

宏观经济 | 宏观专题

政策加力，翘首以盼——对8月PMI和高频数据的思考及未来经济展望



| 报告要点

季节性调整后，8月PMI指数为49.1%，较上月环比回落0.2个百分点。从结构上看，中小型企业景气度的下滑可能是8月PMI回落的主要拖累。从主要分项指数看，供给与需求子指数的双双回落是主要影响因素。同时，钢铁和发电耗煤等上游行业的高频指标在8月也有一定走弱。综合PMI与高频数据表现，我们认为8月工业生产环比乃至整体经济环比增速或进一步放缓。中期而言，我们仍对中国经济新旧动能转换在企业资本支出支持下实现经济复苏抱有信心，但同时，我们认为加大逆周期调节力度和加速推进改革或也已迫在眉睫。

| 分析师及联系人



樊磊

SAC: S0590521120002 SAC: S0590523030001



方诗超

宏观专题

政策加力，翘首以盼——对 8 月 PMI 和高频数据的思考及未来经济展望

相关报告

- 1、《哈里斯的选情明显改观——美国大选观察（一）》2024.08.25
- 2、《静待柳暗花明——7月经济数据点评》2024.08.16

➤ 8月PMI继续回落

8月PMI综合指数为49.1%，较上月（49.4%）回落0.3个百分点，弱于Wind一致预测（49.5%）。季节性调整后，8月PMI指数为49.1%，较上月回落0.2个百分点。从结构上看，大型企业的景气度仍保持在较高的水平，中小型企业景气度下滑较为明显，可能是8月PMI回落的主要拖累。从主要分项指数看，供给与需求子指数的双双回落是主要影响因素，季调后，两者分别较上月下滑0.4、0.3个百分点。此外，原材料与产成品价格指数均明显下降，8月工业品价格或有环比下行的压力。

➤ 实体相关高频数据表现分化

从以2019年为基期的复合同比增速来看，8月上游工业行业整体有所回落，其中发电耗煤量、钢铁生产均较上月有所下滑（两者均较上月回落1.8pct）；中游工业生产有所改善，PTA、纺织、全钢胎与半钢胎的生产都有所回升（分别较上月回升0.5pct、0.9pct、2.5pct、2.4pct）；对下游而言，基建相关高频指标走弱（较上月下降1.1pct）；航运价格明显下滑；新房销售边际改善但仍有待提振。此外，市内地铁客流保持平稳，道路拥堵程度稍有减轻。

➤ 8月工业生产或有所承压

季节性调整后，8月PMI指数较上月环比回落0.2个百分点。虽然8月PMI回落的幅度相对温和，但历史经验显示，PMI季调环比与工业增加值环比之间有一定相关性。此外，钢铁和发电耗煤等上游行业的高频指标在8月也有一定走弱。综合PMI与高频数据表现，我们认为8月工业生产环比乃至整体经济环比增速或进一步放缓。从目前来看，财政发力不足、居民信心偏弱、乃至出口或现拐点可能都对三季度经济造成压力。

➤ 政策加力和改革加速或已刻不容缓

中期而言，我们仍对中国经济新旧动能转换在企业资本支出支持下实现经济复苏抱有信心。一方面，制造业投资整体仍保持扩张趋势，表明在地产以外的领域扩大再生产的过程仍在持续，新动能逐步替代旧动能的大逻辑没有改变。近几个月社融总量的季调环比也出现了企稳的迹象。另一方面，考虑到短期需求与预期交织可能出现螺旋式下降的风险，我们认为加大逆周期调节力度和加速推进改革或也已迫在眉睫，货币、财政、乃至地产政策等进一步加大逆周期调节力度值得期待。

风险提示：政策与预期不一致，地缘政治关系恶化超预期，外需超预期下行，地产出现系统性风险。



扫码查看更多

正文目录

1.	8月 PMI 继续回落	5
1.1	8月 PMI 环比下滑	6
1.2	中小企业景气下降是主要拖累	7
1.3	供需均有所回落	7
1.4	8月 PPI 或有下行压力	10
2.	实体相关高频指标表现分化	12
2.1	上游发电、钢铁生产有所回落	12
2.2	中游行业开工有所改善	13
2.3	基建仍有待提振	15
2.4	地产市场仍表现偏弱	15
2.5	市内拥堵情况稍有下降	16
2.6	航运价格有所下降	17
3.	未来经济展望	18
3.1	8月工业生产或有所承压	18
3.2	政策调整和改革加速或已刻不容缓	18
4.	风险提示	20

图表目录

图表 1:	实体经济重要指标 (基准预测)	5
图表 2:	PMI 分项指数较上月变动的情况	5
图表 3:	中国 PMI 综合指数	6
图表 4:	中国 PMI 综合指数 (季调)	6
图表 5:	大中小企业 PMI 指数 (季调)	7
图表 6:	PMI 新订单和生产子指数 (季调)	8
图表 7:	PMI 新出口订单和进口子指数 (季调)	9
图表 8:	新出口订单指数较上月变动 vs 出口环比	9
图表 9:	进口指数较上月变动 vs 进口环比	9
图表 10:	PMI 产成品和原材料库存 (季调)	10
图表 11:	PMI 产成品和原材料价格子指数 (季调)	11
图表 12:	原材料价格指数到荣枯线距离 vs PPI 环比	11
图表 13:	产成品价格指数到荣枯线距离 vs PPI 环比	11
图表 14:	重点发电集团日耗煤 (周平均)	12
图表 15:	重点企业粗钢日均产量	13
图表 16:	PTA 开工率	13
图表 17:	江浙地区涤纶长丝开工率	14
图表 18:	汽车轮胎开工率 (全钢胎)	14
图表 19:	汽车轮胎开工率 (半钢胎)	14
图表 20:	石油沥青装置开工率	15
图表 21:	100 大中城市成交土地溢价率	16
图表 22:	30 大中城市商品房成交面积 (当周值)	16

图表 23:	19 城地铁客运量	16
图表 24:	99 城高德拥堵延时指数 (周平均)	17
图表 25:	中国出口集装箱运价指数	17
图表 26:	国际干散货运价指数	17

图表1: 实体经济重要指标 (基准预测)

