

政策半月谈系列十

宏观专题研究报告

证券研究报告

宏观经济组

 分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
 zhaow@gjzq.com.cn

 分析师：杨飞（执业 S1130521120001）
 yang_fei@gjzq.com.cn

 联系人：侯倩楠
 houqiannan@gjzq.com.cn

促消费，有哪些抓手？

年初以来，促消费政策力度如何，后续还有哪些政策值得期待，或带来怎样的效果？系统梳理，可供参考。

一问：年初以来，促消费政策力度如何？消费券投放规模不及 2022 年，加大对接触类消费支持力度

年初以来，央、地对促消费重视度提升，以消费券为代表的举措陆续推出。年初至今，中央会议多次强调将恢复和扩大消费摆在优先位置，多部门提出从居民收入、金融服务、消费环境等方面着手促消费；地方层面，不完全统计，截至 6 月中旬地方消费券投放近 60 亿元促进消费需求，部分地区亦举办消费节、展览会等提振消费供给。

从消费券投放规模来看，当前地方消费券投放规模较 2022 年同期有所降低，或直接缘于其资金多由地方财政资金支持。可比口径下，截至 6 月 18 日，样本省市消费券投放规模达 7.6 亿元、低于 2022 年同期的 12.4 亿元。消费券规模下滑，或直接缘于当前地方消费券主由地方财政资金支持，线上平台等对消费券支持力度相较 2022 年有所下降。从消费券投向来看，地方延续重点支持大宗消费的同时，加大对线下接触类消费支持力度。可比口径下，截至 6 月 18 日，汽车、家电等大宗消费仍受到地方消费券重点支持，50%的地区消费券对大宗消费有所支持；同时，投放餐饮、文旅类消费券的地区比例分别达 63%、50%、较 2022 年同期比例明显增加。

二、后续哪些促消费政策值得关注？地方促消费或受限于财力等掣肘，中央促消费或可突破约束

地方促消费力度或受限于其财力约束，相比之下，中央促消费或可以突破约束。地方财力、地区消费产业结构等，会影响地方促消费能力和方向；年初起来，地方财政紧平衡、债务承压下，前者对地方促消费的影响或尤为突出。以中央财政负担的一些全国层面促消费措施，或可避开地方财力和债务压力等掣肘。

以史为鉴，中央出台的全国促消费措施，力度往往较大，重点支持家电、汽车等耐用消费品。2011 年，全国首轮家电下乡期间，财政补贴金额单月达 460 亿元；2016 年车辆购置税优惠规模或超 700 亿元，考虑到 2017 年购置税优惠缩幅延续，总体刺激力度更大；2022 年推出的车辆购置税减半政策力度进一步提升、半年即达 600 亿元。

近期，中央部委陆续出台新能源汽车、绿色智能电器消费下乡等政策指引，其后续落地情况仍需跟踪。相比过往汽车消费下乡指引政策，本次商务部发布的促汽车消费通知安排更为具体，明确“百城联动”、“千县万镇”等规划。结合年初地方汽车下乡活动情况来看，中央政策指引下，后续地方汽车、家电下乡等政策或加速落地。

三、促消费政策，可能的效果？消费券具有阶段性乘数效应，全国促消费政策持续性及效果更强

过往经验显示，消费券可以在一定时间内发挥乘数效应，有助于地区消费阶段性企稳。2020 年，广东、郑州、武汉等部分省市消费券发放，带来的消费乘数效应能达到 10 倍以上，但持续时间偏短、多为一到两个月；相较 2020 年，2022 年可比地区消费券乘数效应有所下滑，或受消费券使用规则不同、投放领域变化等因素影响。

相较地方消费券，全国层面促消费政策对消费的提振效果更为显著、持续时间更长。全国首轮家电下乡政策持续时间超 4 年，有效带动农村电冰箱、空调保有量快速增长，2011 年分别增长 36%、41%；过往三轮购置税优惠政策也显著推动燃油车销量，尤其是 2009 年，促使当年汽车月度销量同比快速上涨、最高超 95%。

眼下，央、地促消费措施正在陆续推出，短期需跟踪政策落地及效果，中期关注就业和收入改善等带来的消费修复。近期，央、地促消费措施尚在密集发布中，对消费的提振，需要紧密跟踪政策落地节奏和力度；后续消费的持续增长，就业和收入的改善或是关键，亦需关注稳就业、提升居民收入水平等方面政策情况。

