宏观研究

中观层面看复苏：价格与库存的传导差异

宏观专题报告 2020 年 08 月 05 日

报告摘要：

从 PPI 和产成品库存的中观规律看中国经济复苏所处位置。原材料价格由上至下传导，库存底部规律则是由下至上传导。两大规律均指向经济复苏动能在上升。

- **价格传导：原材料价格是经济复苏的“发令枪”**

PPI底部规律显示价格传导仍以成本推动为主，整体有自上而下的规律。近几年，产业链传导效率较过去更为通畅。近期，国内主导原材料价格仍有所“犹豫”，全球主导原材料价格更加“坚决”。美元贬值和原材料价格上涨是复苏周期的标志。疫情后全球经济重建可能引发资源品竞争，利好大宗商品。PPI回升也将推动企业利润继续修复。

- **库存与投资：需求拐点已现，强度依旧存疑**

库存方面，与价格的自上而下传导不同，库存底部存在自下而上的传导规律。目前，中游去库较快，上游库存仍偏高，下游消费品库存则降至较低水平。作为领跑底部拐点的下游制造业内部结构有所分化，部分产业可能有主动加库的迹象。PMI 新订单代表的需求拐点领先于库存和投资。虽然欧洲疫情防控较美国好，但是全球投资仍看中国、印度和美国。中美的 PMI 新订单均连续上升，表明需求拐点已现；产能方面，部分产业仍有空间，投资扩产可能仍需等待。

- **中美对周期的担忧有所不同**

标普 500 中，以科技为代表的防御板块市值占比远远高于周期板块。上一轮经验表明两者在经济复苏后有所收敛。同样，年初至今，中信周期风格指数涨幅仅为消费和成长的三分之一。7 月初周期补涨也仅是拉近三者之间的差距。周期在美股的不振是因为美国疫情防控较差，实体经济仍有阴霾；国内则是对周期的强度有疑虑，可能仍在等待信号。尽管代表未来趋势的板块可能有“超买”迹象，但是政策支持下仍有上升空间，并且短期难以证伪。

- **风险提示：**

地缘政治风险超预期、逆周期调节政策不及预期、新冠疫情超预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号： S0100519040001

电话： 010-85127665

邮箱： xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号： S0100119080008

电话： 010-85127730

邮箱： fuwancong@mszq.com

相关研究

目录

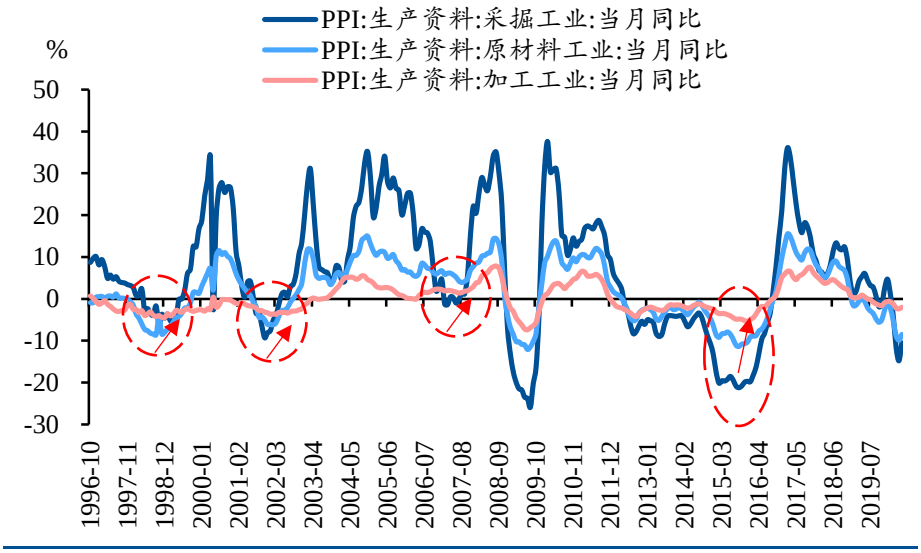
一、产业供应链传导角度：原材料价格对宏观经济变化反应最快.....3
1.1 成本推动是价格传导的主要机制.....3
1.2 从原材料价格看经济复苏状态.....4
1.3 美元贬值开启全球通胀预期复苏.....5
二、价格反弹助推产业利润修复.....7
2.1 工业企业利润修复有两大因素支撑.....7
2.2 上中下游均有各自利好因素.....8
三、投资与库存：需求拐点已现，强度仍旧未知.....10
3.1 全球投资共振尚未来临，国内产能空间可能压制投资需求.....10
3.2 中美库存同步性弱化，国内仍处去库阶段.....11
3.3 防御板块拥挤，中美投资逻辑相似.....14
风险提示.....15

一、产业供应链传导角度：原材料价格对宏观经济变化反应最快

1.1 成本推动是价格传导的主要机制

价格传导更加通畅，底部规律表明复苏开启。从“采掘工业-原材料工业-生产资料”的 PPI 顶部来看，三者之间的传导机制较为通畅，基本上同时触顶。**三者的主要不同发生在 PPI 底部，总体上具有成本推动的特征：**采掘工业 PPI 上涨拉动原材料工业，最后推动生产资料价格上涨。这种现象在 2010 年前较为明显；2010 年后，采掘工业和加工之间的价格传导较为通畅；生产资料则略微滞后（图 1）。这可能是受到我国独特的国有经济体系影响。国企控制上游产业，导致上游企业数量明显少于中下游。因而，上游具有寡头垄断效应，对中游议价和传导较强。上游价格变化能较快体现到中游加工产品的出厂价格上。**PPI 底部传导规律表明，原材料价格在经济由收缩转向复苏时更加敏感。**

