日期：2021 年 04 月 07 日

上海证券 SHANGHAI SECURITIES

货币平稳 物价结构翻转

--2021 年 3 月份宏观经济数据预测

分析师： 胡月晓
Tel： 021-53686171
E-mail： huyuexiao@shzq.com
SAC 证书编号： S0870510120021

报告编号：

相关报告：

■ 主要观点

3 月份宏观数据预测：CPI=-1.0，PPI=3.0，出口=30.0，进口=12.3，顺差=550（USD）亿，M2=10.0，M1=8.5，新增信贷 3000 亿，信贷余额 12.8，工业=30，消费=25，投资=28。

市场看法：回暖节奏和通胀进程预期生变

市场对中国经济前景预期基本维持了平稳:经济中长期前景态势不变，短期回升预期略提高；物价结构性改变中通胀预期增强；货币平稳中趋紧预期不变，利率体系也大致维持了平稳。整体看，市场预期的经济回暖节奏略有改变，短期更趋乐观，但市场对中国经济中长期前景将趋平稳的预期仍然不变。货币政策稳健中性的基本预期也维持不变，尽管 2 月份货币增速超预期回升，货币当局对流动性环境控制实践中采用了走走停停策略，但“稳中偏紧”仍然是市场最基本预期。

我们看法：短期基数效应不改长期平稳格局

全年角度看，中外疫情形势差异仍将决定全球经济格局，中国外需高位延续，在出口和投资带动下，工业保持了稳中偏升态势，虽然下半年数据会呈现显著回落，但整体经济运行延续平稳缓回升势头。尽管短期价格高涨，但经济低迷时期通胀不会持续，价格管理主要应着眼于“防通缩”，未来通胀的回落或再超市场预期。由于疫情对经济活动影响仍然存在，经济全面恢复疫情前还待时日。

通胀预期上升，经济平稳中偏暖

基数导致的高增长，实际上并非经济真正活跃，经济整体运行实际上仍是平稳，市场对中国经济中长期前景将趋平稳的预期仍然不变。我们认为，中国经济短期的高增长主要是基数效应的结果，下半年经济增速将快速回落。货币政策稳健中性的基本预期也维持不变，“稳中偏紧”是市场最基本预期；财政宽松的预期或消退。2021 年宏观经济运行格局中的另一重大变化是物价结构的变化：CPI 和 PPI 剪刀差发生位置变化，CPI 或进入低位运行状态，PPI 将回升至 CPI 上方，经济和市场中的通胀预期或断续出现。

政策平稳，市场波动

综合来看，中国经济运行的平稳格局不变，经济增长的内生增长动力仍偏弱。笔者一直认为，楼市泡沫不破，中国经济转型和走出底部状态就难；资本市场也难全面回暖。经济平稳、通胀上行、货币边际后撤的组合下，市场整体平稳偏暖态势中波动将增加。货币市场流动性在宽信用发展和中性趋紧政策双重影响下，趋势性行情也难延续 1-2 月，债市或现横盘窄幅震荡态势。基于经济和金融形势的变化，2021 年对资本市场运行的波动性或将上行,但整体趋势上受经济回升影响，将延续偏暖态势，投资者可积极参与，加大核心资产配置力度。

当前市场对宏观经济形势的认识

市场看法： 回暖节奏和通胀进程预期生变

按照彭博最新的宏观中长期前景 POLL（3 月 19 日-3 月 25 日，63 家机构有效回复），市场对中国经济前景预期基本维持了平稳：经济中长期前景态势不变，短期回升预期略提高；物价结构性改变中通胀预期增强；货币平稳中趋紧预期不变，利率体系也大致维持了平稳。整体看，市场预期的经济回暖节奏略有改变，短期更趋乐观，但市场对中国经济中长期前景将趋平稳的预期仍然不变。货币政策稳健中性的基本预期也维持不变，尽管 2 月份货币增速超预期回升，货币当局对流动性环境控制实践中采用了走走停停策略，但“稳中偏紧”仍然是市场最基本预期。从 CPI 和 PPI 的预期变动看，物价结构变动下通胀忧虑再度上行，除了 1 季度 CPI 略下调外，各期 CPI 和 PPI 的整体预期水平都比上期提高，尤其是 PPI 在 2Q 后提高更为明显。对于货币政策，本次 POLL 市场预期仍保持为宽松状态后撤继续，广义货币增长各期市场预期值基本不变；市场预期利率体系也已进入平衡区，本次预期利率水准没有变动；降息和降准的预期仍无。

