

中国宏观经济月报

2020/6/4

中国宏观经济研究员 阎奕锦

010-66555831

yijin_yan@chiefgroup.com

主要观点：

- **5 月经济继续好转，消费继续改善、但依然弱于生产，供给好于需求，内需好于外需。**
- **消费继续恢复，但依然弱于生产。**随着各地纷纷推出消费券对消费的拉动，以及各地疫情防控应急响应等级的下调、两会日期的确定、各大中小学开学日期的陆续敲定，消费——尤其是线下消费——将会继续修复。但是，失业率提升和收入增速下降继续从根本上抑制居民消费回升的进度和力度，使得需求的恢复弱于生产的复苏。
- **工业生产继续快速好转。**工业生产显著好转的原因主要在于高新技术制造业和新兴产品增速较高，消费品和医疗防疫物资继续保持较快增长，汽车消费促销政策带动汽车产销大幅增长，基建投资增加带动装备制造业和基础原材料行业明显回升。
- **基建投资受政策支持，后续有望表现最为亮眼；房地产投资韧性较强，但“房住不炒”的政策定位抑制其提升空间；制造业投资受盈利恶化和外需疲弱的影响表现相对较差。**
- **CPI 趋势性回落走势基本确立，PPI 基本接近阶段性底部。**前两个月，在需求疲弱和油价大跌等因素的共同作用下，CPI 和 PPI 均大幅回落。我们认为 CPI 趋势性回落走势已经确立，PPI 基本接近阶段性底部。通胀目标对货币政策操作的约束大幅放松，货币政策的重心转向“六稳”和“六保”。通过对高频数据的观察和计算，我们认为 5 月食品价格继续回落，非食品价格环比近乎持平。CPI 整体环比下降 0.6% 左右，同比上涨 2.7% 左右，较 4 月回落 0.6 个百分点。
- **货币信用增速持续提升。**货币增速（M2）提升幅度较大，但 M1 提升幅度较小，意味着当前货币政策逆周期调节对实体经济的作用较为有限，这种状况随着央行新创设的普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划的推出，将会有所改善。4 月贷款和企业债融资额大增，带动社融增速提升，5 月随着新下达的 1 万亿元地方政府专项债新增限额的发行，政府融

资额将显著增加，将推动社融总额继续维持在高位。5月财政资金和信贷资金投放力度均有所加大，综合分析本月财政存款变动、央行公开市场操作和存款金额变动等因素，预计**5月新增人民币贷款14,000亿元左右**，M2同比增速较上月继续提升，同比增长**11.3%左右**。

目 录

一、经济运行总览.....	6
1、5月制造业景气度小幅回落，建筑业显著好转带动非制造业景气度提升	6
2、消费增速降幅收窄，商品零售好于餐饮，必需品好于耐用品，但耐用品恢复速度较快	10
3、财政收支状况环比均有所改善.....	13
4、投资增速降幅继续收窄，工业增加值改善度最大.....	14
5、出口增速提升，进口降幅扩大.....	22
二、CPI 继续回落，PPI 降幅收窄	26
1、CPI 继续大幅回落，全年下跌趋势基本确立	26
2、PPI 降幅收窄	29
三、货币信用增速均继续提升.....	32
四、小结.....	37

图表目录

图表 1：制造业采购经理指数.....	8
图表 2：非制造业采购经理指数.....	8
图表 3：库存变动情况.....	8
图表 4：各类企业的 PMI 指数.....	8
图表 5：中采制造业 PMI 成分指数.....	9
图表 6：克强指数走势.....	10
图表 7：六大发电集团日耗煤量恢复至常态.....	10
图表 8：居民收支名义增速.....	11
图表 9：居民收支实际增速.....	11
图表 10：居民收入结构.....	11
图表 11：居民支出结构.....	11
图表 12：社会消费品零售总额.....	12
图表 13：社会消费品零售总额同比增长率.....	12
图表 14：商品零售与餐饮收入同比增长率.....	13
图表 15：各类商品零售额同比增长率.....	13
图表 16：国家财政收支当月情况.....	14
图表 17：国家财政收支累计情况.....	14
图表 18：工业增加值增速.....	16
图表 19：三大产业增加值同比增长率.....	16
图表 20：各行业增加值同比增长率.....	16
图表 21：各行业增加值同比增长率（续）.....	16
图表 22：全国固定资产投资同比增长率.....	17
图表 23：全国固定资产投资分产业增速.....	17
图表 24：固定资产投资同比增长率.....	18
图表 25：投资实际增速.....	18
图表 26：工业企业利润总额增长率.....	19
图表 27：收入及成本同比增速.....	19
图表 28：企业经营指标.....	19
图表 29：各类企业利润增速情况.....	19
图表 30：各行业利润增速情况.....	20
图表 31：各行业利润增速情况（续）.....	20
图表 32：房地产活动情况.....	22

图表 33 : 房地产开发资金来源增速.....	22
图表 34 : 进出口金额.....	23
图表 35 : 进出口增速.....	23
图表 36 : 对美国进出口情况	24
图表 37 : 对欧盟进出口情况	24
图表 38 : 对日本进出口情况	24
图表 39 : 对东盟进出口情况	24
图表 40 : 劳动密集型行业出口增速	25
图表 41 : 高新技术品行业出口增速	25
图表 42 : 各类商品进口增速	26
图表 43 : 大宗商品进口增速	26
图表 44 : CPI 同比及环比增速.....	27
图表 45 : CPI 食品和非食品价格走势分化.....	27
图表 46 : 食品各中类指数同比增长率.....	28
图表 47 : 食品各中类指数环比增长率.....	28
图表 48 : CPI 非食品各中类指数同比增长率.....	28
图表 49 : CPI 环比增长率.....	28
图表 50 : CPI 食品环比增长率的月度走势图.....	29
图表 51 : CPI 非食品环比增长率的月度走势图	29
图表 52 : 工业生产者出厂价格同比增长率	31
图表 53 : 工业生产者出厂价格环比增长率	31
图表 54 : 工业生产者购进价格增速	31
图表 55 : 工业生产者购进价格分类指数走势.....	31
图表 56 : 当月外汇占款新增额	32
图表 57 : 基础货币	32
图表 58 : 各层次货币供应量同比增长率.....	33
图表 59 : 人民币存款及贷款增长走势.....	33
图表 60 : 各部门存款同比增长率.....	35
图表 61 : 新增人民币贷款的部门结构.....	35
图表 62 : 新增人民币贷款的期限结构.....	35
图表 63 : 社会融资规模累计值及累计增速	35
图表 64 : 社会融资规模结构	36
图表 65 : 社会融资规模占比	36

一、经济运行总览

本月经济继续好转，消费继续改善，但依然弱于生产，供给好于需求，内需好于外需。

1、5月制造业景气度小幅回落，建筑业显著好转带动非制造业景气度提升

2020年5月我国中采制造业PMI指数为50.6%，较上月低0.2个百分点。中采非制造业PMI指数为53.6%，环比高0.4个百分点。同月，财新采购经理指数(财新PMI)为50.7%，环比高1.3个百分点；财新服务业采购经理指数(财新PMI)为55.0%，环比高10.6个百分点。制造业景气度小幅回落，服务业景气度有所提升。

从细分指数看，中采制造业PMI五个分类指数“三降二升”。本月海外经济重启带动外需边际好转，进而带动总需求改善；供给小幅回落；但供给继续好于需求。

需求边际改善，海外经济重启带动外需边际好转，但依然处于荣枯线以下的低位，显著弱于内需。新订单指数为50.9%，较上月高0.7个百分点；其中，新出口订单指数为35.3%，较上月高1.8个百分点；进口指数为45.3%，较上月高1.4个百分点；海外经济重启带动出口订单指数有所回升，但依然低于进口指数，更低于高于荣枯线的新订单指数，这意味着外需依然大幅弱于内需，而且从海外疫情发展、经济重启进度、PMI等经济指标看，外需在一段时间内将继续承压。

生产增速小幅回落，但供给继续好于需求。生产指数为53.2%，较上月低0.5个百分点，生产增速继续回落，但与需求方相比，供给方依然更好。

就业状况再次走弱。从业人员指数为49.4%，较上月低0.8个百分点，重回荣枯线以下，制造业就业状况走弱，稳就业任务依然较为艰巨。

供货速度继续提升。供应商配送时间指数为50.5%，较上月高0.4个百分点，

供应商交货速度继续提升。

原材料和产成品库存双双回落。原材料库存指数为 47.3%，较上月低 0.9 个百分点；产成品库存指数为 47.3%，较上月低 2.0 个百分点；在外需边际好转和内需线下消费回暖的共同带动下产成品库存有所回落，但原材料库存指数回落说明企业生产预期依然不高。

价格指数显著回升，但继续回升的空间有限。出厂价格指数为 48.7%，环比高 6.5 个百分点；购进价格指数为 51.6%，环比高 9.1 个百分点；本月油价超跌后大幅反弹；有色和黑色价格也显著回升，共同带动原材料价格大幅上涨，但在需求端疲软的大环境下，价格继续回升的空间较为有限。

分企业规模看，大、中、小型企业景气度均继续处于荣枯线以上，中型和小型企业景气度有所回落，大型企业小幅好转。大型企业 PMI 指数为 51.6%，较上月高 0.5 个百分点；中型企业 PMI 指数为 48.8%，较上月低 1.4 个百分点；小型企业 PMI 指数为 50.8%，较上月低 0.2 个百分点。中型和小型企业景气度较低，而且有所回落，大型企业小幅好转，意味着中小企业的经营压力依然较大。

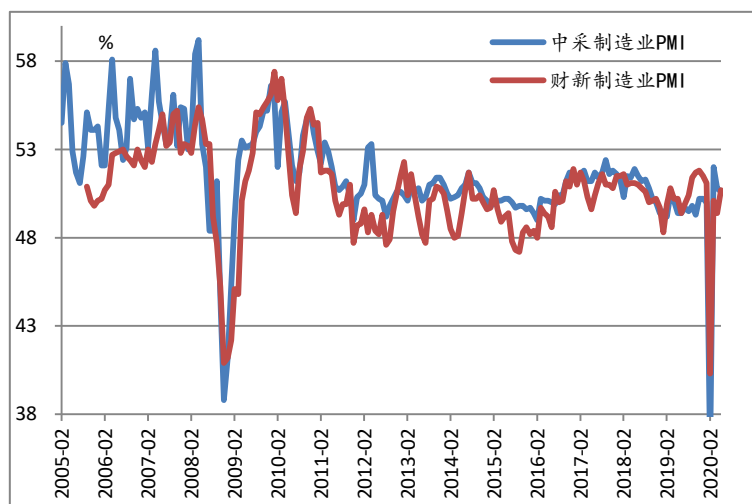
服务业稳步恢复，建筑业恢复较快。服务业商务活动指数为 52.3%，较上月高 0.2 个百分点；建筑业商务活动指数为 60.8%，较上月高 1.1 个百分点。

非制造业市场需求继续恢复。新订单指数为 52.6%，环比高 0.5 个百分点。

非制造业价格指数也显著提升。投入品价格指数 52.0%，环比高 3.0 个百分点；销售价格指数为 48.6%，提升 3.2 个百分点。

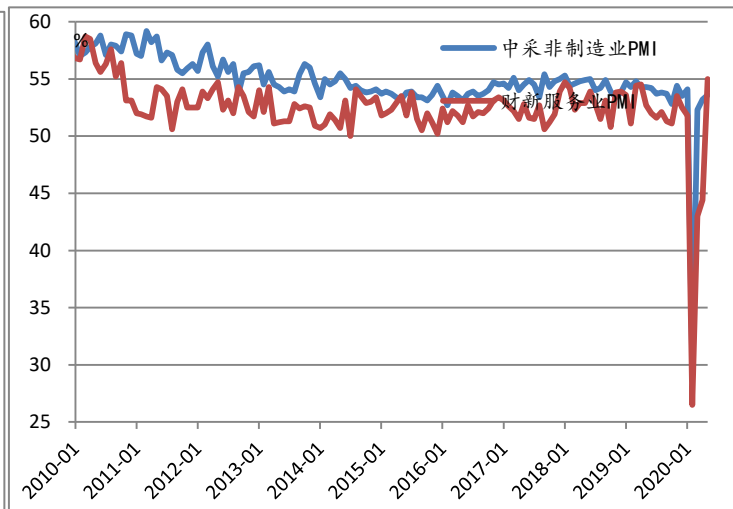
就业状况小幅回落，但建筑业就业显著好转。从业人员指数为 48.5%，低 0.1 个百分点。建筑业为 58.8%，环比高 1.7 个百分点；服务业为 46.7%，环比低 0.4 个百分点。建筑业改善就业继续扩张，服务业有所收缩。

图表 1：制造业采购经理指数



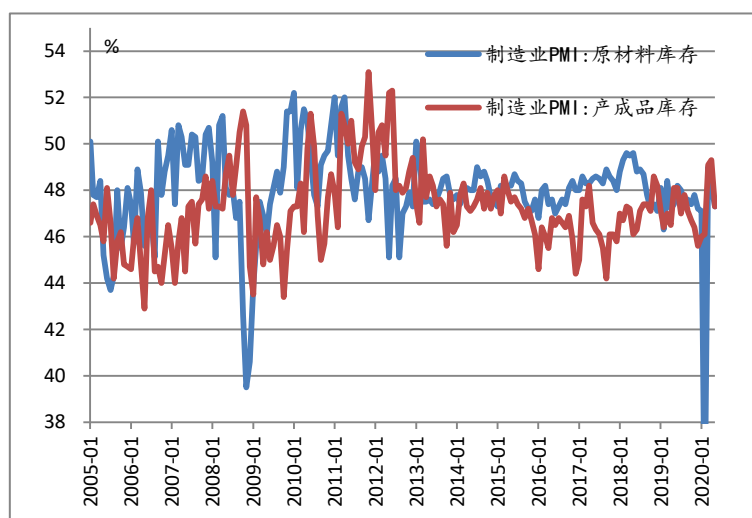
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 2：非制造业采购经理指数



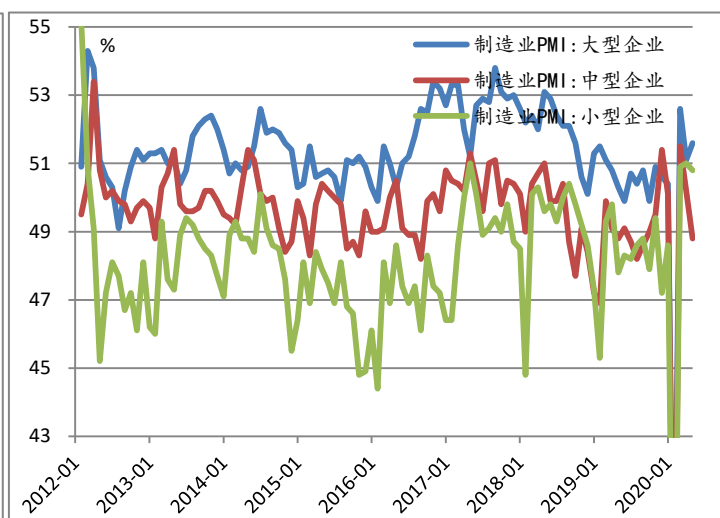
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 3：库存变动情况



