

宏观经济宏观月报

8 月经济超预期回落，政策加码窗口打开

核心观点

2025 年 9 月 15 日国家统计局发布 2025 年 8 月份经济增长数据，重点关注的经济增长类数据如下：

- 1、8 月份，规模以上工业增加值同比增长 5.2%，比 7 月回落 0.5 个百分点；
- 2、8 月份，社会消费品零售总额 39668 亿元，同比增长 3.4%，比 7 月回落 0.3 个百分点；
- 3、1-8 月，全国固定资产投资（不含农户）326111 亿元，同比增长 0.5%，比 1-7 月回落 1.1 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 4.2%；
- 4、8 月份，进出口总额 38744 亿元，同比增长 3.5%。其中，出口 23035 亿元，增长 4.8%；进口 15709 亿元，增长 1.7%；
- 5、8 月份，全国城镇调查失业率为 5.3%，较上月上升 0.1 个百分点，持平上年同月。

8 月国内经济增速约 3.8%，明显低于全年经济增速目标值。

基于生产法测算的月度 GDP 同比增速在 8 月份约为 3.8%，较 7 月继续回落 0.5 个百分点，明显低于全年经济增速目标值。其中建筑业拖累约 0.3 个百分点，工业拖累 0.1 个百分点，服务业拖累 0.1 个百分点。

8 月经济超预期回落，政策加码窗口打开

8 月中国经济增速未能止跌回稳，月度 GDP 同比增速进一步下滑至 3.8% 左右，显示出经济增长动能继续走弱。此次回落呈现出需求全面趋冷的特征，消费、投资与出口“三驾马车”增速同步放缓，这与 7 月仍有出口增速上升支撑的局面截然不同，表明经济下行压力从局部向全局扩散。从生产端看，建筑业仍是主要拖累，但工业与服务业增速亦同步走弱，后者尤其值得警惕。

导致 8 月经济进一步回落的原因可能主要有两方面。其一，政府的逆周期调节政策仍处于观望与蓄力阶段，未能及时有效对冲经济下行压力。其二，服务业生产指数持续走弱将直接导致服务业吸纳就业的能力下降，这无疑会推高失业率，8 月国内的失业率上升已经印证了这一点，而失业率的升高不仅会抑制居民收入预期与消费信心，更将严重削弱任何旨在刺激消费的“国补”类政策的效果，因为消费者可能会将补贴用于储蓄而非支出，形成“政策空转”的风险。

展望后续经济增长，核心焦点在于稳增长政策是否会果断加码。当前经济下行压力已较为明显，单纯依靠观望或小幅调节可能难以扭转趋势。前期积蓄的财政存款能否加快支出步伐将成为关键。此外，加快地方政府专项债券的发行与使用速度、中央财政考虑发行特别国债或提前下达明年额度、以及推动政策性金融工具加大对基建项目的支持力度等等措施也可以直接推动实物工作量增长，提振总需求，从而推动经济企稳回升。综合来看，当前经济正处于一个关键的政策窗口期，亟需宏观政策在力度和节奏上做出更积极的响应，以避免经济惯性下滑，并助力经济增速尽快重回合理区间。

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：田地

0755-81982035

tianti2@guosen.com.cn

S0980524090003

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

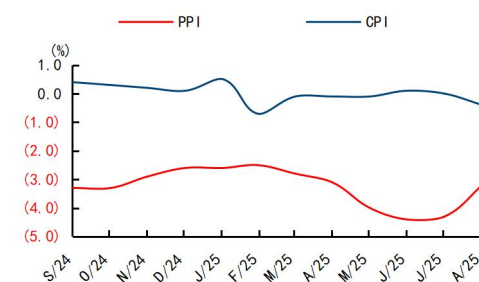
dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	0.50
社零总额当月同比	3.40
出口当月同比	4.40
M2	8.80

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-短期波动不改内需韧性基础，政策发力将引领经济回升》——2025-08-15

《宏观经济宏观季报-内需支撑中国经济稳健前行》——2025-07-17

《宏观经济宏观月报-6 月国内产需背离加剧》——2025-07-16

《宏观经济宏观月报-5 月增长动能从出口与投资转向消费》——2025-06-16

《宏观经济宏观月报-4 月“抢出口”强化生产韧性，内需有所走弱》——2025-05-19

内容目录

8 月经济：超预期回落，政策加码窗口打开	4
就业：失业率逆季节性上升	5
生产端：工业服务业同步趋缓	5
需求端：投资—景气继续回落	7
需求端：消费—补贴恢复但仍然走弱	9
需求端：进出口—出口增长态势延续，高附加值产品领跑	10
8 月通胀：PPI 环比止跌	11
风险提示	13

