

# 宏观数据超预期 微观感受仍显凉

2024 年一季度，得益于稳增长政策显效、外需回暖，中国经济复苏提速。不过，名义 GDP 同比增速依旧明显低于实际 GDP 增速，反映内需不足问题仍然突出，宏观数据和微观感受之间温差显著。工业生产增长一季度加快，然 3 月当月边际走弱，工业产能利用率滑落至 2020 年二季度以来最低水平，折射出部分行业存在产能过剩风险。3 月 CPI 季节性回落，PPI 同比降幅略有扩大，在大规模设备更新和消费品以旧换新、主要大宗商品价格上涨以及外需回暖拉动下，料二季度 CPI 将温和回升，PPI 跌幅也将逐步收窄。消费增长尚算差强人意，商品零售与服务零售持续分化，预计以旧换新将进一步释放消费潜能。一季度居民消费倾向恢复至近 5 年来同期最高水平，消费信心指数徐缓爬升，但重返临界值还需假以时日。就业形势总体稳定，但青年（25-29 岁人群）失业率上升明显。固定资产投资增长略超预期，万亿国债增发所募资金助推基建投资稳健增长，大规模设备更新驱使制造业投资增长意外提速，土地供应与成交建筑面积持续走低以及房建工程不断缩水导致房地产开发投资持续下滑。在政策呵护与资金支持下，全年固定资产投资仍将维持较快增长。全球通胀降温，外需回暖，一季度出口成为 GDP 增速超预期的主要贡献因素。预计二季度以及下半年，中国出口增长有望提速，对经济增长拉动效果将更为显著。

惠誉博华维持 2024 年中国 GDP 增长 4.8% 的预测。

惠誉博华

## 相关研究

经济修复势头减缓 市场信心有待提升（2023.07）

居民消费倾向提升 经济改善好于预期（2023.10）

经济复苏：中流击水 奋楫前行（2024.01）

## 分析师

常海中

+ 86 (10) 5663 3870

haizhong.chang@fitchbohua.com

唐大千，CPA，CFA

+ 86 (10) 5663 3873

darius.tang@fitchbohua.com

## 媒体联系人

李林

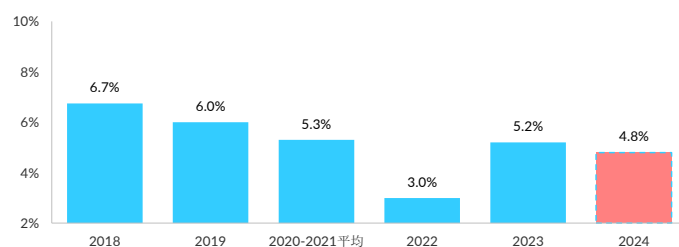
+ 86 (10) 5957 0964

jack.li@thefitchgroup.com

## 一季度经济增长超预期，但名义 GDP 增速仍偏低

2024 年一季度，得益于稳增长政策显效、外需回暖，中国经济复苏提速，按不变价格计算，GDP 同比增长 5.3%，增速较上个季度加快 0.1 个百分点。从调整季节因素后的环比看，一季度 GDP 增长 1.6%，高于 2023 年四季度 0.6 个百分点，环比增速连续七个季度增长。从产业增加值来看，第一产业、第二产业与第三产业同比分别增长 3.3%、6.0%与 5.0%，各自较 2023 年四季度增速下降 0.9 个百分点、加快 0.5 个百分点、回落 0.3 个百分点，仅有第二产业增加值增速高于 GDP 总体增速。从一季度各产业对经济增长贡献率看，第一产业、第二产业与第三产业分别为 2.7%、41.6%与 55.7%。从产业结构看，第一、二、三产业占 GDP 的比重分别为 3.9%、37.1%、59.0%，与上年同期相比，第一、二产业占比分别下降 0.2 个百分点，第三产业占比提高 0.4 个百分点。

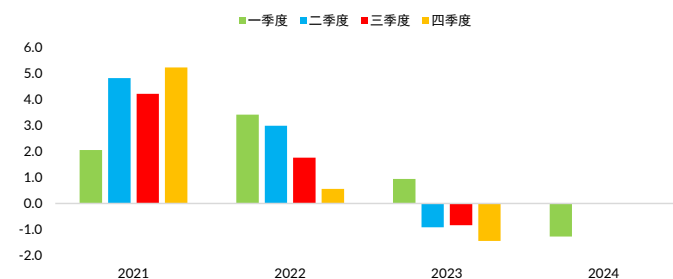
### GDP 增速



来源：Wind，惠誉博华

一季度，名义 GDP 同比增速为 4.2%，继续明显低于实际 GDP 增速，GDP 平减指数同比下滑至 -1.1%，创 2009 年四季度以来新低，且已连续四个季度为负，反映内需不足问题依旧突出。在经济活动中，居民收入、企业营收与利润等数据均为名义值，与名义 GDP 存在更强的相关性，名义增速持续偏低导致居民与企业微观体感普遍较冷，宏观数据和微观感受之间温差显著。

