



宏观研究

【粤开宏观】采取更大力度的举措扭转经济下行压力

2024年09月27日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】特别的会议与积极的信号：正视困难、坚定信心》2024-09-26

《【粤开宏观】924 一揽子金融政策的深意：稳地产、稳股市、稳经济》2024-09-24

《【粤开宏观】美联储降息落地，全球大类资产向何处去？》2024-09-19

《【粤开宏观】经济恢复继续承压，亟需增量政策支持》2024-09-14

《【粤开宏观】逆周期政策仍需发力，增量货币政策“箭在弦上”——8月金融数据点评》2024-09-14

摘要

中国经济总体处于疫后恢复期，要采取更大力度的举措扭转下行压力，从体制机制层面解决供需失衡，破除重供给轻需求的制度障碍。要优化房地产政策释放增量需求、扭转房价下行预期，也要进一步加大国债发行力度支持地方化债，推动地方从应急状态回归常态。

一、要破除重供给轻需求的制度障碍

总体上看，上半年中国经济总体处于疫后恢复期，上半年实现 5.0% 的增长难能可贵。与此同时也需要注意到，二季度 GDP 同比增速较一季度下行了 0.6 个百分点，从 8 月 PMI 和 PPI 的情况看经济还有压力，因此要采取更大力度的举措扭转下行压力。

当前经济的主要矛盾是国内有效需求不足引发的供需失衡，继而导致经济实际增速与名义增速的背离、宏观数据与微观感受的背离，对预期和信心、消费和投资的有效提振产生了一定影响。经济运行的分化也要引起高度重视。

要从体制机制层面解决供需失衡，而非简单采取供给侧去供给或者需求侧扩大需求的政策，要破除重供给轻需求的制度障碍。

二、尽快扭转房地产价格下行预期

房地产和地方财政是影响经济运行的两个核心变量。在讨论具体政策方向的时候，还是要明确政策的目标，政策的锚在哪里？面临不同的发展阶段，从供给短缺到需求不足，要有新的视野，要重构宏观调控政策目标体系。

第一，高度重视物价指标，经济增速目标更加重视名义 GDP 增速，在保留实际 GDP 增速目标的基础上，探索某种形式的名义 GDP 目标制，凝聚稳增长力量。**第二**，财政政策应更多盯住支出增速，而非赤字率，真正做到逆周期调节。**第三**，货币政策应更多关注实际利率，即名义利率减通胀水平，货币政策的通胀目标应该是对称的，应对物价下行压力与抗击通胀同等重要。

具体而言可以从三个方面入手推动当前经济持续回升。

财政政策方面，一是研究追加赤字、增发国债，弥补土地出让收入等下行引发的支出偏慢，加大逆周期调节力度。二是加快专项债发行进度。三是优化“化债”政策，创造条件化解融资平台债务风险，推动地方政府从应急状态回归常态。

货币政策方面，一是该降准降准，该降息降息，提振居民消费和企业投资需求。二是积极运用结构性货币政策工具，加大对大规模设备更新和消费品以旧换新、地方政府收购存量商品房的金融支持。三是降低存量房贷利率，减轻居民还贷压力，增强居民消费能力。

房地产政策方面，要继续优化房地产政策，尽快扭转房地产价格下行预期。



三、防范化解债务风险而非债务规模

总体上看，中国的地方债务风险是可控的，看到风险的同时也要坚定信心，不必过于悲观。地方债务的形成不是一朝一夕的，因此债务问题的解决也要循序渐进。

要充分肯定一揽子化债取得的积极成效，要进一步巩固实施效果，同时优化化债方案，推动地方政府积极性和能力的回升，推动经济回升向好。第一，继续盘活资源资产，强化资源统筹。第二，继续发行特殊再融资债券、中央发国债转贷给地方政府、政策性金融机构发放中长期贷款等方式解决短期流动性问题。第三，发挥金融与财政的协同作用化解政府债务。第四，总体上坚持“谁家的孩子谁抱”和“中央不救助”的原则，但是需设定中央政府救助的前提条件，避免道德风险。