指标 (%)	8月	9月	10月	11月	12月
GDP	/	4.9	/	/	5.2
固定资产投资	6.4	6.0	6.8	7.2	4.6
地产投资	-5.7	-5.6	-6.8	-6.0	-7.7
制造业投资	9.6	8.7	10.2	10.7	6.5
基建投资	8.9	8.1	8.3	8.0	6.5
社零	5.5	3.4	5.4	6.6	6.4
出口	9.6	7.7	10.9	10.0	11.0

资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: GDP 为不变价当季同比, 其余指标为当月同比, 其中出口为以美元计价的出口金额的当月同比。

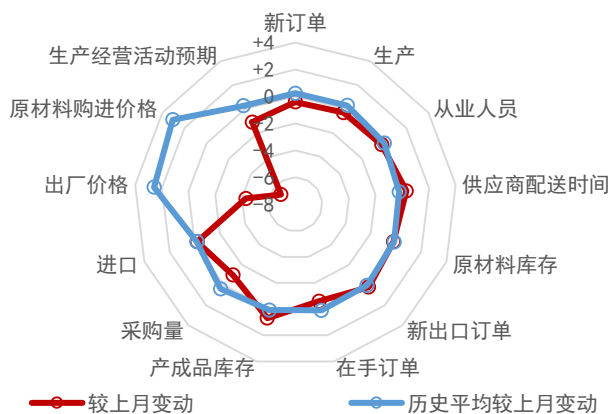
1. 8月 PMI 继续回落

8月 PMI 综合指数为 49.1%, 较上月 (49.4%) 回落 0.3 个百分点, 弱于 Wind 一致预测 (49.5%)。季节性调整后, 8月 PMI 指数为 49.1%, 较上月环比回落 0.2 个百分点。

从不同规模企业的表现上来看, 大型企业的景气度仍保持在较高的水平, 中小型企业景气度下滑较为明显, 可能是 8月 PMI 回落的主要拖累因素。

从主要分项指数来看, 供给与需求子指数的双双回落是主要影响因素。季节性调整后, 供给与需求子指数分别较上月下滑 0.4、0.3 个百分点。此外, 原材料与产成品价格指数均明显下降, 8月工业品价格或有环比下行的压力。

图表2: PMI 分项指数较上月变动的情况

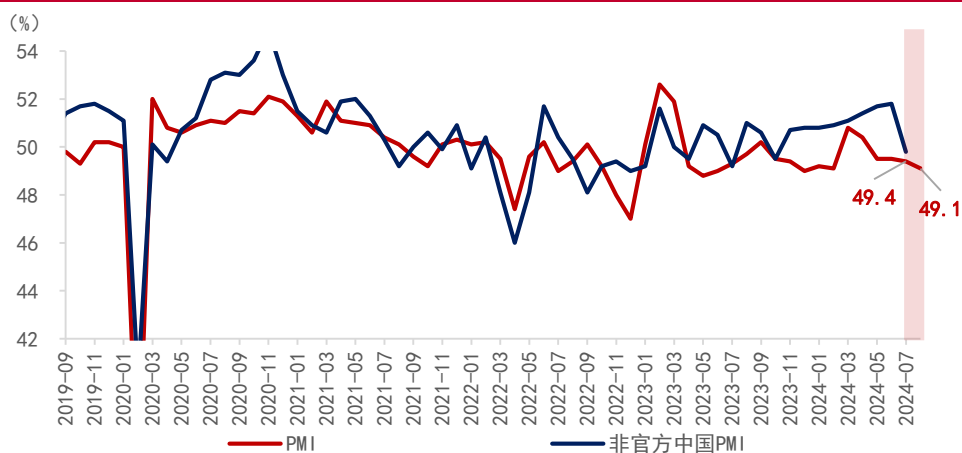


资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 历史平均较上月变动指 2016-2019 年相应 PMI 指数的平均值较上月变动。

