



宏观研究

【粤开宏观】对近期政策讨论的思考：
财政如何接力？

2024年09月29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

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】采取更大力度的举措扭转经济下行压力》2024-09-27

《【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

导读

二季度以来，中国经济面临一定下行压力，总需求不足、预期不振，房地产和资本市场偏低迷、地方财政紧平衡的问题持续凸显，730 政治局会议提出宏观政策要“持续用力、更加给力”；926 政治局会议进一步明确要求“加力推出增量政策”“加大财政货币政策逆周期调节力度”，中央稳经济、稳地产、稳股市的决心和信心显著增强。

其中，货币金融政策已于 9 月 24 日提前宣布并陆续落实，市场对下阶段的财政政策抱有较高期待。事实上，经济下行期，相比货币金融政策，财政政策能够发挥出更大的效果，有必要未雨绸缪储备四季度以及 2025 年的财政政策。

鉴于一段时间以来的经济、金融、物价、就业指标数据不及预期，各方学者提出了诸多有价值的建议，对加大政策支持力度诸如增发国债、降准降息、放松房地产限购、推进保交房、给特定困难群体发放补贴等形成了较多共识，但是对于增量财政政策的规模、投向和节奏，对于房地产收储政策落地效果等仍有分歧；此外，在认知层面还出现了将投资与消费二元对立、将逆周期调节简单化为放水和大水漫灌、将财政政策简单化为大规模减税降费的认知。

众说纷纭、百花齐放是思想分辨以及系统思考的好时机，但同时也产生了难以达成广泛共识的问题。有必要对当前宏观政策的讨论做些思考，并重点谈谈财政政策的可能空间和举措。

核心观点如下：

1、未来相当长一段时间内，宏观政策可能表现为三个特征：一是两难相权取其利，甚至可能出现两害相权取其轻的局面，权衡取舍是不得不面临的局面。二是讲究政策组合和协调，单兵突进对信心和预期的提振效果有限、会消解政策效果。三是政策的力度、节奏本身可以影响预期，强化与市场沟通的重要性更加凸显。

2、对近期政策讨论的三个思考：一是要避免将逆周期调节简单化为“放水”“刺激”和“大水漫灌”。二是要避免投资和消费二元对立，投资消费是并重的，关键是两者的比例关系以及支持投资和消费的领域，不是要不要，而是投什么。投资尤其是基建投资还面临总量不足、区域不均、结构上“看得见的基建多、看不见的基建少”的问题，仍有空间；至于消费，有人寄希望于给全民发放现金补贴，这不现实、也无必要、还可能产生通胀问题；但给特定群体发钱服务于特定目标是必要且可能的，主要应给近年来失业大学生、农村老人、二孩及以上家庭发放，同时要建立补贴的退出机制。发钱是短期之计，从中长期看，提振消费还是需要依靠国民收入分配制度完善、社保制度改革等。**三是要避免改革与逆周期调节的对立，不是要不要的问题，而是如何协调、如何落地和选择时机的问题。**

3、优化财政政策理念：打破赤字率 3%，财政政策要更多盯住支出增速而非赤字率目标，多采取支出政策而非减税降费；近期有专家提出提高个税基本



扣除额进而降低个税的建议有待商榷，想法很好，但在中国的效果有待商榷，有六大理由，要把有限的子弹用到刀刃上。

4、财力接力的五大举措：增发国债、扩大专项债使用范围、对部分特定群体发放补贴、优化化债举措、成立房地产稳定基金。

风险提示： 外部冲击超预期、增量政策超预期



目 录

一、未来相当长时间内宏观政策面临的局面.....	4
二、对近期政策讨论的思考：避免逆周期调节简单化为“放水”，避免投资和消费二元对立.....	4
（一）避免逆周期调节简单化为“放水”“刺激”和“大水漫灌”.....	4
（二）避免投资和消费二元对立：投资消费是并重的，关键是两者的比例关系以及支持投资和消费的领域，不是要不要，而是投什么.....	4
（三）避免改革与逆周期调节的对立：不是要不要，而是如何协调、如何落地和选择时机的问题.....	6
三、优化财政政策理念：打破赤字率 3%，财政政策要更多盯住支出增速而非赤字率目标，多采取支出政策而非减税降费.....	6
四、五大举措：增发国债、扩大专项债使用范围、对部分特定群体发放补贴、优化化债举措、成立房地产稳定基金.....	7



