2020 年 6 月 21 日

宏观经济

下半年“三驾马车”怎么跑?

——宏观经济周度观察

投资周报

回顾 2020H1 经济指标的两大特点：(1) 疫情冲击下经济指标挖“深坑”；(2) 疫后重建经济指标分化。展望下半年，中国经济有望迎来二次加速。短期来看，导致当前经济修复速度放缓的两个主要原因是：(1) 海外季度级别衰退对出口的冲击正在兑现，5 月制造业工业生产增速仅回升 0.2 个百分点，而 4 月则是从-1.8%上升至 5%。(2) 前期库存高企，二季度面临去库存压力，4-5 月产销率均处于近年同期高位，去库存会制约生产修复的速度。可以乐观的一点是，6 月欧美经济或将明显扩张，待前期全球经济衰退对出口影响消退、库存去化压力充分消化后，中美欧等核心国家经济迎来共振式修复，下半年中国经济有望迎来二次加速。从三大需求来看：

海外经济衰退冲击兑现后，出口有望加速回暖。海外经济衰退对出口的冲击已经被市场充分预期，更为重要的是，在冲击兑现后，出口走势会如何。从 2009 年经验来看，2009Q1 中国经济已经触底回升，而出口还处于筑底过程中，随着欧美经济从 2009Q2 开始触底回升，出口增速从 2009Q3 开始触底回升，当前与 2009 年的一个相似之处在于，中国经济领先欧美等国家触底回升，因此，随着欧美国家经济重启，2020 年下半年出口有望加速回暖。同时，我们注意到 6 月以来的两个现象：(1) 6 月前 10 日韩国出口同比增长 20.2%，而 4-5 月韩国出口同比均出现 20%以上的降幅；(2) 截至 6 月 18 日，6 月 BDI 较 5 月已经上涨 203%，创历史最大涨幅。

基建投资单月增速可能保持两位数增长。2020 年 5 月基建投资单月增速已经回升至 10.9%，创 2018 年 3 月以来新高，我们预计后续基建投资增速可能进一步回升并保持两位数增长，原因在于：(1) 基建申报项目多，赶工需求会继续驱动基建投资增长。(2) 资金规模与效率提高。2020 年 1-5 月专项债主要投向基建，再加上赤字率的提升与特别国债的发行，困扰 2019 年基建投资的资金问题会得到改善。(3) 国内整体就业压力较大，但建筑业用工情况很好，5 月建筑业从业人员指数为 58.8%，达到 2013 年以来最高，用工端对基建项目施工的约束相对较小。

交房压力叠加货币政策宽松，即便调控政策不放松，房地产投资增速依然存在上升空间。虽然调控政策没有明显放松的迹象，但这不代表下半年地产投资增速有较大下行压力，主要原因在于：(1) 地产竣工回升速度明显慢于新开工，而前 5 月地产竣工仍是两位数降幅，交房压力下，赶工驱动施工强度提升的逻辑在下半年会得以延续。(2) 货币宽松的基调还没有逆转，房贷利率趋于下行，房地产需求可能不会太差。

制造业投资低位徘徊，等待补库存信号到来。从大方向来看，制造业投资与库存周期都受企业盈利以及终端需求驱动，制造业投资增速略滞后于库存周期，受疫情影响，一季度企业被动补库存，二季度企业面临去库存压力，因此短期制造业投资可能仍然相对疲弱。往后看，考虑到疫情对盈利、外需、企业资本开支意愿的冲击需要时间恢复，补库存的到来还需要时间，制造业投资增速修复速度可能继续放缓并且较长一段时间在低位徘徊。

在不出现国内疫情大面积二次爆发的情况下，消费存在修复空间，主要在于以下四个方面：(1) 餐饮与限额以下商品零售离正常水平还有较大差距，未来存在较大补偿式修复空间。(2) 消费刺激政策推动下，汽车消费存在增量需求。(3) 货币宽松、地产竣工周期向上叠加旧改，家电、家具、建材等地产链相关消费受益。(4) 5G 手机换购或拉升通讯器材零售增速。

- **风险提示：海外疫情二次爆发；政策落实不及预期**

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280520050003

相关报告

宏观报告：一季度经济数据的三个细节 2020-4-19

宏观报告：疫情下的新兴市场潜在风险 2020-4-12

宏观报告：如何用高频数据跟踪美国经济衰退 2020-4-5

宏观报告：特别时期的扩内需 2020-3-29

宏观报告：如何理解当前形势下的消费 2020-3-21

宏观报告：以内需补外需，基建投资是首选 2020-3-8

宏观报告：国内政策力度加大，海外疫情引发避险情绪 2020-02-23

宏观报告：疫情推动“强美元” 2020-2-16

宏观报告：产成品周转天数高增之谜 2019-12-22

目 录

1、 下半年“三驾马车”怎么跑？ 3
2、 海外经济与市场流动性观察 9
3、 国内高频数据观察 10
3.1、 生产指标涨跌互现 10
3.2、 商品房销量同比回落 11
3.3、 猪肉价格上涨 11
3.4、 央行重启 14 天逆回购维护半年末流动性平稳 12
3.5、 美元指数上涨，人民币汇率贬值 13

图表目录

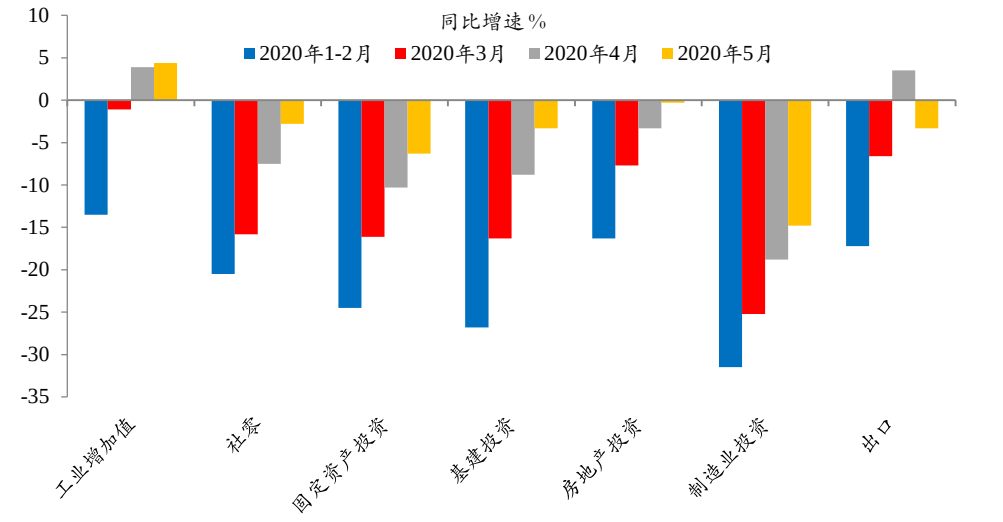
图 1: 2020 年 1-5 月主要经济数据变化 3
图 2: 新出口订单指数同比回落 4
图 3: 6 月以来 BDI 超季节性上涨 4
图 4: 花旗 G10 经济意外指数触底回升 5
图 5: 2009 年中国经济领先欧美触底回升 5
图 6: 基建投资单月增速达到两位数 6
图 7: 房地产投资单月增速已经回升至疫情前的正常水平 6
图 8: 地产竣工回升速度明显慢于新开工 7
图 9: 制造业投资增速略滞后于库存周期 7
图 10: 限额以上企业商品零售增速已经基本恢复正常，但餐饮与限额以下企业商品零售仍相对疲弱 8
图 11: 汽车消费回升阶段，整体消费增速中枢不会出现系统性下降 8
图 12: 货币宽松基调不变的情况下，房贷利率趋于下行 9
图 13: 美国 ECRI 领先指标增长年率继续回升 9
图 14: 纽约联储每周经济指数回落 9
图 15: TED 利差先降后升 10
图 16: VIX 回落 10
图 17: 铜金比下降 10
图 18: 美国高收益债利差回落 10
图 19: 发电耗煤量回升 11
图 20: 商品房销量同比回落 11
图 21: 猪肉价格上涨 12
图 22: WTI 原油期货价上涨 12
图 23: 货币市场利率上涨 13
图 24: 美元指数上涨 14
图 25: 人民币汇率贬值 14

