

2008年03月02日

# 2008年3月宏观经济报告

——宏观紧缩3月或会适度放松

本报告的主要看点:

1. 剔除汇率因素后观察近年来中国的出口增长情况

## 基本结论

- 2004年的宏观紧缩是本届政府的第一次宏观调控，投资超常增长、煤电油运全面紧张是上次调控的动因，而在信贷“一刀切式”的紧缩下，投资自然应声回落，但实体经济的正常运转所需要的流动性出现了过度枯竭现象，管理层被迫在调控实施了近4个月后明确表态放松；而从目前的情况来看，货币流动性已经出现了紧缩过度的征兆，但是是否放松还要取决于“双防”风险何时能够适度缓解。
- 出口可能在2月份以及随后几个月内下滑，对经济增长过热风险的担忧将会适度降低。1月份的出口反弹在美元快速贬值的背景下被夸大，以人民币计价的出口总值增长速度只有17.8%；而1月份人民币的快速升值更是激发了大量企业尤其是存在配额限制企业的“抢关”行为，相信在2月会有所回落；而去年2月高达51.7%的同比增速更增加了出口继续反弹的难度。
- 我们在2月中旬曾经预测2月CPI会超过8%，目前从“菜篮子”价格指数实际数值来看，食品价格回落的幅度慢于预期。我们修正对CPI的预测，2月份CPI同比增速将在8.5左右，由于春节、雪灾的影响是一次性的，随着这些冲击的消退，以及同比基数逐渐提高，我们认为3月份CPI将会回落。但从菜篮子价格走势来看，食品供给的改善慢于预期，价格难以快速回落，3月份CPI可能仍会在7%左右。虽然通胀形势依然严峻，但是年内通胀峰值的通过可能会对管理层高度紧张的神经起到一定的舒缓作用。
- 我们认为，在未来的两个月内，出口增速将会明显下滑，而通胀的峰值也将过去，同时，货币信贷增速的继续回落将对实体经济形成较大抑制，过度的紧缩不利于应对目前复杂的国际经济金融形势，在“科学把握宏观调控的节奏和力度”和“适时适度微调”原则下，宏观紧缩力度可能在3月下旬适度放松。但这种放松可能不会以管理层的高调表态出现，可能更多的会体现在实际操作层面对于大型投资项目审批和信贷的放松。
- 如果宏观紧缩的力度出现适度放松，我们相信在地方新一届政府上任后，会促进投资温和增长，投资的热点将重点集中在灾后重建、经济适用房和廉租房建设以及前期延后的铁路、公路和电力方面的建设上。

宏观经济研究小组

杨帆

yangfan.china598.com

联系人：赵莉

中国上海黄浦区中山南路969号谷泰滨江大厦15A层(200011)

## 内容目录

1 温故而知新 - 2004 年宏观紧缩放松回顾 .....	3
2 宏观紧缩力度或在 3 月下旬有所放松 .....	6
2.1 经济增长过热风险或会降低.....	6
2.2 通胀峰值 3 月通过.....	10
3 宏观紧缩适度放松带动投资温和增长 .....	11

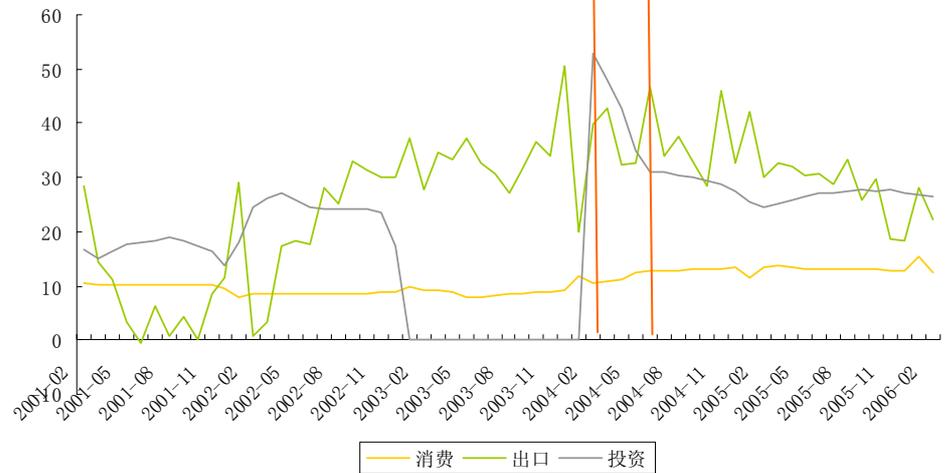
## 图表目录

图表 1: 2004 年宏观紧缩时的出口、消费和投资增长情况 .....	3
图表 2: 2004 年宏观调控的节奏 .....	4
图表 3: 2004 年宏观调控中的主要经济指标 .....	5
图表 4: (M2-GDP-CPI) 近年来变化情况 .....	5
图表 5: 2004 年月度贷款同比多(少)增量 (亿元) .....	6
图表 6: 消费增长情况 .....	7
图表 7: 最终消费率变化情况 .....	7
图表 8: 以美元计价的出口增速 .....	7
图表 9: 以各国本币计价的单月出口同比增速 .....	8
图表 10: 以美元和人民币计价的出口增长比较 .....	8
图表 11: 人民币月度升值情况 .....	9
图表 12: 一般贸易和加工贸易出口增长情况比较 .....	9
图表 13: 生活资料价格涨幅加大, PPI 再创新高 .....	10
图表 14: CPI 再创新高 .....	10
图表 15: “菜篮子”价格指数回落的幅度小于预期 .....	11
图表 16: 2007 年 6 月以来核准的大型项目 .....	13