我们看法：短期基数效应不改长期平稳格局

2021 年中国经济增速在基数效应影响下，将呈现明显的前高后低态势，此次预期笔者调高 1-2Q 的经济热度，但对 4Q 的经济活跃度略有下调。全年角度看，中外疫情形势差异仍将决定全球经济格局，中国外需高位延续，在出口和投资带动下，工业保持了稳中偏升态势，虽然下半年数据会呈现显著回落，但整体经济运行延续平稳缓回升势头。可以说，疫情对中国经济的冲击已基本过去，疫情带给中国经济的机会--外需的集中爆发式增长，则仍在延续。在疫苗全球普及前，中国外需都将处于高位。笔者一直认为，尽管短期价格高涨，但经济低迷时期通胀不会持续，价格管理主要应着眼于“防通缩”，未来通胀的回落或再超市场预期。由于疫情对经济活动影响仍然存在，经济全面恢复疫情前还待时日。鉴于海外疫情再趋严重，中国经济的海外需求保持旺盛趋势延续，因而市场对未来外贸也保持了较为一致的乐观预期。从近期变化情况看，通胀预期和货币回撤预期重现，资本市场运行波动性上升；债市在实体经济降成本趋势下，随着融资利率体系水准的逐步降低，波动上行的态势将逐渐形成！

3 月高频数据分析

房地产市场：调控维持高压态势

一线城市房地产调控政策仍在加码和升级。3 月初，住建部副部长倪虹带队赴浙江省杭州市、江苏省无锡市调研，会商督导房地产市场平稳健康发展长效机制落实情况。

3 月 2 日，无锡市发布《关于规范我市二手房交易秩序的通知》，明确建立二手住房价格信息发布机制，成为全国第三个对二手房价格信息进行管控的城市。

3 月 3 日，杭州市房地产市场平稳健康发展领导小组办公室发布《关于进一步规范房地产市场秩序的通知》，提出对法拍房限购，严查经营贷、消费贷等要求。杭州本次楼市调控，距离上一轮调控仅时隔 1 个多月。1 月 27 日，杭州市房地产市场平稳健康发展领导小组办公室就曾发文，从住房限购、住房限售、税收调节、无房家庭认定标准及高层次人才优先购房政策等方面进一步加强调控。

3 月 3 日，上海发布《关于进一步加强本市房地产市场管理的通知》。通知明确，实施住房限售，对按照优先购房政策购买的新建商品住房，在购房合同网签备案满 5 年后方可转让。

3 月 15 日，嘉兴市发布《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展有关事项的通知》，从外地户口限购 1 套住房、新房 2 年限售、强化金融监督管理等方面进一步加强调控。

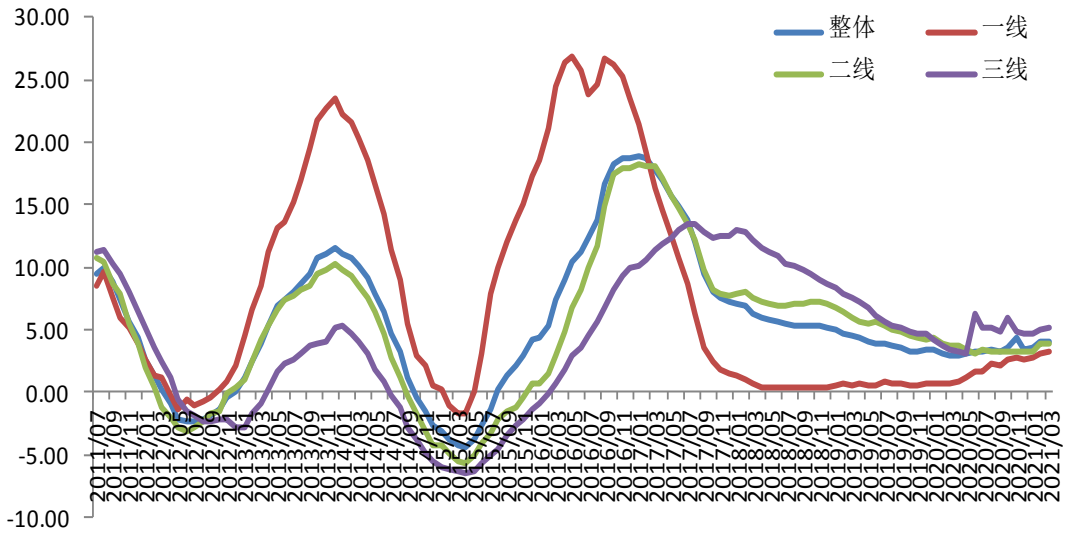
3 月 22 日，成都市房地产市场平稳健康发展领导小组办公室发布《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的通知》，出台了包括法拍房限购以及“人房比”超 3 倍楼盘 5 年限售、建立二手房参考价机制等 16 条新政加码楼市调控。

