

“新秩序”的萌芽

2025年秋季宏观经济展望

经济研究 · 宏观专题

证券分析师：田地

0755-81982035

tiandi2@guosen.com.cn

S0980524090003

证券分析师：李智能

0755-22940456

lizn@guosen.com.cn

S0980516060001

证券分析师：邵兴宇

010-88005483

shaoxingyu@guosen.com.cn

S0980523070001

证券分析师：赵婧

0755-22940745

zhaojing@guosen.com.cn

S0980513080004

证券分析师：董德志

021-60933158

dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

联系人：王奕群

wangyiqun1@guosen.com.cn

宏观信号还有效吗？

“反内卷”如何实现？

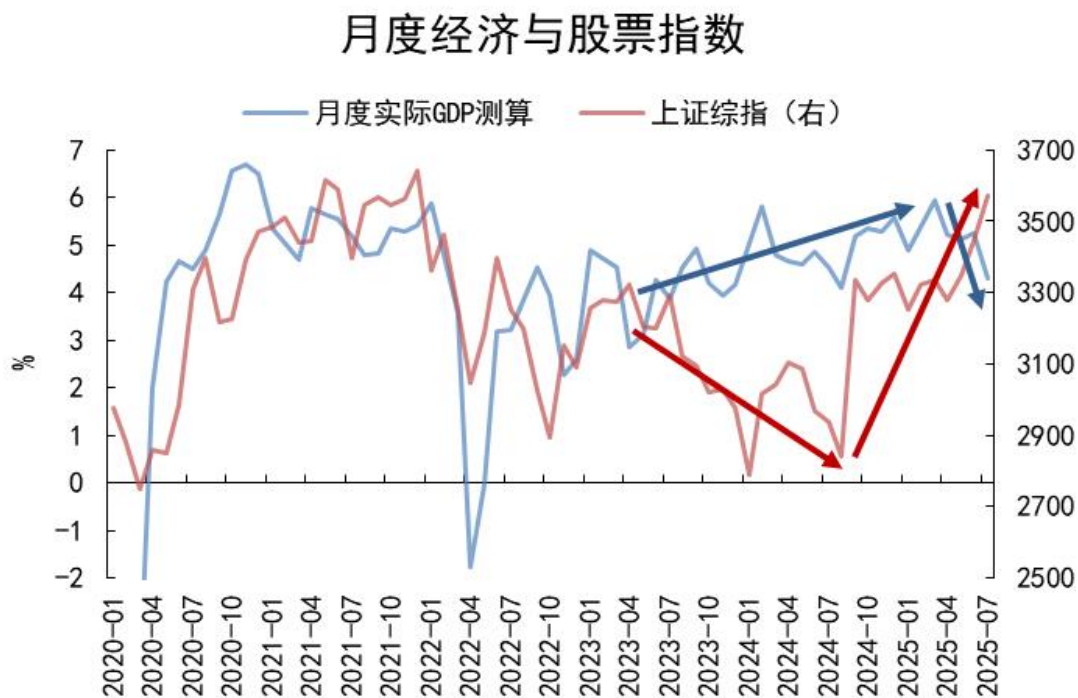
年内经济如何看？

宏观信号还有效吗？

宏观成为市场“干扰项”？

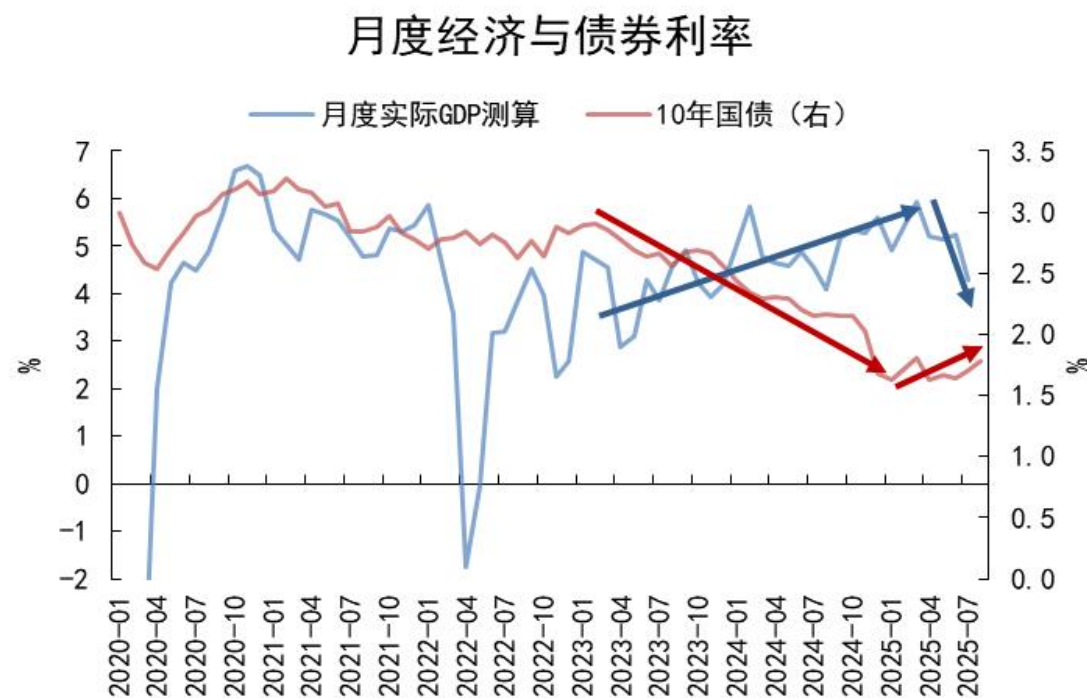
- 2023年开始，经济增速与股债走势出现背离
 - 年初，与国债利率走势背离
 - 二季度前后，与股票市场走势背离

图：经济增速与股票指数走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：经济增速与债券利率走势



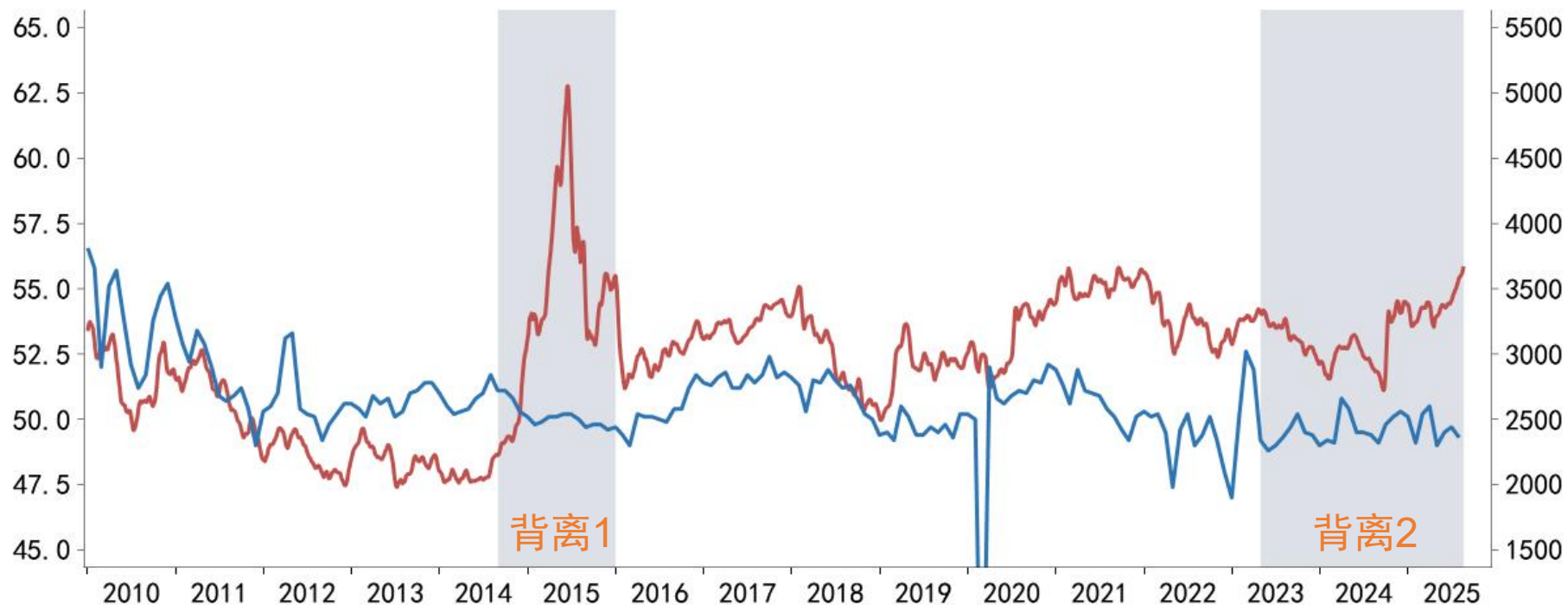
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 一度咬合非常紧密
 - 2023年以来发生了什么？

图：近些年来股指与经济表现的两次系统性偏离

宏观认知与股票走势

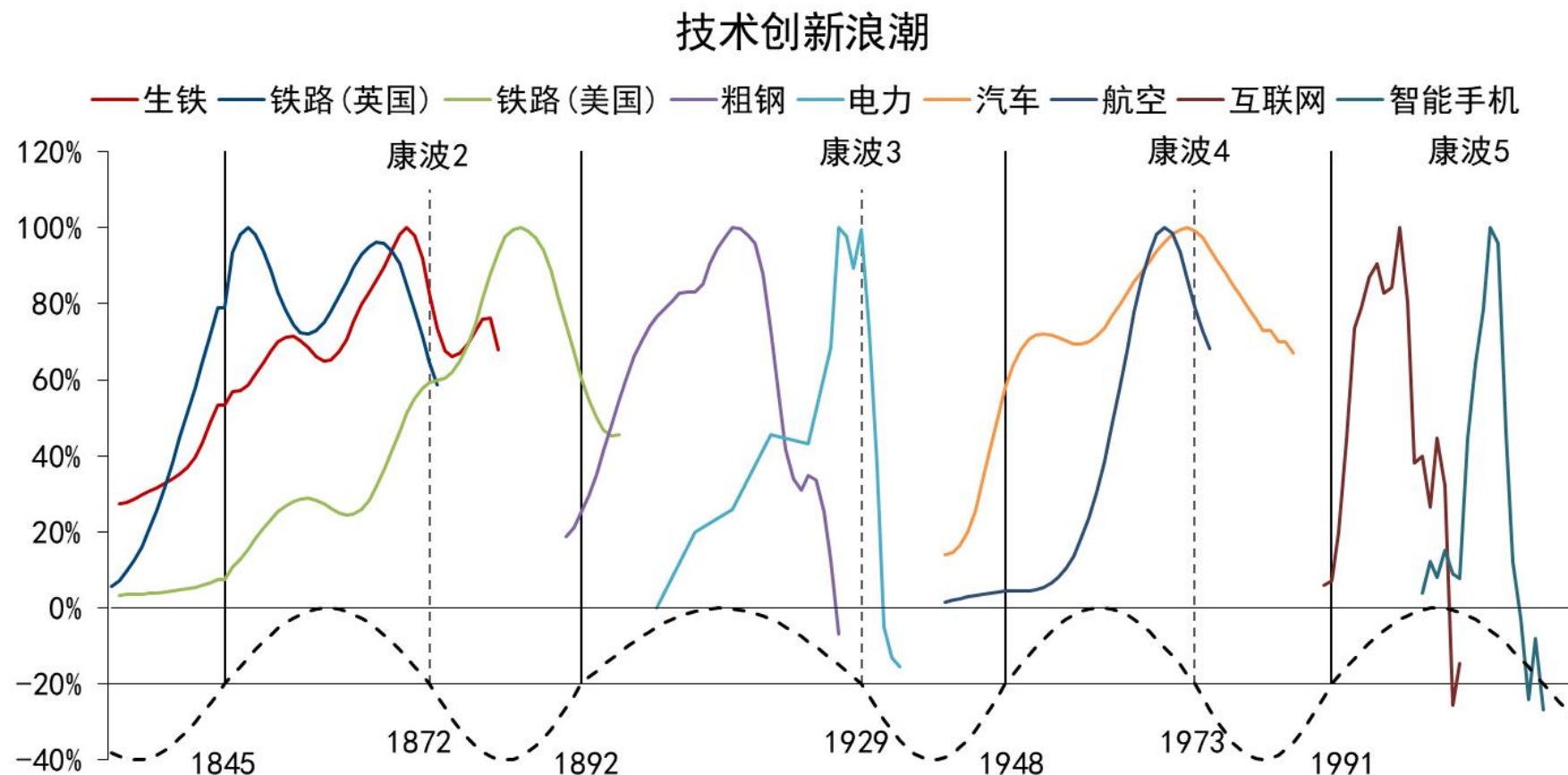
—制造业PMI —上证综指（右，14DMV）



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所绘制

- 移动互联网革命后，经济增长再度进入“青黄交接”的酝酿阶段
 - 种子选手很多……但胜出者尚不明朗

图：重要技术创新浪潮回溯



资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制

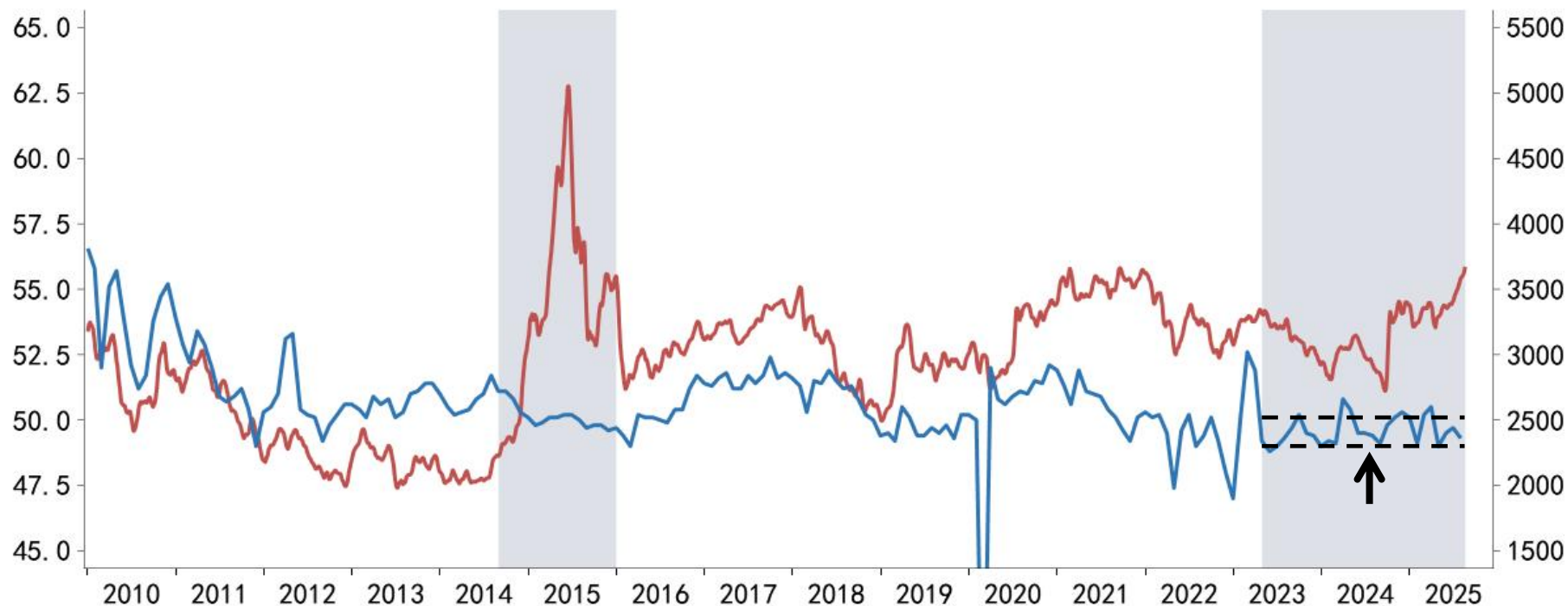
混沌期：动能转换期的“托底”

- 经济缺乏主导性增长逻辑
- 2023年以来，宏观指标“失去弹性”：上乏力，下有底

图：近些年来股指与经济表现的两次系统性偏离

宏观认知与股票走势

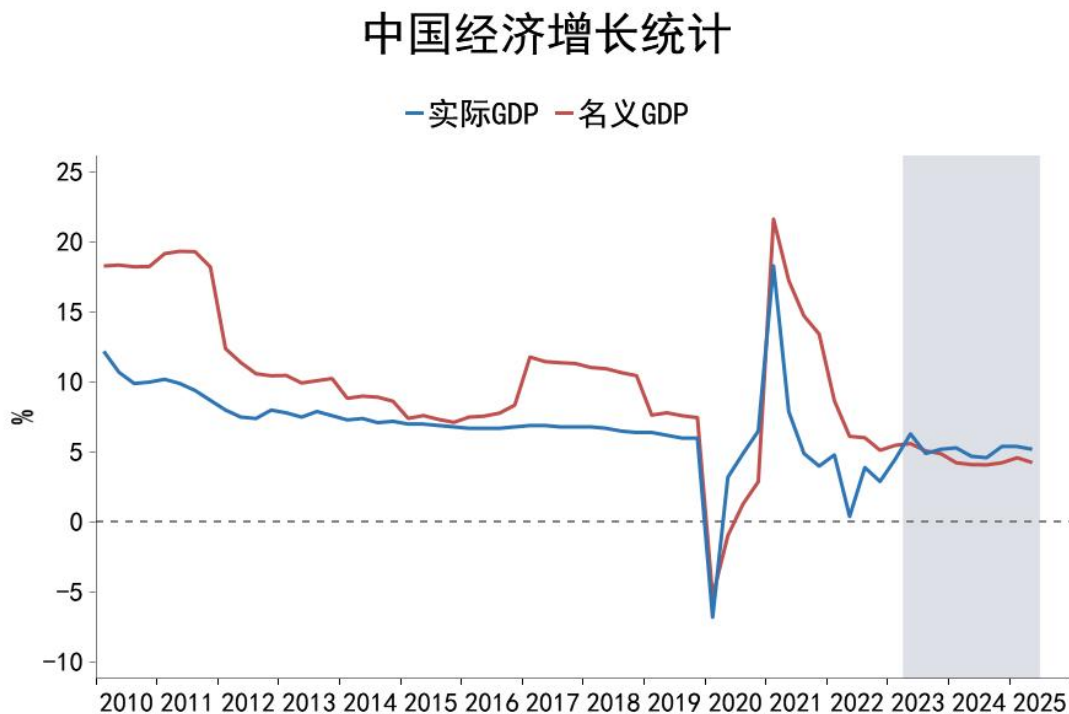
—制造业PMI —上证综指（右，14DMV）



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所绘制

- “统计幻觉”：政策干预与供需失衡
 - “保5”刚性 + 生产考核（GDP、税收、就业等），各方“一门心思抓生产”，失衡产能通过扭曲定价消化
 - 若价格不计入考核，则可以简单拉动生产达标，但体感进一步恶化：收入和财富收缩
 - 实际GDP增速与体感相悖

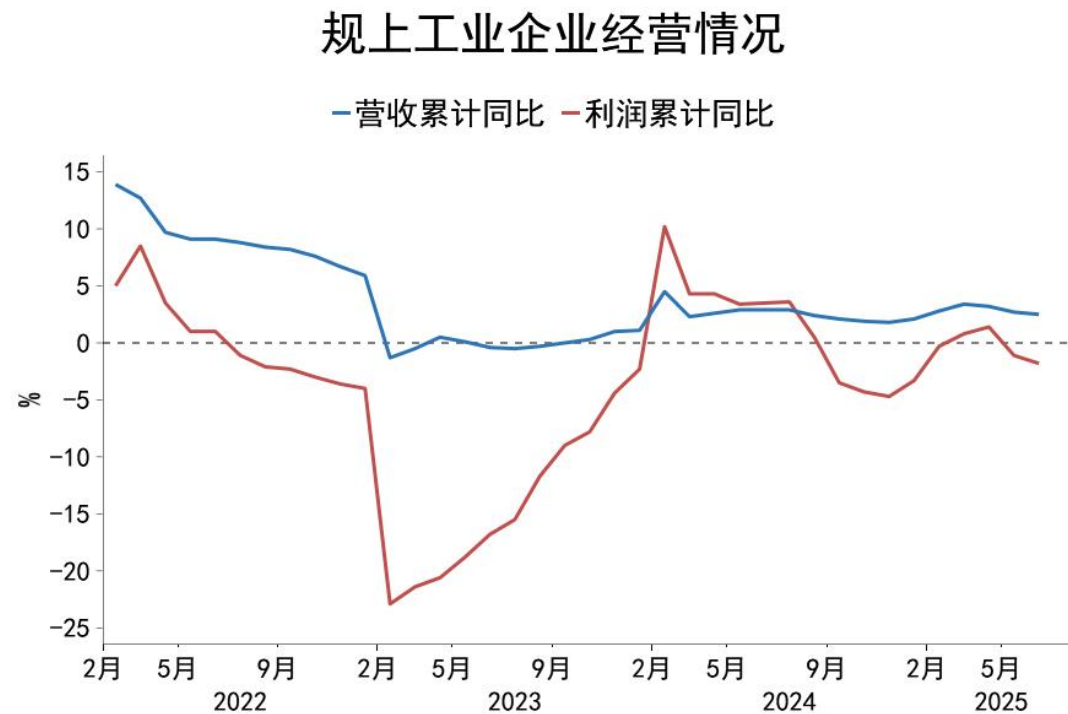
图：我国名义与实际GDP增速罕见“倒挂”



