

内容目录

1. 消费：关注餐饮和石油消费回升.....	6
1.1. 餐饮收入：期待小餐饮爆发.....	7
1.2. 商品零售：石油需求表现值得期待.....	9
1.2.1. 必选消费.....	11
1.2.2. 可选消费：汽车/石油/家电/服装.....	11
1.3. 消费能力与意愿.....	19
2. 固定资产投资：制造业、基建或持续回升.....	20
2.1. 制造业投资：高景气或带动投资热情上行.....	21
2.2. 房地产开发投资：监管趋紧，存在下行压力.....	23
2.3. 基建投资：专项债提速带动基建回升.....	25
3. 总结与展望.....	26
4. 风险提示.....	27



图表目录

图 1: 社会消费品零售合计、商品零售、餐饮收入两年平均增速 (单位: %)	6
图 2: 限额以上商品零售两年平均增速疫情前后对比 (分商品类型, 单位: %)	6
图 3: 餐饮收入当月值对比 (单位: 亿元)	7
图 4: 餐饮收入两年平均增速走势对比 (单位: %)	7
图 5: 分企业规模餐饮收入两年平均增速走势 (单位: %)	7
图 6: 限额以下企业餐饮收入占比 (单位: %)	7
图 7: 全部/连锁餐饮门店数以及连锁率 (单位: 万家)	8
图 8: 餐饮业主要成本构成	8
图 9: 各行业小微企业扩张/信心指数对比	8
图 10: 产能利用率恢复至 90%以上小微企业比重	9
图 11: 食品/猪肉/鲜菜 CPI 同比走势	9
图 12: 全国每百人新冠疫苗接种剂次 (单位: 剂)	9
图 13: 全球主要国家每百人新冠疫苗接种剂次 (单位: 剂)	9
图 14: 商品零售当月值对比 (单位: 亿元)	10
图 15: 商品零售两年平均增速走势对比 (单位: %)	10
图 16: 分企业规模商品零售两年增速走势 (单位: %)	10
图 17: 限额以下企业商品零售占比 (单位: %)	10
图 18: 必选消费类商品两年平均增速 (单位: %)	11
图 19: 可选消费类商品两年平均增速 (单位: %)	11
图 20: 必选消费类商品两年平均增速对比 (单位: %)	11
图 21: 各行业限额以上商品零售占比情况 (2021 年 1-6 月累计)	12
图 22: 汽车零售额两年平均增速 (单位: %)	12
图 23: 汽车累计销量对比	12
图 24: 汽车当月销量对比 (单位: 万辆)	13
图 25: 30 万元以上价位乘用车销量占比	13
图 26: 新能源汽车销量及比重 (左轴单位: 万辆, 右轴单位: %)	13
图 27: 各品牌类型汽车库存系数	14
图 28: 汽车产量及经销商库存系数对比 (左轴单位: 万辆)	14
图 29: 石油及制品类零售额两年平均增速 (单位: %)	14
图 30: 汽柴油表观消费量合计 (单位: 万吨)	14
图 31: 我国近年来原油进口依赖度 (单位: %)	15



图 32: 汽柴油产量合计 (单位: 万吨)	15
图 33: 布伦特原油以及 WTI 原油期货价 (单位: 美元/桶)	15
图 34: 汽油以及柴油最高零售指导价 (单位: 元/吨)	15
图 35: 近年客运量总计当月值对比 (单位: 亿人)	16
图 36: 近年货运量总计当月值对比 (单位: 亿吨)	16
图 37: 一线城市平均拥堵延时指数	16
图 38: 制造业 PMI:生产指数走势 (单位: %)	16
图 39: 家电音像类商品零售两年平均增速 (单位: %)	17
图 40: 主要家电品种上半年零售量对比 (单位: 万台)	17
图 41: LME 铜、铝现货结算价格 (单位: 美元/吨)	17
图 42: 中国塑料价格指数	17
图 43: 冷轧板市场价 (单位: 美元/吨)	17
图 44: 主要家电上半年价格涨幅 (单位: 元/台)	17
图 45: 房屋竣工、新开工及拿地累计同比 (单位: %)	18
图 46: 服装鞋帽针纺织品类零售两年平均增速	19
图 47: 企业家信心指数 (纺织业, 纺织服装、服饰业)	19
图 48: 人均可支配收入、消费支出两年平均增速 (单位: %)	19
图 49: 消费支出与可支配收入比值	19
图 50: 上半年居民户新增存款对比 (单位: 亿元)	20
图 51: 城镇储户问卷调查: 更多储蓄/消费占比 (单位: %)	20
图 52: 固定资产投资累计同比增速 (单位: %)	21
图 53: 制造业投资累计同比增速走势 (单位: %)	21
图 54: 2021H1 制造业投资增速恢复情况 (单位: %)	21
图 55: 主要制造业行业增速对比 (单位: %)	22
图 56: 制造业企业利润总额 (单位: 亿元)	22
图 57: 制造业企业产能利用率 (单位: %)	22
图 58: 企业家问卷调查: 景气、出口/国内订单指数 (单位: %)	23
图 59: PMI 新订单及出口订单指数 (单位: %)	23
图 60: 房地产开发投资累计同比增速走势 (单位: %)	23
图 61: 2021H1 房地产投资增速恢复情况 (单位: %)	23
图 62: 全国商品房销售面积走势 (单位: 万平米, %)	24
图 63: 全国商品房住宅待售面积走势 (单位: 万平米, %)	24
图 64: 全国土地购置面积/成交价款累计同比 (单位: %)	24



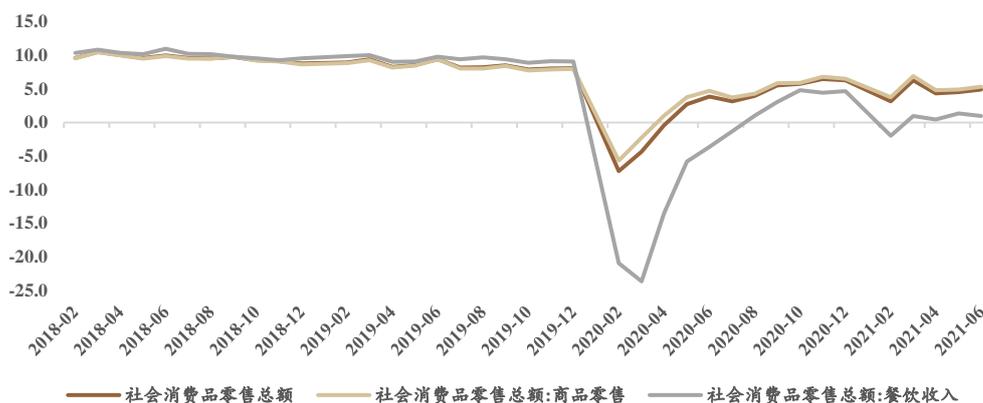
图 65: 100 大中城市土地供应同比及溢价率 (单位: %)	24
图 66: 资金来源中国内贷款累计同比及所占比重 (单位: %)	25
图 67: 居民户中长期贷款新增额 (单位: 亿元)	25
图 68: 广义基建投资累计同比/两年平均增速 (单位: %)	25
图 69: 基建主要分项同比增速对比 (单位: %)	25
图 70: 近三年地方政府专项债券发行进度 (单位: %)	26



1. 消费：关注餐饮和石油消费回升

上半年社会消费品零售整体处于稳定恢复态势。从两年平均增速来看，4-6月增速分别为4.3%、4.5%与4.9%，增速持续回升，但与疫情前8%-9%的增速中枢相比仍有一定差距。分大类来看，疫情后商品零售两年增速与整体走势接近，略高于整体消费增速，餐饮收入表现较差，2021年以来单月两年平均增速始终低位徘徊，上半年累计同比的两年平均增速仅有-0.1%，规模尚不及2019年同期，餐饮端仍有较大恢复空间。

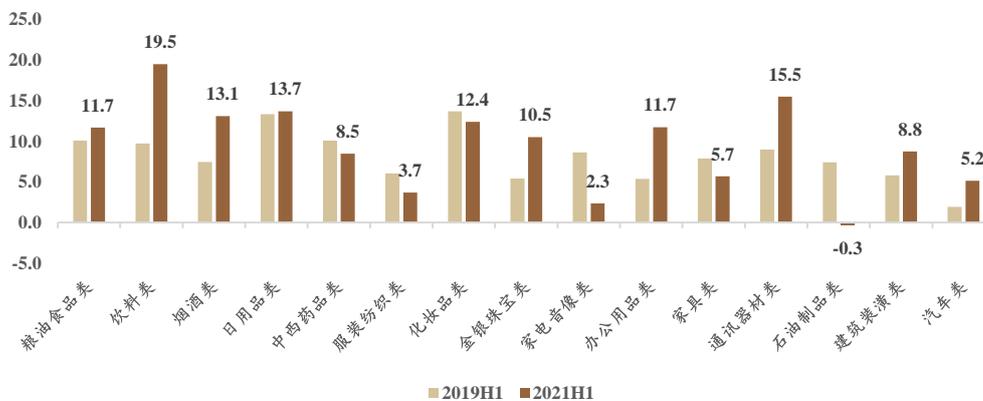
图 1：社会消费品零售合计、商品零售、餐饮收入两年平均增速（单位：%）



资料来源：国家统计局，德邦研究所

分商品类型来看，对比限额以上商品零售在疫情前后的两年平均增速可发现，不同商品间分化较为明显，其中粮油食品、饮料、烟酒、日用品、金银珠宝、办公用品、通讯器材、建筑装潢以及汽车类商品零售额今年上半年的两年平均增速要高于疫情前水平，而中西药品、服装纺织、家电音像、家具以及石油制品类商品零售增速尚不及疫情前水平，尤其石油制品类商品两年增速依旧为负，零售规模仍不及2019年同期水平。

图 2：限额以上商品零售额两年平均增速疫情前后对比（分商品类型，单位：%）



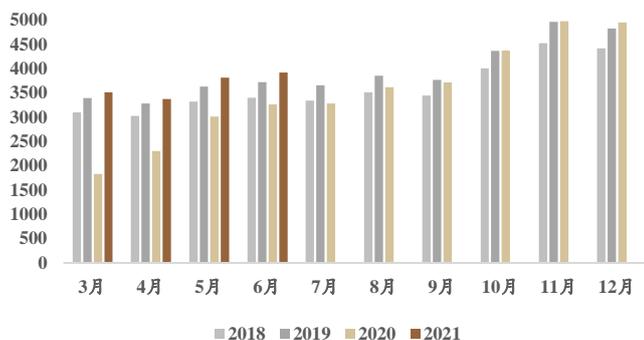
资料来源：国家统计局，德邦研究所



1.1. 餐饮收入：期待小餐饮爆发

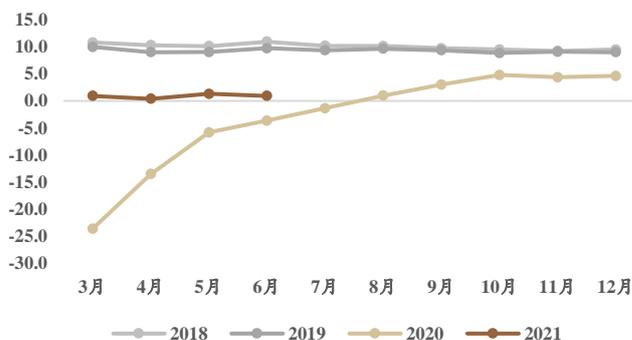
从绝对值来看，餐饮收入自2020年下半年开始同比转增，至今年上半年逐步恢复至疫情前水平，上半年餐饮收入21712亿元，同比增长48.6%，但规模仅与2019年1-6月基本持平，未见明显增长。从两年平均增速来看，2021年以来两年增速处于低位，始终在1%附近徘徊，与2019年同口径数据（9%-10%）相比仍有较大差距。

