

宏观经济专题研究

三招打破通缩负循环

核心观点

三招打破通缩负循环。2024 年我国消费对经济增长的拉动持续回落并在下半年明显低于疫情期间的平均值，也罕见地被净出口反超。尽管 2024 年 9 月后国家推出多项稳增长政策以提振内需，但四季度消费仍未明显改善。

这一困局的核心源于“工业通缩-服务业收缩-需求下降”的负向循环。自 2018 年起，中国逆周期调控政策从传统的需求刺激转向减税降费为主的供给刺激，重点扶持工业部门（如新能源、汽车等），推动其高速发展。然而，工业品价格持续下跌叠加财政收入紧张，迫使政策通过挤压服务业收入来维持工业激励，导致服务业增长乏力。由于服务业是吸纳就业的主力军，其疲软进一步抑制居民收入和消费需求，最终又加剧了工业通缩压力。

2025 年，中国政府有望通过以下三招打破这一负向循环：

(1) 实施积极财政扩张政策：2025 年新增政府债务规模达 11.86 万亿元，较上年净增 2.9 万亿元，大大缓解财政收支紧张局面。政府激励工业部门的生产和投资不再挤压服务业收入，部分财政资金还能用于刺激服务业发展。该措施旨在通过服务业复苏带动就业市场改善，进而提升居民收入预期。

(2) 优化工业产能，建立分行业产能退出机制：政府将分行业推动工业部门低效落后产能退出，此外通过规范地方招商政策与调整出口退税，减少对工业部门的过度激励。政策实施预计可使工业产能利用率回升，缓解 PPI 持续下行压力。同时释放的财政资源将转投服务业，形成产业间的资源配置优化效应。

(3) 财政资金直接支持居民减负增收，完善工资正常增长机制：财政安排 3000 亿元特别国债支持消费品以旧换新，同步推出育儿补贴、助学贷款优惠等多项精准补贴措施，配合养老金调增、医保补助提升等社会保障政策，形成覆盖多阶层的减负增收网络。尤为关键的是建立公务员及事业单位职工（合计 6252 万人）工资正常增长机制，通过该群体收入信心的修复产生消费示范效应以及乘数效应。

考虑到服务业发展动能从偏弱状态中恢复、居民收入信心回升无法一蹴而就，预计 2025 年上半年国内消费增速的上升较为平缓，2025 年下半年消费增速的上升或更为陡峭。出口方面，报复性关税政策带来的“抢出口”效应或使得 2025 年中国出口增速波动明显加大，进而影响全年经济走势。2025 年二季度随着中国“抢出口”效应完全消退，中国出口增速可能会出现较明显的下降，从而拖累中国经济增长。

因此，2025 年二季度或呈现全年 GDP 同比增速的阶段性的低点，该季度主要经济指标的环比收缩可能达到年度峰值，财政政策、货币政策或也将在二季度进一步发力。

风险提示：政策调整滞后，海外市场动荡，存在不确定性。

经济研究 · 宏观专题

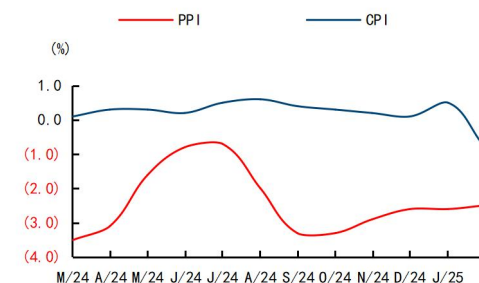
证券分析师：李智能
0755-22940456
lizn@guosen.com.cn
S0980516060001

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	4.10
社零总额当月同比	3.70
出口当月同比	-3.00
M2	7.00

市场走势



相关研究报告

- 《Q2 能否成为政策兑现期》——2025-03-16
- 《宏观经济专题研究-通缩史的回声》——2025-03-11
- 《宏观专题研究-从预算报告看 2025 年的地方财政》——2025-03-04
- 《“三重背离”下的再平衡——2025 春季经济展望》——2025-02-23
- 《国信证券-债海观潮，大势研判（汇率压力有所缓解，年后债市值得期待）》——2025-01-27

内容目录

三招打破通缩负循环	4
2024 年稳定性较差的净出口对经济增长的贡献率创历史新高	4
2025 年提振内需的关键在于消费	4
2024 年四季度政策加码但消费仍未明显改善	5
内需不足源于“工业通缩-服务业收缩-需求下降”的负向循环	7
2025 年中国如何打破负向循环?	9
2025 年第二季度或呈现全年 GDP 同比增速的底部	11
风险提示	13