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

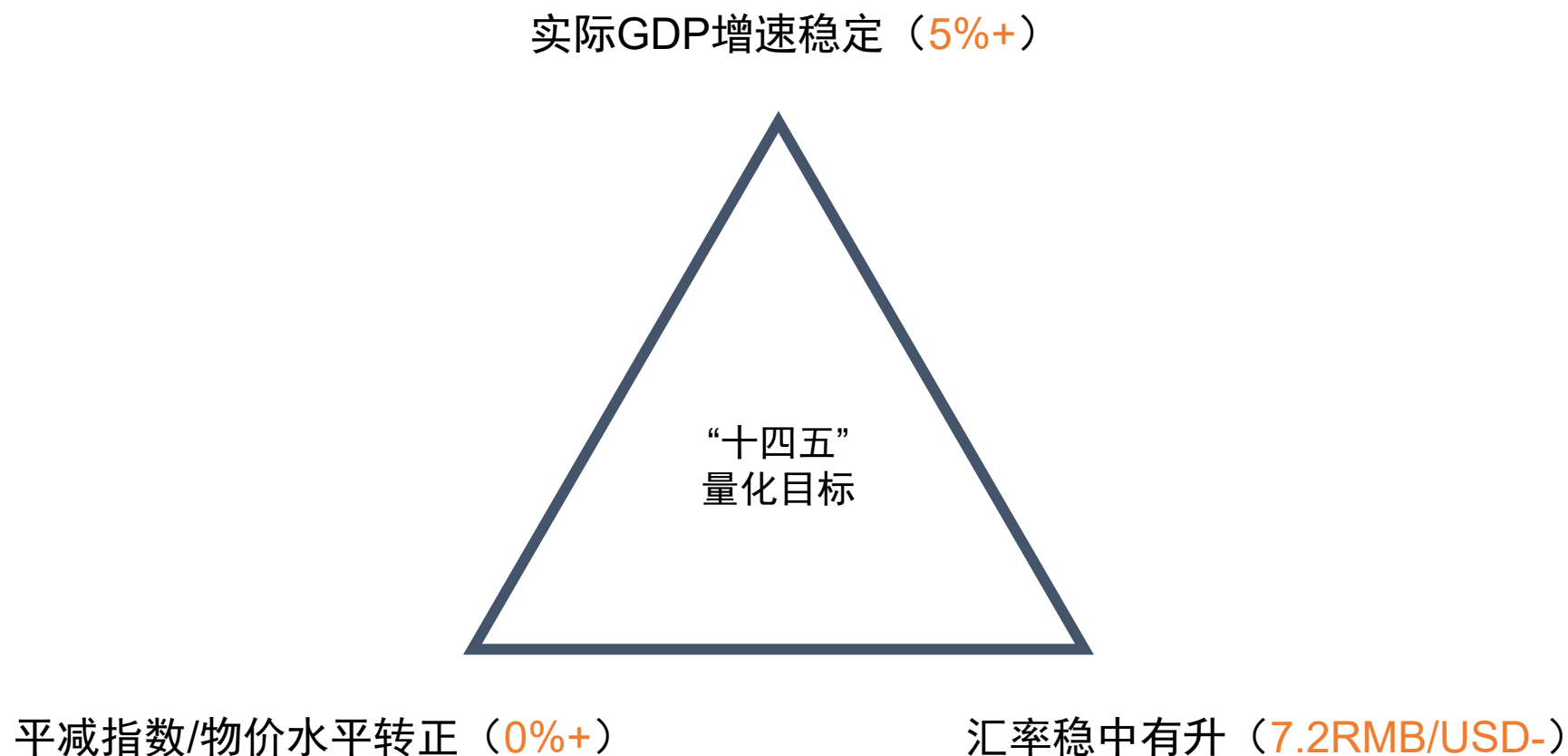
图：产需失衡下，企业盈利下滑成为常态



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

新变化：微妙的“三均衡”

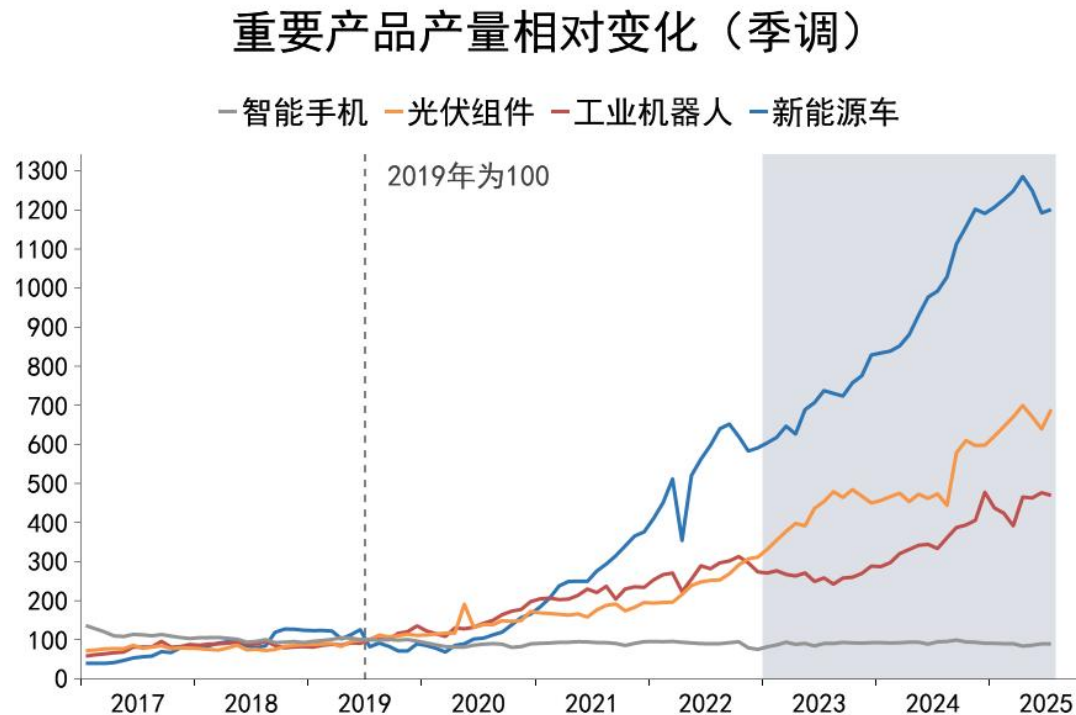
- 政策对名义GDP增速关注度上升
 - 增速诉求外，需权衡内外部两种价格：通胀与汇率



新变化：“小甜甜”与“牛夫人”

- 经济磨底与结构切换：2023年7月提出“加快形成新质生产力”
 - 从产品看，新科技产品产能加力跃升
 - 从比重看，新老动能交替在即

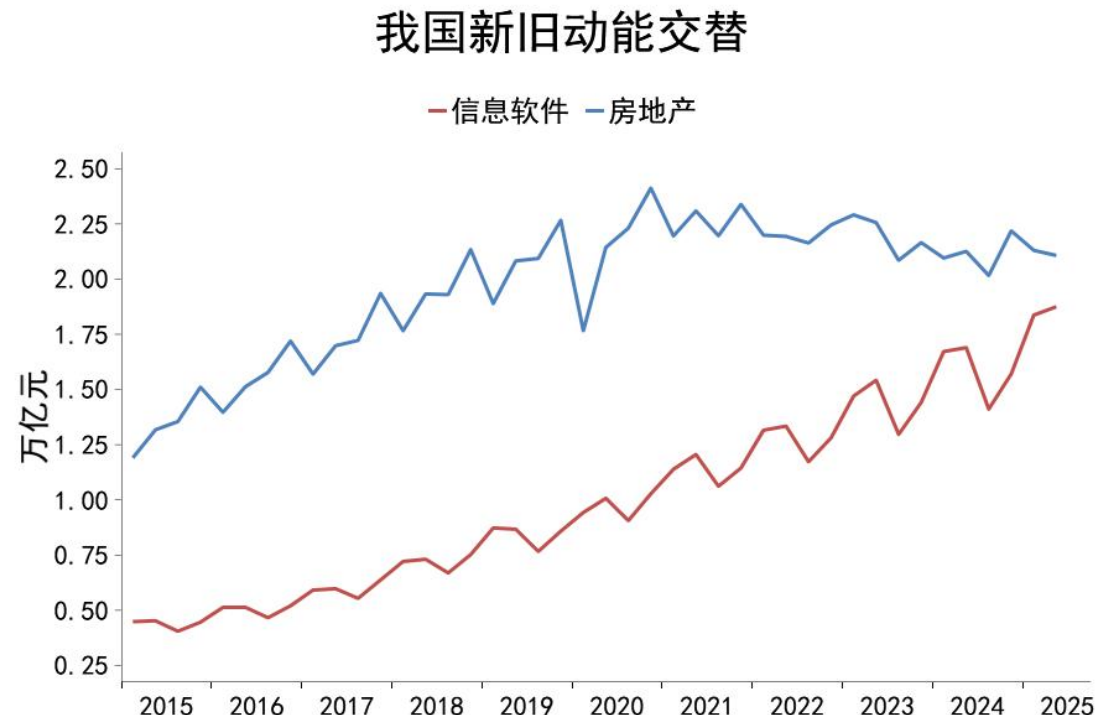
图：重要新科技产品产能出现跃升



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：信息产业与房地产为代表的我国经济两大动能交接



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

新变化：“小甜甜”与“牛夫人”

- 经济磨底与结构切换：2023年7月提出“加快形成新质生产力”
 - 从产品看，新科技产品产能加力跃升
 - 从比重看，新老动能交替在即

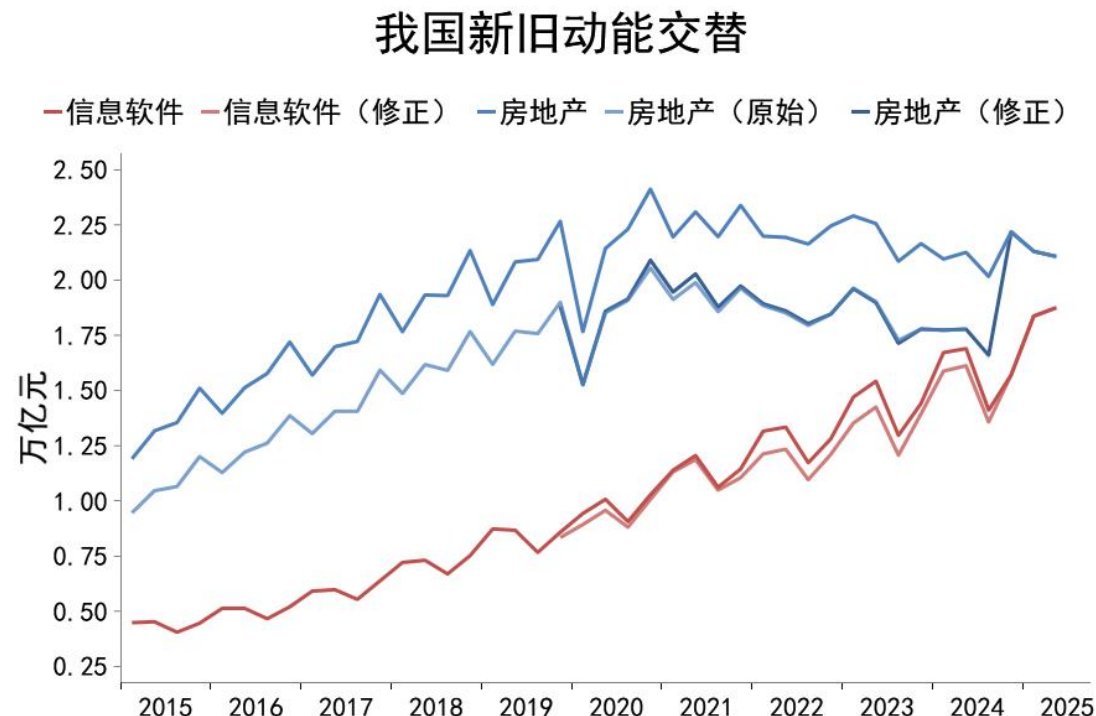
图：重要新科技产品产能出现跃升



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：信息产业与房地产为代表的我国经济两大动能交接



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

新变化：“小甜甜”与“牛夫人”

- 经济磨底与结构切换：2023年7月提出“加快形成新质生产力”
 - 从产品看，新科技产品产能加力跃升
 - 从比重看，新老动能交替在即

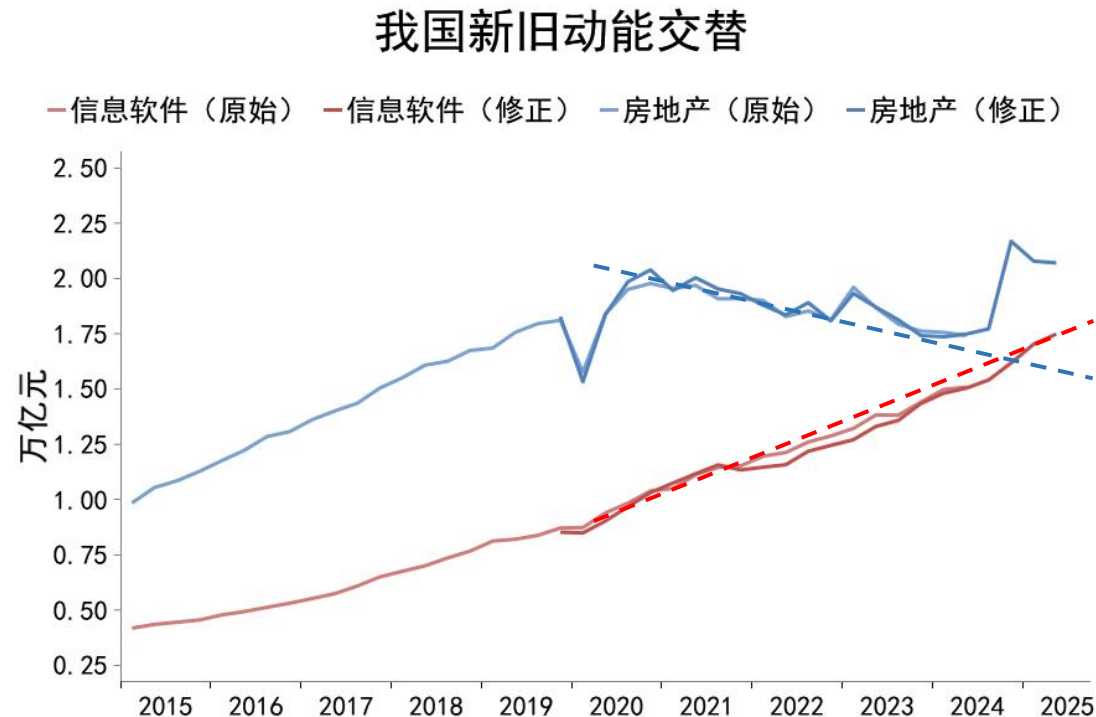
图：重要新科技产品产能出现跃升



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：信息产业与房地产为代表的我国经济两大动能交接



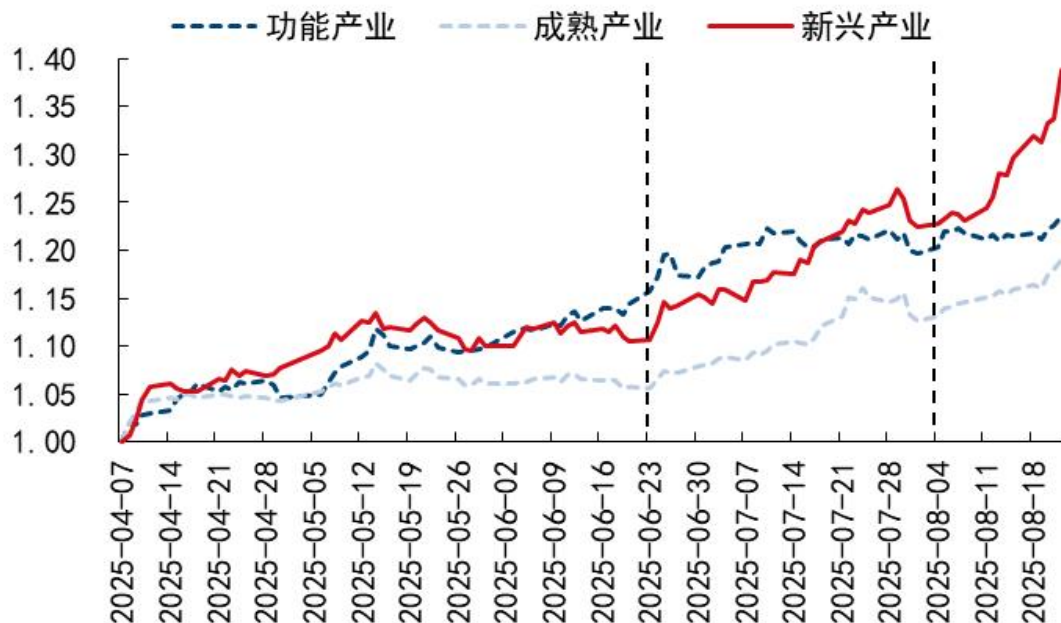
资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

小结：股市涨了什么？

- 技术迭代“交接期” → 政策逆周期加力 → 生产法考核，供需失衡加剧 → “统计幻觉” → “反内卷”
- 以沪深300为例，贸易战以来可以分为三个阶段：
 - 防御，功能产业跑赢（研发为0或未披露，以银行、非银、食品饮料、农业、地产为代表）
 - “反内卷”，成熟（研发<中位数）与新兴行业（研发>中位数）跑赢
 - 风险偏好反转，新兴行业跑赢

