



## 宏观专题

### 证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

王洋

资格编号: S0120523090001

邮箱: wangyang5@tebon.com.cn

### 研究助理

占烁

资格编号: S0120122070060

邮箱: zhanshuo@tebon.com.cn

### 相关研究

# 经济弱修复，但预期在增强

## 10月经济金融数据前瞻

### 投资要点:

- **核心观点:** 10月经济弱修复，但下旬增发国债极大提振信心、增强预期。从10月的高频数据和先导指标来看，经济修复动能有所转弱，当月制造业PMI再次降到50%以下，也是自6月以来首次环比走弱。但下旬增发国债调整预算，极大提振社会信心和预期。往后看，积极财政政策有望带动经济总需求继续修复，从今年Q4到明年Q1，接下来半年内经济修复动能预计将逐步增强。
- **10月经济数据前瞻:** (1) **工业生产:** 工业产需环比回落。10月官方制造业PMI指数回落至49.5%的收缩区间，PMI超季节性回踩凸显经济恢复具有明显的政策驱动特征，主要由于生产指数环比降幅较大，随着增发国债和专项债额度提前下达，11-12月预计PMI将回到荣枯线以上。预计10月工业增加值增速可能为4.4%左右。
- (2) **消费:** **商品消费方面**，小商品价格坚挺印证小型企业需求韧性，高基数因素褪去汽车销售同比增速或抬升。**服务消费方面**，十一假期带动人口流动增加，国庆档票房收入或受限于供给有限略显乏力，快递量同比保持增加。预计10月社零增速可能为7.5%左右。
- (3) **投资:** ①**基建投资:** 增发国债或对后两月基建投资增速产生积极影响，临近年底北方施工放缓，原材料开工、发运率均环比下降。预计10月广义基建累计增速8.5%左右。②**房地产投资:** 在对房企信心不足的背景下，居民购房需求或仍在向二手房倾斜，二手好于新房的销售结构也可能导致房企开发资金或持续存在缺口，持续拖累地产投资。预计10月房地产投资累计同比增速-9.2%左右。③**制造业投资:** 国债增发与地方化债或将成为稳信心、稳投资的又一推手。PMI生产经营活动预期指数上升至55.6%，BCI企业投资前瞻指数环比回落至53.90%，随着一万亿国债增发落地、地方政府特殊再融资债发行后逐步清偿政府对企业欠款，企业信心或将得到进一步巩固。预计制造业投资累计增速6.2%左右。
- (4) **外贸:** 外需下行边际放缓，出口降幅预计进一步收窄。韩越9月出口增速继续回升，10月全球制造业PMI回落至48.8%，仍处于收缩区间；全球需求下行持续放缓，10月全球PMI新订单指数继续回升至48.6%。中国10月PMI新出口订单指数在荣枯线下有所下降，但小型企业需求呈现韧性。预计10月出口同比增速为-4.5%左右。

- **(5) 物价：10月猪肉价格环比下跌，食品项或拖累CPI同比下降。** 各类食品价格下跌，尤其是猪价环比跌幅不小，或拖累CPI同比再度转降。PMI服务业销售价格指数环比下降1.7个点至48.3%，回落至收缩区间，预计服务价格环比有所下降。尽管商务部监测的生产资料价格指数环比上升0.6%，连续四个月回升，但PMI原材料价格指数大幅回落、油价等大宗商品价格波动或导致PPI同比降幅扩大。预计9月CPI同比为-0.2%，PPI同比为-2.6%。
- **金融数据前瞻：10月贷款和社融同环比或均有少增。** 10月通常是贷款投放的“小月”，而从近期政策取向与银行贷款投放意愿看，银行资产端的配置行为或受政府债券发行量较大影响，对债券的配置增加，贷款“资源”有所占用。10月份，票据利率月均值、月底均大幅下降意味着10月银行放贷意愿显著回落，10月信贷增长或较低，社融或将由政府债券融资为主。预计2023年10月份金融机构口径贷款新增5000亿左右，较2022年同期同比少增约1200亿，对应贷款余额增速约11.20%；预计2023年10月份社会融资规模新增1.8万亿左右，对应社融存量同比增速约9.6%。
- **风险提示：** 政策不及预期；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：工业产需环比回落 .....	6
2. 消费：同比增速预计 7.5%左右 .....	8
3. 投资：增发国债利好基建 .....	9
3.1. 基建：增发国债对基建投资产生积极影响，临近年底开工数据下降 .....	9
3.2. 房地产：购房需求“二手化”或持续拖累地产投资 .....	10
3.3. 制造业：国债增发与地方化债或将成为稳信心、稳投资的又一推手。 .....	11
4. 外贸：出口降幅预计继续收窄 .....	12
5. 通胀：10 月 CPI 同比或下降 0.2%.....	13
6. 金融：同环比或均有少增 .....	14
7. 风险提示 .....	15

## 图表目录

图 1: 官方 PMI 回落至收缩区间 .....	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: 义乌小商品价格指数: 总指数 .....	8
图 8: 义乌小商品价格指数: 首饰类 .....	8
图 9: 各月汽车零售 .....	9
图 10: 29 城地铁日均客运量 .....	9
图 11: 电影票房收入 .....	9
图 12: 邮政快递投递量 .....	9
图 13: 水泥发运率 .....	10
图 14: 开工率:石油沥青装置 .....	10
图 15: 30 城商品房销售面积 (7DMA) .....	10
图 16: 14 城二手房销售面积 (7DMA) .....	11
图 17: 10 月投资前瞻指数边际回落但仍在高位 .....	11
图 18: 韩国越南 10 月出口增速继续回升 .....	12
图 19: 中国 PMI 新出口订单指数边际回落 .....	12
图 20: 全球 PMI 新订单指数延续回升但仍处于收缩区间 .....	12
图 21: 9 月猪价、水果价格上涨, 蔬菜价格上涨 .....	13
图 22: 生产资料价格指数环比继续回升 .....	13
图 23: 2023 年 10 月票据利率与 CD 利差先走阔后收窄 .....	14
图 24: 2023 年 10 月份政府债融资环比增加 .....	14
表 1: 9 月经济金融数据前瞻 .....	5