1.1 8月 PMI 环比下滑

8月 PMI 综合指数为 49.1%，较上月（49.4%）回落 0.3 个百分点，也弱于 Wind 一致预测（49.5%）。

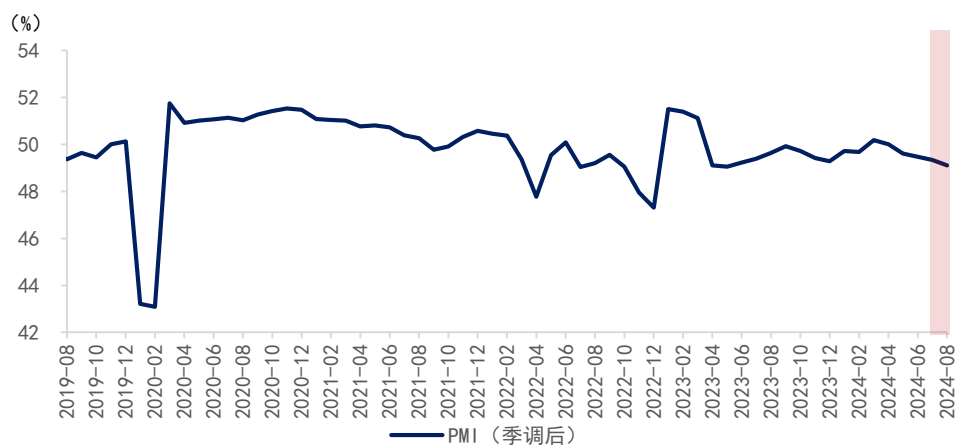
图表3：中国 PMI 综合指数



资料来源：Wind，国联证券研究所

从季节性调整后的数据看，8月 PMI 指数为 49.1%，较上月环比回落 0.2 个百分点。

图表4：中国 PMI 综合指数（季调）



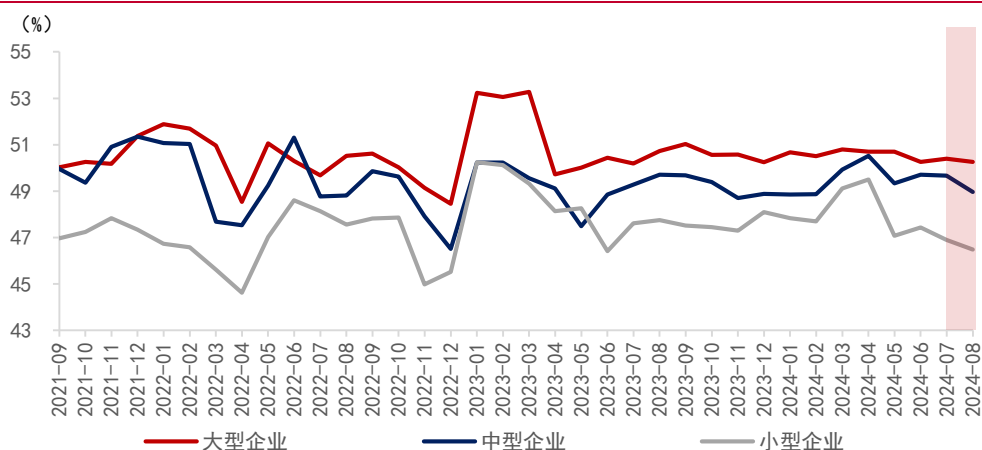
资料来源：Wind，国联证券研究所

1.2 中小企业景气下降是主要拖累

从不同规模企业的表现上来看，大型企业的景气度仍保持在较高的水平，中小型企业景气度下滑较为明显，可能是8月PMI回落的主要拖累因素。

具体而言，季节性调整后，8月大型企业PMI为50.3%（前值50.4%）；中型企业PMI为49.0%，较上月回落0.7个百分点；小型企业PMI为46.5%，较上月下降0.4个百分点。

图表5：大中小企业PMI指数（季调）

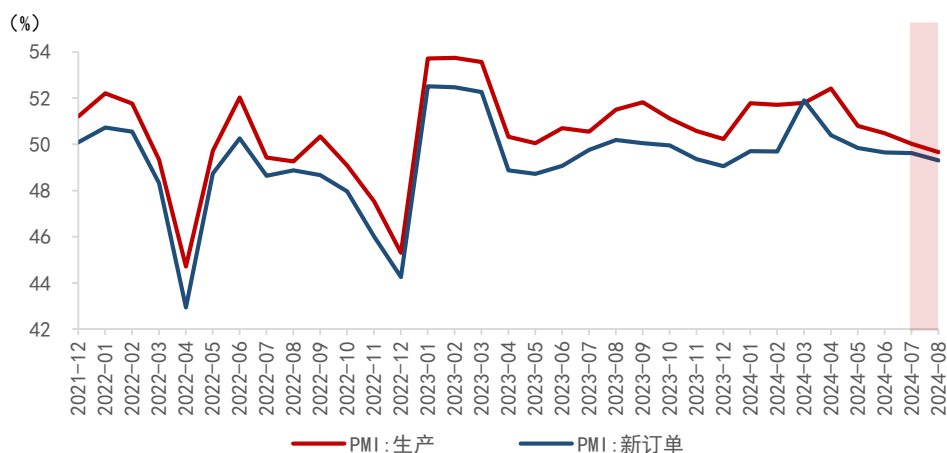


资料来源：Wind，国联证券研究所

1.3 供需均有所回落

从供需相关的分项指数来看，8月供需可能均有所走弱。季节性调整后，8月新订单指数为49.3%，较上月回落0.3个百分点，生产子指数为49.7%，较上月下降0.4个百分点。

图表6: PMI 新订单和生产子指数 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

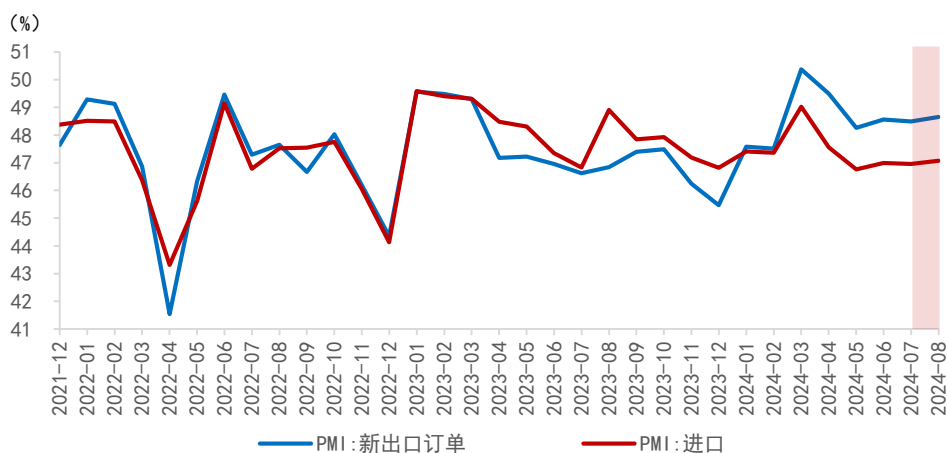
值得注意的是,与外贸相关的订单子指数表现出了一定的韧性。季节性调整后,8月新出口订单子指数在为48.6%,较上月回升0.2个百分点;而与内需更相关的进口子指数为47.1%,较上月回升0.1个百分点。

我们认为,造成这一现象一定程度上还是与外贸环境的不确定性较高造成的“抢出口”有关。比如,8月20日欧盟披露对从中国进口的纯电动汽车征收最终反补贴税的决定草案,最终措施将在四个月内实施¹。8月15日,中国商务部、海关总署发布《关于对锑等物项实施出口管制的公告》,自2024年9月15日起正式实施²。

¹ https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_24_4301

² https://www.mofcom.gov.cn/zwgk/zcfb/art/2024/art_a4711acb06364199a3c5a06d7f2be6d8.html

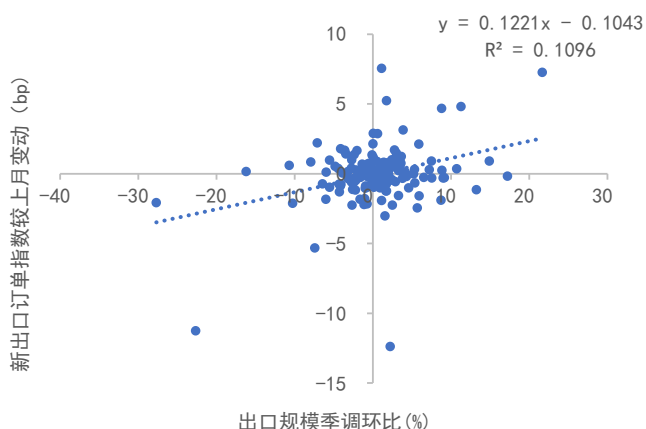
图表7: PMI 新出口订单和进口子指数 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