风险提示：政策落地不及预期，数据统计存在误差或遗漏。

内容目录

1. 一问：年初以来，促消费政策力度如何？	3
2. 二问：后续哪些促消费政策值得期待？	5
3. 三问：促消费政策，可能的效果？	7
风险提示	9

图表目录

图表 1：2023 年恢复和扩大消费成为重要工作目标	3
图表 2：2023 年部分地区消费券规模超 60 亿元	3
图表 3：2023 年地方促消费举措多元化	3
图表 4：可比口径下，部分省市消费券投放金额比较	4
图表 5：可比口径下，地方消费券规模小于 2022 年	4
图表 6：2022 多地消费券由地方财政和平台商家支持	4
图表 7：2023 年消费券主由地方财政资金支持	4
图表 8：2023 年地方加大文旅、餐饮消费券投放规模	5
图表 9：2023 年多地延续对汽车消费的政策支持力度	5
图表 10：2023 年初地方土地财政延续低迷	5
图表 11：2023 年初部分地区专项债付息压力较大	5
图表 12：全国首轮家电下乡示意图	6
图表 13：2022 年汽车购置税减免 600 亿元	6
图表 14：2023 年商务部促汽车消费指引更为明确具体	6
图表 15：2023 年初地方汽车下乡活动仍待落地	6
图表 16：居民收入增速仍低于疫情前	7
图表 17：智联招聘调研显示促消费首要建议为稳住就业	7
图表 18：2020 年部分省市消费券乘数效应超 10 倍	7
图表 19：金融监管总局局长十四届陆家嘴论坛讲话要点	7
图表 20：2007-2013 年全国首轮家电下乡效果明显	8
图表 21：车量购置税减免带动汽车销售提速	8
图表 22：年初以来，青年就业压力较大	8
图表 23：农村居民消费支出恢复慢于城镇居民	8

年初以来，促消费政策力度如何，后续还有哪些政策值得期待，或带来怎样的效果？系统梳理，可供参考。

1. 一问：年初以来，促消费政策力度如何？

作为扩内需的重要一环，年初以来，央、地对促消费的重视度提升，以消费券等为代表的措施陆续推出。年初以来，中央会议多次强调将恢复和扩大消费摆在优先位置，多部门提出从增加居民收入、提供金融服务、改善消费环境等方面促消费。地方层面，不完全统计下，截至6月中旬多地消费券投放超60亿元以促进消费需求；同时，部分地区亦通过举办消费节、展览会，建设改造商业街区等针对供给端政策以提振消费。

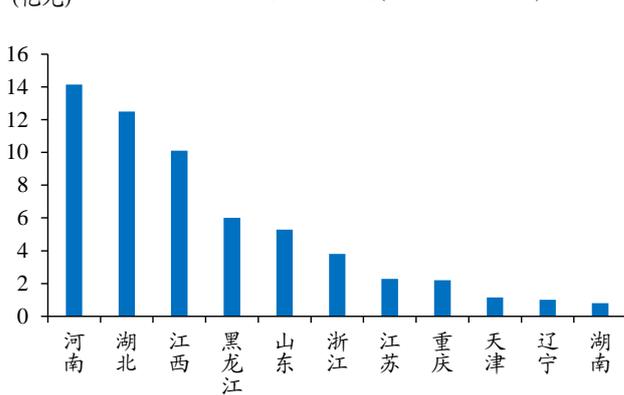
图表1：2023年恢复和扩大消费成为重要工作目标

图表2：2023年部分地区消费券规模超60亿元

部门	时间	会议/文件	主要举措
中央	2022/12/14	《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》	促进消费投资，内需规模实现新突破。消费的基础性作用和投资的关键作用进一步增强...
中央	2023/3/5	政府工作报告	报告指出，把恢复和扩大消费摆在优先位置，多渠道增加城乡居民收入，稳定汽车等大宗消费，推动餐饮文化、旅游、体育等生活服务业消费恢复
商务部	2023/2/2	“权威部门话开局”系列主题新闻发布会	将今年定为“消费提振年”，将联合有关部门，调动各地方、行业协会、企业组织开展系列促消费活动...
财政部	2023/3/1		从三方面激发消费潜力：一是多渠道增加居民收入，让老百姓有钱消费；二是支持增加适销对路商品供给，让老百姓乐于消费；三是促进销售渠道和物流畅通，让老百姓方便消费。
人民银行	2023/3/3		精准有力实施好稳健的货币政策，为居民扩大消费和合理投资提供良好金融服务，为实体经济发展提供有力金融支持
国家发改委	2023/3/6		一是多措并举推动消费平稳增长，二是增强居民消费能力，三是改善消费环境，四是培育消费新增长点
中央	2023/4/28	中共中央政治局会议	要多渠道增加城乡居民收入，改善消费环境，促进文化旅游等服务消费。
商务部	2023/6/8	关于组织开展汽车促消费活动的通知	结合“2023消费提振年”工作安排，统筹开展“百城联动”汽车节和“千县万镇”新能源汽车消费季活动
商务部等四部门	2023/6/9	关于做好2023年促进绿色智能家电消费工作的通知	统筹线上线下消费渠道，组织举办家电节、购物节、网购节等活动，营造绿色智能家电消费浓厚氛围

来源：Wind、国金证券研究所

部分地区消费券规模(截至6月18日)