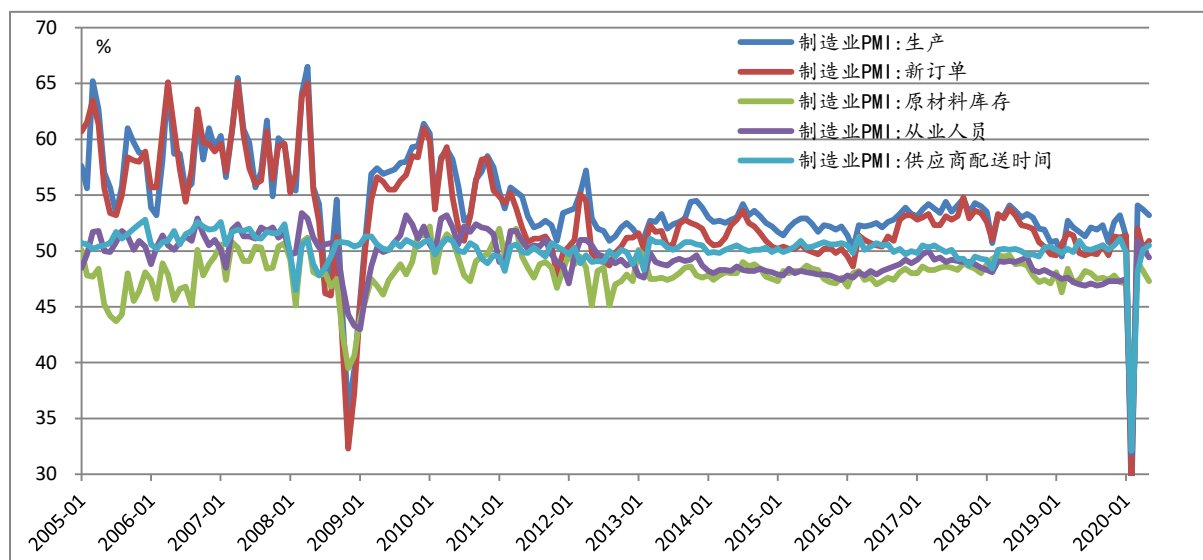
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 4：各类企业的 PMI 指数



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 5：中采制造业 PMI 成分指数

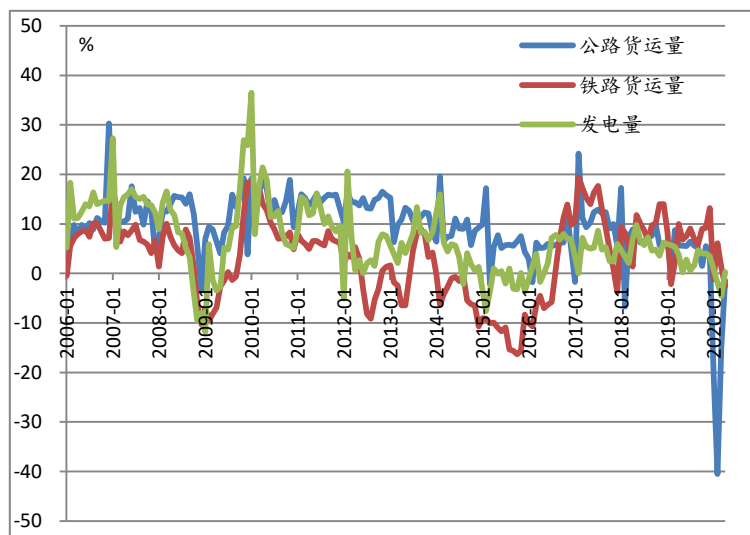


资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

中上游数据显示企业产能持续恢复

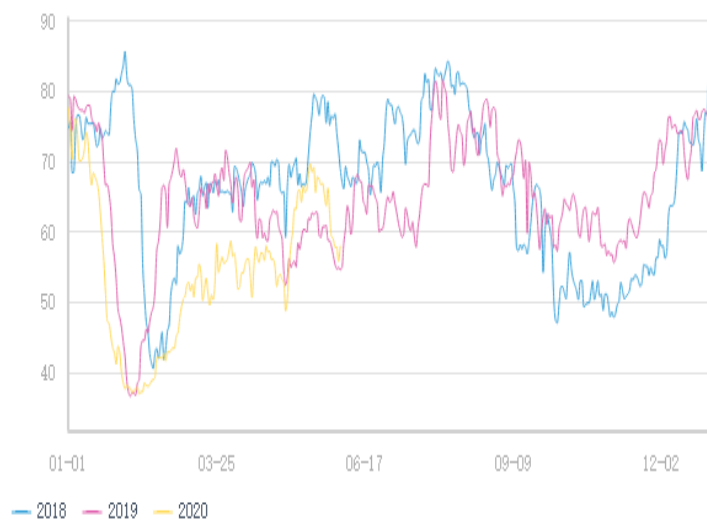
克强指数的三大指标均继续恢复。从发电集团用煤量看，5月6大发电厂集团日用煤量持续高于上年同期，库存持续下降，意味着生产企业产能持续恢复。

图表 6：克强指数走势



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 7：六大发电集团日耗煤量恢复至常态



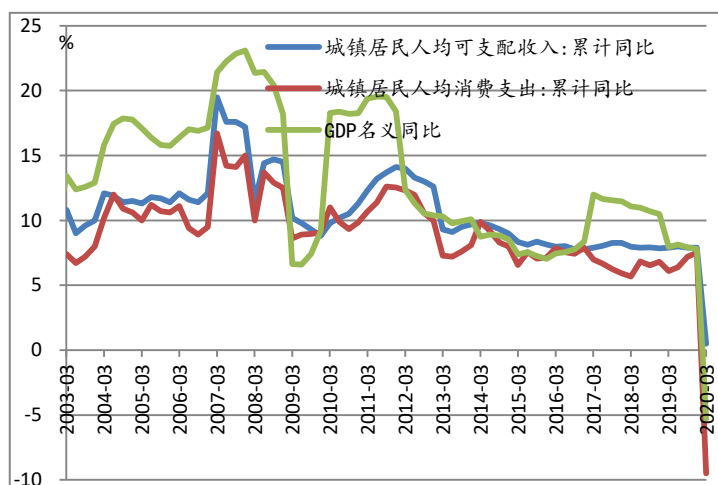
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

2、消费增速降幅收窄，商品零售好于餐饮，必需品好于

耐用品，但耐用品恢复速度较快

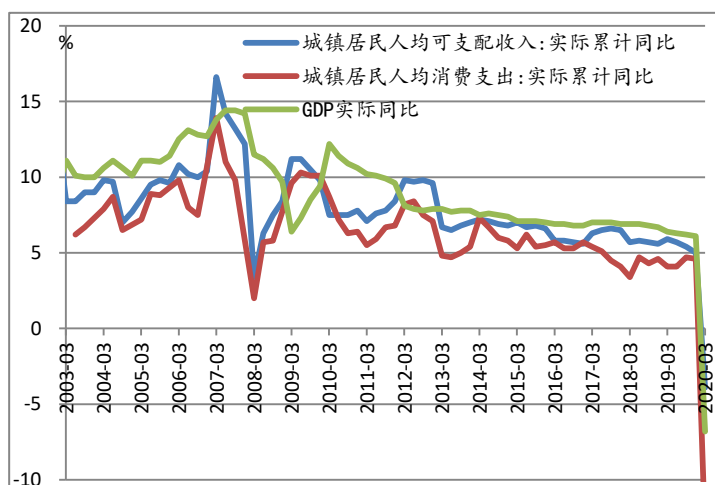
从居民家庭收支调查数据看，2020 年第一季度全国居民人均可支配收入 8,561 元，同比增长 0.8%，较上年末低 8.1 个百分点，较上年同期低 7.9 个百分点；扣除价格因素，实际同比增长-3.9%，较上年末低 9.7 个百分点，较上年同期低 10.7 个百分点；人均消费支出 5,082 元，同比下降 8.2%，较上年末低 16.8 个百分点，较上年同期低 15.5 个百分点；实际下降 12.5%，较上年末低 18.0 个百分点，较上年同期低 17.9 个百分点。收支均大幅回落，由于疫情限制了出行冲击了居民支出，支出回落幅度更大。

图表 8：居民收支名义增速



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 9：居民收支实际增速

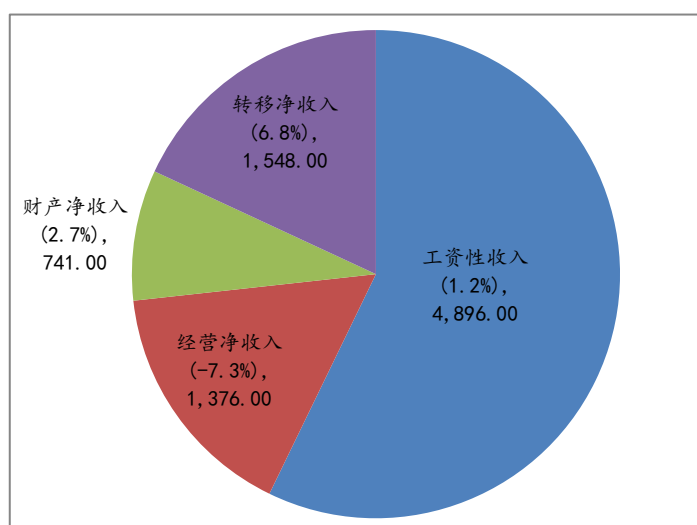


资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

从收入结构看，受疫情冲击的影响，经营净收入增速转负，其他三项保持正值，在政府转移支付等的影响下，居民转移净收入增速较高。

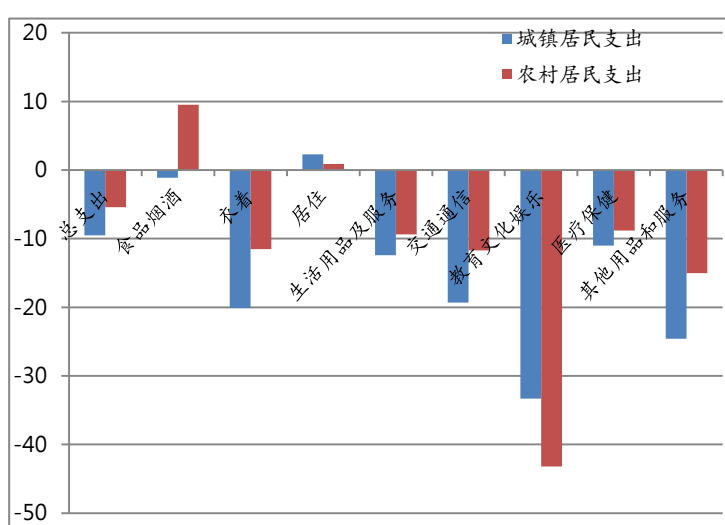
从支出结构看，除居住支出（以及农村居民的食品烟酒支出）外，其他各项均为负增长。

图表 10：居民收入结构



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 11：居民支出结构

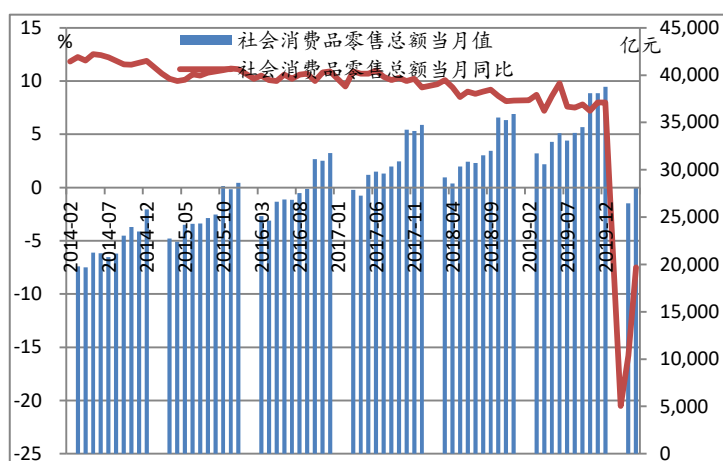


资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

2020 年 4 月社会消费品零售总额为 2.8 万亿元，同比增速为-7.5%(上月为-15.8%，上年同期为 7.2%)。经价格调整后，实际同比增速为-9.1%(上月为-18.1%，上年同期为 5.1%)；消费降幅继续收窄。在促汽车消费相关政策的作用下，汽车销量增速升至 0，对消费增速回升起到较大作用；除去汽车之后，消费同比增速为-8.3%。

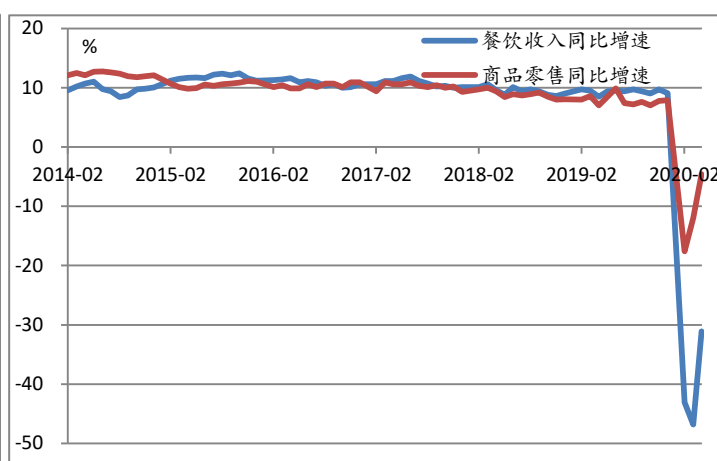
受疫情对消费业态转变的影响，前 4 个月网上商品和服务零售额同比增长 1.7%，由负转正，大幅高于社会消费品零售总额-16.2%的负增速。

图表 12：社会消费品零售总额



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 13：社会消费品零售总额同比增长率



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

从消费形态看，商品零售增速降幅显著收窄，餐饮增速降幅也有所收窄，但餐饮消费继续显著弱于商品零售。4 月商品零售 2.6 万亿元，同比增速为-4.6%(上月为-12.0%)；餐饮收入 2,307 亿元，同比增速为-31.1%(上月为-46.8%)，餐饮消费依然较为疲弱。

