

宏观经济宏观月报

拖累经济下行的负面因素在6月逆转，经济企稳回升可期

核心观点

2024年7月15日国家统计局发布6月份经济增长数据，重点关注的经济增长类数据如下：

- 上半年，我国GDP为616836亿元，按不变价格计算，同比增长5.0%；二季度不变价GDP同比增长4.7%，较一季度回落0.6个百分点；
- 6月份，全国规模以上工业增加值同比增长5.3%，较5月份回落0.3个百分点；
- 6月份，社会消费品零售总额40732亿元，同比增长2.0%，较5月份回落1.7个百分点；
- 1-6月份，全国固定资产投资（不含农户）245391亿元，同比增长3.9%，比1-5月放缓0.1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8.5%；
- 6月份，货物进出口总额36705亿元，同比增长5.8%。其中，出口21871亿元，增长10.7%；进口14834亿元，下降0.6%；
- 6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。

6月国内经济增速有所回升。

6月国内经济增速较5月反弹，其中出口和投资构成向上拉动力，消费构成拖累。根据测算，2024年6月国内实际GDP同比约为4.9%，较5月反弹0.3个百分点。

拖累经济下行的负面因素在6月逆转，后续经济企稳回升可期。

4、5月国内社会消费品零售总额同比增速基本持平3月，6月出现较明显的回落。考虑到消费在经济运行过程中的滞后性，6月国内消费增速的明显回落应当归因于4、5月国内经济增速的下行。

4、5月国内经济增速下行，主要原因在于：（1）海外加征关税的负面冲击（对应国内高技术制造业和装备制造业PMI明显下行）；（2）基建、房地产投资增速下行的拖累。

6月国内高技术制造业和装备制造业PMI、基建和房地产投资同比增速均出现明显回升，即4、5月拖累国内经济走弱的负面因素在6月出现了逆转，预计后续国内经济增速进一步下坠的概率不大，下半年国内经济增速企稳回升可期。

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

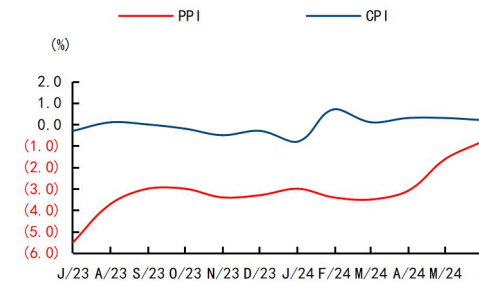
证券分析师：李智能 0755-22940456
lizn@guosen.com.cn
S0980516060001

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	3.90
社零总额当月同比	2.00
出口当月同比	8.60
M2	6.20

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-5月经济延续平稳增长，物价上升将给经济带来积极影响》——2024-06-17
- 《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

内容目录

6月经济：拖累经济下行的负面因素在6月逆转，后续经济企稳回升可期	4
就业：6月调查失业率走平，表现优于季节性	5
生产端：高基数拖累6月工业生产同比继续回落	6
需求端：投资—基建投资增速大幅反弹，房地产拖累幅度收窄	8
需求端：消费—6月国内消费增速明显回落	9
需求端：进出口—出口同比维持高位，进口明显走弱	10
6月通胀解读：上游工业品价格同比转正，通胀环比走弱或是短期现象	11
6月服务价格同比走弱，核心商品同比回升，整体CPI同比小幅下行	12
6月CPI环比低于季节性水平，表现偏弱	12
6月PPI当月同比降幅继续收窄，偏上游的采掘和原材料工业同比已经转正	14
6月PPI环比低于历史平均水平，表现偏弱	15
基于高频指标对7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: 中国高技术和装备制造业 PMI 走势一览	5
图 3: 中国固定资产投资各分项当月同比走势一览	5
图 4: 中国基建投资当月同比一览	5
图 5: 6 月整体调查失业率继续走平, 表现优于季节性	6
图 6: 中国工业增加值和高技术产业增加值同比一览	6
图 7: 中国工业增加值定基指数历年环比增速一览	6
图 8: 采矿业、制造业、公用事业增加值当月同比一览	7
图 9: 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 10: 6 月服务业生产指数同比增速小幅回落, 复合同比继续上升	8
图 11: 中国固定资产投资完成额同比增速一览	8
图 12: 中国固定资产投资完成额环比增速一览	8
图 13: 房地产开发、制造业、基建、其他投资同比增速一览	9
图 14: 房地产开发、制造业、基建、其他投资环比增速一览	9
图 15: 房地产销售面积和销售额同比增速一览	9
图 16: 中国社会消费品零售总额同比增速一览	10
图 17: 中国社会消费品零售总额环比增速一览	10
图 18: 6 月不同商品的销售金额当月同比较 5 月变化幅度一览	10
图 19: 中国 2024 年 6 月出口同比维持高位	11
图 20: 中国 6 月出口环比与历史平均水平相差不大	11
图 21: 国内不同出口产品对整体出口同比的拉动幅度	11
图 22: 中国 CPI、核心 CPI 当月同比一览	12
图 23: 中国消费品 CPI、服务品 CPI 当月同比一览	12
图 24: 中国 CPI 环比与历史均值比较	13
图 25: 中国 CPI 食品项环比与历史均值比较	13
图 26: 中国 CPI 非食品项环比与历史均值比较	13
图 27: 中国 CPI 非食品中服务品价格环比与历史均值比较	14
图 28: 中国 CPI 非食品中消费品价格环比与历史均值比较	14
图 29: 中国 PPI 当月同比走势一览	14
图 30: 中国 PPI 生产资料和生活资料价格当月同比一览	15
图 31: 中国 PPI 生产资料各分项当月同比一览	15
图 32: 中国 PPI 环比与历史均值一览	15
图 33: 中国 PPI 生产资料分项价格环比与历史均值	16
图 34: 中国 PPI 生活资料分项价格环比与历史均值	16
图 35: 中国食品高频价格指数走势	16
图 36: 中国工业品价格高频指标走势	16