一、未来相当长时间内宏观政策面临的局面

当前国内外形势的复杂性意味着不能寄希望于一两个政策举措就能改变一切，“毕其功于一役”的想法在形势高度复杂、利益高度多元、思想高度多元的环境下行不通，这是由经济周期决定的，我国已进入经济增速换挡期、结构调整阵痛期、新旧动能转换期（详见《[双重“新三期叠加”](#)》）。因此，未来相当长一段时间内，宏观政策可能表现为几个特征：

一是两难相权取其利，甚至可能出现两害相权取其轻的局面，权衡取舍是不得不面临的局面。例如，物价下行导致实际利率上升，降准降息有必要，这可能引起银行净息差缩窄和人民币汇率不稳定，但此时更要看到若无经济的稳定，汇率不太可能稳定；财政增发国债、提高赤字可能引发国际评级下调以及财政空间减少，但此时更要看到若无积极财政的支持，经济难以企稳、财政空间也难以扩大；增发国债转贷地方政府、延期债务清零时点都有利于缓解债务压力，可能产生道德风险以及地方责任压实不严的风险，但此时更要看到若无地方政府拉动经济的积极性和能力的提高，债务风险会更大。

二是讲究政策组合和协调，单兵突进对信心和预期的提振效果有限、会消解政策效果。不同政策解决不同问题，有些政策产生积极作用的同时会产生副作用，这需要其他政策来弥补不足或者消除副作用。单纯依靠货币金融政策，若无财政、房地产政策的配合和预期管理的加强，信心和预期不稳，也难以推动市场主体增加消费和投资。

三是政策的力度、节奏本身可以影响预期，强化与市场沟通的重要性更加凸显。当前国内外信息噪音乃至谣言对预期的影响持续增加，谣言成本极低，预期管理有必要更加及时有效，这包括清晰表达政策的立场和意图、政策调整的指标和信号。例如，有必要将稳健的货币政策改为宽松、中性、紧缩等明确表达。

二、对近期政策讨论的思考：避免逆周期调节简单化为“放水”，避免投资和消费二元对立

（一）避免逆周期调节简单化为“放水”“刺激”和“大水漫灌”

在政策讨论中，要使用规范的经济学语言，避免使用“放水”“印钱”“刺激”等情绪表述，否则容易陷入“叙事陷阱”。“放水”这类表述的初衷是便于公众理解、增强市场沟通，但当前却在舆论层面与通胀高企、产能过剩、房价暴涨等负面影响相绑定。如果将正常的逆周期调节用“刺激”“大水漫灌”等叙事方式表达出来，潜意识中便带有否定的暗示意味，与高质量发展不兼容，这会导致政策力度、节奏不及预期，最终不利于经济平稳健康发展。使用中性表达对政策进行理性讨论，才能提升宏观调控的科学性和有效性。

（二）避免投资和消费二元对立：投资消费是并重的，关键是两者的比例关系以及支持投资和消费的领域，不是要不要，而是投什么

经济活动既要有投资，也要有消费，投资消费是并重的，这两者是一个有机整体和循环，争论要投资还是要消费没有意义。投资在当期是需求，中长期是供给，没有终端消费的投资是无效的、不可持续的，没有投资的消费会出现供给不足、物价大涨。不能把投资与消费对立起来，完善社保体系是大家公认的解决后顾之忧以提振消费的领域，但这个领域也涉及投资，比如改善养老设施、教育设施、医疗设备等等。



问题不在于要不要搞投资，而在于找到当前及中长期迫切需要又能弥补短板、惠民生的投资领域。比如地下管廊、特大超大城市停车场、应对多发频发自然灾害的水利设施维护、医疗教育等方面投资。当前基建投资的问题既有总量不足的问题，更有结构优化的问题。

从总量看，根据瑞士洛桑国际管理发展学院发布的《2024 年全球竞争力排名》，中国在基础设施方面位列第 15，弱于北欧国家、新加坡、美国、韩国等经济体；世界银行数据显示，2021 年中国铁路总公里数相当于美国的 74%，人均铁路公里数和铁路密度与美国差距更大；2020 年中国每千人医院床位数为 5，而韩国和日本均在 10 以上；2020 年中国小学的生师比为 16.7，而美国、德国等均在 15 以下。

