

如何理解政府偏向供给结构性改革而非需求刺激的政策思路？

经济研究 · 宏观专题

证券分析师：李智能

0755-22940456

lizn@guosen.com.cn

S0980516060001

证券分析师：董德志

021-60933158

dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

- [01] 二季度中国经济增长分析
- [02] 中国消费低迷的原因分析
- [03] 如何理解政府的政策思路
- [04] 中国下半年经济增长预判

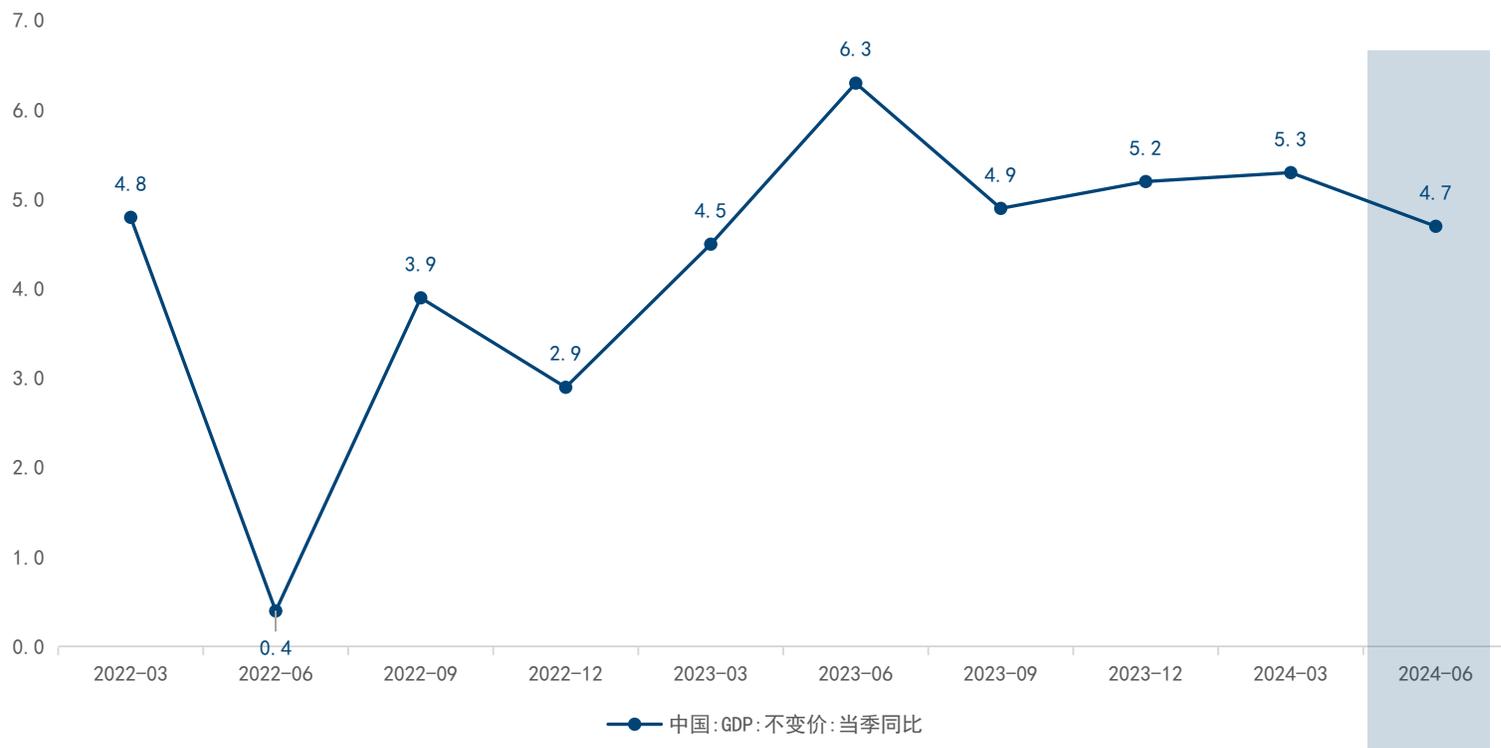
• 二季度中国经济增长分析

- 二季度中国延续转型升级，但消费不足拖累经济增长；

2024年二季度中国不变价GDP同比增速下行至5.0%下方

- 2024年上半年中国实际GDP同比为5.0%，持平全年GDP增速目标值，经济运行总体平稳。其中一季度中国实际GDP同比增长5.3%，较2023年四季度继续上升0.1个百分点，略高于全年经济增速目标值；二季度实际GDP同比增长4.7%，较一季度回落0.6个百分点，略低于全年经济增速目标值。

图1：中国不变价GDP当季同比一览

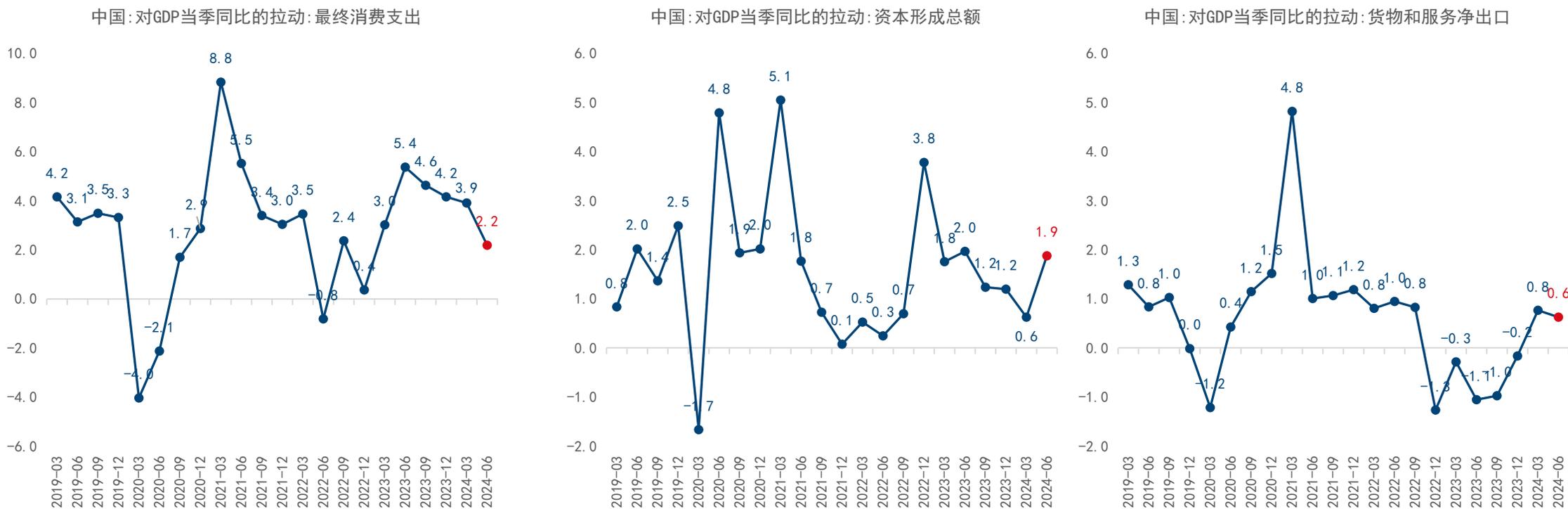


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

二季度经济增长最大的拖累来自消费

- ▶ 二季度国内最终消费对GDP同比的拉动较一季度回落了1.7个百分点，净出口对GDP同比的拉动小幅回落0.2个百分点，反而前期预期比较差的资本形成总额对GDP同比的拉动大幅抬升1.3个百分点。

图2：中国三大需求对不变价GDP增长的拉动幅度一览

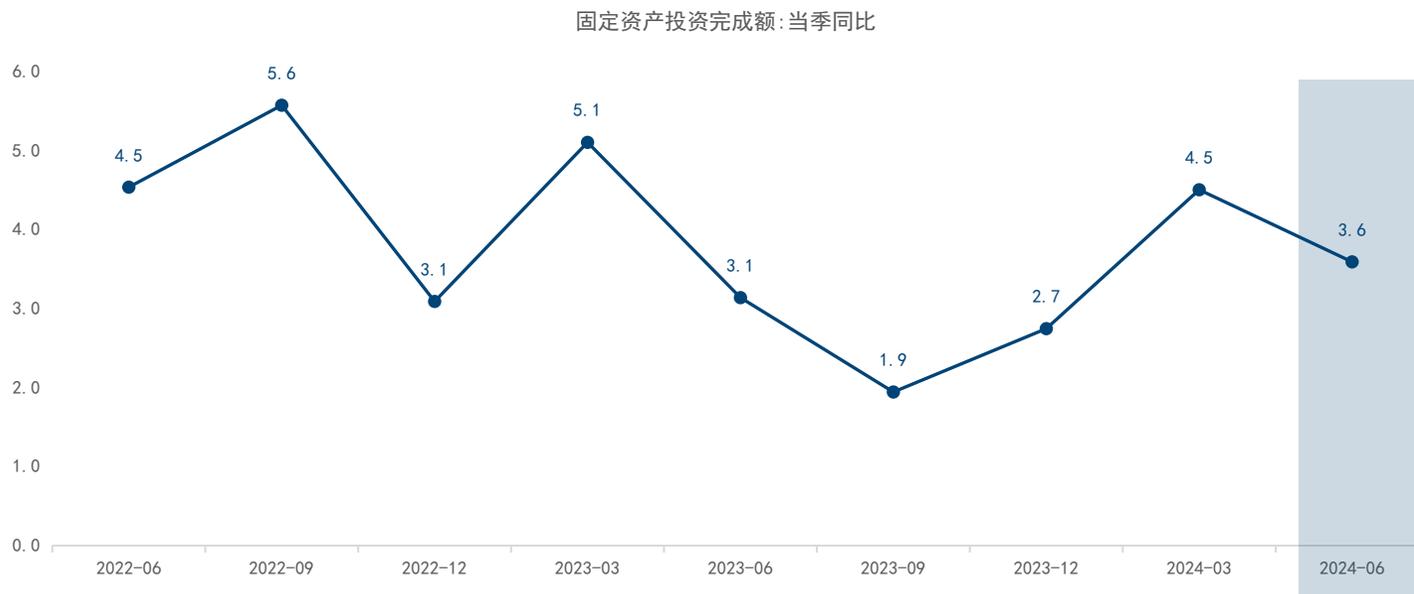


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

二季度资本形成增速明显反弹对应着国内产业转型升级在加速

- 考虑到二季度固定资产投资完成额当季同比约为3.6%，较一季度回落约0.9个百分点，在此背景下如何理解二季度资本形成总额对GDP的拉动明显上升呢？
- 一个合理的解释是二季度国内无形资本的形成可能明显加速——特别是从海外引进的技术增加，因为无形资本不计入固定资产投资，因此固定资产投资数据无法反映无形资本的增加。
- 这也可以解释为何二季度中国货物出口增速明显上升但净出口对GDP同比的拉动却小幅回落——很可能是因为服务（技术）进口的增加带动了净出口的减少。