图3：餐饮收入当月值对比（单位：亿元）



资料来源：国家统计局，德邦研究所

图4：餐饮收入两年平均增速走势对比（单位：%）

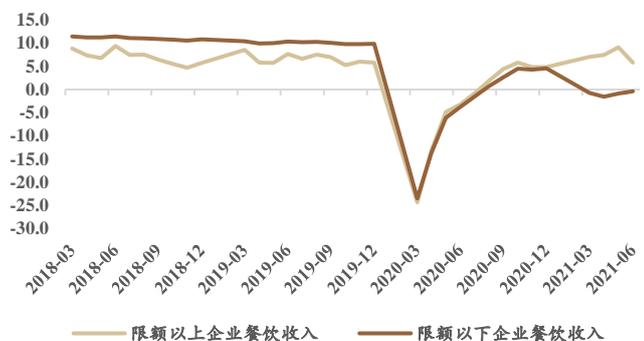


资料来源：国家统计局，德邦研究所

分企业规模来看，限额以上企业餐饮恢复要明显好于限额以下。对比疫情前后不同规模餐饮企业收入的两年平均增速可以发现，在疫情前，限额以下企业餐饮（小餐饮）收入增速要稳定高于限额以上企业（大餐饮）；而疫情后，尤其是2021年以来，大餐饮收入增速明显好于小餐饮，基本恢复到疫情前水平，而小餐饮企业增速截至6月份依旧位于负区间，其中受2019年高增速基数影响，2020年疫情期间两年平均增速与大餐饮差异并不明显，而步入2021年后基数效应消失，小餐饮增速出现大幅回落，与大餐饮差距显著扩大。

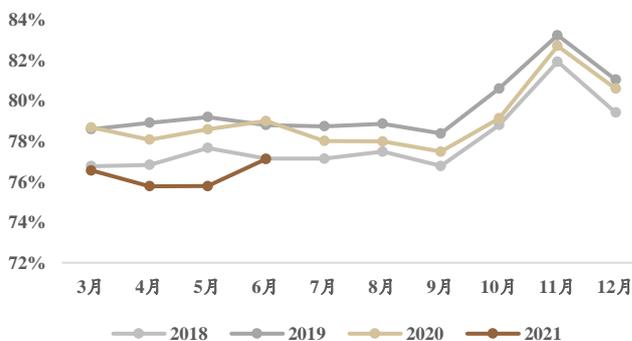
从占比来看，小餐饮收入占总体比重在2019年出现明显上行，而在2020年疫情期间，大小餐饮企业均受到明显冲击，其中小餐饮受影响相对更大，导致2020年小餐饮占比有所下行，但仍高于18年水平；随着国内疫情防控的逐步推进，大餐饮企业恢复情况显著较好，对小餐饮企业收入形成挤压效应，导致小餐饮企业收入比重低于历年水平。

图5：分企业规模餐饮收入两年平均增速走势（单位：%）



资料来源：国家统计局，德邦研究所
注：剔除1-2月增速数据，下同。

图6：限额以下企业餐饮收入占比（单位：%）



资料来源：国家统计局，德邦研究所

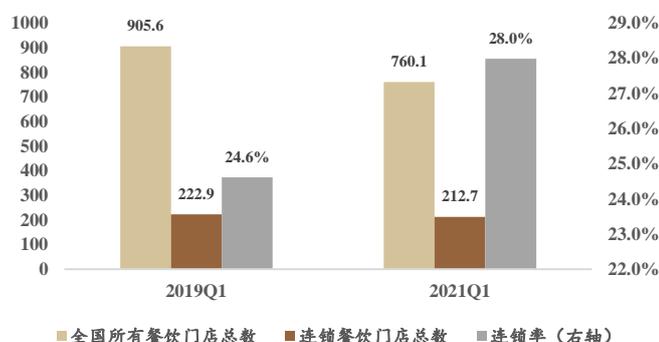
从原因来看，小餐饮企业由于自身规模原因抵御风险能力较差，面对疫情冲



击难以生存，数量大幅减少。根据中国饭店协会发布数据，从 2019 年一季度到 2021 年一季度，全国所有餐饮企业门店总数从 905.6 万家下降到 760.1 万家，降幅达 16.1%，其中连锁餐饮降幅仅为 4.6%，抵御冲击的能力明显好于整体，因此整体门店数大幅下行主要系规模相对较小的单店餐饮数量减少所致。从连锁率上来看，随着非连锁的传统单店餐饮数量大幅减少，2021 年一季度连锁率较疫情前上升 3.4 个百分点至 28.0%。

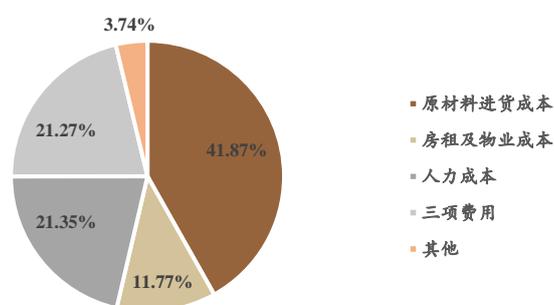
根据中饭协发布的《2020 年餐饮业年度报告》显示，原材料进货成本、房租及物业以及人力成本是餐饮业营业成本的主要构成，平均占比分别为 41.87%、11.77%与 21.35%。疫情期间，原材料与三项费用（销售费用、管理费用、财务费用）等成本会随着营业额的减少而相应降低，但人力及房租等刚性支出对小餐饮企业经营会形成较大资金压力，由于规模相对较小、资金储备不足等原因，小餐饮企业受疫情冲击面临的停业破产风险相对更高。而与之对应的连锁餐饮由于具有规模效应，能够将资源进行跨区域调配，最大程度保留经营能力，从而能够在后疫情时代快速恢复经营。

图 7：全部/连锁餐饮门店数以及连锁率（单位：万家）



资料来源：中饭协，德邦研究所
注：连锁率即为连锁餐饮门店占比。

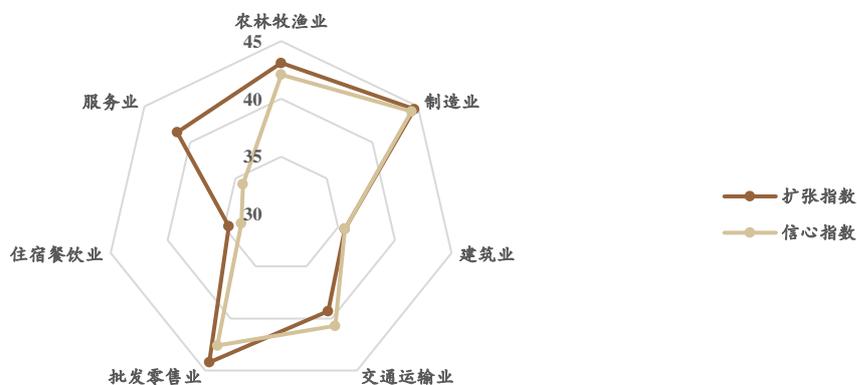
图 8：餐饮业主要成本构成



资料来源：中饭协，德邦研究所

此外根据中国邮储银行发布的小微企业运行指数显示，住宿餐饮业的扩张和信心指数均处各行业最低水平，表明包括小餐饮企业在内的住宿餐饮企业对疫情后经营恢复情况相对不乐观，对未来的投资经营活动持谨慎态度。

图 9：各行业小微企业扩张/信心指数对比



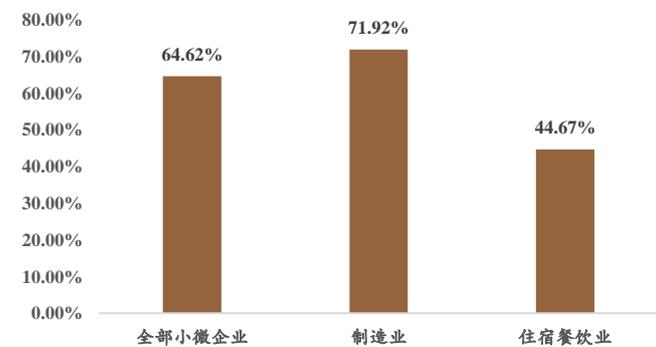
资料来源：中国邮政储蓄银行，德邦研究所

下半年餐饮业预计仍将低位企稳，持续回暖。从供给端来看，一方面，当前



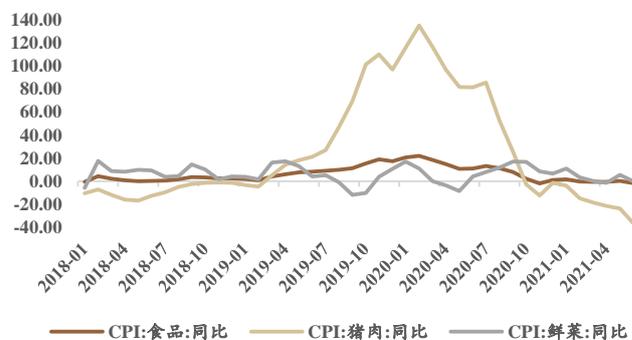
住宿餐饮企业产能利用率相对不高。据邮储银行数据显示，截至 2021 年 6 月，64.62% 的小微企业达到 90% 以上的产能利用率，其中制造业恢复相对较好，这一比重达到 71.92%，而住宿餐饮业中这一比重仅为 44.67%，仍有较大恢复空间。另一方面，食品价格年内增速放缓，其中猪肉价格下行明显，从成本端缓解小餐饮企业的经营压力，盈利能力或将逐步回升。

图 10：产能利用率恢复至 90% 以上小微企业比重



资料来源：中国邮政储蓄银行，德邦研究所

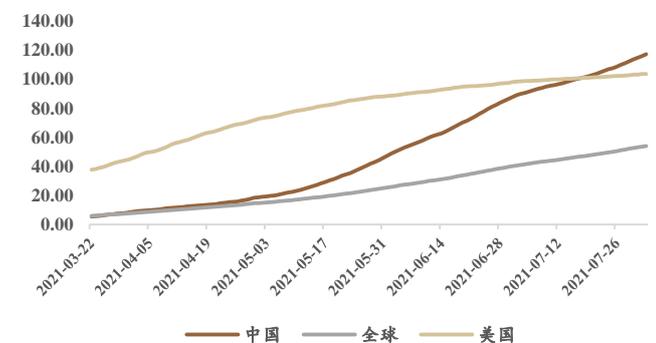
图 11：食品/猪肉/鲜菜 CPI 同比走势



资料来源：国家统计局，德邦研究所

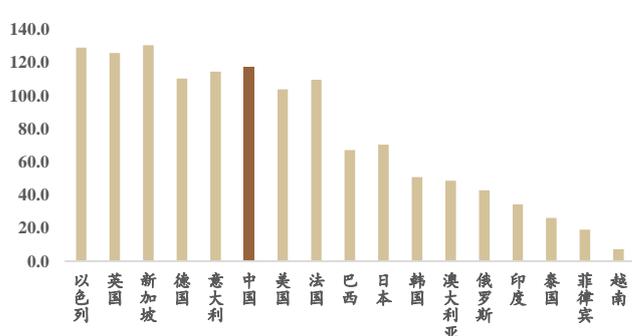
从需求端来看，需求侧对餐饮行业预计将能够形成支撑。自 5 月以来国内疫苗接种比例逐步加快，截至 8 月 2 日每百人接种剂次达 117.3 剂次，与全球主要国家相比已位于较高水平，预计下半年线下及接触性服务业将逐步回暖，包括外出就餐及社交聚餐等在内的餐饮需求将相应回升。

图 12：全国每百人新冠疫苗接种剂次（单位：剂）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 13：全球主要国家每百人新冠疫苗接种剂次（单位：剂）



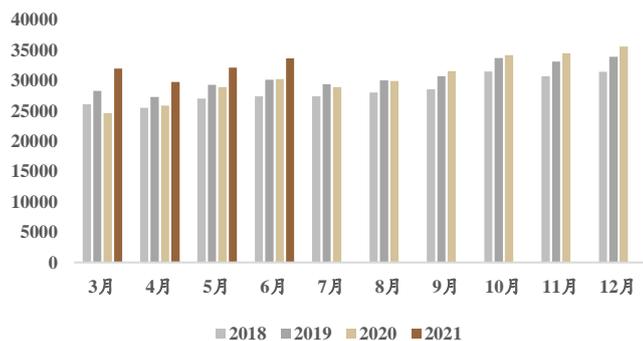
资料来源：Wind，德邦研究所
注：数据截至 2021 年 8 月 2 日

1.2. 商品零售：石油需求表现值得期待

与餐饮收入相比，商品零售的恢复情况相对较好。从绝对值来看，2021 年以来商品零售单月规模均超过 2019 年同期水平，上半年商品零售累计 190192 亿元，同比增长 20.6%，两年平均增速 4.9%，明显高于餐饮收入两年增速，但仍不及疫情前水平。

