

# 春节期间国内外宏观数据有积极信号

## ——宏观专题研究

### 作者

分析师：樊磊  
 执业证书编号：S0590521120002  
 邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：方诗超  
 执业证书编号：S0590523030001  
 邮箱：fangshch@glsc.com.cn

分析师：王博群  
 执业证书编号：S0590524010002  
 邮箱：wangboq@glsc.com.cn

### 专题内容摘要

#### 核心观点：

国内方面，今年春节期间的高频数据总体向好，居民跨区域出行与市内出行都有明显回升，娱乐与旅游消费也都出现回暖的迹象。农历三十公布的1月社融数据也超预期，且伴随着未来信贷供给改善和政府债券发行提速，社融存量环比有望从当前的偏低位置回升。海外方面，美国1月通胀数据略超预期，美联储降低通胀的任务或仍未完成，市场关于美联储降息的预期明显降温。

#### ➤ 春节期间高频数据总体向好

今年春节假期，居民的跨区域出行与市内出行都有明显回升，全社会跨区域人员流动量、地铁客运量、99城拥堵延时指数分别较19年同期复合增长4.4%、4.7%、0.6%（前值1.8%、-3.6%、0.4%）。假期居民出行的增长利好线下服务消费，以电影观影为代表的娱乐消费与境内外旅游消费都出现回暖的迹象，比如春节档电影票房收入较19年复合增长5.5%（前值3.8%），消费需求有所修复。但地产销售仍较为疲软，或与开发商推盘偏谨慎有关。

#### ➤ 社融存量环比有望从当前偏低位置回升

1月社融增加6.5万亿元，高于5.8万亿的市场一致预期。其存量在季节性调整后，环比增速仍有下滑。信贷供给偏紧和政府债券发行偏弱可能在需求不错的情况下拖累了社融增速。从目前来看，社融环比增速已经回落到8%出头的偏低水平。伴随着未来信贷供给的改善和政府债券发行追赶进度，我们预计后续社融环比增长能有所企稳，有望助推经济环比增长改善。

#### ➤ 美国通胀数据推迟降息预期

美国1月通胀数据略超预期（CPI环比上升0.3%，超预期0.2%；核心CPI环比上升0.4%，高于预期0.3%），美联储降低通胀的任务或仍未完成。在通胀数据略超预期的情况下，市场关于美联储降息的预期明显降温，3月会议降息的概率由16%降至9%。我们认为，3月美联储就降息的可能性不大，6月份降息也存在不确定性。虽然今年大概率降息，但是因为经济的韧性和通胀的风险，美联储降息的时点或偏晚。

**风险提示：**经济、政策与预期不一致，地缘政治关系恶化超预期，外需超预期下行，地产出现系统性风险

### 相关报告

1、《1月PMI传递积极信号：——对1月PMI和高频数据的思考及未来经济展望》2024.02.01  
 2、《外需或被出口数据低估：——对12月外贸数据的思考与展望》2024.01.14

## 正文目录

1. 春节期间高频数据总体向好.....	3
1.1 居民出行明显回升 .....	3
1.2 可选消费显著回暖 .....	7
1.3 地产销售有待提振 .....	9
2. 社融存量环比有望从当前偏低位置回升.....	11
2.1 社融存量环比增长回落 .....	11
2.2 后续社融环比增长或有望改善 .....	11
3. 美国通胀数据推迟降息预期.....	13
3.1 美国 CPI 超预期，降通胀还未完成 .....	13
3.2 美联储降息降息时点或推迟到 6 月 .....	14
4. 风险提示 .....	16

## 图表目录

图表 1: 春节假期 (除夕至初六) 全社会跨区域人员流动量.....	3
图表 2: 全国日均旅客发送量 (营业性客运) .....	4
图表 3: 百度全国迁徙规模指数 .....	5
图表 4: 10 城地铁客运量 .....	6
图表 5: 一线城市地铁客运量.....	6
图表 6: 二线城市地铁客运量.....	6
图表 7: 99 城拥堵延时指数 (平均值) .....	7
图表 8: 春节档票房收入与平均票价 .....	8
图表 9: 春节档观影人次.....	8
图表 10: 春节假期 A 级旅游景区接待游客人次 (万人次) .....	8
图表 11: 湖北省星级饭店平均出租率 .....	9
图表 12: 四川省 A 级景区门票收入 .....	9
图表 13: 30 大中城市商品房成交面积.....	10
图表 14: 存量社融环比和同比 .....	11
图表 15: 企业中长期融资存量同比 .....	12
图表 16: CPI 和核心 CPI (%) .....	13
图表 17: CPI 分项贡献分解 (%) .....	13
图表 18: 核心 CPI 商品和服务的价格变化 (%) .....	14
图表 19: 核心服务 CPI 的主要分项同比 (%) .....	14
图表 20: 美联储开始降息概率 (%) .....	15
图表 21: 当下 CPI 和历史上 60 年代 CPI 的对比 (%) .....	15

## 1. 春节期间高频数据总体向好

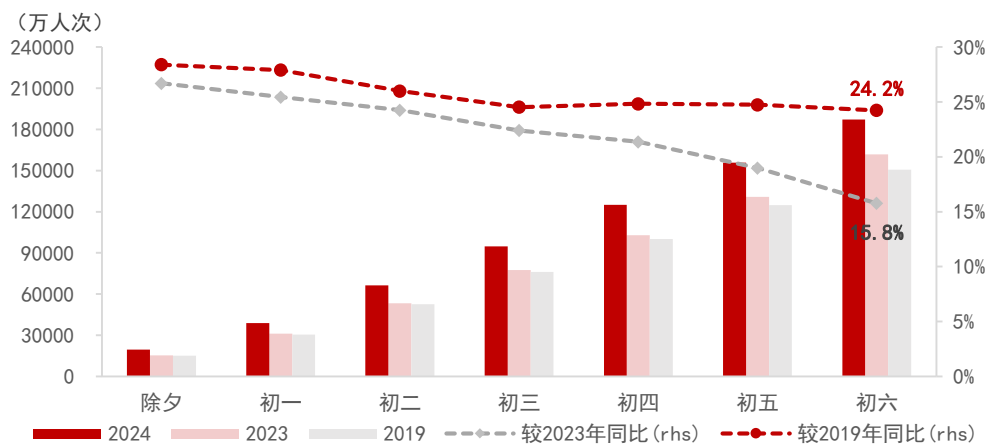
今年春节假期，居民的跨区域出行与市内出行都有明显回升。假期居民出行的增长利好线下服务消费，其中以电影观影为代表的娱乐消费与境内外旅游消费都出现回暖的迹象，消费需求有所修复。但地产销售数据仍较为疲软，可能与开发商推盘较为谨慎有关。

