

宏观经济宏观月报

内需延续回暖，1-2 月经济增速高于全年目标值

核心观点

2025 年 3 月 17 日国家统计局发布 2025 年 1-2 月份经济增长数据，关注的经济增长类数据如下：

- 1-2 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 5.9%，比上年全年加快 0.1 个百分点，较上年 12 月份回落 0.3 个百分点；
- 1-2 月份，社会消费品零售总额 83731 亿元，同比增长 4.0%，比上年全年加快 0.5 个百分点，较上年 12 月份加快 0.3 个百分点；
- 1-2 月份，全国固定资产投资（不含农户）52619 亿元，同比增长 4.1%，比上年全年加快 0.9 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 8.4%；
- 1-2 月份，货物进出口总额 65364 亿元，同比下降 1.2%。其中，出口 38812 亿元，增长 3.4%；进口 26551 亿元，下降 7.3%；
- 1-2 月份，全国城镇调查失业率平均值为 5.3%，较上年 12 月上升 0.2 个百分点，持平上年同月。

1-2 月国内经济增速约 5.1%，高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 1-2 月份约为 5.1%，较上年 12 月回落 0.5 个百分点，略高于全年经济增速目标值。其中工业、服务业生产均构成向下拖累，建筑业小幅拉升。需求方面，1-2 月国内消费、投资同比较上年 12 月上升，其中投资环比创 2017 年以来同期新高水平，显示内需延续回暖修复态势；1-2 月国内出口同比明显回落，但环比仍处于 2015 年以来同期偏高水平，表明 1-2 月国内出口仍保持较强的韧性但抢出口效应明显减弱。

2025 年中国有望打破“工业通缩-服务业收缩-需求下降”的负向循环。

2025 年，中国有望通过三方面举措打破“工业通缩-服务业收缩-需求下降”的负向循环：

（1）财政发力：2025 年政府将明显扩张赤字规模。有了财政赤字资金的补充，政府激励工业部门的生产和投资不再依赖服务业的成本转嫁，与此同时还能将一部分财政资源用于刺激服务业的供给和需求，使得服务业增长动能恢复，进而改善居民就业和收入状况。

（2）优化工业结构：政府明确将推动工业部门低效落后产能退出，减缓恶性价格竞争局面，此举还将减少对工业部门生产与投资的过度激励，减轻财政紧张压力。

（3）提振关键群体消费：截至 2023 年底中国公务员及事业单位从业人员数量合计约 6252.2 万人，数量巨大，其收入及消费倾向对消费需求构成显著影响。2025 年政策或积极改善该群体的薪资与信心，通过收入增长释放消费潜力，并带动经济乘数效应。

在此背景下，2025 年中国消费大概率出现显著修复，从而支持国内经济运行在 5.0% 左右的合理范围内。

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：李智能
0755-22940456
lizn@guosen.com.cn
S0980516060001

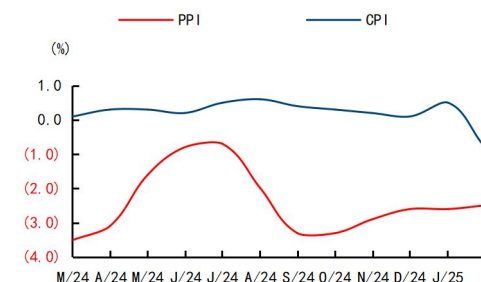
证券分析师：田地
0755-81982035
tiandi2@guosen.com.cn
S0980524090003

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	4.10
社零总额当月同比	4.00
出口当月同比	3.40
M2	7.00

市场走势



相关研究报告

- 《宏观经济宏观月报-12 月民间投资回暖，总需求改善或具备持续性》——2025-01-17
- 《宏观经济宏观月报-11 月国内供给保持韧性但需求偏弱》——2024-12-16
- 《宏观经济宏观月报-总需求拐点已至，持续性有待验证》——2024-11-15
- 《宏观经济宏观季报-三季度内需明显走弱凸显稳增长的重要性》——2024-10-22
- 《宏观经济宏观月报-受抑需求集中释放，稳增长效应值得期待》——2024-10-18

内容目录

1-2 月经济：内需延续回暖，月度经济增速高于全年目标值	4
就业：1-2 月调查失业率季节性上升，就业保持稳定	5
生产端：1-2 月工业和服务业生产同比均有所回落	6
需求端：投资—1-2 月投资同比明显反弹	8
需求端：消费—1-2 月国内消费同比增速继续上升	9
需求端：进出口—出口同比明显回落但环比仍偏强	10
2 月通胀解读：1-2 月国内 CPI 延续弱势，PPI 同比继续上升	11
1-2 月中国 CPI 累计同比继续回落	12
2 月食品拖累 CPI 环比低于季节性水平	12
1-2 月 PPI 同比降幅较去年 12 月小幅收窄，生活资料价格同比降幅收窄是主要贡献	14
2 月 PPI 环比仍低于历史平均水平，表现偏弱	15
基于高频指标对 2025 年 3 月 CPI 和 PPI 同比的预测	16
风险提示	16

