

2024年中国宏观经济展望

——三大需求均回暖推动名义GDP增速上升

宏观研究 · 专题报告

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

- [01] 中国GDP总结与展望
- [02] 中国就业总结与展望
- [03] 中国三大需求总结与展望
- [04] 中国通胀总结与展望
- [05] 2024年中国主要宏观经济指标预测与小结

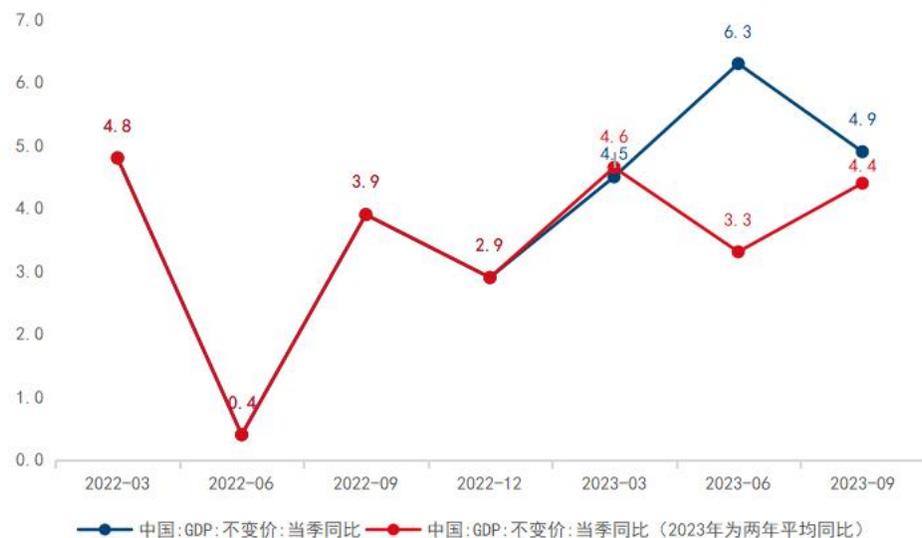
• 中国GDP总结与展望

- 2023年三季度GDP增速回暖主要是消费拉动
- 2021年以来中国内需不足或源于逆周期政策力度偏弱
- 2023年中国房地产销售和土地财政继续下行对GDP的拖累测算
- 2023年10月发行特别国债的决定体现政策发力以及地方隐债控制
- 中国对金融工作重视程度明显上升的原因和影响分析

GDP：三季度国内经济景气明显回暖，主要是消费拉动

- 2023年三季度，国内稳增长政策继续发力，国内经济内生动能也迎来复苏，国内经济景气明显回升；
- 消费是2023年三季度国内经济回暖的主要动力；

图1：中国实际GDP当季同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图2：中国三大需求对GDP同比的拉动幅度一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

GDP：2021年以来中国内需不足或源于逆周期政策力度偏弱

- 房地产和土地财政在中国经济中扮演非常重要的角色——“旧经济”的代表；
- 2011-2012年，2014-2015年，中国房地产和土地财政明显走弱，中国政府支出规模占GDP比例逆势上升，逆周期调节力度较强；
- 2021-2022年，中国房地产和土地财政再次走弱，但中国政府支出规模占GDP比例亦明显下降，甚至低于2018-2019年的水平，逆周期调节力度偏弱，中国内需不足体现明显；
- 2023年1-9月中国房地产和土地财政继续走弱，中国政府支出规模占GDP比例继续下降；

图3：中国政府支出规模与土地出让金占GDP比例走势一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图4：中国政府公共财政与政府性基金支出规模、土地购置费占GDP比例走势一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

GDP：历史上政府逆周期调节政策的增量资金或主要是城投融资

- 2011-2012年，中国国债和地方政府债融资走弱，但城投融资明显走强，逆周期调节主要依赖城投融资；
- 2014-2015年，中国国债和地方政府债融资走平，但城投融资明显走强，逆周期调节主要依赖城投融资；
- 2021-2022年，中国国债和地方政府债融资走弱，城投融资也走弱，逆周期调节力度不足；
- 2023年1-11月，中国国债和地方政府债融资走强，城投融资走弱，逆周期调节力度不足；

图5：中国国债和地方政府债净融资走势一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

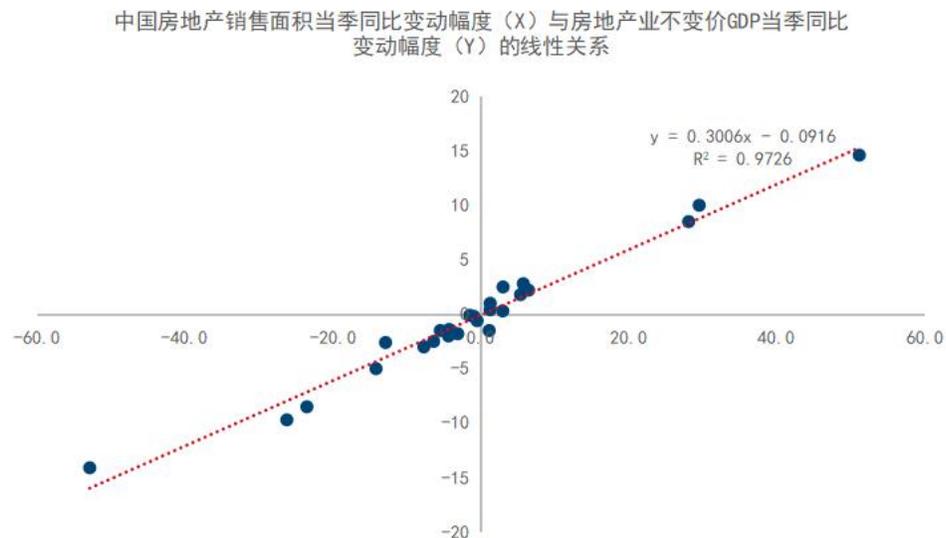
图6：中国城投债净融资走势一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