### 1.1 居民出行明显回升

今年春节假期，不论是居民的跨城出行，还是居民市内的公共交通、私人交通均较去年春节与国庆假期有所改善。

春节假期居民跨区域出行明显增长。据交通运输部统计，今年春节假期七天（除夕至初六），全社会跨区域人员流动量合计约 18.7 亿人次，根据可比口径推算，较 2023 年同比增长 15.8%，较 2019 年同比增长 24.2%；从以 2019 年为基期的复合同比增速来看，今年春节假期全社会跨区域人员流动量增长 4.4%，明显好于 2023 年春节水平（1.8%）。

图表1：春节假期（除夕至初六）全社会跨区域人员流动量



资料来源：交通运输部，国联证券研究所；注：此处数据均为除夕以来人员流动量的累计值或累计同比

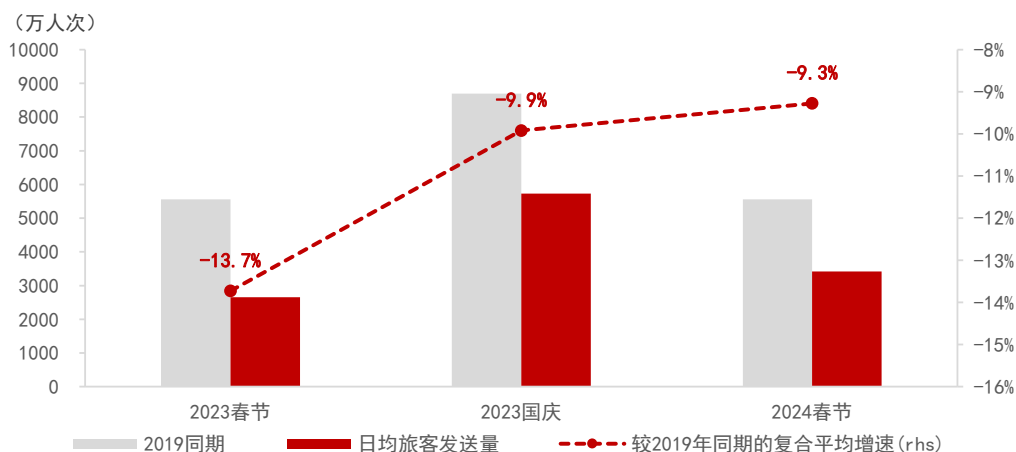
值得说明的是，“人员流动量”是近两年春运新提出的统计指标，是交通运输部扩大春运客流统计范围的结果。2023 年以前，交通运输部公布的春节客流仅统计营业性客运量（即“发送旅客人次”）。2023 年春运，交通运输部首次引入“人员流动量”概念<sup>1</sup>，将高速公路小客车人员出行量这一非营业性的客运出行量纳入春运客流统计范围。2024 年春运，交通运输部进一步扩大统计口径，将对普通国省道小客车人员

<sup>1</sup> [https://www.zgjt.com/2024-01/26/content\\_397723.html](https://www.zgjt.com/2024-01/26/content_397723.html)

出行量的测算也纳入其中<sup>2</sup>。统计口径的优化也符合居民自驾占比总体上升的趋势。

其中，营业性旅客运输方面，今年春节假期七天，全国日均旅客发送量较 2019 年同期的复合平均增速为-9.3%，也较去年春节、国庆假期（-13.7%、-9.9%）有所改善。

图表2：全国日均旅客发送量（营业性客运）



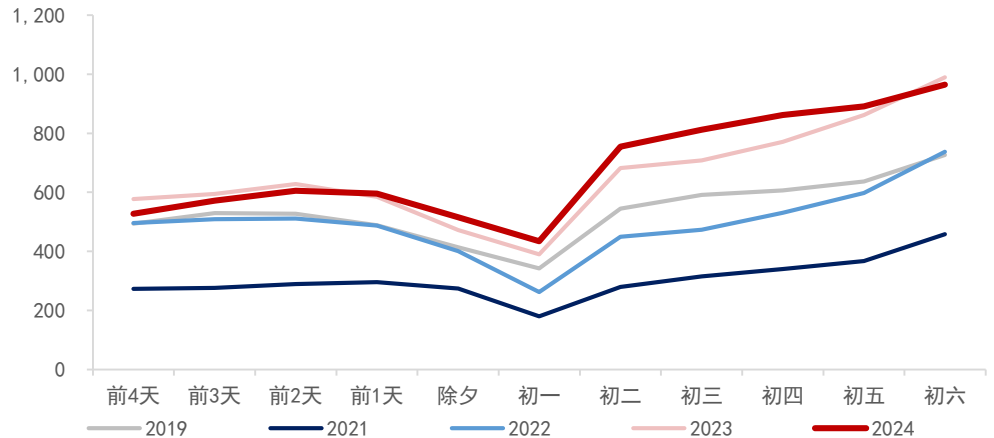
资料来源：交通运输部，中国政府网，国联证券研究所

百度地图统计的全国迁徙规模指数也有所回升。2024 年春节假期(除夕至初六)，百度全国迁徙规模指数日均为 748，较 2023 年同期增长 7.4%，较 2019 年同期的复合平均增速为 6.3%（前值 6.0%）。