非税收入有不同口径，严格上讲土地出让也属于非税收入，不能简单粗暴看待非税收入上涨，要看结构；要肯定盘活闲置资源的积极贡献，但也要坚决制止“税不够费来凑”的现象。

短期的经济社会稳定为长期改革提供环境，中长期改革能有效提高全要素生产率，推动经济更好发展，两者是相辅相成的，不能将之对立起来。

四、要发挥财政在收入分配改革等方面的作用

财政不仅能作用于投资，而且还能作用于消费，所以要系统看待财政的作用。

消费主要取决于消费能力和消费意愿，因此要解决消费问题必须解决这两个问题。财政可从短期和中长期两个维度出发，支持扩大消费。

从短期看，市场寄予厚望的发放消费券或者现金补贴的方式能够提高居民的消费能力，这种方式可以在短期内提高居民购买力，但是不具备可持续性，且可能面临地方财政困难的现实问题。

要从根本上解决消费不振的问题，则要从中长期的制度变革出发，尤其要发挥财政在收入分配改革、缩小贫富分化程度、财政支出结构优化等方面的作用。

五、延迟退休是缓解社保对财政压力的办法之一

三中全会《决定》在深化财税体制改革方面指出了明确的方向，但仍有一些改革措施需要细化和进一步研究。

第一，进一步厘清政府与市场的边界，优化中央对地方的多元目标考核机制，避免政府支出责任无限扩张。

第二，加强中央事权、提高中央财政支出占比，要配合中央行政机构改革同步实施。

第三，稳定宏观税负仍然有必要作为下一步改革的重要考量。

第四，改革可以采取渐进、试点的方式推进，要避免引发收缩效应，设定清楚的时间表、路线图。

第五，要提前研究社保对财政的压力，延迟退休是其中的办法之一，三中全会已有部署，同时还要进一步建立“大财政”的思维和视角，避免就财政谈



财政。

第六，要进一步优化支出结构，提高财政支出效率；明确基本公共服务在不同区域的支出标准，既实现大致均等，又能避免层层提标扩围引发的支出责任过于扩张。

第七，认真研究百年未有之变局背景下财政理念和财政调控逻辑基础是否应该有新的变化，要未雨绸缪地研究和应对经济下行期结构调整的一般规律。积极财政政策的衡量标准等有必要进一步形成各方共识。

第八，深化财税体制改革要实现的目标较多，要区分轻重缓急和平衡多元目标，结合财税领域面临的问题、国家重点发展战略规划、国内外经济形势变化、税收征管能力、社会可接受程度等情况制定可操作的实施路径，并在必要的情况下及时调整。

风险提示：外部冲击超预期、政策超预期



目 录

一、要破除重供给轻需求的制度障碍.....	5
二、尽快扭转房地产价格下行预期.....	5
三、防范化解债务风险而非债务规模.....	6
四、要发挥财政在收入分配改革等方面的作用.....	8
五、延迟退休是缓解社保对财政压力的办法之一.....	9



近年来，房地产市场调整和地方政府债务压力成为国内经济增长需要面对的两大“灰犀牛”风险。房地产和地方财政对当前经济运行产生了怎样的影响？要如何评价我国地方政府的财政与债务压力？地方政府非税收入快速上升是可持续的么？在当前及下阶段社会经济发展中财政要发挥什么样的作用？

中国经济总体处于疫后恢复期，要采取更大力度的举措扭转下行压力，从体制机制层面解决供需失衡，破除重供给轻需求的制度障碍。要优化房地产政策释放增量需求、扭转房价下行预期，也要进一步加大大国债发行力度支持地方化债，推动地方从应急状态回归常态。

一、要破除重供给轻需求的制度障碍

当前宏观经济的运行情况和下半年 GDP 增长会呈现的走势与特点？

总体上看，上半年中国经济总体处于疫后恢复期，上半年实现 5.0% 的增长难能可贵。与此同时也需要注意到，二季度 GDP 同比增速较一季度下行了 0.6 个百分点，从 8 月 PMI 和 PPI 的情况看经济还有压力，因此要采取更大力度的举措扭转下行压力。