图表目录

图 1: 中国实际 GDP 月度同比增速测算	4
图 2: 2023-2024 年中国三大需求对 GDP 同比的拉动一览	5
图 3: 中国三大需求对 GDP 同比的拉动与历史均值比较一览	5
图 4: 1-2 月国内调查失业率平均值季节性上升, 就业保持稳定	6
图 5: 中国工业增加值和高技术产业增加值同比一览	6
图 6: 中国工业增加值定基指数历年环比增速一览	6
图 7: 采矿业、制造业、公用事业增加值当月同比一览	7
图 8: 1-2 月各品类产品产量累计同比与去年 12 月当月同比的差值一览	7
图 9: 1-2 月服务业生产指数累计同比较去年 12 月明显回落	8
图 10: 中国固定资产投资完成额同比增速一览	8
图 11: 中国固定资产投资完成额环比增速一览	8
图 12: 房地产开发、制造业、基建、其他投资同比增速一览	9
图 13: 房地产开发、制造业、基建、其他投资环比增速一览	9
图 14: 房地产销售面积和销售额同比增速一览	9
图 15: 中国社会消费品零售总额同比增速一览	10
图 16: 中国社会消费品零售总额环比增速一览	10
图 17: 1-2 月不同商品的销售金额累计同比较去年 12 月变化幅度一览	10
图 18: 中国出口、进口当月同比增速一览	11
图 19: 中国出口、进口环比与历年同期水平一览	11
图 20: 国内不同出口产品对整体出口同比的拉动幅度	11
图 21: 中国 CPI、核心 CPI 当月同比一览	12
图 22: 中国消费品、服务 CPI 当月同比一览	12
图 23: 中国 CPI 环比与历史均值比较	13
图 24: 中国 CPI 食品项环比与历史均值比较	13
图 25: 中国 CPI 非食品项环比与历史均值比较	13
图 26: 中国 CPI 非食品中服务品价格环比与历史均值比较	14
图 27: 中国 CPI 非食品中消费品价格环比与历史均值比较	14
图 28: 中国 PPI 当月同比走势一览	14
图 29: 中国 PPI 生产资料和生活资料价格当月同比一览	15
图 30: 中国 PPI 生产资料各分项当月同比一览	15
图 31: 中国 PPI 环比与历史均值一览	15
图 32: 中国 PPI 生产资料分项价格环比与历史均值	16
图 33: 中国 PPI 生活资料分项价格环比与历史均值	16
图 34: 中国食品高频价格指数走势	16
图 35: 中国工业品价格高频指标走势	16

1-2 月经济：内需延续回暖，月度经济增速高于全年目标值

基于生产法测算的月度 GDP 同比增速在 1-2 月份约为 5.1%，较上年 12 月回落 0.5 个百分点，略高于全年经济增速目标值。其中工业、服务业生产均构成向下拖累，建筑业小幅拉升。需求方面，1-2 月国内消费、投资同比较上年 12 月上升，其中投资环比创 2017 年以来同期新高水平，显示内需延续回暖修复态势；1-2 月国内出口同比明显回落，但环比仍处于 2015 年以来同期偏高水平，表明 1-2 月国内出口仍保持较强的韧性但抢出口效应明显减弱。

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

2024 年消费对中国经济增长的拉动作用显著减弱，最终消费对 GDP 的贡献从一季度的 3.9 个百分点降至下半年的 1.5 个百分点左右，甚至低于疫情期间平均水平，也罕见地被净出口反超。尽管 2024 年 9 月后国家推出多项稳增长政策以提振内需，但四季度内需仅小幅回升，复苏力度仍显不足。

这一困局的核心源于“工业通缩-服务业收缩-需求下降”的负向循环。自 2018 年起，中国逆周期调控政策从传统的需求刺激转向减税降费为主的供给刺激，重点扶持工业部门（如新能源、汽车等），推动其高速发展。然而，工业品价格持续下跌叠加财政收入紧张，迫使政策通过挤压服务业收入来维持工业激励，导致服务业增长乏力。由于服务业是吸纳就业的主力军，其疲软进一步抑制居民收入和消费需求，最终加剧工业通缩压力，形成“越扶持工业，服务业越弱；服务业越弱，需求越差”的怪圈。

2025 年，中国有望通过三方面举措打破“工业通缩-服务业收缩-需求下降”的负向循环：

（1）财政发力：2025 年政府将明显扩张赤字规模。有了财政赤字资金的补充，政府激励工业部门的生产和投资不再依赖成本转嫁，与此同时还能将一部分财政资源用于刺激服务供给和需求，使得服务业增长动能恢复，进而改善居民就业和

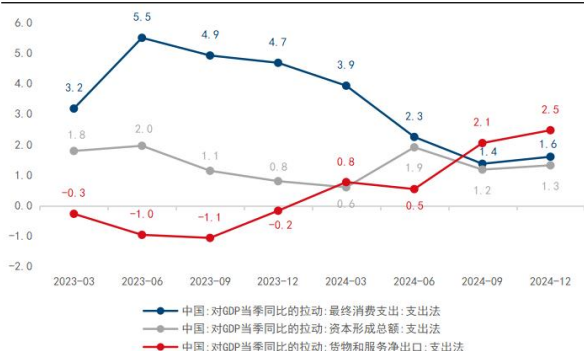
收入状况。

(2) 优化工业结构：政府明确将推动工业部门低效落后产能退出，减缓恶性价格竞争局面，并通过减少对工业部门生产与投资的过度激励，减轻财政紧张压力。

(3) 提振关键群体消费：截至 2023 年底中国公务员及事业单位从业人员数量合计约 6252.2 万人，数量巨大，其收入及消费倾向对消费需求构成显著影响。2025 年政策或积极改善该群体薪资与信心，通过收入增长释放消费潜力，并带动经济乘数效应。

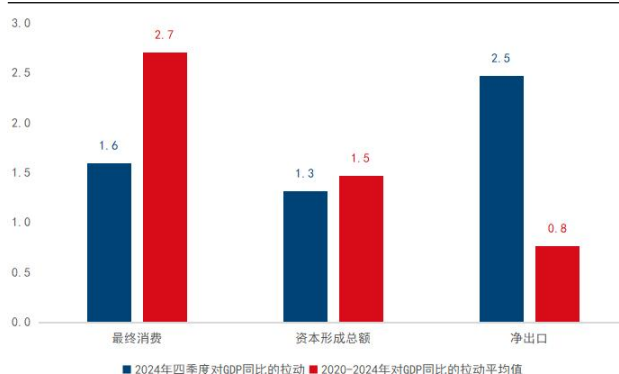
2024 年四季度中国最终消费对 GDP 同比的拉动显著低于 2020-2024 年的平均水平，若 2025 年中国得以打破“工业通缩-服务业收缩-需求下降”的负向循环，则消费大概率出现显著修复，从而支持国内经济运行在 5.0%左右的合理范围内。

