

专题研究

2020年6月17日

中诚信国际

宏观经济

需求改善弱于供给，制约经济复苏节奏

——2020年5月宏观经济形势分析与展望

概述

- **工业生产继续恢复，疫情持续长期仍将制约生产。**
工业生产继续修复，基建发力推动相关行业改善。5月份工业增加值同比增长4.4%，较上月回升0.5个百分点。稳增长政策对建筑工程、基建原料等相关行业生产推动显著。后续来看，随着基数的上行和需求疲弱对工业生产生产的拖累作用进一步显现，工业生产修复的节奏或将有所放缓。
- **稳增长政策发力下需求继续改善，疫情反复需求侧仍有压力**
 - **稳增长发力投资持续改善，制造业投资低迷隐忧犹存。**随着疫情得到控制，1-5月投资降幅较1-4月收窄4个百分点，同比下降6.3%。在疫情冲击下企业投资动力有限，不过制造业中高新技术产业投资持续快速恢复。后续来看，由于内外需求低迷制造业回升空间仍有限制，“房住不炒”下房地产投资回升有限，从全年来看投资仍难以乐观。
 - **社零降幅继续收窄，北京疫情爆发或对居民消费信心带来冲击。**5月份各地对居民的限制进一步放松，社零额同比下降2.8%，降幅进一步收窄。在居民活动进一步解除限制以及五一小长假的推动下，餐饮收入同比显著收窄；替代效应下粮油、食品类增速出现显著回落。后续来看，6月初疫情在北京市小范围内爆发，导致部分刚恢复不久的消费行业再度受到打击，这将在短期内对居民消费形成一定的冲击。
 - **出口走弱但好于预期，欧美复工复产短期改善可期。**从5月份外贸数据来看，进出口同比下降9.3%，出口同比下降3.3%，进口同比下降16.7%，当月实现贸易顺差629.3亿美元。后续来看，在全球需求改善，我国此前较早的复工复产将为这一短期释放的需求提供有效的供应，短期内出口将会有所改善。从进口来看，随着欧美复工复产持续，供应链体系将有所恢复，短期来看进口或有望改善。
- **供给回暖 CPI 重回“2”区间，需求改善 PPI 环比跌幅收窄**
 - 5月CPI同比上涨2.4%，较前值回落0.9个百分点。PPI同比下跌3.7%、跌幅走阔0.6个百分点。供应回暖叠加翘尾走弱，年内CPI或延续下行；短期内PPI或将维持低位运行。
- **需求改善外需仍承压，制造业 PMI 小幅回落**
 - 5月，制造业PMI为50.6%，较前值回落0.2个百分点，仍位于荣枯线上方。5月非制造业PMI较上月回升0.4个百分点至53.6%，连续三个月回暖，非制造业景气程度持续改善。
- **地方债发行推高融资，社融短期或有调整全年高增不改**
 - 政府债券融资大幅上升，成支撑社融主要因素。5月社融为3.19万亿元，较去年同期多增1.48万亿元，政府债券净融资出现集中爆发态势，成为当月社融回升的主要支撑因素。
 - 5月份，M2同比增长11.1%，与上月持平；M1同比增长6.8%，较上月加快1.3个百分点，较去年同期加快3.4个百分点，疫情爆发以来持续反弹，为2018年5月以来的新高。
- **小结与展望：经济环比恢复最快速期已过，供需不平衡叠加疫情影响短期内经济复苏步伐或边际放缓**
 - 5月份在疫情得到有效控制的前提下，经济延续了4月份的持续修复逻辑。但值得关注的是，供需两侧恢复并不平衡。一方面，复工复产带来的生产侧数据的改善见效明显；但另一方面，相比之下需求侧的恢复则更为漫长，投资的内生性动力仍然疲弱，消费的恢复历时也相对漫长，但近月以来北京再度出现疫情，虽然目前来看仍处于局部可控范围内，但仍有可能对居民消费信心带来冲击；此外，出口虽然整体好于预期，但低迷态势并没有改变。供需不平衡将对经济的整体修复带来拖累，随着基数的回升和需求疲弱的拖累，后续经济环比恢复的速度将有所放缓。