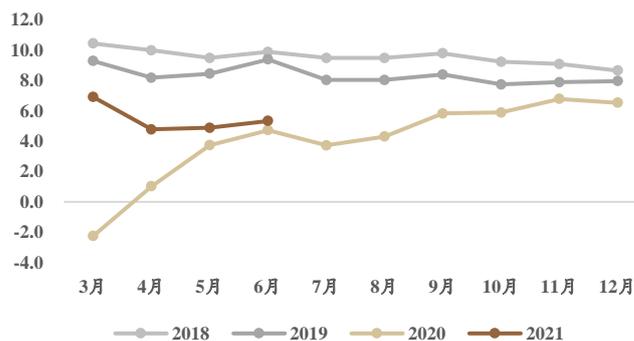


图 14：商品零售当月值对比（单位：亿元）



资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 15：商品零售两年平均增速走势对比（单位：%）



资料来源：国家统计局，德邦研究所

分企业规模来看，上半年限额以上企业商品零售 73994 亿元，同比增长 24.8%，而限额以下企业商品零售 116198 亿元，同比涨幅经测算约为 18.1%。从两年增速来看，整体走势与餐饮企业大致相同，不同规模企业的商品零售增速均在 2020 年初出现大幅下行，而后整体回暖，并在 2021 年初开始呈现明显分化，其中限额以下企业商品零售增速明显下行，低于限额以上企业零售增速。

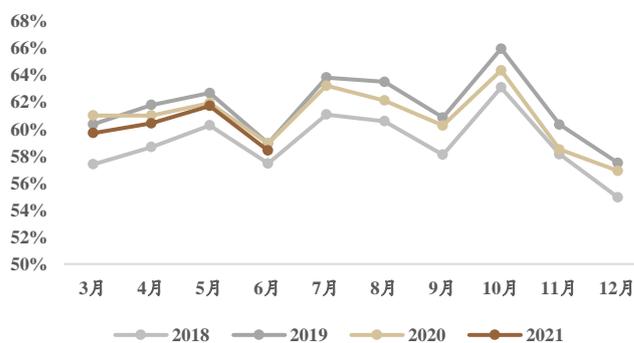
从占比来看，小规模零售企业受疫情冲击后同样受挫明显，比重较 2019 年同期有所下行，但其恢复速度与大规模零售企业相比差异较小，表现为限额以下企业零售比重与 2020 年同期相比变化不大，且差距不断缩小。

图 16：分企业规模商品零售两年增速走势（单位：%）



资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 17：限额以下企业商品零售占比（单位：%）



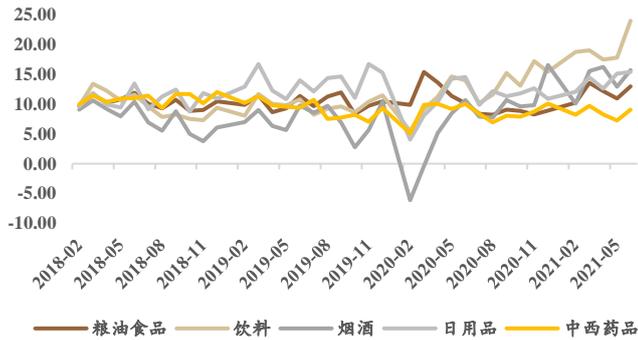
资料来源：国家统计局，德邦研究所

从原因来看，必选消费类商品的托底是商品零售整体恢复相对较好的主要原因。通过对比必选消费类与主要可选消费类商品零售的两年平均增速后发现，主要可选消费类商品零售受疫情冲击影响增速大幅下行，后续恢复情况也不理想，其中石油制品类增速较长时间内处于负区间，直至 2021 年上半年增速才开始回正；而必选消费方面，除烟酒类在疫情初期零售额下行明显外，其余商品整体增速在疫情前后并未出现大幅波动，始终保持稳定增长态势。

从比重来看，2021 年限额以上商品零售中，必选消费品比重经测算约为 24.3%，占比近四分之一；同时考虑到限额以上商品零售的行业分布与限额以下存在一定差异，其中比重最高的汽车类零售均为限额以上，因此必选消费类商品零售的实际比重或将更高。高比重叠加增速稳定，使得必选消费能够对商品零售整体起到较好的托底作用。

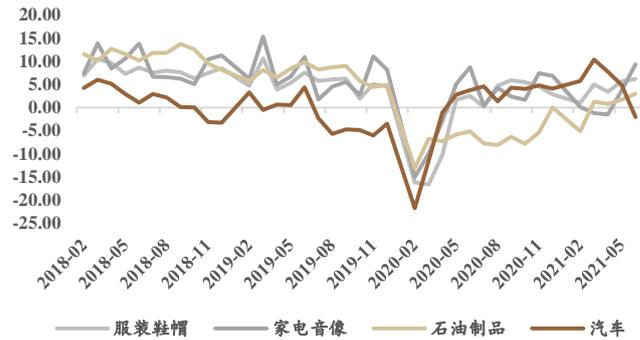


图 18：必选消费类商品两年平均增速（单位：%）



资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 19：可选消费类商品两年平均增速（单位：%）

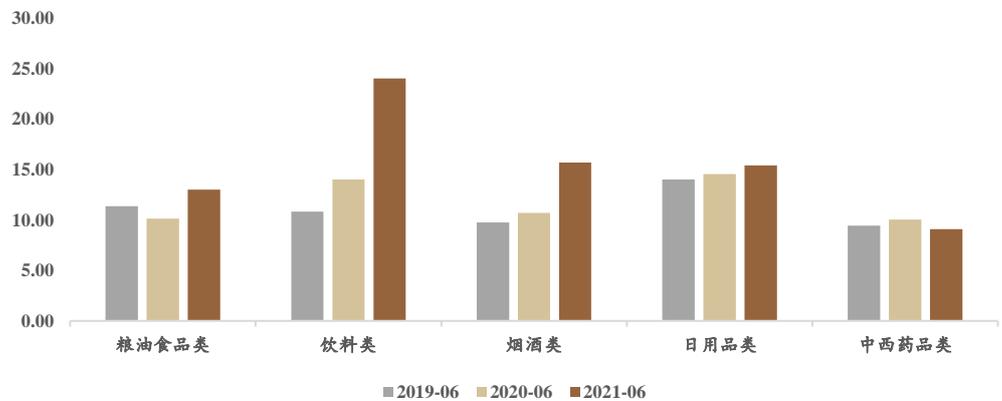


资料来源：国家统计局，德邦研究所

1.2.1. 必选消费

如前所述，必选消费类商品零售占总体比重不低，且增速稳定。与前两年同期相比，2021年6月主要必选消费商品增速大多呈现上行态势，其中粮油食品、日用品类增速小幅上行，中西药品类增速稳中小幅回落，饮料、烟酒类商品增速则明显高于疫情前水平。考虑到当前国内经济逐步好转，局部地区疫情虽有反复但对必选消费品影响较低，因此必选消费类商品预计将继续保持当前稳定增长态势，对整体零售消费仍有稳定的支撑作用。

图 20：必选消费类商品两年平均增速对比（单位：%）



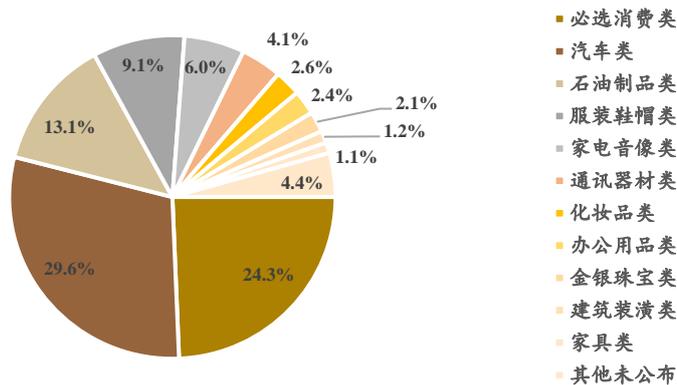
资料来源：国家统计局，德邦研究所

1.2.2. 可选消费：汽车/石油/家电/服装

可选消费类商品在商品零售中占据主导地位。据统计局公布数据，2021年1-6月份限额以上商品零售中，可选消费类商品累计零售规模占比约为71.2%（仅考虑公布行业），比重超过七成，其中汽车类、石油类、服装类与家电类商品的累计零售规模占比均超过5%，分别为29.6%、13.1%、9.1%与6.0%，位列所有可选消费类商品前四，合计占比约57.8%，对消费整体走势影响较大。



图 21：各行业限额以上商品零售占比情况（2021 年 1-6 月累计）

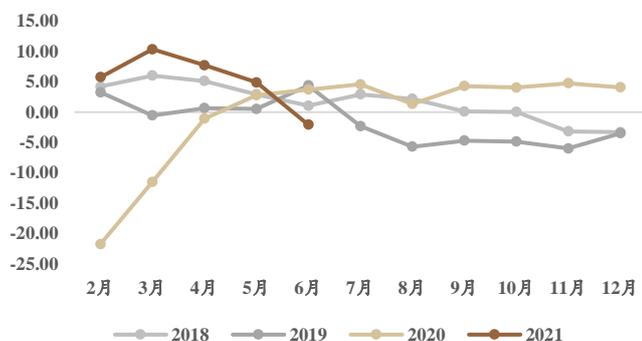


资料来源：国家统计局，德邦研究所

（1）汽车类

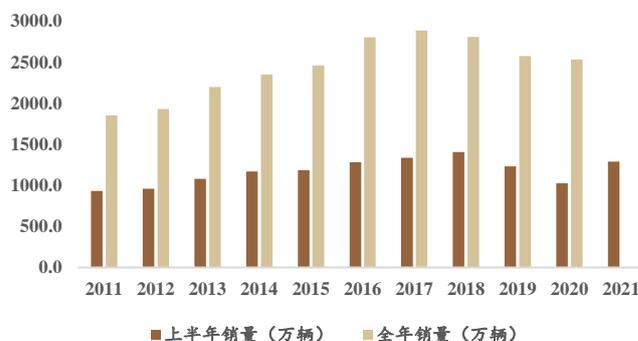
汽车零售增速在 2021 年上半年总体呈现先升后降的态势。从两年平均增速来看，汽车行业在 2020 年下半年增速明显恢复甚至超越 18-19 年同期水平，至 2021 年一季度，增速更是显著高于疫情前水平，但在二季度增速下行明显，至 6 月份增速首次转负。从销量来看，根据中汽协公布数据，汽车销量在 2017 年见顶，2018-2020 年连续三年下行，但 2020 年下半年明显发力，在上半年销量受疫情影响的情况下，全年销量仅略低于 2019 年，止跌迹象明显；2021 年上半年累计销量达 1289 万辆，显著高于去年同期，仅次于 2017-2018 年高点。

图 22：汽车零售额两年平均增速（单位：%）



资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 23：汽车累计销量对比



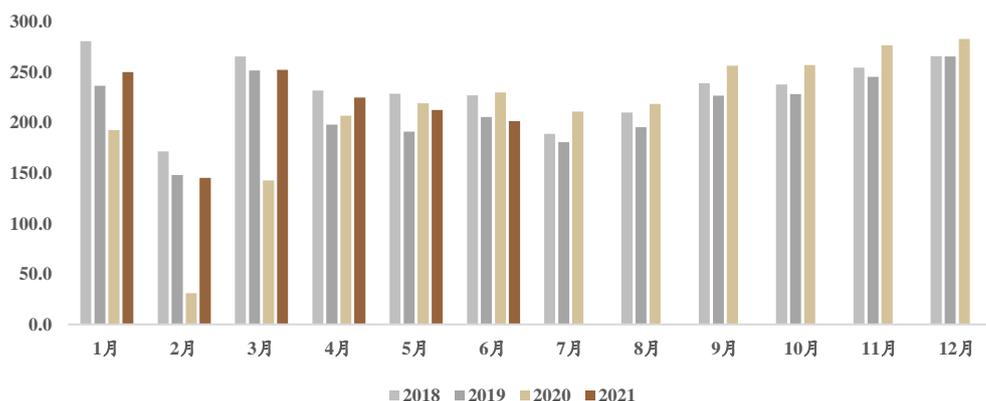
资料来源：中国汽车工业协会，德邦研究所

分月份来看，根据中汽协发布数据，去年上半年汽车销量即实现同比增长，下半年开始超过 2018 年同期，今年年初延续去年末强势表现，但销量自 3 月后逐步回落，至 6 月销量低于 2019-2020 年同期水平。

从原因来看，去年国家陆续出台多项政策刺激汽车消费，例如老旧汽车置换补贴、加快停车场等配套设施建设等，拉动汽车消费下半年明显好转。然而汽车芯片短缺问题制约了车企的产销能力，一方面由于芯片生产周期较长，供应能力恢复相对较慢，另一方面，疫情对芯片各生产加工环节造成影响，进一步拖累芯片产能恢复，叠加今年年初，全球主要芯片制造商接连遭遇意外灾害而被迫停产或减产，最终导致汽车销量二季度下行明显。