## 1 温故而知新 - 2004年宏观紧缩放松回顾

2004年3月是本届政府上任后的第一轮宏观紧缩。

图表1: 2004年宏观紧缩时的出口、消费和投资增长情况



注：投资在1月份的数据缺口经过简单平滑处理；双红线部分是调控措施密集出台的时期

来源：国金证券研究所

2004年初，在前期出口快速增长和国内消费升级的双重拉动下，国内经济一开年就出现了一轮投资热潮，1-2月份的固定资产投资增速高达53%，投资的快速攀升已经超越了国内资源可以承受的极限，煤电油运出现全面紧张局面，一度有近24个省市出现过拉闸限电，铁路的请车满足率也大幅下降（可能在30%左右），内外需的双重膨胀导致国内经济出现明显过热倾向，中央政府果断的采取了强有力的宏观紧缩政策。

在央行上浮再贷款利率，存款准备金率后，商业银行几乎一刀切式的压缩了所有信贷，而国土资源部也对土地投放强力收缩，国务院提高某些行业的项目资本金比例，发改委把10类行业列入银行禁止或者限制授信的目录、电监会停止或者提高了高耗能行业的用电价格，宏观紧缩的力度可能是史无前例的，在急风暴雨的调控政策下，宏观经济指标主要是固定资产投资指标朝政府预期的方向迅速回落。

6月17日，国务院正式表态，应该向有市场，有效益，能够增加就业的企业发放正常流动资金贷款，同时也支持符合国家产业政策和市场准入条件的项目。而在随后的7月6日发改委表示“本轮以抑制一些行业投资过度增长为重点的宏观调控政策基本到位，同时建议近期不必出台“加息”等新的调控措施”随着高层的上述表态，始于3月中旬的强力宏观紧缩在持续了近4个月后才告适度放松。