当前经济的主要矛盾是国内有效需求不足引发的供需失衡，继而导致经济实际增速与名义增速的背离、宏观数据与微观感受的背离，对预期和信心、消费和投资的有效提振产生了一定影响。

经济运行的分化也要引起高度重视，目前大体有五大分化：供给好于需求、外需好于内需、工业好于服务业、宏观好于微观、中央财政支出及其带动的中央基建投资明显好于地方基建投资、宏观数据好于微观感受。

要从体制机制层面解决供需失衡，而非简单采取供给侧去供给或者需求侧扩大需求的政策，要破除重供给轻需求的制度障碍，比如将生产地征税原则转为消费地征税，推动地方政府更加重视消费环境改善而非招商引资；从建设财政和吃饭财政转为民生财政，解决居民消费的后顾之忧；推动农民工市民化、推动转移支付随人走，有利于释放农民工的消费需求和落户后的购房需求；不再以高昂住宅用地弥补低价工业用地。

从 7 月经济金融数据和 8 月高频数据看，下半年稳增长不可松懈。随着各地、各部门加快落实改革和稳增长政策，预计三四季度 GDP 环比增速要强于去年同期。考虑到今年二季度基数更低、三季度稳增长政策决心和力度更大、四季度政策延续性更强，假设三四季度环比增速均较去年同期加快 0.2 个百分点，则三、四季度 GDP 同比分别为 4.9% 和 5.1%，全年 GDP 增长 5%，但前提是必须采取更大力度的政策，如果力度不及预期，增速也可能不及预期。

二、尽快扭转房地产价格下行预期

影响当前宏观经济恢复向好的最核心的问题是什么？有什么建议？

房地产和地方财政是影响经济运行的两个核心变量，这两个问题又是相互影响的，房地产处于调整转型期会影响地方财政，要进一步优化房地产政策释放增量需求、扭转房价下行预期、尽全力保交楼稳定信心，要进一步加大大国债发行力度支持地方化债，推动地方从应急状态回归常态。

在讨论具体政策方向的时候，还是要明确政策的目标，政策的锚在哪里？面临不同的发展阶段，从供给短缺到需求不足，要有新的视野，要重构宏观调控政策目标体系。



第一，高度重视物价指标，经济增速目标更加重视名义 GDP 增速，在保留实际 GDP 增速目标的基础上，探索某种形式的名义 GDP 目标制，凝聚稳增长力量。建议将名义 GDP 增速维持在某个政策目标水平附近，能够在一定程度上克服通胀目标制的非对称性。

第二，财政政策应更多盯住支出增速，而非赤字率，真正做到逆周期调节。由于赤字率受限，我国的财政政策呈现出顺周期特征，削弱了逆周期调控的功能。在经济下行周期，政府税收和土地出让收入下滑，政府举债规模有限，导致财政支出增速下滑，难以有效托底经济。有必要突破赤字率 3% 警戒线的观念认知，充分发挥财政政策逆周期调节的功能。赤字率 3% 不是“铁律”，欧美国家在国际金融危机时期都突破这一界限。

第三，货币政策应更多关注实际利率，即名义利率减通胀水平，货币政策的通胀目标应该是对称的，应对物价下行压力与抗击通胀同等重要。

具体而言可以从三个方面入手推动当前经济持续回升。

财政政策方面，一是研究追加赤字、增发国债，弥补土地出让收入等下行引发的支出偏慢，加大逆周期调节力度。二是加快专项债发行进度，一方面放宽专项债的使用范围，另一方面考虑将部分专项债额度调整为一般债。三是优化“化债”政策，创造条件化解融资平台债务风险，推动地方政府从应急状态回归常态。

增发的国债可用于三个方面：比如转贷给压力较大的部分地方政府以缓解流动性风险，推动地方政府从应急状态回归常态；比如给近年来毕业的尚未就业和失业的大学毕业生以及城乡中低收入人群发放部分补贴，提高其抗风险能力和消费能力；比如投向提前储备“十五五”规划的重大项目，同时给予充分的项目储备时间，避免临时找项目引发的项目包装、资金使用效率低的现象。