表 1: 央行公开市场操作（2020.6.15-2020.6.19） 13

1、 下半年“三驾马车”怎么跑?

回顾 2020H1 经济指标的两大特点:(1) 疫情冲击下经济指标挖“深坑”;(2) 疫后重建经济指标分化。疫情导致经济按下“暂停键”,一季度 GDP 出现负增长,工业、消费、投资等数据在 2 月创下金融危机以来新低,与历史上其它衰退不同,疫情对经济的杀伤又快又狠,经济衰退在 1 个月左右便已经完成。随着国内疫情好转以及复工复产推动,3 月以来经济数据进入修复期,然而,受中国与海外在疫情和复工节奏上错位、疫情对各行业冲击各异、政策刺激方向等因素影响,经济指标之间修复进程出现分化,例如,工业生产、基建与房地产投资单月增速距离疫情前正常水平已经不远,而社零、制造业投资、出口仍是负增长。同时,经济指标内部之间也存在分化,例如,当前限额以上商品零售增速基本接近疫情前的正常水平,5 月限额以上商品零售增速达到 2.5%,拖累整体社零增速的主要是餐饮与限额以下商品零售,5 月餐饮与限额以下商品零售增速分别只有-18.9%、-2.4%;防疫物资与 ICT 产品出口表现远好于劳动密集型产品。

图1: 2020 年 1-5 月主要经济数据变化



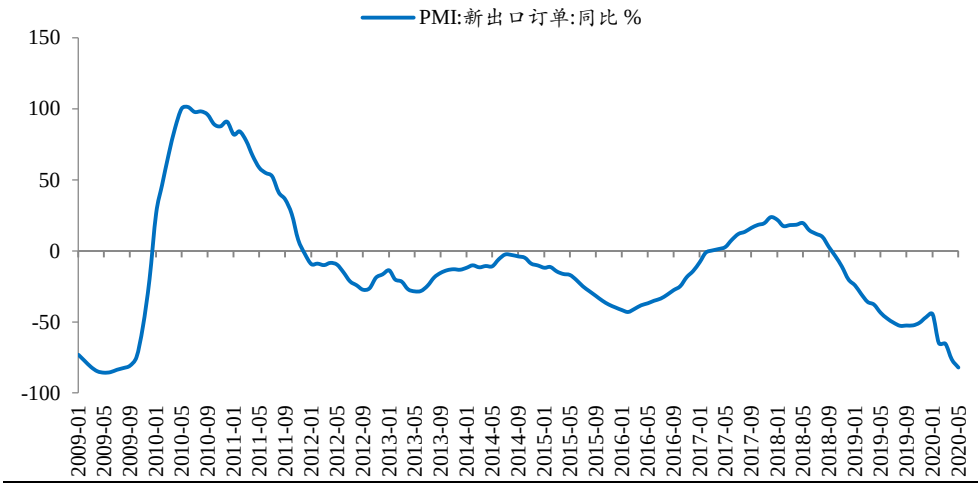
资料来源:Wind,新时代证券研究所

展望下半年,中国经济有望迎来二次加速。短期来看,导致当前经济修复速度放缓的两个主要原因是:(1) 海外季度级别衰退对出口的冲击正在兑现,统计局指出“5 月工业出口交货值由增转降,同比下降 1.4%,部分出口占比较高的行业出口交货值下降 10%以上”,受此影响,5 月制造业工业生产增速仅回升 0.2 个百分点,而 4 月则是从-1.8%上升至 5%。(2) 前期库存高企,二季度面临去库存压力,4-5 月产销率均处于近年同期高位,生产回升速度弱于需求,去库存会制约生产修复的速度。可以乐观的一点是,6 月欧美经济或将明显扩张,待前期全球经济衰退对出口影响消退、库存去化压力充分消化后,中美欧等核心国家经济迎来共振式修复,下半年中国经济有望迎来二次加速。从三大需求来看:

海外经济衰退冲击兑现后,出口有望加速回暖。目前来看,海外经济衰退是季度级别的,3-4 月是衰退加深的过程,5 月边际好转但仍处于衰退中,PMI 新出口订单处于历史极低水平,同时,随着核心国家供给能力恢复,防疫物资出口高增速的现象也难以持续,部分 ICT 产品出口需求也将继续减弱,因此,短期出口增速仍然存在继续回落的压力。不过,海外经济衰退对出口的冲击已经被市场充分预期,更为重要的是,在冲击兑现后,出口走势会如何。从 2009 年经验来看,2009Q1 中

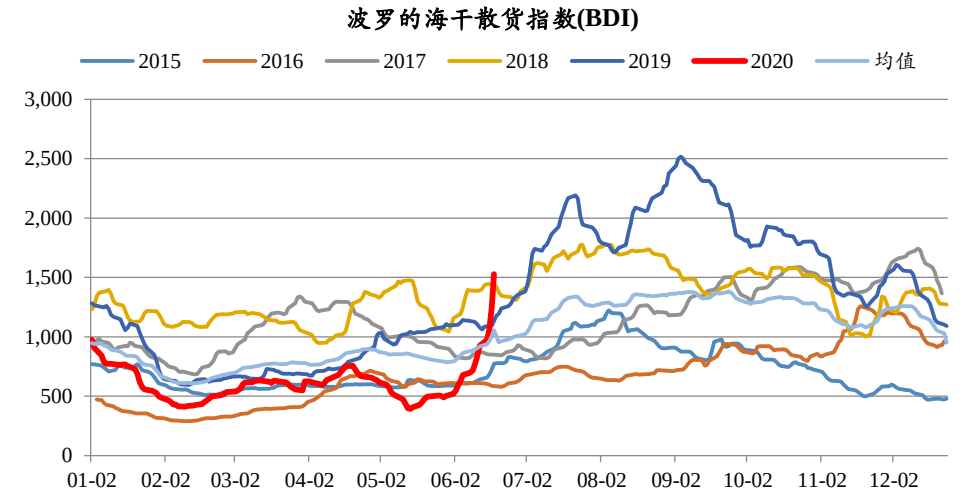
国经济已经触底回升，而出口还处于筑底过程中，随着欧美经济从 2009Q2 开始触底回升，出口增速从 2009Q3 开始触底回升，当前与 2009 年的一个相似之处在于，中国经济领先欧美等国家触底回升，因此，随着欧美国家经济重启，2020 年下半年出口有望加速回暖。同时，我们注意到 6 月以来的两个现象：（1）6 月前 10 日韩国出口同比增长 20.2%，而 4-5 月韩国出口同比均出现 20%以上的降幅；（2）截至 6 月 18 日，6 月 BDI 较 5 月已经上涨 203%，创历史最大涨幅。以上两个现象表明，全球贸易活动至暗时刻可能正在过去。