图：股市走强的三个阶段

拆解沪深300指数的净值变化

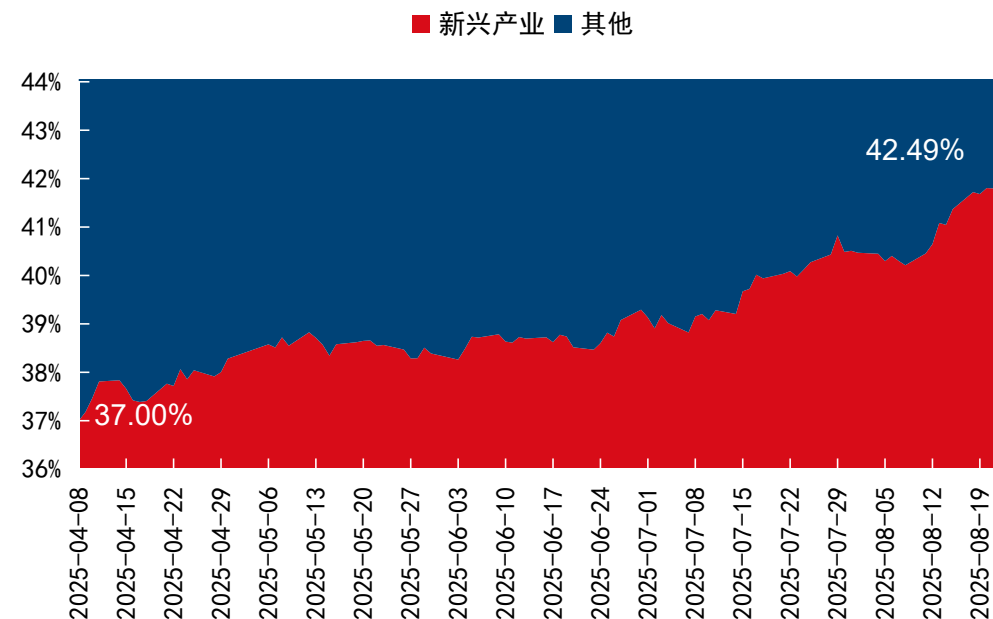


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：新兴产业在指数“话语权”不断加大，接续带动指数上涨

沪深300净值增长中新兴产业的贡献度



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

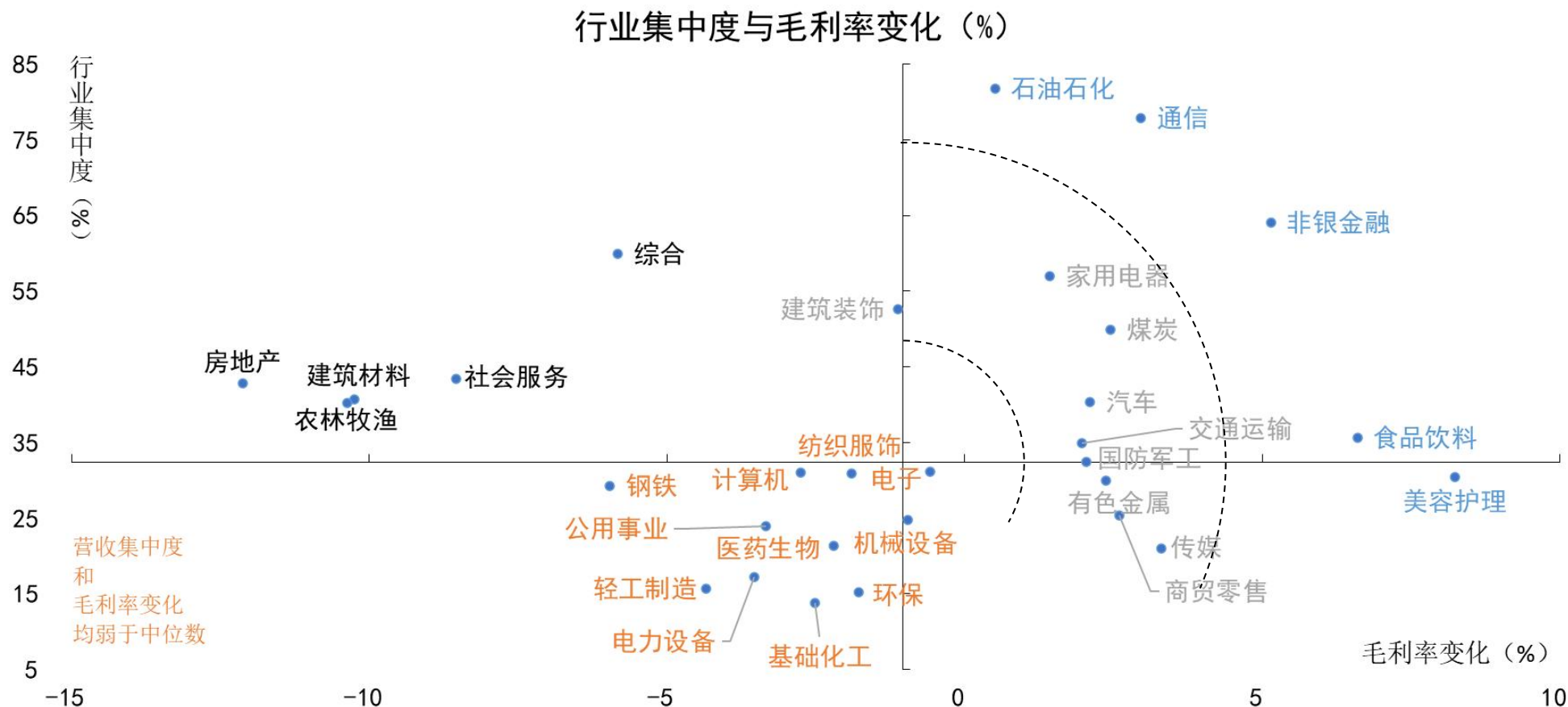
“反内卷”如何实现？

供给侧结构性改革2.0 **vs** 完善价格治理机制

路径一：产能重塑

- 行业集中度（TOP3营收）+ 毛利率下滑幅度：“内卷区”+“竞争区”+“躺赢区”
 - “内卷区”除国资集中领域外，部分“新动能”也出现其中

图：“低效产能”四象限图



资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制

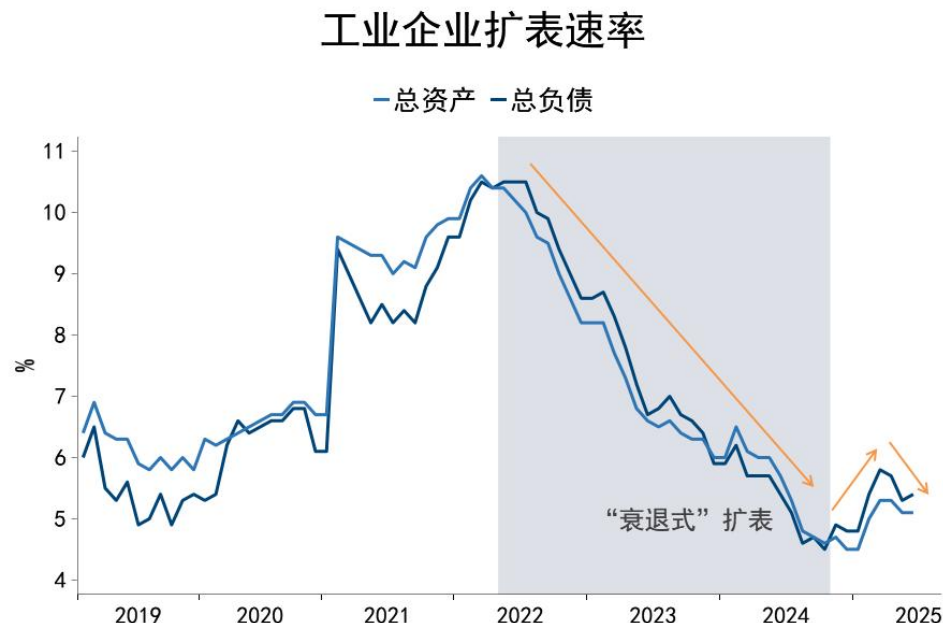
- 产能重塑两个困难：“央地博弈” + 缺乏契机和标准，如何引导？
- “反内卷”不简单等于行政式去产能，价格机制更为关键
 - 4月1日，中办、国办印发《关于完善价格治理机制的意见》加强市场监管
 - 7月24日，发改委、市场监管总局起草《价格法修正草案（征求意见稿）》向社会公开征求意见

图：国有企业单位营收成本已经突破首轮供给侧结构性改革时期



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

图：工业企业扩表呈现一定“非经济决策”特征

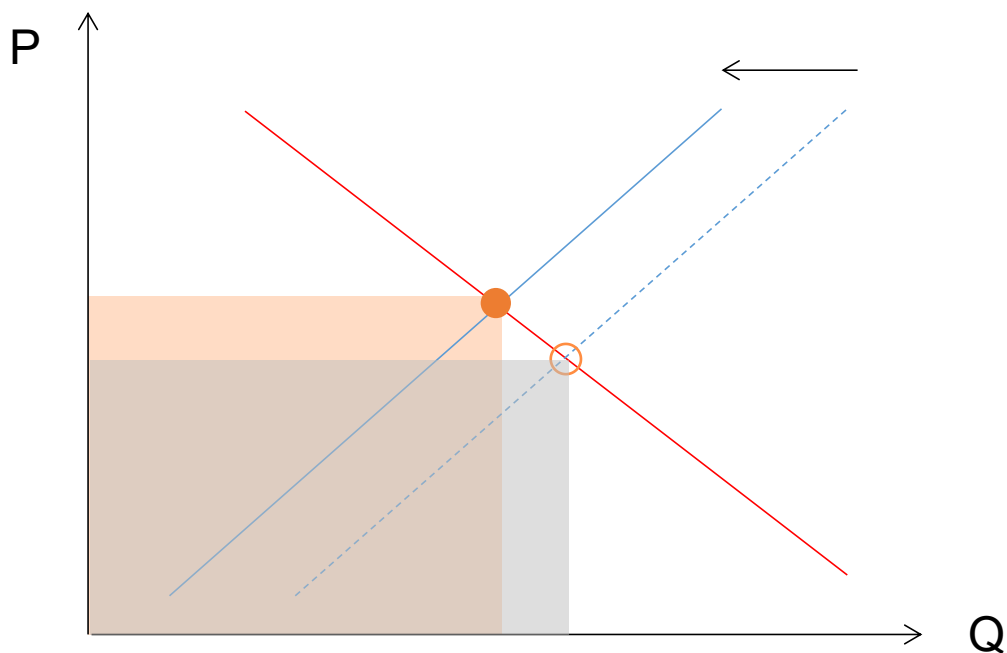


资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

反内卷：“价格治理”仍是变相的供给出清

- 本质上是“重分配”，增量有限：用C置换A，劳动产出更为集中
 - 改革收益取决于曲线斜率（价格数量置换关系）、当前均衡位置、调整幅度等，难以“计划式”安排
 - 就业挤出较为激烈：低效率/低自动化被优先淘汰

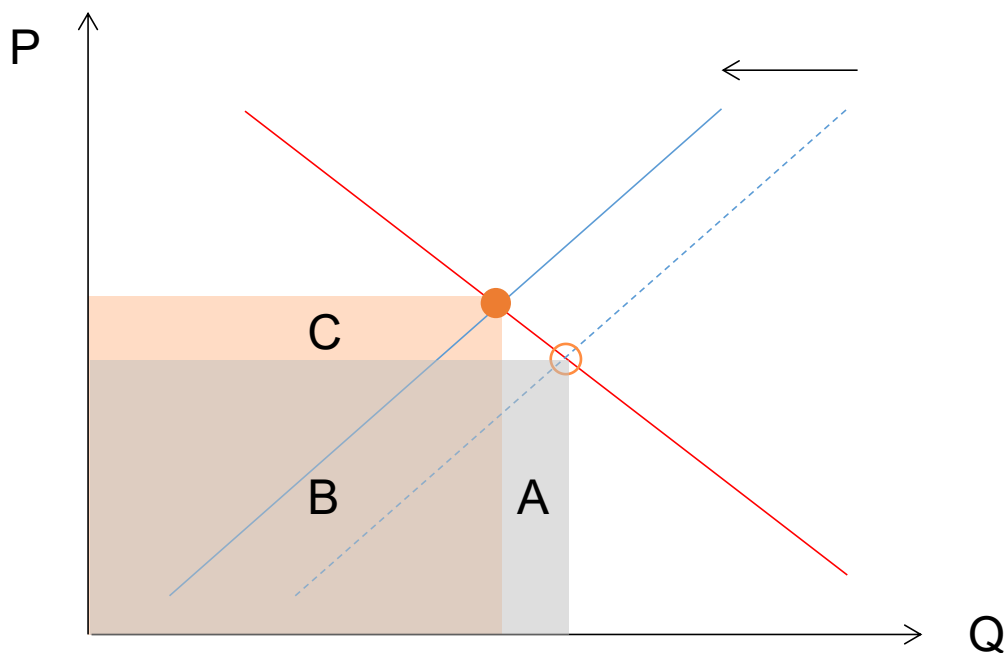
产能重塑



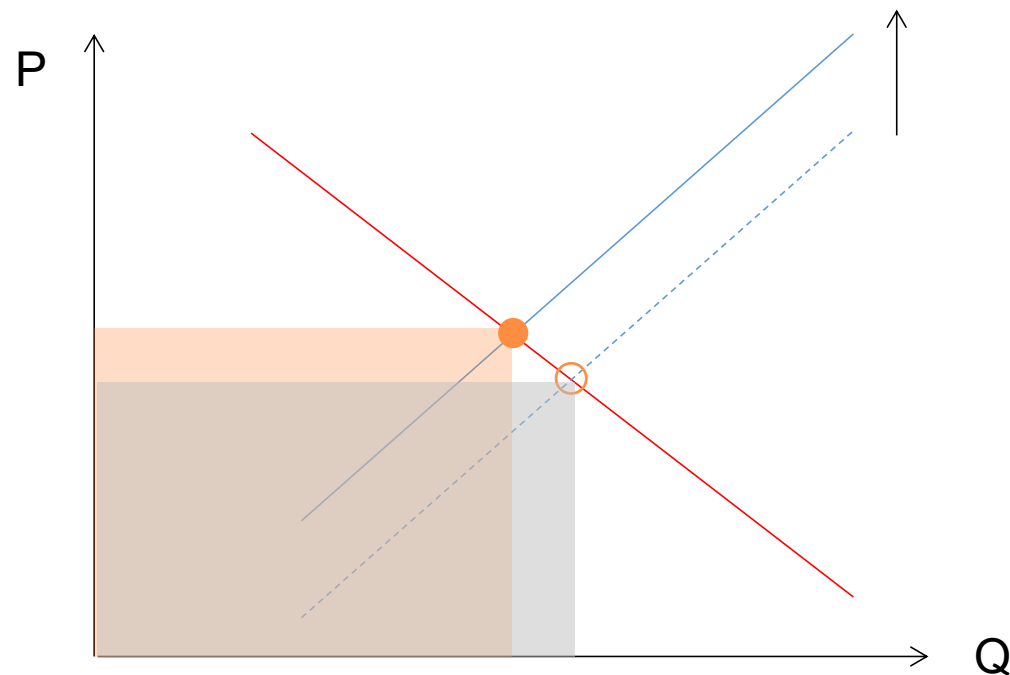
反内卷：“价格治理”仍是变相的供给出清

- 本质上是“重分配”，增量有限：用C置换A，劳动产出更为集中
 - 改革收益取决于曲线斜率（价格数量置换关系）、当前均衡位置、调整幅度等，难以“计划式”安排
 - 就业挤出较为激烈：低效率/低自动化被优先淘汰

产能重塑



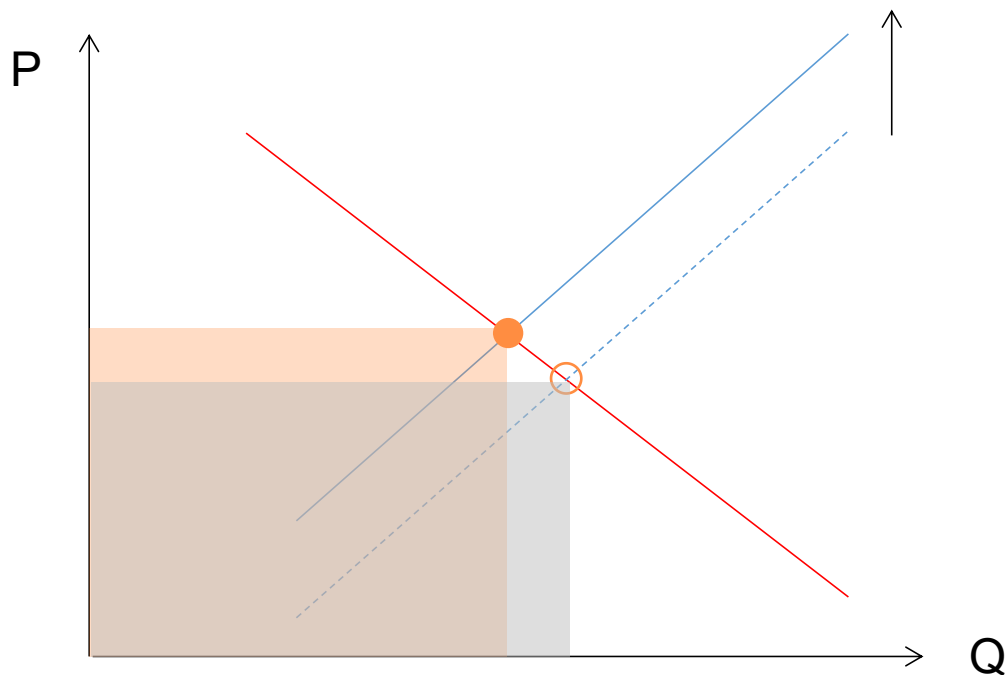
价格治理



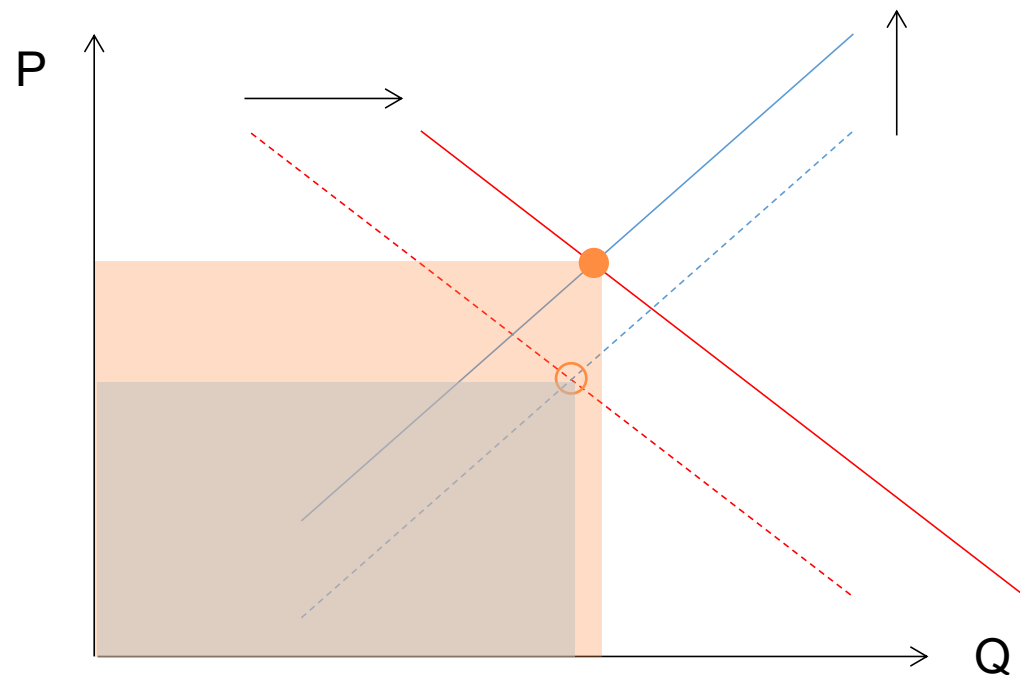
反内卷：“扩需求”是最后一块拼图

- 若增量需求政策缺位，则本质上仍是存量博弈
- “反内卷”属于长期政策，关键在于思路转变和机制完善，操之过急或行政主导可能适得其反

价格治理

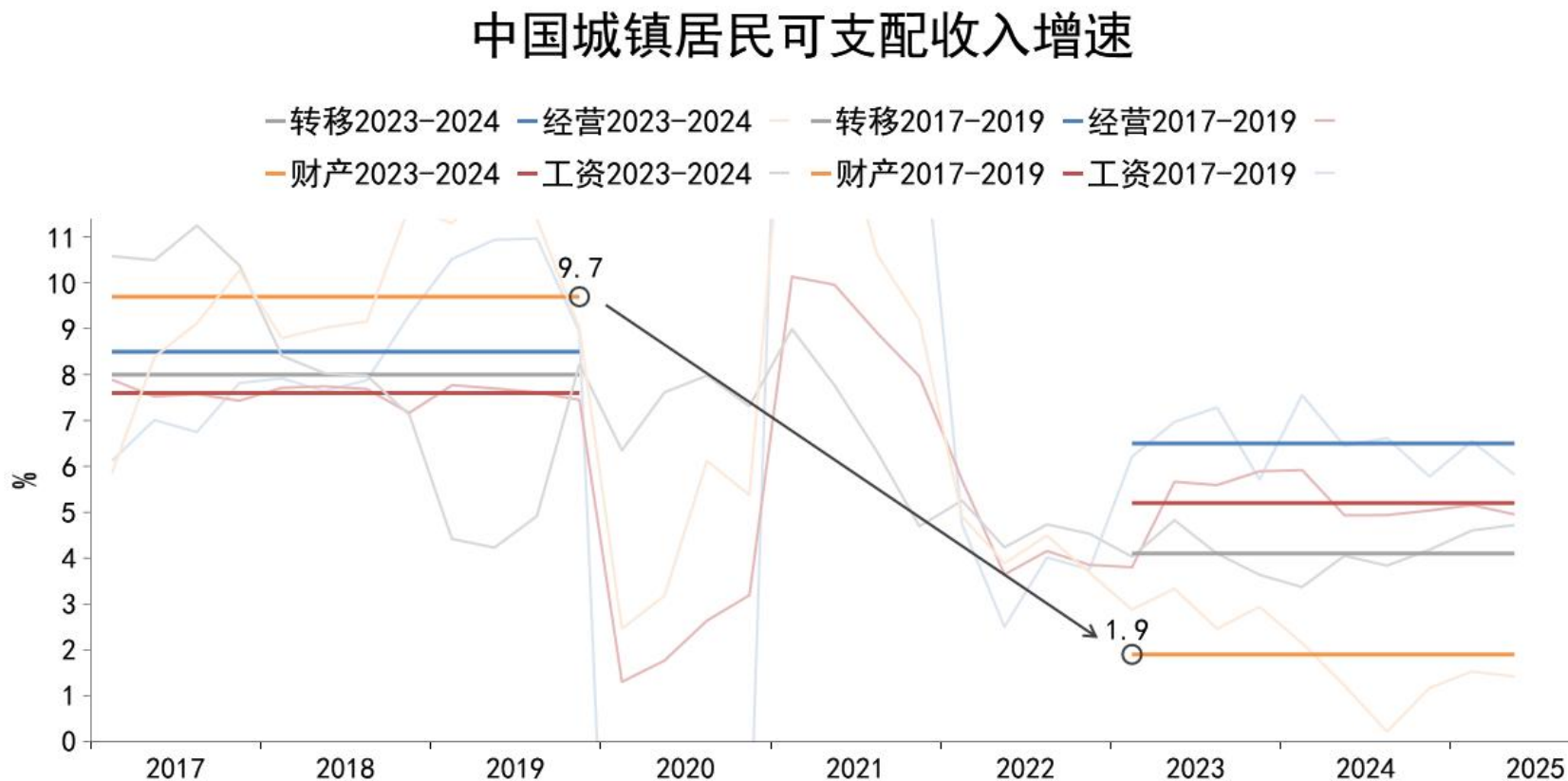


系统集成



- 近两年，相较疫情前居民收入增速下降最快的类别依次是：
 - 财产性收入（-7.8pct）>转移性收入（-3.9pct）>工资性收入（-2.3pct）>经营性收入（-2.0pct）
 - 地产与固收？