图表目录

图 1: 中国实际 GDP 月度同比增速测算	4
图 2: 8 月国内调查失业率逆季节性上升	5
图 3: 中国工业增加值和高技术产业增加值同比一览	6
图 4: 中国工业增加值定基指数历年环比增速一览	6
图 5: 采矿业、制造业、公用事业增加值当月同比一览	6
图 6: 8 月各品类产品产量当月同比与 7 月当月同比的差值一览	7
图 7: 服务业生产指数同比走势一览	7
图 8: 中国固定资产投资完成额同比增速一览	8
图 9: 中国固定资产投资完成额环比增速一览	8
图 10: 房地产开发、制造业、基建、其他投资同比增速一览	8
图 11: 房地产开发、制造业、基建、其他投资环比增速一览	8
图 12: 房地产销售面积和销售额同比增速一览	9
图 13: 中国社会消费品零售总额同比增速一览	9
图 14: 中国社会消费品零售总额环比增速一览	9
图 15: 商品销售金额同比变化幅度一览	10
图 16: 出口金额实际同比与预期值	11
图 17: 出口季节性变化	11
图 18: 分商品出口金额累计同比情况	11
图 19: CPI 与核心 CPI 当月同比	12
图 20: CPI 主要分项	12
图 21: CPI 服务项同比继续回升	12
图 22: CPI 食品项偏弱	12
图 23: PPI 当月同比回升	13
图 24: PPI 主要分项	13

8 月经济：超预期回落，政策加码窗口打开

整体来看，8 月中国经济增速较 7 月进一步回落，其中消费、投资、出口增速均有所下行。

基于生产法测算的月度 GDP 同比增速在 8 月份约为 3.8%，较 7 月继续回落 0.5 个百分点，明显低于全年经济增速目标值。其中建筑业拖累约 0.3 个百分点，工业拖累 0.1 个百分点，服务业拖累 0.1 个百分点。需求方面，8 月国内出口、消费、投资增速均有所下行，国内经济增长动力进一步走弱。

需要提醒的是，在使用生产法测算月度 GDP 同比增速过程中，对建筑业的拟合稳定性相对差一些，而 7、8 月对经济增长拖累最大的恰恰是建筑业，因此我们测算的 GDP 同比存在低估的可能。但即使不考虑 7、8 月建筑业对经济增长的拖累（即假设其增速保持不变），8 月国内月度 GDP 同比也将回落至 4.6%。在房地产开发投资与基建投资增速大幅回落的背景下，建筑业应该会构成整体 GDP 增速的拖累，因此 8 月国内月度 GDP 同比即使没有 3.8% 这么低，也大概率处于 4.0% 附近的水平。

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

2025 年 8 月，中国经济增速未能止跌回稳，月度 GDP 同比增速进一步下滑至 3.8% 左右，显示出经济增长动能继续走弱。此次回落呈现出需求全面趋冷的特征，消费、投资与出口“三驾马车”增速同步放缓，这与 7 月仍有出口增速上升支撑的局面截然不同，表明经济下行压力从局部向全局扩散。从生产端看，建筑业仍是主要拖累，但工业与服务业增速亦同步走弱，后者尤其值得警惕。

导致 8 月经济进一步回落的原因可能主要有两方面。其一，政府的逆周期调节政策仍处于观望与蓄力阶段，未能及时有效对冲经济下行压力。尽管经济数据持续走弱，但政策层面可能仍在评估 7 月出口回暖的可持续性以及前期已出台政策的效果，导致诸如基建投资等关键逆周期工具未能充分发力，这使得房地产开发投资持续低迷的“窟窿”得不到有效填补。其二，服务业持续走弱成为新的风险点。服务业生产指数持续走弱将直接导致服务业吸纳就业的能力下降，这无疑会推高

失业率，8月国内的失业率上升已经印证了这一点。失业率的升高不仅会抑制居民收入预期与消费信心，更将严重削弱任何旨在刺激消费的“国补”类政策的效果，因为消费者可能会将补贴用于储蓄而非支出，形成“政策空转”的风险。

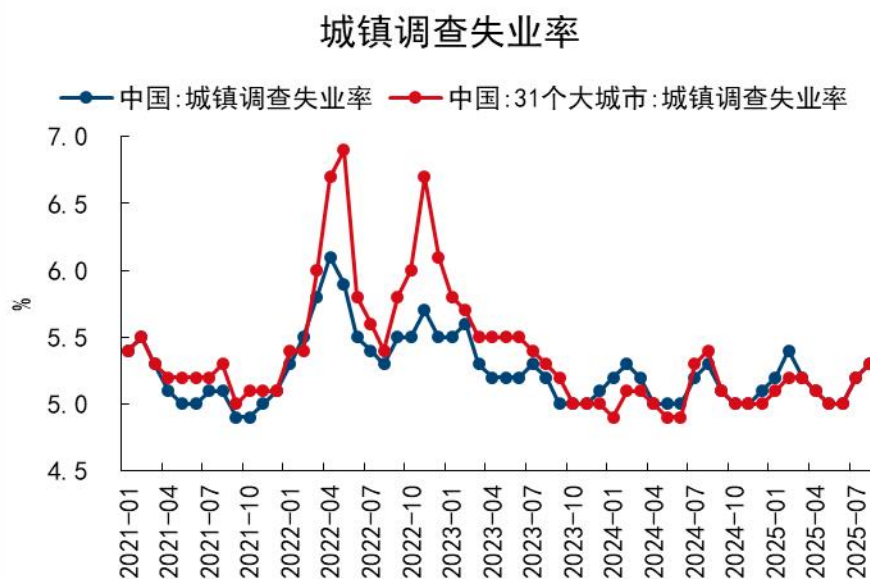
展望后续经济增长，核心焦点在于稳增长政策是否会果断加码。当前经济下行压力已较为明显，单纯依靠观望或小幅调节可能难以扭转趋势。前期积蓄的财政存款能否加快支出步伐将成为关键。此外，加快地方政府专项债券的发行与使用速度、中央财政考虑发行特别国债或提前下达明年额度、以及推动政策性金融工具加大对基建项目的支持力度等等措施也可以直接推动实物工作量增长，提振总需求，从而推动经济企稳回升。综合来看，当前经济正处于一个关键的政策窗口期，亟需宏观政策在力度和节奏上做出更积极的响应，以避免经济惯性下滑，并助力经济增速尽快重回合理区间。