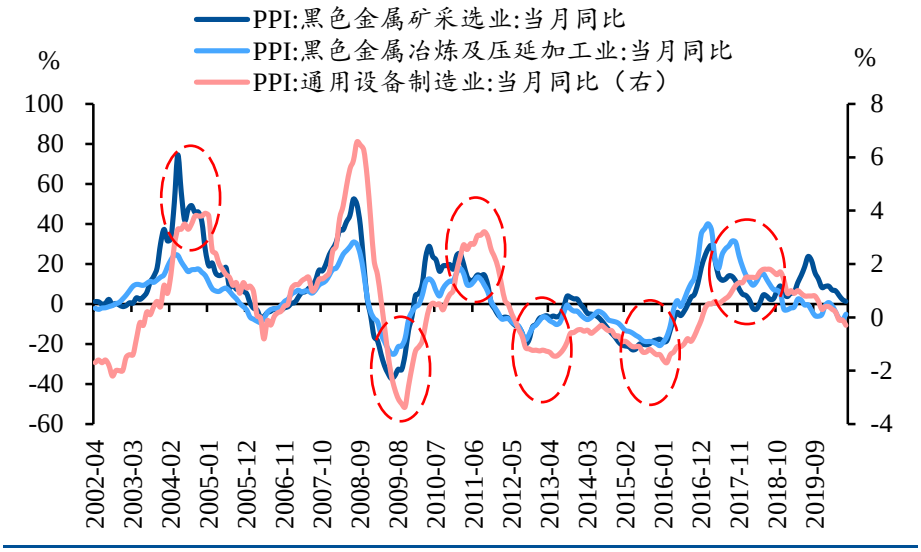
图 1：疫情特殊性导致三大生产资料价格同时反弹，复苏开启无疑



资料来源： Wind，民生证券研究院

从两条传统产业链可以看出中观价格传导会出现不同情况。第一条是基建链条，具有成本推动特征。以“黑色金属采矿-黑色加工-机械设备（设备制造业）”链条（或基建链条）来看，原材料价格具有较为明显的领先作用，可能会领先设备制造业半年至一年时间（图 2）。虽然 7 月中国铁矿石价格指数（CIOPI）同比仍处于通缩区间，但是年内第二次出现增速反弹。下半年建材价格有财政投资加速落地和房地产新开工支撑。另外，原材料价格容易受预期影响，这也是上游价格领先的主要原因之一。

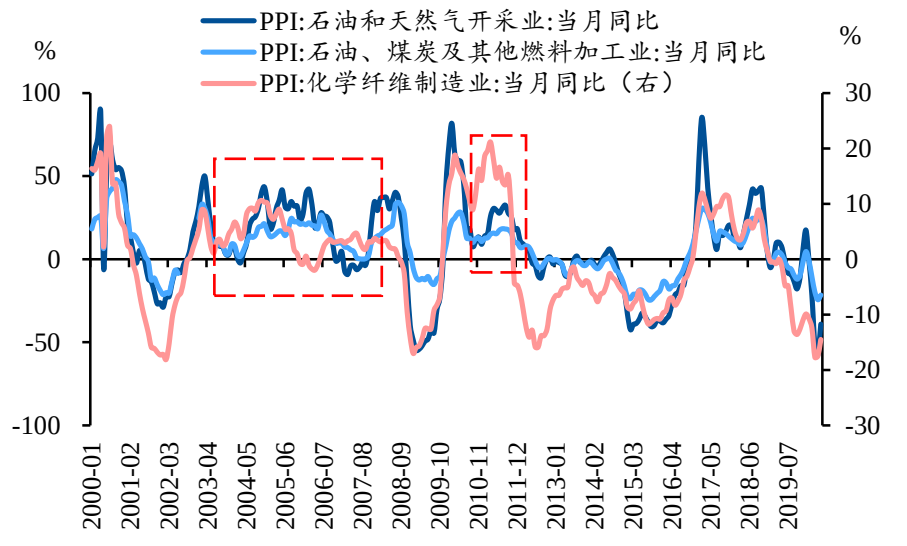
图 2：基建上中游价格已有反弹苗头，下游设备有望迎来拐点



资料来源： Wind，民生证券研究院

第二是化工产业链具有下游需求拉动的特征。以“石油开采-油气加工-化纤制造”为例，从开采到加工的流程紧密，因而价格传导较快；在 2012 年以前，化纤价格对中上游的石油类价格具有一定程度的领先，表明需求变化可能也会逆向传导；近年来，三者之间传导较为通畅（图 3）。需要注意的是，化纤的原材料来源不仅限石油类，替代作用可能会导致下游对上游的传导出现阻塞或滞后。另外，石油不仅被用来生产化纤，还有燃料和塑料等。需要关注的是，化工的终端消费之一服装 CPI 同比已经连续两个月走平。上半年“宅经济”压制服装换新的需求，未来应会有所改善。