图：我国城镇居民可支配收入结构变迁

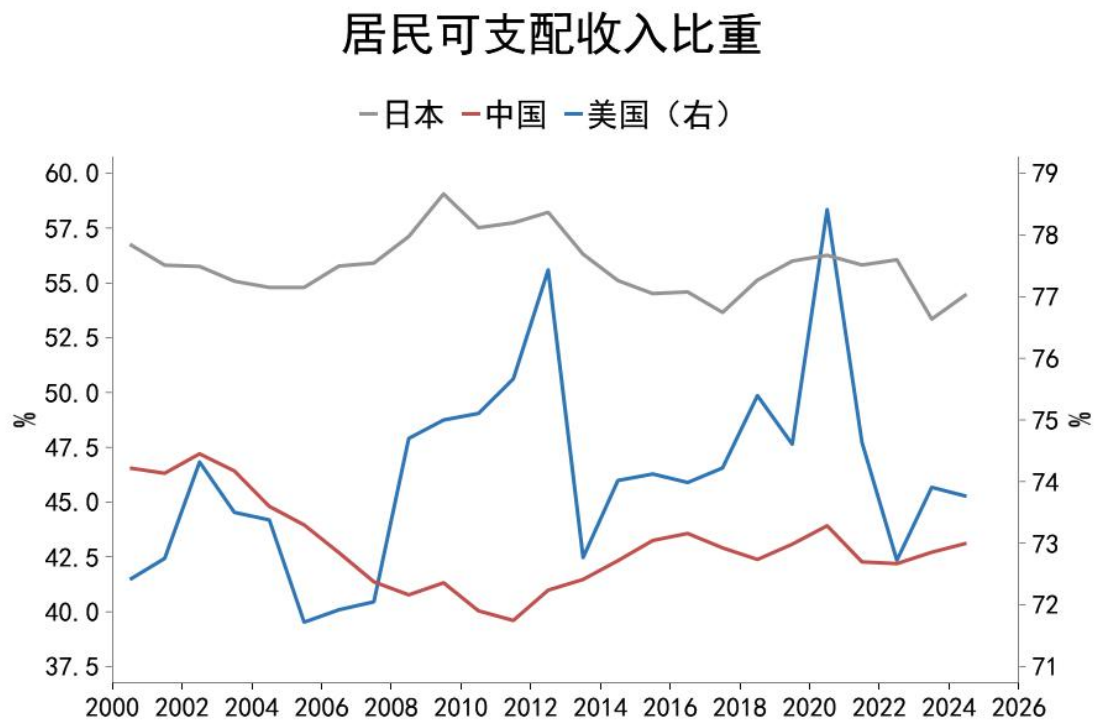


资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

中长期：分配改革势在必行

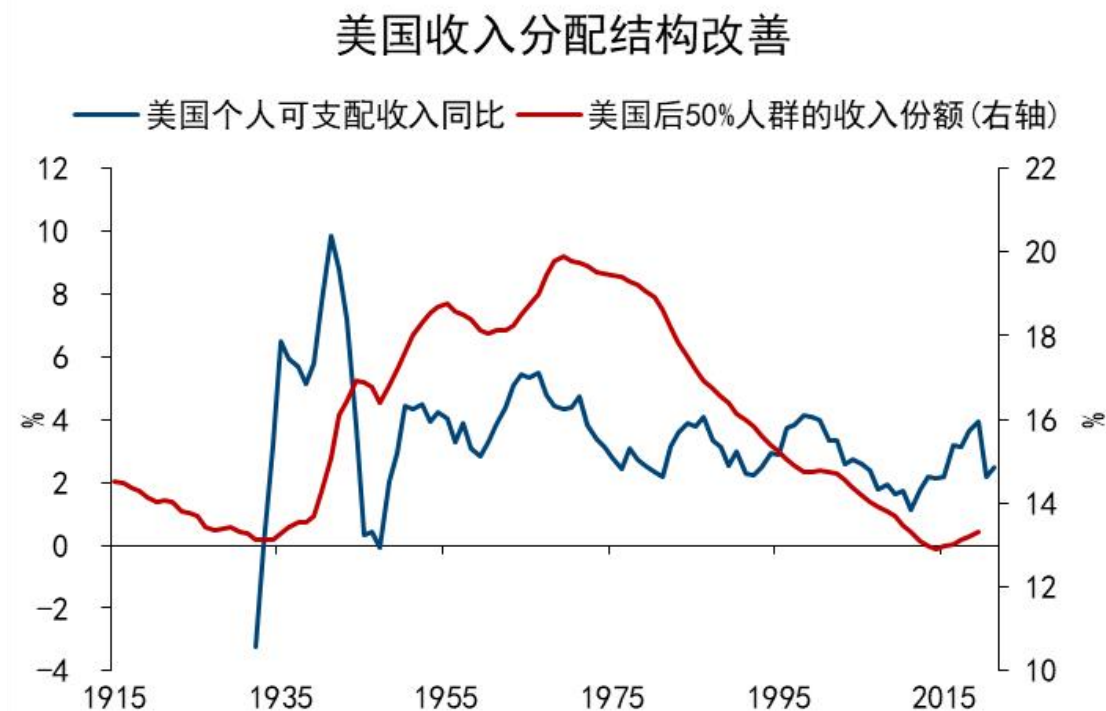
- “扩内需”本质是增强居民消费能力
 - 短期可以通过阶段性补贴等手段
 - 中长期“切蛋糕”难以避免，切得好也可以是增量
- 我国居民收入两个特征：占比持续偏低 + 收入分化加剧

图：我国居民收入占比长期偏低



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

图：1934年后，美国低收入群体收入占比上升均带来全社会收入上升

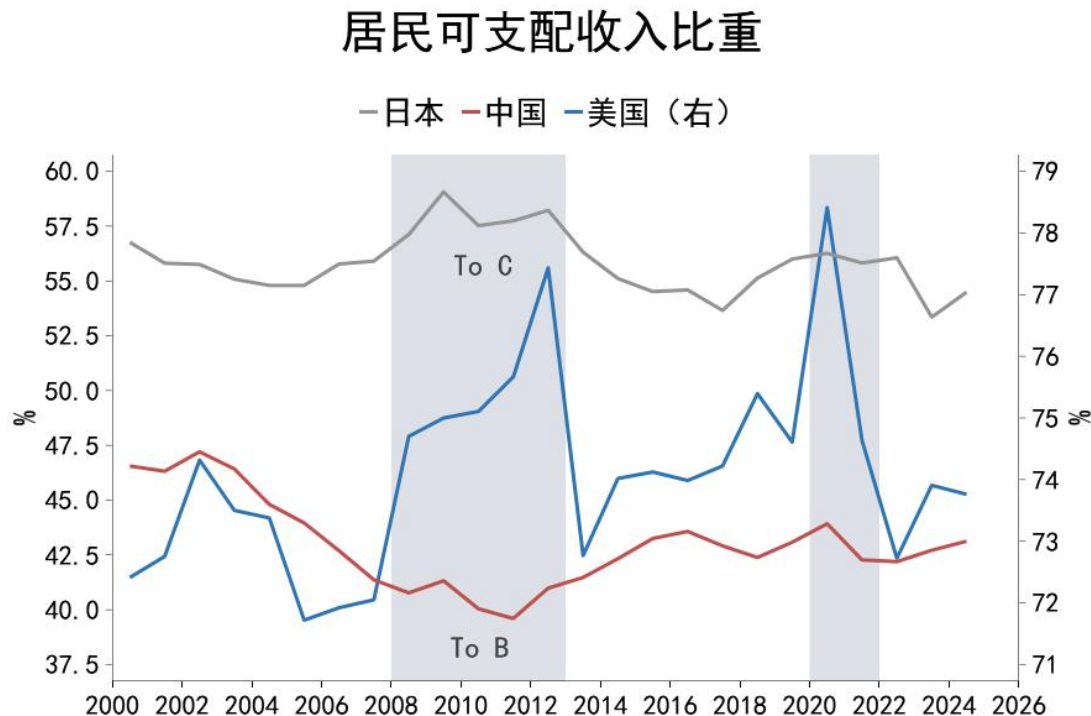


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

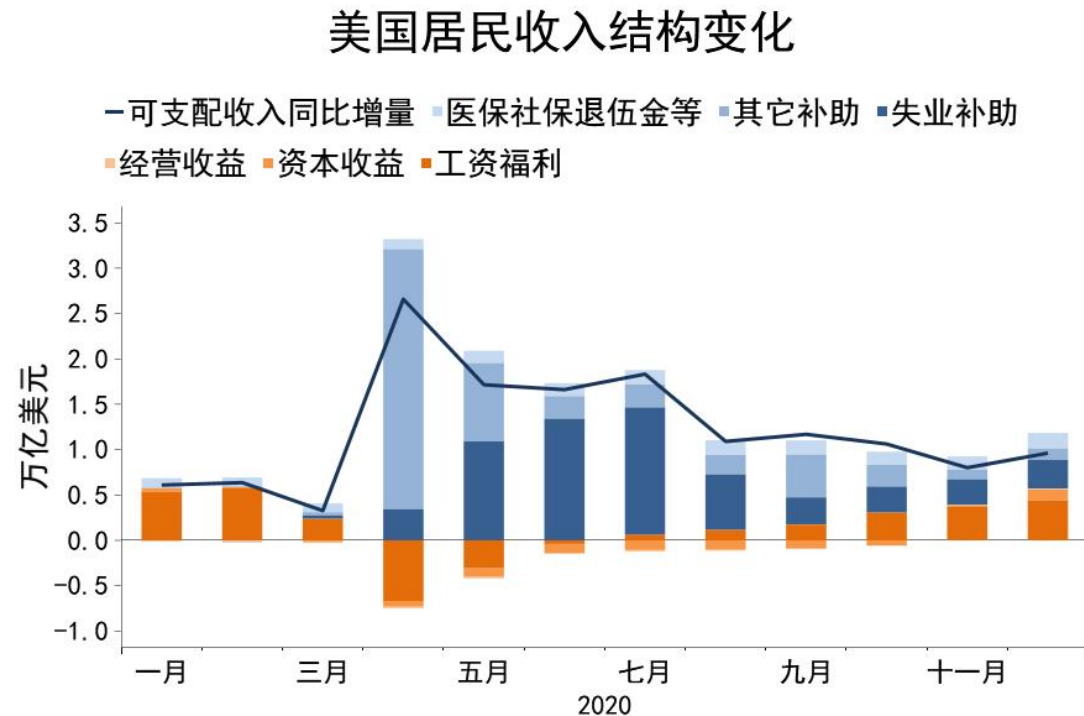
分配改革：收入占比长期偏低

- 新世纪两次危机中，我国应对思路出现变化
 - 次贷危机，优先救企业，通过保主体来保民生
 - 新冠疫情，仍以企业为主，但更为均衡

图：我国居民收入占比长期偏低



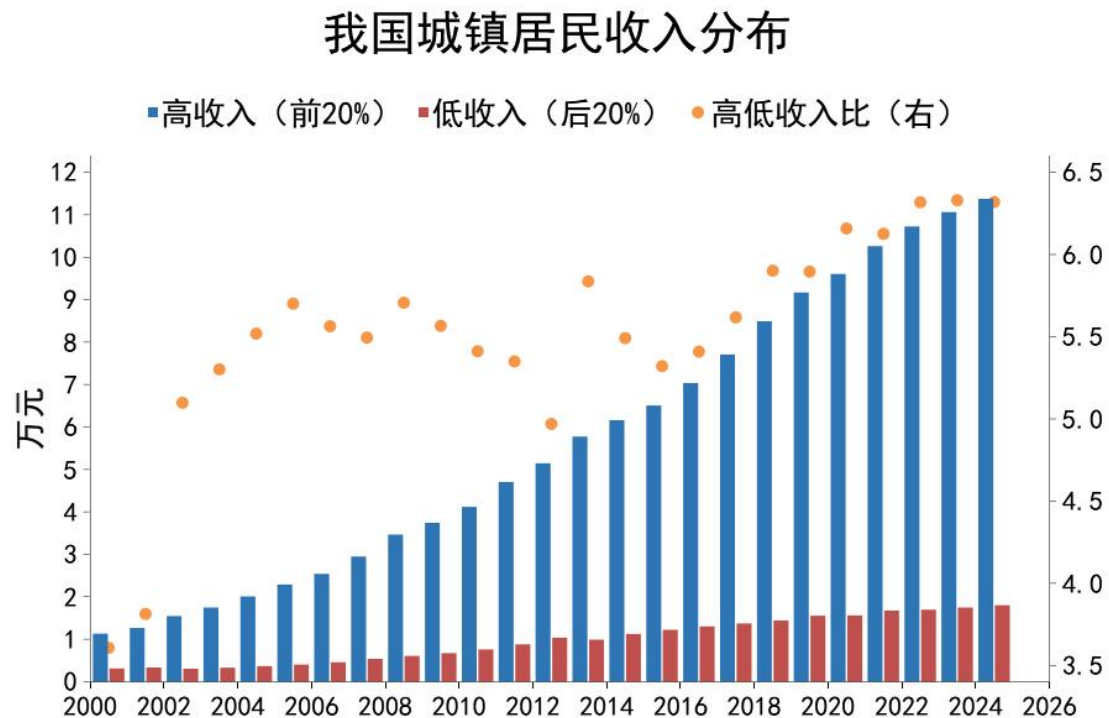
图：新冠疫情暴发后，大量补贴下美国居民收入不降反增



分配改革：城镇化对收入的“双重影响”

- 2016年后，我国城镇收入分化加剧
- 与此同时，从全盘视角看，大量的农民市民化使得全国收入分化改善

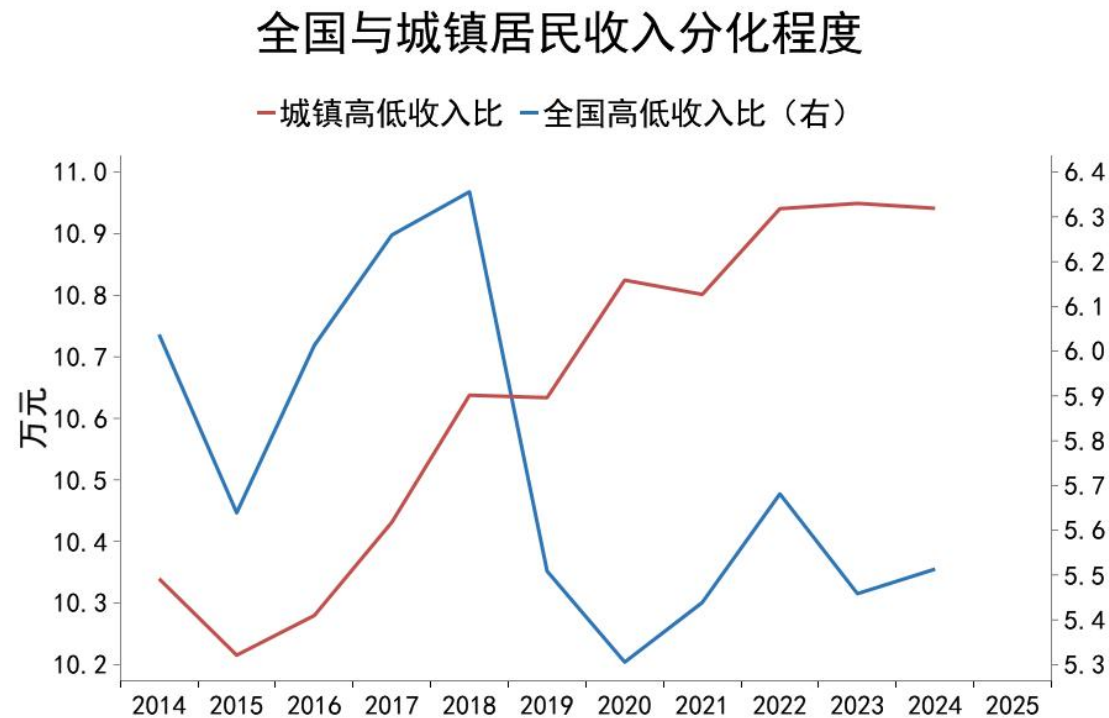
图：我国城镇居民收入分化明显



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：城市化进程对收入分化的“双重影响”

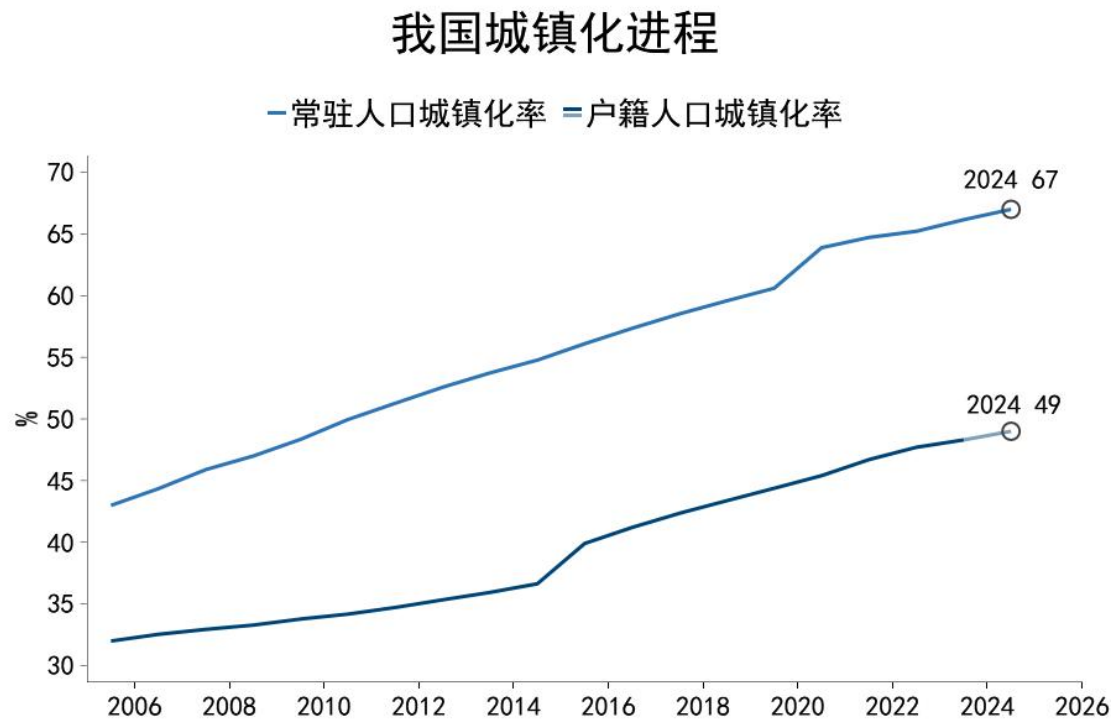


资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

启示：通过增量完成“再分配”

- 近年来，我国城镇化进程趋缓，但户籍人口城镇化率仍有巨大空间
 - 约2.5亿农业转移人口并未在城市安家落户
 - 服务业是关键：在制造业高度自动化时期，对就业拉动显著不足，2012年以来总体净流出

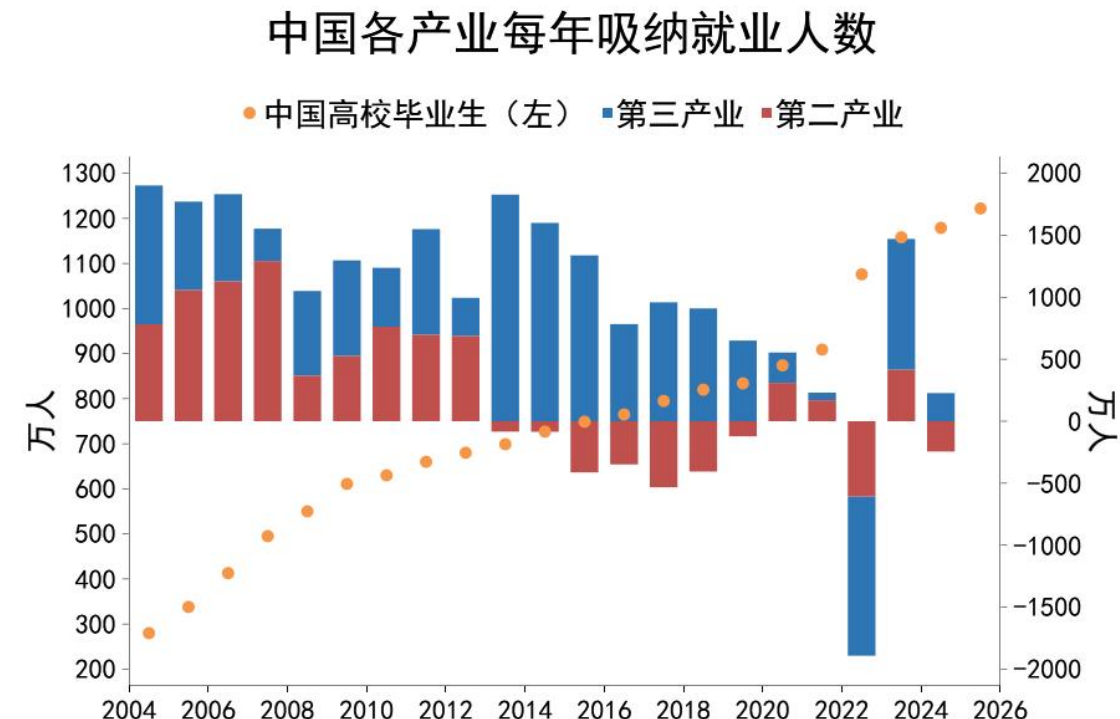
图：我国城镇化率的两个视角



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：第三产业成为吸纳新增就业的关键



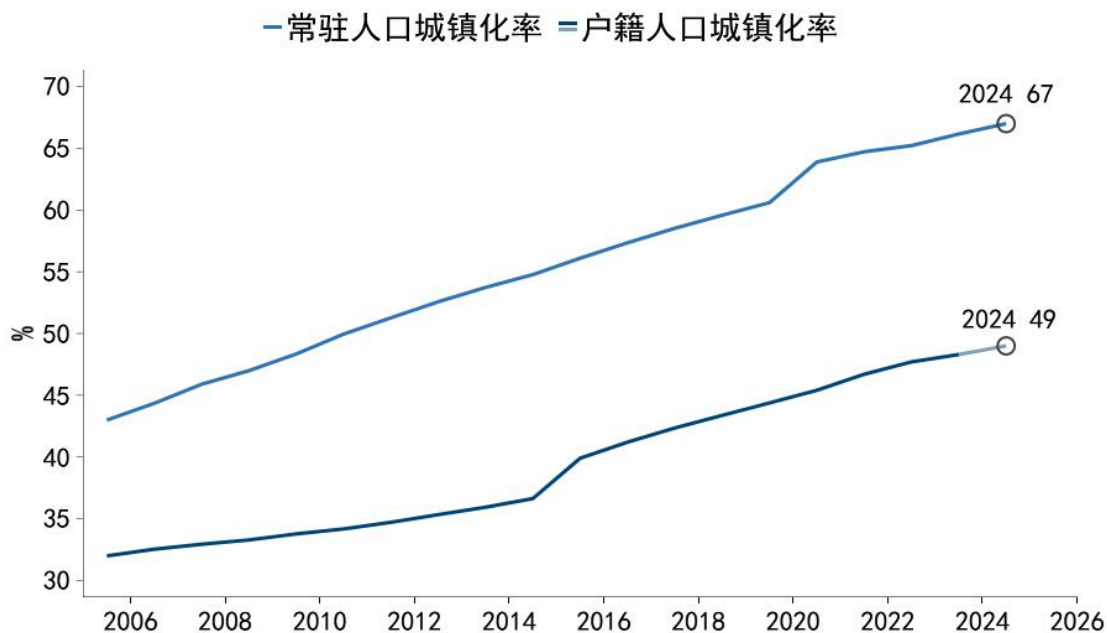
资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

