

宏观经济宏观月报

5月经济延续平稳增长，物价上升将给经济带来积极影响

核心观点

2024年6月17日国家统计局发布5月份经济增长数据，重点关注的经济增长类数据如下：

- 5月份，全国规模以上工业增加值同比增长5.6%，较4月份回落1.1个百分点；
- 5月份，社会消费品零售总额39211亿元，同比增长3.7%，较4月份回升1.4个百分点；
- 1-5月份，全国固定资产投资（不含农户）188006亿元，同比增长4.0%，比1-4月放缓0.2个百分点；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资同比增长8.6%；
- 5月份，货物进出口总额37077亿元，同比增长8.6%。其中，出口21471亿元，增长11.2%；进口15607亿元，增长5.2%；
- 5月份，全国城镇调查失业率为5.0%，持平上月，比上年同月下降0.2个百分点。

5月国内经济延续平稳增长势头。

5月国内经济增速较4月小幅回落，其中消费、出口同比上升，投资同比有所回落。根据测算，2024年5月国内实际GDP同比约为4.8%，较4月小幅回落0.1个百分点，延续平稳增长势头。

物价上升将给经济带来积极影响。

消费是国内经济的基本盘，近年来贡献了GDP增量70%以上的比例，因此国内消费增速走势是决定实际GDP增速走势的关键变量。

经济逻辑以及历史数据显示，国内企业营业收入增速领先居民收入和消费增速大概5个月的时间。企业营业收入由“量”和“价”构成。2023年以来，国内“量”增但“价”减，因此整体企业营业收入增速并未随着“量”增而明显改善，这导致居民收入水平难以提振，居民消费也处于偏低水平。

在海外商品需求持续回暖的推动下，2024年二季度或成为国内“价”趋势上升的起点，也是国内企业营业收入增速趋势上升的起点。考虑到居民收入和消费的滞后性，国内消费增速的趋势性改善或出现在今年四季度。

今年二、三季度国内消费有望维持平稳走势，支撑因素主要来自就业岗位供给的增加（失业率下降）：今年以来国内批发零售业、租赁和商务服务业、住宿和餐饮、教育这些可以提供较多就业岗位的行业投资增速较2023年明显提升，这表明今年以来国内就业岗位供给较2023年明显增加，这直接带动失业率下降并提振了消费需求。

实际上，今年4、5月国内社会消费品零售总额同比增速平均值基本与3月持平，表明二季度以来国内消费的确维持平稳态势。相应地，4、5月实际GDP月度同比也基本持平3月，国内实际GDP同比也维持平稳态势。

风险提示：政策刺激力度减弱，海外经济政策不确定性。

经济研究·宏观月报

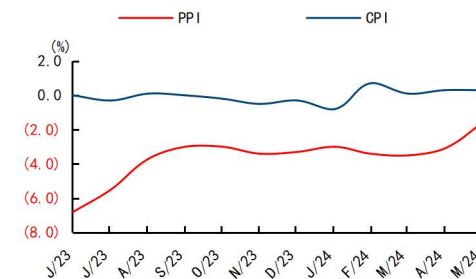
证券分析师：李智能
0755-22940456
lizn@guosen.com.cn
S0980516060001

证券分析师：董德志
021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	4.00
社零总额当月同比	3.70
出口当月同比	7.60
M2	7.00

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宏观经济宏观月报-4月经济平稳增长，失业率下降或带动消费进一步回暖》——2024-05-19
- 《宏观经济宏观季报-消费和出口推动一季度中国经济顺利实现开门红》——2024-04-18
- 《宏观经济宏观月报-3月国内消费、出口环比表现并不弱，经济延续稳中向好格局》——2024-04-16
- 《宏观经济宏观月报-开年三大经济需求均回暖，1-2月份实际GDP增速或超过5%》——2024-03-18
- 《宏观经济宏观月报-12月国内投资和出口回升驱动经济回暖》——2024-01-17

内容目录

5 月经济：延续平稳增长，物价上升将给经济带来积极影响	4
就业：5 月调查失业率走平，大城市继续下降 0.1 个百分点	5
生产端：5 月工业生产同比继续回落，服务业回升	6
需求端：投资—基建和房地产继续拖累国内投资同比增速	8
需求端：消费—3-5 月国内消费增速基本稳定，后续有望进一步回升	9
需求端：进出口—出口同比继续明显上升	10
5 月通胀解读：CPI 环比表现强于季节性，PPI 环比如期转正	12
5 月核心商品走弱，整体 CPI 同比平稳运行	12
5 月 CPI 环比高于季节性水平，表现并不弱	12
5 月 PPI 当月同比降幅明显收窄，偏上游的采掘和原材料工业同比回升幅度大于加工工业	14
5 月 PPI 环比高于疫情前三年同期均值，原材料工业价格环比偏高是主因	15
基于高频指标对 6 月 CPI 和 PPI 同比的预测	16
风险提示	16