从结构看，看得见的地上基建铁公机多，看不见的地下毛细血管如地下管廊、智慧城市、海绵城市还不够；直接能够拉动经济的铁公机多，短期拉动经济效应不明显的领域如教育、医疗等短板异常突出；人口持续流入区域的医疗、教育、养老机构还不够，而人口持续流出和净减少的地方存在浪费。各直辖市、省会城市和计划单列市共 36 个城市中，2021 年广州、上海、深圳三座一线城市，人均医生、护士拥有量均排在全国中下游水平，其中深圳更是位于末位水平，每千人医生、护士数量分别为 2.3 人和 2.6 人，显著低于全国平均水平的 3 人和 3.5 人；而中西部的昆明、太原、郑州、西宁等城市医护资源充沛，均排在全国前 10 行列。（详见《“基建狂魔”的面子与里子》和《疫情之下的医疗资源比较：基于中国 31 省市区和 36 城市的分析》）

至于促进消费，有人寄希望于给全民发放现金补贴，这不现实、也无必要、还可能产生通胀问题；但给特定群体发钱服务于特定目标是必要且可能的，主要应给近年来失业大学生、农村老人、城乡低保以上社平工资以下等困难群体发放，同时要建立补贴的退出机制。一方面全民发钱是财力不允许，另一方面对于富人发有限的补贴效果不明显，我们追求的是有限的资金办出更好的效果，给特定群体发放的效果更明显，所需资金更可控。

可以将有限的补贴资金与一定的政策关联起来：其一，给疫情以来失业大学毕业生发放现金补贴，有利于维护社会稳定，当然金额不宜过高，仅维持基本生活水平即可，只是救急措施，还是要激发其就业积极性。失业除了有个人原因外，还受到经济周期、宏观总需求不足以及部分非经济政策的影响，因此补贴是有必要的。其二，有必要给农村领取养老金的群体发放补贴，有利于促进公平、提高其抗风险能力，进一步夯实社会保障体系网，行动的核心逻辑不在于这部分群体是否消费，而在于这是民心工程。其三，为二孩及多孩家庭发放生育补贴，提高居民生育意愿，我国出生人口从 2016 年的 1786 万人快速降至 2023 年的 902 万人，少子化将带来一系列经济社会问题，亟需扭转生育率下行趋势。

发钱是短期之计，从中长期看，提振消费还是需要依靠国民收入分配制度完善、社保制度改革等。只是泛泛地讲提振消费并提出发钱的建议意义不大；只发钱、不解决社保体系问题，这种昙花一现的短期消费是在透支经济，而且一旦停止发放，社会预期回落和舆情问题恐怕是更大的问题。从中长期看，提振消费不能仅靠刺激，而是要推动改革、完善机制：一是进一步改善国民收入分配结构，通过完善税制、增加转移支付、加快农村土地市场化流转等方式，提高居民尤其是中低收入群体在国民收入分配中的比重。二是优化财政支出结构，降低财政供养人员和基建支出比例，支出结构从以“物”为主走向以“人”为主。三是加快户籍制度改革，加快推进农民工市民化进程，稳定农民工预期，提高其边际消费倾向。四是从供给端发力，优化供给结构，进一步提升高端制造业在制造业中的比重。五是放宽旅游、文化、医疗、养老、家政服务等服务消费领域的市场准入，同时加强标准建设和有效监管。



(三)避免改革与逆周期调节的对立:不是要不要,而是如何协调、如何落地和选择时机的问题

诸多建议容易将改革与逆周期调节对立起来,认为改革是慢变量,逆周期调节是快变量,所以当下应该依靠“刺激”。实际上,改革从来不停步,改革永远在路上。好的形势改革动力弱,但改革时机好,对利益触动的补偿更容易;差的形势改革动力强,但改革时机不利,利益调整的难度大、补偿更难。所以只要有利于推动预期稳定和信心提振等的改革都可以推,万事俱备只差东风的改革是等不来的,事在人为。

逆周期调节为改革推进营造良好的经济社会基础和环境,改革进一步夯实和放大逆周期调节的成果。两者的关系不是选择其一,而是如何协调、如何落地和选择时机的问题。例如,公众呼吁增加节假日、取消调休,这有利于促进消费,但也会增加企业负担,对企业经营和预期产生影响。若能加大宏观政策力度,加快经济恢复,以增加企业营收的方式对冲假期增加的成本,将推进假期改革的阻力更小、更加顺利,也有助于提高消费占 GDP 的比重。

三、优化财政政策理念:打破赤字率 3%,财政政策要更多盯住支出增速而非赤字率目标,多采取支出政策而非减税降费

面临当前形势,货币金融政策等逐步落地,并已极大程度提振了信心和预期,资本市场持续上涨,这有利于打破“实体经济低迷-预期低迷-资本市场低迷”的负向循环。但是,下阶段财政政策也有必要进一步接续发力,并提前储备 2025 年的财政政策。