联络人

作者

研究院 宏观金融研究部

李路易 010-66428877-511

lyli01@ccxi.com.cn

王秋凤 010-66428877-452

qfwang01@ccxi.com.cn

其他联系人

中诚信国际研究院副院长

袁海霞 010-66428877-261

hxyuan@ccxi.com.cn

相关报告：

复工复产推进经济改善，海外疫情阴霾犹存，2020年5月20日；

疫情冲击经济首现负增长，政策坚持底线思维，2020年4月24日；

疫情冲击一季度或现负增长，新冠全球蔓延加剧不确定性，2020年3月20日；

宏观数据未充分体现疫情冲击，后续影响将显现，2020年3月5日；

疫情冲击下，政策如何稳增长？——近期重要会议释放的经济信号，2020年2月28日；

新型冠状病毒疫情对中国经济的影响及应对；2020年2月5日；

经济短时回稳如预期，逆周期政策仍需发力，2019年12月20日。

5 月份，国内疫情防控形势总体向好，复工复产持续推进，各项经济指标延续 4 月以来的复苏态势。从供给端来看，规模以上工业增加值同比增长 4.4%，增速较上月加快 0.5 个百分点，在上月由负转正基础上继续回升；从需求端来看，投资与消费降幅均有收窄，出口虽较上月走弱但仍好于此前市场悲观预期，三大需求短期向好。但值得一提的是，供给恢复速度持续快于需求的恢复速度，供需修复并不同步，这一状态持续或将对后续经济恢复的节奏带来一定制约。从价格水平来看，随着“猪周期”影响的回落，CPI 重回“2”时代，PPI 延续负增长，通胀担忧缓解但通缩担忧有所加大。在经济持续修复的背景下，央行货币政策处于观察期，社融较小月仅小幅多增总体运行较为平稳，M2 同比增速与上月持平。

表 1 2020 年 5 月中国宏观经济核心指标一览表

	2020 年					去年同期	最新
	5 月	4 月	3 月	2 月	1 月		变化
工业增加值同比 (%)	4.4	3.9	-1.1	NA	NA	5.0	↑
固定资产投资累计同比 (%)	-6.3	-10.3	-16.1	-24.5	NA	5.6	↑
社会消费品零售额同比 (%)	-2.8	-7.5	-15.8	NA	NA	8.6	↑
出口：当月同比 (%)，美元	-3.3	3.5	-6.6	NA	NA	1.1	↓
进口：当月同比 (%)，美元	-16.7	-14.2	-0.9	NA	NA	-8.2	↓
贸易顺差 (亿美元)	629.3	453.4	199	NA	NA	412.0	↑
CPI	2.4	3.3	4.3	5.2	5.4	2.7	↓
PPI	-3.7	-3.1	-1.5	-0.4	0.1	0.6	↓
M2：同比	11.1	11.1	10.1	8.8	8.4	8.5	↔
社会融资规模 (亿元)	31900	30900	51492	8578	50697	17124	↑

(注：↓、↑、↔分别表示与上月相比，2020 年 4 月指标出现下降、上升或持平)

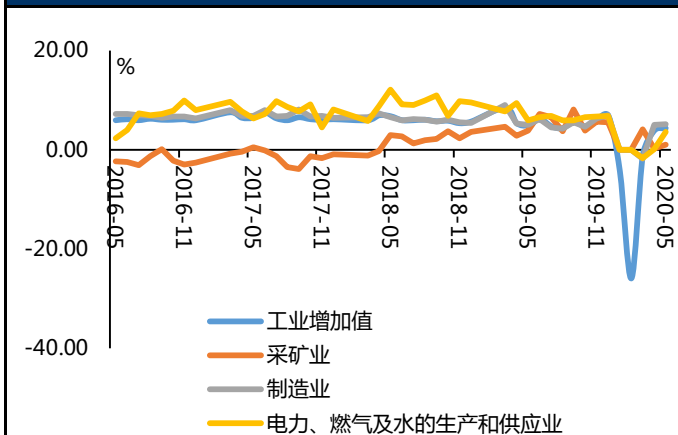
一、工业生产继续恢复，疫情持续长期仍将制约生产

工业生产继续修复，基建发力推动相关行业改善。5 月份工业增加值同比增长 4.4%，较上月回升 0.5 个百分点。其中，全球大宗商品工业品与农业品价格指数均显著回升，此外原油指数也走出低迷的趋势，为此以上游行业为主的采矿业增加值同比增长 1.1%，较上月回升 0.8 个百分点，制造业增加值同比增长 5.2 个百分点，较上月加快 0.2 个百分点；电力、燃气及水的生产和供应业增加值同比增长 3.6 个百分点，较上月回升 3.4 个百分点。稳增长政策对相关工业行业增加值推动显著，由于 5 月份再次提前下达新增专项债 1 万亿元，并基本于当月使用完毕，所以推动基建相关类工业增加值大幅回升，建筑工程用机械产量同比增长 38.4%，增速较上月加快 17.5 个百分点，其中挖掘机增长 82.3%，较上月加快 32.8 个百分点；大中型拖拉机、混凝土机械、载货汽车分别增长 56.1%、42.2%、54.7%；此外基建原材料相关产品增加值也显著加快。高技术行业增加值则延续着高增长态势，同比增长 8.9%，增速持续高于制造业整体增速。从 6 大集团耗煤量来看，在日均耗煤量持续恢复的背景下，5 月份耗煤量年内同比增速首次为正。