启示：通过增量完成“再分配”

- 农业转移人口市民化成为破局关键
- 我国居民收入分化一定程度上来自城乡差距

图：我国城镇化率的两个视角

我国城镇化进程

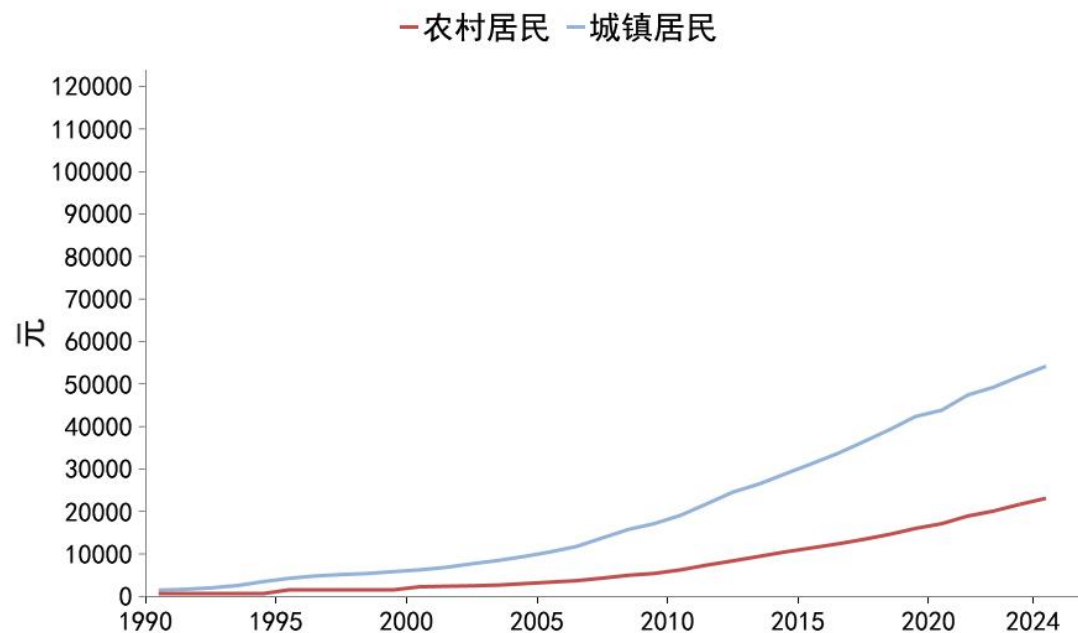


资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：我国居民收入结构

我国居民收入水平



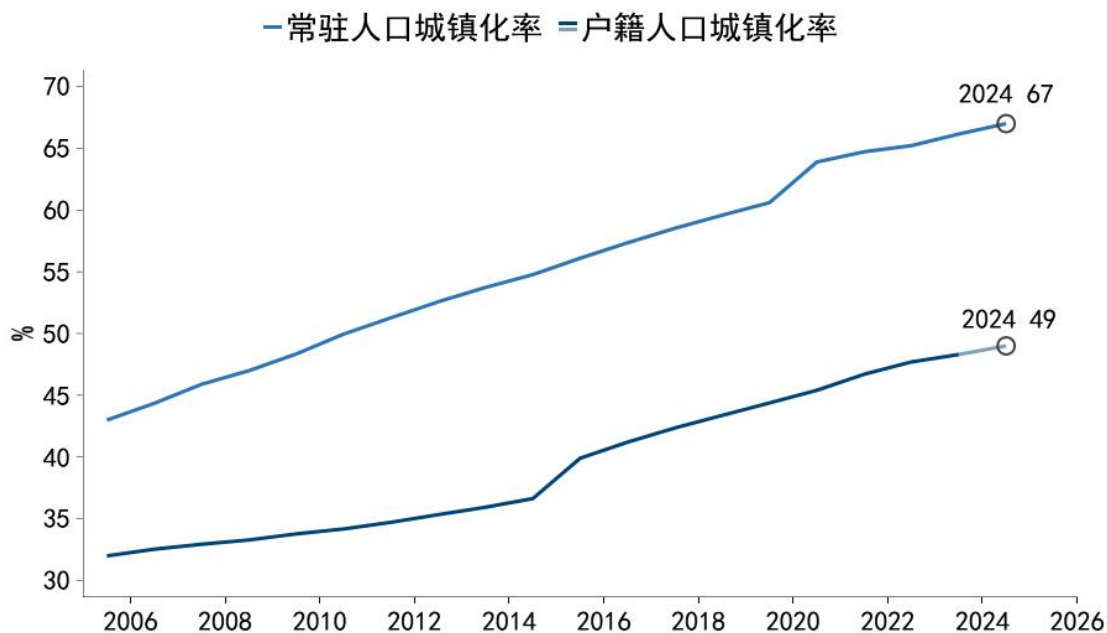
资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

启示：通过增量完成“再分配”

- 农业转移人口市民化成为破局关键
- 我国居民收入分化一定程度上来自城乡差距
 - 城市内部分化同样明显.....

图：我国城镇化率的两个视角

我国城镇化进程

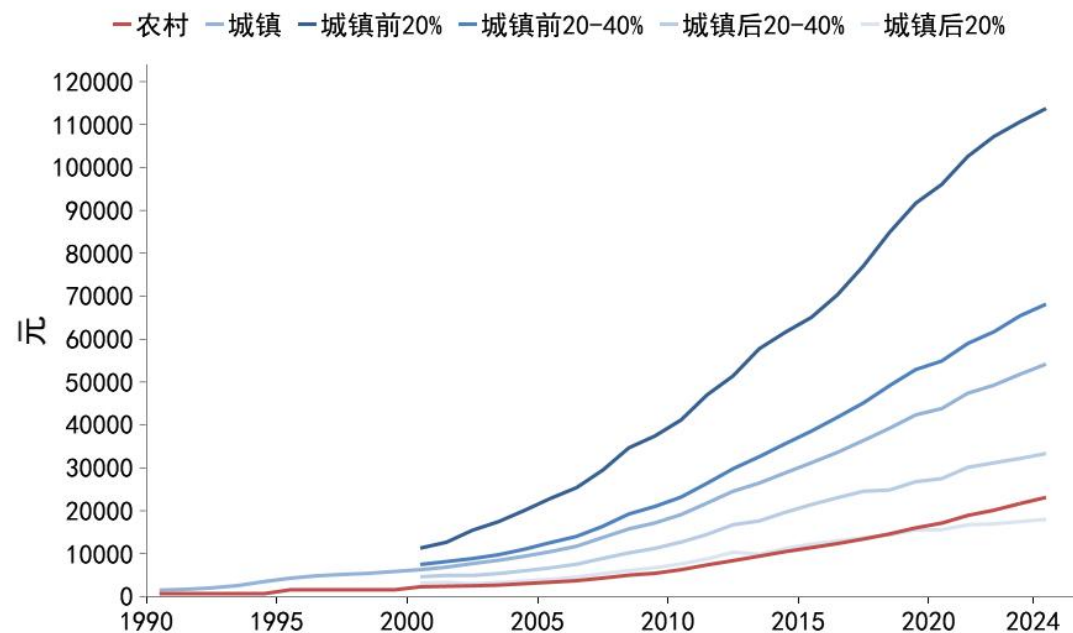


资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：我国居民收入结构

我国居民收入水平



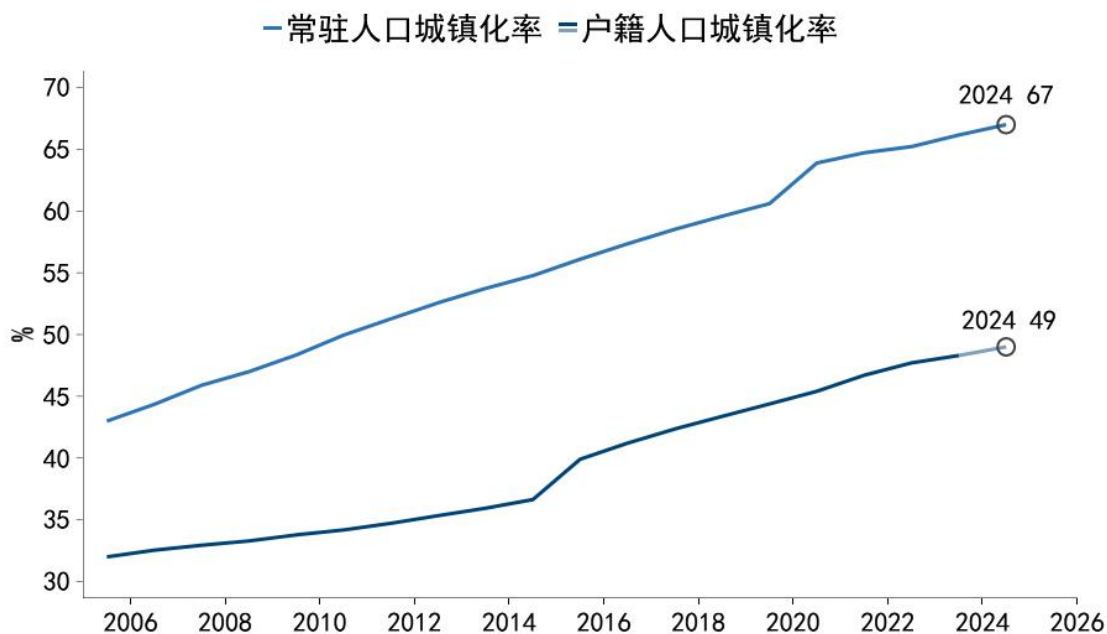
资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

启示：通过增量完成“再分配”

- 农业转移人口市民化成为破局关键
- 我国居民收入分化一定程度上来自城乡差距
 - 城市内部分化同样明显
 - 农民工收入即使在城镇中仍处于较好水平

图：我国城镇化率的两个视角

我国城镇化进程

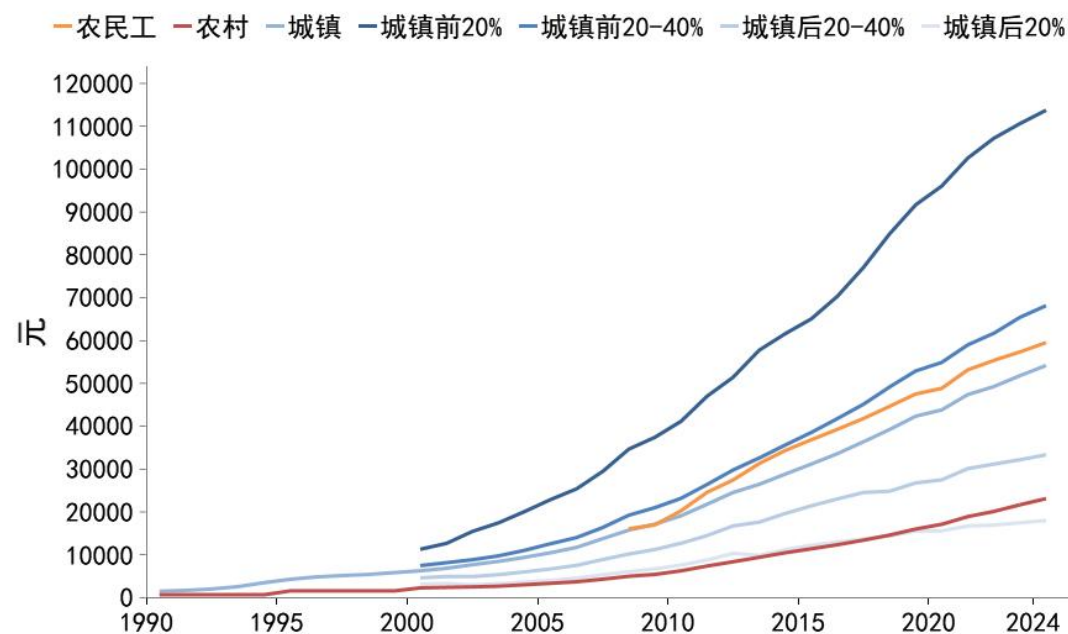


资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：我国居民收入结构

我国居民收入水平

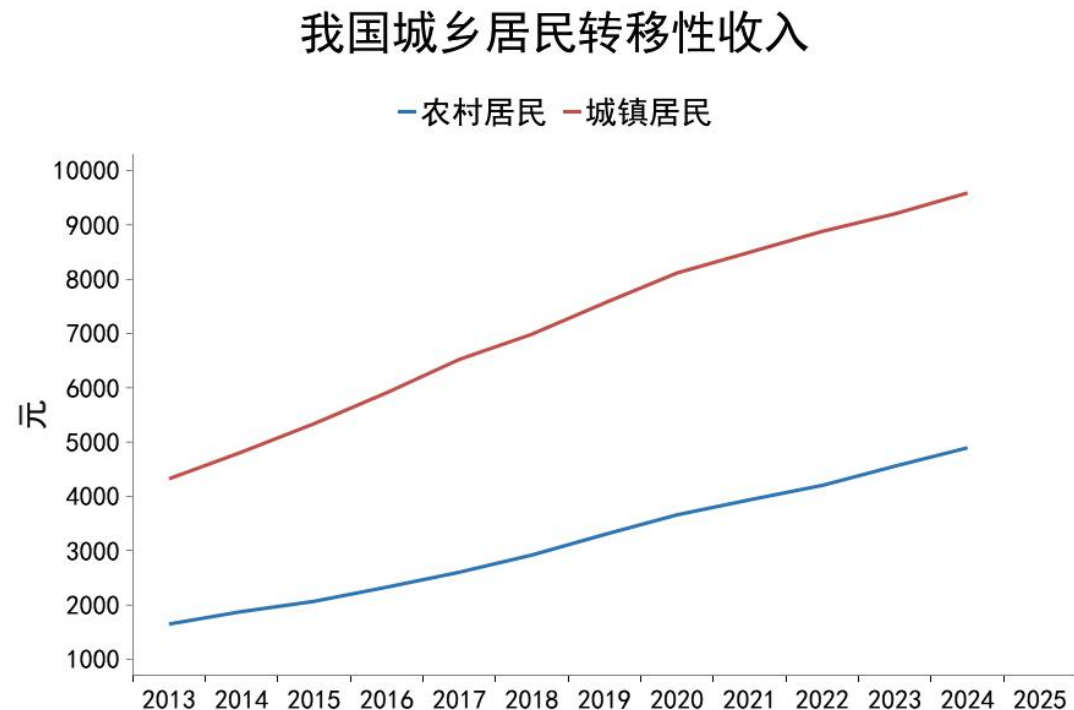


资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

启示：“一举两得”

- 农业转移人口市民化成为破局关键
 - 一方面，农业转移人口市民化后，将获得更多转移支付，加强其综合收入
 - 仅此一项将增加1万亿以上高支出倾向的收入，衍生巨大需求和税收
 - 另一方面，留存农业户口将获得更多耕地，有效提升劳动效率和所得

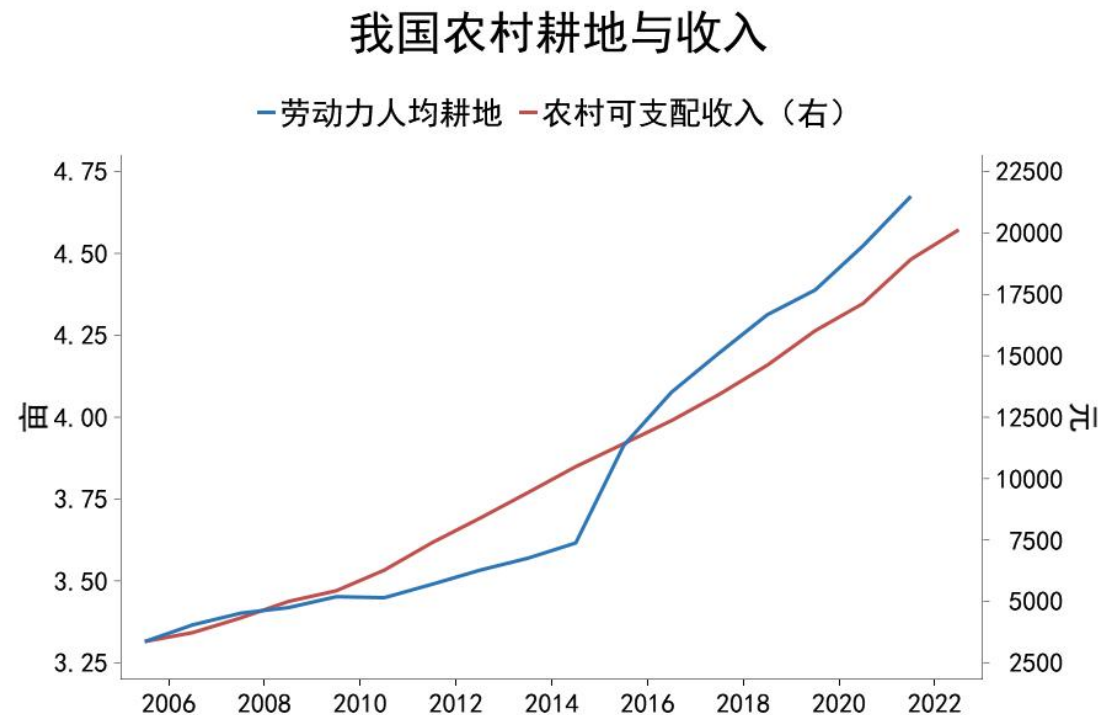
图：我国居民转移性收入差异



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：人均耕地与可支配收入



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

年内经济怎么看？

- 目前看，全年完成5%左右增长目标压力可控
 - 上半年5.3%，创4年来最好成绩

图：我国经济月度表现



资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制

经济：“前高后缓”成为共识

- 节奏看，下半年增长动能趋缓成为共识
 - 乐观情形，Q3经济在低基数下保持4.8-5%，Q4在动能前置和高基数下放缓至4.5-4.7%
 - 中性情形，Q3经济出现持续下滑，9-10月激活托底政策，Q4逐步反弹

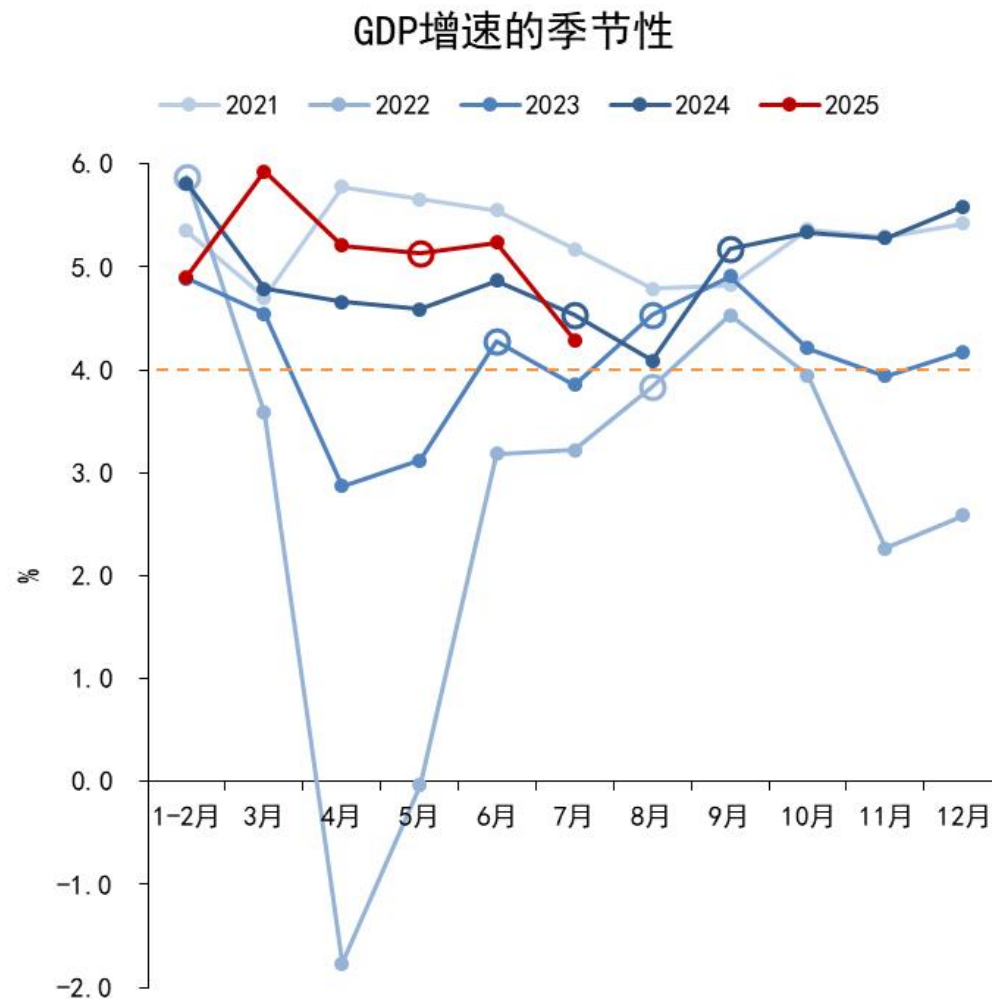
图：今年我国经济前高后低的“N字形”特征可能更为明显



资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制

- 近年对冲政策出台时点
- 2022年
 - 5.31国务院印发《国务院关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》
 - 8.24盘活5000亿元专项债结存限额、增加3000亿元（实际4399亿元）政策性开发性金融工具（6月24日首批）
- 2023年
 - 4.28政治局会议首提“三大工程”，PSL12月投放
 - 8.18中央政治局常委会提出加快灾后恢复重建，抓紧补短板、强弱项，提升防灾减灾救灾能力
 - 10.24人大审议通过增发1万亿特别国债议案
- 2024年
 - 9.24金融三部委发布会，9.26政治局会议
 - 11.8人大审议通过“6+4+2”一揽子化债方案
- 两个关键词：持续下行 + 奔4%