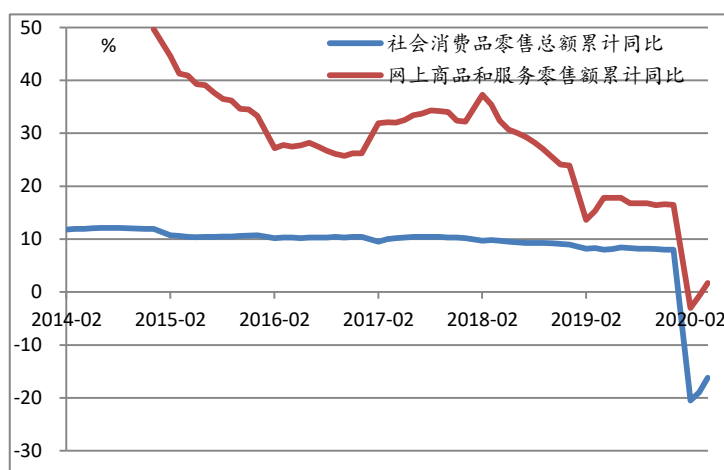
分商品看，本月各商品类别均有所好转。从增速数值看，服装类、房地产相关商品、石油及其制品类增速为负，其他各类增速均升至正值。必需品类、通讯器材类、医药类增速较高，粮油食品类增速为 18.2%，饮料类增速为 12.9%；通讯器材类增速为 12.2%，中西药类增速为 8.6%，增速较高。汽车相关类增速降幅收窄，汽车类增速为 0；石油及其制品类升至-14.1%，虽然国际油价处于低位，但我国油价调降幅度较为有限，所以石油制品类降幅不算很大。房地产相关类增速降幅也有所收窄，但由于相关商品购买滞后于房地产销售，所以相对而言恢复

进度较慢；建筑及装潢材料类增速降幅收窄至-5.8%，家具类增速降幅收窄至-5.4%，家电类增速降幅收窄至-8.5%。

随着各地纷纷推出消费券对消费的拉动，以及各地疫情防控应急响应等级的下调、两会日期的确定、各大中小学开学日期的陆续敲定，消费——尤其是线下消费——将会继续修复。叠加汽车消费的累积性反弹、6.18 等消费节的带动，地摊经济的推广，预计 5 月和 6 月的消费增速将会继续回升。

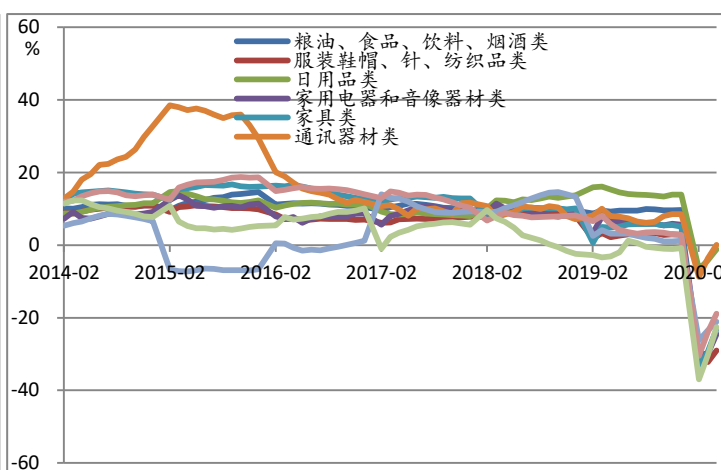
但是，失业率提升和收入增速下降继续从根本上抑制居民消费回升的进度和力度，使得需求的恢复弱于生产的复苏。4 月全国城镇调查失业率为 6.0%，环比高 0.1 个百分点；一季度全国居民人均可支配收入名义增速为 0.8%，较上年末低 8.1 个百分点。

图表 14：商品零售与餐饮收入同比增长率



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 15：各类商品零售额同比增长率



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

3、财政收支状况环比均有所改善

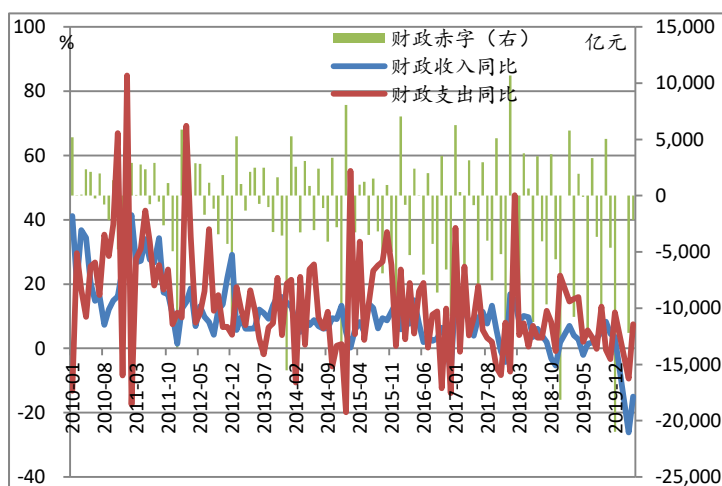
2020 年 4 月财政收入 1.61 万亿元，同比减少 15.0%，降幅较上月收窄 11.1 个百分点；其中，税收收入 1.41 万亿元，同比减少 17.3%，降幅较上月收窄 15.0 个百分点；非税收收入 0.21 万亿元，同比增加 4.4%，较上月高 6.5 个百分点。财政支出 1.83 万亿元，同比增加 7.5%，较上月高 16.9 个百分点。本月财政支

出大于财政收入，财政赤字 0.22 万亿元，低于上年同期，累计赤字 1.15 万亿元。财政收入增速回落，财政支出增速提升。

在财政收入中，在基数效应的作用下个人所得税增速继续保持正值，但增速逐月回落，本月已接近 0 值；投资者情绪高涨带动印花税增速大幅提升；其他各类增速均为负值。车辆购置税、增值税、进出口相关税种增速降幅超过 20%，其他各类收入增速降幅相对较小。

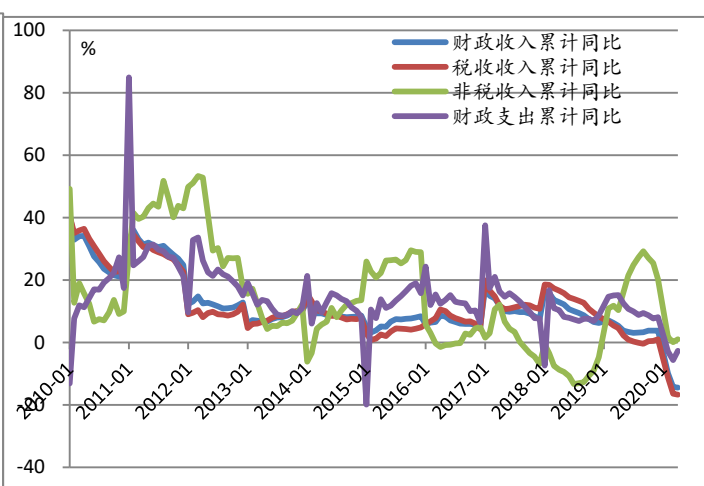
在财政支出中，本月各类支出增速普遍有所提升。卫生健康支出和债务利息支出继续保持正增速，社保支出增速由负转正，其余各类增速继续为负。科学技术类、城乡社区事物类、交通运输类降幅较大，农林水类、教育类、文化旅游类等支出增速降幅相对较小。

图表 16：国家财政收支当月情况



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 17：国家财政收支累计情况



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

4、投资增速降幅继续收窄，工业增加值改善度最大

工业增加值增速由负转正

2020 年 4 月，全国规模以上工业增加值同比增速为 3.9%(上月为-1.1%)。

分三大门类看，采矿业、制造业和公共事业增速均转为正值。采矿业增加值

同比增速为 0.3%(上月为 4.2%);制造业为 5.0%(上月为-1.8%);电力、热力、燃气和水的生产和供应为 0.2%(上月为-1.6%)，制造业升幅最大。

分行业看，计算机、通信和其他电子设备制造业¹增加值同比增长 11.8%；黑色金属冶炼和压延加工业同比增长 4.6%，电力、热力的生产和供应业同比减少 0.2%；化学原料和化学制品制造业同比增长 3.2%，电气机械和器材制造业同比增长 9.0%，通用设备制造业同比增长 7.5%。

本月工业增加值增速显著提升的主要原因有：

一、高新技术制造业和新兴产品增速较高。高技术制造业同比增速为 10.5% (上月为 8.9%)，继续保持较高增速，其中，计算机及办公设备、医疗仪器设备增速高于 20%。新兴产品中，3D 打印设备、智能手表、太阳能工业用超白玻璃、碳纤维及其复合材料、智能手环等新材料和电子产品增速分别为 344.7%、127.4%、57.6%、47.3%、31.2%，延续了高速增长态势。

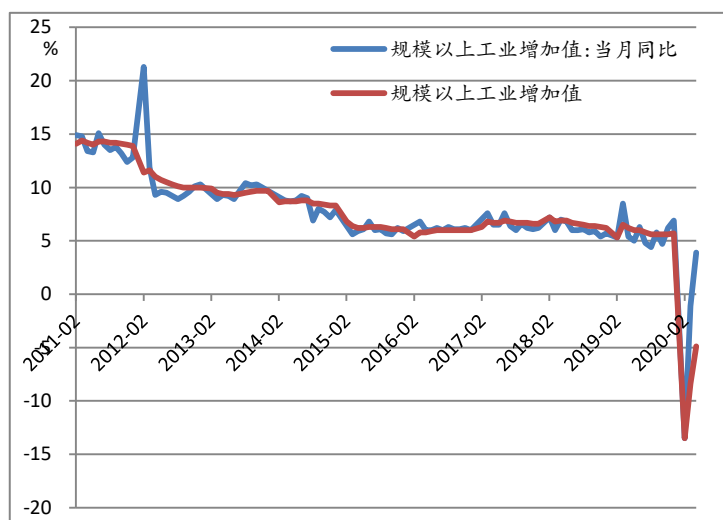
二、消费品和医疗防疫物资继续保持较快增长。食品业同比增长 7.5%，口罩产量同比增长 12 倍，医疗仪器设备及器械、酒精产量增长 50%以上，全球疫情蔓延对医疗防疫物资的需求猛增是我国本月出口和工业增加值显著提升的一个重要原因。

三、汽车消费促销政策带动汽车产销大幅增长。本月，汽车制造业增长 5.8%，而上月为下降 22.4%；汽车产量为 210 万辆，同比增速由上月的下降 43%转为增长 5.1%。

四、基建投资增加带动装备制造业和基础原材料行业明显回升。装备制造业增加值同比增长 9.3%，上月为下降 3.6%；发电机组、挖掘机、混凝土机械、光缆等均增长 40%以上，增速均较上月加快 10 个百分点以上。原材料行业中，黑色继续正增长，非金属矿物开采业及制品业增速均由负转正。有色、钢铁、化工分别增长 6.9%、4.6%、3.2%，增速加快；石化行业受国际原油价格影响，生产继续下降，但降幅明显收窄；水泥、粗钢产量同比增速均由负转正，十种有色金属增速有所加快。

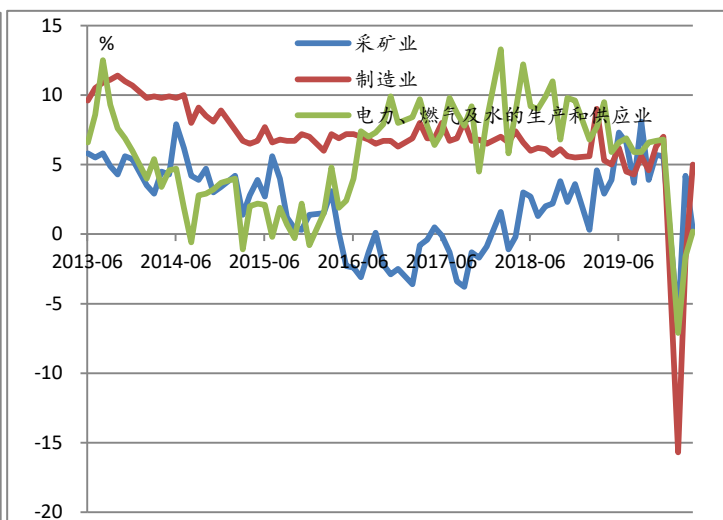
¹ 这几个行业的增加值在工业增加值中占比最高。从 2003 年-2011 年占比均值看，计算机、通信和其他电子设备制造业为 9.1%，黑色金属冶炼和压延加工业为 7.9%，电力、热力的生产和供应业为 7.0%，化学原料和化学制品制造业为 6.6%，电气机械和器材制造业为 5.8%，通用设备制造业为 4.6%。

图表 18：工业增加值增速



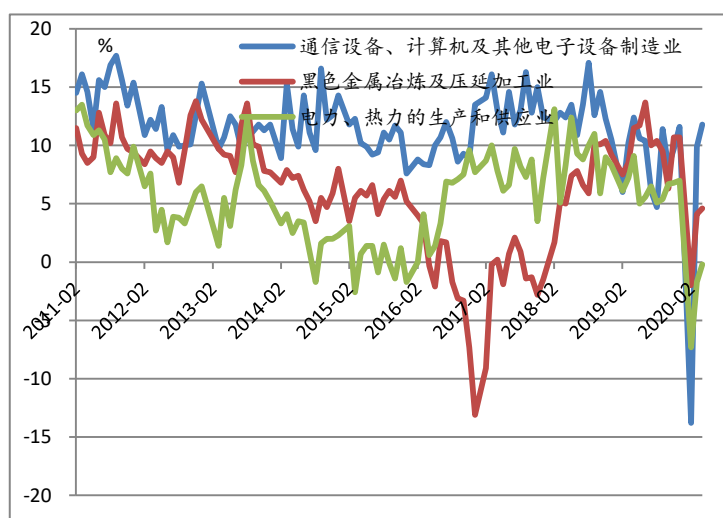
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 19：三大产业增加值同比增长率



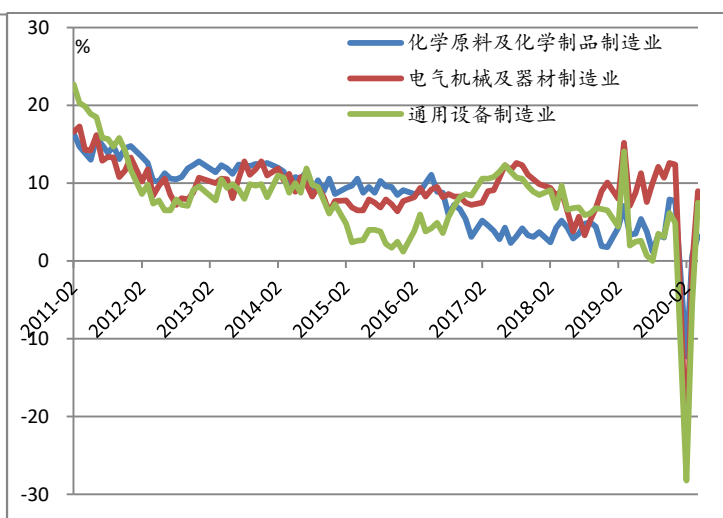
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 20：各行业增加值同比增长率