图3：中国固定资产投资完成额当季同比一览

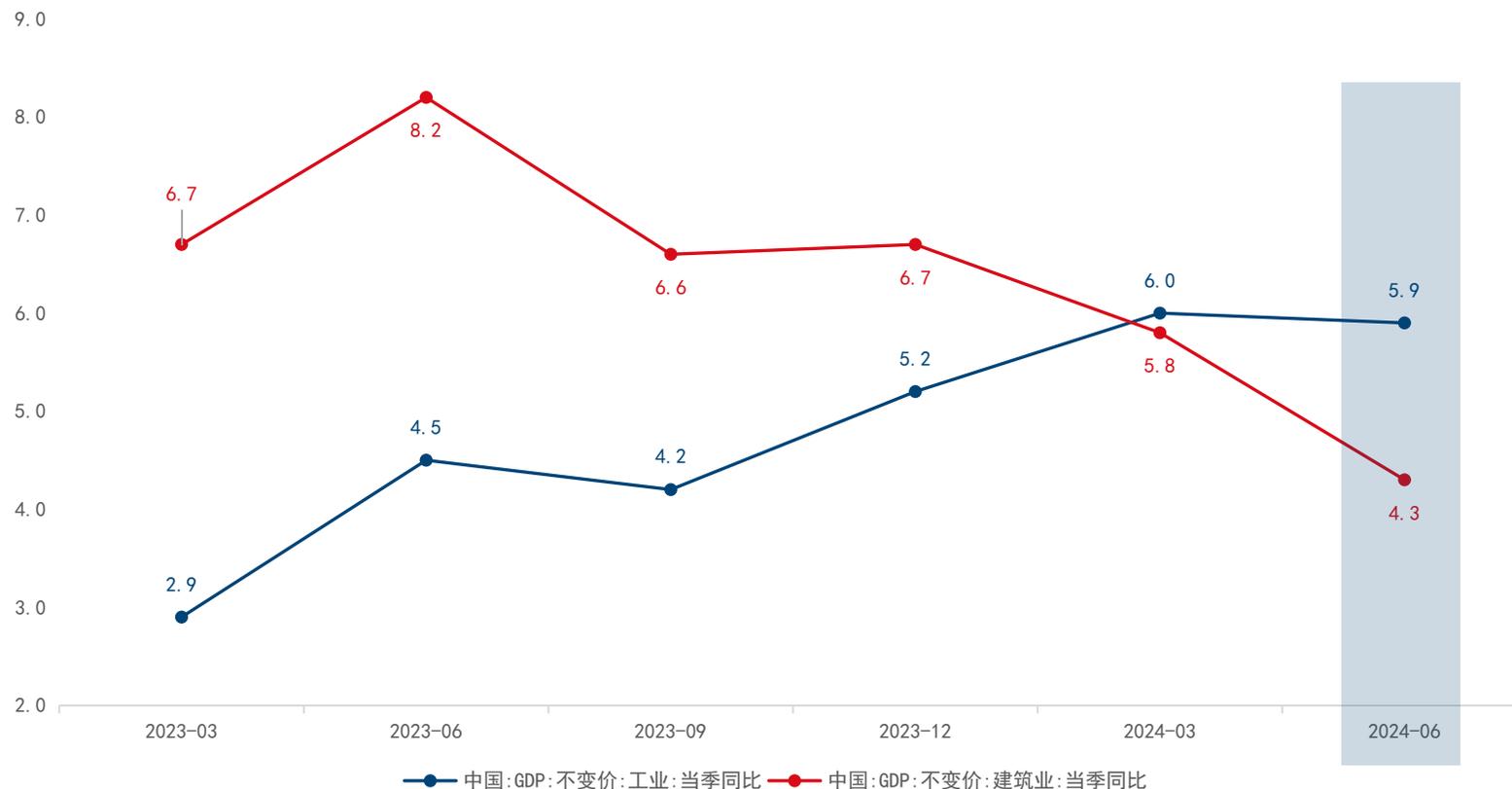


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

生产法GDP的结构也显示二季度中国经济延续转型升级进程

- 二季度中国工业GDP增速仍维持6.0%左右的高位，但建筑业GDP增速却继续明显下行。由此可见，二季度中国经济的增长动力主要来自与技术 and 创新相关的经济部门，而与基建和房地产相关的传统产业仍在调整过程中，即二季度中国经济延续转型升级进程。

图4：中国不变价GDP当月同比测算结果一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

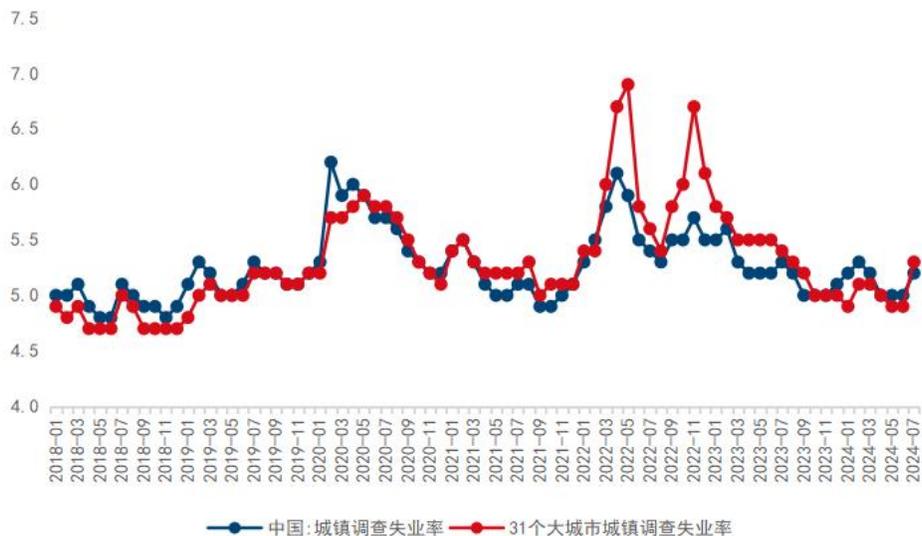
• 中国消费低迷的原因分析

- 原因（一）：居民工资增速放缓；
- 原因（二）：居民消费倾向明显低于疫情前；
- 原因（三）：房地产行业发展停滞；

当前消费低迷的原因（一）：居民工资增速放缓

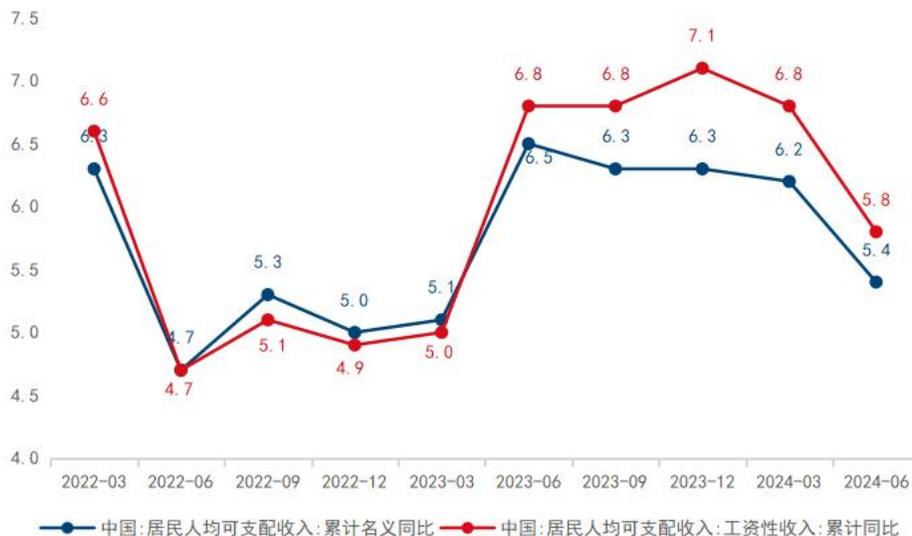
- 产业转型升级加速对应着技术和创新相关的经济部门取得了较好发展，利好中长期经济增长，但当前短期消费需求却在走弱，表明经济运行过程中存在结构堵点阻碍了消费的增长；
- 从就业和收入角度来看，当前消费低迷的原因不在于就业数量不足，而在于工资增速放缓；
- 工资增速放缓与工业品价格下跌密切相关，而工业品价格下跌既有需求侧因素影响，也有供给侧因素影响；

图5：中国城镇调查失业率走势一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图6：中国居民可支配收入累计增速一览