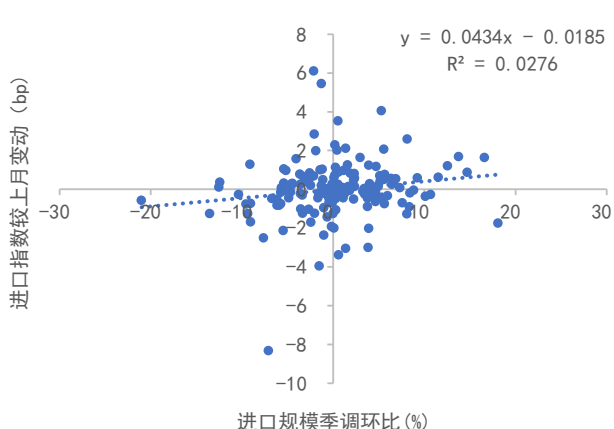
当然,需要注意的是,出口规模与出口子指数、进口规模与进口子指数在历史上相关性有限,需谨慎参考。其中的一个原因是,PMI 指数给予大小企业的权重相同,但是大小企业的外贸情况可能存在分化,这就导致进出口规模的变化与 PMI 指数的变动时常并不一致。

图表8: 新出口订单指数较上月变动 vs 出口环比



资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 时间范围为 2011.1-2024.06

图表9: 进口指数较上月变动 vs 进口环比

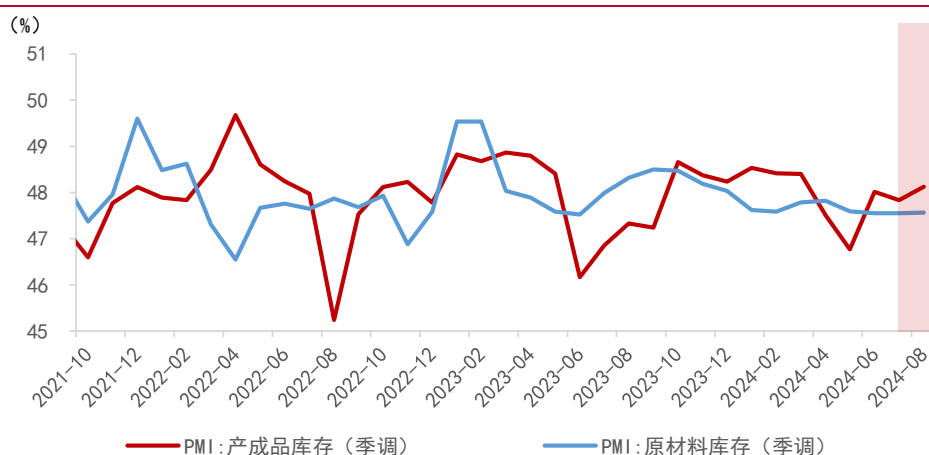


资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 时间范围为 2011.1-2024.06

制造业企业原材料库存继续保持平稳，产成品库存或有所回升。

从季节性调整后的数据来看，8月原材料库存子指数为47.6%，与上月基本持平；8月产成品库存子指数为48.1%，较上月回升0.3个百分点，显示制造业企业的产成品库存或有所回升。

图表10: PMI 产成品和原材料库存 (季调)



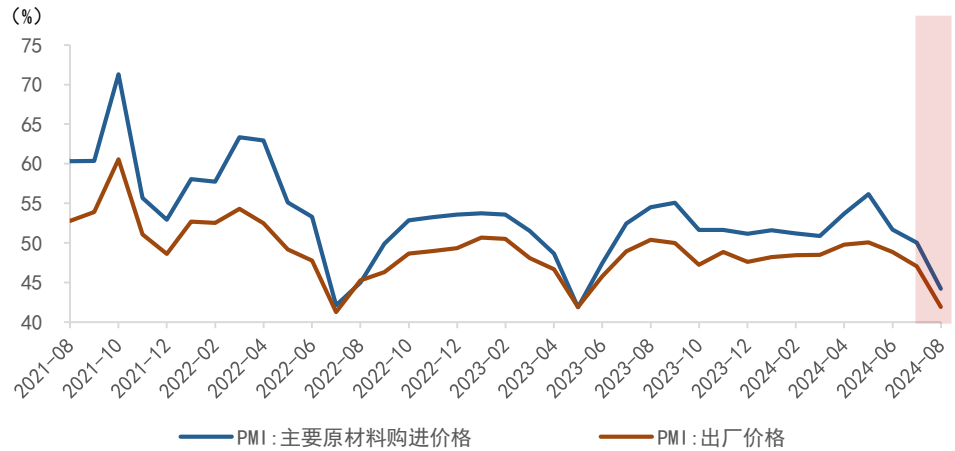
资料来源: Wind, 国联证券研究所

1.4 8月PPI或有下行压力

8月原材料与产成品价格指数双双回落。剔除季节性因素之后，8月原材料购进价格子指数为44.2%，较上月下降5.8个百分点；8月产成品价格子指数为41.9%，较上月下降5.2个百分点。

PMI 价格指数的大幅下滑相当程度上受到国家大宗商品价格包括原油价格 8 月份均价显著低于 7 月份的影响。

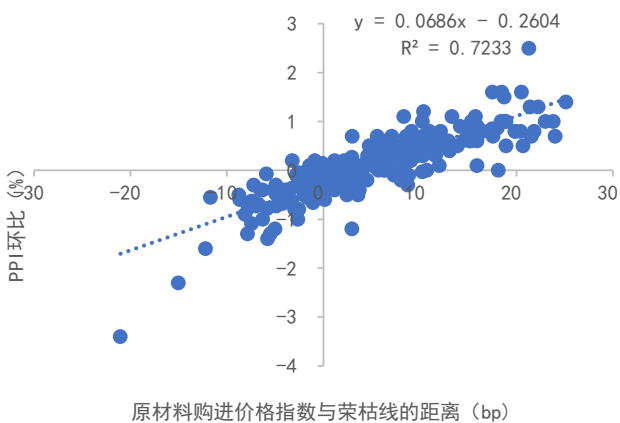
图表11: PMI 产成品和原材料价格子指数 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

