

宏观点评

下半年宏观经济前瞻：阻力、挑战及应对之策

以及 5 月经济数据前瞻

证券研究报告

2021 年 06 月 04 日

分析师

高挺

ting.gao@nomuraai-sec.com

SAC 执证编号：S1720519120006

(报告内容主要翻译自野村国际(香港)中国区
首席经济学家陆挺博士的宏观经济报告)

我们预计今年下半年中国经济面临的下行压力将加大，四季度增长压力尤为明显，主要阻力包括受抑制需求消退、出口疲软（因为发达市场重新开放并将重点转向服务消费）、房地产紧缩措施的影响凸显，以及原材料价格飞涨抑制了实际需求。我们预计二季度中国季调后实际 GDP 环比增速将从一季度的 0.6% 反弹至 2.0%，并于三季度放缓至 1.3%，四季度经济增速或达到 1.4%。二季度实际 GDP 同比增速或将放缓至 8.1%，三季度或降至 6.4%，四季度或进一步回落至 5.3%。我们维持对 2021 年全年 GDP 增速将达到 8.9% 的预期不变，但认为经济面临的下行风险将加大。我们预计中央将对大宗商品价格快速走高的趋势更加关注，并将采取行动确保供应稳定，同时还将调整部分过于宏大的碳减排措施，维持政策立场“不急转弯”的承诺，并将着力维持人民币汇率对一揽子货币的基本稳定。

二季度 GDP 环比增速或小幅上行

由于国内疫情出现反复，1-2 月经济复苏步伐受到了一定拖累，但 3 月以来国内经济复苏再度提速，有望带动二季度季调后实际 GDP 环比增速从一季度的 0.6% 反弹至 2.0%。我们认为 3 月经济增长势能将持续至二季度，主要受以下因素支撑：受抑制需求进一步释放推动服务业复苏（参见《五一期间服务需求得到释放》，2021 年 5 月 7 日）、出口表现稳健以及固定资产投资（特别是基建投资）的强劲增长。

下半年经济下行压力或将加大

我们认为下半年中国经济面临的下行压力主要来自于六个方面：1) 服务业受抑制需求释放或只是昙花一现；2) 下半年出口或将面临更大下行压力；3) 中央收紧房地产融资端调控，或令房地产开发投资承压；4) 大宗商品价格持续上涨或抑制投资；5) “碳中和”环保运动或影响经济复苏进度；6) 信用违约风险攀升或拖累地方经济，特别是北方小城市。

中央引导政策回归正常化时仍可能维持政策立场“不急转弯”的承诺

考虑到疫情风险犹在，且下半年经济下行压力可能加大，我们认为中央在引导去年出台的刺激政策回归正常化时将非常谨慎。鉴于原材料价格快速走高主要是受进口价格上涨、国内主要原材料产量缩减的预期以及运输成本迅速攀升的影响，并非由过剩需求引起，我们认为中央不会为遏制 PPI 飙升而大幅收紧货币和信贷政策。

相反，中央或需着手解决市场关切的问题，并调整部分过于宏大的碳减排措施（参见《宏观大报告：南北经济差距凸显信用风险分化》，2021 年 5 月 12

日)。然而,随着中央持续推进“双循环”发展战略(参见《中国“双循环”战略:从盖房到造芯》,2020年10月29日),我们预计中央不会大幅放宽对房地产市场的调控措施,尽管北方地区的部分低线城市可能很快将面临财政吃紧的状况。

一季度经济复苏差强人意

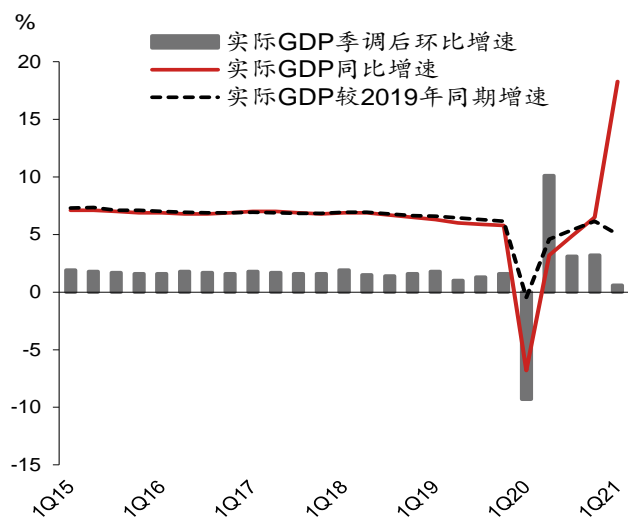
由于疫情期间基数效应带来的较大扰动,今年一季度的宏观经济数据很难解读。2021年一季度实际GDP同比增速从2020年四季度的6.5%跃升至18.3%,而同期季调后环比增速却从3.2%降至0.6%(图1)。我们认为一季度宏观经济数据表现平平。一方面,受新冠疫情最初爆发的影响,去年一季度基数极低,使得今年一季度多数经济指标的同比增速都处在高位,因此我们不应过于乐观;但另一方面,我们认为没有必要对GDP环比微增0.6%过于悲观,我们将在下文详述可能出现的估计偏差。

剔除部分扰动因素后,一季度GDP数据的影响

由于2020年12月底国内疫情出现反复,政府在春节前夕再度收紧疫情防控措施和旅行禁令。受此影响,2021年一季度GDP环比增速较2020年四季度有所下滑,但我们认为经济并未像数据显示的那样大幅放缓。这是因为2020年一季度GDP的实际同比和环比增速可能远低于官方数据(分别为-6.8%和-9.3%;图2)。今年一季度的整体GDP数据相对可靠,但由于2020年一季度的GDP统计数据大概率存在高估,因此今年一季度GDP同比增速应会在一定程度上被低估。此外,季调后GDP环比增速数据主要是基于同比增速所作的估计,因此今年一季度的环比数据可能也会被低估。换言之,如果我们对2020年一季度GDP数据可能被高估的部分进行修正,那么今年一季度GDP同比和环比增速均应略高于官方数据。

国家统计局建议将2021年数据与2019年同期相比,如此可有效衡量经济的实际增长动力,并排除基数效应及2020年一季度潜在的数据质量问题带来的扰动。今年一季度实际GDP较2019年同期增速达5.0%,略低于2019年四季度(疫情前)同比增速(5.8%),表明中国经济已基本回归疫情前的增长轨迹。

图表 1: 实际 GDP 同比/季调环比/较 2019 年同期增速



资料来源: Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

图表 2: 实际 GDP/工业增加值增速及主要经济指标



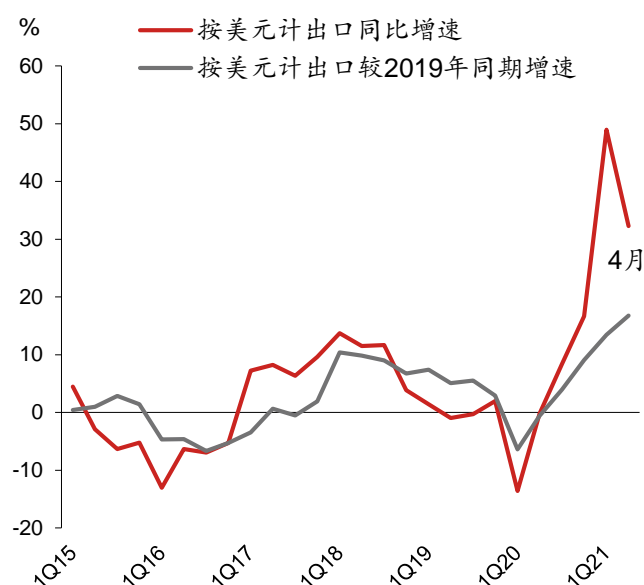
注:“主要经济指标平均增速”是指钢铁制品和水泥产量、发电量、汽车产量、货运量和实际出口的平均增速,基于经济结构变化引起的时变加权。
资料来源: Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