年初以来,受财政收入增长不及预期、专项债发行进度偏慢等影响,财政支出力度总体偏弱。1-8 月全国一般公共预算收入同比-2.6%,全国政府性基金预算收入同比-21.1%(其中,国有土地使用权出让收入同比-25.4%),由此 1-8 月一般公共预算收入和政府性基金预算两本预算的收入之和同比为-6%;同时 1-8 月专项债发行进度为 65.9%,低于近几年历史同期。财政收入增长与专项债发行不及预期导致一般公共预算支出与政府性基金预算支出之和同比为-2.9%。

一是打破赤字率 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。突破 3%不是不讲财政纪律,财政纪律约束的主要力量在财政激励约束机制和管理制度。

二是财政政策应更多盯住支出增速目标,而非赤字率目标,真正做到逆周期调节。坚守财政纪律,守住赤字率不超过 3%的红线,对于防范通胀和政府债务风险等发挥了重要作用。但也带来了一些负面影响,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。

三是经济下行期财政政策应该更多采用支出政策,而非收入端的减税降费政策,近期有专家提出提高个税基本扣除额进而降低个税的建议有待商榷。财政支出将转化为企业收入、居民收入,扩大支出可以直接带动总需求增加;而大规模减税降费在信心和预期有限的情况下对消费和投资的提振作用有限,反而可能降低宏观税负、推升政府债务。收入政策延续前期出台的政策即可,并主要用于支持科技创新和中小微企业。近期有专家提出提高个税基本扣除额进而降低个税的建议有待商榷,原因在于:其一,不同于西方,我国是以增值税等流转税为主体,个人所得税覆盖人群、税收规模和占比均偏低,因此美国减个税直接惠及的人口多、效果明显,在中国的效果可能有限。2023 年中国个人所得税规模为 14775 亿元,占税收的 8.2%、占一般公共预算收入的比重为 6.8%。而



2023年我国社会消费品零售总额规模已达到47.1万亿，假设极端情景，如果中国没有个人所得税，全部返给居民、而且居民全部转化为消费，对消费的直接拉动仅为3.1%，这里还没有考虑到社零消费指标并不包括广大的服务业消费。有专家提出个税基本扣除额提高到8000元或者10000元，减少个税约300亿元，姑且不论测算合理性，如果从拉动消费的角度，规模将极为有限，直接拉动消费仅为0.06%。其二，更重要的是这将导致个税覆盖人群规模更少，直接导致个税调节收入分配的功能被削弱。其三，扣除五险一金后收入仍能达到8000-10000元的人群并不属于传统意义上的低收入群体，要将有限的子弹用到刀刃上，比如给中低收入群体发补贴，300亿的体量对高收入人群的刺激作用有限，但却可以让真正的低收入群体和农村老人过上更好的生活。其四，如果是考虑到不同家庭养育孩子、赡养老人的负担不同，完全可以通过提高附加扣除标准，来更加公平地降低中产的负担，而不是直接提高基本扣除额。同样的扣除额，是提高基本扣除额，还是附加扣除额，效果是不同的。既然是基本扣除额，是保障居民的基本生活需要的额度，目前还达不到8000和10000元的水平。其五，减税降费的规模与同等财政支出的规模相比，通过支出拉动总需求回升，进而提高居民收入，比单纯减税降费效果更佳。其六，三中全会已经明确了个税改革的重点是“完善综合和分类相结合的个人所得税制度，规范经营所得、资本所得、财产所得税收政策，实行劳动性所得统一征税”，落实过程中重点不能偏了。

四是优化支出结构，财政政策的重点从投资为主转向投资和消费并重，提高对消费的支持力度。一方面可以通过提高居民消费能力发挥作用，包括增加转移支付等，另一方面又可以通过提高民生支出比重提高居民消费意愿。要防止走向不要投资、只要消费的极端，同时财政政策重点调整需要一个过程。之前已多次提及，不再赘述。政府投资仍有必要，基建、民生领域亟需补短板。基建领域存在不平衡不充分，例如“看得见的”基建多、“看不见的”基建少，地下管廊、海绵城市建设与极端自然天气多发频发相比还非常不足，一线城市交通拥堵以及停车场不足，新能源充电桩等基础设施仍显不足；民生领域的医疗、教育、养老、托幼等投资不足，要加大力度应对老龄化时代和少子化时代，推动财政支出从以物为主转向以人力资本投资和公共消费为主。