图2： 新出口订单指数同比回落



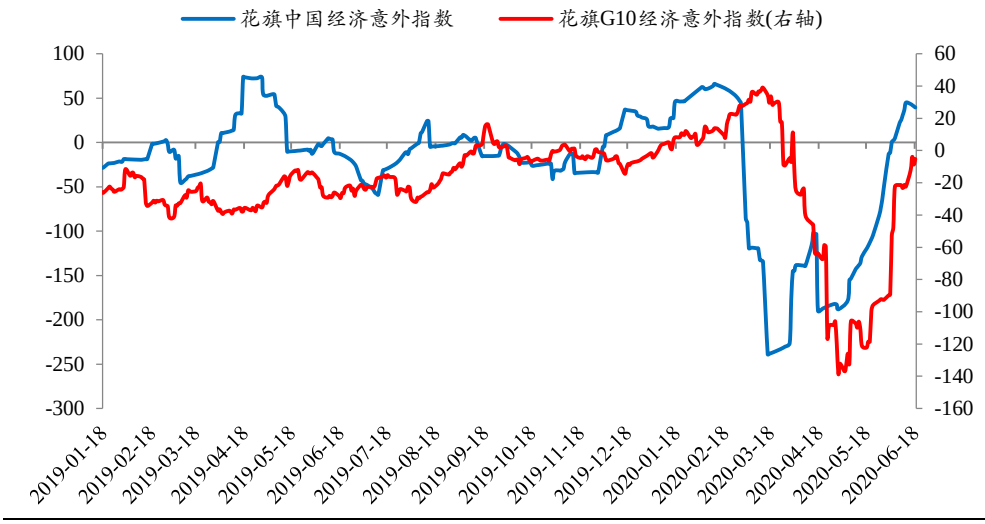
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 6 月以来 BDI 超季节性上涨



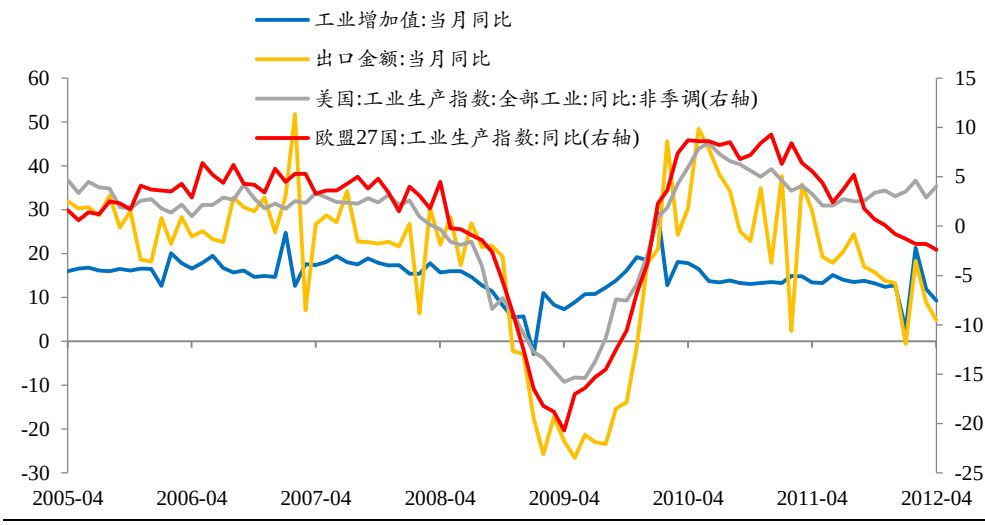
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 花旗 G10 经济意外指数触底回升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

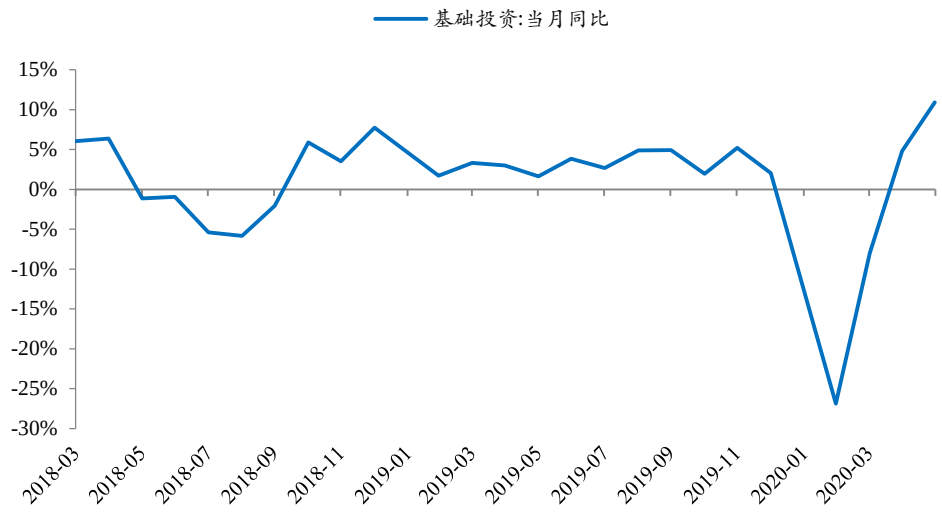
图5： 2009 年中国经济领先欧美触底回升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

基建投资单月增速可能保持两位数增长。2020 年 5 月基建投资单月增速已经回升至 10.9%，创 2018 年 3 月以来新高，我们预计后续基建投资增速可能进一步回升并保持两位数增长，原因在于：（1）基建申报项目多，赶工需求会继续驱动基建投资增长。（2）资金规模与效率提高。2020 年 1-5 月，地方专项债发行 2.25 万亿元，远高于 2019 年同期的 0.97 万亿元。而 2019 年基建投资不温不火的一个原因是专项债主要用于土储与棚改，用于基建的比例很小，2020 年 1-5 月专项债主要投向基建，此外二季度新下达的专项债额度还增加了城镇老旧小区改造这一资金投向，并鼓励用于新型基础设施、医疗等市政设施项目投资，再加上赤字率的提升与特别国债的发行，困扰 2019 年基建投资的资金问题会得到改善。（3）国内整体就业压力较大，但建筑业用工情况很好，5 月建筑业从业人员指数为 58.8%，达到 2013 年以来最高，用工端对基建项目施工的约束相对较小。

