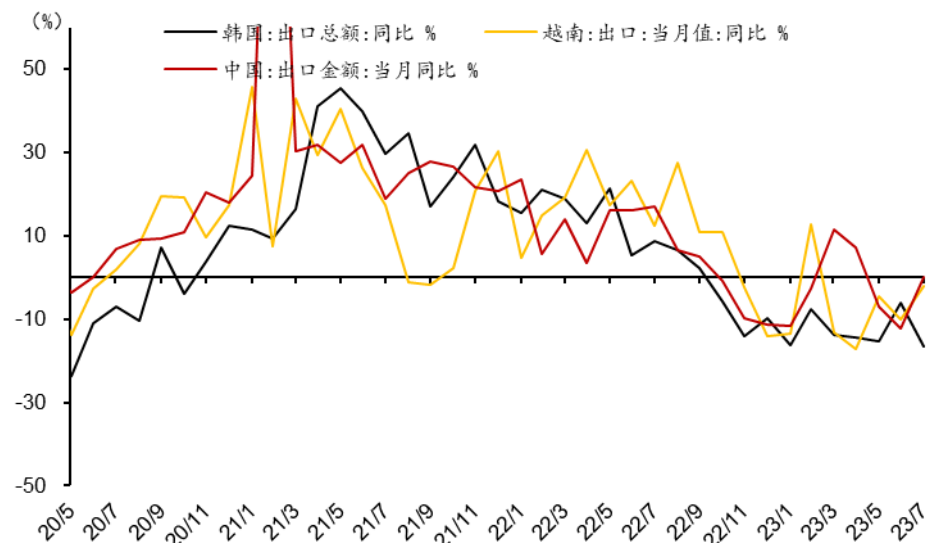


资料来源：Wind，德邦研究所

4. 外贸：出口压力依然明显

7 月出口压力依然明显，但或将出现改善信号。韩越 7 月出口增速再度分化，韩国 7 月出口同比下降 16.5%，降幅扩大 10.5 个百分点，越南同比下降 2.12%，降幅收窄 8.1 个百分点。但全球需求在继续下行。全球制造业 PMI 在 6 月前连续 3 个月维持在 49.6%，6-7 月分别下降至 48.8% 和 48.7%，回到去年四季度水平，全球 PMI 新订单指数在 6 月前大致平稳，6 月下降 1.3 个点至 48.0% 并在 7 月继续下降 0.3 个点至 47.7%。虽然中国 7 月 PMI 新出口订单指数继续下降，但结构上呈现大企业新出口订单指数下降、中小企业新出口订单指数明显回升的分化态势，中小企业往往对出口需求更为敏感，而大企业在整体出口中权重更高，这或是 7 月新出口订单指数结构分化、整体下降的原因。考虑到去年基数较高，7 月出口压力仍大，预计同比增速为 -11% 左右。