图 3：化工链条价格传导越发同步，均有不同程度反弹



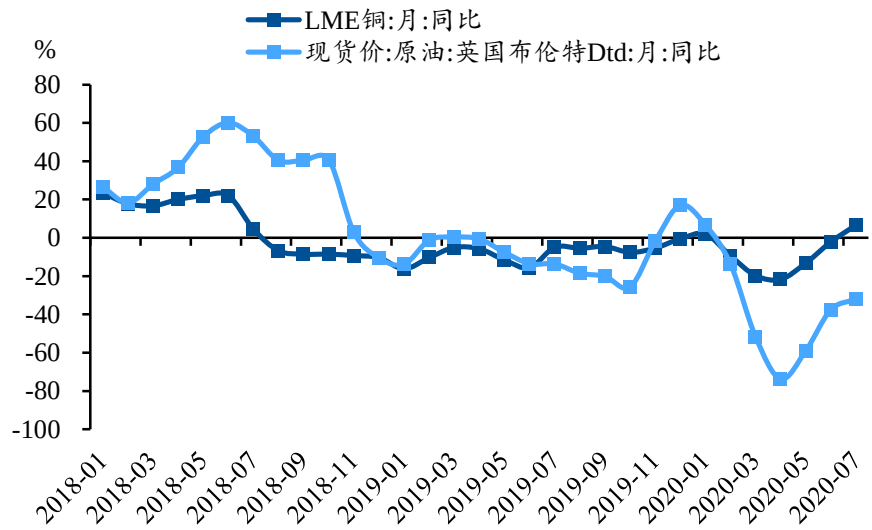
资料来源： Wind，民生证券研究院

1.2 从原材料价格看经济复苏状态

国内主导的商品价格仍有犹豫，全球相对更加坚决。根据价格主导因素来源，我们

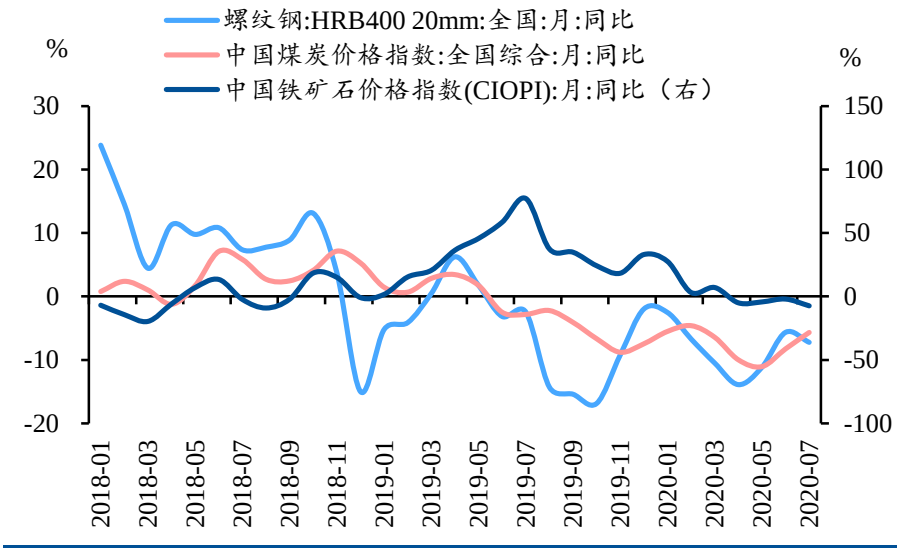
将煤炭、铁矿石和螺纹钢（建筑原材料）归为国内经济主导（工业生产和建筑投资需求），将铜和石油作为典型的全球经济主导。从今年走势来看，铜价和油价同时在 4 月触底后反弹，涨幅在 6 月底有所放缓，与欧美的疫情和经济走势较为一致（图 4）。煤炭价格表现较为平淡，长期表现可能会受到新能源的挑战，短期则受工业生产复苏放缓影响。再一次通过供给侧改革推高煤炭价格的可能性也不大。铁矿石和螺纹钢价格看基建强度，洪灾和雨季结束后基建可能会迎来上升趋势（图 5）。**疫情后的经济重建可能引发资源品争夺，国际大宗商品仍有空间。**

图 4：原油和铜价同比回升更加坚决



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：煤、铁矿石和螺纹钢价格持续震荡，下半年建筑可能发力



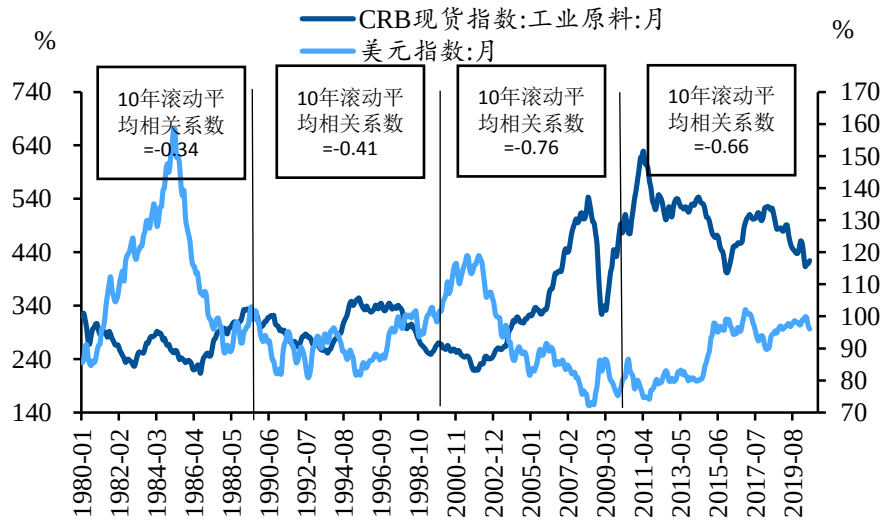
资料来源：Wind，民生证券研究院

1.3 美元贬值开启全球通胀预期复苏

美元作为国际大宗商品的结算货币，影响全球通胀预期。美元指数与 CRB 原材料价

格的相关系数稳定在-66%左右，意味着美元大幅贬值将大概率推动大宗商品价格上涨（图6）。新兴市场是大宗商品的出口国家，原材料价格上升对其基本面会有所改善，所以大宗商品和新兴市场信用债是美元贬值和负利率政策的最大受益者。虽然我国是新兴市场国家，但是**我国经济体量和国际供应链的地位决定了我国需要大量的资源品进口，至少在部分产业会存在输入型通胀压力**。中美关系不确定性使得人民币汇率短期有贬值压力，导致原材料价格对于我国来说更加昂贵。根据美元历史走势，在美国经济复苏初期，美元表现较为疲软；当美国经济接近扩张期时，美元才会开始走强。从当前发展来看，美国距离经济扩张期还有一定距离，美元贬值周期可能尚未结束。