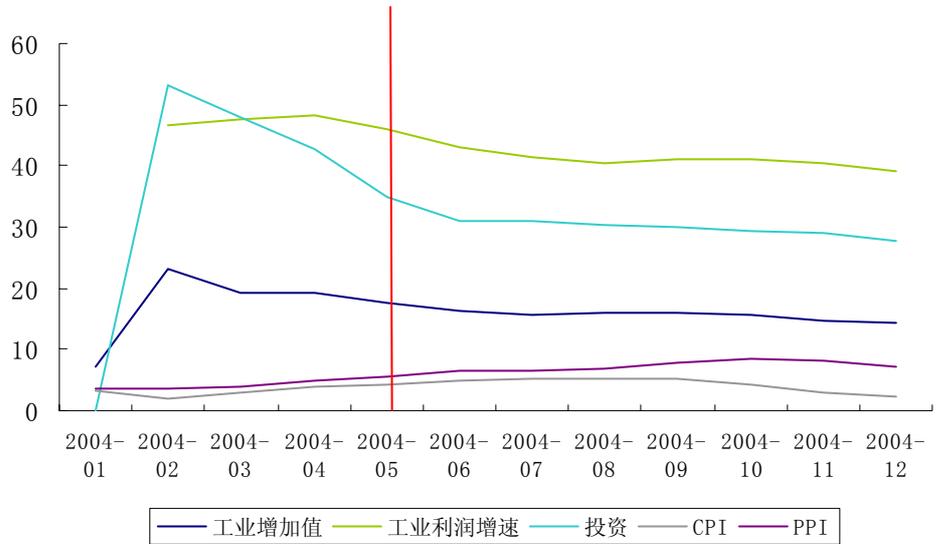
图表2: 2004年宏观调控的节奏

日期	事件
3月25日	央行上浮再贷款利率
4月11日	央行提高存款准备金率0.5至7.5%，同时实施差别存款准备金率政策
4月13日	银监会组成5个检查组，对广东、浙江等七省部分银行业金融机构对部分行业贷款情况进行重点检查
4月25日	国务院发出通知，决定提高钢铁、电解铝、水泥、房地产开发固定资产投资项目资本金比例。
4月30日	国务院要求各地区、各部门和各有关单位在1个半月内对所有在建、拟建固定资产投资项目进行一次全面清理。
5月10日	胡锦涛近日在江苏考察工作时强调，要统一思想遏制固定资产投资过快增长。
	国家发展改革委召开部署清理固定资产投资项目工作电视电话会议。
5月12日	中国人民银行11日发布的一季度货币政策执行报告指出，下一阶段稳健货币政策的取向是适度从紧，但要防止急刹车，避免大起大落，促进经济平稳发展。
5月15日	国土资源部部长孙文盛表示，将从严格执行“三个暂停”要求等四方面入手做好土地市场宏观调控。
5月17日	国家发改委会同有关部门制定了《当前部分行业制止低水平重复建设目录》，有10种行业的项目被列入了禁止类和限制类项目，根据规定，各金融机构要停止对这些行业项目各种形式的新增授信支持。
5月22日	国务院总理温家宝21日主持召开国务院常务会议，会议要求必须坚定不移地落实好已出台的各项宏观调控措施，当前要重点做好六项工作。
6月1日	电监会近日发出通知，对一部分电石、铁合金、焦炭企业停止供电，对一部分电石、铁合金企业提高其生产用电价格。
6月10日	国务院日前发出“深入开展土地市场治理整顿严格土地管理的紧急通知”，决定在全国范围内继续深入开展土地市场治理整顿。
6月17日	国务院常务会议指出支持有市场、有效益的企业的正常流动资金贷款，支持符合国家产业政策和市场准入条件的建设项目。
	发改委发出通知，对南方、华东、华中、华北4个区域电网的电价进行调整，全国平均电价每度提高2.2分。
6月19日	央行货币政策委员会二季度例会指出货币政策调控要防急刹车，强调要研究运用货币政策工具组合进行预调和微调的最优策略。
7月6日	新华社消息，中国经济出现六大转机：投资增长过快的势头得到遏制；货币信贷增幅明显回落；基础产品价格上涨得到抑制；农业生产出现货币信贷增幅明显回落；基础产品价格上涨得到抑制；农业生产出现“拐点”；部分过热行业生产增速明显回落；对外贸易首次出现单月顺差。
	国家发改委向媒体提供的报告认为，此轮以抑制一些行业投资过度增长为重点的宏观调控政策基本到位，同时建议近期不必出台“加息”等新的调控措施。

来源：国金证券研究所

而在这个过程中，究竟是什么原因导致管理层在6月中下旬和7月初决定放松宏观紧缩力度就显得非常重要。

图表3: 2004年宏观调控中的主要经济指标

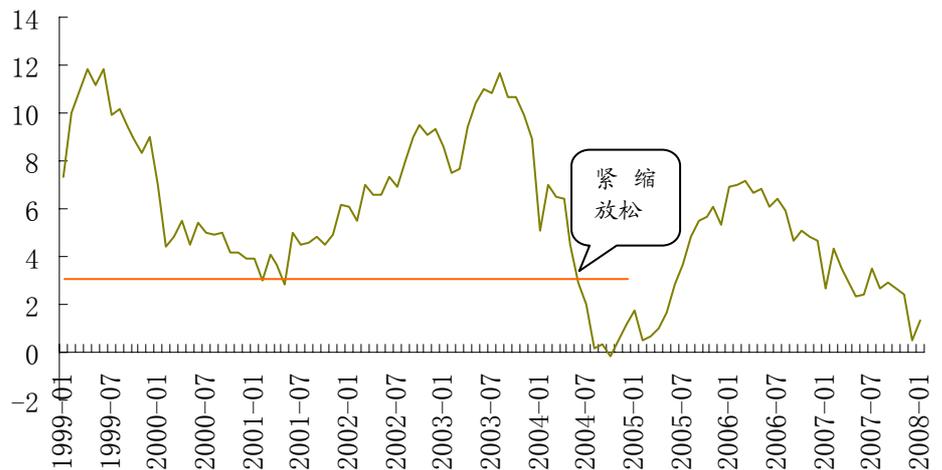


来源: 国金证券研究所

而从当时的各项经济指标来看, 在 6 月份国务院决定放松调控这个时点上, 管理层看到的是 5 月份的经济运行情况, 当时固定资产快速回落, 但是仍然较高, 为 34.8%, 显著高于常年均值; 而工业增加值和工业企业利润的变化也仅有小幅回落, CPI 和 PPI 仍然在上升通道中。

因此, 上述经济指标可能并非管理层决定放松调控的主要依据, 而从管理层的在放松时的表态: 向有市场、有效益和能增加就业的企业发放**正常**流动资金贷款, 支持符合产业政策和市场准入的项目建设的措辞中可以发现当时触发管理层放松的根本动因。。

图表4: (M2-GDP-CPI) 近年来变化情况



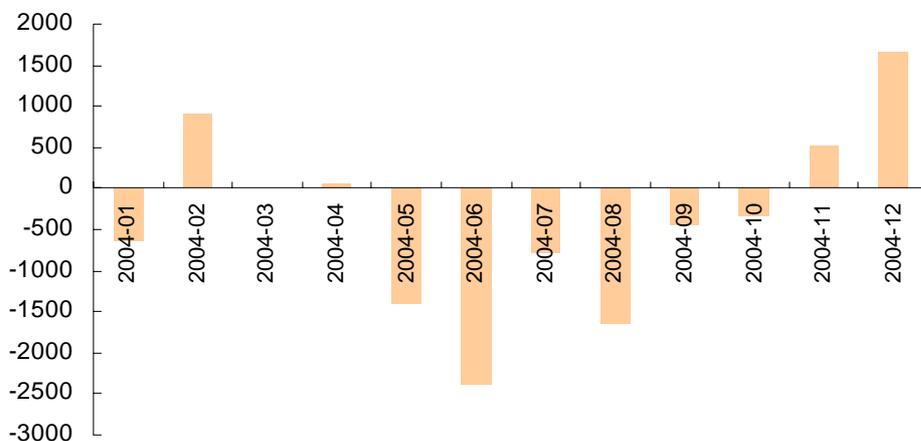
注: 货币需求按照凯恩斯的分类法分为交易性需求、预防性需求和投资性需求, 在预防性需求和投资性需求保持不变的情况下, M2-GDP-CPI 应该保持一个合理的正值, 如果该值快速下降击穿均值, 可能预示着货币过度紧缩影响了正常的交易性需求; 而该指标近来出现的下滑态势说明央行对于流动性的收紧措施是有效的, 而在这种背景下, 资产市场流动性依然充裕更印证我们前期提出的“流动性结构膨胀”观点。

