

2024年05月05日

控通胀重回美联储首要目标

宏观研究团队

——五一全球宏观要闻

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

潘伟楨（分析师）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790524040006

● 巴以冲突似有转机，胡塞武装将扩大袭击范围

巴以停火谈判取得进展，冲突似有转机。5月4日哈马斯宣布派代表团赴埃及，以“积极态度”参加谈判。在释放被扣押人员问题上表现出更大灵活性，停火谈判取得进展。总的看，双方均有和谈的意愿，结束冲突似有转机出现。

胡塞武装称将扩大袭击范围至地中海。也门胡塞武装发言人叶海亚·萨雷亚5月3日说，胡塞武装将对在地中海航行的与以色列有关联的船只发动袭击。但该行动能否真正对地中海船只造成威胁尚未可知。

● 全球经济：美国就业放缓，欧洲经济略有提升，美联储表态中性偏鸽

美国4月新增非农就业降温，但后续还需进一步观察。4月新增非农就业17.5万人，较2月份初值有较大下降。趋势上看，近3个月平均新增就业24.2万人，较3月份初值有较大下降，为2024年以来首次。劳动参与率不变，失业率小幅走高。薪资同比增速继续下行，工作时长略有下降。3月职位空缺率亦有所下降。考虑到后续数据可能会经历修正，因此更进一步的情况还需观察。

美欧制造业均有走软，欧元区经济略有回升。4月美国与欧洲制造业PMI均有所下降，且处于荣枯线以下，制造业恢复面临一定程度的逆风。一季度欧元区GDP同比增长0.4%，环比增加0.3%，较2023年4季度有所提速，但绝对增速仍低，结合前述制造业PMI数据来看，欧洲经济或仍相对疲弱。

5月FOMC：控通胀重回美联储货币政策首要目标。美联储在5月FOMC上宣布利率水平保持不变，6月开启放缓缩表进程。鲍威尔发布会上基本否定了后续加息的可能性，表现出较为中性的姿态，由于通胀形势“不妙”，其对于今年降息似乎缺乏信心，但也未完全排除降息的可能。我们认为美联储2024年不降息的可能性正在逐渐加大，即使降息，最快的窗口期可能在4季度。

● 国内政策：政治局会议基调积极，预期或将改善

1、中共中央政治局4月30日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。会议基调积极，亮点在于地产或迎增量政策、发债节奏将加快、叠加三中全会即将召开，市场预期或将边际改善。

2、发改委就一季度经济形势和宏观政策答记者问。将坚持乘势而上，避免前紧后松，针对经济运行中存在的突出矛盾问题，加快推动各项既定部署落到实处、见到实效。重点关注建设全国统一大市场和新能源汽车相关支持措施。

3、发改委发表两篇文章回应“产能过剩”问题。从全球视野和市场规律出发客观辩证看待产能问题，认为中国新能源产品“产能过剩”难以立论，以“产能过剩”为由推行贸易保护主义损人不利己。

4、一季度，企业贷款稳定增长，工业、服务业和基础设施中长期贷款高增，普惠绿色涉农贷款持续平稳增长，消费贷、房地产贷款余额增速略降。

5、部分一线和高能级城市进一步放开限购（北京、成都、天津等）；南京发布住房公积金新政，支持跨城公积金互认；继深圳后，上海倡议发起住房“以旧换新”活动。

● 五一高频跟踪：消费在偏高的基数上仍实现一定增长，“量”的支撑较强

1、消费场景：拆分收入、人次、人均三要素来看，观影约为2019年同期的90%、97%、93%；免税约为2023年同期的66%、90%、73%；“五一”前三天4省合计接待游客4137万人，较2019、2023年同期增长了33%、11%。

2、人流：多数好于2023年，较2019年的修复水平超过清明。全社会、营运性、小客车流动量分别为2019年同期的130%、88%、146%，2023年同期的108%、105%、108%。

3、地产：二手房成交量表现尚可。销售端：价格上看，截至4月中旬二手房挂牌价指数延续下行趋势；成交量上看，最近两周30城商品房成交量仍处历史低位，而二手房成交量接近2021年，弱于2019、2023年，好于2020、2022年。施工端：节前两周地产链工业品表观需求平均值仍处历史低位。

大类资产：全球股市大多上涨，原油、黄金价格下跌。

● 风险提示：国内政策不及预期，俄乌冲突反复超预期，美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《预期或将改善—4月政治局会议学习》-2024.5.1

《基本面分化明显，预期或将改善—兼评4月PMI数据》-2024.4.30

《黑色系商品价格延续回暖—宏观周报》-2024.4.28

目 录

1、 全球宏观要闻：巴以冲突似有转机，胡塞武装将扩大袭击范围.....	4
1.1、 巴以停火谈判取得进展，冲突似有转机.....	4
1.2、 胡塞武装称将扩大袭击范围至地中海.....	4
2、 全球经济：美国就业放缓，欧洲经济略有提升，美联储表态中性偏鸽.....	4
2.1、 美国4月新增非农就业降温，但后续还需进一步观察.....	4
2.2、 美欧制造业均有走软，欧元区经济略有回升.....	6
2.3、 5月FOMC：控通胀重回美联储货币政策首要目标.....	7
3、 国内政策：政治局会议基调积极，预期或将改善.....	10
3.1、 4月政治局会议简评：预期或将改善.....	10
3.2、 发改委就一季度经济形势和宏观政策答记者问.....	10
3.3、 发改委对产能过剩问题的两篇评论文章要点.....	10
3.4、 央行发布2024年一季度金融机构贷款投向报告.....	11
3.5、 地方楼市需求端政策持续放开.....	11
4、 国内经济：4月PMI数据分化，预期或将改善.....	12
4.1、 制造业：生产强于需求，出口链延续韧性.....	12
4.2、 建筑业：房建承压，基建或有波折，专项债和实物工作量仍弱.....	12
4.3、 服务业：4月转弱，前瞻数据指向五一“量”有支撑.....	13
4.4、 预期或将改善.....	14
5、 五一高频跟踪：消费在偏高的基数上仍实现一定增长，“量”的支撑较强.....	14
5.1、 消费场景：高基数掣肘下，2024年五一消费仍实现小幅修复，量的支撑仍较强.....	14
5.2、 人流：较2019年的修复水平强于清明，出入境延续回暖.....	16
5.3、 地产：二手房成交量表现尚可.....	17
5.4、 食品：农产品价格延续回落，猪肉价格小幅回落.....	18
6、 大类资产：全球股市大多上涨，原油、黄金价格下跌.....	19
7、 风险提示.....	20

图表目录

图 1： 美国新增非农就业人数有所下降.....	5
图 2： 4月失业率上升、劳动参与率不变.....	6
图 3： 4月25-54岁等区间人口劳动参与率上升.....	6
图 4： 4月时薪增速小幅下行.....	6
图 5： 3月职位空缺数、空缺率下降.....	6
图 6： 美欧4月制造业PMI均有所降低.....	7
图 7： 欧元区经济略有回升.....	7
图 8： 美国去通胀趋势逆转.....	9
图 9： 4月全国暴雨，制造业PMI小幅走弱但连续2个月处于扩张区间.....	12
图 10： 4月建筑业新订单PMI下滑.....	13
图 11： 4月专项债发行缩量.....	13
图 12： 1-4月12省专项债发行同比-75%.....	13
图 13： 预计4月挖机内销转弱、开工小时数降幅收窄.....	13
图 14： 预计五一消费“量”有支撑、“价”待观察.....	14
图 15： 五一消费场景恢复水平一览.....	15

图 16: 估计 2024 年全国“五一”接待游客可能修复为 2019 年同期的 120%.....	15
图 17: 五一档票房收入为 2019 年同期的 90%.....	16
图 18: 五一档观影人次为 2019 年同期的 97%.....	16
图 19: 全社会跨区域流动量的恢复好于清明.....	16
图 20: 五一迁徙指数的峰值创新高.....	17
图 21: 国际航班升起 2024 年春节高位.....	17
图 22: 商品房成交面积处于同期历史低位.....	18
图 23: 14 城二手房成交量接近 2019 年, 弱于 2021、2023 年, 好于 2020、2022 年.....	18
图 24: 五一节前两周, 地产链表观需求平均值均处于历史低位.....	18
图 25: 五一节前两周农产品价格延续回落.....	19
图 26: 图 4: 五一节前两周猪肉价格小幅回落.....	19
表 1: 4 月非农新增就业细项及变动.....	5
表 2: 美联储 5 月决议内容相较于 3 月有较大改变.....	8
表 3: 全球各类资产假期表现.....	20