就业：失业率逆季节性上升

8月国内城镇调查失业率为5.3%，较前月上升0.1个百分点。从历史表现看，2018、2019、2024三个代表性年份8月城镇调查失业率较7月平均回落0.03个百分点，显示本月失业率走势出现异常，有悖季节性规律。

大城市调查失业率情况类似，为5.3%，上升0.1个百分点，而2018、2019、2024三个代表性年份8月城镇调查失业率较7月平均保持不变。

图2：8月国内调查失业率逆季节性上升



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

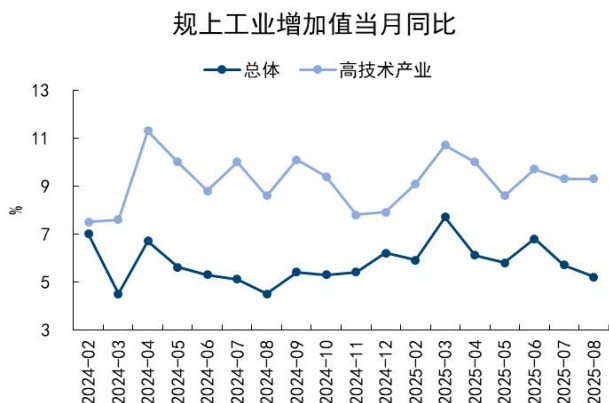
生产端：工业服务业同步趋缓

8月国内规模以上工业增加值当月同比为5.2%，较7月继续回落0.5个百分点。从工业增加值定基指数的环比变化来看，7月环比显著弱于疫情前历史同期平均水平，也弱于2023-2024年同期均值，创下近4年新低，表明8月国内工业生产继续显著走弱。

与此同时，高技术产业增加值同比仍明显高于整体工业增加值同比，且增速保持

稳定（9.3%），表明国内工业部门的结构继续向“新经济”倾斜的趋势并未中止，也与我国出口数据反映出的结构性变化一致。但需要提示的是，从产品产量角度观察，集成电路和工业机器人增速较前月显著放缓。