图 6：美元贬值引发原材料价格通胀，人民币却未见显著升值



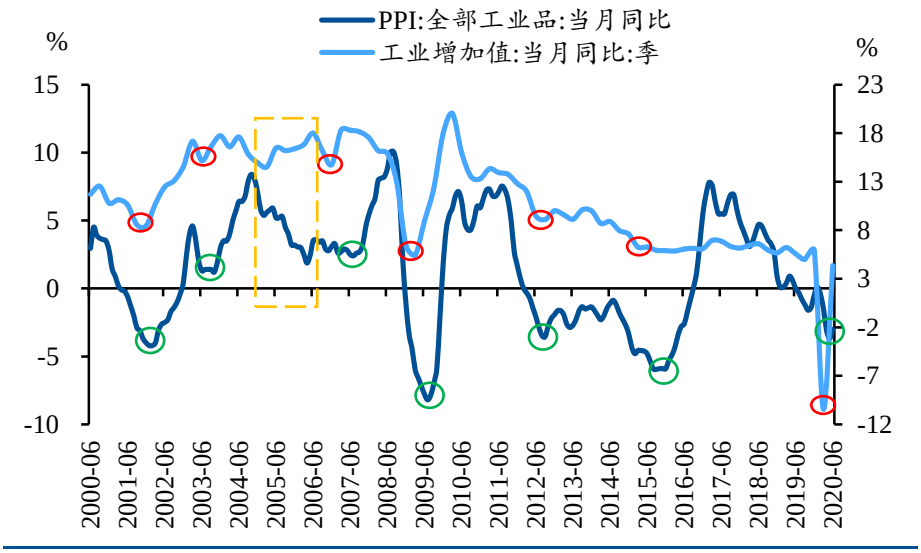
资料来源：Wind，民生证券研究院

二、价格反弹助推产业利润修复

2.1 工业企业利润修复有两大因素支撑

PPI 触底反弹。PPI 与工业企业利润增速较为同步，主要作用在营收改善。目前来看，4 月可能是全球经济最为困难的时刻。随着经济重启，6 月 PPI 反弹，表明价格回升的动能正在酝酿，对工业企业的营收改善起到支撑的作用。价格回升的强度取决于需求复苏的斜率。由于消费者的收入决定其支出能力，需求复苏是否钝化与劳动力市场是否持续回暖关系密切。另外，虽然近年来工业增加值波动显著下降，但是与 PPI 关系仍旧紧密，且具有一定的领先作用。如果需求复苏不足，生产难以为继，PPI 反弹可能有限（图 7）。

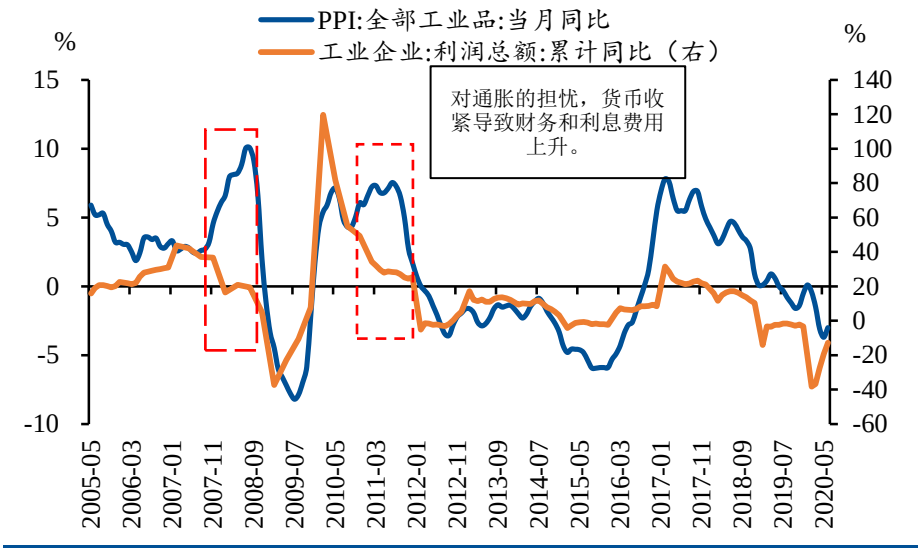
图 7：工业增加值代表实际量，生产反弹支撑 PPI 走高



资料来源：Wind，民生证券研究院

企业负担下降。2000 年后 PPI 与企业利润增速出现过两次明显背离，主要是因为货币转向。加息导致企业债务负担上升。值得注意的是，企业和居民部门的高债务会产生通缩压力，利息支出侵蚀投资空间。今年可能有企业债务高增的担忧，但是距离经济过热仍较远，货币政策不会迅速收紧（图 8）。今年财政政策分为两阶段：前期为企业减负，后期通过投资为企业增收。所以，宏观政策对企业利润修复具有支撑作用。

图 8：货币尚未收紧，企业债务负担下降有利于利润改善

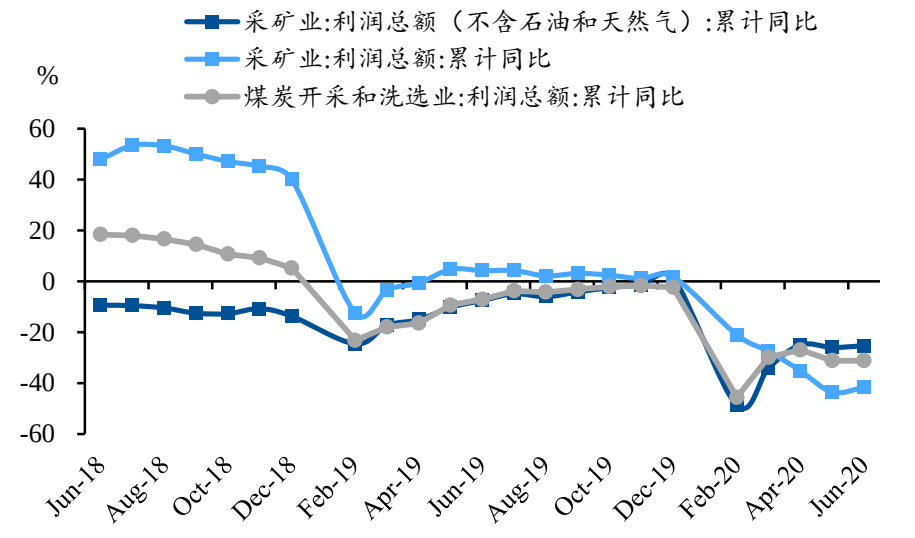


资料来源：Wind，民生证券研究院

2.2 上中下游均有各自利好因素

石油对上游采矿业利润的影响有所缓解。上游采矿业主要由煤炭开采、石油和天然气、黑色金属、有色金属以及非金属矿采选业组成。其中，2019 年煤炭开采的利润占比（54%）过半，对采矿业影响最大，其次是石油和天然气（30%）。截至 6 月份，上游采矿业利润同比增速已有小幅反弹，主要是前期拖累的石油和天然气开采利润终于迎来改善。不含石油的采矿业利润增速走势与煤炭行业基本一致（图 9）。煤炭价格指数和国际油价企稳反弹推动 6 月 PPI 采掘工业出现反弹，采矿业有望迎来利润的持续改善。