**10 月经济弱修复，但下旬增发国债极大提振信心、增强预期。**从 10 月的高频数据和先导指标来看，经济修复动能有所转弱，当月制造业 PMI 再次降到 50% 以下，也是自 6 月以来首次环比走弱。但下旬增发国债调整预算，极大提振社会信心和预期。往后看，积极财政政策有望带动经济总需求继续修复，从今年 Q4 到明年 Q1，接下来半年内经济修复动能预计将逐步增强。

**表 1：10 月经济金融数据前瞻**

	23M10E	23M9	23M8	23M7	23M6	23M5
GDP: 当季(%)		4.9			6.3	
GDP: 累计 (%)		5.2			5.5	
CPI(%)	-0.2	0.0	0.1	-0.3	0.0	0.2
PPI(%)	-2.6	-2.5	-3.0	-4.4	-5.4	-4.6
工业增加值(%)	4.4	4.5	4.5	3.7	4.4	3.5
固定资产投资:累计(%)	3.1	3.1	3.2	3.4	3.8	4
基建	8.5	8.6	9.0	9.4	10.2	9.5
房地产	-9.2	-9.1	-8.8	-8.5	-7.9	-7.2
制造业	6.2	6.2	5.9	5.7	6.0	6
社会消费品零售(%)	7.5	5.5	4.6	2.5	3.1	12.7
进口(%)	-4.8	-6.3	-7.3	-12.4	-6.8	-4.5
出口(%)	-4.5	-6.2	-8.7	-14.3	-12.3	-7.4
人民币贷款:新增(亿元)	5000	25500	13600	3459	30500	13600
社会融资规模:新增(亿元)	18000	37908	31237	5282	42241	15556

资料来源：Wind，德邦研究所测算

## 1. 工业生产：工业产需环比回落

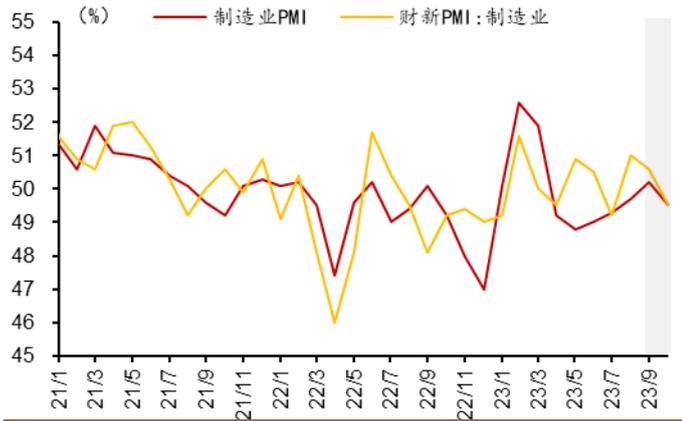
**工业产需环比回落。**10月官方制造业PMI指数回落至49.5%的收缩区间，较上月回落0.7个点；财新制造业PMI较上月回落1.1个点至49.5%的收缩区间。制造业PMI超季节性回踩凸显经济恢复具有明显的政策驱动特征。具体来看，10月工业生产环比降幅明显，PMI生产指数下降1.8个百分点至50.9%，新订单指数符合季节性回落，新出口订单指数在荣枯线下回落，10月PMI超季节性回踩主要由于生产指数环比降幅较大，随着增发国债和专项债额度提前下达，11-12月预计PMI将回到荣枯线以上。

**生产活跃指标相应回落。**10月南方八省电厂日耗煤量均值为177.7万吨，略高于去年同期，环比超季节性回落。一方面，受十一假期影响10月工作日较少，生产强度低于9月；另一方面，前期政策驱动下生产率先扩张，实质需求仍相对不足，难以支撑生产持续加速扩张。从G7的公路货运指数来看，今年10月均值为109.5，较去年同期增加17.6%，比2021年同期则低13%，较2021年降幅较三季度有所扩大，环比季节性回落。稳增长组合拳落地驱动三季度生产端活跃度趋高，但到了10月发电、物流等配套指标均显著回落，与工业生产超季节性回落的现象相匹配。

**从重点行业来看，汽车生产持续处于较高水平、钢铁生产回落至中位水平。**汽车半钢胎开工率10月均值为71.88%，环比下降0.24个百分点，但仍处于近年同期高位水平；10月前20天日均粗钢产量为271.4万吨，低于9月的280.1万吨和去年同期的279万吨。回落至近年同期中位水平。