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 21：各行业增加值同比增长率（续）



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

投资增速降幅收窄，制造业投资增速依然最低

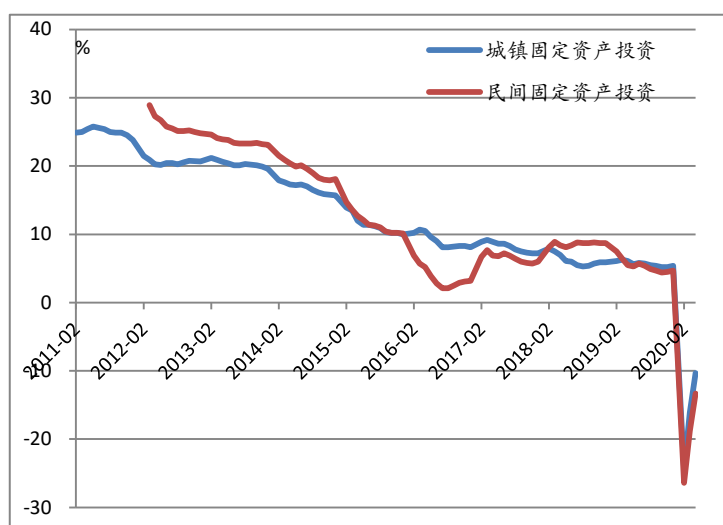
2020年1-4月全国固定资产投资13.7万亿元，同比增速为-10.3%（上月

为-16.1%)。分产业看，第一产业投资 3,102 亿元，同比增速为-5.4% (上月为-13.8%)；第二产业投资 4.1 万亿元，同比增速为-16.0% (上月为-21.9%)；第三产业投资 9.3 万亿元，同比增速为-7.8% (上月为-13.5%)。三大产业增速降幅均有所收窄，一、三产业好于第二产业。

在第二产业中，制造业增速依然较低。采矿业投资同比增速为-9.2% (上月为-3.2%)；制造业投资为-18.8% (上月为-25.2%)；电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资为 7.6% (上月为 2.0%)。制造业增速低迷的原因在于利润状况恶化和外需不确定性大。

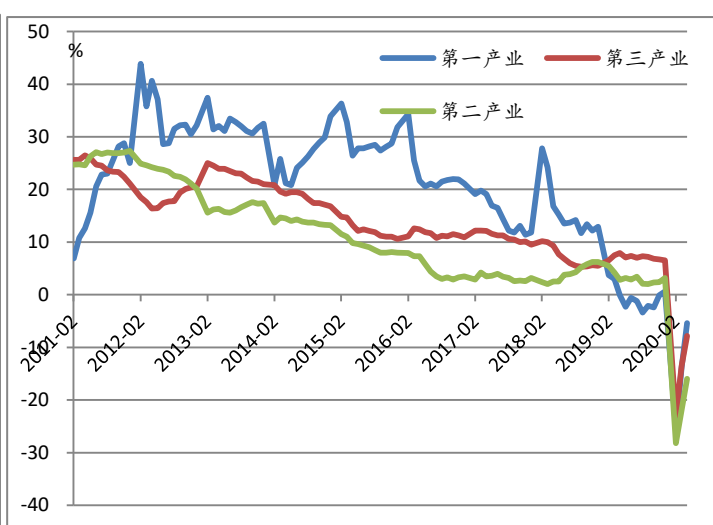
民间投资增速降幅收窄。1-4 月民间固定资产投资 7.7 万亿元，同比增速为-13.3% (上月为-18.8%)。

图表 22：全国固定资产投资同比增长率



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 23：全国固定资产投资分产业增速



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

从固定资产投资三大分类看，基建投资增速降幅继续收窄 7.9 个百分点至-11.8%；制造业增速降幅收窄 6.4 个百分点至-18.8%；房地产业增速降幅收窄 6.0 个百分点至-3.3%；三大产业增速降幅均显著收窄；从绝对数值看，制造业降幅依然较大，基建次之，房地产最小。

基建投资增速显著回升，政策继续加码

基建投资增速为-11.8%，降幅较上月继续收窄 7.9 个百分点。分行业看，铁路运输投资增速改善最为明显，增速为-16.1%，降幅收窄 12.5 个百分点；水利管理、公共设施管理、道路运输增速分别为-6.0%、-13.6%、-9.4%，降幅分别收窄 7.6 个、6.9 个和 8.1 个百分点。

在逆周期调整政策中，基建投资见效较快。3 月和 4 月的政治局会议均提到“提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券”三箭齐发，5 月 6 日国务院常务会议决定在年初已发行地方政府专项债 1.29 万亿元的基础之上，再提起下达 1 万亿专项债新增限额。同时，各地方政府也陆续开工新基建项目。这些都有助于基建投资增速的继续提升。

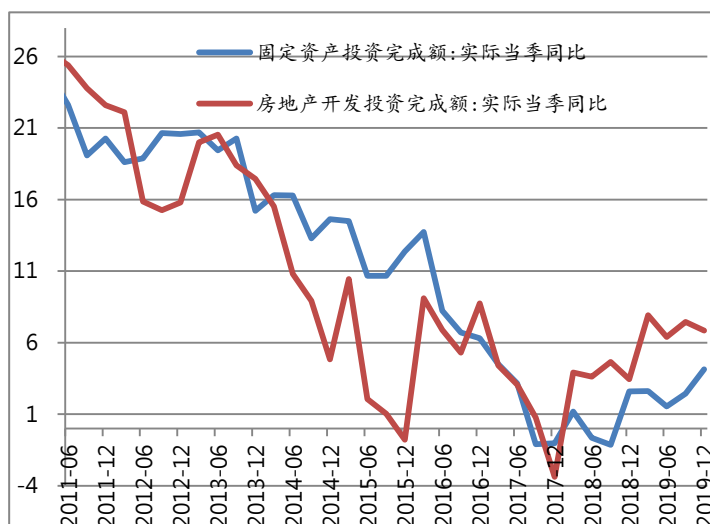
政府工作报告中对各项指标进行了明确，报告指出，积极的财政政策要更加积极有为。今年赤字率拟按 3.6% 以上安排，财政赤字规模比去年增加 1 万亿元，同时发行 1 万亿元抗疫特别国债。虽然力度小于市场之前的预期，但随着指标的明确、资金的投放、施工人员的到岗到位，基建增速将显著提升。

图表 24：固定资产投资同比增长率



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 25：投资实际增速

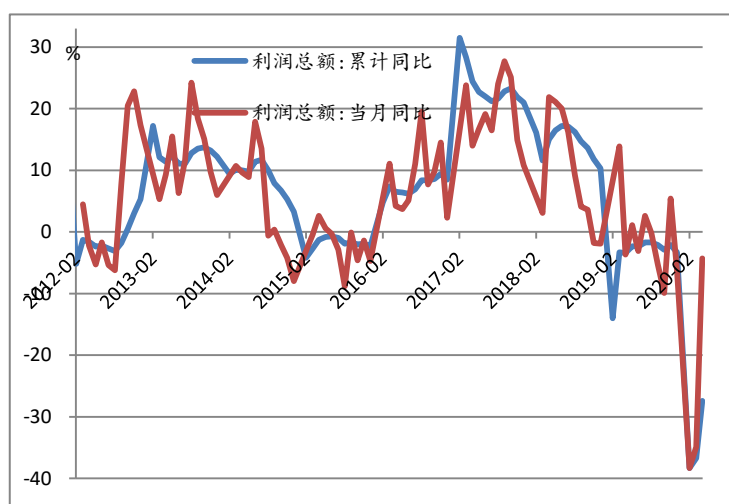


资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

利润增速降幅显著收窄

2020 年 1-4 月全国规模以上工业企业实现利润总额 1.26 万亿元，同比下降 27.4%，降幅较 1-3 月收窄 9.3 个百分点，较上年同期低 24.0 个百分点。4 月当月利润降幅显著收窄，由 3 月的-34.9%升至 4 月的-4.3%。

图表 26：工业企业利润总额增长率



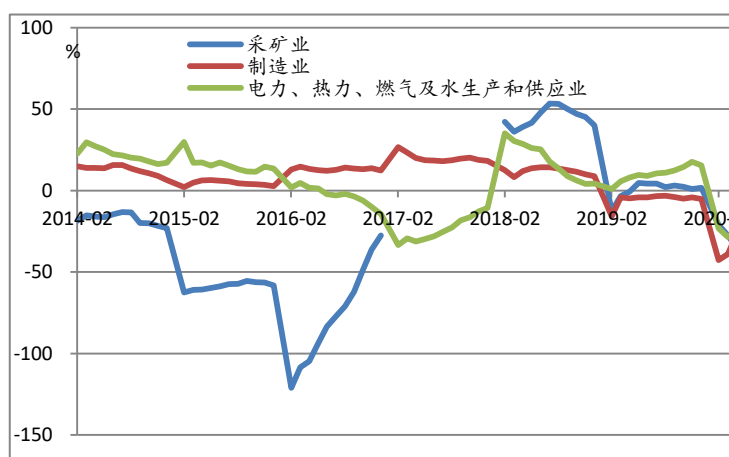
图表 27：收入及成本同比增速



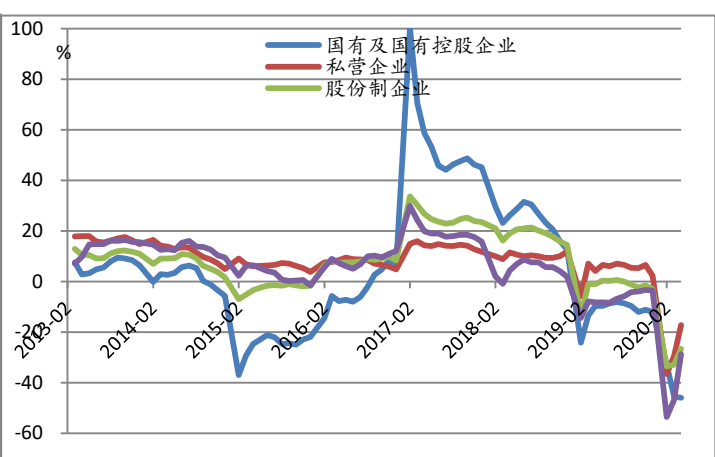
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 28：企业经营指标



图表 29：各类企业利润增速情况



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

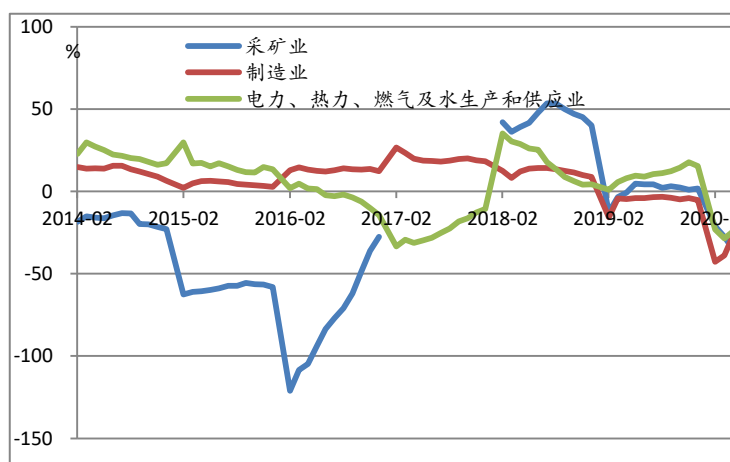
分企业类型看，国企降幅扩大、其他各类企业降幅均有所收窄，其中，私营

企业收窄幅度最大。国有及国有控股企业同比下降 46.0% (上月为-45.5%)，外商及港澳台企业利润增速同比下降 28.8% (上月为-46.9%)，股份制企业同比下降 26.6% (上月为-33.0%)，私营企业同比下降 17.2% (上月为-29.5%)。

分行业看，1-4 月采矿业实现利润总额 1,110 亿元，同比减少 35.2%，降幅较 1-3 月扩大 7.7 个百分点；制造业利润总额 1.03 万亿元，同比下降 26.8%，降幅收窄 12.1 个百分点；电力、热力、燃气等公用事业利润总额 1,218 亿元，同比减少 24.3%，降幅收窄 4.3 个百分点，制造业和公用事业利润增速降幅收窄，采矿业增速降幅扩大。

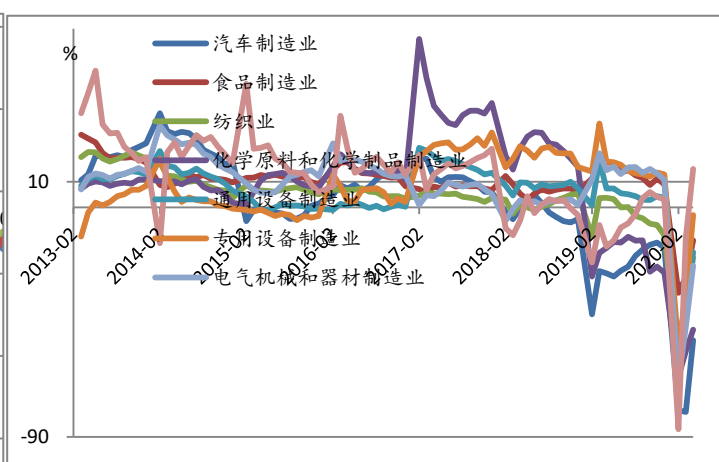
制造业中，生产销售增速均由负转正，多数细分行业利润改善。汽车、专用设备、电气机械、电子等重点行业改善明显，高技术制造业和工业战略新兴产业增速也均大幅回升。

图表 30：各行业利润增速情况



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 31：各行业利润增速情况 (续)



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

土地购置支出带动房地产投资降幅收窄

房地产开发投资增速降幅收窄。全年全国房地产开发投资 3.3 万亿元，同比增速为-3.3% (前 3 个月为-7.7%)。结合后面的数据分析，土地购置支出对开发投资增速回升起到较大作用。

房地产销售增速降幅继续收窄。1-4 月全国商品房销售面积为 3.4 亿平方米，

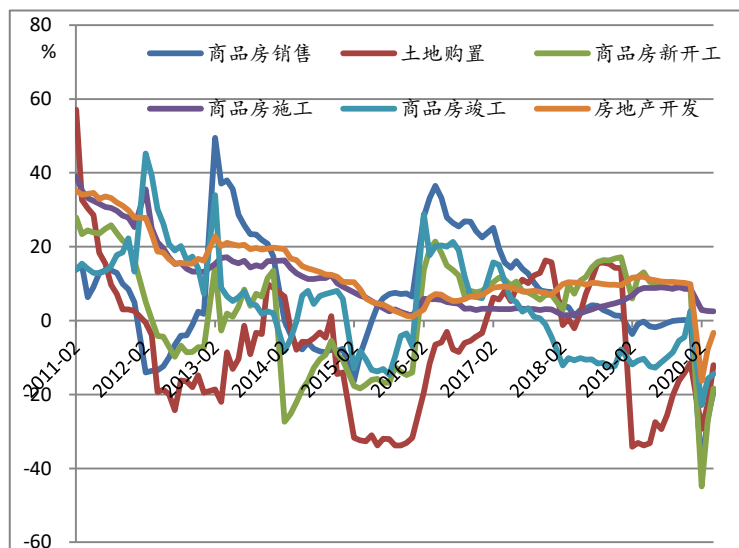
同比增速为-19.3% (前3个月为-26.3%); 商品房销售额 3.2 万亿元, 同比增速为-18.6% (前3个月为-24.7%)。

从开发环节看, 各环节均有所好转, 土地购置和新开工显著好于竣工状况。1-4 月土地购置面积 3,151 万平方米, 同比增速为-12.0% (前3个月为-22.6%); 房屋新开工面积 4.8 亿平方米, 同比增速为-18.4% (前3个月为-27.2%); 房屋竣工面积 1.9 亿平方米, 同比增速为-14.5% (前3个月为-15.8%)。