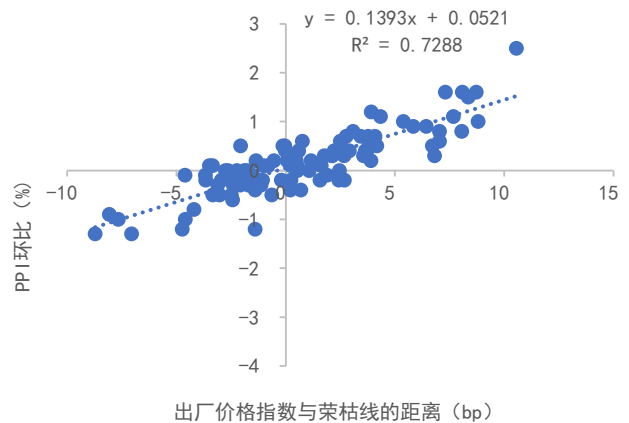
从历史走势看, PMI 原材料和产成品价格子指数到荣枯线的距离与 PPI 环比高度正相关。参考对应的计量模型, 分别根据原材料购进价格指数、产成品价格指数推断, 8 月 PPI 环比都未落在正增长区间 (预测结果分别为-0.3%、0.0%)。这意味着 8 月工业品价格或仍有较大的环比下行的压力。

图表12: 原材料价格指数到荣枯线距离 vsPPI 环比



资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 时间范围为 2005.1-2024.07

图表13: 产成品价格指数到荣枯线距离 vsPPI 环比



资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 时间范围为 2016.1-2024.07

2. 实体相关高频指标表现分化

8月实体相关高频指标明显分化：上游工业生产整体有所回落，但中游工业生产有所改善。从与终端需求直接相关的下游情况来看，基建相关高频指标走弱，地产销售边际回升但仍偏弱。

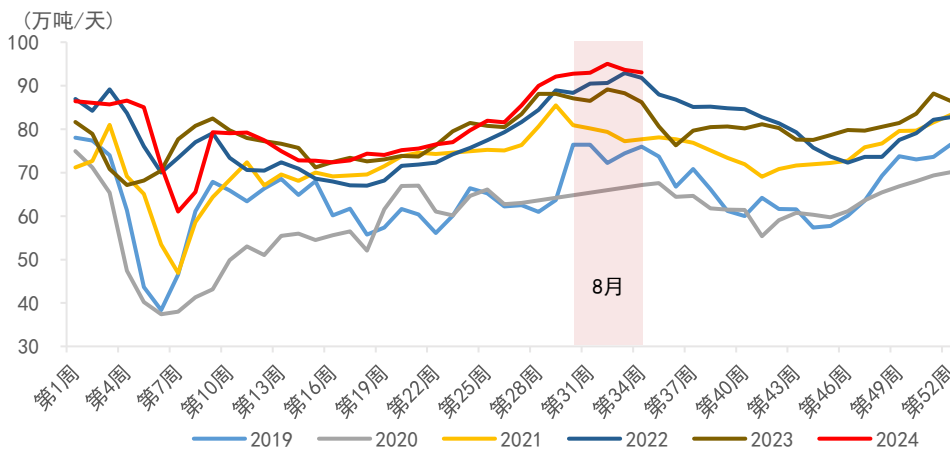
其中，上游工业行业中，发电耗煤量、钢铁生产均较上月有所回落；中游工业行业中，纺织、PTA、轮胎生产均有所回升；对下游而言，基建相关高频指标仍然偏弱；航运价格明显下滑；新房销售边际改善但仍有待提振。此外，市内地铁客流保持平稳，道路拥堵程度稍有减轻。