6 月经济：拖累经济下行的负面因素在 6 月逆转，后续经济企稳回升可期

6 月国内经济增速较 5 月反弹，其中出口和投资构成向上拉动力，消费构成拖累。

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 6 月国内实际 GDP 同比约为 4.9%，较 5 月反弹约 0.3 个百分点。

图1：中国实际 GDP 月度同比增速测算



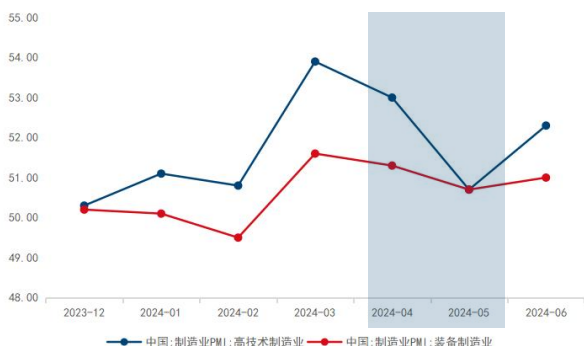
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和测算

4、5 月国内社会消费品零售总额同比增速基本持平 3 月，6 月出现较明显的回落。考虑到消费在经济运行过程中的滞后性，6 月国内消费增速的明显回落应当归因于 4、5 月国内经济增速的下行。

4、5 月国内经济增速下行，主要原因在于：（1）海外加征关税的负面冲击（对应国内高技术制造业和装备制造业 PMI 明显下行）；（2）基建、房地产投资增速下行的拖累。

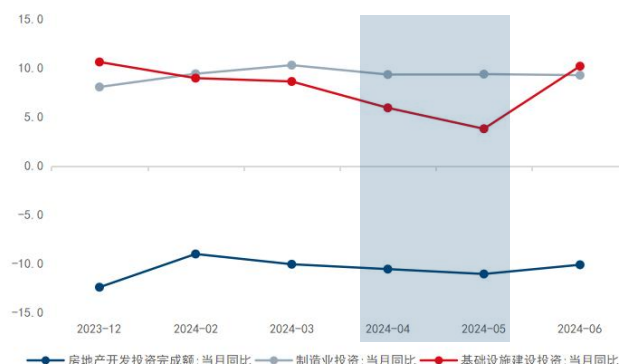
6 月国内高技术制造业和装备制造业 PMI、基建和房地产投资同比增速均出现明显回升，即 4、5 月拖累国内经济走弱的负面因素在 6 月出现了逆转，预计后续国内经济增速进一步下坠的概率不大，下半年国内经济增速企稳回升可期。

图2：中国高技术和装备制造业 PMI 走势一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图3：中国固定资产投资各分项当月同比走势一览

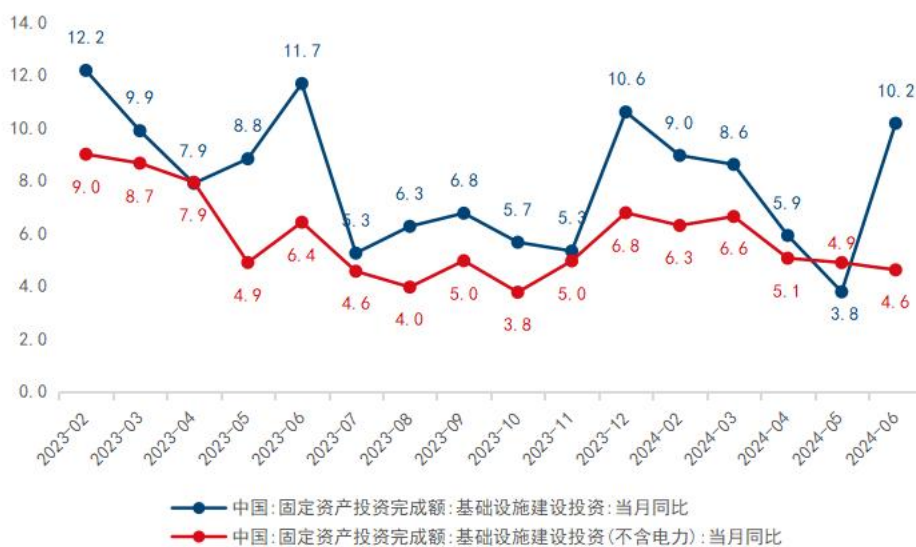


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

此外，6月国内投资同比增速回升最主要的拉动力来自基建投资，但不含电力的基建投资同比增速却小幅回落，因此6月国内基建投资增速得以大幅反弹的主要原因是电力投资增速明显上升。