图表目录

图 1: 中国实际 GDP 月度同比增速测算	4
图 2: 中国实际 GDP 以及 GDP 平减指数当季同比一览	5
图 3: 中国 CPI 同比与 PPI 同比一览	5
图 4: 5 月整体调查失业率持平 4 月, 大城市失业率继续下降 0.1 个百分点	6
图 5: 中国工业增加值和高技术产业增加值同比一览	6
图 6: 中国工业增加值定基指数历年环比增速一览	6
图 7: 采矿业、制造业、公用事业增加值当月同比一览	7
图 8: 5 月各品类产品产量当月同比与 4 月当月同比的差值一览	7
图 9: 4 月服务业生产指数同比增速继续回落	8
图 10: 中国固定资产投资完成额同比增速一览	8
图 11: 中国固定资产投资完成额环比增速一览	8
图 12: 房地产开发、制造业、基建、其他投资同比增速一览	9
图 13: 房地产开发、制造业、基建、其他投资环比增速一览	9
图 14: 房地产销售面积和销售额同比增速一览	9
图 15: 中国社会消费品零售总额同比增速一览	10
图 16: 中国社会消费品零售总额环比增速一览	10
图 17: 5 月不同商品的销售金额相对 2019 年同期复合同比较 4 月变化幅度一览	10
图 18: 中国 2024 年 5 月出口同比继续明显上升	11
图 19: 中国 5 月出口环比处于 2020 年之后同期偏高水平	11
图 20: 国内不同出口产品对整体出口同比的拉动幅度	11
图 21: 中国 CPI、核心 CPI 当月同比一览	12
图 22: 中国消费品 CPI、服务品 CPI 当月同比一览	12
图 23: 中国 CPI 环比与历史均值比较	13
图 24: 中国 CPI 食品项环比与历史均值比较	13
图 25: 中国 CPI 非食品项环比与历史均值比较	13
图 26: 中国 CPI 非食品中服务品价格环比与历史均值比较	14
图 27: 中国 CPI 非食品中消费品价格环比与历史均值比较	14
图 28: 中国 PPI 当月同比走势一览	14
图 29: 中国 PPI 生产资料和生活资料价格当月同比一览	15
图 30: 中国 PPI 生产资料各分项当月同比一览	15
图 31: 中国 PPI 环比与历史均值一览	15
图 32: 中国 PPI 生产资料分项价格环比与历史均值	16
图 33: 中国 PPI 生活资料分项价格环比与历史均值	16
图 34: 中国食品高频价格指数走势	16
图 35: 中国工业品价格高频指标走势	16

5 月经济：延续平稳增长，物价上升将给经济带来积极影响

5 月国内经济增速较 4 月小幅回落，其中消费、出口同比有所回升，投资同比有所回落。

根据我们总结的月度经济指标与 GDP 之间的数量关系（详见报告《国信证券-宏观经济专题：如何测算中国月度 GDP 同比？-20230623》），我们测算了中国实际 GDP 的月度同比增速。2024 年 5 月国内实际 GDP 同比约为 4.8%，较 4 月小幅回落约 0.1 个百分点。

图1：中国实际 GDP 月度同比增速测算



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和测算

消费是国内经济的基本盘，近年来贡献了 GDP 增量 70% 以上的比例，因此国内消费增速走势是决定实际 GDP 增速走势的关键变量。

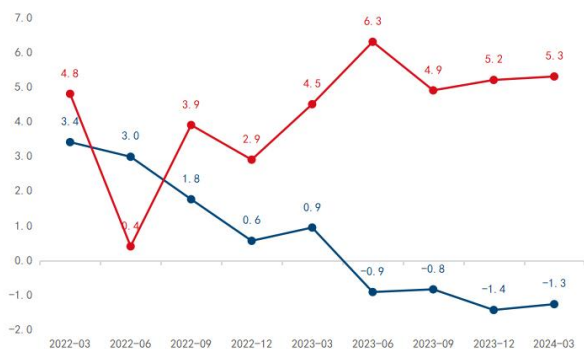
经济逻辑以及历史数据显示，国内企业营业收入增速领先居民收入和消费增速大概 5 个月的时间。企业营业收入由“量”（可参考实际 GDP）和“价”（可参考 GDP 平减指数）构成。2023 年以来，国内实际 GDP 同比持续上升，但 GDP 平减指数同比持续回落，因此整体企业营业收入增速并未随着“量”的改善而改善，这导致居民收入水平难以提振，居民消费也处于偏低水平。

2020 年以来，PPI 成为国内“价”的领先指标。去年 7 月起国内 PPI 同比开始上升，去年四季度至今年一季度 PPI 同比进入一个明显的平台期。今年 5 月 PPI 同比上升幅度再次明显扩大，高频数据显示 6 月 PPI 同比将继续大幅抬升。与此同时，下半年海外商品需求大概率延续回暖趋势（原因：去年海外发达国家服务业高位运行而商品需求低位运行使得居民资产负债表进一步改善，叠加今年海外主要央行将开启降息进程），今年下半年国内 PPI 同比大概率延续上升趋势。因此 2024 年二季度或成为国内“价”趋势上升的起点，也是国内企业营业收入增速趋势上升的起点。考虑到居民收入和消费的滞后性，国内消费增速的趋势性改善或出现在今年四季度。

今年二、三季度国内消费有望维持平稳走势，支撑因素主要来自就业岗位供给的增加（失业率下降）：今年以来国内批发零售业、租赁和商务服务业、住宿和餐饮、教育这些可以提供较多就业岗位的行业投资增速较 2023 年明显提升，这表明今年以来国内就业岗位供给较 2023 年明显增加，这直接带动失业率下降并提振了消费需求。

实际上，今年 4、5 月国内社会消费品零售总额同比增速平均值基本与 3 月持平，表明二季度以来国内消费的确维持平稳态势。相应地，4、5 月实际 GDP 月度同比也基本持平 3 月，国内实际 GDP 同比也维持平稳态势。

图2：中国实际 GDP 以及 GDP 平减指数当季同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

图3：中国 CPI 同比与 PPI 同比一览



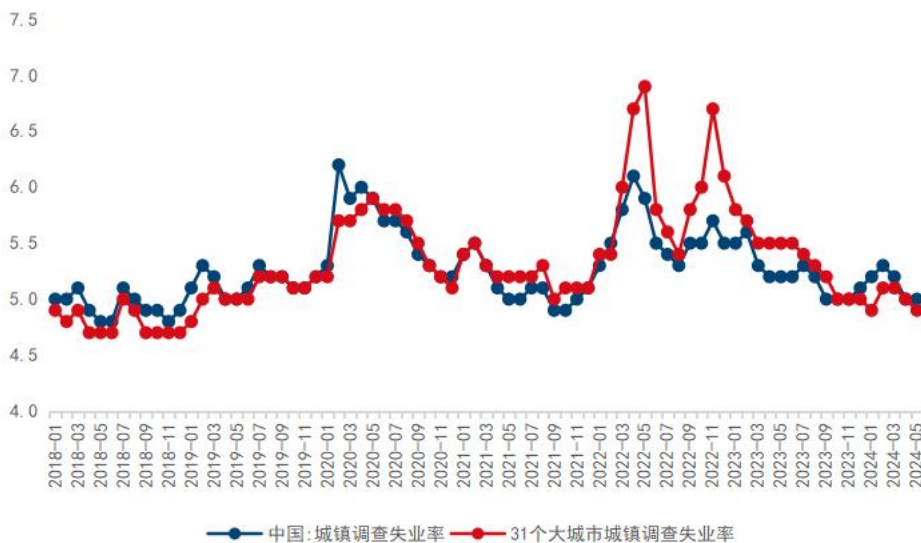
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