图表目录

图 1：2024 年中国净出口对 GDP 同比的贡献率创 1998 年以来历史新高水平	4
图 2：2019 年以来中国资本形成总额对 GDP 同比的拉动相对稳定	5
图 3：2023-2024 年中国三大需求对 GDP 同比的拉动一览	6
图 4：中国房地产对 GDP 同比的拉动一览	6
图 5：中国房地产开发投资当季同比一览	6
图 6：中国 PPI 当月同比一览	7
图 7：中国第二产业 GDP 同比一览	7
图 8：中国第二产业固定资产投资同比一览	7
图 9：中国第二产业和第三产业 GDP 同比一览	8
图 10：中国第三产业固定资产投资同比一览	8
图 11：中国政府消费与政府投资同比走势一览	8
图 12：中国“工业通缩-服务业收缩-需求下降”的负向循环示意图	9
图 13：2025 年中国政府广义赤字规模较 2024 年明显扩张	10
图 14：中国工业产能利用率走势一览	10
图 15：中国 2024 年四季度三大需求对 GDP 同比的拉动与历史均值比较一览	12

三招打破通缩负循环

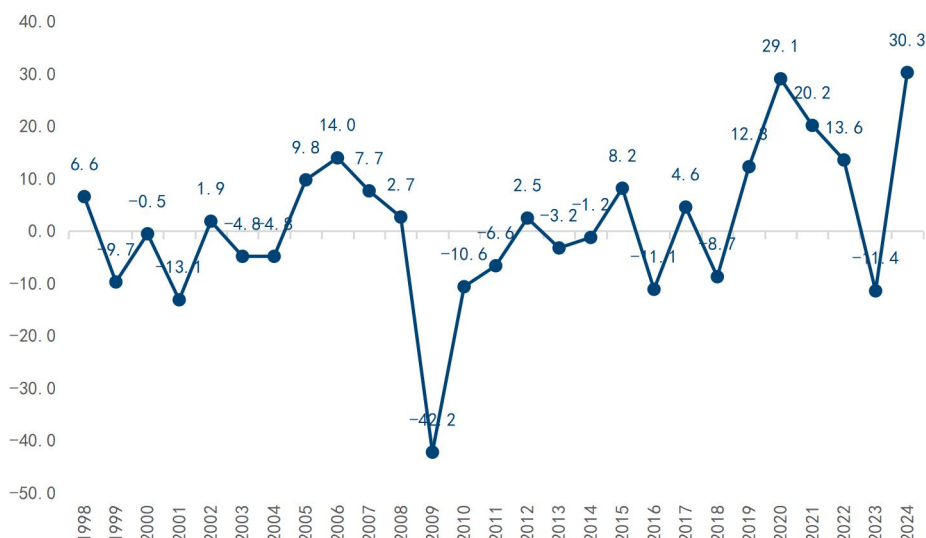
2024 年稳定性较差的净出口对经济增长的贡献率创历史新高

2024 年我国顺利完成 5.0% 的经济增长目标，其需求构成：最终消费拉动 2.2 个百分点，贡献 GDP 同比的 44.5%；资本形成总额拉动 1.3 个百分点，贡献 25.2%；净出口拉动 1.5 个百分点，贡献 30.3%。

2024 年净出口对 GDP 同比的贡献率创下 1998 年以来历史新高水平，拉动幅度创下 2007 年以来历史次高水平。而净出口对 GDP 同比的拉动幅度波动很大，长期历史平均水平接近零。2024 年净出口对 GDP 同比的拉动达到历史高位，从均值回归以及外围环境不确定性加大等角度考虑，后续下行的压力会比较大。

因此，2024 年我国虽然顺利实现了 5% 的增速目标，但这个增长成果相对脆弱，2025 年我国需要大力提振内需，对冲后续可能发生的外需下降带来的负面影响。

图1：2024 年中国净出口对 GDP 同比的贡献率创 1998 年以来历史新高水平



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2025 年提振内需的关键在于消费

2024 年我国内需走弱的主要原因是消费需求的下行。疫情前，2015-2019 年，我国最终消费对 GDP 同比的拉动平均值约为 4.2 个百分点；疫情期间，2020-2022 年，我国最终消费对 GDP 同比的拉动平均值约为 2.2 个百分点；2023 年是疫情政策放开后的过渡年份，参考意义不太大；2024 年是我国走出疫情后完整的正常经济增长年份，而 2024 年我国最终消费对 GDP 同比的拉动幅度仅为 2.2 个百分点，持平疫情期间的平均水平。从年内走势来看，2024 年我国消费需求增速下降的态势十分明显。2024 年一季度，最终消费对 GDP 同比的拉动为 3.9 个百分点，随后持续回落，2024 年三季度回落至 1.4 个百分点，四季度小幅反弹至 1.6 个百分点，三、四季度的读数已经低于疫情期间的平均值，也罕见地被净出口反超。