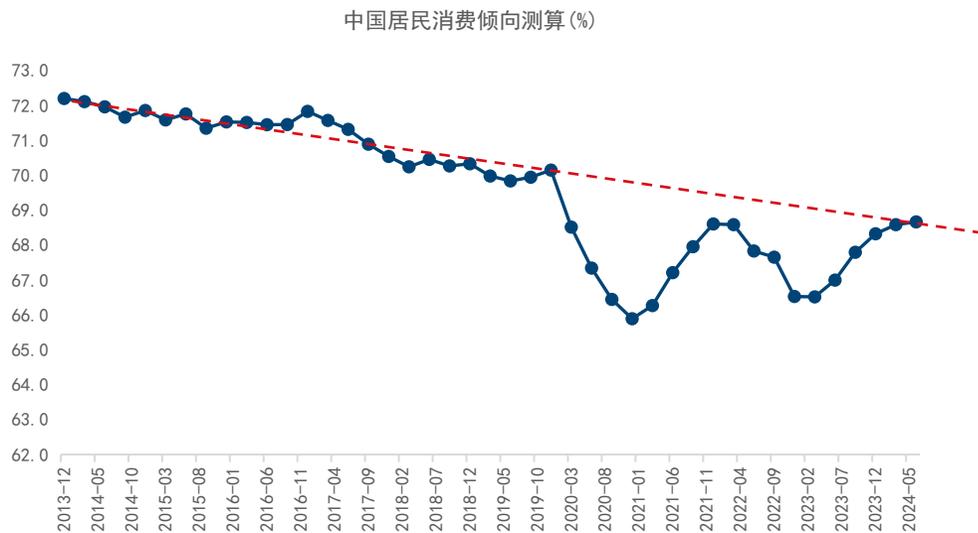


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

当前消费低迷的原因（二）：居民消费倾向明显低于疫情前

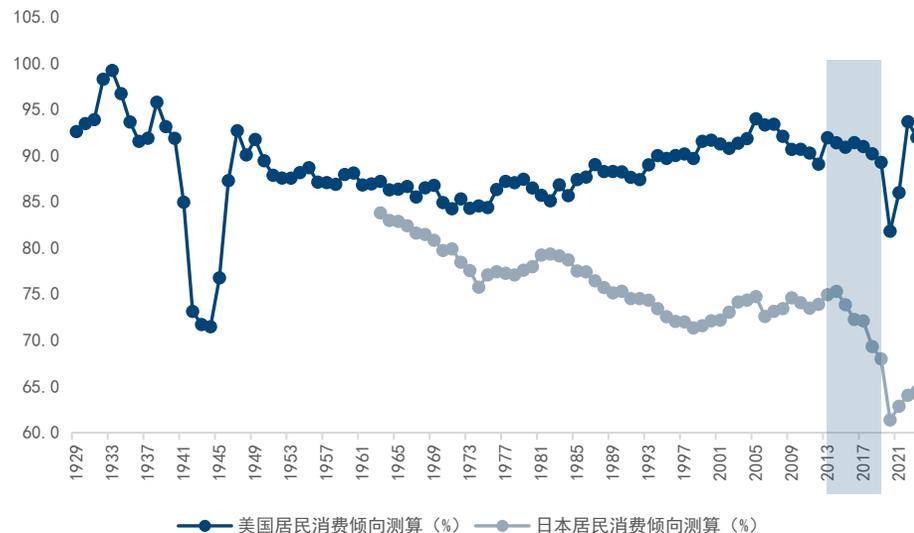
- 当前中国居民消费倾向明显低于疫情前，既有短期因素影响，也有中长期因素影响；
- **短期因素：**工资增速下降可能导致悲观预期并推动预防性储蓄；
- **中长期因素：**产业转型升级，叠加智能化、自动化技术渗透率提升，使得就业者技能的更新要求明显提高，与此同时技能要求不高的传统就业岗位减少，由此带来明显的摩擦性失业压力，推动预防性储蓄增加（这在海外发达国家也普遍发生）；

图7：中国居民消费倾向走势一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理（注：消费倾向=人均消费支出/人均可支配收入）

图8：美国、日本居民消费倾向走势一览

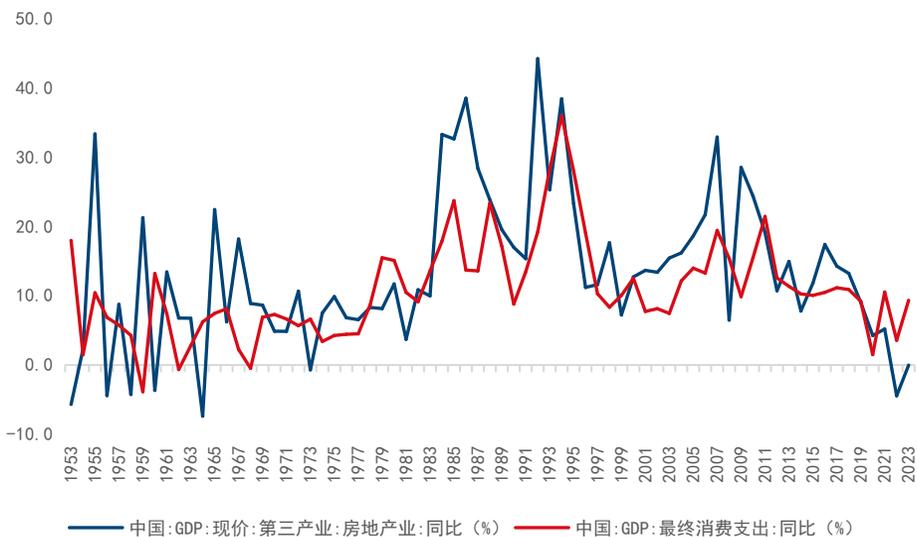


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理（注：美国消费倾向=人均个人消费支出/人均可支配收入，日本消费倾向=两人及以上的劳动者家庭(非农)年平均月消费支出/两人及以上的劳动者家庭(非农)年平均月可支配收入）

当前消费低迷的原因（三）：房地产行业发展停滞

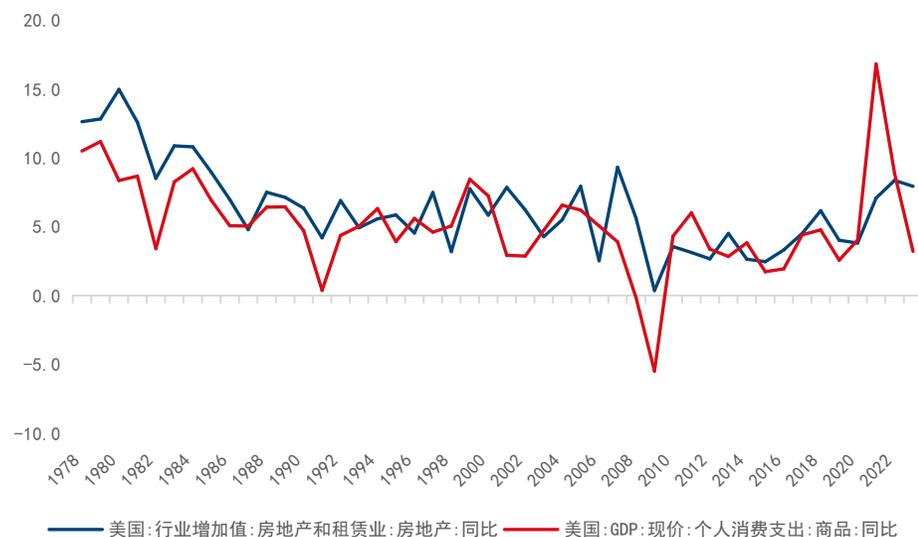
- 从海内外长期经验来看，房地产业GDP同比与消费支出同比走势保持非常好的一致性，说明二者之间存在密切的关联：（1）房地产对就业的影响；（2）财富效应；（3）房产是居民消费所必须的场景，即房产是居民实现消费的关键基础设施；
- 2022-2023年中国房地产业GDP连续两年同比负增长，2024年上半年房地产业GDP负增长的幅度进一步明显扩大，无疑明显拖累消费的增长；
- “房产是居民实现消费的关键基础设施”这个因素的影响不容忽视；

图9：中国房地产业GDP同比与最终消费支出同比走势一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图10：美国房地产业GDP同比与个人商品消费支出同比走势一览

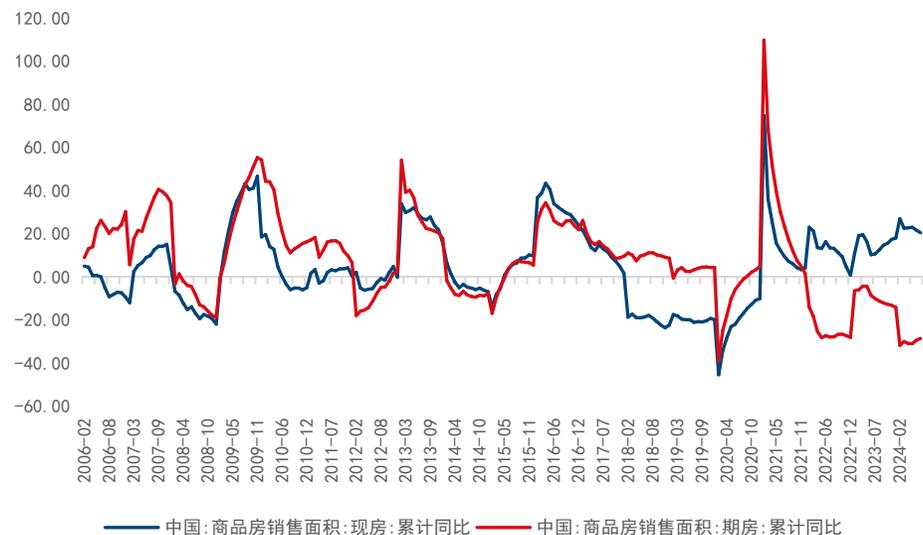


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

房地产行业供给侧存在较大的问题

- 2022年以来，中国商品房销售中现房销售增速明显高于期房销售增速，这与历史上期房销售增速普遍高于现房销售增速明显不同；
- 当前期房销售明显负增长主要是因为房地产开发企业交付问题较为严峻，而房地产开发企业之所以出现交付问题主要是其负债率过高、资产负债表失衡；
- 当前国内房地产行业供给侧存在较大的问题——需要从“加杠杆思维”转变为“高质量产品思维”；

图11：中国商品房现房和期房销售面积累计同比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图12：中国房地产开发企业资产负债率走势一览