工业生产环比恢复节奏或将有所放缓。虽然 5 月份工业生产继续修复，但修复幅度较 4 月份有所收窄。后续来看，随着基数的上行和需求疲弱对工业生产的拖累作用进一步显现，工业生产修复的节奏

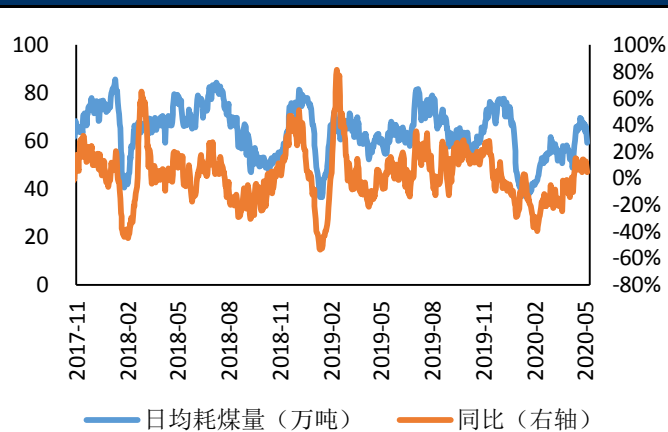
或将有所放缓。6月以来，六大发电集团日均耗煤量有所回落，同比增速有所放缓，也在一定程度上佐证了工业生产修复步伐的放缓。从全年来看，虽然4-5月工业生产反弹较快，内外需求疲弱下工业生产所受到的制约仍较大，工业生产仍难以乐观。

图 1：工业生产继续回升



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 2：六大集团耗煤量同比转正



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

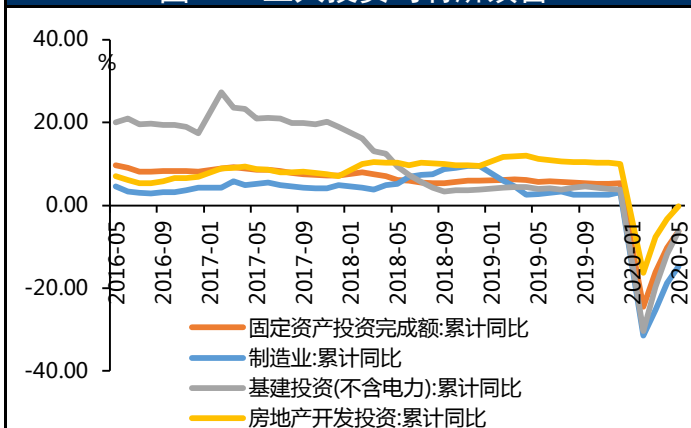
二、稳增长政策发力下需求改善，疫情反复需求回暖难乐观

（一）稳增长发力投资持续改善，制造业投资低迷隐忧犹存

稳增长政策持续基建快速回升，制造业投资虽有改善但同比仍大幅下降。随着疫情得到控制，1-5月投资降幅较1-4月收窄4个百分点，同比下降6.3%。其中，在政策支撑下基建投资降幅收窄幅度继续位居三大类投资首位，降幅较上月收窄4.5个百分点，同比下降6.3%；房地产投资同比下降0.3%，较上月收窄3个百分点，延续改善态势。但值得一提的是，制造业投资虽然降幅较上月收窄4个百分点，但同比降幅仍然高达14.8个百分点，说明在疫情冲击下企业投资动力仍然不足，这将或对后续工业生产快速恢复的力度和可持续性形成制约。不过，从制造业投资的内部结构来看，随着政治局会议中强调“推动制造业升级和新兴产业发展”、“提高科技创新支撑能力”，相关政策持续加大对高新技术行业的支持力度，高新技术产业投资持续快速恢复，1-5月高技术产业投资同比增长1.9%，较1-4月增长4.9个百分点；其中高技术制造业投资同比增长2.7%，高技术服务业投资同比增长0.5%，增速均较上月回暖。分所有制来看，1-5月国企投资与民间投资均有所修复，但国有企业投资修复程度速度好于民营企业。其中国有企业投资同比下降6.9%，降幅较上月收窄5.9个百分点，民营企业投资同比下降13.3%，较上月收窄5.5个百分点。