实际上，2020-2022 年疫情期间的防疫政策对消费的抑制作用非常强，因为防疫

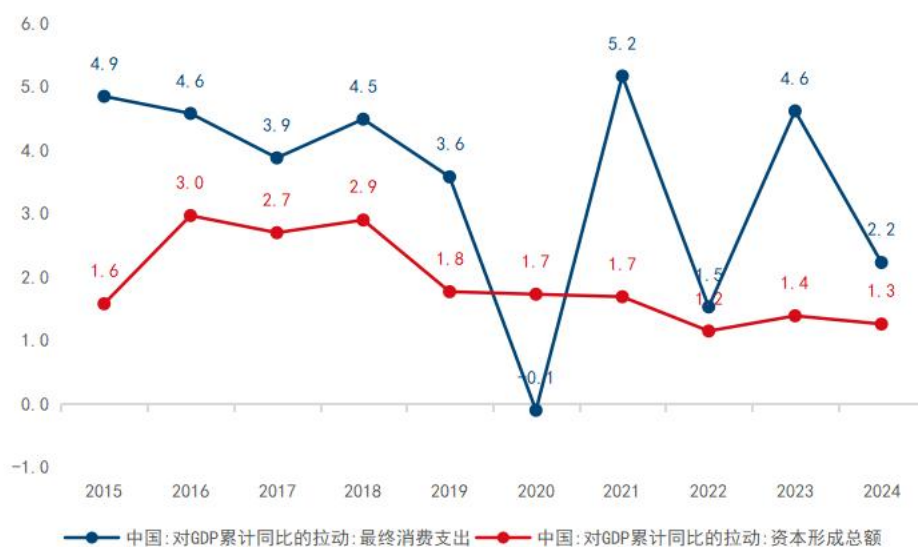
政策不仅消灭了很多消费场景，还对人们的工作以及未来收入预期产生了非常大的负面影响，从而削弱消费增长。2024 年我国经济已经全面正常化，但消费对经济增长的拉动却持续下降并在下半年明显低于疫情期间的平均值，这显然是不正常的。

反观投资对经济增长的拉动，疫情前，2015-2019 年，我国资本形成总额对 GDP 同比的拉动平均值约为 2.4 个百分点；疫情期间，2020-2022 年，我国资本形成总额对 GDP 同比的拉动平均值约为 1.5 个百分点；2024 年，我国资本形成总额对 GDP 同比的拉动为 1.3 个百分点。

考虑到 2020-2022 年疫情期间，在防疫政策明显削弱消费增长的大背景下，我国政府明显加强了对投资的支持，因此疫情期间国内投资对经济增长的拉动应当是偏高的。2024 年我国经济全面恢复正常化，资本形成总额对 GDP 同比的拉动较疫情期间的平均值回落 0.2 个百分点是正常的。

因此，2025 年我国提振内需的关键或在于重新激活异常偏低的消费动能，而消费需求的增长也会进一步刺激投资，从而让国内经济进入良好的上升循环。

图2：2019 年以来中国资本形成总额对 GDP 同比的拉动相对稳定

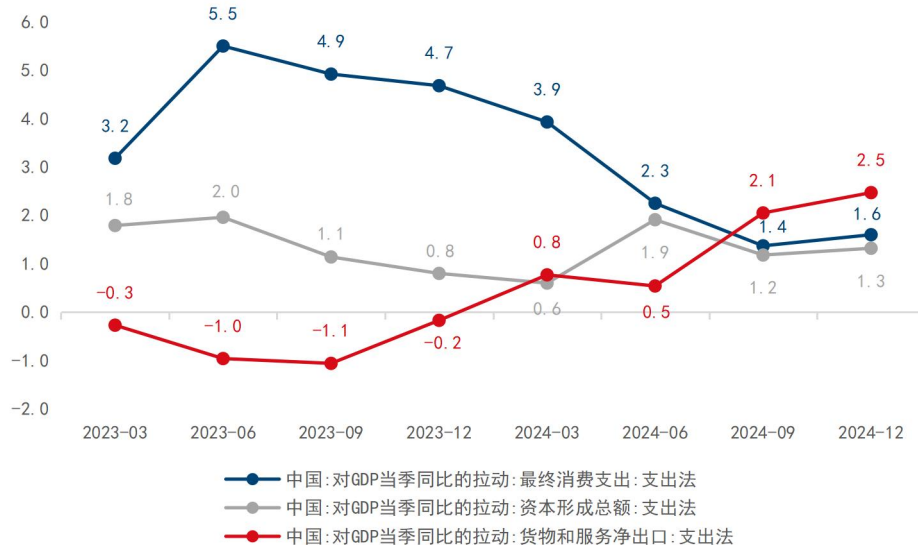


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2024 年四季度政策加码但消费仍未明显改善

2024 年 9 月底以来，中国推出一系列稳增长加码政策，旨在全面扩大内需。从 2024 年四季度国内的经济表现来看，政策加码后中国内需增速有所企稳但回升幅度仍较有限。2024 年四季度中国最终消费对 GDP 同比的拉动约为 1.6 个百分点，较三季度小幅提升 0.2 个百分点；2024 年四季度国内资本形成总额对 GDP 同比的拉动约为 1.3 个百分点，较三季度小幅提升 0.1 个百分点。

