

宏观经济分析理论、方法、体系与观点

——宏观专题报告

西部证券研发中心

2024年8月22日

分析师 | 边泉水 S0800522070002 bianquanshui@research.xbmail.com.cn



并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费



主要观点

【核心结论】当前内外宏观环境正在发生深刻变化，在总量增速逐步降低的背景下，市场更加关注结构层面的机会。因此，宏观研究的分析框架也需要进一步细化。我们基于宏观经济分析的主要任务，从经济增长、经济结构和货币三个维度出发，构建宏观经济分析框架，并基于这一框架，提出当前经济依然运行在修复式增长的框架中，弹性有限。

【报告亮点】从人口周期、朱格拉周期、库兹涅兹周期和库存周期出发，梳理现有的宏观、中观经济指标体系，搭建可想象、可追踪、可验证的宏观分析框架，并基于修复式增长的框架对当前经济形势作出判断。

【主要逻辑】

- 宏观经济分析的主要任务：准确判断宏观经济形势和资产价格，寻找资产配置的预期差。
- 宏观经济分析的指标体系：实体经济：（GDP、月度经济活动数据）、物价、货币财政、国际收支。
- 当前经济运行在修复式增长的框架中：1) 居民、企业和地方政府三大部门的增长动能不足；2) 经济修复的时间较长；3) 没有通胀压力；4) GDP增速环比、同比波动较大，经济预测的不确定性上升。
- 预计2024下半年GDP增长5%左右，通胀温和回升。

【风险提示】

宏观政策不及预期，经济形势存在不确定性，地产风险外溢，海外金融市场回调幅度超预期，数据统计存在遗漏或偏差。



1 宏观经济发展的背景及转型	04
1.1 宏观经济发展背景	05
1.2 转型的宏观经济学定义	06
1.3 宏观经济分析方法论	07
1.4 宏观经济分析的主要任务	17
1.5 宏观经济分析的覆盖面	18
2 周期理论是基于经验的重要框架	20
2.0 周期理论概述	21
2.1 人口周期	22
2.2 朱格拉周期	25
2.3 库兹涅茨周期	26
2.4 库存周期与美林投资时钟	27
2.5 中国经济周期	29
3 数据验证	32
3.1 宏观经济指标分析方法	33
3.2 数据使用方法	58
3.3 政策分析	64
4 大势研判	70



目 录

CONTENTS

- 1 宏观经济发展的背景及转型.....4
- 2 周期理论是基于经验的重要框架.....20
- 3 数据验证32
- 4 大势研判.....70



一、宏观经济发展的背景及转型

1.1 宏观经济发展背景：“大缓和”时代

- 80年代以后，发达国家通胀水平和波动下降，增长波动下降
- 对其原因有争议
 - 政策作用，尤其是货币政策
 - 运气：经济面临较少供给面冲击
 - 人口结构变化



一、宏观经济发展的背景及转型

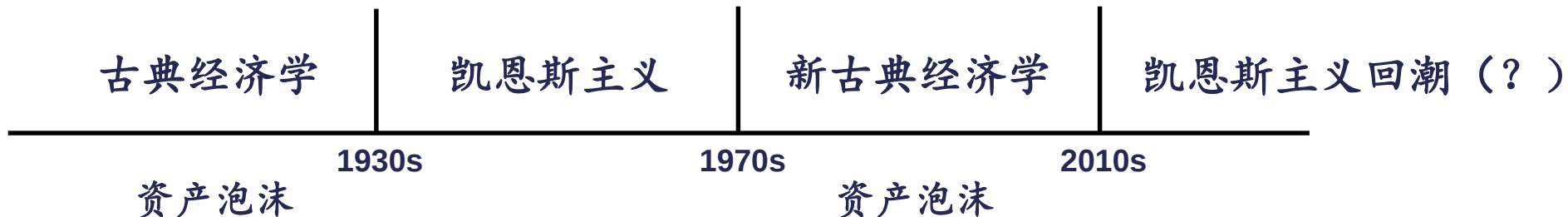
1.2 转型的宏观经济学定义：全球金融危机冲击古典经济学

- 经济大衰退，失业大幅上升，很难用均衡的变化解释
- 政府干预大幅增加
 - 主要发达国家政府救助金融体系
 - 减税，扩大财政支出支持总需求（IMF的新政）
 - 货币大宽松（量化宽松等非常规手段）
 - 宏观审慎管理（金融压抑）
 - 中国2008年出台“4万亿”投资计划



一、宏观经济发展的背景及转型

1.3 宏观经济分析方法论：经济学两大流派的变迁



- 古典经济学：强调“理性”，供给决定需求，政府干预弊大于利
- 凯恩斯主义：强调“非理性”，需求决定供给，需求不足时需要政府干预
- 历史的相似：两次凯恩斯主义兴起发生在资产泡沫破灭和金融危机之后
 - 1920年代：经济快速增长，股市泡沫
 - 1990年代-2000年代初：大缓和（Great moderation），资产泡沫



一、宏观经济发展的背景及转型

1.3 宏观经济分析方法论：古典经济学

■ 古典经济学的两个部分

- 一般均衡论 (general equilibrium theory)
- 货币数量论 (quantity theory of money)

■ 一般均衡论：解释商品的相对价格和资源配置

- Alfred Marshall: 单一商品供给和需求
- Leon Walras: 存在至少一个价格和数量系统使得每个商品的供给和需求平衡
- Pareto efficiency: 给定现有的财富分配，市场有效配置资源：失业是自愿选择

■ 货币数量论：解释商品的货币价格和一般价格水平

- 1920年代：经济快速增长，股市泡沫
- 1990年代-2000年代初：大缓和（Great moderation），资产泡沫



一、宏观经济发展的背景及转型

1.3 宏观经济分析方法论：古典经济学（续）

■ 萨伊定律（Say's Law）：供给创造需求

- 基本观点：经济在受到这些冲击后，产生短暂的波动，但自身有稳定机制，很快回到充分就业
- 很难解释1930年代大萧条带来的持续的高失业

■ 收入分配问题

- 生产要素边际产出决定初次收入分配
- 不一定代表社会福利最优



一、宏观经济发展的背景及转型

1.3 宏观经济分析方法论：凯恩斯理论

■ 凯恩斯的总供给理论：需求决定供给

- 总需求：居户和企业购买商品和服务的总支出—消费和投资需求
- 总供给：为满足总需求所需要雇佣的工人数
- 总需求决定总供给（就业人数）

■ 对大萧条的解释：投资者信心是经济周期的重要驱动力量（animal spirit）

- 投资者信心下降，股市下跌
- 企业减少投资，生产机器的工人失业
- 失业的工人降低消费，生产消费品的工人失业

■ 有效需求不足：非自愿失业

■ 凯恩斯的货币理论：流动性偏好决定货币需求，货币是内生的

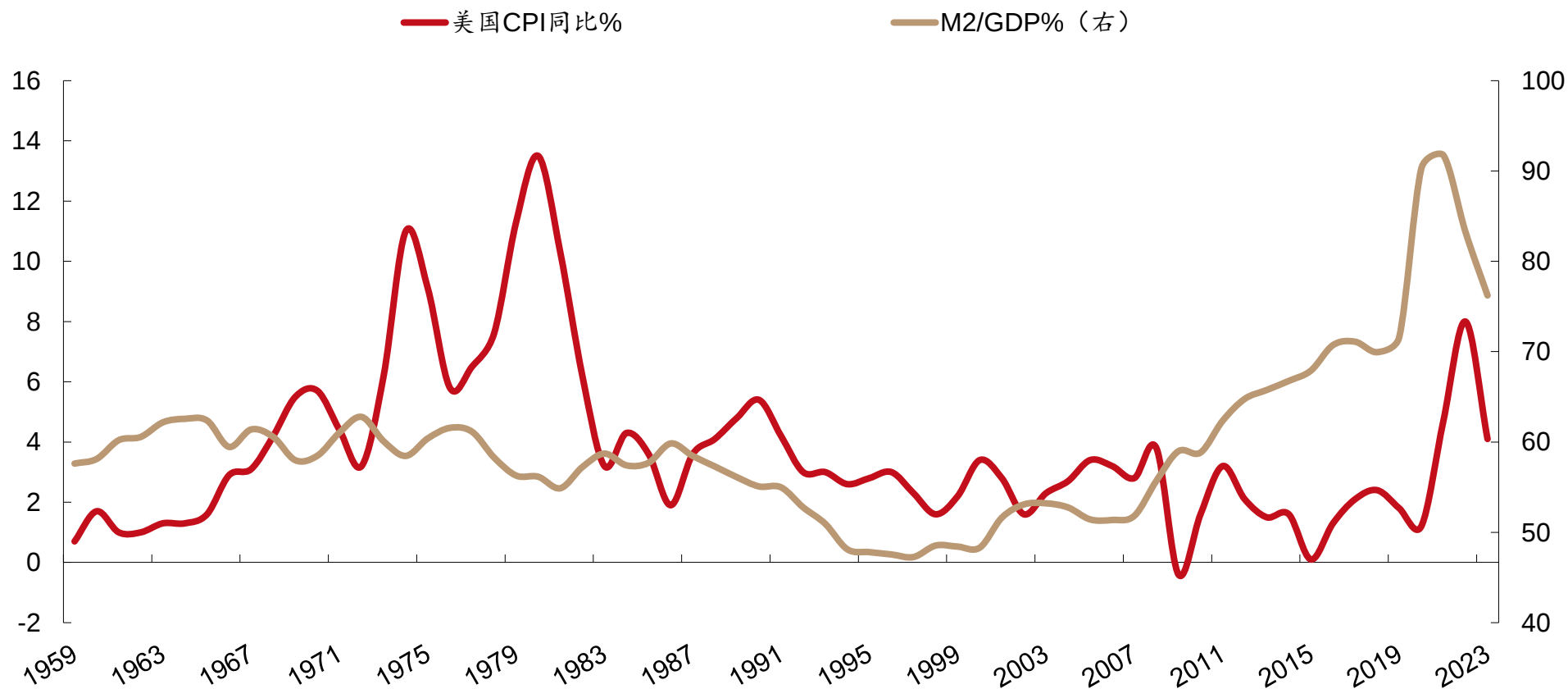
- 货币的储值功能和流动性偏好
- 流动性偏好（货币需求）和货币供给决定利率
- 高利率是导致投资弱、经济萧条的重要原因

■ 货币短期不是中性的，影响实体经济，而“长期我们都不在了”



一、宏观经济发展的背景及转型

1.3 宏观经济分析方法论：凯恩斯理论（以美国为例）





一、宏观经济发展的背景及转型

1.3 宏观经济分析方法论：凯恩斯理论（政策主张）

- **财政政策：**在私人部门需求不足时，政府应该借债增加支出，支持总需求
 - 1930年代：美国联邦政府赤字温和增加，但基本被州政府紧缩抵消
 - 1940年代：美国大规模财政扩张，经济大幅反弹

- **货币政策：**政策操作对象应包括短、中、长期利率，而不仅仅是短期利率
 - 预期重要，而影响预期的最有效方法是直接管理长期利率
 - 公开市场操作：政府发债只定利率，数量由市场决定
 - 在短期利率接近零时，央行购买长期国债和风险资产（QE）



一、宏观经济发展的背景及转型

1.3 宏观经济分析方法论：凯恩斯理论（凯恩斯主义的挫折）

- 凯恩斯总供给理论对战后经济学和宏观政策有极大影响，也最有争议性
 - 总需求变化先影响就业，充分就业后才会影响物价
 - 失业和通胀不会同时发生
- 凯恩斯总供给理论的阐释
 - 菲利普斯曲线（1958）：失业率和工资增长率稳定负相关
 - Paul Samuelson & Robert Solow：总需求管理在低失业和低通胀间取舍
- 自然失业率：现代经济学和宏观政策的核心概念
 - Milton Friedman & Edmund Phelps (1968)：失业率取决于基本面因素，包括劳动生产率、居户偏好、找工作的成本
 - 长期看，失业率和总需求管理没有关系，和通胀没有关系
 - 潜在增长率
- 1970年代滞胀造成凯恩斯理论和政策破产
 - 1975年美国失业率达到9%，通胀率13%



一、宏观经济发展的背景及转型

1.3 宏观经济分析方法论：新古典经济学

- 理性预期学说：Robert Lucas对宏观经济学的革命性影响
 - 你不能一直愚弄所有的人
 - 失业是一种均衡现象（居户的偏好，技术进步，劳动力供给）
 - 总需求管理即使短期内也不能改善一般民众的福利
 - 经济学应更多研究经济增长，而不是周期波动

- 革新版的一般均衡论：实际商业周期理论（real business cycle theory）
 - Edward Prescott & Finn Kydland：用生产率变动解释就业、投资、消费和GDP（包括相对价格）的波动
 - 没有失业率变量，就业的波动反映人们对工作时间的自愿选择

- 革新版的货币数量论：“新凯恩斯”经济学（New-Keynesian economics）
 - 价格不能及时变动，货币变动先影响实体经济，后影响物价
 - 货币对增长和失业率有短期影响，长期是中性的
 - “新凯恩斯”经济学对中央银行影响极大



一、宏观经济发展的背景及转型

1.3 宏观经济分析方法论：经济自由化政策

■ 减少政府干预，增加市场配置资源的作用

- 里根政府的供给学派政策：减税，降低政府干预
- 萨切尔夫人的私有化政策
- 金融自由化：1999年 The Glass-Steagall Act 被取代； fair-value accounting

■ 经济全球化：贸易自由化，资本账户开放，浮动汇率制



一、宏观经济发展的背景及转型

1.3 宏观经济分析方法论：几大流派对金融市场的影响

■ 经济全球化：贸易自由化，资本帐户开放，浮动汇率制

代表性人物：

■ 费雪尔（Irving Fisher）与凯恩斯（John Maynard Keynes）

■ 法马（Eugene Fama）与席勒（Robert Shiller）

- 2013年诺贝尔经济学奖获得者

■ 理查德·塞勒(Richard Thaler)

- 2017年诺贝尔经济学奖获得者
- 人的有限理性行为对金融市场的影响



一、宏观经济发展的背景及转型

1.4 宏观经济分析的主要任务

(一) 准确判断宏观经济形势

- 经济增长：实际GDP增速
- 通货膨胀：CPI、PPI
- 政策研判：财政政策、货币政策、产业政策

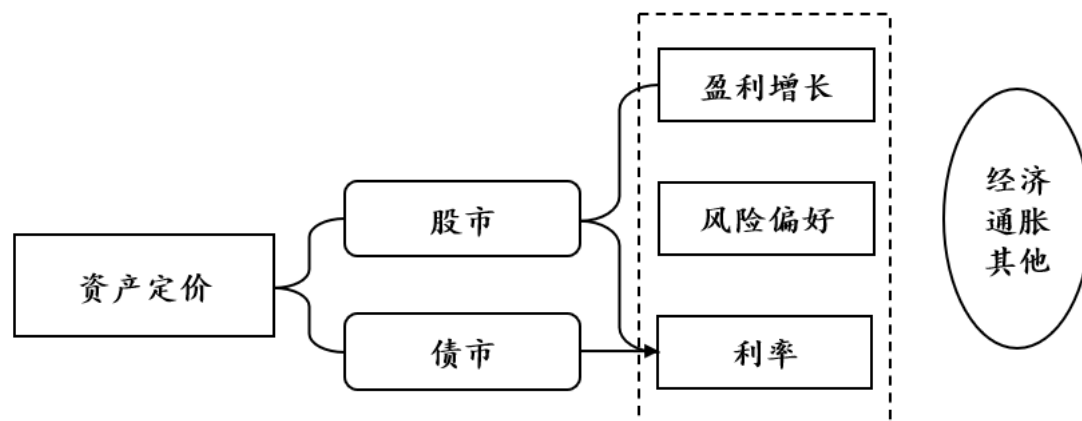
(二) 对资产价格做出判断

- 权益：A股、美股、港股
- 债券：中债、美债
- 商品：
 - 有色：黄金、白银、铜、铝等
 - 黑色：螺纹钢、铁矿石
 - 能源：原油、动力煤、焦煤
- 汇率：人民币汇率、美元指数、日元等

(三) 寻找资产配置的预期差

- 2023H1经济的“强预期、弱现实”
- 2024年1月市场过度悲观带来的A股超跌

资本市场定价模型





一、宏观经济发展的背景及转型

1.5 宏观经济分析的覆盖面：宏观的三个经济视角

(一) 经济增长

- 短期波动：主要看需求
- 长期趋势：主要看供给

(二) 经济结构

- 需求：消费、投资、出口
- 供给：劳动力、资本、生产效率（全要素生产率）

(三) 货币

- 货币是中性的吗？
- 资产泡沫与金融稳定



一、宏观经济发展的背景及转型

1.5 宏观经济分析的覆盖面：规则与透明度

- 货币政策仍有逆周期操作，但强调机制、规则和透明度
 - Inflation targeting; Taylor rule (泰勒准则)
 - 央行独立性
- 财政政策更多强调中长期可持续和市场效率
 - 中期财政政策框架
 - 减税
 - 对收入分配的二次调节降低



目 录

CONTENTS

- 1 宏观经济发展的背景及转型.....4
- 2 周期理论是基于经验的重要框架.....20
- 3 数据验证32
- 4 大势研判.....70



二、周期理论是基于经验的重要框架

2.0 周期理论概述

- 周期理论的前提是，经济运行可以拆分为趋势部分和周期部分。
- 周期理论在经济学界仍然存在一定的分歧，属于“后验性”研究。
- 人口周期：主要是指人口的增长率和结构的周期性波动现象。
- 经济周期：实际经济增长、物价的周期性波动现象。
 - 基钦周期：库存周期（平均40个月左右）
 - 朱格拉周期：资本开支周期（8-10年）
 - 库兹涅茨周期：房地产周期（15-25年）
- 金融周期：主要是指利率、信贷、信用的周期性波动现象。



二、周期理论是基于经验的重要框架

2.1 人口周期：人口增长与人口结构

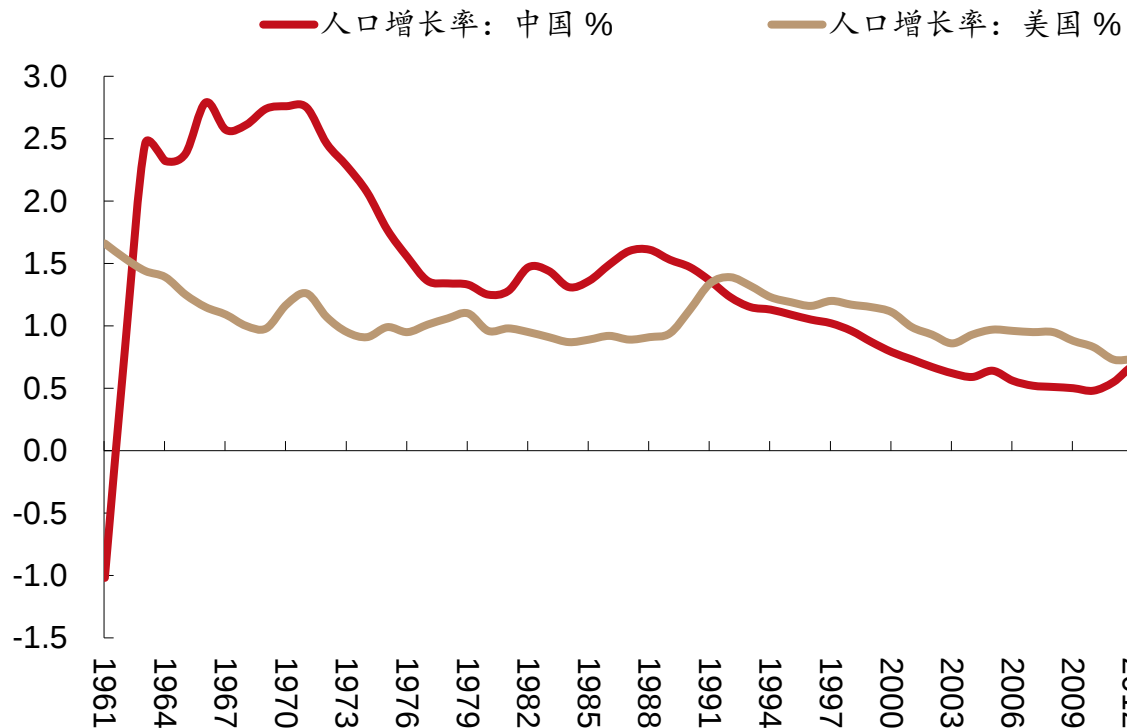
■ 人口增长率：随着经济发达程度的提升，存在逐步下降的趋势。

- 美国即使是移民国家，也存在类似趋势
- 中国虽然受到计划生育政策扰动，但也存在类似趋势

■ 人口结构：正确认识老龄化。

- 导致老龄化的原因是多方面的
- 老龄化的影响更多体现在劳动力供给上

■ 刘易斯拐点：劳动力过剩向短缺的转折点。





二、周期理论是基于经验的重要框架

2.1 人口周期：中国的总和生育率

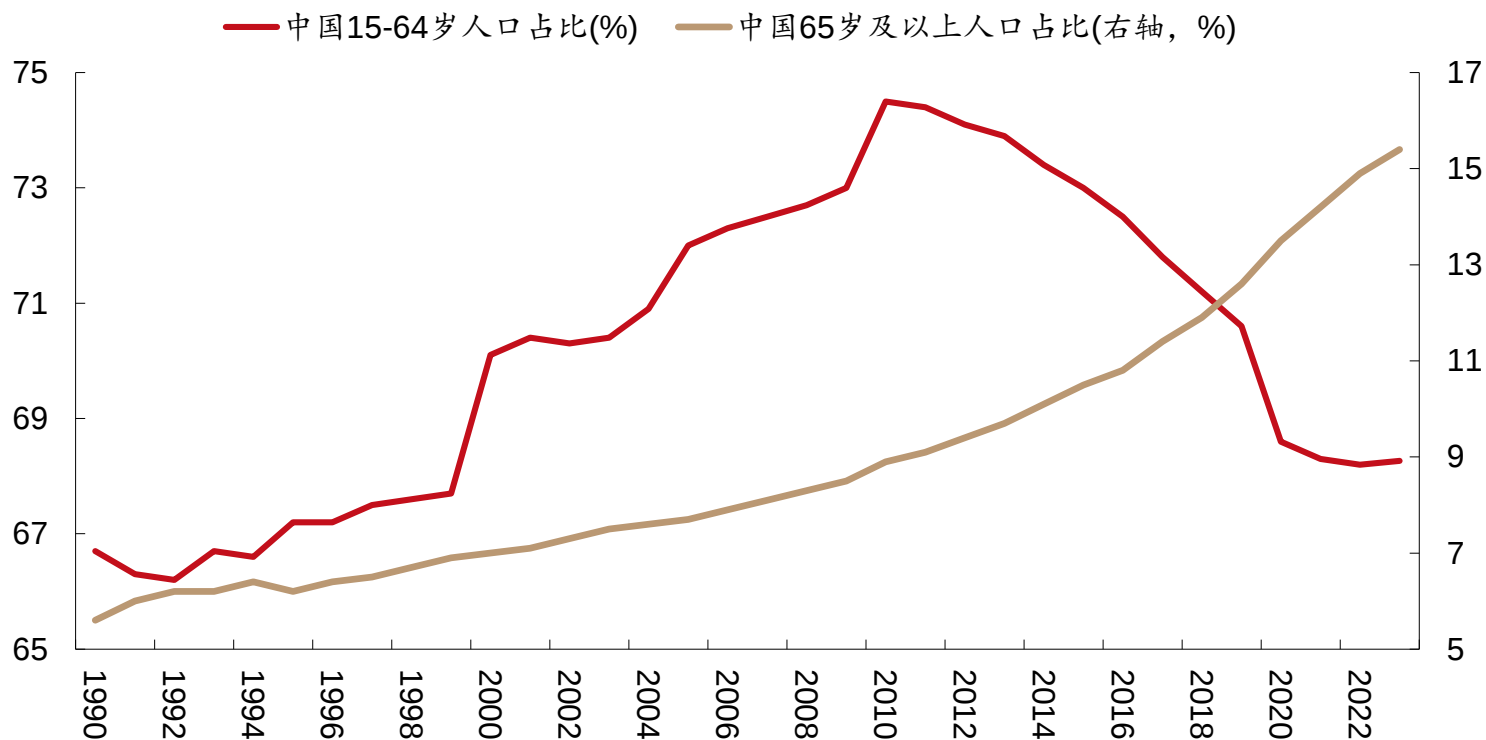
- 总和生育率：指一个国家或地区的育龄女性平均生育的子女数，是国际上衡量生育水平最常用的指标之一。国际上认为世代更替水平总和生育率约为2.1。
- 低生育率陷阱：一旦总和生育率降到1.5以下，再想重新回升至1.5以上就会变得非常困难。
- 中国的低生育率问题不容忽视：
 - 根据第七次人口普查，2020年我国总和生育率为1.3；
 - 中国人口与发展研究中心初步测算，2022年中国总和生育率已下滑至1.09；
 - 2023年新生儿数量为902万，梁建章估算2023年中国总和生育率仅有1.0，世界倒数第二；
 - 一线城市低生育率问题更加严重，2023年上海总和生育率仅有0.6，首尔为0.59，韩国为0.72。



