



Research and
Development Center

稳经济靠财政

——2022 年中期财政政策展望

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

王誓贤 宏观研究助理
邮箱：wangshixian@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

稳经济靠财政——2022 年中期财政政策展望

2022 年 5 月 26 日

摘要：上半年减税降费、新增专项债等存量政策加快落地，增量政策蓄势待发。我们依然认为超万亿的建设国债将是主要的增量工具，施行后或可有力拉动下半年 GDP 增长至 6%，届时全年增速可达 4.3%。

- **以留抵退税为主的减税降费的执行进度已超 60%，其他减负举措覆盖面广。**5 月 23 日国常会决定扩大预算草案安排的 2.5 万亿元减税降费至 2.64 万亿元，上半年留抵退税进度自二季度起明显加快。其他减税措施覆盖消费、出口、就业等各大基本面，后续还将灵活出台更多减负措施。
- **疫情冲击下财政收支依然保持平稳，虽然地方土地收入大幅下滑，但相关调节项可保障支出强度不受影响。**公共财政方面，税收收入虽然回落，但非税收入具备相当韧性。政府性基金预算收入进度受土地收入下降的影响明显放缓，但专项债作为资金补充依然保障支出进度保持平稳。后续随着专项债加快落地和增量政策的施行，支出端的强度依然有保障。
- **专项债发行节奏“史无前例”，投向基建比例远高于去年。**今年专项债发行显著前置，继一季度发行 1.3 万亿元及 4 月份蓄力后，5 月发行量已创下今年单月的新高，但距离 6 月底还有约 1.5 万亿的额度未发完。由于政策要求 6 月底前基本发行完，8 月底前使用到位，所以 6 月的发债压力空前巨大。截至 5 月 25 日，投向基建比例达到 66.24%，显著高于去年，用做项目资本金的 1612 亿元主要投向了铁路公路。
- **下半年稳住经济，需要推出重磅增量政策：增发超万亿国债。**结合 4 月份的消费、出口、就业和金融数据，二季度的经济可能为零增长。届时，上半年只能实现 2.3%，即使三季度和四季度能分别实现 5%和 5.5%，全年增速也不及 4%。这样巨大的压力下，超万亿的建设国债可能是最直接、最有效的增量工具，预计或可推动下半年经济实现约 6% 的增长，进而全年增速可达 4.3%。
- **风险因素：**疫情反复持续，增量政策尚不明朗

目录

一、财政政策执行情况回顾.....	3
1.1 减税降费落地较快.....	3
1.2 增支重在基建.....	4
1.3 1-4 月财政收支进度总体平稳.....	5
二、专项债发行回顾与展望.....	8
2.1 发行节奏史无前例.....	8
2.2 投向基建比例升高.....	10
2.3 专项债资本金主要投向交通基础设施.....	11
三、下半年财政展望：超万亿建设国债.....	13
3.1 推出重磅增量政策的必要性.....	13
3.2 2022 年和 1998 年的相似性.....	15
3.3 重磅增量政策展望——超万亿建设国债.....	17
四、投资建议.....	19
风险因素.....	22

图目录

图 1：2022 年四大预算账本安排的收支规模.....	5
图 2：今年广义财政支出比去年扩大 4 万亿以上.....	6
图 3：1-4 月公共财政收入进度较去年略有放慢.....	6
图 4：1-4 月公共财政支出进度几乎与去年持平.....	7
图 5：1-4 月政府性基金收入进度大幅放缓.....	7
图 6：1-4 月政府性基金支出进度保持平稳.....	8
图 7：去年至今的每月新增专项债发行情况.....	8
图 8：今年新增专项债发行进度“史无前例”.....	9
图 9：新增专项债从发行到投资落地约 1 个月.....	10
图 10：截至 5 月 25 日新增专项债投向结构.....	10
图 11：去年至今的单月新增专项债投向基建比例.....	11
图 12：5 月前 25 天新增专项债投向结构.....	11
图 13：截至 5 月 25 日专项债资本金投向结构.....	12
图 14：5 月前 25 天专项债资本金投向结构.....	12
图 15：2022 年每月专项债用作项目资本金比例.....	13
图 16：无重磅增量政策的全年经济增速推演.....	13
图 17：有重磅增量政策的全年经济增速推演.....	14
图 18：完全实现 5.5% 的全年经济增速推演.....	14
图 19：1998 年上半年经济增速远不如 8% 的预定目标.....	15
图 20：1998 年上半年出口和消费出现大幅回落.....	16
图 21：2022 年上半年出口和消费出现大幅回落.....	16
图 22：老基建指数走势.....	19
图 23：水利水电建设指数走势.....	20
图 24：铁路运输指数走势.....	20
图 25：新基建指数走势.....	21
图 26：数字经济指数走势.....	21