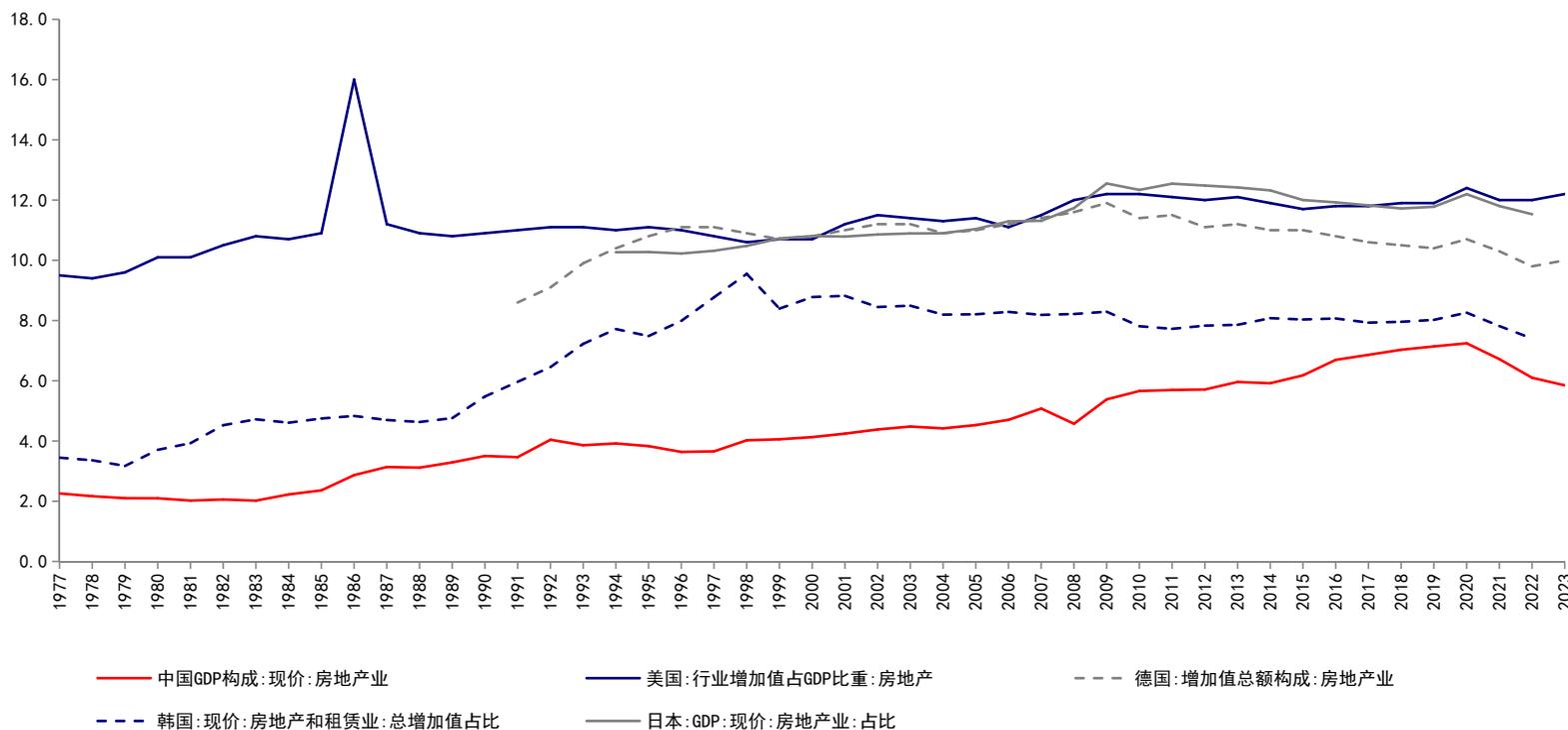


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

中国房地产行业的需求侧存在持续偏弱的风险吗？

- 担忧未来中国房地产需求侧存在持续偏弱风险的理由：（1）城镇化速率放缓；（2）人均住房面积已经较高；（3）人口总量处在下降趋势中；
- 从海外发达国家的经验来看，即使有上述三个因素的影响，长期来看整体房地产业GDP增速大致仍与整体GDP增速持平。

图13：中国、美国、德国、日本、韩国房地产业GDP占比走势一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

二季度消费低迷的原因小结

- 消费低迷的原因（一）：工资增速放缓，既有总需求偏弱也有结构性供过于求的供给问题；
- 消费低迷的原因（二）：居民消费倾向明显低于疫情前，主要是劳动岗位供给问题；
- 消费低迷的原因（三）：房地产行业发展停滞，主要是房地产企业的供给能力问题；
- 整体来看，国内消费需求低迷的前置原因更多是国内供给结构出现了问题。

• 如何理解政府的政策思路？

- 针对工业品价格下跌采取的政策应对；
- 针对居民消费倾向偏低采取的政策应对；
- 针对房地产行业发展停滞采取的政策应对；
- 如何理解政府偏向供给改革而非需求刺激的政策思路；

居民工资收入增速的前瞻指标为工业企业营业收入增速

图14：部分“前瞻指标—>同步指标”一览

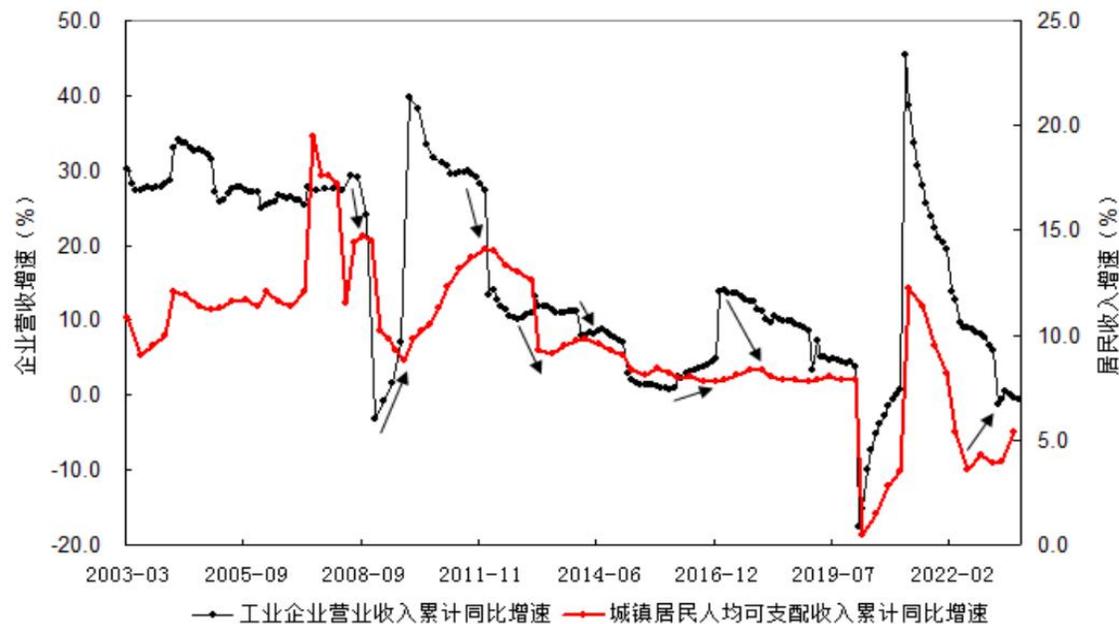
前瞻性指标	平均领先时长	同步性指标	
固定资产投资完成额累计同比增速	2.8个月	社会融资规模存量同比增速	金融类
货币条件指数	3个月		
美股指数月均值同比增速	5.7个月	出口金额同比增速	需求类
PMI-新出口订单	1.5个月		
工业企业营业收入累计同比增速	5个月	城镇居民人均消费性支出累计同比增速	
A股指数月均值同比增速	6个月	社会消费品零售总额同比增速	
房地产价格同比增速	4个月		
企业家宏观经济热度指数	2个季度	民间投资累计同比增速	
出口金额同比增速	9个月	制造业投资累计同比增速	
工业企业利润总额当月同比增速	模糊		
全国工业产能利用率	模糊	房地产开发投资累计同比增速	
商品房销售面积累计同比增速	5.5个月		
土地购置费累计同比增速	同步		
房屋新开工面积累计同比增速	同步	年度基础建设投资同比增速	
年度广义财政赤字规模(预算)同比增速	同步		
信用增速	同步	名义GDP增速	总量类
狭义货币供应量(M1)	同步	PMI	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

“前瞻指标—>同步指标”：

- 企业家宏观经济热度指数（领先两个季度） —>（民间）固定资产投资（同步） —>生产（同步） —>企业营收（领先5个月） —>居民收入（同步） —>消费；
- 企业营收增速自7月份触底回升，预计2024年居民可支配收入增速出现明显改善，并带动人均消费性支出进一步回暖；

图15：企业营收增速及城镇居民人均可支配收入增速走势



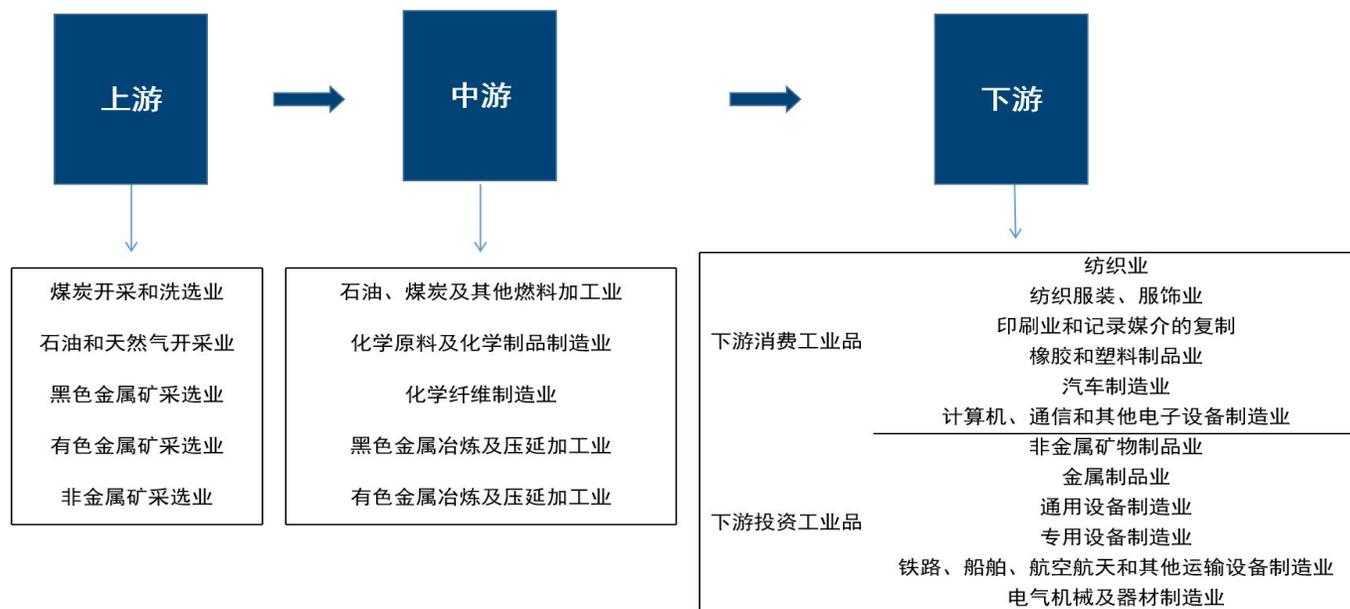
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

工业上、中、下游行业划分

- 为了简化价格传导的分析，剔除与农业密切相关的工业行业，再剔除政府管控价格的公共事业、医药制造业，最后对剩余的工业行业进行上、中、下游划分。此外，下游还分别划分为下游消费工业品和下游投资工业品。将划分范围内的行业价格进行加权平均，得到不同工业分类价格指数。