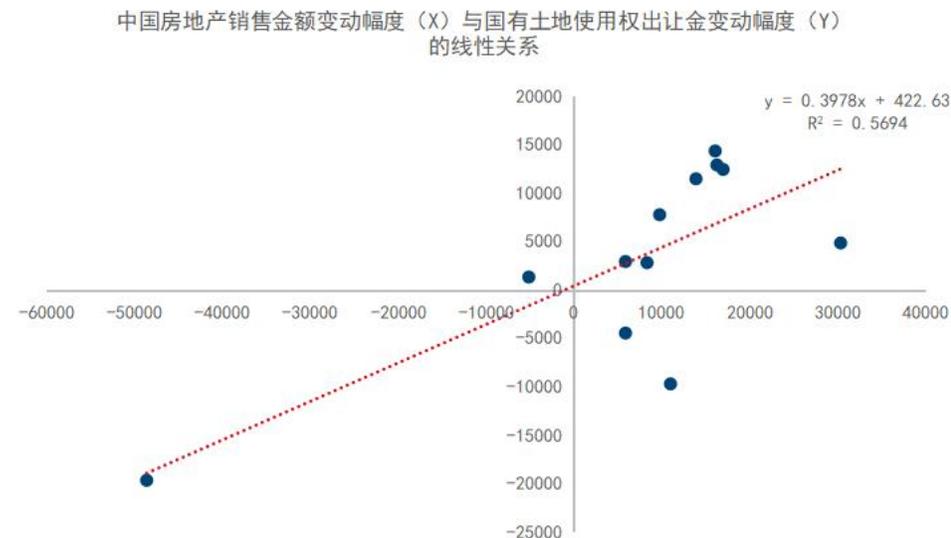
- 测算房地产销售下行以及土地出让金减少对GDP的拖累：预计2023年中国房地产销售面积同比增速约为-18%，销售金额同比约为-13%；
- 相对零增速，房地产业GDP对GDP同比的直接拖累约0.3个百分点，土地出让金减少对GDP同比的直接拖累约0.6个百分点，合计约0.9个百分点，若考虑产业链的乘数效应，拖累幅度更大；
- 2023年中国实际GDP同比大概率超过5.0%，由此可见房地产和政府支出之外的经济部门对经济增长的贡献远比年初预计的大；

图7：中国房地产销售面积与房地产业不变价GDP的数量关系一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图8：中国房地产销售金额与国有土地使用权出让金的数量关系一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

- 2023年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10000亿特别国债和2023年中央预算调整方案的决议。会议指出，中央财政将在今年四季度增发2023年国债10000亿元，作为特别国债管理。全国财政赤字将由38800亿元增加到48800亿元，预计赤字率由3%提高到3.8%左右；
- 2023年特别国债的发行，使得疫情结束后中国政府再次突破3%的赤字率约束，展现出较强的信号意义，或表明中国政府的宏观经济治理理念由去杠杆倾向开始转变为稳杠杆倾向，在落实结构性和规范性政策的同时，在总量性政策上建立“对冲机制”，此外，中央政府明显扩张赤字或也对应中央对地方政府隐性债务的控制力度进一步加强；
- 2024年中央政府赤字率扩大或更多是对冲房地产下行以及地方政府隐性债务控制带来的风险，经济增量大概率仍然由房地产和政府支出之外的经济部门创造。

表1：历次年内追加预算

时间	1998年8月	1999年8月	2000年8月	2023年10月
增加赤字	追加500亿至960 亿	追加300亿至1803亿	追加500亿至2798亿	追加10000至48800亿
用途	农林水利、交通通信、城市基建设	重点行业技术改造、生态环保、教育设施	农林水利、交通通信、科技升级改造、教育设施	灾后恢复重建、重点防洪治理工程、自然灾害应急能力提升工程等八大方面

资料来源：财政部，国信证券经济研究所整理

- 2023年3月，中共中央、国务院印发了《党和国家机构改革方案》，组建中央金融工作委员会；
- 中央金融工作会议10月30日至31日在北京举行。中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平出席会议并发表重要讲话。中共中央政治局常委李强、赵乐际、王沪宁、蔡奇、丁薛祥、李希出席会议；
- 中共中央政治局常委、国务院总理、中央金融委员会主任李强2023年11月20日主持召开首次中央金融委员会会议；
- 金融会议要点：1、着力提升金融服务经济社会发展的质量水平，围绕做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章；2、全面加强金融监管，压紧压实金融风险处置责任，加强部门协同和上下联动，在持续加大存量风险化解力度的同时，强化源头管控，深化相关领域改革，完善风险防范、预警和处置机制，共同把防范化解风险任务抓实抓好；
- 金融资源的不合理分配降低经济增长动能或是中国对金融工作重视程度明显上升的重要原因：中国金融业GDP占比非常高，但银行的净息差并不高，表明中国金融业GDP占比高更多是资产规模太大造成的，其中一些非市场化因素形成的资产无法创造GDP或仅能创造少量GDP，但每年的利息仍然刚性兑付（计入金融业GDP），这意味着其他资产创造的GDP在对这些非市场化因素形成的资产进行贴息，这压低了资产回报率，进而压低经济增长动能；
- 从今年的金融工作会议内容来看，提高金融资源分配效率的方式主要是：1、引导金融资源更多地流向回报率高的经济部门；2、控制非市场化因素形成的资产规模，实在无法创造GDP的资产逐渐打破刚兑；

• 中国就业总结与展望

- 2023年中国第三产业的修复带动失业率明显下降
- 稳定的就业逐渐修复居民偏弱的就业和收入预期，推动消费回暖
- 2024年中国第三产业大概率继续修复，带动就业向好

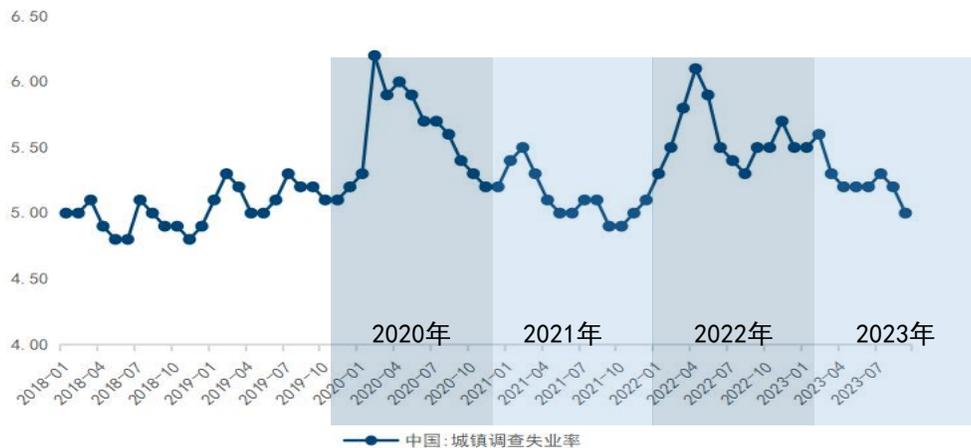
就业：第三产业的修复带动失业率下降，居民消费信心明显回暖

图9：中国第二产业与第三产业GDP当季同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图11：中国城镇调查失业率走势一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图10：中国居民当季消费占收入比例减去2013-2019年同期均值结果一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