春节期间全社会跨区域人员流动量的明显增长，显示出今年春节假期，更多居民选择返乡过年或在假期旅游出行，有望对春节期间的线下消费，尤其是交通出行、餐饮住宿等服务类消费构成有力支撑。

<sup>2</sup> 在去年 10 月的部长会上，交通运输部部长强调，要“合理测算私家车等非营业性出行规模”。  
[https://www.mot.gov.cn/jiaotongyaowen/202310/t20231009\\_3925320.html](https://www.mot.gov.cn/jiaotongyaowen/202310/t20231009_3925320.html)

图表3：百度全国迁徙规模指数



资料来源：IfinD，百度地图，国联证券研究所；注：全国迁徙规模不区分迁入或迁出

市内交通出行也显著反弹，利好线下消费。

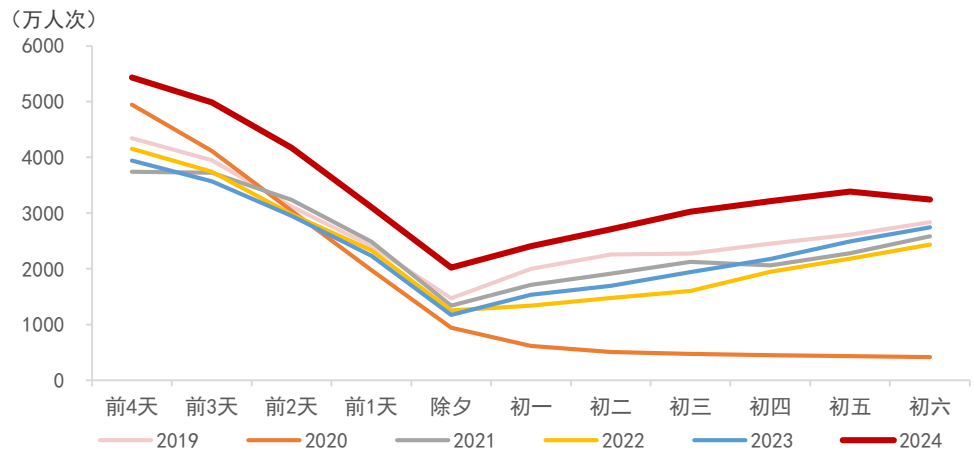
首先，从地铁客运量来看，今年春节假期居民的市内公共交通出行大幅好于往年，达到历史新高。从除夕到初六的日均地铁客运量<sup>3</sup>来看，相较于2019年同期，今年春节假期的地铁客运量的复合平均增速为4.7%，对比2023年春节、国庆假期较2019年的复合平均增速（-3.6%、2.3%），今年春节假期的地铁客运情况持续改善。

其中，一线城市平均较2019年增长1.0%（前值-7.1%），数据可得的5个二线城市平均增长10.5%（前值2.2%），均回升8个百分点以上。

当然，考虑到样本中的城市多数为旅游热门城市，不能排除跨区域出游对地铁客运量的影响。

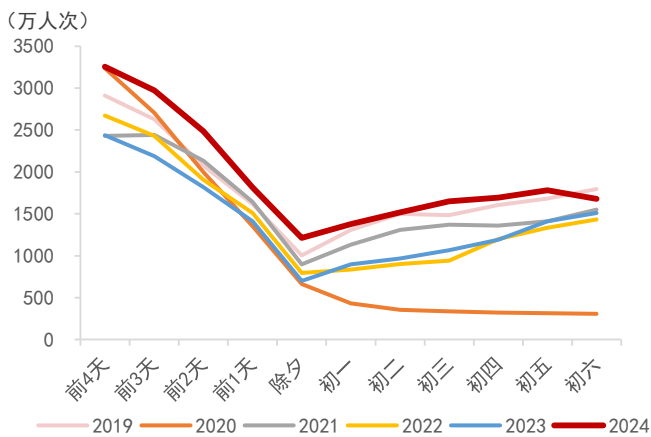
<sup>3</sup> 由于今年多个城市尚未发布春节假期的地铁客运数据，我们用数据可得的10个城市作为样本观察春节期间的地铁客运量，包括4个一线城市（北上广深）与6个二线城市（成都、南京、西安、郑州、重庆、武汉）。

图表4：10城地铁客运量



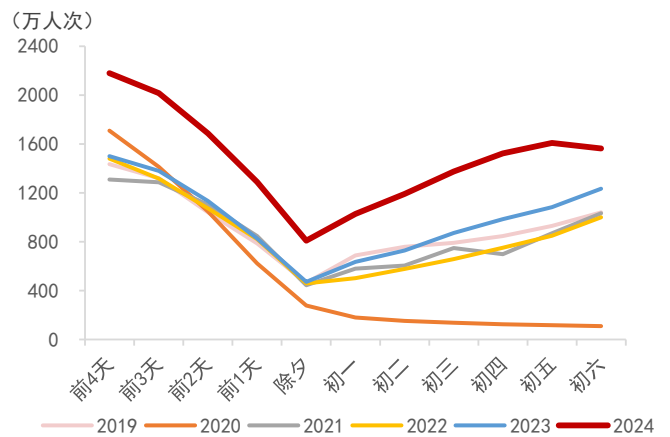
资料来源：Wind，国联证券研究所；注：多城未公布春节期间数据，当前样本包括4个一线城市和6个二线城市