图3：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

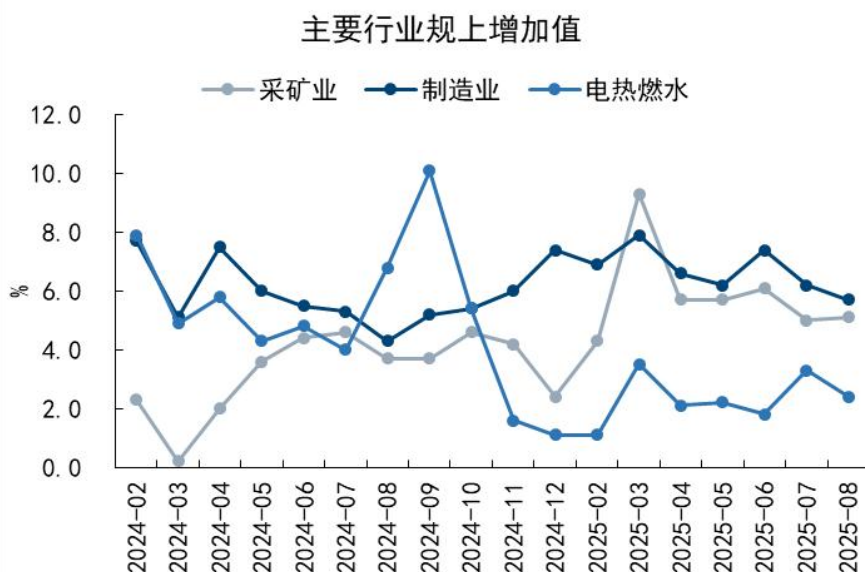
图4：中国工业增加值定基指数历年环比增速一览



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

分三大门类看，8月采矿业增速小幅回升，制造业小幅回落。此外，尽管公用事业在去年同期的高基数下增速回落（-0.9pct至2.4%），但两年复合同比走强。

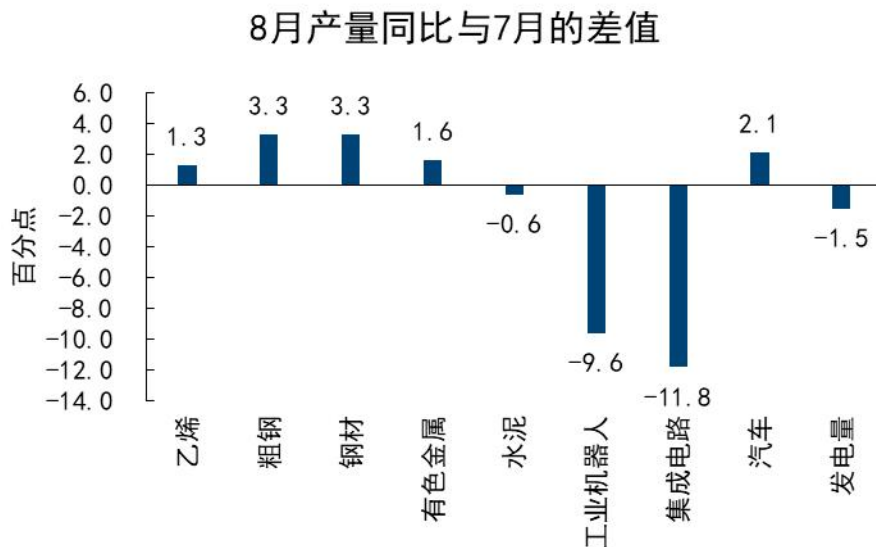
图5：采矿业、制造业、公用事业增加值当月同比一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

分产品看，8月和消费相关的乙烯产量同比有所回升；投资相关的粗钢、钢材、水泥产量走势分化；高端工业品如机器人和集成电路显著回落；汽车小幅走强。

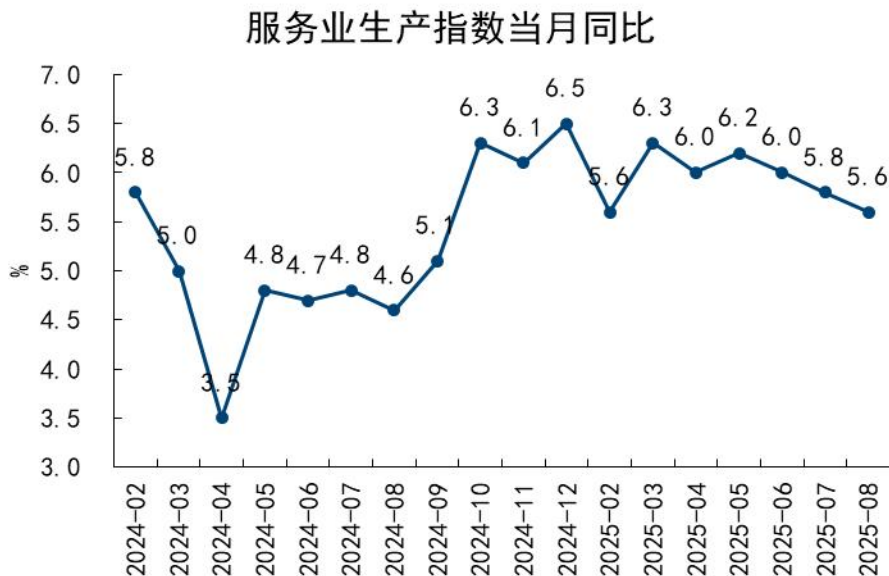
图6: 8月各品类产品产量当月同比与7月当月同比的差值一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

服务业生产方面, 8月国内服务业生产指数当月同比增速为5.6%, 较7月继续回落0.2个百分点, 增速连续3个月回落年内低点, 但总体依然处于健康水平。

图7: 服务业生产指数同比走势一览

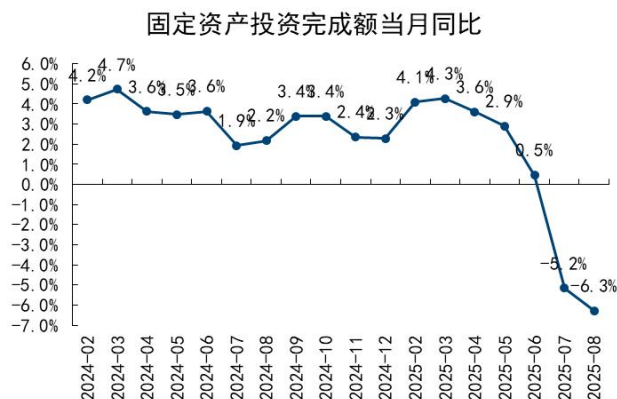


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

需求端：投资—景气继续回落

8月国内固定资产投资当月同比为-6.3%, 较7月继续大幅下滑1.1个百分点。从环比看, 当月国内固定资产投资环比增速显著低于近年同期均值, 与“反内卷”政策、出口高峰接近尾声、地方基建强度下降等因素有关。