- 2023年国内经济恢复正常化，第三产业迎来修复；
- 第三产业的修复带动失业率明显下降；
- 稳定的就业逐渐修复居民偏弱的就业和收入预期，推动三季度消费回暖；
- 2024年国内第三产业或继续修复，若房地产能够企稳，三产修复的力度会更大，有利于就业继续向好。

• 中国三大需求总结与展望

- 2023年中国消费开始修复，2024年中国消费增速或高于2023年
- 2023年中国投资增速明显回落，2024年或有所回升
- 2023年中国出口增速明显回落，2024年或有所回升

消费：2023年中国社会消费品零售总额修复效应微弱

- 2023年9月中国社会消费品零售总额相对2019年同期的复合同比仅约为3.9%，仍明显低于2020年10月-2021年6月的复合同比均值4.6%，表明中国消费表现明显偏弱；
- 疫情前2016-2019年中国社会消费品零售总额年均增加3万亿元，这构成社会消费品零售总额向上趋势的斜率；
- 2023年中国社会消费品零售总额同比增速或约为8.0%，金额较上年增加3.5万亿元，上升斜率略高于疫情前的趋势值，修复效应微弱（2021年较2020年增加4.9万亿元），2024年中国社会消费品零售总额的修复效应有望进一步显现，其同比增速或达到9.0%，金额增加约4.3万亿元；

图12：中国社会消费品零售总额同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

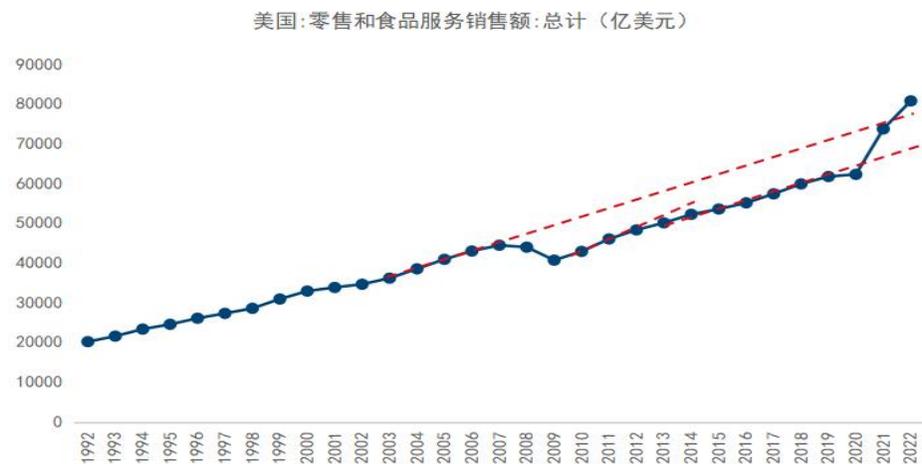
图13：中国社会消费品零售总额与趋势线一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

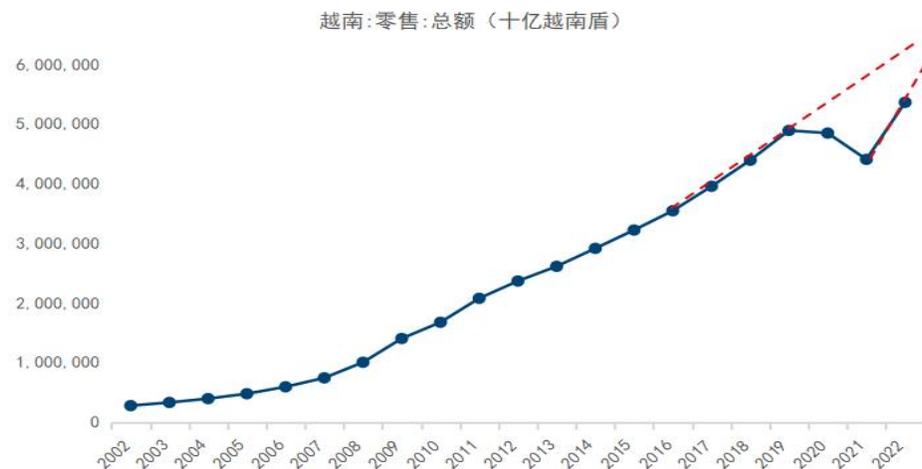
消费：各国国内商品销售金额变化一览

图14：美国商品和服务销售额与趋势线一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图16：越南零售总额与趋势线一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图15：日本商业销售额与趋势线一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图17：菲律宾国内贸易额与趋势线一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

消费：各国个人消费现价GDP金额变化一览

图18：美国零售和食品服务销售金额较上年增加金额一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图20：越南零售总额较上年增加金额一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图19：日本商业销售额较上年增加金额一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图21：菲律宾国内商品贸易额较上年增加金额一览