货币政策方面，一是该降准降准，该降息降息，提振居民消费和企业投资需求。随着监管禁止银行“手工补息”、近期银行相继下调存款利率、美联储或于 9 月开启降息周期，货币政策的外部约束逐渐减轻、政策空间逐步打开。二是积极运用结构性货币政策工具，加大对大规模设备更新和消费品以旧换新、地方政府收购存量商品房的金融支持。三是降低存量房贷利率，减轻居民还贷压力，增强居民消费能力。降低存量房贷利率，对商业银行净息差的影响相对可控，且能稳定存量房贷规模，抑制当前部分银行为争夺房贷业务而出现的“返点”违规现象。或者可以通过市场化方式进行，允许存量房贷“转按揭”，由商业银行决定是否“借新还旧”，这在 2008 年时曾实施过。

房地产政策方面，要继续优化房地产政策，尽快扭转房地产价格下行预期。一是限购方面，一线城市有必要进一步放松，例如放开郊区限购、大户型限购、商住限购，取消普通住宅和非普通住宅标准，降低非本地户籍购房社保年限，增加多孩家庭购房指标等。二是购房成本方面，各地在“因城施策”的基础上，合理调整首付比例和房贷利率、降低交易税费、提供购房补贴等，降低居民购房门槛和成本。三是政府收储方面，加大中央财政对地方的支持力度，缓解地方财政压力，推进收储工作顺利进行。四是供给方面，出让优质地块、取消不合理的规划限制、将核心地段的部分商业用地修改为住宅用地，满足居民对好地段、高品质商品房的需求。（详见《[当前宏观政策面临的两大“叙事陷阱”](#)》）

三、防范化解债务风险而非债务规模

当前，地方政府财政收入下降与偿债压力增大成为中国经济平稳健康发展的风险。怎么评价当前我国地方政府的财政与债务压力？

总体上看，中国的地方债务风险是可控的，看到风险的同时也要坚定信心，不必过



于悲观。一是由于公有制国家有资产对应和支持，二是由于中央政府加杠杆空间大，地方债务问题并非无解，三是地方债务大多是内债。关键是如何应对，应对妥当，债务问题会随着时间推移而逐步消减，债务将一直存在，但债务风险可能下降。

地方债务的形成不是一朝一夕的，因此债务问题的解决也要循序渐进。要明确两点：

其一，要防范化解债务风险，而非债务规模，只要债务形成支出的结构和效率是好的，这样的债务对推动经济增长是有益的。不能因为化解债务规模而导致出现收缩效应。

其二，要在发展中化债，统筹发展与化债，债务风险化解依赖经济增长实现，不能出现化债引发经济下行的风险。

此前中央已开展过地方政府债务置换，但地方举债发展的模式并未改变，对于存量债务，中央曾明确表示“谁家的孩子谁抱走”，然而很多地方政府的造血能力欠缺，面对高额存量债务和偿债压力，地方政府还可以寻求怎样的化债路径？

要充分肯定一揽子化债取得的积极成效，要进一步巩固实施效果，同时优化化债方案，推动地方政府积极性和能力的回升，推动经济回升向好。

第一，继续盘活资源资产，强化资源统筹。对于有闲置资源的地方，积极盘活资源资产是好事，提高资源使用效率，根据调研，资源盘活也要强化协同，有些地区反映存在资源但要其他部门配合，比如环保、审计、规划等部门的协同很重要，否则盘活有难度。出让政府持有的股权、土地使用权以及经营性国有产权权益偿还债务，划转部分流动性较好的国资解决部分存量债务。

第二，继续发行特殊再融资债券、中央发国债转贷给地方政府、政策性金融机构发放中长期贷款等方式解决短期流动性问题。有些区域经过连续的资源盘活之后相对有限，需要通过其他办法帮助地方政府度过紧平衡和流动性风险，推动地方政府从应急回归常态。