来源：各地政府网站、本地宝、国金证券研究所

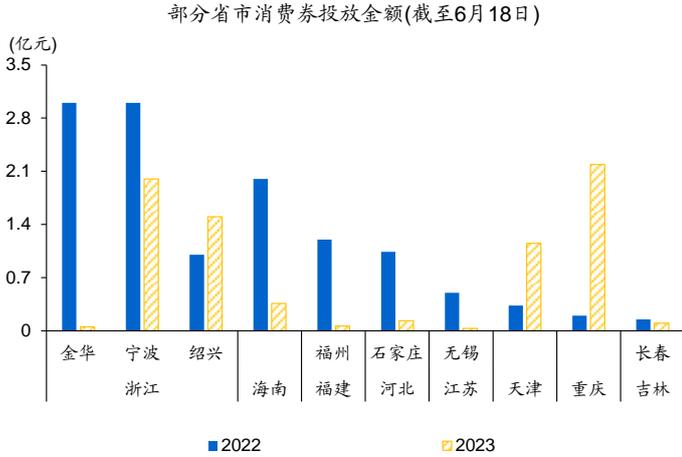
图表3：2023年地方促消费举措多元化

地方促消费类型	地区	时间	活动/政策	主要内容
消费券	北京	2023年3月	北京2023年消费季	多区发放上千万汽车消费券，单车补贴至高1万元。
	天津	2023年1月-2月	2023天津第二期津乐购政府消费券	汽车消费补贴总计安排资金6000万元，家电消费券安排资金2000万元，百货零售消费券安排资金1500万元，餐饮文旅消费券安排资金2000万元。
	广东	2023年4月	2023年广东文旅消费券惠民补贴活动	广东省文化和旅游厅即将启动2023年广东文旅消费券惠民补贴活动，面向在广东省消费的居民游客发放总值约1000万元的文旅消费惠民补贴。
消费节	上海	2023年5月	2023上海信息消费节	2023上海信息消费节整体活动以“1+3+N”形式展开，围绕一场开幕式，打造新趋势、新市场、新产品三大活动版块...
	唐山	2023年6月	2023年河北省夏日电商消费节	活动吸引了近30名河北省头部主播达人、20名唐山本地主播以及百余家企业参加，共有厨具、水果、调料等7个大类近500种产品陆续亮相直播间参与活动促销，预计总销售额超5000万元。
	宜春	2023年6月	第六届江西旅游消费节暨2023江西“百县百日、百城百夜、百企百创”文化和旅游消费季活动	本届旅游消费节包含全省旅游工作推进会、头部文旅企业座谈会、行业大咖分享会、2023江西文旅创新消费“领航者”大会、抖音中国宜春站启动、“宜春宜水宜胜游”嗨购赣鄱幸福集市等一系列活动...
展览会	深圳	2023年5月	CIBF第十五届中国国际电池技术展览会	此次CIBF2023展览集中重点展示近两年我国在各种新能源乘用车、客车、物流车、载重卡车、船舶等动力电池、燃料电池和储能领域的一系列成果。
	上海	2023年5月	SNEC第十六届国际太阳能光伏与智慧能源大会暨展览会	SNEC全球光储氢产业融合大会暨展览会将是窥探全球光、储、氢产业的风向标、未来技术走势、市场方向的重要平台。
	济南	2023年6月	2023中国休闲食品饮料创新发展大会	展览面积8万平方米，规划了休闲食品、休闲饮品、食品设备及包装等展区，范围涵盖烘焙产品、糖果果仁、谷物膨化、肉制食品、等各类休闲食品及产业链上下游技术、服务、供应链等产品...
消费基础设施更新	上海	2023年	《上海市商业空间布局专项规划（2022-2035年）》	加快商业设施城市更新和地标性商业项目建设。聚焦社区，提升15分钟便民生活圈品质...
	北京	2023年	/	2023年北京消费市场将陆续上新一批崭新的商业综合体，预计新开20多个大型商业项目，众多传统商场也在加速改造升级...
	郑州	2023年	/	2023年以来，郑州市共确定21条特色商业街区作为今后一个时期重点提升打造的对象。下一步将根据全市特色商业街区建设情况，适时开展市级特色商业街区示范创建工作

来源：各地政府网站、国金证券研究所

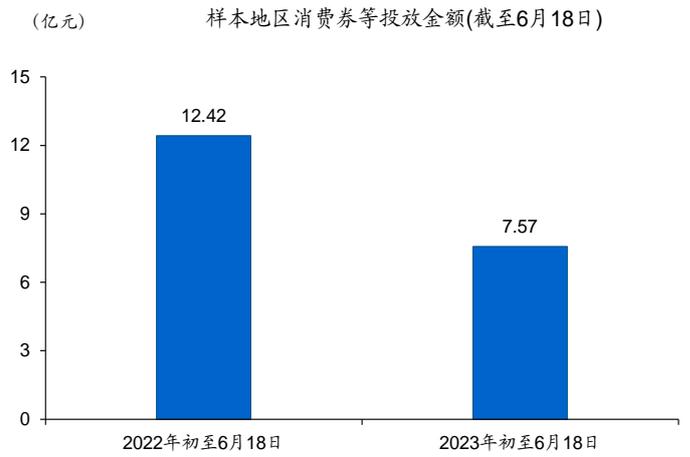
从消费券投放力度来看，当前地方消费券投放规模较2022年同期有所降低，或缘于本轮消费券主由于地方财政资金支持。可比口径下，截至6月18日，样本省市消费券投放规模达7.6亿元、低于2022年同期的12.4亿元，后续仍有加码空间。消费券规模下滑，或直接缘于当前地方消费券主由地方财政资金支持，线上平台等非财政资金对消费券支持力度明显低于2022年；而2022年部分地方消费券资源来源显示，银行、平台和企业等非财政资金支持规模最高可达50%。