图 9：煤炭主导上游采矿业利润，石油是前期利润下滑的主因

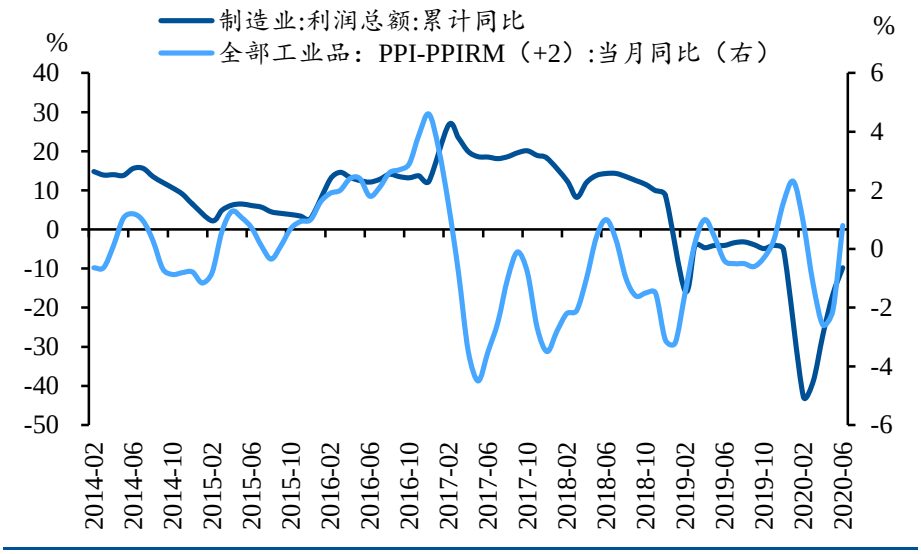


资料来源：Wind，民生证券研究院

中下游制造业受益于前期原材料价格下跌。疫情爆发初期，需求和生产双双按下暂停键。期间，原材料价格的跌幅更加显著。由于中下游客户粘性和行业竞争力度较高，中下

游的出厂价格和最终消费价格的弹性相对较低。一般情况下，从采购到加工出厂可能存在一个季度左右的时滞，前期低价采购的原材料有利于中下游企业利润改善。截至 6 月份，PPI-2 个月后置 PPIRM 与制造业企业利润均有回升趋势（图 10）。

图 10：前期原材料低价助推制造业利润反弹



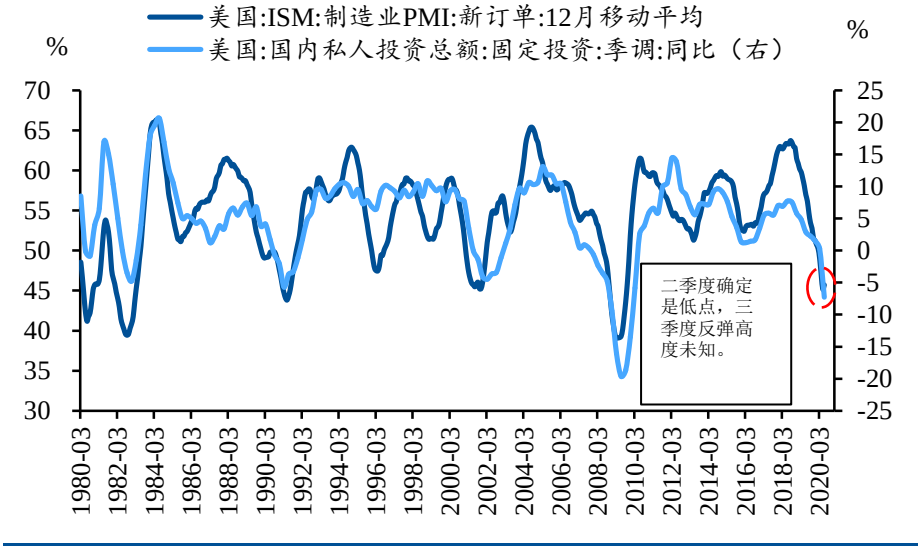
资料来源：Wind，民生证券研究院

三、投资与库存：需求拐点已现，强度仍旧未知

3.1 全球投资共振尚未来临，国内产能空间可能压制投资需求

疫情后全球投资能共振上升吗？投资要考虑需求和产能。需求方面，国内和国外的 PMI 新订单指标均已走过最差的时候，但是尚难以判断斜率。基于需求（PMI 新订单）是 PPI 和投资的源动力，新订单能否持续处于景气区间将决定投资回升强度（图 11）。如果新订单反弹仅是需求回补，失业率居高不下将会使得经济再次陷入困境，投资和 PPI 也会疲软。政府投资是促进三者有效循环的关键。全球各大经济体相继由纾困转向刺激经济复苏。

图 11：美国 PMI 新订单反弹，预计三季度投资有所改善



资料来源：Wind，民生证券研究院

国内方面，中观层面存在有两个负相关：（1）二季度产能利用率的环比回升量与二季度制造业投资环比回升量存在负相关（-0.42）：以汽车制造业为例，产能提升并不需要较强的投资，而医药制造业则相反；(2)6 月投资累计同比与产能空间存在负相关(-0.45)：以汽车和纺织为例，在产能尚有提升的空间下，投资绝对水平较弱（表 1）。**综合来看，在产能尚有空间的情况下，投资扩产意愿不强。**比较意外的是，化学原料制造业投资偏低，产能却接近疫情前水平，可能与下游纺织等需求偏弱有关。