第三，发挥金融与财政的协同作用化解政府债务。其一，推动地方政府与金融机构协商，对现有债务进行展期，对高息债务进行“削峰”，以时间换空间。其二，在存量隐性债务显性化、市场化的前提下，做好风险隔离，通过破产重组、清算等方式减计债务，避免风险传递引发区域性系统性风险。其三，由四大资产管理公司购买地方城商行、农商行的城投债，避免城投债务拖垮地方城商行、农商行引发金融风险，提前拆弹。其四，政策性银行发放中长期贷款，缓解当前到期债务压力。

第四，总体上坚持“谁家的孩子谁抱”和“中央不救助”的原则，但是需设定中央政府救助的前提条件，包括债务风险的严重性程度和债务投向形成资产的外部性程度，以及救助与问责同步进行，避免道德风险。

非税收入有不同口径，严格上讲土地出让也属于非税收入，不能简单粗暴看待非税收入上涨，要看结构；要肯定盘活闲置资源的积极贡献，但也要坚决制止“税不够费来凑”的现象。

地方政府非税收入正在快速上升，一些地级市财政收入中的非税收入占比甚至超过50%。非税收入能够成为地方政府财政支出的有效支撑么？能否成为替代土地财政的税收支柱？

非税收入有狭义和广义之分，狭义定义主要是一般公共预算收入中的专项收入、行



政事业性收费、罚没收入、国有资本经营收入、国有资源资产有偿使用收入，广义还包括土地出让收入、社会保险收入等。社会目前热议的主要是狭义的概念中的罚没收入等。

由于非税收入不仅包括罚没收入，还包括盘活资源的收入，所以不能简单粗暴认为非税收入上升全部都是有害的，要区分情形。如果是通过积极盘活存量资源资产以及强化资源统筹，提高闲置资源使用效率，这个需要肯定。

需要防范的是部分基层政府出现的“税不够、费来凑”的情形，要真正落实税收法定，坚决制止“过头税”和“乱罚款”等恶化营商环境的行为。

疫情以来，受减税降费等诸多因素影响，政府财政收入持续下降，这是否在一定程度上制约了财政政策的政策实施空间？未来紧财政会成为常态么？目前针对政府财政，有两种不同观点，一种认为应向小政府大市场转换，减少政策干预放水养鱼；另一种认为政府可以加强财政力度，发挥政府主导作用。如何理解？

这两者并不矛盾，一个讲的是中长期问题，另一个讲的是短期问题。

短期的经济社会稳定为长期改革提供环境，中长期改革能有效提高全要素生产率，推动经济更好发展，两者是相辅相成的，不能将之对立起来。当经济持续在稳定持续发展状态、市场机制能较好发挥作用的情况下，自然是要发挥市场在资源配置中的决定性作用；如果经济属于大病初愈阶段，比如三年疫情冲击后的阶段，要通过财政和货币等政策发挥逆周期调节的作用，将经济推到疫情前的运行轨道，再匹配相应的市场化改革放水养鱼，政策和改革都能发挥出比各自独立更好的效果。

四、要发挥财政在收入分配改革等方面的作用

财政政策的一个主要抓手是投资，比如基础设施建设等。但凯恩斯资本边际效率递减规律显示，随着投入增加，生产要素的边际收益呈现递减态势，当前地方投资特别是东部基建投资成为过度投资么？在当前及下阶段社会经济发展中，财政投资还将发挥怎样的作用？

财政不仅能作用于投资，而且还能作用于消费，所以要系统看待财政的作用。

投资边际收益递减这是经济规律，但同时也要看到在基建等领域存在的不均衡性，比如“看得见的”基建多、“看不见的”基建少，比如地下管廊、海绵城市等效果与居民期待以及极端自然天气多发频发比还非常不足；比如民生领域的医疗教育和养老等投资还不足，要加大力度应对老龄化时代和少子化时代；比如一线城市交通拥堵以及停车场不足，停车基础设施和新能源充电桩等基础设施仍显不足，这些都是投资的空间。