房地产投资资金增速降幅小幅收窄。房地产开发企业到位资金 4.7 万亿元, 同比增速为-10.4% (前3个月为-13.8%)。其中, 定金及预收款-18.9% (前3个月为-22.4%); 自筹资金-5.2% (前3个月为-8.8%); 个人按揭贷款-5.4% (前3个月为-7.4%); 房地产开发贷款-2.5% (前3个月为-5.9%)。随着经济的恢复和央行流动性的宽松, 房地产各项资金来源增速均有所好转, 但与累计销售增速降幅较大相一致, 定金及预付款增速相对依然较低。

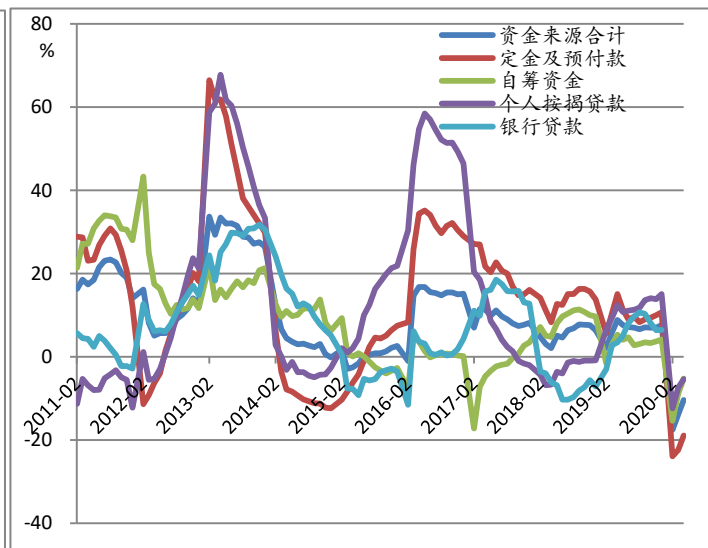
虽然央行货币政策较为宽松, 部分流动性流入利好房地产业, 但从 4 月 17 日的中央政治局会议再次重申“房子是用来住的、不是用来炒的”, 一季度货币政策执行报告中“房子是用来住的、不是用来炒的”、“不将房地产作为短期刺激经济的手段”等相关表述可以看出, 虽然房地产业韧性较强, 但大幅提升的概率很小。

图表 32：房地产活动情况



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 33：房地产开发资金来源增速



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

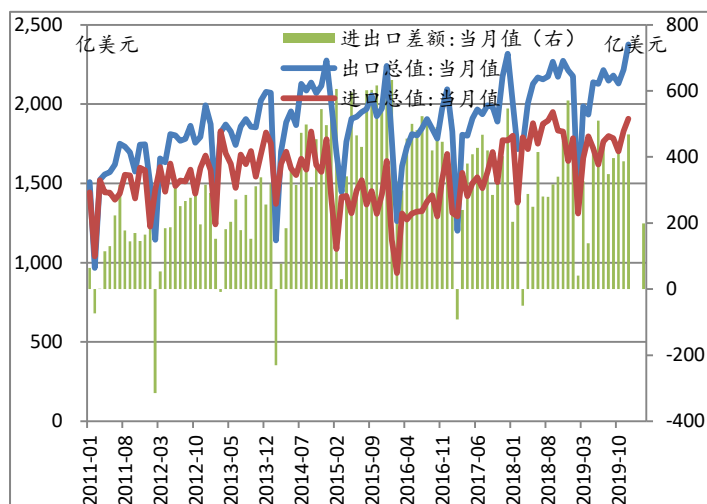
5、出口增速提升，进口降幅扩大

4月我国实现出口2,003亿美元，同比增长3.5%，较3月（-6.6%）提升10.1个百分点；实现进口1,549亿美元，同比减少14.2%，降幅较3月（-0.9%）扩大13.3个百分点。当月录得贸易顺差453亿（3月为199亿）美元，累计顺差582亿美元，较上年同期低312亿美元，降幅有所收窄。

本月出口增速超预期提升，与PMI出口订单的回落相背离，主要原因有：上年基数较低、春节对近几个月数据的扰动、PMI出口订单领先出口增速一个月、防疫物资和电子类等个别类商品增速大幅提升的带动等。

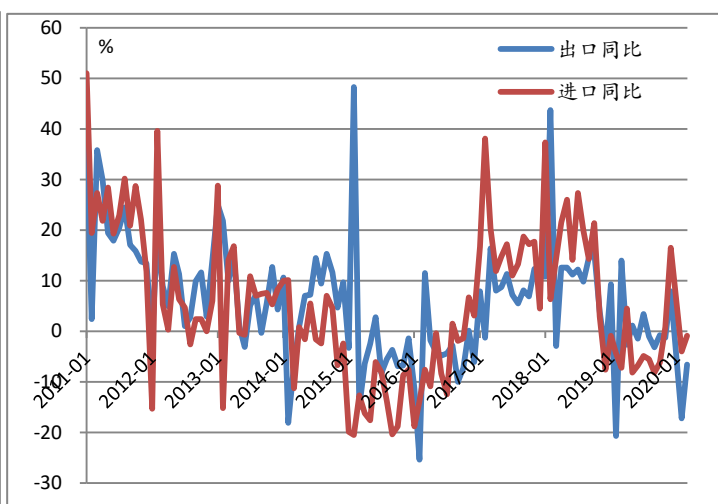
进口增速回落幅度较大，主要原因是进口商品价格普遍回落。本月大多数商品进口数量增速与上月接近，甚至有所提升，但由于价格下跌，带动进口金额增速显著回落。

图表 34：进出口金额



资料来源：海关总署、iFinD、致富研究院

图表 35：进出口增速



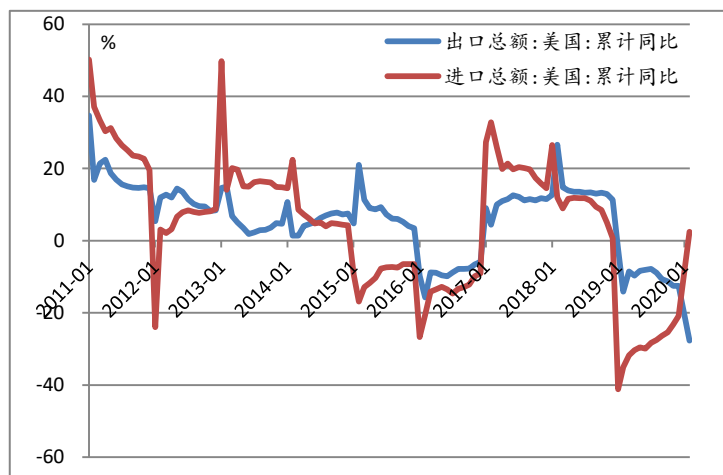
资料来源：海关总署、iFinD、致富研究院

外贸地域结构

从地域分布看，本月对各经济体出口增速普遍改善。4月对美国出口同比增速为+2.3%（上月为-20.8%），对欧盟为-4.5%（上月为-24.3%），对东盟为+4.2%（上月为+7.7%），对香港为-0.8%（上月为-12.6%），对日本+33.0%（上月为-1.4%），对东盟出口增速小幅回落，对其他地域均显著改善。

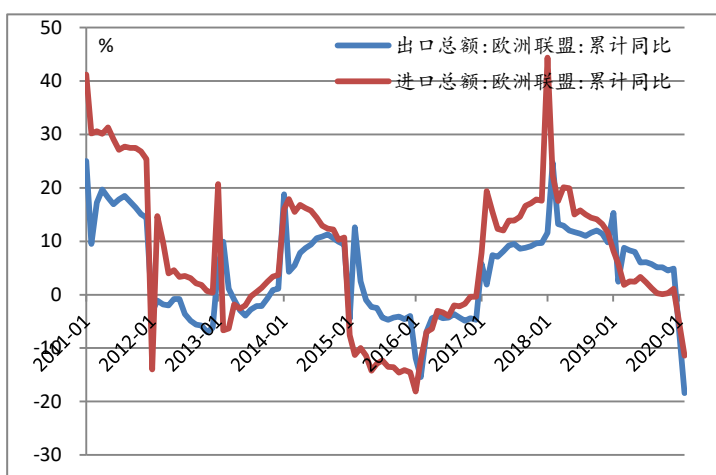
进口方面，本月从各地域进口增速均有所回落。4月从美国进口同比增速为-18.8%（上月为-12.7%），欧盟为-15.0%（上月为-6.5%），东盟为+3.1%（上月为+10.5%），日本为+4.7%（上月为+4.8%），从各地域进口增速均有所回落。

图表 36：对美国进出口情况



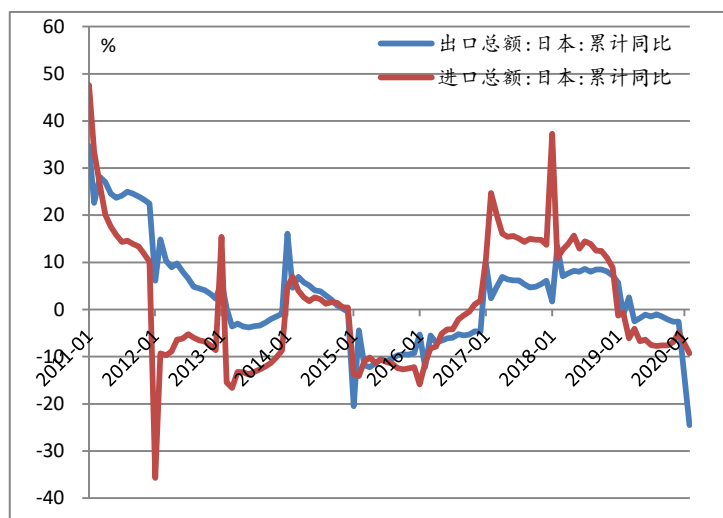
资料来源：海关总署、iFinD、致富研究院

图表 37：对欧盟进出口情况



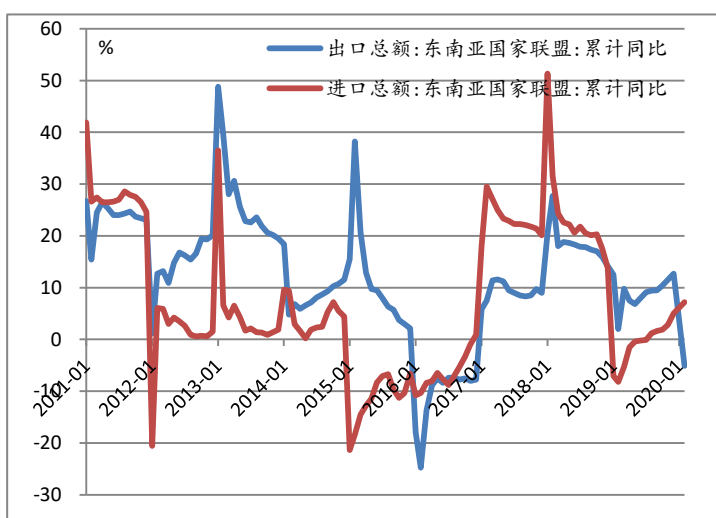
资料来源：海关总署、iFinD、致富研究院

图表 38：对日本进出口情况



资料来源：海关总署、iFinD、致富研究院

图表 39：对东盟进出口情况



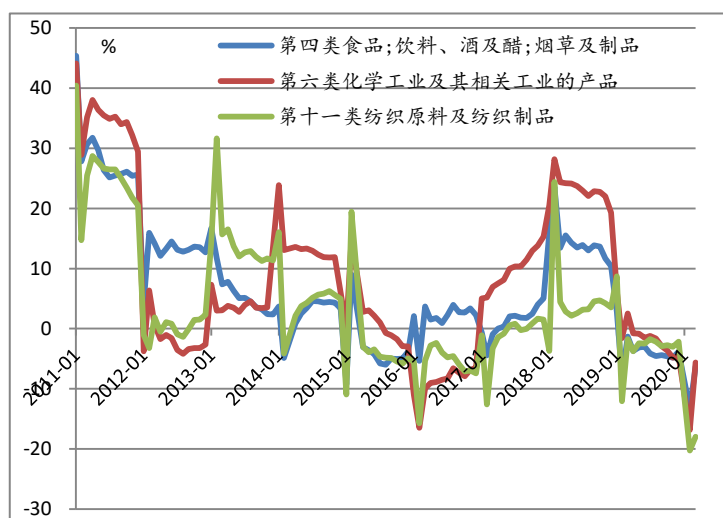
资料来源：海关总署、iFinD、致富研究院

外贸行业结构

从出口行业看，本月防疫物资和电子类（以平板电脑为代表的自动数据处理设备）等个别类商品增速大幅提升，带动高新技术产品增速提升，但服装、箱包、

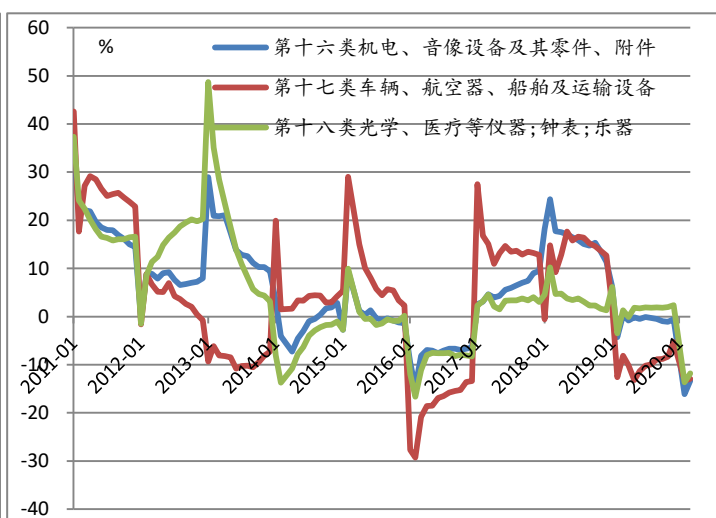
家具、玩具等劳动密集型产品增速依然较低。本月，疫情迫使居家办公和线上办公，带动自动数据处理设备(平板电脑等)增速由上月的-3.7%升至本月的49.9%，进而带动机电产品增速由上月的-9.0%升至本月的5.5%。但劳动密集型产品增速依然低迷，服装类增速为-30.3% (上月为-24.8%)；箱包类增速为-40.0% (上月为-22.8%)；家具类增速为-13.3%(上月为-16.1%)；玩具类增速为-11.0%(上月为-2.0%)。

