



## 宏观研究

## 【粤开宏观】盘点历年积极的财政政策：回顾、比较与展望（1998-2021）

2022年04月08日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：贺晨

## 近期报告

《【粤开宏观】1-2月财政收支的四大特征》2022-03-20

《【粤开宏观】稳地产就是稳经济：房地产数据背离的真实含义》2022-03-22

《【粤开宏观】解析美联储加息冲击与新兴市场危机》2022-03-27

《【粤开宏观】一季度GDP增速或跌破百分之5，稳增长保民生迫在眉睫》2022-04-05

《【粤开宏观】稳增长再发力——解读国会精神》2022-04-07

## 导读

1998年至今，我国共经历了三轮积极的财政政策周期，包括1998-2004年、2008年底-2012年、2013年-至今，分别对应的是经济高速增长、应对金融危机和三期叠加新常态的三大经济发展阶段。不同时期经济发展的主要矛盾、国家战略目标各有侧重，积极的财政政策表现形式、最终效果和影响也各不相同。当前中国经济面临三重压力，积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续，是我国自国际金融危机后连续13年实施积极的财政政策。

积极的财政政策有哪些特征？如何评判财政政策的积极程度？三轮积极财政政策发生了哪些变化？未来财政政策该何去何从？本文主要回答以上问题。

## 摘要

## 一、1998年以来三轮积极财政政策的整体比较

1998-2004年第一轮积极的财政政策以支出扩张为主，通过基建发力扩大总需求对冲亚洲金融危机、特大洪涝灾害冲击，稳定经济大盘、社会大局。

2008年底-2012年积极的财政政策持续时间最短、对经济的直接刺激效果最强，通过在支出端与收入端共同发力，主要以结构性减税降费、基建带动4万亿投资稳经济，但也导致了地方隐性债务快速扩张等问题。

2013年至今实行的第三轮积极的财政政策持续时间最长，面临的宏观环境是三期叠加、新常态、新时代，实施目标除了稳增长的总量效果，更侧重推动结构性改革、优化营商环境、防范化解风险。收入端从结构性减税降费到全面减税降费，支出端逐步由基建转向民生。

## 二、积极财政政策的五大特征

**第一，积极的财政政策措施通常是扩张性的财政政策，要综合判断积极财政程度。**判断财政政策的积极程度不能仅仅看赤字率、赤字规模，还要看是否满足经济社会形势的需要、财政统筹能力是否提高、支出方向是否优化以及支出效能和绩效是否提高。官方赤字率、实际赤字率、广义赤字率和一般公共预算收支增速差提供了观察财政政策积极程度的窗口。就赤字率看，官方赤字率更多地起到传递政策信号的作用。

**第二，积极的财政政策通常需要对冲经济下行压力，为稳增长提供支持。**当前积极的财政政策已从注重短期逆周期调节，到兼顾短期和中长期发展目标、实现多重目标间的平衡。前两轮积极财政政策作为宏观调控的重要手段、履行政府职能的基本工具，主要通过和货币政策的配合，抵御1998年和2008年金融危机导致的经济下行风险、实现经济高速增长目标。在经济高质量发展阶段，积极的财政政策站在国家治理的高度，不仅要在短期发挥逆周期调节稳增长的作用，还要兼顾中长期经济增长质量和效益，实现稳增长与防风险、发展与安全的平衡，实现立足当前和着眼长远、短期经济社会稳定和长期经济内生增长能力的平衡。



**第三，积极的财政政策从基建支出拉动转向收入端发力，从依赖政府支出到依赖激发市场主体活力，通过全面减税降费切实降低居民及企业负担，放水养鱼。**前两轮（尤其是第二轮）积极的财政政策主要通过增发长期建设国债、发力基建。政策力度较大、对经济的刺激作用明显，2013年以前基建投资增速长期保持两位数增长。但强刺激对宏观经济的负面影响不可忽视，大量的基建投资带来了产能过剩、地方隐性债务等问题。2013年开始实施的第三轮积极财政政策更加注重收入端发力，持续推动税收法定、不断完善税制安排，推动增值税、个人所得税、社保等领域关键的制度性减税降费，宏观税负明显降低。

**第四，面对日益紧张的收支矛盾，财政支出从粗放式管理转向精打细算过“紧日子”、从基建转向民生、从“铁公机”转向新基建，提高支出效能、推动经济转型。**

**第五，积极的财政政策从债务盲目扩张到规范政府举债融资机制，防范化解债务风险。**2008年底-2012年强刺激政策后，地方隐性债务快速增加，部分反映了财政政策安排和地方财政运行机制搭配的不合理性。2015年起允许地方政府发行一般债、专项债，采用限额管理办法，并积极化解存量隐性债务风险，政府举债融资机制不断完善。

### 三、未来积极的财政政策向何处去？

短期来看，积极的财政政策要开源节流解决财政收支矛盾。中长期要通过体制机制改革解决财政可持续性问题，避免陷入财政危机。站在更长远的角度，积极的财政必须站在国家治理和国家战略的高度而非账房先生的视角出发，要立足人口老龄化、产业结构变化、解决收入不均等不平衡的矛盾、高质量发展、加快构建新发展格局、推动科技强国建设、充分调动中央和地方、企业家、科学家的积极性的角度构建新的财政和税收制度。

**风险提示：**稳增长政策效果不及预期、隐性债务化解力度超预期



## 目 录

一、积极财政政策的提出背景、特征与衡量 .....	4
1、“积极的财政政策”具有三个特点 .....	4
2、如何度量财政政策的“积极”程度？四个指标 .....	5
二、三轮“积极的财政政策”实践 .....	8
1、1998-2004 年第一轮积极的财政政策以支出扩张为主 .....	9
2、2008-2012 年积极的财政政策对经济直接刺激效果最强，主要由政府公共投资和结构性减税降费推动 ....	11
3、2013 年后积极的财政政策持续时间最长，收入端从结构性转向全面减税降费，支出端逐步由基建转向民生 .....	16
三、三轮积极财政政策的比较分析 .....	20
四、积极的财政政策何去何从？ .....	21

## 图表目录

图表 1：1988 年和 1994 年两次恶性通货膨胀 .....	4
图表 2：1998 年以来，“积极的财政政策”成为主基调 .....	5
图表 3：三种赤字率的计算方法 .....	6
图表 4：三轮“积极财政政策”时期，三种赤字率的表现 .....	6
图表 5：1998 年以来，一般公共预算收支增速及差异 .....	7
图表 6：1998 年以来，三轮积极财政政策的背景、政策对比 .....	8
图表 7：1997-2004 年国债发行情况 .....	10
图表 8：1998-2004 年长期建设国债发行情况 .....	10
图表 9：1998-2004 年长期建设国债投向 .....	11
图表 10：1998-2004 年社会保障支出两项合计及占比 .....	11
图表 11：“4 万亿”投向安排 .....	13
图表 12：2008-2011 年中央财政补贴安排 .....	13
图表 13：2008-2012 年国债发行情况 .....	13
图表 14：2013 年 6 月底分不同举债主体的地方政府性债务分布 .....	14
图表 15：2013 年 6 月底地方政府性债务投向安排 .....	15
图表 16：2004-2012 年各部门初次分配收入增速与名义 GDP 增速 .....	15
图表 17：2003-2012 年基尼系数 .....	16
图表 18：2016-2020 年，减税降费规模逐步扩大 .....	17
图表 19：2013 年以来，宏观税负持续降低 .....	18
图表 20：2016-2021 年制度性减税降费政策汇总 .....	18
图表 21：2013-2021 年主要税种占税收收入比重 .....	19
图表 22：2013-2021 年全国民生相关支出规模及增速 .....	19
图表 23：2013 年以来，中央逐步压减一般公共服务和“三公”支出 .....	20

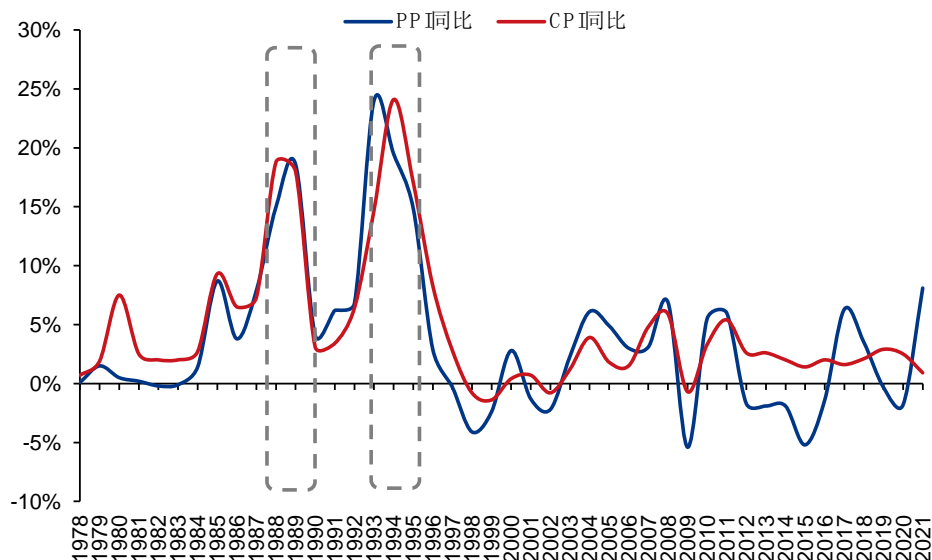


## 一、积极财政政策的提出背景、特征与衡量

财政政策在改革开放尤其是分税制改革以来发挥着重要作用，财政职能也逐步从经济范畴上升到国家治理范畴。总体上我国财政政策除了承担短期宏观调控的基本职责外，促进了经济发展和社会稳定，熨平了经济波动；更重要的是，财政还立足于社会主义市场经济体制完善和经济发展需要，与国家中长期经济结构和体制变革相结合、与促进社会进步和增进民生福祉等其他公共政策相协调，为实现高质量发展目标保驾护航。