1、全球宏观要闻：巴以冲突似有转机，胡塞武装将扩大袭击范围

1.1、巴以停火谈判取得进展，冲突似有转机

据新华社报道，埃及安全部门人士透露，哈马斯在释放被扣押人员问题上表现出更大灵活性，停火谈判取得进展。自 2023 年 10 月 7 日新一轮巴以冲突以来，以色列在加沙地区的军事行动目前已经造成超过 3 万人死亡，带来了巨大的人道主义灾难，并对全球局势产生了重要影响。目前来看，由于美国政府向卡塔尔施加压力，称如果哈马斯继续拒绝与以色列达成停火协议，卡塔尔方面应将哈马斯领导人驱逐出境。在此背景下，5 月 4 日哈马斯宣布派代表团赴埃及，以“积极态度”参加谈判。事实上，双方谈判之所以能够取得一定的进展，是基于内外部政治压力下做出的选择。对以色列而言，虽然其军事力量占优，但随着冲突进入相持阶段，其国内不满声音越来越大，国际压力也在增强，这都对以色列继续进行冲突带来强大的阻力；哈马斯方面亦是如此，面对较为悬殊的军事与经济实力，冲突继续进行下去前途未卜。因此总的来看，双方均有和谈的意愿，结束冲突似有转机出现。

1.2、胡塞武装称将扩大袭击范围至地中海

据新华社消息，也门胡塞武装发言人叶海亚·萨雷亚 5 月 3 日说，胡塞武装将对在地中海航行的与以色列有关联的船只发动袭击。自 2023 年 10 月巴以冲突以来，胡塞武装多次使用无人机和导弹袭击红海、阿拉伯海等地，对亚欧航线造成了重要影响，在 3 月 14 日，胡塞武装已经宣布将对“关联以色列”船只的打击范围扩大至印度洋南部海域。不过考虑到地中海与也门之间最近距离也有约 1800 公里，而且胡塞武装的导弹和无人机要进入地中海还需通过埃及或以色列的防空系统，因此该行动能否真正对地中海船只造成威胁尚未可知。

2、全球经济：美国就业放缓，欧洲经济略有提升，美联储表态中性偏鸽

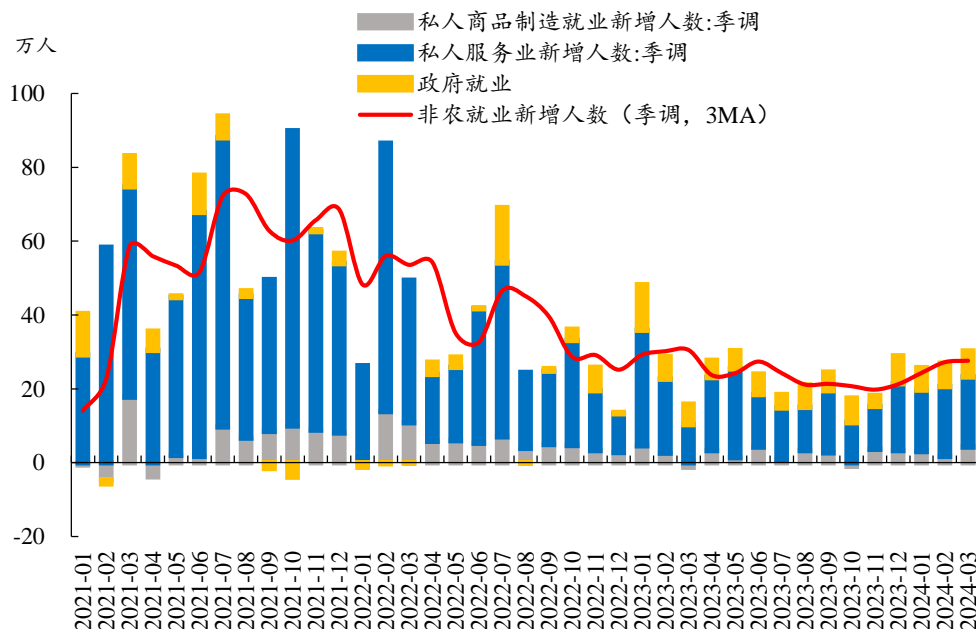
2.1、美国 4 月新增非农就业降温，但后续还需进一步观察

4 月新增非农就业 17.5 万人，较 3 月份初值有较大下降，且低于市场预期的 24 万。2 月、3 月新增非农就业分别下修 3.4 万、上修 1.2 万，两个月累计下修 2.2 万。在 3 月非农报告中，我们曾判断 2 月非农数据或会经历一定程度的下修，从 4 月修正后数据来看，2 月份数据确实出现了一定的下修，但 3 月份非农数据经历了小幅上修，4 月数据后续或也将面临一定程度修正。趋势上看，近 3 个月平均新增就业 24.2 万人，较 1-3 月季调后数据微幅下降，为 2024 年以来首次，显示当前美国就业市场有所降温。

结构上看，私人部门新增就业小幅下降，政府就业大幅下降。其中零售业、运输仓储业、教育和保健服务新增就业较多。4 月私人部门就业新增 16.7 万（制造业+1.4 万，服务业+15.3 万），政府就业新增 0.8 万。分行业来看，零售业、运输仓储业、教育和保健服务新增就业较多，分别新增 2.0 万、2.2 万、9.5 万。此外，休闲和

酒店业 4 月新增就业较 3 月回落较多，运输仓储业新增就业回升较多，美国政府新增就业有大幅回落。教育和保健服务目前仍是新增就业的最主要行业，美国服务业仍是当前经济的主要支撑。

图1：美国新增非农就业人数有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：4月非农新增就业细项及变动

行业(千人)	占比 (%)	较3月变化	2024-04	2024-03	2024-02	近3月平均
总体新增非农	100.0	-140	175	315	236	242
私人部门	95.4	-76	167	243	181	197
采矿业	-1.7	-6	-3	3	0	0
建筑业	5.1	-31	9	40	24	24
制造业	4.6	12	8	-4	-9	-2
批发业	5.8	0	10	10	-4	6
零售业	11.5	5	20	15	23	20
运输仓储业	12.5	16	22	6	31	20
公用事业	0.0	1	0	-1	3	1
信息业	-4.6	-12	-8	4	-3	-2
金融活动	3.4	1	6	5	-7	1
专业和商业服务	-2.3	-14	-4	10	6	4
教育和保健服务	54.3	7	95	88	80	88
休闲和酒店业	2.9	-48	5	53	26	28
其他服务业	4.0	-6	7	13	10	10
政府就业	4.6	-64	8	72	55	45

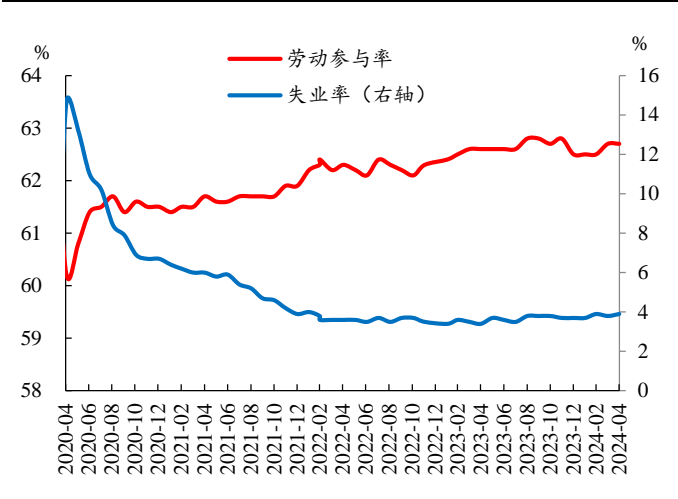
数据来源：Wind、开源证券研究所

劳动参与率不变，失业率小幅走高。4月美国劳动参与率录得62.7%，失业率为3.9%，失业率较3月份略有提升，劳动参与率不变。4月份调查城市人口增加18.2万，劳动力人口增加8.7万。总就业人口上升2.5万，失业人口上升6.3万，导致失业率上升0.1个百分点。分项来看，年龄段来看，25-54岁区间劳动参与率小幅上升0.1个百分点至83.5%，处于疫情以来最高位，显示当前主力劳动人群就业意愿强劲。

薪资同比增速继续下行，工作时长略有下降。4月美国非农就业时薪录得34.75美金，同比上升3.9%，环比上升0.2%，分别较3月份下降0.2个百分点、0.1个百分点，均低于市场预期。

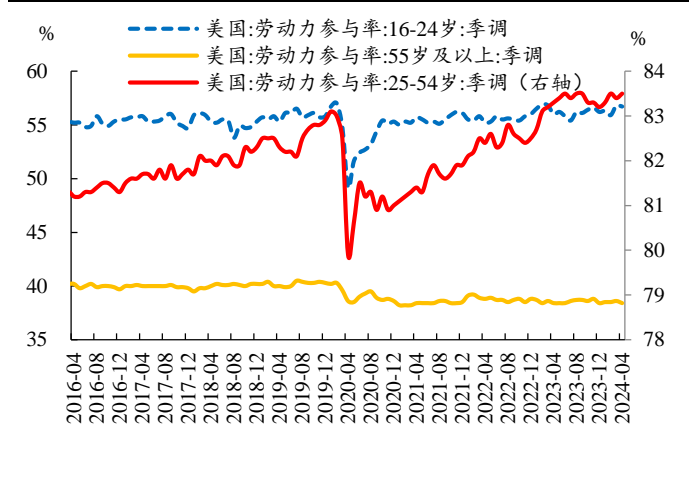
从3月LOJTS数据来看，3月份职位空缺数为848.8万人，较2月下降约32.5万人，职位空缺率为5.1%，目前每个求职者对应约1.31个工作岗位，美国劳动力市场的供需紧张程度略有下降。同时，职工主动离职率录得2.1%，较3月份略有下降，或表明当前企业与员工的招人/换工作的意愿边际略有降低。