就业：5 月调查失业率走平，大城市继续下降 0.1 个百分点

5 月国内城镇调查失业率为 5.0%，持平 4 月。2018、2019 年 5 月城镇调查失业率平均值亦持平 4 月。今年 5 月国内城镇调查失业率表现持平疫情前历史同期平均水平，表明国内整体就业岗位供给基本持平疫情前同期水平。

5 月大城市调查失业率为 4.9%，较 4 月继续下行 0.1 个百分点。2018、2019 年 5 月大城市调查失业率平均值持平 4 月。今年 5 月国内大城市调查失业率较 4 月回落，表现优于疫情前历史同期水平，表明国内大城市就业岗位供给情况优于疫情前同期水平。

图4：5月整体调查失业率持平4月，大城市失业率继续下降0.1个百分点



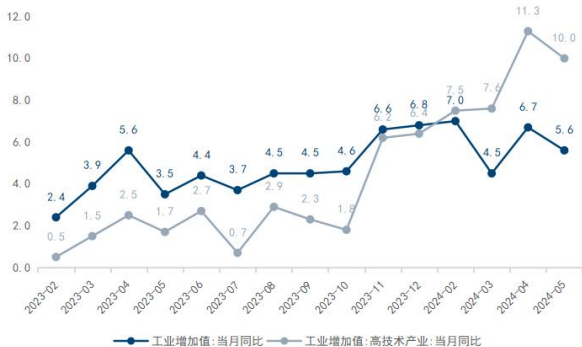
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

生产端：5月工业生产同比继续回落，服务业回升

5月国内规模以上工业增加值当月同比为5.6%，较4月当月同比回落1.1个百分点。从工业增加值定基指数的环比来看，2024年5月环比高于2017-2023年同期均值，也高于2017-2019年同期水平，表明2024年5月中国工业生产环比偏强。

值得关注的是，2024年5月中国高技术产业工业增加值同比仍大幅高于整体工业增加值同比，今年以来中国高技术工业产品的生产表现亮眼。

图5：中国工业增加值和高技术产业增加值同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

图6：中国工业增加值定基指数历年环比增速一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

分三大门类看，4月采矿业增加值同比继续回升，制造业、公用事业增加值同比有所回落。

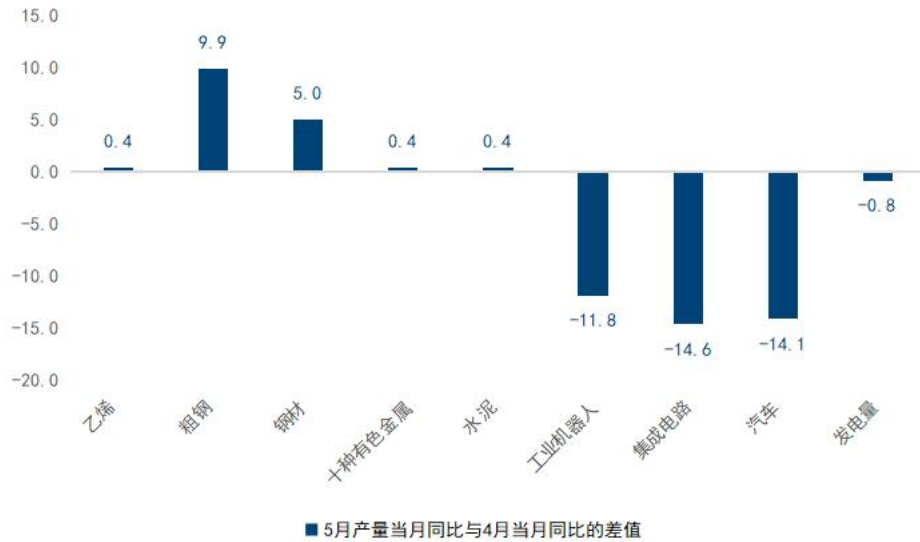
图7：采矿业、制造业、公用事业增加值当月同比一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

分产品看，5月和内需更相关的粗钢、钢材产量当月同比较4月明显回升，对出口同比贡献比较大的工业机器人、集成电路、汽车的当月同比较4月明显回落。

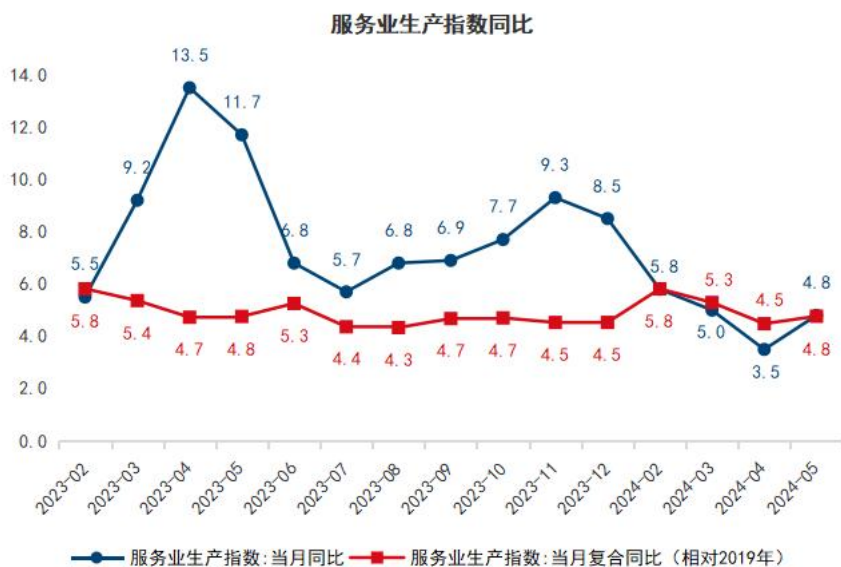
图8：5月各品类产品产量当月同比与4月当月同比的差值一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