二、周期理论是基于经验的重要框架

2.1 人口周期：中国的老龄化

- 总量上看，我国的老龄化水平持续上升。劳动年龄人口占比于2010年见顶回落，65岁以上老龄人口占比将持续增加。
- 从区域结构上看，我国的老龄化水平较高的地区为东部及东北部沿海地区。
- 从我国的人口结构演变上看，表现出明显的由金字塔型转化为倒金字塔型结构。

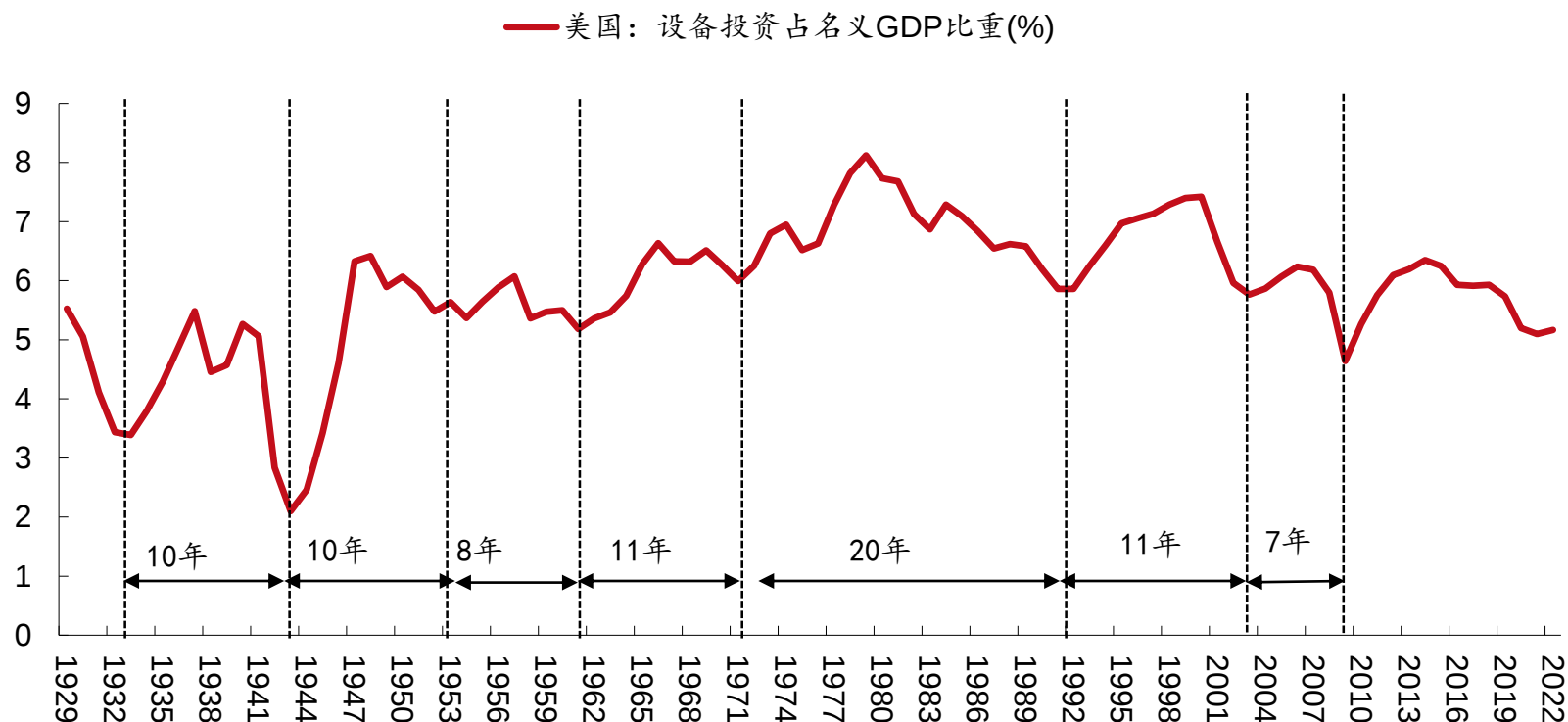




二、周期理论是基于经验的重要框架

2.2 朱格拉周期：资本开支周期

- 1862年法国医生、经济学家克里门特·朱格拉(C Juglar)在《论法国、英国和美国的商业危机以及发生周期》一书中首次提出。
- 认为市场经济存在着9~10年的周期波动。
- 一般从设备投资占名义GDP的比例来进行观察。

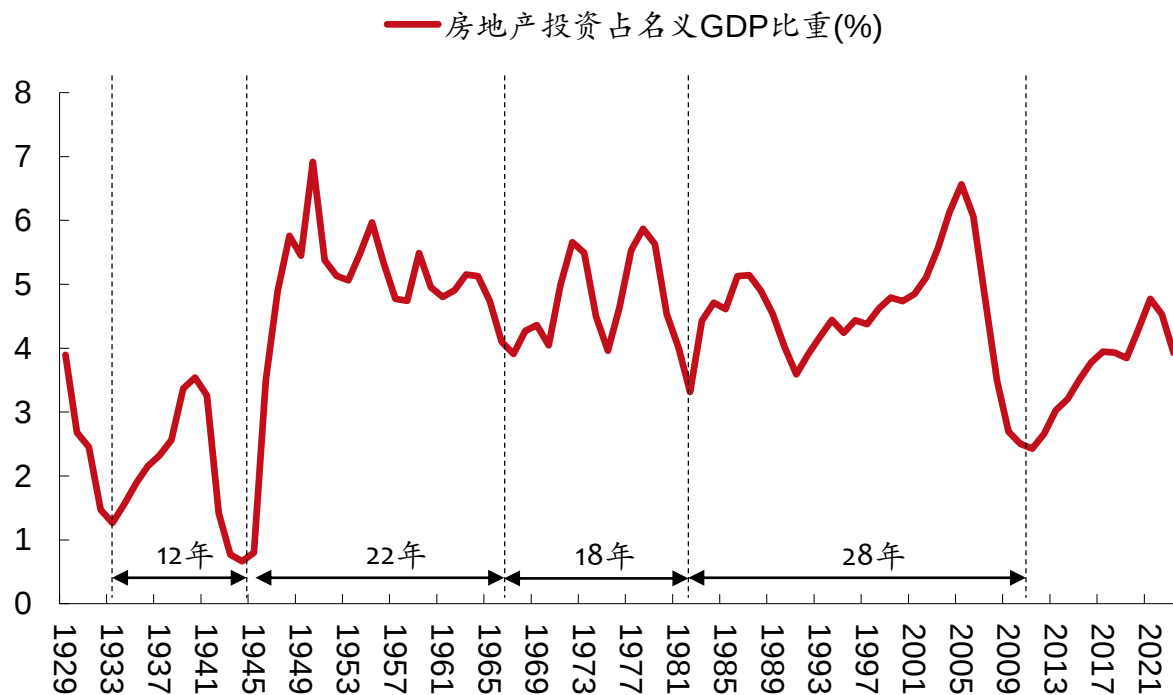




二、周期理论是基于经验的重要框架

2.3 库兹涅茨周期：建筑业周期（房地产周期）

- 1930年美国经济学家西蒙·库兹涅兹在《生产和价格的长期运动》一书中提出。
- 认为经济中存在长度为15~25年不等的长期波动。
- 这种波动在建筑业中表现得特别明显，所以库兹涅茨周期也称为建筑业周期。

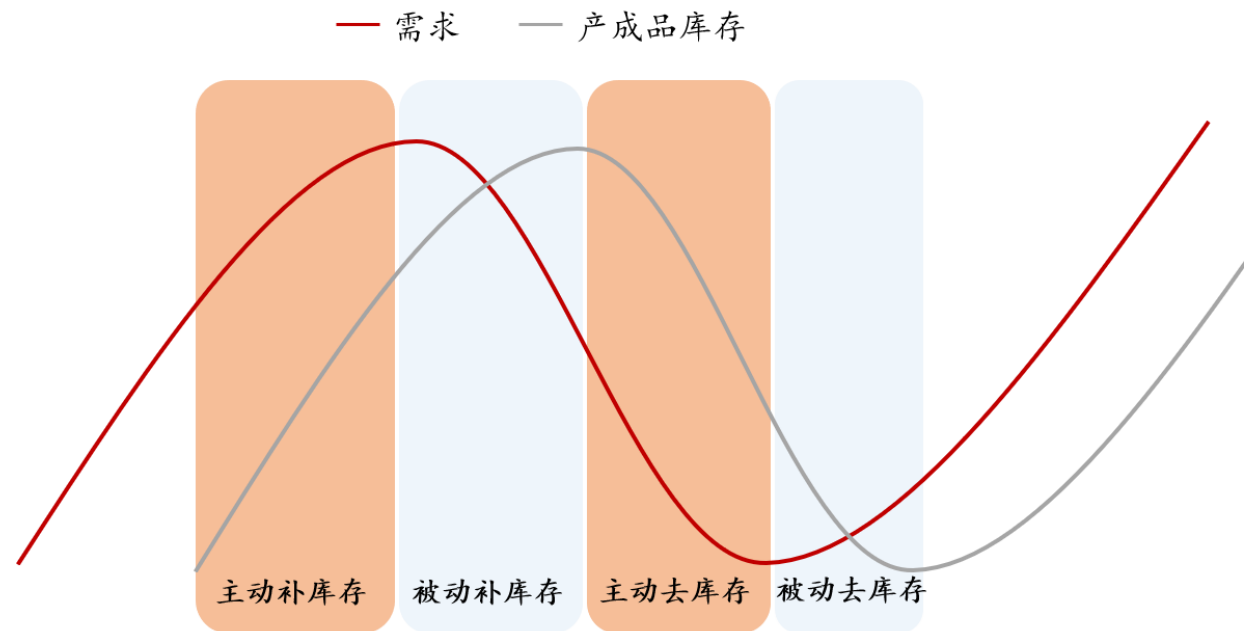




二、周期理论是基于经验的重要框架

2.4 库存周期与美林投资时钟：基钦周期

- 库存周期的概念是从“基钦周期”发展演化而来。基钦周期由美国经济学家约瑟夫·基钦在1923年的《经济因素中的周期与倾向》中提出。
- 基钦认为，企业生产过多时就会形成存货、从而减少生产，生产下降又会导致需求回升，刺激企业再度增加生产，从而形成周期反复的现象。
- 库存周期一般长度为40个月左右，持续2~4年。

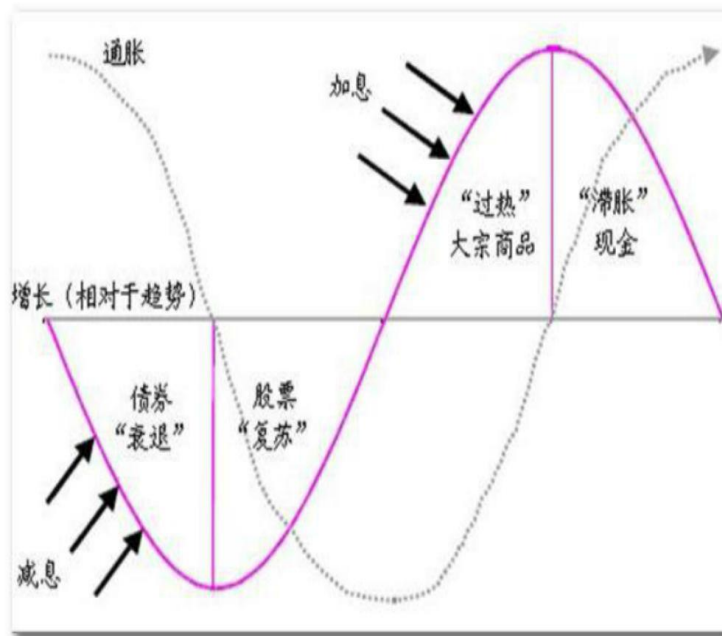
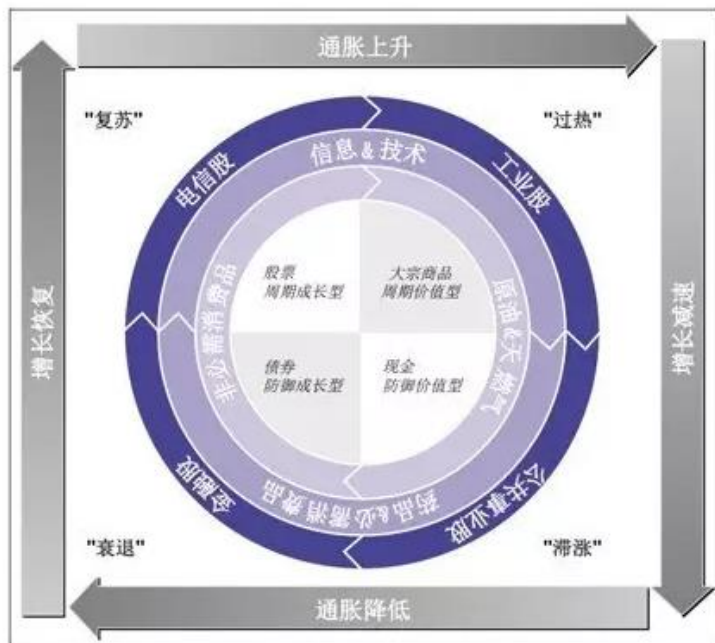




二、周期理论是基于经验的重要框架

2.4 库存周期与美林投资时钟：基钦周期

- 根据经济增长和通胀状况，美林投资时钟将经济周期划分为衰退、复苏、过热、滞胀四个不同的阶段。
- 不同阶段的资产收益率：
 - (1) 衰退：债券>现金>大宗商品；股票>大宗商品
 - (2) 复苏：股票>债券>现金>大宗商品
 - (3) 过热：大宗商品>股票>现金/债券
 - (4) 滞胀：大宗商品

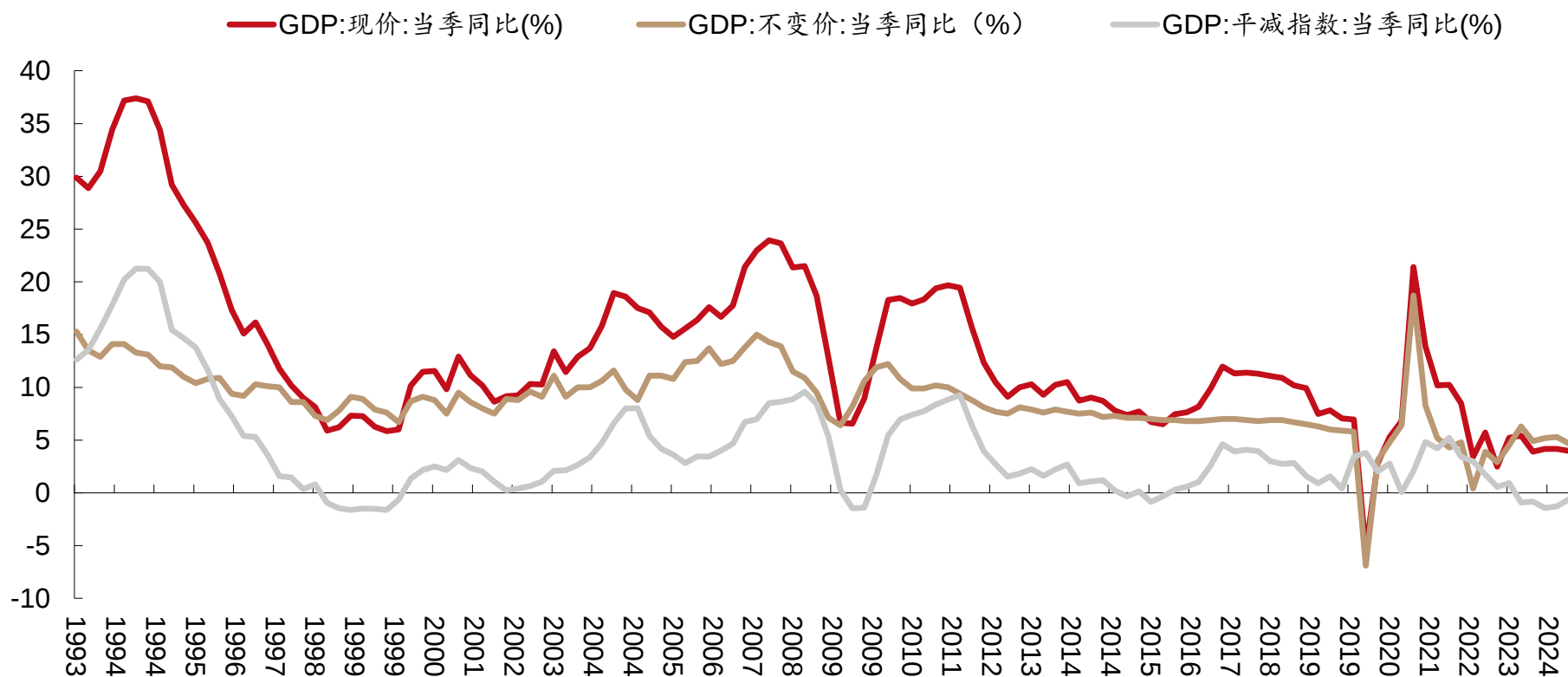




二、周期理论是基于经验的重要框架

2.5 中国经济周期：为什么自2010年之后经济增长没有向上？

- 自2010年以来，中国的实际GDP增速基本处于震荡回落的格局，一直没有出现过明显的向上的周期性过程。
- 为什么？单纯的人口红利结束难以完全解释。中国经济当前可能处于一种“非再生产周期”的状态。





二、周期理论是基于经验的重要框架

2.5 中国经济周期：非再生产周期

资本回报率 $(R/K_0) = \text{利润率}(R/Y) * \text{有效产能产出率}(Y/K) * \text{产能利用率}(K/K_0)$

- **再生产周期**。由于市场经济的内在调节机制，经济萧条期伴随三个现象：1) 产能退出导致产能利用率提高；2) 低效率的产能暂时退出，使得有效产能产出率提高；3) 由于失业率上升，导致资本劳动的关系更有利资本方，单位产品的劳动力成本下降，从而提高利润率。因此，资本回报率提高，企业开始增加资本投资，经济进入上升期。
- **非再生产周期**。上述三个现象不再出现，比如美国大萧条时单位产品工资上升。为什么市场的自动调节机制失效？因为社会制度条件无法促进资本回报率的调高，包括劳动力市场制度、国际货币体系、经济体制等等。（非再生产周期的概念见David M. Gordon等“Long Swings and the Nonreproductive Cycle”）
- **摆脱非再生产周期的陷阱**。只能通过制度变革和技术创新提高资本回报率，来摆脱非再生产周期的陷阱。这是当前中国和全球经济体面临的主要问题。
- **制度变革和新兴产业的发展才是王道**。2016年开始的去产能提高了公式的第三项，资本投资增速一度回升，周期行业景气度明显提升，但这个方式难以为继。未来提高全要素生产率才是政策的核心，我们判断中国新经济发展的宏观驱动因素和政策支撑体系已经显现。