3 月 27 日，浙江省湖州市下发《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》，在湖州中心城市范围内，连续缴纳社保未满 6 个月的非湖州市户籍居民家庭，限购一套住房（含新建商品住房和二手住房），市人才政策规定的除外。同时，湖州要求，续开项目不得提高备案价格。

3 月 31 日，西安住建官方发文《西安市人民政府办公厅关于建立房地联动机制促进房地产市场平稳健康发展的通知》，限购限售新政出台，新房二手房均要“满 5”方可上市交易、加强土地供给、严查购房资金来源！

不过，整体来看，楼市虚火仍旺，疫情后楼市成交持续活跃，疫情期间压制的成交需求在疫情解除初期得到集中释放；另外，疫情带来的货币宽松直接刺激了楼市投机热情。在中央一再强调宏观风险和市场严控情况下，地方利益、资本利益和市场惯性仍推动了楼市的上扬，“树可以长到天上去”的市场和社会预期仍占有较大席地。

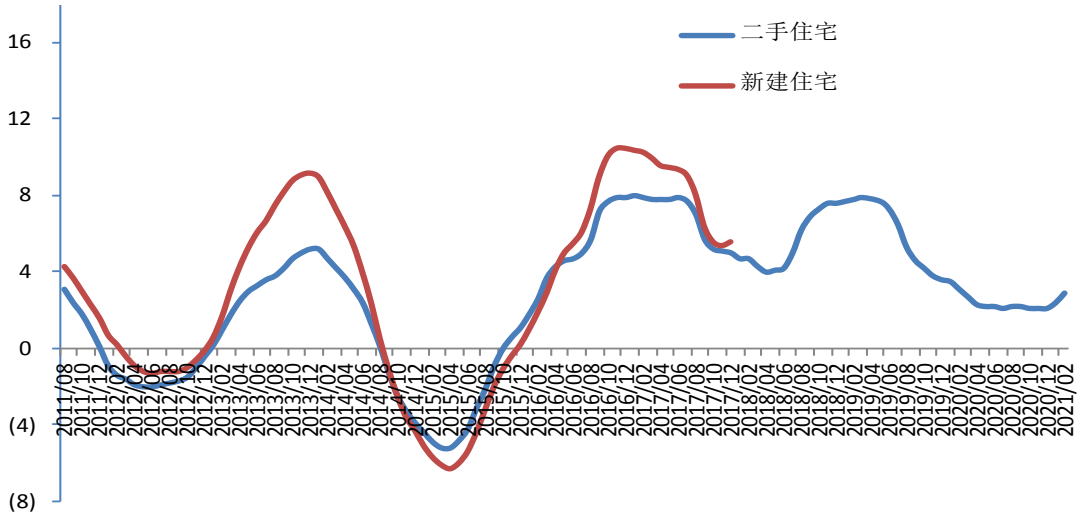
图 1：中国百城房价指数延续上升态势（当月同比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

2021 年 2 月份，各线城市商品住宅销售价格环比涨幅有升有降，同比涨幅较上月有所上升。4 个一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.5%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。其中，北京、上海、广州和深圳分别上涨 0.7%、0.5%、0.9%和 0.1%。二手住宅销售价格环比上涨 1.1%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点。其中，北京、上海、广州和深圳分别上涨 1.2%、1.3%、1.0%和 0.9%。31 个二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格环比均上涨 0.4%，涨幅均与上月相同。35 个三线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.3%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点；二手住宅销售价格环比上涨 0.2%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点。