图2：4月失业率上升、劳动参与率不变



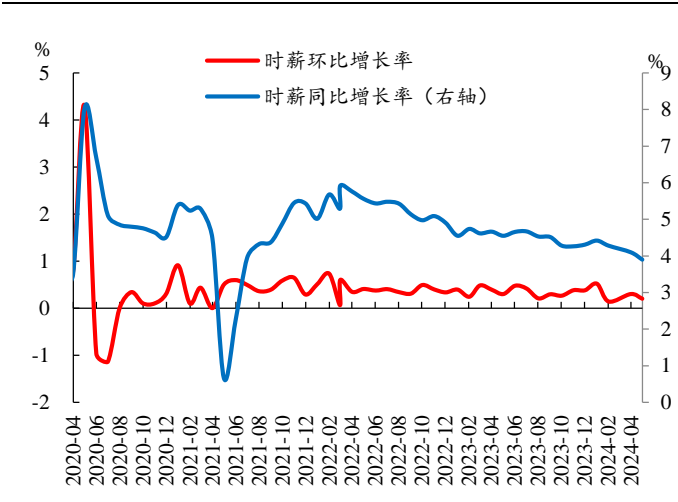
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：4月25-54岁等区间人口劳动参与率上升



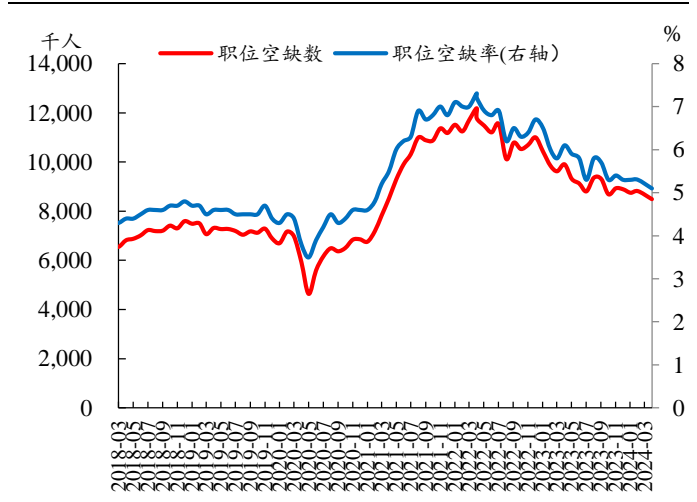
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：4月时薪增速小幅下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：3月职位空缺数、空缺率下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

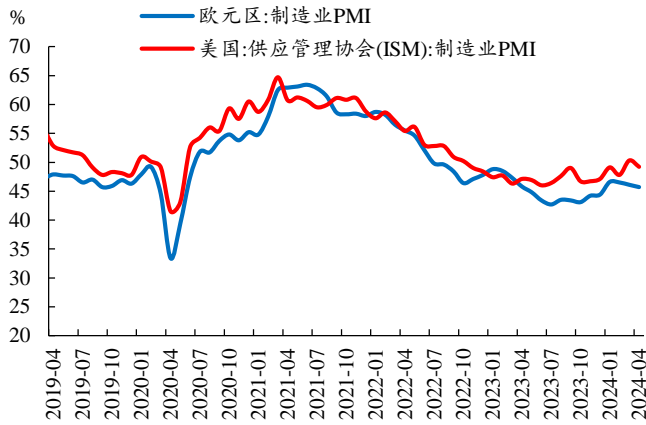
总的来看，4月非农数据确实下降较多，但这一方面是3月份新增就业较多，从移动平均数据来看，下降幅度实则有限；另一方面，考虑到后续数据可能会经历修正，因此更进一步的情况还需观察。当然，当前就业数据的降温对于稳定市场情绪具有重要作用，短期内有助于提振市场的风险偏好。

2.2、美欧制造业均有走软，欧元区经济略有回升

4月美国ISM制造业PMI录得49.2%，较3月下降1.1个百分点，且重新回到荣枯线以下。欧元区4月制造业PMI录得45.7%，较3月下降0.4个百分点，且连

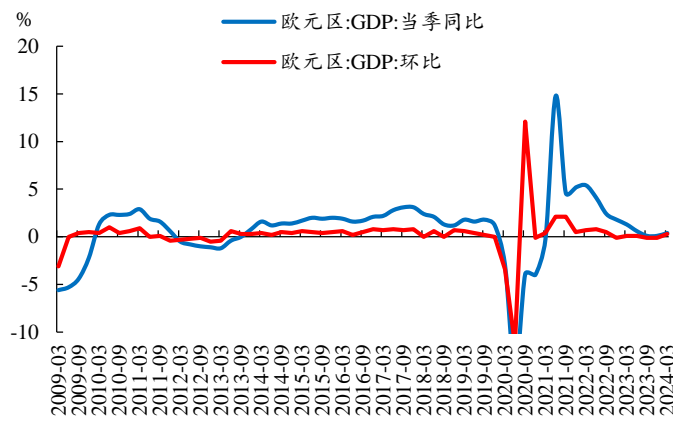
续 4 个月下降。当前美欧制造业恢复面临一定程度的逆风，或与央行维持较高利率水平有关。一季度欧元区 GDP 同比增长 0.4%，环比增加 0.3%，均较 2023 年 4 季度有所提速，但绝对增速仍低，结合前述制造业 PMI 数据来看，欧洲经济或仍相对疲弱。在此背景下，欧央行降息或将落地，而美联储降息则还需等待，欧美央行货币政策或将在 6 月份迎来显著分化。

图6：美欧 4 月制造业 PMI 均有所降低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：欧元区经济略有回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、5 月 FOMC：控通胀重回美联储货币政策首要目标

利率水平保持不变，6 月开启放缓缩表进程。 美联储在此次会议上宣布保持利率水平不变（5.25%-5.5%）。缩表方面，将于 6 月份开始放缓缩表进程，且主要集中在持有的国债端。

在声明中，美联储的措辞同 3 月份相比有较大不同。一是在通胀表述方面，美联储认为近几个月在实现 2% 的通胀目标方面缺乏进一步进展 (In recent months, there has been a lack of further progress toward the Committee's 2 percent inflation objective)；二是关于缩表方面，美联储表示将从 6 月开始将持有国债缩减规模从 600 亿美元/月降至 250 亿美元/月，但 MBS 的缩减规模仍然保持不变，且超过此上限的本金投资于国债。最后，美联储依旧强调了坚定致力于将通货膨胀恢复到 2% 的目标。

表2：美联储5月决议内容相较于3月有较大改变

声明要点	5月会议表述	3月会议表述
美国经济	最近的指标表明经济活动继续稳步扩张。	最近的指标表明，经济活动一直在稳步扩张（at a solid pace）。
就业与通胀	就业增长依然强劲，失业率也保持在较低水平。过去一年通胀有所放缓，但仍处于高位。近几个月来， 在实现2%的通胀目标方面缺乏进一步进展。	就业增长依然强劲，失业率也保持在较低水平。过去一年通胀有所放缓，但仍处于高位。
货币政策目标	委员会力求在长期内实现最大就业和2%的通货膨胀率。委员会判断，实现就业和通胀目标的风险在过去一年已趋向更好的平衡。经济前景不明朗，委员会仍高度关注通胀风险。	委员会力求在长期内实现最大就业和2%的通货膨胀率。委员会判断，实现就业和通胀目标的风险正在趋向更好的平衡。经济前景不明朗，委员会仍高度关注通胀风险。
货币政策行动	为了支持其目标，委员会决定将联邦基金利率的目标范围维持在5-1/4%至5-1/2%。在考虑对联邦基金利率目标范围的任何调整时，委员会将仔细评估传入数据、不断变化的前景和风险平衡。委员会预计，在对通胀持续向2%迈进更有信心之前，不宜降低目标范围。此外，委员会将继续减少其持有的国债、机构债务和机构抵押贷款支持证券。 从6月开始，委员会将通过将每月国债赎回上限从600亿美元降低至250亿美元，减缓其证券持有量下降的速度。委员会将把机构债务和机构抵押贷款支持证券的每月赎回上限维持在350亿美元，并将超过此上限的任何本金再投资于国债。 委员会坚定致力于将通货膨胀率恢复到2%的目标。	为了支持其目标，委员会决定将联邦基金利率的目标范围维持在5.25%至5.5%。在考虑对联邦基金利率目标范围的任何调整时，委员会将仔细评估传入数据、不断变化的前景和风险平衡。委员会预计，在对通胀持续向2%迈进更有信心之前，不宜降低目标范围。此外，委员会将继续减少其持有的国债、机构债务和机构抵押贷款支持证券，如其先前宣布的计划所述。委员会坚定致力于将通货膨胀率恢复到2%的目标。
货币政策立场	在评估货币政策的适当立场时，将继续监测新信息对经济前景的影响。如果出现可能阻碍委员会目标实现的风险，委员会将准备酌情调整货币政策立场。委员会的评估将考虑广泛的信息，包括劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期以及金融和国际发展的数据。	将继续监测即将发布的信息对经济前景的影响，包括公共卫生、劳动力市场状况、通胀压力和通胀预期以及金融和国际形势等信息，同时如果出现可能阻碍相关货币政策目标实现，将会准备适当调整货币政策立场。