来源: 国金证券研究所

管理层提出发放“正常流动资金贷款”说明当时货币信贷紧缩出现过度倾向, 我们考察了当时的市场流动性情况, 重点考察了 (M2-GDP-CPI) 的情况, 我

们可以发现，几乎就在该指标击破长期以来的低点后，许多企业出现流动性困难，而管理层也在当时放松了管制，但是随后放松力度有限，最终该指标仍然出现了一定程度的下滑，而反映到实体经济层面，我们也发现固定资产投资增速、工业增加值和工业企业利润增速在随后都出现了一定的调整（参见图3），这可能是由于项目审批难度加大，新项目开工下降所致。

图表5: 2004年月度贷款同比多(少)增量 (亿元)



来源: 国金证券研究所

而从目前的情况来看，我们可以发现，该指标在去年12月份再度逼近历史低点，而在1月份货币信贷反弹的支持下，该指标仅出现了些微的反弹，由于目前管理层对银行信贷进行季度考核，而在经过去年11、12月份的信贷压制后，1月份的信贷出现大幅反弹（这应该主要归功于商业银行的股份制度改革，在合规的情况下为股东创造价值在相当程度上促成了这次在管理层尚未明确表示放松调控力度的情况下，信贷出现明显反弹），当月已经用了1季度超过六成的信贷指标，相信在随后两个月内，如果管理层不调整信贷考核目标，则信贷会有一个自然的回落，但是CPI依然会创新高，因此，我们认为企业的正常流动性资金需求将在未来的两个月继续趋紧，这可能会影响企业的正常生产经营。

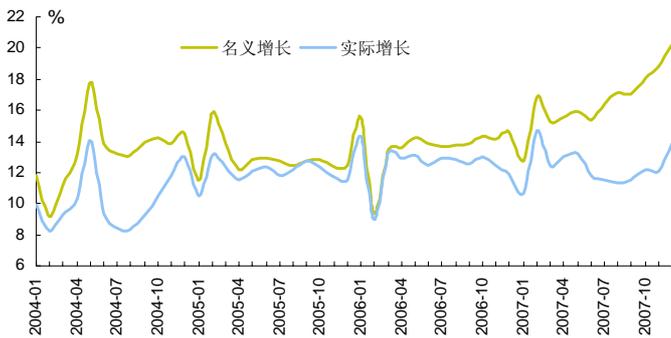
短期内货币政策适度放松的要求正在积累，但是，即使在2004年的宏观紧缩中，管理层调控力度的放松也是在促使其调控的高涨的固定资产投资增速明显回落的时候再发生的，因此，目前决定管理层是否适度放松还要看“经济增长从偏快转向过热，从价格从结构性上涨转变为明显通货膨胀”风险是否有所降低。

## 2 宏观紧缩力度或在3月下旬有所放松

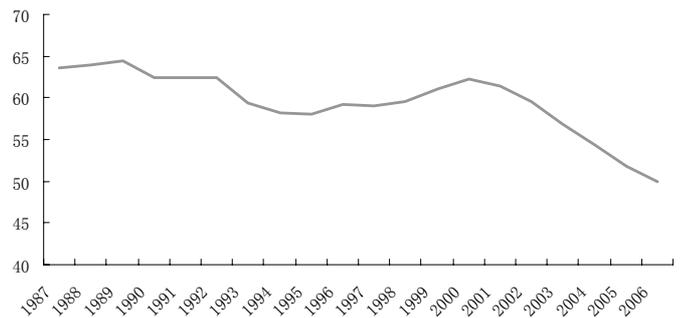
### 2.1 经济增长过热风险或会降低

导致本轮经济快速增长的原因是多方面的，内需和外需的同时启动是重要的原因，而正如我们多次指出的那样，对于中国这样的大国经济，内需的培育和发展是非常重要的，它才是支持中国经济持续成长的根本动力，目前，国内名义消费需求虽然迭创新高，但是实际消费增长仍然处于平稳态势，最终消费率在2006年前基本都是处于下滑中，在财政近两年“减税增支”的大力推动下，我们预计最终消费率可能会在2007年触底回升，但是这种回升如果得不到持续的支持和推动，很可能被物价快速上升和经济下滑再次带下来，因此，我们认为管理层继续支持和培育内需发展的方针不会发生变化。