图表 40：劳动密集型行业出口增速



资料来源：海关总署、iFinD、致富研究院

图表 41：高新技术产品行业出口增速



资料来源：海关总署、iFinD、致富研究院

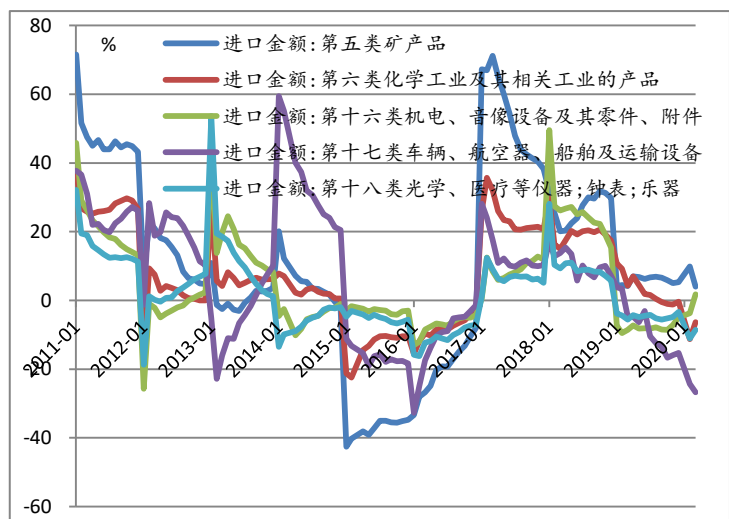
进口方面，本月进口增速大幅回落主要源于价格的大幅回落，大多数商品进口数量增速与上月接近，甚至有所提升，但由于价格下跌，带动进口金额增速显著回落。比如，原油进口数量增速为2.8% (上月为4.9%)，但进口金额增速为-41.4% (上月为-8.5%)；集成电路进口数量增速为40.9% (上月为36.2%)，但进口金额增速为+10.9% (上月为+12.2%)；铁砂矿进口数量增速为10.8% (上月为0.1%)，但进口金额增速为15.4% (上月为+22.4%)等。

外贸展望

虽然4月出口增速超预期上涨，但我们认为引起上涨的因素不具有可持续性，由于PMI出口订单、PMI进口指数等这些进出口的前瞻指标均较3月回落，而且全球需求依然疲软，全球PMI等指数均降至低位；而且，从近期Trump和美

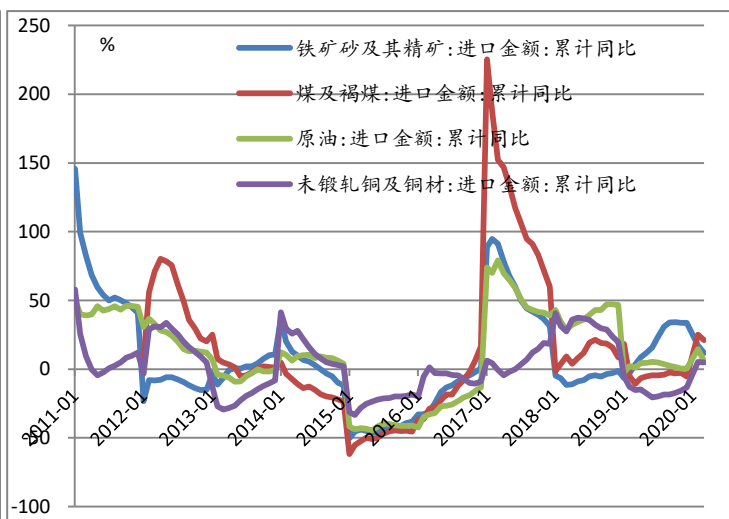
国的一系列表态看，中美贸易摩擦冲突升温；疫情和贸易摩擦双向作用下，后续外贸将继续承压。

图表 42：各类商品进口增速



资料来源：海关总署、iFinD、致富研究院

图表 43：大宗商品进口增速



资料来源：海关总署、iFinD、致富研究院

二、CPI 继续回落，PPI 降幅收窄

1、CPI 继续大幅回落，全年下跌趋势基本确立

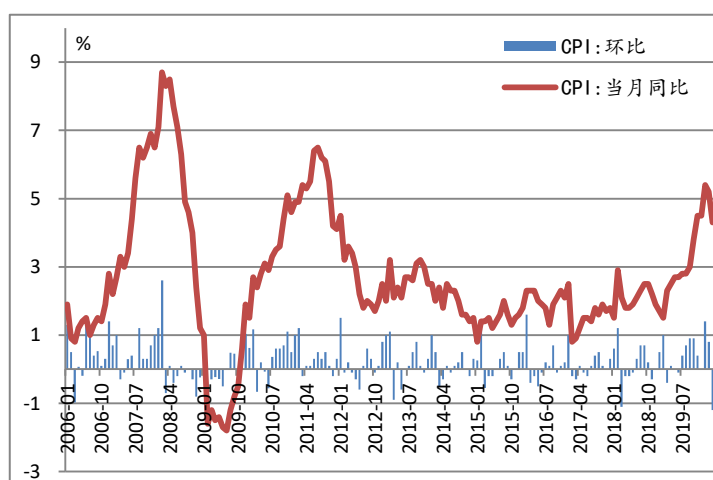
4 月全国居民消费价格总水平 (CPI) 同比上涨 3.3% (上月为 4.3%)；环比涨幅为-0.9% (上月为-1.2%)。其中，食品价格环比涨幅为-3.0% (上月为-3.8%)，非食品价格为-0.2% (上月为 0.4%)。天气转暖和猪肉产能恢复带动食品价格回落，油价等大宗商品回落、服务和居住等价格疲软带动非食品价格小幅下降。

4 月份食品价格环比普遍均继续回落，鲜菜和猪肉价格降幅较大。蔬菜价格显著下降是由于天气转暖，蔬菜供应量增加；猪肉价格回落源自生猪产能逐渐恢

复，猪肉供给持续增加。具体来看，鲜菜价格环比-8.0%，同比-3.7%；畜肉类价格环比-5.5%，同比+66.7%（其中，猪肉价格环比-7.6%，同比+96.9%）；鲜果价格环比-2.2%，同比-10.5%；蛋类价格环比-1.9%，同比-2.7%；水产品价格环比-0.1%，同比+2.3%。

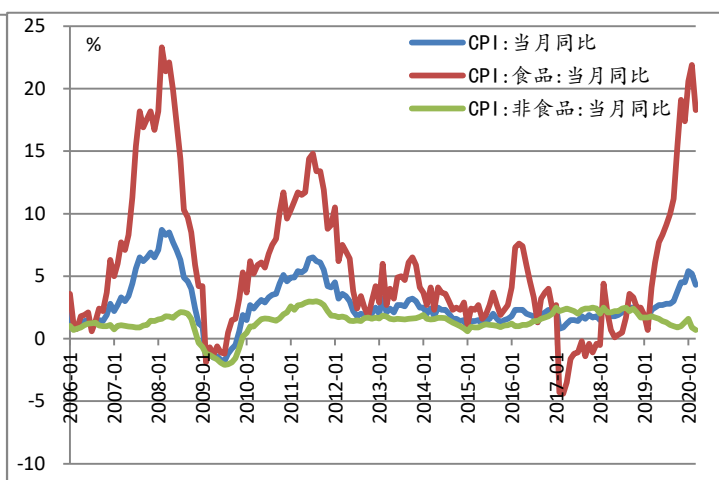
非食品价格中，七个中类价格环比“六降一升”，普遍弱于其季节性变动幅度。交通和通信、居住、教育文化和娱乐、衣着、生活用品及服务价格分别下跌1.2%、0.2%、0.2%、0.1%和0.1%，其他用品和服务价格下跌0.1%，医疗保健类价格上涨0.2%。交通通信、居住、教育文化和娱乐降幅较大，基本都跟油价大幅下跌相关，交通通信中的燃料受影响最为直接也最深、跌幅最大；居住中的水电燃料和教育文娱类中的旅游受影响较小、跌幅也较小。其他各类由于需求疲弱价格涨幅也均低于往年同期。

图表 44：CPI 同比及环比增速



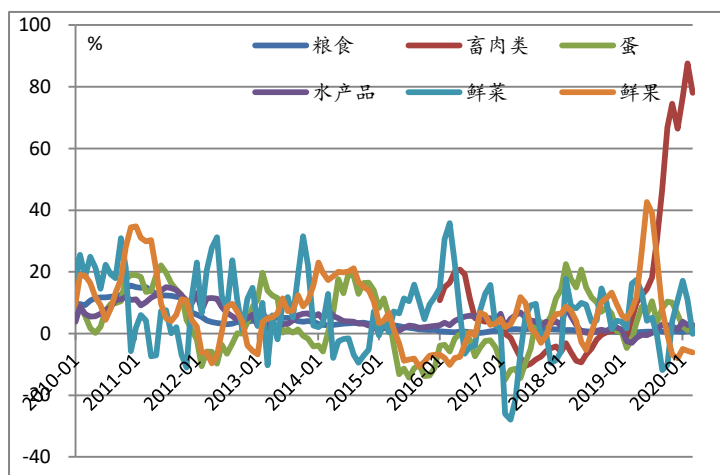
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 45：CPI 食品和非食品价格走势分化



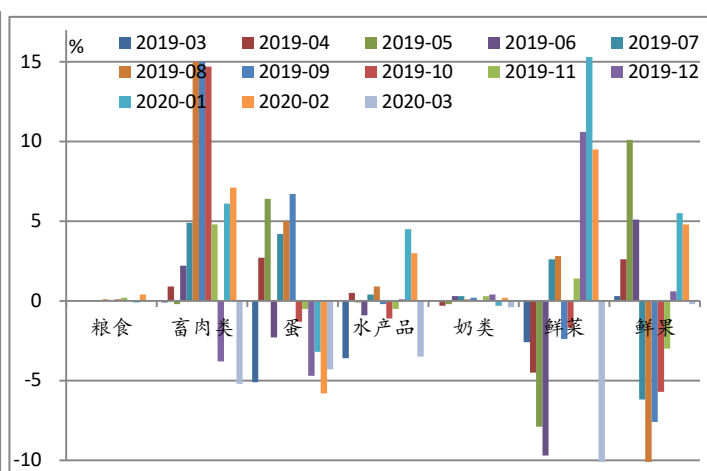
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 46：食品各中类指数同比增长率



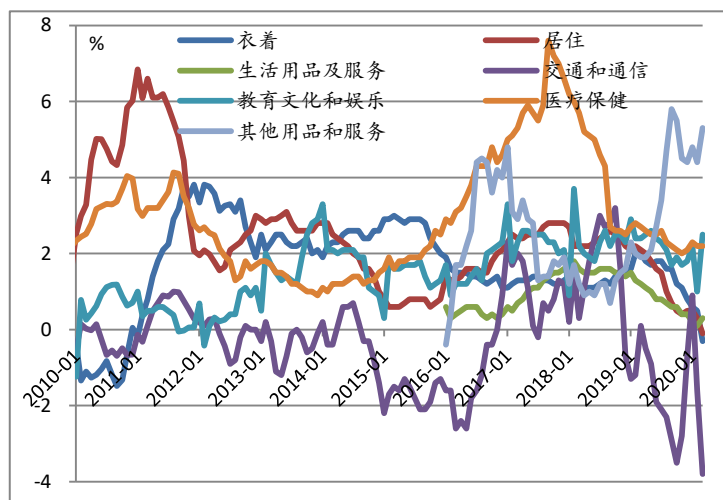
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 47：食品各中类指数环比增长率



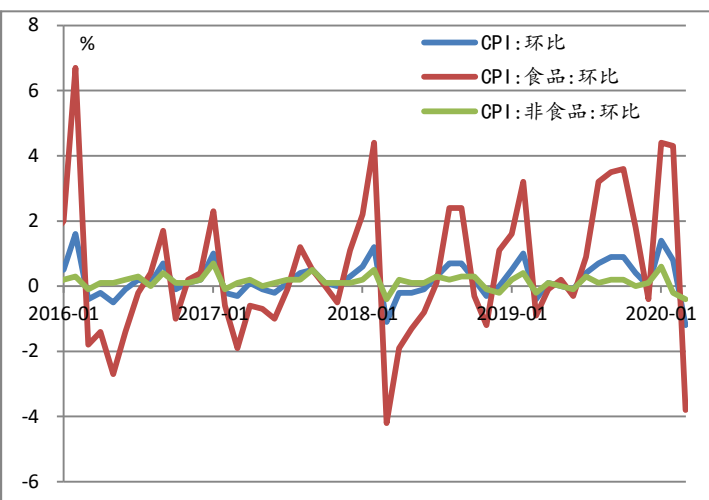
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 48：CPI 非食品各中类指数同比增长率



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 49：CPI 环比增长率



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

受需求疲弱和猪肉价格从高位回落的共同影响，CPI 将趋势性回落

当前，我国生产端恢复较快，高频生产数据已较接近常态水平，但受收入增速回落、就业压力凸显等从根本上抑制居民收入的因素的影响，居民需求在较长

时间内都将较为疲软。

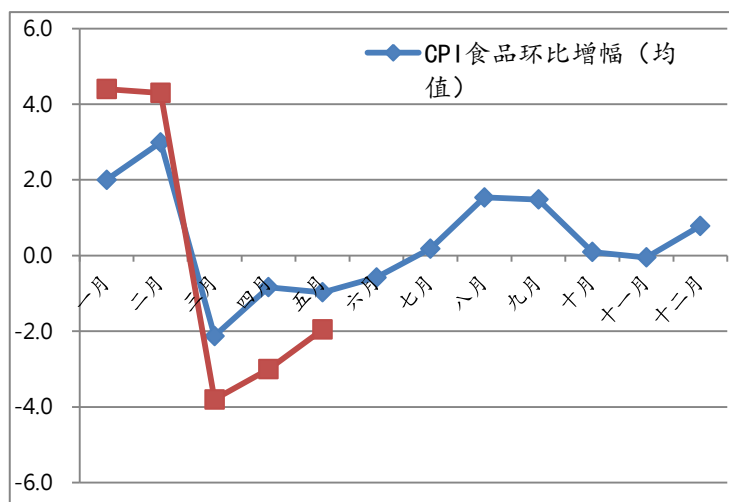
同时，生猪产能逐渐恢复，猪肉供给持续增加，猪肉价格从高位回落，叠加基数因素的影响，今年猪肉价格对CPI的向下拉动力较大。不仅猪肉价格本身拉动CPI回落，猪肉价格回落也将在一定程度上带动牛羊肉等其他食品价格的回落，也将对CPI回落起到一定作用。

所以，今年CPI将呈现高开低走走势，通胀压力逐渐消退。

通过对各类商品和服务高频价格的跟踪观察，5月食品价格继续回落，非食品价格近乎持平。在食品价格中，鲜菜、猪肉、蛋类价格继续大幅回落，鲜果价格小幅上涨。非食品价格本月变动较小，涨跌抵消之后总体价格近乎持平。二者综合之后CPI环比继续回落。

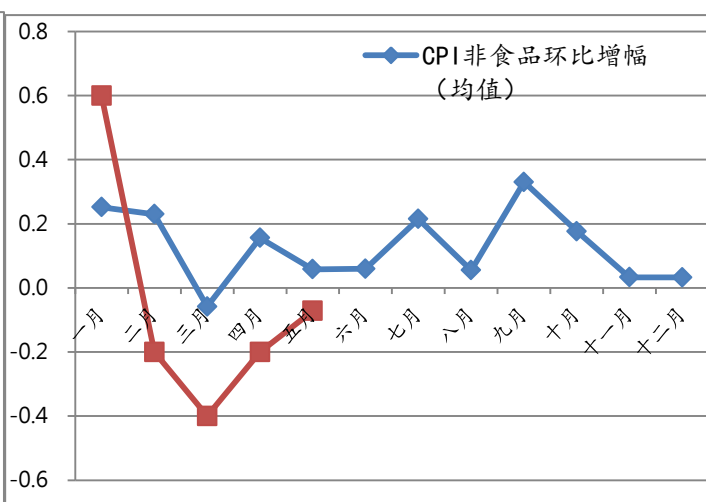
我们预计，5月食品价格继续回落，非食品价格环比近乎持平。CPI整体环比下降0.6%左右，同比上涨2.7%左右，较4月回落0.6个百分点。