资料来源：美联储、开源证券研究所

从发布会上鲍威尔的发言和表态来看，**鲍威尔基本否定了后续加息的可能性，试图表现出较为中性的姿态**，但总的来看，与3月表态基本一致，但通胀形势“不妙”，其对于今年降息似乎缺乏信心，但也未完全排除降息的可能。具体而言：

(1) **后续的货币政策上**，鲍威尔认为当前的利率水平具有充分的限制性（Sufficiently restrictive），后续进行加息是不可能的（it's unlikely that the next policy rate move will be a hike）。对于之前的宽松偏向（easing bias），鲍威尔表示需要考虑3种可能性的货币政策路径，一方面若通胀持续超预期，就业市场很强，导致没有更多的信心（we're not gaining greater confidence），则结果是不降息（hold off on rate cuts）；另一方面，若通胀持续靠近2%的货币政策目标，亦或劳动力市场出现超预期走弱，这个时候则会导致美联储考虑降息。对于后续的货币政策行动，还需要关注包括通胀数据、通胀预期、经济情况等在内的全部情况（whole story），大选年的政治因素并不会对会决策产生影响。

(2) **关于通胀水平**，鲍威尔表示当前去通胀进程陷入停滞，通胀数据持续超过预期，因此并未获得更多的信心，但长期通胀预期仍相对稳定。从当前的情况来看，商品通胀与非房核心服务通胀是驱动通胀上行的主要原因，住房通胀预期后续还会下降，可能需要花更长时间才能回到2%目标；

(3) **关于美国经济**，鲍威尔表示当前美国经济比较强，尽管一季度 GDP 增速有所下降，但私人国内最终购买（Private Domestic Final Purchases，不包括库存投资、政府支出和净出口）在第一季度增长了 3.1%，私人消费非常稳健，在这种情况下，美国经济并不存在滞胀（stagflation）的问题。

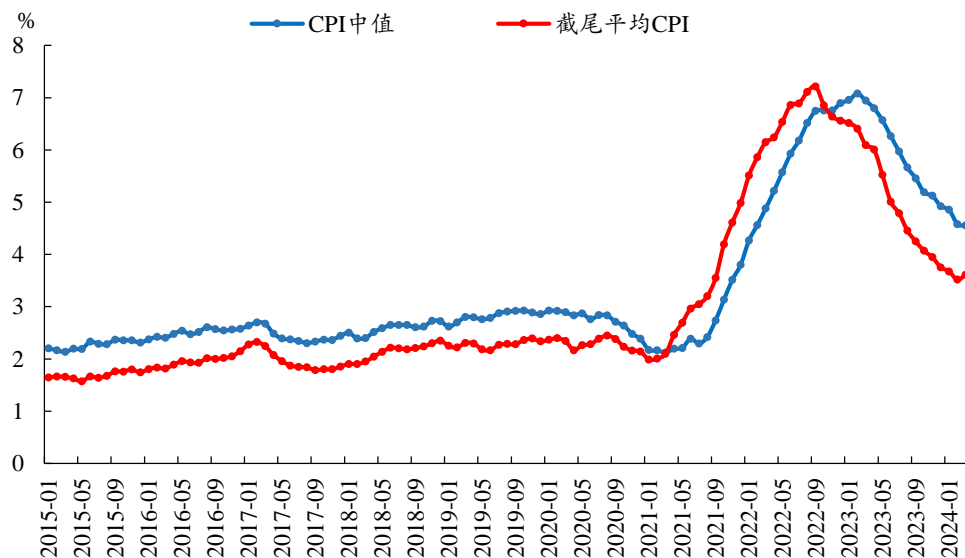
(4) **关于放缓缩表**，鲍威尔表示放缓缩表主要是减少可能的货币市场压力（reducing the possibility that money markets experience stress），并不代表美联储货币政策转向，也不代表美联储最终的缩表计划将会缩水（does not mean that our balance sheet will ultimately shrink by less than it would），而是为了更加循序渐进、更加顺畅的进行缩表，同时也符合在长期美联储资产端以美国国债为主的计划。

如何理解美联储后续的货币政策节奏？我们认为，从 3 月通胀数据来看，当前美国去通胀进程已经陷入较为明显的停滞，一则后续商品价格并不存在快速下降的基础，且可能会对民众的通胀预期产生一定负面影响；二则核心通胀方面，虽然鲍威尔表示房租通胀会继续下降，但从 Zillow 房租指数来看，3 季度后房租通胀或将转正，从而带动核心通胀回落更加缓慢，届时美国或将面临更大的通胀压力（详见《美联储 2024 年可能不降息——美国 3 月 CPI 点评》）。我们从亚特兰大联储构建的 CPI 中值、截尾平均 CPI 这两个能代表美国通胀走势的指标来看，截尾平均 CPI 较 2 月有所反弹，CPI 中值的下降程度也非常小，显示当前通胀形势较为严峻。对美联储而言，当前的通胀水平肯定是不能接受的

从 1 季度 GDP 数据来看，私人部门需求端也较为强劲（详见《美国滞胀风险较低——美国 1 季度 GDP 数据点评》），从这个角度看，美国通胀的反弹压力并不小。因此综合来看，我们认为**美联储 2024 年不降息的可能性正在逐渐加大，即使降息，最快的窗口期可能在 4 季度。**

对各类资产而言，我们认为虽然鲍威尔对后续的降息持相对中立态度，但通胀“形势比人强”，美联储 2024 年降息可能性越来越小，因此 10 年期美债中枢或将稳定在 4.5% 左右，从而对美国的金融条件指数带来一定压力，对应的美股仍有一定程度的调整风险，而黄金短期内也将面临一定程度的调整风险。

图8：美国去通胀趋势逆转



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、国内政策：政治局会议基调积极，预期或将改善

3.1、4月政治局会议简评：预期或将改善

中共中央政治局4月30日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。会议基调积极，亮点在于地产或迎增量政策、发债节奏将加快、叠加三中全会即将召开，市场预期或将边际改善。（详见《预期或将改善》）

会议对经济回升向好给予肯定，总体比较满意。经济挑战方面，仍把“需求不足”放在首位，但删去“产能过剩”表述。政策基调坚持“稳中求进”，要求“乘势而上，避免前紧后松”指向政策有望加速落地，关注债券加快发行、设备更新和以旧换新落地、以及可能的降准。发展新质生产力注重三个方面，“壮大耐心资本”指向引导长期资金入市。改革方面，7月召开三中全会，重点研究进一步全面深化改革、推进中国式现代化。化险方面，关注地产政策放松以及化债可能的增量举措，地产政策或将起积极变化。绿色低碳（碳达峰、降能耗）与设备更新结合，可能催化行业供给侧改革逻辑。

3.2、发改委就一季度经济形势和宏观政策答记者问

(1) 总体情况：开局良好、回升向好是当前中国经济运行的基本特征和趋势，积极因素增多，动能持续增强，社会预期改善，高质量发展扎实推进。下一步，**将坚持乘势而上，避免前紧后松，针对经济运行中存在的突出矛盾问题，加快推动各项既定部署落到实处、见到实效，强化政策预研储备并根据形势需要及时推动出台，切实巩固和增强经济回升向好态势，高质量完成好全年目标任务。**

(2) 关于建设全国统一大市场有关工作进展及下一步安排：具体进展表现为“五个统一”和“三个规范”。下一步，一方面，**抓紧完善制度。**制定建设全国统一大市场标准指引，报请出台实施《关于完善市场准入制度的意见》《社会信用建设法》，把有利于全国统一大市场建设的各项制度规则立起来。另一方面，**抓紧破除障碍。**构建问题举报核查及整改通报长效机制，深入开展重点领域市场分割、地方保护等突出问题专项整治，持续通报典型案例，发挥镜鉴作用，把不利于全国统一大市场建设的各种障碍掣肘破除掉。

(3) 后续新能源汽车产业发展支持措施：一是推进产业优化升级，促进动力电池、智能驾驶等技术研发创新，提升整车和零部件标准化集成化水平。促进新能源汽车骨干企业发展壮大，加快落后企业和产能退出，推动新能源汽车企业优化重组；二是更好满足消费需求，加快推动《推动消费品以旧换新行动方案》落实；三是加快基础设施建设。