不含电力的基建投资或更多与地方政府支出相关，电力投资或更多与企业支出相关。6月不含电力的基建投资增速继续回落或反映6月地方政府支出能力仍然受限；6月电力投资增速明显上升或反映央企和国企投资的稳增长功能明显增强。

图4：中国基建投资当月同比一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理和测算

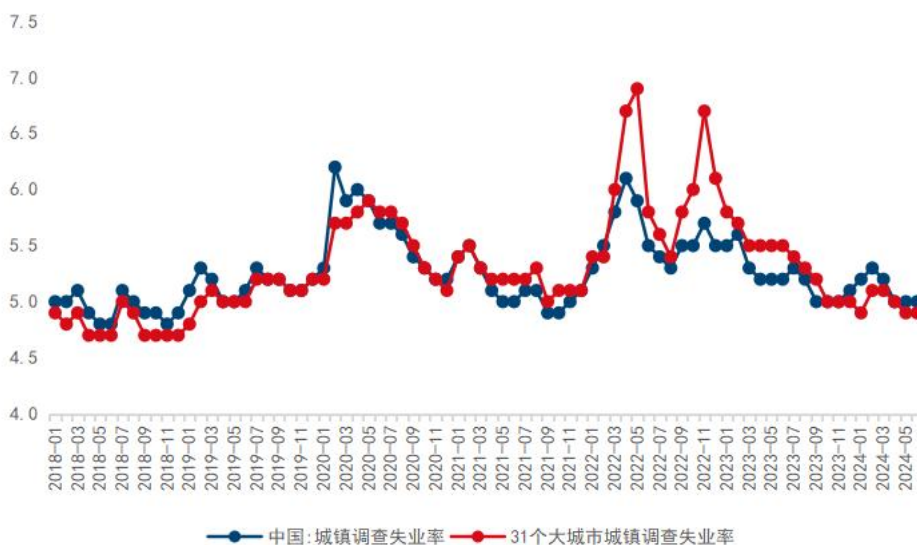
就业：6月调查失业率走平，表现优于季节性

6月国内城镇调查失业率为5.0%，持平5月。2018、2019年6月城镇调查失业率平均值较5月小幅上升。今年6月国内城镇调查失业率表现优于疫情前历史同期平均水平，表明国内整体就业岗位供给优于疫情前同期水平。

6月大城市调查失业率为4.9%，持平5月。2018、2019年6月大城市调查失业率平均值持平5月。今年6月国内大城市调查失业率持平5月，表现持平疫情前历

史同期水平，表明国内大城市就业岗位供给情况持平疫情前同期水平。

图5：6月整体调查失业率继续走平，表现优于季节性



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

生产端：高基数拖累6月工业生产同比继续回落

6月国内规模以上工业增加值当月同比为5.3%，较5月当月同比回落0.3个百分点。从工业增加值定基指数的环比来看，2024年6月环比明显高于2017-2023年同期均值，表明2024年6月中国工业生产环比偏强，6月同比回落主要源于高基数。

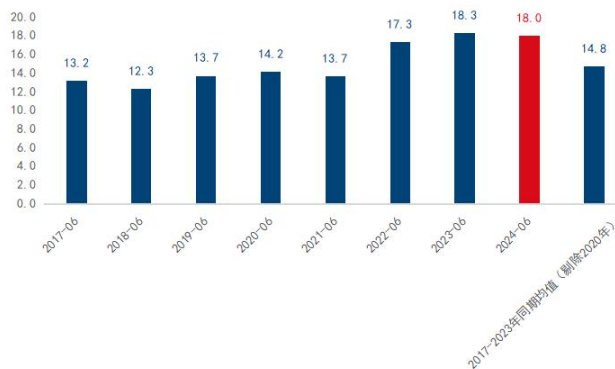
值得关注的是，2024年6月中国高技术产业工业增加值同比仍大幅高于整体工业同比增加，今年以来中国高技术工业产品的生产表现亮眼。

图6：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7：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，6月采矿业、公用事业增加值同比上升，制造业增加值同比有所回落。

图8: 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, 6月乙烯产量当月同比明显上升, 粗钢、水泥、工业机器人、集成电路产量当月同比回落较明显。此外, 有色金属、汽车产量同比小幅上升。