图表 50：CPI 食品环比增长率的月度走势图



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

图表 51：CPI 非食品环比增长率的月度走势图



资料来源：国家统计局、Wind、致富研究院

2、PPI 降幅收窄

4月工业生产者出厂价格指数(PPI)同比涨幅为-3.1%(上月为-1.5%)，降幅扩大；环比涨幅为-1.3%(上月为-1.0%)。受疫情和国际大宗商品价格下跌等

因素的影响，本月 PPI 环比和同比降幅均有所扩大。

PPI 生产资料价格同比-4.5% (上月为-2.4%)；环比涨幅为-1.8%。其中，采掘、原材料、加工工业环比分别为-7.2%、-3.3%、-0.7%。中上游跌幅较大，下游跌幅较小。

PPI 生活资料价格同比 0.9% (上月为 1.2%)；环比涨幅为-0.1%。食品、衣着、一般日用品和耐用品四大分项环比均微幅下跌。

工业生产者购进价格指数 (PPIRM) 同比涨幅为-3.8% (上月为-1.6%)，环比涨幅为-2.3% (上月为-1.1%)。其中，建筑材料类、黑色金属材料类、有色金属材料类、化工原料类、燃料动力类环比增速分别为 1.4%、-1.7%、-6.6%、-9.3%和-11.4%、(上月分别为 3.1%、-0.2%、-4.8%、-7.2%和-4.0%)，较上月普遍回落。在基建投资发力的预期下，建材类和黑色类价格较为抗跌，需求走弱、油价大跌带动燃料动力类、化工类等降幅显著扩大。

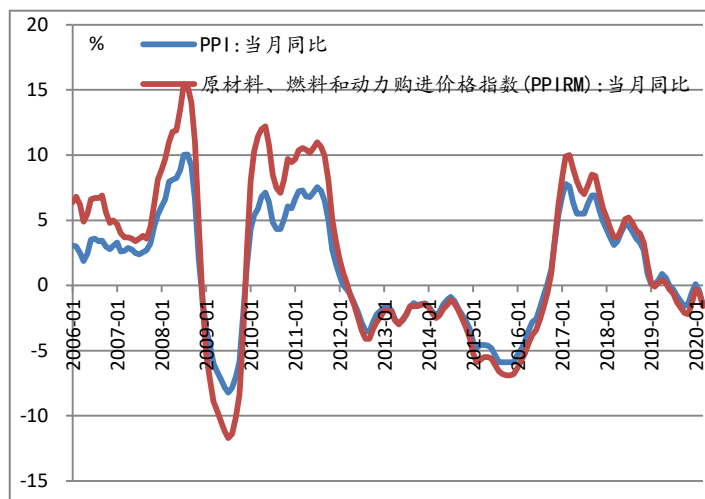
油价于 4 月录得阶段性新低之后，在产油国减产、疫情边际好转、多国逐渐复工复产在一定程度上提升需求等因素的共同作用下，油价大幅反弹。但后续可能受制于全球需求疲弱的制约，大幅反弹的概率不是很大。

基于对油价走势的预判，同时结合 PPI 之前的走势，我们认为 PPI 同比增速将从本轮下跌的低位反弹。

但考虑到经济衰退的大环境、全球需求的疲弱度以及恢复的缓慢进度、疫情的可能的反复性，PPI 回升的速度将较为缓慢。

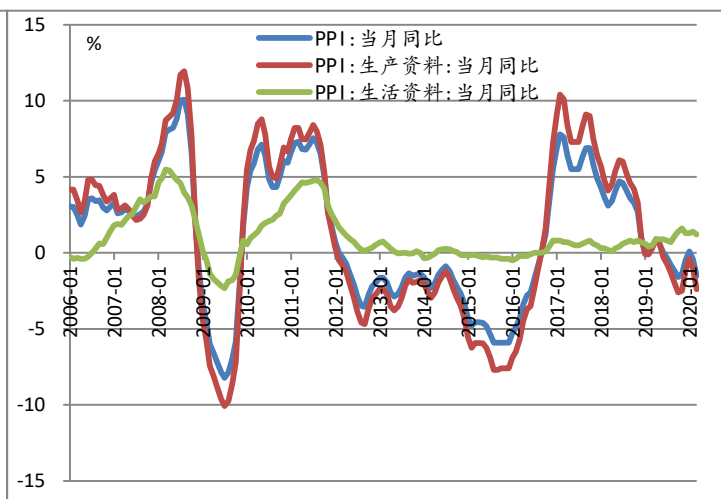
5 月主要原材料购进价格指数为 51.6%，环比高 9.1 个百分点；出厂价格指数为 48.7%，环比高 6.5 个百分点。本月大宗商品价格低位整理，原材料购进价格指数和制造业出厂价格显著反弹，结合基期数据，我们认为 5 月 PPI 同比降幅有所收窄。

图表 52：工业生产者出厂价格同比增长率



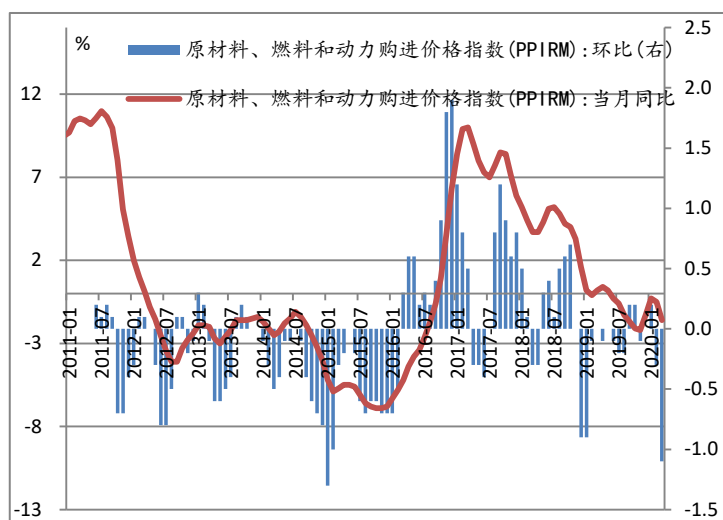
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 53：工业生产者出厂价格环比增长率



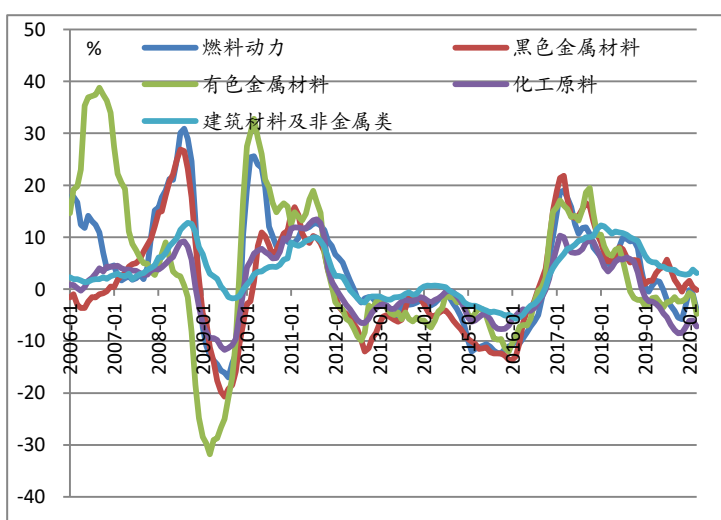
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 54：工业生产者购进价格增速



资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 55：工业生产者购进价格分类指数走势



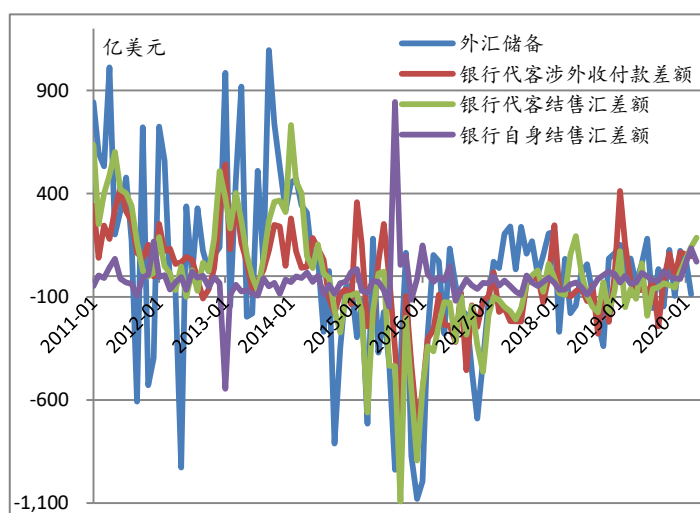
资料来源：国家统计局、iFinD、致富研究院

三、货币信用增速均继续提升

2020 年第一季度末，基础货币余额为 31.8 万亿元，同比增长 4.6%，较上季度末高 6.7 个百分点，较上年同期高 10.1 个百分点。货币乘数为 6.55 右，较上季度末高 0.42。年初，在疫情对经济产生冲击的背景下，货币政策也相应进行逆周期调节，基础货币投放和货币社融增速均显著提升。

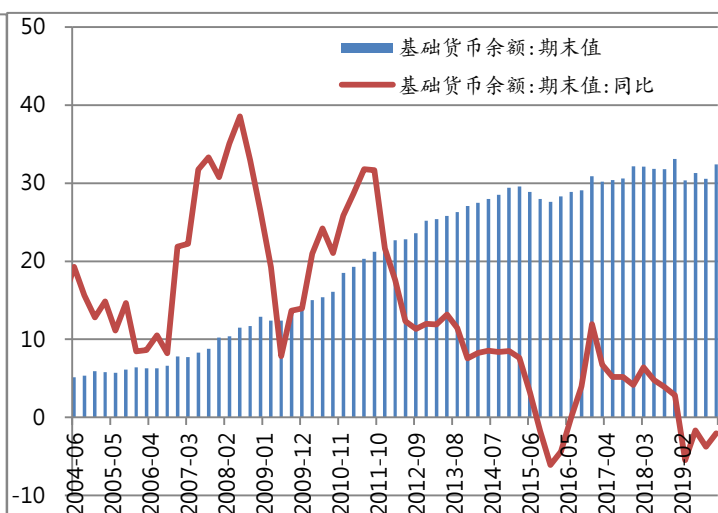
2020 年 3 月我国官方外汇储备总额为 3.06 万亿美元，较上月少 461 亿美元；外汇占款 21.2 万亿元，较上月少 170 亿元。

图表 56：当月外汇占款新增额



资料来源：中国人民银行、iFinD、致富研究院

图表 57：基础货币



资料来源：中国人民银行、iFinD、致富研究院

货币增速 (M2) 显著提升，但 M1 提升幅度较小，意味着当前货币政策逆周期调节对实体经济的作用较为有限

4 月末，广义货币 (M2) 余额 209.4 万亿元，同比增长 11.1%，增速较上月末高 1.0 个百分点，较上年同期高 2.6 个百分点。狭义货币 (M1) 余额 57.0 万亿元，同比增长 5.5%，较上月末高 0.5 个百分点，较上年同期高 2.6 个百分点。流通中货币 (M0) 余额 8.2 万亿元，同比增长 10.2%，较上月末低 0.6 个百分点，较上年同期高 6.7 个百分点。本月 M0 继续小幅回落，但显著高于往年同期；

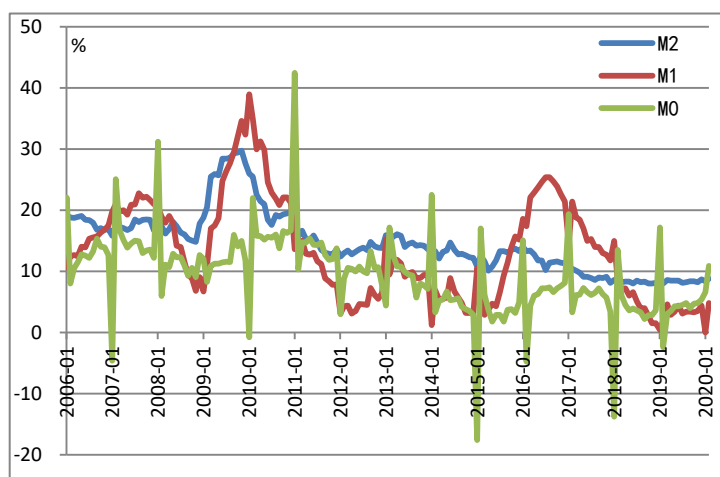
M1 和 M2 增速继续提升，M1 与 M2 剪刀差并未显著扩大。

4 月末，人民币存款余额 202.3 万亿元，同比增长 9.9%，增速较上月末高 0.6 个百分点，较上年同期高 1.4 个百分点。其中，储蓄存款余额为 87.0 万亿元，同比增长 12.9%，较上月低 0.1 个百分点；企业存款余额 62.5 万亿元，同比增长 10.8%，较上月高 2.4 个百分点，财政存款余额为 3.8 万亿元，同比减少 19.6%，降幅较上月扩大 8.9 个百分点。企业存款增速提升，储蓄存款增速与上月接近，财政存款增速降幅显著扩大（积极财政政策作用的结果）。

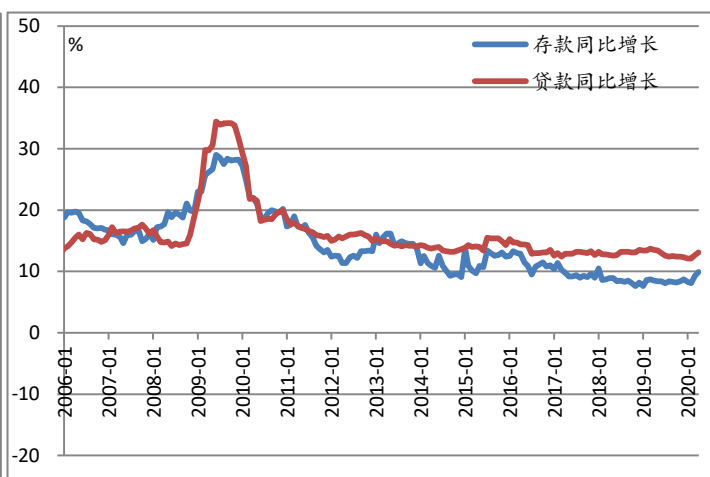
4 月新增人民币存款为 1.27 万亿元，同比多增 1.01 万亿元。其中，住户存款减少 0.8 万亿元，非金融企业存款增加 1.2 万亿元，财政性存款增加 529 亿元，非银行业金融机构存款增加 0.86 万亿元。与上年同期相比，企业部门和非银金融机构存款大幅提升，住户部门和财政存款有所回落。