图2：2023-2024 年中国三大需求对 GDP 同比的拉动一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

图3：中国三大需求对 GDP 同比的拉动与历史均值比较一览



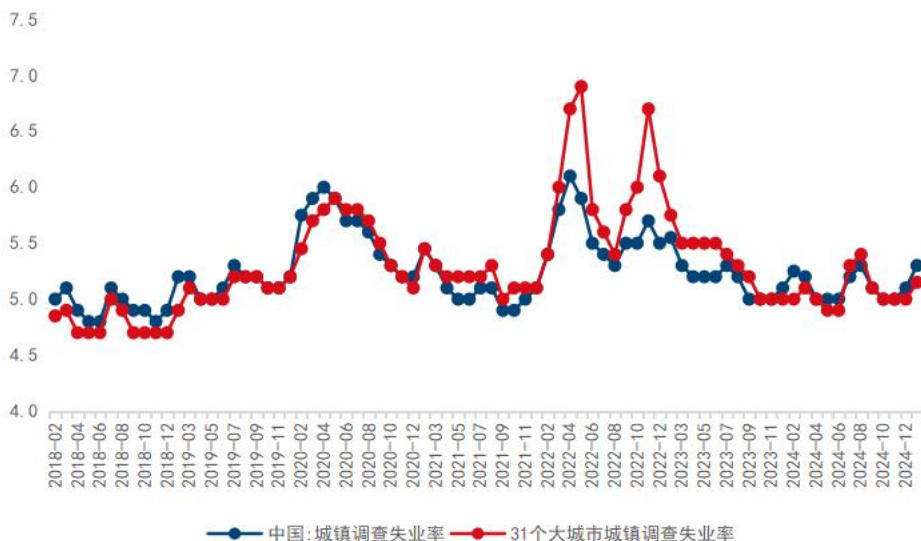
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

就业：1-2 月调查失业率季节性上升，就业保持稳定

1-2 月国内城镇调查失业率平均值为 5.3%，较去年 12 月上升 0.2 个百分点。2018、2019、2023、2024 年 1-2 月城镇调查失业率平均值较 12 月上行 0.2 个百分点。今年 1-2 月国内城镇调查失业率上升幅度持平历史同期平均水平，表明国内整体就业情况保持稳定。

1-2 月大城市调查失业率平均值为 5.2%，较去年 12 月上升 0.2 个百分点。2018、2019、2023、2024 年 1-2 月大城市调查失业率平均值较 12 月上行 0.1 个百分点。今年 1-2 月国内大城市调查失业率表现逊于历史同期平均水平，表明国内大城市就业表现弱于国内整体就业水平。

图4：1-2月国内调查失业率平均值季节性上升，就业保持稳定



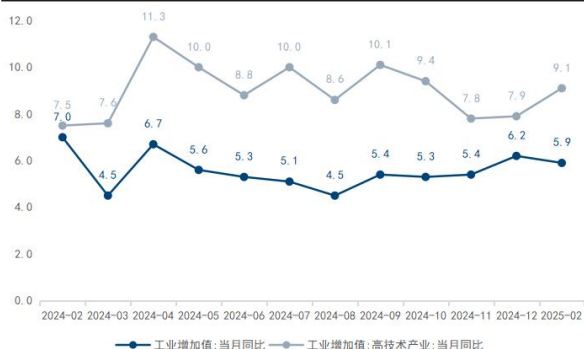
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

生产端：1-2月工业和服务业生产同比均有所回落

1-2月国内规模以上工业增加值累计同比为5.9%，较11月当月同比回落0.3个百分点。从工业增加值定基指数的环比来看，2025年1-2月环比高于2017-2024年同期平均水平，但低于2023、2024年同期水平，表明1-2月国内工业生产环比动能较强，但是弱于过去两年同期水平。

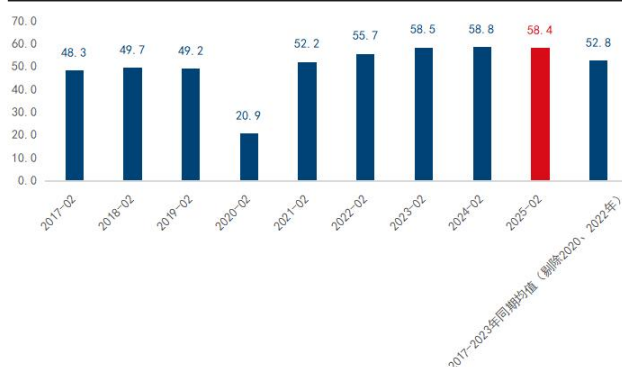
值得关注的是，2025年1-2月中国高技术产业工业增加值同比仍明显高于整体工业增加值同比且逆势上升，表明国内工业部门的结构进一步向“新经济”倾斜，高技术工业产品的生产表现亮眼。

图5：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及测算

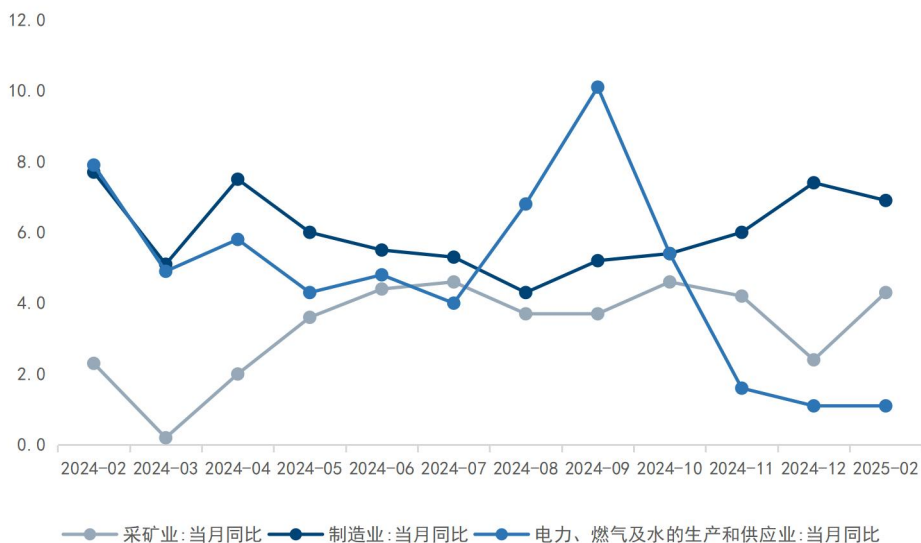
图6：中国工业增加值定基指数历年环比增速一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