3.3、发改委对产能过剩问题的两篇评论文章要点

5月1日，发改委发布《从全球视野和市场规律出发客观辩证看待产能问题》文章。文章要点包括全球产能布局是市场规律和经济全球化共同作用的客观结果，将供需平衡限定在一国范围内，忽视市场经济下的比较优势，**把各国出口优势优质产品等同于“产能过剩”，实际上否定了国际分工的合理性、经济全球化的规律性。**把供需波动等同于“产能过剩”是违背市场经济规律的常识性错误。宏观经济周期、消费者偏好调整、贸易壁垒、技术进步、自然灾害等因素都会加大企业调整产能的

难度，任何国家都会出现某些行业、某些时段供需不匹配的现象，局部的供需缺口与整体的动态平衡并无矛盾。中国深度参与全球分工和合作，是全球产业链供应链稳定畅通运行的重要支撑。中国积极践行可持续发展理念，是推动全球绿色低碳转型的重要力量。中国坚定维护市场经济原则，是各国企业扎根发展的理想沃土。

5月3日，发改委发文《以“产能过剩”之名行贸易保护主义之实损害全球贸易和经济增长》。

文章表示，一、所谓中国新能源产品“产能过剩”难以立论。二、以“产能过剩”为由推行贸易保护主义损人不利己。具体内容上：一是不利于世界贸易增长和经济恢复。以“产能过剩”为借口将经贸问题泛政治化、泛安全化，既无助于解决其自身产业发展面临的问题，也将进一步拖累全球贸易增长和世界经济恢复。二是拖累全球应对气候变化、推进绿色低碳转型的进程。中国新能源产品在满足国内需求、推动实现“双碳”目标的同时，也为全球应对气候变化、实现绿色低碳发展作出了积极贡献。三是推行贸易保护主义会形成反噬，终将搬起石头砸自己的脚。历史反复证明，贸易保护主义损人不利己，没有赢家。三、坚决反对以“产能过剩”为名搞保护主义。各国应携手践行真正的多边主义。反对将经贸问题泛政治化泛安全化，坚持拆墙而不筑墙、开放而不隔绝、融合而不脱钩，推动构建开放型世界经济。同时，中国将坚定不移推进高水平对外开放。

3.4、央行发布 2024 年一季度金融机构贷款投向报告

一季度，企业贷款稳定增长，工业、服务业和基础设施中长期贷款高增，普惠绿色涉农贷款持续平稳增长，消费贷、房地产贷款余额增速略降。

2024年一季度末，金融机构人民币各项贷款余额247.05万亿元，同比增长9.6%。企事业单位贷款稳步增长。本外币企事业单位贷款余额164.98万亿元，同比增长11.2%，固定资产贷款同比增长12.5%。经营性贷款同比增长12.7%。工业、服务业和基础设施相关行业中长期贷款保持较高增速，贷款余额分别同比增长23.6%、11.3%、13.4%。普惠金融各领域贷款增长较快；绿色贷款保持高速增长，季度增量创历史新高；涉农贷款持续增长。住户消费贷款增速略降，经营性贷款保持较快增长。本外币住户贷款余额81.45万亿元，同比增长5.1%。人民币房地产贷款余额53.52万亿元，同比下降1.1%，比上年（2023年）末增速低0.1个百分点。

3.5、地方楼市需求端政策持续放开

部分一线和高能级城市进一步放开限购（北京、成都、天津等）；南京发布住房公积金新政，支持跨城公积金互认；继深圳后，上海倡议发起住房“以旧换新”活动。

北京市住建委4月30日发布《关于优化调整北京市住房限购政策的通知》，提出在执行现有住房限购政策的基础上，允许已拥有住房达到限购套数的居民家庭，到五环外新购一套住房。北京自2011年起执行了13年的住房限购政策，迎来首次调整。天津4月30日发布通知明确本市户籍居民在市内六区购买单套120平方米以上新建商品住房的，不再核验购房资格；北京市和河北省户籍居民以及在上述两地就业的人员在天津购买住房时将享受与天津户籍居民同等的购房政策。4月28日，成都市发布《关于进一步优化房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》，明确从4月29日起成都市商品住房项目不再实施公证摇号选房，全市范围内住房交易不再审核户籍、社保等购房条件，不再限制购买套数。

南京 5 月 3 日发布南京住房公积金新政，支持都市圈互认互贷，九城职工可跨城使用公积金购房。

5 月 3 日，上海市房地产行业协会、上海市房地产经纪行业协会联合倡议在本市发起商品住房“以旧换新”活动。首批参加倡议的房地产开发企业 20 余家、房地产经纪机构近 10 家，首批参加倡议的项目 30 余个。

4、国内经济：4 月 PMI 数据分化，预期或将改善

2024 年 4 月官方制造业 PMI 50.4%，预期 50.4%，前值 50.8%；官方非制造业 PMI 51.2%，预期 52.3%，前值 53.0%。

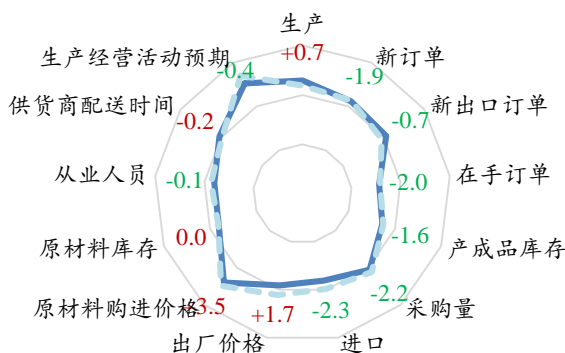
4.1、制造业：生产强于需求，出口链延续韧性

(1)4 月全国多次区域性暴雨，制造业 PMI 仍连续 2 个月处于扩张区间，供需结构边际承压，外需和出口链延续韧性。PMI 生产与 PMI 新订单剪刀差衡量的供需缺口从 3 月的-0.8%再度转正至 1.8%。生产端，出口链延续韧性，汽车景气度居历史高位。

(2)原材料涨幅大于出厂价格，上游盈利或好于中下游，预计 PPI 同比小幅回升。4 月 PPI 环比可能在 0.1%左右，同比为-2.2%左右。

(3)分类型来看，中、小型企业生产经营连续 2 个月回暖。4 月 BCI 指数下降了 0.2 个百分点至 51.9%，主因消费品价格预期偏弱。

图9：4 月全国暴雨，制造业 PMI 小幅走弱但连续 2 个月处于扩张区间



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：除疫情等特殊期间，供应商配送时间通常为反向指标

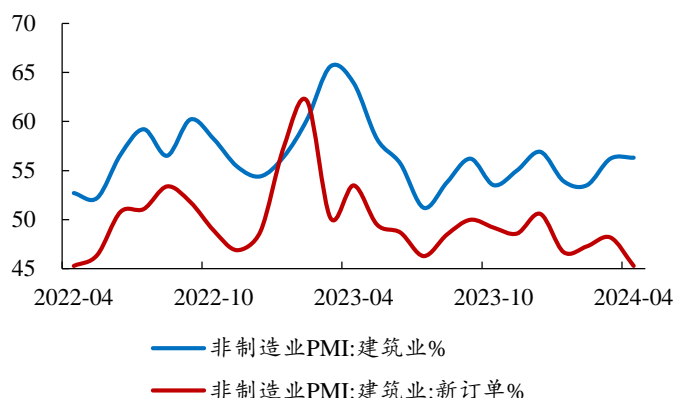
4.2、建筑业：房建承压，基建或有波折，专项债和实物工作量仍弱

4 月建筑业 PMI 提高 0.1 个百分点至 56.3%，其中基建好于房建，土木工程 PMI 边际改善了 3.9 个百分点至 63.7%。

资金端：专项债发行迟缓拖累 PMI 建筑业新订单至新低。截至 4 月 29 日，专项债发行进度为 18.6%，与往年同期水平的差距有所走扩。且部分省市化债影响趋于显现，1-4 月 12 省¹、非 12 省新增专项债 712、6512 亿元，同比增速为-75%、-51%。

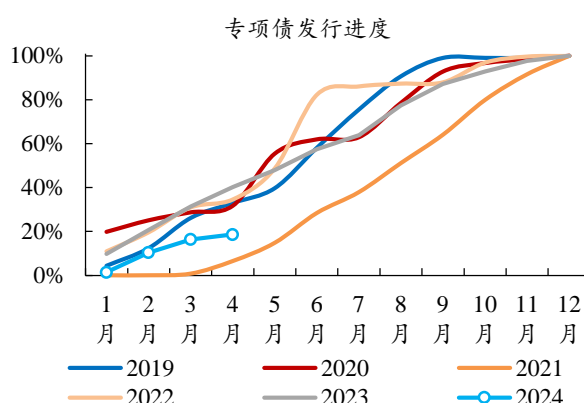
实物工作量：未有明显回升。石油沥青开工率降至 2022 年同期水平，水泥开工率低位小幅回升。近期权益关注的挖掘机，预估 4 月内销 9500 台、同比-0.1%，4 月开工小时数同比降幅收窄至-3.2%，开工延续温和改善但销售延续性待观察。往后看，发改委将推动所有 2023 年增发国债项目于 6 月底前开工建设，叠加超长期特别国债有序发行，预计 Q2 基建或小幅降速但后续有望蓄势回升。