表 1：产能回升越快，投资回升相对较慢，产能空间较高可能会限制投资水平

单位（%）	投资占比	二季度产能利用率环比回升量	二季度投资环比回升量	6月投资累计同比	产能利用率空间（距离去年四季度水平）
制造业	-	7.6	13.5	-11.7	5.7
食品制造业	3.0	9.0	16.5	-12.6	6.8
纺织业	3.6	5.5	14.7	-22.4	8.1
化学原料	7.2	4.7	16.6	-14.2	2.8
化纤制造业	0.7	5.3	2.3	-16.9	6.1
黑色加工	2.0	6.0	13.9	12.7	4.4
有色加工	2.6	7.2	3.0	-9.6	4.0
医药制造业	3.1	3.0	25.5	13.6	3.9
通用设备	6.8	7.7	14.1	-18.0	4.6
专用设备	6.4	6.9	14.4	-12.7	4.1
汽车	6.8	17.7	6.3	-20.9	10.5
电气机械	6.9	10.1	10.7	-17.1	5.7
计算机电子	6.7	7.5	19.6	9.4	5.5

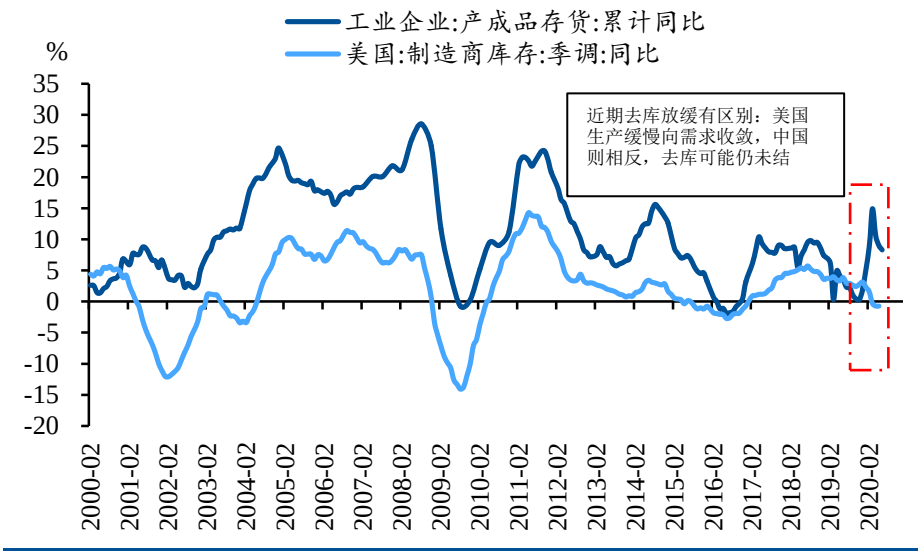
资料来源：Wind，民生证券研究院

如果全球同时走出疫情阴霾，各国重建经济的决心可能迎来一波投资共振。尽管欧盟对 PPI 的影响在欧债危机后逐渐淡化，欧洲经济重建也会对 PPI 反弹做出贡献。近年来，全球投资主要看中国、美国和印度。疫情结束后，美国和印度肯定要努力提升经济，未来可能将迎来一波全球投资共振的时期，PPI 或许会有不错的反弹。

3.2 中美库存同步性弱化，国内仍处去库阶段

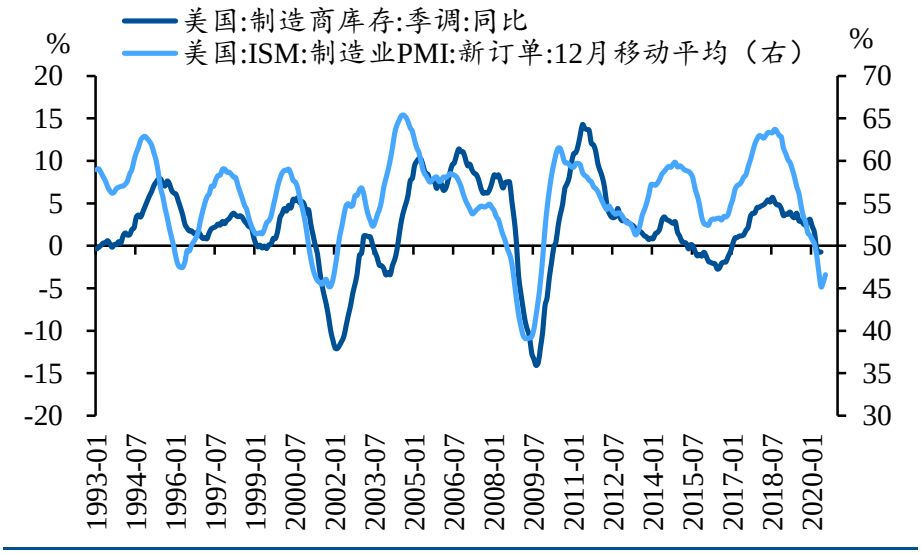
供给侧改革和疫情错位导致中美库存周期的同步性规律消失。中国的生产强于需求推动产成品库存先升后降；美国的需求强于生产导致库存持续下降（图 12）。7 月 PMI 新订单指数大幅反弹至 62.5%，5 月库存与 4 月持平，预示着美国去库存接近尾声（图 13）。中国也有相似的经验规律，PMI 新订单已经触底并连续三个月反弹。**这里有两点理由表明美国库存可能尚未见底，仍需一段时间。**（1）短短两个月的数据并不能说明趋势，经济重启后的前两个月数据会有“爆发性”反弹。6 月美国零售同比转正，5 月录得历史最大环比涨幅；（2）彭博日常活动指数显示美国经济活动陷入停滞，甚至略有下降，明显弱于其他发达国家（图 14）。