图表6: 消费增长情况



图表7: 最终消费率变化情况



来源: 国金证券研究所

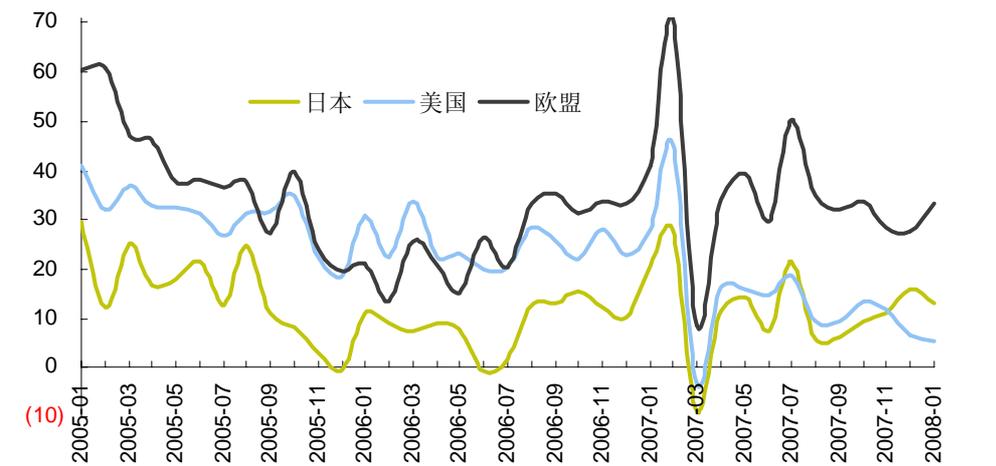
基于上述分析,我们认为目前需要抑制的重点是外需,而目前抑制外需的重要手段是通过改变目前国内低估的资源价格和低估的人民币汇率从而抑制过度膨胀的外需,由于受到目前高CPI的影响,国内的资源价格体系改革暂时搁浅,但是,人民币汇率调整的步伐确实明显加快,1-2月份已经升值超过2%,再考虑到国内高涨的CPI,中国在今年前两月的实际汇率升值幅度可能是历史最高最快的时期,这将给出口带来较大压力;而在国内实际汇率快速上升的同时,世界经济似乎正在滑向“滞胀”和衰退的边缘。

IMF最新公布的经济预测将世界经济在2008年的成长率再次下调了0.3个百分点,而美国、欧盟(15)和日本经济增长率则分别下调0.5、0.4、0.2个百分点,新兴市场经济体的增长率也下掉了0.2,OECD先行指标也在下滑,外部经济成长的放缓将对国内出口形成较大影响。然而在这种背景下,我们却“欣喜”的发现1月份的出口数据出现了意外的反弹。