二、周期理论是基于经验的重要框架

2.5 中国经济周期：我国处于非再生产周期下行阶段

- 企业的资本回报率可以表示为：

$$r = \frac{R}{Y} * \frac{Y}{K_u} * \frac{K_u}{K_0} = syk$$

- 其中， r 为企业资本回报率， s 为企业增加值中利润的份额， y 为产出率，代表企业加工生产过程中的效率， k 为企业的产能利用率。
- 具体来看，企业增加值中利润的份额 s 可以进一步表示为：

$$s = 1 - \frac{w/p}{qe} - \frac{f_c/p}{f_I e_I}$$

- 其中， w 为名义工资， p 为产品价格， q 为单位劳动投入产出率， e 为劳动投入的数量， $(w/p)/qe$ 代表企业购买生产资料过程中真实劳动成本； f_c 为上缴的政府财政收入， f_I 为政府的财政支出， e_I 为政府支出贡献弹性， $(f_c/p)/f_I e_I$ 为政府对企业增值过程的影响。

参考文献：杨小勇，甘梅霞. 中国当前经济增长率下行的异质性、原因及对策——基于积累的社会结构方法[J]. 教学与研究，2017，(1)：55-65



目 录

CONTENTS

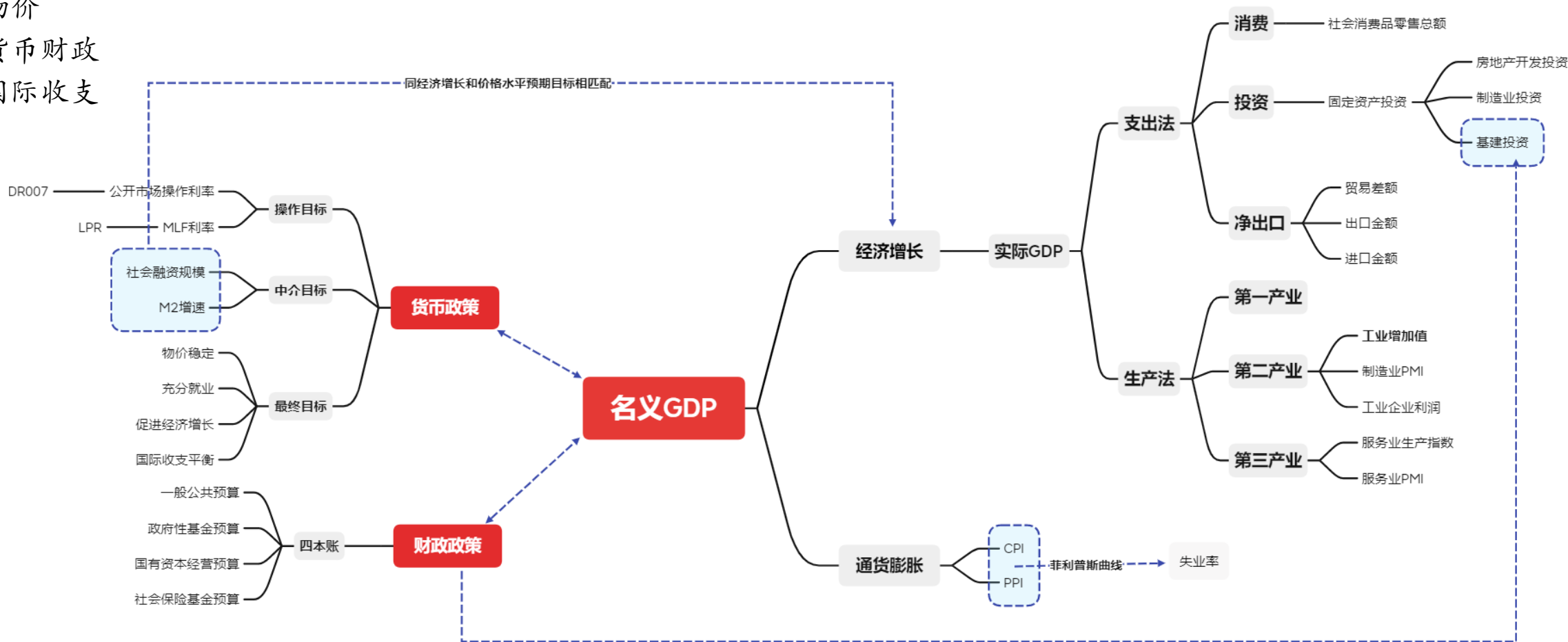
- 1 宏观经济发展的背景及转型.....4
- 2 周期理论是基于经验的重要框架.....20
- 3 数据验证32
- 4 大势研判.....70



三、数据验证——宏观经济指标分析方法

宏观经济分析的指标体系

- 实体经济：GDP、月度经济活动数据
- 物价
- 货币财政
- 国际收支

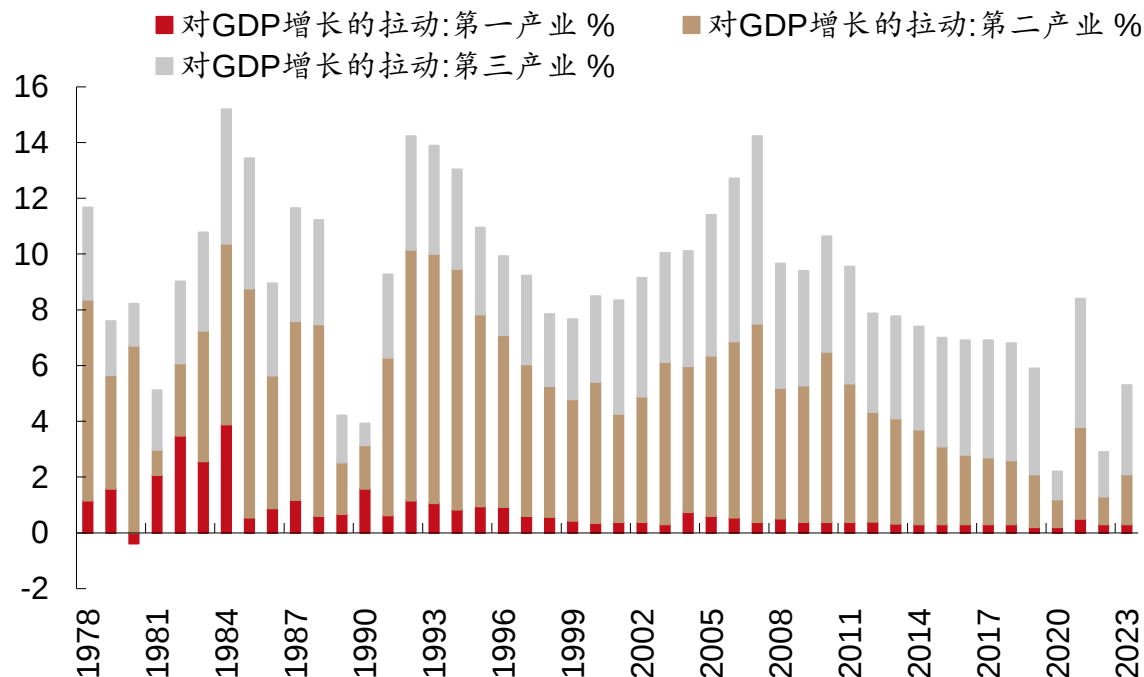
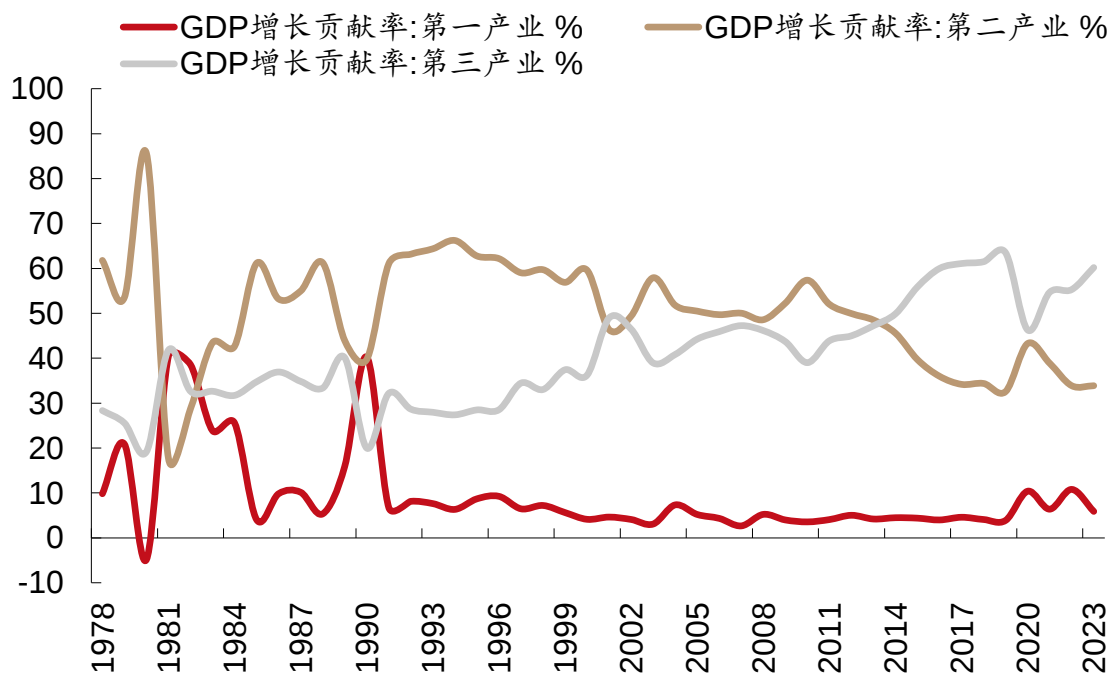




三、数据验证——宏观经济指标分析方法

GDP：生产法是我国GDP统计的基础

- 规模以上企业工业增加值+农业、建筑业和服务业增加值+规模以上工业企业增加值
- 增加值核算方法：农业、林业、渔业、牧业等行业增加值采用生产法核算，其他行业则采用收入法核算。
 - 生产法核算方法：行业增加值=总产出-中间投入；
 - 收入法核算方法：行业增加值=劳动者报酬+生产税净额+固定资产折旧+营业盈余
- 产业结构变迁的一个显著特征：第一产业占比下降，第三产业崛起，其中批发零售业、金融业和房地产业在第三产业中占比较高。

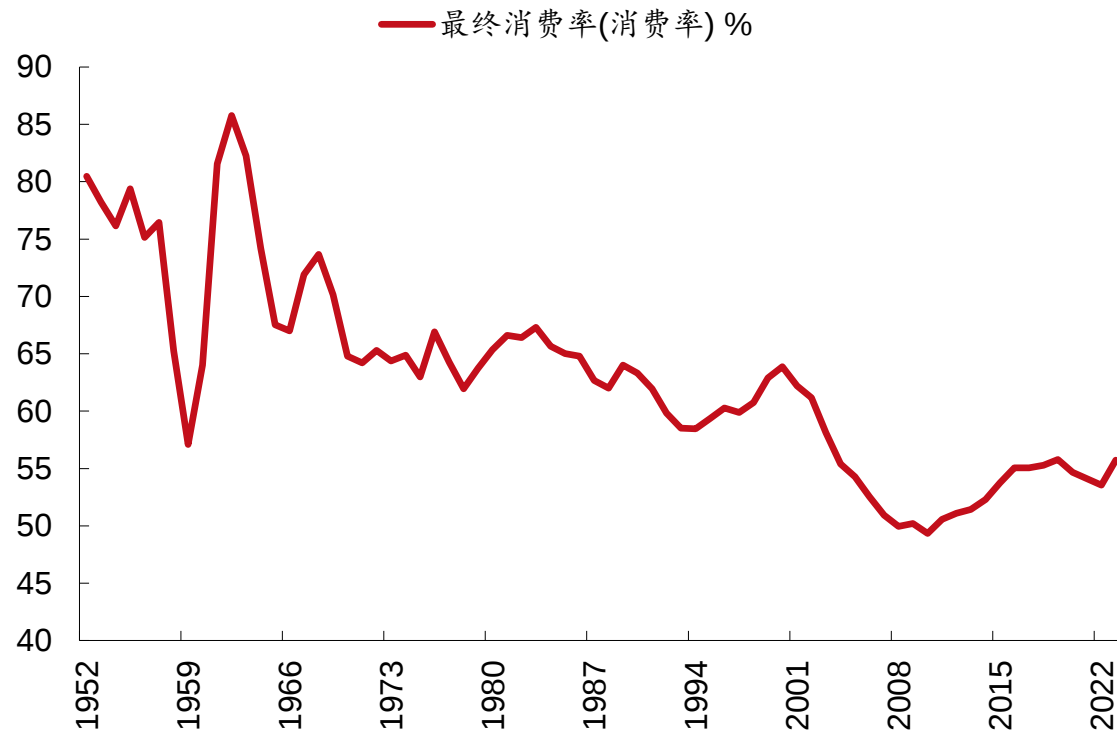
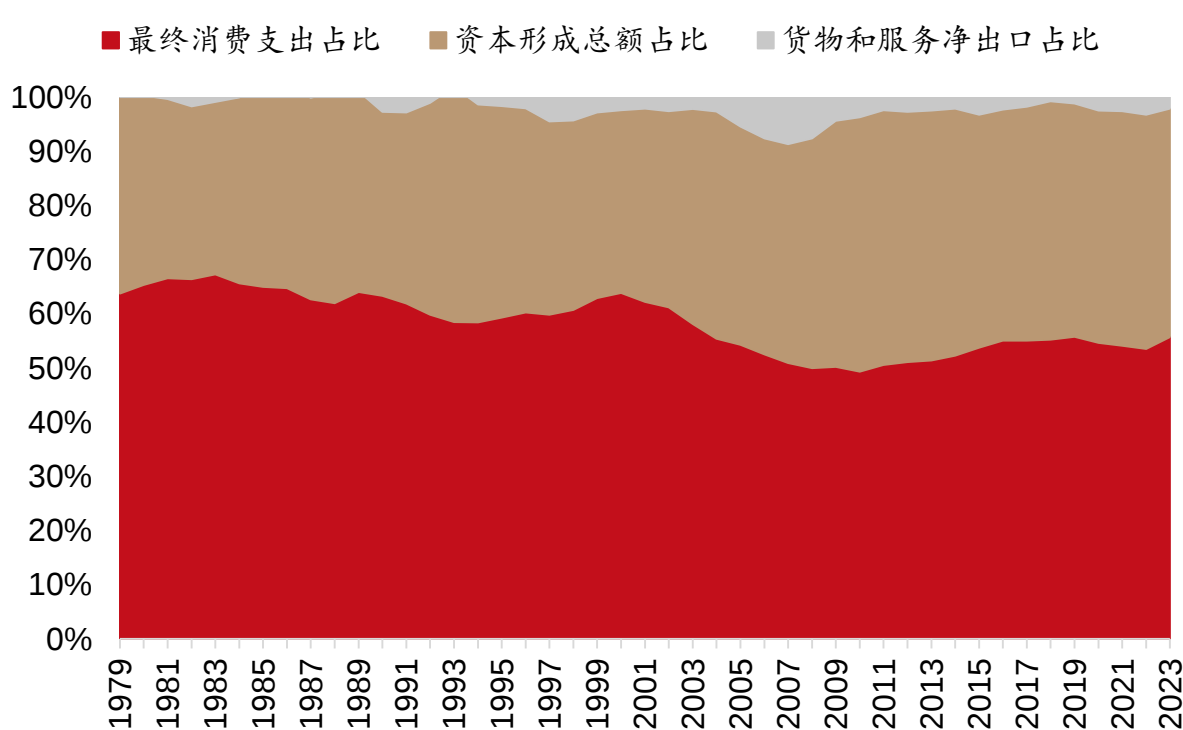




三、数据验证——宏观经济指标分析方法

GDP支出法：如何看中国过低的消费率？

- $GDP = \text{最终消费支出} + \text{资本形成总额} + \text{货物和服务净出口}$ ，最终消费支出包括居民消费和政府消费。
- 消费低估：自有房屋租金低估导致4-6个百分点；服务业被低估；部分消费计算成了投资。
- 2011年以来消费率有所回升，但仍然偏低：人口结构、预防性储蓄、住房商品化、收入分配等。

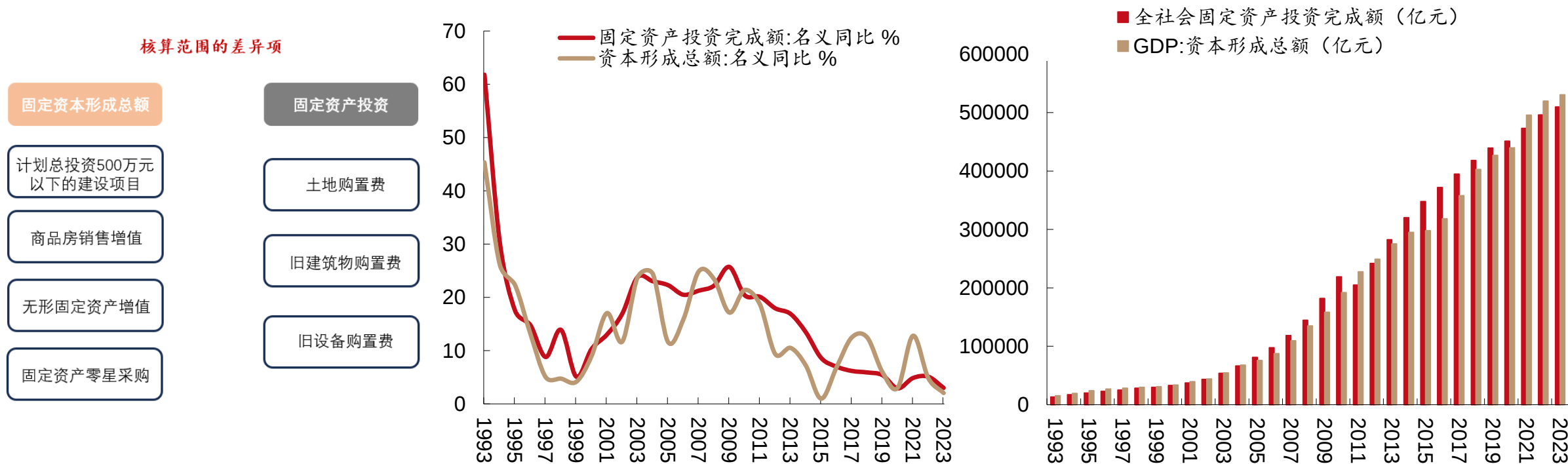




三、数据验证——宏观经济指标分析方法

GDP支出法：投资（资本形成）与FAI的区别

- 全社会固定资产投资包含土地购置费、旧设备购置费和旧建筑物购置费，固定资本形成总额不包含这部分内容。
- 全社会固定资产投资不包含城镇和农村非农户500万元以下项目的固定资产投资，固定资本形成总额包含这部分内容。
- 固定资本形成总额包含商品房销售增值和无形固定资本形成总额（主要是矿藏勘探、计算机软件等获得减处置的价值），全社会固定资产投资不包含这部分内容。投资仅包括当期生产的资本，不包括土地和二手资本品交易。