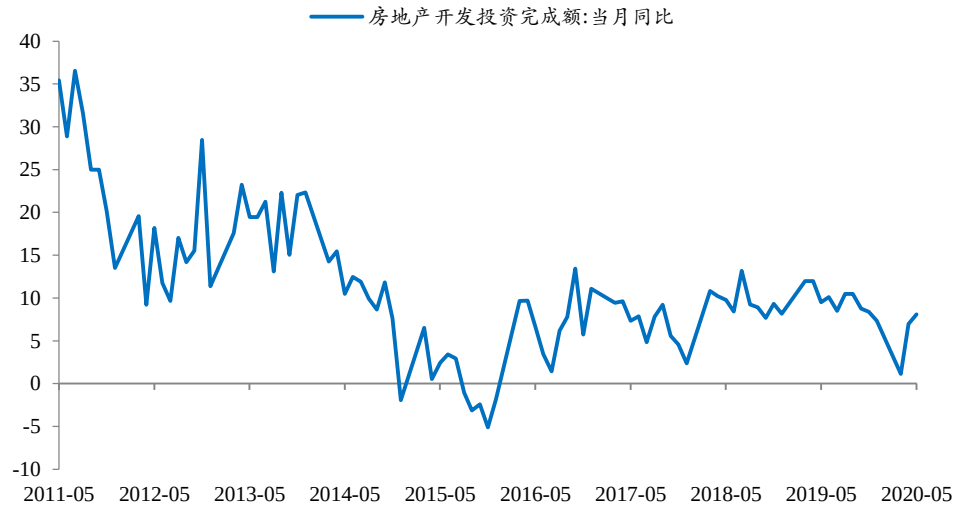
图6： 基建投资单月增速达到两位数



资料来源：Wind，新时代证券研究所

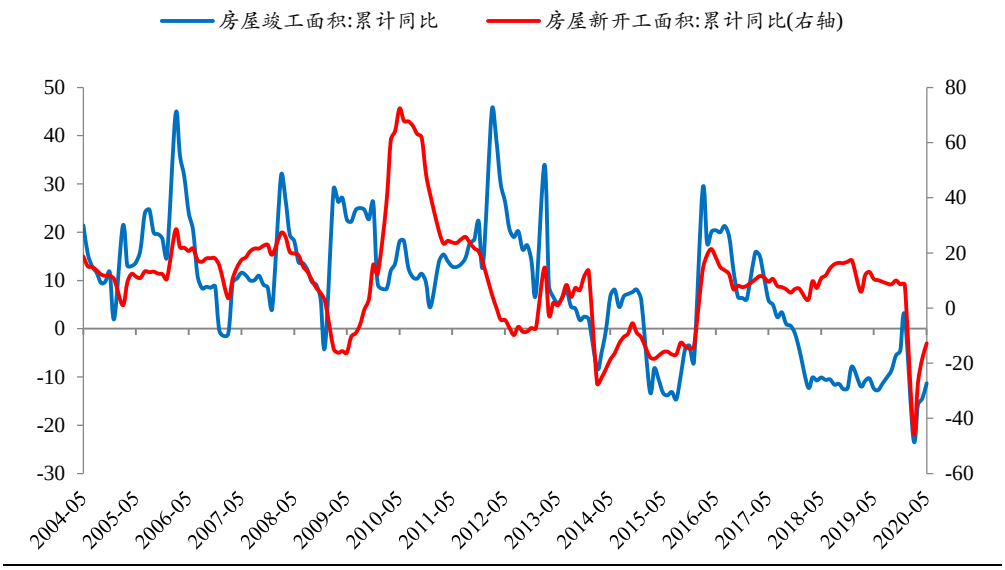
交房压力叠加货币政策宽松，即便调控政策不放松，房地产投资增速依然存在上升空间。5 月房地产投资单月增速回升至 8.1%，已经回归至疫情前的正常水平，虽然调控政策没有明显放松的迹象，但这不代表下半年地产投资增速有较大下行压力，主要原因在于：（1）地产竣工回升速度明显慢于新开工，而前 5 月地产竣工仍是两位数降幅，交房压力下，赶工驱动施工强度提升的逻辑在下半年会得以延续。（2）货币宽松下加速房地产需求回暖。货币宽松下，首套房贷款利率连续 6 个月出现下降，与复工形成合力，加速了房地产需求回暖，5 月商品房销售面积单月同比增速从-2.1%上升至 9.6%。由于货币宽松的基调还没有逆转，房贷利率趋于下行，房地产需求可能不会太差。

图7： 房地产投资单月增速已经回升至疫情前的正常水平



资料来源：Wind，新时代证券研究所

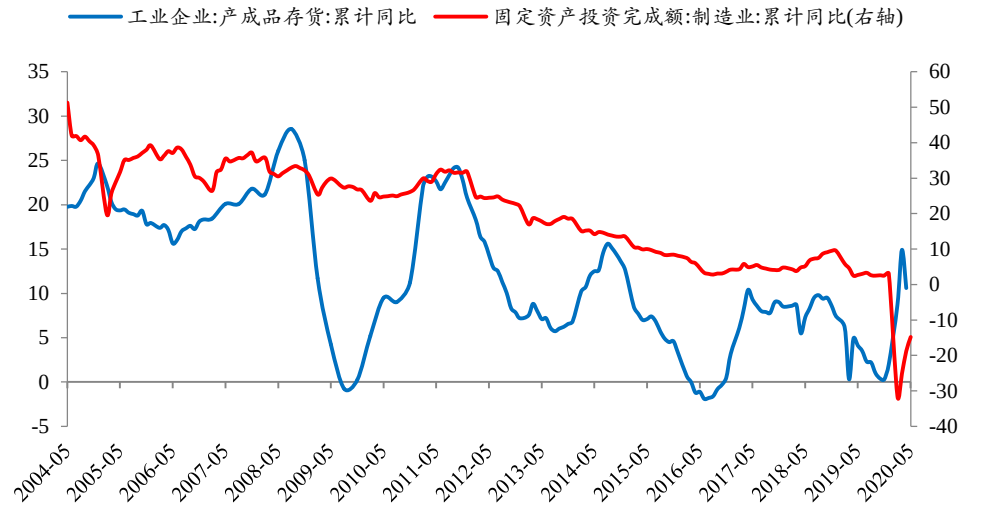
图8： 地产竣工回升速度明显慢于新开工



资料来源：Wind，新时代证券研究所

制造业投资低位徘徊，等待补库存信号到来。5 月制造业投资单月增速为-5.3%，和基建、房地产投资相比，制造业投资明显偏弱，这也与 4-5 月建筑业 PMI 强于制造业 PMI 相印证。从大方向来看，制造业投资与库存周期都受企业盈利以及终端需求驱动，制造业投资增速略滞后于库存周期，受疫情影响，一季度企业被动补库存，二季度企业面临去库存压力，因此短期制造业投资可能仍然相对疲弱。往后看，考虑到疫情对盈利、外需、企业资本开支意愿的冲击需要时间恢复，补库存的到来还需要时间，制造业投资增速修复速度可能继续放缓并且较长一段时间在低位徘徊。