图表5：一线城市地铁客运量



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：样本为北京、上海、广州、深圳

图表6：二线城市地铁客运量

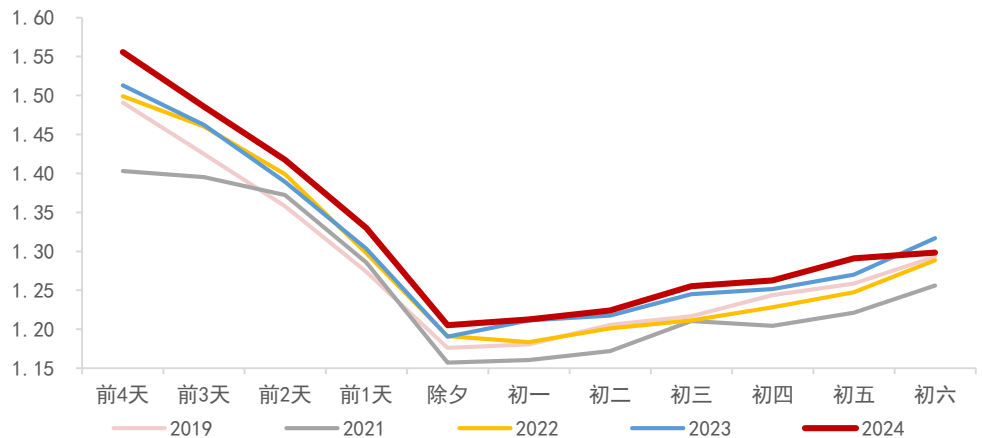


资料来源：Wind，国联证券研究所；注：考虑数据可得性，二线城市样本包括成都、南京、西安、郑州、重庆、武汉

其次，高德拥堵延时指数也显示，市内私人交通出行有所回升。今年春节期间（除夕前4天至初六），99城平均的拥堵延时指数较2019年同期平均增长0.6%（2023春节、国庆假期：0.4%、0.4%），这说明春节期间市内的私人交通出行量也有所增长。

考虑到99城样本较大，既包含旅游热门城市，也覆盖许多非热门城市，我们认为，这在一定程度上能够说明，除了跨区域出游外，居民在市内的出行与线下消费可能也有所回暖。

图表7：99城拥堵延时指数（平均值）



资料来源：Wind, IFind, 国联证券研究所

## 1.2 可选消费显著回暖

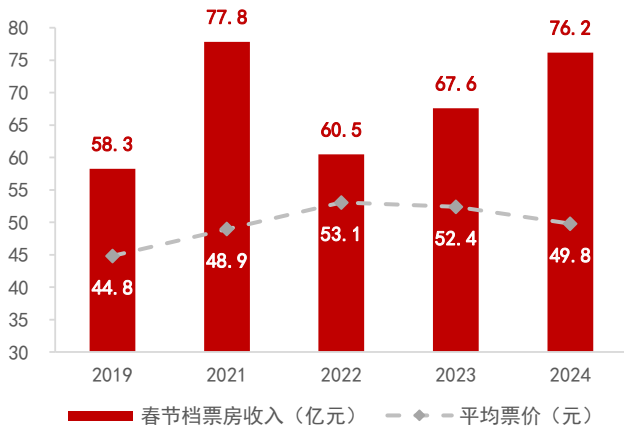
今年春节假期，以电影观影为代表的娱乐消费出现反弹，境内外旅游消费也都有所回暖，显示消费需求有所修复。

首先，与市内出行的回升相一致，娱乐消费方面，春节档的电影票房收入较去年也有明显增长。2024年我国春节档票房达76.2亿元，较去年同比增长12.7%（前值11.7%），较2019年同期平均复合增长5.5%。

对比2023年春节、五一、中秋、国庆档期，电影票房收入较2019年同期的复合平均增速分别为3.8%、0.1%、-0.2%、-17.2%，今年春节档票房收入明显反弹（5.5%），这说明娱乐消费的需求可能有所修复。

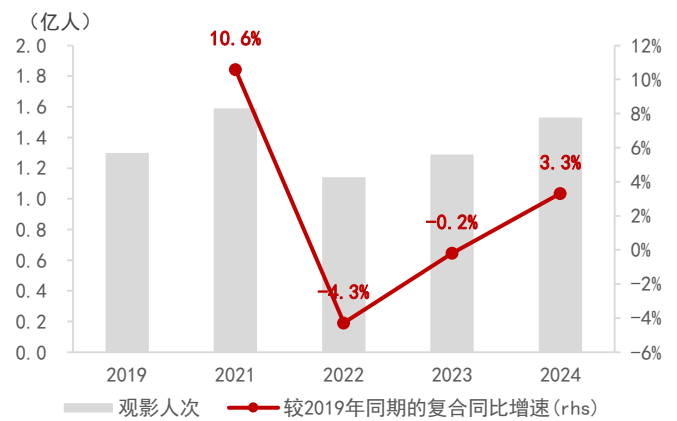
在票价进一步下调的情况下，观影人次的大幅上涨是票房增加的主要原因。2024年春节档观影人次高达1.53亿人，较去年同期增长18.6%（前值13.2%），较2019年同期平均复合增长3.3%（前值-0.2%）。

图表8：春节档票房收入与平均票价



资料来源：Wind，灯塔专业版，国联证券研究所

图表9：春节档观影人次



资料来源：Wind，灯塔专业版，国联证券研究所

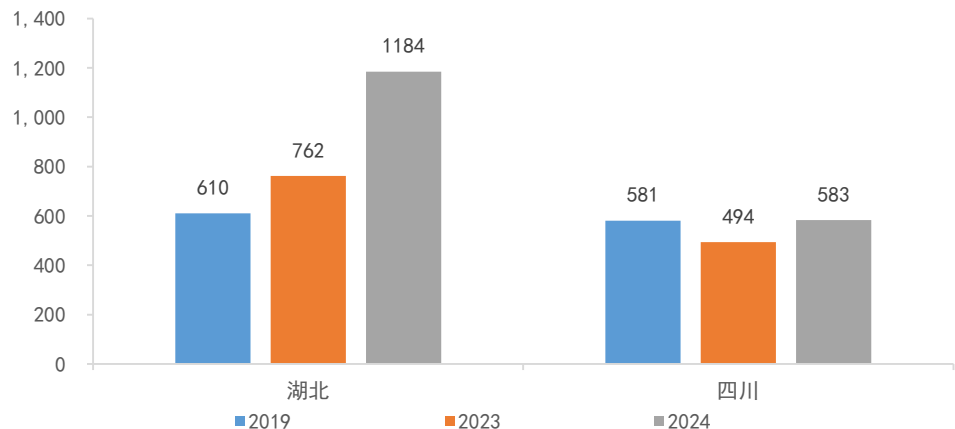
其次，旅游消费也有明显修复。

一方面，国内游相关服务消费或有望超过疫情前水平。由于国家税务总局依据增值税数据统计的消费行业销售收入常在节后第1天公布，文旅部统计的全国旅游收入也暂未发布。我们从一些省份已经公布的可比数据观察，国内旅游收入或有望超过2019年：