图10：4 月建筑业新订单 PMI 下滑



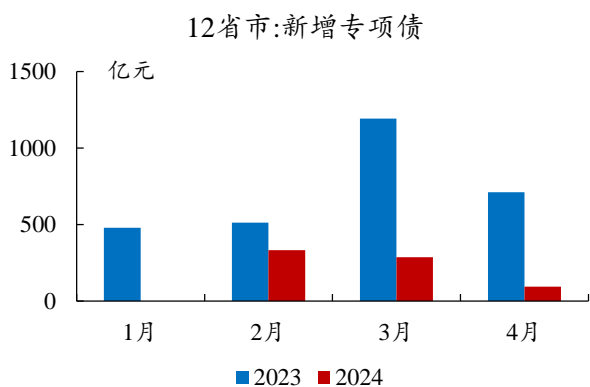
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：4 月专项债发行缩量



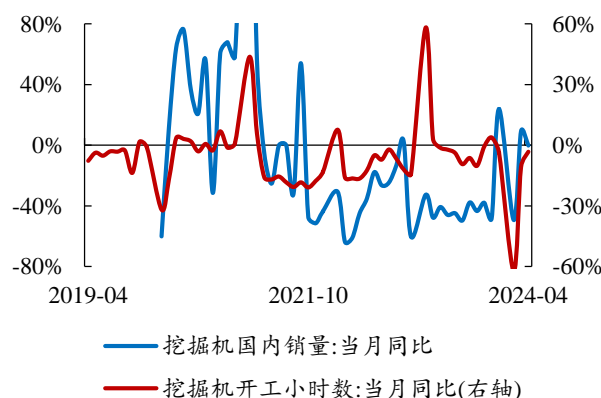
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：1-4 月 12 省专项债发行同比-75%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：预计 4 月挖机内销转弱、开工小时数降幅收窄



数据来源：Wind、CME、今日工程机械、开源证券研究所；注：2024 年 4 月为预测数据

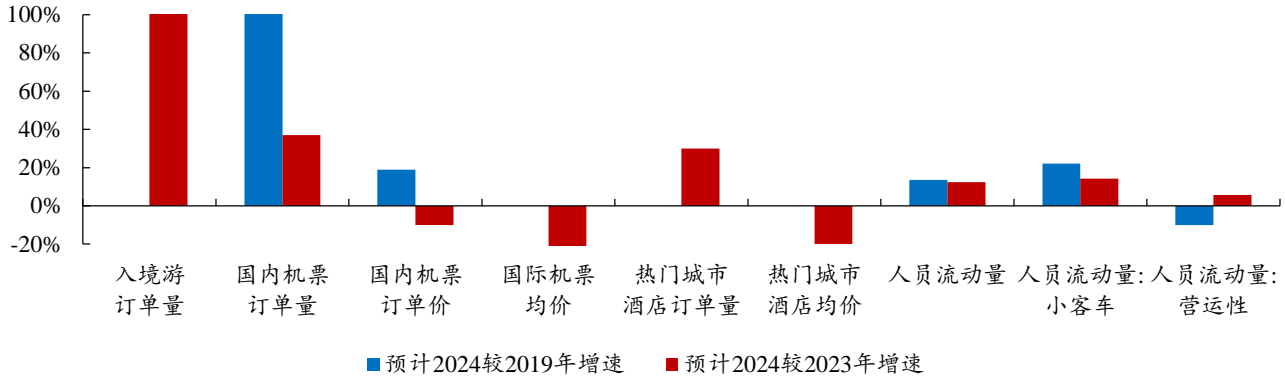
4.3、服务业：4 月转弱，前瞻数据指向五一“量”有支撑

4 月服务业 PMI 下降了 2.1 个百分点至 50.3%，表征预期的服务业新订单 PMI 为 46.5%，仍处于荣枯线下。

¹ 12 省为重庆、辽宁、云南、广西、内蒙古、贵州、天津、黑龙江、吉林、甘肃、宁夏、青海。

五一消费前瞻来看，预计“量”有支撑、“价”仍待观察。“量”方面：日均全社会跨区域人员流动量、入境游订单量、国内机票订单量、热门城市酒店订单量同比增长 12%、30%、37%、130%；“价”方面：国内机票均价、热门城市酒店均价下降-27%、-20%。

图14：预计五一消费“量”有支撑、“价”待观察



数据来源：携程、航班管家、交通部、去哪儿等、开源证券研究所；注：入境游订单量和国内机票订单量增速较高，此处未完整显示

4.4、预期或将改善

4 月制造业延续扩张、房建承压、基建或有波折、服务业走弱，整体而言好于 2023 年 4 月的回踩程度，但也需注意生产偏强对供需结构的潜在压力。

3 月 PMI 点评中我们曾提示“2024 年和 2023 年存在诸多共性但传导路径截然不同。因此经济实质性改善仍需更多数据来验证，但中长期来看积极因素正在积聚”。4 月 30 日，政治局会议重点研究进一步全面深化改革、推进中国式现代化问题，并指出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式”、“要深入实施地方政府债务风险化解方案，确保债务高风险省份和市县既真正压降债务、又能稳定发展”，一方面释放了稳增长和加快经济结构转型的积极信号，另一方面有利于纾解市场对地产和化债的隐忧。后续关注地产放松增量政策，专项债、超长期特别国债也有望加快发行。

5、五一高频跟踪：消费在偏高的基数上仍实现一定增长，“量”的支撑较强

5.1、消费场景：高基数掣肘下，2024 年五一消费仍实现小幅修复，量的支撑仍较强

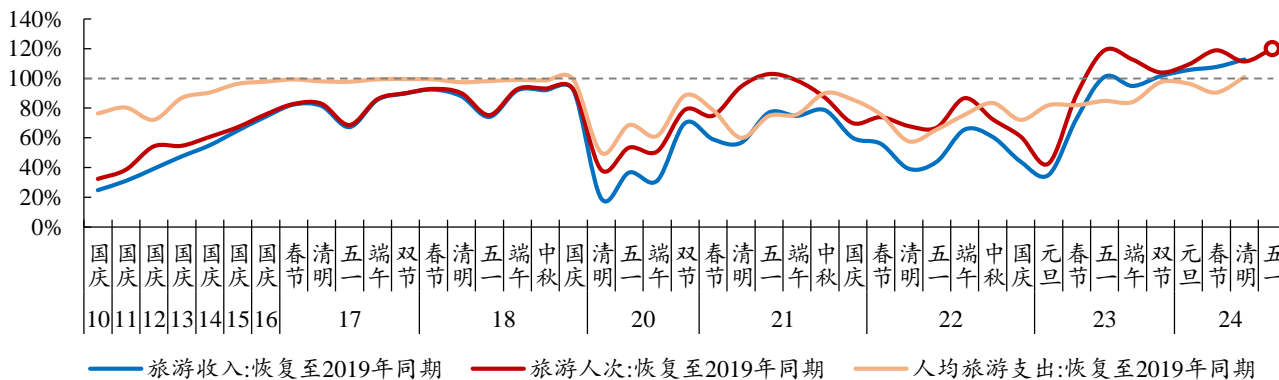
图15: 五一消费场景恢复水平一览

场景	细项	口径	2024	较2019同期增长	较2023同期增长
国内游	人次(四川, 万人)	四川文旅厅	1627.04	35.4%	9.2%
	人次(黑龙江, 万人)	黑龙江文旅厅	809.80	64.1%	25.7%
	人次(广东, 万人)	广东文旅厅	791.90	4.7%	0.0%
	人次(湖北, 万人)	湖北文旅厅	908.67	40.0%	12.3%
	人次(四省合计, 万人)		4137.41	33.4%	10.8%
境外游	日均出入境人员(万人)	国家移民管理局	176.00	-16.8%	40.5%
免税	收入(亿元)	海口海关	1.15		-34.1%
	人次(万人)	海口海关	2.13		-10.3%
	人均支出(元)	海口海关	5384.00		-26.7%
观影	收入(亿元)	猫眼	13.63	-9.8%	4.0%
	人次(亿人)	猫眼	0.34	-3.1%	3.8%
	票价(元)	猫眼	40.40	-6.9%	0.2%
出行	全社会跨区域流动量(亿人):	交通部	8.68	29.7%	7.6%
	小客车流动量(亿人)	交通部	7.00	46.3%	8.3%
	营运性客运量(即老口径, 亿人):	交通部	1.68	-12.0%	5.0%
	铁路(亿人)	交通部	0.55	25.8%	1.3%
	公路(亿人)	交通部	1.03	-24.2%	6.5%
	水路(亿人)	交通部	0.04	-30.7%	17.8%
	民航(亿人)	交通部	0.06	10.5%	6.0%
	国内机票价格(元)	航班管家	890.00	19.0%	-10.0%