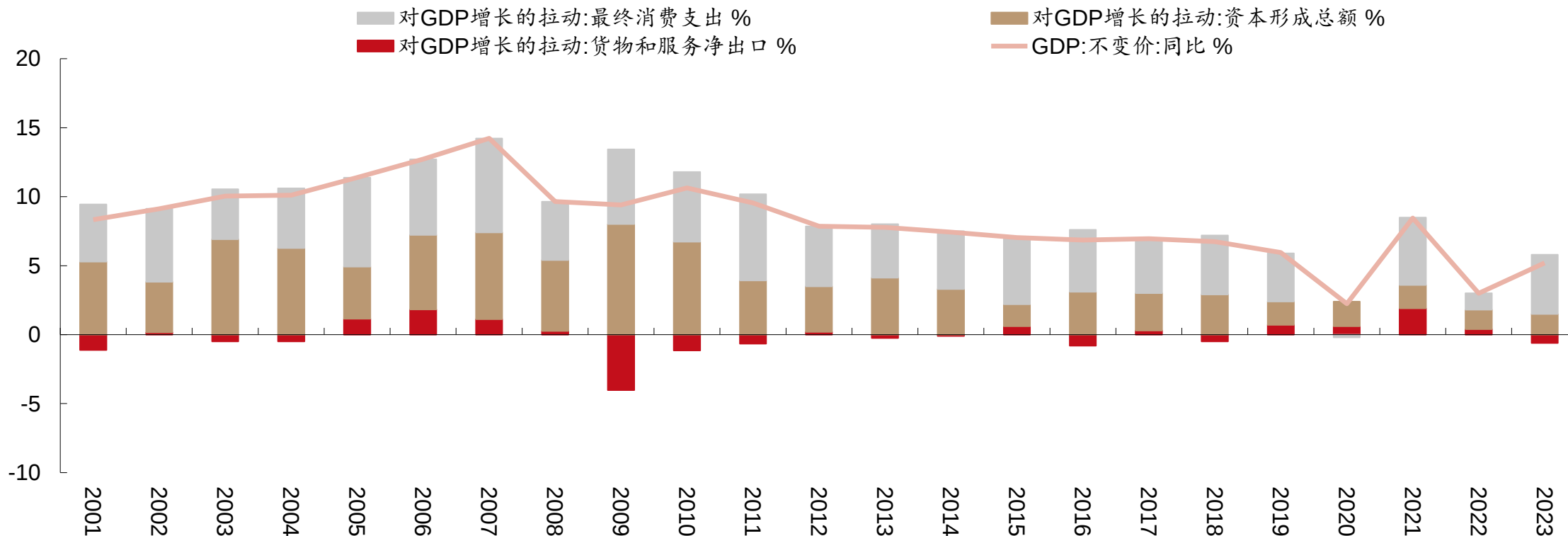




三、数据验证——宏观经济指标分析方法

GDP支出法：三驾马车对增长的贡献

- 投资和净出口波动大
- 消费有望超过投资成为最给力的一部马车
- 外需的冲击可能是长期的

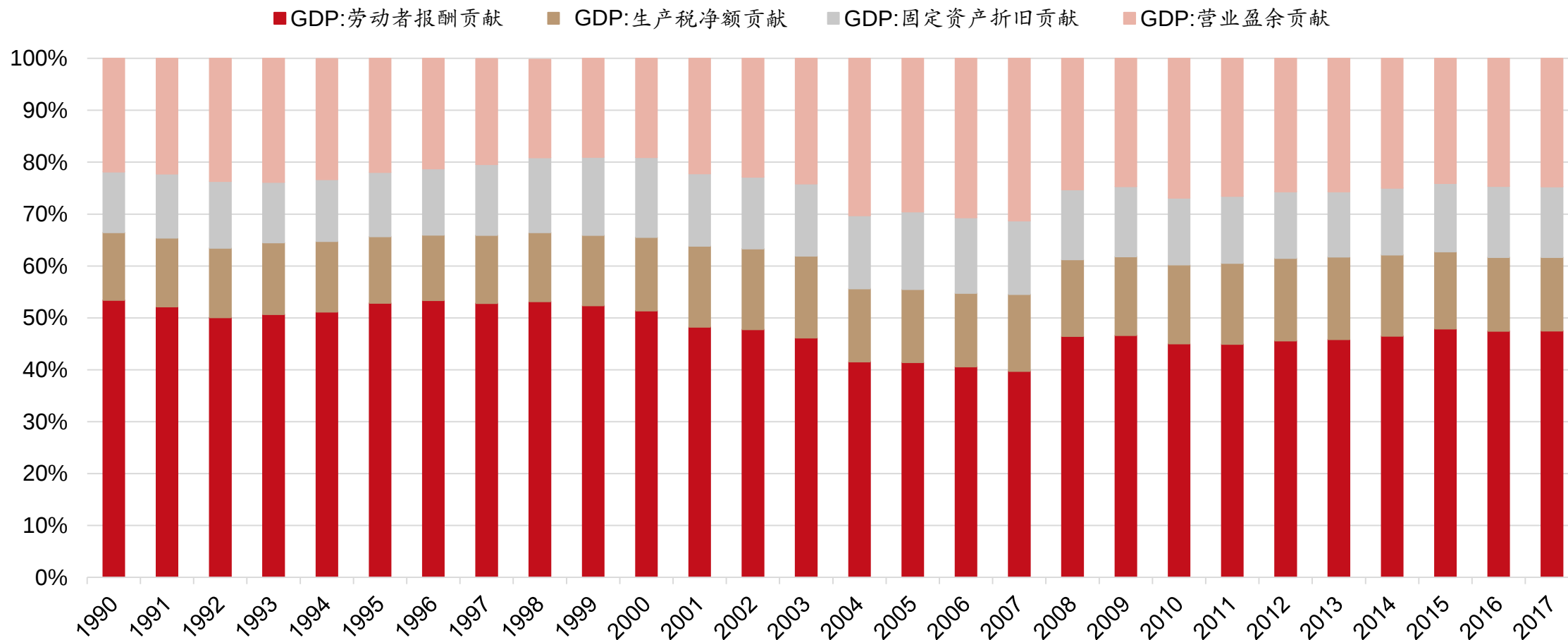




三、数据验证——宏观经济指标分析方法

GDP收入法：劳动收入占比下降

■ 1990-2017年间劳动收入占比下降5.9个百分点，而生产税净额上升了1.1个百分点，营业盈余上升2.9个百分点左右。





三、数据验证——宏观经济指标分析方法

月度经济活动数据

- 统计局公布，一套表直报制度，减少地方政府对统计的干预
 - 工业数据：工业增加值最重要，月度GDP
 - 社会消费品零售总额
 - 固定资产投资（FAI），数据质量有待提升，但市场关心度高
 - 房地产数据
- 海关总署发布
 - 贸易数据



三、数据验证——宏观经济指标分析方法

经济活动数据

	季度	月度	高频	其他关注点
领先指标	● 物价预期指数 ● 贷款需求指数	● <u>货币金融数据</u> ● <u>PMI</u> ● <u>房屋新开工</u> ● 消费者信心 ● 国房景气指数	● <u>房地产销量</u> ● 人民币有效汇率 ● 国债长短期利差 ● 政府债发行量 ● 票据贴现利率 ● 铜价	➢ 政治局会议、国常会、中央财经委员会，政府工作报告等 ➢ 货币政策执行报告 ➢ 央行调查问卷 ➢ 财政收支状况
同步指标	● <u>GDP</u> ● <u>GDP平减指数</u> ● 产能利用率	● <u>CPI、PPI</u> ● <u>工业增加值</u> ● <u>固定资产投资</u> ● 社会消费品零售 ● 进出口数据	● 大宗商品量价 ● CCFI/CDFI等运价 ● 猪肉、蔬菜等价格 ● 电厂耗煤、开工率 ● 乘用车销量	➢ 发改委项目审批 ➢ 海外经济指标 ➢ 验证指标
滞后指标	● 上市公司业绩	● 库存 ● 就业 ● 税收		



三、数据验证——宏观经济指标分析方法

月度经济活动数据：工业增加值

- 工业增加值：主要区分为采矿业、制造业和水电气行业。
- 工业内部结构的问题：传统行业有所下滑，轻工行业一般，通用和专用设备制造业开始回升，装备制造业中的汽车需要重点关注，高新技术中的计算机和医药。

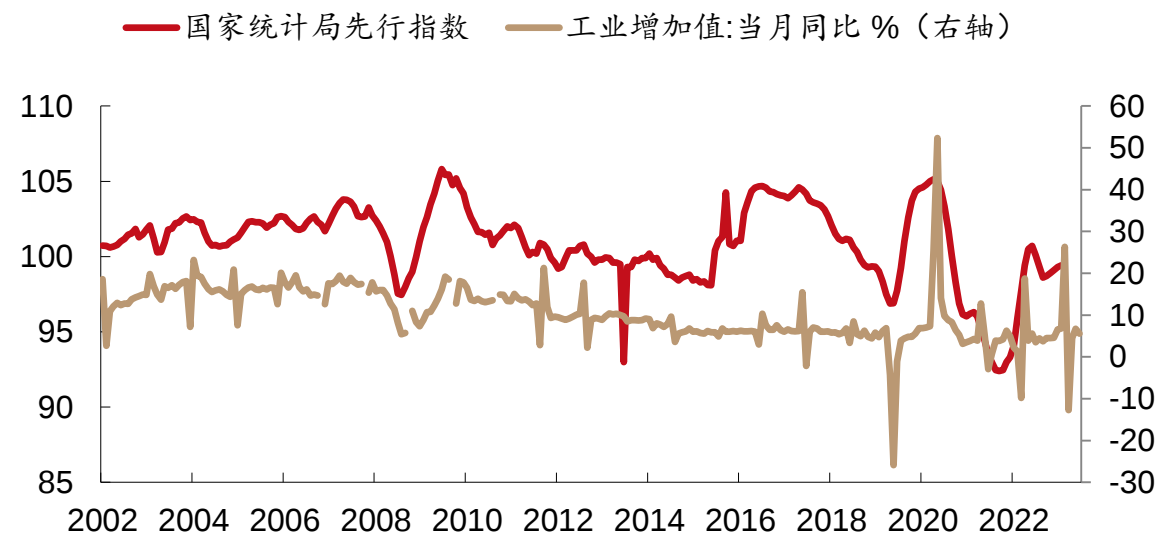
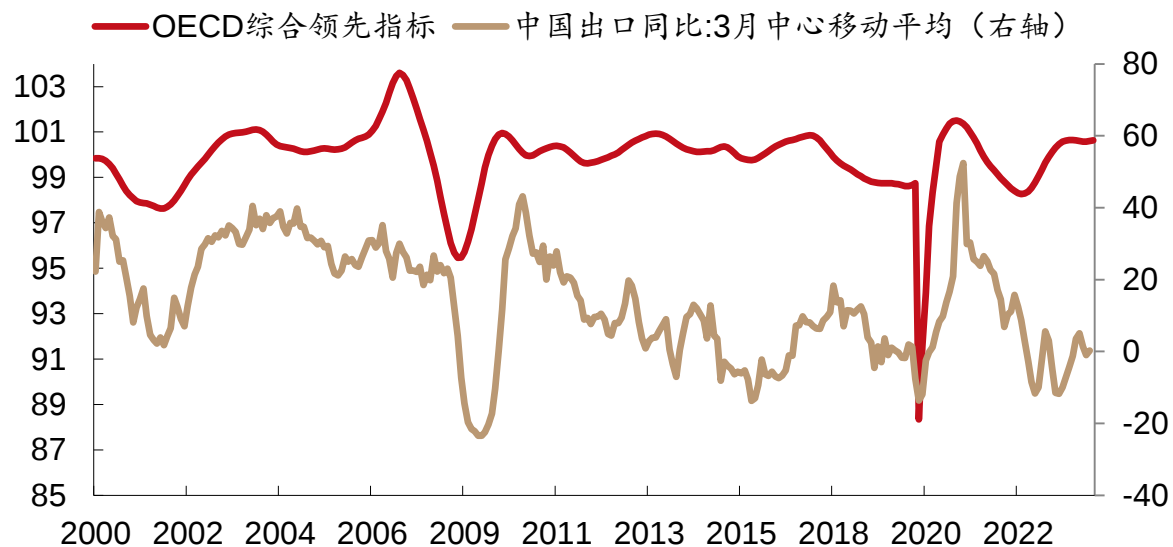
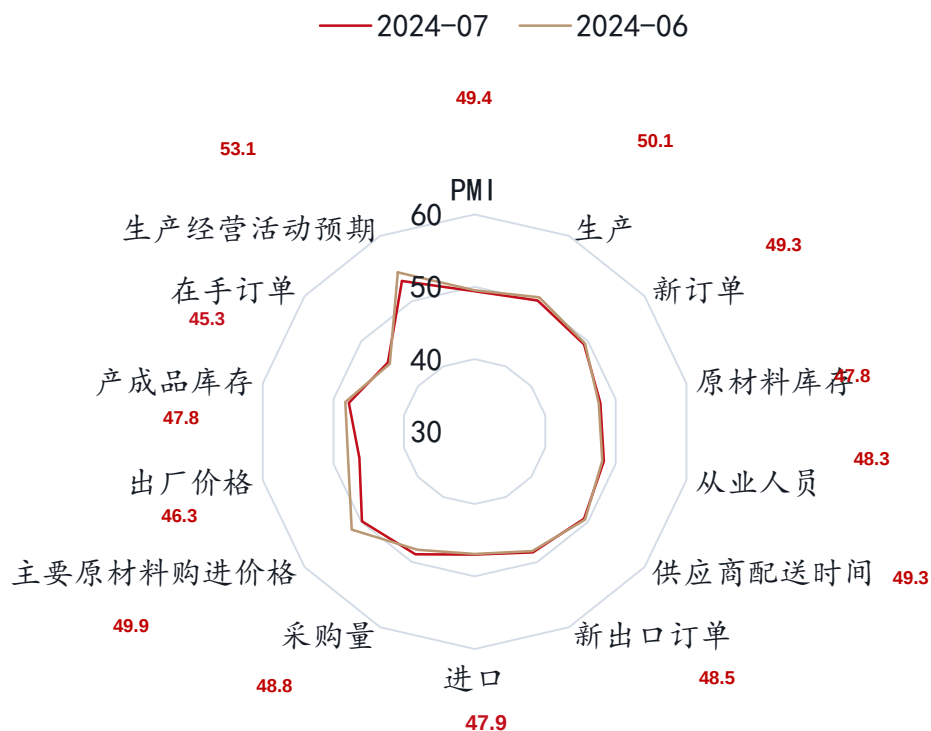
传统产业	石油加工 炼焦及核燃料加工业 非金属矿物制品业 黑色金属冶炼及压延加工业 有色金属冶炼及压延加工业
轻工产业	农副食品加工业 食品制造业酒 饮料和精制茶制造业 纺织业纺织服装 服饰业 皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业
通用和专用	通用设备制造业 专用设备制造业
装备制造	金属制品业汽车制造铁路 船舶、航空航天和其他运输设备制造业 电气机械及器材制造业
高新技术产业	医药制造业 化学纤维制造业计算机 通信和其他电子设备制造业 仪器仪表制造业



三、数据验证——宏观经济指标分析方法

经济景气指数

- PMI、EPMI
- OECD领先指数
- 统计局景气指数





三、数据验证——宏观经济指标分析方法

如何分析PMI?

■ PMI数据的重要性:

- 公布时间为每月最后一天，早于其他月度经济活动数据，能最早反映出当月经济活动全貌；
- PMI数据反映的信息量很大，涉及需求、生产、库存、价格等方面；
- PMI与A股走势关联较大。

■ PMI采用扩散指数方法进行计算:

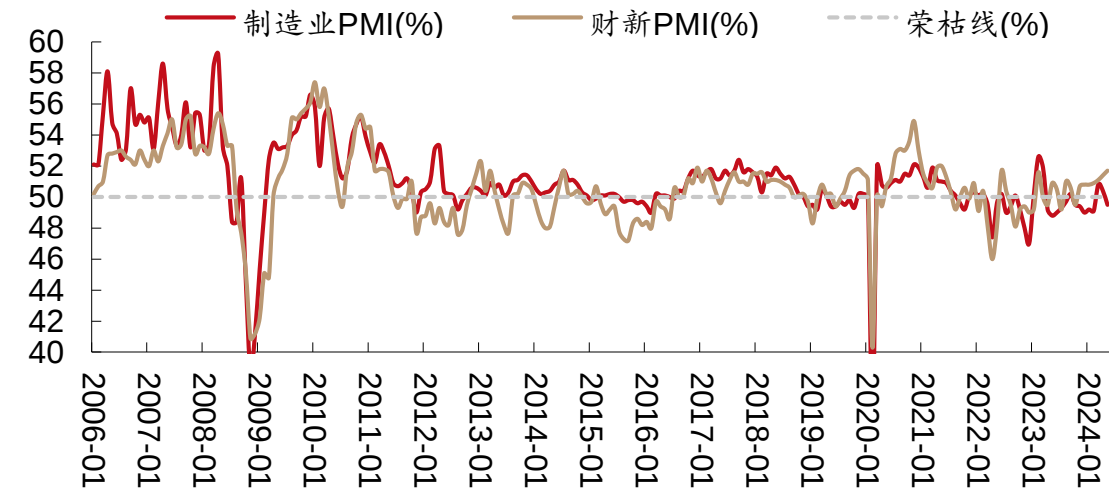
- 扩散指数=1×正向回答的企业个数占比+0.5×中性回答的企业个数占比+0×负向回答的企业个数占比
- 制造业PMI=新订单指数×30%+生产指数×25%+从业人员指数×20%+（100-供应商配送时间指数）×15%+主要原材料库存×10%



三、数据验证——宏观经济指标分析方法

两个制造业PMI谁更胜出？

- 2023Q4以来，财新PMI和统计局公布的制造业PMI持续背离。
- 相同点：抽样方法、核心指标、权重相同。
- 不同点：
 - 财新PMI对外需的边际变化更为敏感；
 - 财新PMI样本企业相关度较高的轻工业产品价格降幅小于重工业价格降幅。
- 从历史上看，官方PMI对工业增加值环比增速拟合度好于财新PMI；两个制造业PMI变化方向背离时，官方PMI预测工业增加值环比增速变动方向胜率更高。
- 折中的方案是构建加权平均制造业PMI：
 - 权重可根据调查企业样本数量确定；
 - 或由历史数据决定最优权重（官方PMI权重在72-92%）。



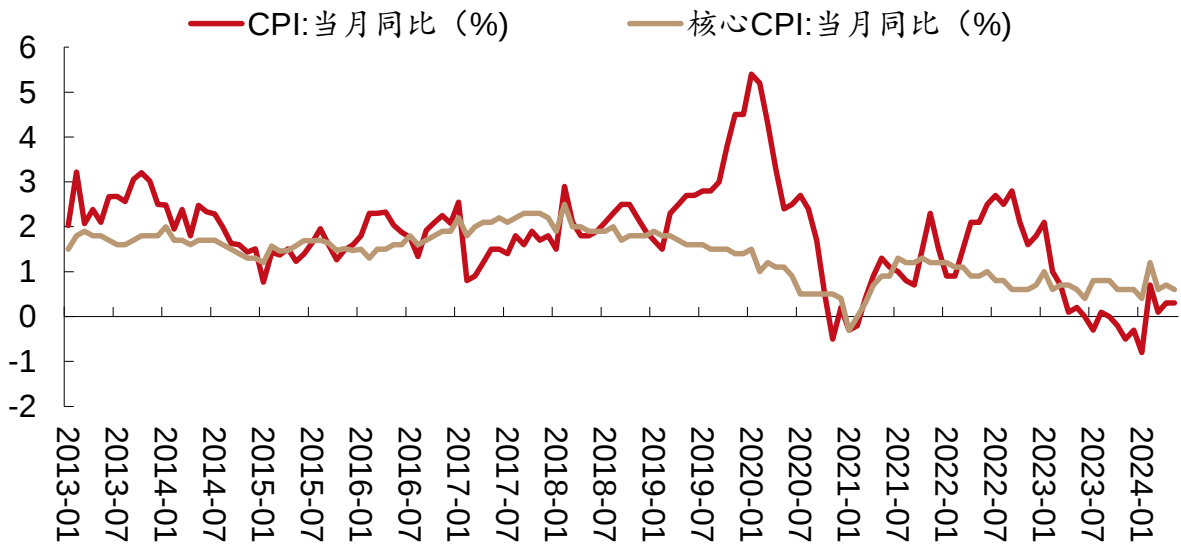
不同点	官方PMI	财新PMI
调查样本数	3200家	超650家
企业类型	大、中型国央企居多	中、小民企
区域	全国	或为东部沿海地区
行业	涵盖31个制造业大类	出口占比较高的民企
季调方法	X-13	IHS Markit内部方法



三、数据验证——宏观经济指标分析方法

通胀数据——CPI分析

- CPI我们主要跟踪什么？
 - 食品类价格的环比变动解释了大部分的CPI环比表现，而食品中又以猪肉和蔬菜的变动最为明显，因此我们在进行月度数据跟踪和预测的时候主要是看猪肉和蔬菜的变动。
- 非食品领域中，需要关注节假日扰动因素影响（比如节假日错位）。
- CPI受猪肉价格影响过大，核心CPI更能代表广泛的消费品价格变化。央行的利率决策更多参考PPI和核心CPI。



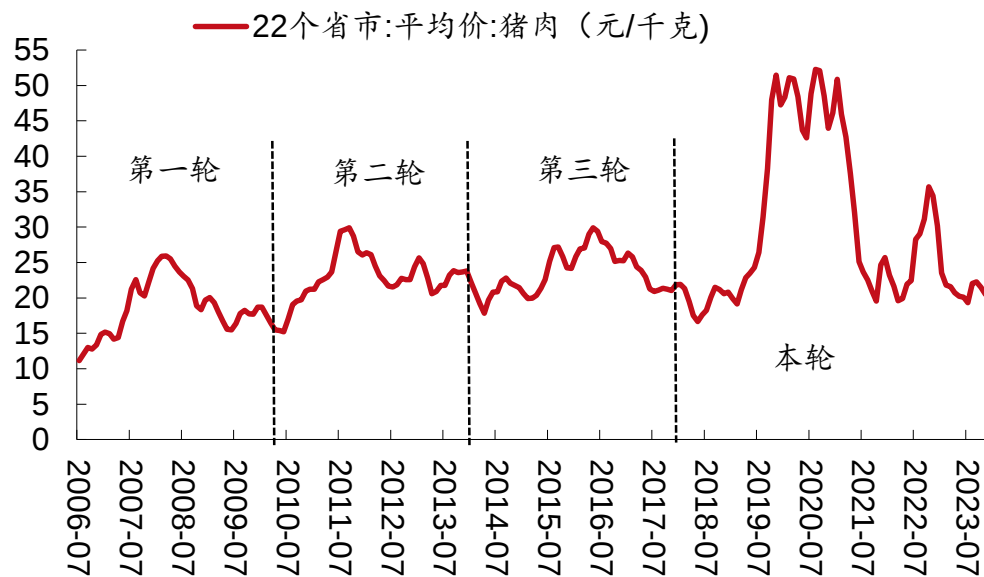
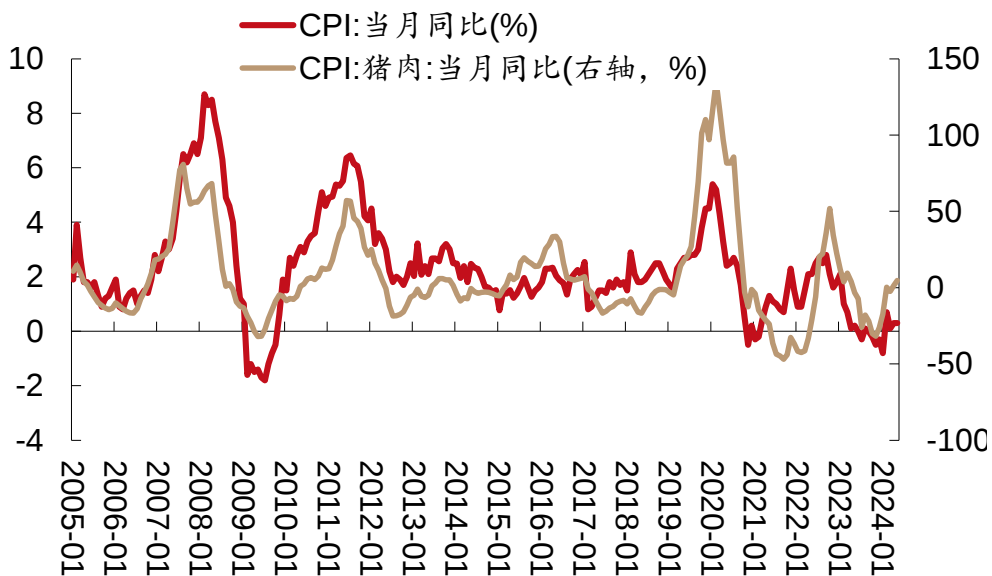
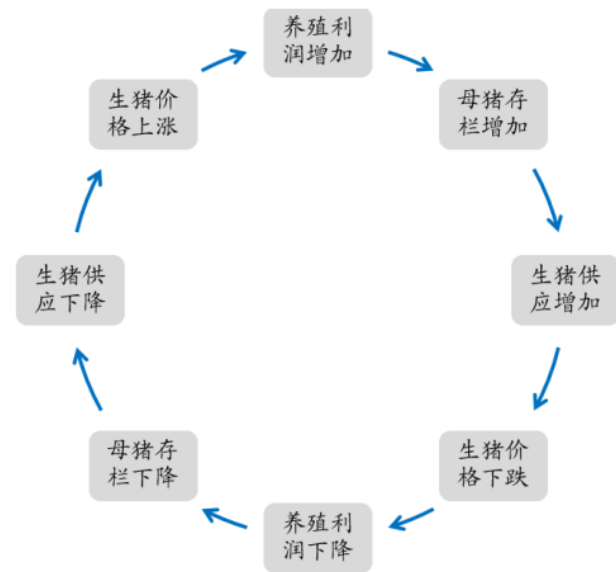
大类	子项		大类	子项
食品烟酒	粮食		居住类	租赁房租
	食用油			水电燃料
	鲜菜		家庭设备用品及其维修服务	家用器具
	畜肉类	猪肉		家庭服务
		牛肉	交通和通讯	交通工具
		羊肉		交通工具用燃料
	水产品			交通工具使用和维护
	蛋类			通信工具
	奶类			通信服务
	鲜果		邮政服务	
	卷烟		娱乐教育文化用品及服务	教育服务
	酒类			旅游
衣着类	服装		医疗保健及个人用品	中药
	鞋类			西药
其他用品				医疗服务