图 2：70 城市住宅价格增速保持平稳（当月同比，%）



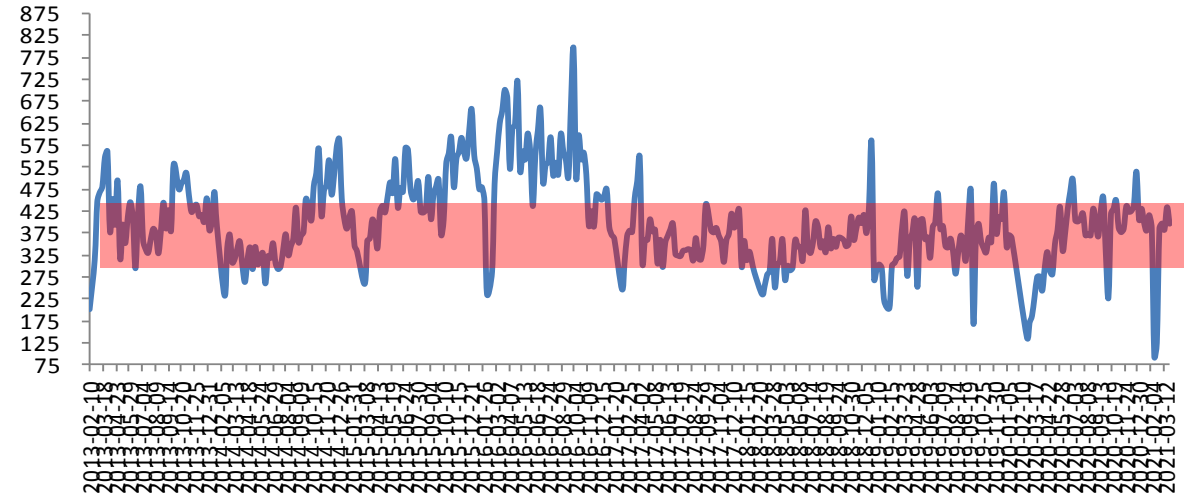
数据来源：wind，上海证券研究所

各线城市商品住宅销售价格同比涨幅有所上升，受上年同期基数相对较低影响，各线城市商品住宅销售价格同比涨幅均有所扩大。据测算，2 月份，一线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别上涨 4.8%和 10.8%，涨幅比上月分别扩大 0.6 和 1.2 个百分点；二线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别上涨 4.5%和 2.9%，涨幅比上月均扩大 0.4 个百分点；三线城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比分别上涨 3.6%和 1.9%，涨幅比上月分别扩大 0.3 和 0.4 个百分点。

从宏观经济平稳运行的角度，中国楼市存在巨大泡沫是一个比较一致的共识，监管部门甚至公开明示房地产泡沫是中国金融风险的最大“灰犀牛”！从中国经济可持续增长和转型升级的角度，中国经济的核心问题是楼市泡沫。偏紧的货币政策显然有利于抑制各类资产泡沫和物价稳定，并为资本市场的平稳运行奠定坚实经济基础。

市场预期和楼市调控政策目标间仍存较大差距，3 月楼市成交活跃局面再趋上行。2020 年 3 季度后，楼市成交已回升至疫情前水准基础上，呈现走稳迹象--2017 年以来持续在新的区间平稳运行。疫情后的货币放松，让市场再趋活跃，泡沫再度扩大，市场成交延续上扬，年中前后恢复正常，并维持偏高态势。2021 年 3 月份，全国 30 大中城市的周成交规模平均为 400.7 万方，上月为 199.5 万方，2020 年同期为 197.7 万方；成交显著放大。从整体走势上看，成交持续位于疫情前的正常区间的上方，表明楼市活跃度仍然较高，调控政策还不得放松。从前期成交规模变化态势及政策基调看，未来成交仍会高位延续，楼市成交新平衡区或抬升到新阶梯高度，高房价对实体经济的伤害必将进一步加大。

图 3：30 个大中城市房屋成交维持高位（日均/周，万平米）



数据来源：wind，上海证券研究所

消费恢复正常，基数效应带来高增长

消费市场延续上年稳定复苏态势，复苏态势稳，同期基数低，消费市场同比快速增长。商品销售继续改善，部分升级类商品较快增长；新兴业态快速发展势头不减，实体店零售经营明显回升。

1-2 月份，社会消费品零售总额 69737 亿元，同比增长 33.8%；比 2019 年 1-2 月份增长 6.4%，两年平均增速为 3.2%。其中，除汽车以外的消费品零售额 63076 亿元，增长 30.4%，两年平均增长 2.9%。扣除价格因素，2021 年 1-2 月份社会消费品零售总额实际增长 34.3%，两年平均增长 1.2%。