图 24：汽车当月销量对比（单位：万辆）

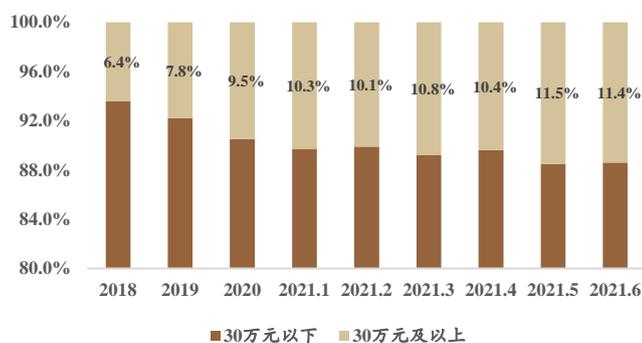


资料来源：中国汽车工业协会，德邦研究所

尽管如此，汽车累计销量在今年上半年依旧显著回暖，同比增长 25.7%，两年平均增速 2.3%，恢复情况相对较好，其中高端车（30 万元及以上）销量比重整体呈现上行态势，据乘联会公布数据，在今年汽车销量整体下行的情况下，高端车表现相对更加优异，表明当前消费升级势头不减，汽车换购需求仍旧旺盛。

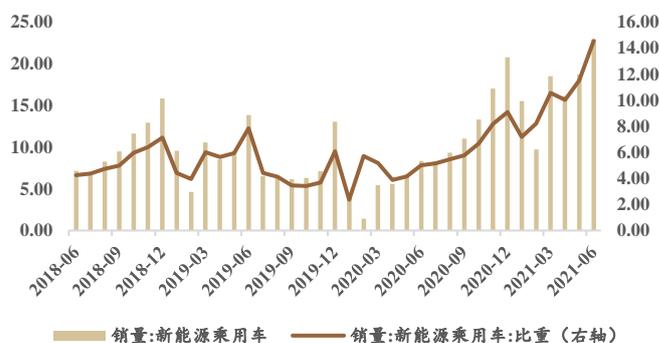
与此同时，新能源汽车消费表现亮眼，从乘联会公布数据来看，从去年下半年开始新能源汽车销量上行明显，其中 6 月销量 22.96 万辆，占当月乘用车总销量比重为 14.56%，均为近三年新高，新能源汽车总体消费需求呈现不断上行态势，主要系市场认可度接受度的逐步提升，同时相关政策的陆续出台将有效推动充换电站等基础设施建设，在此背景下，尽管补贴政策或将逐步退坡，新能源汽车消费或将维持高景气度。

图 25：30 万元以上价位乘用车销量占比



资料来源：乘联会，德邦研究所

图 26：新能源汽车销量及比重（左轴单位：万辆，右轴单位：%）



资料来源：乘联会，德邦研究所

汽车消费表现不佳主要受缺芯问题影响。当前汽车市场消费走弱主要系缺芯问题导致的车企产能下行，从汽车产量与经销商库存系数来看，缺芯问题导致汽车产量二季度下行明显；经销商库存吃紧，今年上半年总体处于去库存状态，当前库存水平已处于低位，并最终传导至零售端持续走弱。

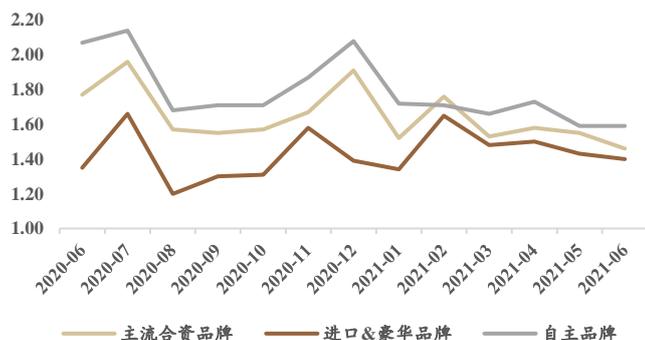
供需不匹配进一步影响零售端表现。当前高端汽车比重逐步提升，反映出市场消费升级势头不减，居民对高端汽车的消费需求相对更高。但从库存系数来看，进口&豪华车品牌汽车库存系数始终相对较低，且今年以来处于持续下行态势。截至 6 月末，进口&豪华车品牌库存系数为 1.46，自 2 月以来下降了 0.30，降幅为 17.0%，明显高于主流合资品牌（15.2%）与自主品牌（8.1%），主要原因或为芯



片短缺导致的汽车供应能力大幅下行。因此高端汽车供需不匹配问题或在一定程度上抑制居民的汽车消费意愿，同样会导致汽车零售端走弱。

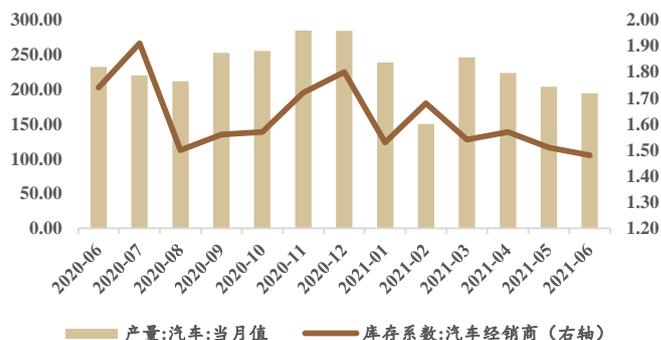
在行业整体回暖的趋势下，下半年汽车消费表现的主要关注点在于缺芯难题能否缓解，据乘联会在《2021年6月份全国乘用车市场深度分析报告》中提及，芯片的短缺会在三季度大幅缓解，叠加当前经销商库存水平较低，下半年补库意愿大概率走强的预期下，下半年汽车消费或将逐步恢复。

图 27：各品牌类型汽车库存系数



资料来源：中国汽车流通协会，德邦研究所
注：库存系数=期末库存量/当期销售量

图 28：汽车产量及经销商库存系数对比（左轴单位：万辆）



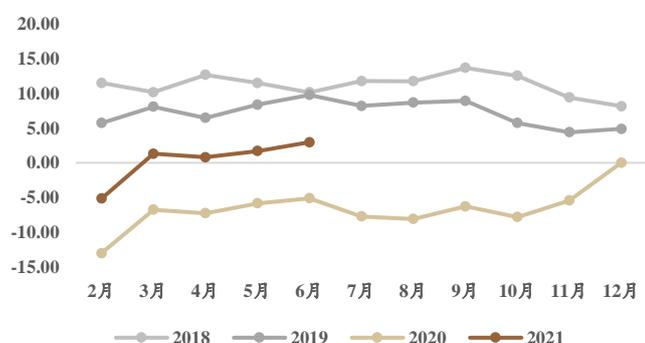
资料来源：中国汽车工业协会，中国汽车流通协会，德邦研究所

(2) 石油及制品类

石油及制品类商品零售当前恢复情况较差。从两年平均增速来看，2020年石油类商品零售额增速整体处于负区间内，仅在12月份小幅回正(0.02%)，步入2021年以来则处于低位企稳、缓慢上行态势，但距离疫情前水平仍有明显差异。

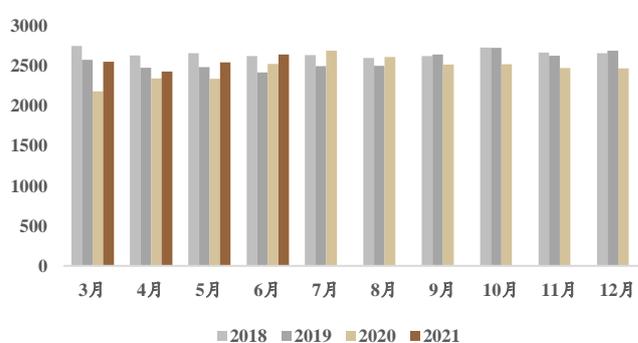
量价齐跌是导致石油零售走弱的主要原因。一方面，从消费量来看，受疫情封锁影响，交通出行及工业生产出现停滞，2020年汽油以及柴油的消费量显著下滑，一季度消费量同比增速分别为-15.31%、-19.67%、-19.84%，二季度回升明显主要系前期封锁导致的滞后性消费，2020年下半年消费量再次出现同比下行；今年上半年汽柴油消费量虽有所回暖，但仍不及疫情前水平。

图 29：石油及制品类零售额两年平均增速（单位：%）



资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 30：汽柴油表观消费量合计（单位：万吨）



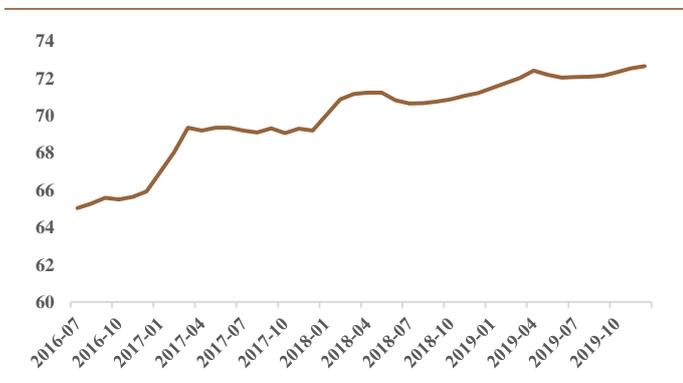
资料来源：百川盈孚，德邦研究所

另一方面，从石油价格来看，石油价格下跌是导致零售端表现不佳的重要原因。我国是石油净进口国，据 Wind 统计，截至 2019 年底，我国对原油的进口依



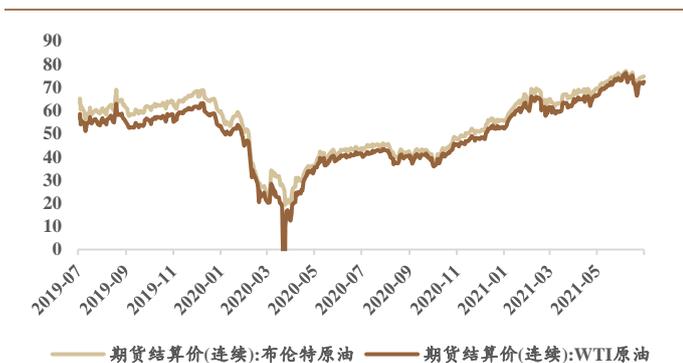
赖度高达 72.67%，国内石油及成品油价格受国际原油价格变动影响较大。疫情期间国际原油价格表现低迷，主要原因在于全球经济下行，石油需求走弱，最终传导至价格端持续处于低位。具体来看，主要国际原油期货价格在去年均呈现明显下行，其中 WTI 原油期货价格一度出现负值，受其影响，国内汽油及柴油最高零售指导价去年同样处于低谷，对石油及制品类零售额影响显著。

图 31：我国近年来原油进口依赖度（单位：%）



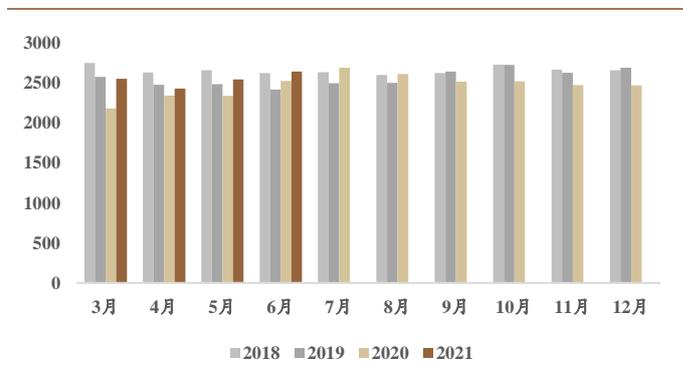
资料来源：Wind，德邦研究所

图 33：布伦特原油以及 WTI 原油期货价（单位：美元/桶）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 32：汽柴油产量合计（单位：万吨）