“积极的财政政策”于 1998 年首次提出，为对冲经济下行压力，财政政策采取了增发国债、扩大赤字、加大基建投资力度等措施，扩大内需。2000 年时任总理朱镕基在省部级干部财税专题研讨班讲话中明确表示“人家说我是凯恩斯主义者，是‘罗斯福新政’崇拜者，可见早有这个实践”。但使用“积极”而非“扩张”的表述，主要考虑到 1988-1998 年两次恶性通货膨胀经历。1998 年国民经济刚刚成功“软着陆”，此时贸然使用“扩张的财政政策”表述可能引发大众误解，因而当时的财政政策以“积极”之名行“扩张”之实，在表达上留有余地。

图表1：1988 年和 1994 年两次恶性通货膨胀



资料来源：Wind、粤开证券研究院

### 1、“积极的财政政策”具有三个特点

相较于传统的扩张性财政政策，积极财政政策的内涵更加丰富。在“积极的财政政策”概念提出时，其本意大体是扩张性的财政政策。但经历了二十多年的发展，特别是中国特色社会主义财政理论体系的逐步完善，两者已不能混为一谈。传统的扩张性财政政策往往锚定短期目标，通过相机抉择进行总需求管理，熨平经济波动，政策周期短，退出较快；而积极的财政政策立足于中国国情，调控目标既有短期稳增长的内容，又有中长期改体制、调结构的内容，既关注财政对总需求影响，又重视财政的供给效应，既考虑宏观政策体系的配合，又注重与其他社会政策的协调。

一是积极的财政政策措施通常是扩张性的，如赤字率、政府债务规模的扩张，但仍属于有节制的扩张。就赤字率看，第一轮积极的财政政策开始实施时（1998 年）决算赤字率为 1%，到 2003 年为 2%，第二轮积极的财政政策开始实施时赤字安排接近 3%（2009 年），2016-2019 年决算赤字率均超过 2.5%，但仍未超过 3%；2020 年基于突发疫情下缓解财政压力考虑，决算赤字率突破 3%，但伴随 2021 年经济恢复性增长，2022 年官





方预算赤字又下调至 2.8%。可见官方赤字率安排仍以 3%“红线”为基础，增强财政可持续性。

二是积极的财政政策通常需要对冲经济下行压力，为稳增长提供支持。经济的下行压力可能来源于外部市场冲击和突发事件，如 1998 年和 2008 年受金融危机冲击导致的需求疲软、2020 年疫情对供给需求的不对称冲击等。下行压力也可能源于内外部经济因素共同作用，如伴随人口老龄化加剧、产业结构调整、贫富差距拉大、国际贸易摩擦等导致的经济增速下台阶。不论是强力刺激需求，还是优化供给结构，积极的财政政策可以通过不同的手段发挥逆周期调节和结构性改革作用，对冲经济下行压力、推动产业转型，为经济增长保持在合理区间提供支持。

三是积极的财政政策不仅关注短期经济波动，还具有长期效应，重视跨周期调节，统筹经济结构调整、社会政策等各方面因素。积极财政政策的长期效应主要体现在支持推进财税体制改革、经济结构改革和高质量发展目标实现等各方面。

图表2：1998 年以来，“积极的财政政策”成为主基调

年份	财政政策基调	年份	财政政策基调
1994	适度从紧的财政政策	2008	继续实施稳健的财政政策，年中调整为积极的财政政策
1995	实行适度从紧和量入为出的财政政策	2009	实施积极的财政政策。
1996	继续实行适度从紧的财政政策	2010	继续实施积极的财政政策。
1997	继续实行适度从紧的财政政策	2011	继续实施积极的财政政策。
1998	年中调整为积极的财政政策。	2012	继续实施积极的财政政策。
1999	继续实施积极的财政政策。	2013	继续实施积极的财政政策。
2000	积极的财政政策还需要保持必要的政策力度。	2014	继续实施积极的财政政策。
2001	继续实施积极的财政政策。	2015	积极的财政政策要适当加大力度。
2002	要继续坚持扩大内需的方针，实施积极的财政政策。	2016	积极的财政政策要加大力度。
2003	继续实施积极的财政政策，努力促进国民经济持续快速健康发展。	2017	财政政策要更加积极有效。
2004	继续实施积极的财政政策。	2018	积极的财政政策取向不变，要聚力增效。
2005	实施稳健的财政政策	2019	积极的财政政策要加力提效。
2006	继续实施稳健的财政政策	2020	积极的财政政策要更加积极有为。
2007	继续实施稳健的财政政策	2021	积极的财政政策要提质增效、更可持续。
		2022	积极的财政政策要提升效能、更加注重精准、可持续

资料来源：历年预算执行报告，粤开证券研究院

## 2、如何度量财政政策的“积极”程度？四个指标

判断财政政策的积极程度不能仅仅看赤字率、赤字规模，还要看是否满足经济社会形势的需要、财政统筹能力是否提高、支出方向是否优化以及支出效能和绩效是否提高。但官方赤字率、实际赤字率、广义赤字率和一般公共预算收支增速差仍可以作为我们观察财政政策积极程度的一个窗口。

1、官方赤字率。在官方公布的决算报告中，财政赤字并非一般公共预算支出与收入简单相减后的结果，还需经过调入资金、使用结转结余、补充中央预算稳定调节基金等



因素调整。国际上通常采用 3% 作为赤字率警戒线，我国赤字率在 2019 年前保持在 3% 以下，受疫情影响，2020-2021 官方赤字率突破 3%、分别达到 3.7% 和 3.2%。但在我国现有预算体系下，政府可以通过加大调入资金和使用结转结余资金的力度，增加当年可用财力，因此官方赤字率更多地起到传递政策信号的作用。

**2、实际赤字率。**直接采用一般公共预算收支差额与名义 GDP 之比，相较官方赤字率，实际赤字率能更好地度量财政收支的真实差额，反映当年财政政策的积极程度。由于在 2006 年之前并未设立中央预算稳定调节基金，因此实际赤字率与官方赤字率保持一致。2006 年至 2014 年，中央预算稳定调节基金表现为净调入，因此官方赤字率普遍大于实际赤字率。2015 年后，使用结转结余和调入资金对积极财政政策“增收减支”的支持力度不断加大，实际赤字率超过官方赤字率，并且二者差距逐步扩大。2020 年受疫情冲击影响，实际赤字率达到 6.2%，高出名义赤字率 2.5 个百分点。伴随疫情得到初步控制、经济恢复性增长，2021 年实际赤字率回落至 3.8%，与名义赤字率差距缩窄至 0.7 个百分点。

**3、广义赤字率。**在一般公共预算赤字的基础上，考虑政府性基金预算收支缺口、地方政府隐性债务（城投债）、政策性金融债、铁道债、央行 PSL 工具等。从数据上看，广义赤字率较官方赤字率和实际赤字率有明显的提升，普遍高出 3 至 5 个百分点。同时，广义赤字率曾出现两次较大幅度攀升，一是受“4 万亿”刺激计划，广义赤字率在 2009 年大幅攀升至 13.5%；二是 2020 年疫情期间，政府发行特别抗疫国债、增加专项债额度等措施使得广义赤字率提高至 14.9%。

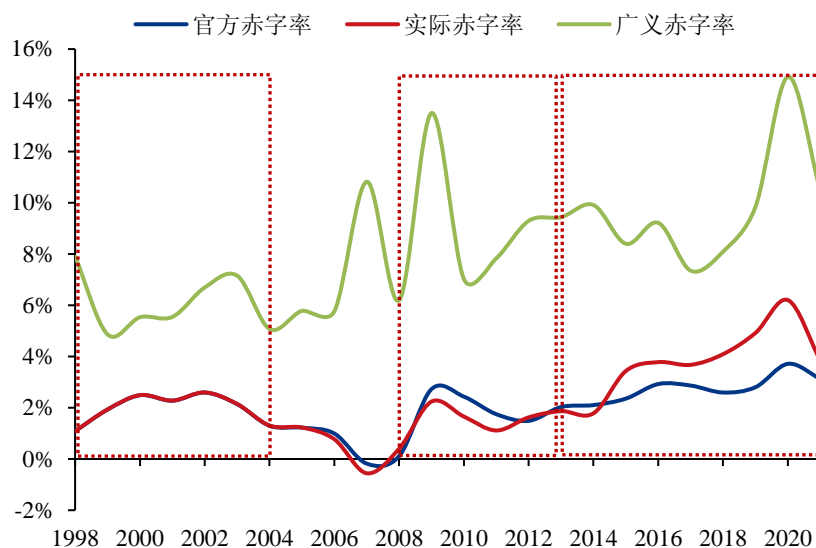
**4、一般公共预算收支增速差。**相较于赤字率，财政收支增速及增速差可直观分辨积极财政政策的发力点，是“减税”还是“增支”。在 1999 年和 2009 年积极的财政政策更强调扩大政府支出、增加公共投资，一般公共预算支出分别达到 22.1% 和 21.9%，高出同年一般公共预算收入 6.3 和 10.2 个百分点。2018 年以来，积极的财政政策更加强调深化税制改革，加大减税降费力度，一般公共预算收入增速下滑速度加快，导致收支增速差扩大。

图表3：三种赤字率的计算方法

指标	测算方式
官方赤字率	官方赤字率=(一般公共预算支出+补充中央预算稳定调节基金-一般公共预算收入-调入资金及使用结转结余)/名义 GDP
实际赤字率	实际赤字率=(一般公共预算决算支出-一般公共预算决算收入)/名义 GDP
广义赤字率	广义赤字率=(实际赤字+地方专项债净融资+地方城投债净融资+政策性金融债余额变化+铁道债+央行 PSL 余额变化)/名义 GDP