商品消费需求不断释放。在促进消费政策的带动下，居民消费潜力持续释放，商品零售明显恢复。1-2 月份，商品零售额同比增长 30.7%，与 2019 年 1-2 月份相比，增长 7.7%，两年平均增速为 3.8%；从商品类别看，限额以上单位全部商品零售额同比增速均超过 10%。基本生活类和消费升级类商品销售均较快增长。1-2 月份，限额以上单位粮油食品类、饮料类、烟酒类、通讯器材类和文化办公用品类商品零售额两年平均增速均超过 10%，在促进汽车消费政策带动下，汽车消费需求持续释放，1-2 月份，限额以上单位汽车类商品零售额同比增长 77.6%，两年平均增速为 5.8%。

新业态发展快，实体店客流回升，线上线下消费增势良好。居民网络购物热情不减。2020 年初居家生活、办公期间，众多消费者形成“网上下单，配送到家”的消费习惯，线上购物实现逆势增长。疫情防控常态化后，居民网络购物意愿不减，新业态保持良好发展势头。2021 年 1-2 月份，全国实物商品网上零售额同比增长 30.6%，增速比上年同期提高 27.6 个百分点，比 2020 年全年提高 15.8 个百分点，两年平均增速为 16.0%。

实体店铺经营明显改善。与上年同期比，今年年初居民外出消费活动大幅增加，实体店客流量显著回升，实体店经营明显改善。1-2 月份，限额以上零售业实体店商品零售额同比增长 45.2%，两年平均增长 4.1%。展望未来，在加快形成强大国内市场和加快构建新发展格局的大背景下，随着促进消费政策持续显效，消费市场稳定复苏态势有望延续。

价格结构扭转延续，通涨忧虑情绪上升

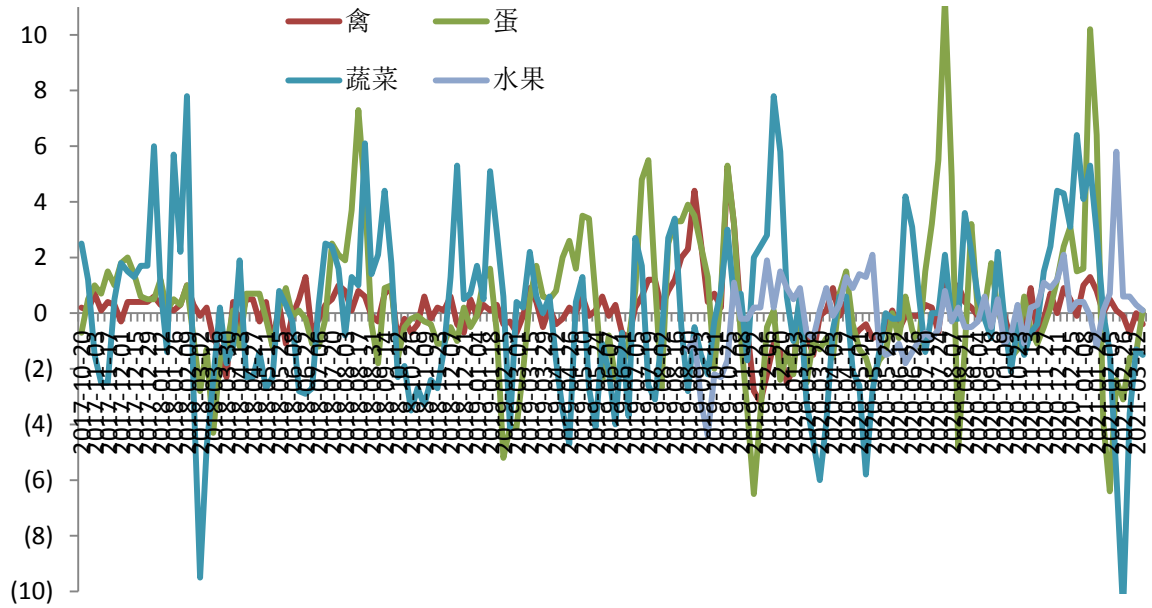
2021 年 2021 年 2 月份，全国居民消费价格同比下降 0.2%。其中，城市下降 0.2%，农村下降 0.1%；食品价格下降 0.2%，非食品价格下降 0.2%；消费品价格下降 0.3%，服务价格下降 0.1%。1-2 月平均，全国居民消费价格比去年同期下降 0.3%。