湖北文旅厅统计数据 displays，截至2月15日，湖北省A级旅游景区接待游客人次较2019年复合平均增长14.2%（前值5.7%），星级别饭店平均出租率（出租客房数/可出租客房数）较2019年同比复合增长1.4%（前值-0.6%）

据四川省文化和旅游产业领导小组办公室统计，截至2月15日15时，四川纳入统计的833家A级旅游景区接待游客人次较2019年同期复合平均增长0.1%（前值-4.0%），门票收入复合平均增长0.9%（前值-3.1%）。

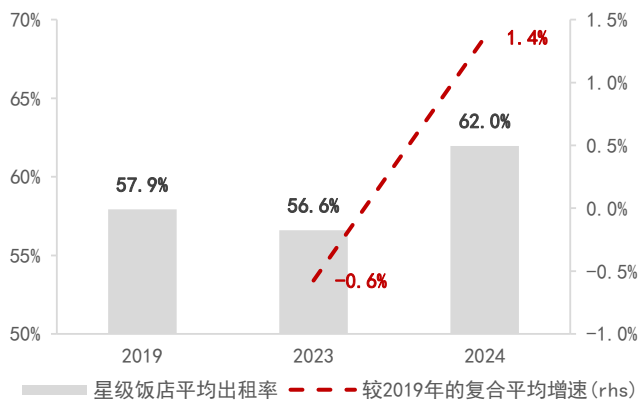
图表10：春节假期A级旅游景区接待游客人次（万人次）



资料来源：新华网，澎湃新闻，国联证券研究所；2019、2023年根据可比口径同比推算

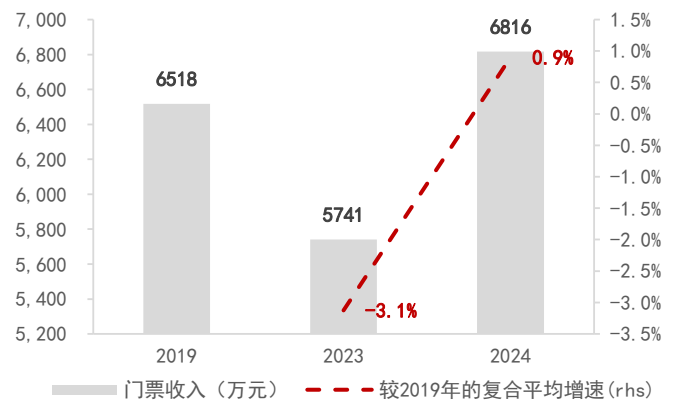


图表11: 湖北省星级饭店平均出租率



资料来源: 澎湃新闻, 国联证券研究所; 注: 出租率=出租客房数/可租客房数

图表12: 四川省A级景区门票收入



资料来源: 新华网, 国联证券研究所; 注: 19、23年根据可比口径同比推算

另一方面, 出境游消费持续回升, 或回到疫情前水平, 甚至有所增长。

据中国国家移民管理局预测<sup>4</sup>, 今年春节假期全国口岸日均通关人数将达 180 万人次, 与 2019 年春节的出入境流量相当。对比 2023 年五一、中秋国庆假期, 全国口岸日均通关人数分别是 2019 年同期的 59.2%、85.1%, 这说明不仅客单价较低的娱乐消费有所修复, 偏中高端的出境游消费需求可能也在持续修复中。

同时, 据新华社报道<sup>5</sup>, 今年春节假期首日, 携程平台的出境游订单较 2019 年同期实现增长; 今年春节假期前 3 天, 飞猪平台中, 已对中国游客实行免签的马尔代夫、马来西亚、新加坡等目的地的旅游商品预订量超过 2019 年春节同期。

### 1.3 地产销售有待提振

尽管春节假期出行情况有明显好转, 但地产销售数据仍较为低迷。从 30 大中城市新房销售的高频数据来看, 今年春节假期及前一周 (2.2-2.15, 共 14 天) 相较 2019 年春节同期 (1.28-2.10), 商品房成交面积的复合平均增速为-14.3%, 稍弱于 12 月-1 月的地产销售表现 (12 月、1 月较 2019 年同期的复合平均增速: -12.8%、-12.1%)。

春节假期地产销售的表现稍弱于近期政策带来的销售边际改善的预期。1 月底以来, 地产稳增长政策频出, 包括广州、苏州、上海在内的多个高能级城市陆续宣布放宽地产限购要求。与此同时, 多个三四线城市也密集推出购房优惠政策, 许多房企也配合推出春节“返乡置业”优惠活动<sup>6</sup>, 带来一定的销售回暖预期。

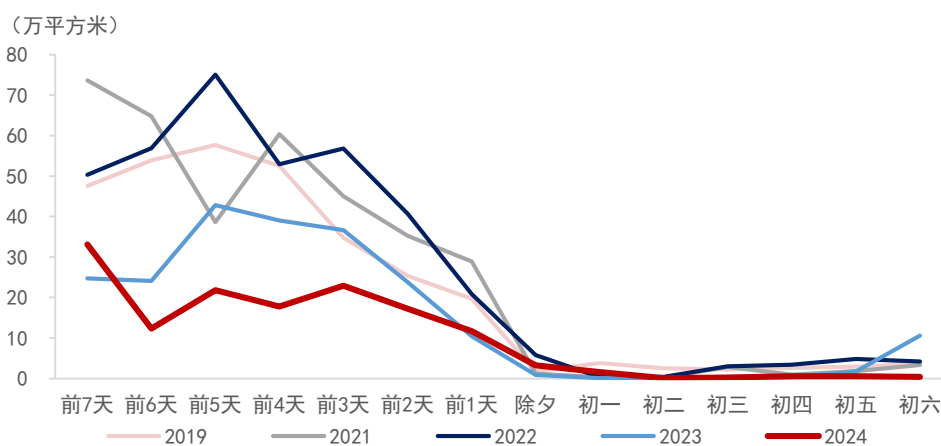
<sup>4</sup> [https://www.beijing.gov.cn/ywdt/zybwtd/202402/t20240205\\_3556768.html](https://www.beijing.gov.cn/ywdt/zybwtd/202402/t20240205_3556768.html)