### GDP 平减指数当季同比 (%)



来源：Wind，惠誉博华

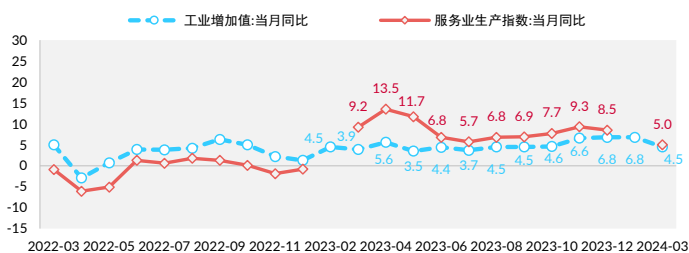
## 工业生产增长一季度加快，3 月当月边际走弱

一季度，在内需改善与外需回暖下，规模以上工业增加值同比增长 6.1%，增速较上年四季度加快 0.1 个百分点，继续保持回升向好态势，并驱使第二产业增加值增速超越 GDP 总体增速。其中，制造业增加值增长 6.7%，较上年四季度加快 0.4 个百分点；电力、热力、

燃气及水生产和供应业增长 6.9%，加快 0.5 个百分点；采矿业增长 1.6%，回落 2.3 个百分点。

不过，从 3 月情况看，规上工业增加值增长 4.5%，较 1-2 月 7.0% 的增速放缓 2.5 个百分点，环比下滑 0.08%，在 3 月环比序列中首次出现 3 月单月负增长，一方面是前值基数高所致；另一方面则显示边际走弱趋势。3 月，服务业生产指数同比增长 5.0%，较 1-2 月增速小幅放缓 0.8 个百分点，对比工业增加值的较大幅度回落，服务业展现了更强的韧性与持续性。

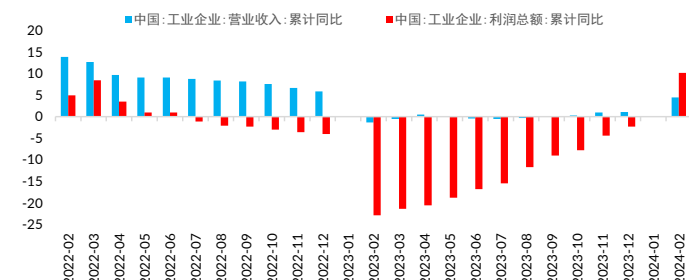
### 工业增加值及服务生产指数同比增速(%)



注：1-2月工业增加值同比增速以均值方式平滑处理。

来源：Wind，惠誉博华

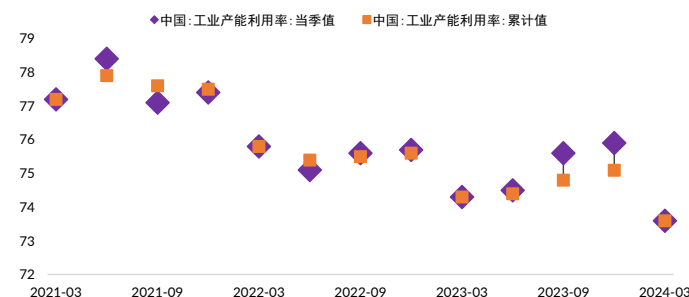
### 中国工业企业营业收入及利润总额累计同比(%)



来源：Wind，惠誉博华

伴随工业生产较快增长，企业效益继续改善。1-2 月份，规模以上工业企业实现营业收入 19.4 万亿元，同比增长 4.5%，利润同比增长 10.2%，利润由上年全年下降 2.3% 转为正增长。分月看，规上工业企业当月利润自上年 8 月份以来同比持续增长。从行业看，1-2 月份，在 41 个工业大类行业中，29 个行业利润同比增长，增长面为 70.7%，较上年全年扩大 4.8 个百分点。其中，装备制造业利润持续改善，同比增长 28.9%，较上年全年加快 24.8 个百分点，拉动规上工业利润增长 6.7 个百分点，贡献率达 65.9%，为贡献最大板块。