2.1 上游发电、钢铁生产有所回落

上游工业行业中，发电耗煤量和钢铁生产较上月均有一定程度的放缓。

发电耗煤水平有一定下降。8月主要发电企业日耗煤量较2019年同期复合平均增长4.6%，较6、7月的水平（6、7月分别为5.0%、6.4%）有所回落。

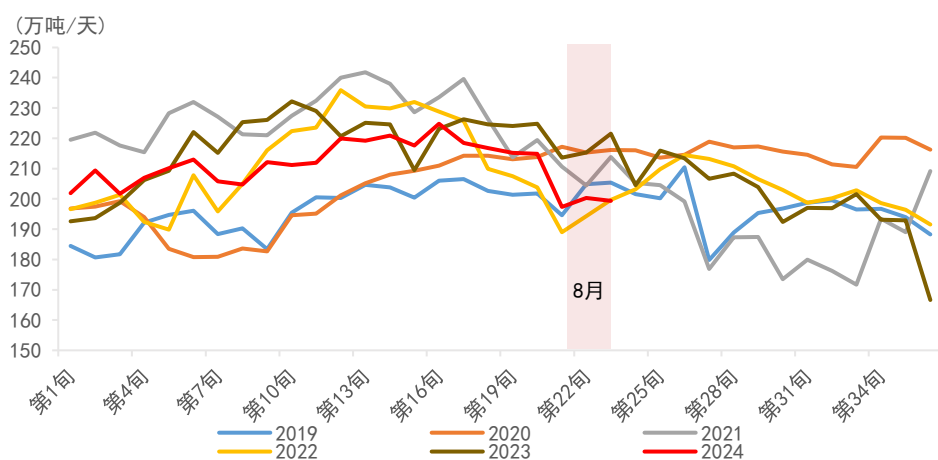
图表14：重点发电集团日耗煤（周平均）



资料来源：I finD，国联证券研究所

钢铁生产有所回落。相较2019年同期水平，8月中上旬粗钢产量的复合平均增速为-0.5%，较7月中上旬的复合平均增速（1.3%）也有所回落。

图表15：重点企业粗钢日均产量



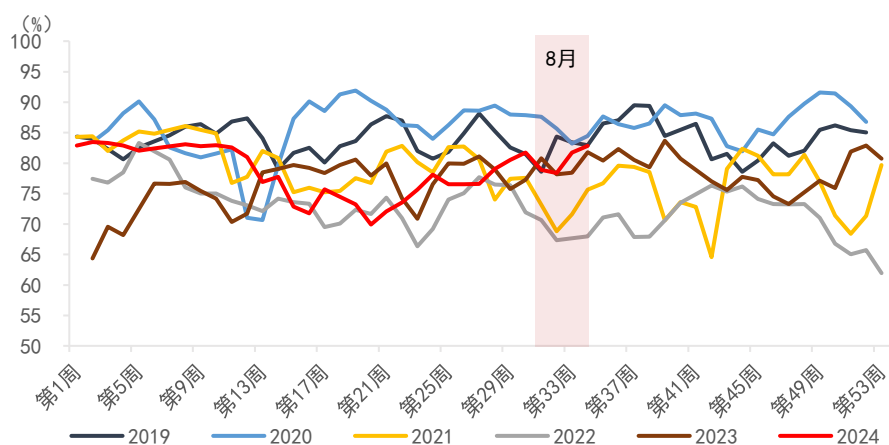
资料来源：Wind，国联证券研究所

2.2 中游行业开工有所改善

中游工业行业中，PTA、纺织、轮胎行业的开工率均有所回升。

PTA 生产有所回升。相较 2019 年同期，8 月 PTA 开工率的复合同比增速为-0.7%，与 7 月（-1.2%）相比降幅小幅收窄 0.5 个百分点。

图表16：PTA 开工率

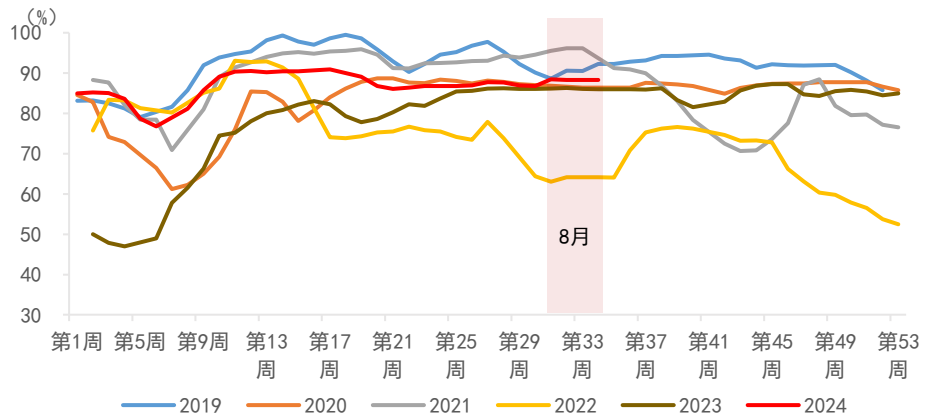


资料来源：Wind，国联证券研究所

纺织行业开工率有所上行。8 月江浙涤纶长丝开工率较 2019 年同期的复合平均增速

为-0.6%，较上月（-1.4%）有一定回升。

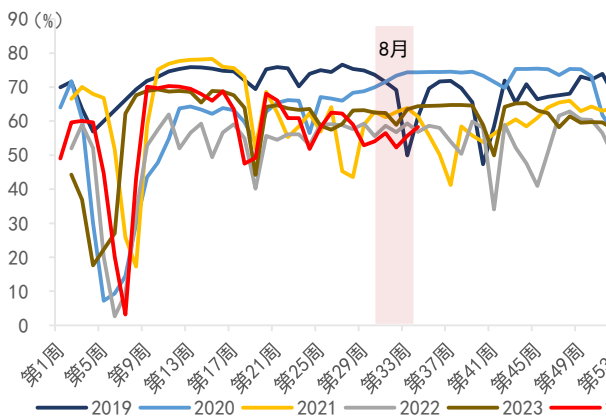
图表17：江浙地区涤纶长丝开工率



资料来源：Wind，国联证券研究所

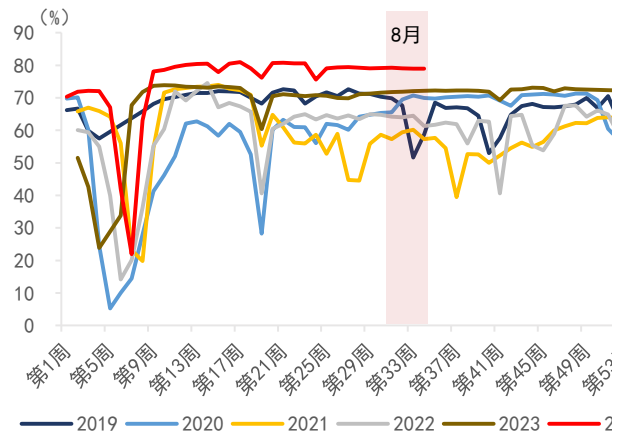
轮胎生产整体改善。8月，主要应用于轿车的半钢胎开工率相较2019年同期的复合平均增速为4.6%，较7月（2.1%）明显回升；而主要应用于货车以及大型客车的全钢胎生产较2019年同期的复合平均增速为-2.8%，也较7月（-5.4%）有所好转。

图表18：汽车轮胎开工率（全钢胎）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表19：汽车轮胎开工率（半钢胎）

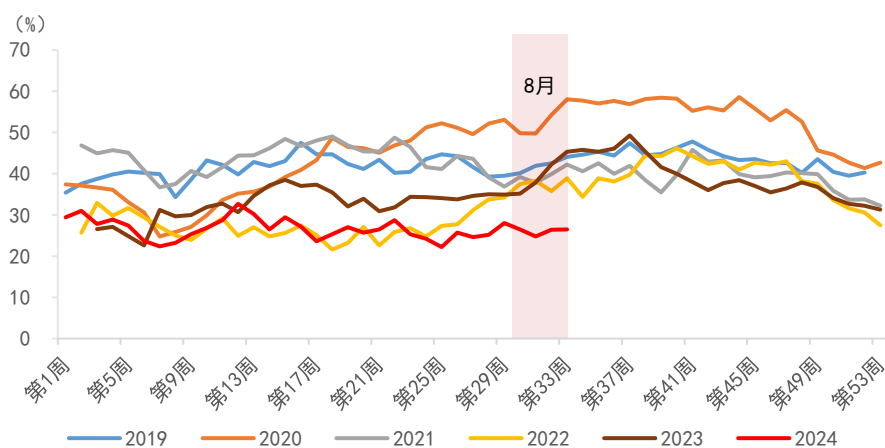


资料来源：Wind，国联证券研究所

2.3 基建仍有待提振

基建相关高频指标仍然偏弱。相较 2019 年同期，8 月石油沥青装置开工率的复合平均增速为-9.5%，介于 6、7 月的水平之间（6、7 月分别为：-10.8%、-8.4%）。这可能部分与 8 月大部分地区气温较常年偏高³，影响户外施工有关。