资料来源：粤开证券研究院

图表4：三轮“积极财政政策”时期，三种赤字率的表现

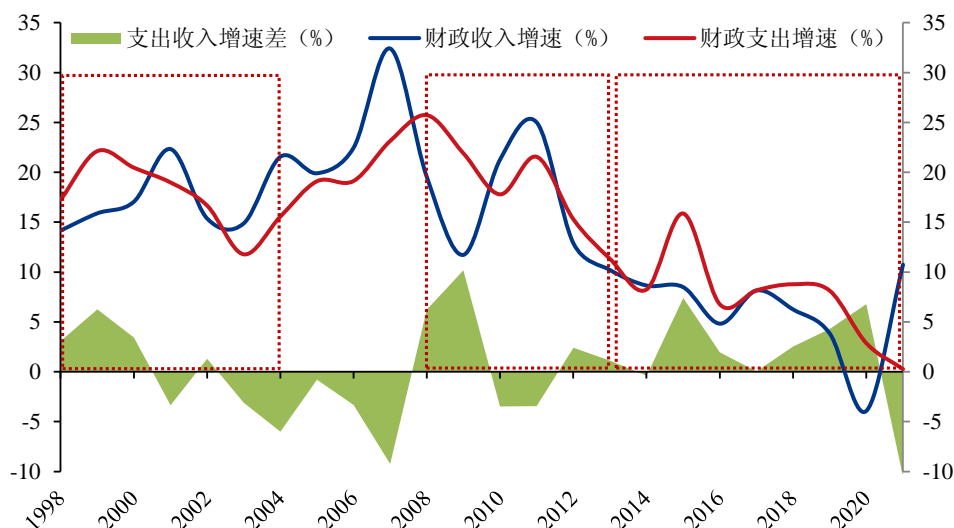


资料来源：《中国财政年鉴》、粤开证券研究院

注1：广义赤字率采用分阶段计算方式。1998-2014年为： $(\text{实际赤字} + \text{地方政府性债务净融资} + \text{政策性金融债净融资}) / \text{名义GDP}$ 。其中地方政府债务净融资计算时参考审计署2010年、2013年公布的全国政府性债务审计结果，使用2010、2012年末地方政府性债务余额和1998-2010年地方政府性债务余额增长率数据。2015年后为： $(\text{线上赤字} + \text{地方专项债净融资} + \text{地方城投债净融资} + \text{政策性金融债净融资} + \text{铁道债} + \text{央行PSL余额变化}) / \text{名义GDP}$ 。

注2：参考审计署审计结果，1998-2002年、2002-2007年、2011年、2013年计算地方政府性债务余额时使用年均增长率。

图表5：1998年以来，一般公共预算收支增速及差异



资料来源：《中国财政年鉴》、粤开证券研究院



## 二、三轮“积极的财政政策”实践

积极的财政政策熨平经济波动主要从财政收入和财政支出两大方向入手。从财政收入角度看，政府可以通过提高出口退税、降低关税税率等措施来影响出口，通过税收优惠政策、土地优惠政策等措施来影响投资，通过消费补贴、降低流转税等措施来提振消费；从财政支出角度看，政府可以通过消费性支出、投资性支出直接提振经济。财政支出主动调节能力更强，作用于经济效果更快，但容易造成对私人投资的挤出效应。

1998 年至今我国共经历了三轮积极的财政政策周期，分别为 1998-2004 年、2008-2012 年、2013 年-至今。不同时期经济发展阶段、国家治理工作各有侧重，积极的财政政策的表现形式、工作重心、呈现效果也各有不同。其中，1998-2004 年第一轮积极的财政政策以支出扩张为主，通过基建发力稳定经济基础。2008-2012 年积极的财政政策持续时间最短、对经济的直接刺激效果最强，通过在支出端与收入端共同发力，进行结构性减税降费、基建带动 4 万亿投资稳经济。2013 年至今实行的第三轮积极的财政政策持续时间最长，面临的宏观环境是三期叠加、新常态、新时代，实施目标除了稳增长，更侧重推动结构性改革和优化营商环境。从国家治理的角度出发、以人民为中心，收入端更加侧重全面的减税降费，切实降低实体经济与居民负担，支出端逐步由基建转向民生。既发挥财政逆周期调节的总量调节功能，更发挥结构性改革的作用，稳定宏观经济运行，支持新发展格局构建，提高发展的安全性，防范化解风险。

图表6：1998 年以来，三轮积极财政政策的背景、政策对比

	1998-2004 年积极财政政策	2008-2012 年积极财政政策	2013 年以后积极财政政策
宏观背景	亚洲金融危机、自然灾害（洪灾）	国际金融危机蔓延、自然灾害（南方冰灾、汶川地震）	经济增速换挡期，结构性矛盾显性化
经济表现	全年经济增长不及预期；1998 年 4 月后物价水平持续负增长；四季度城镇单位就业人数环比陡降；下半年出口同比连续负增长，社零同比大幅下降。	2008 年上半年经济持续表现超高速增长，投资过热，结构性通胀压力大。2008 年下半年-2009 年经济下行压力大，通缩迹象明显。	经济增长从高速转向中高速，发展从总量扩张转向注重质量效率的“新常态”格局。
货币政策	央行 1998 年降准 5 个百分点，配合连续降息，但效果不明显。	央行 2008 年下半年集中实施降息降准。	由适度宽松的货币政策转向稳健的货币政策
财政收支政策内容	支出扩张，基建发力。 一是增发普通、长期建设国债，用于弥补财政赤字、加强基础设施建设。 二是调整收入分配政策，加强对居民转移支付力度，财政支持完善社会保障体系、提高机关事业单位职工基本工资水平	支出发力，投资拉动。 一是扩大政府公共投资，带动民间资本投入（4 万亿投资计划）。 二是通过多项转移支付、补贴提高低收入群体收入，培育社会消费需求。 三是优化财政支出结构，突出民生相关支出	有放有收，以结构调整为主线。 一是继续加大民生相关支出力度，妥善应对城乡差距、就业、老龄化等社会问题。 二是压缩政府非必要开支，为减税降费政策腾出空间。 三是项目投资支出突出重点，与供给侧改革结合，注重“有效投资”和“结构效应”
	收入端	配合性质为主。一是加强出口退税力度，大力鼓励出口；二是进行一定的结构性减税	一是通过加强出口退税、减免出口关税，帮助外向型企业渡过难关，修复出口。二是进一步深化费税改革，实施结构性减税，为中小企业减负，促进





	1998-2004 年积极财政政策	2008-2012 年积极财政政策	2013 年以后积极财政政策
		产业结构调整。	超 7.6 万亿元，一般公共预算收入占 GDP 比重下降 3.4 个百分点。 二是以永久性的制度安排为主，结构性安排为辅。 三是分税种看，直接税占比有所提升，间接税减税幅度较大

资料来源：粤开证券研究院

## 1、1998-2004 年第一轮积极的财政政策以支出扩张为主

1998 年我国经济在亚洲金融危机、特大洪涝灾害的内外夹击下，需求不振、经济增长趋缓，形势较为严峻。1997 年年中亚洲金融危机爆发，1998 年国内出口、消费等均受到一定冲击。叠加年中，长江、松花江等流域遭遇百年一遇的特大洪涝灾害，灾后经济修复、后续防灾减灾工作繁重艰巨。

货币政策已先行蓄力，但效果并不明显。为增加市场流动性，1998 年准备金率下调 5 个百分点、存贷款基准利率三连降，同时取消国有商业银行贷款限额管理，并发布积极实行贷款支持指导意见，为市场营造宽松的流动性环境。但短期内对需求拉动效果不明显，亟需启动积极财政政策予以支持。

本轮积极的财政政策是典型的扩张型财政政策，主要发力点在于支出端，增发长期建设国债、发力基建。1998 年 8 月，中央财政预算调整方案提出，将预算赤字从 460 亿元扩大到 960 亿元，增发 1000 亿元长期建设国债，配套增加 1000 亿元银行贷款用于基础设施建设。减税政策抓手及效果相对有限，以强化出口退税为主。相对而言，支出端发挥了更大的作用，体现在以下两点：

一是增发普通、长期建设国债，加强基础设施建设。1998 年普通国债发行规模为 3890.9 亿元，同比增长 57.1%。此后，在 1999-2004 年普通国债发行规模也保持高速增长，年复合增速达到 10.3%。同时增发长期建设国债，重点用于基础设施建设。1998-2004 年共发行长期建设国债 9100 亿元，累计安排项目资金 8643 亿元，主要投向为农林水利和生态建设（30%）、交通通信（20%）、城市基础设施建设（15%）、技术进步和产业升级（9%）和农网改造（8%）。

二是调整收入分配政策，加强对居民转移支付力度。1998 年出台国有企业下岗职工基本生活保障制度，安排国有企业建立再就业服务中心，由财政、企业、社会（失业保险）按照“三三制”原则筹集资金。1999 年《失业保险条例》和《城市居民最低生活保障条例》出台，正式建立国企下岗职工基本生活费、失业保险、城市低保“三条保障线”体系。1998-2004 年，全国财政用于“三条保障线”累计安排支出 4464 亿元，全国财政抚恤和社会福利救济费、社会保障补助支出两项合计数累计增长近 5.5 倍，占全国财政支出比重由 3% 上升至 7.3%。

伴随恢复经济发展、经济结构优化、社会事业完善，2005 年开始实施“稳健的财政政策”，第一轮积极的财政政策周期落下帷幕。

一是 2000 年后我国经济已进入新一轮快速增长周期，2003 年后经济增速已突破 9%。其中，社会投资增长迅速。1998-2004 年固定资产投资规模平均增速超 16%，2004 年达到 26.8%，对经济增长贡献率在 50% 左右。城乡居民可支配收入水平提高，带动消费市场持续回暖。1998-2004 年城乡居民家庭人均可支配收入平均涨幅近 10%。在加入