服务业生产方面，2024年5月国内服务业生产指数当月同比增速为4.8%，较4月当月同比回升1.3个百分点，相对2019年同期的复合同比约为4.8%，回升0.3个百分点，5月国内服务业生产景气回暖。

图9：4月服务业生产指数同比增速继续回落



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

需求端：投资—基建和房地产继续拖累国内投资同比增速

5月国内固定资产投资当月同比为3.5%，较4月当月同比小幅回落0.1个百分点。从环比来看，2024年5月国内固定资产投资环比增速仍低于2017-2023年同期均值（剔除2020年），表明2024年5月国内投资环比景气仍偏低。

图10：中国固定资产投资完成额同比增速一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

图11：中国固定资产投资完成额环比增速一览

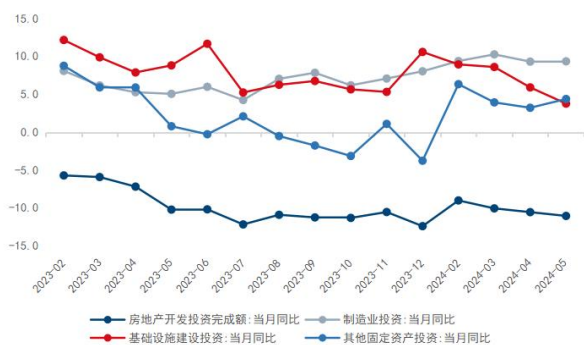


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

5月房地产开发投资、基建投资当月同比较4月有所回落，制造业投资、其他投资当月同比有所回升。

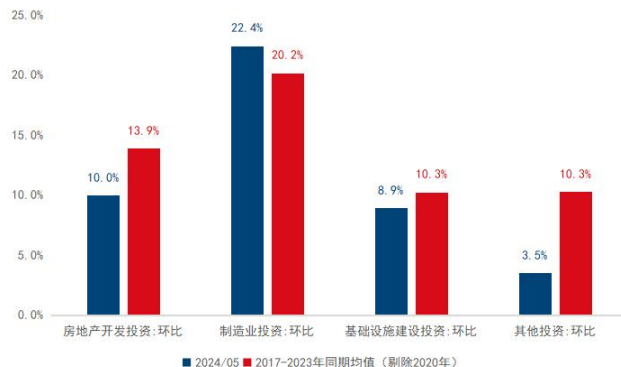
环比方面，5月房地产开发投资、基建投资、其他投资环比均低于2017-2023年同期平均水平（剔除2020年），制造业投资环比则高于2017-2023年同期平均水平（剔除2020年）。

图12: 房地产开发、制造业、基建、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及测算

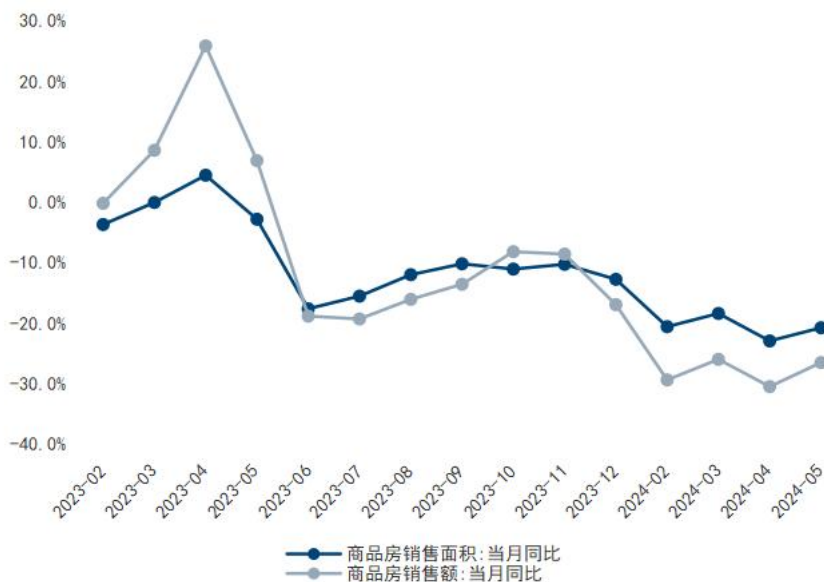
图13: 房地产开发、制造业、基建、其他投资环比增速一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

5月国内商品房销售面积和销售额同比均有所回升, 房地产销售景气有所回暖。

图14: 房地产销售面积和销售额同比增速一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

需求端: 消费—3-5月国内消费增速基本稳定, 后续有望进一步回升

5月社会消费品零售总额当月同比为3.7%, 较4月当月同比回升1.4个百分点。其中商品零售为3.6%, 回升1.6个百分点; 餐饮5.0%, 回升0.6个百分点。

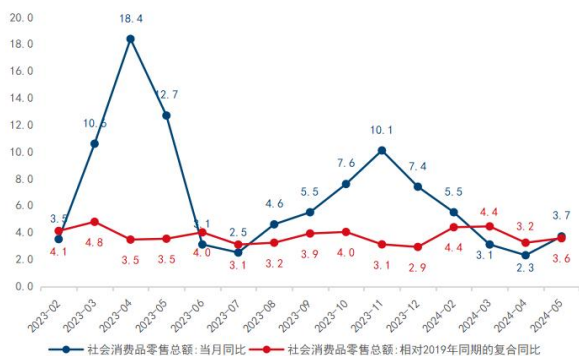
5月社会消费品零售总额相对2019年同期的复合同比约为3.6%, 回升0.4个百分点, 表明5月社会消费品零售总额的真实景气回暖。