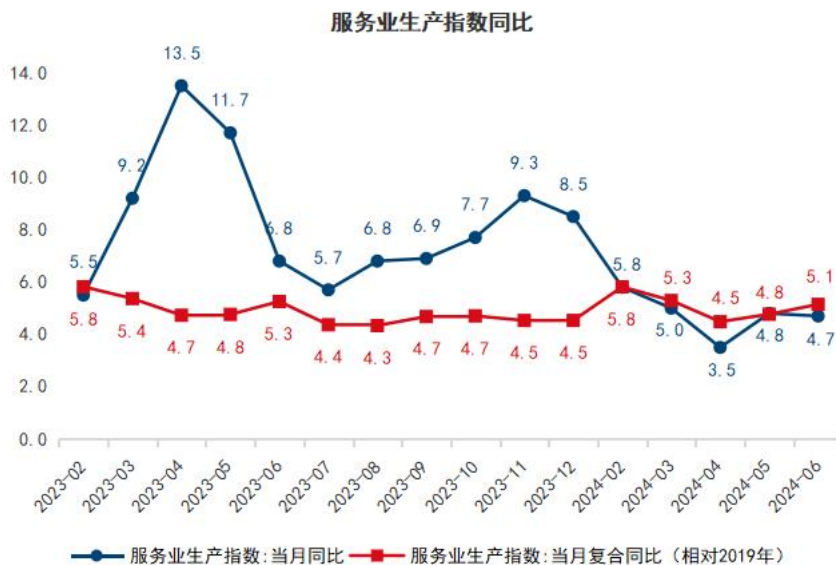
图9: 5月各品类产品产量当月同比与4月当月同比的差值一览



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6月国内服务业生产指数当月同比增速为4.7%, 较5月当月同比小幅回落0.1个百分点, 相对2019年同期的复合同比约为5.1%, 继续上升0.3个百分点, 6月国内服务业生产景气继续回暖。

图10: 6月服务业生产指数同比增速小幅回落, 复合同比继续上升

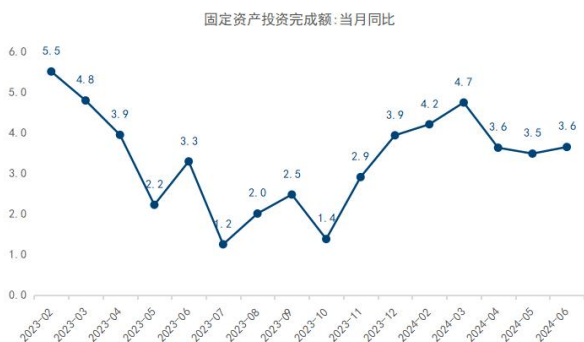


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

需求端: 投资—基建投资增速大幅反弹, 房地产拖累幅度收窄

6月国内固定资产投资当月同比为3.6%,较5月当月同比小幅回升0.1个百分点。从环比来看,2024年6月国内固定资产投资环比增速创下2017年以来同期新高水平,表明2024年6月国内投资环比景气非常高。

图11: 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12: 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

6月基建投资当月同比较5月大幅反弹, 房地产开发投资当月同比降幅较5月收窄, 制造业投资、其他投资当月同比有所回落。

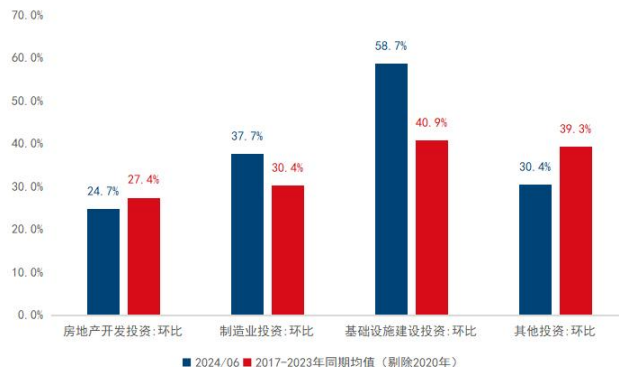
环比方面,6月基建投资、制造业投资环比均高于2017-2023年同期平均水平(剔除2020年), 房地产开发投资、其他投资环比则低于2017-2023年同期平均水平(剔除2020年)。

图13: 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14: 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

6月国内商品房销售面积和销售额同比均继续上升, 房地产销售景气继续回暖。

图15: 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

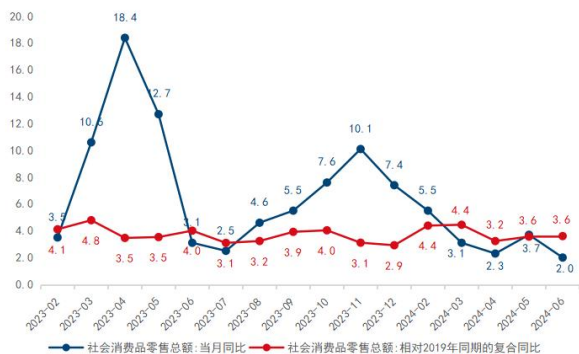
需求端: 消费—6月国内消费增速明显回落

6月社会消费品零售总额当月同比为2.0%, 较5月当月同比明显回落1.7个百分点。其中商品零售为1.5%, 回落2.1个百分点; 餐饮5.4%, 回升0.4个百分点。

6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%, 持平5月。

从环比来看, 2024年6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, 但低于2020年以来同期环比, 表明6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, 但与2020年以来的同期水平相比则偏低。