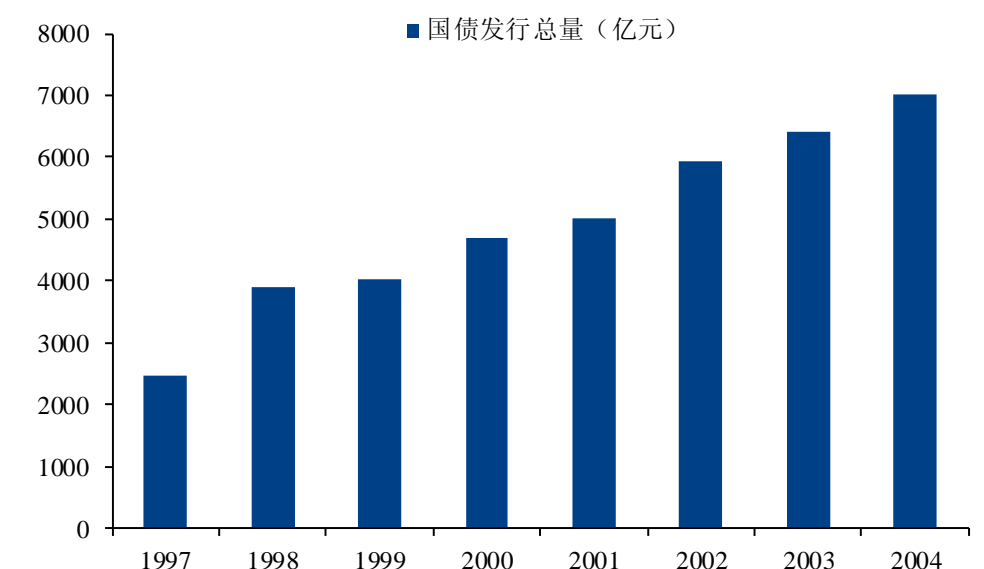


WTO 融入全球市场的背景下,提高出口退税率、优化出口退税等政策带动出口持续攀升,2002-2004 年出口额增速平均超 30%,外需对经济增长拉动作用显著增强。

**二是经济结构不断调整优化。**1998-2004 年增发的长期建设国债带动了地方政府配套资金、银行信贷资金、社会资金投入,集中力量建成了一批重大基础设施项目,为国民经济长期健康发展打下坚实基础;通过技术改造和产业升级财政配套措施,调动了企业积极性,促进落后产业转化和高新技术产业发展。

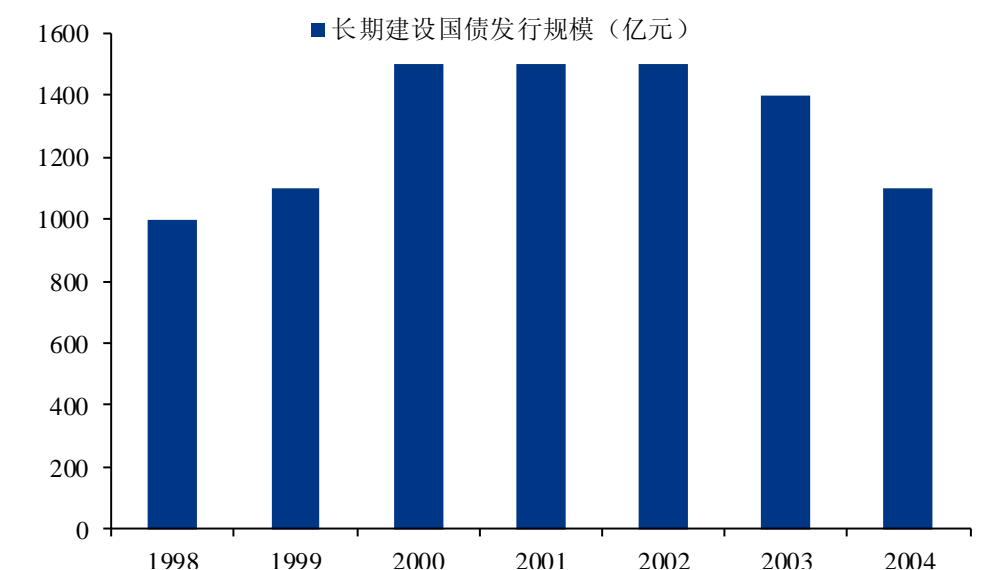
**三是社会公共事业逐步完善。**通过财政支持完成一系列生态建设项目,同时城乡特别是西部地区教育卫生事业状况得到极大改善。

图表7：1997-2004 年国债发行情况



资料来源：历年中央财政决算报告、粤开证券研究院

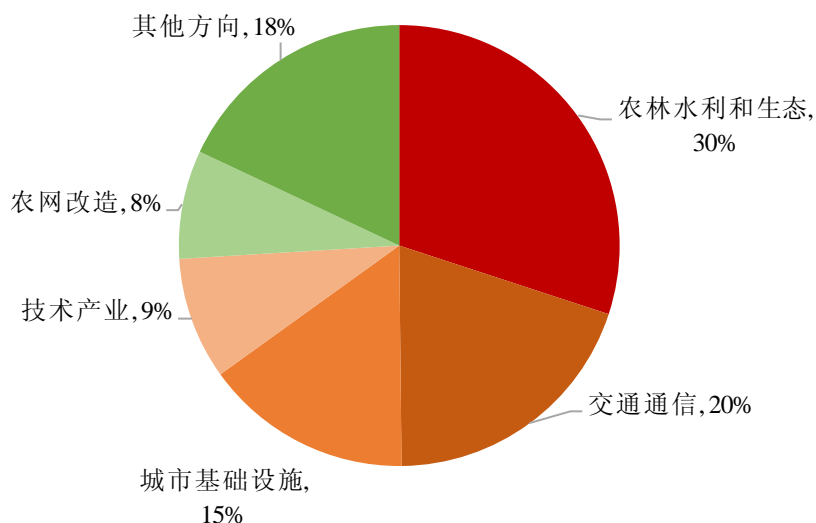
图表8：1998-2004 年长期建设国债发行情况



资料来源：历年全国两会政府工作报告、粤开证券研究院

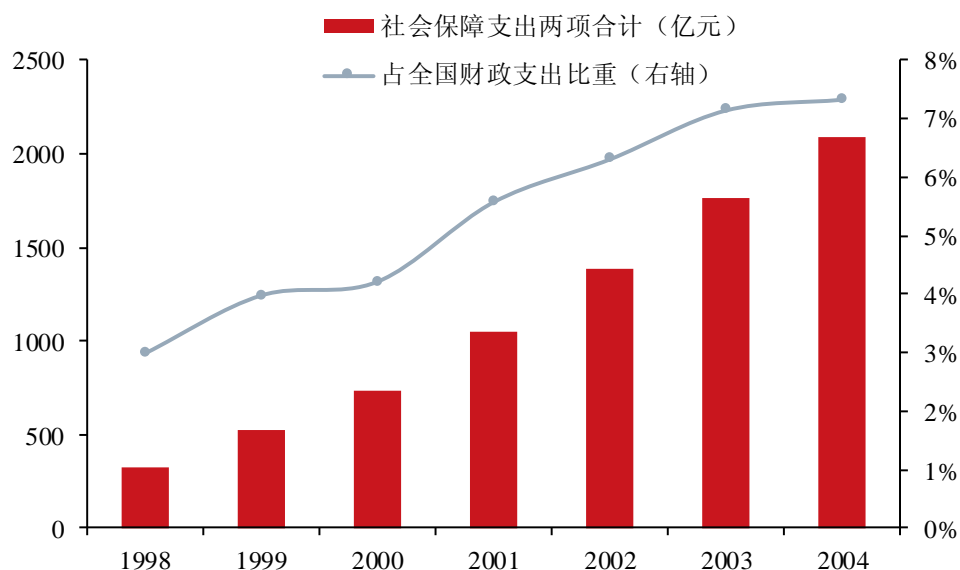


图表9：1998-2004 年长期建设国债投向



资料来源：金人庆《中国财政政策：理论与实践》、粤开证券研究院

图表10：1998-2004 年社会保障支出两项合计及占比



资料来源：《中国财政年鉴》、粤开证券研究院

注：社保支出两项指一般公共预算支出下“抚恤和社会福利救济费”和“社会保障补助支出”两项

## 2、2008-2012 年积极的财政政策对经济直接刺激效果最强，主要由政府公共投资和结构性减税降费推动

2008 年宏观经济形势表现前热后冷，以稳增长为目的的宏观调控政策由紧转松，积极的财政政策于 2008 年底重启。2008 年上半年经济趋于过热，经济处于高速增长态势，投资需求过热，通胀压力较大。在南方冰灾、汶川地震和国际金融危机蔓延冲击影响下，2008 年下半年经济下行压力增大，经济增长趋缓、价格水平持续走低。受经济形势影响，2008 年 11 月 5 日召开的国务院常务会议宣布宏观经济政策转向：财政政策由“稳健”转



为“积极”，货币政策由“从紧”转为“适度宽松”，政策基调变为“一保一扩一调”(保增长，扩内需，调结构)，这标志着第二轮积极的财政政策正式开始。

**2008-2012 年积极的财政政策主要特点是支出发力、投资拉动，但收入端政策力度不小。**

**一是扩大政府公共投资，带动民间资本投入。**2009 年两会政府工作报告提出两年内中央政府拟新增投资 1.18 万亿元，带动地方政府、社会投资总计 4 万亿元。根据发改委测算，这 4 万亿元投资重点投向以“铁公机”为主的重大基础设施建设(38%)、灾后恢复重建(占 25%)、保障性住房(10%)、民生领域(9%)和创新与结构调整(占 9%)。其中经济结构调整投资是 2009 年初国务院常务会议通过的“十大产业振兴规划”配套措施，分别对应钢铁、石化、纺织工业等国民经济支柱产业，对 2009 年经济“保八”有重要意义。

**二是通过多项转移支付、补贴提高低收入群体收入，培育社会消费需求。**“三农”方面，2008-2011 年中央财政安排的粮食直补、农资综合补贴、良种补贴、农机具购置四项补贴累计约 5000 亿元，对于农业产出、农民收入有直接拉动作用。社保和就业方面，2008-2011 年中央财政相关转移支付规模平均增幅近 20%，带动和引导城乡居民消费需求。

**三是除通过加强出口退税、关税减免政策帮助促进出口外，还实施结构性减税政策，为中小企业减负，促进产业结构调整。**如企业所得税出台政策对特定行业和小微企业实施更加优惠的税基、税率减免；个人所得税调整税率结构，降低中低收入群体税收负担等。

**为了支持积极财政政策的支出和赤字安排，中央财政国债发行和净融资规模均大幅提升。**2009 年国债发行额较上年增长近一倍，国债净融资额是 2008 年的 5 倍多，2010-2012 年国债发行额度和净融资均维持较大规模，但由于这一时期经济保持了较高的增速，中央政府负债率反而有所下降。