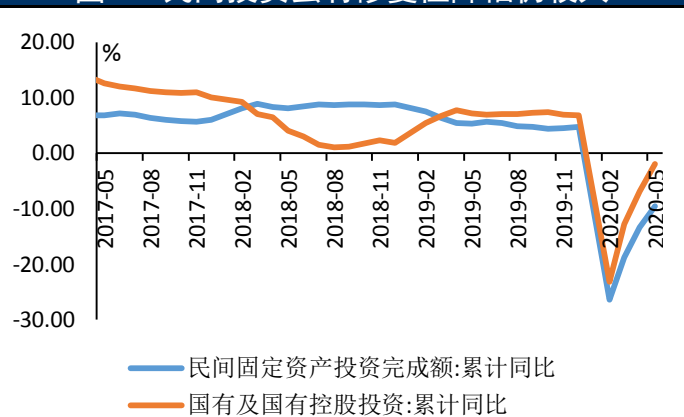
投资尤其是制造业投资增长空间增长仍受限。随着稳增长政策的效果持续显现，基建投资改善势头不减；低基数的背景下制造业投资上升空间仍较大；房地产投资在房地产销售回稳的情况下转正可期，整体来看，投资在短期内呈改善趋势。但是内外需求低迷制造业回升空间仍有限制，“房住不炒”下房地产投资回升有限，从全年来看投资仍难以乐观。

图 3：三大投资均有所改善



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 4：民间投资虽有修复但降幅仍较大



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（二）社零额降幅继续收窄，北京疫情爆发或对居民消费信心带来冲击

疫情防控有所缓和，社零额有所改善。5 月份各地对居民的限制进一步放松，社零额同比下降 2.8%，降幅较上月收窄 4.7 个百分点；扣除价格因素后实际下降 3.7%，较上月收窄 5.4 个百分点。分类别来看，在中央和地方出台的稳定和促进汽车消费政策带动下，限额以上汽车类消费同比上升 3.5%，为 2018 年 5 月以来的次高增速（2019 年 6 月份国五国六标准切换对汽车消费扰动较大，故当期增速为近两年来新高）。在居民活动进一步解除限制以及五一小长假的推动下，餐饮收入同比显著收窄，同比下降 18.9%，较上月收窄 12.2 个百分点，此外限额以上住宿行业同样显著收窄；但由于外出饮食的替代效应，导致粮油、食品类增速出现显著回落，同比增长 11.4%，较上月大幅下降 6.8 个百分点。此外由于今年“618”活动预热提前近一个月，带动实物商品网上零售额累计同比进一步上升，累计同比增长 11.5%，较上月增长 3.9 个百分点。

短期消费修复持续，但北京疫情再度爆发将对消费有所冲击。整体来看，5 月份社零额恢复持续，特别是部分服务型消费大幅改善。6 月份，随着电商年中促销，或将对网络消费带来一定推动。但是 6 月初疫情在北京市小范围内爆发，出于对疫情的警惕，各地应急措施在不同程度上有所提升，对逐步恢复的居民信心和活动造成了一定的冲击，特别是部分刚恢复不久的消费行业再度受到打击，这将在短期对居民消费形成一定的冲击。

图 5：社零额持续改善

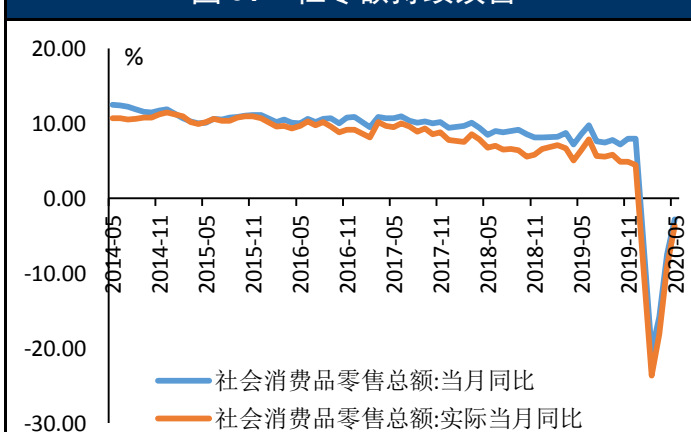
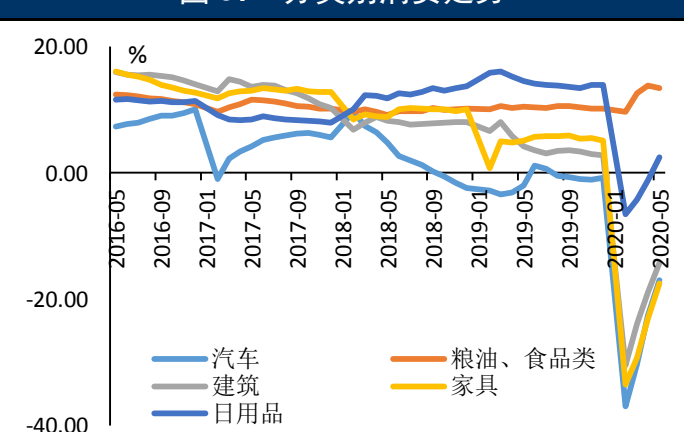