三、数据验证——宏观经济指标分析方法

通胀数据——CPI与猪周期

- 猪肉是CPI波动最大的分项，历史走势和CPI变动方向基本一致，二者相关系数为0.67。
- 每轮猪周期通常为3-4年。2006年至今，我国已经历4轮猪周期。
- 猪周期的运行规律：生猪价格上涨→养殖利润增加→母猪存栏增加→生猪供应增加→生猪价格下跌→养殖利润下降→母猪存栏下降→生猪供应下降→生猪价格上涨。
- 能繁母猪是猪周期的领先指标，通常领先猪价拐点10个月左右。
- 本轮猪价下行周期较长的原因是我国生猪养殖规模化率从2017年的46.9%提升至2022年的65.1%。规模化养殖后，即使出现暂时亏损，养殖户仍具备抵抗风险能力，产能去化慢。





三、数据验证——宏观经济指标分析方法

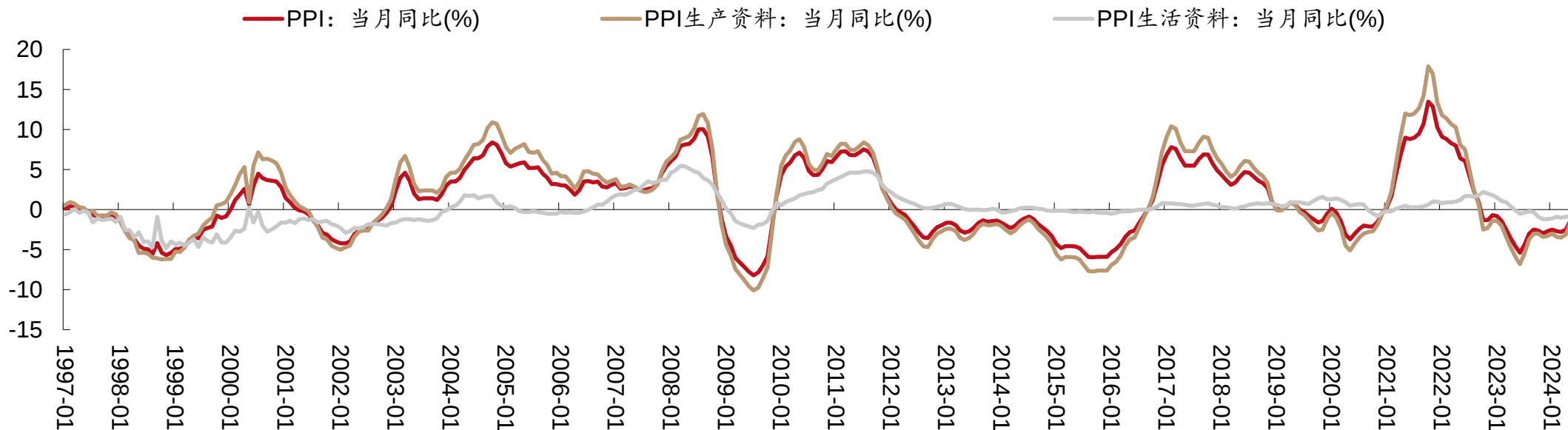
通胀数据——PPI分析

■ PPI分解方法——二分法：

- 生产资料：包括采掘、原材料及加工工业；
- 生活资料：包括食品、衣着、一般日用品和耐用消费品。

■ PPI分解方法——行业法：40个细分行业，包括采矿业、中游原材料业、中游制造、下游制造（可选消费）、下游制造（必选消费）和公共事业类六大产业。

■ 大宗商品价格对PPI影响极大，这也是通过高频数据预测PPI走势的基础。

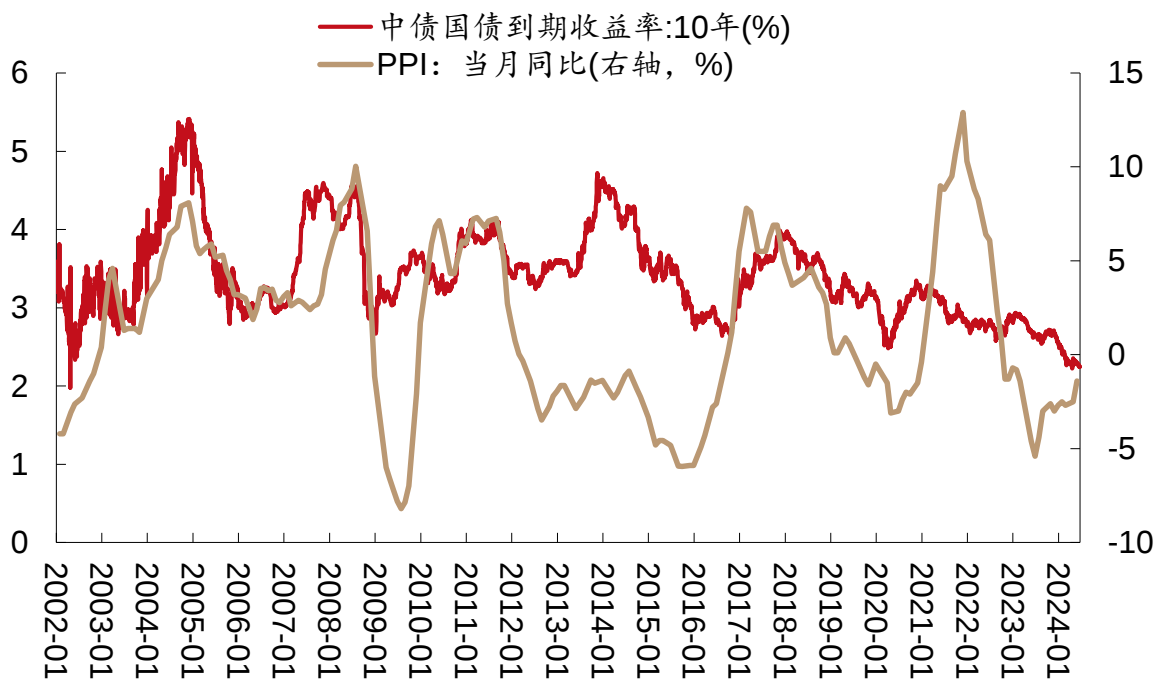




三、数据验证——宏观经济指标分析方法

通胀数据——PPI分析

- PPI与进出口价格指数正相关。中国进口商品主要是大宗品和原材料，出口的主要是中间品和产成品。而 PPI 主要反映了大宗商品价格的变动，因此和进口价格指数的相关性更强。
- 历史上 PPI 和国债收益率大多同向变动。2021Q2-Q4和2024Q1至今，二者走势背离，背后反映的是央行货币政策和通胀走势的背离。
- PPI与工业企业利润关系密切。工业企业利润同比 $\approx$ 工业增加值同比+PPI同比+工业企业利润率同比。

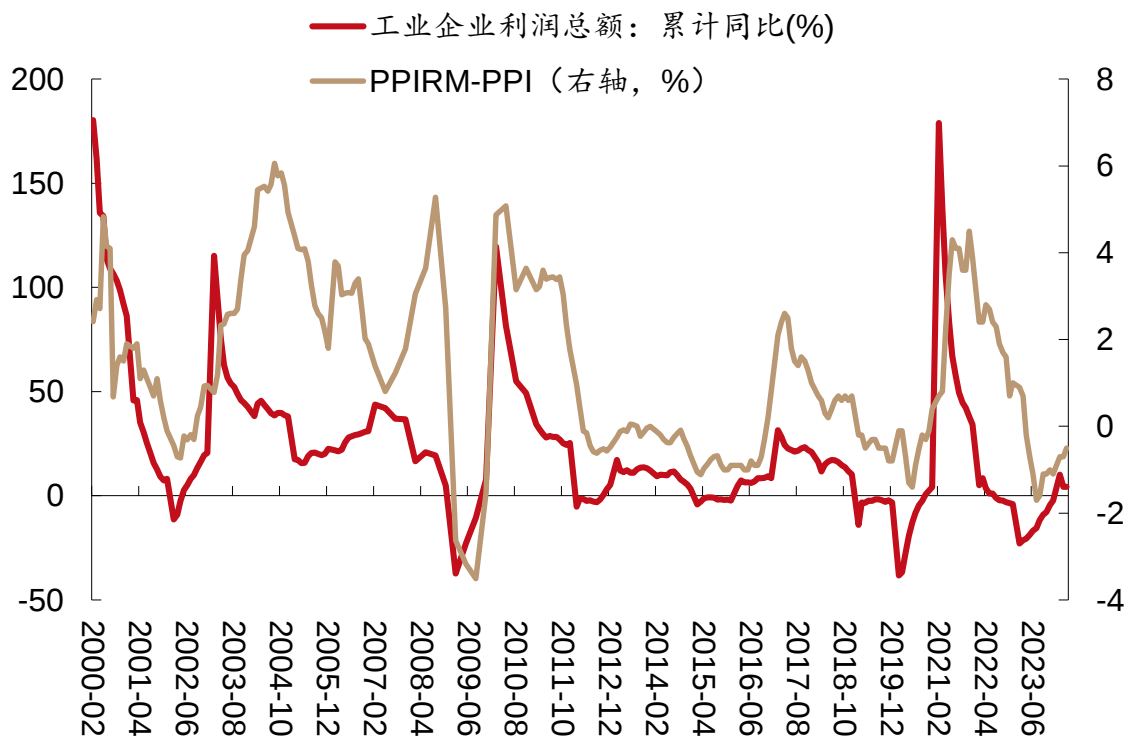
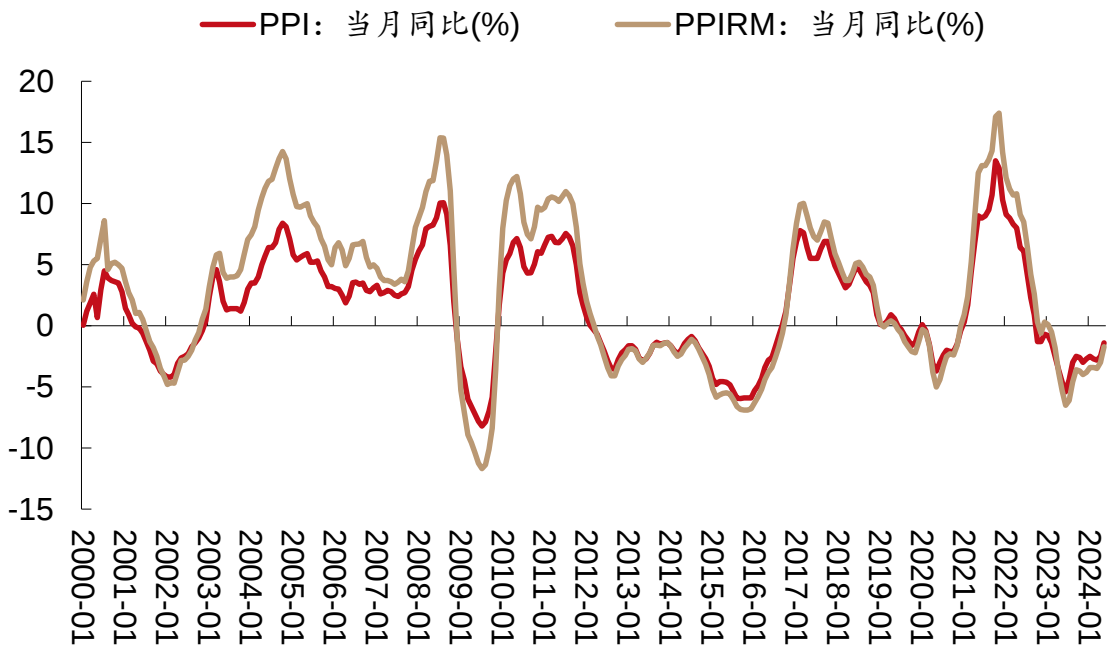




三、数据验证——宏观经济指标分析方法

通胀数据—PPI分析

- **PPIRM（工业生产者购进价格指数）**：反映工业生产者购进价格变动趋势和变动程度的相对数。
- **PPIRM-PPI剪刀差**：一定程度上，PPIRM代表工业生产者的成本，PPI代表工业生产者营收，但二者剪刀差走阔，未必意味着工业企业利润将受到拖累。原因在于：1) 原材料占工业生产成本有限，如果成本端上涨能传导至产品端，利润反而会扩大；2) 我国上游企业占比高，对整体利润影响大。

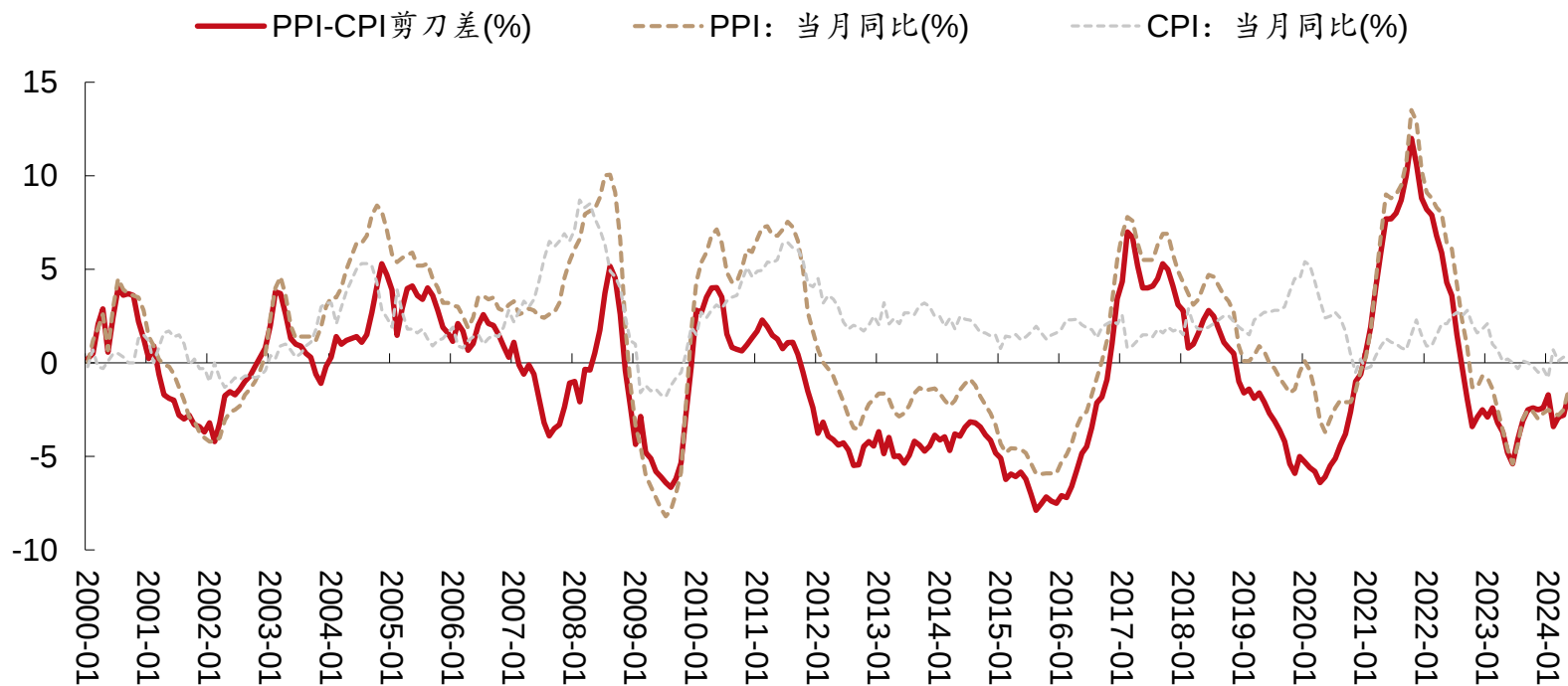




三、数据验证——宏观经济指标分析方法

通胀数据——PPI-CPI剪刀差

- PPI和CPI剪刀差在一定程度上反映了工业企业盈利空间的变化，PPI和CPI剪刀差的扩大，通常意味着企业利润和经济动能的持续修复，反之则相反。
- PPI-CPI剪刀差收敛，意味着上游盈利向中下游传导。
- 每轮PPI-CPI剪刀差收窄的阶段，PPI走势决定了剪刀差变动的方向，CPI波动影响剪刀差变化幅度。





三、数据验证——宏观经济指标分析方法

货币金融数据

- 资产端：社会融资规模、新增人民币信贷，反映实体的融资需求和金融机构放贷意愿；
- 负债端：货币供应量（M0、M1、M2）、新增人民币存款数据，反映实体经济层的流动性多寡。
- 按流动性高低，货币数据可划分为M0、M1、M2三个层次：
 - M0指流通中的现金，等于商业银行库存现金和社会公众现金之和，流动性最强；
 - M1= M0 + 单位活期存款；
 - M2= M1 + 准货币（包括储蓄存款、单位定期存款以及其他存款） = 各项贷款 + 外汇占款 + 其他；
- M2增量=新增贷款+外汇占款增量+其他变动。
- 未来M1口径可能调整。与M1类似，但尚未纳入M1口径的资金包括三类：居民活期存款、部分现金管理类金融产品、第三方支付机构的备付金。



三、数据验证——宏观经济指标分析方法

货币金融数据-如何分析货币供应量?