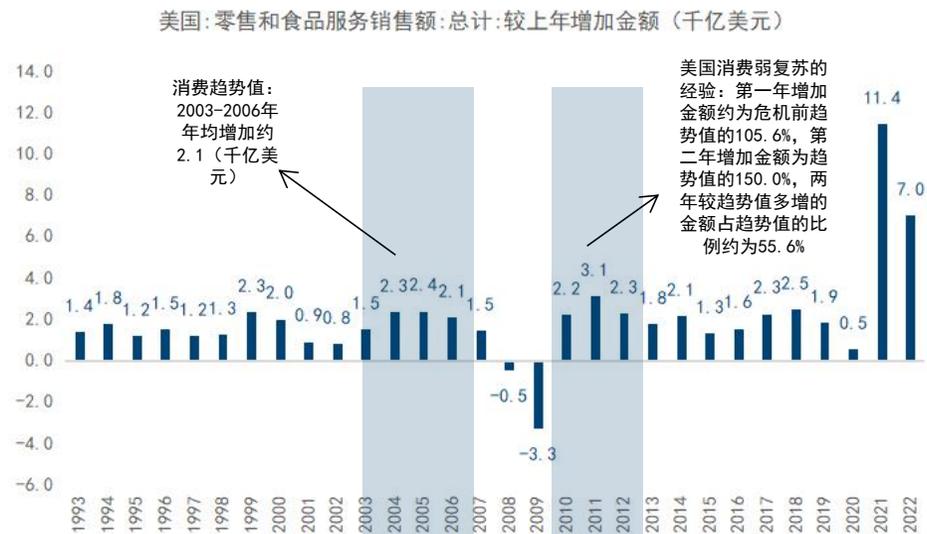


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

消费：2024年中国社会消费品零售总额增量达到4.3万亿元并非高估

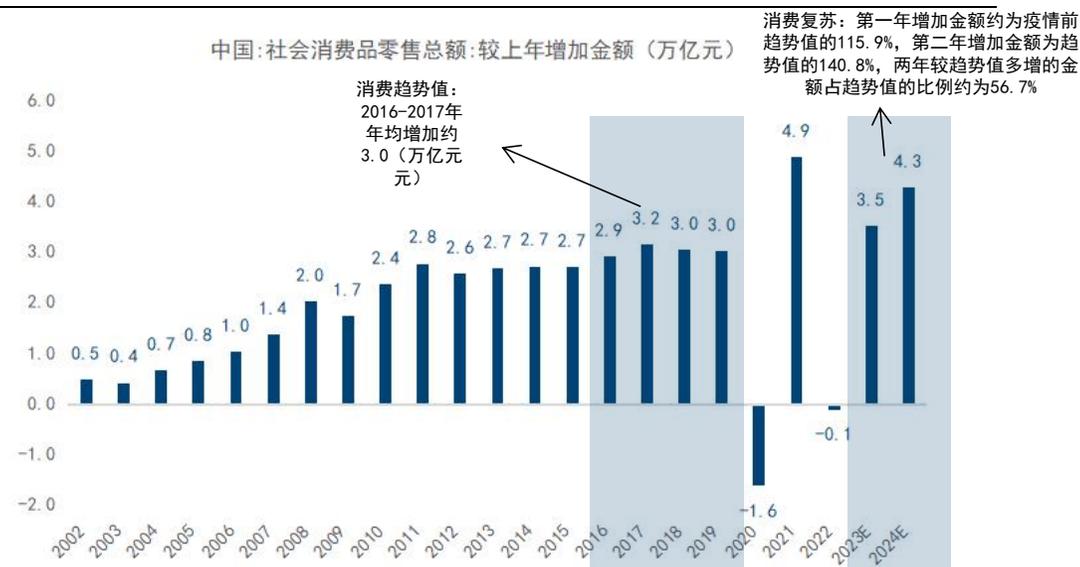
- 疫情后消费修复期间，美国、日本、越南、菲律宾的商品零售额增量均远超疫情前的平均值（即趋势值）；
- 2010-2012年，美国消费迎来次贷危机后的弱复苏，修复期第二年（即2011年）的年增销售金额仍达到次贷危机前2003-2006年均值（即趋势值）的150%左右；
- 疫情前2016-2019年中国社会消费品零售总额增量的趋势值约为3.0万亿元，若参考美国2010-2012年消费弱复苏的经验，则2024年中国社会消费品零售总额增量可达到4.5万亿元；

图22：美国零售和食品服务销售金额较上年增加金额一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图23：中国社会消费品零售总额较上年增加金额一览

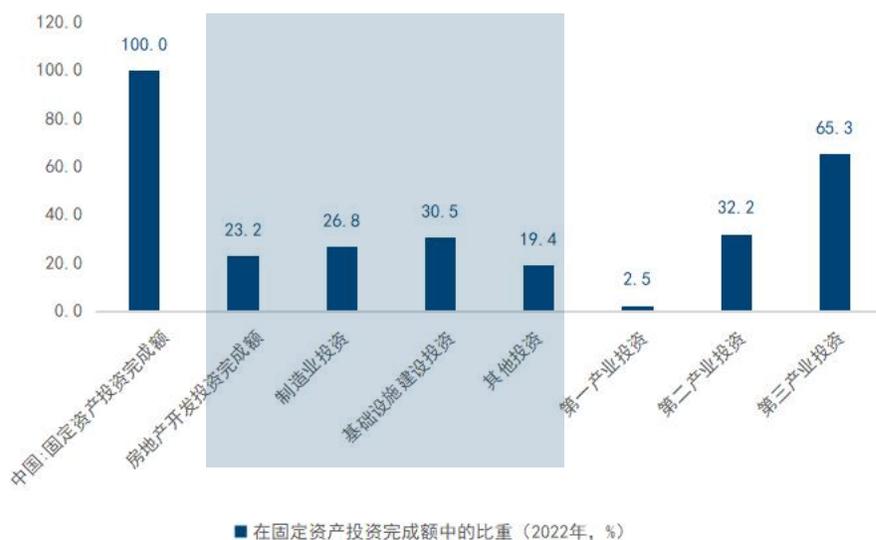


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

投资：2023年国内投资增速回落主要受制造业、基建、其他投资影响

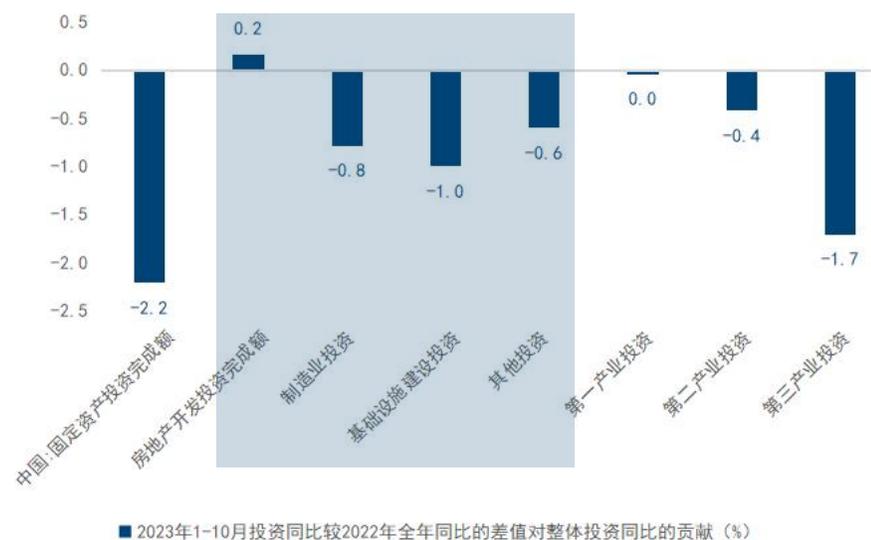
- 将中国整体固定资产投资完成额分成四个部分，分别为房地产开发、制造业、基建、其他投资，最近几年基建投资占比最大；
- 2023年1-10月中国固定资产投资完成额累计同比约为2.9%，较2022年全年回落2.2个百分点，投资增速回落主要受基建、制造业、其他投资影响；

图24：中国各领域投资占整体固定资产投资完成额的比重一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理
注：制造业、基建、其他投资比重为估计值，其余为公布值