图 6：分类别消费走势



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

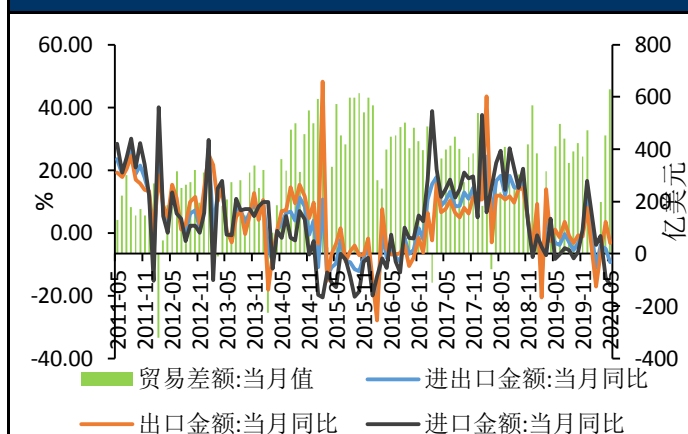
数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

（三）出口走弱但好于预期，欧美复工复产短期改善可期

全球疫情持续进出口均走弱，衰退型顺差走阔。从5月份外贸数据来看，以美元计价的进出口总额同比下降9.3%，降幅较4月扩大4.2个百分点。其中，出口同比下降3.3%，较4月回落6.8个百分点；进口同比下降16.7%，降幅较4月份走阔2.5个百分点。当月实现贸易顺差629.3亿美元，顺差持续走阔，较上月增加176亿美元。从出口来看，5月份出口增速有所回落，但出口增速下行幅度仍好于预期：一方面，人民币汇率较去年同期大幅走弱，对以美元计价的出口额有所拖累，如果不考虑汇率因素，5月份出口与去年同期大致持平。另一方面，虽然新兴经济体的疫情扩散加剧，但欧洲主要国家疫情逐步得到控制，复工复产持续推进，美国疫情进入平台期但也开始了复工复产，发达国家疫情的改善对我国的出口提供了一定的支撑，从而使得出口增速好于预期。从进口来看，进口下行主要有两方面原因：一方面虽然欧美复工复产已经持续推进，但在较大的防控压力下，生产恢复有限导致供应存在一定压力；另一方面，国内需求偏弱、人民币汇率走弱在一定程度上加大了进口的压力。此外，大宗商品价格的低迷也在一定程度上拉低了进口增速。

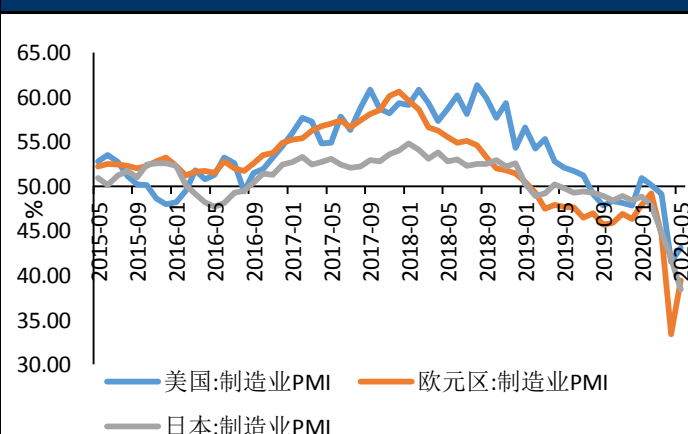
主要贸易伙伴复工复产后续进出口短期或有所改善，全球经济疲弱后续外贸持续承压。当前疫情虽然在新兴经济体持续扩散，但是主要发达国家复工复产持续推进，此前受损的供应链体系将逐步恢复，同时此前受到压制的需求将有所释放。从出口来看，当前摩根大通综合和制造业PMI均扭转了下行的趋势，欧美PMI同样结束下行走势。在全球需求改善，短期持续释放的背景下，我国此前较早的复工复产将为这一短期释放的需求提供有效的供应，短期内出口将会有所改善，不过由于中美大国博弈持续、疫情之下全球经济低迷难改，从全年看我国出口仍面临较大的压力。从进口来看，随着欧美复工复产持续，供应链体系将有所恢复，全球供应将有所改善，我国进口PMI也有所回升，短期来看进口或有望改善。