图3：2023-2024 年中国三大需求对 GDP 同比的拉动一览

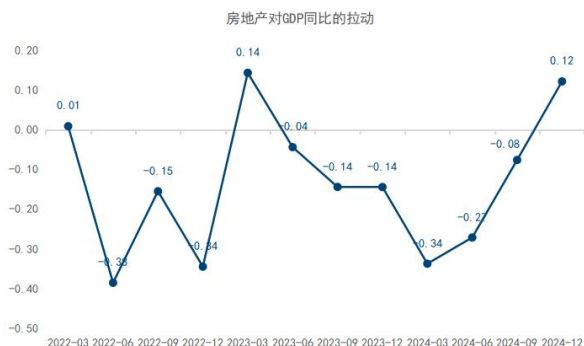


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2024 年四季度我国最终消费对 GDP 同比的拉动约为 1.6 个百分点，较三季度小幅提升 0.2 个百分点，但这 0.2 个百分点的提升或全部来自房地产 GDP 增速回升的贡献。根据测算，2024 年四季度房地产不变价 GDP 同比较三季度上升 3.2 个百分点，对 GDP 同比的拉动较三季度恰好抬升 0.2 个百分点。

房地产 GDP 是通过生产法核算的，从需求的角度看，可以将房地产 GDP 划分为消费和投资两大部分。考虑到 2024 年四季度房地产开发投资同比降幅进一步扩大，因此房地产 GDP 中投资的部分对经济增长的拉动应当是继续下降的，在此情况下，房地产 GDP 对整体经济增长的拉动上升幅度要达到 0.2 个百分点，则房地产 GDP 中消费部分的拉动上升幅度要大于 0.2 个百分点。因此 2024 年四季度除了房地产 GDP 中的消费部分以外的消费对经济增长的拉动仍然在下行，背后或反映了居民的收入预期在四季度还没有出现太明显的改善，也反映四季度国内消费仍然延续低迷状态。

图4：中国房地产对 GDP 同比的拉动一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图5：中国房地产开发投资当季同比一览



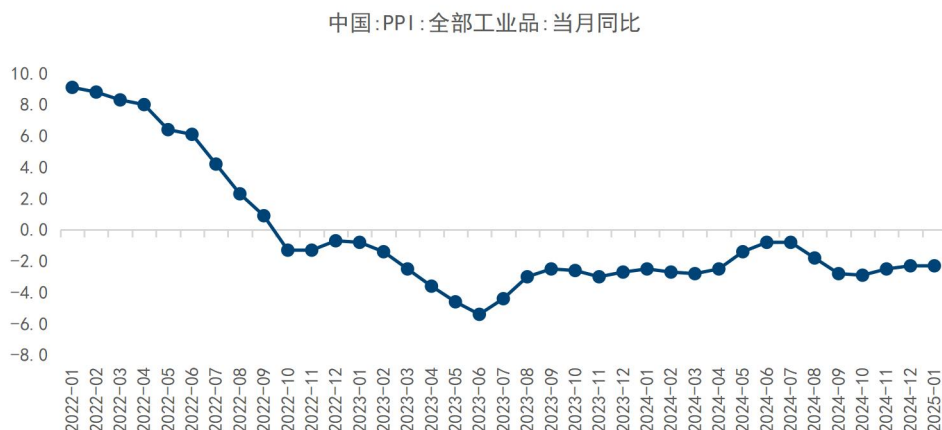
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

内需不足源于“工业通缩-服务业收缩-需求下降”的负向循环

当前国内陷入消费不振困局的核心很可能是“工业通缩-服务业收缩-需求下降”的负向循环。

此轮工业品价格同比下跌自 2022 年 10 月开始，一直延续至今，工业品领域的通缩现象已经持续超过两年的时间。从正常的逻辑出发，工业品价格持续下跌最先影响的应该是工业部门的生产和投资受挫，随后再扩散到其他经济部门。

图6: 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

然而我们看到的情况是, 2024 年中国第二产业 GDP 和投资的同比增速均表现优异。2024 年国内第二产业 GDP 同比上升至 5.3%, 比 2019 年的同比增速 4.6% 还要高出 0.7 个百分点。此外, 2024 年国内第二产业固定资产投资同比较 2023 年明显抬升 3 个百分点, 创过去十年以来的最高水平。与此同时, 第二产业民间投资增速持续高于整体第二产业投资增速, 民企的投资意愿非常强。

图7: 中国第二产业 GDP 同比一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图8: 中国第二产业固定资产投资同比一览