分三大门类看，1-2月制造业增加值同比有所回落，公用事业增加值同比明显回升，采矿业保持不变。

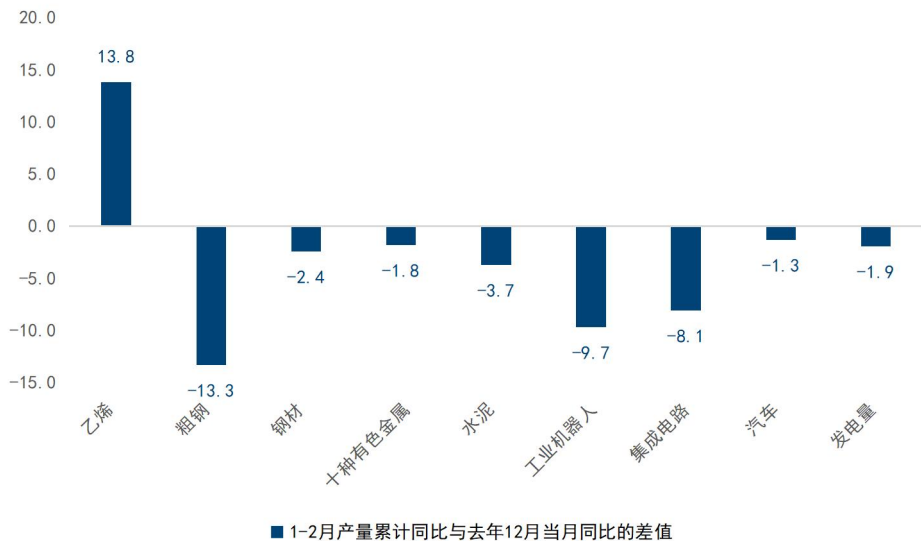
图7：采矿业、制造业、公用事业增加值当月同比一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

分产品看，1-2 月和投资相关的粗钢、钢材、水泥产量同比有所回落，与消费相关的乙烯产量同比明显上升。

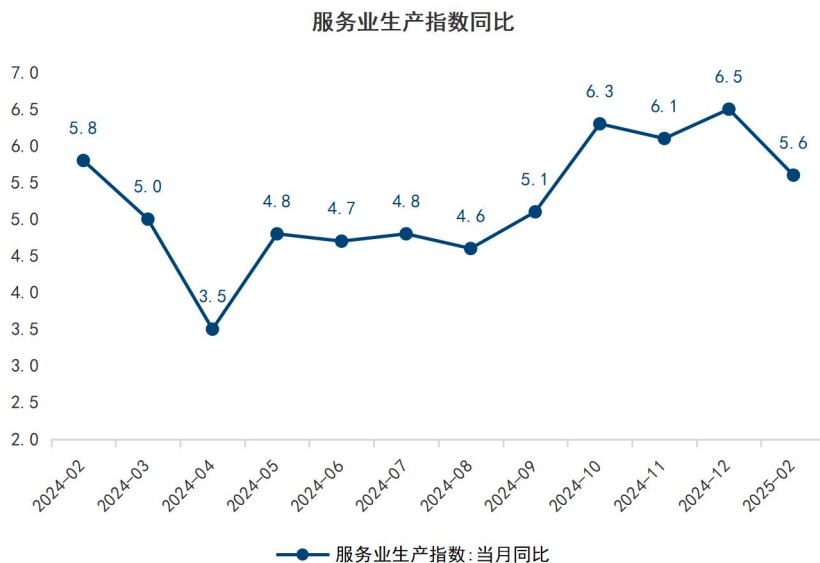
图8：1-2 月各品类产品产量累计同比与去年 12 月当月同比的差值一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

服务业生产方面，2025 年 1-2 月国内服务业生产指数累计同比增速为 5.6%，较 12 月当月同比下降 0.9 个百分点，1-2 月国内服务业生产景气有所下降。

图9：1-2 月服务业生产指数累计同比较去年 12 月明显回落



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

需求端：投资—1-2 月投资同比明显反弹

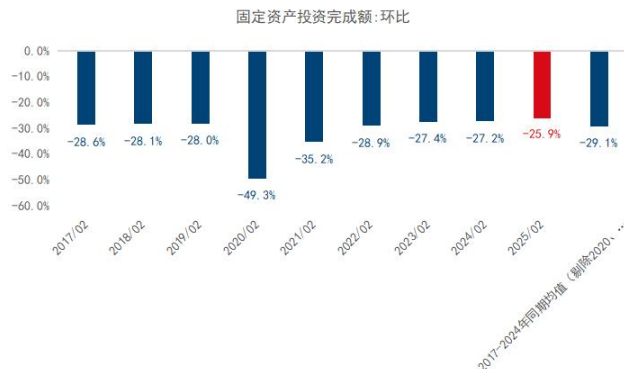
1-2 月国内固定资产投资累计同比为 4.1%，较去年 12 月当月同比明显反弹 1.8 个百分点。从环比来看，2025 年 1-2 月国内固定资产投资环比增速创下了 2017 年以来的历史新高水平，表明 1-2 月国内投资环比动能明显偏强。