图：近年我国GDP增速的季节性（空圈为央行在当月降息）

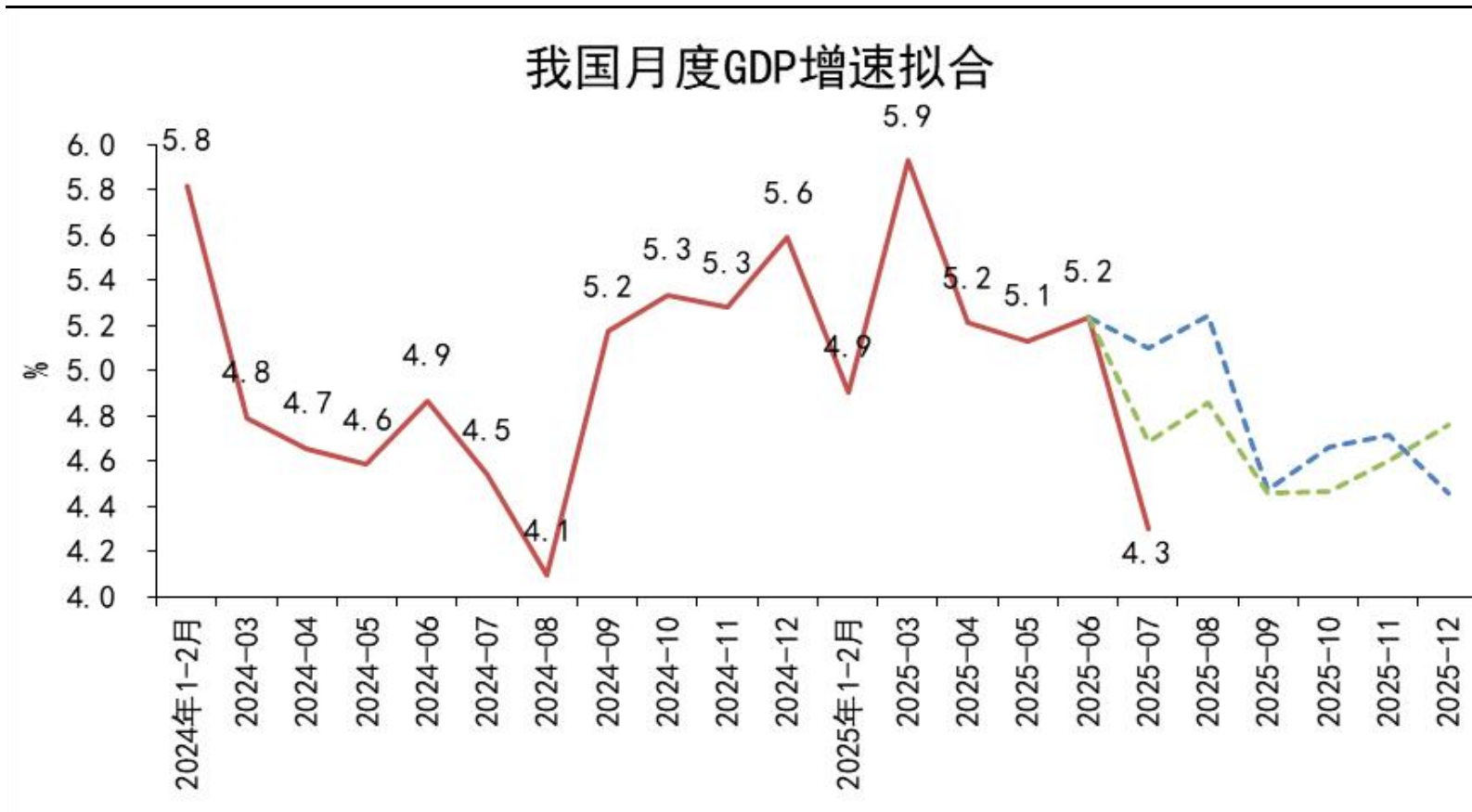


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

经济：7月意外“脱轨”

- 测算显示，7月GDP增速可能显著下滑至4.3%附近，明显低于预期
 - 8月经济走向极为关键：改善还是继续回落？
 - 我们认为8月经济改善概率较大

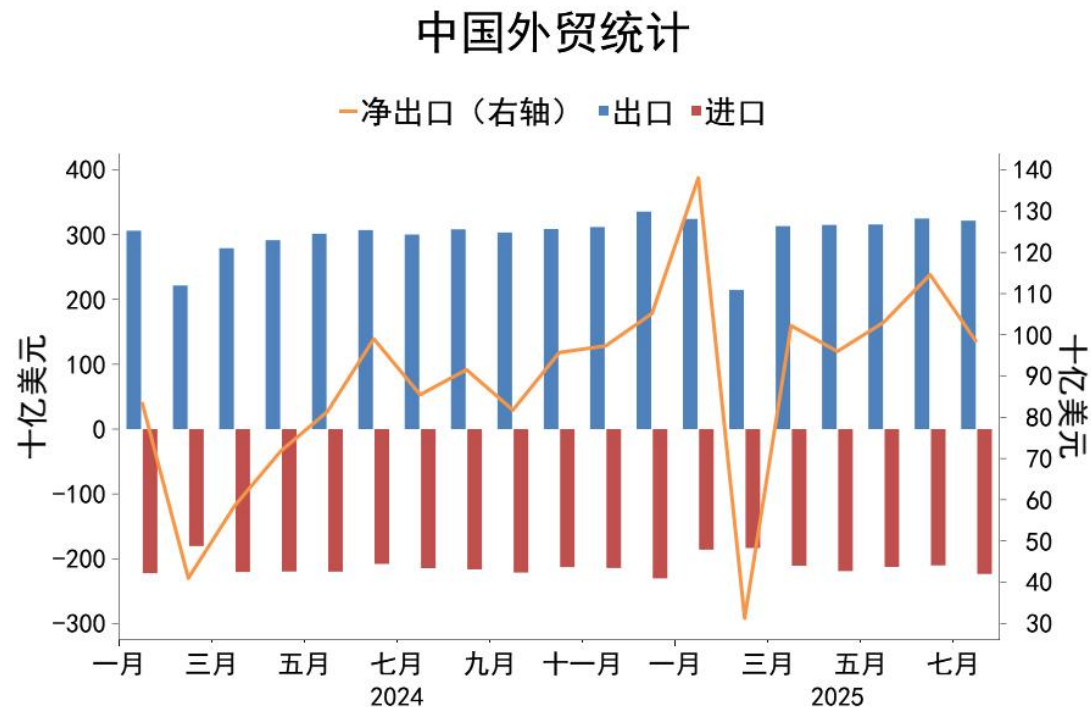
图：今年我国经济前高后低的“N字形”特征可能更为明显



资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制

- 今年3月以来，我国出口增速逐月回落，分别为12.3%、8.1%、4.7%、5.8%，7月反弹至7.2%
 - 但实际出口规模稳定，位于3000亿美元中枢附近，顺差情况类似
- 贸易战爆发后，三大需求中，外贸反而逆势上扬

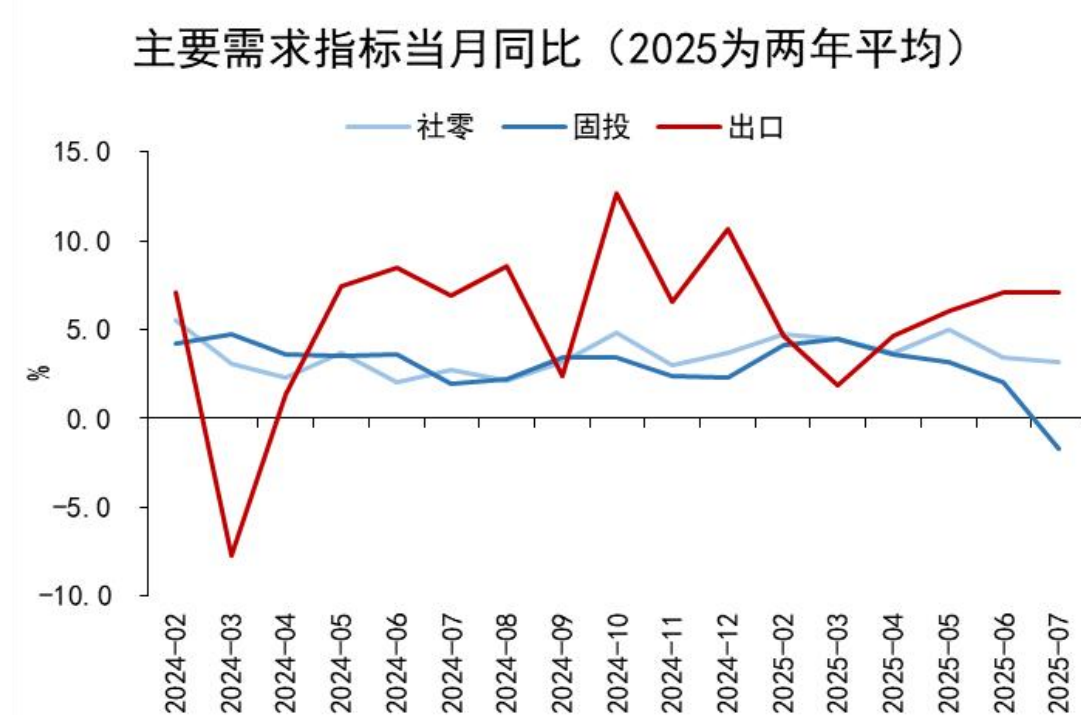
图：我国出口绝对值仍维持稳定



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

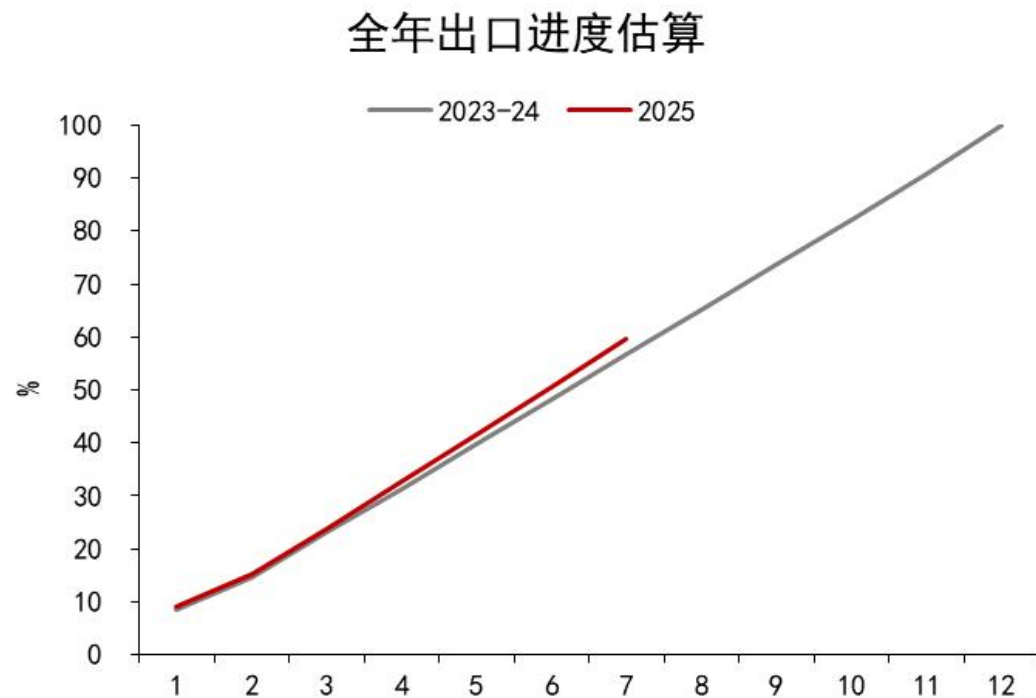
图：三大需求中出口逆势上扬



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 短期看，透支+关税效应持续显现
 - 7月，即使按乐观情形估计（高分母），出口进度已高于近年3pct以上
- 中期看，美国主动补库周期接近尾声，2023年底启动至今已19个月
 - 前四轮依次为20个月，5个月，18个月，19个月
- 总体看，三大需求中外需透支最为明显，下半年压力更为突出，但8月数据仍将保持韧性

图：当前出口进度快于往年水平



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：美国主动补库周期较为恒定



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

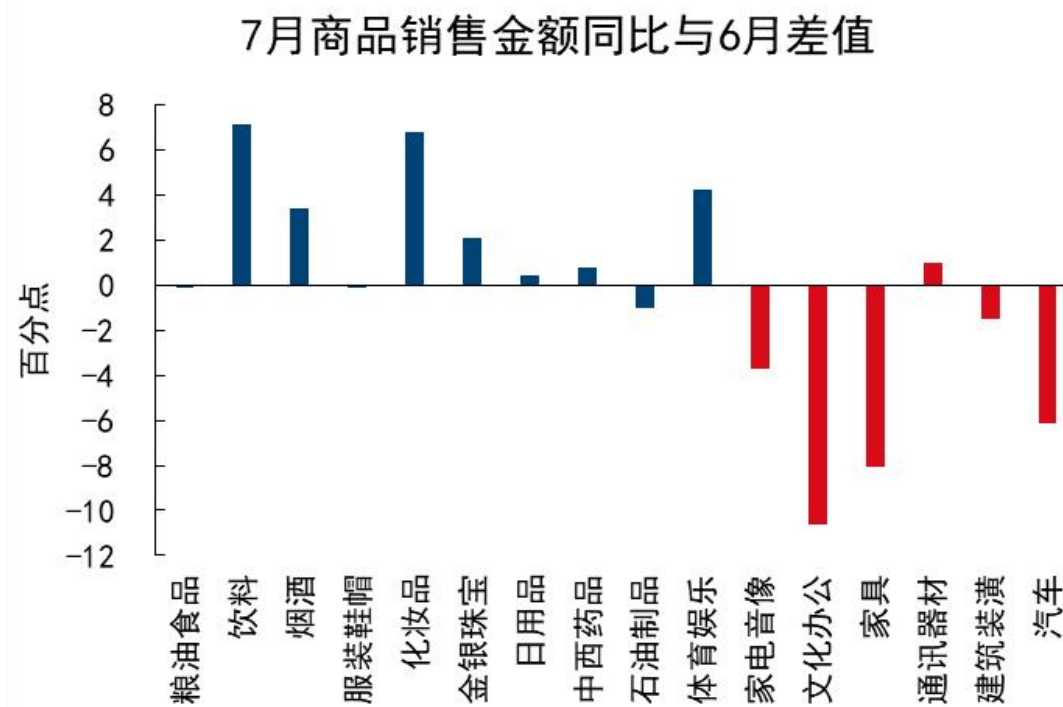
- “以旧换新+低基数”加持下，上半年总体表现良好
 - 今年前6个月消费品以旧换新带动销售2.9万亿元，剔除后累计同比约-8.1%
 - 为何近两月连续下滑？
 - 5月“抢补贴”，第二批中央下达资金濒临用尽
 - 6-7月“空窗期”，回归内生消费逻辑

图：社零增速冲高回落



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：补贴“缺位”，消费重心转向非耐用品



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 服务：非经济政策可能扰动服务消费修复趋势
- 商品：消费税增速与社零背离，显示需求韧性仍在，但消费逻辑转向非耐用品/高端消费
- 总体看，随着8月新一轮国补资金落地，叠加消费贷款贴息等结构性政策，消费增速有望企稳回升

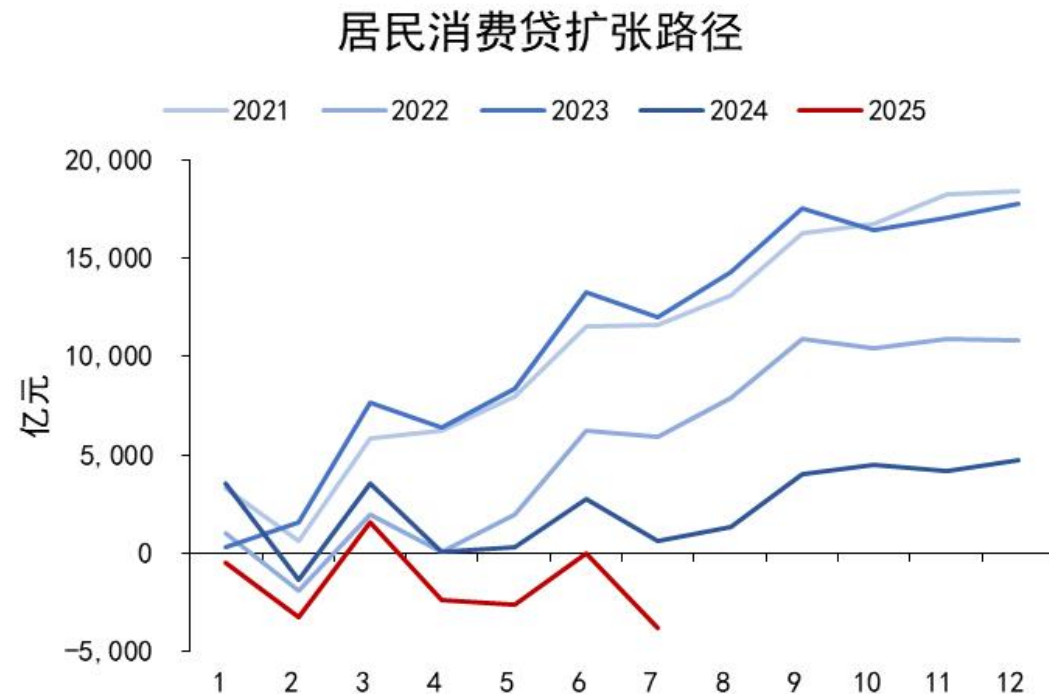
图：6-7月消费税增速与社零增速背离



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

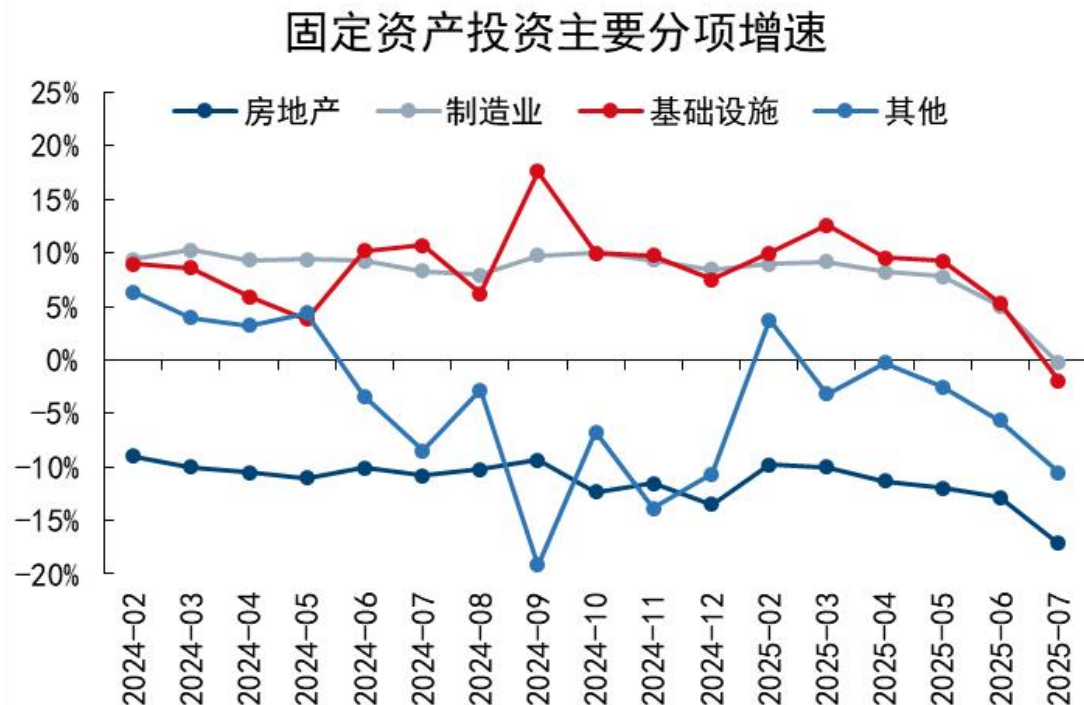
图：居民短期贷款持续收缩



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

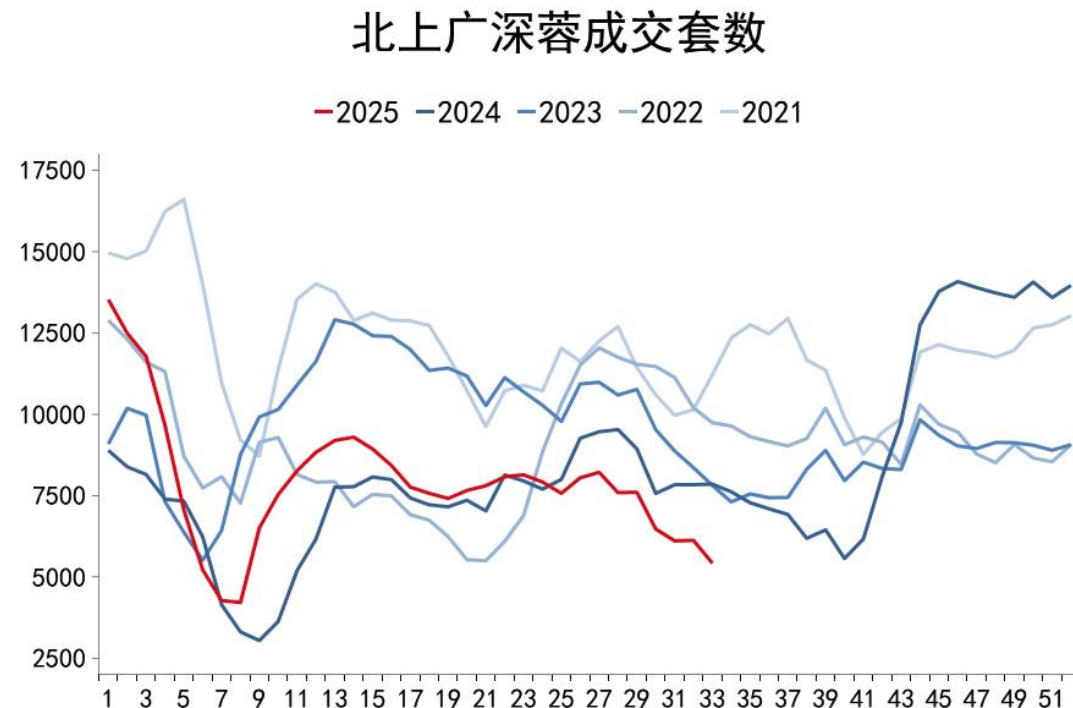
- 二季度以来固投增速逐月回落：3.6%、2.9%、0.5%，7月降为-5.2%
 - 四大领域7月均进入负增长