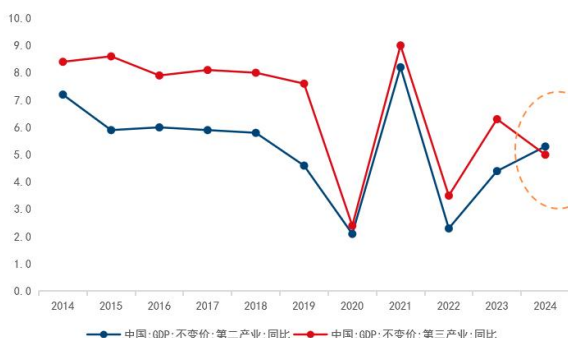


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

但 2024 年中国第三产业 GDP 和投资的同比增速均表现疲弱。2024 年国内第三产业 GDP 同比回落 1.3 个百分点至 5.0%, 2013 年以来首次低于第二产业 GDP 同比。2024 年国内第三产业投资同比较 2023 年继续回落 1.5 个百分点, 历史性转负。此外, 第三产业民间投资增速持续低于整体第三产业投资增速, 民企的投资意愿

异常低迷。

图9：中国第二产业和第三产业 GDP 同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图10：中国第三产业固定资产投资同比一览

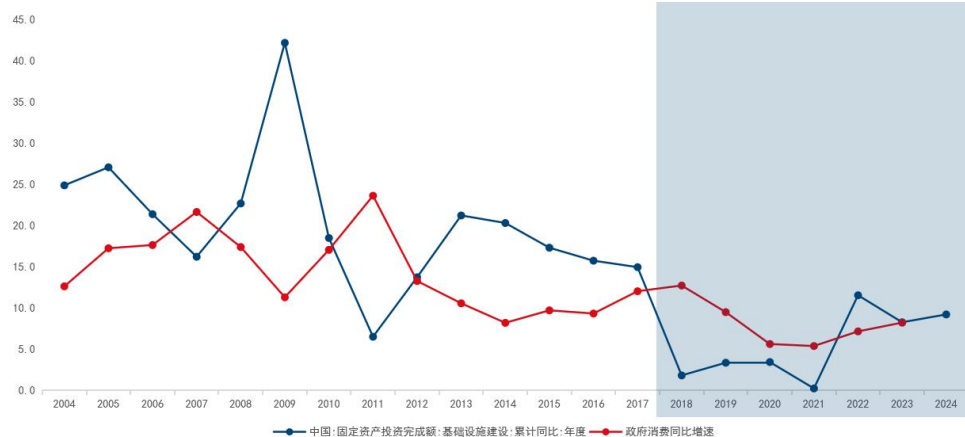


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

这些数据表现无疑告诉我们，过去两年国内工业品价格持续下跌并未影响工业部门的生产和投资，反而先对服务业部门的生产和投资带来极强的抑制效应。这个现象乍一看上去非常不合理，但如果我们从国内的激励机制或者说分配机制的角度去考虑，则能恍然大悟。

政府政策在激励机制或者说分配机制中起到关键作用，过去十年国内政府在经济低迷期的逆周期调节政策出现过重大转变，2018年是一个关键的时间节点。在2018年之前，经济低迷期我们均会看到基建投资增速大幅提升，即政府的逆周期调节政策以政府投资需求扩张为主导；但2018年起，国内基建投资增速明显回落，政府消费增速也未见起色，政府的逆周期调节政策转向减税降费等刺激市场供给扩张的方式为主导，其中特别偏好刺激工业部门的供给扩张。在这样的分配机制影响下，国内的工业部门获得了非常好的发展，不管是新能源产业、汽车还是装备制造业，2018年后其发展均上了一个大台阶。

图11：中国政府消费与政府投资同比走势一览



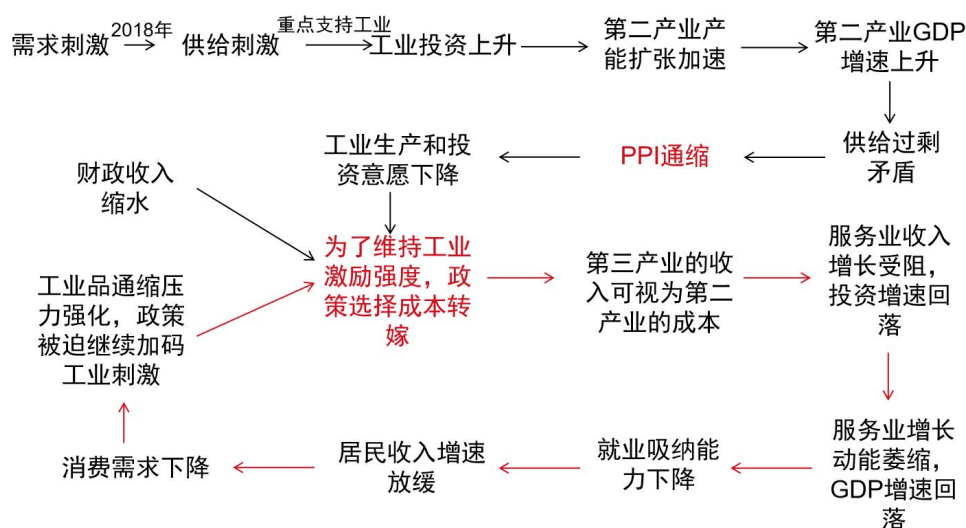
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