一季度 GDP 稳健增长的支撑因素

在我们看来，2021 年一季度 GDP 实现稳健增长的背后有三大支撑因素：

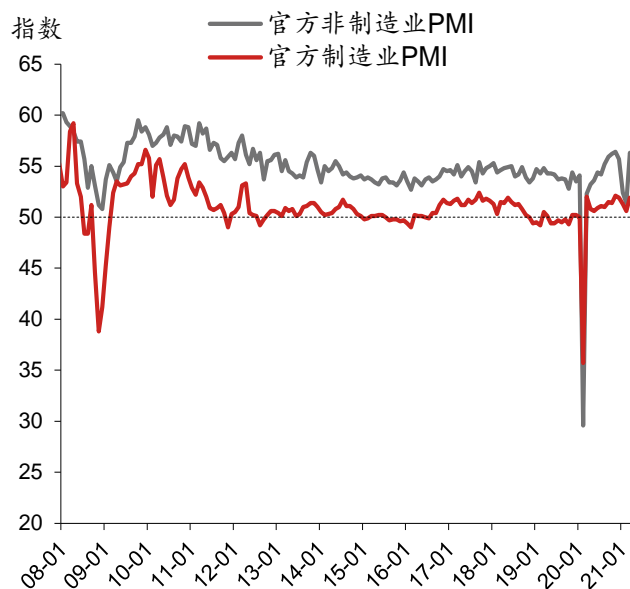
- 首先，今年春节假期大多数农民工选择“就地过年”，促使节后制造业复产复工较往年大幅提前。具体来看，2021 年一季度制造业实际 GDP 较 2019 年同期增速为 6.7%，高于 2020 年四季度的 6.0%。
- 其次，由于全球疫情长期未见好转且发达经济体推出大规模刺激政策，一季度海外对中国产品的需求仍然旺盛。在这种背景下，选择“就地过年”的农民工可以迅速复工，以更快的速度处理积压订单并交付产品。受此提振，2021 年一季度中国按美元计出口较 2019 年同期增速从 2020 年四季度的 9.1% 跃升至 13.4%（图 3）。
- 再次，国内疫情快速得到遏制。得益于社交隔离措施放宽、受抑制需求逐渐释放，春节假期后国内多数服务业快速回归正常水平。例如，3 月非制造业 PMI 从 2 月的 51.4 反弹至 56.3（图 4）。

图表 3：出口同比增速 vs 较 2019 年同期增速



资料来源：Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

图表 4：官方制造业和非制造业 PMI 指数

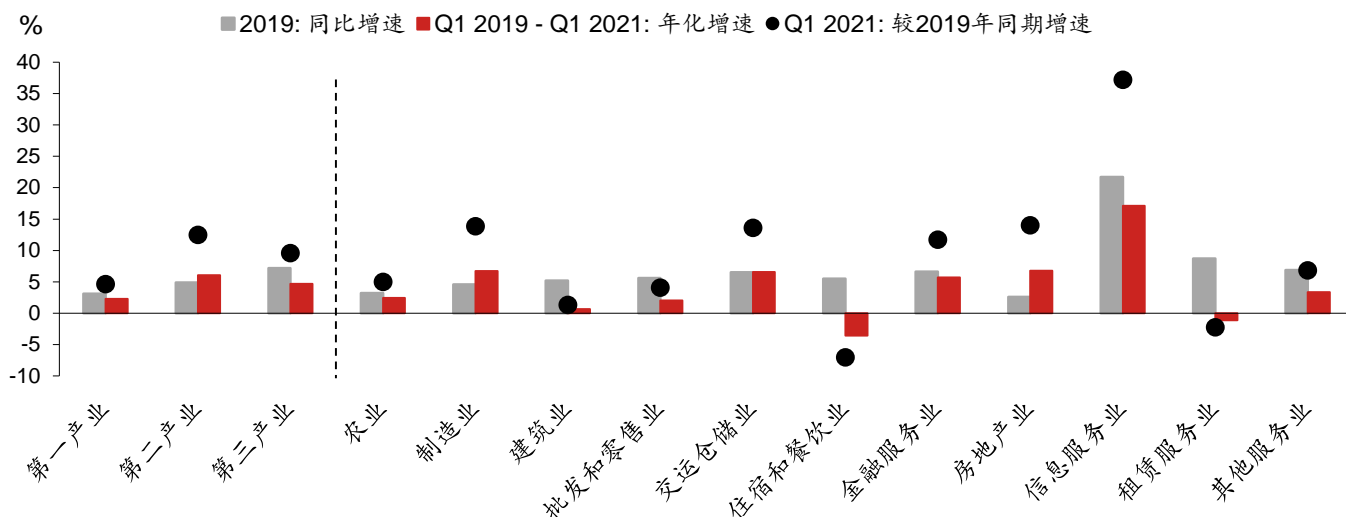


资料来源：Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

行业复苏分化加大

一季度经济数据还表明，由于疫情影响长期持续、海内外实施社交隔离措施和政策刺激，国内各行业的复苏进度相对不均衡（参见《从一季度 GDP 看行业复苏分化》，2021 年 4 月 19 日）。虽然中国最先爆发疫情，但也最先摆脱疫情阴霾，叠加全球政策刺激的因素，2020 年 3 月中旬国内经济重启后出口实现强劲反弹，且近几个季度继续保持较高增速；这直接带动了国内制造业的快速复苏。疫情期间，房地产行业 and 大多数在线服务业也录得强劲增长（图 5）。然而，部分近距离接触型服务业（特别是酒店业）尚未恢复到疫情前的增长水平，反映了全球疫情对国内经济的制约。我们认为，目前国内经济复苏主要受制于疫情对供给方面的影响，而非需求不足。

图表 5：三大产业及各行业实际 GDP 增速（1Q21 较 2019 年同期增速；1Q19 至 1Q21 年化增速；2019 年增速）



注：其他服务业包括 7 个子行业：1) 科学研究和技术服务业；2) 水利、环境和公共设施管理业；3) 居民服务、修理和其他服务业；4) 教育；5) 卫生和社会工作；6) 文化、体育和娱乐业；7) 公共管理、社会保障和社会组织。

资料来源：Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

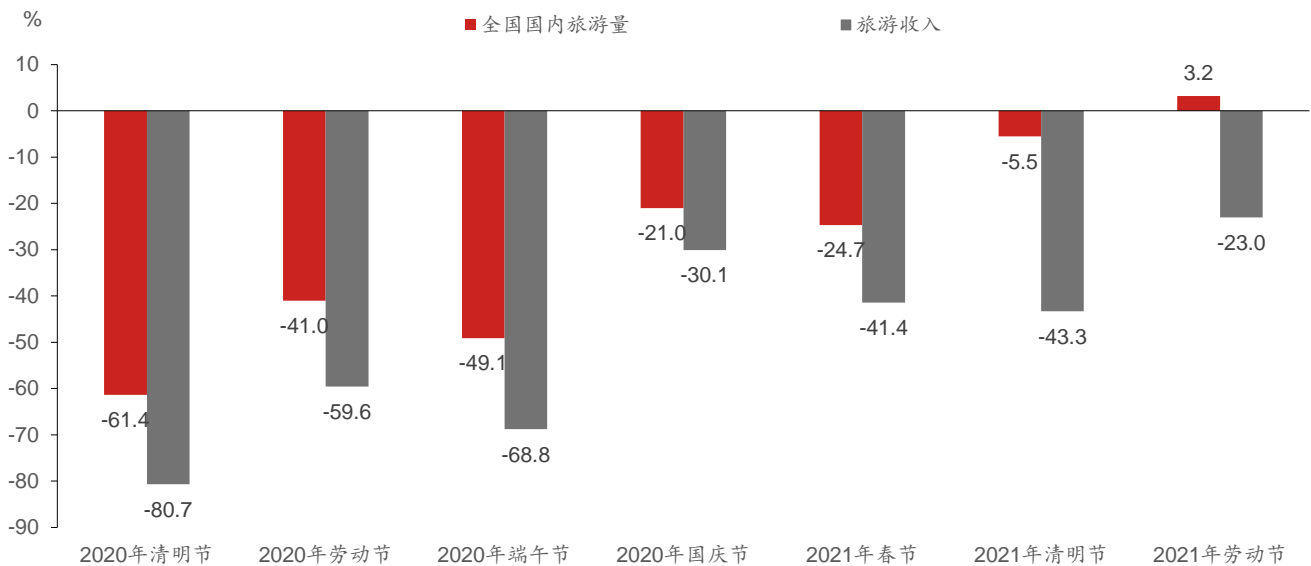
2021 年二季度经济环比增速料将改善

我们认为 3 月经济活动的强劲增长态势将延续到二季度，主要得益于受抑制需求进一步释放推动服务业复苏、出口表现稳健以及固定资产投资（特别是基建投资）的强劲增长。

近距离接触型服务业受抑制需求释放

由于国内疫情得到有效遏制、社交隔离措施逐步放宽，以及“补偿式”返乡潮和跨省旅行的受抑制需求释放，今年清明假期（4 月 3-5 日）和五一黄金周（5 月 1-5 日）国内近距离接触型服务业实现进一步复苏。值得注意的是，今年五一期间旅客出行人次和旅游人次均恢复至疫情前水平（图 6）。尽管旅游收入仍较疫情前水平低 23%，但已创下疫情以来的新高，这表明接待服务业的复苏势头正在增强。