2 月份，全国居民消费价格环比上涨 0.6%。其中，城市上涨 0.6%，农村上涨 0.4%；食品价格上涨 1.6%，非食品价格上涨 0.4%；消费

品价格上涨 0.7%，服务价格上涨 0.4%。

2 月份，食品烟酒类价格同比上涨 0.3%，影响 CPI（居民消费价格指数）上涨约 0.09 个百分点。食品中，水产品价格上涨 5.9%，影响 CPI 上涨约 0.11 个百分点；鲜菜价格上涨 3.3%，影响 CPI 上涨约 0.08 个百分点；鲜果价格上涨 3.1%，影响 CPI 上涨约 0.06 个百分点；蛋类价格上涨 3.0%，影响 CPI 上涨约 0.02 个百分点；粮食价格上涨 1.4%，影响 CPI 上涨约 0.02 个百分点；畜肉类价格下降 7.3%，影响 CPI 下降约 0.34 个百分点，其中猪肉价格下降 14.9%，影响 CPI 下降约 0.39 个百分点。其他七大类价格两涨五降。其中，教育文化娱乐、医疗保健价格分别上涨 0.6%和 0.3%；交通通信、其他用品及服务价格分别下降 1.9%和 0.8%，衣着、居住、生活用品及服务价格分别下降 0.5%、0.3%和 0.2%。

图 4：商务部食用品价格指数季节性波动（各类别/周环比，%）



数据来源：wind，上海证券研究所

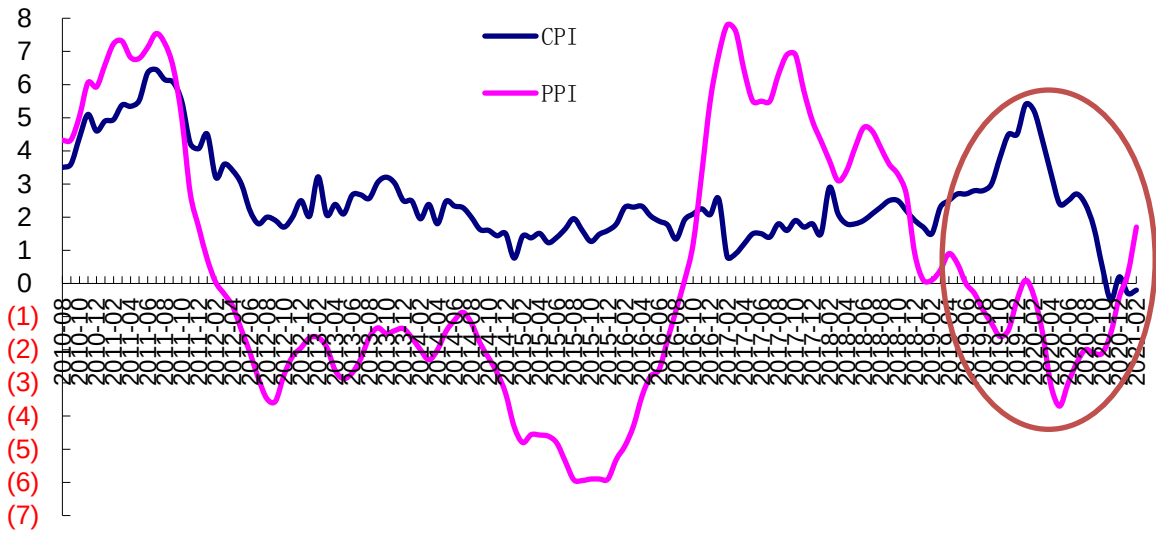
2021 年中国价格结构最大的变化是消费价格回落后低迷持续，而工业价格迅速回升。对全国流通领域 9 大类 50 种重要生产资料市场价格的监测显示，2021 年 3 月上旬与 2 月下旬相比，34 种产品价格上涨，12 种下降，4 种持平；2021 年 3 月中旬与 3 月上旬相比，29 种产品价格上涨，19 种下降，2 种持平。

2021 年 2 月份 CPI 和 PPI 环比涨幅均有所回落，从环比看，CPI 上涨 0.6%，涨幅比上月回落 0.4 个百分点。其中，食品价格上涨 1.6%，涨幅回落 2.5 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.30 个百分点。食品中，受春节期间消费需求增加和运输成本上升等因素影响，水产品和鲜果价格分别上涨 8.7%和 6.1%，涨幅分别扩大 5.4 和 3.8 个百分点；