资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 34：汽油以及柴油最高零售指导价（单位：元/吨）

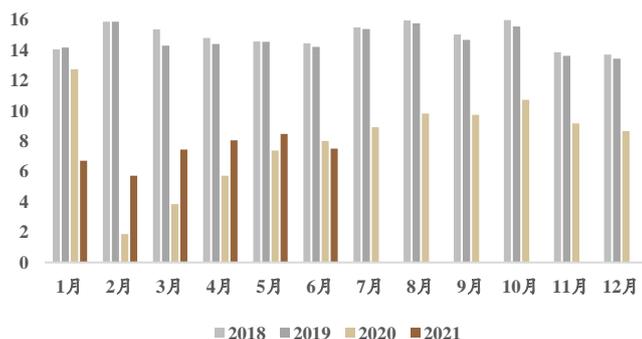


资料来源：国家发改委，德邦研究所

未来石油需求量有进一步回暖趋势，石油价格下半年或将高位震荡。从石油需求来看，交通运输方面，货运量已基本恢复至疫情前水平，但客运量方面受疫情影响较大，今年 2 月以来客运量虽同比增加但仍远低于 2019 年同期水平，仍有较大恢复空间；同时根据高德交通大数据，今年以来拥堵情况已大致与疫情前水平相当，表明开车出行已基本恢复正常，叠加下半年出行需求预计将随着较高的疫苗接种率而继续释放，因此交通运输对石油需求回升的确定性较大。工业生产方面，制造业 PMI 生产指数已连续 17 个月位于荣枯线以上，整体处于持续恢复生产中，对石油制品等能源需求同样逐步回升。

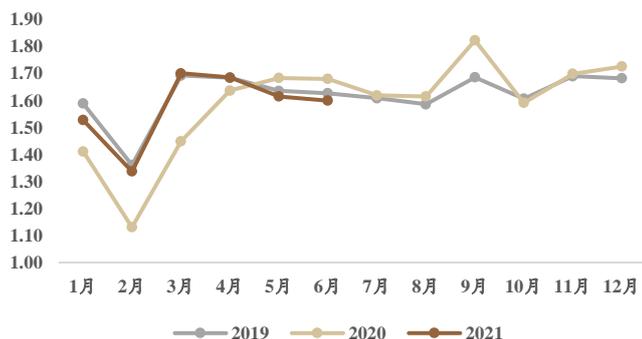


图 35：近年客运量总计当月值对比（单位：亿人）



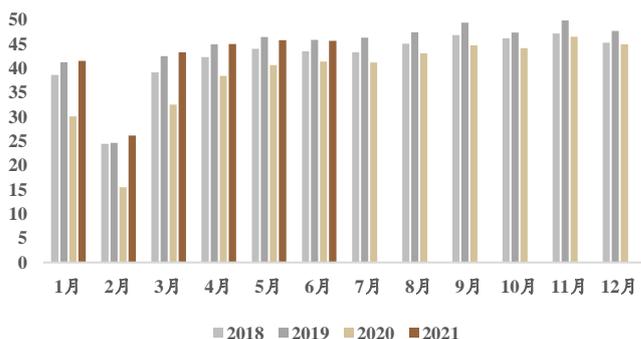
资料来源：Wind，德邦研究所

图 37：一线城市平均拥堵延时指数



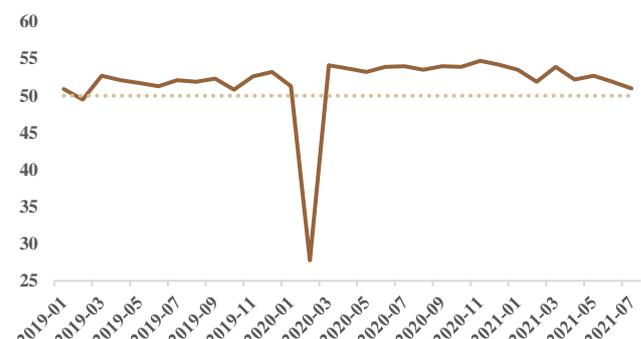
资料来源：高德交通大数据，德邦研究所

图 36：近年货运量总计当月值对比（单位：亿吨）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 38：制造业 PMI:生产指数走势（单位：%）



资料来源：国家统计局，德邦研究所

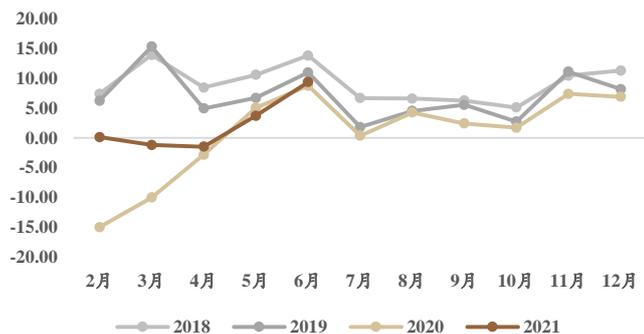
石油价格方面，受益于全球主要产油国历史性减产，以及全球经济复苏带来的需求侧回暖，2021 年以来石油价格稳步上涨。下半年石油价格或将处于高位震荡态势，一方面全球疫情的逐步好转，欧洲等主要发达地区接种率相对较高，出行需求预计将大幅回升，对石油需求将继续保持高位；另一方面，主要产油国 OPEC+增产力度不及预期，7 月会议拟定增产量仅为 40 万桶/日，预计对石油价格不会产生较大负面影响。因此石油价格在需求侧下半年仍有一定支撑，考虑到可能出现的疫情反复，以及产油国实际增产量可能偏离拟定增产量等因素会对供应端造成一定扰动，预计石油价格将处于高位偏强震荡态势。

（3）家电音像类

家电行业疫情初期受挫明显，但较快实现恢复。从两年平均增速来看，去年年初受疫情影响家电音像类零售受挫明显，增速落入负区间，至年末增速逐步恢复。步入 2021 年以来，一季度增速始终处于低位，略低于 2019 年同期零售规模，二季度恢复明显，但仍低于疫情前水平，其中受“618”促销活动影响，家电音像类商品零售 6 月明显回暖。

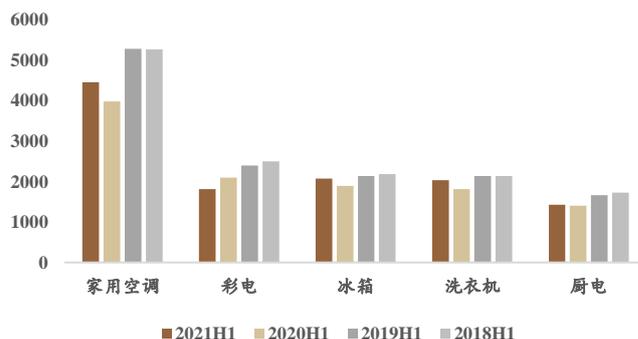


图 39：家电音像类商品零售两年平均增速（单位：%）



资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 40：主要家电品种上半年零售量对比（单位：万台）

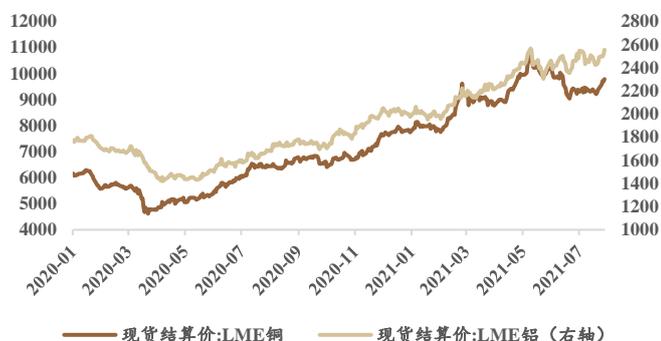


资料来源：产业在线，德邦研究所

从销量来看，根据产业在线公布数据，彩电、空调、冰箱、洗衣机以及厨电（含抽油烟机及）等主要家电品种 2021 年上半年销量表现不佳，其中彩电销量承压明显，销量不及去年同期，其他品类虽同比上行但仍不及疫情前水平。

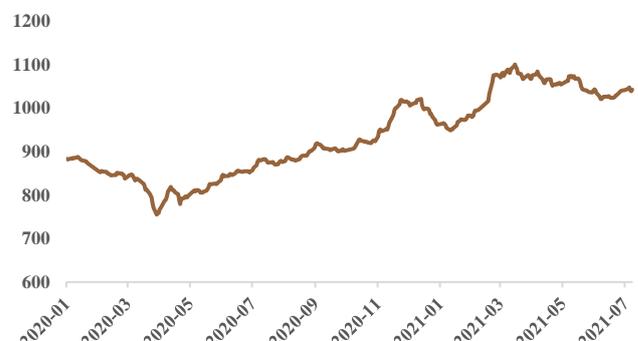
从原因来看，原材料价格高涨带来的成本及销售价格上涨是零售走弱的主要原因。上半年大宗商品价格显著上行，家电行业主要原材料铜、铝、塑料及冷轧板等价格上涨幅度较大，导致家电行业成本增加，进而传导至零售端价格持续上行，消费者购买意愿降低。从奥维云网公布数据来看，上半年主要家电线上及线下价格均有不同程度的涨幅，其中彩电价格涨幅最高，主要系芯片短缺、电视面板价格上涨所致。

图 41：LME 铜、铝现货结算价格（单位：美元/吨）



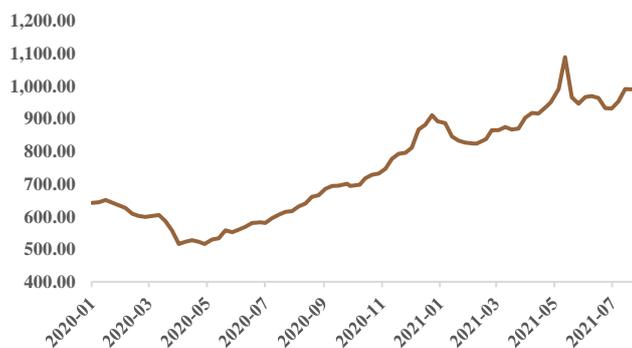
资料来源：Wind，德邦研究所

图 42：中国塑料价格指数



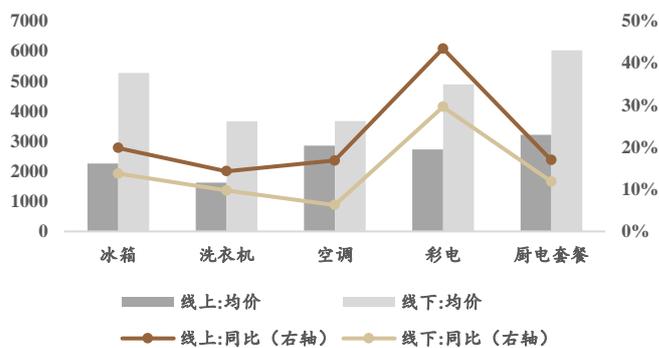
资料来源：中塑指数，德邦研究所

图 43：冷轧板市场价（单位：美元/吨）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 44：主要家电上半年价格涨幅（单位：元/台）



资料来源：奥维云网，德邦研究所

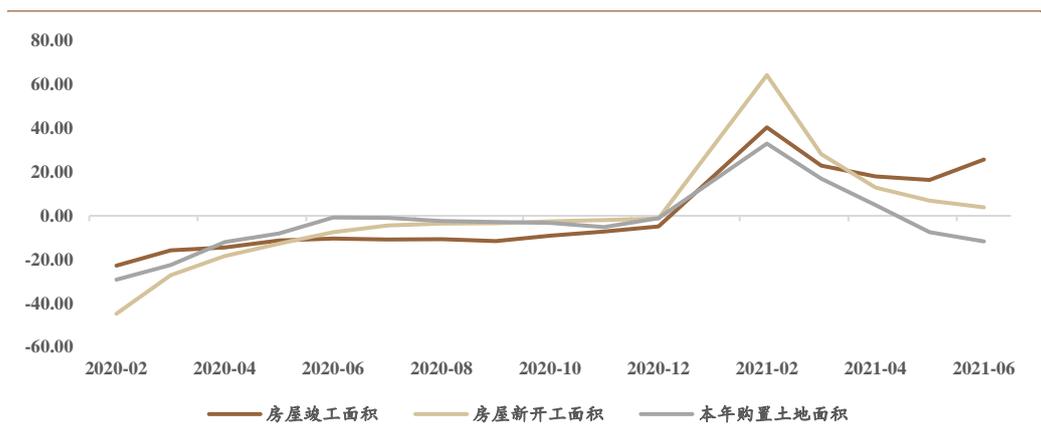
展望下半年，成本端压力依旧高企。虽然国家多次公开提及大宗商品价格问



题，并通过发放储备资源等操作控制价格过快上涨，但相关生产资料价格仍旧较高，生产成本并未出现明显回落，依旧高企。受其影响，下半年家电零售价格或将继续保持高位，短期内大幅下行的可能性较小。

需求端伴随竣工提速短期内或有支撑，但长期来看预计仍以存量置换为主。从地产数据来看，6月份房地产竣工加速，短期内或将提振地产后周期商品需求，家电需求三季度或有一定上行空间，但长期来看，房企拿地速度明显放缓，预计地产下半年投资有进一步下行的压力，家电消费中长期来看大概率仍以存量置换，消费升级为主，需求端并未有明确利好消息，叠加家电零售价格存在继续上行可能，因此下半年家电音像类商品或在价格推动下呈现回暖态势。