**2008 年下半年-2012 年的积极财政政策力度较大、对经济的刺激作用明显，但本轮积极财政政策的强刺激对宏观经济的负面影响也不可忽视。**历经 2009 年调整，2010 年我国经济增速重回“两位数”，达到 11.9%，冲击带来的通缩趋势得到有效抑制，社零、出口均有所回暖，在全球危机后低迷的大环境下，中国经济率先实现复苏，成为拉动全球经济增长的主要引擎。但第二轮积极的财政政策在为经济注入强心剂的同时，也导致了部分隐患。

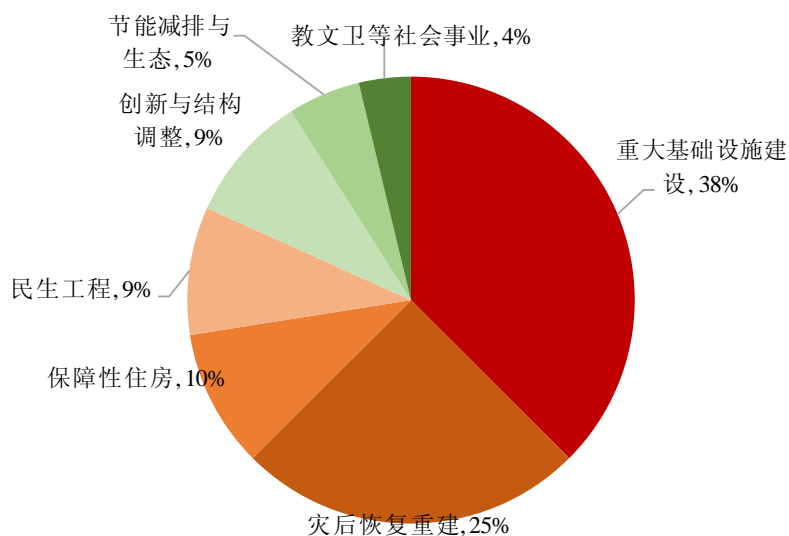
**一是产能过剩问题突出，供给侧结构调整箭在弦上。**产业结构失衡的问题在 2008 年危机前就已经有所积累，2008 年下半年启动的强刺激政策配合产业振兴规划，在有力应对短期经济冲击的同时，拖延了落后产能的转型升级，传统制造业长期积累的产能过剩问题更加突出，2012 年 3 月起 PPI 同比连续 54 个月陷入负增长。

**二是地方政府债务问题凸显，亟需政策出台化解潜在风险。**投资强刺激政策下，地方政府配套融资规模大幅增加。从举债主体类别看，由于当时财政体制对地方政府直接举债限制较大，地方政府在法定债务预算之外，通过融资平台等主体进行债务融资行为逐渐增多。这些债务直接或间接以财政资金偿还，或由政府违规提供担保，形成地方隐性债务风险。

**三是收入分配调节力度待加强，市场主体能动性不足。**由于一系列强有力的惠农、扶贫政策，以及农村劳动力的城镇化和市民化，城乡间收入差距有所下降。但制度设计不合理的因素依然扩大贫富分化。此外，近年来财富分化加剧，房地产价格走高，都在一定程度上导致基尼系数居高不下，基尼系数长期处于 0.4 以上。