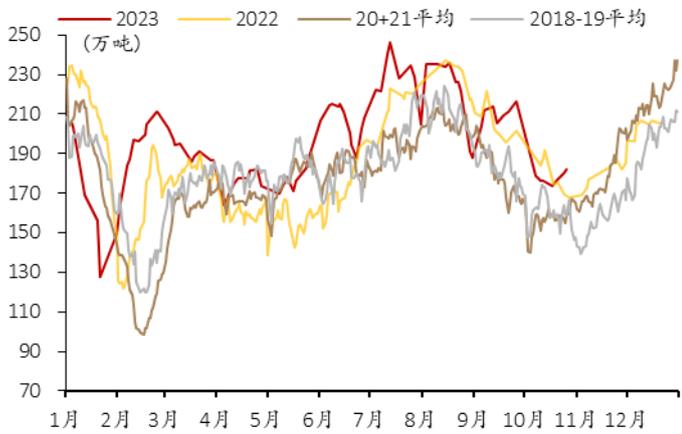
**工业生产环比回落，预计同比增速小幅下降至4.4%左右。**

图 1: 官方 PMI 回落至收缩区间



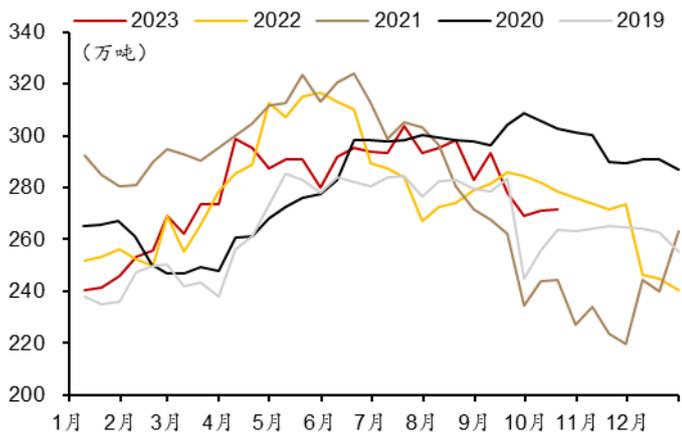
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 3: 南方八省发电耗煤量



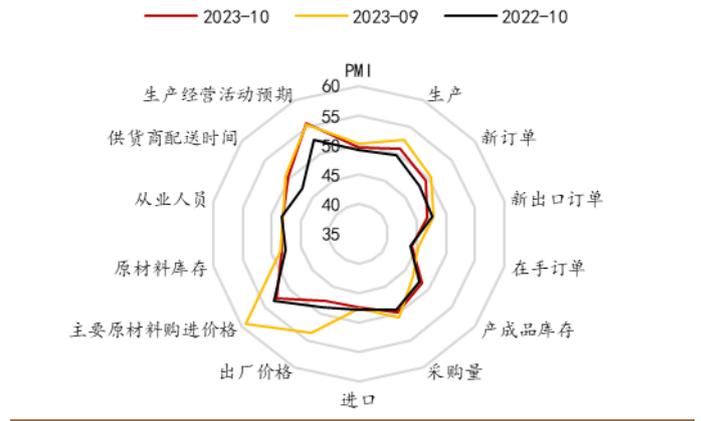
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 5: 预估日均产量:粗钢:全国(旬)



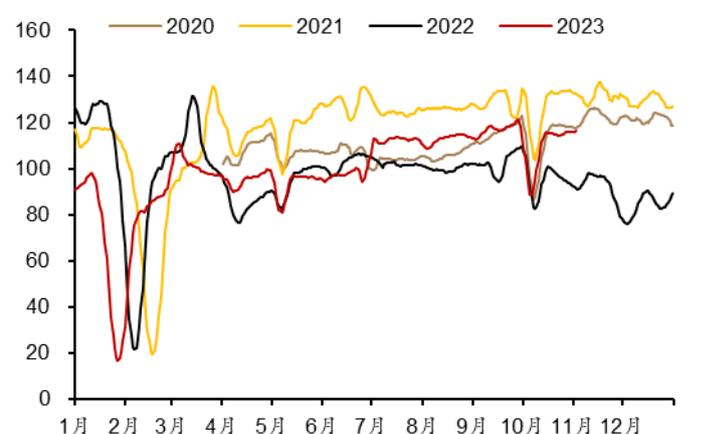
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 2: 官方制造业 PMI 及主要分项 (%)



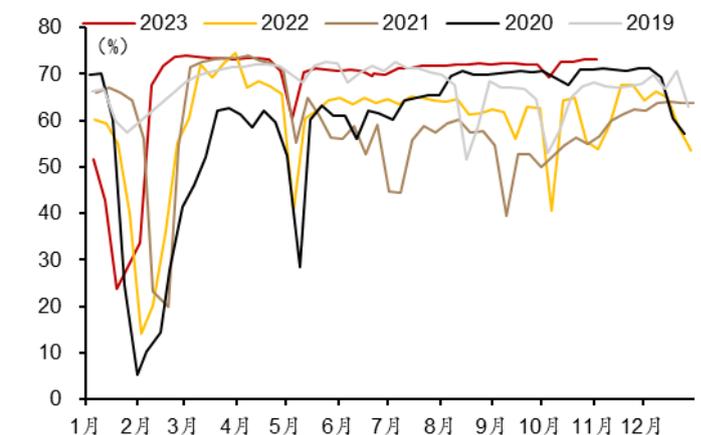
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 4: 整车货运物流指数