图 45：房屋竣工、新开工及拿地累计同比（单位：%）



资料来源：国家统计局，德邦研究所

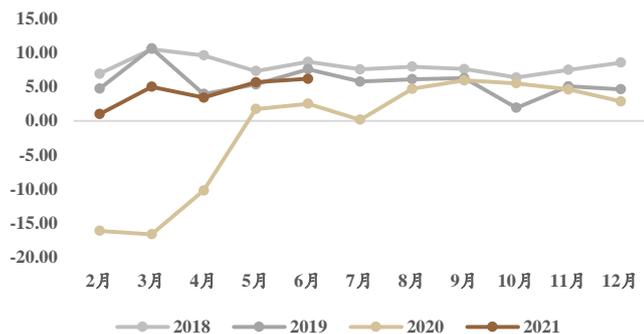
（4）服装鞋帽针纺织品类

服装鞋帽针纺织品类零售额整体恢复情况良好。从两年平均增速来看，去年年初受疫情影响，服装纺织类商品消费需求骤减，增速下行至负区间，但恢复情况较好，至今年二季度已基本恢复疫情前水平，两年增速与 19 年基本持平。

后续来看，根据统计局公布的企业家信心指数，纺织业及纺织服装、服饰业信心指数自去年三季度回正以来，始终保持稳步增长，至今年二季度已到达近三年高点，服装及纺织类企业对未来经营预期保持乐观，随着国内消费逐步回暖，当前较高的疫苗接种率预计带动更高的社交需求，因此预计服装鞋帽针纺织品类零售将继续保持稳步回升态势。

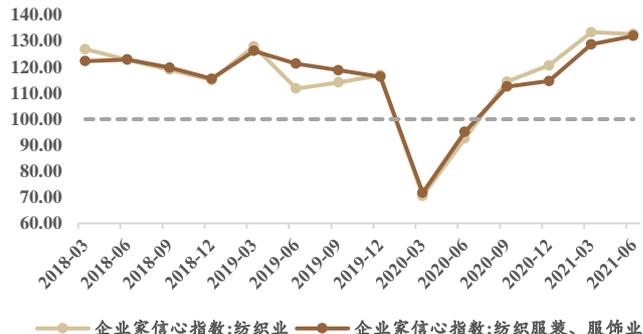


图 46：服装鞋帽针纺织品类零售两年平均增速



资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 47：企业家信心指数（纺织业，纺织服装、服饰业）



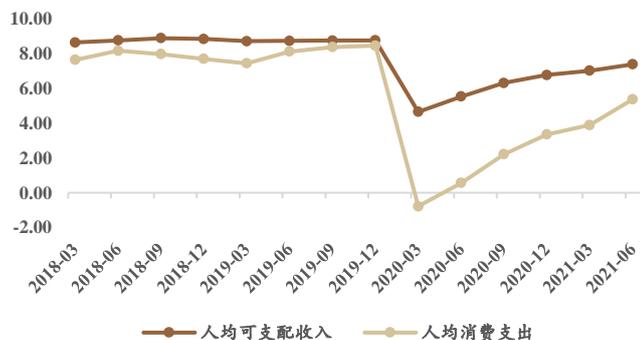
资料来源：国家统计局，德邦研究所

1.3. 消费能力与意愿

居民消费能力仍在持续积累过程中。从居民可支配收入与支出增速来看，当前人均可支配收入逐步回升，明显高于人均消费支出增速，且差值明显高于疫情前水平，说明在疫情冲击下，避险情绪推动人们储蓄意愿提升，消费意愿降低，消费能力仍在不断积累的过程中。但从趋势来看，二者增速差距在不断缩小，消费能力积累速度在逐步见顶，预计后续会迎来消费端的明显回升。

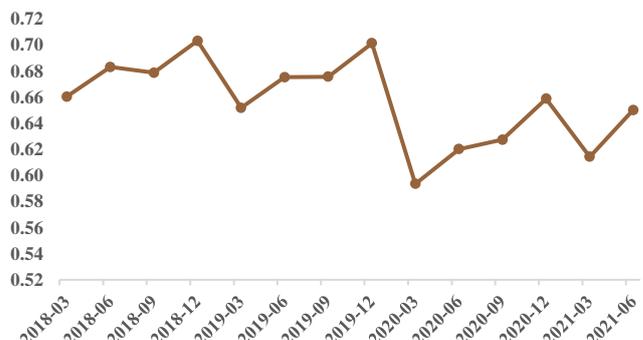
同时通过计算二者比值可发现，人均消费支出与人均可支配收入比值的季节性较为显著，二季度录得为 0.65，虽仍不及疫情前水平，但明显高于去年同期，说明居民消费意愿呈现持续回暖态势。

图 48：人均可支配收入、消费支出两年平均增速（单位：%）



资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 49：消费支出与可支配收入比值

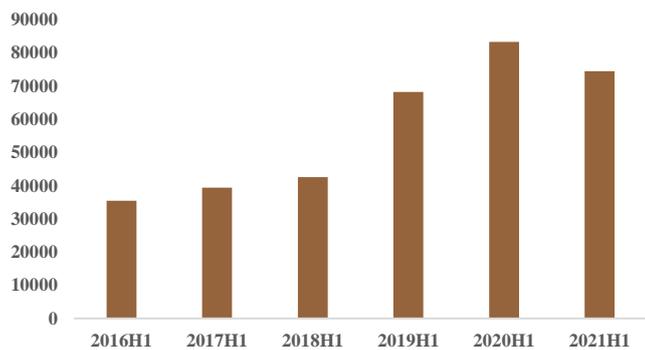


资料来源：国家统计局，德邦研究所

从居民储蓄来看，今年上半年住户存款增加 7.45 万亿元，较去年同比回落，但仍高于 2019 年同期值 6.82 万亿元，居民储蓄整体来看仍在增加，但较 2020 年已明显回落，储蓄意愿有所回落。从央行公布的调查数据来看，受疫情冲击居民储蓄意愿明显提升，消费意愿断崖式下行，但随着国内疫情的逐步控制，居民增加储蓄意愿逐步回落，至今年回落至收缩区间。同时随着二季度疫苗接种的逐步推进，当前疫苗接种率已达到较高水平，居民消费意愿在二季度回升明显。

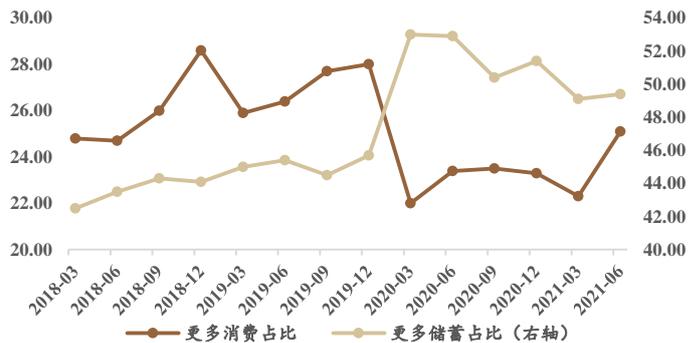


图 50：上半年居民户新增存款对比（单位：亿元）



资料来源：中国人民银行，德邦研究所

图 51：城镇储户问卷调查：更多储蓄/消费占比（单位：%）



资料来源：中国人民银行，德邦研究所

从消费能力来看，一方面，居民可支配收入当下处于持续稳定恢复的过程中，对居民消费能力形成有力支撑；另一方面，居民消费能力会受到房产投资与预防性储蓄因素影响。其中房产在家庭资产中比重较高，对家庭财富影响较大，根据《中国家庭财富指数调研报告》数据，今年二季度对财富增加的家庭来说住房资产增加贡献了其中的 66.9%；而在预防性储蓄方面，据《中国家庭财富调查报告 2019》数据显示，医疗、养老以及子女教育等对居民的储蓄意愿影响较大，同样会挤压居民的消费能力。

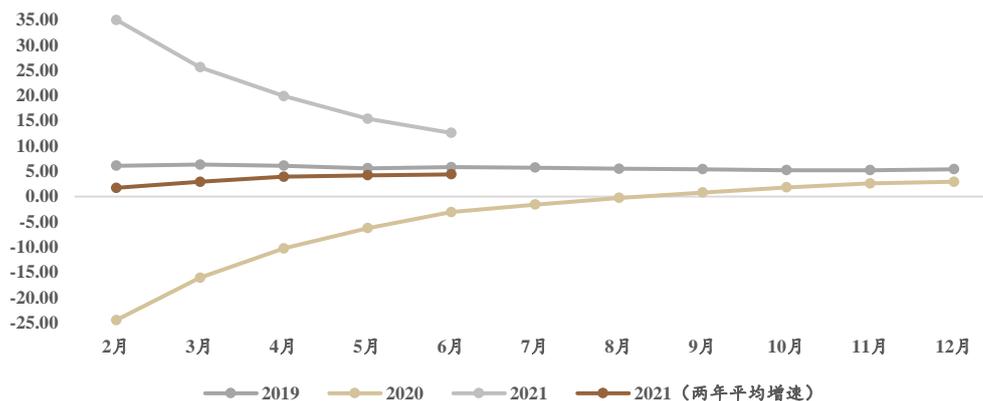
近期出台的一系列政策对地产以及教育抑制明显，其中地产方面多次提及“房住不炒”概念，并加大对房企监管力度，楼市降温明显，而教育方面出台“双减”政策，降低子女校外教育支出压力，从中长期来看能够有效降低房产与教育支出，或将提升居民消费能力与意愿。

2. 固定资产投资：制造业、基建或持续回升

2020 年受疫情影响，固定资产投资受挫明显。从累计同比增速来看，2 月受冲击最为严重，累计增速为 -24.5%，此后直至 9 月份增速首次回正，2020 年全年累计增速为 2.9%。步入 2021 年，受去年年初低基数影响，今年年初固定资产投资同比增速显著较高，但随着基数效应逐渐减弱，同比增速也在逐步回落，至 6 月份累计增速为 12.6%。另一方面，2021 年以来两年增速逐步回升，至 6 月份两年平均增速为 4.4%，虽然距离 2019 年同期同比增速（5.8%）仍有一定差距，但差距已从 2 月份的 4.4 个百分点缩小至 1.4 个百分点，整体恢复情况较好。



图 52：固定资产投资累计同比增速（单位：%）

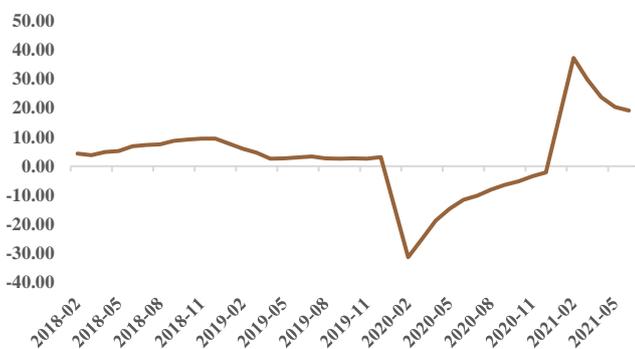


资料来源：国家统计局，德邦研究所

2.1. 制造业投资：高景气或带动投资热情上行

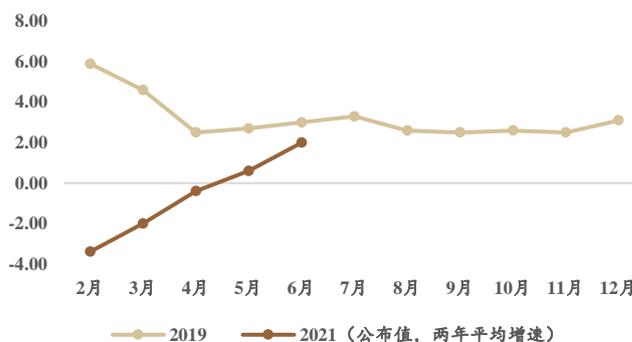
制造业投资受疫情影响严重，从累计同比来看，至2020年末同比增速为-2.2%，仍旧处于负区间，仍未恢复至疫情前投资规模；到今年上半年，年初受去年低基数影响增速显著较高，而后随着基数效应减弱增速逐步回落，2021年1-6月同比增速为19.2%。而从两年平均增速来看，根据统计局公布值，今年上半年制造业累计增速总体呈现上行态势，至5月首次回正，截至6月两年平均增速为2%，接近2019年1-6月累计同比增速3%。