图7：进出口走势



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图8：欧美PMI改善



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

三、供给回暖 CPI 重回“2”区间，需求改善 PPI 环比跌幅收窄

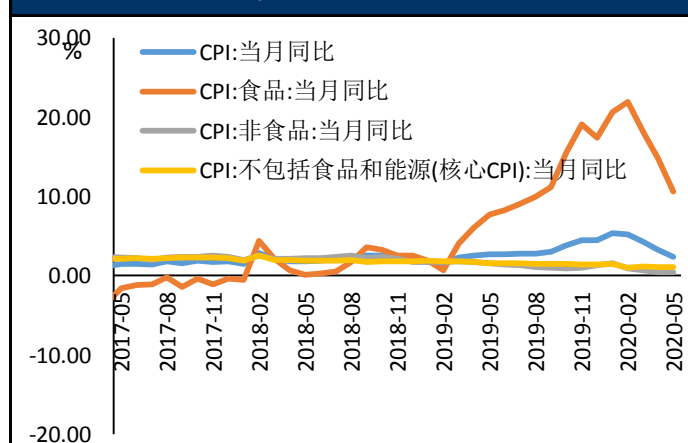
食品价格延续回落，CPI 同比回落、重回“2”区间。5月CPI同比上涨2.4%，较前值回落0.9个百分点，翘尾因素影响3.24个百分点，新涨价因素影响-0.84个百分点；CPI环比下降0.8%，降幅较上月

收窄 0.1 个百分点。其中,食品价格同比上涨 10.6%,涨幅回落 4.2 个百分点;非食品价格同比上涨 0.4%,涨幅与前值持平;核心 CPI 同比与前值持平在 1.1%。夏季来临、各类食品供给增加,食品类价格同比涨幅均回落。畜肉类价格同比上涨 57.4%,较前值回落 9.3 个百分点。其中,生猪产能进一步恢复,叠加猪肉消费进入淡季,猪肉价格同比涨幅回落 15.2 个百分点至 81.7%;夏季来临,鲜菜、鲜果供应增加,价格同比分别下降 8.5%、19.3%,降幅进一步走阔;蛋类供应较为充足,价格同比下跌 12.3%,跌幅走阔 9.6 个百分点。非食品类价格多数回落,文化娱乐及服务类价格小幅回升。其中服务类价格回升 0.1 个百分点至 1.0%,消费类价格回落 1.4 个百分点至 3.3%。

复工复产持续推进、需求边际改善,PPI 环比跌幅收窄,高基数下同比跌幅走阔。PPI 同比下跌 3.7%、跌幅走阔 0.6 个百分点,环比下跌 0.4%、跌幅收窄 0.9 个百分点,在 3.7% 的同比降幅中,翘尾影响-0.5 个百分点,新涨价影响-3.2 个百分点,新涨价因素跌幅走阔 0.4 个百分点。需求边际改善下多数工业品价格环比跌幅收窄,中上游工业价格由降转涨。多数工业品价格延续下跌走势,但需求边际改善下跌幅有所收窄,受国际油价小幅反弹影响,石油和天然气开采业价格环比下降 9.1%,跌幅收窄 26.6 个百分点。PPIRM 环比跌幅收窄、同比跌幅走阔,与 PPI 剪刀差走阔。PPIRM 同比跌幅走阔 1.2 个百分点至 5.0%,环比跌幅收窄 1.1 个百分点至 1.2%,与 PPI 剪刀差走阔 0.6 个百分点至 1.3%。分行业看,多数工业品环比价格跌幅收窄,有色金属材料价格转跌为涨。