### 中国工业产能利用率(%)



来源：Wind，惠誉博华

一季度，在工业生产加速增长成为拉动 GDP 增长的关键力量的同时，工业产能利用率这一指标却降落至 2020 年二季度以来最低

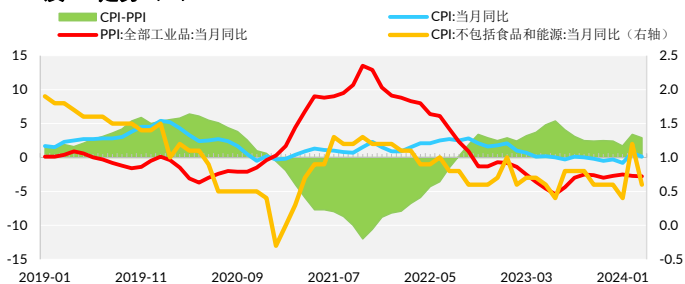
水平，即 73.6%，比上年同期下降 0.7 个百分点，比上季度下降 2.3 个百分点。仅高于新冠疫情暴发时 2020 年一季度的 67.3%，接近 2016 年二至四季度产能过剩严重时期的水平。分行业来看，汽车制造、电气机械和器材制造以及煤炭开采与洗选产能利用率分别下降 7.1 个百分点、3.1 个百分点与 2.2 个百分点，至 64.9%、72.7% 与 71.6%，降幅较大。产能利用率偏低折射部分行业存在产能过剩风险，这亦同此前中央经济工作会议做出的“部分行业产能过剩”预判一致。

## CPI 季节性回落，PPI 同比降幅略有扩大

CPI：3 月份，受节后消费需求季节性回落、市场供应总体充足等因素影响，CPI 环比季节性下降，同比涨幅回落。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.6%，保持温和上涨。

从环比看，CPI 下降 1.0%，主要是食品和出行服务价格季节性回落影响。其中，节后消费需求回落，食品价格下降 3.2%，影响 CPI 环比下降约 0.59 个百分点；节后为出行淡季，非食品中飞机票、交通工具租赁费和旅游价格分别下降 27.4%、15.9% 和 14.2%，合计影响 CPI 环比下降约 0.38 个百分点，占 CPI 总降幅近四成；受国际金价和油价上行影响，国内金饰品和汽油价格分别上涨 5.8% 和 1.2%。从同比看，CPI 上涨 0.1%，涨幅比上月回落 0.6 个百分点。同比涨幅回落，也主要是受食品和出行服务价格回落影响。

### CPI及PPI走势(%)



来源：Wind，惠誉博华

PPI：受美国加息、国际能源价格下降影响，2022 年 10 月 PPI 首次转负，此后降幅持续扩大，2023 年 6 月 PPI 一举创下本轮调整低点 -5.4%，之后降幅逐步收窄。3 月份，随着节后工业生产恢复，工业品供应相对充足，PPI 环比下降 0.1%，降幅比上月收窄；同比下降 2.8%，降幅略有扩大。行业间价格表现分化加大。其中，国际输入性因素带动国内石油和天然气开采业价格同比上涨 6.3%，涨幅扩大 2.1 个百分点；进口煤快速增加、需求放缓导致煤炭开采和洗选业价格同比下降 15.0%；受累于房地产行业依旧低迷、部分省份新增基建投资受限，黑色金属冶炼和压延加工业价格同比下降 7.2%；在成本下降与技术进步支持下，汽车制造业价格同比下降 1.5%，降幅与上月相同。

国家统计局强调，PPI 具有较强的结构性特点，除了需求不足，还有部分产业调整转型升级以及技术进步所带来的成本下降等原因。譬如，2023 年对 PPI 降幅影响靠前的三个行业，分别是煤炭开采及洗选业、非金属矿物制品业中的水泥和黑色金属冶炼和压延工业中的钢铁，三者合计对 PPI 的下拉影响接近 40%，而这与房地产行业持续调整带来的相关产业链需求不振高度相关。

当前正在大力推进的大规模设备更新和消费品以旧换新，将扩大国内需求，促进消费持续改善与投资增长；近期原油、有色金属等大宗商品涨幅较大将推动生产成本走高；另外，2024 年政府工作报告

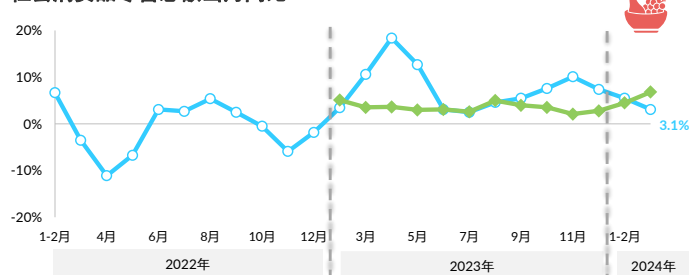
告将能耗强度目标确定为“单位国内生产总值能耗降低2.5%左右”，高于十四五前三年能耗降幅，由此导致的高耗能行业产量控制与供给侧改革亦有助于物价回升；再者，在美国经济韧性较强、美欧企业重新补库存背景下，外需增加，中国出口增长可期。在上述因素合力驱动下，惠誉博华预计二季度CPI将温和回升，PPI跌幅也将逐步收窄。