图8：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

图9：中国固定资产投资完成额环比增速一览

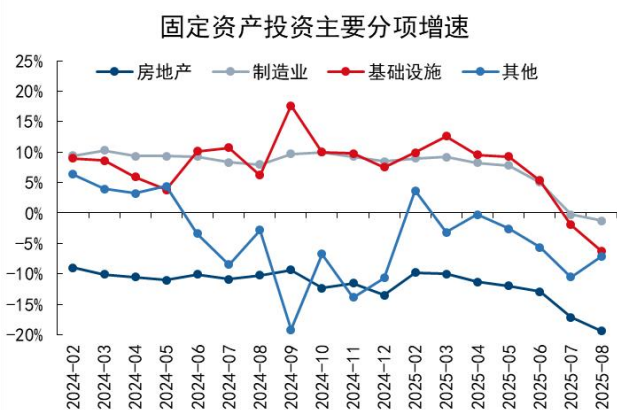


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

8月房地产开发、基建、制造业、其他投资当月同比较7月当月同比均继续回落，其中基建和房地产投资回落幅度较大。主要亮点来自于与服务业相关的其他投资，跌幅较前月出现收窄。

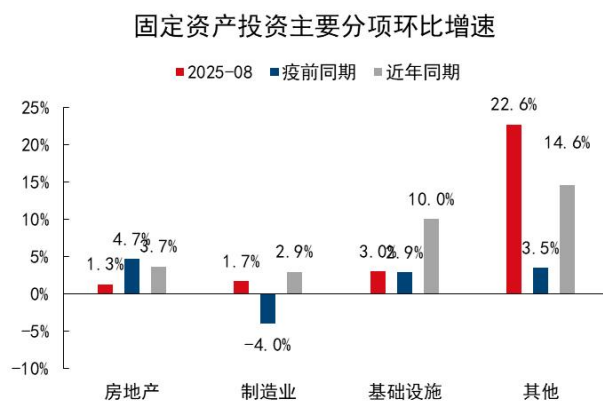
环比方面，8月房地产开发、基建、制造业投资环比总体弱于近年同期。

图10：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

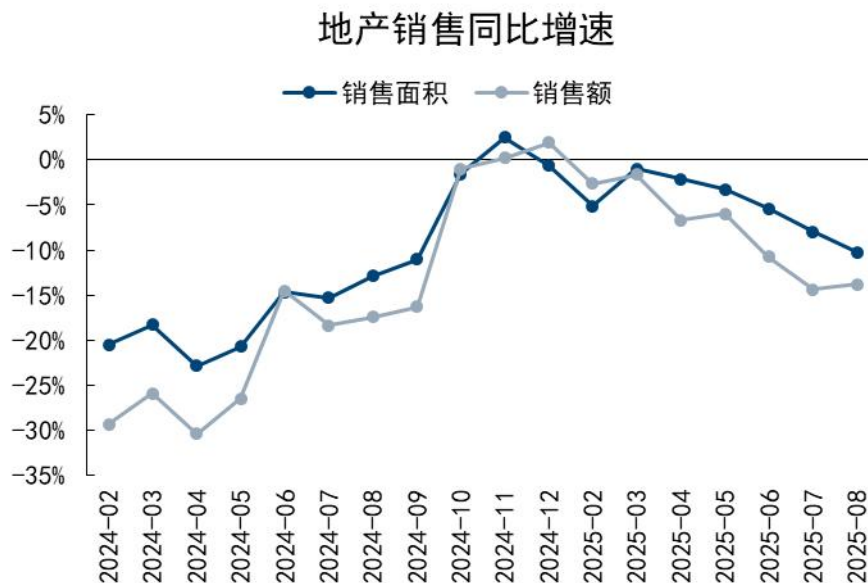
图11：房地产开发、制造业、基建、其他投资环比增速一览



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

8月国内商品房销售依然不振，销售面积与销售额增速在负区间走势分化。销售额在销售面积持续萎缩的情况下有所修复，显示出地产成交的结构性韧性来自优质地段的优质房源。

图12: 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—补贴恢复但仍然走弱

8月社会消费品零售总额当月同比为3.4%，低基数下继续回落0.3个百分点。其中商品零售为3.6%，回落0.4个百分点；餐饮2.1%，回升1个百分点。

从环比来看，7月社会消费品零售总额环比低于历史同期平均水平，指向7月社零动能依然偏弱。在餐饮收入企稳回升的情况下，商品零售构成主要拖累。

图13: 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

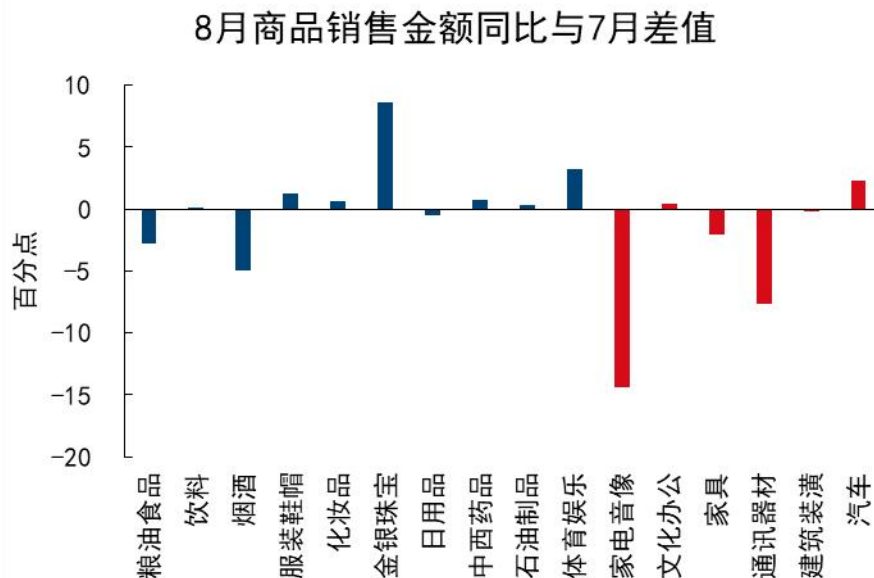
图14: 中国社会消费品零售总额环比增速一览