■ 存款波动的季节性因素:

- 季末银行考核存款规模，高息揽储带来的存款冲量；
- 春节时点存款容易出现异动。春节前企业端存款规模大幅减少，居民端存款规模明显上涨。

■ 财政存款变化引起的存款波动：财政存款不在M2的口径范围内

- 财政存款增长拖累M1和M2；财政存款下降提升M1和M2（货币由政府部门流向企业部分）；
- 财政存款具有季节性，1、4、5、7、10月是财政存款上缴月，3、6、9、12月是财政资金投放的时点。

■ 从信用派生角度看M2的创造渠道：贷款、银行自营信用债投资、非标、外汇占款、财政存款。



三、数据验证——宏观经济指标分析方法

货币金融数据：信贷和社会融资总量

■ 信贷：居民、企业和票据融资，居民中长期对应的是房地产等领域消费，企业中长期对应的是对于未来经济的预期。

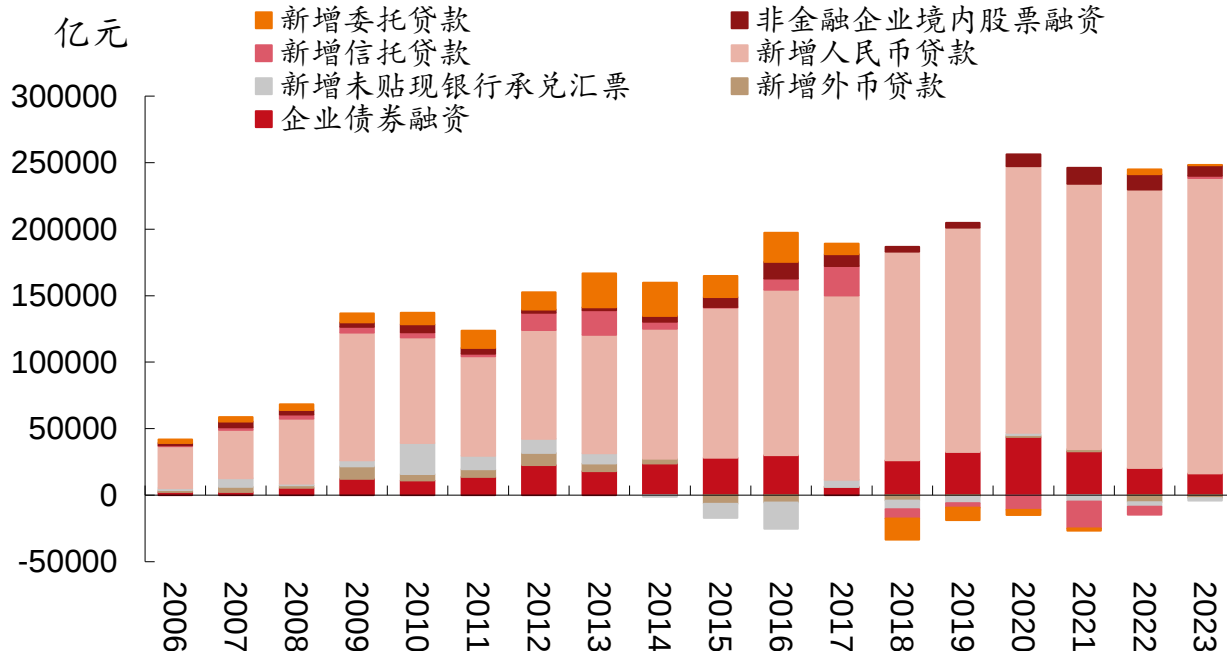
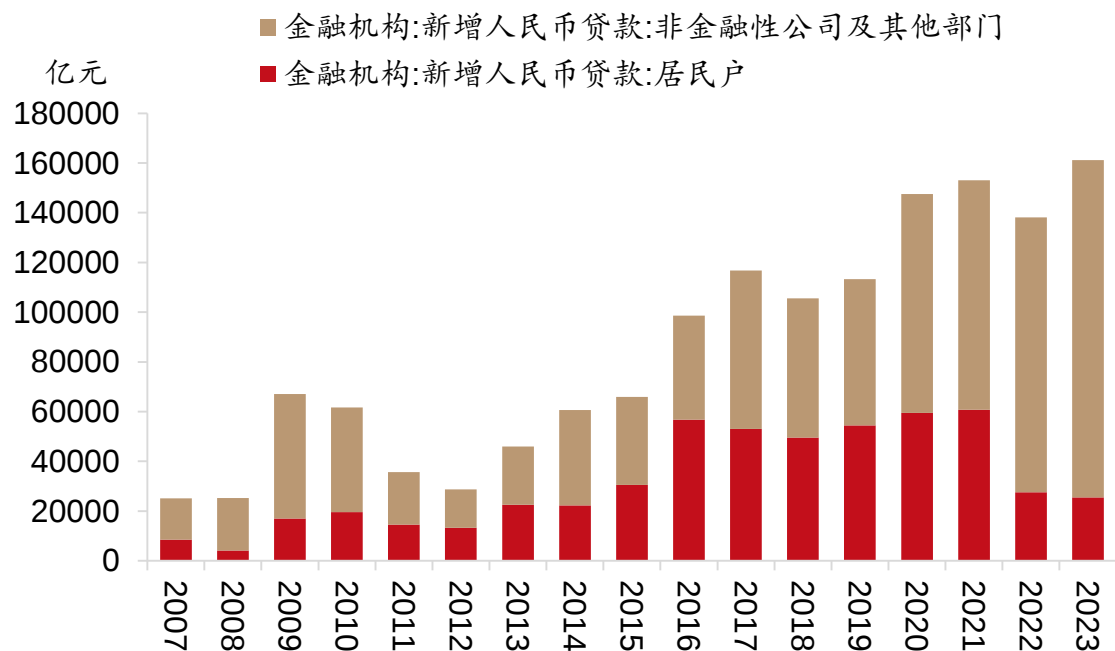
■ 社融：反映实体融资需求和金融扩表意愿，是经济的领先指标。

-表内信贷：人民币贷款、外币贷款；（社融口径下人民币贷款不包括非银贷款）

-表外信贷：未贴现银行承兑汇票、信托贷款、委托贷款；

-直接融资：非金融企业境内股票融资、企业债券融资；

-其他：政府债券、贷款核销、存款性金融机构资产支持证券等。

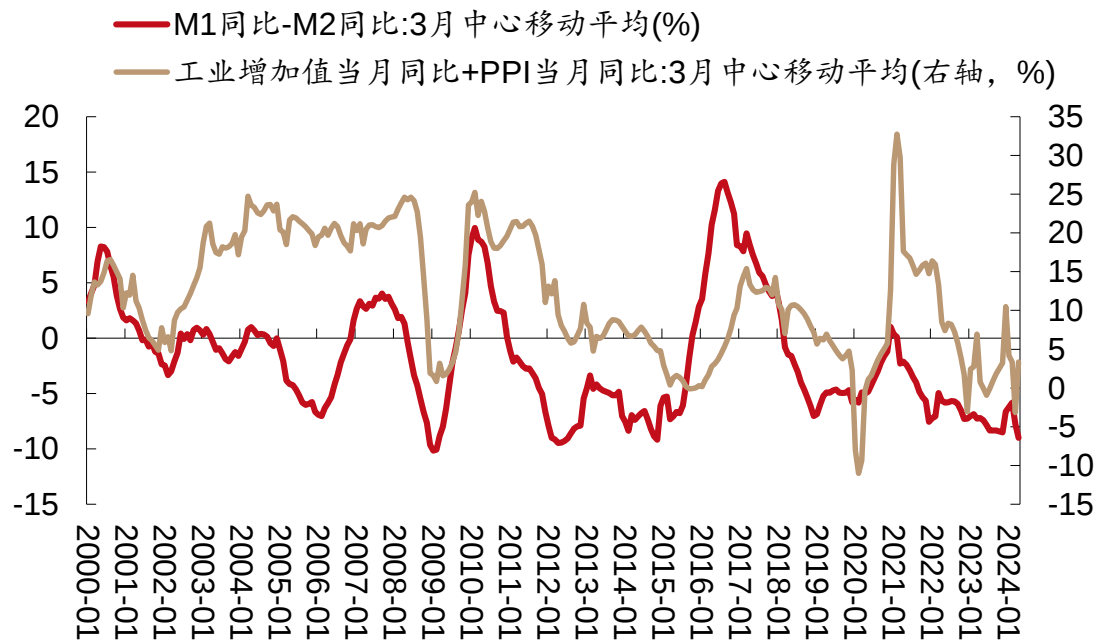
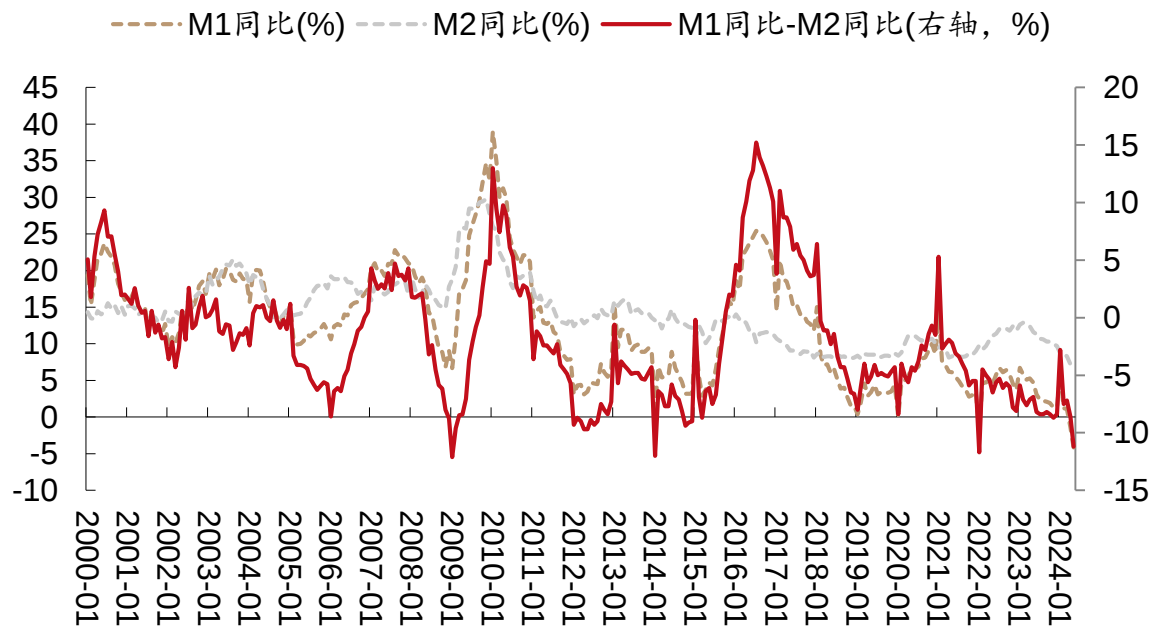




三、数据验证——宏观经济指标分析方法

货币金融数据：M1和M2剪刀差

- M1-M2剪刀差反映经济活跃程度或者说企业对未来增长的预期，而房地产销售和政府债务也会影响货币剪刀差。
 - M1是流动性更强的货币供应，若M1占比高，意味着货币在实体的流通速度更快，对实体经济促进作用更强。
 - M1-M2剪刀差收窄：通常代表企业对增长前景悲观，倾向于低风险投资，将存款定期化，M1向M2转化。
 - M1-M2剪刀差扩大：通常代表企业对增长前景乐观，准备补库存或扩大资本开支，将存款活化。
 - 房地产销售转好也会导致M1-M2同比差值扩大。
- 春节错位将对M1同比读数产生较大扰动。
- M1-M2剪刀差对增长具有领先性。

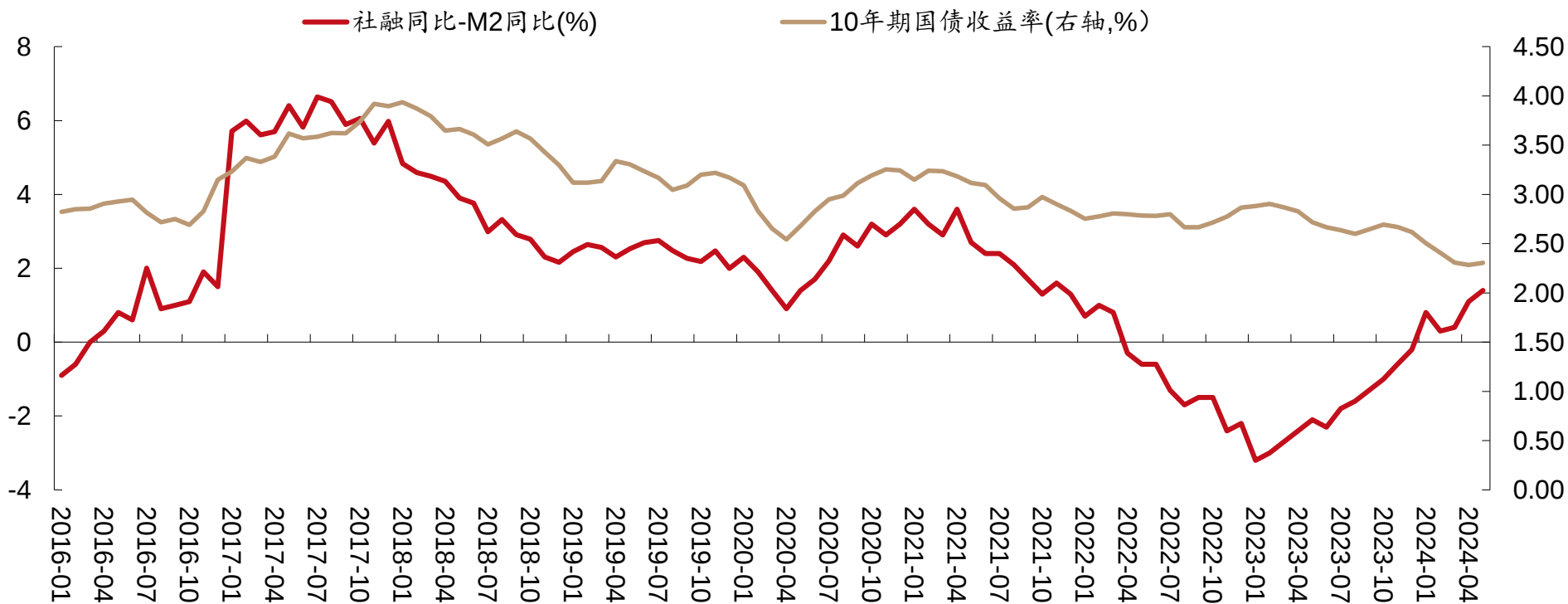




三、数据验证——宏观经济指标分析方法

货币金融数据：社融和M2增速差

- 社融和M2增速差主要表示非银机构和表外业务的扩张情况。
 - 社融代表**所有金融机构**表内表外业务创造的总资产，M2代表**银行体系**的负债。
- 社融与M2增速之差和10年期国债收益率存在正相关性。
 - 社融与M2增速差走阔时，往往说明实体融资需求较好，需要表外满足实体融资需求，债券收益率有上行压力。

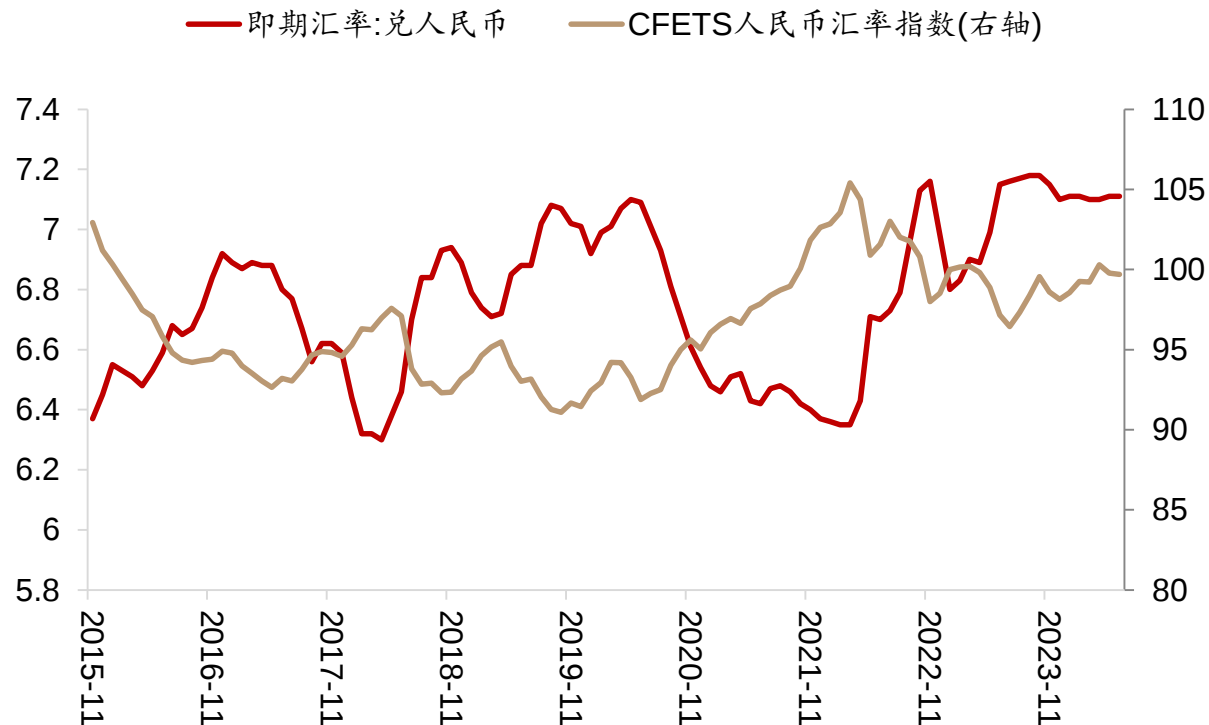
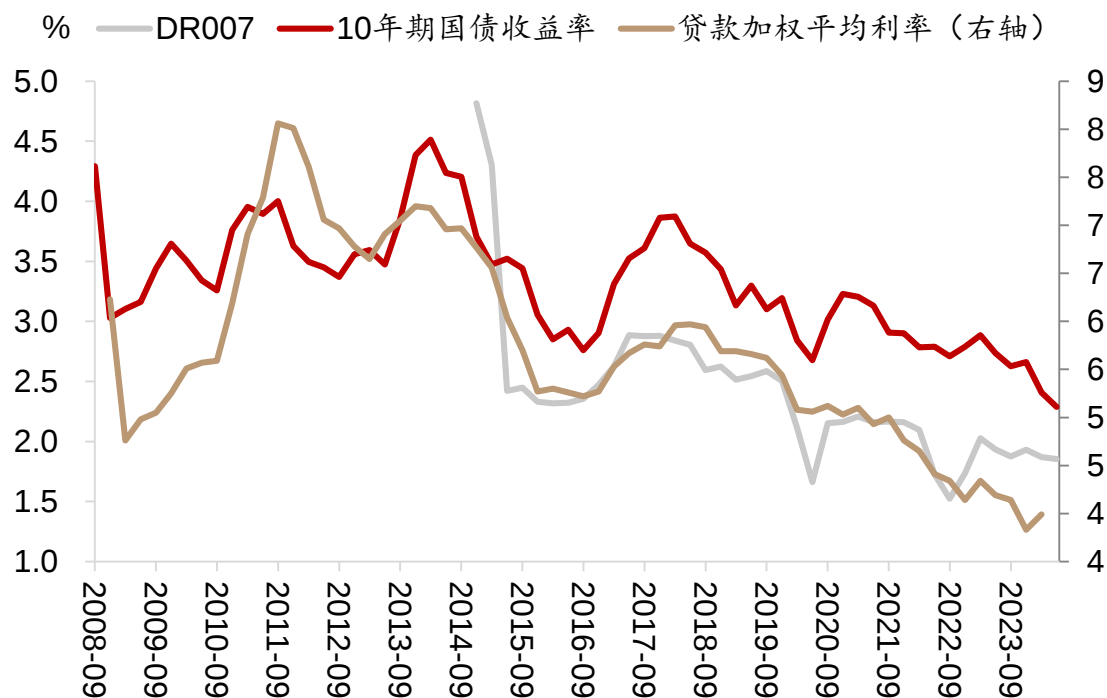




三、数据验证——宏观经济指标分析方法

货币金融数据：利率和汇率

- 利率：货币市场利率（DR007等）、债券市场利率（10年期国债收益率）、实体经济利率（金融机构人民币贷款加权平均利率）。
- 汇率：以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。美元兑人民币是人民币汇率中非常重要的一种，其走势受到美元指数强弱的影响。CFETS指数整体保持相对稳定。





三、数据验证——宏观经济指标分析方法

国际收支：推算热钱流入

- 银行结售汇：银行间外汇市场供求变化的基础，变化是决定人民币汇率的基本因素。
- 境内银行代客涉外收付款：境内非银行部门通过境内银行与非居民之间发生的涉外收入和支出的规模，即境内非银行部门与非居民之间的资金流动状况。
- 结售汇差额与收付款差额之差：代表热钱流动趋势，为正代表热钱总体流入，为负代表热钱总体流出；增加代表热钱趋于流入，减少代表热钱趋于流出。



三、数据验证——数据使用方法

数据使用方法——模型

■ 凯恩斯模型

- 优点：短期分析可运用性强
- 缺点：难以进行长期分析

■ 新古典模型

- 优点：微观基础，有利于长期分析
- 缺点：难以运用其进行短期分析

货币中性

数据的随机游走特性

■ 计量模型

- 寻找主要影响因素，估算权重等等
- 时间序列模型：纯技术分析，寻找和利用数据自身特征



三、数据验证——数据使用方法

如何预测潜在GDP增长?

■ 潜在增长率的估算

- 估算和使用已有的总和生产函数
- 将GDP增长分解为就业人数增长、资本存量增长和TFP增长
- 我们将资本存量、就业人数和TFP的指数用HP滤波进行平滑，计算三者的潜在增长率
- 将三者的潜在增长率代入生产函数中，得到GDP的潜在增长率

■ 潜在增长率的预测

- 主要是对我国劳动力增长、资本增长和全要素生产率的增长作了一系列假设
- 劳动是按照联合国公布的我国劳动年龄人口增长率计算
- 资本增长率是按照过去十年的平均增长率
- 全要素生产率则有两个情形

基准情形：历史平均值

改革情形：我国的R&D/GDP、教育和政府效率等接近发达国家



三、数据验证——数据使用方法

如何预测GDP增长？（中观供需预测）

- 实际经济增长关注中观高频数据的变化：中观高频数据“数量”的增长表现，对应的就是GDP的实际增长。
- 参考海外周度经济活动指数的构成，我们选取消费、生产、投资、贸易等方面的高频指标。

领域	指标	经济含义	频率
消费	30大中城市商品房成交面积	反映地产相关耐用品消费需求	日
	电影票房收入：全国	反映娱乐服务消费需求	日
	当周日均销量：乘用车	反映汽车相关耐用品消费需求	周
	中国轻纺城成交量	反映服饰等非耐用品需求	日
	十大城市拥堵延时指数	反映餐饮服务消费需求	日
生产	粗钢日均产量	反映钢铁行业生产情况	旬
	半钢胎开工率	反映汽车行业生产情况	周
	PTA开工率	反映化工行业生产情况	周
	开工率：山东地炼厂常减压	反映石化行业生产情况	周
投资	石油沥青装置开工率	反映基建投资需求	周
贸易	波罗的海干散货指数(BDI)	反映国际贸易需求	日



三、数据验证——数据使用方法

如何预测潜在GDP增长？（高频数据预测）

■ 需求：

- 投资端：商品房成交与土地成交面积高频数据看房地产投资；水泥库容比、石油沥青装置开工率看基建投资；工业企业利润看制造业投资。
- 消费端：汽车销量、新房销售以及原油价格看零售增速。
- 出口端：海外制造业PMI、BDI指数、韩国越南出口同比看外贸。

■ 供给：粗钢日均产量、半钢胎开工率等。

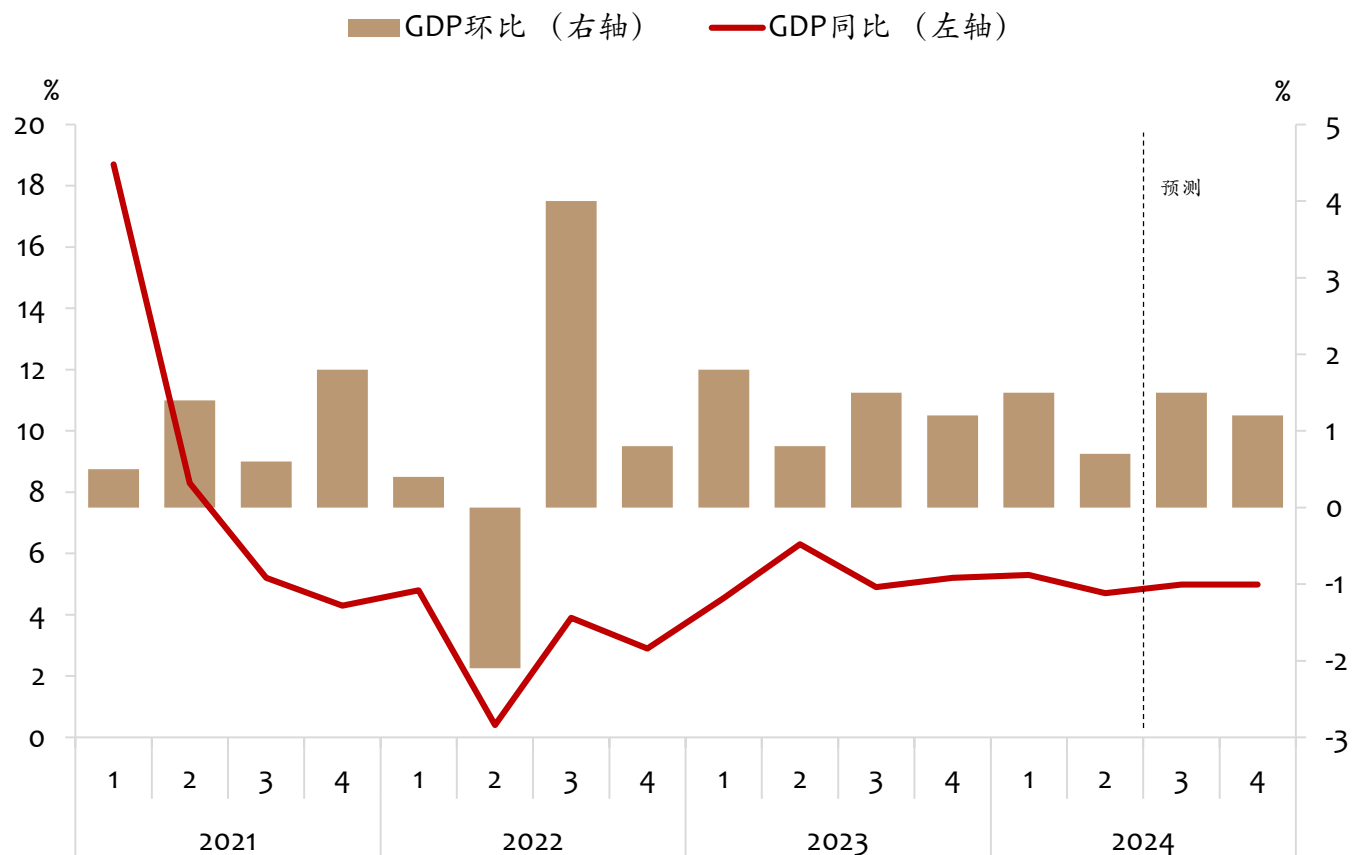
■ 金融：信贷投放拆分、季节规律等因素。



三、数据验证——数据使用方法

如何预测GDP增长?