图16：中国工业上、中、下游行业划分一览

国内工业上、中、下游行业示意图



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

全球经济增速下行，中国工业上、中游价格指数企稳回升幅度偏弱

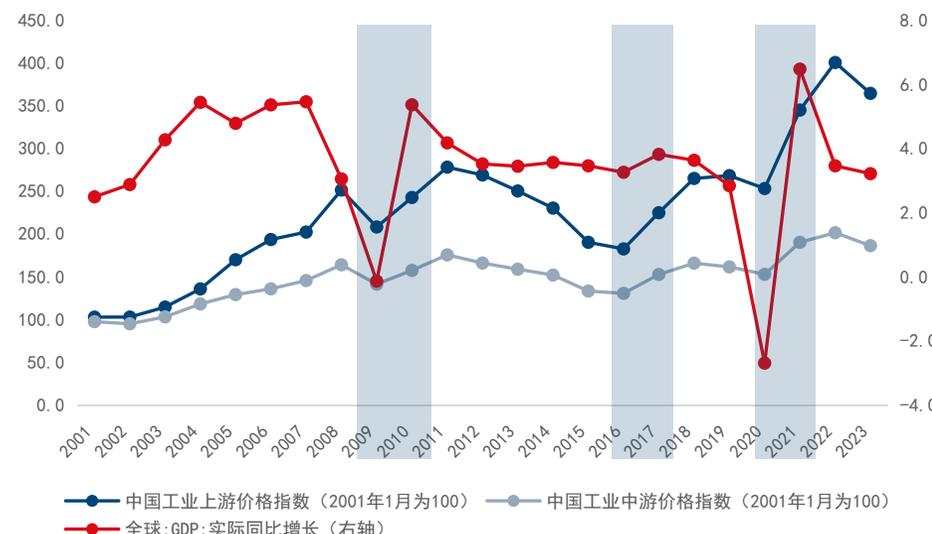
- 中国工业上、中、下游价格指数的波动走势基本一致，表明国内工业上、中、下游的价格传导较为有效。从价格底部回升的拐点来看，上游和中游几乎没有时滞，下游则明显滞后。此轮下游价格滞后时间明显偏长。
- 2001年以来，中国工业上、中游价格指数从底部明显反弹均对应全球实际GDP增速的上行。
- 2021-2024年，全球实际GDP增速持续下行但下行幅度逐渐收窄（参考世界银行、OECD、IMF机构的预测，2024年全球经济增速约为3.0%，低于历史平均水平，但高于2019年的水平），因此2023年7月以来上、中游价格受海外补库存影响企稳反弹，但幅度偏弱。

图17：中国工业上、中、下游价格指数走势一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理和测算

图18：中国工业上、中游价格指数与全球实际GDP增速一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理和测算

当前中国工业下游价格低迷的最大拖累在于消费品

- 截至2024年6月下游消费工业品价格指数仍在下行，此轮中国下游消费工业品价格拐点滞后的时间已经达到11个月，滞后时间明显偏长；
- 2024年4月下游投资工业品价格指数达到此轮最低点，此轮中国下游投资工业品价格拐点滞后的时间约为9个月，滞后时间也偏长，但已经出现企稳的迹象；
- 整体来看，当前中国工业下游价格仍低迷一方面源于全球需求——特别是消费需求偏弱，另一方面可能与部分落后低效产能没有退出带来恶性价格竞争有关。

图19：中国工业上、中游价格指数与下游消费工业品价格指数一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理和测算

图20：中国工业上、中游价格指数与下游投资工业品价格指数一览



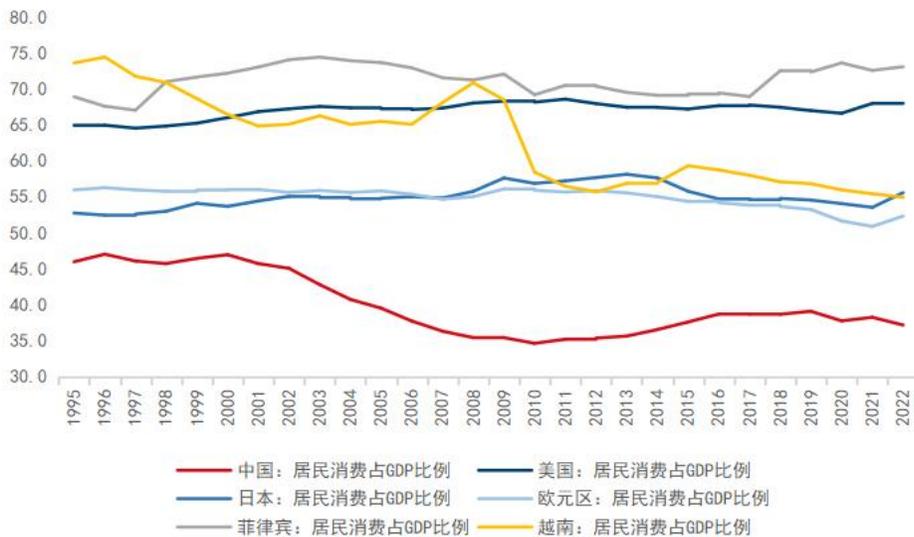
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理和测算

- 前瞻指标工业品价格低迷原因（一）：2022-2024年，全球实际GDP增速持续下行，全球需求——特别是消费需求偏弱，中国工业品价格——特别是下游消费工业品价格难以提振。
- 前瞻指标工业品价格低迷原因（二）：中国工业的下游行业，存在部分落后低效产能没有退出并带来恶性价格竞争的现象。
- 政策举措（一）：7月30日的政治局会议指出要更大力度推动大规模设备更新和大宗耐用消费品以旧换新。
- 政策举措（二）：7月30日的政治局会议还强调要强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道。
- 在政策推动下，若国内消费需求逐渐回暖、部分落后低效产能顺畅退出，预计当前国内工业品价格持续低迷的状态将得以改善，从而缓解居民收入与消费之间的向下螺旋。

中国政府可改善居民消费倾向偏低问题的政策应对

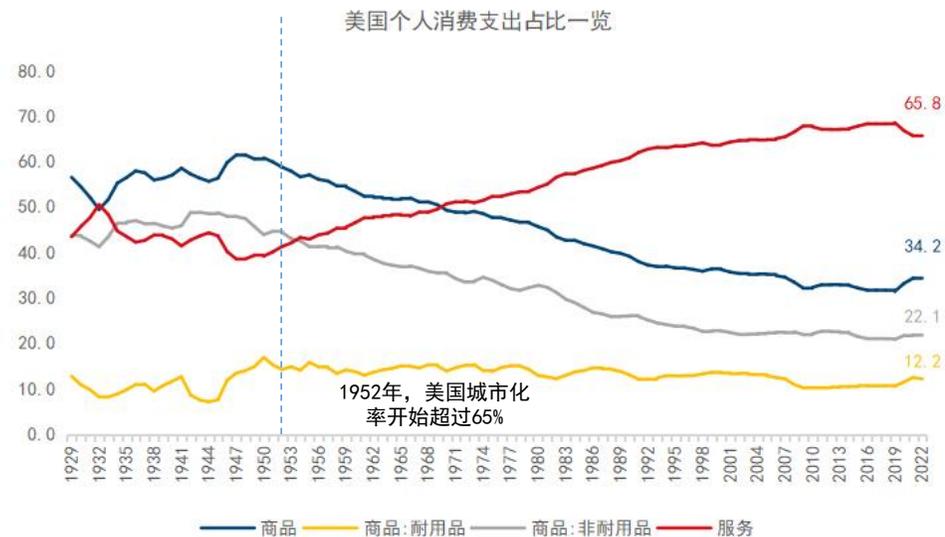
- 居民消费倾向偏低的短期因素：工资增速下降带来的悲观预期导致了预防性储蓄。
- 居民消费倾向偏低的中长期因素：产业转型升级，叠加智能化、自动化技术渗透率提升，使得就业者技能的更新要求明显提高，与此同时技能要求不高的传统就业岗位减少，由此带来明显的摩擦性失业压力，推动预防性储蓄增加（这在海外发达国家也普遍发生）。
- 政策举措：7月30日的政治局会议强调政府稳增长政策的着力点要更多转向惠民生、促消费，要多渠道增加居民收入，增强中低收入群体的消费能力和意愿，把服务消费作为消费扩容升级的重要抓手，支持文旅、养老、育幼、家政等消费。

图21：中国居民消费占GDP比例明显偏低



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图22：美国个人消费支出占比一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

- 从海内外长期经验来看，房地产业GDP同比与消费支出同比走势保持非常好的一致性，说明二者之间存在密切的关联：（1）房地产对就业的影响；（2）财富效应；（3）房产是居民消费所必须的场景，即房产是居民实现消费的关键基础设施。
- 2022-2023年中国房地产业GDP连续两年同比负增长，2024年上半年房地产业GDP负增长的幅度进一步明显扩大，无疑明显拖累消费的增长。
- **政策举措：**7月30日的政治局会议强调要落实好促进房地产市场平稳健康发展的新政策，坚持消化存量和优化增量相结合，积极支持收购存量商品房用作保障性住房，进一步做好保交房工作，加快构建房地产发展新模式。

如何理解政府偏向供给改革而非需求刺激的政策思路？

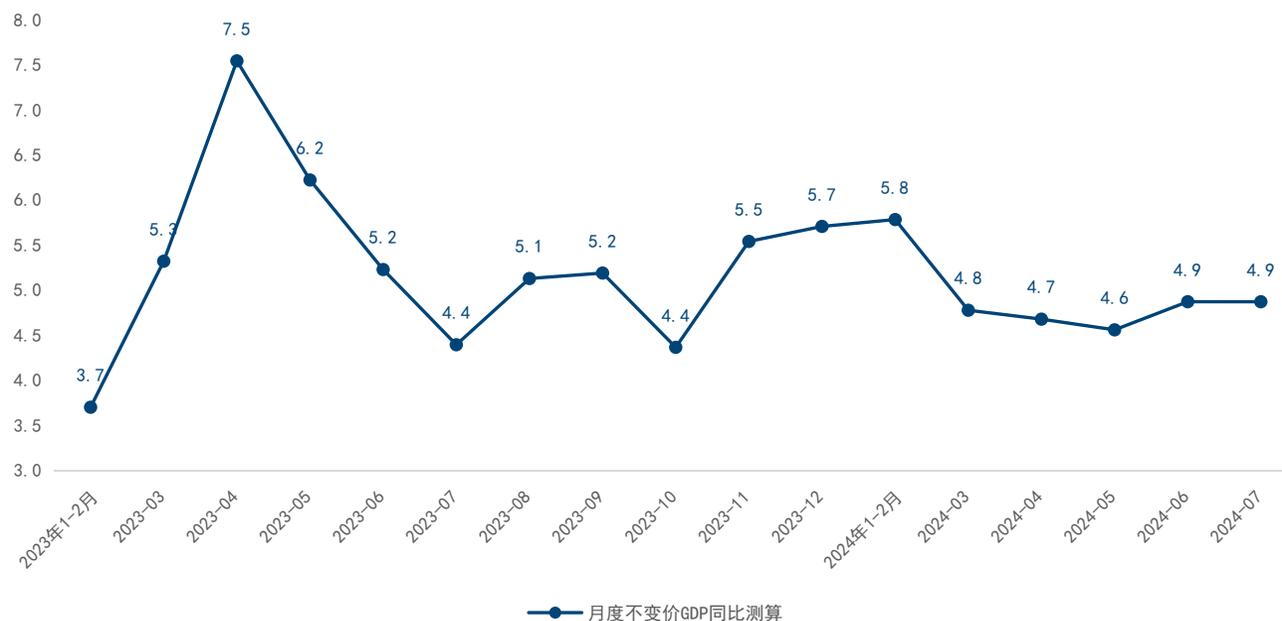
- 当前中国面临的主要问题是消费需求不足，但消费是经济发展的结果而非原因，当前中国消费需求不足的前置原因更多是供给侧的结构性问题，因此治本的解决之道在于改善供给结构。
- 经济下行周期是市场经济主体实现优胜略汰所必需经历的过程，通过大规模需求刺激过度地熨平周期甚至逆周期并不可取——很可能会加大债务风险。
- 当前中国的工业品价格低迷、摩擦性失业、房地产行业发展停滞均是经济发展过程中遭遇供给结构问题的具体呈现，需求刺激无法解决这些供给结构问题，若需求刺激力度太大反而会加重这些问题，因此当前实施供给侧结构性改革叠加温和的需求刺激可能是一个较好的方案。