图表 6：各大假期全国旅游人次和旅游收入（与疫情前水平相比的变化%）



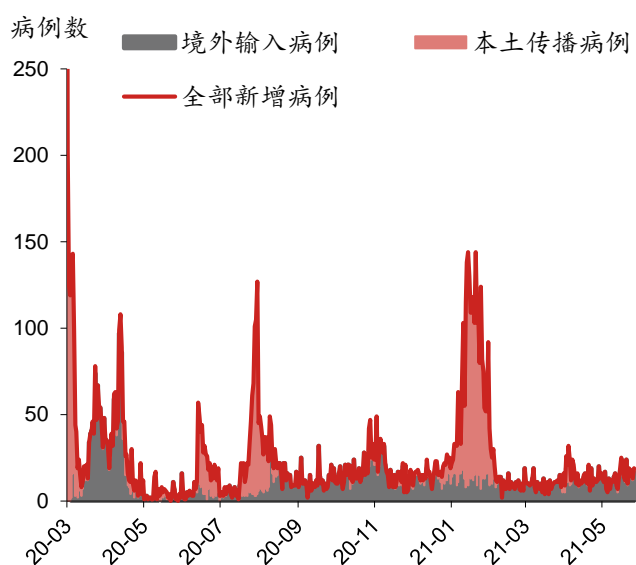
注：疫情前水平是指 2019 年同一假期的全国国内旅游量和旅游收入，按可比口径（如果各年份同一假期的休假时长不同，我们用日均数据）。

资料来源：文化和旅游部、野村全球经济、野村东方国际证券

疫情形势基本稳定，疫苗接种速度加快

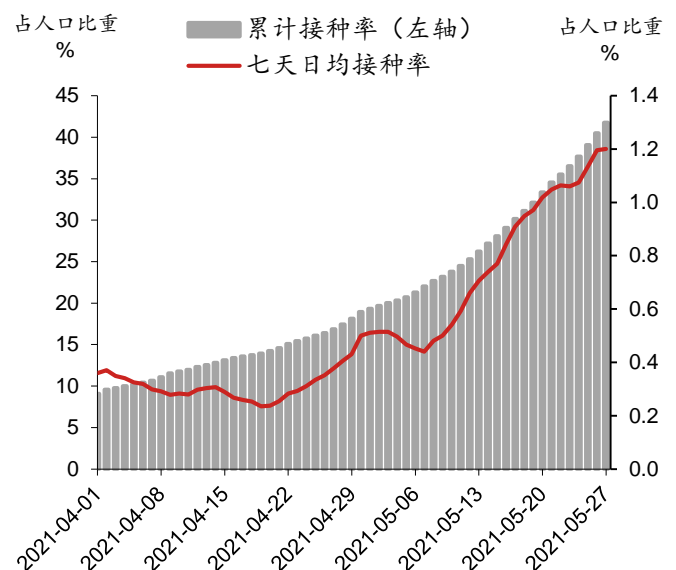
在春节前夕国内疫情反复得到遏制后，尽管 4 月初云南省瑞丽市（毗邻缅甸）发生小规模疫情，5 月中旬安徽和辽宁疫情也出现零星爆发，但国内疫情形势基本稳定（图 7）。与此同时，近几周国内疫苗的接种速度大幅提高，5 月 27 日的七天平均接种率从一个月前的 0.5% 加快至 1.2%。截至 5 月 27 日，中国累计接种新冠疫苗 5.844 亿剂（占人口的 41.7%；图 8）。需注意，中国并未通报第一针和第二针的具体接种情况。钟南山院士表示，今年 6 月底中国新冠疫苗接种率计划达到 40%。

图表 7：国内新增感染病例（本土病例 vs 境外输入）



资料来源：Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

图表 8：国内疫苗接种进度和日均接种率



资料来源：国家卫健委、Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

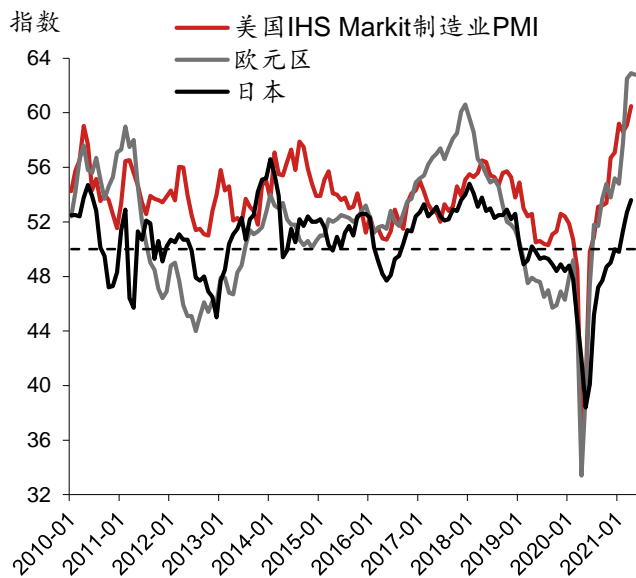
发达经济体持续复苏、新兴经济体深陷疫情或支撑国内出口

4 月按美元计出口同比增速从 3 月的 30.6% 升至超预期的 32.3%（参见《4

《月出口增速超预期》，2021年5月7日）。剔除基数影响后，4月出口较2019年同期增速从3月的21.6%大幅升至36.3%。4月出口表现强劲受多重因素支撑，包括发达经济体加码政策刺激带动经济复苏、疫苗接种提速以及经济进一步重启（图9），而新一轮疫情对新兴经济体的生产和出口构成制约。

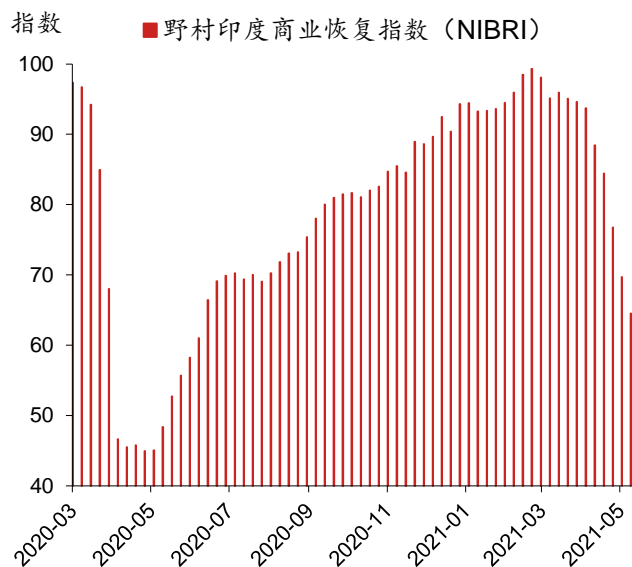
3月美国零售销售环比增速从2月的-2.9%跃升至10.7%，4月则放缓至0.0%。5月欧元区制造业PMI虽从4月的62.9微降至62.8，但仍保持高位，同期非制造业PMI则从50.5大幅反弹至55.1。相比之下，野村印度商业恢复指数（NIBRI）出现骤降，表明第二波疫情对印度经济的持续复苏造成冲击（图10）。部分新兴经济体不得不从中国进口个人防护设备和其他防疫产品来抗击疫情。

图表 9：发达国家制造业 PMI



资料来源：Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

图表 10：野村印度商业恢复指数（NIBRI）



注：NIBRI 包括 Google 出行指数、Apple 驾驶出行数据、电力需求和劳动力参与率等参数。Google 出行指数和 Apple 驾驶出行数据基于 7 日移动均值。我们认为 2020 年 2 月 23 日是所有数值的基数，随后的数据条目已被索引至此。我们假设 2 月 23 日之前的 Google 出行指数为 100。这些读数考虑到了 Google 出行指数的最新数据，该数据大约与其他指标滞后一周。NIBRI 最新数据为临时估计值。

资料来源：Google、Apple、印度经济监测中心、彭博、野村东方国际证券

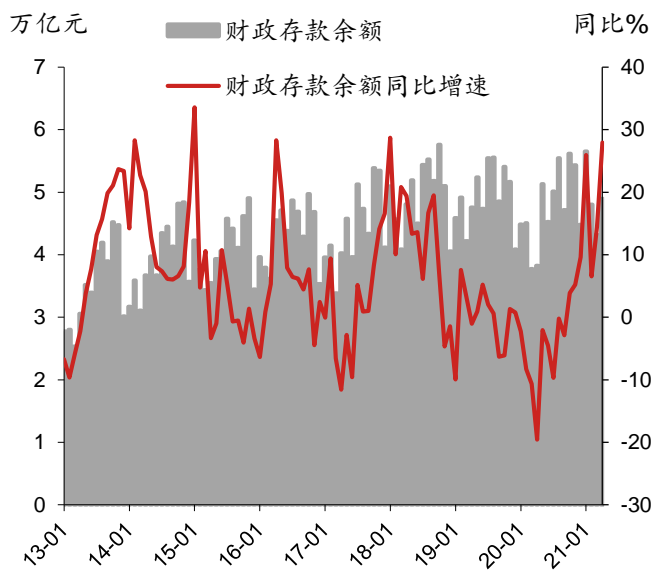
基建投资有望进一步改善

投资方面，尽管4月固定资产投资同比增速从一季度的25.6%降至10.9%，但较2019年同期增速却从5.4%跃升至11.7%。我们预计未来几个月固定资产投资的复苏势头仍将延续，主要受益于以下因素：