## 消费：商品零售、服务零售持续分化，以旧换新将释放消费潜能

一季度，社会消费品零售总额同比增长4.7%，扣除价格因素，社会消费品零售总额实际增长5.2%，略低于实际GDP增速。3月，在高基数效应下，社零总额同比增长3.1%，较1-2月增速5.5%收窄2.4个百分点，季调月度环比增长0.26%。从两年平均增速来看，自2023年11月以来，社零总额增速持续加快，3月已升至6.9%，消费增长还算差强人意，促进消费政策正在发挥作用。

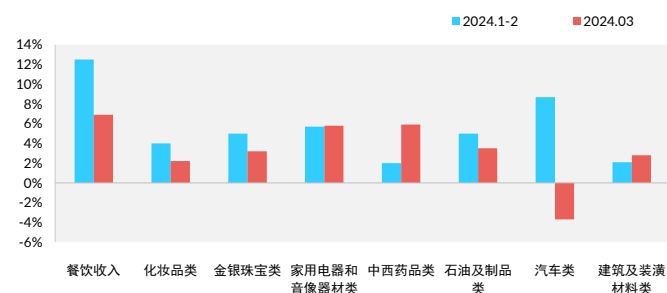
在系列促消费政策持续发力、春节假期延长等因素带动下，服务消费供给逐步优化，服务消费需求不断释放，服务零售保持较快增长。一季度，服务零售额同比增长10.0%，高于同期商品零售额增速6.0个百分点。居民出行意愿较强，文旅市场供需旺盛，餐饮、交通、文娱等服务消费快速增长。一季度，餐饮收入同比增长10.8%；交通出行类、文体休闲类服务零售额增长较快。

社会消费品零售总额当月同比



一季度，商品零售额同比增长4%。其中必需品零售总体增势良好，烟酒类、粮油食品类、饮料类商品零售额分别增长12.5%、9.6%和6.5%。随着市场供给不断优化、消费热点拓展延伸，可选商品消费需求较快释放。一季度，限额以上单位体育娱乐用品类、通讯器材类零售额同比分别增长14.2%、13.2%。与居住相关的商品零售额增速加快或由负转正，家用电器和音像器材类、家具类零售额分别增长5.8%、3%，增速比上年全年加快5.3、0.2个百分点；建筑及装潢材料类零售额增长2.4%，上年全年为下降7.8%。

2024年不同产品大类月度零售额同比



3月份，除汽车以外的消费品零售额同比增长3.9%，高于社零总额0.8个百分点，反映汽车消费对商品消费形成拖累。春节以来汽车市场价格战再度爆发，愈演愈烈，根据乘联会数据，3月份乘用车销售同比增长6.2%，但是汽车销售零售额同比反而下降3.7%。

国家统计局指出，尽管消费市场规模持续扩大，但也要看到，居民消费能力和信心有待进一步提升，部分商品销售和服务消费恢复较慢，商贸企业经营景气状况仍待改善。惠誉博华认为，随着《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》实施，各级政府着力推进消费品以旧换新释放消费潜能，将在汽车、家电等高质量消费品领域形成更新换代规模效应。财政部表示，推进消费品以旧换新，是扩大国内需求，提高群众生活品质的现实需要。中央财政将统筹存量政策和新增政策，突出以技术、能耗、排放等标准为牵引，坚持中央财政和地方政府联动，推动汽车、家电等耐用消费品以旧换新，结合不同类型消费品特点，有针对性实施财政支持政策。

## 居民消费倾向恢复至近5年来同期最高水平，消费信心指数徐缓爬升

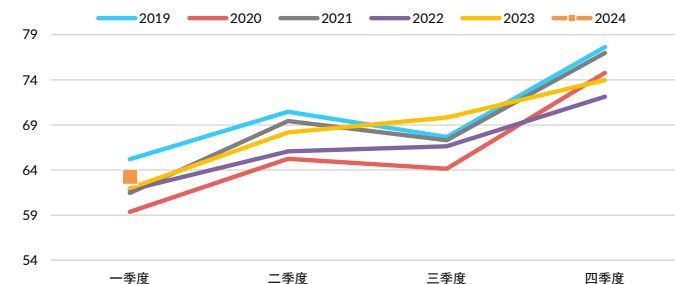
一季度，全国居民人均可支配收入11,539元，名义增长6.2%，扣除价格因素，实际增长6.2%，名义和实际增速分别快于上年同期1.1和2.4个百分点。考虑到上年同期基数较低，居民人均可支配收入两年平均实际增速为4.9%。