四、五大举措：增发国债、扩大专项债使用范围、对部分特定群体发放补贴、优化化债举措、成立房地产稳定基金

第一，追加年内预算赤字规模，增发国债，确保必要的支出力度，对冲土地出让收入和税收下行引发的支出收缩。支出等于收入加上赤字或者债务，当收入下行时，可以考虑追加预算弥补收入不及预期的缺口。哪怕不使用，也可以作为备用政策以提振信心。2024年全国一般公共预算收入和政府性基金预算收入的年初预算目标分别为增长3.3%和0.1%，但1-8月累计同比分别为-2.6%和-21.1%，若照此估算，则全年一般公共预算收入和政府性基金预算收入之和与预算目标的缺口接近2.8万亿元。

第二，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。2025年要压降地方专项债额度，提高一般债额度，实施以“项目储备决定专项债额度”的机制，避免再现“有收益的项目不够，导致专项债发行和使用进度偏慢”的现象。

第三，对失业大学生、农村老年群体、二孩及以上家庭等部分特定群体发放现金补贴，逐步利用个税APP等建立起补贴群体的筛选机制和基础设施。要特别关注三个群体：1) 待业大学生和失业青年群体，青年失业是对人力资本的巨大损耗和浪费，可考虑直接发放补贴助其度过过渡期，以及通过企业用工补贴的方式增加就业岗位。目前16-24岁（不含在校生）失业率高达18.8%，预计人数达640万，若每人每月发放500元，则一



年需要 384 亿元，但随着青年失业率下降，支出将逐渐减少。2) 城乡居民基本养老保险领取待遇人员，尤其是农村老人群体，2023 年实际领取待遇人数 17268 万人，养老保险基金支出 4613 亿元，人均每月仅 223 元。有必要提高发放标准，例如逐步提升至 500 元、800 元，则每年分别增加支出 5740 亿元和 1.2 万亿元。3) 给二孩及多孩家庭发放生育补贴，例如对 3 岁以下的二孩及多孩新生儿，每月补贴 500 元，2022 年 3 岁以下二胎及多胎新生儿合计约 1800 万，则每年需要 1 万亿元左右。此外，鉴于当前在实操层面持续面临难以精准补贴的问题，当前有必要尽快建立补贴群体筛选的机制和基础设施，可利用个税 APP 平台申报个人收入，即使不需缴纳个税也鼓励申报，作为直接补贴的依据，这样就可以根据收入分布及标准动态筛选出补贴群体。

第四，优化“化债”政策，通过增发国债等推动地方从应急状态回归常态谋发展，避免化债的收缩效应。1) 对于当前部分地方政府化债压力较大，可以考虑采取中央发行国债转贷地方、政策性金融机构给地方政府发放贷款、继续发行特殊再融资债券等三个方式缓解地方压力，避免出现流动性风险，确保“三保”支出，以时间换空间。2) 以区县为单位制定和执行化债政策，更加注重精细化管理和差异化施策；严控新增政府投资项目的区域范围从以省为单位调整为以市县为单位，避免误伤部分地市（县）政府投资。3) 强化政策间的协同配合，尤其是强化与环保、规划、审计等部门的配合，避免出现有资源资产，但被其他制度限制导致资源资产难以被盘活的现象。4) 坚持在发展中化债，研究延长隐性债务清零时间，避免刚性化债进而带来经济的收缩效应。5) 进一步压实地方政府责任，积极盘活资源、强化资源统筹能力、提高支出效率，建立起化债的激励约束制度，对于地方好的做法和创新案例予以表彰和政治晋升激励，调动各方化债的创造性。（详见 [《当前财政形势及对策建议：推动地方从应急状态回归常态》](#)）

第五，增发国债，探索中央层面成立“房地产稳定基金”，专项用于保交房、收储等工作，以坚定不移的决心并释放强烈的信号推动房地产“止跌回稳”。当前保供给就是稳需求，稳需求就是稳房价；但是仅靠地方政府来实施已不具备这种能力，而且会贻误战机；当烂尾的风险解除后，居民购房的信心在一定程度上能够恢复。1-8 月中国商品房销售面积同比为-18%，其中，期房销售同比为-27.7%，现房销售同比为 18.6%，两者剪刀差达到 46.3 个百分点，期房拖累严重，可见居民不是没有需求，是担心房子烂尾。



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。
马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

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