<sup>5</sup> [https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202402/content\\_6931547.htm](https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202402/content_6931547.htm)

<sup>6</sup> <http://www.jwview.com/jingwei/html/02-16/579725.shtml>

春节假期地产销售的疲软可能与开发商推盘积极性偏弱有关。据克而瑞研究院监测，2月28个重点城市预计新增的商品房供应量环比下降21%，也较去年春节月（1月）下降15%。一线反馈也显示<sup>7</sup>，尽管春节假期开发商的营销积极性有所提高，但推盘力度可能仍然偏弱，不仅推盘量仍处于历史低位，2月预计新开楼盘中受市场关注的热盘也较少。市场信心有待进一步提振。

图表13：30大中城市商品房成交面积



资料来源：Wind，国联证券研究所

<sup>7</sup> <http://www.nbd.com.cn/articles/2024-02-12/3244784.html>

## 2. 社融存量环比有望从当前偏低位置回升

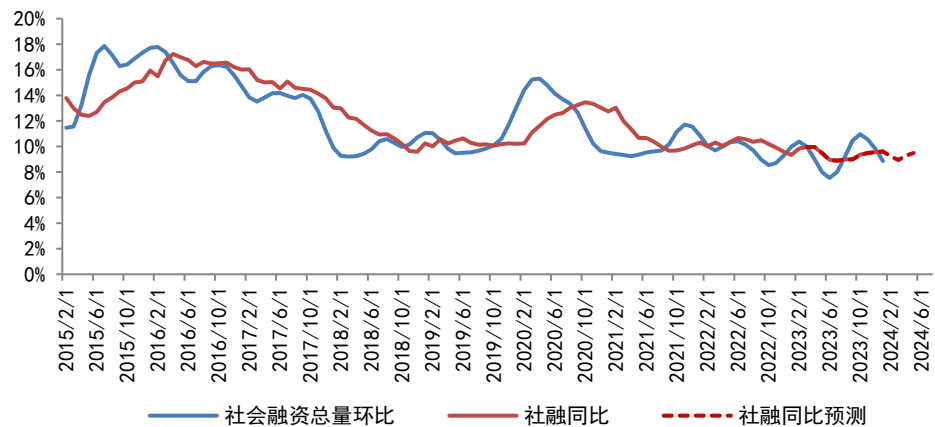
农历大年三十（2月9日）公布的1月社融数据虽然超预期，但是其存量季调环比之后的增速仍有下滑。信贷供给偏紧和政府债券发行偏弱可能拖累了社融增速。从目前来看，社融环比增速已经回落到偏低的水平，若后续社融环比增长能有所企稳，有望助推经济环比增长改善。

### 2.1 社融存量环比增长回落

1月社融增加6.5万亿，高于5.8万亿的市场一致预期。然而从存量社融——这一最重要的经济领先指标来看——其季调环比后的增长仍在持续回落，意味着当前的货币信用环境仍然偏弱。

当然，由于低基数方面的原因，1月存量社融同比与上个月持平。

图表14：存量社融环比和同比



资料来源：Wind，国联证券研究所

从结构上看，虽然存量银行承兑汇票和存量企业债券同比增长有改善，但是政府债券存量和人民币贷款余额的同比增长下滑拖累了整体社融的增长。

### 2.2 后续社融环比增长或有望改善

从目前来看，社融环比折年增长已经回落到8%出头的水平，与中央经济工作会议“社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”的要求<sup>8</sup>有一定差距。考虑到信贷供给偏紧与财政发力不足或对1月社融构成约束，伴随着这些约束逐步放松，我们认为未来社融环比增长有望企稳乃至有所回升，并助力经济环比反弹。

<sup>8</sup> 通常而言社融存量增长高于GDP增速+CPI增速2%-3%。

一方面，由于央行此前要求平滑信贷节奏，可能在信贷需求不错的情况下对信贷供给构成了一定抑制。支撑我们看法的证据包括：1) 1月承兑汇票增长偏高而票据融资大幅负增长；2) 在债务整顿抑制城投融资的情况下，企业债券发行也偏强；3) 包含了中长期企业贷款、企业债券、和信托委托贷款的中长期企业融资1月环比增长不弱<sup>9</sup>。

企业部门的信贷需求不错我们认为一方面与财政政策和准财政政策（PSL）发力有关，一方面也与中国企业部门继续在地产以外领域扩大再生产——推进资本支出有关（《中国经济的新周期和新特征——中国经济如何走向复苏（四）》）。

图表15：企业中长期融资存量同比



资料来源：Wind，国联证券研究所

在住房销售尚无明显起色的背景下，1月居民部门新增信贷尚可，一些投资者担忧增长是否可持续。我们注意到1月份居民人民币贷款的绝对规模（9801亿）也就是与2018-2019年相当。在利率水平明显下降、居民收入明显高于5年前水平的背景下，对居民信贷在当前水平上的增长似乎也无须过度担忧。

另一方面，可能受到去年底新增国债大量发行和PSL等准财政工具持续推进的影响，近期专项债发行进度偏慢，抑制了社融中政府债券的增长。

无论是从中央经济工作会议的要求来看，还是从平滑信贷节奏的角度来看，未来的信贷供给环境有望改善，都有助于存量社融环比增长回升；此外，在全年财政赤字给定的情况下，政府债券发行追赶进度也将对社融增长构成支撑。一般而言，社融存量环比增速如能回升，将有利于经济环比增长加速。