- 去年为提振经济而批准的基建项目对今年基建投资的影响可能更加凸显，原因在于从最初提出大型基建项目方案到落地建设通常需要半年以上的时间。
- 实际基建支出可能会滞后于政府债券发行。需注意，截至2021年4月底，中国财政存款同比增长1.069万亿元（较2020年4月底高出28.0%；图11），远高于2020年底3930亿元的增幅。
- 地方政府土地出让金收入是地方基建支出的关键资金来源。得益于房地产市场的繁荣，2020年地方政府土地出让金收入较2019年增长15.9%至8.4万亿元。2021年1-4月土地出让金收入同比增长35.0%至2.1万亿

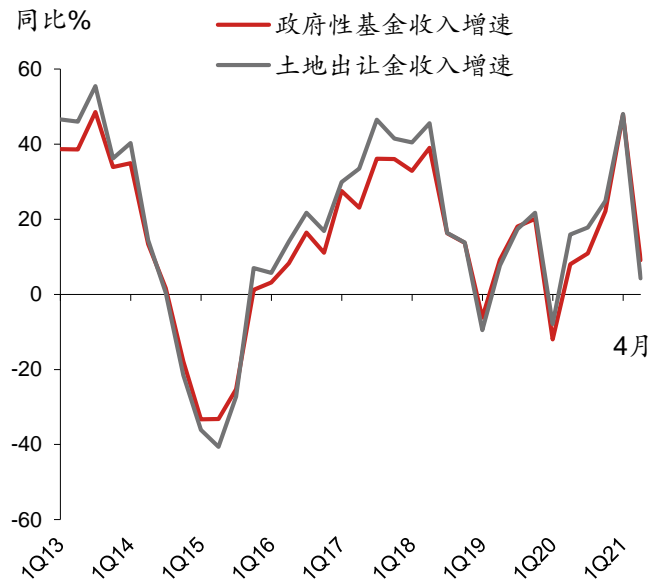
元，较 2019 年同期增长 28.9%（图 12）。

图表 11：财政存款余额及同比增速



资料来源：Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

图表 12：政府性基金收入及土地出让金收入



资料来源：Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

4 月数据表明生产、投资和出口表现强劲

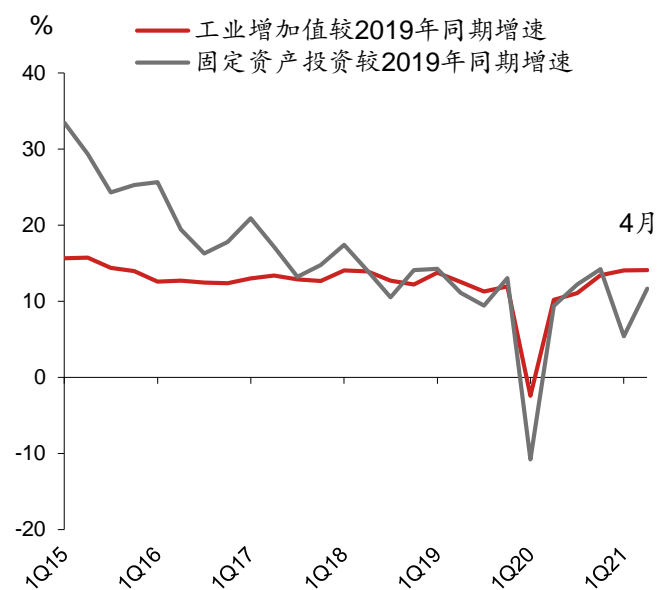
从 4 月总体数据来看，国内经济较 1-2 月（当时国内疫情出现小规模反复）实现持续复苏。4 月工业增加值较 2019 年同期增速从 3 月的 12.8% 反弹至 14.1%。显然，工业增加值的强劲增长主要由出口带动，4 月出口较 2019 年同期增速从 3 月的 21.6% 加快至 36.3%（图 13）。尽管有关部门称今年将压减部分原材料的产量，但原材料价格快速上涨或有利于提振生产。

4 月固定资产投资较 2019 年同期增速从 3 月的 8.2% 提升至 11.7%，反映了 2020 年经济刺激计划的滞后影响，以及原材料价格快速上涨的潜在影响（固定资产投资增速为名义数据）。4 月房地产开发投资较 2019 年同期增速也从 3 月的 16.0% 加快至 21.7%，表明目前中央收紧房地产调控对市场的影响或较为有限。

然而，我们确实也看到了一些短板。4 月社会消费品零售总额较 2019 年同期增速从 3 月的 13.0% 回落至 8.9%（图 14），原因在于社交隔离措施仍未完全解除，叠加 3 月（继 1-2 月旅行禁令后）以来受抑制需求释放力度减弱以及消费者仍持谨慎态度等因素。4 月新房成交面积和成交额较 2019 年同期增速分别从 3 月的 18.6% 和 35.0% 降至 16.7% 和 25.9%，我们预计今后几个月新房销售将延续下滑趋势。

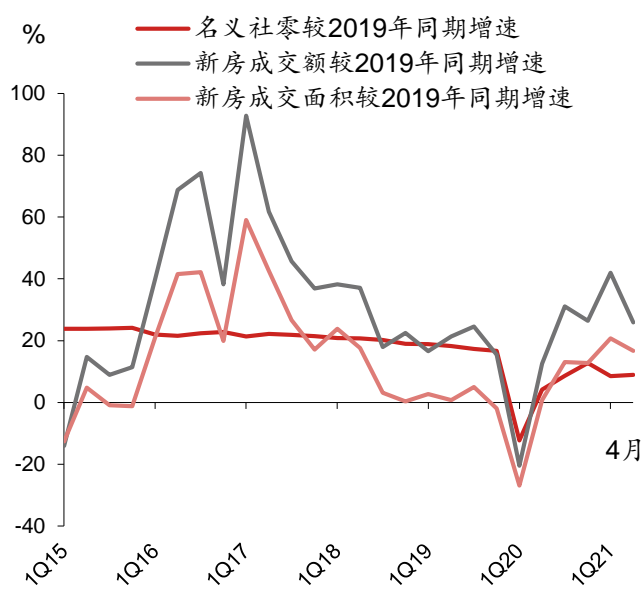
总体而言，五一黄金周的国内近距离接触型服务业实现强劲复苏，叠加依然坚挺的 PMI 数据（4-5 月指数维持在扩张区间），以及前期复苏缓慢的行业逐渐迎头赶上，多重因素进一步支撑了我们对二季度季调后实际 GDP 环比增速将从一季度的 0.6% 升至 2.0% 的预期。

图表 13: 工业增加值/固定资产投资较 2019 年同期增速



资料来源: Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

图表 14: 社零/新房销售较 2019 年同期增速



资料来源: Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

下半年经济下行压力或加大

尽管二季度经济复苏势头有所增强,但我们预计下半年(尤其是四季度)国内经济面临的下行压力将逐渐加大,主要来自于六个方面:1)服务业受抑制需求释放或只是昙花一现;2)下半年出口或将面临更大下行压力;3)中央收紧房地产融资端调控,或令房地产开发投资承压;4)大宗商品价格持续上涨或抑制投资;5)“碳中和”环保运动或影响经济复苏进度;6)信用违约风险攀升或拖累地方经济,特别是北方小城市。

因素 1: 服务业受抑制需求释放或只是昙花一现

随着受抑制需求在二季度的逐渐释放(我们预计由此带来的增长动能难以延续,尤其是考虑到受抑制需求从 2020 年 3 月以来就开始逐渐释放),服务消费的复苏步伐可能会明显放缓。不过,如果国内疫情形势持续受控,那么今年十一黄金周和明年春节长假或将迎来新一轮的返乡潮和跨省旅行。

因素 2: 下半年出口或将面临更大下行压力

发达经济体的受抑制需求释放或在今年二至三季度达到顶峰,四季度将逐步消退。随着发达经济体进一步重启经济,海外对个人防护设备和居家办公产品(特别是耐用品)的强劲需求可能难以持续。发达经济体的消费者或重新转向服务消费,并减少商品消费。由于新兴经济体(尤其是印度和东盟)疫情迅速恶化,中国对其出口或因此大幅增长,但这种增长动能可能相对短暂,因为新兴经济体推出政策刺激的能力无法与发达经济体相比。事实上,由于当地疫情长期蔓延或对需求造成冲击,新兴市场自华进口可能会开始下滑。