- 对实际增长率的预测：利用季调后数据，对环比增速进行判断
- 如何判断环比走势？从需求自身动能入手，对政策建立中期观点。

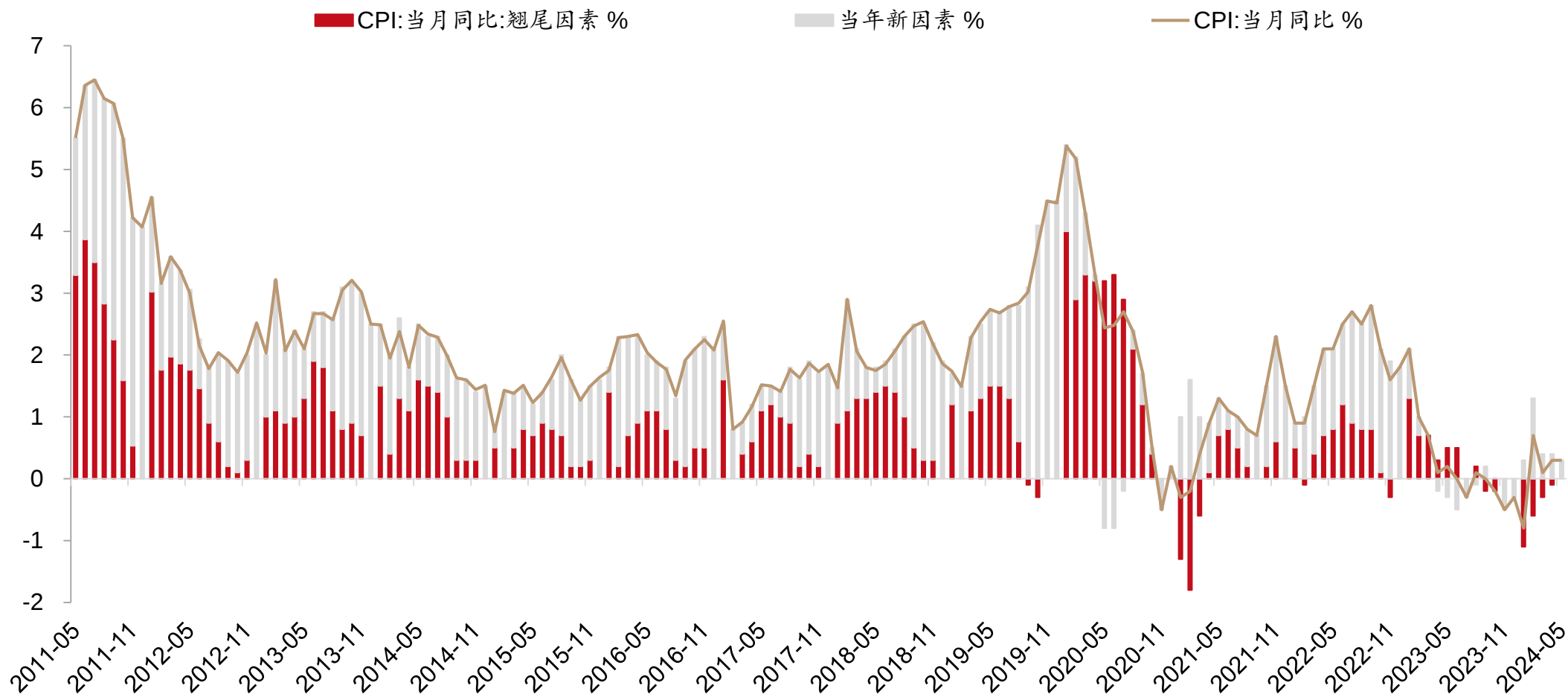




三、数据验证——数据使用方法

如何预测短期通胀？

- 利用高频数据和历史数据，分析重点产品的季节性供求变动





三、数据验证——政策分析

政策分析

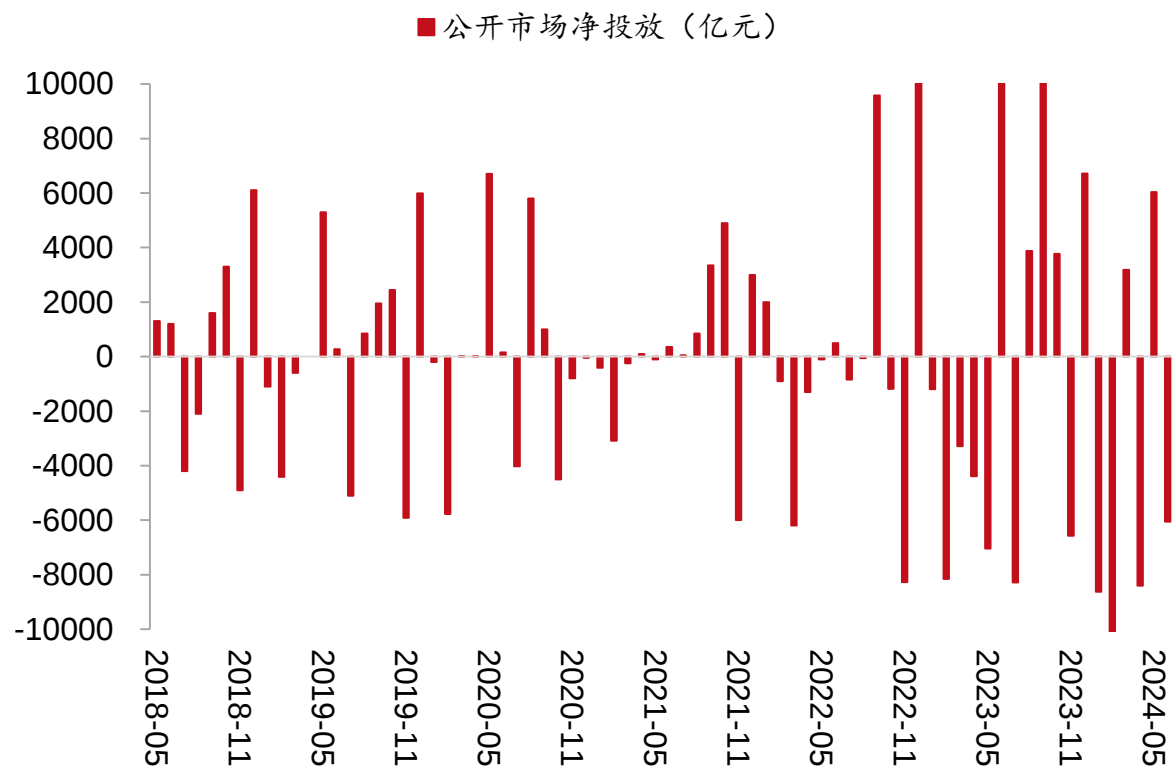
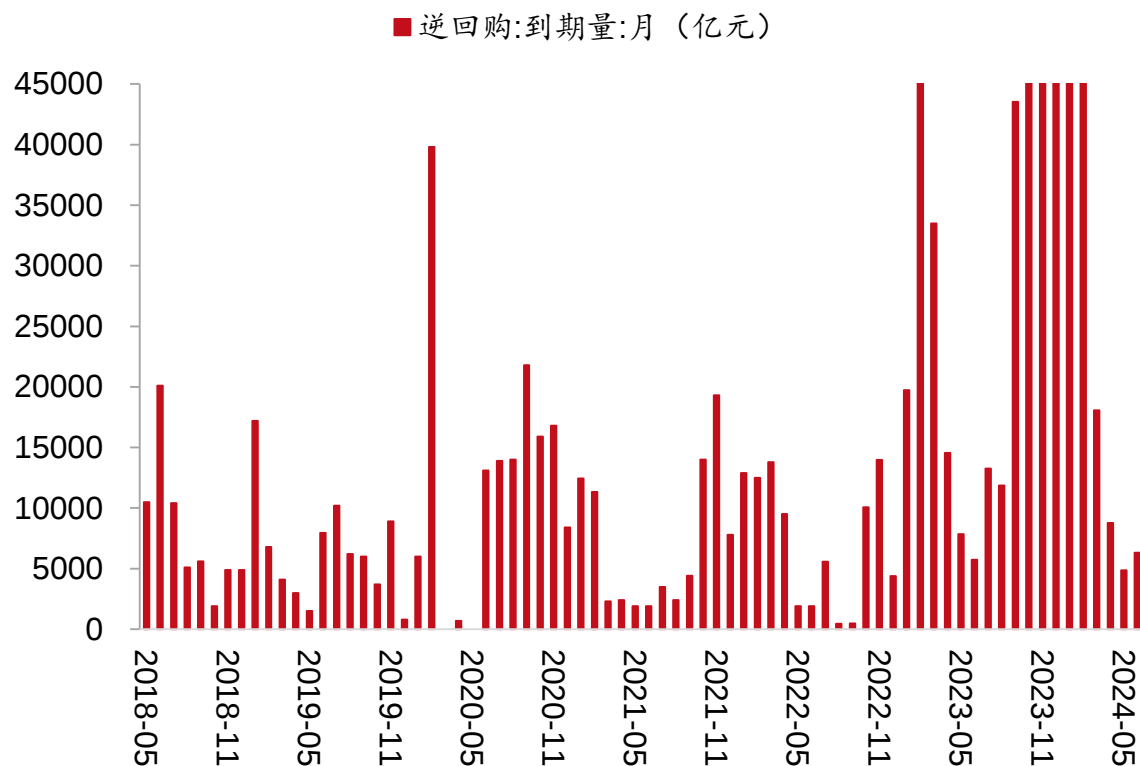
- 货币政策最终目标：控制通胀、促进增长
- 中间目标
 - 货币和信贷增长
 - 社会融资总量
- 政策工具
 - 公开市场操作
 - 存准
 - 利率
 - 信贷额度、宏观审慎管理



三、数据验证——政策分析

货币政策：公开市场操作影响基础货币数量

- 央行货币投放包括正回购、逆回购、国库定期存款、MLF、SLO等货币政策工具。
 - 正值表示央行向市场投放资金；负值表示央行从市场回笼资金。

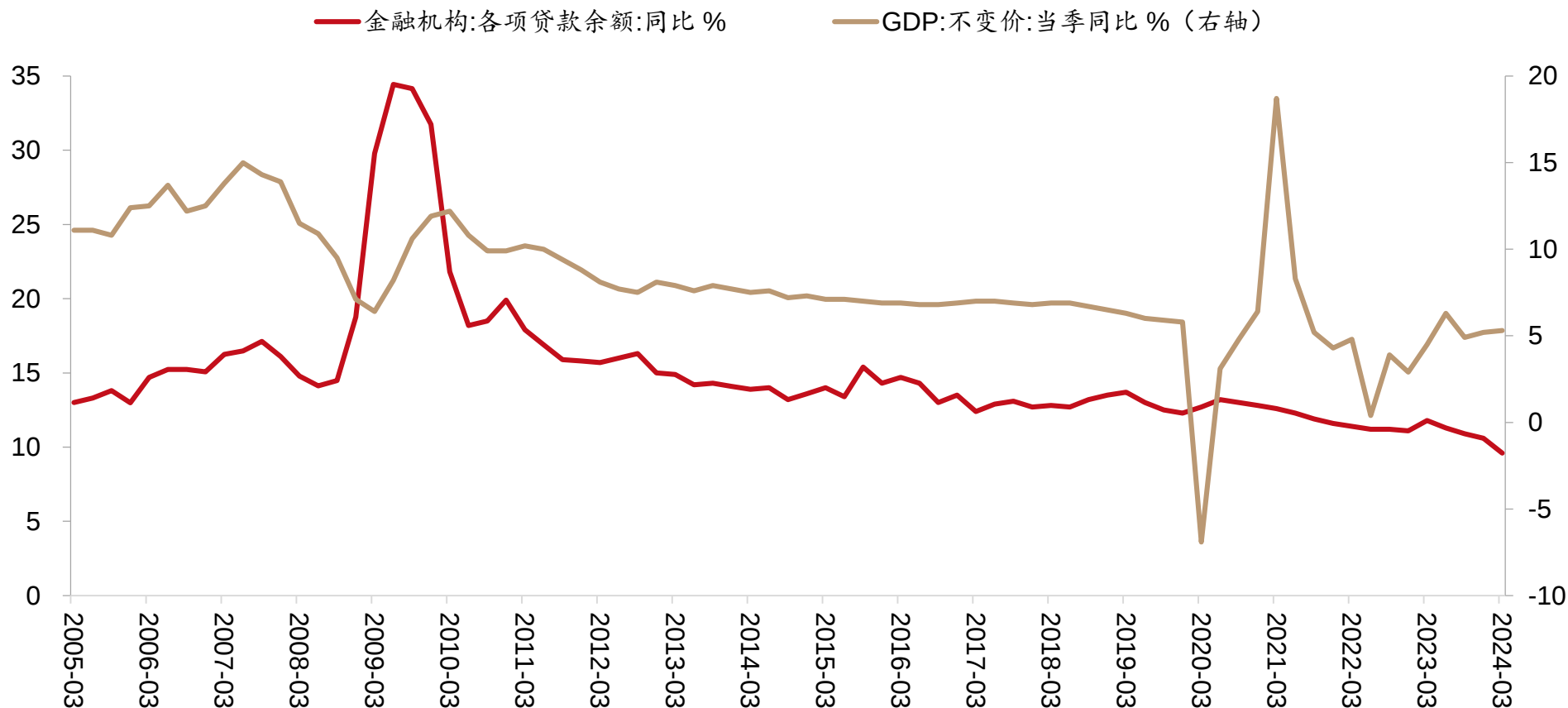




三、数据验证——政策分析

货币政策的效果

■ 对经济的影响：贷款增速领先GDP增速1-2个季度左右





三、数据验证——政策分析

财政政策：四本帐与计算赤字率

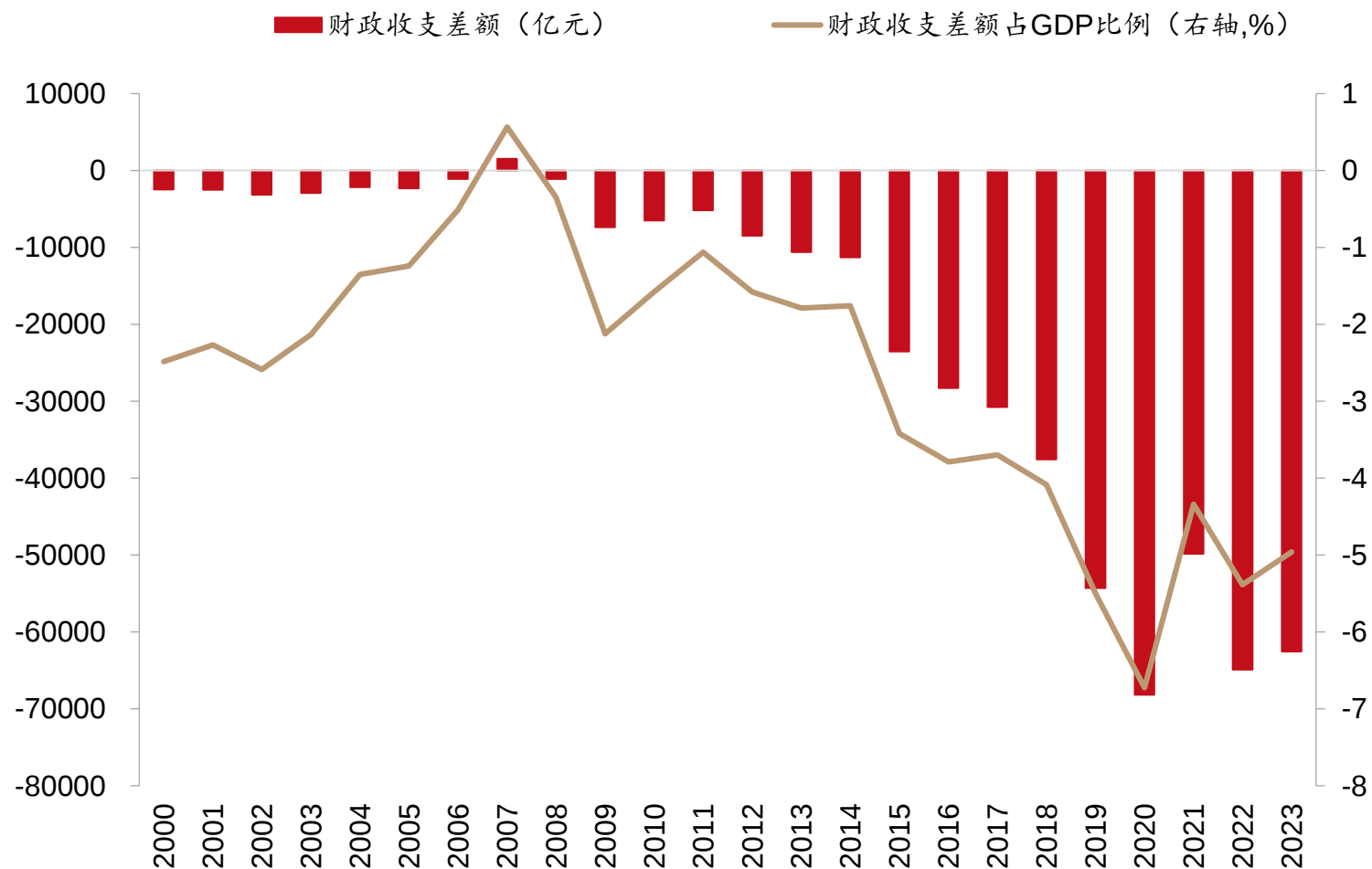
- 官方赤字率和实际赤字率：如果混淆官方财政赤字率和根据预算收支计算的赤字率，容易对判断今年财政政策方向形成困扰。官方财政赤字＝（全国一般公共预算收入+调入预算稳定调节基金和其他预算资金+动用结转结余资金）-（全国一般公共预算支出+补充预算稳定调节基金+结转下年支出的资金）。
- 相对于“官方赤字率”，“计算赤字率”将政府性基金预算收支也纳入赤字计算，更能反映财政政策的力度。

四本账收支与赤字（亿元）		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
全国公共财政	收入	152,269.23	159,604.97	172,592.77	183,359.84	190,390.08	182,913.88	202,554.64	203,649.29	216,784.37
	支出	175,877.77	187,755.21	203,085.49	220,904.13	238,858.37	245,679.03	245,673.00	260,552.12	274,573.81
	赤字	23,608.54	28,150.24	30,492.72	37,544.29	48,468.29	62,765.15	43,118.36	56,902.83	57,789.44
全国政府性基金	收入	42,338.14	46,643.31	61,479.66	75,479.07	84,517.72	93,491.26	98,024.17	77,896.37	70,704.85
	支出	42,347.11	46,878.32	60,968.59	80,601.62	91,647.77	118,057.98	113,389.90	110,607.51	101,338.59
	赤字	8.97	235.01	(511.07)	5,122.55	7,130.05	24,566.72	15,365.73	32,711.14	30,633.74
全国国有资本经营	收入	2,550.98	2,608.95	2,580.90	2,905.79	3,971.82	4,774.55	5,170.43	5,695.98	6,743.61
	支出	2,066.77	2,155.49	2,155.49	2,153.28	2,295.41	2,556.21	2,622.10	3,395.23	3,345.22
	赤字	(484.21)	(453.46)	(425.41)	(752.51)	(1,676.41)	(2,218.34)	(2,548.33)	(2,300.75)	(3,398.39)
社会保险基金	收入	46,354.08	50,112.47	58,437.57	79,002.58	83,152.13	75,863.50	96,876.79	102,448.14	111,499.69
	支出	39,117.66	43,604.85	48,652.99	67,380.69	74,740.78	78,372.17	86,693.84	90,603.41	99,281.29
	赤字	(7,236.42)	(6,507.62)	(9,784.58)	(11,621.89)	(8,411.35)	2,508.67	(10,182.95)	(11,844.73)	(12,218.40)