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从不同类别的商品销售情况来看，8月商品销售同比走势明显分化，7月底以来虽然国补再次恢复，但家电音像、家具、通讯器材等增速仍明显回落，主要品类中仅汽车有所改善，显示在就业等多元压力下，国补政策的撬动作用趋弱。

图15: 商品销售金额同比变化幅度一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

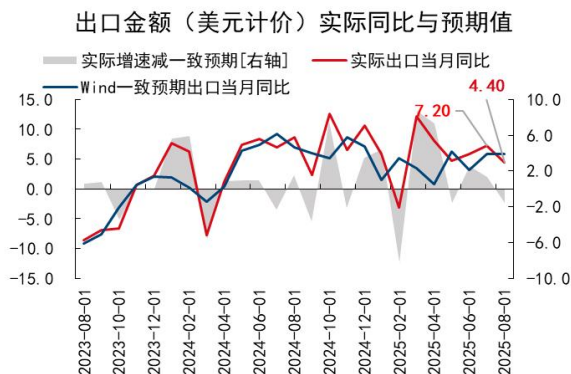
需求端：进出口—出口增长态势延续，高附加值产品领跑

8月出口商品规模为3218.1亿美元，同比增速为4.4%，较7月的7.2%下降2.8%，也低于一致预期5.9%的水平，出口动能有所放缓。8月对“一带一路”沿线国家和地区出口达1575.1亿美元，占比51%，显示新兴经济体正逐步演化为我国外贸增长的关键引擎，凸显其在我国外贸格局中的承接作用。

从外需上看，8月全球制造业景气度出现分化。美国（48.7）和日本（49.7）PMI再度跌破荣枯线，外需复苏力度仍显不足。欧元区PMI升至50.7，东盟整体PMI亦回升至51，其中越南虽从高位回落至50.4，但仍处扩张区间，显示区域内需求相对活跃，对中国出口形成一定正向支撑。然而，中国出口新订单PMI下探至47.2，“外需回暖≠出口强劲”仍是当下核心矛盾。

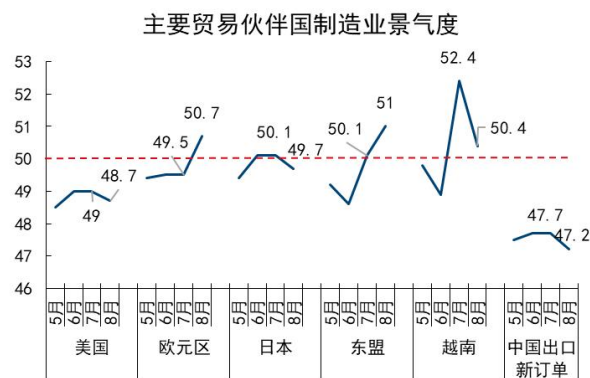
从政策上看，近期外贸环境呈现“内部合规趋严+外部碎片交织”的双重特征。国内方面，8月11日发布的《增值税法实施条例（征求意见稿）》收紧跨境电商退税与收汇规则，短期或增加企业合规压力，但长期将推动行业由粗放走向规范。国际方面，尽管斯德哥尔摩会谈再度延长90天关税暂停期，带来阶段性缓冲，但关税与贸易壁垒的碎片化趋势依旧加剧。如美国扩大钢铝关税覆盖、印度大幅上调PVC反倾销税、墨西哥提高低价商品进口税率，均对我国部分传统产业链出口构成新的制约。未来出口仍需依靠政策托底与新兴市场拓展，在外需不稳与贸易摩擦交织中争取稳中有进。