从环比来看, 2024年5月社会消费品零售总额环比明显高于2012-2019年同期平均水平, 表明5月社会消费品零售总额环比增长快于疫情前同期平均水平。

5月消费同比和环比仍受到“五一”假期错位的影响, 可采用4、5月同比平均值

与3月进行比较，从而剔除假期错位的影响。4、5月国内社会消费品零售总额当月同比平均值约为3.0%，基本与3月同比3.1%相当，表明3月以来国内消费基本维持稳健态势但上升动力不足，这或与海外贸易保护主义升温带来的外溢影响有关。随着海外补库存推进，全球商品价格回暖，国内企业营业收入有望进一步改善，届时海外贸易保护主义升温带来的外溢影响将明显削弱，国内居民收入和消费也有望迎来进一步改善。

图15: 中国社会消费品零售总额同比增速一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

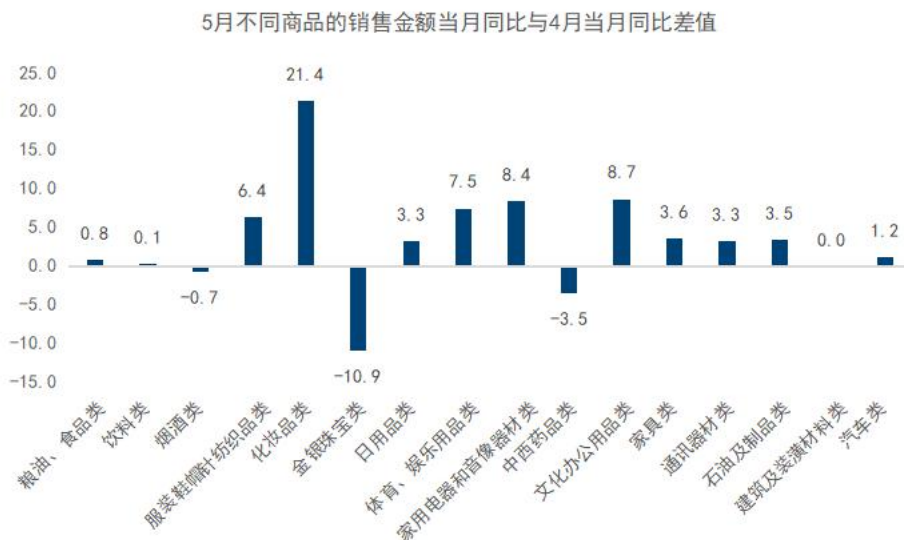
图16: 中国社会消费品零售总额环比增速一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

从不同类别的商品销售情况来看，5月大部分类别商品的销售金额复合同比增速有所回升，其中服装鞋帽针纺织品类、化妆品类、日常用品类、体育娱乐用品类、家用电器和音像器材类、文化办公用品类、家具类、通讯器材类、石油及其制品类复合同比上升幅度较大。

图17: 5月不同商品的销售金额相对2019年同期复合同比比较4月变化幅度一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

需求端：进出口一出口同比继续明显上升

5月中国出口（人民币计价，若无特别提示，后文进出口均为人民币计价）当月

同比继续明显上升，进口同比有所回落。5月中国出口当月同比为11.2%，较4月当月同比继续上升6.1个百分点；5月进口当月同比为5.2%，较4月当月同比回落7.0个百分点。

从环比来看，由于1-4月中国出口环比均处于较高水平，因此5月出口环比面临较高的基数，但即使如此，今年5月国内出口环比仍处于2020-2023年同期偏高水平（疫情前后5月环比出现系统偏差），体现5月国内出口环比景气仍处于偏高水平。

图18: 中国 2024 年 5 月出口同比继续明显上升



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

图19: 中国 5 月出口环比处于 2020 年之后同期偏高水平

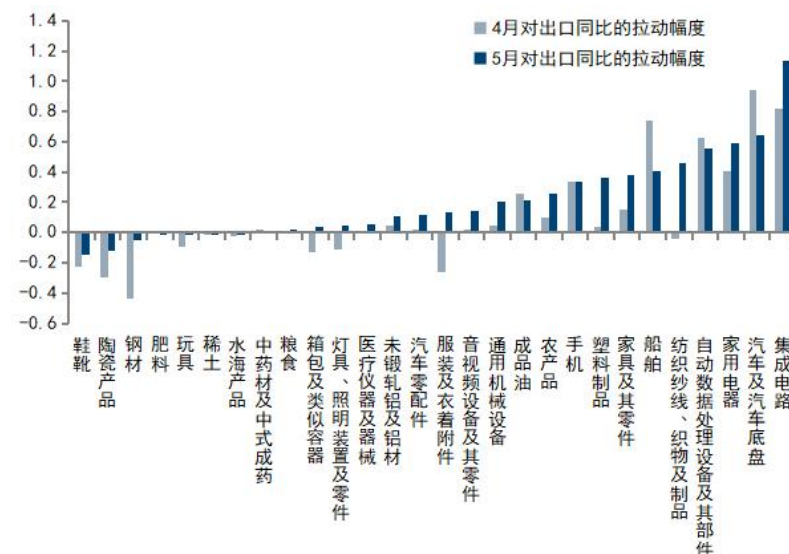


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

5月集成电路、家用电器、纺织纱线织物及其制品、加刷及其零件、塑料制品、农产品、通用机械设备对出口同比的拉动幅度明显上升；鞋靴、陶瓷产品、钢材等产品对出口同比的拖累幅度明显收窄。

5月国内出口景气仍然偏高，这与海外补库存逐步开启的逻辑保持一致。海外补库存短期内难以结束，预计6月国内出口继续维持较高景气度。

图20: 国内不同出口产品对整体出口同比的拉动幅度



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

5月通胀解读：CPI环比表现强于季节性，PPI环比如期转正

5月国内CPI同比平稳运行，其中食品CPI是主要的向上拉动力量，核心商品CPI构成一定拖累，服务品CPI同比延续“稳”的特征；5月PPI当月同比降幅明显收窄，偏上游的采掘和原材料工业价格同比上升幅度明显大于偏中下游的加工工业和生活资料价格。在全球商品需求回暖的背景下，上游工业品价格的上涨或持续向中下游传导。