• 中国下半年经济增长预判

- 7月的经济情况分析；
- 下半年国内消费、出口和投资需求走势分析；
- 下半年国内经济增速预判；

- 7月国内经济增速走势平稳或主要受低基数影响，实际经济增长动能或有所走弱：
 - ✓ 7月社会消费品零售总额环比明显偏低，服务业生产指数相对2019年同期的复合同比也明显回落；
 - ✓ 7月国内工业增加值、固定资产投资完成额、出口金额环比均创下2017年以来同期新低；

图23：中国实际GDP月度同比增速测算

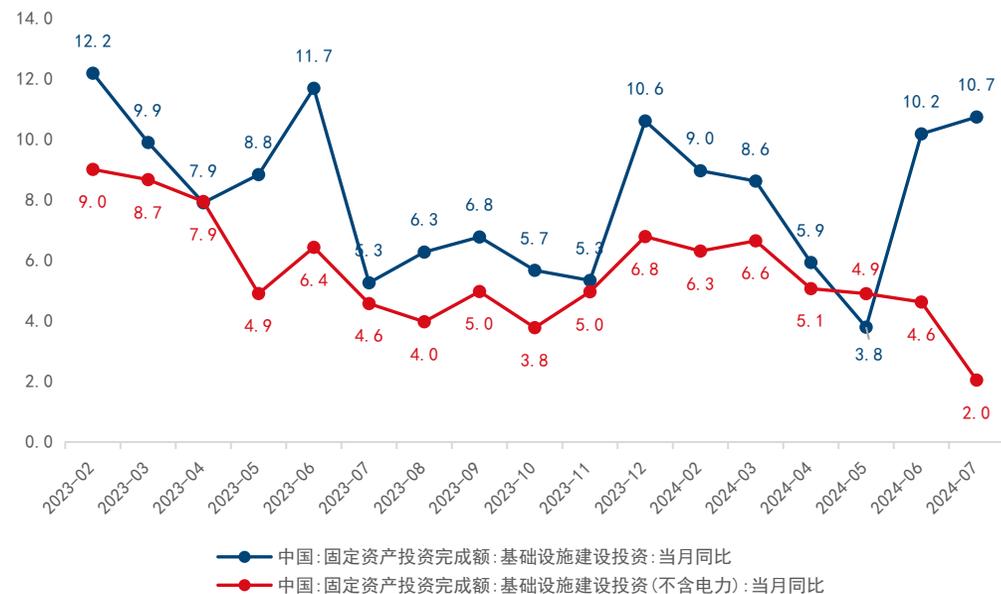


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

7月经济走弱背景下稳增长政策确实在加力

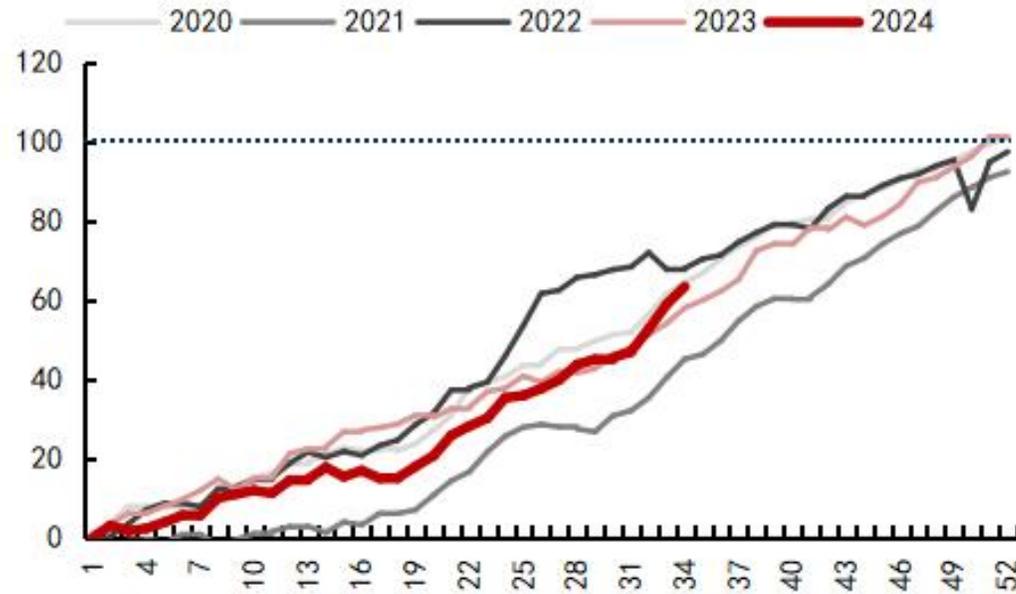
- 7月国内经济增长动能走弱的同时，基建投资增速则进一步上升，表明经济走弱背景下稳增长政策确实在加力。但7月不含电力的基建投资同比增速却继续明显回落，表明7月地方政府支出能力或仍然受限，这无疑拖累了稳增长政策发力效果。8月以来，政府债券发行明显加速，这或改善政府的支出能力，有望推动稳增长政策进一步加力。

图24：中国基建投资当月同比增速一览



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图25：国债净融资+新增地方债历年发行进度

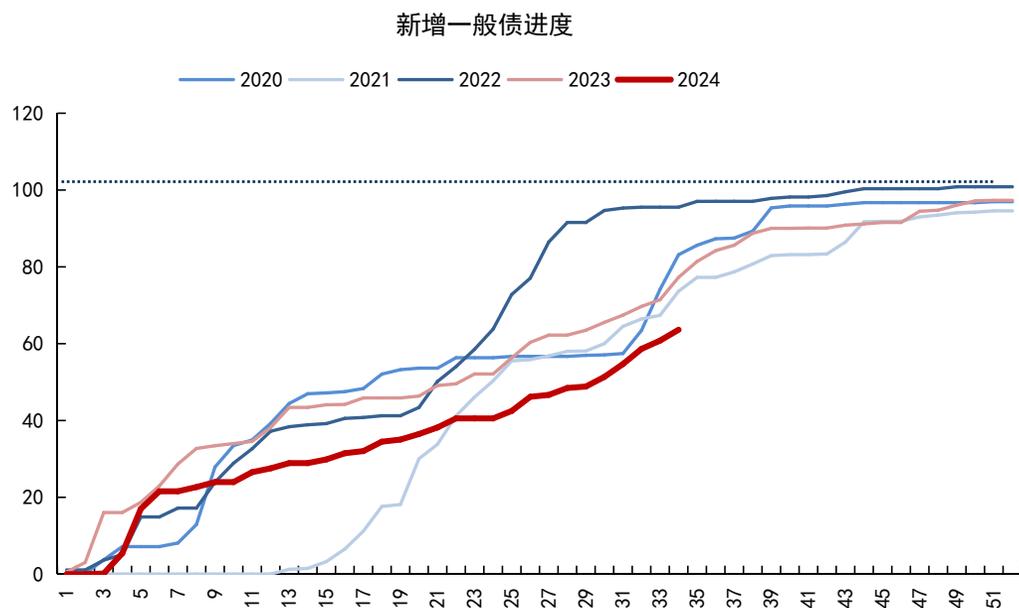


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

稳增长政策加力主要体现在中央，地方政府仍然受限

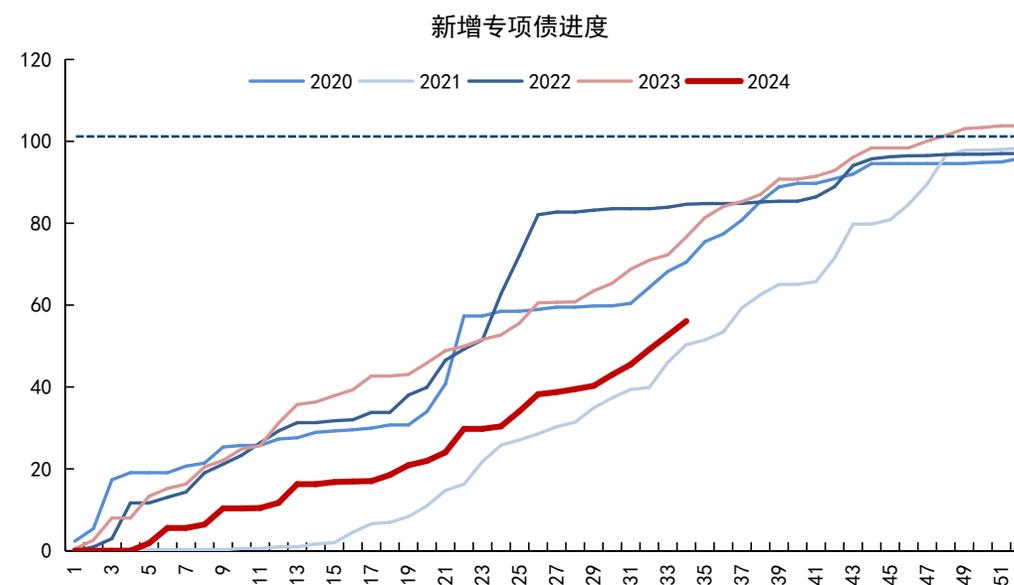
- 8月以来，地方政府的一般债和专项债发行进度仍然明显偏慢，这显示当前稳增长政策发力主要体现在中央，地方政府仍然受限。
- 给定债务额度以及合理限制条件的背景下地方政府融资进度偏慢，表明当前地方政府支出偏慢有其合理之处，实际上地方政府支出受限的根本原因是有效的基建投资项目不足以及债务率偏高，这也是国内需要进行供给侧结构性改革的领域之一。