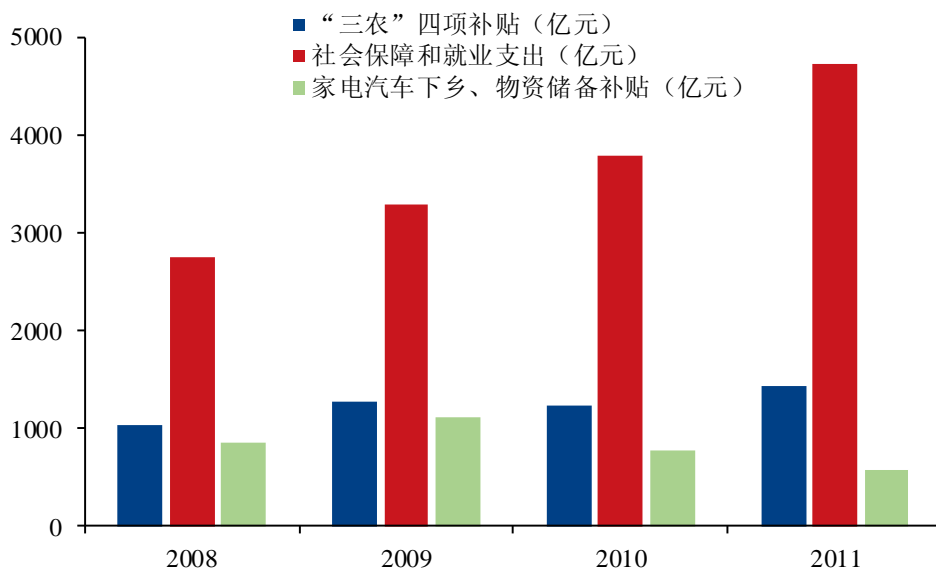


图表11：“4万亿”投向安排



资料来源：发改委网站、粤开证券研究院

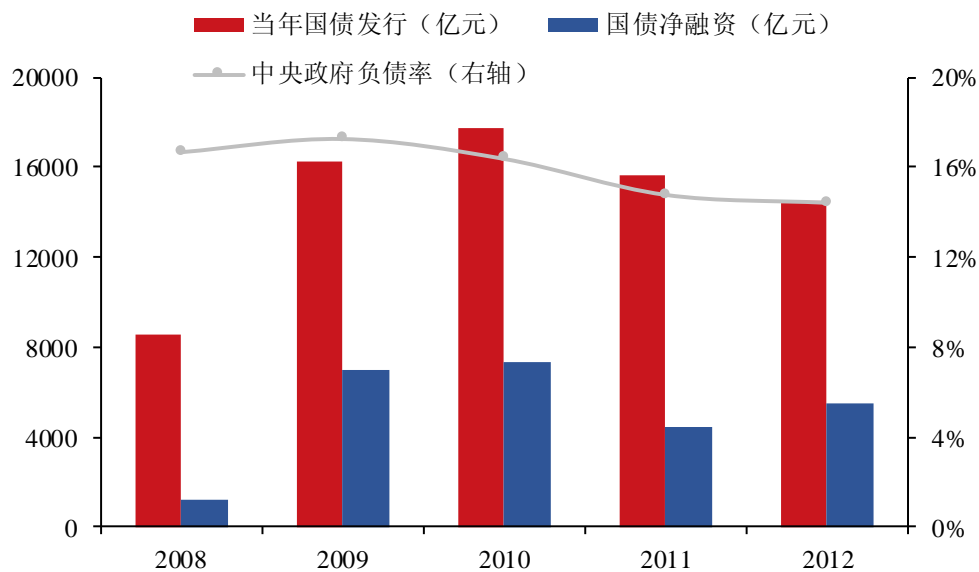
图表12：2008-2011年中央财政补贴安排



资料来源：历年中央财政决算报告、粤开证券研究院

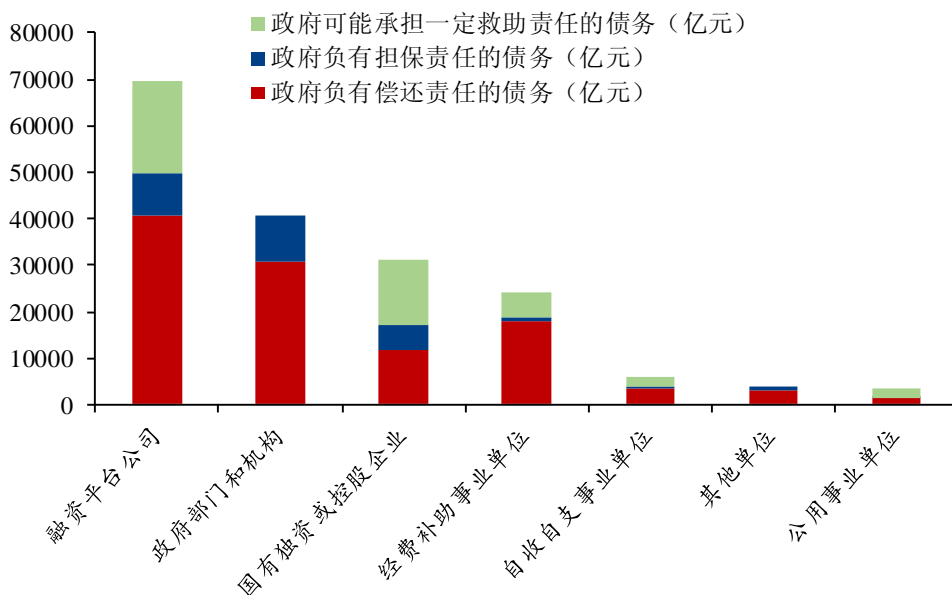
图表13：2008-2012年国债发行情况





资料来源：《中国财政年鉴》、Wind、粤开证券研究院

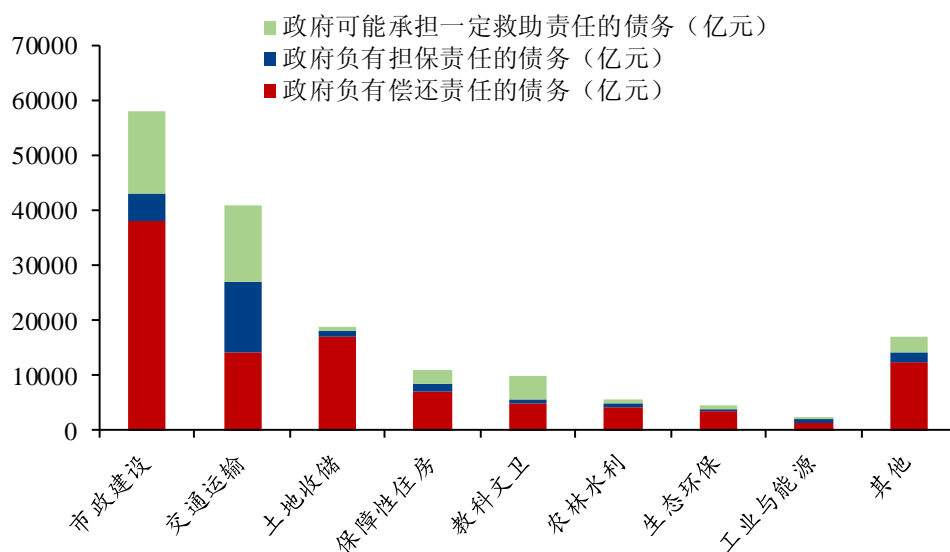
图表14：2013年6月底分不同举债主体的地方政府性债务分布



资料来源：审计署2013年第32号审计结果公告、粤开证券研究院

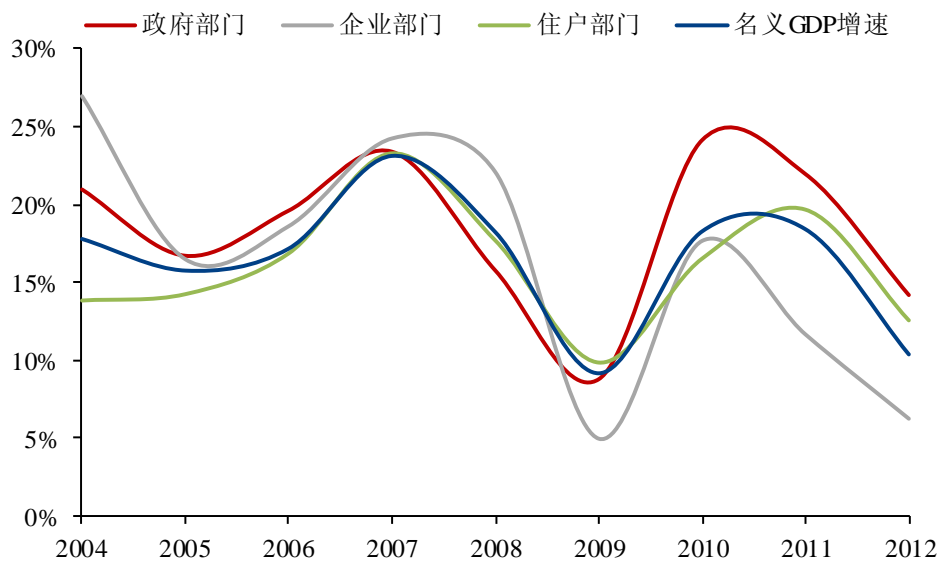


图表15：2013年6月底地方政府性债务投向安排



资料来源：审计署2013年第32号审计结果公告、粤开证券研究院

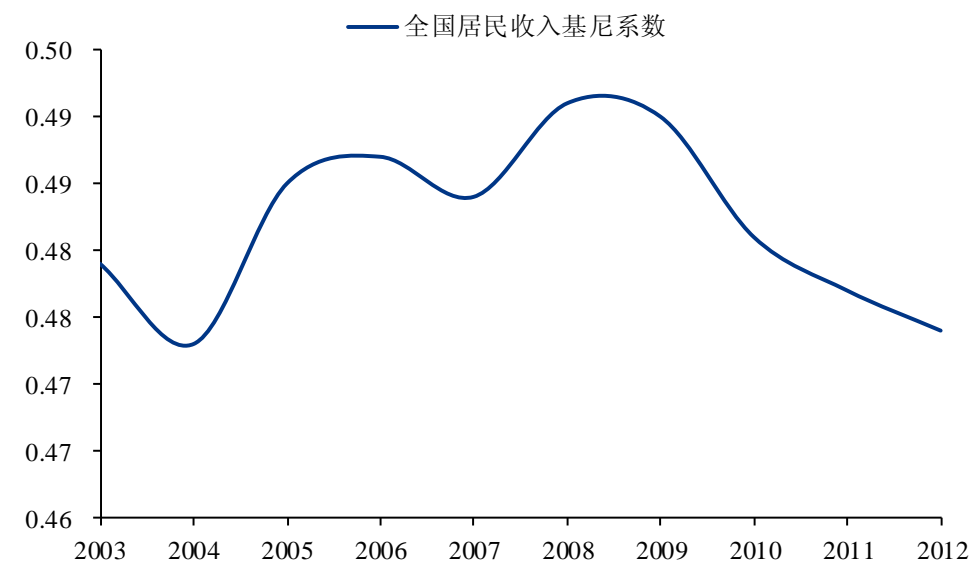
图表16：2004-2012年各部门初次分配收入增速与名义GDP增速



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表17：2003-2012年基尼系数



资料来源：Wind、粤开证券研究院

### 3、2013年后积极的财政政策持续时间最长，收入端从结构性转向全面减税降费，支出端逐步由基建转向民生

2013年起，中国进入全面深化改革阶段。我国经济增长从高速转向中高速，从总量扩张转向注重质量效率。供给端主要矛盾发生根本性变化，传统产业供给过剩，大规模产业结构优化升级势在必行。劳动力要素规模驱动力减弱，数量扩张和价格竞争正逐步转向质量型、差异化为主的竞争。同时，党的十八届三中全会通过《关于全面深化改革若干重大问题的决定》，明确提出财政是国家治理的基础和重要支柱，将深化财税体制改革提高到“完善和发展中国特色社会主义制度，推进国家治理体系和治理能力现代化”的战略高度，积极的财政政策翻开崭新的篇章，被赋予了更深刻的使命和更丰富的内涵。

2013年以来，积极财政政策的主要特点是收入端发力、支出端结构调整为主，维持赤字合理水平。

从收入端看，这一时期的积极财政政策最大特征就是减收措施从结构性减税逐步扩张为全面减税降费。

一是总量上看，“十三五”时期减税降费规模庞大，宏观税负明显降低。2016-2020年减税降费规模超7.6万亿元。宏观税负情况看，税收收入占GDP比重下降了2.3个百分点，一般公共预算收入占GDP比重下降了3.4个百分点。2021年宏观税负进一步下降，税收收入占GDP比重为15.1%，一般公共预算收入占GDP比重为17.7%。

二是政策特点看，本轮减税降费以完善制度安排、全面减税降费为主，结构性减税安排为辅。2013年以来，我国持续推动税收法定、不断完善税制安排，推动增值税、个人所得税、社保等领域关键的制度性减税降费安排。2020年疫情后为落实“六稳六保”工作，针对中小微企业、个体工商户的结构性政策安排频出，这些安排与前期制度性安排叠加，带来了2020当年巨额的减税降费规模（逾2.6万亿元）。

三是分税种看，直接税占比有所提升，间接税减税幅度较大。提高直接税在税收收入中占比是税制改革的主要方向之一。过去我国税收结构增值税、营业税、消费税三项占比可达一半以上。到2021年该比重（无营业税）已降至不足50%。与此相对应，“十



三五”时期全面减税降费政策对间接税收入影响最大。2021 年增值税、消费税两项占 GDP 比重较 2016 年（含营业税）下降超 1.7 个百分点。

从支出端看，这一时期积极的财政政策在支出端有放有收，通过结构调整配合供给侧改革和保障民生需求。

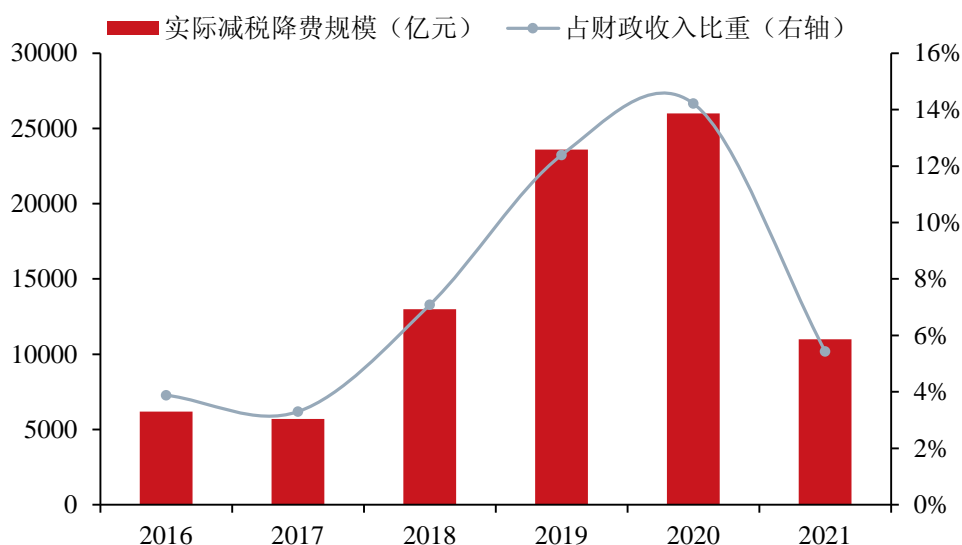
一是继续加大民生相关支出力度，妥善应对城乡差距、就业、老龄化等社会问题。与教育、文化、卫生、社保相关的民生支出属于财政支出中的“刚性成分”，在大规模减税降费政策实施，财政收入承压背景下，这部分支出应当需要首先保障。2016-2020 年财政支出增速趋缓甚至下降的情况下，与教育、文化、卫生、社保相关的支出增速仍保持一定水平，占财政支出比例不断上升。2021 年教育、文化、卫生、社保等民生领域支出占一般公共预算支出比重为 38.4%，较 2013 年提高 4.7 个百分点。

二是压缩政府非必要开支，为减税降费政策腾出空间。大力压减财政一般性支出、严格把控“三公”支出、做到“刀刃向内”，2020-2021 年中央本级支出连续两年负增长。“政府机关过紧日子”的号召体现了积极财政政策的“节用裕民”：用政府过紧日子省下的“子弹”来为减税降费、“六稳六保”提供财政支持。

三是项目投资支出突出重点，与供给侧改革结合，注重“结构效应”。一方面，近年投资支出不再强调投资总量，而特别强调“扩大有效投资”，取消无效支出，立足紧扣国家发展战略，加快实施一批重点项目；另一方面，扩大投资支出要与“补短板”对接，对应的重点领域有城际交通、物流、新一代信息基础设施等，确保资金投放目标精准到位。另外，关注社会资本的参与性，深化政府与社会资本合作，切实体现政府投资的整体拉动作用，也是近年投资支出相关政策重点关注领域。