图9： 制造业投资增速略滞后于库存周期

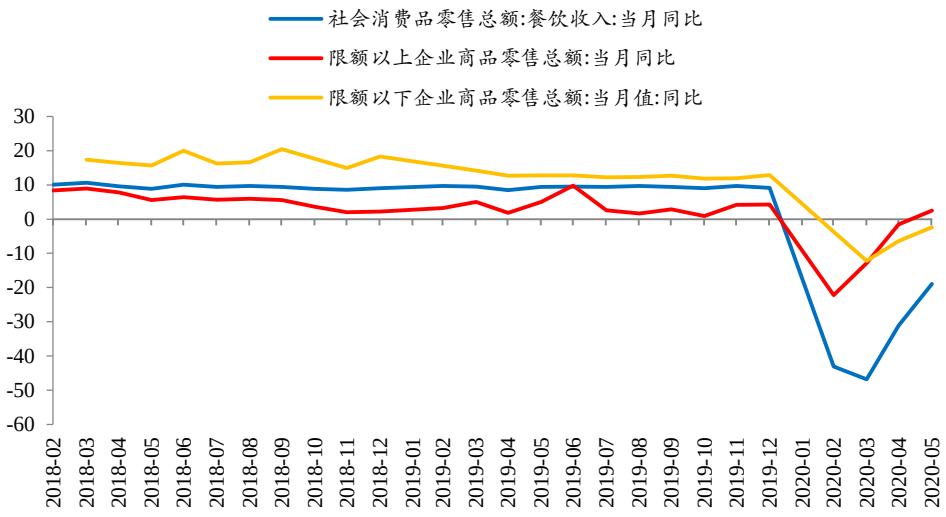


资料来源：Wind，新时代证券研究所

在不出现国内疫情大面积二次爆发的情况下，消费存在修复空间，主要在于以下四个方面：（1）餐饮与限额以下商品零售存在较大补偿式修复空间。经过最近几个月的修复，虽然整体社零增速离正常值还有 10 个百分点左右的距离，但当前限额以上商品零售增速基本接近疫情前的正常水平，5 月限额以上商品零售增速达到

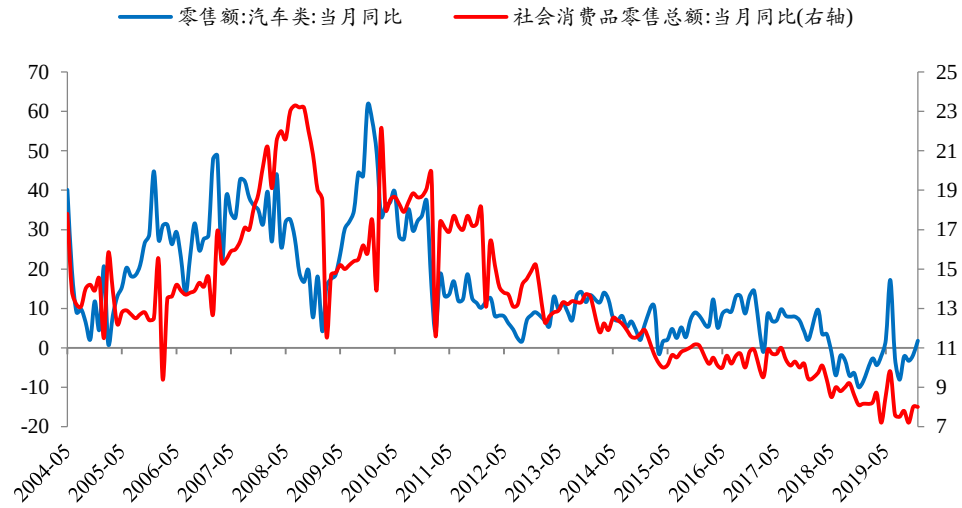
2.5%，在限额以上单位商品零售类值中，近八成商品实现同比增长，大多数商品零售比 4 月份好转。拖累整体社零增速的主要是餐饮与限额以下商品零售，5 月餐饮与限额以下商品零售增速分别只有-18.9%、-2.4%，在不出现国内疫情大面积二次爆发的情况下，随着消费者恐慌心理的逐渐退去，未来这两部分消费仍有补偿式修复空间。**（2）消费刺激政策推动下，汽车消费存在增量需求。**驱动汽车消费的不仅仅是补偿式需求，受疫情影响，各地大规模出台刺激汽车消费政策，加上行业景气度本身也处于触底回升阶段，汽车消费存在增量需求。历史经验表明，在汽车消费回升阶段，整体消费增速中枢不会出现系统性下降。**（3）货币宽松、地产竣工周期向上叠加旧改，家电、家具、建材等地产链相关消费受益。（4）5G 手机换购或拉升通讯器材零售增速。**

图10： 限额以上企业商品零售增速已经基本恢复正常，但餐饮与限额以下企业商品零售仍相对疲弱



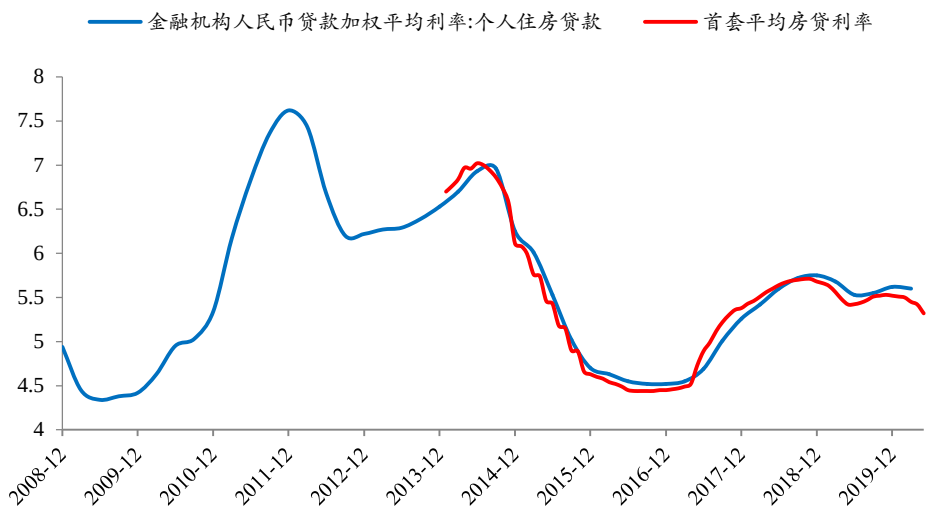
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 汽车消费回升阶段，整体消费增速中枢不会出现系统性下降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： 货币宽松基调不变的情况下，房贷利率趋于下行