资料来源: G7, 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 7.5%左右

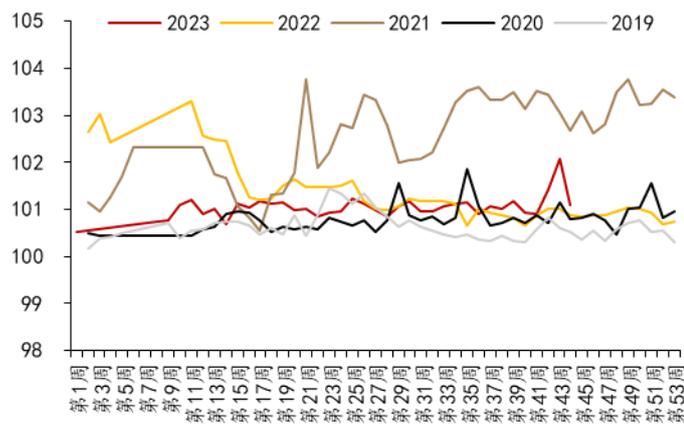
商品消费方面，小商品价格坚挺印证小型企业需求韧性。从义乌中国小商品价格指数看，10月总指数月均值为101.29，环比上升0.25点，同比高于去年同期0.36点；分类价格指数中，除服装服饰类外均高于去年同期，尤其是首饰类和日用品类价格在10月环比出现上涨，与10月PMI小型企业新订单指数逆势上升互相验证，在10月生产端景气度回落、PMI新订单指数落回收缩区间的背景下，小型企业的需求呈现韧性。

高基数因素褪去，汽车销售同比增速或抬升。根据乘联会的周度零售数据，10月前三周乘用车日均销量约为5.51万辆，较上月排除最后一周相比上升3.0%，较去年10月排除最后一周相比上升20.9%。去年7月商务部等17部门发布《关于搞活汽车流通 扩大汽车消费若干措施的通知》，政策驱动下去年7-9月汽车零售销量明显提高，而10月高基数因素褪去，汽车销售同比增速或较前期有所提升。在车企降价潮的带动下，汽车成为三季度消费的有力支撑，四季度汽车销售能否延续高增态势仍有待观察。

服务消费方面，十一假期带动人口流动增加，国庆档票房收入或受限于供给有限略显乏力，快递量同比保持增加。10月，29城地铁日均客运量为268.6万，较9月增加8.1万，受十一假期后返程影响10月地铁客运量较9月有所回升，今年10月地铁客运量在近年同期中最高，居民出行需求明显增加。从票房收入和邮政快递投递量来看，10月电影票房收入总计46.12亿元，仍明显低于疫情前的2019年同期，今年国庆档或受限于供给有限，整体票房收入较2019年同期低45%，在近年同期中仅高于去年。从快递业务量来看，10月邮政快递投递量总计107.17亿件，同比增加，环比下降。整体来看，服务消费需求有持续恢复态势，但具体领域上仍需有效供给等其他因素支持。