从环比来看，5月国内CPI、PPI环比均高于季节性水平，表明国内供需关系有所改善。5月CPI环比高于季节性水平主要由食品所推动，PPI环比高于季节性水平主要由原材料工业所推动。

基于高频价格指标的表现，预计6月国内CPI食品价格环比约为0.5%，CPI非食品价格环比约为零，CPI整体环比约为0.1%，6月CPI同比或上升至0.6%，重回上升走势；预计6月国内PPI环比约为0.4%，低基数背景下6月PPI同比或明显上行至-0.2%，延续上升趋势。

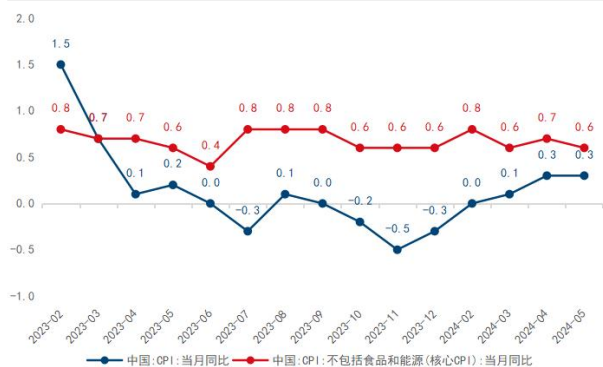
5月核心商品走弱，整体CPI同比平稳运行

5月中国CPI当月同比为0.3%，持平4月；5月核心CPI当月同比为0.6%。较4月回落0.1个百分点；5月消费品CPI当月同比为零，持平4月；5月服务品CPI当月同比为0.8%，持平4月。

5月核心CPI同比小幅回落，而服务品CPI同比持平上月，因此5月国内核心商品CPI同比应当有所回落。此外，5月食品CPI同比继续上升，整体消费品CPI同比持平上月，由此可见，5月食品CPI当月同比上升抵消了核心商品CPI同比下行所带来的拖累。

整体来看，5月国内CPI同比平稳运行，其中食品CPI是主要的向上拉动力量，核心商品CPI构成一定拖累，服务品CPI同比延续“稳”的特征。

图21：中国CPI、核心CPI当月同比一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理（注：2月为1-2月累计同比）

图22：中国消费品CPI、服务品CPI当月同比一览



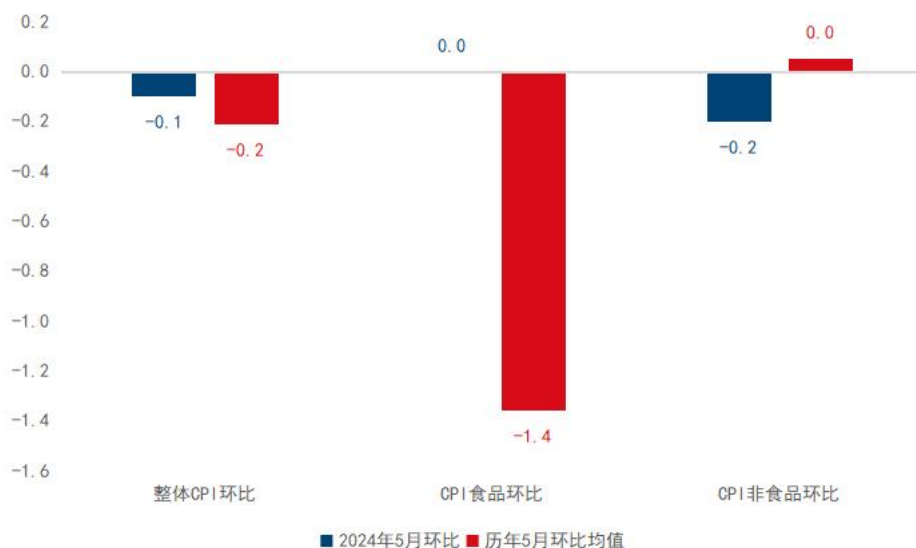
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理（注：2月为1-2月累计同比）

5月CPI环比高于季节性水平，表现并不弱

5月CPI环比为-0.1%，高于季节性水平约0.1个百分点，反映5月国内整体供需

关系进一步改善，拉动 CPI 环比涨幅大于历史平均水平。其中 5 月食品价格环比高于季节性水平，非食品价格环比低于季节性水平。（季节性水平指 2016 年以来历史同期环比平均值，下同）

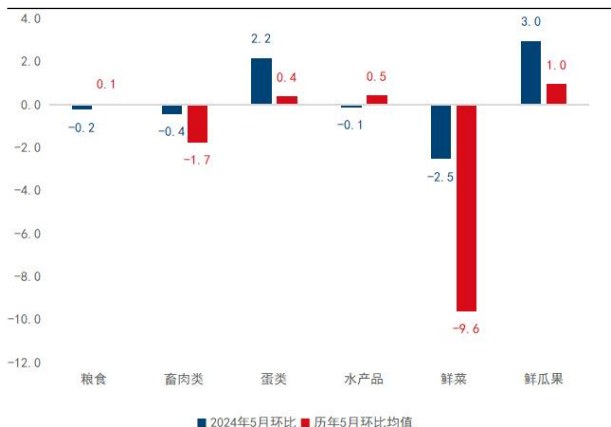
图23: 中国 CPI 环比与历史均值比较



资料来源：CEIC、国信证券经济研究所整理

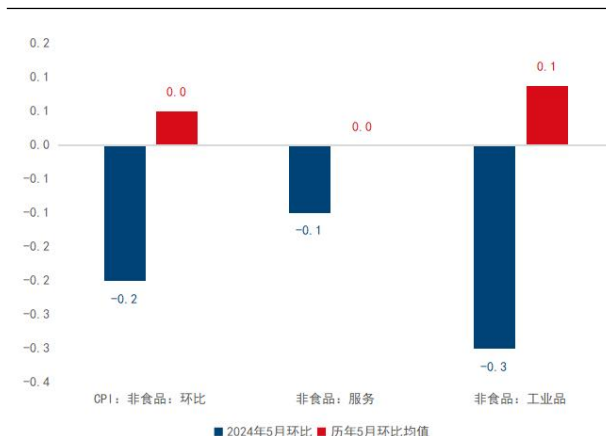
5 月食品环比为零，高于季节性约 1.4 个百分点，其中畜肉类、蛋类、鲜菜、鲜瓜果是拉动食品价格环比高于季节性的主要分项；5 月非食品环比为-0.2%，低于季节性约 0.2 个百分点，其中核心商品、能源、服务品均构成非食品环比低于季节性的拖累分项。