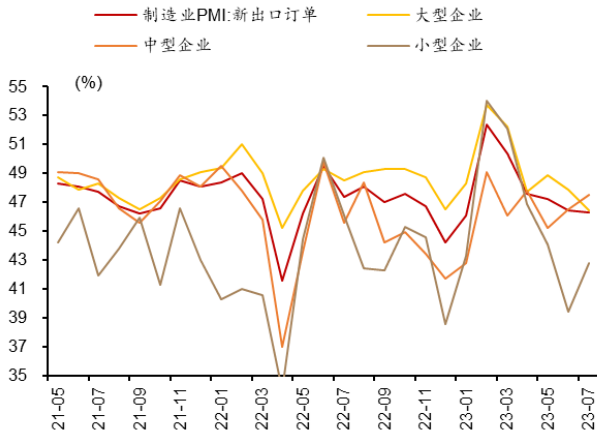
图 14：韩国越南 7 月出口增速再度分化



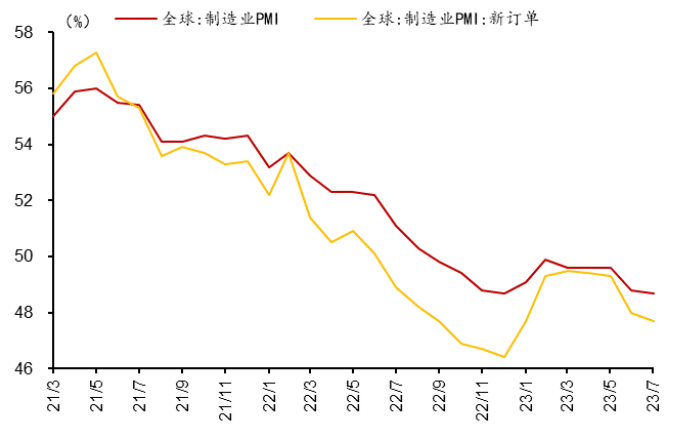
资料来源：Wind，德邦研究所

图 15：PMI 出口订单指数下降，但中小企业出口订单指数回升

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

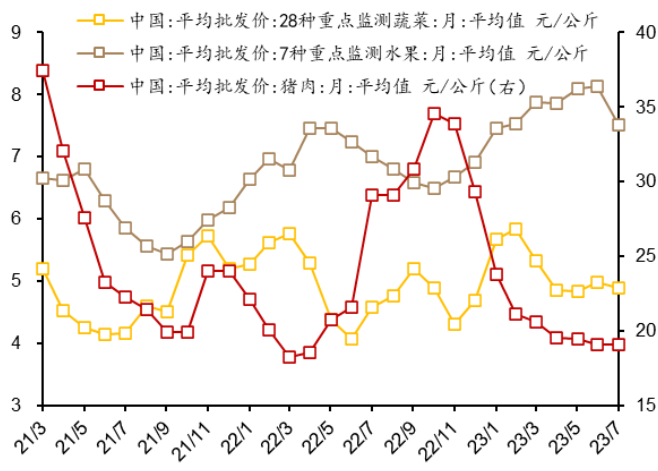


资料来源: Wind, 德邦研究所

5. 通胀：7月或为年内唯一CPI、PPI同比双双下降的月份

7月食品价格全面下行，服务价格趋于上升。7月猪肉平均批发价为19.11元/公斤，较6月环比下跌0.01%；重点监测的28种蔬菜价格环比下降2.01%，重点监测的7种水果价格环比下跌7.56%，食品价格全面下行。PMI服务业销售价格较能反映CPI服务项的变化，7月该指标环比上升2.1个点至49.3%，预计服务价格环比降幅收窄。此外，商务部监测的生产资料价格指数环比上升0.4%，结束了去年11月以来连续8个月的环比下降趋势。综合来看，我们预计7月CPI同比为-0.4%，PPI同比为-3.9%，8月起二者增速预计将双双回升，7月成为年内唯一CPI、PPI同比双双下降的年份。