图表4: 可比口径下, 部分省市消费券投放金额比较



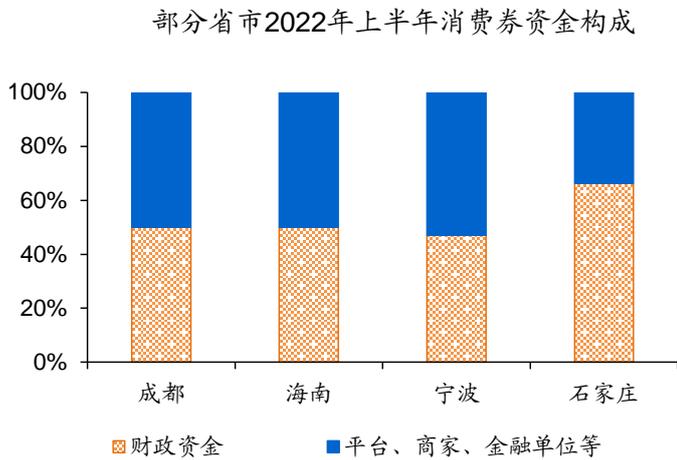
来源: 各地政府网站、各地本地宝、国金证券研究所

图表5: 可比口径下, 地方消费券规模小于2022年



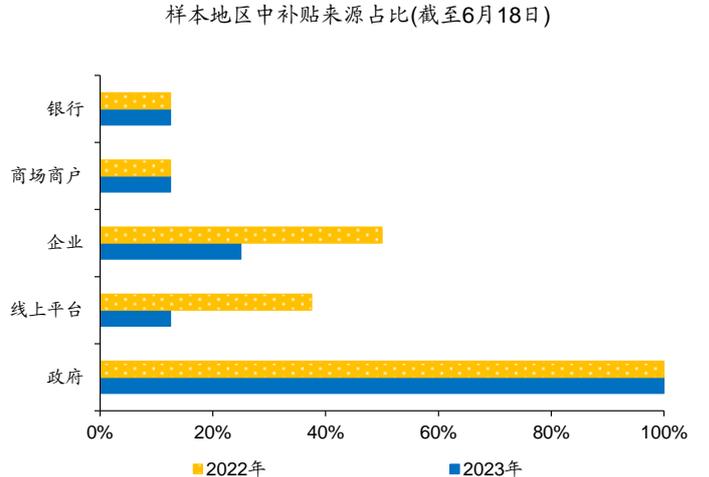
来源: 各地政府网站、各地本地宝、国金证券研究所

图表6: 2022 多地消费券由地方财政和平台商家支持



来源: 各地政府网站、各地本地宝、国金证券研究所

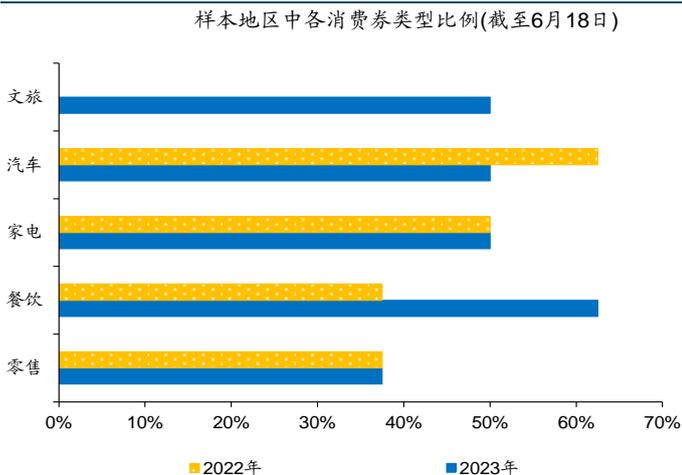
图表7: 2023 年消费券主由地方财政资金支持



来源: 各地政府网站、各地本地宝、国金证券研究所

从消费券投向来看, 地方延续重点支持大宗消费的同时, 加大对线下接触类消费支持力度。可比口径下, 截至6月18日, 汽车、家电等大宗商品仍受到地方消费券重点支持, 50%的地区消费券对大宗消费有所支持; 多地延续2022年支持政策, 采用置换补贴、消费补贴、消费券等形式促进汽车消费, 减免补贴力度大多与2022年相当; 同时, 投放餐饮、文旅类消费券的地区比例分别达63%、50%、较2022年同期明显增加。