上述激励机制或者分配机制在正常的时候有利于经济增长，但在工业品价格持续下跌且政府的财政收入持续紧张的时候，延续这样的激励机制就会出现较大的问题。首先，工业品价格持续下跌的过程中，要对工业部门的生产和投资保持稳定的激励强度，则相应的财政资源的支持是需要增加的，但过去两年国内政府的财

政收入受土地财政走弱的负面影响持续紧张，为了保持对工业部门相对稳定的激励强度，就需要从其他部门获取一定的收益来补贴工业部门。考虑到第三产业的收入可以视为第二产业的成本，因此第三产业就成为了那个被要求给实体经济或工业经济降成本的主要领域。因此，工业品价格下跌与第三产业受损就绑定在了一起，工业部门由于获得从第三产业转移过来的收益，因此得以摆脱工业品价格下跌的影响。

从国内就业人员数量分布情况来看，2013 年以来，受国内产业升级的影响，第二产业中资本对人力替代效应愈发明显，国内第二产业就业人员数量呈现逐步减少的趋势，第三产业成为居民获得新增就业的主要渠道。在此背景下，第三产业增长放缓无疑会对居民的就业和收入产生较大的负面冲击，使得国内总需求进一步降低，工业品价格下跌压力进一步加大，此时要稳定工业部门的生产和投资又需要从第三产业转移过来更多的收益份额，第三产业又进一步受损并向居民的就业和收入传导，国内经济陷入“工业通缩-服务业收缩-需求下降”的负向循环。

图12：中国“工业通缩-服务业收缩-需求下降”的负向循环示意图



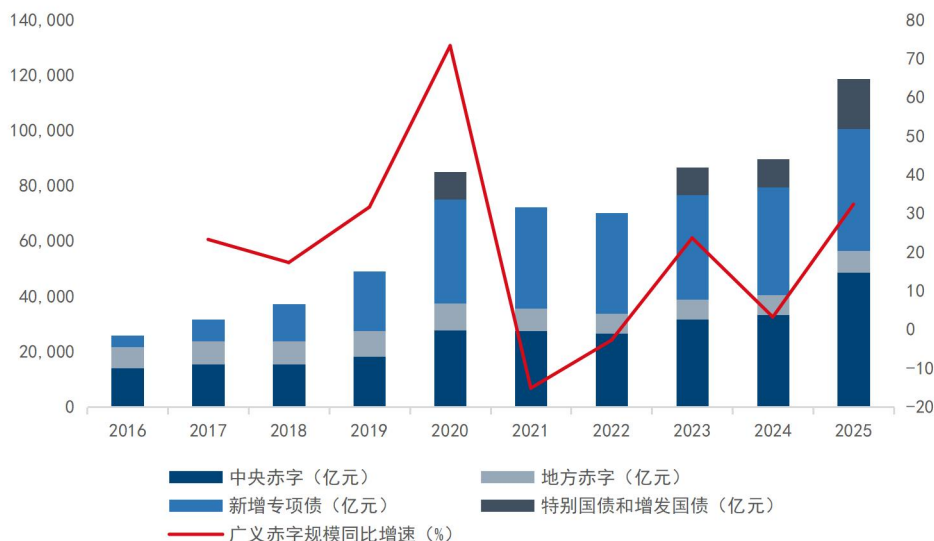
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2025 年中国如何打破负向循环？

2025 年中国如何打破上述负向循环，重新激活消费动能，走出通缩困境？2025 年的政府工作报告以及后续出台的政策文件指出了方向，也给出了具体的措施，我们将其归纳为“三招打破通缩负循环”：

首先，2025 年政府将明显扩张赤字规模，以应对财政收入偏紧的局势。有了财政赤字资金的补充，政府激励工业部门的生产和投资不再依赖成本转嫁，与此同时还能将一部分财政资源用于刺激服务供给和需求，使得服务业增长动能恢复，进而改善居民就业和收入状况，打破负向循环。根据政府工作报告，2025 年中国合计新增政府债务总规模 11.86 万亿元、比上年增加 2.9 万亿元，财政支出强度明显加大。2025 年政府工作报告还首次提到“加大服务业投资力度”、“完善全口径消费统计制度”，并且还提及“扩大健康、养老、托幼、家政等多元化服务供给”、“落实和优化休假制度，释放文化、旅游、体育等消费潜力”等和服务业相关的内容，预计 2025 年政府对服务业发展的支持力度很可能明显提升。