因素 3: 中央收紧房地产融资端调控,或令房地产开发投资承压

房地产市场已开始显现降温的早期迹象,可能是受到“五道红线”的影响,包括控制房地产开发商债务增长的“三道红线”以及遏制银行房地产贷款的“两道红线”。根据统计局数据,我们估计 3 月新房成交面积和成交额较 2019 年同期增速分别从 1-2 月的 23.1%和 49.6%放缓至 18.6%和 35.0%,4 月

进一步降至 16.7% 和 25.9%。由于土地市场对房地产融资状况更为敏感，3 月统计局土地成交面积和成交额较 2019 年同期的增速深陷负值区间，分别从 1-2 月的 -6.0% 和 -27.1% 降至 -15.0% 和 -39.3%，4 月仍未摆脱负增长区间（-3.7% 和 -0.5%；图 15）。

相比之下，由于预售房的交房压力，房地产投资增速保持稳定。4 月房地产开发投资较 2019 年同期增速从 3 月的 16.0% 和 1-2 月的 15.8% 反弹至 21.7%。然而，我们预计今年下半年房地产投资力度将减弱，因为随着“五道红线”新规的落地实施，开发商的融资状况可能会愈加紧张。鉴于国家统计局的土地出让金数据或较地方政府土地出让金收入数据领先几个季度，近几个月土地市场降温对下半年地方政府土地出让金收入的影响或更加明显，从而令地方政府基建支出承压，但地方专项债加速发行或可抵消部分下行压力。

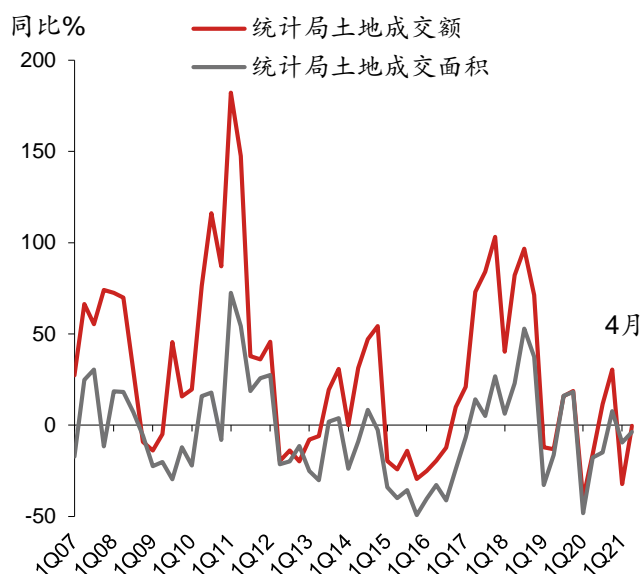
因素 4：大宗商品价格持续上涨或抑制投资

由于全球需求复苏而供应普遍受限，全球商品价格快速走高。5 月 1-26 日基本金属和原材料 CRB 价格指数分别同比上涨 75.7% 和 38.2%（图 16），较 2019 年同期也分别上涨了 39.8% 和 24.0%。

国内大宗商品价格上涨主要由输入性通胀驱动，抑或也受国内因素驱动，市场对此众说纷纭。如果国内因素影响了大宗商品价格走势，那么究竟是由需求过剩驱动还是由供应短缺驱动，市场对此也争论颇多。

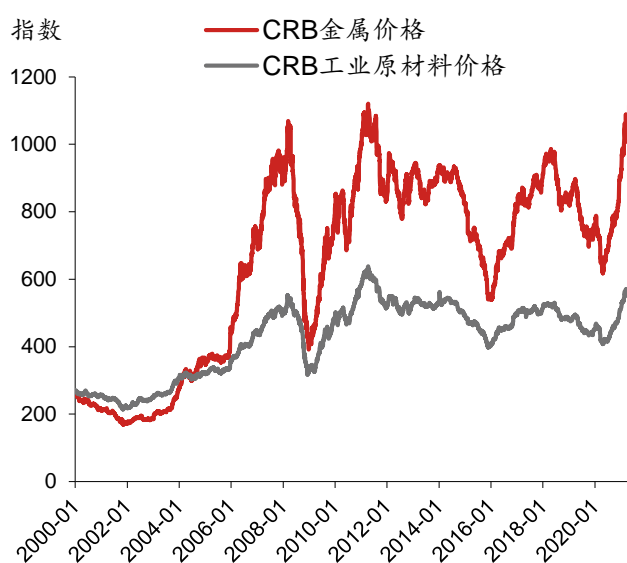
然而，无论驱动因素是什么，原材料价格快速上涨对投资需求的抑制可能涉及各个行业（包括房地产建筑业、基建和制造业），特别是在信贷增速已预先确定的情况下，原因有二：1）在资金量相同的情况下（假设今年信贷增速目标固定），价格上涨意味着实际需求减少；2）原材料价格大涨意味着企业（尤其是下游企业）成本增加，这将挤压企业利润空间、制约生产并造成部分供应链被中断。据财新报道，尽管出口订单强劲增长，但近几周来广东省部分地区仍要求当地制造企业暂停用电数小时甚至数天，以应对电力供应紧张问题。

图表 15：统计局土地成交额/成交面积较 2019 年增速



资料来源：Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

图表 16：CRB 价格指数（基本金属 vs 原材料）



资料来源：Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

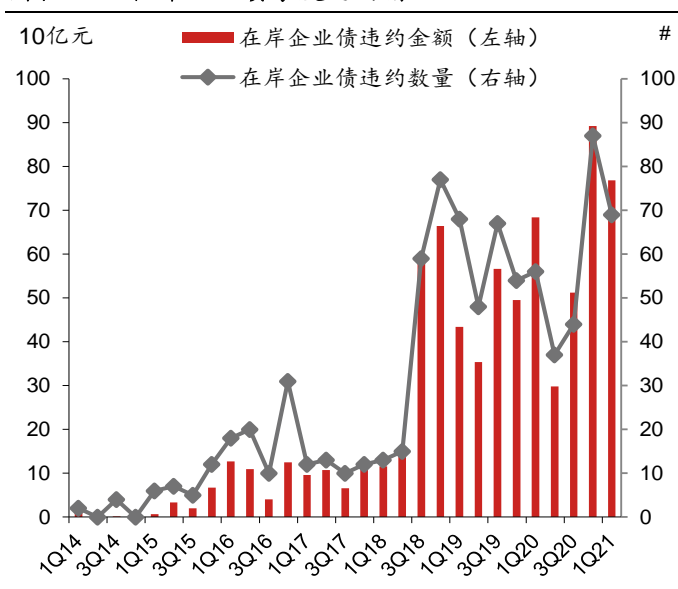
因素 5：“碳中和”环保运动或影响经济复苏进度

习近平主席提出力争于 2030 年前达到碳排放峰值、2060 年前实现碳中和的目标（即“30·60 目标”），各级政府和国有企业领导有可能提高目标和行动方案力度。对于经济影响而言，一方面，新一轮环保行动或对重工业生产造成冲击，包括钢铁、铝和其他原材料等；另一方面，原材料供应趋紧或进一步推高原材料价格，对实体经济造成更大下行压力。由于北方地区更加依赖重工业和能源密集型产业，环保行动可能对北方经济的冲击更大。

因素 6：政策正常化过程中信用违约风险攀升

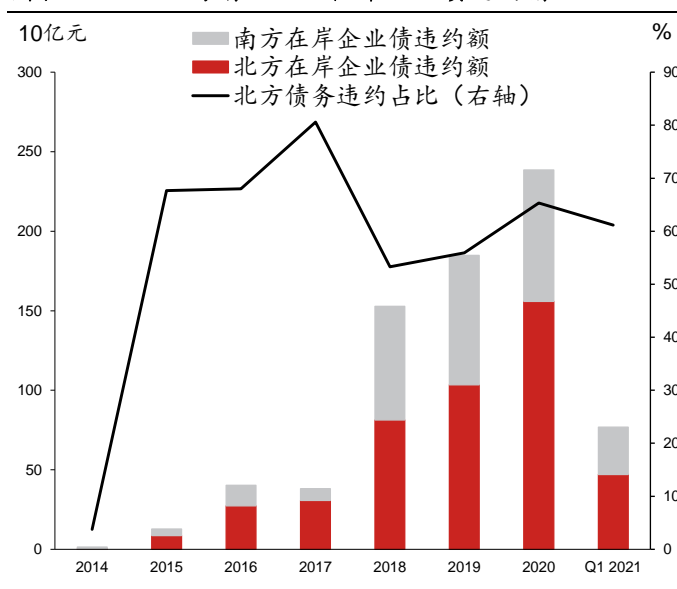
最近几个季度中国在岸市场债务违约事件频发（图 17），而离岸美元债的违约率也接近历史高点。由于债务偿还量将激增，随着刺激/宽松政策逐渐退出，再融资压力也在增加。北方小城市或对能源密集型产业依赖度较高，且之前曾从 2015-18 年抵押补充贷款（PSL）驱动的房地产繁荣中受益，因此新一轮环保行动和房地产调控收紧或给这些城市带来双重打击，从而触发更多信贷违约事件（图 18），并可能导致当地银行不良贷款增加、地方政府财政状况恶化，同时或将使当地经济面临较大下行压力。