图表20：石油沥青装置开工率



资料来源：Wind，国联证券研究所

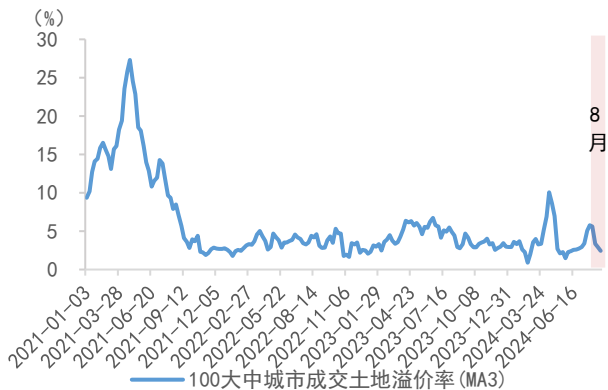
2.4 地产市场仍表现偏弱

土地市场方面，100 大中城市成交土地溢价率平均为 2.9%（前值 4.7%），较上月有所下滑。

新房销售量边际改善。相较 2019 年同期水平，8 月 30 大中城市新房销售面积的复合平均增速为-14.3%（前值-15.8%），降幅较上月有所缩窄。

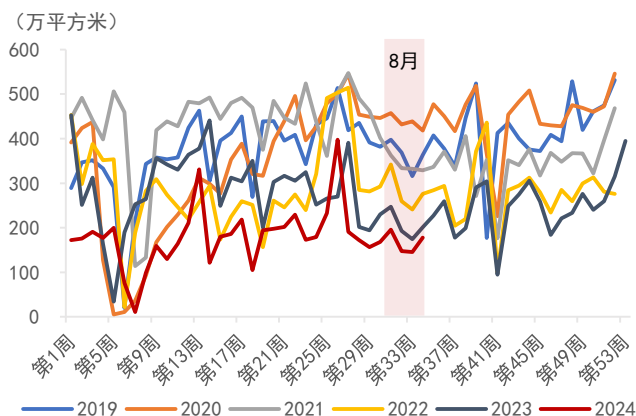
³ <http://www.news.cn/politics/20240801/4178257efc334312bca5e2d760f4880a/c.html>

图表21: 100大中城市成交土地溢价率



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表22: 30大中城市商品房成交面积(当周值)

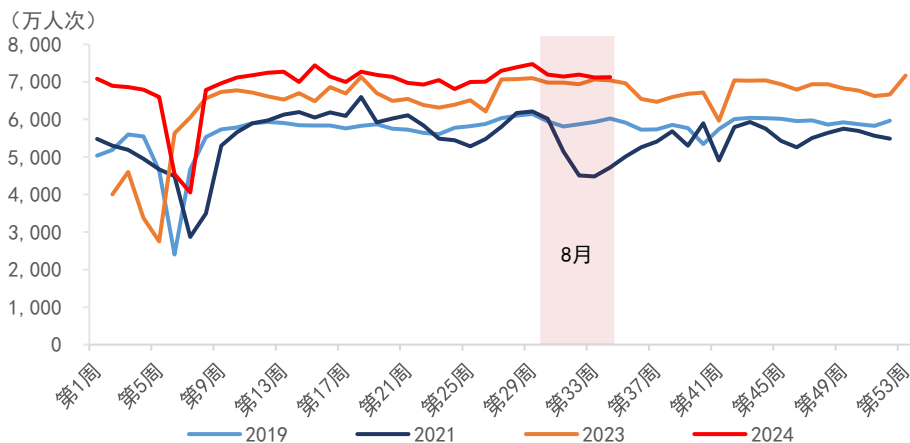


资料来源: Wind, 国联证券研究所

2.5 市内拥堵情况稍有下降

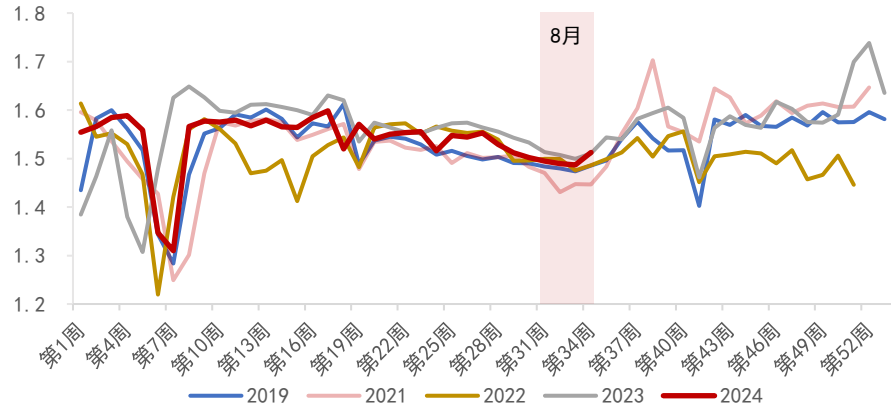
8月地铁客运量保持平稳。从19大中城市的地铁客运量来看,8月地铁客流与2019年同期水平相比复合平均增长3.9%,与6-7月(3.9%)持平。