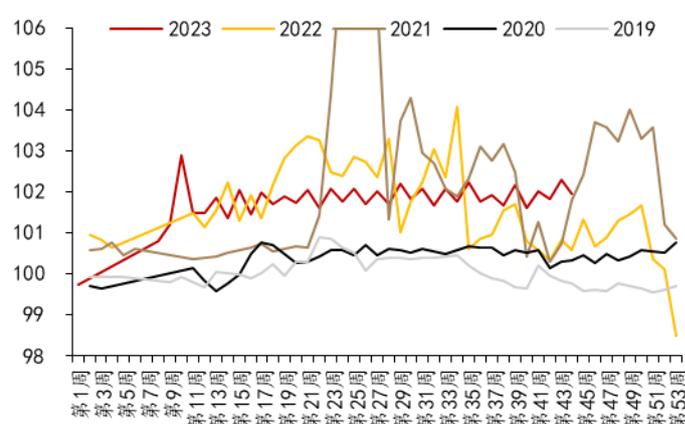
预计10月社零增速可能为7.5%左右。

图7：义乌小商品价格指数：总指数



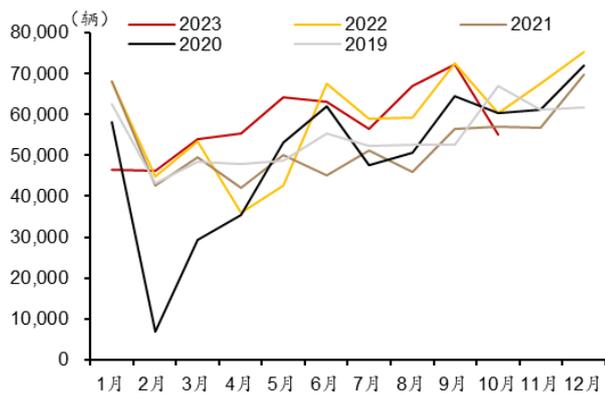
资料来源：Wind，德邦研究所

图8：义乌小商品价格指数：首饰类



资料来源：Wind，德邦研究所

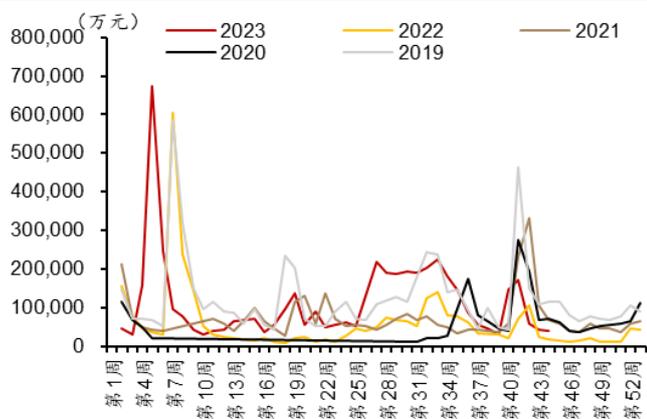
图 9：各月汽车零售



资料来源：Wind，德邦研究所

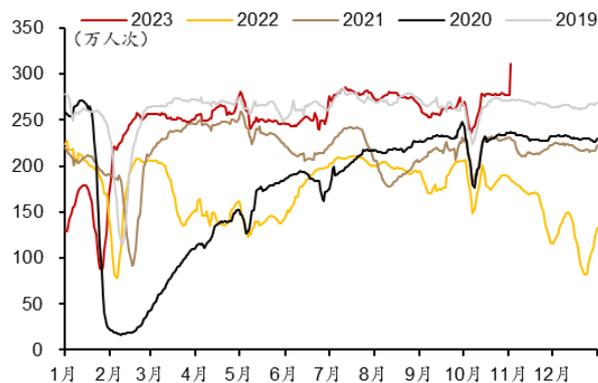
注：今年 10 月数据截至 10 月 22 日当周

图 11：电影票房收入



资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：29 城地铁日均客运量



资料来源：Wind，德邦研究所

图 12：邮政快递投递量



资料来源：Wind，德邦研究所

### 3. 投资：增发国债利好基建

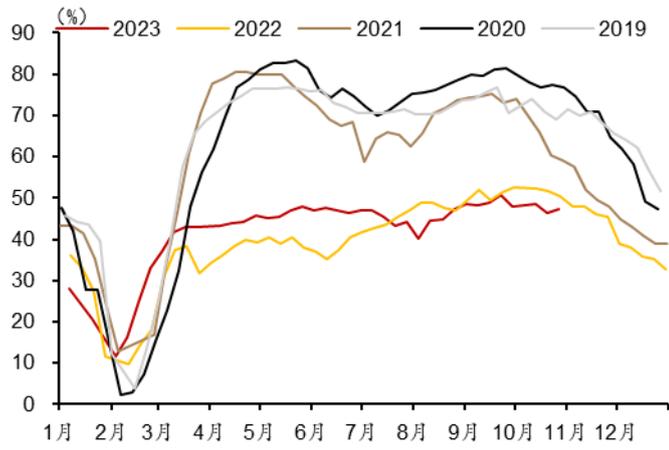
#### 3.1. 基建：增发国债对基建投资产生积极影响，临近年底开工数据下降

增发国债或对后两月基建投资增速产生积极影响，更大影响预计将在明年显现。10月24日，十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了全国人民代表大会常务委员会关于批准国务院增发国债和 2023 年中央预算调整方案的决议，明确中央财政将在今年四季度增发 2023 年国债 1 万亿元，用于支持灾后恢复重建、提升防灾减灾救灾能力。本次增发国债节奏较快，年内要发行完毕，随着项目投入使用，预计将对后两个月基建投资增速产生积极影响，但更大的影响将在明年显现，预计从明年开始年均新增 6000-10000 亿投资。

以开工数据来看，临近年底北方施工放缓，原材料开工、发运率均环比下降。10月水泥发运率 47.4%，比去年同期低 4.0 个百分点，显著低于 2018-2021 年同期均值 72.1% 左右，环比下降 1.4 个百分点，原材料发运率仍在低位运行；石油沥青装置开工率 37.4%，比去年同期低 4.8 个百分点，也低于 2018-2021 年同期均值 47.9%，环比下降 6.7 个百分点，临近年底，北方气温较低施工进度放缓，原材料开工、发运率均有所下行。