图24: 中国 CPI 食品项环比与历史均值比较



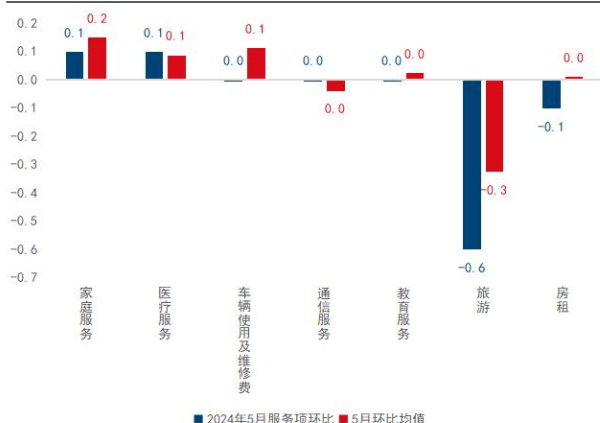
资料来源：CEIC、国信证券经济研究所整理

图25: 中国 CPI 非食品项环比与历史均值比较



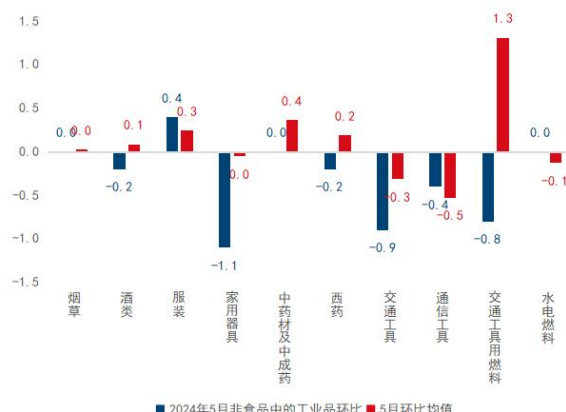
资料来源：CEIC、国信证券经济研究所整理

图26: 中国 CPI 非食品中服务品价格环比与历史均值比较



资料来源: CEIC、国信证券经济研究所整理

图27: 中国 CPI 非食品中消费品价格环比与历史均值比较



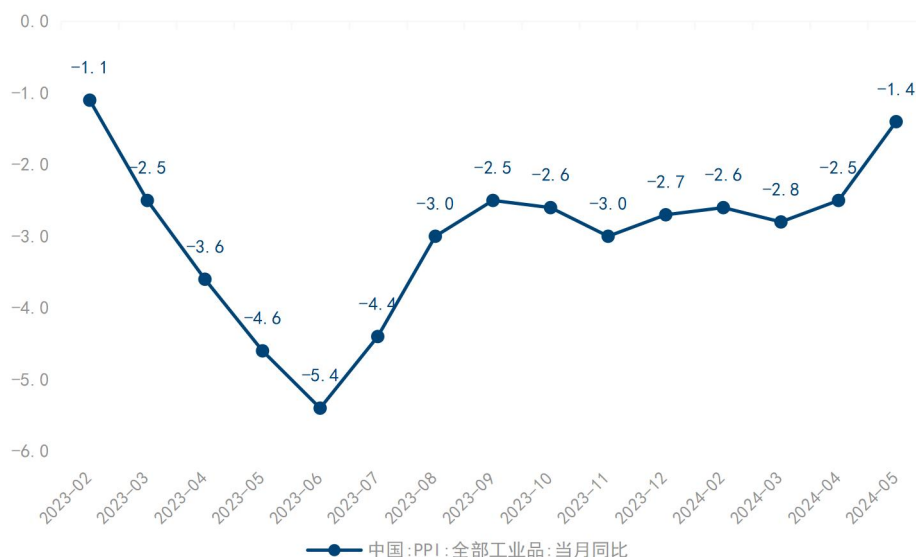
资料来源: CEIC、国信证券经济研究所整理

5 月 PPI 当月同比降幅明显收窄，偏上游的采掘和原材料工业同比回升幅度大于加工工业

5 月中国 PPI 同比为-1.4%，降幅较 4 月明显收窄 1.1 个百分点，延续去年四季度以来的上升走势。其中 PPI 生产资料价格同比为-1.6%，降幅较 4 月明显收窄 1.5 个百分点；PPI 生活资料价格同比为-0.8%，降幅较 4 月小幅收窄 0.1 个百分点。

整体来看，5 月国内 PPI 同比延续去年四季度以来的上升走势，其中生产资料价格同比回升是主因。生产资料各分项中，偏中游的加工工业价格同比回升幅度仍小于偏上游的采掘工业和原材料工业价格同比回升幅度。

图28: 中国 PPI 当月同比走势一览



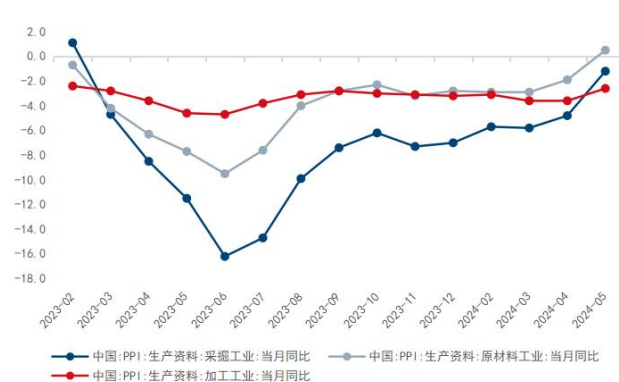
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图29: 中国 PPI 生产资料和生活资料价格当月同比一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理 (注: 2月为1-2月累计同比)