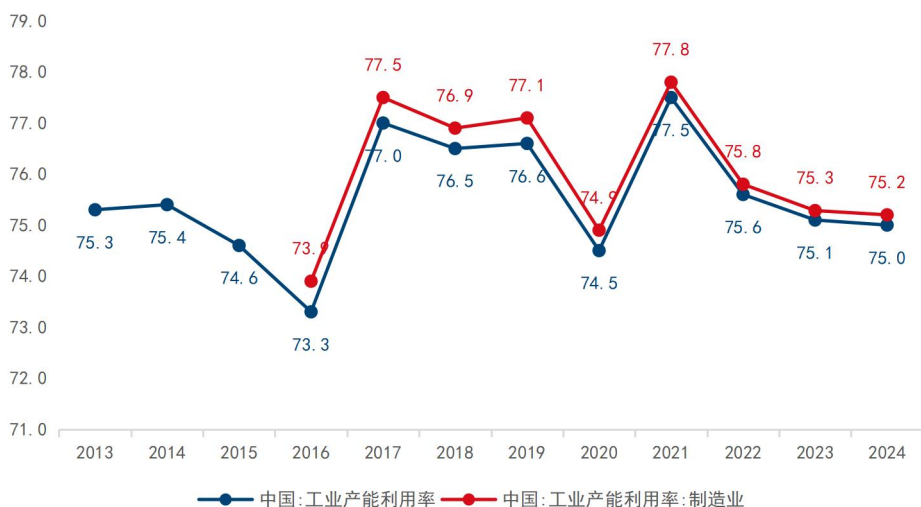
图13: 2025 年中国政府广义赤字规模较 2024 年明显扩张



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

其次，政府明确将推动工业部门低效落后产能退出，减缓恶性价格竞争局面，并通过减少对工业部门生产与投资的过度激励，减轻财政紧张压力，进一步降低对服务业的挤压效应。2025 年政府工作报告明确指出“坚决防止低效无效投资”。国家发展和改革委员会主任郑栅洁在经济主题记者会上也指出“国务院常务会研究了化解重点产业结构性矛盾的政策措施，我们将分行业出台具体方案，推动落后低效产能退出，扩大中高端产能供给，让供给侧更好地适应市场需求的变化”。在需求回暖叠加低效落后产能退出的大背景下，预计 2025 年中国工业产能利用率将迎来反弹，工业品价格持续下跌的局面有望改善。此外，中央通过规范地方政府招商引资行为，调整出口退税等措施减少对工业部门生产与投资的过度激励，这或帮助政府减轻财政紧张压力，进一步降低对服务业的挤压效应。

图14: 中国工业产能利用率走势一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

最后，财政资金直接支持居民减负增收，完善工资正常增长机制，其中行政事业及非企业法人单位就业人员（即公务员和事业单位职工）薪资改善对消费需求的提振作用不可忽视。2025 年政府工作报告将“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”列为首项重点工作，其中“大力提振消费”放在最前面。在落实首项重点工作的支持措施方面，放在第一位的是“多渠道促进居民增收，推动中低收入群体增收减负，完善劳动者工资正常增长机制”，第二位是“安排超长期特别国债 3000 亿元支持消费品以旧换新”。安排特别国债资金支持消费品以旧换新是财政资金直接支持消费增长最醒目的举措，但重要性并非第一，排在第一位的“多渠道促进居民增收，推动中低收入群体增收减负，完善劳动者工资正常增长机制”虽未直接提及财政资金支持，但财政资金确实可以非常便利地通过改善公务员和事业单位职工这个关键群体的收入来达到提振居民收入信心的目标。

根据第五次全国经济普查的结果，截至 2023 年底中国行政事业及非企业法人单位从业人员数量合计约 6252.2 万人，数量巨大，其收入及消费倾向的变化会直接显著地影响国内消费总需求，若考虑其消费变化带来的乘数效应，则影响更大。2024 年在财政收入偏紧的大背景下，行政事业及非企业法人单位职工降薪欠薪的传闻层出不穷，虽然没有具体的数据可供考察，但估计行政事业及非企业法人单位职工降薪欠薪的现象对消费总需求构成了较显著的拖累。若 2025 年行政事业及非企业法人单位职工的收入信心由下降转为上升，无疑将有力地推动消费需求增长、改善居民收入信心。

2025 年 3 月 16 日发布的《提振消费专项行动方案》中，还补充了“研究建立育儿补贴制度”、“提高部分学生资助补助标准，扩大政策覆盖面，延续实施国家助学贷款免息及本金延期偿还政策”、“提高城乡居民基础养老金和城乡居民基本医疗保险财政补助标准，适当提高退休人员基本养老金”、“鼓励有条件的地方结合实际向困难群众发放救助金或增发一次性生活补贴”、“向符合条件的失业人员及时足额发放失业保险金等”、“鼓励有条件的地方结合实际对普惠托育机构给予场地支持和运营补助等”等财政资金直接支持居民减负增收、促进消费的措施。