<sup>9</sup> 由于基数偏高，同比增长略有下滑

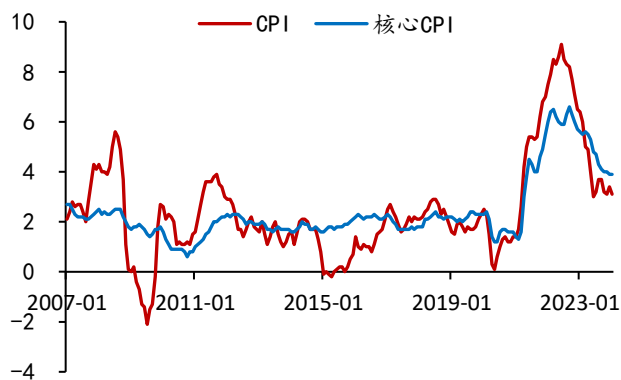
### 3. 美国通胀数据推迟降息预期

美国 1 月 CPI 数据略超预期，美联储降低通胀的任务或仍未完成。在通胀数据略超预期的情况下，市场关于美联储降息的预期明显降温。我们认为，3 月美联储就降息的可能性不大，6 月份降息也存在不确定性。虽然今年大概率降息，但是因为经济的韧性和通胀的风险，美联储降息的时点或偏晚。

#### 3.1 美国 CPI 超预期，降通胀还未完成

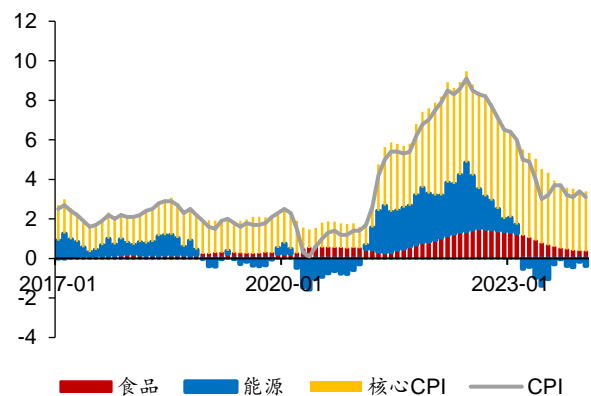
美国 1 月 CPI 与核心 CPI 均高于市场预期。1 月 CPI 环比上升 0.3%，超预期 0.2%；1 月核心 CPI 环比上升 0.4%，高于预期 0.3%。

图表16: CPI 和核心 CPI (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

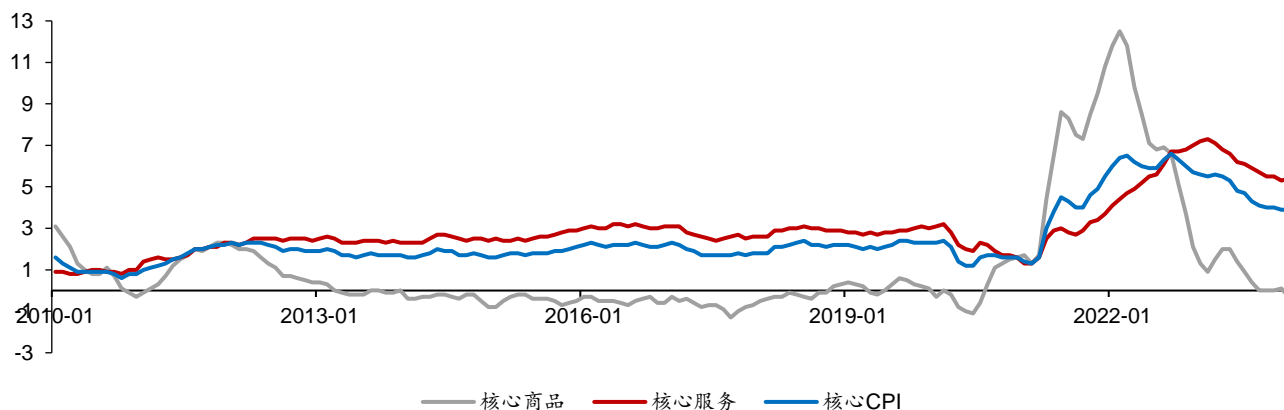
图表17: CPI 分项贡献分解 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

对美国的核心理通胀而言，商品通胀已不是问题，服务通胀环比加速，表现出明显韧性。具体而言，1 月核心服务的环比 0.7%，较上月大增 0.3pct，环比数据出现加速；核心服务通胀同比增长 5.4%，也较上月上升，上月 5.3%。

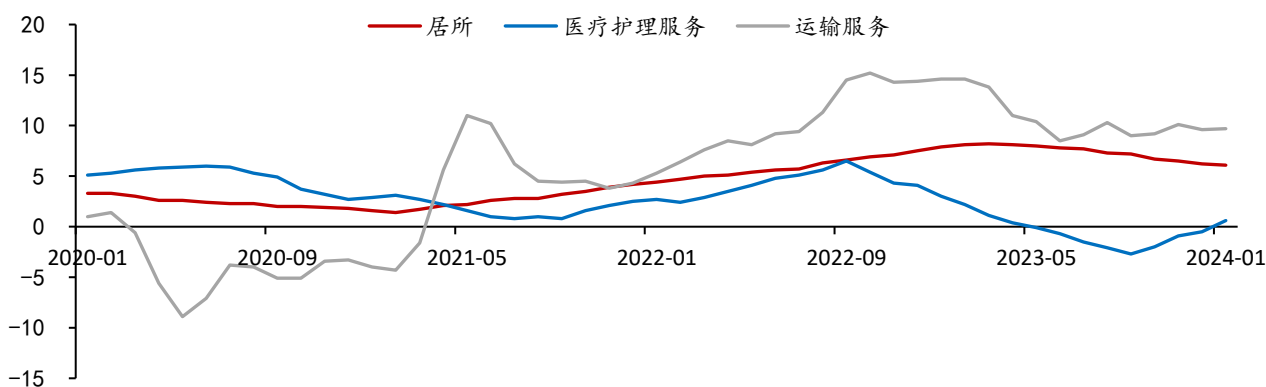
图表18: 核心 CPI 商品和服务的价格变化 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