图26：新增一般债进度



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图27：新增专项债进度



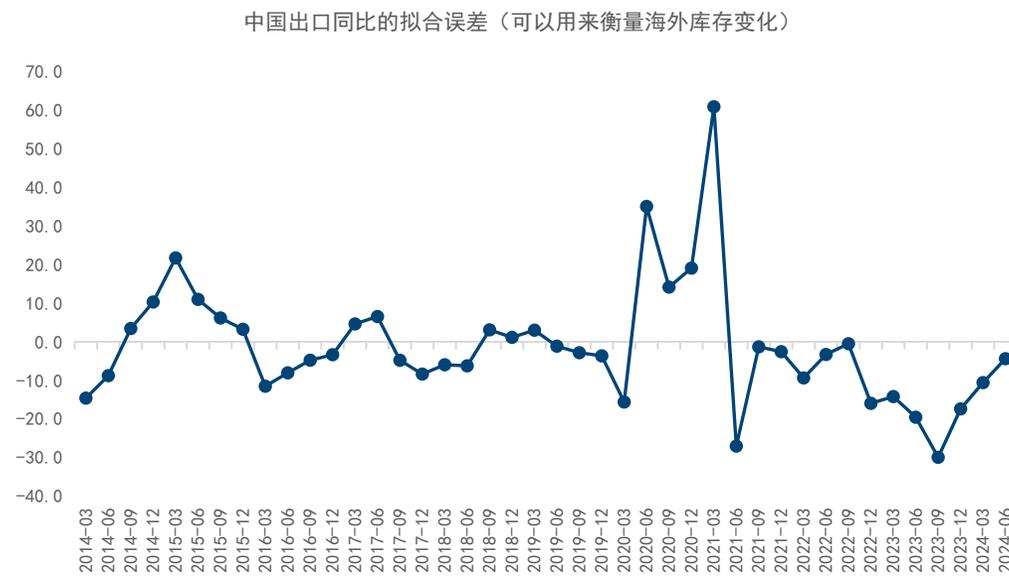
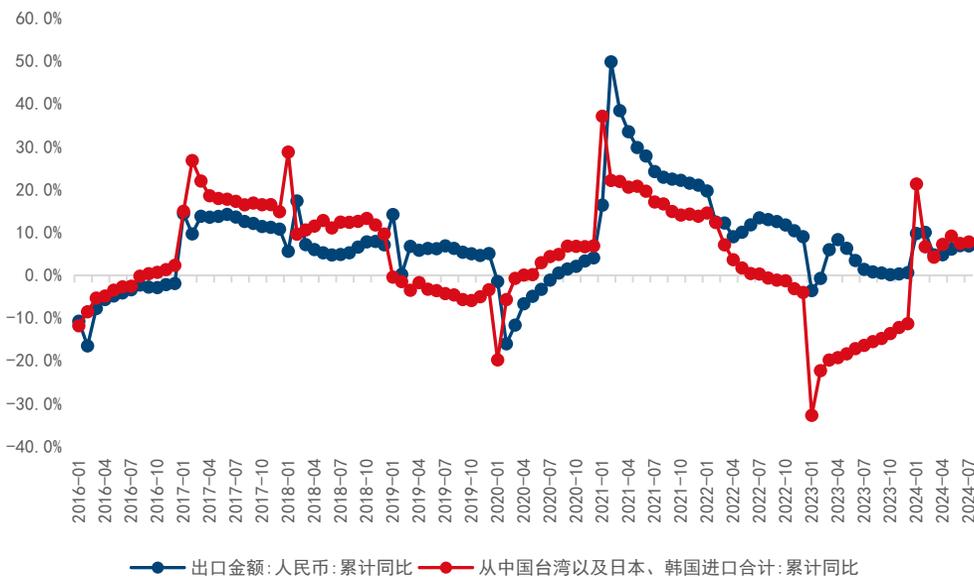
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

出口和投资的增长是下半年经济增速能否企稳回升的关键

- 服务领域和房地产领域的供给侧结构性改革很难很快见效，而工业品价格明显反弹取决于全球需求的回暖，这短期内不确定性比较大，因此未来几个月国内消费的改善很可能是温和的（在以旧换新政策支持下），国内经济增速企稳回升的关键在于出口和投资的增长。
- 从短期指标来看，当前国内出口产品的生产动能仍较强，这意味着海外补库存周期大概率仍未结束，这将推动国内出口维持较强的韧性，但出口增速继续上升的难度较大。

图28：中国出口同比与从中国台湾以及日本、韩国进口同比一览

图29：中国出口同比的拟合误差（可以用来衡量海外库存变化）



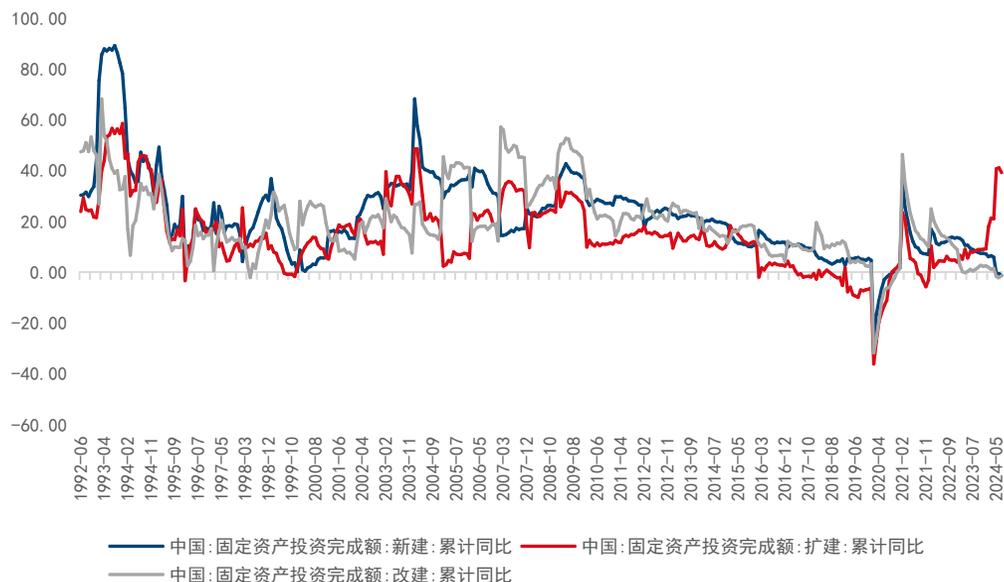
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2024年设备更新政策对固定资产投资影响很大

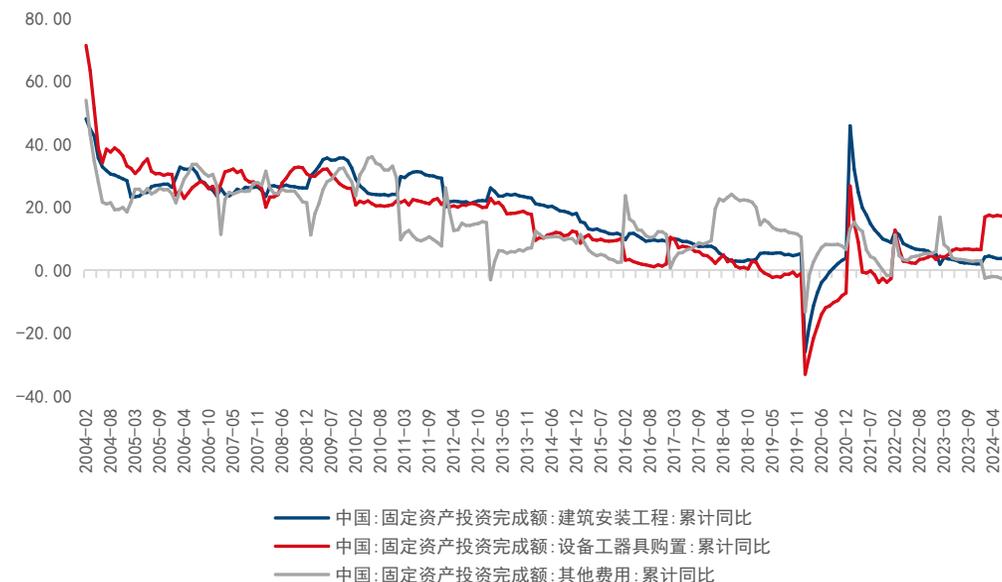
- 2024年投资的增长主要集中在扩建，新建已经负增长
 - ✓ 2024年1-7月扩建累计同比39.3%，而2023年全年扩建增速仅为9.3%；
- 2024年投资构成主要集中在设备工器具购置
 - ✓ 2024年1-7月设备工器具购置累计同比17.0%，而2023年全年此项增速仅为6.6%；