图表 17：在岸企业债季度违约情况



资料来源：Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

图表 18：北方与南方地区在岸企业债违约情况



资料来源：Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

政策前瞻：政策正常化过程中不会出现“急转弯”

在我们看来，中央认为大宗商品价格飙升只是暂时性冲击，而且正如近期政策会谈所表明的那样，这种冲击主要是由供给而非需求驱动。因此，我们认为遏制大宗商品价格飙升的最佳办法是刺激生产，而非收紧货币和信贷供应。政策方面，由于对大宗商品价格快速走高的担忧日益加剧，我们认为中央将采取进一步行动确保供给，并调整部分过于宏大的碳减排措施。同时，中央在引导政策回归正常化时或将维持政策立场“不急转弯”的承诺，并着力维持人民币汇率对一揽子货币的基本稳定。

近期关于大宗商品价格、货币政策和人民币的政策评论

在近期召开的高层政策会议（包括国务院会议及国务院金融稳定发展委员会会议）上，李克强总理和刘鹤副总理强调要提振国内关键原材料供应、限制市场投机并打击比特币挖矿等部分高耗能活动，以应对大宗商品价格的飙升。

与此同时，高层决策者多次重申要保持货币政策稳定、将人民币基本稳定在

“合理均衡水平”、打击市场投机并防控金融风险。

5月23日央行副行长刘国强答记者问时表示，人民币在合理均衡水平保持了基本稳定，预计人民币未来走势将继续取决于市场供求和国际金融市场变化，并重申央行将保持人民币汇率基本稳定在“合理均衡水平”的承诺。

在5月27日召开的全国外汇市场自律机制第七次工作会议上，央行副行长刘国强、外管局副局长王春英等高层指出，应当长期坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。会议强调，“汇率不能作为工具，既不能用来贬值刺激出口，也不能用来升值抵消大宗商品价格上涨影响。”此外，会议认为关键是管理好市场预期，坚决打击各种恶意操纵市场、恶意制造单边预期的行为，并要求企业和金融机构都应积极适应汇率双向波动的状态。

我们认为中央将坚守政策立场“不急转弯”的承诺

考虑到疫情风险犹在，且下半年经济下行压力可能加大，我们认为中央在引导去年出台的刺激政策回归正常化时将非常谨慎。鉴于原材料价格快速走高主要是受进口价格上涨、国内主要原材料产量缩减的预期以及运输成本迅速攀升的影响，并非由过剩需求引起，我们认为中央不会为遏制PPI飙升而大幅收紧货币和信贷政策。

相反，中央或需着手解决市场关切的问题，并调整部分过于宏大的碳减排措施。然而，随着中央持续推进“双循环”发展战略，我们预计中央不会大幅放宽对房地产市场的紧缩措施，尽管北方地区的部分低线城市可能很快将面临财政吃紧的状况。

5 月数据前瞻

由于基数效应造成的扰动，除贸易数据外，4月主要经济指标同比增速普遍较3月放缓。剔除基数影响后，我们估计4月工业增加值、固定资产投资和出口相对于2019年同期增速均较3月改善，但消费表现相对疲软。我们预计5月经济潜在增长动能仍将坚挺，可能主要受消费、投资进一步走强，以及工业生产保持稳健增长的带动。我们维持对二季度实际GDP环比增速（经季调但未按年化）将从一季度的0.6%反弹至2.0%的预期，意味着同期实际GDP同比增速将从18.3%回落至8.1%。

预计经济潜在增长动能仍将坚挺

主要由于低基数效应逐渐减弱，我们预计5月工业增加值、固定资产投资和社零同比增速将分别从4月的9.8%、10.9%和17.7%降至8.7%、9.4%和14.0%，同期出口同比增速或将从32.3%进一步升至35.0%。剔除基数影响后，我们预计5月出口和工业增加值较2019年同期增速分别从4月的36.3%和14.1%降至30.3%和13.5%，而同期社零和固定资产投资较2019年同期增速将分别从8.9%和11.7%反弹至10.8%和13.7%。

CPI、PPI 或进一步上行，信贷增速或继续放缓

尽管猪肉价格涨幅进一步回落，但主要受非食品价格上涨的支撑，我们预计5月CPI同比涨幅将从4月的0.9%升至1.7%。在仍然有利的基数效应和大宗商品及工业品价格持续上涨的推动下，我们预计5月PPI同比涨幅或将从4月的6.8%进一步跃升至8.3%。5月信贷增速可能将继续放缓，社融存量同比增速或将从4月的11.7%降至11.1%，主要是由于在中央政策逐步回归正常化过程中，企业债和政府债净融资额增长慢于预期。我们预计新增人民币贷款将小幅降低，而社融规模将有所增加。

5月出口同比增速：35.0%（4月：32.3%）

进口同比增速：51.5%（4月：43.1%）

贸易顺差：604亿美元（4月：429亿美元）

我们预计5月按美元计出口同比增速将从4月的32.3%进一步升至35.0%，较2019年同期增速或从36.3%降至30.3%，原因在于发达经济体刺激措施产生的增长动能或失去部分动力，而来自新兴经济体的外部需求（尤其是对个人防护设备和居家办公电子产品的需求）或由于购买力有限而难以持续。此外，由于大宗商品价格飙升，近期中央出台相关政策措施优先保障国内市场供应，或令部分商品（特别是钢材）的出口受到制约。具体来看，中央自5月1日起提高了部分钢铁产品的出口关税，同时降低钢铁进口关税，着力提振国内供应。

我们预计5月按美元计进口同比增速将从4月的43.1%进一步升至51.5%，较2019年同期增速将从22.4%加快至26.4%，主要受四方面因素的支撑：1）部分由于中美贸易摩擦时期提前加大自美进口产生的回偿效应，2019年5月基数较低；2）全球大宗商品价格不断上涨；3）自2020年5月底以来人民币大幅升值；4）受近期中央政策措施影响，国内进口商（尤其是原材料进口商）或加大囤积力度。结合我们对进出口增速的预期，我们预计5月贸易顺差将从4月的429亿美元扩大至604亿美元。

工业增加值同比增速：8.7%（4月：9.8%）

主要受较高基数的影响，我们预计5月工业增加值同比增速将从4月的9.8%回落至8.7%。5月工业增加值较2019年同期增速或从4月的14.1%小幅降至13.5%，仍相对稳健，而同期年化增速或从6.8%放缓至6.5%，可能是由于5月中旬安徽和辽宁小规模疫情反复及相关社交隔离措施收紧、出口增长动能难以持续，或将远远抵消近期中央放宽/收回对高污染行业限制措施（旨在提振煤炭、钢铁等原材料及电力的国内供应，并遏制工业原材料价格快速走高）的影响。

固定资产投资同比增速（单月）：9.4%（4月：10.9%）**固定资产投资同比增速（累计）：16.6%（4月：19.9%）**

我们预计5月固定资产投资同比增速将从4月的10.9%回落至9.4%，主要受较高基数的影响（去年5月固定资产投资增速从4月的0.7%进一步加快至3.9%）。这意味着5月固定资产投资累计同比增速将从4月的19.9%放缓至16.6%。剔除基数影响后，我们预计5月固定资产投资较2019年同期增速将从4月的11.7%升至13.7%，主要支撑因素可能包括制造业投资持续改善（得益于中央“双循环”战略下对高科技制造业的持续政策支持）以及房地产开发投资有望加速增长（得益于中央集中供地机制且开发商交付预售新房的压力越来越大）。

由于前几个季度政府储蓄的迅速积累，基建投资增速大概率将保持稳定，但国内疫情成功得到遏制、国内经济稳健复苏，或多或少降低了政府加码基建刺激的必要性和紧迫性。

房地产开发投资同比增速（单月）：14.6%（4月：13.7%）**房地产开发投资同比增速（累计）：19.6%（4月：21.6%）**

我们预计5月房地产开发投资同比增速将从4月的13.7%微升至14.6%（2020年：7.0%），累计同比增速则将从21.6%回落至19.6%。剔除基数影响后，我们预计5月房地产开发投资较2019年同期增速将从4月的21.6%进一步升至23.9%，原因可能在于“五道红线”资产新规虽令房地产融资端收紧，但今年中央启动集中供地机制有望带动5月土地销售势头增强，且开发商交付预售房屋的压力日渐攀升。

万得百城土地成交额可作为房地产开发投资中土地购置项的代表性指标。截至5月23日万得百城土地成交额同比增速从4月的-22.7%回升至20.6%，同期万得百城土地成交面积同比增速则从13.1%降至-61.8%。