对于1月份的出口反弹,经过我们的再度思考,我们对这种反弹的持续持有相当的怀疑。

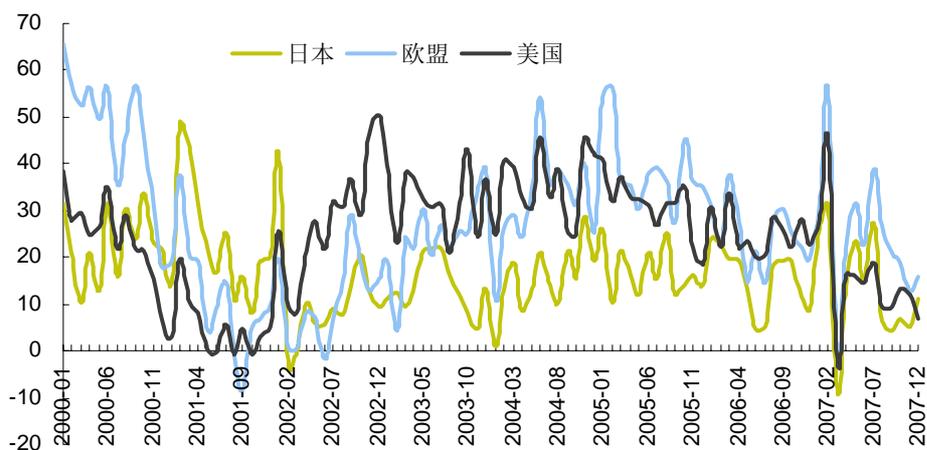
■ 美元贬值虚涨出口

图表8: 以美元计价的月度出口增速



来源: 国金证券研究所

图表9: 以各国本币计价的单月出口同比增速

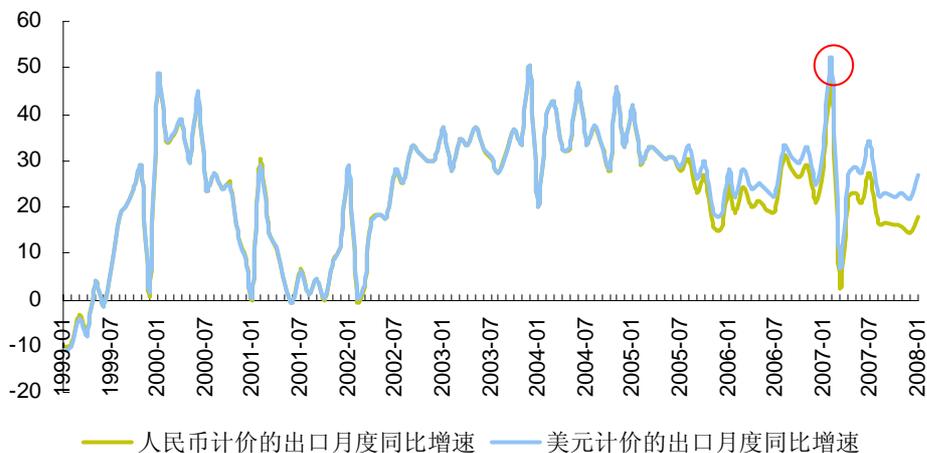


来源: 国金证券研究所

由于同期美元大幅贬值, 因此, 我国海关所报出的以美元计价的出口总值中存在相当虚涨因素, 如果将出口还原欧元或者日元, 我们发现对欧盟和日本的出口绝对增速都出现大幅下滑, 1月份对欧盟的出口从33%下降到16.7%, 而对日本的出口则从13.2%下降到1.4%。而且, 换算成出口国货币后, 我们也发现中国对这些国家的出口增速基本保持了相同的态势, 即从去年下半年后都开始逐步走低, 这不同于都用美元计价时所观察到的对欧盟、日本出口基本稳定增长而对美国单边下滑的态势。

如果将所有出口商品都换算成人民币, 则我们也可以发现出口的反弹力度大为减弱。

图表10: 以美元和人民币计价的出口增长比较



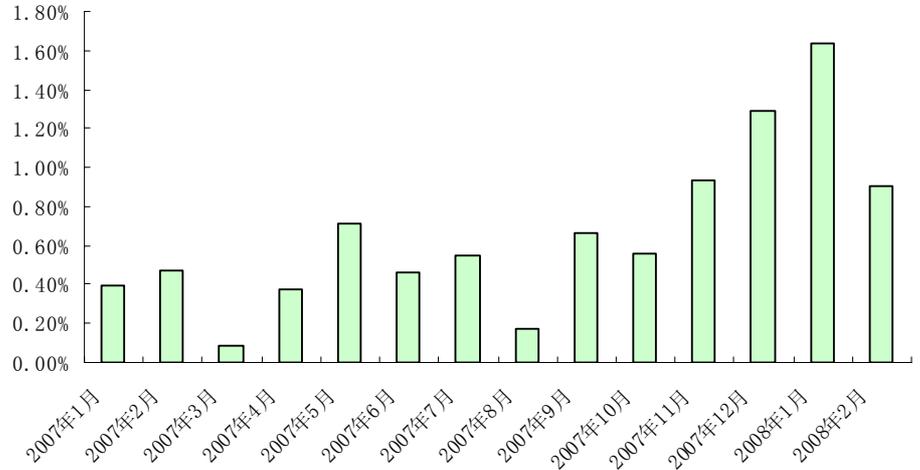
来源: 国金证券研究所

由于去年8月份后人民币升值速度加快, 因此, 我们可以看到从那时候起, 以美元计价的出口增速同以人民币计价的出口增速的差距开始越来越大, 目前这个差值接近9个百分点, 按照人民币计价的出口增长1月份只有17.8%, 而按照美元计价为26.7%。而换算成人民币后的出口总值的变化更能真实反映外部需求对中国经济的实际推动。从这个角度看, 我们认为出口增速下滑对与国内经济的负面影响已经凸显, 它对国内经济的实际推动作用要大大低于大众观察到的数据, 同时出口对于经济推动的减弱还将随着年内人民币升值的加快而更加明显。

■ 配额及订单抢关“突击”出口

美元的大幅贬值显然夸大了出口反弹的力度，而且也放松了人们对出口快速下滑的担忧，但是1月份的出口无论是按美元还是人民币计价确实出现了反弹。我们认为，这种反弹可能同人民币升值加快所导致的突击出口有关。

图表11: 人民币月度升值情况



来源: 国金证券研究所

从图 10 可以看到，在 2007 年 9 月份人民币加快升值之前，出口增速存在一个明显的快速上涨局面，其中抢关应该重要因素之一；而在国内去年年末的高通胀的压力下，人民币升值的速度也在明显加快，尤其是今年 1-2 月份，人民币的加快升值促使了出口企业抢关早兑现出口。由于出口贸易一般都是订单交易，也就是本月的出口其实是前面几个月买方下的订单的反映，在这种情况下，如果出口商预期本币升值速度加快，显然，早兑现出口对其是有利的，而从 1 月份反弹明显的彩电和纺织服装行业来看，这种抢关的动机应该更为明显，因为这两个行业或多或少都存在配额限制，在预期全年本币升值加快的情况下，在年初快速实现出口兑现配额是可以规避汇率升值风险的，由于这两个行业都属于一般贸易范畴，因此，我们也可以从 1 月份一般出口贸易明显快于加工贸易出口上得到部分印证。

图表12: 一般贸易和加工贸易出口增长情况比较



来源: 国金证券研究所

由于 2 月份升值速度不减，我们相信还会有抢关行为发生，但是，其力度应该会比 1 月份弱。

■ 去年 2 月同比增速较高

由于去年2月份出口增速高达51.7%（请参看图表10），这种高基数将对今年2月份的出口形成较大压力，尤其是按照人民币计价的出口增速。

基于上述分析，我们认为2月份的出口可能会明显回落，而且，在国内实际汇率持续升值和外部需求下滑风险增大的背景下，我们认为年内出口都会保持温和和回落态势。

出口尤其是以人民币计价的出口在2月份的明显回落可能会减轻管理层对于经济走向过热的担忧。

## 2.2 通胀峰值3月通过

通货膨胀无疑是当前经济中的主要矛盾，07年以来的物价上涨不断的超出了市场和政府的预期，1月份在春节和雪灾的影响下，CPI创出7.1%的新高，但是通胀的洪峰仍旧没有过去，2月份CPI仍将创出新高。