图 12：库存对中美经济的贡献不同，但是可能均未见底



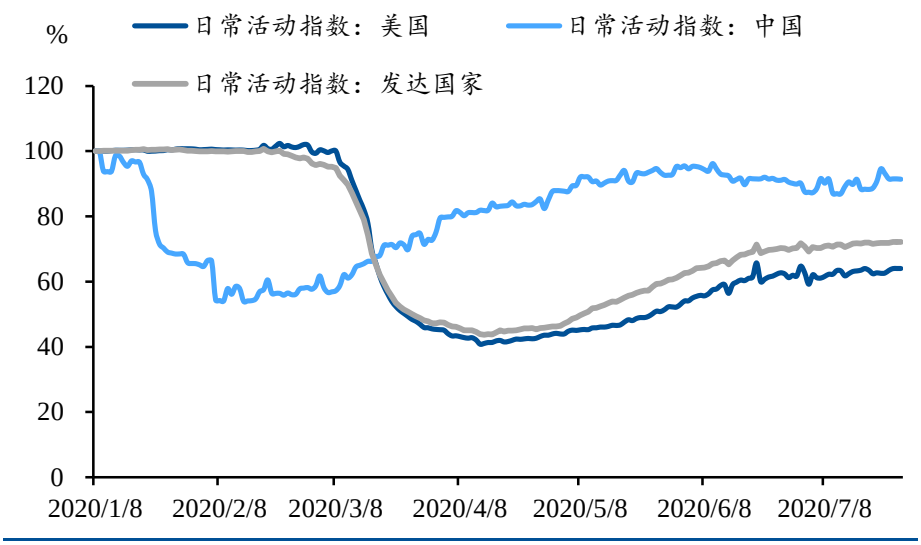
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 13：美国新订单底部领先库存底部约一到两个季度



资料来源：Wind，民生证券研究院

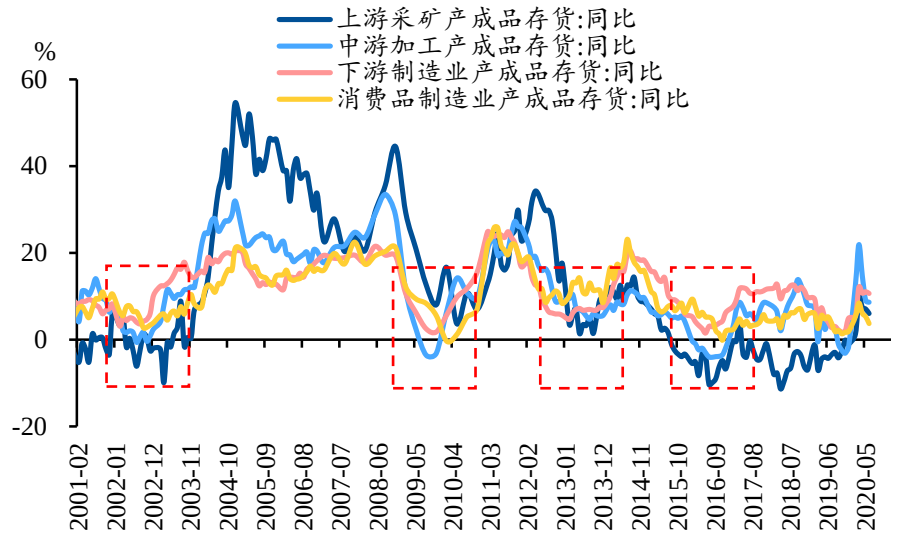
图 14：美国经济活跃度远远落后中国，甚至不及后开放的其他发达国家



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

国内大部分产业仍处于去库存阶段，中游去库速度较快，下游内部出现分化。截至 6 月份，28 个制造业部门中仅有 4 个产业库存上升，24 个产业库存出现不同程度下滑。毫无疑问，去库存仍未结束。我们将产业分为上游采矿业、中游加工业、下游制造业和消费品制造业 4 个类别，并对各个分类的库存增速求简单平均值，以便从中观层面观察目前库存状况。上游不仅去库较慢，而且绝对水平仍高于 2016 年高点；中游去库效率最为显著；消费品其次；下游制造业库存震荡下行（图 15）。下游库存的不同之处可能与基建和高技术产业有关：医药和电子产业景气热度较高；基建相关设备制造业需求有支撑。如果下游的补库趋势稳定，需求传导将引领中上游库存改善。

图 15：下游库存见底一般早于中上游，上游可能会受供给侧改革影响



资料来源：Wind，民生证券研究院

表 2：上游库存仍较高，中游去库较快

		2020-06	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2019-12	2019-11	2019-10	2019-09	2019-08	2019-07	2019-06
上游采矿	煤炭开采	5.3	7.0	9.9	15.0	1.2	-3.5	-4.5	-3.5	-6.6	-9.1	-10.8	-11.6
	石油开采	-6.5	-3.4	-5.5	-5.6	-0.3	-1.7	7.6	-2.7	-8.9	-1.3	0.1	4.3
	黑色采选	13.5	14.4	12.3	19.0	4.6	-3.4	-2.6	-1.6	-1.4	1.8	2.1	-2.8
	有色采选	11.8	10.2	13.0	11.4	-0.3	4.6	-1.0	-2.5	0.1	-3.2	-5.3	-7.2
中游加工	燃料加工	-1.4	0.0	3.8	18.5	19.7	-1.6	0.7	7.7	12.0	13.8	8.3	3.3
	木材加工	12.9	12.0	14.8	15.7	9.5	5.3	5.2	3.1	3.0	3.7	5.1	6.1
	造纸	0.6	6.2	9.3	15.7	0.9	-12.2	-14.9	-11.8	-8.9	-1.3	0.8	4.7
	化学原料	4.8	6.0	10.5	21.2	13.6	-0.5	-1.7	-1.6	-1.4	1.2	1.8	4.0
	化学纤维	17.1	4.2	9.3	23.8	15.9	-6.5	-10.4	-10.5	-5.1	10.8	10.3	11.1
	橡胶塑料	3.5	4.5	8.0	12.0	6.4	-0.8	-2.4	-2.9	-2.6	-2.4	-1.7	-0.9
	非金属	10.1	11.8	15.3	19.6	13.4	3.6	4.7	5.6	6.4	7.1	7.0	8.0
	黑色冶炼	12.3	16.1	28.4	46.5	31.9	-3.7	-5.0	-6.1	-2.1	1.0	0.7	-0.8
	有色冶炼	1.9	2.6	18.1	17.4	5.3	-5.2	-9.9	-6.2	-4.7	-2.6	-3.0	-0.1
	金属制品	14.3	17.6	19.4	25.1	17.2	5.6	6.2	8.2	5.9	6.5	7.0	7.7

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 3：部分消费品制造的库存已较低，部分下游制造业库存有补库迹象