然而，5月新房销售可能会继续疲软。值得注意的是，截至5月23日30个重点城市新房成交面积同比增速从4月的43.0%进一步骤降至12.0%，较2019年同期增速则从15.1%回落至9.4%。

社零同比增速：14.0%（4月：17.7%）

我们预计5月社零同比增速将从4月的17.7%降至14.0%，主要受较高基数的影响（2020年5月同比增速从4月的-7.5%改善至-2.8%）。但由于五一黄金周期间国内服务业实现进一步复苏，我们预计5月社零较2019年同期增速将从4月的8.9%加快至11.3%，同期年化增速将从4.3%反弹至5.3%。社零相关高频数据如下：

汽车销售方面，乘联会数据显示，5月1-16日乘用车零售量同比增速从4月的12.3%降至1.0%；剔除基数影响后，5月1-23日乘用车零售量较2019年同期增速从4月的6.0%回落至-1.8%，可能受到芯片短缺的影响。

据智能出行平台航班管家的数据，5月1-25日客运航班执飞率从4月的90.9%降至86.5%，或是由于五一假期受抑制需求释放后的回偿效应，以及近期安徽、辽宁出现疫情反复。

我们预计石油及石油制品销量增速将基本保持稳定，因为2020年4月和5月同比增速都维持在-14.0%左右。在全球油价不断上涨的情况下，5月15日国家发改委将汽油、柴油零售价每吨提高100元。需注意，由于低基数效应的减弱，5月1-28日布油价格同比涨幅从4月的246.7%骤降至138.2%。

5月1-26日电影票房收入较2019年同期增速从4月的-46.9%跃升至29.8%，主要是由于今年五一档总票房达16.72亿元，创下五一档票房新高，远高于2019年五一档的全国票房（15.27亿元）。相比之下，2020年全年电影票房收入共计203亿元，较2019年的628亿元低68%。

PPI 同比涨幅：8.3%（4月：6.8%）

得益于大宗商品和工业品价格进一步上涨，我们预计5月PPI同比涨幅将从4月的6.8%跃升至8.3%，有望创下2008年10月以来新高。统计局高频原材料价格平均同比变化可作为衡量整体PPI的代表性指标，2015年1月至2021年4月两者相关系数达到0.91。根据我们的估计，5月1-20日统计局原材料价格平均同比涨幅从4月的40.3%升至49.0%。

5月大多数价格指数相关的高频指标加速增长。具体而言，5月1-28日铁矿石价格、螺纹钢价格、煤炭价格和南华工业品指数同比涨幅分别从4月的100.2%、42.0%、39.5%和47.7%升至121.6%、58.3%、68.9%和52.1%。全球来看，5月1-28日布油均价从4月的64.8美元/桶涨至68.9美元/桶，而随着低基数效应逐渐消退，同期同比涨幅则从246.7%降至138.2%。

CPI 同比涨幅：1.7%（4月：0.9%）

尽管猪肉价格涨幅进一步回落，但由于非食品价格上涨，我们预计5月CPI同比涨幅将从4月的0.9%跃升至1.7%。基数效应方面，2020年5月CPI环比变化从4月的-0.9%微升至-0.8%，但仍远低于2015-19年5月均值（-0.2%）。

主要由于猪肉供应情况改善，5月猪肉价格涨幅或进一步下降。具体来看，农业农村部数据显示，5月1-28日猪肉平均批发价从4月的32.1元/公斤跌至27.7元/公斤（图19），同比变化从-28.3%回落至-30.9%。

图表 19：农村农业部高频食品价格追踪

主要食品项目	平均批发价 (元/公斤)				月环比 (%)				同比 (%)		
	20年4月	20年5月	21年4月	21年5月	20年4月	20年5月	21年4月	21年5月	21年4月	21年5月	4-5月同比涨幅变化 (百分点)
猪肉	44.7	40.1	32.1	27.7	-6.3	-10.3	-14.4	-13.6	-28.3	-30.9	-2.6
牛肉	71.4	71.0	77.5	77.2	-1.1	-0.6	-0.6	-0.3	8.5	8.8	0.3
羊肉	67.4	67.1	77.5	76.4	-2.5	-0.5	0.2	-1.4	15.0	13.9	-1.1
鸡肉	17.4	16.9	17.4	17.4	2.8	-2.8	-3.0	0.1	0.0	2.9	2.9
鲜菜	4.4	3.8	4.5	4.3	-10.7	-12.9	-12.6	-6.2	3.0	10.9	7.9
鲜果	5.8	6.1	6.6	6.8	1.8	4.2	-0.4	2.8	13.6	12.1	-1.5
蛋类	7.1	6.6	8.7	9.2	2.0	-6.1	5.6	5.8	22.4	38.0	15.5

注：2021年5月数据截至5月28日。

资料来源：Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

农业农村部数据显示，4月能繁母猪存栏量环比增长1.1%，已连续19个月增长，同比增幅达23.0%，恢复至2017年底非洲猪瘟爆发前水平的97.6%（2021年3月为96.6%）。农业农村部估计，上半年猪肉供应量有望同比增长65%，预计未来几个月猪肉价格将继续面临下行压力。农业农村部还预计，今年端午节（6月12-14日）前后猪肉价格将小幅反弹。

基于高频数据与国家统计局官方数据的相关性，我们对国家统计局可能公布的主要CPI分项环比涨幅及其对CPI的贡献率进行了测算（图20）。根据我们的估计，猪肉和鲜菜价格或对5月CPI环比涨幅构成主要拖累，可能导致CPI环比涨幅分别下挫0.24和0.14个百分点。相比之下，随着PPI不断上行、服务业持续复苏，我们预计非食品价格将对CPI涨幅形成支撑。总体而言，我们预计5月CPI环比涨幅将从4月的-0.3%升至0.0%左右，意味着同期CPI同比涨幅将从0.9%跃升至1.7%。

图表 20：主要分项对 CPI 环比涨幅贡献率测算

主要食品项目	上月实际环比涨幅 (%)	本月预测环比涨幅 (%)	CPI 篮子权重预期 (%)	对 CPI 环比涨幅拉动 (pp)
	21年4月	21年5月	21年5月	21年5月
食品	-2.4	-1.1	20.0	-0.22
猪肉	-11.0	-10.5	2.3	-0.24
牛肉	-0.5	-0.3	0.8	0.00
羊肉	0.2	-0.7	0.6	0.00
鸡肉	-1.1	0.2	1.2	0.00
鲜菜	-8.8	-5.6	2.4	-0.14
鲜果	-3.8	1.6	1.9	0.03
蛋类	1.4	2.7	0.7	0.02
上述食品项目			9.9	-0.33
非食品	0.2	0.3	80.0	0.26
合计				0.04

注：由于国家统计局自 2019 年 11 月起停止发布禽类价格涨幅数据，我们使用农业部鸡肉批发价格替代。
资料来源：Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

新增人民币贷款：1.4 万亿元（4 月：1.47 万亿元）

新增社融：2.05 万亿元（4 月：1.851 万亿元）

M2 增速：8.3%（4 月：8.1%）

人民币贷款余额增速：12.2%（4 月：12.3%）

社融存量增速：11.1%（4 月：11.7%）

主要由于中央政策逐渐回归正常化时企业债和政府债净融资规模不及往年，我们预计 5 月社融存量同比增速将从 4 月的 11.7% 放缓至 11.1%。5 月流动性状况基本保持稳定，R007 和 DR007 日均值均低于 2.2%（7 天期逆回购利率）。

从季节性趋势水平来看，我们预计 5 月新增人民币贷款将从 4 月的 1.47 万亿元小幅降至 1.4 万亿元，低于 2020 年 5 月的 1.48 万亿元，但高于 2019 年 5 月的 1.18 万亿元。5 月人民币贷款余额同比增速或从 4 月的 12.3% 微降至 12.2%。5 月 M2 同比增速或从 4 月的 8.1% 小幅反弹至 8.3%，这是由于 5 月政府债券净融资步伐慢于往年，或导致企业/居民存款（M2 构成项）减少资金再配置到财政存款（非 M2 构成项）。

我们预计 5 月新增社融规模将从 4 月的 1.851 万亿元增至 2.05 万亿元（2019-20 年 5 月均值：2.449 万亿元），其中企业债和政府债融资规模明显低于去年同期水平。具体来看，根据万得债券交易层面的数据，截至 5 月 27 日企业债券净融资额从 4 月的 2860 亿元骤降至 -1570 亿元（2020 年 5 月：2050 亿元）；同期政府债券净融资额则从 3690 亿元激增至 7520 亿元（2020 年 5 月：1.514 万亿元）。基数效应方面，2020 年 5 月社融存量同比增速从 2020 年 4 月的 12.0% 升至 12.5%，并于 2020 年 10 月见顶（13.7%）。