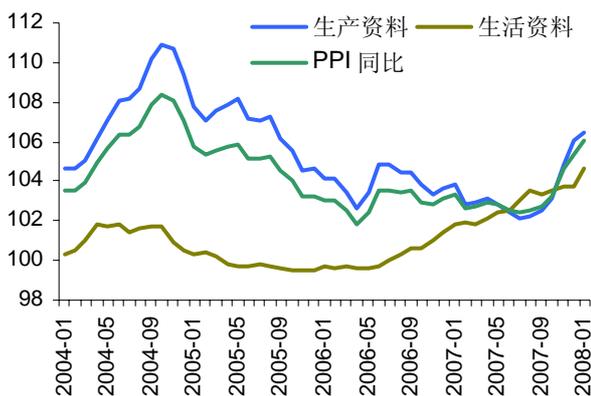
CPI将在2月份创出新高主要是因为：首先春节和雪灾对食品价格的影响巨大。从农业部的数据来看，春节前后该价格指数一度达到了184以上的高位。虽然春节期间（2月3日-2月11日期间）没有统计“菜篮子”价格指数，但是我们观察这期间的肉类、蛋类、水产品和蔬菜价格，发现其平均水平并不低于春节前后的水平。虽然2月份后期雪灾有所减弱，但对农业生产的破坏并非短期内能够恢复。其次，PPI扩散迹象明显，未来可能再次创出新高，并向消费领域传导。最后，受到能源价格上涨、劳动力成本上升等因素的影响，非食品价格的上涨短期内可能难以大幅放缓。

我们在2月中旬曾经预测2月CPI会超过8%（参见《2007年1月物价数据点评》）；目前从“菜篮子”价格指数实际数值来看，食品价格回落的幅度慢于预期。因此我们修正了对CPI的预测，2月份CPI同比增速将在8.5左右。

而在2月份CPI创出新高后，我们预计3月份通胀形势会有所缓解。

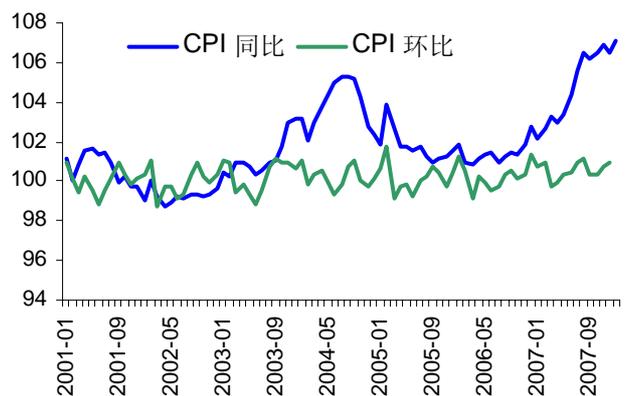
由于春节、雪灾的影响是一次性的，随着这些冲击的消退，以及同比基数逐渐提高，我们认为3月份CPI将会回落。但从菜篮子价格走势来看，食品供给的改善慢于预期，价格难以快速回落，3月份CPI可能仍会在7%左右。

图表13: 生活资料价格涨幅加大, PPI再创新高

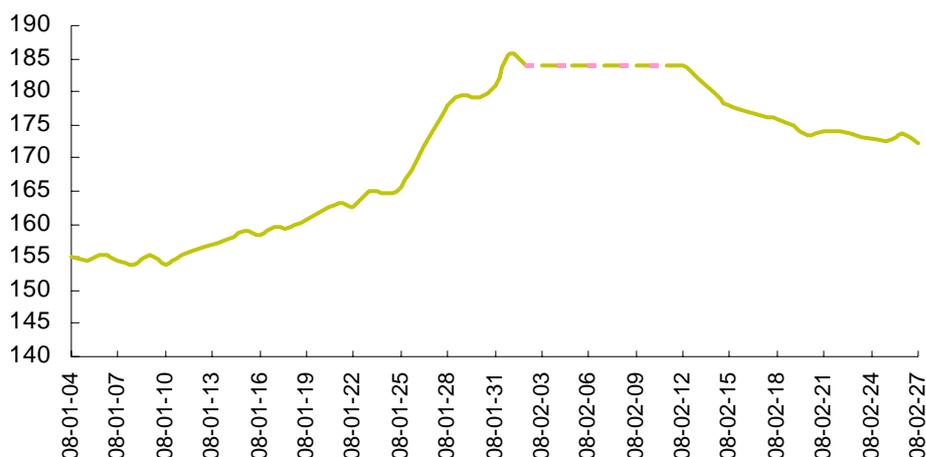


来源: 国金证券研究所

图表14: CPI再创新高



图表15: “菜篮子”价格指数回落的幅度小于预期



来源: 国金证券研究所

虽然今年的总体通胀形势不容乐观,我们预计全年CPI增速将在5%以上,上半年可能在6%左右,但是,如果CPI从2月份的超过8%的峰值回落到3月份的7%附近仍然会让管理层的紧张的情绪有所放松。