图30：中国固定资产投资完成额按建设性质划分的同比增速一览



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图31：中国固定资产投资完成额按构成划分的同比增速一览

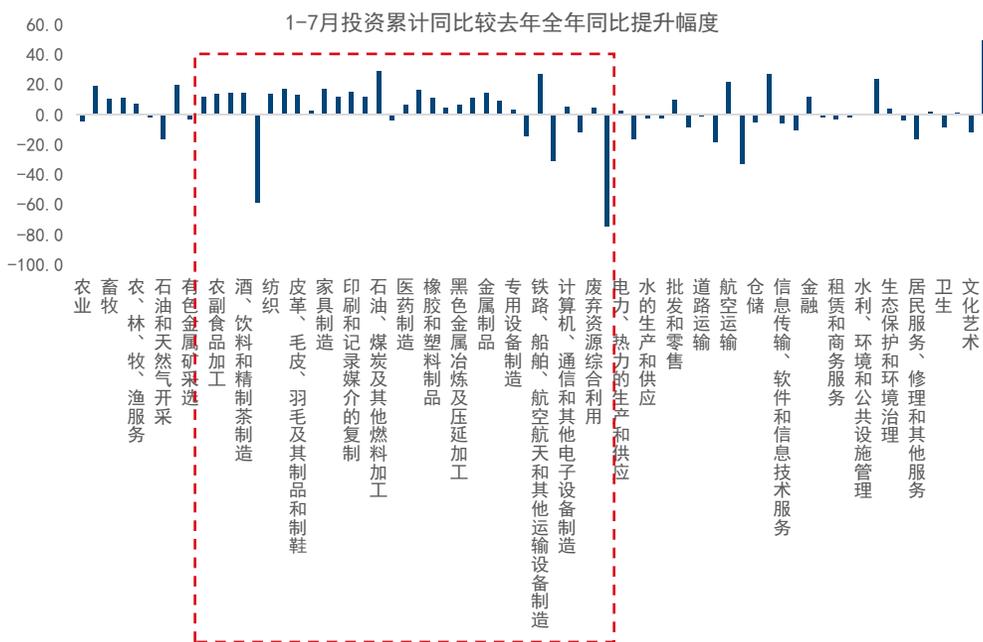


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

设备更新政策或对制造业投资影响最大，但内部也存在分化

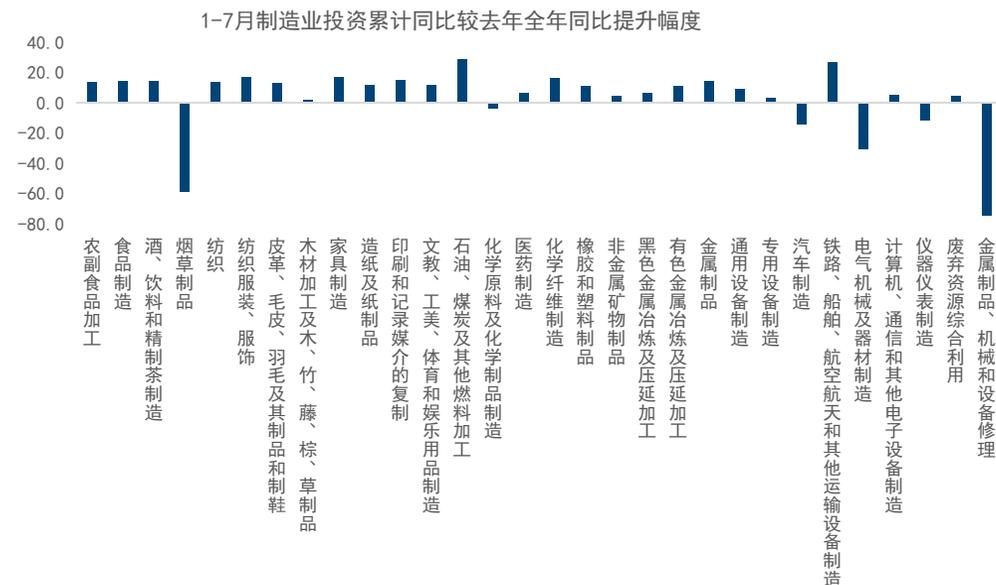
- 2024年制造业细分行业投资增速较2023年普遍提升，而其他行业则较为稀疏，或表明设备更新政策对制造业投资影响最大；
- 2024年制造业细分行业中，汽车制造、电气机械及器材制造、仪器仪表制造这三个重要行业的投资增速不升反降，或与这三个领域存在较明显的供需失衡问题有关；
- 制造业投资增速内部的分化或表明设备更新政策是偏市场化运作而非单纯的行政命令运作；

图32：中国1-7月投资累计同比较去年全年同比提升幅度一览



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图33：中国1-7月制造业投资累计同比较去年全年同比提升幅度一览

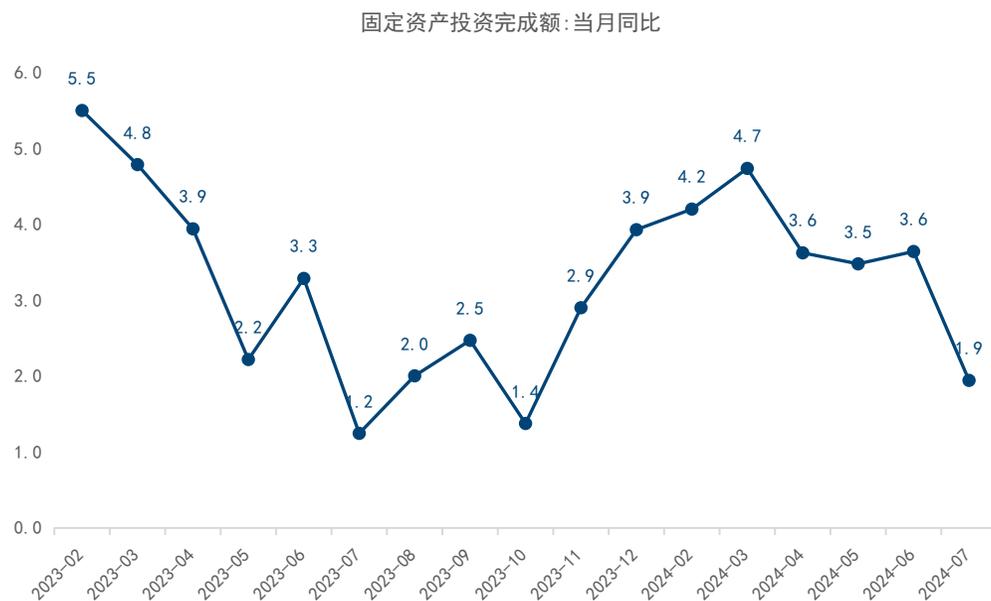


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

下半年国内投资增速较二季度企稳回升的不确定性有所增加

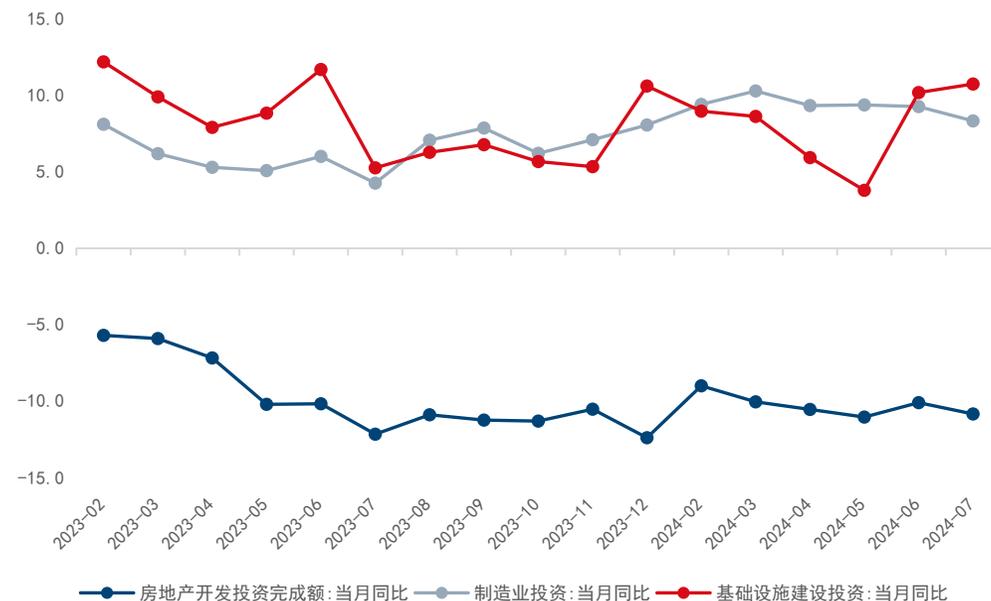
- 2024年7月，中国整体固定资产投资增速明显回落，其中制造业和房地产开发投资均走弱，设备更新政策支持支持的扩建投资增速也有所放缓，表明下半年国内投资的内生动力有所走弱；
- 2024年7月中国基建投资增速进一步走高，但与地方政府支出更相关的不含电力的基建投资增速却继续回落，表明政府偏向供给侧结构性改革而非需求刺激的政策思路较为坚定，这使得下半年国内投资增速企稳回升的不确定性有所增加；

图34：中国7月固定资产投资当月同比明显走弱



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图35：中国7月制造业投资和房地产开发投资同比均下行

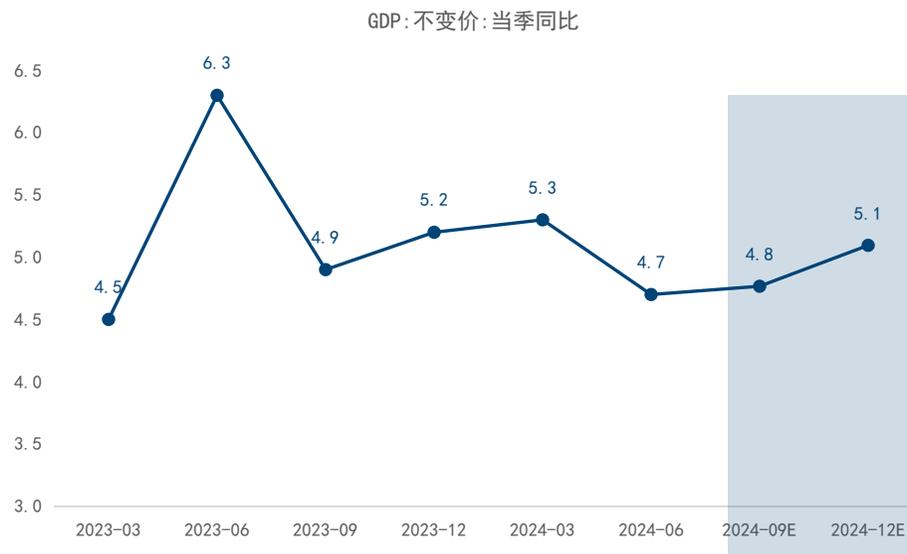


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

预计2024年下半年国内经济增速较二季度小幅回升

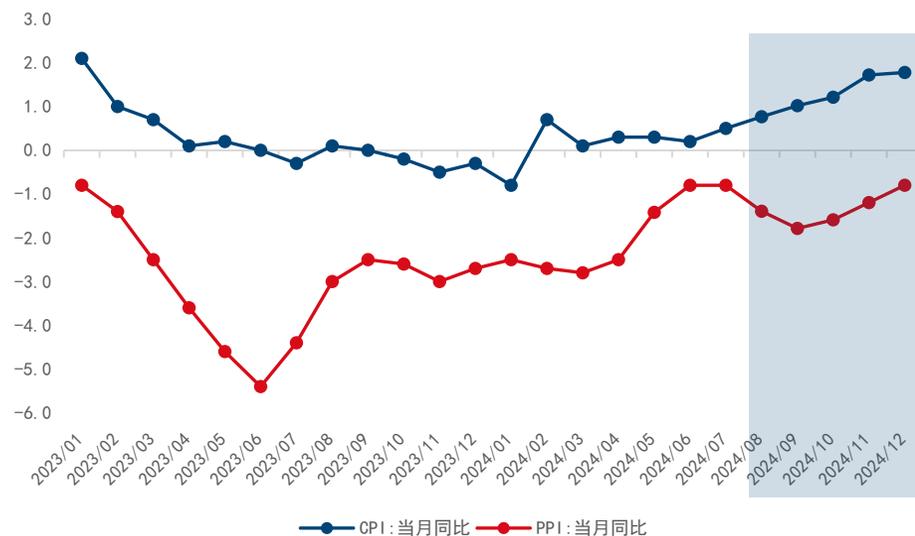
- 2024年下半年，CPI同比持续上升，全年均值或约为0.6%；
- 2024年下半年，PPI同比先下降后上升，全年均值或约为-1.7%；
- 预计2024年全年GDP同比约为5.0%，四个季度分别为5.3%、4.7%、4.8%、5.1%；
- 预计2024年全年GDP平减指数同比约为-0.4%，四个季度分别为-1.3%、-0.6%、-0.2%、0.4%；

图36：中国GDP当季同比及其预测值一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图37：中国CPI同比与PPI同比及其预测值一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

- 一、政策调整滞后。
- 二、经济明显下滑。
- 三、国际合作碎片化进一步加剧。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032