从核心服务中的主要分项看,居所、医疗护理服务和运输服务环比都较上月增长,居所环比增长 0.6%,上月 0.4%,医疗护理服务环比增长 0.7%,上月 0.5%,运输服务环比增长 1%,上月 0.1%。同比较低的分项是医疗护理服务,1月同比增长 0.6%,也结束了连续 8 个月的负增长。总体而言,核心服务通胀中居所和运输服务的通胀仍然较高,离 2%还有距离。居所 1 月同比增长 6.1%,较上月略微回落<sup>10</sup>。

图表19: 核心服务 CPI 的主要分项同比 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

### 3.2 美联储降息降息时点或推迟到 6 月

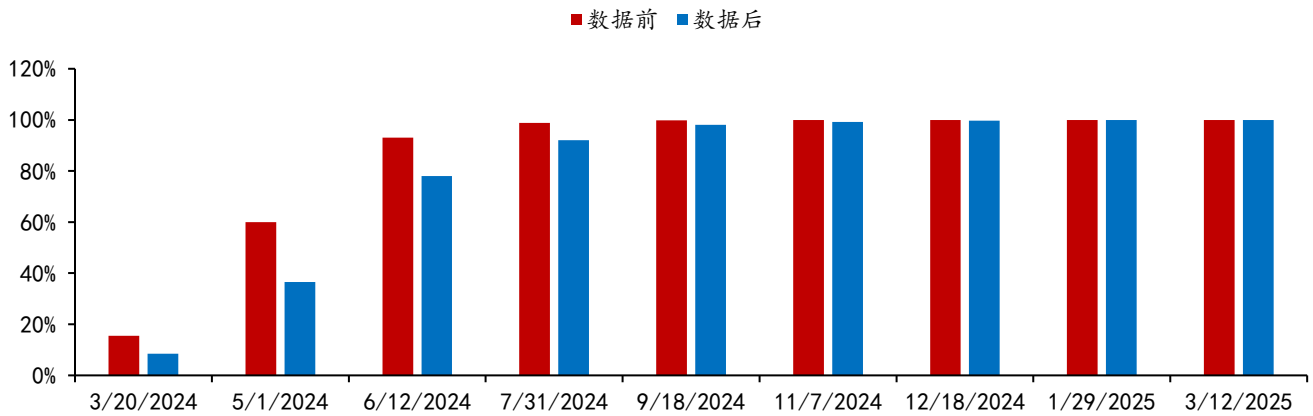
CPI 通胀数据略超预期,美联储或不会过早降息,数据公布后国债利率走高,市场也在重新定价美联储降息的可能性。

美联储 3 月会议降息的概率在通胀数据公布进一步下降,已经不足 10%。期货市

<sup>10</sup> 居所通胀是住宅通胀的一个分项。

场一度认为 6 月大概率会降息，通胀数据公布后 6 月降息的概率也降到了不足 80%。7 月降息的概率也略微下降，但仍超过 9 成。

图表20：美联储开始降息概率(%)

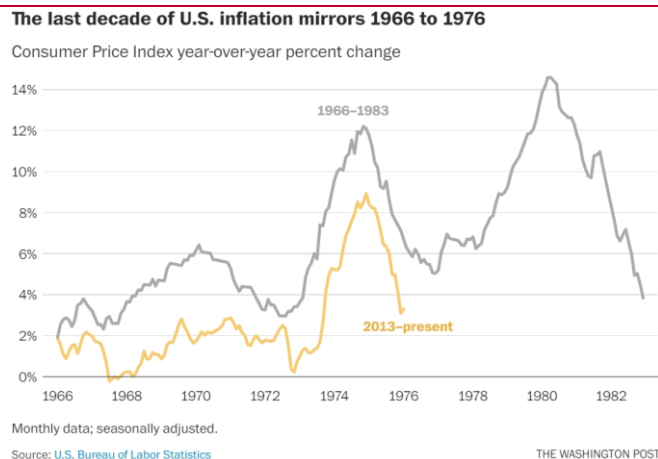


资料来源：CME，国联证券研究所整理

美联储决定政策利率的两个目标变量，一个是就业，另一个就是通胀。1 月的就业数据显示就业市场仍然强劲，这次的通胀报告显示降通胀的任务可能仍有些不确定性，两者加起来让美联储或不会太早降息。美联储 1 月会议上鲍威尔说 3 月降息不是他的基准预测，目前的数据基本上支持他的说法。

前财政部部长拉里·萨默斯(Larry Summers)在他 2023 年 8 月的文章里面画了这样的一张图<sup>11</sup>，把 2013 年以来的 CPI 走势和 1966 年的 CPI 走势画到一起，可以看到 2023 年 8 月截止，通胀的回落似乎像极了 70 年代大通胀时期通胀从 74 年开始回落的那部分轨迹。

图表21：当下 CPI 和历史上 60 年代 CPI 的对比(%)



资料来源：华盛顿邮报，国联证券研究所整理

<sup>11</sup> <https://www.washingtonpost.com/opinions/2023/08/24/federal-reserve-jerome-powell-inflation/>

近 10 年的 CPI 通胀走势确实和 1966-1976 年通胀的走势有几分相似，但是仅仅从这个曲线图的对比，并不足以说明接下来通胀的走势也将重蹈 70 年代的覆辙。

但是这个图至少是一个重要的提醒，通胀卷土重来的风险或是美联储目前降息的重要担忧。

#### 4. 风险提示

经济、政策与预期不一致，地缘政治恶化超预期，外需超预期下行，地产出现系统性风险



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