图：7月固定资产投资主要领域均进入负增长



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

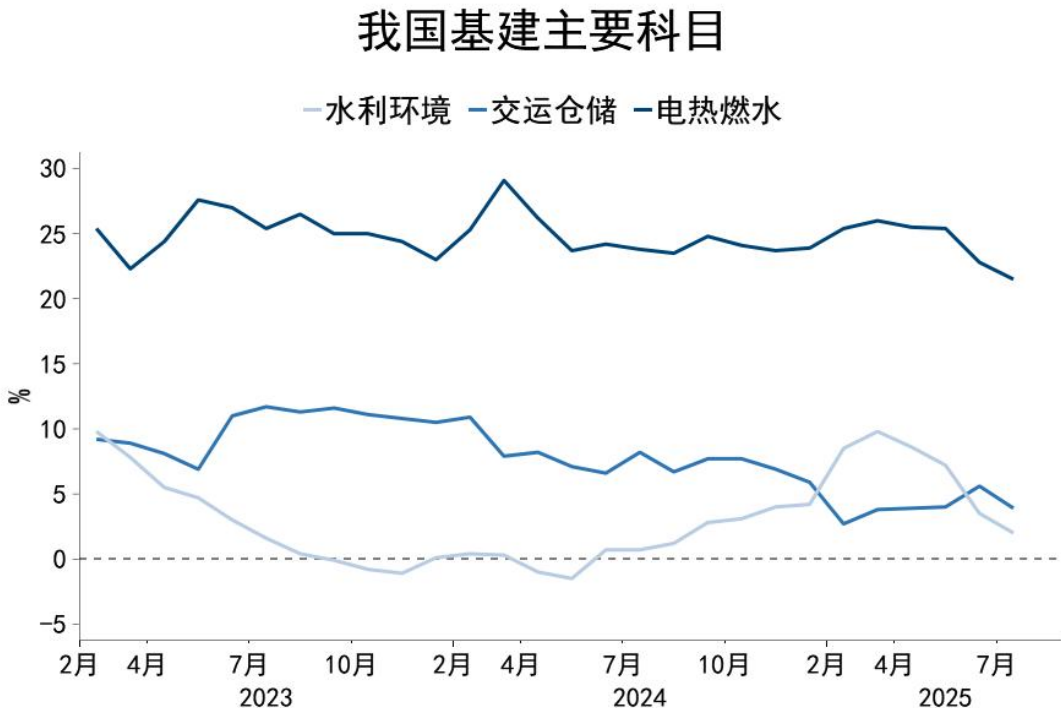
图：地产需求端快速回落，地产投资短期反弹难度不低



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

- 基建走势异常
 - 7月基建投资与基建财政支出趋势背离，显示天气原因可能带来较强干扰
 - 城市更新、农村基础设施、战略性工程仍有空间
- 总体看，随着8月天气好转，财政空间充裕，基建实物工作量有望加速形成

图：7月三大基建科目同时回落



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

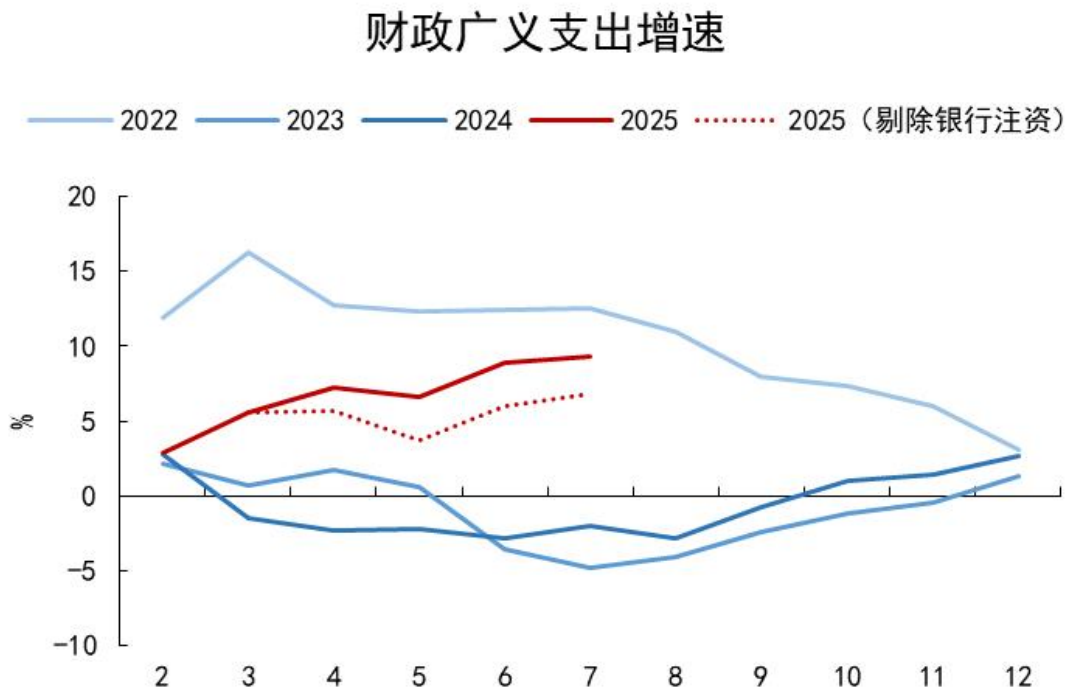
图：7月基建类财政支出跌幅收窄



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- 从近3年的财政政策特征看，总量约束始终不是核心问题
 - 在必要且可支出的情况下，财政弹药均能获得及时“补给”
 - 关键在于能否“花的出”、“花的好”

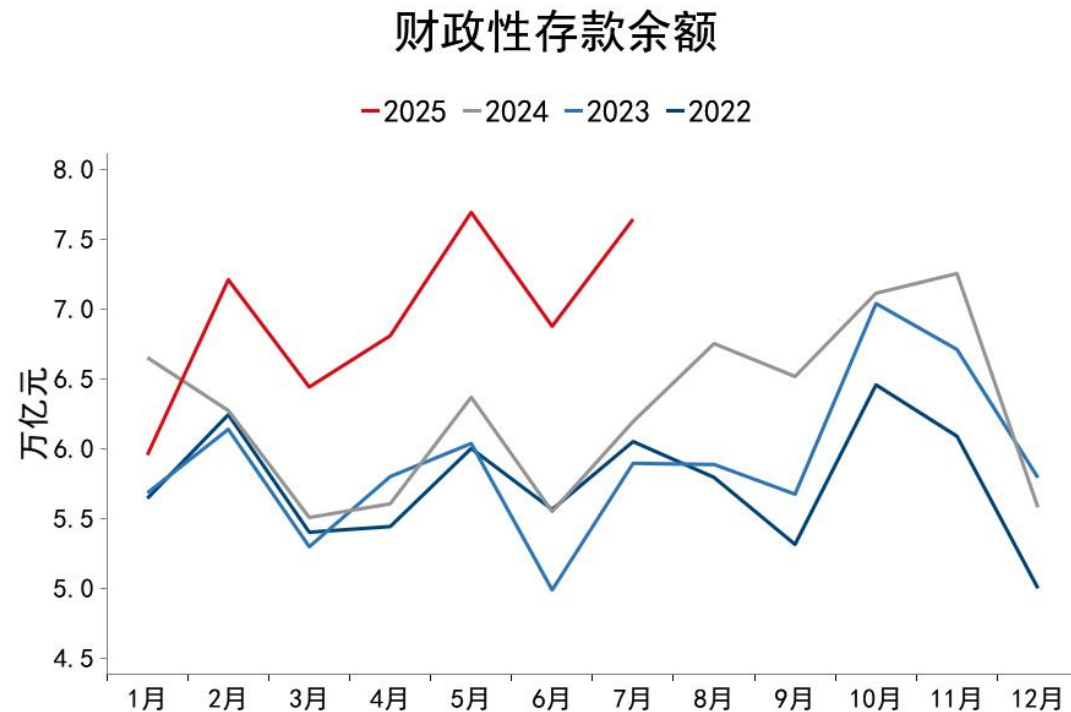
图：今年广义财政支出积极



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

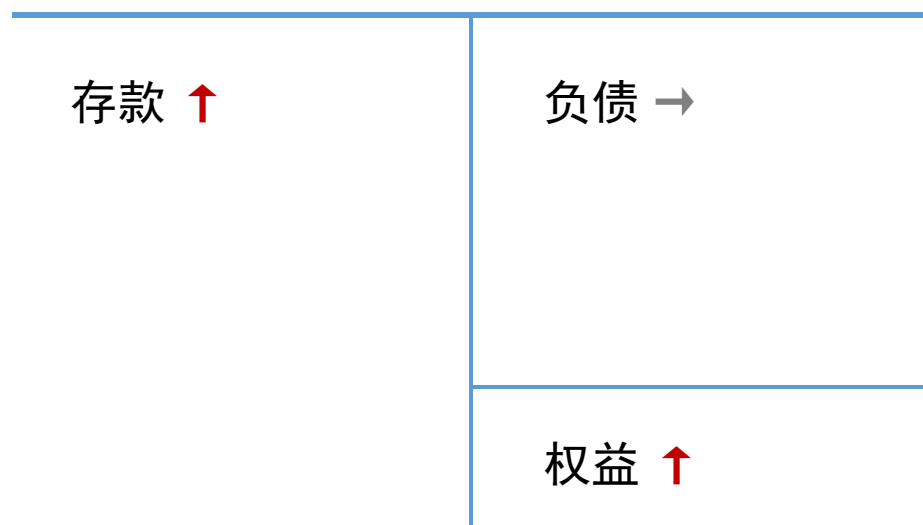
图：财政性存款充盈



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

- 从权责格局看，“防风险”主要担子在央行，“稳增长”是多个部门共担
- 从政策性质看，对私人部门而言，财政属于转移财富，货币属于有息负债
 - 资产收益偏低时，货币扩表“有心无力” → “广义流动性陷阱”
- 从实施空间看，货币政策已然较为逼仄

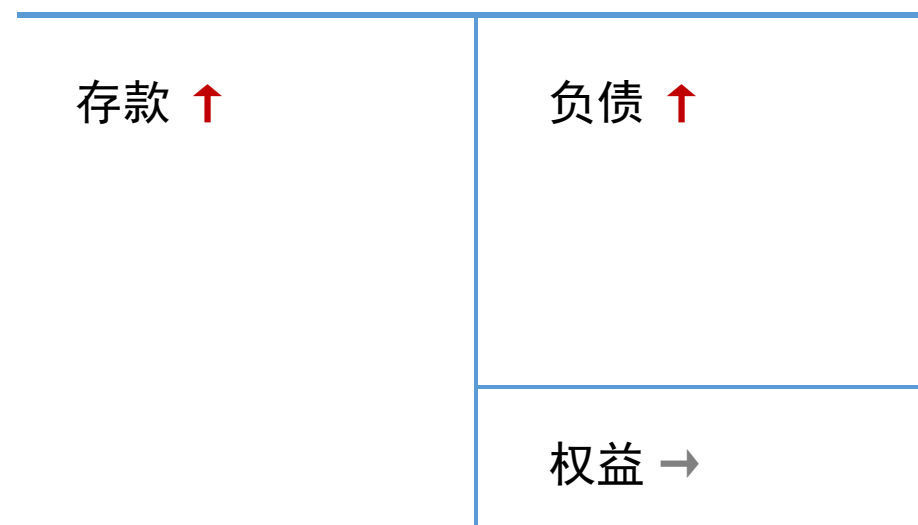
图：财政政策属于资产端政策



资料来源：国信证券经济研究所绘制

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

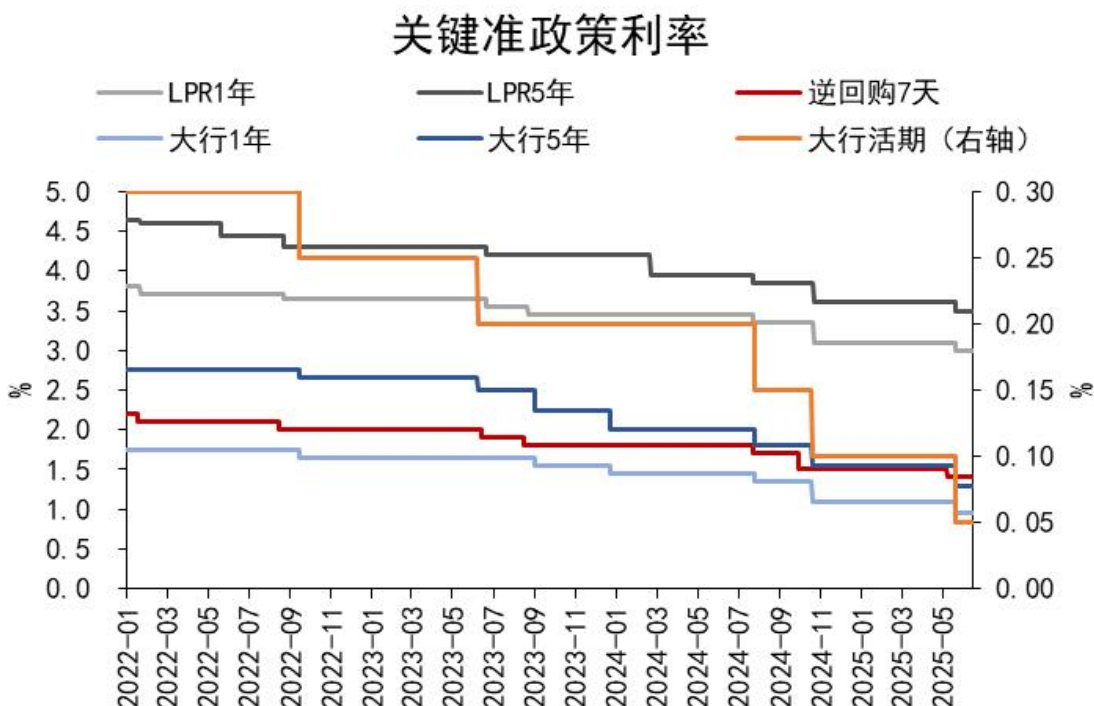
图：货币政策属于负债端政策



资料来源：国信证券经济研究所绘制

- “保息差”：总量降息空间受到显著制约
 - 我国降息空间并非还有140BP
 - 活期存款约占存款总量的一半

图：5月降息10BP = 1年定存降15BP + 5年定存降25BP + 活期降5BP



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

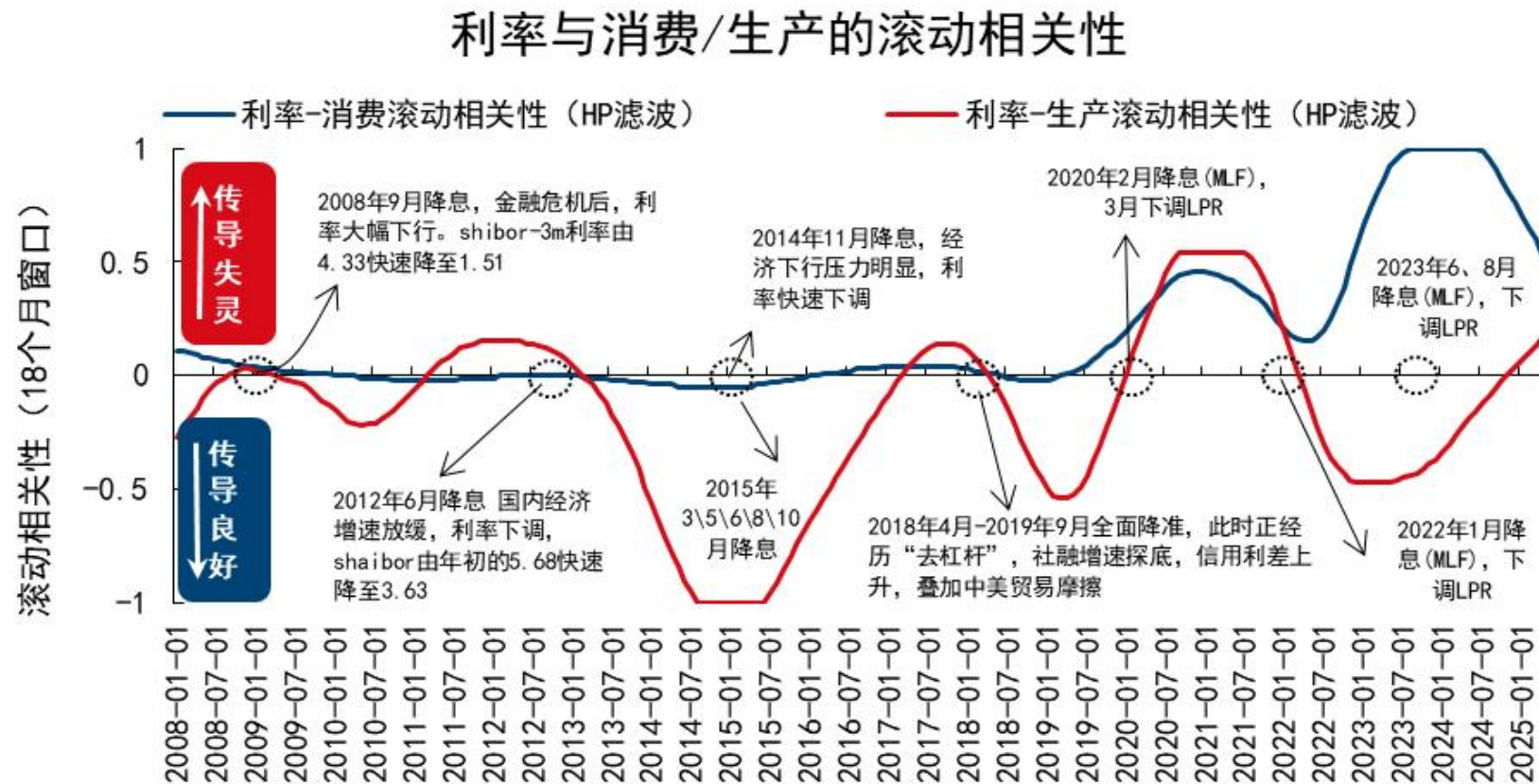
图：活期存款占据半壁江山

	2024年		
	平均余额	利息支出	平均成本率 %
(人民币百万元, 百分比除外)			
公司客户存款			
活期	2,488,102	20,762	0.83
定期	2,305,745	56,547	2.45
小计	4,793,847	77,309	1.61
零售客户存款			
活期	1,798,328	3,903	0.22
定期	1,923,491	49,612	2.58
小计	3,721,819	53,515	1.44
合计	8,515,666	130,824	1.54

资料来源：招商银行年报、国信证券经济研究所整理

- 降息对生产端的作用大于需求，当前情况下持续降息可能导致产需失衡加剧
- Q3结构政策为主，Q4存在“双降”窗口，主要在于稳住经济动能，为“十五五”创造良好开局