综合分析货币供应量和存款数据，在央行长短期共同发力，多渠道投放流动性的作用下，M2 显著提升；一般而言，央行逆周期调节时投放的流动性会带动 M1 的快速提升，进而转变为企业投资，拉动经济恢复；但到目前为止，M1 并未显著增加，但企业存款显著增加，可以推测，企业实体投资意愿不高，反而将获得的票据融资等低息资金投向存款以赚取利息差。

图表 58：各层次货币供应量同比增长率



图表 59：人民币存款及贷款增长走势



资料来源：中国人民银行、iFinD、致富研究院

资料来源：中国人民银行、iFinD、致富研究院

各部门各期限新增贷款额均超季节性涨幅，居民购房需求恢复、企业配套基建相关投资增加，部分企业存在票据套利现象

4月末，人民币贷款余额161.9万亿元，同比增长13.1%，增速较上月末高0.4个百分点，较上年同期低0.4个百分点。

新增贷款总额显著高于上年同期。从部门结构看，企业部门获得新增贷款金额大幅增加，居民部门和非银金融部门获得的新增贷款金额略好于上年同期。4月新增人民币贷款1.70万亿元，同比多增0.68万亿元。其中，住户贷款增加0.67万亿元，同比多增0.14万亿元；非金融企业贷款增加0.96万亿元，同比多增0.61万亿元；非银行业金融机构贷款增加404亿元，同比少0.12万亿元。

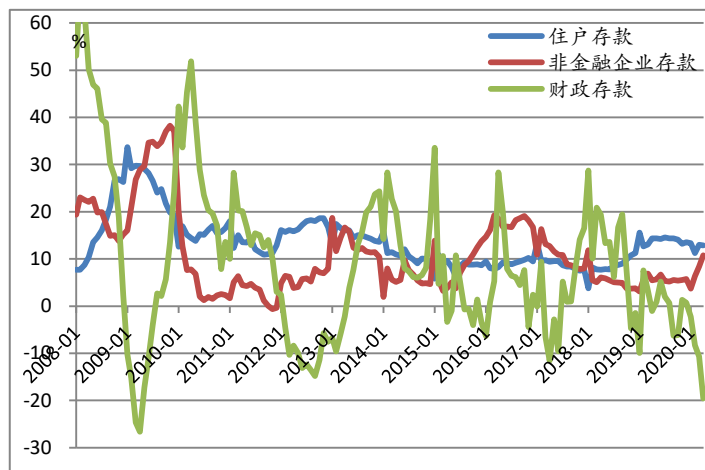
从期限结构看，各期限贷款新增额普遍提升。4月票据融资增加0.39万亿元，同比多增0.20万亿元；短期贷款增加0.22万亿元，同比多增0.25万亿元；中长期贷款增加0.99万亿元，同比多增0.3万亿元。

汽车等耐用品需求和购房需求边际好转带动居民贷款增加，企业生产、特别是基建配套活动拉动、以及银行对企业的信贷支持力度加大等因素共同带动企业贷款新增额大幅增加，但在票据融资利率大幅回落，套息收益提升的刺激下，部分企业套息活动有所抬头。

今年以来货币政策的重心从新冠肺炎疫情防控到支持企业有序复工复产、再到支持经济恢复发展，通过再贷款、降准、下调MLF等政策利率进而引导实体利率下行等多种政策工具来战疫情、保经济。在逆周期调节的宽松的货币政策的作用下，货币增速和社融增速均显著提升。4.17日政治局会议首次提到降息，明确货币政策稳经济的重心不变。政府工作报告再次明确，引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年，继续发挥逆周期调节经济的作用；创新直达实体经济的货币政策工具，多渠道便利企业获得贷款，降低企业融资成本。可以预测货币和社融增速将继续提升。

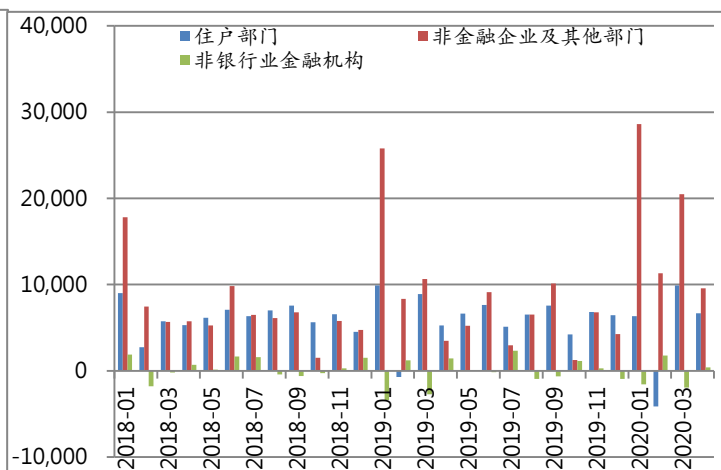
本月，财政资金和信贷资金投放力度均有所加大，综合分析本月财政存款变动、央行公开市场操作和存款金额变动等因素，我们预计**5月新增人民币贷款14,000亿元左右，M2同比增速较上月继续提升，同比增长11.3%左右。**

图表 60：各部门存款同比增长率



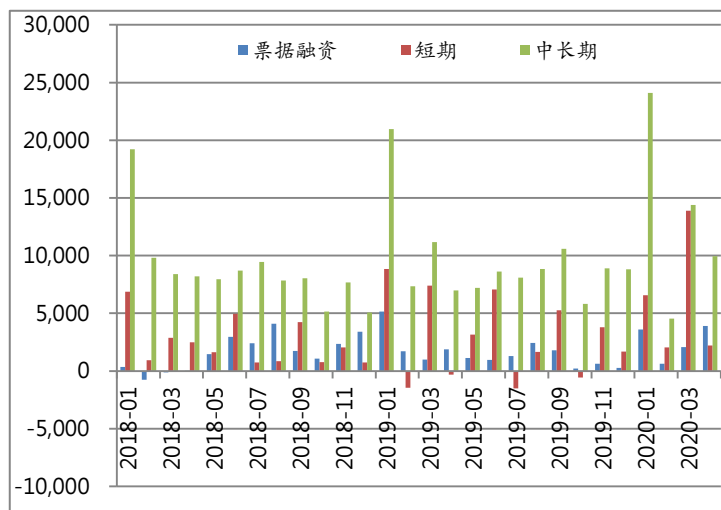
资料来源：中国人民银行、iFinD、致富研究院

图表 61：新增人民币贷款的部门结构



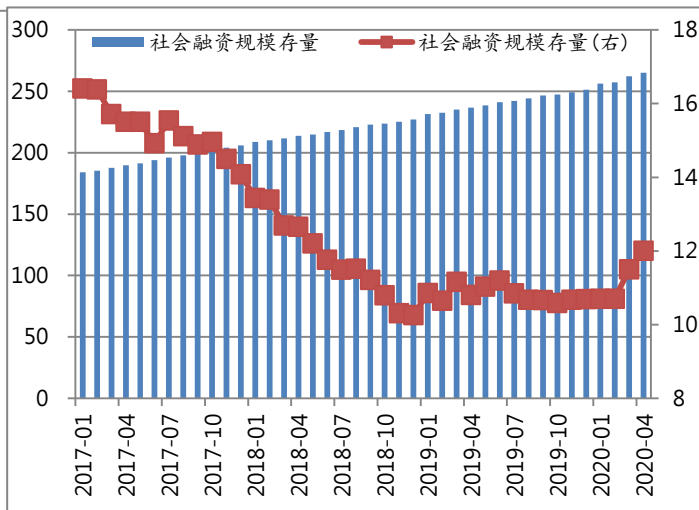
资料来源：中国人民银行、iFinD、致富研究院

图表 62：新增人民币贷款的期限结构



资料来源：中国人民银行、iFinD、致富研究院

图表 63：社会融资规模累计值及累计增速



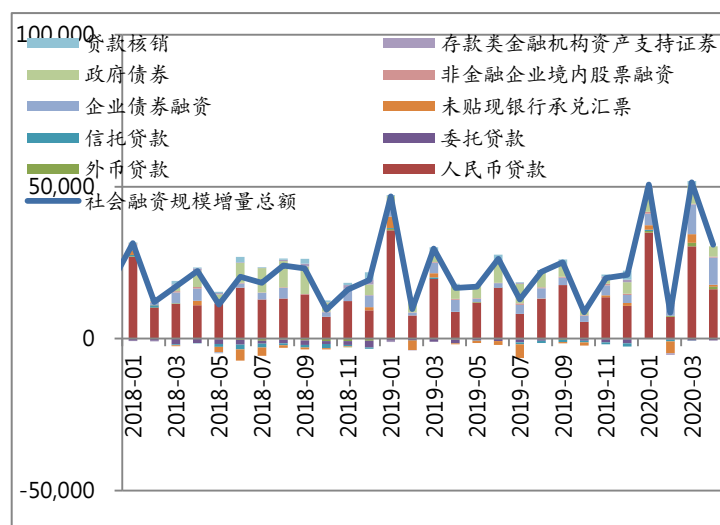
资料来源：中国人民银行、iFinD、致富研究院

贷款和企业债融资额大增，带动社会融资增速提升

2020 年 4 月末，社会融资规模存量 265.2 万亿元，同比增长 12.0%，较上月末高 0.5 个百分点，较上年同期高 1.2 个百分点。

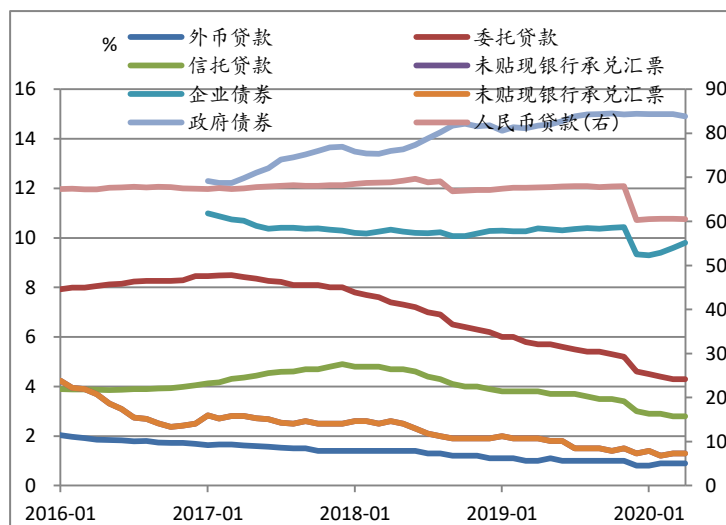
4月当月社会融资规模新增3.09万亿元，较上月少2.1万亿元，较上年同期多1.4万亿元。其中，人民币贷款增加1.62万亿元，同比多增0.75万亿元；外币贷款折合人民币增加910亿元，同比多0.12万亿元；委托贷款减少579亿元，同比少减618亿元；信托贷款增加23亿元，同比多减106亿元；未贴现的银行承兑汇票增加577亿元，同比多934亿元；企业债券净融资增加0.90万亿元，同比多0.51万亿元；政府债券融资增加0.34万亿元，同比少0.11万亿元，非金融企业境内股票融资315亿元，同比多53亿元。整体上看，本月除政府债券和信托贷款低于上年同期之外，其他各类融资额均高于上年同期，人民币贷款融资额和企业债增幅较大。政府债融资额较低的原因是发行前置，4月发行额相对较小，但随着新下达的1万亿元地方政府专项债新增限额的发行，5月政府融资额将显著增加。

图表 64：社会融资规模结构



资料来源：中国人民银行、iFinD、致富研究院

图表 65：社会融资规模占比



资料来源：中国人民银行、iFinD、致富研究院

当前，我国经济逐渐恢复，但疫情的反复性、外需等都存在很大不确定性。在政府工作报告提出要“创新直达实体经济的货币政策工具”之后，央行在原有3000亿元抗疫专项再贷款和1.5万亿元普惠性再贷款再贴现的基础上，又推出了普惠小微企业贷款延期支持工具（通过SPV提供400亿元再贷款资金）和普惠小微企业信用贷款支持计划（通过SPV提供4000亿元再贷款资金），使货币政策可以直接作用于实体经济，减少资金的空转。央行货币政策意图的调整，叠加政府债发行量的大增，使得债券收益率提升。

四、小结

本月经济继续好转，消费继续改善，但依然弱于生产，供给好于需求，内需好于外需。

消费继续恢复，但依然弱于生产。随着各地纷纷推出消费券对消费的拉动，以及各地疫情防控应急响应等级的下调、两会日期的确定、各大中小学开学日期的陆续敲定，消费——尤其是线下消费——将会继续修复。但是，失业率提升和收入增速下降继续从根本上抑制居民消费回升的进度和力度，使得需求的恢复弱于生产的复苏。

工业生产继续快速好转。4月工业生产显著好转的原因主要在于高新技术制造业和新兴产品增速较高，消费品和医疗防疫物资继续保持较快增长，汽车消费促销政策带动汽车产销大幅增长，基建投资增加带动装备制造业和基础原材料行业明显回升。

基建投资受政策支持，后续有望表现最为亮眼；房地产投资韧性较强，但“房住不炒”的政策定位抑制其提升空间；制造业投资受盈利恶化和外需疲弱的影响表现相对较差。

CPI 趋势性回落走势基本确立，PPI 基本接近阶段性底部。近两个月，在需求疲弱和油价大跌等因素的共同作用下，CPI 和 PPI 均大幅回落。我们认为 CPI 趋势性回落走势已经确立，PPI 基本接近阶段性底部。通胀目标对货币政策操作的约束大幅放松，货币政策的重心转向“六稳”和“六保”。通过对高频数据的观察和计算，我们认为 5 月食品价格继续回落，非食品价格环比近乎持平。CPI 整体环比下降 0.6% 左右，同比上涨 2.7% 左右，较 4 月回落 0.6 个百分点。

货币信用增速持续提升。货币增速（M2）提升幅度较大，但 M1 提升幅度较小，意味着当前货币政策逆周期调节对实体经济的作用较为有限，这种状况随着央行新创设的普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划的推出，将会有所改善。4 月贷款和企业债融资额大增，带动社融增速提升，5 月随着新下达的 1 万亿元地方政府专项债新增限额的发行，政府融资额将显著增加，将推动社融总额继续维持在高位。5 月财政资金和信贷资金投放力度均有所加大，综合分析本月财政存款变动、央行公开市场操作和存款金额变动等因素，预计 5 月新增人民币贷款 14,000 亿元左右，M2 同比增速较上月继续提升，同

比增长 11.3%左右。

研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司	香港致富证券有限公司北京代表处	香港致富证券有限公司上海代表处	香港致富证券有限公司深圳代表处
香港德辅道中 308 号	北京市朝阳区国贸写字楼 1 座 6 层	上海市陆家嘴东路 161 号招商局大厦 1309 室	深圳福田区福华路 399 号中海大厦 6 楼
富卫金融中心 11 楼			
电话：(852) 25009228	电话：(8610) 66555862	电话：(8621) 38870772	电话：(86755) 33339666
传真：(852) 25216893	传真：(8610) 66555831	传真：(8621) 58799185	传真：(86755) 33339665

网址：www.chiefgroup.com.hk