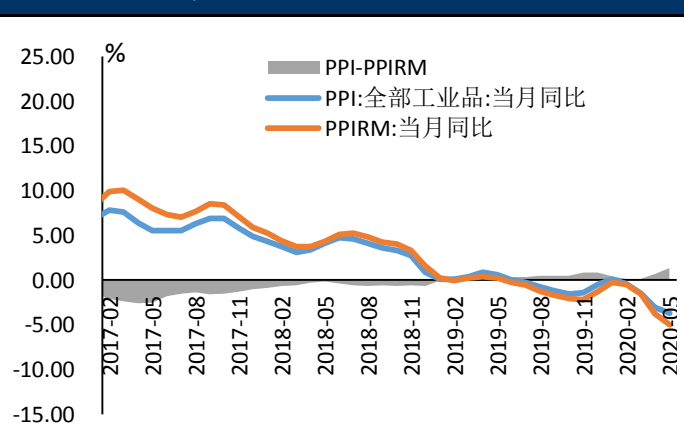
供应回暖叠加翘尾走弱,年内 CPI 或延续下行;短期内 PPI 或将维持低位运行。CPI 方面,从食品价格看,夏季来临、鲜菜鲜果供应充足,猪肉需求回落、补栏积极性延续回暖,食品价格已进入下行通道,预计仍将带动 CPI 回落;非食品价格方面,随着国内疫情边际可控、需求回暖,交通、服务业价格后续或有一定回升空间,或将对后续 CPI 回落的幅度形成一定对冲。3 季度后,伴随翘尾因素逐月走弱,在供给延续回暖下,CPI 将延续回落。PPI 方面,考虑到两会已经正式下达全年新增专项债额度,预计后续新增专项债对基建投资的提振效果将进一步显现,叠加下半年翘尾回升,PPI 跌幅或将有所收窄;但另一方面,外需仍然较弱,或将对国际油价的回升以及国内经济复苏形成一定掣肘,同时专项债对基建投资的实际效果仍要关注项目实际推进速度及实物工作量的形成进度,预计短期内 PPI 仍将维持低位运行。

图 9: CPI 走势



数据来源: 中诚信国际宏观利率数据库

图 10: PPI 延续回落



数据来源: 中诚信国际宏观利率数据库

四、需求改善外需仍承压，制造业 PMI 小幅回落

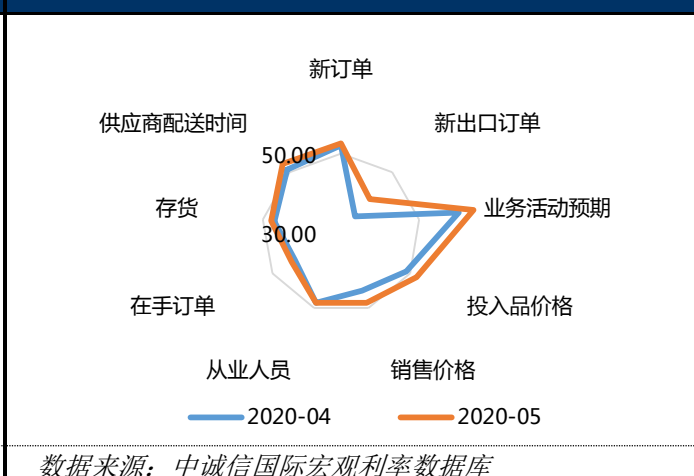
制造业 PMI 连续两个月小幅回落。5 月，制造业 PMI 为 50.6%，较前值回落 0.2 个百分点，仍位于荣枯线上方。其中，企业生产经营活动预期指数回升 3.9 个百分点至 57.9%。新订单指数较前值小幅回升 0.7 个百分点至 50.9%，在本月 PMI 数据中较为亮眼。外需方面，5 月以来，随着欧元区、美国疫情防控措施边际放松、复产复工进度加大，疫情对海外经济的破坏性影响边际减弱，欧元区、美国 5 月 PMI 均有所回升，新出口订单指数回升 1.8 个百分点至 35.3%，但仍处在历史低位。数据显示，5 月全国规模以上工业企业平均开工率和复岗率分别回升至 99.1% 和 95.4%，基本达到了正常水平。在复产复工正常水平下，生产指数小幅回落 0.5 个百分点至 53.2%，为本月 PMI 回落的主要拖累项，在 PMI 降幅中占比 56%。从价格指数看，主要原材料购进价格与出厂价格均回升，或与 5 月海外复工情况边际改善下，国际油价整体回升带动上游价格低位反弹有关，出厂价格与原材料价格剪刀差较前值回落 2.6 个百分点至 -2.9%，制造业企业盈利空间持续承压。

非制造业 PMI 连续三个月回升，建筑业及服务业景气度延续改善。5 月非制造业 PMI 较上月回升 0.4 个百分点至 53.6%，连续三个月回暖，非制造业景气程度持续改善。服务业 PMI 回升 0.2 个百分点至 52.3%，细分行业分化仍存。建筑业 PMI 回升 1.1 个百分点至 60.8%，连续三个月回升，复产复工进度持续向好。