第三轮积极的财政政策未通过大幅增列赤字予以平衡，体现出宏观政策布局在稳增长和防风险之间的平衡意识。在财政收入压力较大的情况下，预算内赤字率安排仍较为保守，在 2020 年前均未越过 3%“红线”，2020 年受疫情影响，财政工作整体困难较大，预算内赤字率安排突破 3%，但未达到 4%，2021 年赤字率安排为 3.2%，以稳定市场主体预期。2022 年预算赤字安排为 2.8%，体现财政坚持可持续性的思想。

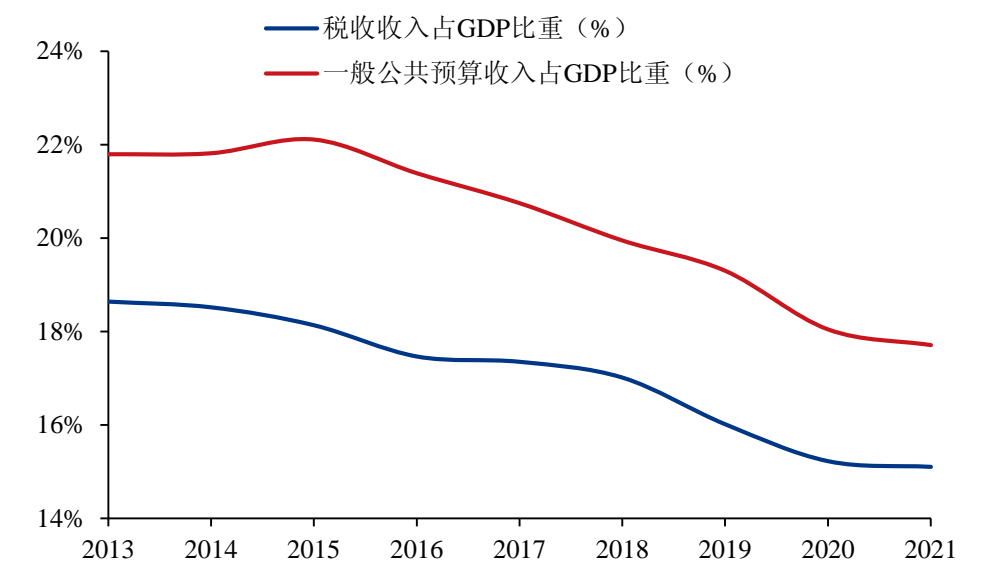
图表18：2016-2020 年，减税降费规模逐步扩大



资料来源：历年政府预算执行报告、粤开证券研究院



图表19：2013 以来，宏观税负持续降低



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表20：2016-2021 年制度性减税降费政策汇总

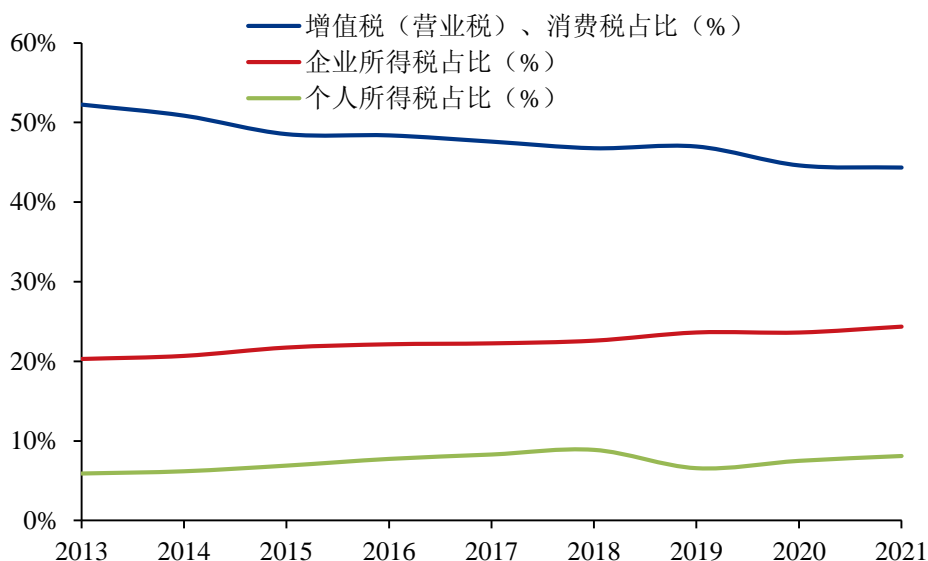
年份	主要制度性减税降费政策
2016	全行业推行营业税改增值税；将 18 项行政事业性收费免征范围扩大到所有企业和个人；将教育费附加、地方教育附加、水利建设基金的免征范围扩大到月销售额或营业额不超过 10 万元的纳税义务人；减征、停征部分政府性基金
2017	取消或停征 35 项中央涉企行政事业性收费；收费项目再减少一半以上
2018	自 2018 年 5 月 1 日起，将制造业等行业增值税税率从 17% 降至 16%，将交通运输、建筑、基础电信业务等行业及农产品等货物的增值税税率从 11% 降至 10%，统一增值税小规模纳税人标准
2019	将制造业等行业增值税税率从 16% 降至 13%，将交通运输、建筑、基础电信业务等行业及农产品等货物的增值税税率从 10% 降至 9%，推进增值税率三档变两档，实施新《个人所得税法》；降低社会保险费率；清理规范行政事业性收费和政府性基金
2020	继续执行 2019 年出台的下调增值税税率和企业养老保险费率政策，与小微企业、个体工商户大规模结构性减税政策相配合，如阶段性免缴、缓缴社保企业缴费部分、对小型微利企业年应纳税所得额不超过 100 万元的部分在现行优惠基础上再减半征收企业所得税等
2021	将小规模纳税人增值税起征点从月销售额 10 万元提高到 15 万元；制造业企业企业所得税研发费用加计扣除比例由 75% 提高至 100%

资料来源：中国政府网，粤开证券研究院



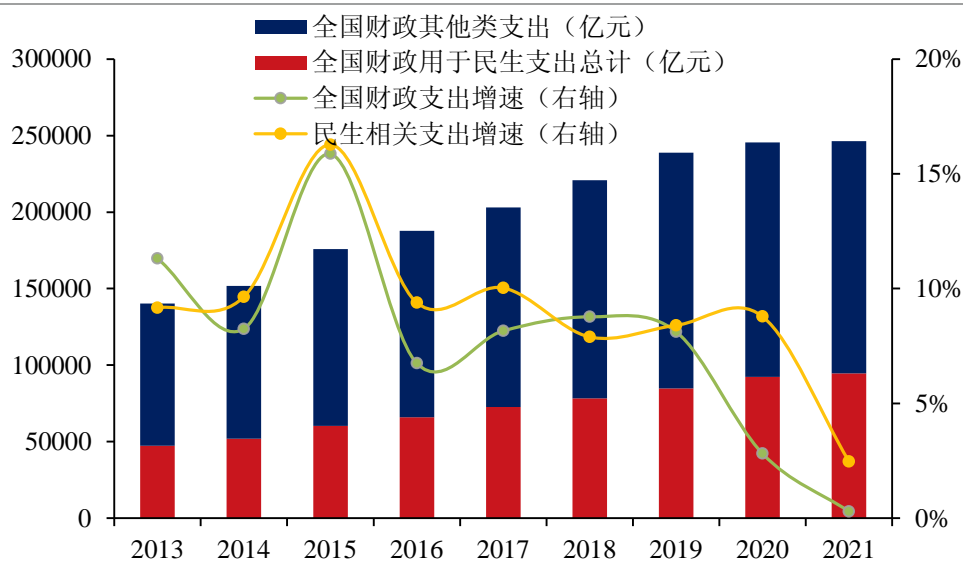


图表21：2013-2021年主要税种占税收收入比重



资料来源：《中国财政年鉴》、粤开证券研究院

图表22：2013-2021年全国民生相关支出规模及增速

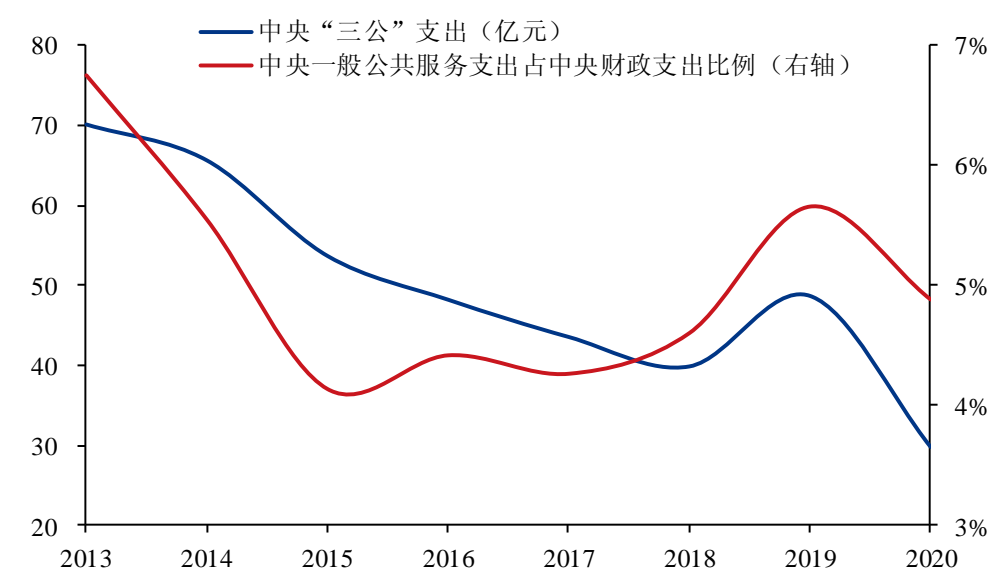


资料来源：《中国财政年鉴》、粤开证券研究院

注：本图民生相关支出指一般公共预算支出中教育、文化、卫生、社会保障四项支出之和。



图表23：2013 以来，中央逐步压减一般公共服务和“三公”支出



资料来源：《中国财政年鉴》、Wind、粤开证券研究院

### 三、三轮积极财政政策的比较分析

总的来看，2013 年以后积极财政政策与前两轮积极财政政策相比，其调控思路与格局已呈现深刻变化。财政政策是财政发挥国家治理的基础和重要支柱作用的主要落脚点。1998 年以来积极财政政策的转变不仅仅局限于赤字率的变化、收支结构的变化，其背后是财政体制的不断规范与完善，是财政治理走向现代化与国家战略目标逐步变化的过程。