图表8: 2023年地方加大文旅、餐饮消费券投放规模



来源: 人民银行、国金证券研究所

图表9: 2023年多地延续对汽车消费的政策支持力度

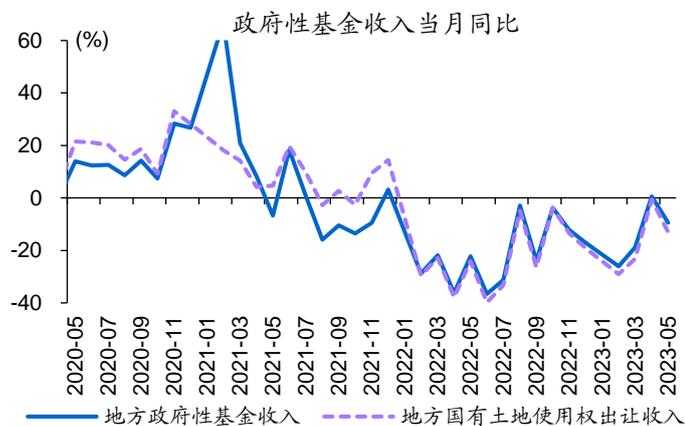
补贴形式	地区	2023		2022	
		活动时间	补贴金额	活动时间	补贴金额
置换补贴	北京	3.1-8.31	8000-10000元/辆	6.1-12.31	8000-10000元/辆
	上海	1.1-6.30	10000元/辆	6.1-12.31	10000元/辆
	重庆	3.1-6.30	1000-3000元/辆	3.1-6.30	2000万元
消费补贴	天津	1.11-2.28	6000万元	4.27-8.31	1800万元
	河北	3.1起	5000万元	9.10-10.31	5000万元
	云南	4.8-6.30	3000万元	7.16-10.31	5000万元
	河南	1-6月	购车价格的5%	7-12月	购车价格的5%
消费券	山东	一季度	2亿元	5.22-6.30	5亿元

来源: 政府网站、国金证券研究所

2. 二问: 后续哪些促消费政策值得期待?

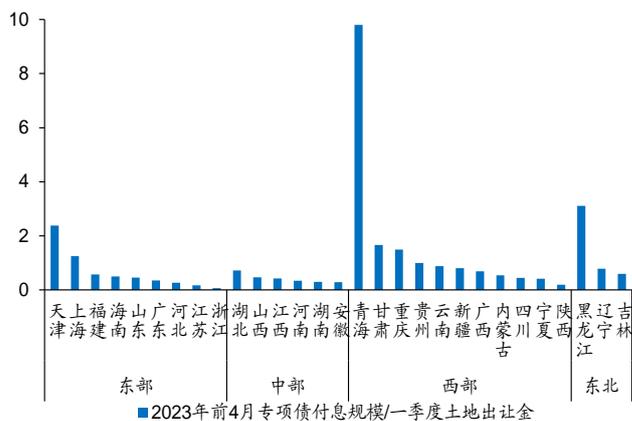
地方促消费力度或受限于其财力约束, 相比之下, 中央促消费措施或可以突破财力等约束。地方财力、地区消费产业结构等, 会影响地方促消费能力和方向; 年初起来, 地方财政紧平衡、债务承压下, 前者对地方促消费的影响或尤为突出。土地财政持续低迷下, 前5月地方政府性基金收入同比下滑16.7%, 部分地区亦导致专项债付息压力明显增长。相比之下, 中央出台的一些全国层面促消费措施, 或可避开地方财力和债务压力等掣肘。

图表10: 2023年初地方土地财政延续低迷



来源: 政府网站、国金证券研究所

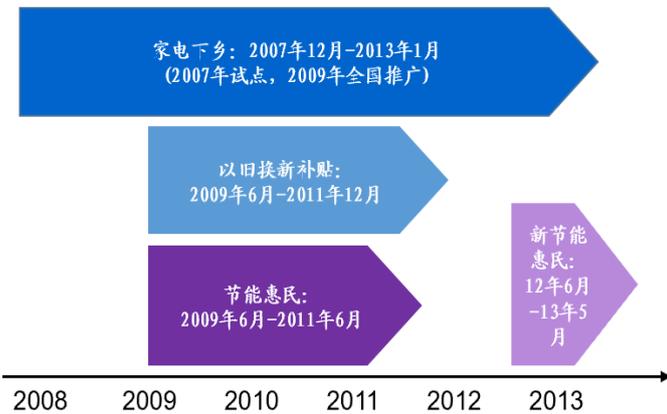
图表11: 2023年初部分地区专项债付息压力较大



来源: 政府网站、财政部、国金证券研究所

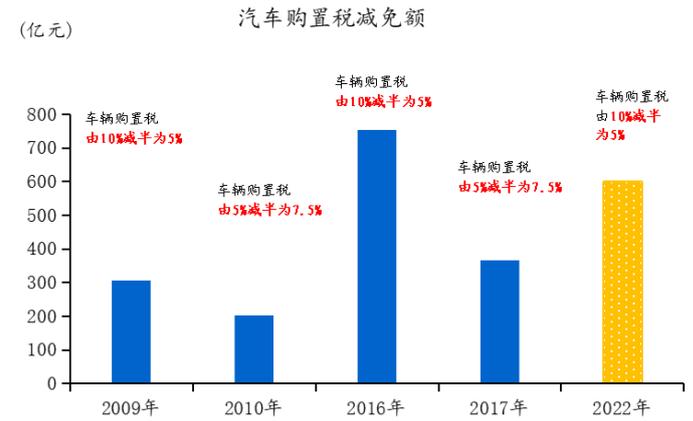
以史为鉴, 中央出台的全国促消费措施, 力度往往较大, 重点支持家电、汽车等耐用消费品。2011年, 全国首轮家电下乡期间, 财政补贴金额单月达460亿元; 2016年车辆购置税减免期间, 如果假设符合减免要求的乘用车均价为10万, 推算2016年车辆购置税优惠规模超700亿元, 考虑到2017年购置税优惠缩幅延续, 总体刺激力度更大; 2022年出台的购置税减半政策力度进一步提升, 半年即达600亿元。