图 11：制造业供需边际改善



图 12：非制造业商务活动 PMI 指数多数回升



五、地方债发行推高融资，社融短期或有调整全年高增不改

政府债券融资大幅上升，成支撑社融主要因素。5 月社融为 3.19 万亿元，较去年同期多增 1.48 万亿元，较上月多增 959 亿元，新增社融同比环比均有所增长。新增表内、表外与直接融资均延续着同比增多的趋势。其中，新增表内融资 1.60 万亿元，较去年同期多增 3910 亿元，但较上月小幅少增 1192 亿元，连续两月回落，随着疫情得到有效控制和经济复工复产，信贷从极度宽松回归合理水平；新增表外融资 226 亿元，较上月多增 205 亿元，较去年同期多增 1677 亿元；受企业公布年报等因素影响，5 月份为发债低谷期，企业债券净融资 3324 亿元，较上月少增 6006 亿元，但仍较同期多增 2032 亿元；5 月初国常会提出再提前下达 1 万亿元专项债新增额度，并力争 5 月底发行完毕，为此政府债券净融资出现

集中爆发态势，较上月多增 8043 亿元，较去年同期多增 7543 亿元，达到 1.14 万亿元，成为当月社融回升的主要支撑因素。

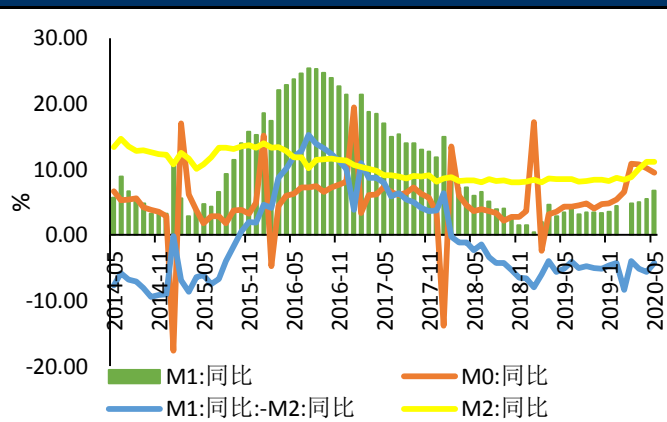
财政存款扰动下 M2 增速与上月持平，M1 回升或表明经济活力有所修复。5 月份，M2 同比增长 11.1%，与上月持平，并未与社融保持同步攀升态势，或由于 5 月密集发行的地方债并未及时用出而是形成了大量财政存款，并未形成银行体系的 M2，因而在一定程度上拖累了 M2 增速；M1 同比增长 6.8%，较上月加快 1.3 个百分点，较去年同期加快 3.4 个百分点，疫情爆发以来持续反弹，为 2018 年 5 月以来的新高。M1 的回升或主要是由于复工复产的持续推进，企业投资活动有所恢复，表明经济活力有所恢复。

图 13：新增社融走势



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

图 14：M2 与 M1 走势



数据来源：中诚信国际宏观利率数据库

六、小结与展望：经济环比恢复最快期已过，供需不平衡叠加疫情影响短期内经济复苏步伐或边际放缓

从 5 月份经济数据来看，在疫情得到有效控制的前提下，经济延续了 4 月份的持续修复逻辑。但值得关注的是，供需两侧恢复并不平衡。一方面，复工复产带来的生产侧数据的改善见效明显，工业与制造业增加值在疫情得到控制后得以迅速反弹，但近日以来北京疫情再度爆发，北京乃至其他区域的疫情管控措施都将趋严，仍然可能对生产尤其是服务业生产带来冲击。另一方面，相比之下需求侧的恢复则更为漫长：虽然在稳增长政策发力的背景下基建投资快速修复，房地产投资也体现出较强的韧性，但制造业投资、民间投资仍然持续处于两位数的降幅，投资的内生性动力仍然疲弱；疫情之下居民收入和消费信心均会受到了冲击，消费的恢复历时也相对漫长，尤为值得一提的是，近日以来北京再度出现疫情，虽然目前来看仍处于局部可控范围内，但仍有可能对居民外出消费的信心带来全局性的冲击，从而进一步拖累消费的恢复。此外，出口虽然整体好于预期，但低迷态势并没有改变。供需的这种不平衡恢复将对经济的整体修复带来拖累，随着基数的回升和需求疲弱的拖累，后续经济环比恢复的速度将有所放缓。

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。