图10：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及测算

图11：中国固定资产投资完成额环比增速一览

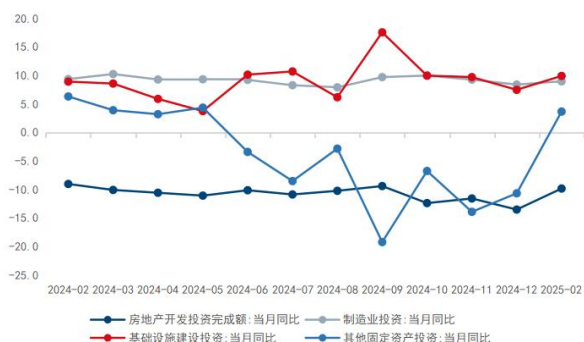


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理及测算

1-2 月基建、制造业投资、房地产开发投资、其他投资累计同比均较去年 12 月上升。

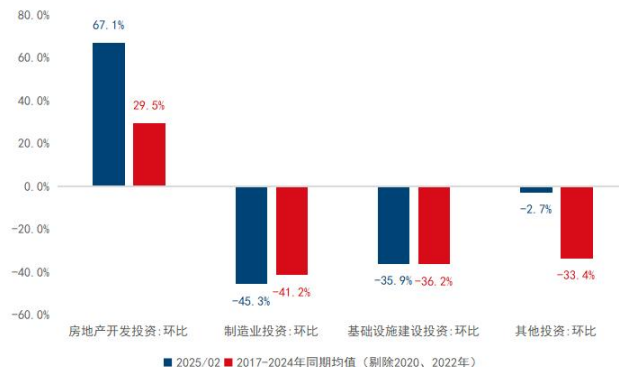
环比方面，1-2 月房地产开发投资、基建、其他投资环比高于历史同期均值，制造业环比低于历史同期均值。1-2 月国内房地产开发投资和其他投资环比改善程度最显著。

图12: 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及测算

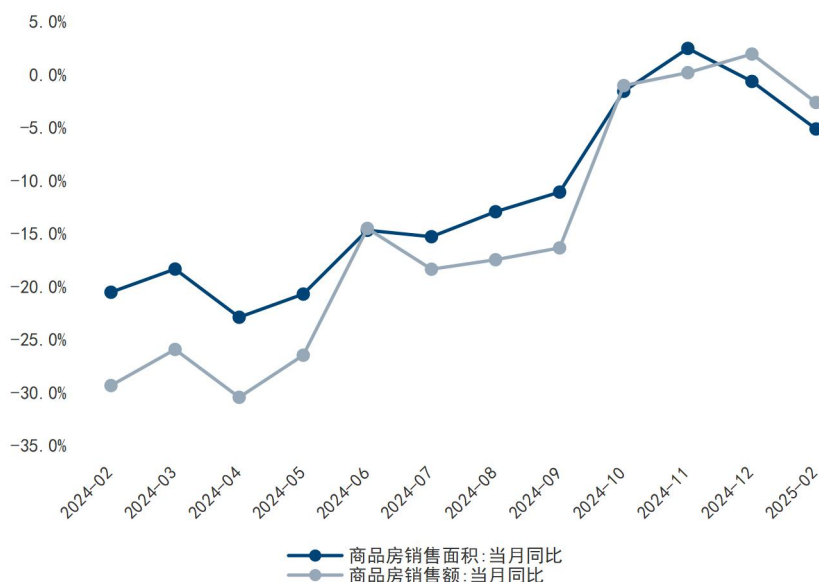
图13: 房地产开发、制造业、基建、其他投资环比增速一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

1-2 月国内商品房销售面积和销售额累计同比均较去年 12 月当月同比回落, 表明国内房地产市场有所走弱。

图14: 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—1-2 月国内消费同比增速继续上升

1-2 月社会消费品零售总额累计同比为 4.0%，较去年 12 月当月同比继续上升 0.3 个百分点。其中商品零售为 3.9%，持平去年 12 月；餐饮 4.3%，上升 1.6 个百分点。

从环比来看，2025 年 1-2 月社会消费品零售总额环比高于 2017-2024 年同期平均水平，表明 1-2 月社会消费品零售总额环比动能较强。

图15: 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及测算

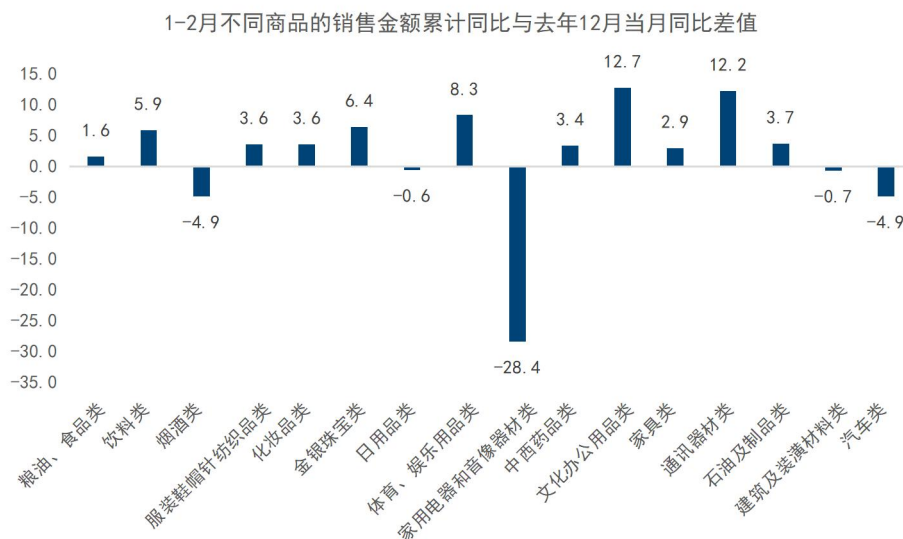
图16: 中国社会消费品零售总额环比增速一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