图表12: 全国首轮家电下乡示意图



来源: 政府网站、国金证券研究所

图表13: 2022年汽车购置税减免600亿元



来源: 政府网站、财政部、国金证券研究所

近期, 中央部委陆续出台新能源汽车、绿色智能电器消费下乡等政策指引, 其后续落地情况或仍需跟踪。相比过往汽车消费下乡指引政策, 本次商务部发布的促汽车消费通知安排更为具体, 明确“百城联动”、“千县万镇”等规划, 选取约100个城市重点开展全链条促汽车消费, 并规定各地商务主管部门应报送相应活动安排。结合年初, 地方汽车下乡活动情况来看, 后续在中央政策指引下, 地方促汽车、家电下乡等或加速落地。

图表14: 2023年商务部促汽车消费指引更为明确具体

活动	《关于组织开展汽车促消费活动的通知》具体安排
“百城联动”汽车节	<p>建立“百城联动”重点活动清单, 商务部将选取特色鲜明、优势互补的约100个城市。</p> <p>聚焦全链条促进汽车消费。各地要聚焦新车销售、二手车交易、报废更新、以旧换“新”(新能源汽车)、汽车后市场等内容, 因地制宜打造系列汽车展销活动, “拉动增量、盘活存量、带动关联”。</p> <p>强化购车优惠政策支持, 协调推动地方、企业等出台支持汽车消费的针对性政策举措, 充分发挥地方财政资金作用, 鼓励金融机构出台汽车信贷金融支持措施。</p>
“千县万镇”新能源汽车消费季	<p>举办消费季系列活动。商务部将指导各地开展新能源汽车“大篷车”进农村等形式多样的新能源汽车促消费活动。</p> <p>推动适销对路车型下乡。鼓励企业针对农村地区特点, 推动性价比高、实用性强的新能源载货微面、微卡、轻卡等车型下乡。</p> <p>推动售后服务网络下沉。引导企业进一步下沉销售维修服务渠道, 加强新能源汽车流动维修站、农村维修点等建设和农村维保技术人员培训。</p> <p>推动完善农村充电基础设施。依托县乡商业网点、企事业单位等场所, 合理推进农村集中式公共充电桩站建设。积极协调有关部门做好农村充电桩建设用地、电网支撑等保障工作。</p>

来源: 政府网站、国金证券研究所

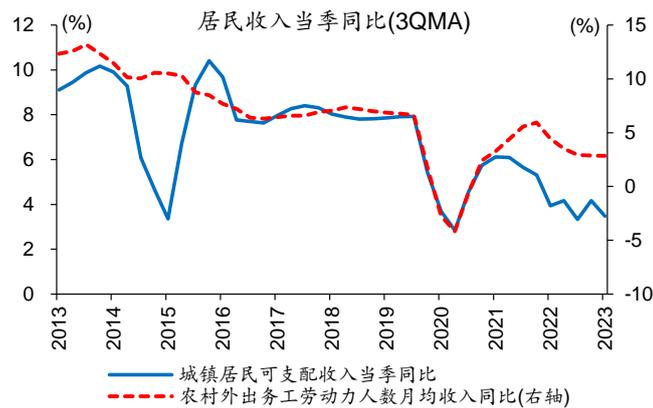
图表15: 2023年初地方汽车下乡活动仍待落地

日期	会议/文件	具体措施	补贴情况
2023/4/3	关于开展2023年云南省新能源汽车下乡活动的通知	有条件的州(市)、县(市、区)开展有关购车补贴活动; 鼓励汽车销售企业开展让利、展览展销、直播推广等新能源汽车促销活动, 支持企业重点面向农村居民开展新能源汽车下乡活动。	省商务厅统筹财政资金3000万元, 结合农村地区新能源汽车消费需求, 对在云南省内汽车销售企业购买30万元(含30万元)以下新能源汽车并在省内落户的个人消费者给予现金补贴
2023/4/18	无锡市2023年度促进新能源汽车推广消费的若干政策措施	开展新能源汽车下乡活动... 鼓励我市新能源汽车生产及销售企业在乡镇(街道)及工业园区举办新能源汽车下乡系列活动	通过发放纯电动新能源乘用车3000元/辆、非纯电动新能源乘用车1500元/辆的消费券等方式, 有效激发市民消费热情, 促进新能源乘用车消费。
2023/4/27	2023年陕西省新能源汽车下乡活动启动	此次活动分为线下展品展销、走进车企体验、集中讲座、线上活动推广等形式。	-