图16: 出口金额实际同比与预期值



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

图17: 出口季节性变化

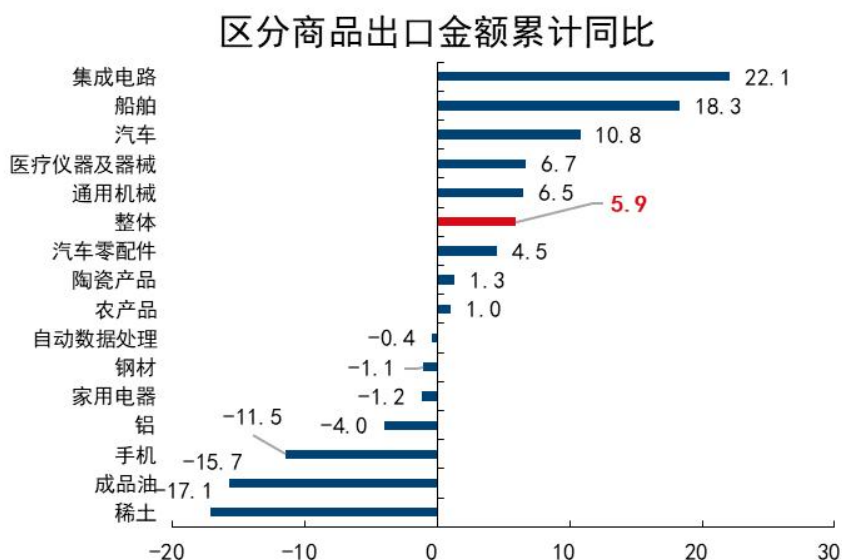


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

商品结构方面, 8月出口整体同比增长5.9%, 较上月略有回落, 但高技术与优势产业保持强劲势头。

集成电路(22.1%)、汽车(10.8%)、船舶(18.3%)继续领跑, 增速分别较上月回升1.6、1.1和2.8个百分点, 成为出口主要拉动力。稀土(-17.1%)、成品油(-15.7%)跌幅收窄, 显示资源品需求有所修复。手机(-11.5%)、家电(-1.2%)、钢材(-1.1%)等走弱则凸显消费类与传统产业承压, 出口结构分化特征依旧。整体来看, 高附加值与技术密集型产品占优, 我国全球产业链中高端环节嵌入度进一步加深。

图18: 分商品出口金额累计同比情况



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

8月通胀: PPI 环比止跌

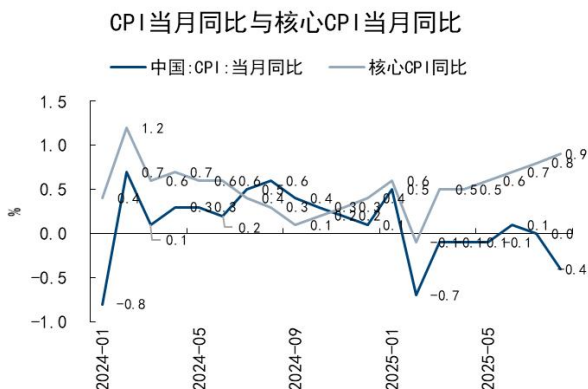
从新一期数据看, 国内价格继续出现一些改善的迹象, 但拖累因素也仍然存在。

提振消费等政策持续发力下，CPI 服务和工业消费品仍对 CPI 形成支撑，但食品项受高基数和生猪出栏加速等因素影响，对 CPI 拖累有所扩大。PPI 环比则自 2024 年 11 月以来首次止跌，反映“反内卷”等政策对价格的提振作用正在逐步显现。

核心 CPI 同比续创新高，食品项拖累整体 CPI

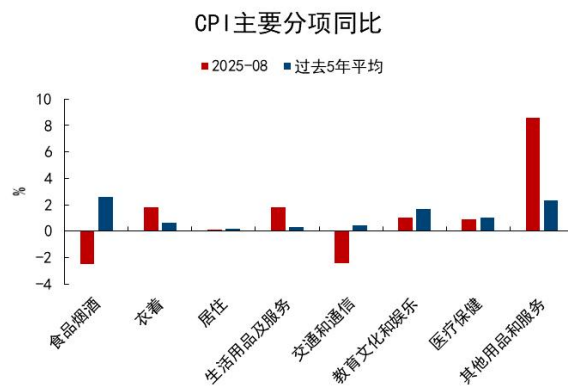
8 月 CPI 的特征是核心 CPI 持续改善，但食品项大幅拖累整体 CPI 水平，结构分化程度显著加剧。