图 53：制造业投资累计同比增速走势（单位：%）



资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 54：2021H1 制造业投资增速恢复情况（单位：%）

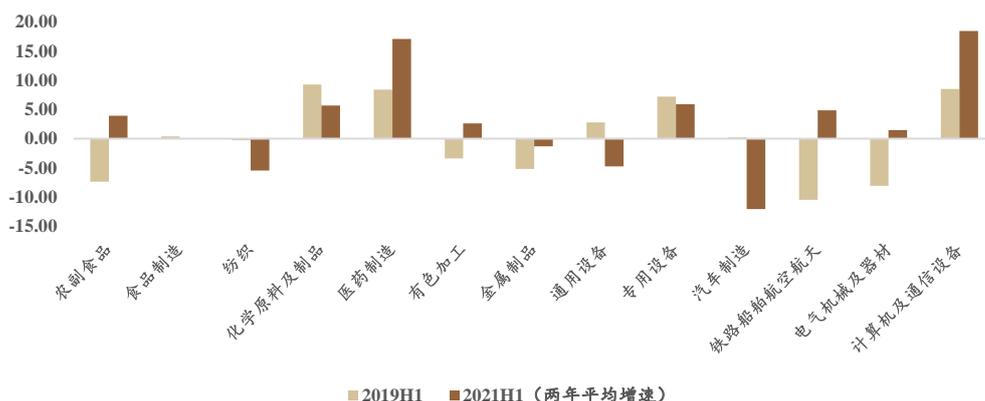


资料来源：国家统计局，德邦研究所

分行业来看，医药制造业与计算机通信设备制造业上半年的两年增速要显著高于2019年上半年增速，恢复良好的同时超越了疫情前水平；农副食品制造、有色金属冶炼及压延加工业、铁路船舶航空航天设备制造业以及电气机械及器材制造业的两年增速同样超越疫情前水平，其中大部分行业增速由负转正，疫情后发展良好。纺织及汽车制造业仍旧表现疲软，增速不及疫情前水平；当前国内疫情整体控制情况良好，疫苗接种率也处于较高水平，尽管局部地区疫情略有反复，但仍不改总体恢复趋势，预计在社交、出行等消费需求回升的背景下，纺织、汽车制造业投资增速将逐步回暖。



图 55：主要制造业行业增速对比（单位：%）

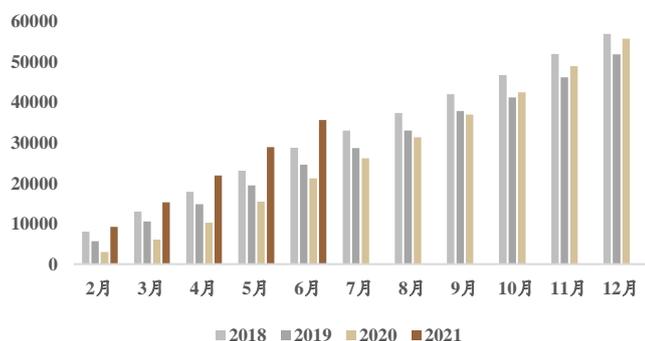


资料来源：国家统计局，德邦研究所。

注：2021H1 两年平均增速为 2020H1 与 2021H1 累计同比增速的几何平均值，与实际可能存在误差

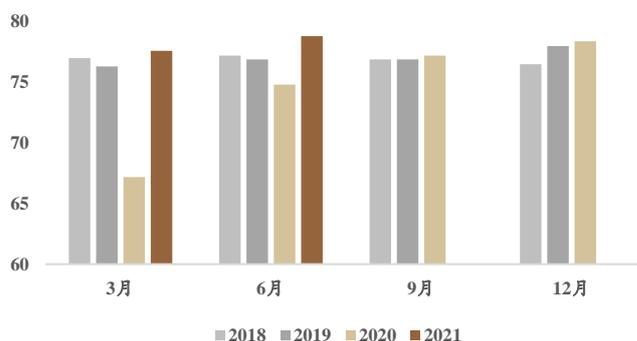
利润高企及较高产能利用率或提振制造业投资热情。根据统计局公布数据，2021 年 1-6 月全国规模以上工业企业利润总额 42183.3 亿元，同比增长 66.9%，两年平均增长 20.6%，其中制造业利润总额 35677.3 亿元，贡献其中的 84.6%，同比增速 67.3% 超过总体。与此同时，二季度制造业企业产能利用率录得 78.8%，为 2018 年以来的新高，叠加当前较高的利润情况，预计将有效提振制造业企业投资信心与热情，投资增速或将进一步回升。

图 56：制造业企业利润总额（单位：亿元）



资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 57：制造业企业产能利用率（单位：%）

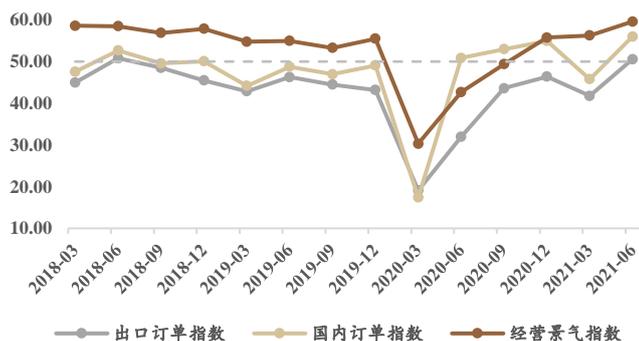


资料来源：国家统计局，德邦研究所

从需求侧来看，制造业企业经营仍处于景气区间。根据央行企业家问卷调查结果显示，今年二季度经营景气指数、国内订单及出口订单指数分别录得 59.6、56.0 与 50.6，均较一季度有所回升，制造业企业当前需求侧恢复较好，企业经营景气度较高。据 7 月底公布的 PMI 数据显示，制造业新订单指数为 50.9%，仍处于景气区间，但年内持续回落，考虑到新订单指数已连续 17 个月位于景气区间，未来需求侧增速或将呈现边际放缓、稳定恢复态势；此外，7 月受极端天气及局部地区疫情反复导致的市场不确定性增加，同样会对需求侧形成扰动。但整体来看，需求侧呈现稳定恢复态势，仍处于景气空间，预计能够对制造业投资增长起到推动作用。

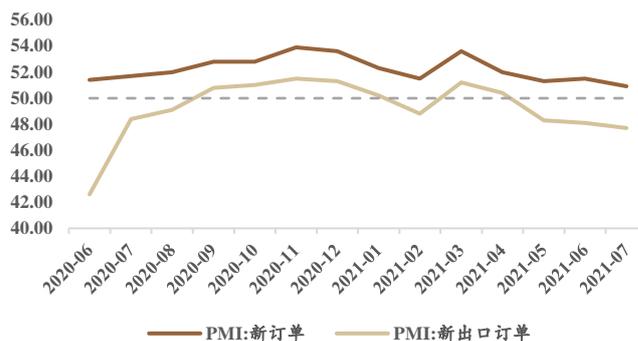


图 58：企业家问卷调查：景气、出口/国内订单指数（单位：%）



资料来源：中国人民银行，德邦研究所

图 59：PMI 新订单及出口订单指数（单位：%）

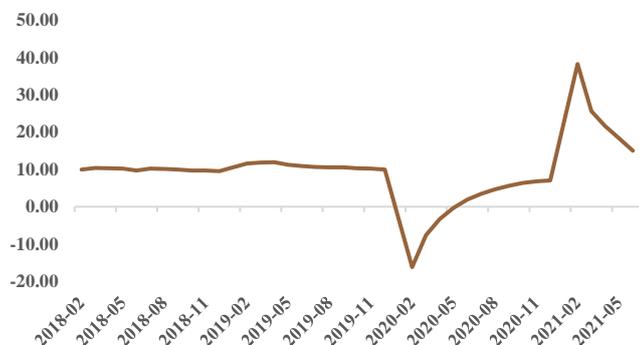


资料来源：国家统计局，德邦研究所

2.2. 房地产开发投资：监管趋紧，存在下行压力

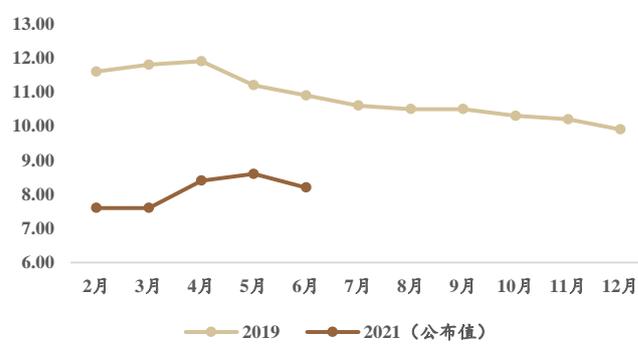
房地产开发投资实现较早恢复，但后续恢复略显不足。房地产开发投资在疫情初期同样受挫严重，但与制造业投资相比，房地产投资累计增速在 6 月即实现回正，2020 年全年累计同比增速 7.0%，比 2019 年同期仅有 2.9 个百分点的差距。但步入 2021 年以来，房地产投资增速有限，从两年平均增速来看，差距并未有进一步的缩小，反而有所增加，上半年增速始终保持在 8.0% 附近，明显低于 2019 年同期累计同比增速；同时在 6 月份，房地产投资增速首次出现下行，呈现高位回落态势，与制造业投资增速持续回升相比，房地产后续恢复情况略显不足。

图 60：房地产开发投资累计同比增速走势（单位：%）



资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 61：2021H1 房地产投资增速恢复情况（单位：%）

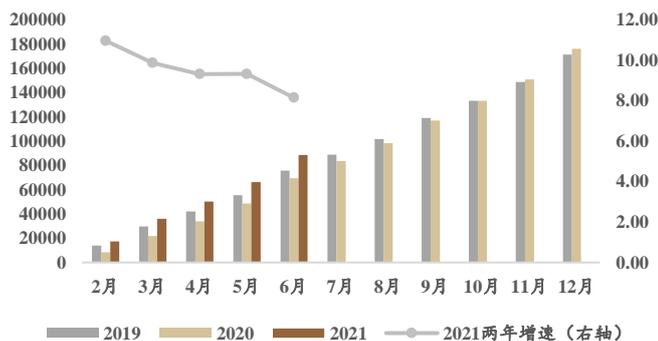


资料来源：国家统计局，德邦研究所

销售方面，今年上半年销售情况整体较好，商品房销售面积累计 8.86 亿平方米，同比上行 27.7%，两年平均增速 8.2%，但从趋势来看，今年以来两年增速呈现下行的态势。同时，截至上半年待售面积总计 5.1 亿平方米，累计同比增速-3.0%，去库存速度同样受阻。当前受楼市调控、监管趋于严格影响，房地产销售从绝对值来看虽仍处高位，但已呈现出明显降温态势，下半年楼市表现仍需持续关注。

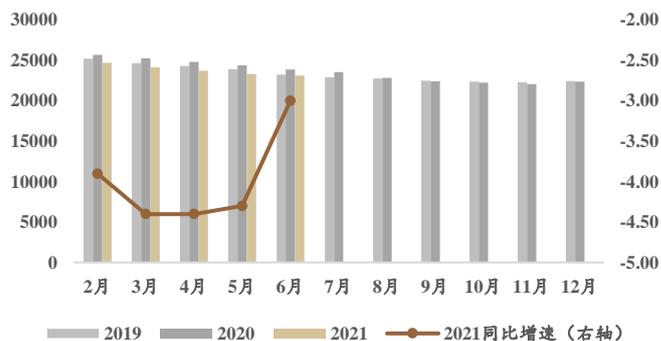


图 62：全国商品房销售面积走势（单位：万平方米，%）



资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 63：全国商品房住宅待售面积走势（单位：万平方米，%）

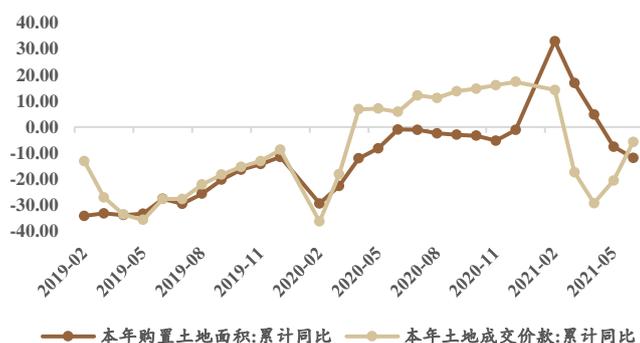


资料来源：国家统计局，德邦研究所

2021年初自然资源部宣布在22个重点城市实施住宅土地供应“两集中”新政，包括：1) 集中发布出让公告，原则上发布出让公告全年不得超过3次，实际间隔时间和出让地块数量要相对均衡。2) 集中组织出让活动。据各城市公布供地计划，首批土地供应窗口集中在4月下旬至6月下旬。受此影响，上半年土地供应情况整体较差，其中6月当月供应宗数同比减少33.7%。