数据来源: Wind、各省市文旅厅、海口海关、猫眼、交通部、航班管家、开源证券研究所

(1)旅游: 考虑到文旅部尚未披露全国数据, 我们将四川、黑龙江、广东、湖北四省进行汇总, 测算四省“五一”合计接待游客 4137 万人, 较 2019、2023 年同期增长了 33%、11%。其中, 广东受暴雨天气影响持平 2023 年。全国“五一”接待游客人次或弱于 4 文旅大省的平均水平, 我们估计可能修复至 2019 年同期的 120%左右。

图16: 估计 2024 年全国“五一”接待游客可能修复为 2019 年同期的 120%

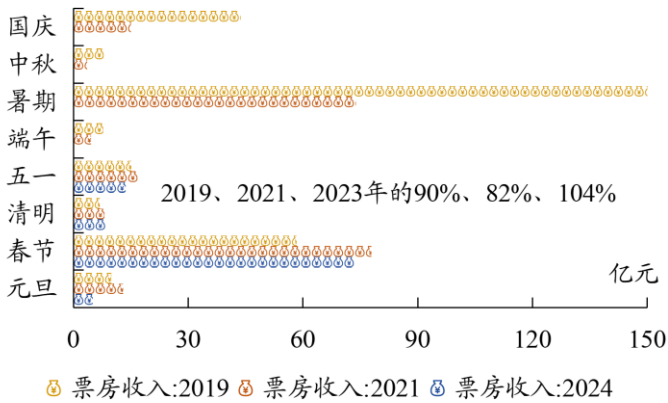


数据来源: 文旅部、各省市文旅厅、开源证券研究所; 注: 2024 年五一为估计值。由于图表宽度有限, 对各年份采用缩写, 例如 24 表示 2024 年

(2)免税: 5 月 1 日海口海关共监管离岛免税销售金额 1.15 亿元、免税购物人数 2.13 万人次、人均消费 5384 元, 收入、人次、人均约为 2023 年同期的 66%、90%、73%, 出境游恢复较快或一定程度上挤出国内高端消费。

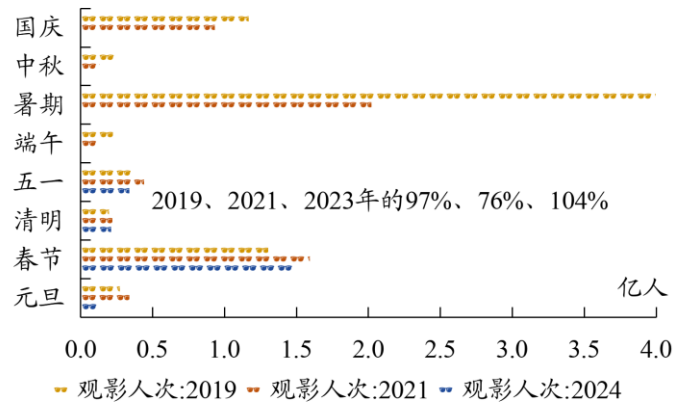
(3)电影: 五一总票房有望创新高。2024 年五一档前 4 天, 电影总票房为 13.63 亿元, 受益于本次假期安排多 1 日总票房有望创新高。按同比口径来看, 收入、人次、人均分别为 2019 年的 90%、97%、93%, 为 2023 年的 104%、104%、100%。

图17: 五一档票房收入为 2019 年同期的 90%



数据来源: Wind、猫眼电影、开源证券研究所

图18: 五一档观影人次为 2019 年同期的 97%

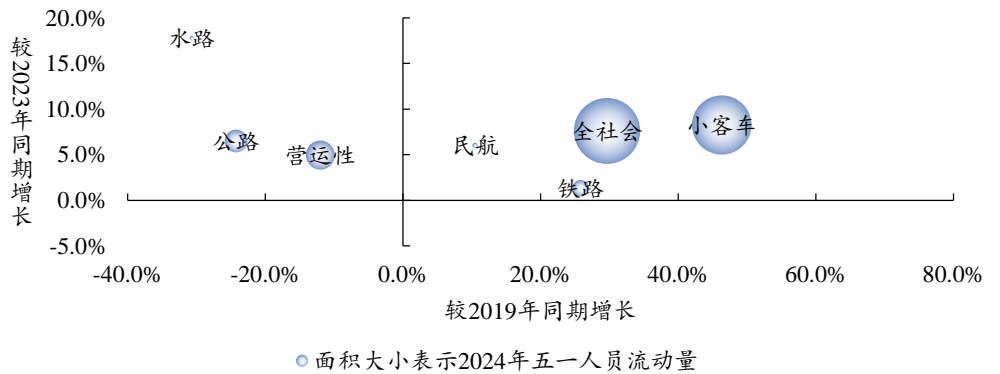


数据来源: Wind、猫眼电影、开源证券研究所

5.2、人流: 较 2019 年的修复水平强于清明, 出入境延续回暖

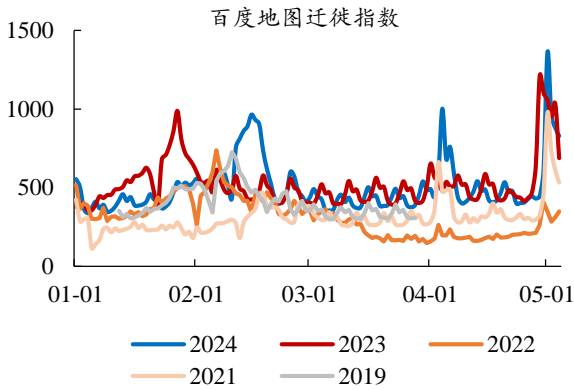
(1)全社会跨区域流动量大超过 2019 年: 交通部数据显示, 5 月 1 日至 5 月 3 日, 全社会跨区域人员流动量累计 8.68 亿人次, 较 2019 年、2023 年同期分别增长 29.7%、7.6%, 其中营运性客运量(老口径)变动-12.0%、+5.0%, 小客车流量增长 46.3%、8.3%, 自驾出行意愿延续偏强; 分类型来看, 铁路、民航相对较好。

图19: 全社会跨区域流动量的恢复好于清明

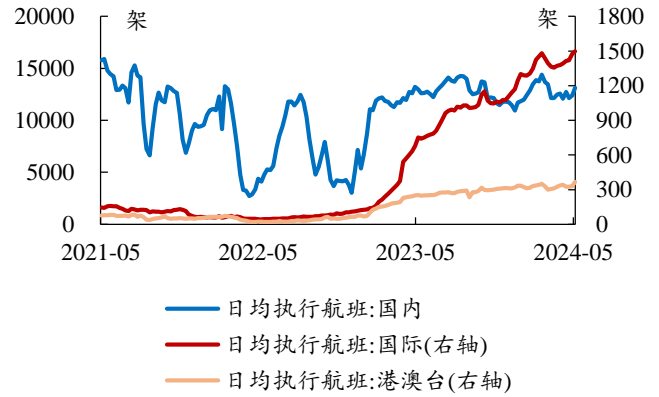


数据来源: 交通部、开源证券研究所; 注: 全社会跨区域流动量=营运性+小客车, 营运性=铁路+公路+水路+民航。

(2)百度迁徙指数创新高: 五一期间(5月1日至5月4日), 全国百度迁徙指数均值为 1008, 较 2023 年同期下滑了 6.7%, 但峰值水平创下历史同期新高的 1362。可能与 2023 年五一消费火热(高基数)、2024 年五一多地暴雨天气有关。

图20：五一迁徙指数的峰值创新高


数据来源：百度地图慧眼、开源证券研究所

图21：国际航班升超2024年春节高位


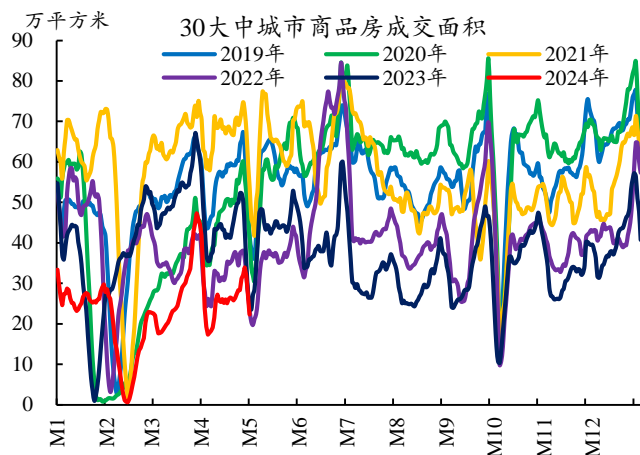
数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) 出入境加速回暖：五一假期，国内、国际、港澳台日均执行航班分别为12899、1527、352架次，其中国际航线延续改善，已超过2024年春节期间的1481架次；航线运力恢复对应价格边际有所下行。4月26日，国家移民管理局预测，“五一”假期全国日均出入境人员将达176万人次，较2023年同期增长40.5%，我们测算约为2019年同期的83%。