三、数据验证——政策分析

财政政策：财政政策力度判断





三、数据验证——政策分析

结构性的财政政策

- 支出结构调整
 - 增加教育、社会保障、民生、三农等支出
 - 降低三公消费开支
- 结构性减税政策
 - 降低关税、消费税、增值税、个人所得税等
 - 征收资源税、房产税



目 录

CONTENTS

- 1 宏观经济发展的背景及转型.....4
- 2 周期理论是基于经验的重要框架.....20
- 3 数据验证32
- 4 大势研判.....70

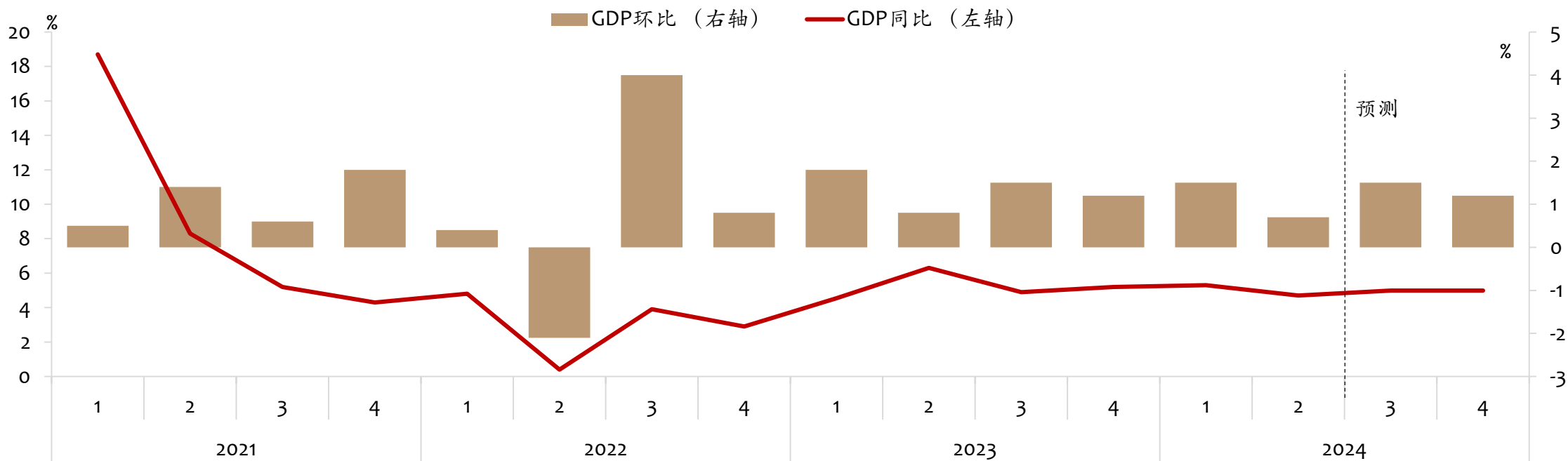


中国经济仍运行在修复式增长框架下，弹性有限

■ 中国经济修复式增长具有以下几个特征：

- 居民、企业和地方政府三大部门的增长动能不足；
- 经济修复的时间可能比较长；
- 没有通胀压力；
- GDP增速环比、同比波动较大，经济预测的不确定性上升。

■ 基准情形下，今年的宏观经济态势好于去年，但考虑到中国经济仍将继续运行在修复式增长的框架下，增长的弹性空间或受限。





中国经济仍运行在修复式增长框架下，弹性有限

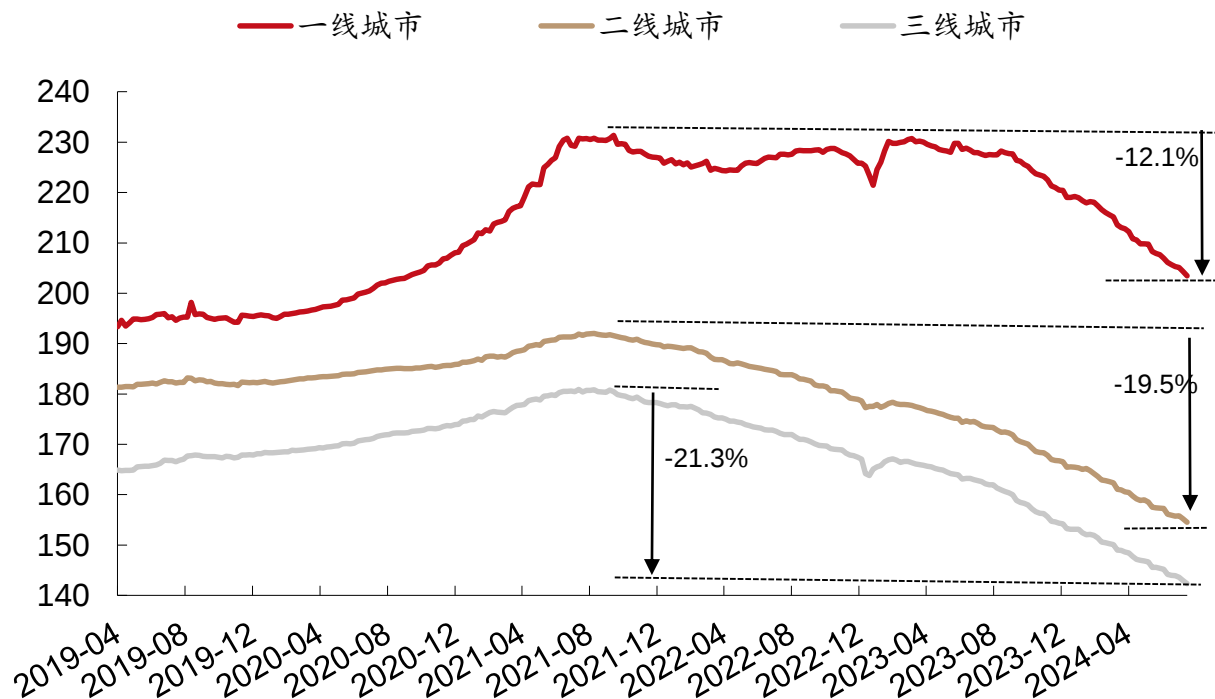
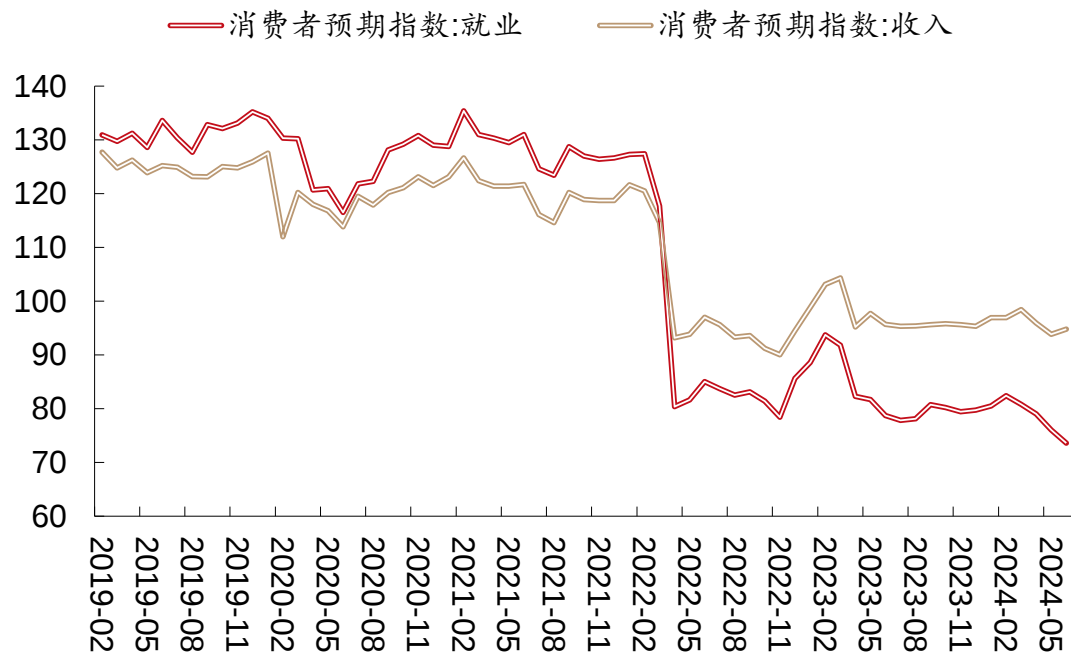
■ 预计2024年下半年GDP增长5%左右，通胀温和回升。

			2023				2024				年度		
			1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	2022	2023	2024E
实际GDP	同比	%	4.5	6.3	4.9	5.2	5.3	4.7	5.0	5.0	3.0	5.2	5.0
最终消费	贡献	%	3.1	5.4	4.6	4.2	3.9	2.2			1.2	4.3	
资本形成总额	贡献	%	1.8	2.0	1.2	1.2	0.6	1.9			1.4	1.5	
货物和服务净流出	贡献	%	-0.3	-1.0	-1.0	-0.2	0.8	0.6			0.4	-0.6	
实际GDP	季调环比	%	1.8	0.8	1.5	1.2	1.5	0.7	1.8	1.2			
名义GDP	同比	%	5.2	5.4	3.9	4.2	4.2	4.0	4.6	5.0	4.8	4.6	4.4
GDP平减指数	同比	%	0.6	-0.8	-0.9	-1.0	-1.1	-0.7	-0.4	0.0	1.8	-0.5	-0.5
CPI	同比	%	1.3	0.1	-0.1	-0.3	0.0	0.3	0.4	0.8	2.0	0.2	0.4
PPI	同比	%	-1.6	-4.5	-3.3	-2.8	-2.7	-1.6	-1.1	-0.6	4.2	-3.0	-1.5
零售	同比	%	5.8	10.8	4.1	8.3	4.7	2.7	3.5	4.5	-0.2	7.2	3.9
固定资产投资	同比	%	5.1	2.8	1.8	2.7	4.5	3.5	4.5	5.0	5.1	3.0	4.4
制造业	同比	%	7.0	5.3	6.5	7.3	9.9	9.3			9.1	6.5	9.5
基建	同比	%	10.8	9.6	5.9	7.2	8.8	7.0			11.5	8.2	7.9
房地产	同比	%	-5.8	-9.5	-11.5	-11.4	-9.5	-10.5			-10.0	-9.6	-9.1
出口, 美元计价	同比	%	-1.3	-4.3	-9.9	-1.3	1.9	5.9	7.0	6.0	5.6	-4.7	5.1
进口, 美元计价	同比	%	-6.3	-7.1	-8.5	0.9	1.8	2.6	4.0	2.0	0.7	-5.5	2.5
贸易顺差	金额	亿美元	1,810	2,198	2,217	1,997	1,823	2,539	2,564	2,385	8,379	8,221	9,311
一般公共预算赤字	金额	亿元									33,700	48,800	40,600
预算赤字率	比GDP	%									2.8	3.8	3.0
地方政府专项债	金额	亿元									36,500	38,000	39,000
特别国债	金额	亿元											10,000
盘活专项债结存限额	金额	亿元									5,000		
新增社融	增加额	万亿元	14.5	7.0	7.8	6.2	12.8	5.3			32.0	35.6	31.3
存量社融	同比	%	10.0	9.0	9.0	9.5	8.7	8.1			9.6	9.5	8.3
人民币汇率	期末	元/美元	6.87	7.26	7.30	7.09	7.22	7.27			6.95	7.09	7.19



中国经济仍运行在修复式增长框架下，弹性有限

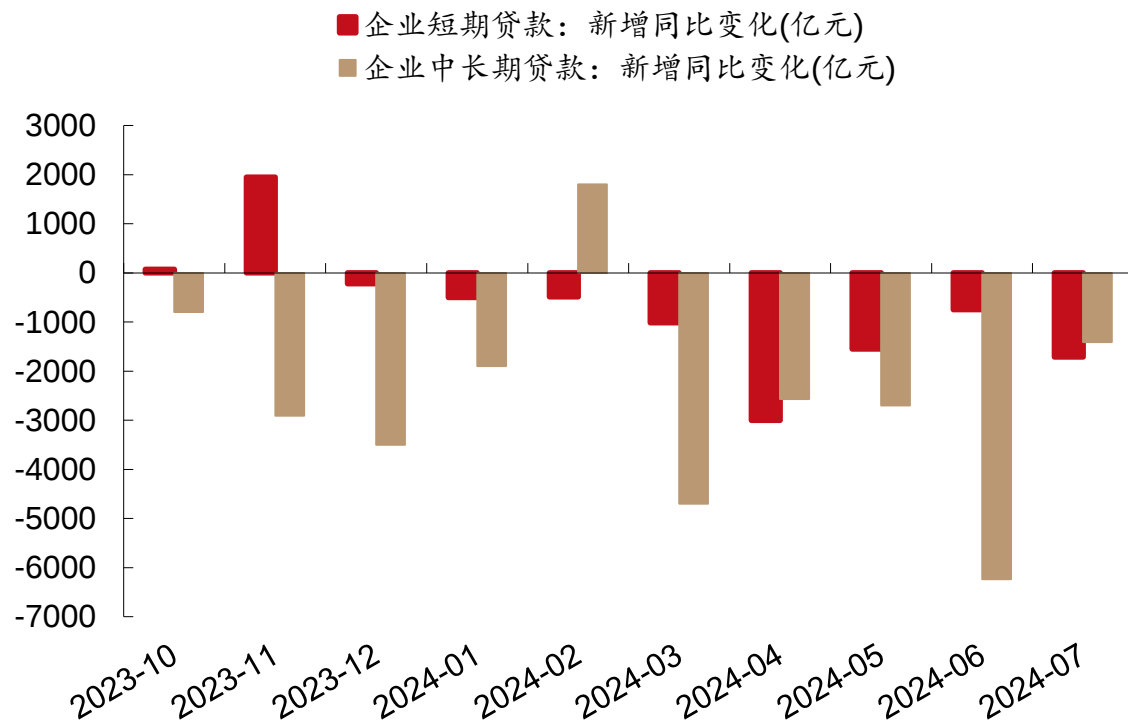
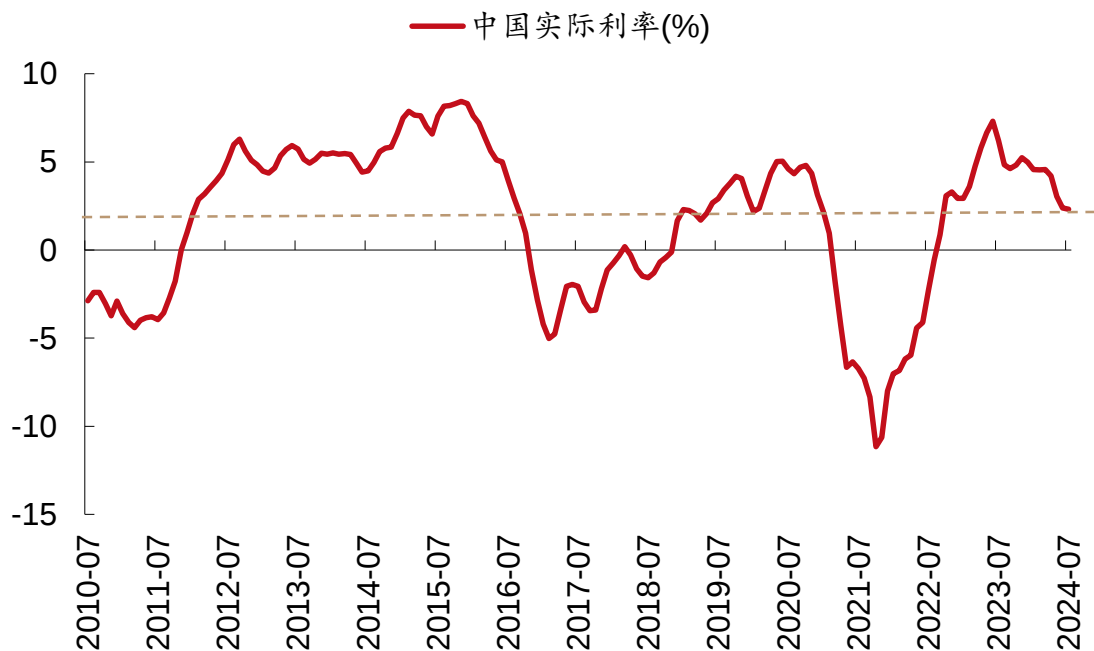
第一，当前居民部门资产负债表受损尚未完全修复。从收入端看，6月消费者就业预期指数下降至73.6，处于历史底部区间；消费者收入预期小幅回升，但距离恢复至2022年以前仍有差距。从资产端看，房地产作为居民部门过去的核心资产，目前一、二、三线城市二手房出售挂牌价格指数较2021年高点分别回落12.1%、19.5%和21.3%





中国经济仍运行在修复式增长框架下，弹性有限

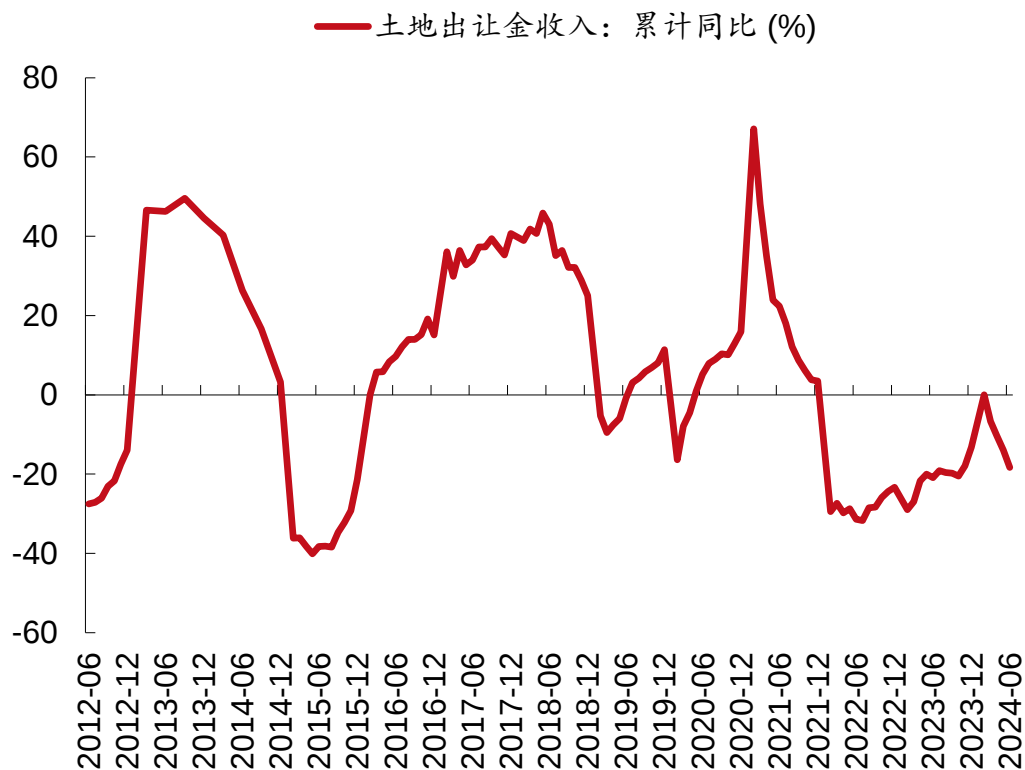
第二，企业部门实际利率显著回落，但企业融资需求仍然偏弱。2季度以来，代表名义利率的一年期国债收益率下行较快，PPI同比降幅也显著收窄，带动企业部门的实际利率显著下行。然而，目前企业部门贷款需求对实际利率的反应“钝化”。7月企业部门实际利率已回落至2.3%，但当月企业新增中长期贷款同比少增1412亿元。





中国经济仍运行在修复式增长框架下，弹性有限

第三，地方政府财力相对受限的局面尚未扭转。地方政府财力相对受限的局面尚未扭转。作为地方财政的重要来源，2022年以来土地出让金收入持续负增长。在此背景下，今年上半年财政支出进度偏慢，拖累上半年基建投资增速。





风险提示

（一）宏观政策不及预期。宏观政策有可能保持定力，对短期经济增速下滑有更大容忍度。全年实际GDP增速有可能低于5%，名义GDP增速也有可能低于我们预期。

（二）经济形势存在不确定性。二十届三中全会以来，宏观政策开始加力，但内外需仍然面临较大不确定性。如果居民和企业收入和信心不能得到提振，内需可能进一步下滑。今年出口增速回升，但是贸易摩擦风险也在加大，可能面临更多经济体对中国商品加征关税。

（三）地产风险外溢。居民收入超预期下行引发房价新一轮调整，地产风险外溢至金融体系酿成系统性风险。

（四）海外金融市场回调幅度超预期。美联储降息幅度和节奏可能会有所加大和加快，大选的不确定性将会有所加剧。

（五）数据统计存在遗漏或偏差。



西部证券—投资评级说明

行业评级	超配： 行业预期未来6-12个月内的涨幅超过市场基准指数10%以上
	中配： 行业预期未来6-12个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到10%之间
	低配： 行业预期未来6-12个月内的跌幅超过市场基准指数10%以上
公司评级	买入： 公司未来 6-12个月的投资收益率领先市场基准指数20%以上
	增持： 公司未来 6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%到20%之间
	中性： 公司未来 6-12个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到5%
	卖出： 公司未来 6-12个月的投资收益率落后市场基准指数大于5%
报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。	

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路276号12层
北京市西城区月坛南街59号新华大厦303
深圳市福田区深南大道6008号深圳特区报业大厦10C

联系电话： 021-38584209



免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。