生猪出栏持续恢复，猪肉价格由上月上涨 5.6%转为下降 3.1%；天气转暖，蛋鸡产蛋量提升，加之局部地区疫情好转后调运渠道逐步畅通，鸡蛋价格由上月上涨 11.1%转为下降 4.5%。非食品价格上涨 0.4%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点，影响 CPI 上涨约 0.28 个百分点。非食品中，居民就地过年，文娱消费需求有所增加，电影及演出票价格上涨 13.0%；受国际原油价格上涨影响，汽油和柴油价格分别上涨 3.4%和 3.7%；春节期间人工成本有所上升，洗车、家政服务、美发和出租车费用等价格均有上涨，涨幅在 1.2%—6.3%之间。

PPI 环比涨幅回落，同比涨幅扩大。从环比看，PPI 上涨 0.8%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点。其中，生产资料价格上涨 1.1%，涨幅回落 0.1 个百分点；生活资料价格由上月上涨 0.2%转为持平。调查的 40 个工业行业中，价格上涨的有 25 个，下降的 10 个，持平的 5 个，变化情况与上月一致。受国际原油价格持续上行影响，国内石油相关行业价格继续上涨，石油和天然气开采业价格上涨 7.5%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格上涨 4.9%，化学纤维制造业价格上涨 3.6%，化学原料和化学制品制造业价格上涨 2.1%，合计影响 PPI 上涨约 0.45 个百分点。随着国内需求上升，加之国际金属类大宗商品价格继续上涨，国内黑色金属矿采选业、黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业价格分别上涨 5.9%、2.3%和 1.5%，合计影响 PPI 上涨约 0.24 个百分点。受天气转暖和春节假期因素影响，供暖及工业用电需求有所减弱，煤炭开采和洗选业价格上涨 1.6%，涨幅回落 4.8 个百分点；燃气生产和供应业价格由涨转降，下降 0.7%。

图 5：中国物价结构的翻转态势



数据来源：wind，上海证券研究所

3 月份宏观数据预测

延续以往对经济形势的看法和分析框架，我们对 3 月份的宏观经济数据预测数如下：

表 1 2021 年 3 月国内重要经济数据预测（同比增长，除 PMI 外）

预计公布日期	项目	本月预测	上月实际	上月预测	去年同期
3/31	PMI	50.8	50.6	51.0	52.0
4/1	财新 PMI	50.8	50.9	51.3	50.1
4/9	CPI 涨幅%	-1.0	-0.2	-1.9	4.3
	PPI 涨幅%	3.0	1.7	1.6	-1.5
4/13	出口增速%	30.0	154.9	25.7	-6.9
	进口增速%	12.3	17.3	0.1	-1.4
	贸易顺差（亿美元）	550	378.8	680	365.8
4/16	当月投资（计算数）%	18	35.8	25.0	-10.9
	当年累计%	28	35.0	25.0	-16.1
4/16	工业增加值%	30	52.3	20	-1.1
	当年累计%	32	35.1	20	-8.4
4/16	M2 增速%	10.0	10.1	9.5	10.1
	M1 增速%	8.5	7.4	13.0	5.0
	信贷新增（10 亿元）	3000	1360	800	2850
	信贷增速	12.8	12.9	12.5	12.7
4/16	消费增速%	25	33.8	10	-15.8
	当年累计%	30	33.8	10	-19.0
4/16	1 季度 GDP 增速%	上月预测：13.0		本月调整：15.0	
	当年累计%	上月预测：9.5		本月调整：9.5	