从不同类别的商品销售情况来看,1-2月大部分商品销售同比均较去年12月上升,其中饮料类、服装鞋帽针纺织品类、化妆品类、金银珠宝类、体育娱乐用品类、中西药品类、文化办公用品类、家具类、通讯器材类、石油及制品类销售同比上升幅度较大。但和“以旧换新”政策相关的家用电器和音像器材类、汽车类销售同比出现较明显的回落,或表明相关政策的效果边际上有所减弱。

图17: 1-2月不同商品的销售金额累计同比较去年12月变化幅度一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

需求端: 进出口一出口同比明显回落但环比仍偏强

1-2月中国出口、进口(人民币计价,若无特别提示,后文进出口均为人民币计价)累计同比较去年12月当月同比明显回落。1-2月中国出口累计同比为3.4%,较去年12月当月同比回落7.5个百分点;1-2月进口累计同比为-7.3%,较去年12月当月同比回落8.6个百分点。

从环比来看,1-2月国内出口环比仍高于历史平均水平,体现1-2月国内出口环比仍保持较强的韧性,或与美国加征关税前的抢出口效应有关,但从同比大幅回

落的态势来看，抢出口效应已经明显减弱。

图18: 中国出口、进口当月同比增速一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

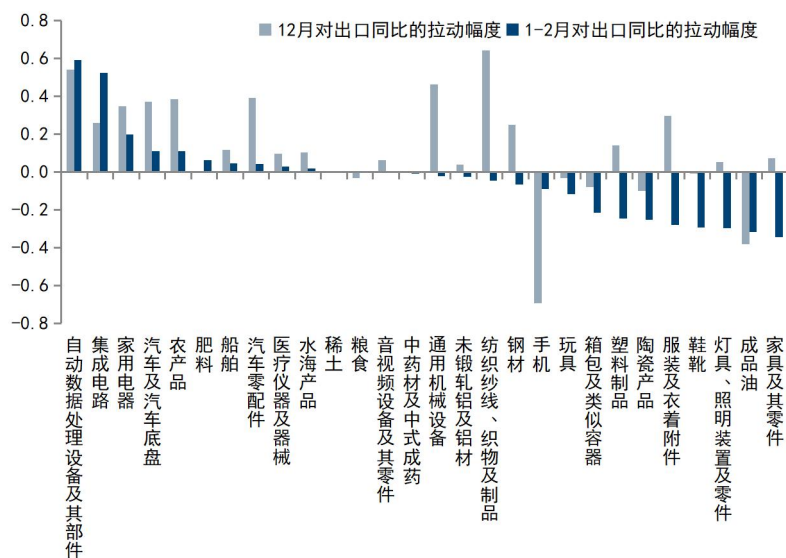
图19: 中国出口、进口环比与历年同期水平一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及测算

1-2月自动数据处理设备及其部件、集成电路对出口同比的拉动较大且幅度继续上升；汽车及汽车底盘、农产品、汽车零配件、通用机械设备、纺织纱线织物及制品、钢材、塑料制品、服装及衣着附件、灯具照明装置及零件、家具及其零件对出口同比的拉动明显回落，显示大多数产品的抢出口效应均明显减弱。

图20: 国内不同出口产品对整体出口同比的拉动幅度



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

2月通胀解读：1-2月国内CPI延续弱势，PPI同比继续上升

为了规避春节错月带来的影响，一般使用1-2月的累计同比来判断1月和2月的价格走势。与去年12月当月同比相比，今年1-2月CPI累计同比延续回落趋势，表明国内物价走势仍偏弱，其中食品和服务品CPI构成主要拖累；1-2月PPI累计同比小幅上升，其中生活资料价格同比上升是主要拉动。

从环比来看，2月国内CPI以及核心CPI环比均低于季节性水平，表现偏弱。2月PPI环比低于季节性水平，但受消费支持政策影响的耐用消费品PPI环比明显高于季节性水平。

基于高频价格指标的表现，考虑稳增长政策显效对2025年3月价格的影响，预计3月国内CPI食品价格环比约为-1.0%，CPI非食品价格环比约为-0.1%，CPI整体环比约为-0.3%，3月CPI同比或约为零；预计3月国内PPI环比约为零，3月PPI同比或约为-2.1%。

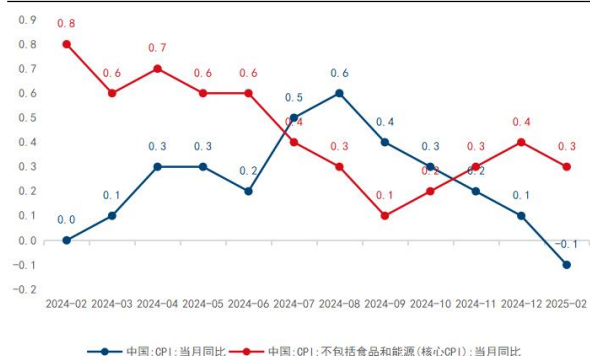
1-2月中国CPI 累计同比继续回落

为了规避春节错月带来的影响，一般使用1-2月的累计同比来判断1月和2月的价格走势。

1-2月中国CPI累计同比为-0.1%，较去年12月当月同比继续回落0.2个百分点；1-2月核心CPI累计同比为0.3%，回落0.1个百分点；1-2月消费品CPI累计同比为-0.4%，继续回落0.2个百分点；1-2月服务品CPI累计同比为0.3%，回落0.2个百分点；1-2月食品CPI累计同比为-1.5%，继续回落1.0个百分点，1-2月非食品CPI累计同比为0.2%，持平去年12月当月同比。

整体来看，1-2月国内CPI累计同比较去年12月当月同比继续回落，仍未摆脱下行趋势，显示国内物价走势仍偏弱，其中食品和服务品CPI构成主要拖累。

图21: 中国CPI、核心CPI 当月同比一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理(注: 2月为1-2月累计同比)