资料来源：Wind，新时代证券研究所

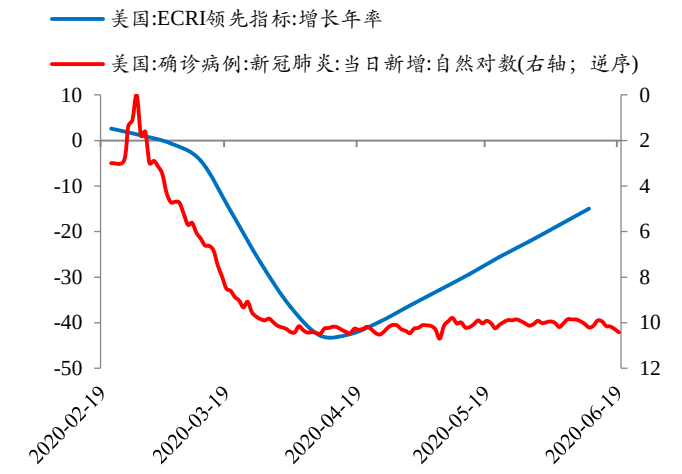
2、 海外经济与市场流动性观察

截至 6 月 19 日当周，美国 ECRI 领先指标增长年率为-15.0%，降幅较前值（-18.6%）继续收窄；纽约联储每周经济指数（WEI）为-8.4%，前值上修至-9.2%。美国 6 月 13 日当周初次申请失业金人数为 150.8 万人，预期 130 万人，连续八周下降，但仍高于疫情前水平约六倍。

美国 5 月零售总额季调环比增长 17.8%， 5 月核心零售总额季调环比增长 10.8%，零售额均相较前一月大幅反弹，但同比仍处于收缩中。美国房地产市场继续强劲回复。美国 6 月 NAHB 房产市场指数录得 58，高于预期的 45。美国 5 月新开工私人住宅 89.3 千套，较上月有所回升。6 月以来，美国 30 年期抵押贷款固定利率维持在低位，上周降至 3.13%，为有记录以来的最低值。

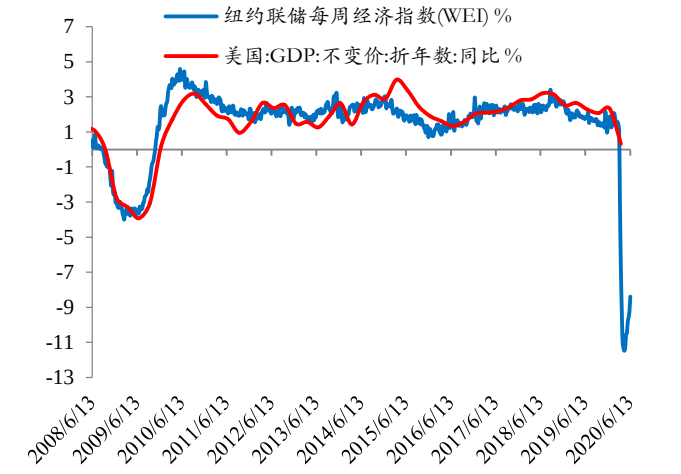
上周美国金融市场流动性压力和恐慌情绪略有缓解，VIX 于小幅回落至 35.1，Ted 利差先降后升。美国信用风险随之下降，高收益企业债利差从 6.3%回落至 6.0%。

图13： 美国 ECRI 领先指标增长年率继续回升



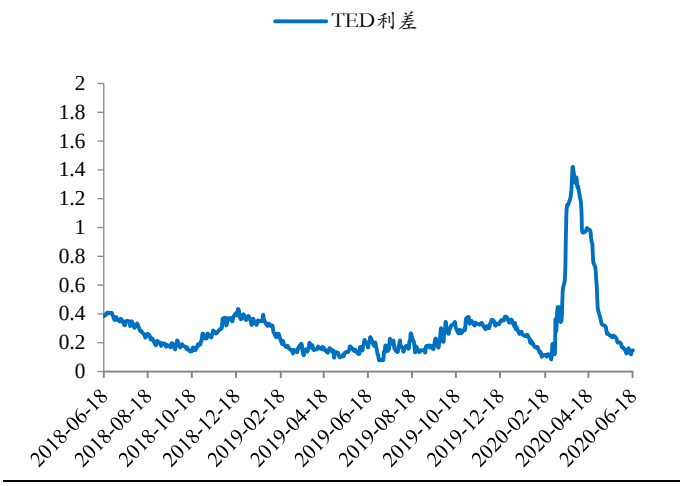
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图14： 纽约联储每周经济指数回落



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图15： TED 利差先降后升



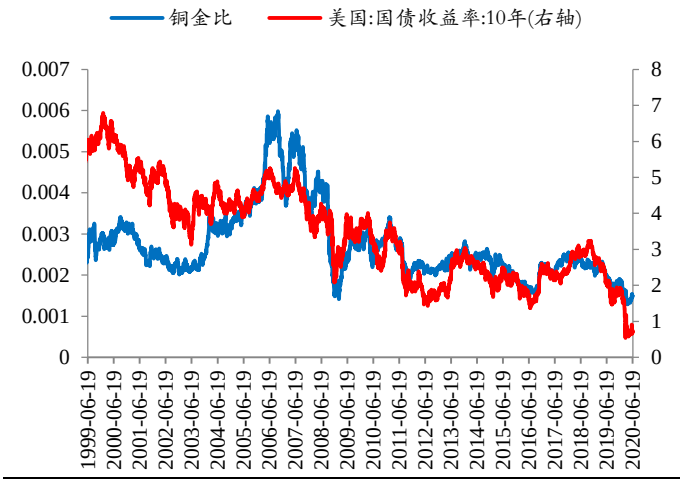
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图16： VIX 回落



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图17： 铜金比下降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图18： 美国高收益债利差回落



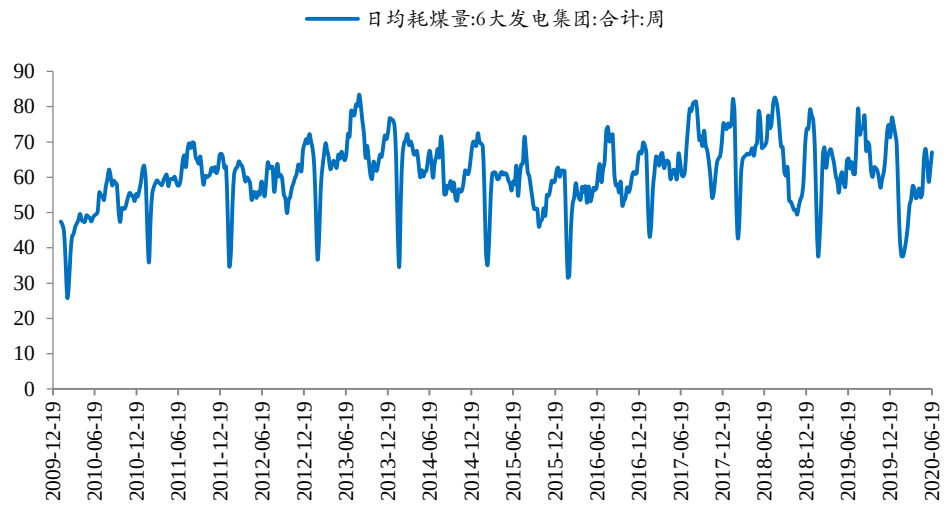
资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、 国内高频数据观察