表1：依赖财政的行业 2023 年就业人员数量一览（第五次全国经济普查结果）

行业	从业人员（万人）	其中行政事业及非企业法人单位（万人）
水利、环境和公共设施管理业	485.5	119.2
教育	2677.0	2241.1
卫生和社会工作	1461.9	1110.8
公共管理、社会保障和社会组织	2781.1	2781.1
合计	7405.5	6252.2

资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

2025 年第二季度或呈现全年 GDP 同比增速的底部

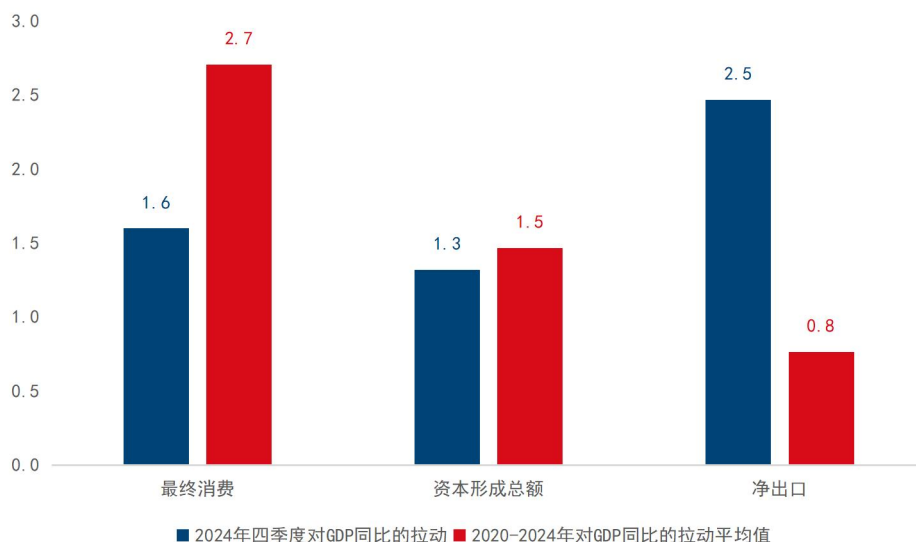
2020-2024 年，中国最终消费、资本形成总额、净出口对 GDP 同比的拉动平均值分别为 2.7、1.5、0.8 个百分点，合计约为 5.0%。这意味着，只要国内三大需求增速回归过去五年的历史平均水平，则 2025 年国内就能实现 5.0% 的经济增速目标。

由于 2024 年中国资本形成总额处在历史平均水平附近，最终消费明显低于历史平均水平，净出口则明显高于历史平均水平。因此，2025 年国内消费回升对经济的贡献能否很好地对冲出口回落对经济的拖累是国内能否实现 5.0% 经济增速目标

的关键，也是 2025 年国内经济走势变化的关键。

考虑到上述三支箭对消费的提振，预计 2025 年中国消费或逐步提升，出口是 2025 年中国经济走弱最大的风险。

图15: 中国 2024 年四季度三大需求对 GDP 同比的拉动与历史均值比较一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

考虑到服务业发展动能从偏弱状态中恢复、居民收入信心回升不是一蹴而就的事情，预计 2025 年上半年国内消费增速的上升或较为平缓，2025 年下半年消费增速的上升或更为陡峭。2025 年 1-2 月，国内消费延续企稳回升态势，但幅度仍然较为平缓，其中社会消费品零售总额同比增 4.0%，较 2024 年四季度的 3.8% 小幅提升 0.2 个百分点；服务零售额同比增 4.9%，持平 2024 年四季度。

出口方面，报复性关税政策或使得 2025 年中国出口增速波动明显加大，进而影响全年经济走势。受 2025 年特朗普上台后美国加征关税预期的影响，2024 年底中国出现“抢出口”效应。2024 年四季度中国出口同比增 9.2%（人民币计价），较三季度明显抬升 3.9 个百分点。2025 年 1-2 月，中国出口同比降至 3.4%，但出口环比仍处于 2015 年以来同期偏高水平，表明 2025 年 1-2 月中国“抢出口”效应虽然减弱但仍然没有完全消退。2025 年二季度随着中国“抢出口”效应完全消退，中国出口增速可能会出现较明显的下降，从而拖累中国经济增长。2025 年下半年，若海外发达国家的经济增长波动不大，则中国出口增速或也将较为平稳。

因此，2025 年二季度或呈现全年 GDP 同比增速的阶段性低点，该季度主要经济指标的环比收缩可能达到年度峰值，财政政策、货币政策或也将在二季度进一步发力。

风险提示

政策调整滞后，海外市场动荡，存在不确定性。

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