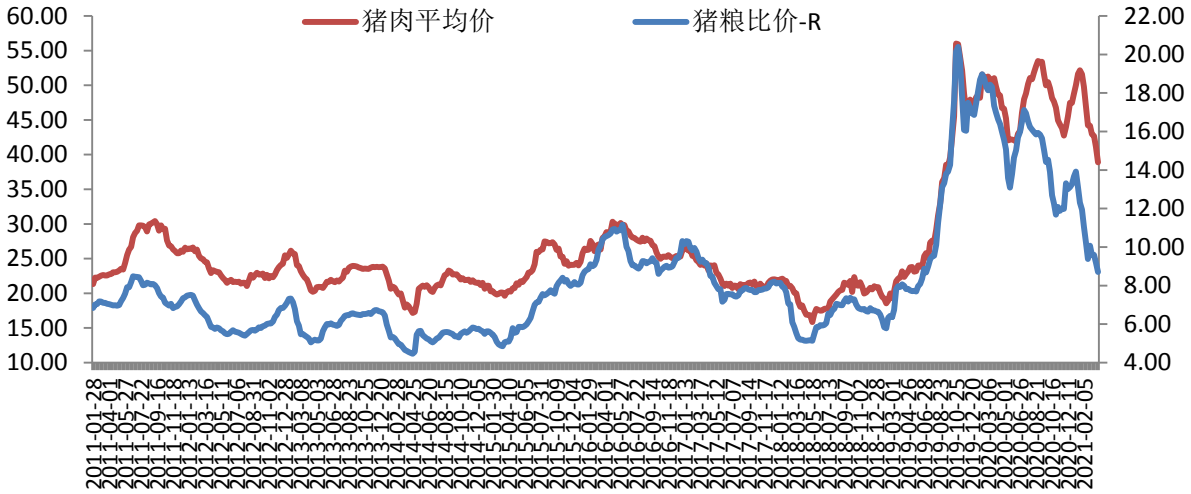
数据来源：上海证券研究所。

食用农产品价格季节性回落，生产资料价格延续上涨趋势

3 月份，由于生猪生产恢复正常，猪肉价格延续回落，从 22 城监控指标看，回落幅度甚至超过了 10%；其它食用品整体看也呈季节性下降态势。据商务部监测，3 月 1 日至 7 日，全国食用农产品市场价格比前一周下降 0.8%，生产资料市场价格上涨 0.8%。3 月 8 日至 14 日，全国食用农产品市场价格比前一周下降 0.8%，生产资料市场价格上涨 0.2%。3 月 15 日至 21 日，全国食用农产品市场价格比前一周下降 0.9%，生产资料市场价格上涨 0.7%。3 月 22 日至 28 日，全国食用农产品市场价格比前一周下降 1%，生产资料市场价格下降 0.1%。

结合各种农副产品和食用品的价格走势看，3 月份 CPI 环比回落幅度应该基本落在正常年份，我们预测将有 1%的回落；2020 年同期基数较高，3 月份 CPI 同比预计将有较大幅度回落。

图 10：猪肉价格持续回落后走稳（全国，元/公斤）



数据来源：商务部，上海证券研究所

宏观数据对经济和资本市场的影响

通胀预期上升，经济平稳中偏暖

基数导致的高增长，实际上并非经济真正活跃，经济整体运行实际上仍是平稳，市场对中国经济中长期前景将趋平稳的预期仍然不变。我们认为，中国经济短期的高增长主要是基数效应的结果，下半年经济增速将快速回落。货币政策稳健中性的基本预期也维持不变，“稳中偏紧”是市场最基本预期；财政宽松的预期或消退。

2021 年宏观经济运行格局中的另一重大变化是物价结构的变化：CPI 和 PPI 剪刀差发生位置变化，CPI 或进入低位运行状态，PPI 将回升至 CPI 上方，经济和市场中的通胀预期或断续出现。这种变化的原因在于 CPI 和 PPI 的影响因素不同所致，前者主要是关键商品生猪产业结构调整完成，市场供求恢复均衡，价格趋稳，后者在于大宗商品价格波动和地缘政治因素对煤炭价格的影响等。

市场对当前经济运行态势已基本形成共识--2021 年高增长仅是基数效应产物，经济真实回升仍弱！从投资和消费的预期变动上看，需求回升仍偏弱。笔者一直认为，楼市泡沫对中国经济压制作用，或正对预期产生潜移默化影响。整体看，疫苗逐渐普及并没有影响市场对中国经济的预期，乐观情绪略有上行，悲观情绪有所缓和。

政策平稳，市场波动

综合来看，中国经济运行的平稳格局不变，经济增长的内生增长动力仍偏弱。笔者一直认为，楼市泡沫不破，中国经济转型和走出底部状态就难；资本市场也难全面回暖。经济平稳、通胀上行、货币边际后撤的组合下，市场整体平稳偏暖态势中波动将增加。货币市场流动性在宽信用发展和中性趋紧政策双重影响下，趋势性行情也

难延续 1-2 月，债市或现横盘窄幅震荡态势。

基于经济和金融形势的变化，2021 年对资本市场运行的波动性或将上行，但整体趋势上受经济回升影响，将延续偏暖态势，投资者可积极参与，加大核心资产配置力度。

分析师声明

胡月晓

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。