5.3、地产：二手房成交量表现尚可

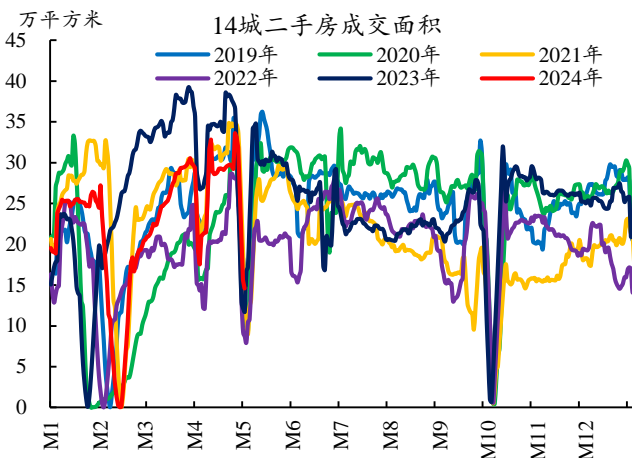
销售端：二手房成交量表现尚可。最近两周（4月20日至5月3日），全国30大中城市商品房成交面积平均值较上两周环比回落0.7%，从季节性上看处于同期历史低位，较2021、2022、2023年同期分别同比下降61.2%、20.3%、34.3%。二手房市场看，价格方面，截至4月15日，二手房出售挂牌价指数延续回落；成交量方面，最近两周（4月20日至5月3日），二手房成交量接近2021年，弱于2019、2023年，好于2020、2022年。

图22：商品房成交面积处于同期历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

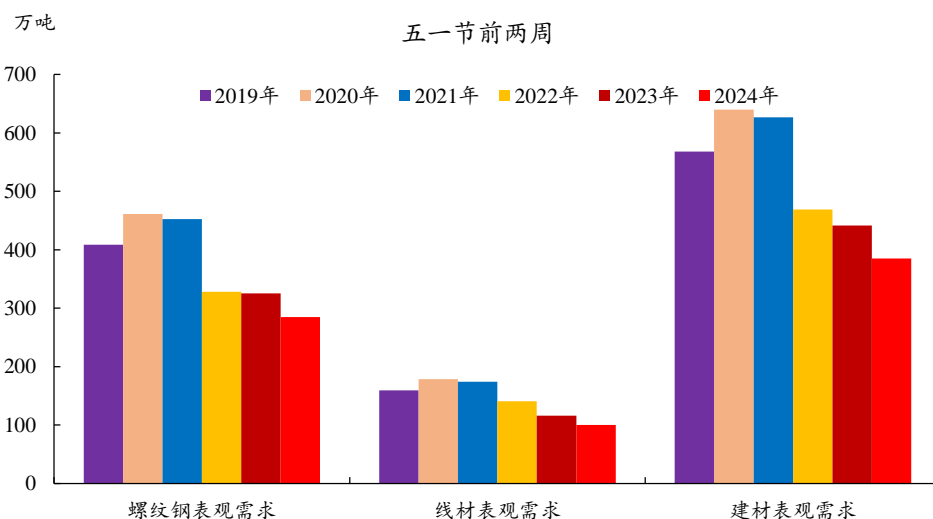
图23：14城二手房成交量接近2019年，弱于2021、2023年，好于2020、2022年



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：14城指北京、深圳、杭州、南京、成都、青岛、苏州、厦门、东莞、扬州、南宁、佛山、金华、江门。

施工端：地产链需求处于历史低位。五一节前两周，螺纹钢、线材、建材等地产链工业品表观需求平均值处于历史低位，平均值低于2019-2023年同期。

图24：五一节前两周，地产链表观需求平均值均处于历史低位



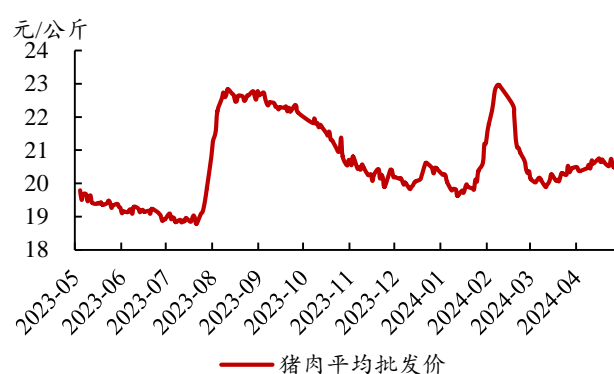
数据来源：Wind、开源证券研究所

5.4、食品：农产品价格延续回落，猪肉价格小幅回落

五一节前两周（4月17日至4月30日），农产品价格延续回落，农产品价格200指数平均值较上两周环比下降1.2%，猪肉价格小幅回落，猪肉平均批发价较上两周环比下降0.1%。

图25：五一节前两周农产品价格延续回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：图 4：五一节前两周猪肉价格小幅回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

6、大类资产：全球股市大多上涨，原油、黄金价格下跌

春节假期期间，全球股市大多上涨。4.30日—5月3日，受美国非农数据不及预期影响，美联储降息预期有所升温，美国股市录得小幅上涨，但纳斯达克中国金龙指数收涨4.96%。欧洲股市大多录得降幅，日经指数小幅上涨0.21%。但恒生指数上涨4.11%，领跑全球主要股指。

商品方面，受地缘政治局势可能缓和影响，原油价格录得一定幅度跌幅，但天然气价格录得较大涨幅。债券市场方面，受非农数据及美联储中性偏鸽表态影响，美国国债收益率下行13bp，幅度较大。汇率方面，美元指数有所下降，离岸人民币汇率上涨，美元兑日元录得较大跌幅，或许日本政府干预有关。

表3：全球各类资产假期表现

资产类别	4月29日	5月3日	涨跌幅	资产类别	4月29日	5月3日	涨跌幅
股票				金属			
标普500指数	15983.08	16156.33	1.08%	COMEX 黄金 (美元/盎司)	2341.30	2301.00	-1.72%
纳斯达克综合指数	5116.17	5127.79	0.23%	COMEX 白银 (美元/盎司)	27.15	26.500	-2.38%
道琼斯工业指数	38386.09	38675.68	0.75%	NYMEX 铂金 (美元/盎司)	961.50	965.30	0.40%
德国 DAX 指数	18118.32	18001.60	-0.64%	NYMEX 钯金 (美元/盎司)	977.60	948.40	-2.99%
法国 CAC40 指数	8065.15	7957.57	-1.33%	LME 铜 (美元/公吨)	10162.00	9914.00	-2.44%
英国富时100指数	8147.03	8213.49	0.82%	LME 铝 (美元/公吨)	2588.00	2551.00	-1.43%
日经225指数	38405.66	38487.24	0.21%	LME 锌 (美元/公吨)	2946.50	2908.00	-1.31%
恒生指数	17746.91	18475.92	4.11%				
纳斯达克中国金龙指数	6366.70	6682.60	4.96%				
债券				工业品			
10Y 美债收益率	4.63%	4.50%	-13bp	WTI 原油 (美元/桶)	82.63	78.11	-5.47%
10Y 德债收益率	2.53%	2.53%	0bp	布伦特原油 (美元/桶)	88.4	82.96	-6.15%
10Y 英债收益率	4.30%	4.38%	8.0bp	NYMEX 天然气 (美元/百万英热单位)	2.049	2.150	4.93%
10Y 日债收益率	0.88%	0.90%	2.0bp				
外汇				农产品			
离岸美元兑人民币	7.24415	7.19155	-0.73%	CBOT 大豆 (美分/蒲式耳)	1182.00	1215.00	2.79%
美元指数	105.65	105.09	-0.54%	CBOT 玉米 (美分/蒲式耳)	449.25	460.25	2.45%
欧元兑美元	1.0720	1.0763	0.39%	CBOT 小麦 (美分/蒲式耳)	608.50	622.50	2.30%
英镑兑美元	1.2562	1.2545	-0.13%	NYBOT 棉花 (美元/磅)	80.18	79.30	-1.10%
美元兑日元	156.308	152.9745	-2.13%	NYBOT 糖 (美元/磅)	20.22	19.32	-4.45%

数据来源：Wind、开源证券研究所，注：因假期原因，日本数据时间段为为4月30日至5月2日。

7、风险提示

- (1)国内政策不及预期：若政策出台或执行不及预期，可能会影响我国经济修复弹性。
- (2)俄乌冲突反复超预期：如果俄乌冲突再度超预期升温，那么可能造成通胀再度攀升。
- (3)美国经济超预期衰退：如果美国经济超预期衰退，可能对全球金融市场带来不稳定因素。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn