

宏观深度报告

还有哪些增量政策可以期待

证券分析师

钟正生	投资咨询资格编号 S1060520090001 ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn
张璐	投资咨询资格编号 S1060522100001 ZHANGLU150@pingan.com.cn
常艺馨	投资咨询资格编号 S1060522080003 CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



平安观点：

- 近期国家各部委密集发声，增量宏观政策备受瞩目。本文首先梳理9月24日国新办新闻发布会提出的货币金融举措，而后分析下半年中国名义GDP增长形势，最后聚焦前期宏观政策落地效果，提出相应政策建议。
- **货币金融政策先行落地。**9月24日，“一行一局一会”提出三方面措施。宽货币方面，降准、降息、降低存量房贷利率“大招”尽出，宽松力度超出市场此前预期。托地产方面，增强对房地产销售、物业、收储、土地等各个环节的信贷支持。稳股市方面，推动金融机构的中长期资金入市，活跃产业资本，同时创设货币政策工具，为A股市场提供增量资金。
- **中国经济仍需政策托底。**预计三季度中国名义GDP增速至4%以下。一方面，GDP平减指数或徘徊在低位。尽管食品价格上涨存在支撑，但工业品价格较快下跌，服务价格支撑减弱。另一方面，中国实际GDP增速存在回落压力。我们估算，7月和8月中国月度GDP增速分别为4.8%和4.5%，9月以来高频数据显示经济下行压力仍大。三季度中国经济增长内生动能走弱，但出口短期仍有韧性，财政稳增长加力。若无增量政策出台，四季度中国名义GDP增速可能进一步回落：**第一**，以剩余发行额度看，财政支出对经济增长的支撑可能减弱。**第二**，从去年基数、海外PMI和经贸关系看，外需下行压力可能逐步加大。**第三**，GDP平减指数可能进一步回落，预计四季度食品价格难以对冲工业品和服务价格的下滑。**货币金融政策先行落地，有助于降低实体经济偿债负担，但提振总需求还需其他政策加力配合。**
- **建议一：加力支持居民消费。**1) 将消费补贴政策的支持范围拓展至小额高频的服务消费，同时加大补贴比例。2) 将消费补贴政策与购房、农民工落户政策相联动，释放有“安家置业”诉求群体的消费潜力。3) 发挥地方政府积极性，鼓励发放消费券、放松公积金提取和使用限制等。
- **建议二：拓宽地方专项债用途。**短期可拓宽专项债使用范围，如支持各地房地产收储，用于地方政府发放消费补贴，用于公共领域投资等。对于政策鼓励和支持的方向，若项目短期收益难以达到自平衡，可给予一定比例的中央政府贴息支持。中长期需控制专项债新增额度，优化政府债务结构。
- **建议三：尽早增发特别国债。**因税收和土地收入下滑，财政减收压力较大，制约财政支出力度；6月以来，40%的新增专项债用于存量债务化解，广义财政支出对经济增长的支持成色不足。考虑到财政政策落地时滞较长，应早作筹划，发行1万亿到2万亿规模的超长期特别国债，打好提前量。
- **建议四：优化房地产去库存政策。**1) 将国企收储纳入地方政府专项债资金投向领域，给予保障性住房贷款1-2个百分点的财政贴息。2) 扩大政策的收购对象及用途范围，可与“以旧换新”政策相结合。3) 盘活“已出让未开工土地”，支持房地产企业优化土储结构。
- **建议五：鼓励企业出海和兼并重组。**鼓励企业出海有助于抵御外贸环境不确定性，亦能反哺国内。鼓励企业兼并重组，整合优势资源，出清落后产能。

正文目录

一、	货币金融政策先行落地	4
二、	中国经济仍需政策托底	7
三、	还有哪些宏观政策可以期待	10
	1、消费支持政策需加大力度	10
	2、地方专项债用途有待拓宽	11
	3、国债增发建议提上议程	12
	4、房地产去库存政策待优化	12
	5、鼓励企业出海和兼并重组	17
	风险提示	18

图表目录

图表 1	2024 年 9 月 24 日国新办新闻发布会政策表述	4
图表 2	2023 年中国广义政府债务（含城投）付息占 GDP 的 4.5%	6
图表 3	2024 年上半年中国住户部门还本付息金额约占可支配收入的 17.5%	6
图表 4	2024 年以来，规模以上工业企业净资产收益率继续回落	7
图表 5	2024 年下半年中国名义 GDP 面临回落压力	7
图表 6	信贷增长对制造业投资的提振作用边际减弱	8
图表 7	2024 年三季度政府债净融资放量	9
图表 8	2024 年四季度出口环比增速或低于 2023 年同期	9
图表 9	2024 年 7 月以来，全球制造业 PMI 回落至荣枯线下	9
图表 10	预计 2024 年四季度 GDP 平减指数回落	9
图表 11	2023 年城投发债平台 ROE 仅 1.1%	12
图表 12	2024 年 6 月以来，特殊新增专项债发行放量	12
图表 13	全国不同口径住宅库存规模	14
图表 14	全国百城新建商品住宅库存面积（分城市能级）	14
图表 15	全国百城新建商品住宅消化周期（分城市能级）	14
图表 16	2024 年 8 月重点 30 城库存及消化周期（单位：万平方米，月）	15
图表 17	20 个重点城市存量房收储细则	16
图表 18	2024 年二季度，上市企业固定资产周转率继续回落	18

2024 年三季度以来，中国经济增长数据走弱，实现“5%左右”的全年实际 GDP 增速目标存在一定挑战，稳增长政策加码的必要性逐步提升。9月19日，国家发改委表示，“加强政策预研储备，适时推出一批操作性强、效果好、让群众和企业可感可及的增量政策举措”。9月24日，国新办举办新闻发布会邀请中国人民银行行长潘功胜、国家金融监督管理总局局长李云泽、中国证券监督管理委员会主席吴清，介绍货币金融方面的增量政策措施。

本文首先梳理9月24日国新办新闻发布会提出的货币金融举措，而后聚焦于三季度和四季度中国名义GDP增长的支撑与拖累，观察当前中国经济增长面临的问题，前期宏观政策落地效果，据此提出政策建议。我们认为，三季度中国实际GDP增速可能回落至4.6%以下，而名义GDP增速可能回落至4%以下；若无更多增量政策措施，四季度实际和名义GDP增速或进一步回落。货币金融政策作为“排头兵”先行落地，有助于降低实体经济偿债负担，但提振总需求还需其他政策加力配合。后续宏观政策需着眼于五个方面：加大促消费政策支持力度和范围，拓宽地方专项债用途，尽快增发一批超长期特别国债，优化房地产去库存政策，同时鼓励企业出海和兼并重组。

一、货币金融政策先行落地

从9月24日新闻发布会内容看，本次货币金融政策加力的重点在三个方向：宽货币、托地产和稳股市。

在宽货币方面，降准、降息、降低存量房贷利率全面落地，货币政策“大招”尽出，宽松力度超出市场此前预期。

- **第一**，近期将下调存款准备金率0.5个百分点，提供长期流动性约1万亿元；在今年年内还将视市场流动性的状况，择机进一步下调存款准备金率0.25-0.5个百分点。
- **第二**，降低政策利率，7天期逆回购操作利率下调0.2个百分点，预计将带动中期借贷便利（MLF）利率下调0.3个百分点，贷款市场报价利率（LPR）、存款利率等也将随之下行0.2到0.25个百分点。
- **第三**，引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率附近，预计平均下降幅度在0.5个百分点左右，惠及5000万户1.5亿人口，每年减少利息支出约1500亿元。

图表1 2024年9月24日国新办新闻发布会政策表述

<p>降低存款准备金率和政策利率</p> <ul style="list-style-type: none"> • 下调存款准备金率0.5个百分点。年内视市场流动性的状况，可择机进一步下调存款准备金率0.25-0.5个百分点。 • 降低中央银行的政策利率，即7天期逆回购操作利率下调0.2个百分点 	<p>金融监管总局</p> <ul style="list-style-type: none"> • 对六家大型商业银行增加核心一级资本 • 适当放宽金融资产投资公司股权投资金额和比例限制 • 优化小微企业无还本续贷政策 • 支持其他符合条件的保险机构设立私募证券投资基金
<p>房地产金融政策</p> <ul style="list-style-type: none"> • 引导银行降低存量房贷利率，预计平均下降幅度在0.5个百分点左右。 • 统一房贷最低首付比例至15%，此前二套房是25%。 • 延长“金融16条”、经营性物业贷款政策两项房地产金融政策文件的期限，从2024年12月31日延长到2026年12月31日。 • 优化保障性住房再贷款政策，由原来的60%提高到100%。 • 支持收购房企存量土地。研究允许政策性银行、商业银行贷款支持有条件的企业市场化收购房企土地。 	<p>证监会</p> <ul style="list-style-type: none"> • 近期将印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》。 • 重点提出了大力发展权益类公募基金、完善“长钱长投”的制度环境、持续改善资本市场生态等三方面举措。 • 研究制定关于促进并购重组的六条措施。 • 《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，坚持市场化方向，更好发挥资本市场在并购重组中的主渠道作用。 • 近期将就市值管理指引公开征求意见 • 要求长期破净公司制定价值提升计划，评估实施效果并公开披露，形成市场约束；要求主要指数成分股公司切实负起责任，制定市值管理制度，明确职责和应对措施，定期披露执行情况等。
<p>创设两项结构性货币政策工具</p> <ul style="list-style-type: none"> • 证券、基金、保险公司互换便利：首期操作规模5000亿元，可视情况扩大。 • 股票回购、增持再贷款：首期额度是3000亿元，可视情况扩大。 • 谈及平准基金的创设，潘功胜在回应提问时表示，正在研究。 	

资料来源：国务院新闻办公室，平安证券研究所

在托地产方面，除引导银行降低存量房贷利率外，央行和金融监管总局还推出四项措施，增强对房地产销售、物业、收储、土地等各方面的信贷支持。

- **第一**，统一房贷最低首付比例至 15%。为更好支持城乡居民刚性和多样化改善性住房需求，全国层面的商业性个人住房贷款将不再区分首套房和二套房，最低首付比例统一为 15%（此前二套房最低首付比例为 25%）。
- **第二**，延长两项房地产金融政策文件的期限。前期，人民银行和金融监管总局出台了“金融 16 条”、经营性物业贷款政策，把这两个政策从 2024 年 12 月 31 日延长到 2026 年 12 月 31 日。
- **第三**，优化保障性住房再贷款政策。将 3000 亿元保障性住房再贷款政策中中国人民银行出资的比例，由原来的 60% 提高到 100%，增强对银行和收购主体的市场化激励。
- **第四**，支持收购房企存量土地。在将部分地方政府专项债券用于土地储备基础上，研究允许政策性银行、商业银行贷款支持有条件的企业市场化收购房企土地，盘活存量用地，缓解房企资金压力。在必要的时候，也可以由人民银行提供再贷款支持这项政策，央行和金融监管总局还在一起研究。

在稳股市方面，推动金融机构的中长期资金入市，活跃产业资本，同时创设货币政策工具，共同为 A 股市场提供增量资金。

- **央行**：首次创设两项新的货币政策工具支持股票市场稳定发展，分别为 5000 亿元证券、基金、保险公司互换便利和 3000 亿元股票回购增持再贷款，可视情扩大规模。谈及平准基金的创设，央行行长潘功胜在表示，正在研究。
- **证监会**：**第一**，近期将印发《关于推动中长期资金入市的指导意见》，重点提出大力发展权益类公募基金、完善“长钱长投”的制度环境、持续改善资本市场生态等三方面举措。**第二**，研究制定《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，提出关于促进并购重组的六条措施，更好发挥资本市场在并购重组中的主渠道作用。**第三**，将就市值管理指引公开征求意见，要求长期破净公司制定价值提升计划，评估实施效果并公开披露，形成市场约束；要求主要指数成分股公司切实负起责任，制定市值管理制度，明确职责和应对措施，定期披露执行情况等。
- **金监局**：一是扩大保险资金长期投资改革试点，支持其他符合条件的保险机构设立私募证券投资基金，进一步加大对资本市场的投资力度；二是督促指导保险公司优化考核机制，鼓励引导保险资金开展长期权益投资；三是鼓励理财公司、信托公司加强权益投资能力建设，发行更多长期权益产品，积极参与资本市场，多渠道培育壮大耐心资本。

除以上三个方面外，金融监管总局表示，国家计划对六家大型商业银行增加核心一级资本，巩固提升大型商业银行稳健经营发展的能力；适当放宽股权投资金额和比例限制，鼓励发展创业投资；建立支持小微企业融资协调的工作机制，优化无还本续贷政策，进一步打通中小微企业融资的堵点和卡点。

对于宏观经济运行而言，宽货币是本次政策安排的核心关注所在。我们认为，本次宽货币超预期落地，是基于内外双重因素的共同考量。美联储 9 月份超预期降息 50bp，中国货币宽松的外部空间已然打开。中国实际利率水平仍然偏高，各部门债务偿还压力较大。2024 年二季度，央行公布的一般贷款利率虽已降至 4.13% 的历史低位，但同期国家统计局公布的 GDP 平减指数同比增速仅 -0.73%，对应的实际利率接近 4.9%，高于二季度实际 GDP 增速 4.7%。

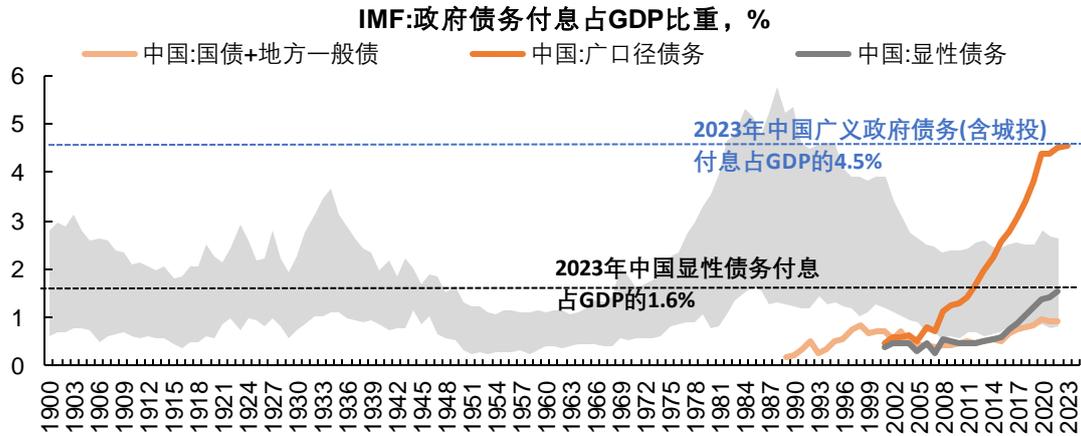
首先，对政府部门，宽货币有助于降低政府债付息压力，配合财政政策的进一步发力。2024 年上半年债务付息在公共财政支出中占到 6.5%，2023 年中国广义政府债付息规模占 GDP 的 4.5%，降息有助于缓解政府债付息压力。

其次，对居民部门，宽货币有能够切实降低债务偿还压力，有助于释放消费潜力。

- 8 月 21 日国新办新闻发布会上，金融监管总局表示，今年 1-7 月商业银行新发放个人住房贷款 3.1 万亿元（假设各月贷款均匀投放，上半年新发放个人住房贷款约 2.66 万亿元）。然而，8 月 30 日央行发布的《2024 年二季度金融机构贷款投向统计报告》显示，2024 年上半年个人住房贷款余额较去年末累计减少 3800 亿元。将二者加总测算，2024 年上半年个人住房贷款本金（不包含贷款利息）偿还规模合计达到 3.04 万亿元，占同期社会消费品零售总额的 12.9%¹。房贷利率新老倒挂，客观上加剧“提前还贷”行为，不利于居民消费信心和预期的稳定。

¹上半年个人住房贷款本金偿还规模 3.04 万亿 = 上半年新发放个人住房贷款 2.66 万亿 + 个人住房贷款余额较去年末减少 3800 亿

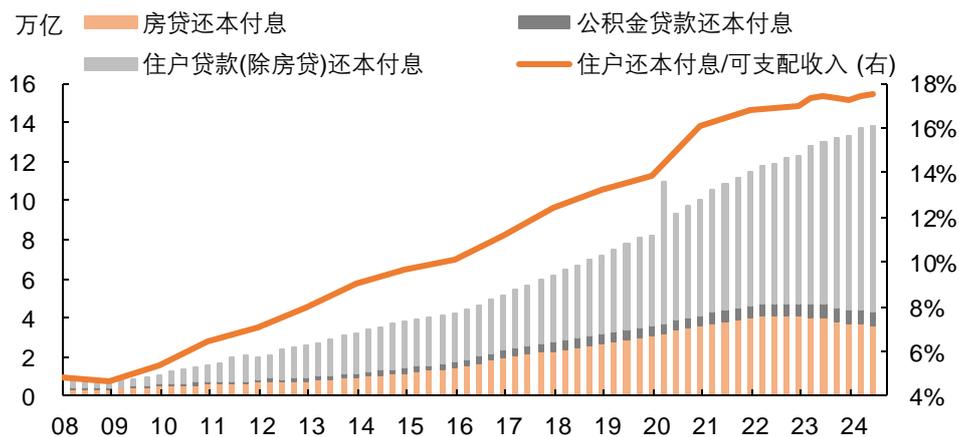
图表2 2023年中国广义政府债务(含城投)付息占GDP的4.5%



资料来源: Wind, IMF, 平安证券研究所; 注: 阴影部分表示同一时期内, 海外各国付息占 GDP 比重 25%-75% 的分位区间

- 居民偿债率偏高, 主动“去杠杆”, 使消费潜力难以充分释放。我们测算, 2024 年上半年住户部门年化还本付息规模约 13.9 万亿, 住户部门偿债率(还本付息规模占可支配收入的比例)达到 17.5%。2024 年以来, 央行公布的住户部门人民币贷款同比增速明显回落(6 月份为 3.82%, 8 月份降至 3.55%), 持续低于同期国家统计局公布的居民人均可支配收入增速(2024 年二季度为 4.45%), 存在主动“去杠杆”趋势。
- 2023 年央行推动存量房贷利率下调, 曾直接和间接助力居民消费恢复。直接影响方面, 央行货币政策执行报告表示 2023 年房贷利率下调为借款人每年减少利息支出约 1700 亿元, 中国人民银行重庆市分行对存量房贷利率调降涉及购房家庭开展的抽样调查显示, 超三成受访居民打算将省下的利息支出用于增加消费, 包括日常消费、旅游、子女教育等。间接影响方面, 据央行发布的《中国区域金融运行报告(2024)》, 2023 年 8 月全国个人住房贷款提前还款额达到 4324.5 亿元。8 月 31 日政策出台后, 9-12 月, 房贷月均提前还款金额较 8 月下降 10.5%。

图表3 2024年上半年中国住户部门还本付息金额约占可支配收入的17.5%



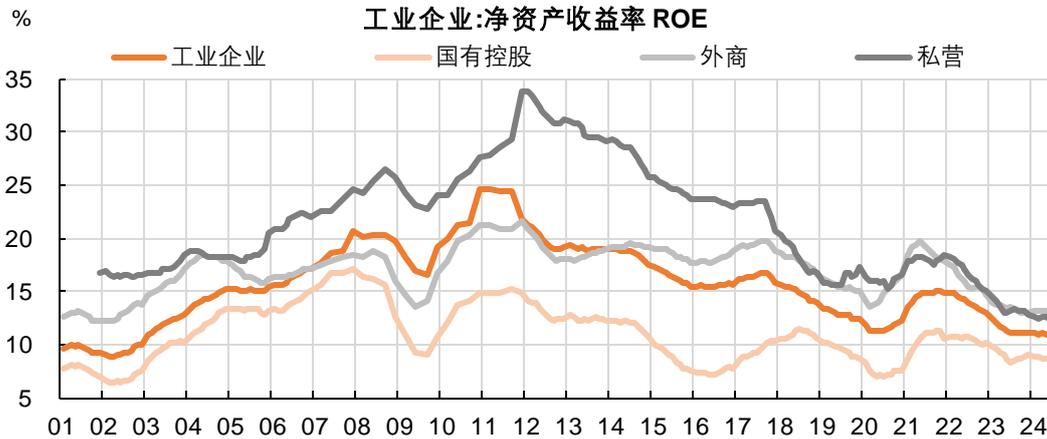
资料来源: Wind, 平安证券研究所

元; 国家统计局公布的 2024 年上半年社会消费品零售总额为 23.6 万亿, 故房贷本金偿还占同期社零比例为 12.9%。

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

三是，对企业部门，降低融资成本，有助于缓解其经营压力。企业投资回报率持续下探，企业经营压力增大，需要进一步降低融资成本。2024年7月央行降息10bp，但还不足以对冲工业企业净资产收益率的回落。2024年7月规模以上工业企业ROE TTM相较于2023年末下降19bp，其中私营企业下降36bp。本次央行宣布降息20bp，将有助于缓解私营企业经营压力，对冲盈利能力的走弱。

图表4 2024年以来，规模以上工业企业净资产收益率继续回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

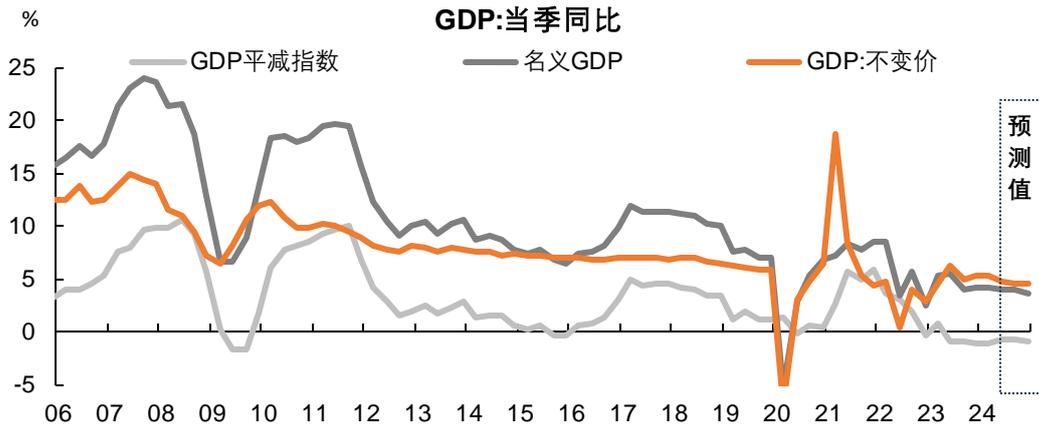
二、中国经济仍需政策托底

预计三季度中国名义GDP增速较二季度回落。

一方面，GDP平减指数或将徘徊在低位。尽管猪肉和蔬菜等食品价格上涨存在支撑，但工业品价格较快下跌，服务价格支撑减弱，预计三季度CPI同比增速较二季度提升0.2个百分点，至0.5%，PPI同比增速较二季度回落0.2个百分点，至-1.8%；GDP平减指数同比增速在-0.7%左右，基本持平于二季度（详见报告《中国物价运行：特征与趋向》）。

另一方面，中国实际GDP增速存在回落压力。我们估算，2024年7月和8月中国月度GDP增速分别为4.8%和4.5%（详见报告《2024年8月经济增长数据解读：稳增长迫切性提升》），相比于“5%左右”的全年GDP增速目标存在差距。预计三季度中国实际GDP同比增速在4.4%-4.6%之间，较二季度小幅回落。从高频数据看，9月以来中国经济下行压力仍大，工业生产弱势运行，基建地产投资对原材料需求的支撑仍然有限；暑期过后线下经济活跃度回落，不利于服务业的恢复。

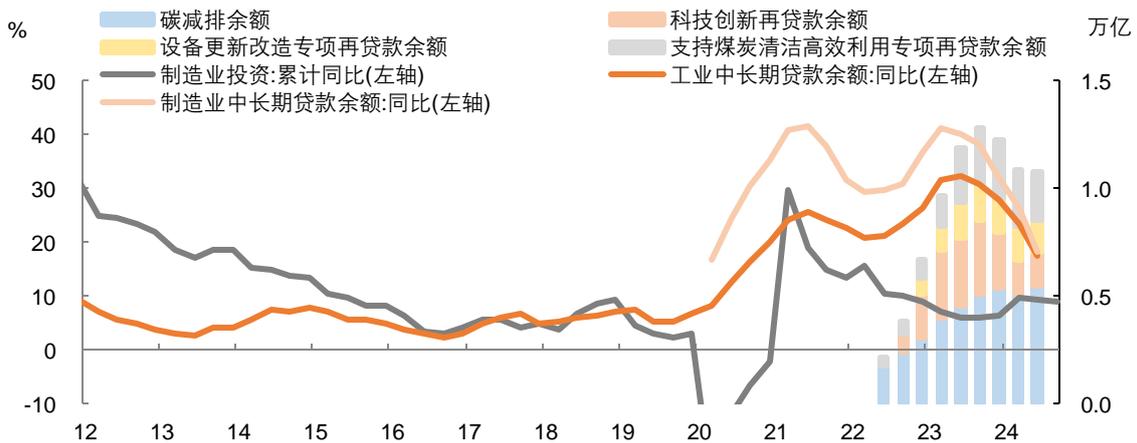
图表5 2024年下半年中国名义GDP面临回落压力



资料来源: wind, 平安证券研究所

三季度中国实际 GDP 增长的拖累在于，经济增长内生动能持续走弱，体现为房地产投资下行压力加大，制造业投资有所减速，居民消费信心不足。1) 房地产方面，进入三季度，“5·17”新政对房地产销售的提振作用消退，低基数下商品房销售的同比表现仍弱。据国家统计局数据，相比于 2019-2021 年同期均值，2024 年 7 月和 8 月商品房销售面积分别下跌 53.5% 和 52.2%，较二季度 48.1% 的跌幅扩大；2024 年 8 月，房地产开发投资累计同比增长-10.2%，较上半年跌幅略扩大 0.1 个百分点，徘徊在低位。据克而瑞统计，7 月和 8 月百强房企销售规模分别同比下降 19.7% 和 26.8%；8 月重点监测 30 家房企单月拿地金额同比下降 77%，拿地面积同比降幅近九成。2) 制造业方面，产能过剩压力尚未缓解，且出口远期增长有不确定性，抑制制造业投资意愿。尽管科技创新和技术改造再贷款和贴息政策出台，但制造业中长期贷款增速下滑较快（6 月末制造业中长期贷款余额同比增长 18.1%，低于 2023 年的 31.9%）。信贷增长势头总体放缓，对制造业投资的提振作用在边际减弱。3) 居民消费方面，当前的“堵点”在于居民就业和收入的增长，二者是短期难以改善的慢变量。据国家统计局数据，2024 年 7 月和 8 月社会消费品零售总额分别同比增长 2.7% 和 2.1%，低于上半年 3.7% 的同比增速。尽管“以旧换新”促消费政策积极发力，但《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》安排的超长期特别国债补贴以旧换新规模仅 1500 亿元，落地也需时日，短期较难对冲居民提前偿还房贷的影响。

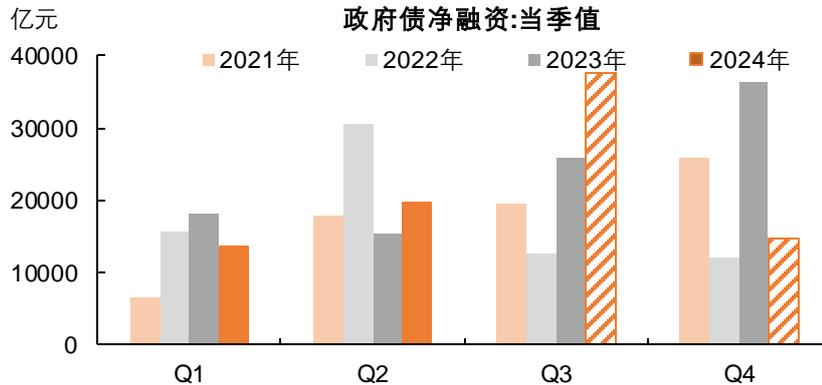
图表6 信贷增长对制造业投资的提振作用边际减弱



资料来源: wind, 平安证券研究所

不过，三季度出口呈现韧性，财政稳增长加力，形成一定支撑。1) 出口方面，海外补库存逻辑延续、出口“价”和“汇”的回升、以及美国大选前“抢出口”的可能性，均对美元计价的出口金额增速形成支撑。2) 财政方面，按已发行规模、计划发行规模和季节性规律推断，三季度政府债净融资规模或可达到 3.8 万亿，较去年同期高 1.2 万亿。

图表7 2024年三季度政府债净融资放量



资料来源: wind, 企业预警通, 平安证券研究所; 注: 2024年三四季度为预测值

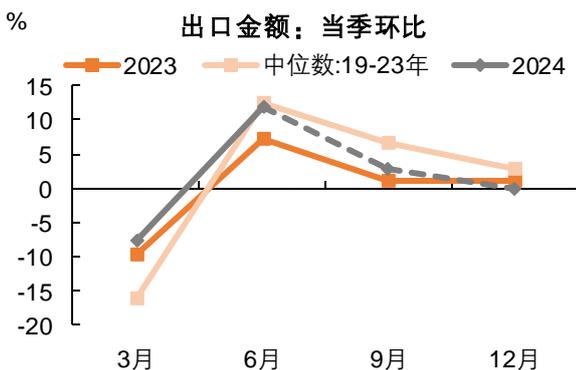
若无增量政策出台, 四季度中国名义 GDP 增速可能进一步回落。

第一, 财政支出对经济增长的支撑可能减弱。以剩余发行额度看, 预计四季度政府债净融资规模 1.5 万亿元, 较三季度低 2.1 万亿。尤其是, 去年四季度地方政府大规模发行特殊再融资债补充财力, 中央政府增发万亿国债, 政府债净融资规模达 3.6 万亿元, 有力弥补了公共财政的收支缺口。

第二, 外需下行压力可能逐步加大。2023 年四季度中国出口环比出现回稳势头, 意味着 2024 年四季度的出口同比增速所面临的基数抬升; 美国总统选举结果出炉后, 外部贸易摩擦有进一步升级的可能性; 同时, 以中国出口份额加权的全球制造业 PMI 在 2024 年 7 月至 8 月已回落至荣枯线以下, 表明外需增长存在不确定性。

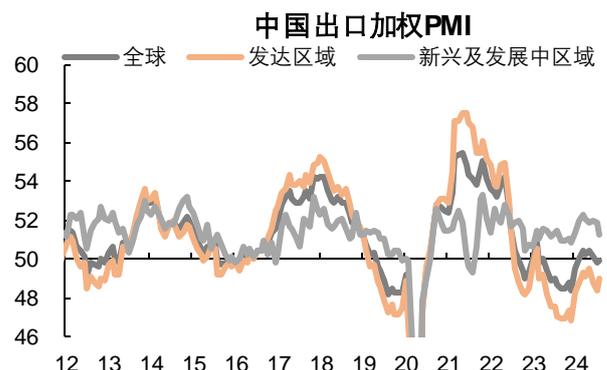
第三, GDP 平减指数可能进一步回落。展望四季度, 食品价格的上行将难以对冲工业品和服务价格的持续下滑, 预计 CPI 同比增速较三季度提升 0.3 个百分点, 至 0.8%, PPI 同比增速较三季度回落 0.8 个百分点, 至-2.6%, GDP 平减指数较三季度回落 0.2 个百分点, 至-0.9%。

图表8 2024年四季度出口环比增速或低于2023年同期



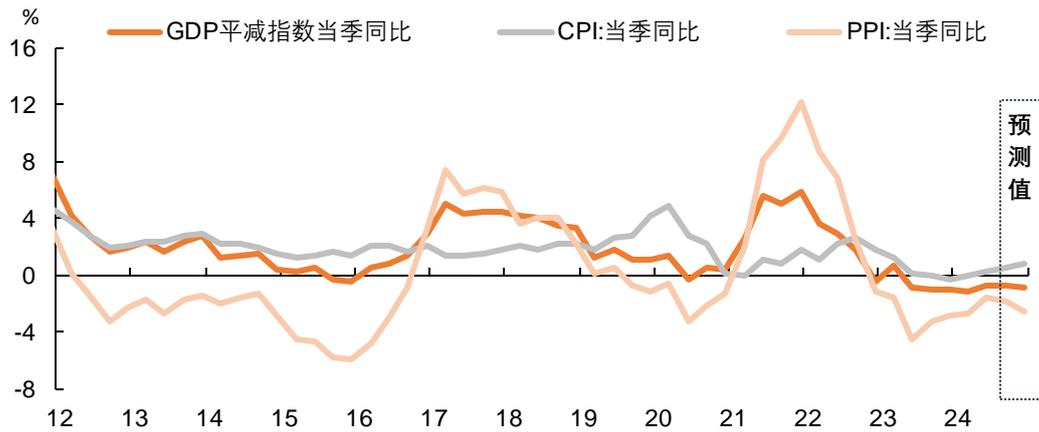
资料来源: Wind, 平安证券研究所; 注: 2024年三四季度为预测值

图表9 2024年7月以来, 全球制造业 PMI 回落至荣枯线以下



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 预计 2024 年四季度 GDP 平减指数回落



资料来源: wind, 平安证券研究所

三、 还有哪些宏观政策可以期待

货币金融政策作为“排头兵”先行落地，有助于降低实体经济偿债负担。然而，“货币如绳，可拉不可推”，提振总需求还需其他政策加力配合。我们认为，后续可期待五个方面宏观政策：加大促消费政策支持力度和范围，拓宽地方专项债用途，尽快增发一批超长期特别国债，优化房地产去库存政策，同时鼓励企业出海和兼并重组。

1、消费支持政策需加大力度

7月中央政治局会议强调，经济政策的着力点要更多转向惠民生、促消费。7月24日《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》、7月29日《关于促进服务消费高质量发展的意见》陆续出台，直接向地方安排1500亿元左右超长期特别国债资金，加力支持地方实施消费品以旧换新，助力巩固消费复苏的基础。

相对于前期方案，本次以旧换新政策补贴力度增强。我们预计，以旧换新补贴政策理论上能实现5倍以上杠杆，对商品消费的直接拉动在7500亿元左右，占2023年社零商品零售的1.8%。

- 家电补贴比例从此前的地方补贴10%提升至15-20%。汽车以旧换新补贴标准提高一倍（新能源车由1万元提升至2万元，燃油车由8000元提升至1.5万元）。除此之外，以旧换新政策还支持农业机械报废、新能源公交车及动力电池更新、电动自行车以旧换新，旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造等领域，北京/上海/浙江/安徽等省份对其他领域的补贴比例多在15-20%之间。
- 商务部9月19日公告显示，中秋假期全国商务系统使用6.4亿元中央补贴资金，支持约60万名消费者购买八大类家电产品近80万台，带动销售额超33亿元，估算撬动杠杆在5倍左右；汽车以旧换新信息平台累计收到补贴申请超104万份，带动新车销售额约1300亿元，可估算以旧换新带动的汽车平均销售单价为12.4万元/台，财政资金撬动的杠杆在7倍左右²。

以旧换新政策执行中可能面临两个问题：一是，政策力度仍有提升空间，15-20%的折扣对消费者的吸引力仍较有限，还可能存在商家先取消前期折扣、再按照补贴后价格宣传的现象。二是，换新产品选择有限，旧品回收体系不健全、流程复杂等，尤其是农村和中西部地区物流和回收体系更弱，这部分边际消费倾向较高的居民参与以旧换新的难度较大。

² 撬动汽车消费杠杆倍数=12.4万元均价/(2024年8月新能源车渗透率54%*2万元补贴+燃油车市占率46%*1.5万元补贴)≈7倍。<https://mp.weixin.qq.com/s/eC5o3hGAMoNywdnOyP7xsq>

以汽车消费观察效果，以旧换新政策暂未能扭转汽车零售颓势。据国家统计局数据，8月限额以上汽车零售额同比-7.3%，较7月跌幅扩大2.4个百分点。**1)**从量的数据看，以旧换新对汽车销量存在明显提振。据商务部全国汽车以旧换新平台数据，截止8月31日上午10点，已经收到汽车报废更新补贴申请超过80万份，约较8月2日提升35万份，期间新增补贴规模占8月狭义乘用车厂家零售的18%，但8月狭义乘用车厂家零售仍同比下滑1%（7月同比-2%，6月同比-8%）。**2)**从价的数据看，以旧换新带动的汽车零售均价较低，或因其更多吸引“价格敏感型”消费者，因而对汽车零售额的带动有限。结合前述商务部公告，以旧换新带动的汽车平均销售单价为12.4万元/台，这低于2024年前8个月乘用车17.9万元/台的零售均价³。

我们认为，促消费政策仍有优化和提升空间。

- 目前政策更聚焦于商品以旧换新，然而，对当下耐用品消费的补贴存在两个问题：一是，当期消费增加，实际上透支了未来的需求和增长空间。二是，政策仅支持部分商品，未享受政策补贴的其他商品消费被“挤出”。以限额以上商品零售数据看，8月受政策补贴支持的家电音像器材、通讯器材类消费同比较快增长，对限额以上商品零售单月同比增速的拉动达到0.7个百分点，较上月提升0.4个百分点。然而，日用品、体育娱乐用品、化妆品、金银珠宝等未享受政策补贴的商品零售额同比增速回落，对限额以上商品零售的拖累达0.3个百分点，较上月拖累加大0.2个百分点。
- **我们提出以下建议：第一**，扩展消费补贴政策的支持范围、支持对象和支持力度，进一步涵盖金额较小、具备黏性的服务类消费，也可聚焦更具有购买力和成长性的大学生和青年群体，同时加大补贴比例。**第二**，将消费补贴政策与其他政策相互联动。如在新房和二手房签约过户后，或农民工办理落户后，发放千元到万元规模、有时效限制的消费券，释放有“安家置业”诉求群体的消费潜力。**第三**，发挥地方政府积极性，探索多种途径促消费。如在发放消费券方面，利用大数据技术支持，以及与电商平台合作，提高发放效率和覆盖面；适当放松公积金提取和使用限制，使其在更多消费场景中能被使用，增强居民的实际购买力。同时，鼓励地方政府探索个性化的消费支持政策，建立促消费政策的评估机制，表彰并推广实践中效果较好的政策。

2、地方专项债用途有待拓宽

2024年前4个月，地方政府专项债发行进度偏慢。由于前期满足收益自平衡要求的好项目已被逐步挖掘，满足专项债使用要求的项目逐步减少。当前财政对专项债项目自平衡要求严格，但基建投资收益偏低，这一矛盾较难解决。

2024年下半年以来，专项债发行明显提速，但部分债券发行未披露“一案两书”，或用于偿还存量债务。据企业预警通统计，截至2024年9月5日，今年已披露48只特殊新增专项债（含拟发行），其中9月8只、8月24只、7月15只、6月1只，发行规模合计6296亿元。**2024年6月以来，地方政府新增专项债发行规模（含拟发行）共1.6万亿，其中用于偿还存量债务的特殊新增专项债占比达39.4%。**

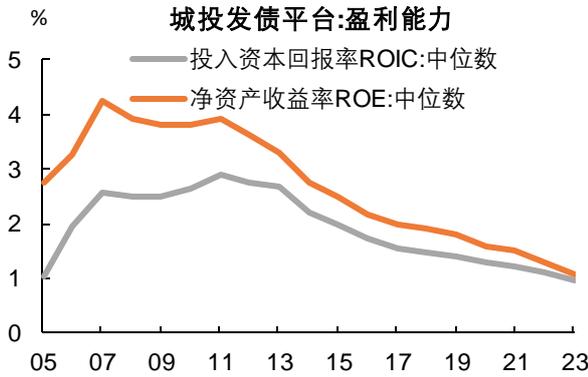
对此，我们提出两点建议：**短期看**，可阶段性拓宽专项债使用范围，如支持各地房地产收储，用于地方政府发放消费补贴，用于公共领域投资（包括职业教育、医疗卫生、文化旅游等）。对于这些政策鼓励和支持的方向，如果项目短期收益难以达到自平衡，可给予一定比例的中央政府贴息支持。

中长期看，考虑到合意项目数量和规模有限，需控制专项债新增额度，优化政府债务结构。一方面，可将部分专项债额度转换为一般债额度，使其能够用以补充基层财力。一般债使用较专项债更灵活，地方政府可以根据自身实际财力缺口和紧急事务的优先级，灵活调配资金，以应对基层财政压力，更好支持地方经济发展。**另一方面**，适度控制专项债新增额度，增加超长期特别国债发行。超长期特别国债可以聚焦国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，而地方债务资金专注于支持地方公共服务和城市基础设施建设。剥离地方债务的国债属性，有助于减轻地方政府偿债压力。毛捷等人统计的结果表明⁴，2019-2022年期间专项债支持六个国家重大项目（包括“一带一路”、长江经济带发展、京津冀发展战略、粤港澳大湾区、长江三角洲一体化和黄河流域治理）的数量和金额比例分别为3.61%和9%（约1.17万亿）。

³ <https://mp.weixin.qq.com/s/q0HVP9ffowMqPUop63tog>

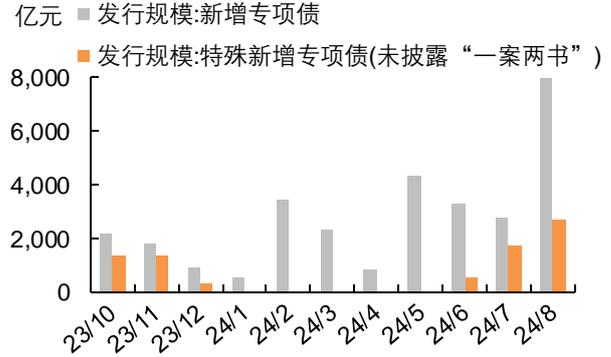
⁴ https://mp.weixin.qq.com/s/d_KTLENIQyMYq-OxW20Q

图表11 2023年城投发债平台 ROE 仅 1.1%



资料来源: Wind, DM, 平安证券研究所

图表12 2024年6月以来,特殊新增专项债发行放量



资料来源: 企业预警通, 平安证券研究所

3、国债增发建议提上议程

下半年中国名义 GDP 增长承压, 需中央政府支持。外部经贸环境不确定性正在累积, 内循环受低通胀阻滞。截至 2024 年二季度 GDP 平减指数已连续 5 个季度负增长, 我们测算三四季度 GDP 平减指数的负增长还将持续。低通胀背景下, 消费者信心指数陡降, 企业“增收不增利”, 地方政府面临化债和欠收双重压力。除去居民、企业和地方政府, 经济各部门中, 只有中央政府有能力“加杠杆”, 抵御其他部门资产负债表收缩的力量, 避免经济全面陷入“节俭悖论”。价格水平的财政决定理论 (FTPL) 提供全新视角, 认为价格水平并不完全由货币政策决定, 财政政策通过影响政府债务的实际价值和基本财政盈余的现值来决定价格水平。

因税收和土地收入下滑, 财政减收压力较大, 制约其支出力度; 6月以来, 40%的新增专项债用于存量债务化解, 广义财政支出对经济增长的支持成色不足。

2024 年前 8 个月, 广义财政收入规模约 17.45 万亿, 同比增速为-6%, 而广义财政收入的两会预算值相较去年决算增长 2.5%。以预算增速和实际增速的差值估算, 前 8 个月广义财政收入减收规模达到 1.6 万亿元⁵。我们认为, 财政的增量政策建议早作筹划, 再发行 1 万亿到 2 万亿规模的超长期特别国债, 弥补财政减收缺口。尤其是, 财政政策落地时滞相对较长 (2023 年 10 月末决议增发国债, 直至 2024 年 6 月末项目才全面开工), 更需打好提前量应对海外不确定性, 不宜将财力空间预留到年末或明年年初。

4、房地产去库存政策待优化

2024 年 4 月 30 日, 中央政治局会议定调“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”后, 房地产政策的重心转向“去库存”。5 月 17 日, 全国切实做好保交房工作视频会议召开, 提出 3000 亿元保障房再贷款及一揽子相关政策, 各地开始推进国企收储的相关工作。

“517”新政以来, 房地产政策重心转向“去库存”, 但其积极效果尚未显现。

一方面, 新房库存总量回落, 主要源于供给收缩。伴随着新开工面积的持续回落, 新房供应面积较销售面积更快减少, 带动广义库存趋于回落, 尤其是“已开工未售库存”出现下降。1) 据易居研究院《全国百城住宅库存报告》⁶, 2024 年 7 月全国百城新建商品住宅库存规模为 46464 万平方米, 同比减少 3.5%, 相较 4 月末减少 7.1%。2024 年 7 月份全国百城新建

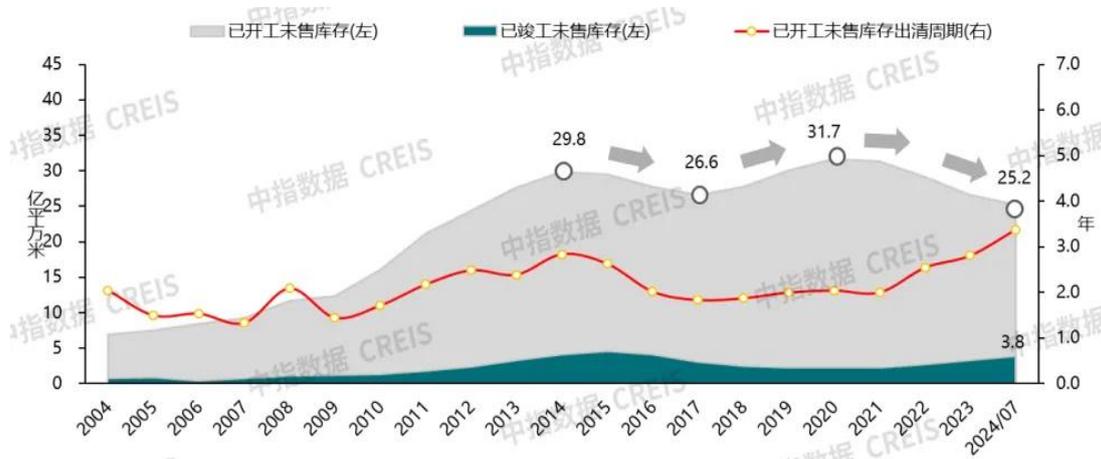
⁵ 据财政部数据, 2023 年前 8 个月广义财政收入合计规模约 18.6 万亿, 若按 2024 年预算的 2.5% 增长, 2024 年前 8 个月广义财政收入的理论规模应达到 19.0 万亿, 相较于 17.45 万亿的实际收入高近 1.6 万亿, 是为前 8 个月的广义财政减收规模。

⁶ <https://mp.weixin.qq.com/s/sew4vB7sazJ9c81Em0rKZw>

商品住宅供应面积 1182 万平方米，较 4 月减少 38%；7 月百城住宅成交面积为 1680 万平方米，较 4 月的 1804 万平方米缩量 6.9%，可见供应相比成交加速缩量。**2)** 据中指研究院测算，截至 2024 年 7 月末，全国住宅库存（指已开工未售库存，商品住宅累计新开工面积-商品住宅累计销售面积，自 1998 年开始累计）为 25.2 亿平方米，较 2023 年末回落 5.2%；其中，“竣工未售库存”为 3.8 亿平方米，较 2023 年末进一步累积。**3)** 据克而瑞 CRIC 统计⁷，2023 年，百城商品住宅供应面积和销售面积分别降至 2.6 亿平方米和 2.9 亿平方米，分别较 2021 年下跌 50%和 43%。2024 年上半年，百城商品住宅供应及销售面积分别为 0.9 亿平方米和 1.0 亿平方米，供应继续慢于销售，带来库存回落。

⁷ <https://mp.weixin.qq.com/s/tLh83lvaRuQ0upeZUNk7-Q>

图表13 全国不同口径住宅库存规模⁸



资料来源: CREIS 中指数据, 平安证券研究所

另一方面，商品房去化周期还在拉长，因销售速度缓慢。1) 据中指研究院测算，2024年7月“已开工未售库存”去化周期约3.4年，较去年底延长0.6年。2) 据易居研究院《全国百城住宅库存报告》，7月份全国百城新建商品住宅库存去化周期为26.6个月，较4月份高0.1个月。其中，有44个城市去化周期超过36个月，有33个城市位于18-36个月区间，剩下的23个城市去化周期低于18个月。3) 据克而瑞统计，2024年8月重点30城中有21城住宅消化周期超过18个月“警戒线水平”，相比4月末有23个城市住宅消化周期拉长。

图表14 全国百城新建商品住宅库存面积（分城市能级）



资料来源: 易居研究院, 平安证券研究所

图表15 全国百城新建商品住宅消化周期（分城市能级）



资料来源: 易居研究院, 平安证券研究所

⁸ <https://mp.weixin.qq.com/s/BWbdhNLxCcPs1zuFejb37g>

图表16 2024年8月重点30城库存及消化周期(单位:万平方米,月)

线级	城市	库存量(2024年8月)			消化周期(2024年8月)		
		万平方米	同比	相比4月末增速	月	同比	相比4月末差值
一线	北京	1251	3%	0%	30.5	30%	2.5
	深圳	889	3%	-4%	28.4	20%	(0.6)
	广州	1408	11%	15%	23.9	22%	3.3
	上海	796	36%	3%	13.8	101%	1.6
	珠海	696	11%	1%	45.0	47%	2.3
二三线	惠州	1270	-2%	-2%	39.5	75%	6.7
	常州	487	-3%	-3%	34.3	49%	0.7
	无锡	517	3%	5%	32.8	60%	3.9
	长春	1030	-6%	1%	32.7	24%	4.6
	福州	236	0%	1%	28.6	56%	2.3
	南京	875	13%	12%	27.8	76%	4.7
	嘉兴	160	-4%	0%	27.6	68%	3.2
	武汉	1636	-1%	-2%	26.0	47%	1.5
	南宁	658	-2%	-4%	25.9	33%	(1.6)
	佛山	952	-11%	-5%	24.1	34%	(0.2)
	厦门	271	-5%	-6%	23.3	44%	1.2
	徐州	299	-10%	-1%	22.9	25%	(0.9)
	郑州	751	-16%	-6%	22.5	7%	0.7
	苏州	729	-3%	-7%	22.0	73%	2.0
	昆明	522	-9%	-19%	21.0	31%	(3.7)
	宁波	373	-6%	-4%	20.7	45%	1.0
	天津	1319	-2%	-2%	19.5	20%	(0.2)
	重庆	789	-6%	-4%	17.3	0%	(0.4)
	青岛	1147	-9%	-7%	17.2	24%	0.9
	济南	608	-3%	-9%	16.7	66%	1.0
长沙	568	10%	3%	16.3	65%	2.0	
成都	1671	0%	2%	14.5	17%	1.6	
西安	1006	38%	5%	13.1	21%	0.4	
合肥	238	13%	4%	11.1	120%	2.3	
杭州	626	-5%	-4%	8.8	42%	0.5	

资料来源:CRIC 中国房地产决策咨询系统,平安证券研究所

据澎湃新闻统计,截至8月25日,已有超过80个城市宣布支持国有平台企业等收购商品住房。据中指研究院监测,截至8月底,约30城发布了征集商品房用作保障房的公告。据央行披露,截至2024年6月底,3000亿元保障性住房再贷款仅使用了121亿元,政策落地节奏相对较慢,这或是因为“去库存”政策面临投资回报率难以打平,收储范围和用途相对有限等问题。

为助力房地产去库存,我们提出以下建议:

第一,加大财政金融支持力度,需要财政贴息的跟进,保障性住房再贷款规模的扩大。

- 综合考虑运营成本、空置率及租金回报率,目前保障性住房的运营收入未必能够覆盖贷款利息成本。诸葛找房数据研究中心监测重点50城2024年上半年租金回报率约2.03%⁹,假设商业银行以同期个人住房贷款利率(2024年8月为3.35%¹⁰)提供资金,再考虑租赁住房的改造、运营和空置成本,距离收支平衡还有1.5%-2%的缺口,有待中央财政提供贴息支持。如将国企收储纳入地方政府专项债资金投向领域,给予保障性住房贷款1-2个百分点的财政贴息等。
- 房地产“收储”所需的资金量级较大(详见报告《量价背离的收敛——下半年宏观经济与政策展望》)。假设各地按照二手住宅均价收储,目标是将库存去化周期拉回合理区间的上限,那么一年内需“收储”解决的住宅库存达到接近1600万平方米,对应所需收储资金为2.7万亿,如果假设收购价格在二手房均价基础上再打8折,所需资金也达到

⁹ <https://www.163.com/dy/article/J88NCIAJ0515AF0E.html>

¹⁰ https://www.gov.cn/zhengce/202409/content_6974456.htm

2.1 万亿以上。如果将二手住宅挂牌量增加的问题考虑进来（会对新房销售构成挤压），所需资金规模将更大。以此看，央行当前安排的 3000 亿元保障性住房再贷款额度仍显不足，存在加量空间。

第二，扩大政策的收购对象和用途范围，可与“以旧换新”政策相结合。

- 央行设立保障性住房再贷款主要支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房用作保障性住房。从 CRIC 整理的 20 个重点城市收储公告看，多数城市收购商品房的重点放在“已建成未出售的存量商品住房”，优先收购“整栋”、“120 平方米以下中小户型”、“交通便利、搭配车位”，相关要求较为严格，而用途集中于保障性住房的筹集。截至目前，对外公布已完成收储的城市相对有限，包括郑州、济南、重庆、福州、青岛、天津等，均属于全国首批租赁住房贷款支持计划的试点城市，项目大多用于配租而非配售。
- 我们建议**，将收储对象扩大至资金严格监管下的未竣工库存（杭州已有实践）；与以旧换新政策结合，收储居民拟换新的二手住房（郑州、遂宁、滁州等地已有实践¹¹）；拓展已收储存量房的用途范围，优先作为拆迁安置房使用，避免重复建设；用作保障房的存量住房，增加先租后售方案，拓宽居民的选择。

第三，盘活“已出让未开工土地”，支持房地产企业优化土储结构。6月24日，自然资源部出台 18 条政策措施，支持地方政府从实际出发，酌情以收回、收购等方式妥善处置已经出让的闲置存量住宅用地，帮助企业解困。2024 年 8 月末，越秀发布公告表示，广州市土地开发中心已向该公司收回广龙路 3 个地块，作价 70 亿元。9 月 2 日，越秀再宣布将广州市暨南大学北侧地块二的土地使用权交由土地开发中心收储，代价为 50.03 亿元。值得关注的是，越秀退地均以“应付票据”形式补偿，相当于获得“地票”，用于公司以后在广州购买土地。**建议推广广州的“地票”置换方案，帮助企业改善土地库存结构，可以在不增加政府财政负担的情况下，实现房企土地资源的盘活与优化。**

图表 17 20 个重点城市存量房收储细则¹²

时间	城市	区域	房源资质	面积	价格	房源形态	配套设施	用途
5月15日	杭州	临安区	现房竣工备案证明，期房预售许可证 + 保交付资金拼盘方案	<70 平	< 周围房源评估价	整栋	60 平每套 0.6 个车位，>60 平每套 1 个车位	配租
5月22日	重庆	无	现售、产权清晰可交易满足放贷要求	<90 平为主	基础价 60%+ 市场价 40%	无	无	配租
5月27日	昆明	5 区	完成竣工验收备案，权属清晰可交易	<120 平	无	整栋或整单元未售、可封闭管理	交通便利、配套齐全，搭配适量车位	无
6月7日	惠州	全市	完成竣工验收备案，权属清晰可交易	<120 平	无	整栋或整单元未售、可封闭管理	无	无
6月14日	大理	市区 + 祥云县	完成竣工验收备案，权属清晰可交易	<144 平	无	整栋或整单元未售、可封闭管理	无	无
6月16日	临沧	无	产权清晰可交易	<120 平	无	整栋或整单元未售、可封闭管理	简约装修可拎包入住	配租

¹¹（1）4 月 15 日，《郑州市二手住房“卖旧买新、以旧换新”试点工作公告》发布，郑州城市发展集团有限公司收购二手住房。（2）7 月 3 日，四川省遂宁市印发《促进市主城区房地产业高质量发展若干政策措施》的通知，2024 年 7 月 1 日起至 2026 年 6 月 30 日止，市级和船山区、市直园区国有企业可通过收购居民二手住房用于保障性住房，促成群众购买改善性新建商品住房。（3）7 月 11 日，安徽省滁州市住房和城乡建设局发布《关于进一步优化调整房地产政策若干措施》，鼓励国有企业等平台收购有“卖旧买新”需求家庭的二手住房，用于市场化租赁住房、保障性租赁住房等。

¹² https://mp.weixin.qq.com/s/LqehFeskGd_cTh0cOaXCEw

6月24日	江门	3区 4市	完成竣工验收备案, 权属清晰可交易	<120平	< 同地段保障房重置价格	整栋或整单元未售、可封闭管理	交通便利、配套齐全, 搭配适量车位	无
6月24日	桂林	市区	完成竣工验收备案, 权属清晰可交易	<120平	< 同地段保障房重置价格	整栋或整单元未售、可封闭管理	交通便利、配套齐全, 搭配适量车位	无
6月26日	柳州	市区	已建未售、可办产权证	<120平	合理价格	无	交通便利、配套齐全	无
7月4日	南宁	中心城区	完成竣工验收备案, 权属清晰可交易	<120平	< 同地段保障房重置价格	整栋或整单元未售、可封闭管理	交通便利、配套齐全, 搭配适量车位	无
7月11日	烟台	芝罘 + 莱 山	已建成手续齐全	配租 < 70; 配售 < 120	< 同地段保障房重置价格	整栋	交通便利、配套齐全, 搭配适量车位	可租可售
7月15日	泸州	无	完成竣工验收备案, 权属清晰可交易	<120平	< 同地段保障房重置价格	整栋	无	无
7月15日	威海	4区	已建成手续齐全	配租 < 70; 配售 60 - 120	< 同地段保障房重置价格	整栋	无	可租可售
7月15日	新乡	无	已建成未售、可办产权证	<120平, 70%<90平	< 同地段保障房重置价格	整栋	交通便利、配套齐全	无
7月18日	衡水	无	已建成可办产权证	<120平	< 同地段保障房重置价格	优先整栋可封闭管理	交通便利、配套齐全	无
7月29日	广州	增城区	无	无	无	无	无	配租
7月31日	佛山	市五区	完成竣工验收备案, 可办理商品房登记	配售 < 100平, 最大120平; 配租 < 70平	无	整栋或整单元未售、可封闭管理	无	可租可售
8月7日	深圳	贴核 心片 区	四证齐全	<65平	无	整栋或整单元未售、可封闭管理	交通便利、配套设施较为齐全	无
8月12日	肇庆	中心城区	无	<120平	< 同地段保障房重置价格	无	交通便利、配套齐全, 搭配适量车位	无
8月14日	商丘	无	四证齐全具备交付使用条件	<120平	< 同地段保障房重置价格	无	无	配售

资料来源: CRIC 中国房地产决策咨询系统, 中国政府网, 平安证券研究所

5、鼓励企业出海和兼并重组

我国制造业企业面临内外双重压力：一方面，制造业产能利用水平不足，抑制产品价格和企业盈利表现。尤其是，光伏、钢铁等行业产能充裕，但下游需求增长放缓，库存被动累积后，企业降价去库存，亏损较为严重。截至2024年上半年，国家统计局公布的工业企业产能利用率近四季度均值为74.8%，处2006年以来的20%历史分位；以iFind上市公司财务报表测算，2024年上半年上市制造业企业固定资产周转率为291.5%，较2022年一季度低62.5个百分点，处于2006年以来的23%分位。对于产能过剩行业而言，行业调整的深度和时间往往成反比，若能推动落后产能尽快出清，将有利于减少社会资源浪费和产业低效竞争。

图表18 2024年二季度，上市企业固定资产周转率继续回落



资料来源: Wind, iFind, 平安证券研究所

另一方面，外部经贸环境不确定性正在累积。10月美国总统大选的一个重要关切是，新一届美国总统任下中美经贸冲突将去向何处。倘若特朗普回归，可能意味着更高的关税、更严格的原产地规则和高技术产品出口管制。2018年中美贸易战以来，中国高技术制成品和汽车出口在较大程度上转向依赖欧洲市场，而近来欧盟对中国光伏产品的反补贴调查、对中国新能源汽车加征关税等，均为中国出口前景增添不确定性。在上一轮2015年前后产能过剩化解的过程中，出口曾提供重要需求增量。

我们建议，地方政府和金融机构减少对过剩行业落后产能的输血，鼓励大型企业兼并重组，尽快整合优质资源，轻装上阵。同时，鼓励企业“走出去”，抵御外贸环境的不确定性，需推进双边和多边投资协定的签订与升级，提高对外直接投资审批效率，牵头设立海外投资咨询机构，多渠道全方位服务出海企业。

需强调的是，出海企业亦能反哺国内，未必会带来制造业空心化。在研发和技术方面，企业出海后拥有更广阔的市场，有助于加速其技术研发和创新，继而推动国内制造业的升级。如长安、吉利、上汽等车企均在海外设立研发中心，利用当地技术积累和优势资源进行研发，部分技术成果被应用到国内生产中，增强了企业在国内市场的竞争力，也推动了国内智能驾驶技术的发展。在供应链协同方面，出海企业与国内的上下游企业往往还保持着紧密联系。出海企业在海外的生产基地需要国内的原材料、零部件等供应，这会带动国内相关产业的发展。如小米、OPPO、vivo等中国的手机制造企业在印度、越南等地建厂，但手机屏幕等关键零部件仍主要从国内华星光电、京东方、天马微等企业采购，国内零部件供应商为海外工厂供货，因此获得了稳定的订单和市场，推动了产业的持续发展。除此之外，还可通过加强对外直接投资的后续监管，建立出海企业资金、海外收益、税收回流的疏导和监管机制，实现国外收益反哺国内。

风险提示

- 1、海外经济下行超预期，或中美经贸冲突急剧升温，使中国外需超预期下滑。
- 2、财政、货币及产业政策力度或落地效果不及预期，经济下行压力加大。
- 3、房地产市场调整压力超预期，或相关政策效果不及预期，拖累国内需求。
- 4、地缘局势变化超预期，引发国际大宗商品价格剧烈变动等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 楼 25 层