全国居民人均可支配收入及消费支出累计同比



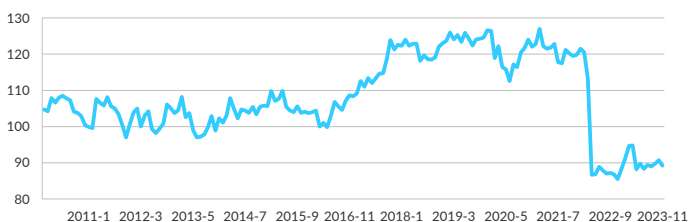
同期，全国居民人均消费支出7,299元，名义增长8.3%，实际增长8.3%，较上年同期增速分别加快2.9和4.3个百分点。与居民收入相比，人均消费支出名义增速和实际增速均快于人均可支配收入2.1个百分点。全国居民平均消费倾向回升至63.3%，比上年同期提高1.3个百分点，并创下近5年以来同期最高水平，但仍没有恢复到疫情前水平。同时国家统计局强调，一季度居民收入和消费增长仍存在部分“低基数”效应，居民收入增长的基础仍需加固，消费意愿和消费能力仍有待提升。

居民季度消费倾向（%）



消费者信心指数是反映消费者信心强弱的指标，可以综合反映并量化消费者对当前经济形势评价和对经济前景、收入水平、收入预期以及消费心理状态的主观感受。随着经济复苏，中国消费者信心指数徐缓回升，2月升高至89.10，达到2023年3月以来最高位置，不过总体而言，消费者信心指数仍处于历史底部区域，显示消费恢复力度相对较慢，回升至临界值仍需假以时日。

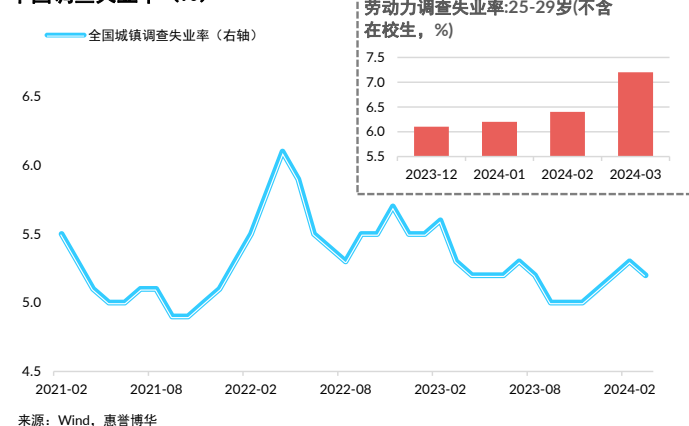
### 消费者信心指数



## 就业形势总体稳定，青年失业率上升明显

一季度，全国城镇调查失业率均值为5.2%，同比下降0.3个百分点。3月，全国城镇调查失业率录得5.2%，环比、同比均下降0.1个百分点。青年群体依旧是就业难点重点。尽管3月不含在校生的16-24岁人群调查失业率与2月持平于15.3%，但25-29岁人群（不含在校生）失业率上升显著，从2月的6.4%升至3月的7.2%，大幅走高0.8个百分点；30-59岁人群失业率（不含在校生）则微降0.1个百分点至4.1%。

### 中国调查失业率（%）



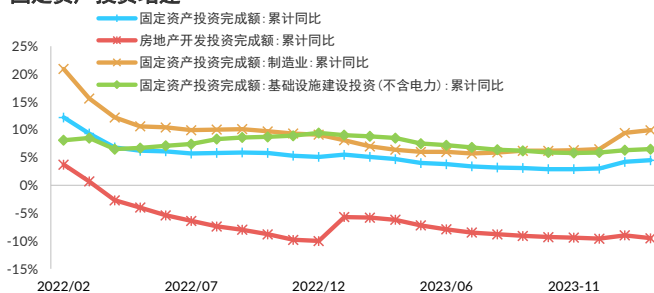
## 固定资产投资：基建稳健增长、制造业提速，地产继续探底

一季度，固定资产投资同比增长4.5%，增速比1-2月份加快0.3个百分点；扣除价格因素影响，同比增长5.9%，高于实际GDP增速。

民间投资是民营经济发展的重要基础，也是民营经济活跃度的“晴雨表”。今年以来，各地区积极落实促进民营经济发展壮大的意见及配套举措，增强民营企业发展内生动力，支撑民间投资继续恢复。一季度，民间投资同比增长0.5%，增速比1-2月份加快0.1个百分点。其中，民间项目投资（扣除房地产开发民间投资）增长7.7%。分行业看，制造业民间投资增长11.9%，增速比全部制造业投资高