图22: 中国消费品、服务CPI 当月同比一览

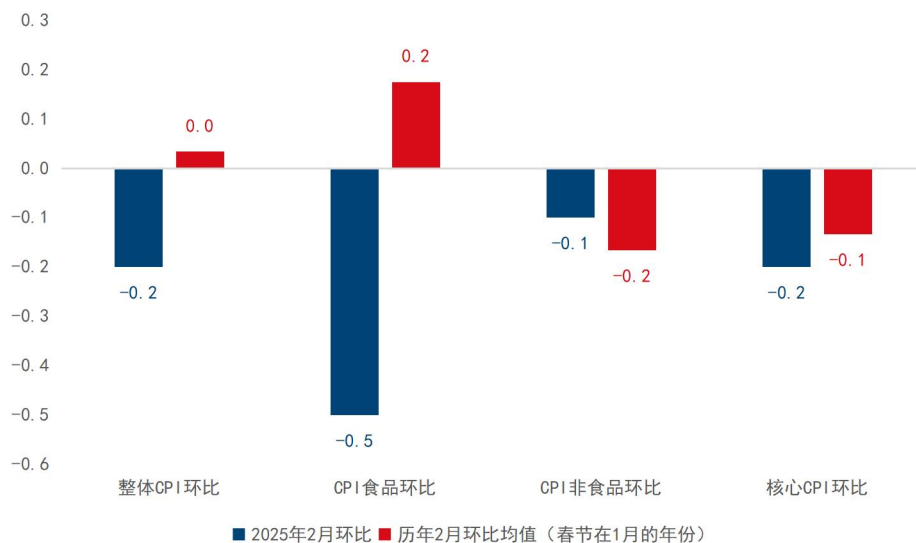


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理(注: 2月为1-2月累计同比)

2月食品拖累CPI 环比低于季节性水平

2月CPI环比为-0.2%，低于季节性水平约0.2个百分点。其中2月食品价格环比明显低于季节性水平，非食品价格环比略高于季节性。此外，2月核心CPI环比为-0.2%，亦低于季节性水平。

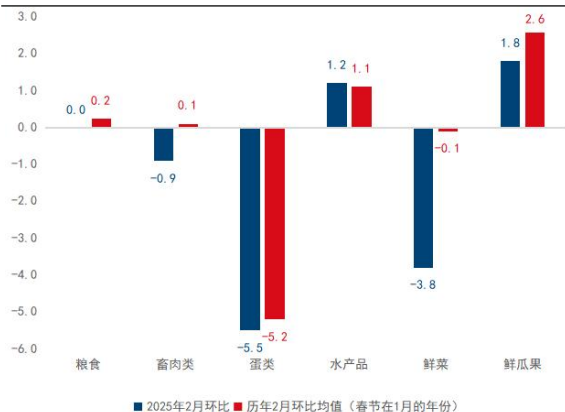
图23: 中国 CPI 环比与历史均值比较



资料来源: CEIC、国信证券经济研究所整理

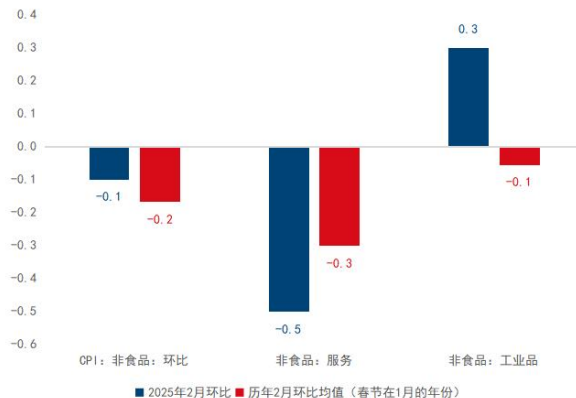
2月食品环比为-0.5%，低于季节性约0.7个百分点，其中粮食、畜肉、蛋类、鲜菜、鲜瓜果环比均低于季节性；2月非食品环比为-0.1%，高于季节性0.1个百分点，其中服务价格环比低于季节性，工业品价格环比高于季节性。

图24: 中国 CPI 食品项环比与历史均值比较



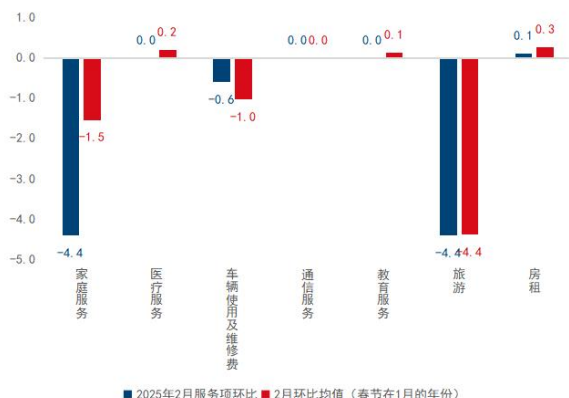
资料来源: CEIC、国信证券经济研究所整理

图25: 中国 CPI 非食品项环比与历史均值比较



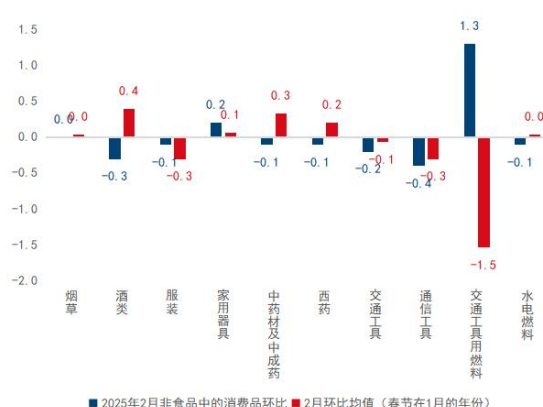
资料来源: CEIC、国信证券经济研究所整理

图26: 中国 CPI 非食品中服务品价格环比与历史均值比较



资料来源: CEIC、国信证券经济研究所整理

图27: 中国 CPI 非食品中消费品价格环比与历史均值比较



资料来源: CEIC、国信证券经济研究所整理

1-2 月 PPI 同比降幅较去年 12 月小幅收窄，生活资料价格同比降幅收窄是主要贡献

1-2 月中国 PPI 累计同比为-2.2%，同比降幅较去年 12 月当月同比降幅小幅收窄。其中 PPI 生产资料价格累计同比为-2.6%，降幅持平去年 12 月；PPI 生活资料价格累计同比为-1.2%，降幅较去年 12 月收窄 0.2 个百分点。