总体上看,我们认为,在未来的两个月内,出口增速将会明显下滑,而通胀的峰值也将过去,同时,货币信贷增速的继续回落将对实体经济形成较大抑制,过度的紧缩不利于应对目前复杂的国际经济金融形势,在“科学把握宏观调控的节奏和力度”和“适时适度微调”原则下,宏观紧缩力度可能在3月下旬适度放松。

但是对于这种放松,我们认为出现管理层向2004年在国务院工作会议上高调表态的可能性不大,可能更多的是会体现在实际操作层面对于相关大型投资项目审批和信贷的放松上。

### 3 宏观紧缩适度放松带动投资温和增长

如果宏观紧缩力度有所放松,预计会从信贷和投资两个方面得到反映,但是,我们不认为央行会放松年内银行体系的信贷规模的总限制,季度考核仍将得到实施,但是,央行对于货币紧缩的力度可能会有所减弱。

从投资来看,随着本年度两会换届的进行以及雪灾中所暴露出来的问题,我们预计下列几个方面将是今年投资增长的重点:

#### ■ 灾后重建

国务院办公厅2月28日印发了国务院同意煤电油运和抢险抗灾应急指挥中心组织制订的《低温雨雪冰冻灾后恢复重建规划指导方案》。指导方案明确了灾后恢复重建的重点领域和主要任务:

一是修复重要基础设施。主要包括电网、公路、铁路、民航、城镇供水和污水处理、通信、教育、广播电视、卫生设施等,以及因灾损毁倒塌民房的修建。

二是恢复农业生产。主要包括修复农业、林业生产设施,水利、气象设施,以及支持恢复农业生产的其他措施。

#### ■ 经济适用房和廉租房

3月份两会后,各级地方政府将顺利实现换届,从历次政府换届后的施政方向和实际效果来看,启动系列投资项目,促进本地经济增长和就业提高成为新一届政府主要工作目标。

而在目前中央重视民生和提倡绿色 GDP 的原则下，我们相信，经济适用房和廉租房的建设将是各地新一届政府的重点发展方向。

重庆去年底通过了《重庆市经济适用住房管理暂行办法》，同时明确提出未来5年投入1000亿建设“由政府主导的专门针对低收入群体的住房”，并将以每年不低于180万平方米的规模推进；上海已经提出“新2000万”工程，规划今后五年上海市将新建经济适用住房约2000万平方米、30万套，经济适用房建设规模约占同期新建住宅规模的20%，而首批的400万平米经济适用房预计今年2季度启动；天津日前也表示在2008年将扩大经济适用房和廉租房覆盖面，经济适用房受益范围将由目前的拆迁户扩大到首次置业的低收入住房困难家庭；廉租房受益范围将由“双困”户扩大到低收入住房困难家庭。今年的保障住房建设目标是：新开工建设经济适用房380万平方米，廉租房10万平方米；而北京也在去年底公布了北京市城八区廉租房和经济适用房保障家庭收入、住房、资产标准。

各地政府为经济适用房和廉租房的建设早开始预热了，相信在新的政府班子确立后，相关建设将迅速启动。

### ■ 延期的铁路、公路等中央项目

去年下半年以来，为了控制投资的过快增长，我们看到中央项目投资增速明显下滑，如果宏观紧缩态势有所放松，我们相信这些涉及到铁路、公路和电力等方面的项目将随之启动。

**图表16: 2007年6月以来核准的大型项目**

项目名称	投资额(亿元)	开工日期	计划完工日期
新建海南东环铁路	192	2007-9-30	2011
新建奎屯至北屯铁路	55	2007-9-10	2010
新建阜阳至六安铁路项目	36	N/A	2010
京沪高速铁路	1400	近期	2012
新建厦门至深圳铁路	518	2007-11-23	2010
新建广州至珠海铁路复工	132	2007-9-27	2011
新建向塘至莆田铁路	518	2007-11-24	2012
新建巴彦乌拉至新邱铁路项目	55	2007-11-10	2010
山东莱芜电厂热电联产扩建工程通过核准	27	N/A	N/A
国电沙市热电厂异地新建工程	25	已开工	2009
山东省滨州至德州(鲁冀界)公路	53	近期开工	2010
湖南省永州至蓝山(湘粤界)公路项目	100	近期开工	2010
特高压电网	4060	2006-8-19	2020
湖南省安化(梅城)至邵阳公路项目	80	近期开工	2010
云南省锁龙寺至蒙自公路	38	近期开工	2010
云南省石林至锁龙寺公路	47	近期开工	2010
四川省绵阳至遂宁公路绵阳段	28	近期开工	N/A
湖南省汝城(赣湘界)至道县(湘桂界)公路	164	N/A	N/A
浙江省嘉兴至绍兴跨江公路	116	N/A	N/A
湖北省麻城(皖鄂界)至武汉(长岭岗)公路	40	近期	2010
安徽省马鞍山长江公路大桥	60	近期	N/A
江西省鹰潭至瑞金公路	120	2008-10	2010-09

来源: 国金证券研究所

### 特别声明:

本报告版权归“国金证券研究所”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“国金证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。