图16: 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

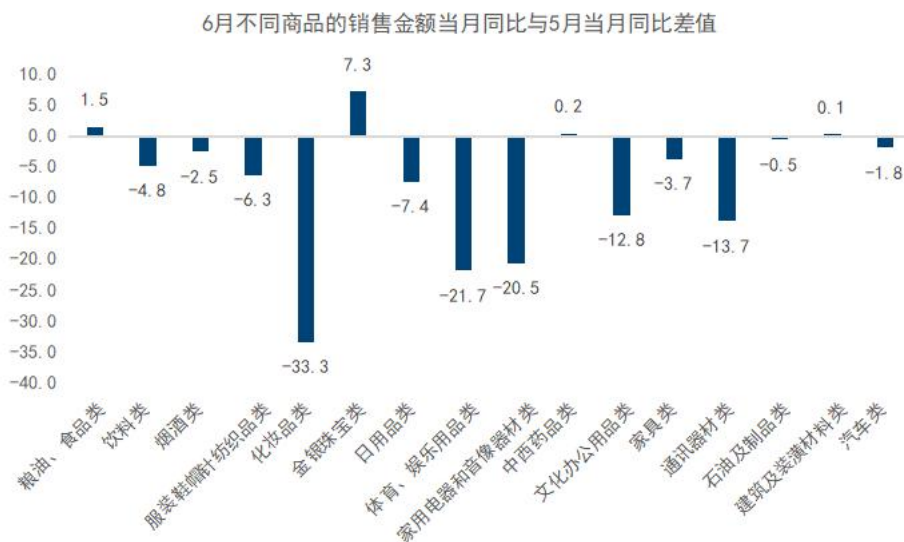
图17: 中国社会消费品零售总额环比增速一览



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, 6月大部分类别商品的销售金额当月同比增速有所回落, 其中化妆品类、体育娱乐用品类、家用电器和音像器材类、文化办公用品类、通讯器材类当月同比下降幅度超过了10个百分点。

图18: 6月不同商品的销售金额当月同比较5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：进出口一出口同比维持高位，进口明显走弱

6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）当月同比维持高位，进口同比明显走弱。6月中国出口当月同比为10.7%，较5月当月同比小幅回落0.5个百分点，维持在较高水平；6月进口当月同比为-0.6%，较5月当月同比回落5.8个百分点。

从环比来看，6月国内出口环比与历史平均水平相差不大，体现6月国内出口环比景气仍维持较高水平。

图19: 中国 2024 年 6 月出口同比维持高位



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

图20: 中国 6 月出口环比与历史平均水平相差不多

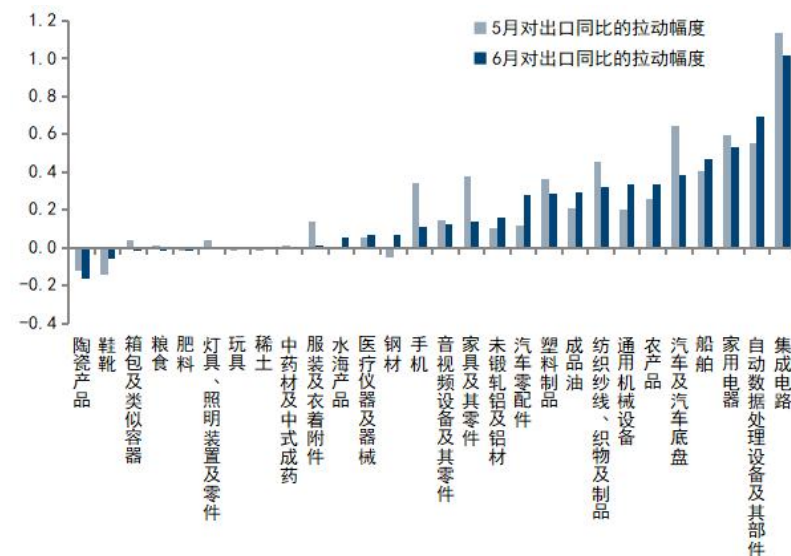


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

6 月自动数据处理设备及其部件、船舶、农产品、通用机械设备、成品油、汽车零配件对出口同比的拉动幅度明显上升; 集成电路、家用电器、汽车及汽车底盘、纺织纱线织物及其制品、塑料制品对出口同比的拉动幅度有所回落但仍较高。

6 月国内出口景气仍然偏高, 这与海外延续补库存的逻辑保持一致。海外补库存短期内难以结束, 预计 7 月国内出口继续维持较高景气度。

图21: 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

6 月通胀解读: 上游工业品价格同比转正, 通胀环比走弱或是短期现象

6 月国内 CPI 同比小幅下行, 其中服务品、食品、能源 CPI 同比构成拖累, 但核心商品 CPI 同比是向上拉动的力量; 6 月 PPI 当月同比降幅继续收窄, 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, 此外, 偏上游的采掘和原材料工业价格同比已经转正。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，6月国内CPI、PPI环比均低于季节性水平，表现偏弱。6月CPI环比低于季节性水平主要由服务品和能源所推动，PPI环比低于季节性水平主要由偏上游的采掘、原材料工业以及偏下游的衣着、耐用消费品所推动。6月国内通胀环比走弱或与4、5月国内高技术制造业和装备制造业景气持续走弱带来的滞后反应有关。6月国内高技术制造业和装备制造业PMI再次明显回升，预计后续国内综合通胀有望重回上升趋势。

基于高频价格指标的表现，预计7月国内CPI食品价格环比约为1.0%，CPI非食品价格环比约为0.3%，CPI整体环比约为0.4%，7月CPI同比或上升至0.4%，重回上升走势；预计7月国内PPI环比约为-0.2%，7月PPI同比或约为-0.8%，持平6月。