3.1、 生产指标涨跌互现

上周，高炉开工率回落 1%至 70.03%，可能受近期部分地区降雨影响；6 大发电集团日均耗煤量上升 7.4%至 67.06 万吨；焦化企业开工率回升 0.7%至 72.77%；汽车全钢胎与半钢胎开工率分别回升 18.8%、10.6%。

图19： 发电耗煤量回升

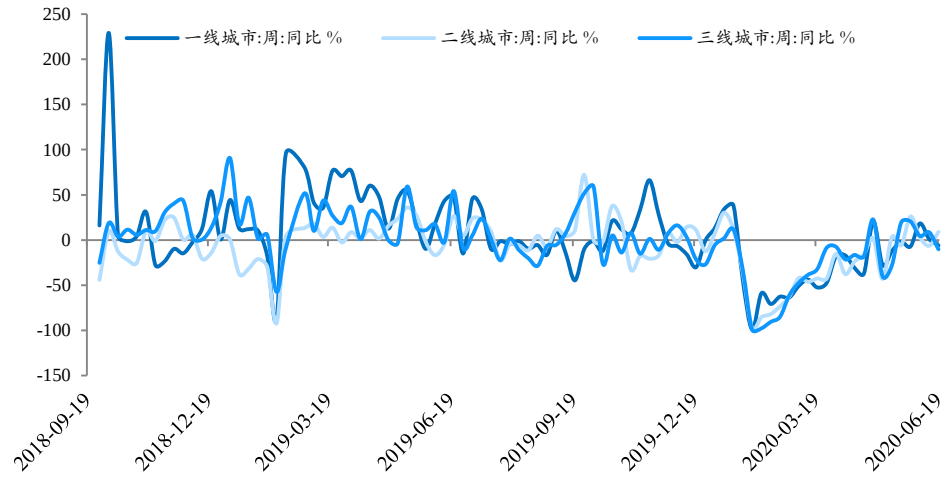


资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.2、 商品房销量同比回落

上周，30 大中城市商品房日均销售面积从 52.04 万平米上升至 55.64 万平米。30 大中城市商品房销售面积同比增速从-0.2%回落至-0.6%，其中，一、三线城市商品房销售面积同比分别回落至-6%、10%，二线城市商品房销售面积同比回升至 9%。

图20： 商品房销量同比回落

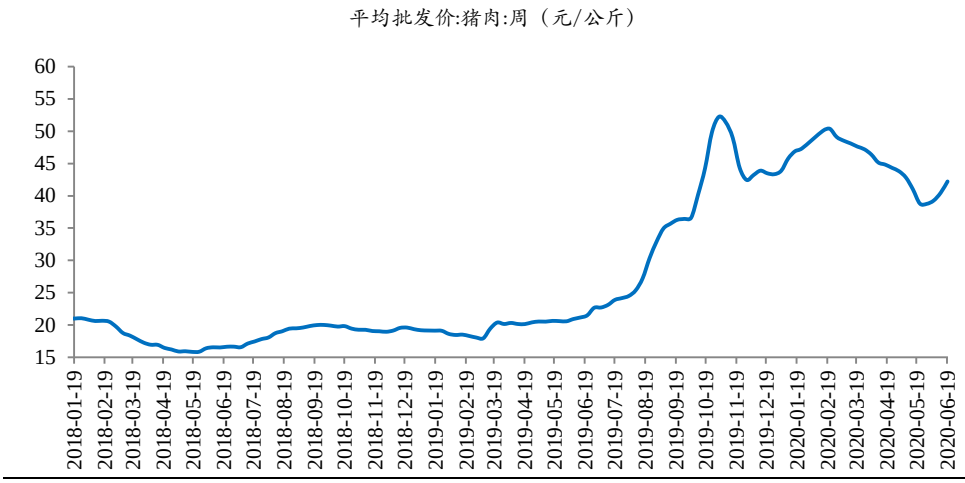


资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.3、 猪肉价格上涨

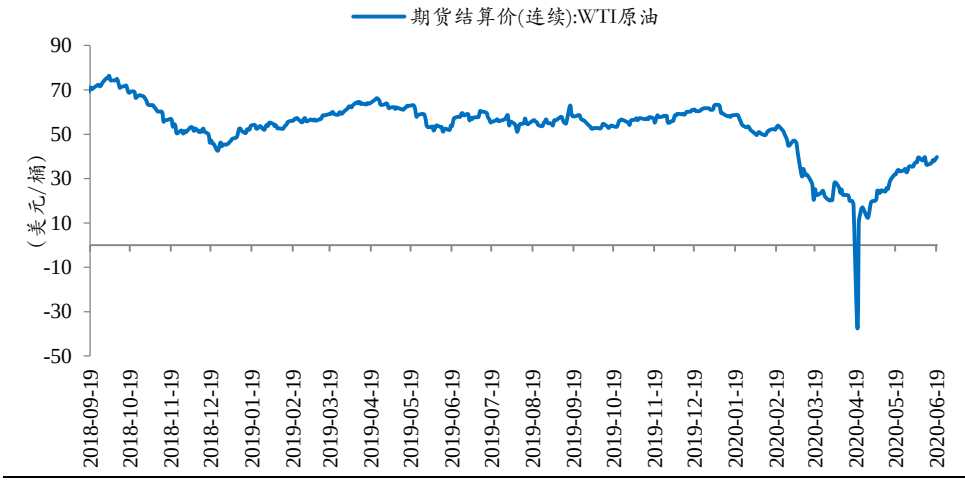
上周，28 种重点监测蔬菜价格上涨 4.7%，涨幅较前值（-0.1%）回升。7 种重点监测水果价格下跌 5.5%，跌幅较前值（-2.3%）扩大。受猪肉消费需求回升影响，猪肉批发价一周上涨 4.3%，涨幅前值（3%）回升，连续 3 周上涨。在 OPEC+联合部长级监督委员会（JMMC）上，5 月履约率较低的伊拉克和哈萨克斯坦承诺将进一步减产以弥补减产缺口原油价格上涨，其中，WTI 原油与布油价格分别上涨 9.6%、8.9%。