2.0个百分点；基础设施民间投资增长8.1%，增速比全部基础设施投资高1.6个百分点。

### 固定资产投资增速



高技术产业投资增速加快。为充分发挥创新主导作用，中国持续以科技创新推动产业创新，带动高技术产业投资快速增长。一季度，高技术产业投资同比增长11.4%，增速比1-2月份加快2.0个百分点，比全部投资高6.9个百分点。

**基建投资：**在地方政府化债背景下，债务风险偏高的12个省级行政区基建投资扩张受到抑制，对整体基建投资增长形成一定拖累。不过，今年以来，各地区加快2023年年底增发的1万亿元国债项目陆续开工建设，提升防灾减灾救灾能力，推动基础设施投资稳定增长，对冲了前者的拖累。一季度，基建投资同比增长6.5%，增速比1-2月份加快0.2个百分点；拉动全部投资增长1.4个百分点。其中，水利管理业投资增长13.9%，铁路运输业投资增长17.6%，增速领先，这些领域投资的资金来源主要依赖中央财政资金。而与此形成鲜明对比的是，资金来源主要依靠地方财政资金的公共设施管理投资一季度不升反降，同比下降2.4%，较1-2月降幅走阔0.5个百分点。

### 历年基建投资完成额-累计同比（%）-分行业



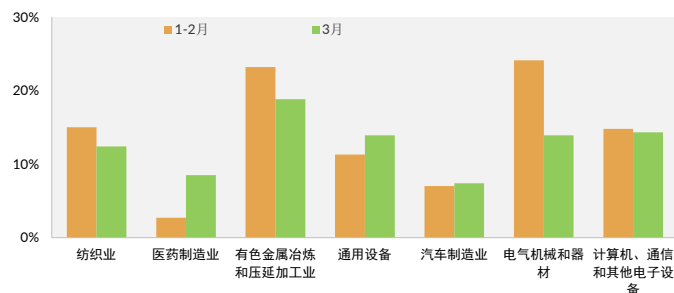
目前，包括中央预算内投资、地方政府专项债券、增发国债、超长期特别国债等在内的多路资金正陆续下达，确保重大项目尽快开工建设。其中，国家发改委对2024年地方政府专项债券项目已完成筛选，涉及项目约3.8万个；全部三批共1万亿元增发国债项目清单已下达，将落实到约1.5万个具体项目，推动6月底前全部开工建设；超长期特别国债相关发行计划也即将出台。这些将为基建投资实现快速增长提供强大保障。

**制造业投资：**一季度，制造业投资再度提速，同比增长9.9%，增速比1-2月份加快0.5个百分点；拉动全部投资增长2.4个百分点。其中，消费品制造业投资增长13.8%，装备制造业投资增长13.4%，原材料制造业投资增长8.6%。受行业产能扩张过快、市场竞争激烈

影响，汽车业投资增速明显放缓，为 7.4%，较 2023 年 19.4% 的增速大幅回落 12 个百分点。

一季度，高技术制造业投资同比增长 10.8%，增速比 1-2 月份加快 0.8 个百分点，比制造业投资高 0.9 个百分点；占制造业投资的比重比去年同期提高 0.3 个百分点。其中，航空、航天器及设备制造业投资增长 42.7%，计算机及办公设备制造业投资增长 11.8%，电子及通信设备制造业投资增长 11.0%。

#### 2024年月度制造业固定资产投资完成额累计同比-分行业



来源: Wind, 惠誉博华

制造业投资增长提速很大程度上要得益于《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》落地实施。今年以来，各地纷纷瞄准高端、智能、绿色、安全等重点方向，推动工业领域大规模设备更新。

据测算，目前全社会设备存量资产净值约 39.3 万亿元，其中工业设备存量资产约 28 万亿元，每年工农业等重点领域设备投资更新需求在 5 万亿元以上，汽车、家电换代需求也在万亿元以上级别。毋庸置疑，大规模设备更新和消费品以旧换新市场空间巨大。

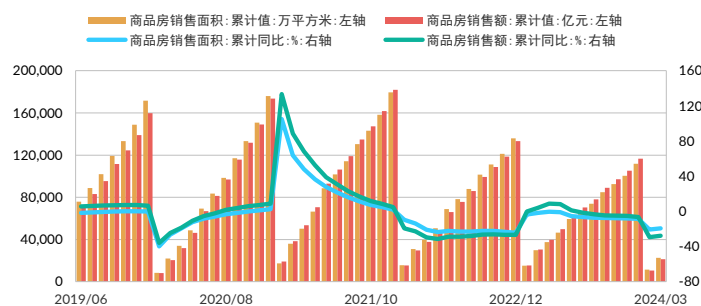
制造业投资在固定资产投资中占比已逾 40%，而技改投资在制造业投资总额中又占比 40%-45%，因而相当于技改投资总额在固定资产投资总额中占比 16%-18%。设备更新政策将激励技改投资需求，从而提升技改投资比重，促进制造业投资以及固定资产投资增长。