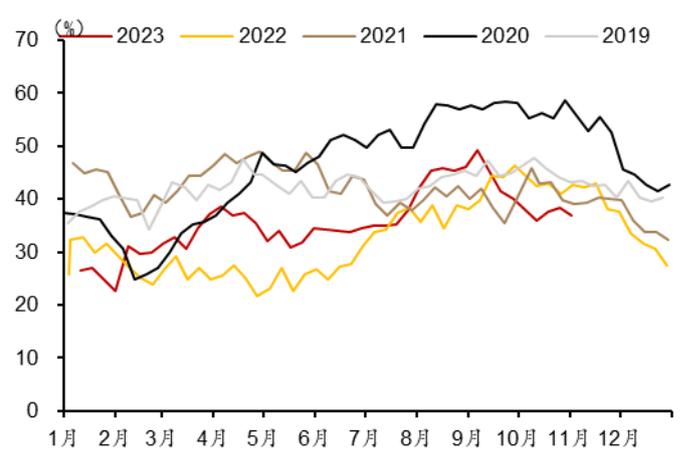
预计 10 月广义基建累计增速 8.5% 左右。

图 13: 水泥发运率



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 14: 开工率:石油沥青装置



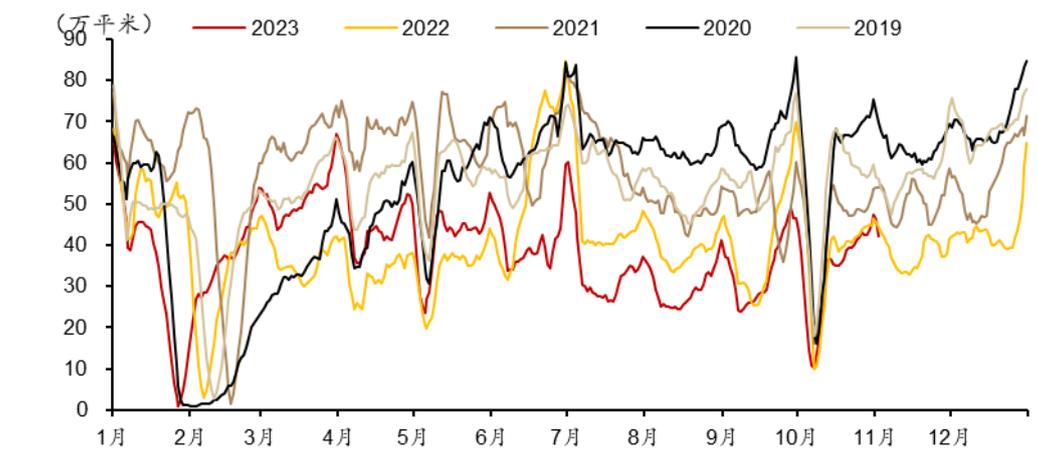
资料来源: Wind, 德邦研究所

### 3.2. 房地产: 购房需求“二手化”或持续拖累地产投资

从高频数据来看, 10 月主要城市商品房销售指向购房需求持续转向二手房。10 月 30 个大中城市新房日均销售面积约为 33.9 万平, 环比回落 0.2 万平, 环比降幅 0.6%, 比 2019-2021 年同期均值低 16.1 万平, 受基数大幅走低影响, 同比降幅继续收窄至 2.6%。二手房方面, 10 月 14 个城市的日均成交面积为 23.3 万平, 较 9 月小幅回升, 比 2019-2021 年同期均值高 6.2 万平左右。10 月主要城市新房销售仍显疲软, 但二手房销售面积大幅超越往年同期, 在对房企信心不足的背景下, 居民购房需求或仍在向二手房倾斜, 二手好于新房的销售结构也可能导致房企开发资金或持续存在缺口, 持续拖累地产投资。

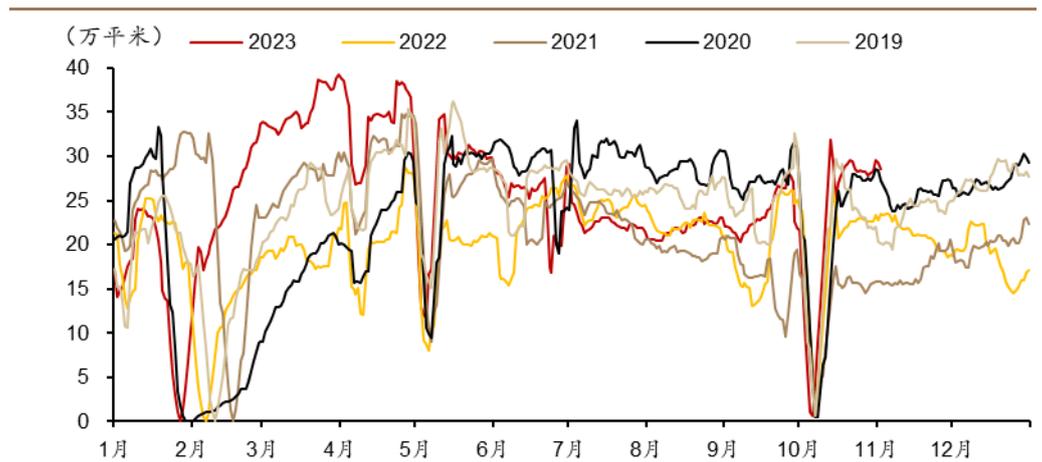
预计 10 月房地产投资累计同比增速-9.2%左右。

图 15: 30 城商品房销售面积 (7DMA)



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 16: 14 城二手房销售面积 (7DMA)



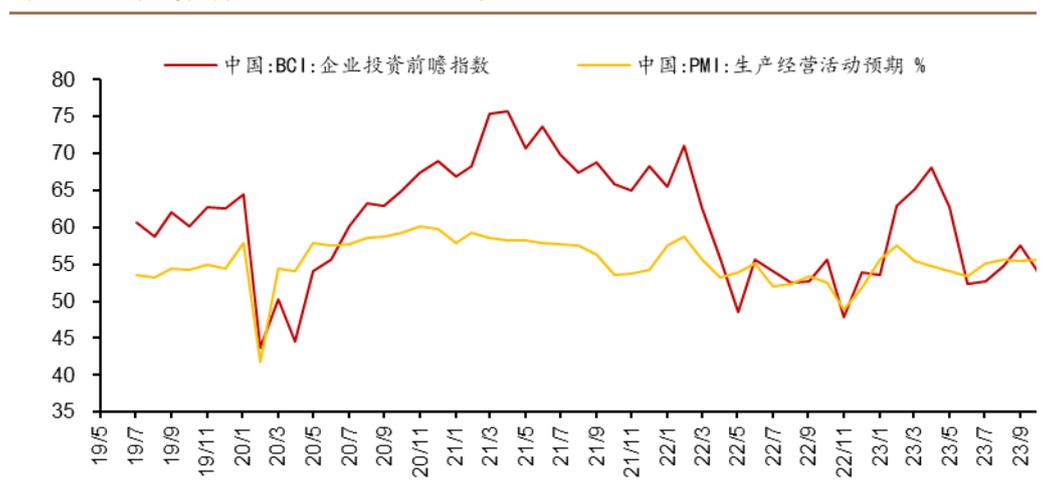
资料来源: Wind, 德邦研究所

### 3.3. 制造业: 国债增发与地方化债或将成为稳信心、稳投资的又一推手

**制造业企业投资意愿和信心或将再次巩固。**10月PMI回落至50%以下的收缩区间,但企业预期保持较好,其中,生产经营活动预期指数小幅上升0.1个百分点至55.6%,继续处于较高水平,前期促进民营经济发展和扩内需一系列政策密集落地后企业信心持续高涨。BCI企业投资前瞻指数环比回落至53.90%,但仍处于较高水平。10月虽然工业生产有所降温,多项生产相关指标季节性回落,但企业预期保持在较高水平,稳增长组合拳对稳定、推升企业信心起到了重要作用。往后看,随着一万亿国债增发落地、地方政府特殊再融资债发行后逐步清偿政府对企业欠款,企业信心或将得到进一步巩固。