图 17：7月猪价、蔬菜、水果价格均有下跌



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 18：生产资料价格指数环比小幅回升



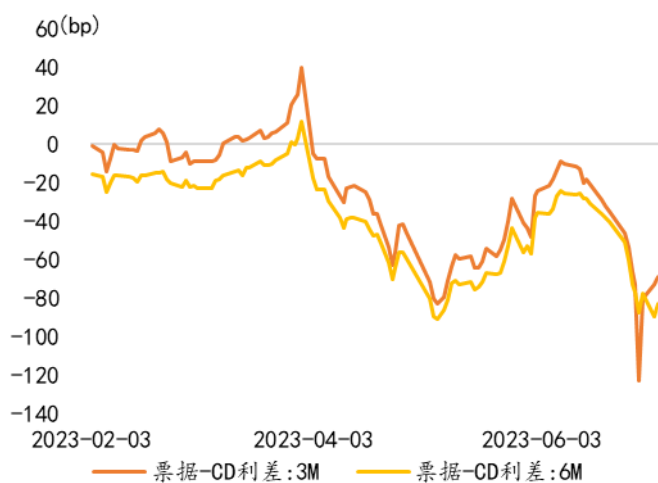
资料来源: Wind, 德邦研究所

6. 金融：季初回落、季末冲量

贷款投放回到“季初小月、季末大月”的节奏。2023年5-6月信贷“高基数”效应显著，至7月信贷“高基数”效应不复存在，2022年5月底的信贷形势座谈

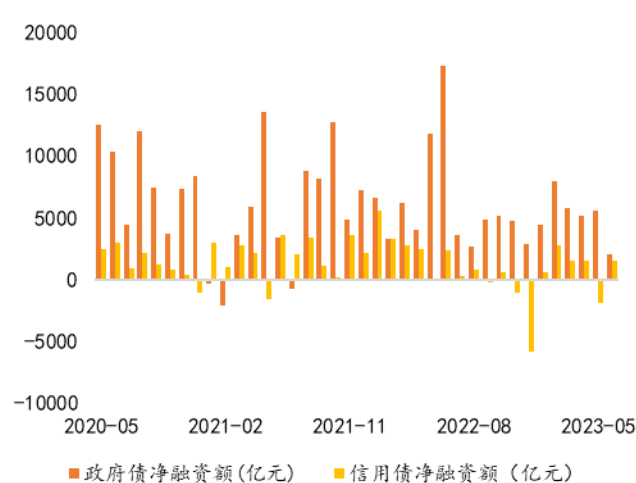
会引导贷款投放“主动发力”和6月疫情影响消退后贷款需求脉冲式释放后，到7月信贷增长明显回落，新增贷款6790亿，同比少增4010亿，超季节性回落至2017年以来最低水平，从此贷款投放呈现明显的“季初回落、季末冲量”的规律，之所以产生这一现象，主要原因还是在于融资需求疲弱、持续性较差，季末冲量的贷款也有一部分“透支”下一季初贷款需求的成色。尽管6月份央行“降息”MLF和LPR报价，但是融资需求的恢复或还需要时日，伴随着7月底中央政治局会议之后“宏观政策组合拳”在下半年的推进，贷款投放的季节性大小月或被终结，然而在政策效应尚未显现之前，预计2023年7月贷款或延续小月少增的节奏：(1)从指征贷款投放景气度的票据利率走势来看，7月份，3个月期和6个月期国股银票转贴现利率月度均值大幅下降，3个月期国股银票转贴现利率从6月份平均值1.7529%下降至7月份平均值1.3681%，6个月期国股银票转贴现利率则从6月份的平均值1.7529%下降至7月份平均值1.3157%，指向贷款投放较6月环比显著下滑，从月末来看，7月最后一周，6M和3M国股银票转贴现利率分别从6月最后一周的1.54%和1.46%下滑至1.18%和1.15%，3M和6M票据利率显著下滑意味着7月中上旬银行放贷意愿明显回落，月底更是“抢票据”冲量贷款压低了票据利率中枢，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7月份票据融资利率和同业存单收益率之差在负值区域继续延伸，从利差的月末最后一周来看，3个月期和6个月期票据与同业存单利差平均值分别从-73.70bp和-70.94bp扩张至7月份的-90.10bp和-100.51bp，票据利率继续下滑，再叠加今年上半年信贷投放力度较大，信贷需求或有“前置释放”，因此7月份新增贷款预计少量多增，**预计2023年7月份金融机构口径贷款新增7600亿左右，较2022年同期同比小幅多增810亿，对应贷款余额增速回升至11.7%**；(2)**预计2023年7月份社会融资规模新增1.10万亿左右，对应社融存量同比增速小幅回升至9.5%**，从Wind统计数据看，2023年7月份新增政府债券净融资约为808亿元，较2022年同期同比少增大约2800亿，Wind统计企业债净融资规模增长975亿元，较2022年同期多增778亿元。由于2022年地方政府债发行前置，导致基数效应对社融结构的扰动较大，随着7月底中央政治局会议定调宏观经济政策，8月份开始政府债券融资或环比加速。

图 19：2023 年 6 月以来票据利率与 CD 利差大幅回落



资料来源：Wind，德邦研究所

图 20：2023 年 6 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。