图：全面降息对供需两端的不同影响

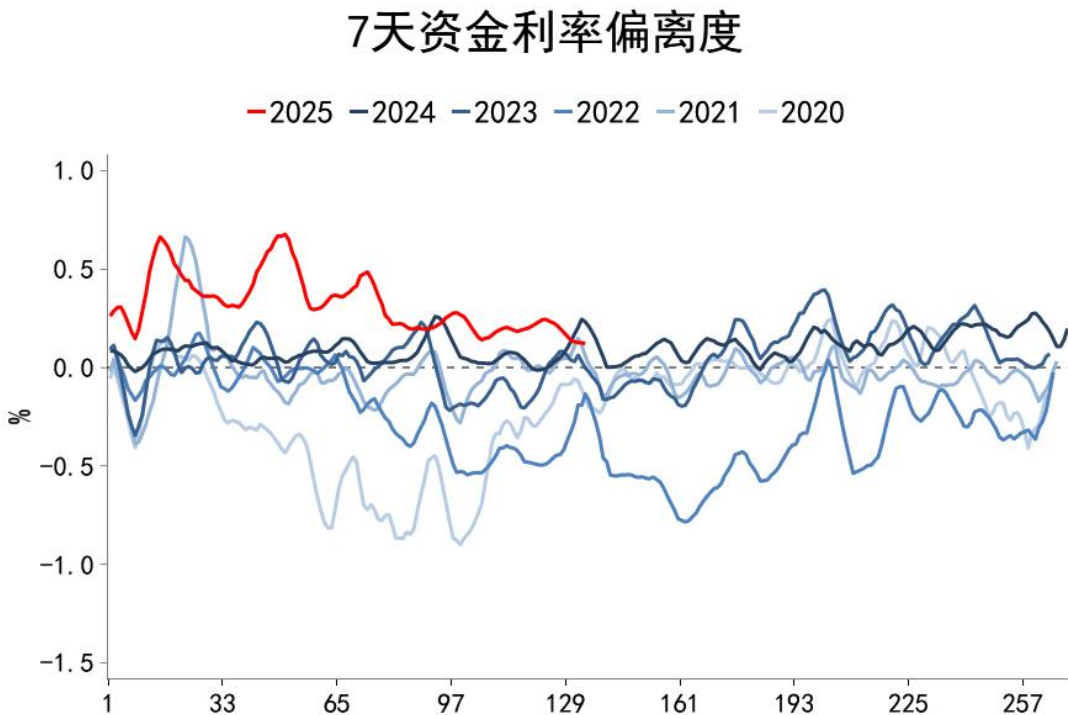


资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制

货币有哪些选择？

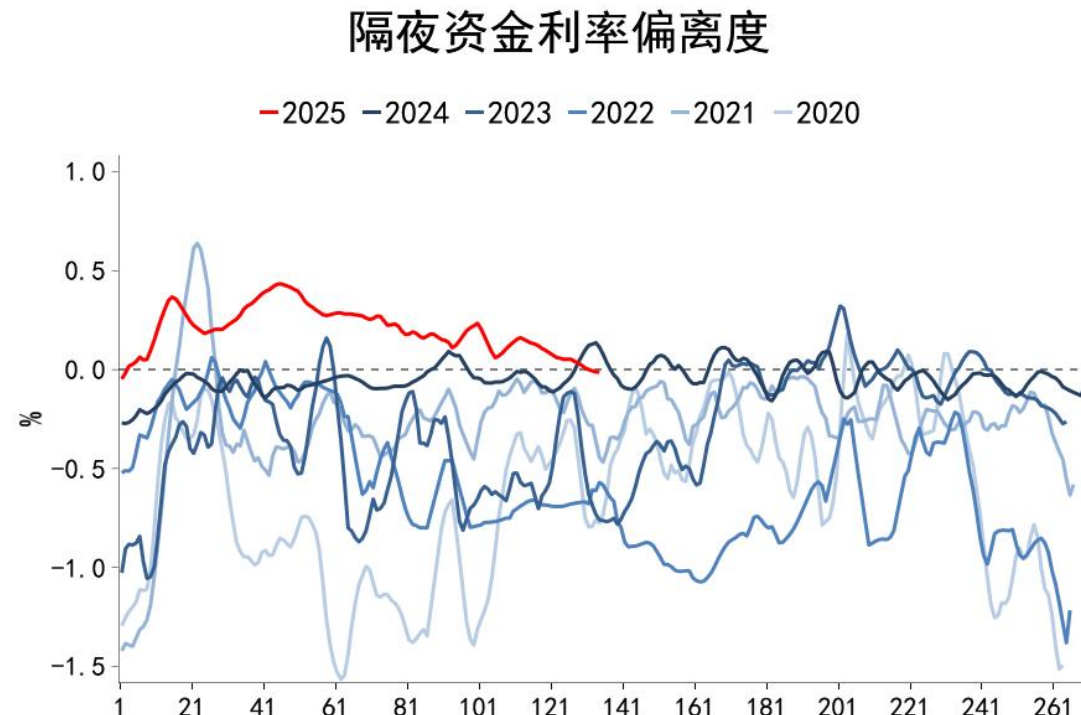
- 结构工具：消费、公积金、新型工业化、外贸、政策金融工具等，与财政联动
- 总量工具：我们降了吗？
 - 上半年资金利率偏离度显著偏高：7天+32BP，0N+20BP（去年：+7BP/-6BP，21-24年：-3BP/-31BP）
 - 资金利率仍有巨大空间，可以节省/延缓常规降息
 - LPR暂不需调降 + 支持财政融资 + 阶段性操作（无需加息）

图：7天资金利率持续下行



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：隔夜资金利率持续下行

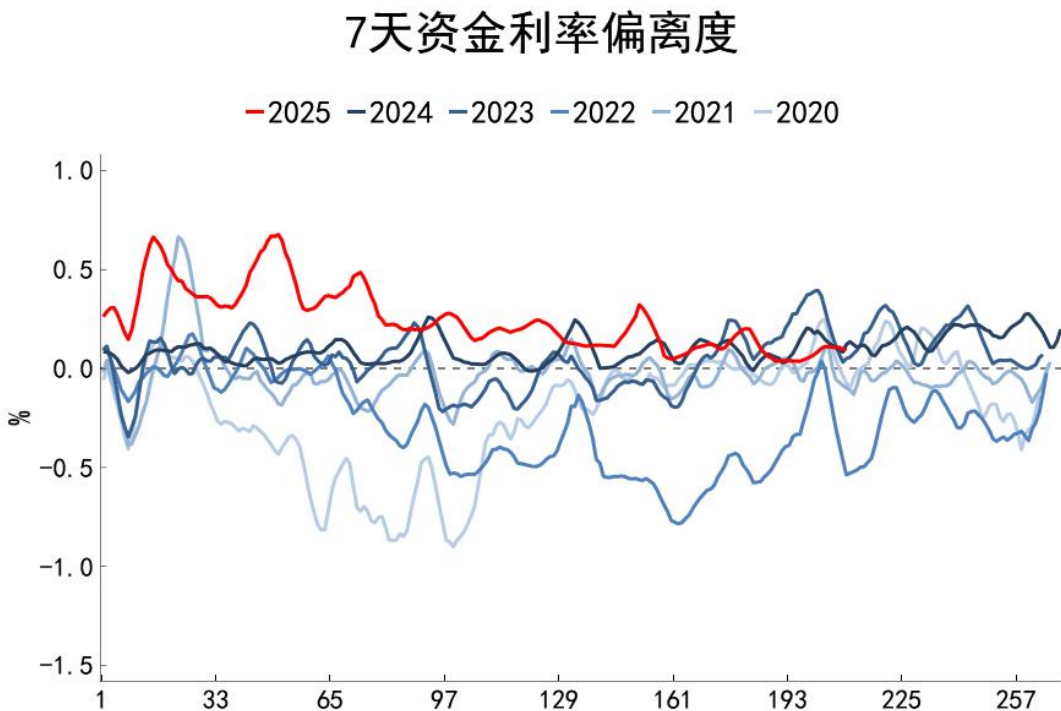


资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

货币有哪些选择？

- 资金利率中枢持续下行后，7月中旬以来，资金利率有所反弹，与经济信号较为稳健同步
- Q3 “双降” 概率低，Q4存在窗口，主要在于稳住经济动能，为“十五五”创造良好开局

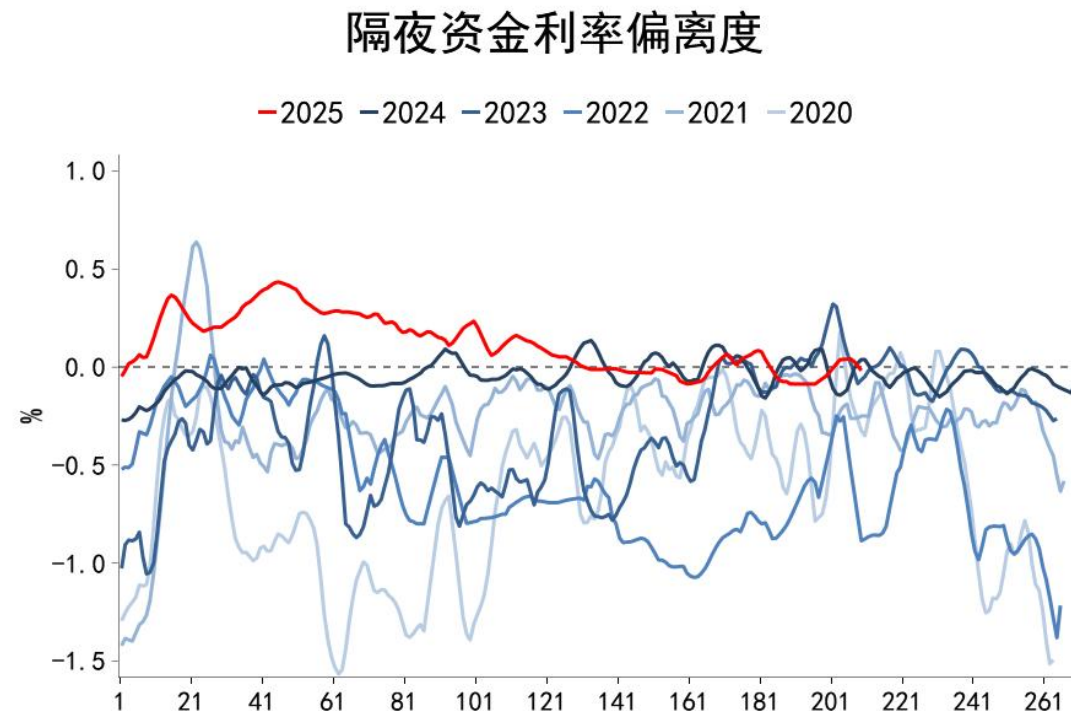
图：7天资金利率持续下行



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

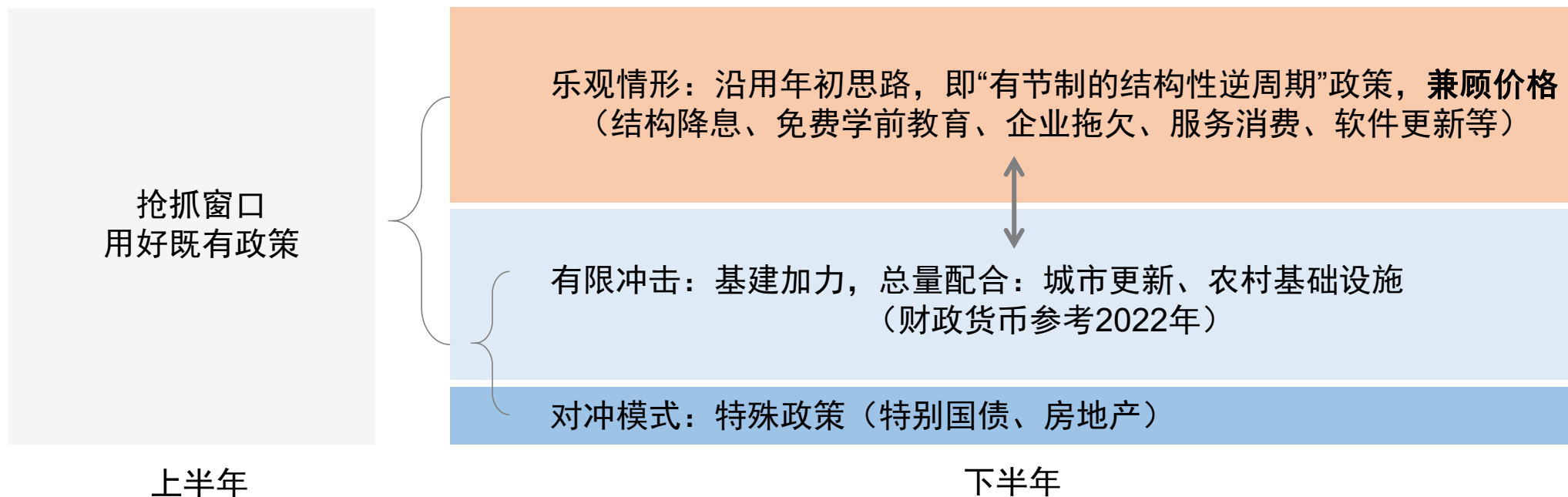
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：隔夜资金利率持续下行



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

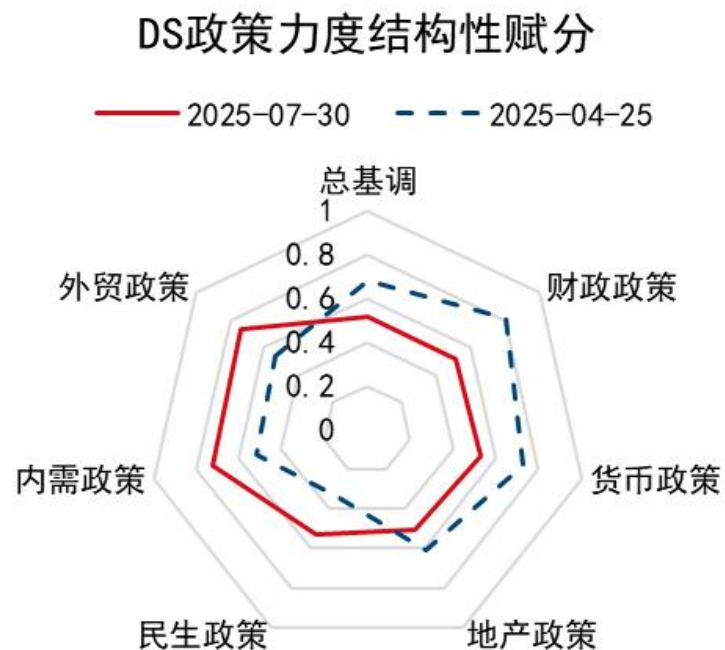
- 政策主动权在我
 - 上半年经济基础 + 避免“十五五”高基数 + 发力通道顺畅
- 财政重于货币
- 方向大于规模



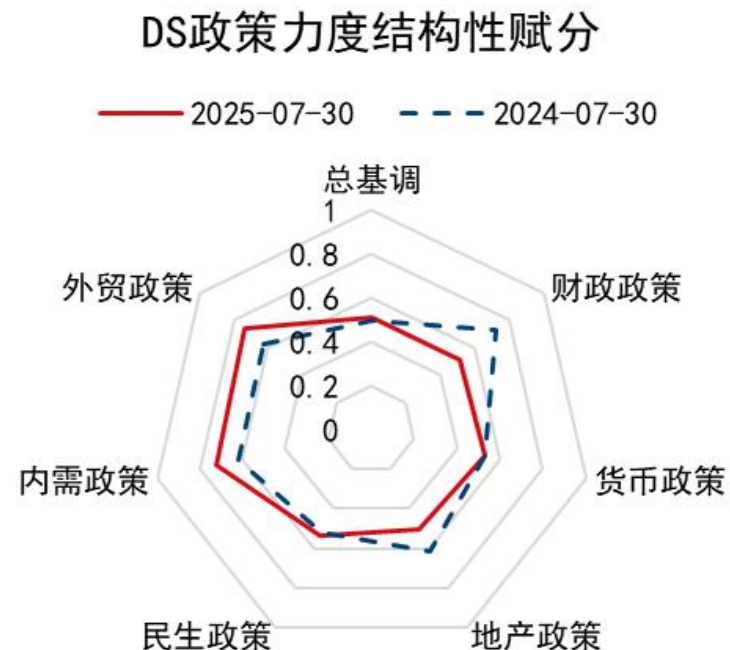
政策：三点基本判断

- 政策主动权在我
 - 上半年经济基础 + 避免“十五五”高基数 + 发力通道顺畅
- 财政重于货币
- 方向大于规模

图：政策力度环比变化



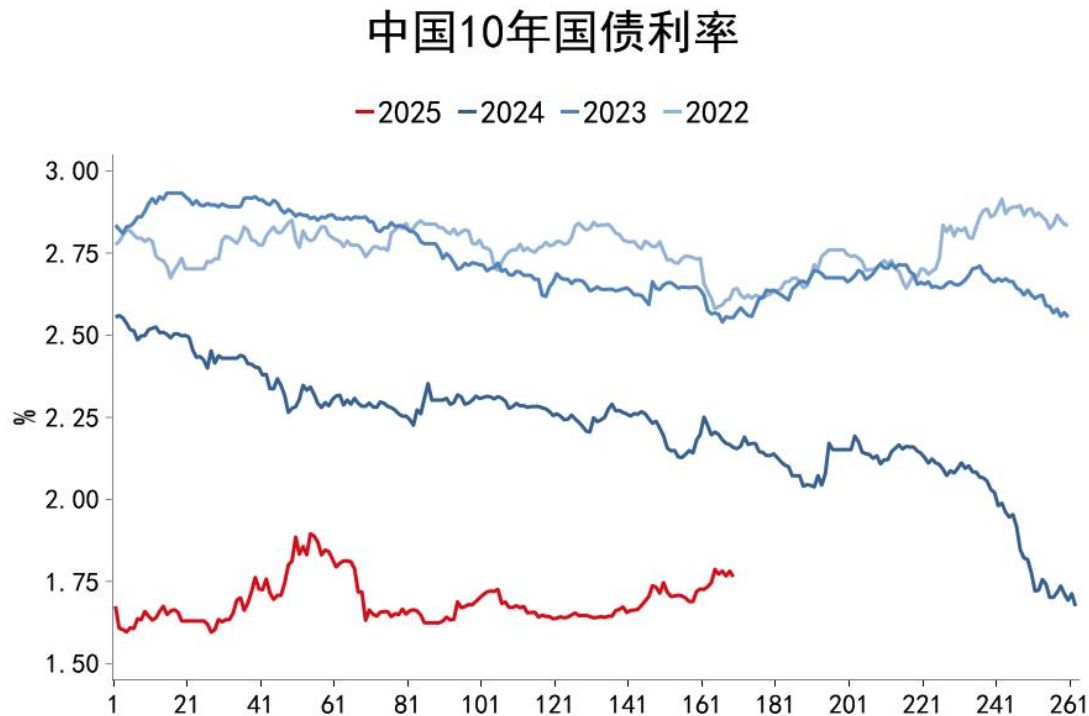
图：政策力度同比变化



小结：股债“新中枢”

- “资金面宽松+基本面趋弱+增量财政缺位”组合下
 - 债券：“反内卷震荡”行情，10Y中枢上移5BP至1.70-1.75%，Q3震荡，Q4可博弈“双降”机会
 - 短期，结构性行情下，股票市场给予的压力趋缓
 - 中长期，提示10Y-OMO利差风险

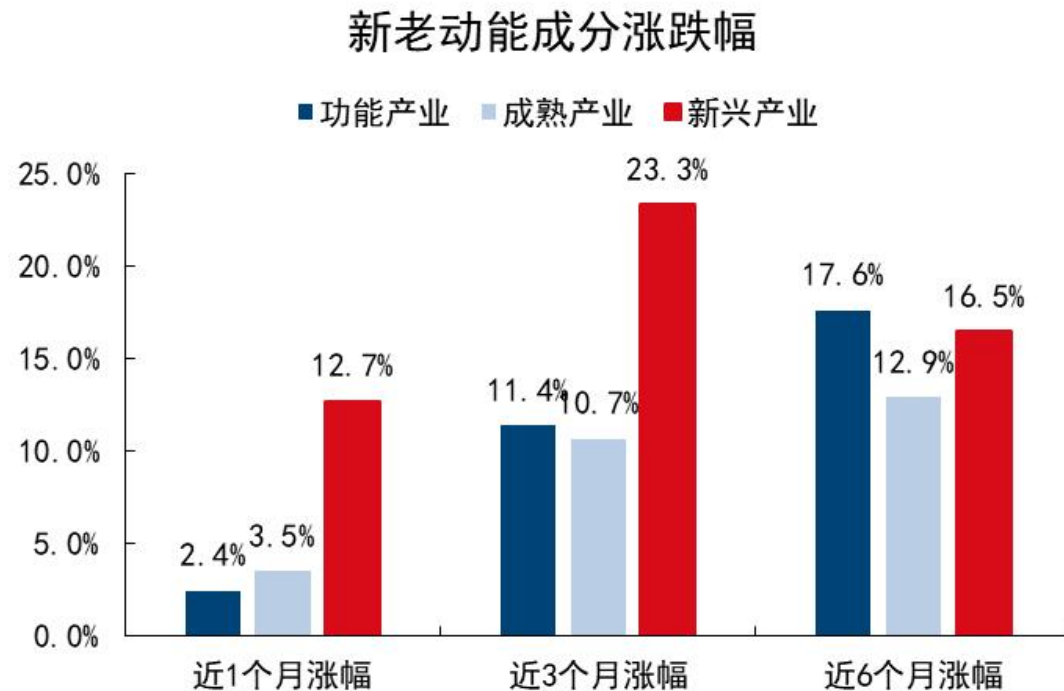
图：今年国债总体横盘震荡为主



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：权益结构性行情对固收压制钝化



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

小结：股债“新中枢”

- “资金面宽松+基本面趋弱+增量财政缺位”组合下
 - 股票：“反内卷”+“新动能”定价阶段性到位，这一新中枢下，走势与基本面联动有望加强

图：下半年系列利好下股指进入新中枢



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：居民自有资金入市仍有相当空间



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

- 海外经济下行超预期，海外政策推出滞后，海外市场波动。

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

分析师承诺

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。

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
GUOSEN SECURITIES

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楼

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