图25：2023年1-10月投资同比较2022年全年的差值对整体投资同比的贡献



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

投资：中国三季度投资景气下降，但制造业投资景气逆势上升

图26：中国固定资产投资完成额当月同比与相对2019年同期复合同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图28：中国制造业投资金额当月同比与相对2019年同期复合同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图27：中国房地产开发投资金额当月同比与相对2019年同期复合同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图29：中国基建投资金额当月同比与相对2019年同期复合同比一览

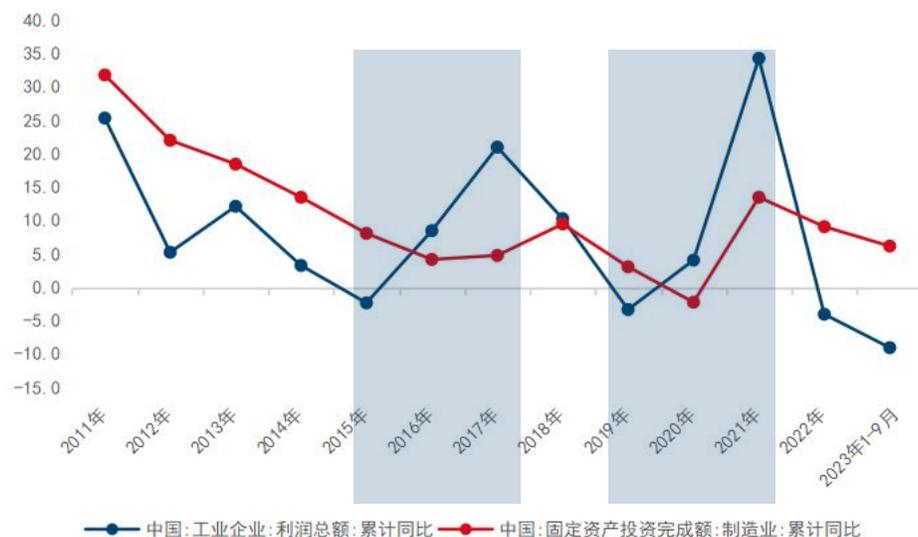


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

投资：2024年中国工业企业盈利反弹，制造业投资难以走弱

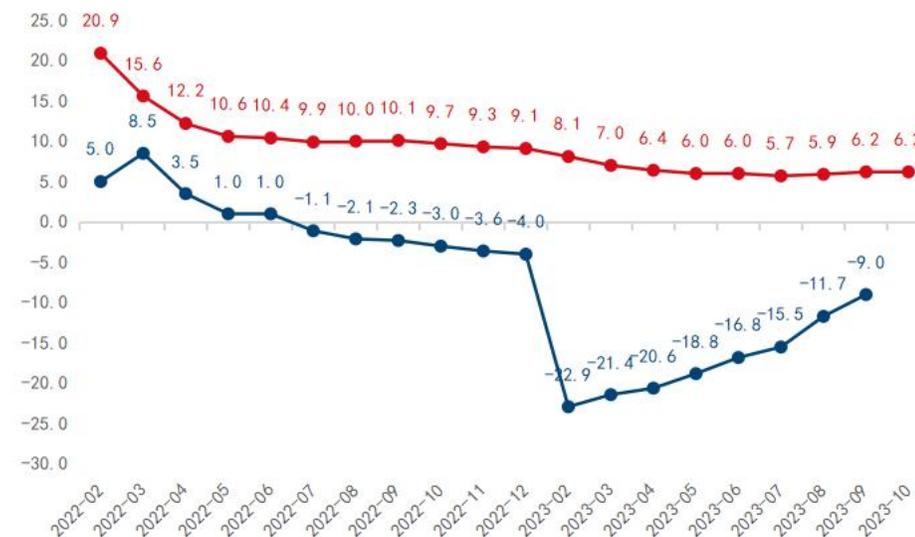
- 2015-2017年，2019-2021年，中国工业企业利润累计同比领先制造业投资累计同比约1年，其中2015-2017年为领先8个月；
- 2023年1-2月中国工业企业利润累计同比达到底部，2023年8月中国制造业投资累计同比开始回升，工业企业利润增速底部领先制造业投资增速底部约6个月；
- 2024年中国工业企业利润增速大概率继续上升，考虑到制造业投资增速已有企稳回升的迹象，预计2024年中国制造业投资增速高于2023年；

图30：中国工业企业利润增速底部领先制造业投资约1年（2015-2017年为8个月）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图31：2023年8月中国制造业投资累计同比开始回升

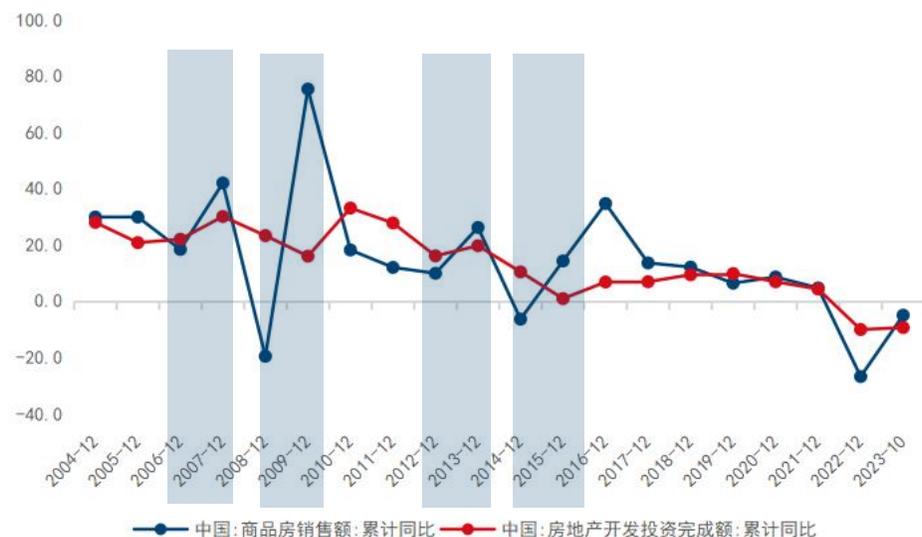


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

投资：中国房地产销售探底仍未结束，2024年地产投资或仍偏弱

- 中国房地产销售金额增速底部领先或持平房地产开发投资增速，领先时间约6-12个月；
- 截至2023年10月，中国房地产销售金额增速仍在探底，房地产开发投资作为滞后指标在2024年或难有很好的表现；
- 考虑到中国城镇化进程仍未结束，购房需求难言明显萎缩，此外2024年居民就业和收入信心大概率继续改善，房地产销售增速有望在2024年逐渐企稳回升，房地产开发投资降幅或与2023年相差不大；