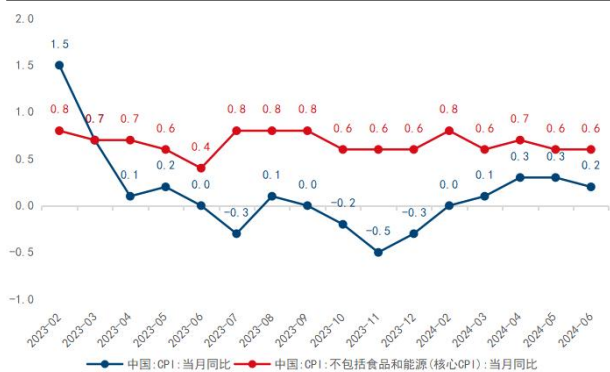
6月服务价格同比走弱，核心商品同比回升，整体CPI同比小幅下行

6月中国CPI当月同比为0.2%，较5月回落0.1个百分点；6月核心CPI当月同比为0.6%，持平5月；6月消费品CPI当月同比为-0.1%，较5月回落0.1个百分点；6月服务品CPI当月同比为0.7%，较5月回落0.1个百分点。

6月核心CPI同比持平上月，而服务品CPI同比较上月回落，因此6月国内核心商品CPI同比应当有所回升。此外，6月食品CPI同比小幅回落，交通工具用燃料价格同比明显回落，亦构成整体CPI同比的拖累。

整体来看，6月国内CPI同比小幅下行，其中服务品、食品、能源CPI构成拖累，但核心商品CPI是向上拉动的力量。

图22: 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23: 中国消费品CPI、服务品CPI当月同比一览

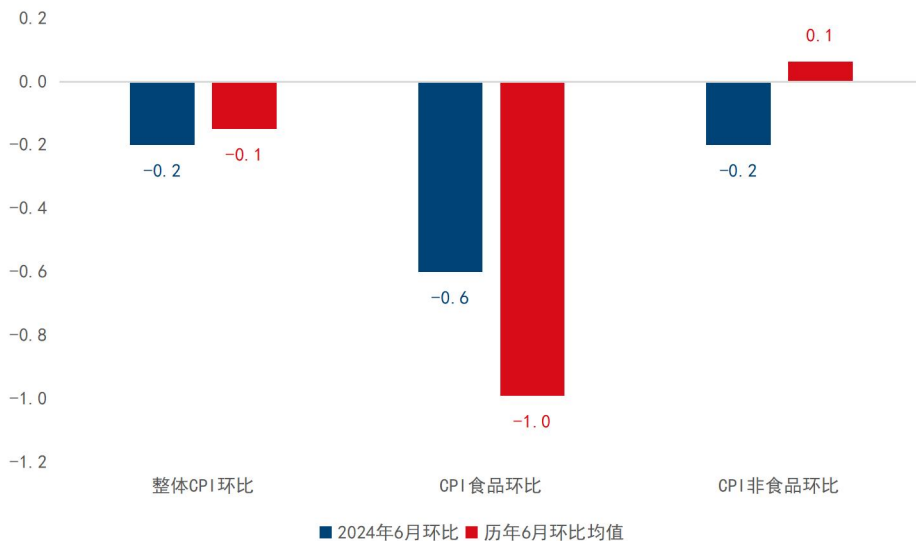


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理 (注: 2月为1-2月累计同比)

6月CPI环比低于季节性水平，表现偏弱

6月CPI环比为-0.2%，低于季节性水平约0.1个百分点，反映6月国内整体供需关系有所恶化，拖累CPI环比涨幅小于历史平均水平。其中6月食品价格环比高于季节性水平，非食品价格环比明显低于季节性水平。(季节性水平指2016年以来历史同期环比平均值，下同)

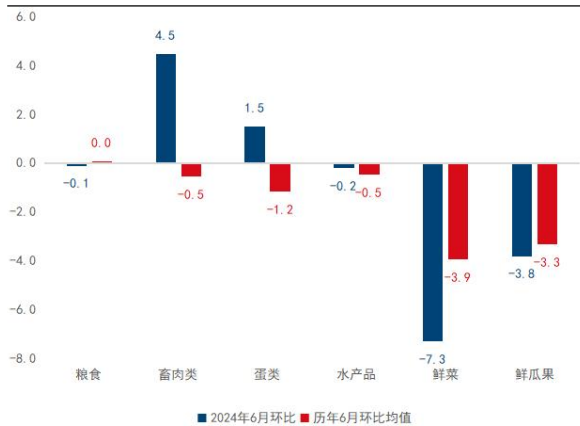
图24: 中国 CPI 环比与历史均值比较



资料来源: CEIC、国信证券经济研究所整理

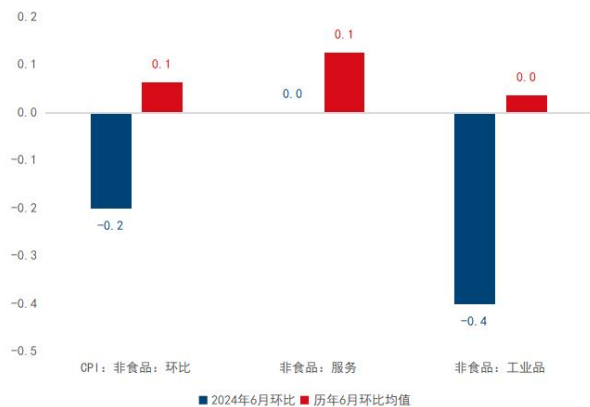
6月食品环比为-0.6%，高于季节性约0.4个百分点，其中畜肉类、蛋类是拉动食品价格环比高于季节性的主要分项；6月非食品环比为-0.2%，低于季节性约0.3个百分点，其中服务品、能源构成非食品环比低于季节性的主要拖累分项。