**房地产投资：**一季度，房地产行业依旧低迷，土地供应与成交建筑面积持续走低，房建工程继续缩水，房地产开发投资同比下降 9.5%，跌幅较 1-2 月走阔 0.5 个百分点。

销售尚无起色，房企新开工意愿淡泊，同时在手土地储备不足也对开工规模形成掣肘，一季度房屋新开工面积同比下降 27.8%，降幅较 1-2 月小幅收窄 1.9 个百分点。

由于保交楼高峰已过，加之前端新开工面积连续 3 年大幅萎缩，一季度房屋竣工面积出现断崖式下滑，从 2023 年增长 17% 骤降至 -20.7%。

#### 房地产销售及增速

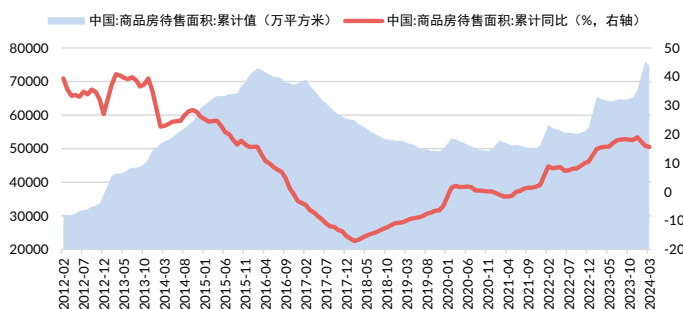


来源: Wind, 惠誉博华

一季度，房地产销售下滑再超预期，全国商品房销售金额、销售面积分别累计同比下降 27.6%、19.4%，降幅较 2023 年分别走阔 21.1 个百分点、10.9 个百分点，市场仍在寻底阶段。

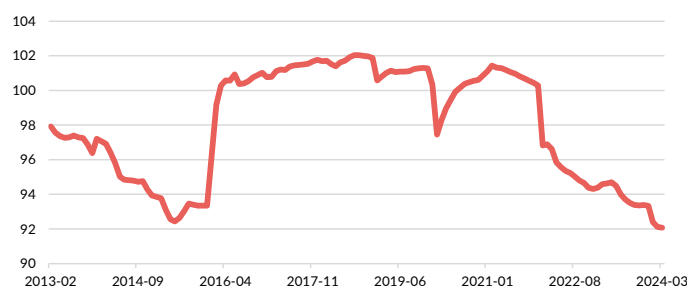
3 月末，商品房待售面积 7.4 亿平方米，创下历史新高，同比增长 15.6%。反映行业景气度的房地产开发景气指数，迭创新低，3 月下跌至 92.07，创下有史以来新低。

#### 商品房待售面积及增速



来源: Wind, 惠誉博华

#### 国房景气指数

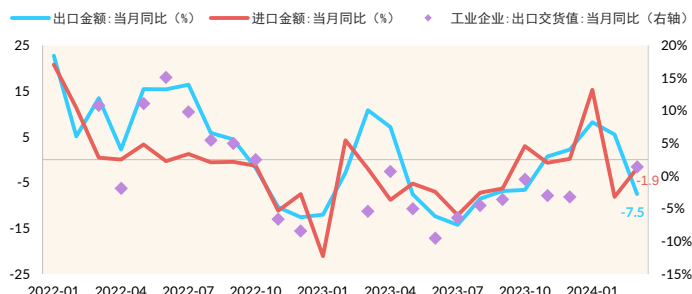


来源: Wind, 惠誉博华

## 全球通胀降温，外需回暖，出口增长将好于预期

据海关总署，以美元计，2024 年 3 月中国出口 2796.8 亿美元，同比下降 7.5%，增速较 1-2 月下降 14.6 个百分点；进口 2211.3 亿美元，同比下降 1.9%，增速较 1-2 月下降 5.4 个百分点；当月实现贸易顺差 585.5 亿美元。

#### 进出口金额（以美元计价）月度同比



来源: iFinD, Wind, 惠誉博华

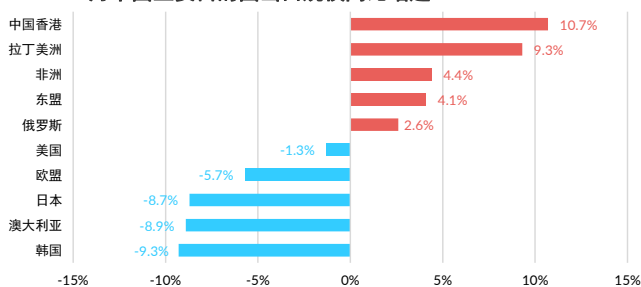
3 月出口同比增速超预期下滑主要受人民币汇率贬值、春节错位导致的数据扰动、2023 年同期防疫转段后积压订单赶工带来的高基数效应影响所致。从环比来看，3 月出口较 2 月增长 27%，与过去