消费主要取决于消费能力和消费意愿，因此要解决消费问题必须解决这两个问题。财政可从短期和中长期两个维度出发，支持扩大消费。从短期看，市场寄予厚望的发放消费券或者现金补贴的方式能够提高居民的消费能力，这种方式可以在短期内提高居民购买力，但是不具备可持续性，且可能面临地方财政困难的现实问题。所以，给全民发钱的可能性不大，也没必要，给特定群体发放的效果更明显，而且所需资金可控，要关注三大群体：近年来失业的大学生、城乡居民养老保险领取者以及部分被拖欠工资的机关事业单位工作人员。

要从根本上解决消费不振的问题，则要从中长期的制度变革出发，尤其要发挥财政在收入分配改革、缩小贫富分化程度、财政支出结构优化等方面的作用。



其一，要改革政府、企业和居民的国民收入分配格局，提高居民收入分配占比。完善农民的社会保障，降低农民对土地承载了社会保障功能的依赖程度，进而促进农村土地流转改革，提高农民、进城农民工的财产性收入，同时加快推进农民工市民化步伐，提高其边际消费倾向。

其二，通过税收、社保二次分配和鼓励慈善捐赠等第三次分配缩小收入和财富分配的分化。有必要推动个税从综合与分类相结合的征收模式走向综合征收，避免劳动与资本所得的税率差异，同时加强对高收入群体的严格征管与处罚力度。

其三，进一步优化财政支出结构，推动财政支出从以“物”为主转向以“人”为主的投资，即从基建转向民生福利支出。通过医疗、教育和养老等财政投入解决居民的后顾之忧，降低预防性储蓄，提高其边际消费倾向。

五、延迟退休是缓解社保对财政压力的办法之一

当前财税体制改革正在推进，财政体制改革要关注的重点是什么？有哪些政策建议？

三中全会《决定》在深化财税体制改革方面指出了明确的方向，但仍有一些改革措施需要细化和进一步研究。财税体制改革事关全局，“牵一发而动全身”，需要系统谋划、稳步推进，配套改革措施也应尽快到位，才能保证改革实施效果能够达到预期，并且有效回应社会各界对于改革的期待。

第一，进一步厘清政府与市场的边界，优化中央对地方的多元目标考核机制，避免政府支出责任无限扩张，可以更好发挥财税体制对宏观经济治理的作用。

第二，加强中央事权、提高中央财政支出占比，要配合中央行政机构改革同步实施。我国长期实施“上级决策+下级执行”，容易导致“上级点菜、下级买单”和“上面千条线、下面一根针”的情形，在考核的约束下，下级政府尤其是基层政府的支出责任无形中加大。未来，中央有必要在促进区域协调发展、促进社会公平、促进全国统一大市场建设等方面发挥更大作用。

第三，稳定宏观税负仍然有必要作为下一步改革的重要考量，大国必须确保一定的宏观税负水平，否则难以应对方方面面的风险挑战。

第四，改革可以采取渐进、试点的方式推进，要避免引发收缩效应，设定清楚的时间表、路线图。

第五，要提前研究社保对财政的压力，延迟退休是其中的办法之一，三中全会已有部署，同时还要进一步系统地考虑财政、金融、土地、社保、国资的改革，建立“大财政”的思维和视角，避免就财政谈财政。

第六，要进一步优化支出结构，提高财政支出效率；明确基本公共服务在不同区域的支出标准，既实现大致均等，又能避免层层提标扩围引发的支出责任过于扩张。

第七，认真研究百年未有之变局背景下财政理念和财政调控逻辑基础是否应该有新的变化，要未雨绸缪地研究和应对经济下行期结构调整的一般规律。积极财政政策的衡量标准等有必要进一步形成各方共识。

第八，深化财税体制改革要实现的目标较多，要区分轻重缓急和平衡多元目标，结合财税领域面临的问题、国家重点发展战略规划、国内外经济形势变化、税收征管能力、社会可接受程度等情况制定可操作的实施路径，并在必要的情况下及时调整。（详见《三



中全会财税体制改革的三条主线和逻辑》)。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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任何责任。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com