图25: 中国 CPI 食品项环比与历史均值比较



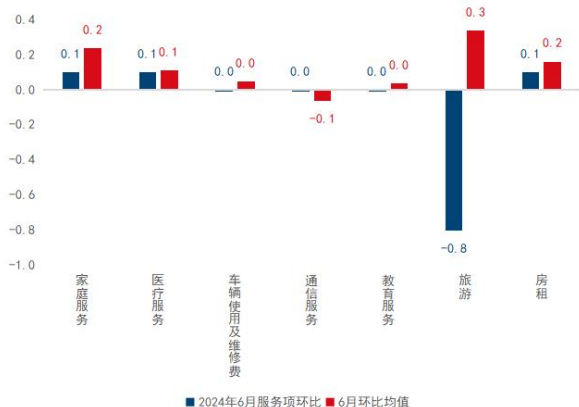
资料来源: CEIC、国信证券经济研究所整理

图26: 中国 CPI 非食品项环比与历史均值比较



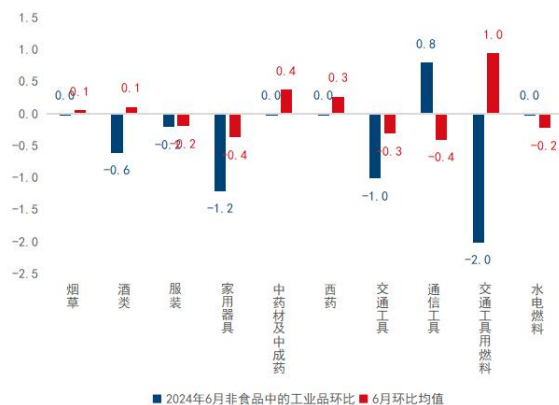
资料来源: CEIC、国信证券经济研究所整理

图27: 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28: 中国 CPI 非食品中消费品价格环比与历史均值比较



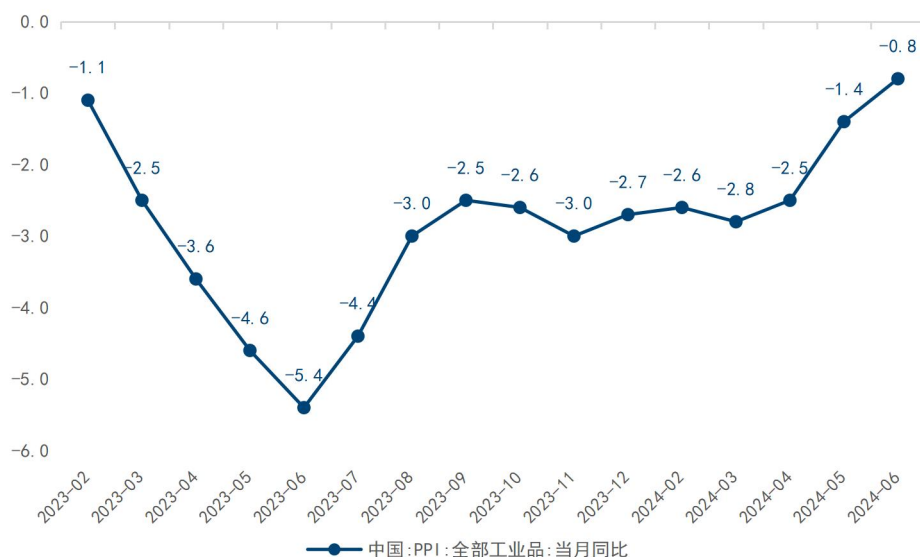
资料来源: CEIC、国信证券经济研究所整理

6月PPI当月同比降幅继续收窄, 偏上游的采掘和原材料工业同比已经转正

6月中国PPI同比为-0.8%, 降幅较5月继续收窄0.6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-0.8%, 降幅较5月明显收窄0.8个百分点; PPI生活资料价格同比为-0.8%, 降幅持平5月。

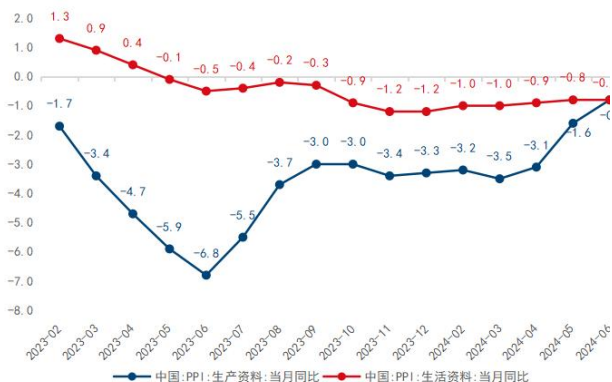
整体来看, 6月国内PPI同比延续去年四季度以来的上升走势, 其中生产资料价格同比回升是主因。生产资料各分项中, 偏中游的加工工业价格同比回升幅度仍小于偏上游的采掘工业和原材料工业价格同比回升幅度。此外, 偏上游的采掘和原材料工业同比已经转正。

图29: 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30: 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31: 中国 PPI 生产资料各分项当月同比一览