		2020-06	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2019-12	2019-11	2019-10	2019-09	2019-08	2019-07	2019-06
消费品制造	农副食品	2.4	3.4	4.7	15.2	15.5	7.3	3.7	1.3	5.0	3.5	2.7	3.3
	食品制造	10.4	11.5	10.1	10.8	6.9	-0.3	2.6	-1.1	1.2	5.1	5.1	3.8
	酒饮料茶	3.3	6.3	5.0	9.5	11.5	8.2	7.9	7.9	6.0	7.7	5.2	6.0
	烟草制品	-27.9	-23.9	-15.7	-17.5	-24.7	-23.3	-17.8	-14.9	-13.5	-17.3	-2.7	6.2
	纺织业	11.8	12.2	13.6	17.2	8.4	2.9	4.2	6.3	7.3	8.5	10.1	11.8
	服装服饰	6.0	7.3	6.6	7.6	5.9	0.1	0.5	1.0	1.1	1.7	1.7	6.1
	皮革制品	7.9	11.1	10.4	10.3	10.2	7.4	2.8	0.9	3.6	2.5	6.0	4.9
	家具制造	9.3	9.3	11.2	9.7	6.6	4.0	5.2	2.2	-0.7	-0.1	1.6	1.8
	印刷业	9.2	10.5	8.2	14.5	5.7	5.7	2.2	3.2	5.5	0.7	1.1	1.1
	文体娱乐	4.6	5.2	6.8	7.1	7.2	6.8	5.8	6.6	5.6	6.2	6.9	7.4
下游制造	医药制造	12.5	13.0	12.7	12.7	7.2	8.7	10.6	11.1	13.4	15.0	14.7	14.2
	通用设备	8.0	8.4	8.1	10.2	3.4	3.3	2.9	3.0	2.7	2.7	4.3	6.2
	专用设备	12.7	10.7	11.3	14.8	10.1	8.1	7.3	7.9	7.9	10.5	10.4	12.2
	汽车	7.8	2.7	3.3	6.2	-1.2	6.5	-8.1	-10.2	-10.6	-7.8	-10.4	-5.7
	运输设备	8.0	10.0	10.2	11.1	5.7	1.1	-3.9	-2.0	-0.4	1.9	0.3	0.0
	电气机械	5.6	3.7	6.1	11.1	3.2	2.1	2.4	0.6	-1.6	-3.2	-4.4	-3.9
	通信电子	12.0	15.8	9.6	5.3	0.1	-0.3	-0.6	-0.6	0.4	0.6	5.1	6.9
	仪器仪表	18.5	24.0	24.3	25.3	15.8	10.1	5.2	4.1	6.0	4.6	2.0	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院

3.3 防御板块拥挤，中美投资逻辑相似

美股防御板块拥挤，与周期板块的相对占比处于极端水平。这里的防御板块包含标普 500 中的必选消费、IT、医疗保健、公用事业和电信业务；周期板块包含能源、可选消费、工业、金融、原材料和房地产。2 月底，疫情可能蔓延至美国的担忧让本已强壮的防御板块更加壮大。在短短三周内，防御板块总市值的占甩开周期板块达 10%之多。目前，两者的差值已经处于极端水平（图 16）。以科技公司为代表的防御板块的超买信号惹人注目。如果将亚马逊（Amazon，可选消费）加入到防御板块内，两者的差距将更加突出。

图 16：标普 500 市值占比极端分化，未来是否部分收敛？



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

中美股市的投资逻辑相似。中国的防御板块也可以成为趋势板块，代表未来产业和经济发展方向：消费升级和高端制造业。年初至 7 月 30 日，中信周期风格指数涨幅 12%，仅为中信消费（37%）和成长（37%）的三分之一；如果以 5 月为全球经济复苏起点，中信周期风格（19%）较消费（31%）和成长（27%）的涨幅差距有所收窄，不少是 7 月初的周期补涨贡献。中美周期的不同之处仍在于疫情防控的差距。美股的周期难起在于疫情带来的不确定性。国内可能是对实体经济回升强度的疑虑，或许是在等待社融、信贷拐点等信号。在当前周期仍有不确定因素的干扰下，代表未来趋势的板块可能更加吸引人，同时也难以证伪。**周期板块好比 GDP 波动项，围绕趋势板块的 GDP 趋势项上下波动。经历完这次经济大幅波动后，会否回归至 GDP 波动被熨平的历史有待观察。**

风险提示

地缘政治风险超预期、逆周期调节政策不及预期、新冠疫情超预期等。

插图目录

图 1：疫情特殊性导致三大生产资料价格同时反弹，复苏开启无疑 3
图 2：基建上中游价格已有反弹苗头，下游设备有望迎来拐点 4
图 3：化工链条价格传导越发同步，均有不同程度反弹 4
图 4：原油和铜价同比回升更加坚决 5
图 5：煤、铁矿石和螺纹钢价格持续震荡，下半年建筑可能发力 5
图 6：美元贬值引发原材料价格通胀，人民币却未见显著升值 6
图 7：工业增加值代表实际量，生产反弹支撑 PPI 走高 7
图 8：货币尚未收紧，企业债务负担下降有利于利润改善 8
图 9：煤炭主导上游采矿业利润，石油是前期利润下滑的主因 8
图 10：前期原材料低价助推制造业利润反弹 9
图 11：美国 PMI 新订单反弹，预计三季度投资有所改善 10
图 12：库存对中美经济的贡献不同，但是可能均未见底 12
图 13：美国新订单底部领先库存底部约一到两个季度 12
图 14：美国经济活跃度远远落后中国，甚至不及后开放的其他发达国家 13
图 15：下游库存见底一般早于中上游，上游可能会受供给侧改革影响 13
图 16：标普 500 市值占比极端分化，未来是否部分收敛？ 15

表格目录

表 1：产能回升越快，投资回升相对较慢，产能空间较高可能会限制投资水平 11
表 2：上游库存仍较高，中游去库较快 14
表 3：部分消费品制造的库存已较低，部分下游制造业库存有补库迹象 14

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊、媒体。

付万丛，民生证券研究院宏观组研究助理。美国雪城大学经济学博士。2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。