图30: 中国 PPI 生产资料各分项当月同比一览

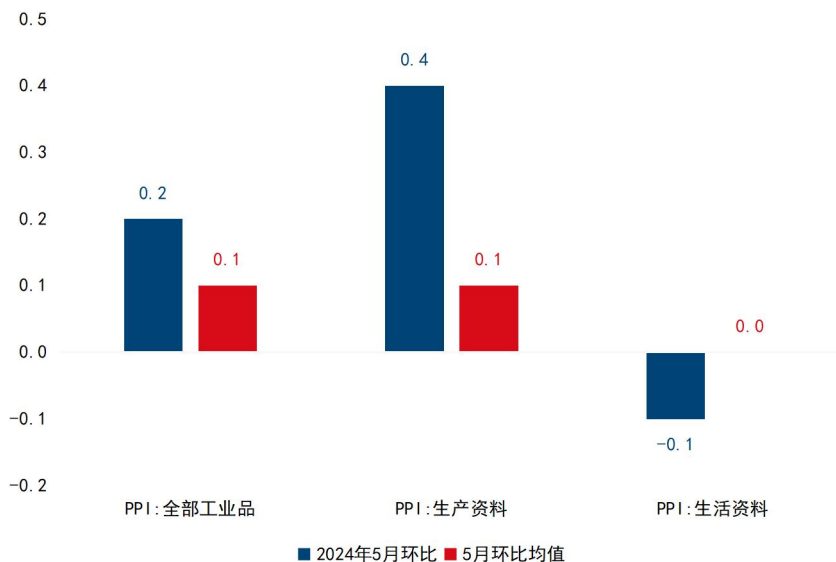


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理 (注: 2月为1-2月累计同比)

5月PPI环比高于疫情前三年同期均值，原材料工业价格环比偏高是主因

5月PPI环比为0.2%，较上月回升0.4个百分点，高于疫情前三年同期均值。其中PPI生产资料价格环比高于疫情前三年同期均值，生活资料价格环比仍低于疫情前三年同期均值。PPI生产资料5月环比为0.4%，较上月回升0.6个百分点，高于疫情前三年同期均值0.3个百分点；PPI生活资料5月环比为-0.1%，持平上月，低于疫情前三年同期均值0.1个百分点。

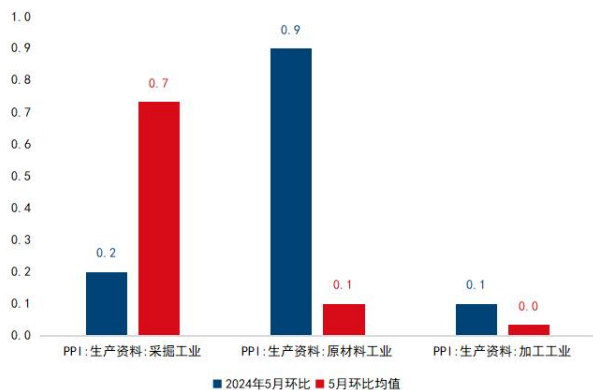
图31: 中国 PPI 环比与历史均值一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

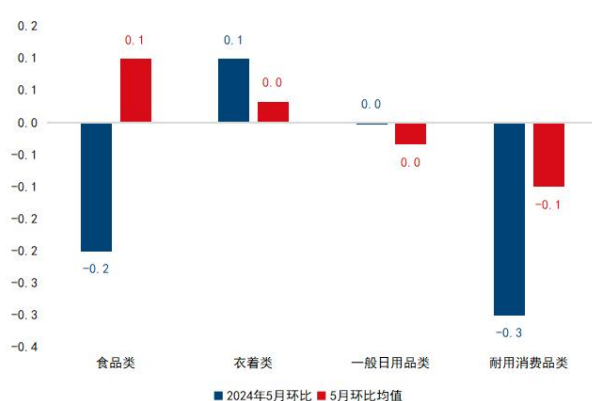
生产资料中，5月原材料工业、加工工业价格环比高于疫情前三年同期均值，其中原材料工业高出的幅度较大；生活资料中，食品类、耐用消费品类价格环比低于疫情前三年同期均值。

图32: 中国 PPI 生产资料分项价格环比与历史均值



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图33: 中国 PPI 生活资料分项价格环比与历史均值



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

基于高频指标对 6 月 CPI 和 PPI 同比的预测

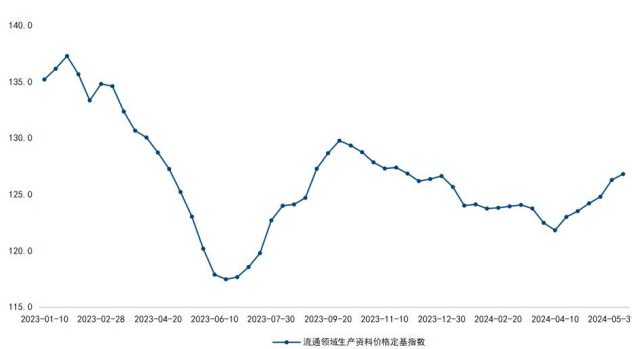
基于高频价格指标的表现, 预计 6 月国内 CPI 食品价格环比约为 0.5%, CPI 非食品价格环比约为零, CPI 整体环比约为 0.1%, 6 月 CPI 同比或上升至 0.6%, 重回上升走势; 预计 6 月国内 PPI 环比约为 0.4%, 低基数背景下 6 月 PPI 同比或明显上行至 -0.2%, 延续上升趋势。

图34: 中国食品高频价格指数走势



资料来源: CEIC、国信证券经济研究所整理

图35: 中国工业品价格高频指标走势



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

风险提示

政策刺激力度减弱, 海外经济政策的不确定性。

免责声明

分析师声明

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。

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.CSI）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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

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。本报告仅供我公司客户使用，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所提及的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 层
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