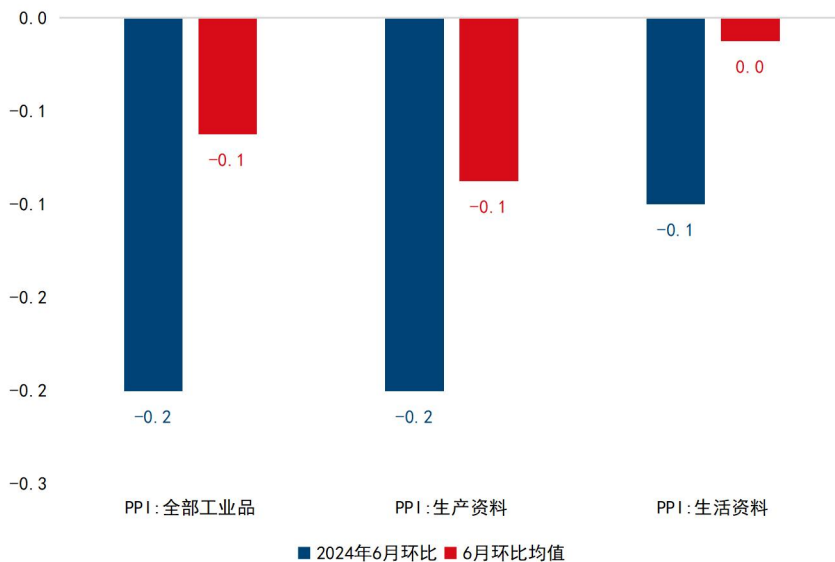


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理(注: 2月为1-2月累计同比)

6月PPI环比低于历史平均水平, 表现偏弱

6月PPI环比为-0.2%, 较上月回落0.4个百分点, 低于历史同期均值。其中PPI生产资料和生活资料价格环比均低于历史同期均值。PPI生产资料6月环比为-0.2%, 较上月回落0.4个百分点, 低于历史同期均值0.1个百分点; PPI生活资料6月环比为-0.1%, 持平上月, 低于历史同期均值0.1个百分点。

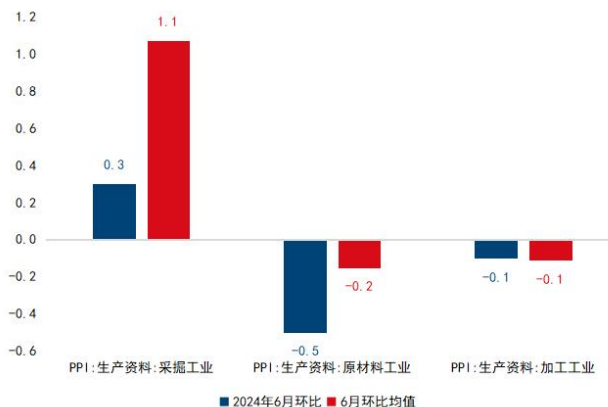
图32: 中国 PPI 环比与历史均值一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

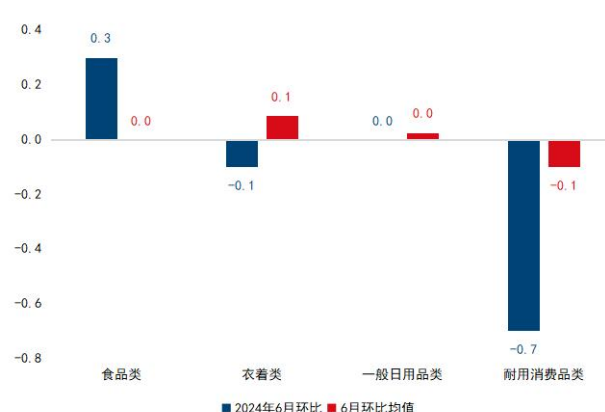
生产资料中, 6月采掘工业、原材料工业价格环比低于历史同期均值, 加工工业基本持平历史同期均值; 生活资料中, 食品类价格环比高于历史同期均值, 衣着类、耐用消费品类价格环比低于历史同期均值。

图33: 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34: 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 7 月 CPI 和 PPI 同比的预测

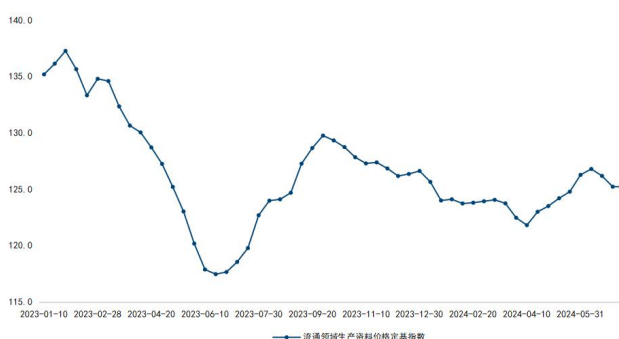
基于高频价格指标的表现, 预计 7 月国内 CPI 食品价格环比约为 1.0%, CPI 非食品价格环比约为 0.3%, CPI 整体环比约为 0.4%, 7 月 CPI 同比或上升至 0.4%, 重回上升走势; 预计 7 月国内 PPI 环比约为-0.2%, 7 月 PPI 同比或约为-0.8%, 持平 6 月。

图35: 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36: 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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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