图表 21: 5 月主要经济数据预测

指标	单位	21年5月 野村预测	21年4月	21年3月	21年2月	21年1月	1Q21	2020	发布日
景气调查									
官方制造业PMI	指数	51.1	51.1	51.9	50.6	51.3	51.3	49.9	5月31日
官方非制造业PMI	指数	54.5	54.9	56.3	51.4	52.4	53.4	52.6	5月31日
财新制造业PMI	指数	51.9	51.9	50.6	50.9	51.5	51.0	51.1	6月1日
经济活动									
工业增加值	同比%	8.7	9.8	14.1		35.1	24.5	2.8	6月16日
出口交货值 (人民币)	同比%		18.5	15.9		42.5	30.4	-0.3	6月16日
固定资产投资 (累计)	同比%	16.6	19.9	25.6		35.0	25.6	2.9	6月16日
固定资产投资 (当月)	同比%	9.4	10.9	19.4		35.0	25.6	2.9	6月16日
基础设施投资	同比%		2.8	21.6		35.0	26.8	3.4	6月16日
制造业投资	同比%		14.7	25.1		37.3	29.8	-2.2	6月16日
社会消费品零售总额	同比%	14.0	17.7	34.2		33.8	33.9	-3.9	6月16日
粗钢产量	同比%		13.4	19.1		12.9	15.6	5.2	6月16日
钢铁产品产量	同比%		12.5	20.9		23.6	22.5	7.7	6月16日
发电量	同比%		11.0	17.4		19.5	19.0	2.7	6月16日
有色金属产量	同比%		11.6	12.7		10.6	11.7	6.5	6月16日
水泥产量	同比%		6.3	33.1		61.1	47.3	1.6	6月16日
工业企业利润	同比%		57.0	92.3		178.9	137.3	4.1	6月27日
通胀									
CPI	同比%	1.7	0.9	0.4	-0.2	-0.3	0.0	2.5	6月9日
食品价格	同比%		-0.7	-0.7	-0.2	1.6	0.2	10.6	6月9日
非食品价格	同比%		1.3	0.7	-0.2	-0.8	-0.1	0.4	6月9日
PPI	同比%	8.3	6.8	4.4	1.7	0.3	2.1	-1.8	6月9日
贸易									
出口 (美元)	同比%	35.0	32.3	30.6		60.6	49.0	3.6	6月7日
进口 (美元)	同比%	51.5	43.1	38.1		22.2	28.0	-1.1	6月7日
贸易收支	10亿美元	60.4	42.9	13.8		51.6	116.4	535.0	6月7日
货币与信贷									
社融存量	同比%	11.1	11.7	12.3	13.3	13.0	12.3	13.3	6月10-15日
人民币贷款余额	同比%	12.2	12.3	12.6	12.9	12.7	12.6	12.8	6月10-15日
M2	同比%	8.3	8.1	9.4	10.1	9.4	9.4	10.1	6月10-15日
社会融资规模	10亿元	2,050	1,851	3,340	1,713	5,170	10,240	34,860	6月10-15日
新增人民币贷款	10亿元	1,400	1,470	2,730	1,360	3,580	7,670	19,638	6月10-15日
企业债券	10亿元		351	354	131	375	861	4,450	6月10-15日
政府债券	10亿元		374	313	102	244	658	8,340	6月10-15日
委托贷款	10亿元		-21	-4	-10	9	-5	-395	6月10-15日
信托贷款	10亿元		-133	-179	-94	-84	-357	-1,100	6月10-15日
财政状况									
财政收入	同比%		29.4	42.4		18.7	24.2	-3.9	6月中旬
财政支出	同比%		-3.4	0.2		10.5	6.2	2.8	6月中旬
房地产市场									
房地产开发投资 (累计)	同比%	19.6	21.6	25.6		38.3	25.6	7.0	6月16日
房地产开发投资	同比%	14.6	13.7	14.7		38.3	25.6	7.0	6月16日
商品房销售额	同比%		32.5	58.1		133.4	88.5	8.7	6月16日
商品房销售面积	同比%		19.2	38.1		104.9	63.8	2.6	6月16日
新开工面积	同比%		-9.3	7.2		64.3	28.2	-1.2	6月16日
房地产开发投资资金	同比%		19.6	26.6		51.2	41.4	8.1	6月16日
土地销售额	同比%		-45.4	-43.1		14.3	-17.2	17.4	6月16日
土地销售面积	同比%		-15.4	-3.2		33.0	16.9	-1.1	6月16日

资料来源: Wind、野村全球经济、野村东方国际证券

附录

相关研究

《5月财新制造业 PMI 微幅反弹》	2021.06.01
《央行上调外汇存款准备金率 2pp》	2021.06.01
《5月官方 PMI 表现依然坚挺》	2021.05.31
《4月财政改善，土地出让金疲软》	2021.05.24
《4月数据显示经济复苏不均衡》	2021.05.17

联系方式

李远帆 +86 21 66199094 yuanfan.li@nomuraai-sec.com	沈颖 +86 21 66199087 ying.shen@nomuraai-sec.com	吴琳 +86 21 66199037 lin.wu@nomuraai-sec.com
池雨点 +86 21 66199026 yudian.chi@nomuraai-sec.com	王威 +86 21 66199146 yu.wang1@nomuraai-sec.com	孟丹 +86 21 66199042 dan.meng@nomuraai-sec.com
庞舒然 +86 10 56329370 shuran.pang@nomuraai-sec.com	朱研 +86 21 66199057 yan.zhu@nomuraai-sec.com	
沈云霞 +86 21 66199080 yunxia.shen@nomuraai-sec.com		

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职业资格并注册为证券分析师，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本人的研究观点，本人不曾，也将不会因本报告的观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

本报告由野村东方国际证券有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认可的已公开资料，包括来自第三方的信息，例如来自信用评级机构的评级信息。野村东方国际证券有限公司及其关联机构（以下统称“野村东方国际证券”）对这些信息的准确性、完整性或时效性不做任何保证，也不保证这些信息不会发生任何变化。此外，本报告不提供任何与税务相关的信息或意见。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或询价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的推荐或者投资操作性建议。尽管根据中国法律野村东方国际证券对本报告的内容全权负责，但在任何情况下，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有责任。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的信息、意见进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就该等决策咨询专业顾问的意见，同时自行承担所有风险。对于本报告中信息及意见的错误或疏漏（无论该等错误或疏漏因何原因而产生），以及对依据、使用或参考本报告所造成的一切后果，野村东方国际证券及/或其关联人士（包括各自的雇员）均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日（或报告内部载明的特定日期）的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，野村东方国际证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会在本报告中，或在与野村东方国际证券的客户、销售人员、交易人员、其他业务人员的不时交流中，针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的事件进行交易策略分析；这种对短期影响的分析可能与分析师已发布的关于标的证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致。无论该等交易策略分析是否存在上述相反或不一致，均不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

野村东方国际证券可能发出其他与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。本报告反映署名分析师的观点、见解及分析方法，并不代表野村东方国际证券。野村东方国际证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。野村东方国际证券没有将此意见及建议向本报告所有接收方进行更新的义务。野村东方国际证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据仅代表过往表现。过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收方是基于该接收方被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资者考虑而独立做出的。

本报告依据中华人民共和国的法律法规和监管要求于中国大陆提供。

特别声明

在法律许可的情况下，野村东方国际证券可能与在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。野村东方国际证券及其关联人士（包括其雇员）在适用法律允许的范围内，可能自行或代理他人长期或短期持有、买入或卖出本报告涉及的标的证券或其他金融工具。野村东方国际证券亦可能就等证券或其他金融工具承担做市商或流动性提供者的身份。因此，投资者应当考虑野村东方国际证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告仅面向经野村东方国际证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收方才可以使，且接收方具有保密义务。野村东方国际证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为野村东方国际证券的客户。

本报告可能包含来自第三方的信息，例如来自信用评级机构的评级信息。野村东方国际证券重视和保护他人的包括人格权、知识产权在内的合法权益，并已尽最大努力审查信息来源的客观真实性，注明第三方信息来源与权利信息，保护

第三方合法权益。当权利人发现本报告可能侵犯其合法权益，权利人可以向野村东方国际证券提出异议，经核实后野村东方国际证券将根据中国法律法规采取措施修改、移除或删除相关内容。除非有该等第三方的事先书面允许，该等信息不得被再加工或转发。

本报告的版权仅为野村东方国际证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表、引用或再加工。未经野村东方国际证券授权或超出野村东方国际证券授权范围的任何使用，或非由野村东方国际证券作出的对本报告的修改，如果侵犯了第三方知识产权，责任由使用者承担，野村东方国际证券不承担任何责任。除本特别声明第三段所述情况外，野村东方国际证券不承担任何关于更新或修改本报告的义务。

野村东方国际证券对本报告及本免责条款具有修改权和最终解释权。