整体来看，1-2 月国内 PPI 同比降幅小幅收窄，其中生活资料价格同比降幅收窄是主因，生产资料价格降幅保持不变。生产资料各分项中，偏上游的采掘工业价格同比降幅有所扩大，偏下游的加工工业价格同比降幅保持不变，偏中游的原材料工业价格同比降幅继续收窄，表明供给侧结构性改革和扩内需政策在中游原材料工业领域效果显著。

图28: 中国 PPI 当月同比走势一览



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图29：中国 PPI 生产资料和生活资料价格当月同比一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理（注：2月为1-2月累计同比）

图30：中国 PPI 生产资料各分项当月同比一览

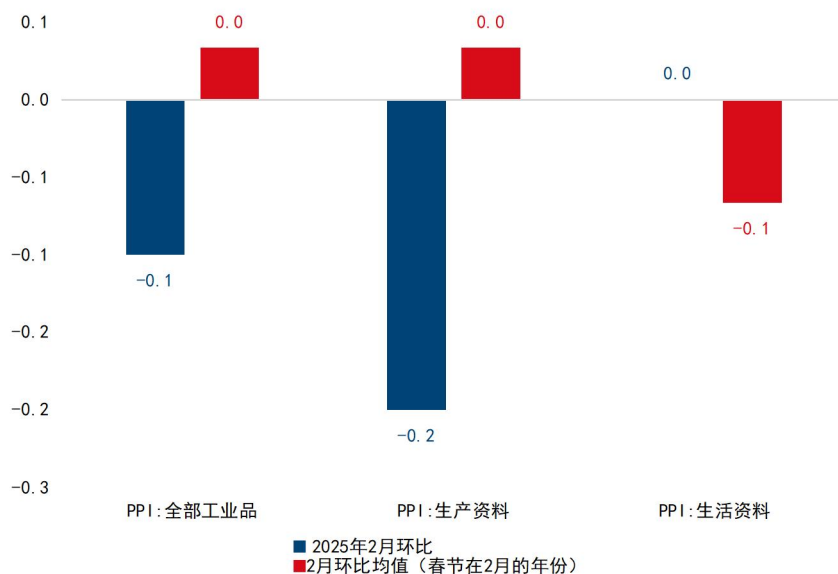


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理（注：2月为1-2月累计同比）

2月PPI环比仍低于历史平均水平，表现偏弱

2月PPI环比为-0.1%，较上月回升0.1个百分点，但仍低于历史同期均值。其中PPI生产资料价格环比低于历史同期均值，生活资料价格环比高于历史均值。

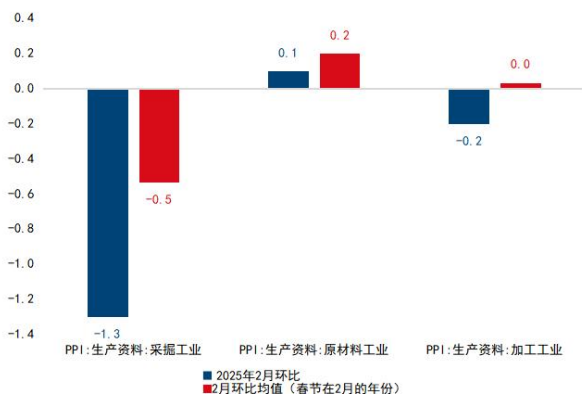
图31：中国 PPI 环比与历史均值一览



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

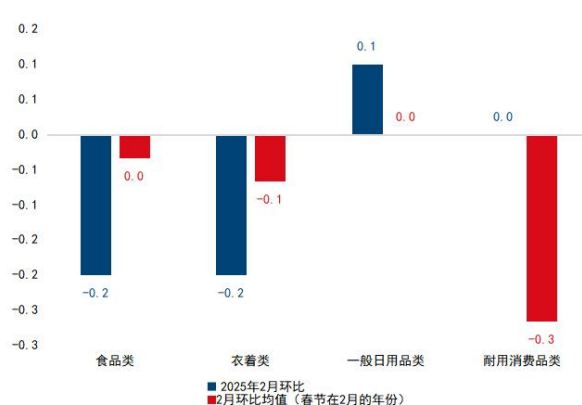
生产资料中，2月采掘、原材料、加工工业价格环比均低于历史同期均值；生活资料中，食品类、衣着类价格环比低于历史同期均值，耐用消费品类、一般日用品类高于历史同期均值。

图32: 中国 PPI 生产资料分项价格环比与历史均值



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图33: 中国 PPI 生活资料分项价格环比与历史均值



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

基于高频指标对 2025 年 3 月 CPI 和 PPI 同比的预测

基于高频价格指标的表现, 考虑稳增长政策显效对 2025 年 3 月价格的影响, 预计 3 月国内 CPI 食品价格环比约为-1.0%, CPI 非食品价格环比约为-0.1%, CPI 整体环比约为-0.3%, 3 月 CPI 同比或约为零; 预计 3 月国内 PPI 环比约为零, 3 月 PPI 同比或约为-2.1%。

图34: 中国食品高频价格指数走势



资料来源: CEIC、国信证券经济研究所整理

图35: 中国工业品价格高频指标走势



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

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（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所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