图32：中国房地产销售金额增速底部领先或持平房地产开发投资



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图33：截至2023年10月中国房地产销售金额增速仍在探底



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

投资：2024年中国基建投资有望稳定，其他投资有望明显提升

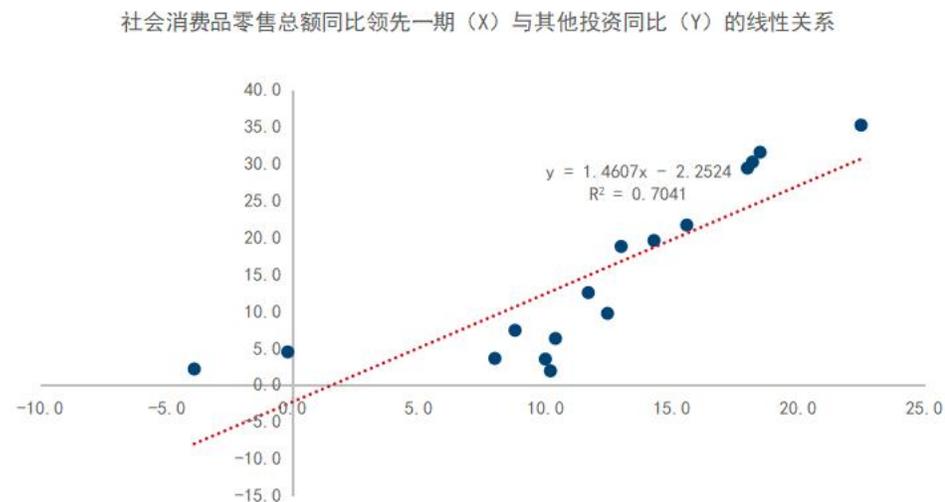
- 2024年中国土地出让金和城投融资或难以明显改善，但2023年10月发行特别国债的决定体现中央加杠杆明显发力，2024年中国基建投资有望持平2023年的水平；
- 从历史数据来看，中国社会消费品零售总额同比的表现领先其他投资同比，表明消费活动对其他投资的影响非常大；
- 根据二者的数量关系，若2023年中国社会消费品零售总额同比约为8%，则2024年中国其他投资同比增速有望达到9.4%左右的水平；

图34：中国社会消费品零售总额与其他投资同比增速一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图35：中国社会消费品零售总额与其他投资同比增速的数量关系一览

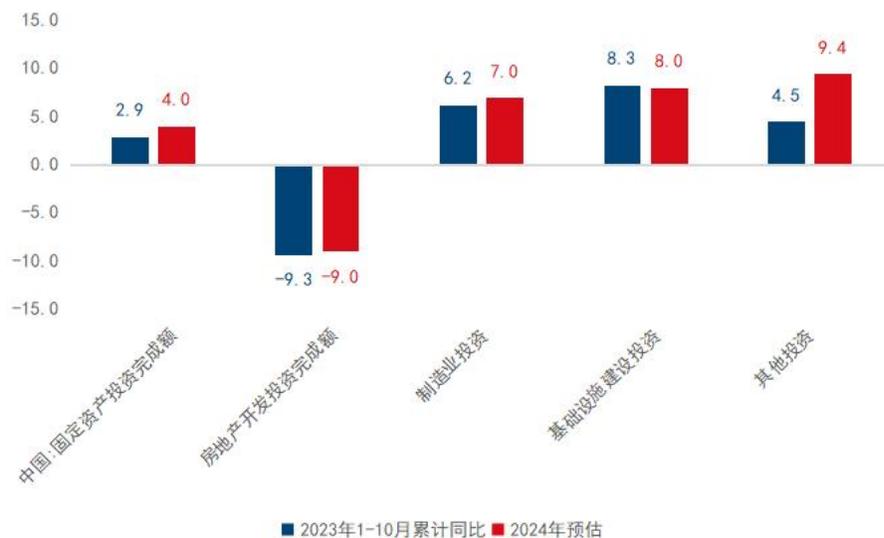


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

投资：2024年中国固定资产投资增速有望回升

- 预计2024年中国房地产开发、制造业、基建、其他投资增速分别为-9.0%、7.0%、8.0%、9.4%，相比2023年1-10月的累计同比，四个分项对整体投资增速的额外贡献合计约1.1个百分点；
- 2024年中国固定资产投资增速或约为4.0%，较2023年3.0%左右的增速有所回升；

图36：中国2024年固定资产投资同比预测结果一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图37：中国2024年投资同比较2023年1-10月同比的差值对整体投资同比的贡献

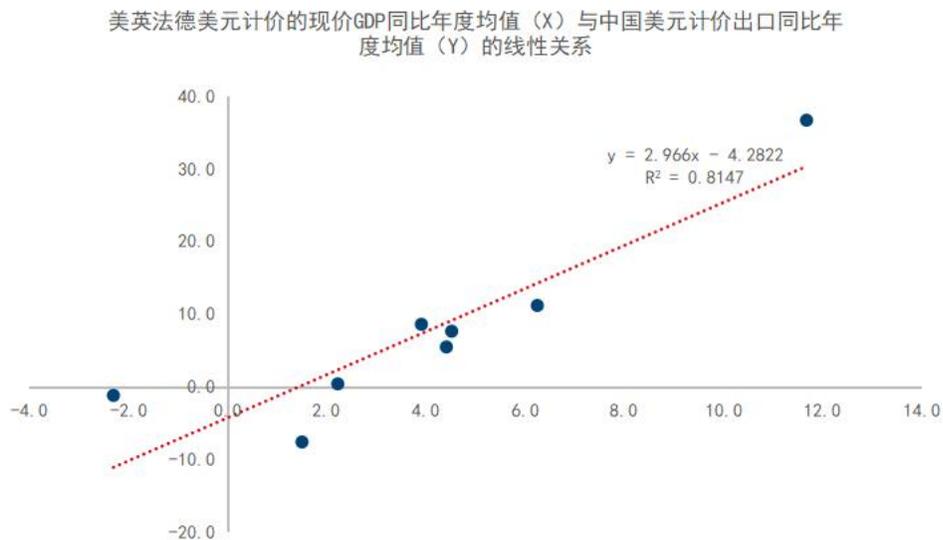


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

出口：海外补库存或推升2024年中国出口增速

- 中国出口增速与海外发达国家经济增速的数量关系：“中国美元计价的出口同比=2.966*美英法德美元计价的现价GDP合计同比-4.2822”；
- 2023年中国出口产品在海外或经历了非常大幅度的去库存，去库存对中国出口增速的拖累高达20个百分点；
- 2024年海外发达国家的名义GDP增速大概继续下行，或拖累中国出口增速约15个百分点，但2024年中国出口产品有望进入补库存阶段，补库存或拉动中国出口增速约20个百分点；