**一是积极的财政政策通常需要对冲经济下行压力，为稳增长提供支持。当前积极的财政政策已从注重短期逆周期调节，到兼顾短期和中长期发展目标、实现多重目标间的平衡。**前两轮积极财政政策作为宏观调控的重要手段、履行政府职能的基本工具，主要通过与货币政策的配合，抵御 1998 年和 2008 年金融危机导致的经济下行风险、实现经济高速增长目标。在经济高质量发展阶段，积极的财政政策站在国家治理的高度，不仅要在短期发挥逆周期调节稳增长的作用，还要兼顾中长期经济增长质量和效益，实现稳增长与防风险、发展与安全的平衡，实现立足当前和着眼长远、短期经济社会稳定和长期经济内生增长能力的平衡。

**二是从调控思路来看，积极的财政政策从基建支出拉动转向收入端发力，从依赖政府支出到依赖激发市场主体活力，通过全面减税降费切实降低居民及企业负担，放水养鱼。**前两轮（尤其是第二轮）积极的财政政策主要通过增发长期建设国债、发力基建。政策力度较大、对经济的刺激作用明显，2013 年以前基建投资增速长期保持两位数增长。但强刺激对宏观经济的负面影响不可忽视，大量的基建投资带来了产能过剩、地方隐性债务等问题。2013 年开始实施的第三轮积极财政政策更加注重收入端发力，持续推动税收法定、不断完善税制安排，推动增值税、个人所得税、社保等领域关键的制度性减税降费，宏观税负明显降低。2021 年一般公共预算收入/GDP 为 17.7%，仅相当于 2006 年的水平；税收收入/GDP 为 15.1%，较 2012 年的高点下降 3.6 个百分点。

**三是从财政收入看，积极的财政政策更加注重收入端发力，通过全面减税降费切实降低居民及企业负担。**全面减税降费是降成本、补短板、促进供给侧改革的配套措施，是推动经济转型升级的重要调控手段。在供给机制上，通过减税降费培育企业投资、创新活力；在需求机制上，通过减轻税负和加大转移支付力度提升居民可支配收入，拉动



消费需求；长期来看，虽然税费减免加大财政收入压力，但市场主体活力得到释放，投资、消费升级，促进财政收入扩大，实现经济发展与财政增收的良性循环。

**四是从财政支出看，面对日益紧张的收支矛盾，财政支出从粗放式管理转向过精打细算“紧日子”、从基建转向民生、从“铁公机”转向新型基础设施建设，提高支出效能、推动经济转型。**一是政府坚持过紧日子，通过压缩一般性支出和“三公”支出，为减税降费政策腾出空间，2020-2021 年中央本级支出已连续两年负增长。二是财政支出中用于民生支出的比例逐渐提升，2021 年教育、文化、卫生、社保等民生领域支出占一般公共预算支出比重为 38.4%，较 2013 年提高 4.7 个百分点。三是基建投资国家重大战略项目、补短板项目和新型基础设施建设项目，助力构建新发展格局。

**五是从赤字看，2013 年以后积极的财政政策赤字安排较为谨慎。**相比于 1998 年、2009 年赤字大幅增加的情况，2013 年以来财政预算内赤字增速缓和，通过妥善安排财政收支项目，合理调整预算内赤字规模和赤字率水平，突出以预算内赤字安排来稳定市场预期的意图，平衡财政政策稳增长和防风险两个方面，为后续积极财政政策加力提效留足空间。

**六是从债务角度看，积极的财政政策进一步规范政府举债融资机制，防范化解债务风险。**2008 年强刺激政策后，地方隐性债务快速增加，部分反映了财政政策安排和地方财政运行机制搭配的不合理性。2015 年起允许地方政府发行一般债、专项债，采用限额管理办法，并积极化解存量隐性债务风险，政府举债融资机制不断得到完善。

## 四、积极的财政政策何去何从？

**2021 年末中央经济工作会议已经确定，2022 年仍将实施积极的财政政策，并强调“积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续”。**当前我国局部疫情仍有反复，经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，所处外部环境复杂和不确定性因素增加，需要财政政策逆周期调节发力；中长期看，我国正处于新发展阶段，经济增长更加注重质量，在全面深化改革大背景下，跨周期的财政政策调控必然要与财税体制改革、经济结构改革、高质量发展目标协调一致。总而言之，下阶段积极的财政政策更应注重短期目标与长期目标相结合、逆周期和跨周期调控结合；结合财政运行“紧平衡”形势，保证必要投入力度，加强结构调节力度；在厘清政府与市场关系的基础上，立足国家治理高度，充分发挥自身在稳定经济运行、深化体制结构改革、完善社会治理、服务国家战略大局等领域的作用。

**短期来看，积极的财政政策要开源节流解决财政收支矛盾。中长期要通过体制机制改革解决财政可持续性问题，避免陷入财政危机。站在更长远的角度，财政必须站在国家治理和国家战略的高度而非账房先生的视角出发，要立足人口老龄化、产业结构变化、解决收入不均等不平衡的矛盾、高质量发展、加快构建新发展格局、推动科技强国建设、充分调动中央和地方、企业家、科学家的积极性的角度构建新的财政和税收制度。**

短期方面，既要减税降费，也要增收节支，开源节流。

第一，严肃财政纪律、增加收入来源，减税降费从数量型转向效率型。一是促进税收公平、营造公平竞争的税收环境，维护税收公平和严肃性，落实高收入者多纳税的税负公平原则，发挥好二次分配中税收促进公平的作用。二是推动促进共同富裕和高质量发展的税制改革，增加消费税税目、上调资源税和环保税税率，根据经济和预期稳定程度择机在全国推行房地产税，研究探索开征遗产税赠与税和碳税等。三是减税降费政策从数量型转向效率效果型，减税降费重在科技制造和中小微企业。

第二，提高财政资源统筹能力，增加国有企业利润上缴力度。十八届三中全会提出，



完善国有资本经营预算制度，提高国有资本收益上缴公共财政比例。可充分盘活国有资产，缓解减税降费、保证支出强度和保持政府杠杆率总体稳定的矛盾。

第三，加大反腐败力度，既能整顿吏治，又能增加罚没收入，但不能为了罚款而罚款。

第四，优化债务和支出结构，实事求是反映债务风险，提高支出效率。其一，优化债务结构，提高国债占比、降低地方债比重，降低地方政府债务压力；地方债务中提高一般债比重，降低专项债比重，实事求是地反映当前部分专项债项目收益偏低难以偿还债务的风险。其二，优化支出结构，压缩一般性支出。其三，实施全过程成本绩效管理，提质增效。

从长期看，必须深化改革，理清政府与市场关系简政放权、精兵简政裁撤冗员、深化国家行政体制、财政税收体制、社保制度改革。

第一，必须简政放权，厘清政府与市场关系，深化行政体制、行政事业单位改革，强化绩效管理，通过政府采购解决长期大量的由政府提供的公共服务。如果政府长期大包大揽，家长制的大政府必然收支庞大。只有简政放权，市场的归市场，政府的归政府。但是裁减冗员精兵简政，必须配合市场化的改革，比如放开市场准入、改善营商环境，提高就业的吸纳能力，否则改革将导致新的社会群体性问题。

第二，深化财政体制和税收制度改革。未来的财税体制改革需从三个维度出发。其一，建立现代财税体制，主要包括预算、税制和中央与地方关系，改革行政体制，划分中央和地方事权和支出责任，上收部分事权到中央，减轻地方政府事权和支出责任。其二，财税体制必须服从和服务于新的政治经济形势和国家战略，即经济增速换挡导致的财政收入增速换挡、人口老龄化上升和人口流动冲击社保并产生财政压力、数字经济和服务业占比提高冲击工业时代财税体制、统筹发展和安全对财政提出更高要求等，如何应对收支矛盾加剧和紧平衡的常态。其三，财税体制改革必须贯穿五大发展理念、促进新发展格局的形成，财政影响生产分配流通消费各环节、影响供需两端、影响国内大循环和国际双循环，财政必须在围绕加快培育完整内需体系、加快科技自立自强、推动产业链供应链优化升级、加快农业农村现代化、改善人民生活品质、牢牢守住安全发展底线等方面做出贡献。

第三，深化社保制度改革，避免社保长期过度依赖公共财政补贴。我国的社保可持续性差，且对财政补贴的依赖度上升，2020年财政补贴社保基金21016亿元，占社保基金收入比重为27.5%。剔除财政补贴后的社保基金连年入不敷出，2013年的实际盈余为-121.8亿元，而2020年已达到-23024亿元。问题的解决不在于提高社保缴费率加重企业负担，而在于提高国有资产划转社保的比例和资产质量、提高社保统筹层次增强中央调剂力度、发挥养老保障体系中第二（企业年金和职业年金）和第三支柱（商业保险）的重要作用实现多层次积累、提高养老保险基金的投资收益、尽快全面放开计划生育、适时适当推迟法定退休年龄。

第四，接受经济增速下行，以经济结构改善和民生改善（就业等）为新的考核机制，寻找经济新的内生增长点。

第五，立足国家治理的角度看财政，财政、金融、产业和区域等政策协同发力，避免一切风险集中于财政，摒弃财政税收万能论，避免铁路警察各管一段且同步加码导致新的风险和市场主体预期下降。要降低企业的综合性成本而非仅仅财税负担，更不能出现财税负担下降但其他成本上升对冲减税降费的效果。大宗商品上涨、劳动力短缺、房租成本上升等要通过综合施策解决。

第六，适度放宽地方政府举债额度尤其是都市圈城市群地区，但强化绩效管理，



负债与资产匹配、成本与收益匹配，在有优质现金流的资产项目上加杠杆，稳定杠杆率而非稳定杠杆绝对数。





## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

## 分析师声明

作者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，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 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“粤开证券”)提供,旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券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,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内,本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此,投资者应注意,在法律许可的情况下,本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下,本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

## 联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址: [www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)