**预计制造业投资累计增速6.2%左右。**

图 17: 10 月投资前瞻指数边际回落但仍在高位



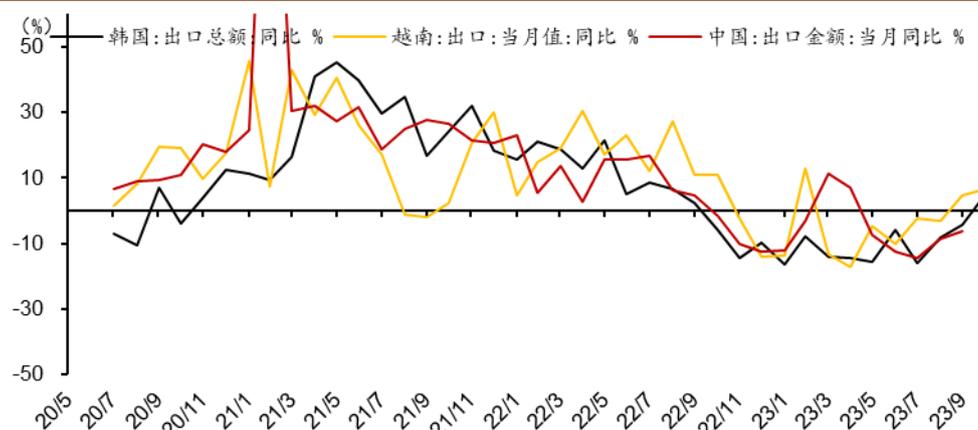
资料来源: Wind, 德邦研究所

## 4. 外贸：出口降幅预计继续收窄

外需下行边际放缓，出口降幅预计进一步收窄。韩越 10 月出口增速双双继续回升，韩国 10 月出口同比增长 5.1%，上个月同比下降 4.4%，越南 10 月出口同比增加 6.74%，增速较上月扩大 1.83 个百分点。全球需求下行继续放缓，10 月全球制造业 PMI 回落至 48.8%，全球 PMI 新订单指数回升至 48.6%，二者均仍处于收缩区间，但新订单指数连续三个月回升，或指向外需下行持续放缓。中国 10 月 PMI 新出口订单指数在荣枯线下回落，结构上看小型企业新出口订单指数逆势回升，大型和中型企业新出口订单指数下降，外需仍相对较弱，但小企业需求呈现一定韧性。

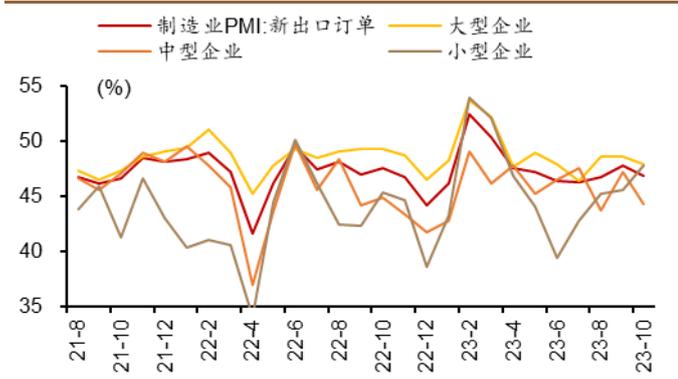
出口降幅预计从上月 6.2% 收窄至 4.5% 左右。

图 18：韩国越南 10 月出口增速继续回升



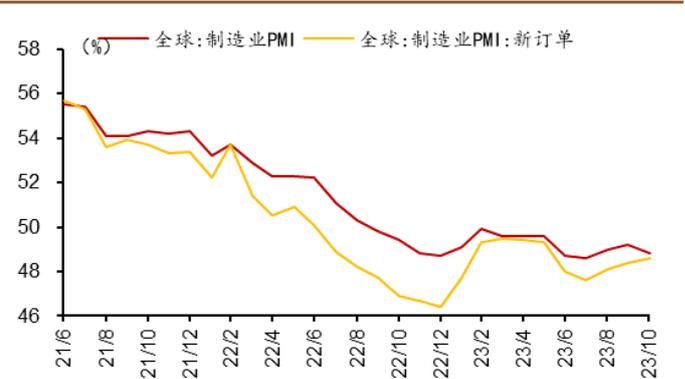
资料来源：Wind，德邦研究所

图 19：中国 PMI 新出口订单指数边际回落



资料来源：Wind，德邦研究所

图 20：全球 PMI 新订单指数延续回升但仍处于收缩区间



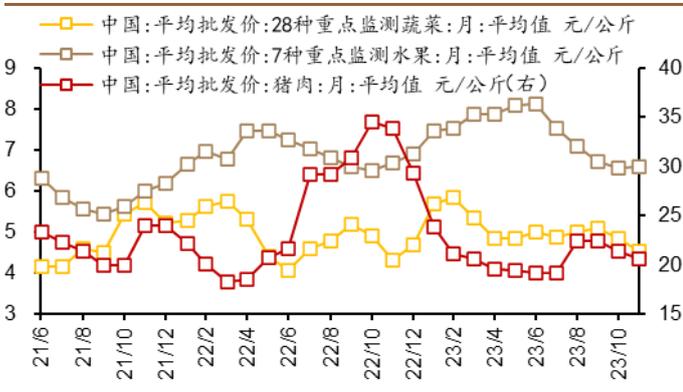
资料来源：Wind，德邦研究所

## 5. 通胀：10月CPI同比或下降0.2%

10月猪肉价格环比下跌，食品项或拖累CPI同比下降。10月猪肉平均批发价为21.37元/公斤，较9月环比下跌4.40%；重点监测的28种蔬菜价格环比下跌5.26%，重点监测的7种水果价格环比下跌2.55%，各类食品价格下跌，尤其是猪价环比跌幅不小，或拖累CPI同比再度转降。PMI服务业销售价格较能反映CPI服务项的变化，10月该指标环比下降1.7个百分点至48.3%，回落至收缩区间，预计服务价格环比有所下降。此外，尽管商务部监测的生产资料价格指数环比上升0.6%，连续四个月回升，但PMI原材料价格指数大幅回落、油价等大宗商品价格波动或导致PPI同比降幅扩大。