10 年同期数据相比并不算低。另外，3 月，制造业 PMI 新出口订单指数录得 51.3%，环比大幅走阔 5 个百分点，工业企业出口交货值同比增长 1.4%，较 1-2 月和上年 12 月分别加快 1.0 个、4.6 个百分点，延续向好态势。这些信号均显示外需旺盛，出口势头良好。

从一季度来看，中国出口 8,075 亿美元，同比增长 1.5%，前值 10.6%；进口 6,238 亿美元，同比增长 1.5%，前值-3.9%。尽管一季度出口增速不算高，但是却是 GDP 增速超预期的主要贡献因素。根据 GDP 支出法，一季度净出口对 GDP 的贡献率已由 2023 年四季度的-3.1%回升至 14.5%，高于资本形成总额对 GDP 的贡献率（11.8%），拉动当季 GDP 增长 0.77 个百分点（2023 年四季度为-0.16 个百分点），亦高于资本形成总额对 GDP 的拉动幅度（0.63 个百分点）。

从贸易伙伴看，对共建“一带一路”国家、其他金砖国家进出口增速均高于整体。一季度中国对东盟、拉美与非洲等发展中国家与地区出口保持较快增长，对欧美等发达经济体出口呈现下滑走势，贸易格局在重塑之中。3 月，在高基数下，对东盟出口增长 4.1%，对欧盟、日本与美国出口分别下降 15.7%、8.7%与 1.3%。

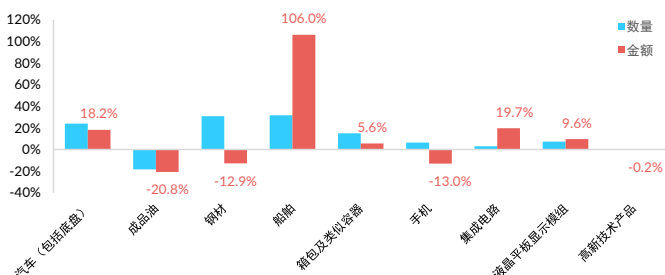
#### 2024.1-3月中国主要目的国出口规模同比增速



来源：中国海关总署，惠誉博华

按商品类别划分，一季度，船舶、汽车保持突出的国际竞争优势，出口金额同比分别增长 106.0%、18.2%，而钢材、手机出口同比下降 12.9%、13.0%。

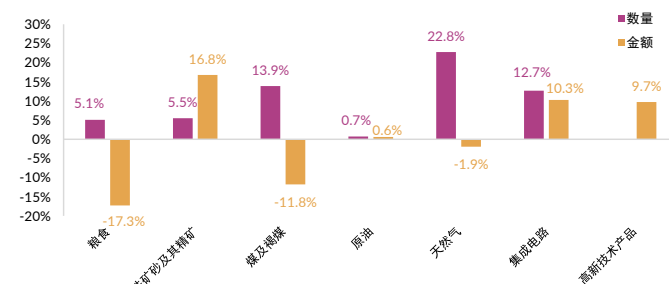
#### 2024.1-3月中国部分出口商品同比增速



来源：中国海关总署，惠誉博华

进口方面，大宗商品和民生消费品进口稳步扩大。一季度，中国能源、金属矿砂、粮食等大宗商品进口量增加 6.2%。其中，原油、天然气和煤炭等能源产品 2.86 亿吨，增加 8%；铁、铝等金属矿砂 3.74 亿吨，增加 5%；粮食 3841.6 万吨，增加 5.1%。受价格走低影响，粮食、煤炭进口金额同比下降 17.3%、11.8%。

#### 2024.1-3月中国部分进口商品同比增速



来源：中国海关总署，惠誉博华

当前，全球通胀整体逐渐降温，经济增速开始回升，尤其是最大经济体美国经济韧性较强，二次通胀风险显著抬头，这些都利于中国出口继续向好。此外，韩国作为外向经济体，比大多数国家更早发布贸易数据，并且是全球最大的高科技产品生产国之一，这使其出口表现成为衡量全球商业整体趋势晴雨表，因而韩国也拥有全球经济“金丝雀”之称。4 月早期贸易数据显示，第二季度韩国出口取得良好开局，4 月 1 日至 20 日，韩国出口额同比增长达到 11.1%，折射出全球贸易增长有加快趋势。惠誉博华预计二季度以及下半年，中国出口增长有望提速，对经济增长拉动效果将更为显著。

## 免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性(包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性)或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。