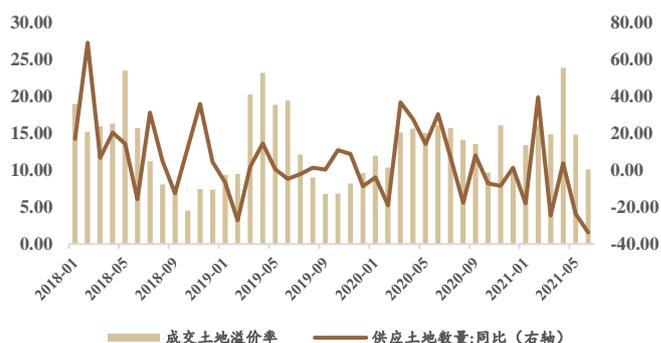
但供地的减少并未明显提高房企拿地的积极性。具体来看，土地购置面积方面，今年年初受去年低基数影响同比增速较高，但随着基数效应减弱，增速迅速回落，5月起累计增速落入负区间，至6月累计降幅扩大至11.8%。成交金额方面，上半年土地购置成交价款同比下行，至4月增速到达最低点的-29.2%，二季度随着重点城市首批土地集中出让窗口开启，土地购置成交价款降幅有所收窄，但截至6月仍同比下行5.7%。此外，土地成交溢价率并未出现明显提升，除4月重点城市开启集中供地，房企间竞争加剧导致溢价率提升外，其他月份溢价率均呈现稳定，并未出现大幅提高，反映出房企拿地热情不高。

图 64：全国土地购置面积/成交价款累计同比（单位：%）



资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 65：100大中城市土地供应同比及溢价率（单位：%）



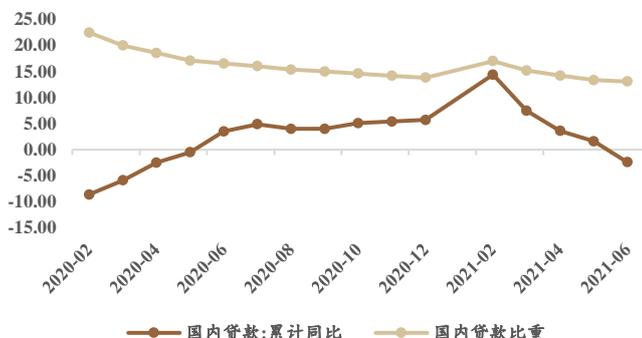
资料来源：Wind，德邦研究所

从原因来看，受“三道红线”等政策影响，银行端逐步收紧对房企的融资监管，叠加土地集中供应制度，房企拿地更加谨慎。具体来看，今年上半年房地产开发投资资金来源中，国内贷款累计同比增速下行明显，至6月末增速落入负区间，占全部资金来源比重同样呈现下行态势，房企贷款融资难度不断增加。与此同时，上半年居民中长期贷款增速同样呈现明显下行，至5月同比增速转负，6月同比降幅扩大至18.8%，销售回款对房企资金支持力度同样在下行，对房企后续的开发投资造成一定资金压力。



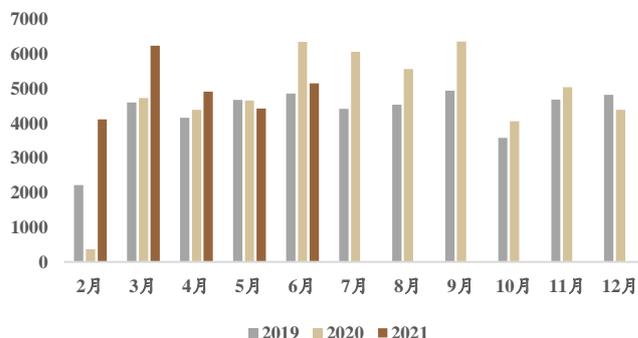
除此以外，7月26日财联社发布电报资讯：被纳入“三道红线”试点的几十家重点房企，已被监管部门要求买地金额不得超年度销售额40%。并且这一比例限制不仅包括房企在公开市场拿地，还包括通过收并购方式获地的支出。综合来看，预计房地产企业下半年拿地及开发投资增速存在进一步下行压力。

图 66：资金来源中国内贷款累计同比及所占比重（单位：%）



资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 67：居民户中长期贷款新增额（单位：亿元）

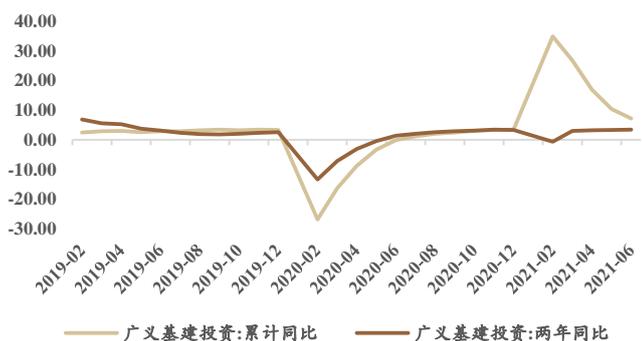


资料来源：中国人民银行，德邦研究所

2.3. 基建投资：专项债提速带动基建回升

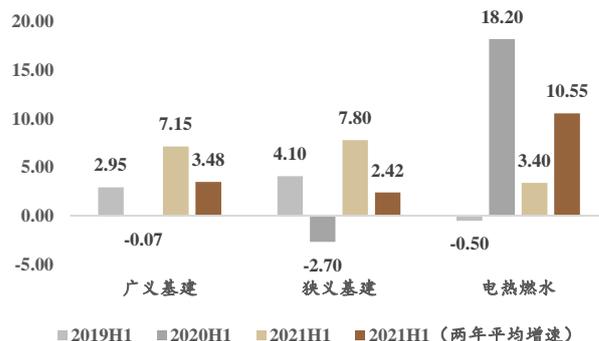
2021年上半年基建投资增速总体处于低位企稳态势。今年上半年广义基建同比增长为7.15%，两年平均增速经测算约为3.48%，已超过2019年上半年同比增长2.95%，年内处于稳步回升态势。分板块来看，狭义基建（不含电力、热力、燃气及水的生产和供应业）累计同比增长7.8%，两年平均增速据统计局公布值为2.4%，而2019年上半年同比增长为4.1%；电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计同比增长3.4%，两年平均增速据公布值为10.6%，远高于2019年上半年同比增长-0.5%。整体来看，广义基建内部存在一定分化，狭义基建恢复速度相对较慢，尚不及疫情前水平，电热燃水拉动基建整体向好恢复。

图 68：广义基建投资累计同比/两年平均增速（单位：%）



资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 69：基建主要分项同比增长对比（单位：%）



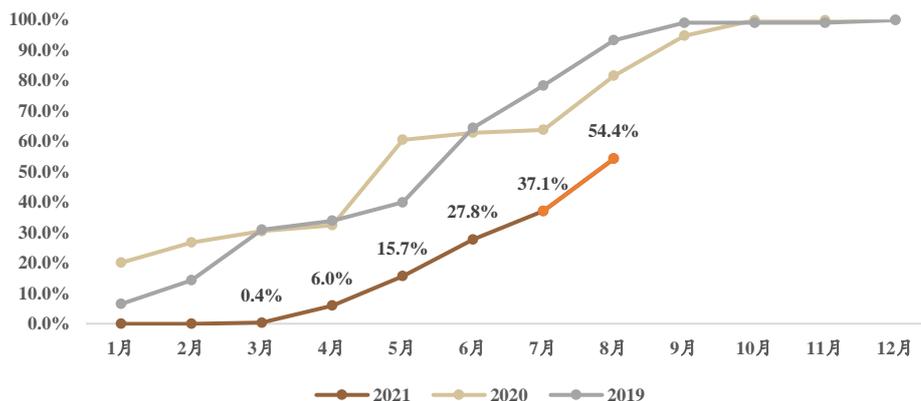
资料来源：国家统计局，德邦研究所

上半年基建增速低位企稳的主要原因在于专项债发行进度缓慢。2021年全年预算安排新增地方政府债务限额44700亿元。其中，一般债务限额8200亿元，专项债务限额36500亿元。截至7月底，全国各地组织发行新增地方政府债18833亿元，发行进度42.1%。其中一般债券5287亿元，发行进度64.5%；专项债券发行13546亿元，发行进度仅为37.1%，较6月份提高9.3个百分点，发行进度



相对前两年明显放缓。

图 70：近三年地方政府专项债券发行进度（单位：%）



资料来源：政府债务研究和评估中心，德邦研究所

7月30日政治局会议指出：“积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。”从原因来看，今年专项债发行进度偏缓慢主要原因在于今年专项债恢复常态化管理，发行时间要求适当放宽所致。7月政治局会议提出合理把握地方政府债券发行进度，主要目的或为督促地方政府加快专项债发行进度。从7月发行情况来看，专项债发行并未出现明显加速，当月合计发行新增专项债3403亿元，发行进度上行至37.1%，总体发行依旧相对缓慢。

8月份专项债发行进度预计将显著加快。根据各地财政厅、中债登以及财政部公布数据，不完全统计下，8月地方政府债发行计划达到1.02万亿元，其中新增专项债约6300亿元，显著高于以往月份，假设全部完成发行，预计专项债发行进度将来到54.4%，较7月提升17.3个百分点，按此速度推测，全年发行计划预计在四季度末接近完成。但也要注意预测可能存在的误差，包括部分地区实际发行与计划存在差异，以及部分未公布计划地区的发行情况等。

考虑到会议提出的“推动今年底明年初形成实物工作量”，专项债发行窗口或存在延后至四季度的可能性，因此下半年的基建投资或受专项债发行提速而相应加快，整体来看或将处于稳步回升态势。

3. 总结与展望

总体来看，上半年消费与投资均呈现持续恢复态势，但内部恢复情况存在一定分化。消费方面，社会消费品零售数据显示当前国内消费需求持续恢复，但距疫情前水平仍有一定差异。餐饮收入方面，限额以下的小餐饮企业表现挣扎，主要受疫情冲击经营能力大幅降低所致，我们预计在当前餐饮消费恢复仍不景气的情况下，短期内小餐饮企业收入增速或继续维持低位，大餐饮企业将得到迅速发展，而中长期来看，随着疫情影响逐步减弱，消费需求恢复正常化，预计小餐饮企业景气度将迎来爆发式回升。

商品零售方面，汽车整体恢复较好，但近期受缺芯影响产销下行明显；石油



类商品疫情期间受挫严重，恢复情况较差，但受益于当前石油价格高企，同时交通、生产需求逐步回升，预计石油消费下半年恢复的确定性相对较高；此外，家电与服装纺织类消费在今年一季度表现不佳的情况下，二季度恢复情况相对较好，两年平均增速截至上半年末基本恢复至疫情前水平，景气度有望持续。

投资方面，固定资产投资整体恢复情况较好，其中房地产投资恢复相对较快，拉动固定资产投资整体稳步回升，但受监管趋紧、楼市降温影响，今年上半年整体增速平稳，至6月末高位回落，预计下半年房地产投资增速存在进一步下行压力；制造业投资去年受疫情冲击受挫严重，全年累计增速落入负区间，今年上半年恢复情况相对较好，两年增速上行明显，接近疫情前水平，预计当前制造业较高的景气程度将能够推动下半年固定资产投资继续稳步回升；基建上半年整体处于低位企稳态势，主要系专项债发行同比缓慢导致，在下半年发行提速的预期下，预计基建增速将持续回升。

此外，7月下旬新冠疫情在国内部分地区出现反复，叠加7月PMI数据指向经济恢复不稳固，有所承压，因此受悲观情绪影响，债市短期内多头力量或将成为主导。但同样需要注意到，当前10年期国债利率已处于较低水平，继续看多的性价比不高，中长期来看经济持续稳步复苏的趋势不改，因此预计利率未来大概率会出现上行。

4. 风险提示

国内外疫情反复，宏观政策超预期



信息披露

分析师与研究助理简介

徐亮，德邦证券研究所固定收益方向宏观利率组组长，《国债期货投资策略与实务》作者，2020年新财富入围团队成员，2020年云极十大讲师。擅长宏观利率、利率衍生品和大类资产配置等研究，并对投资实务各个方面的研究有浓厚兴趣。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况

下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