来源: 地方政府网站、国金证券研究所

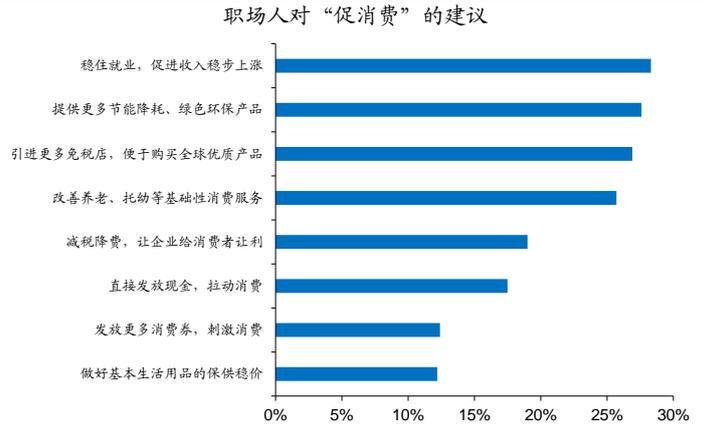
中期来看, 促进就业、提升居民收入水平或是扩内需、促消费的关键。年初经济修复分化下, 青年人就业承压, 居民收入修复放缓或是制约居民消费意愿与消费能力的重要因素。6月以来, 高校毕业生就业帮扶、农民工以工代赈、保市场主体等稳就业政策频出, 或可部分缓解就业压力、促进居民收入修复, 间接提振消费。

图表16: 居民收入增速仍低于疫情前



来源: Wind、国金证券研究所

图表17: 智联招聘调研显示促消费首要建议为稳住就业



来源: 智联招聘、国金证券研究所

3. 三问: 促消费政策, 可能的效果?

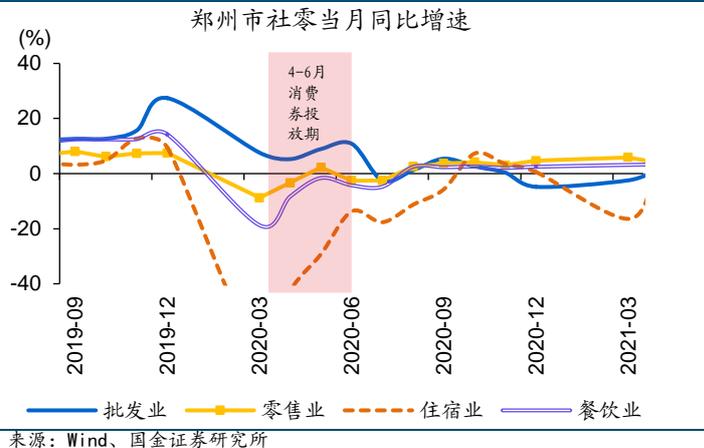
过往经验显示, 消费券可以在一定时间内发挥乘数效应, 有助于地区消费阶段性企稳。以消费券为例, 消费券为满减券、即达到一定金额才能享受优惠, 具有一定的乘数效应。2020年, 广东、郑州、武汉等部分省市消费券发放, 带来的消费乘数效应能达到10倍以上, 但持续时间偏短、多为一到两个月。以郑州市为例, 2020年郑州消费券发放集中在4-6月, 带动社零阶段性企稳回升。相较2020年, 2022年可比地区消费券乘数效应有所降低, 或受到消费券使用规则不同、投放领域变化等因素影响。

图表18: 2020年部分省市消费券乘数效应超10倍



来源: 各地政府网站、各地本地宝、国金证券研究所

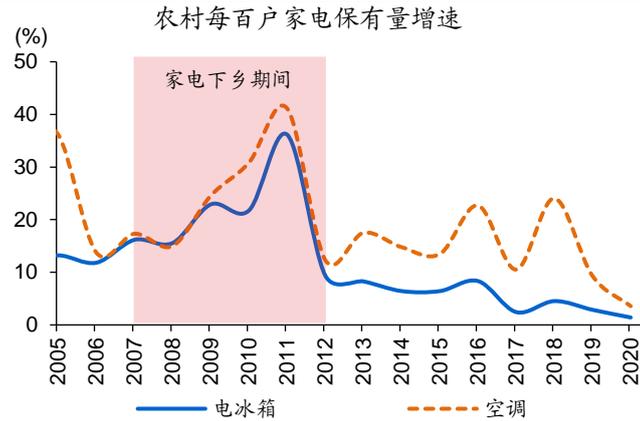
图表19: 金融监管总局局长十四届陆家嘴论坛讲话要点



来源: Wind、国金证券研究所

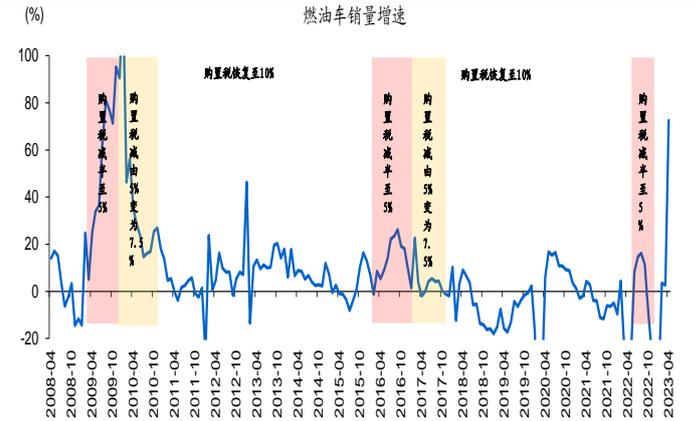
相较地方消费券, 全国层面促消费政策对消费的提振效果更为显著、持续时间更长。全国首轮家电下乡政策持续时间超4年, 有效带动了农村居的家电产品购置需求, 农村每百户电冰箱、空调保有量快速增长, 2011年分别增长36%、41%, 明显高于2006年的12%、14%。而过去三次车辆购置税优惠政策也显著推动了汽车销量, 尤其是2009年首次汽车购置税减半政策, 使当年汽车月度销量同比快速上涨、最高超95%。

图表20: 2007-2013年全国首轮家电下乡效果明显



来源: Wind、国金证券研究所

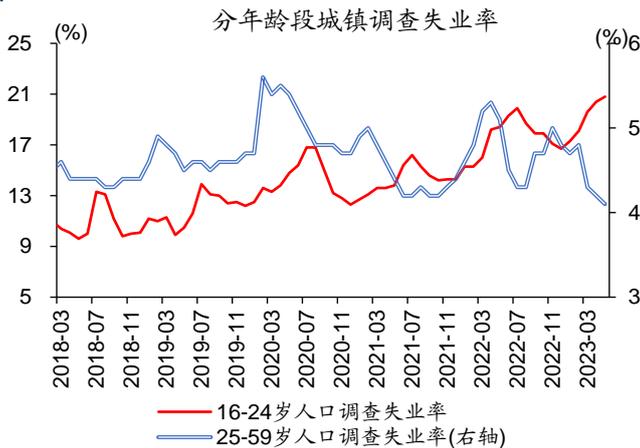
图表21: 车量购置税减免带动汽车销售提速



来源: 政府网站、Wind、国金证券研究所

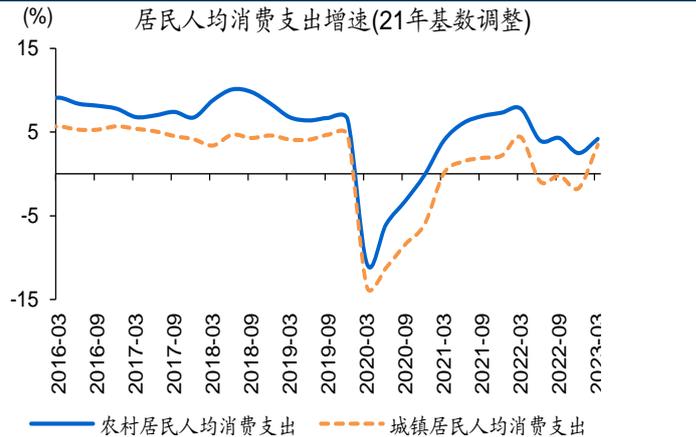
眼下, 促消费措施正在陆续推出, 仍需跟踪政策落地及效果, 中期关注就业和收入改善等带来的消费修复。近期, 央、地促消费措施尚在密集发布中, 对消费的提振, 需要紧密跟踪政策落地节奏和力度; 后续消费能否持续修复, 就业和收入的改善或是关键, 亦需紧密跟踪稳就业、提升居民收入水平等方面政策推出及落地情况。

图表22: 年初以来, 青年就业压力较大



来源: Wind、国金证券研究所

图表23: 农村居民消费支出恢复慢于城镇居民



来源: Wind、国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

- (1) 年初以来, 央、地对促消费重视度提升, 以消费券为代表的举措陆续推出。当前地方消费券投放规模较 2022 年同期有所降低, 或直接缘于其资金多由地方财政资金支持; 从投向看, 地方延续重点支持大宗消费的同时, 加大对线下接触类消费支持力度。
- (2) 地方促消费力度或受限于其财力约束, 相比之下, 中央促消费或可以突破约束。过往经验显示, 中央出台的全国促消费措施, 力度往往较大; 近期, 中央部委陆续出台新能源汽车、绿色智能电器消费下乡等政策指引, 其后续落地情况仍需跟踪。
- (3) 过往经验显示, 消费券有助于地区消费阶段性企稳, 而全国层面促消费政策对消费的提振效果更为显著、持续时间更长。眼下, 央、地促消费措施正在陆续推出, 短期需跟踪政策落地及效果, 中期关注就业和收入改善等带来的消费修复。

风险提示

- 1、政策效果不及预期。疫情反复、债务压力等拖累稳增长需求释放。
- 2、数据统计误差或遗漏。一些数据指标，可能存在统计或者处理方法上的误差和偏差；部分数据结果也可能受到样本范围、统计口径等影响。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402