图38：中国出口增速与海外发达国家经济增速的数量关系一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图39：2023年中国出口产品在海外经历了非常大幅度的去库存



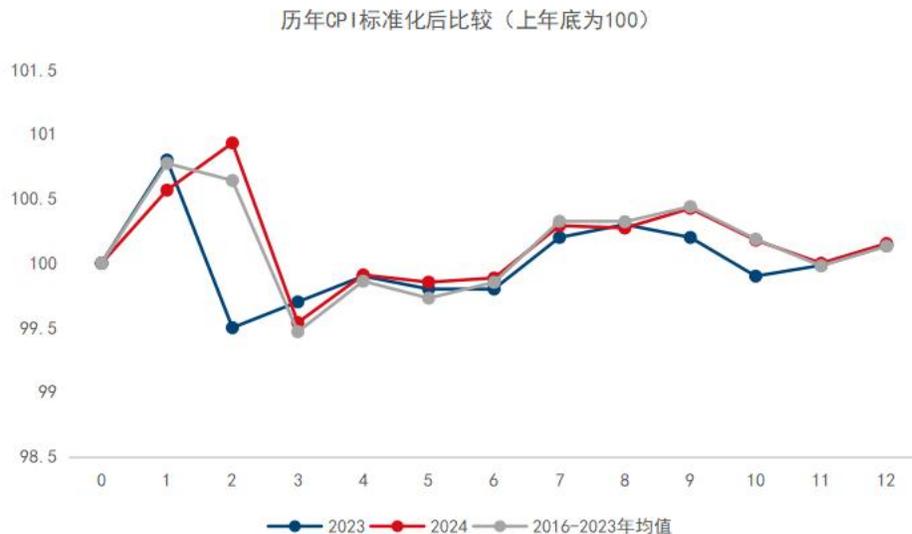
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

• 中国通胀总结与展望

- 2023年中国CPI同比明显回落，2024年或明显上升
- 2023年中国PPI同比明显回落，2024年或明显上升

CPI：2023年新涨价表现弱于历史均值，2024年或向历史均值水平回归

图40：中国历年CPI标准化后一览（上年底指数化为100）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

- 2023年中国CPI标准化后低于2016-2013年的平均水平，表明CPI表现偏弱，从分项来看，核心CPI、猪肉、剔除猪肉后的食品CPI表现均偏弱，与国内消费需求修复偏慢相呼应；
- 2024年中国消费、出口、投资的名义增速均有望回暖，叠加全球地缘政治冲突、能源转型冲击的影响，2024年中国CPI或向历史平均水平回归，其中能源和剔除猪肉后的食品CPI或高于历史平均水平，核心CPI持平历史平均水平，猪肉略低于历史平均水平；

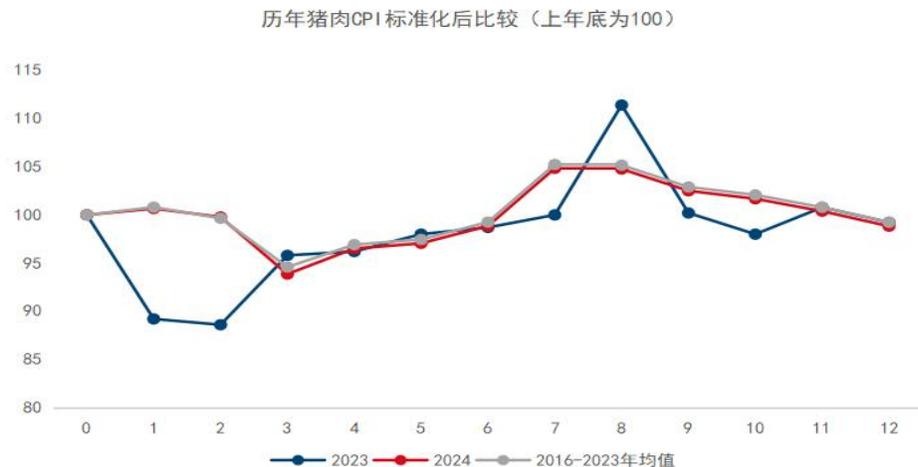
CPI：中国CPI四大分项走势一览

图41：中国历年核心CPI标准化后一览（上年底指数化为100）



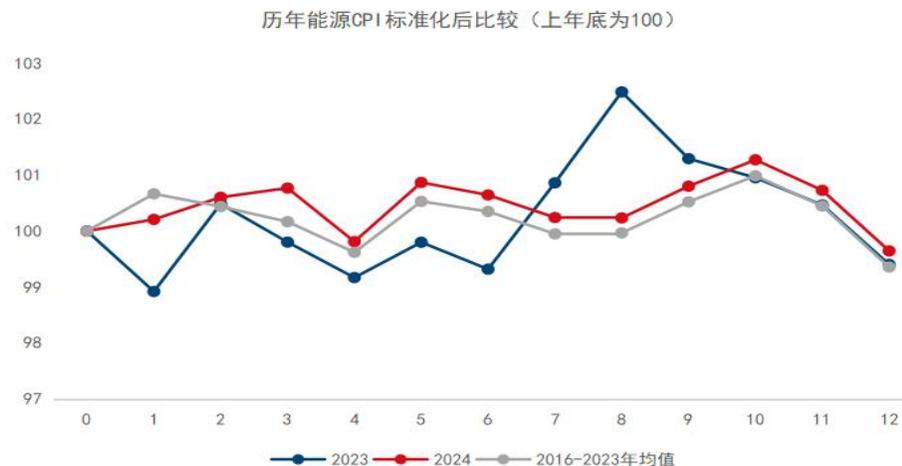
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图43：中国历年猪肉CPI标准化后一览（上年底指数化为100）