图21： 猪肉价格上涨



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图22： WTI 原油期货价上涨



资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.4、 央行重启 14 天逆回购维护半年末流动性平稳

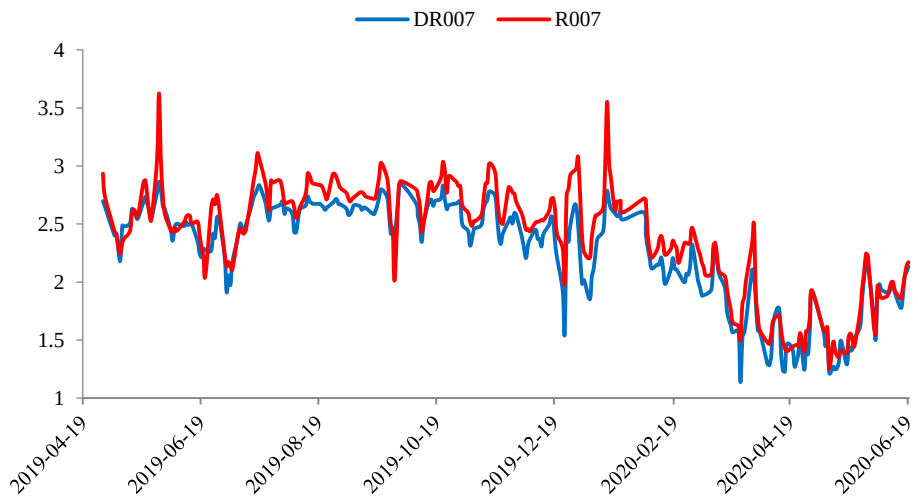
上周，为维护半年末流动性平稳，央行重启 14 天逆回购操作并下调利率 20BP，由于上次央行投放 14 天逆回购还是 2 月 10 日，本次下调 14 天逆回购利率属于对之前 7 天逆回购降息的“补降”。货币市场利率上涨，DR007、R007 一周分别上升 22BP、24BP。

表1： 央行公开市场操作（2020.6.15-2020.6.19）

日期	央行公告
2020 年 6 月 15 日	2020 年 6 月 15 日，为维护银行体系流动性合理充裕，人民银行开展 2000 亿元中期借贷便利（MLF）操作，充分满足了金融机构需求。今日无逆回购操作。
2020 年 6 月 16 日	目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，2020 年 6 月 16 日不开展逆回购操作。
2020 年 6 月 17 日	目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，2020 年 6 月 17 日不开展逆回购操作。
2020 年 6 月 18 日	为维护半年末流动性平稳,2020 年 6 月 18 日人民银行以利率招标方式开展了 1200 亿元逆回购操作。
2020 年 6 月 19 日	为维护半年末流动性平稳,2020 年 6 月 19 日人民银行以利率招标方式开展了 1800 亿元逆回购操作。

资料来源：中国人民银行，新时代证券研究所

图23： 货币市场利率上涨

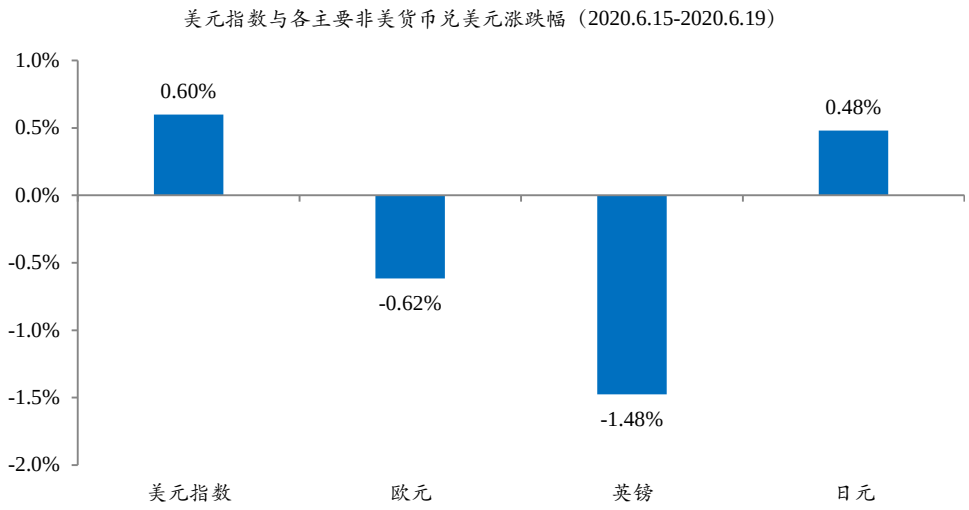


资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.5、 美元指数上涨，人民币汇率贬值

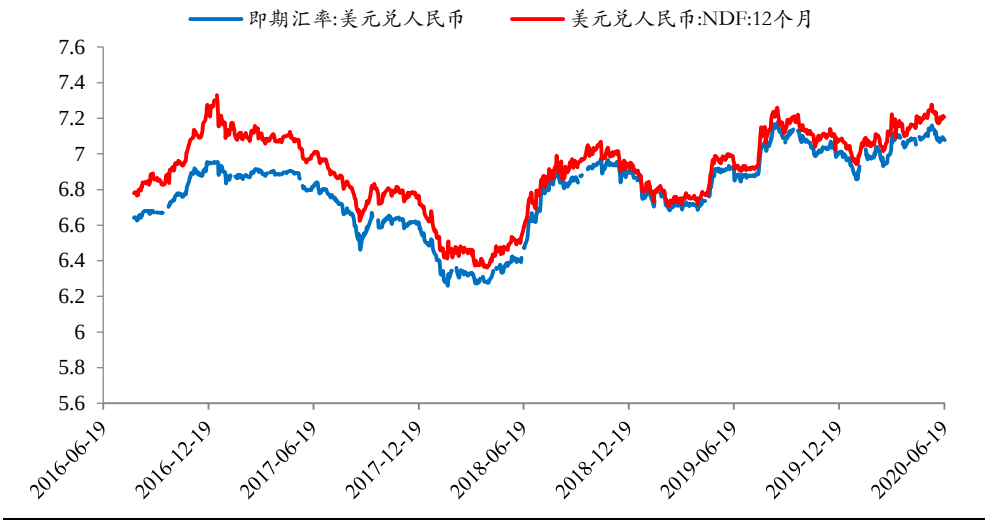
上周，受美国零售数据、纽约联储制造业指数、费城联储制造业指数超预期以及欧盟峰会上未对复苏基金达成共识等因素影响，美元指数回升 0.6%至 97.68，非美货币方面，英镑、欧元兑美元分别贬值 1.5%、0.6%，日元兑美元升值 0.5%。受美元指数上涨影响，人民币兑美元即期汇率一周贬值 0.05%。

图24： 美元指数上涨



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图25： 人民币汇率贬值



资料来源：Wind，新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

潘向东，首席经济学家，中国财政学会第九届理事会常务理事，“财经改革发展智库”专家委员会委员，中国证券业协会分析师专业委员会委员，中国首席经济学家理事会理事。曾任光大集团和国家开发银行特约研究员，《经济研究》和《世界经济》的审稿专家。历任中信建投证券首席宏观分析师、光大证券研究所副所长、光大证券首席经济学家、中国银河证券首席经济学家兼研究所所长。先后在《经济研究》和《世界经济》等学术杂志发表过数篇论文。先后主持或参加过国家社科重点项目、国家社科基金、国家自然科学基金、博士点基金、博士后基金等。个人著作【真实繁荣】，社会科学文献出版社 2016 年 8 月出版。

刘娟秀，宏观团队负责人，首席宏观分析师，英国格拉斯哥大学经济学博士，9 年国际、国内宏观经济研究工作经验，先后就职于光大证券、中国银河证券研究部，任宏观分析师。

邢曙光，资深宏观分析师，厦门大学经济学博士，北京大学经济学博士后，丹麦哥本哈根大学访问学者，曾任北京大学经济研究所助理研究员，2018 年加入新时代证券研究所。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖 销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕荻琪 销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓 销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室 邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/