图表23: 19城地铁客运量



资料来源: Wind, 国联证券研究所

市内拥堵程度略有下降。相较2019年同期,99城平均的高德延时指数的复合平均增速为0.2%,较上月略有下降(前值+0.4%),表明市内交通的拥堵情况稍有减轻。

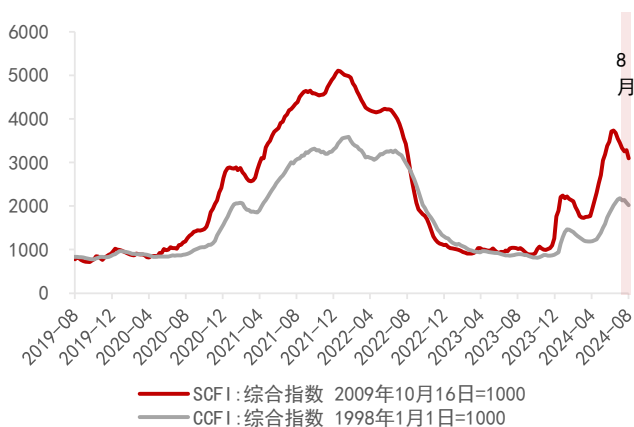
图表24：99城高德拥堵延时指数（周平均）


资料来源：Wind，国联证券研究所

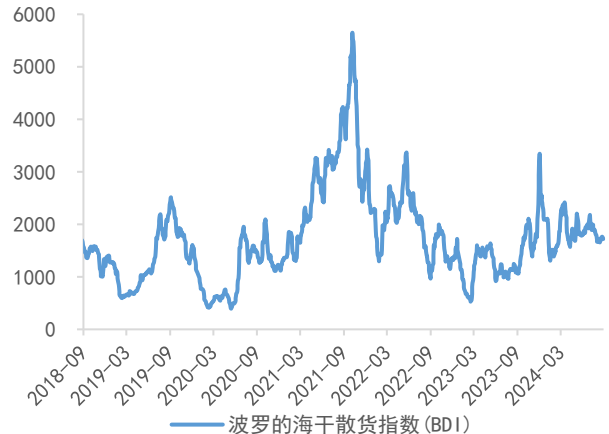
2.6 航运价格有所下降

8月集装箱运价综合指数明显下降。或受到海外买家的采购需求放缓的影响，8月上
 海出口集装箱运价指数（SCFI）较7月环比下降10.0%，较上月有较大幅度的下滑（上
 月环比+4.7%）；8月中国出口集装箱运价指数（CCFI）较7月环比下降0.8%（前值
 +19.1%）。

8月干散货运价指数也有下滑。8月波罗的海干散货运价指数较上月环比下降11.6%
 （前值+0.2%）。

图表25：中国出口集装箱运价指数


资料来源：Wind，国联证券研究所

图表26：国际干散货运价指数


资料来源：Wind，国联证券研究所

3. 未来经济展望

综合 PMI 与高频数据表现，我们认为 8 月工业生产环比乃至整体经济环比增速或进一步放缓。从目前来看，财政发力不足、居民信心疲软、乃至出口或现拐点可能都对三季度经济造成压力。就中期而言，我们仍然对中国经济新旧动能转换、企业资本开支驱动的中国新周期抱有信心，但是更大力度推动逆周期政策发力、避免政策摇摆并加大改革力度显然已经刻不容缓。

3.1 8 月工业生产或有所承压

季节性调整后，8 月 PMI 指数为 49.1%，较上月环比回落 0.2 个百分点。虽然 8 月 PMI 回落的幅度相对温和，但历史经验显示，PMI 季调环比与工业增加值环比之间有一定相关性，我们认为 8 月工业生产环比增长或进一步放缓。此外，钢铁和发电耗煤等上游行业的高频指标在 8 月也有一定走弱。

当然，结合高频数据来看，基建高频数据偏弱或暗示财政发力尚未显现；出行数据中性偏弱可能也与近期社会普遍关注的消费疲软、一些高端餐饮店铺关停保持一致；航运价格下行可能意味着出口拐点也有所显现。30 城新房销售数据的边际回升，表明一手地产销售可能有逐步企稳的可能，但是在地产库存较高的背景下，地产投资短期或难以明显得到提振——当然，一手房销售能否真正企稳也在很大程度上取决于经济基本面是否能有所改观。

3.2 政策调整和改革加速或已刻不容缓

就中期而言，我们仍然对中国经济新旧动能转换在企业资本支出支持下实现经济复苏抱有信心（《中国经济的新周期和新特征——2024 年宏观展望——中国经济如何走向复苏（四）》）：

- 一方面，制造业投资整体仍保持扩张趋势（剔除 6 月制造业投资的异常高增），表明在地产以外的领域继续扩大再生产的过程仍在持续，新动能逐步替代旧动能的大逻辑并没有改变。
- 另一方面，即使在叫停手工补息、金融整顿减少资金流转的背景下，社会融资总

量季调环比近几个月已经有企稳的迹象（《静待柳暗花明——7 月经济数据点评》）。虽然社融和经济的关系目前在发生深刻变化（《物价与金融数据无须过度担忧——4 月金融物价数据点评》），但是作为传统的经济领先指标，社融的企稳毫无疑问有着积极的意义。

然而，在政策发力或不够积极、风险偏好下降的过程中，短期需求与预期交织出现螺旋式下降的风险需要密切关注，我们认为加大逆周期调节力度和加速推进改革或也已迫在眉睫。

- 第一，货币、财政、乃至房地产政策进一步加大逆周期调节力度值得期待。8 月 26 日，人民银行召开座谈会⁴，潘功胜行长表示：央行在“在 2 月、5 月、7 月先后三次实施了比较大的货币政策调整”，“下一阶段，中国人民银行……将继续坚持支持性的货币政策立场，加强逆周期调节……同时，研究储备增量政策举措。”8 月 30 日财政部发布 2024 年上半年中国财政政策执行情况报告⁵，提出“五方面加大财政政策实施力度”。

我们认为，货币政策方面，进一步降准降息、推出结构性货币政策、甚至对于存量房贷利率进行调整都是政策的可能选项。财政政策方面，加快政府债券发行、增加政策性银行贷款额度等举措也都属于题中之义。

- 第二，避免政策摇摆稳定市场主体信心。近期人民银行货币政策委员会委员黄益平指出⁶，要避免一方面政策主张提振经济，一方面一些地方政府“查税三十年”、过度渲染降薪、补税。我们认为，稳定居民、企业、和市场预期也是稳定经济增长的重中之重。
- 第三，加速推进改革。一些改革措施既利于长远，也能对短期经济增长起到提振作用，例如以负面清单方式加大市场准入放开力度等。

8 月 29 日中央全面深化改革委员会第六次会议召开⁷，通过了《中央和国家机关有关部门贯彻实施党的二十届三中全会〈决定〉重要改革举措分工方案》。会议指出“党的二十届三中全会对进一步全面深化改革作出全面部署，确定了 300 多项重大改革举措”，“要把准改革的战略重点和优先方向，合理安排改革举措的先

⁴ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5443334/index.html>

⁵ https://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202408/t20240830_3942886.htm

⁶ <https://nsd.pku.edu.cn/sylm/gd/537288.htm>

⁷ https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202408/content_6971175.htm

后顺序、节奏时机”，“推动标志性改革举措加快落地”。

4. 风险提示

政策与预期不一致：若政策落地时间与力度有所变化，则相关领域的增速可能不符合我们的预期。

地缘政治恶化超预期：如果出现地缘政治事件，则出口可能不符合我们的预期。

外需超预期下行：如果外需超预期下行，则出口可能不符合我们的预期。

地产出现系统性风险：如果地产出现系统性风险，则经济复苏可能慢于我们的预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