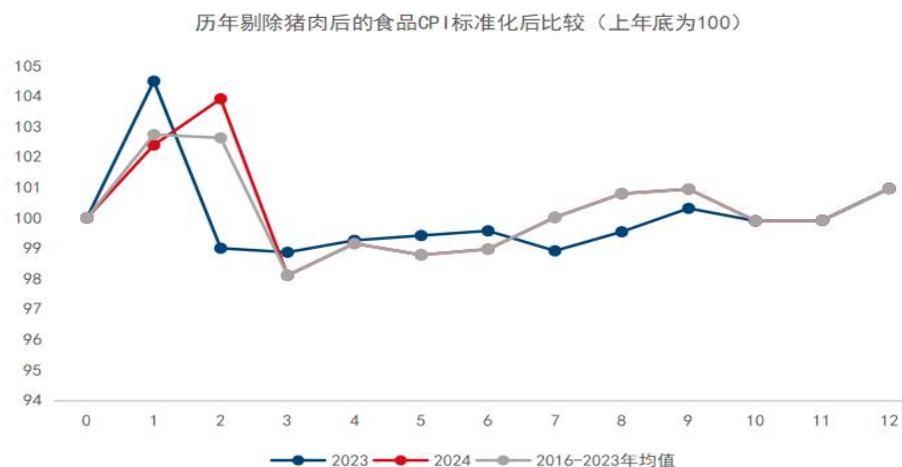
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图42：中国历年能源CPI标准化后一览（上年底指数化为100）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

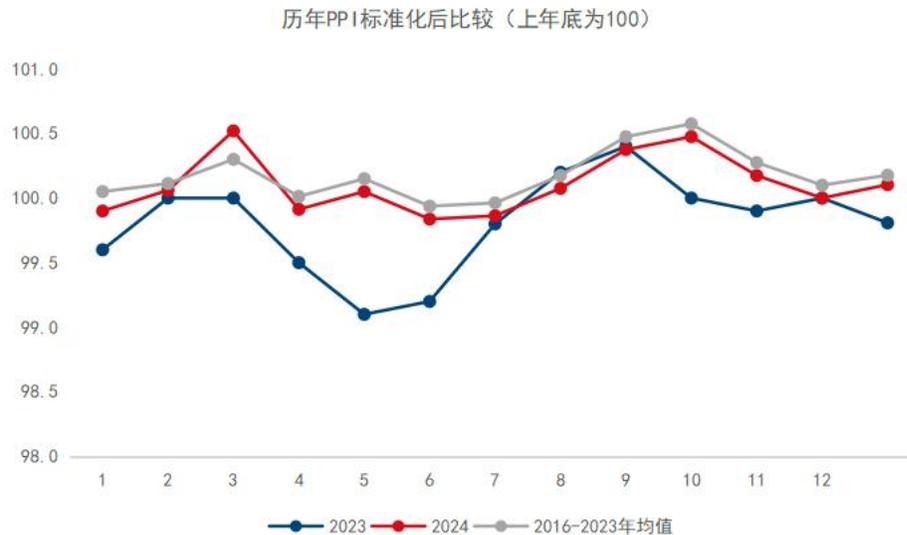
图44：中国历年剔除猪肉后的食品CPI标准化后一览（上年底指数化为100）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

PPI：2023年新涨价表现明显偏弱，2024年向历史均值水平靠拢

图45：中国历年PPI标准化后一览（上年底指数化为100）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

- 2023年中国PPI标准化后明显低于2016-2013年的平均水平，表明PPI表现明显偏弱，或与国内投资、出口需求明显回落有关；
- 2024年中国消费、出口、投资的名义增速均有望回暖，叠加全球地缘冲突延续，2024年中国PPI新涨价或向历史平均水平回归，但考虑到海外发达国家仍处于经济下行期，预计2024年整体新涨价仍低于历史平均水平；

• 2024年中国主要宏观经济指标预测与小结

- 2024年中国GDP、CPI、PPI同比预测
- 2024年中国经济增长动力以及经济可能偏弱的风险小结

2024年主要宏观经济指标预测：经济增长趋稳，通胀率明显改善

图46：中国实际GDP当季同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

- 2024年CPI同比或明显上升，全年约为1.3%，明显超过2023年的0.3%；
- 2024年PPI同比或小幅转正，全年约为0.1%，明显超过2023年的-3.0%；
- 2024年名义GDP增速或较2023年上升约1至1.5个百分点（根据三大需求增速变动评估），GDP平减指数或从2023年的-0.7%提升至2024年的0.8%（根据CPI、PPI增速变动评估），预计2024年实际GDP增速约为5.2%，略低于2023年的5.4%；

图47：中国CPI当月同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图48：中国PPI当月同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2024年中国经济增长动力以及经济可能偏弱的风险小结

- 2023年中国经济开启正常化之路，第二产业和第三产业GDP增速回归均衡，国内失业率明显下降，消费得以提振，中国经济进入良性循环。
- 2024年中国经济大概率继续向上修复，整体GDP增速有望达到5%以上，动能包括：（1）中国经济结构转型持续推进，新经济发展动能充足；（2）以房地产和土地财政为代表的旧经济已经连续三年明显下行，2023年或已进入下行期的中后段，2024年旧经济对GDP的拖累幅度或不会大于2023年；（3）2023年10月发行特别国债的决定表明政府稳增长力度加强，金融工作会议指向国内金融服务实体经济的能力将进一步提升，政策明显加力，有利于2024年经济增长；（4）2024年中国居民就业和收入信心大概率继续向上修复，有利于消费、其他投资增速进一步回暖，叠加稳增长政策加力效果、海外补库存周期开启，预计2024年国内需求向好，国内通胀进入上行通道，“量价背离”特征消散，经济循环更加顺畅；
- 中国经济可能存在始终偏弱的风险：（1）从中国消费者的就业和收入信心指数表现来看，2023年三季度虽然持续上升但仍处于较低水平，或表明居民消费信心修复的基础仍不够牢固，一旦后续再次遭遇外部负面冲击，信心可能重新转弱；（2）世界百年未有之大变局下，地缘政治危机可能持续并存在升级的风险，当前俄乌、巴以冲突仍在延续，且2024年是一个政治大年，许多国家将举行重要的选举，包括美国、俄罗斯、印度等大国，这些重大政治事件有可能会带来意外的外部冲击；（3）中国居民财富中房地产占比非常高（或超过60%），房地产销售持续下行或引发房价下跌，居民财富受损将拖累消费，与此同时，若房价下跌幅度过大，可能会导致资产负债表全面收缩，此外，中国地方政府仍然对土地财政具有一定的依赖性，若房地产销售继续下降，则房地产企业的购地意愿也将继续下降，地方政府的土地财政收入也将随之下降并压制地方政府的支出规模，从而拖累经济增长。

- 一、政策调整滞后。
- 二、房地产景气和土地财政收入大幅下滑。
- 三、国际合作碎片化进一步加剧。

谢谢!

国信证券  GUOSEN SECURITIES

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

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。

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

GUOSEN SECURITIES

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楼

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