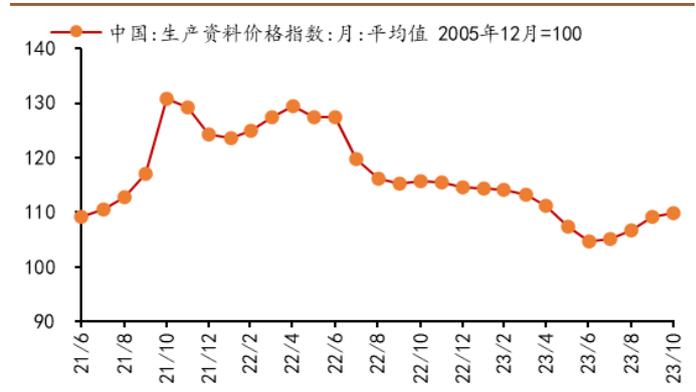
综合来看，预计10月CPI同比为-0.2%，PPI同比为-2.6%。

图 21：10月三类重点食品价格环比下跌



资料来源：Wind，德邦研究所

图 22：生产资料价格指数环比继续回升



资料来源：Wind，德邦研究所

## 6. 金融：同环比或均有少增

**10月贷款和社融同环比或均有少增。**从贷款投放的季节性看，10月通常是贷款投放的“小月”，季初月的10月相比季末月的9月，新增人民币贷款多明显下降。而从近期政策取向看，10月政府债券融资或继续成为社融的主要增量，主要受增发国债落地、地方政府特殊再融资债发行等影响，银行资产端的配置行为或受政府债券发行量较大影响，对债券的配置增加，贷款“资源”有所占用，基于此：（1）从指征贷款投放景气度的票据利率走势来看，10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9月份平均值1.7320%下降至10月份平均值0.5921%，6个月期国股银票转贴现利率则从9月份的平均值1.3960%下降至10月份平均值1.2032%，从月末来看，10月最后一周，3M和6M国股银票转贴现利率均值分别从9月最后一周的1.9600%和1.4971%下降至0.4071%和1.1500%，3M和6M票据利率月均值、月底均大幅下降意味着10月银行放贷意愿显著回落，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，10月份票据融资利率和同业存单收益率之差月均值大幅下降，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-38.14bp和-92.95bp下降至10月份的-208.04bp和-139.38bp，10月作为信贷小月叠加政府债券融资扩张对信贷资源的“挤占”，10月信贷增长或较低，社融或将仍以政府债券融资为主。

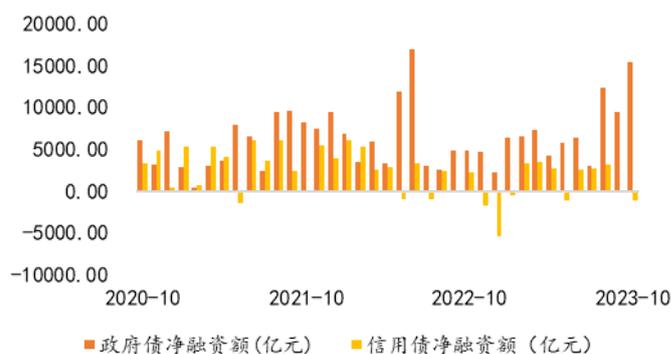
**预计2023年10月份金融机构口径贷款新增5000亿左右，较2022年同期同比少增约1200亿，对应贷款余额增速约11.20%；（2）预计2023年10月份社会融资规模新增1.8万亿左右，对应社融存量同比增速约9.60%，**从Wind统计数据看，2023年10月份政府债券净融资约为1.55万亿元，较2022年同期同比大幅多增1.05万亿，企业债净融资规模约为-1094.79亿元，较2022年同期少增3379.63亿元。

图 23：2023 年 10 月票据利率与 CD 利差先走阔后收窄 (BP)



资料来源：Wind，德邦研究所

图 24：2023 年 10 月份政府债融资环比增加



资料来源：Wind，德邦研究所

## 7. 风险提示

- (1) 政策不及预期；
- (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，德邦证券首席经济学家，中国证券业协会首席经济学家专业委员会委员。曾任职于世界银行（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 JIMF、《世界经济》、《金融研究》、等学术期刊发表论文二十余篇。第五届邓子基财经研究奖得主，2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2021 ISI 杰出成就分析师，2022 水晶球（公募）宏观研究冠军。清华、人大、央财等多所大学专业研究生导师，上财 EMBA 教授。

王洋，德邦证券研究所高级宏观经济研究员。复旦大学政治经济学硕士，曾经沉浸在期货市场领域多年，横跨贵金属、外汇和固定收益、衍生品等领域，2021 年加入德邦证券研究所，侧重货币理论、宏观流动性等方面的研究，秉承从“利率定价一切”的思路研究固定收益、股票指数和大宗商品等大类资产配置。

## 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

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；	类别	评级	说明
	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。	股票投资评级	买入
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。
	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。