图19: CPI 与核心 CPI 当月同比



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图20: CPI 主要分项



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

从同比看，8 月 CPI 同比-0.4%，较上月 0.0%的水平显著回落。其中，食品项同比-4.3%，较上月同比-1.6%继续下行，猪肉价格同比更是达到-16.1%的水平，成为 8 月 CPI 数据弱于预期的主要因素。去年同期，食品项 CPI 环比+3.4%，猪肉 CPI 环比+7.3%，高基数是造成本月食品项跌幅较大的一个重要原因。与此同时，近期在农业农村部预警引导下，生猪养殖场持续出栏，对生猪价格构成较大压制。

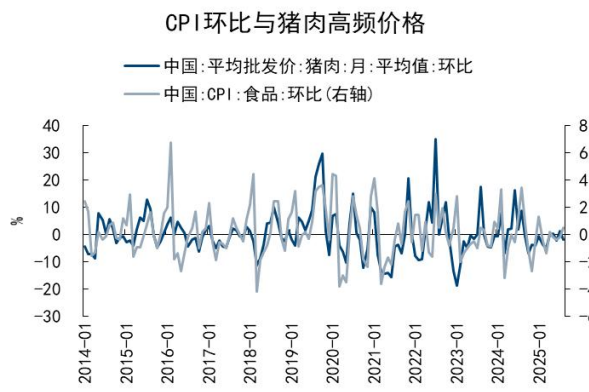
与此同时，服务项和工业消费品价格仍然保持稳中有升态势。服务项 CPI 同比+0.6%，较上月+0.5%的水平继续回升。工业消费品同比上涨 1.5%，家用器具和文娱耐用消费品 CPI 同比涨幅分别扩大至 4.6%和 2.4%。在服务和工业消费品的支撑下，核心通胀持续改善，核心 CPI 同比上涨 0.9%，同比连续第 4 个月扩大，创 18 个月新高。

图21: CPI 服务项同比继续回升



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图22: CPI 食品项偏弱



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

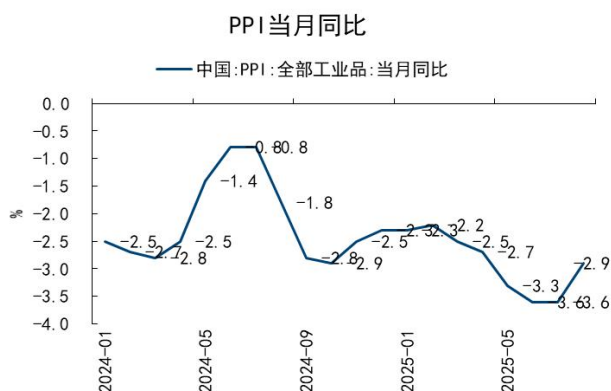
总体来看,8月CPI数据疲弱反映消费结构分化大幅加剧,食品价格拖累整体CPI,这主要是受到高基数和供给侧因素的影响,而服务和工业消费品仍是价格的主要支撑。

PPI 环比止跌

8月PPI同比-2.9%,较前值-3.6%,同时环比从前次-0.2%回升至0.0%,这也是自2024年11月以来PPI环比首次止跌。这一数据结果在很大程度上印证了PMI原材料和出厂价格连续改善所反映的宏观图景,表明“反内卷”相关政策的效果可能正在逐步显现。

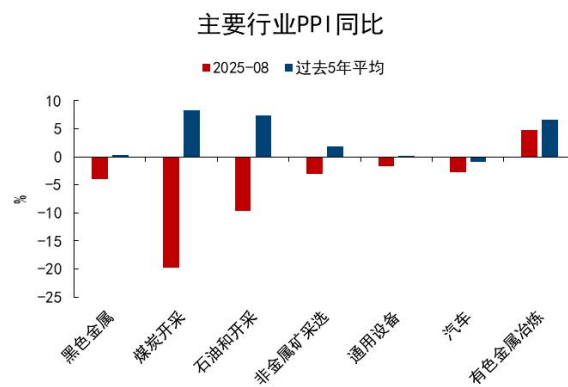
结构来看,PPI上游价格企稳较为明显,例如,黑色金属采选和冶炼PPI环比分别为+2.1%和+1.9%,较前次-1.1%和-0.3%均有较大幅度改善。与此同时,下游相关工业品价格改善则仍不明显,汽车、通用机械、计算机等PPI环比分别为-0.3%、-0.1%、-0.2%,较前次-0.3%、-0.2%、-0.4%改善幅度均不大。此外,海外大宗商品价格对PPI的作用则有所退坡。有色金属冶炼PPI环比由前次+0.8%回落至8月+0.2%,石油开采环比则更是由前次+3.0%转为8月-1.1%。总体看,8月PPI数据有一定改善,且尤为重要的是,价格回升主要发生在内需品种当中。

图23: PPI 当月同比回升



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图24: PPI 主要分项



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

总结来看,8月价格数据有亮点也有隐忧。亮点在于核心CPI的持续改善和PPI环比止跌企稳,隐忧则在于食品价格大幅走弱。未来看,度过高基数后,CPI仍有望回到温和回升的轨道当中,国际大宗商品价格回升和国内“反内卷”政策一旦形成共振,则可能助推PPI价格彻底企稳。

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

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