表目录

表 1：留抵退税政策梳理.....	3
表 2：其他减税降费政策梳理.....	4
表 3：增支政策梳理.....	5
表 4：截至 5 月 25 日新增专项债作为项目资本金的使用情况.....	12
表 5：2022 年和 1998 年上半年的货币政策对照.....	17
表 6：1998 年增发 1000 亿建设国债的程序.....	18
表 7：建设国债和特别国债的发行年份.....	18

一、财政政策执行情况回顾

1.1 减税降费落地较快

留抵退税进度超过 60%，重点支持小微企业和制造业。留抵退税作为年初预算草案减税降费的重要措施，本质上是减轻企业的增值税负担，同时也是长期财政“减收”的重要内容，今年安排规模 1.64 万亿元（预算草案安排 1.5 万亿元，5 月 23 日国常会决定增加 1400 多亿元）。截至 5 月 16 号，已经有 11029 亿元的退税款退到了纳税人账户，退税进度达到了 67.25%，其中 1-3 月、4 月和 5 月前 16 天分别退税 1233 亿元、8015 亿元和 1781 亿元。一季度政府部门主要是规划、部署留抵退税，进入二季度才开始加快落地。今年总体的特点被概括为“两聚焦、三加力”，即聚焦小微企业和制造业等重点行业；在扩大范围上加力、在提高比例上加力及在加快频次上加力。截至 5 月上旬，央行上缴的结转利润已达 8000 亿元，全年将超 1.1 万亿元，可为退税提供有力的资金支持。国新办举行的 4 月份新闻发布会指出获得增量和存量留抵税额的企业八九成都认为改善了现金流，且对政策表示满意。

表 1：留抵退税政策梳理

时间	场合	相关内容
2022年3月14日	国务院常务会议	尽快落实政策工作报告里 减税降费 的举措，该退的税款能快退的 快退 ；推动金融机构上缴利润。
2022年3月21日	国务院常务会议	1.5万亿元增值税留抵退税 的政策安排：重点支持 小微企业和制造业 ， 增量留抵税额4月1日起按月全额退还 ， 存量留抵税额 方面，对 小微企业 ， 6月底前一次性予以全额退还 ，7月1日开始对 六大行业的企业 办理全额退还， 在年底前完成 ；中央财政在现行负担50%退税资金的基础上，安排支持基层落实减税降费和重点民生的 1.2万亿转移支付 ，平均补助地方负担部分 (50%)的82%
2022年3月23日	国务院政策例行吹风会	留抵退税政策特点，一是在 时间上提前退税 ，二是 不仅退增量也退存量留抵税额 ，三是扩大退税覆盖范围到全部小微企业和六大行业，且 提高小微企业退税比例 ，四是中央提供财力保障，财政部于3月21日下达了 首批支持小微企业留抵退税专项转移支付4000亿元 。
2022年4月20日	财政部税务总局	积极落实微型企业、小型企业 存量留抵税额 分别于2022年4月30日前、6月30日前集中退还的退税政策；2022年6月30日前，在自愿申请的基础上，集中退还中型企业存量留抵税额。
2022年5月5日	国务院常务会议	加大对中小微企业和个体工商户的帮扶力度，将已确定的退税减税降费政策落实好，截至4月28日 已办理留抵退税6256亿元 。
2022年5月10日	财政部、税务总局与人民银行三部门留抵退税新闻发布会	2022年新增的1.5万亿留抵退税中，1-4月共已退还9248亿元，小微企业是受益主体； 央行已累计上缴结转利润8000亿元（相当于降准0.4个百分点），全年上缴利润将超1.1万亿元，为增值税留抵退税提供资金保障 ；退税特点为“两聚焦、三加力”。
2022年5月19日	财政部、税务总局公告	符合条件的大型企业可 提前（6月可开始申请，原定10月）申请退还存量留抵税额 ，2022年6月30日前，落实集中退还大型企业存量留抵税额。
2022年5月23日	国务院常务会议	在更多行业实施存量和增量全额留抵退税， 增加退税1400多亿元 ，全年退减税总量2.64万亿元。

资料来源：国务院、财政部官网，信达证券研发中心

其他减税降费措施形式多样。在 2.64 万亿的减税降费中，除 1.64 万亿留抵退税外，还有 1 万亿其他减税降费举措。结合政府部门各类会议的内容，其他举措包含缓缴保险费、租金、住房公积金，增加出口退税，减收企业所得税，减征车辆购置税等。覆盖的范围包括贸易、生产、就业、消费等。其中保险费的缓缴可以和今年预算草案中“2022 年起，实施企业职工基本养老保险全国统筹制度，通过建立养老保险基本要素中央统一管理机制、地方财政补充养老保险基金投入长效机制、工作考核机制等，实施全国统筹调剂，增强基本养老保险制度的可持续性”的内容匹配上，而其他举措和今年出口增速下滑、就业形势严峻及疫情冲击实体经济有关。预计后续减税降费的举措会更加灵活，并覆盖更多受疫情影响严重的行业领域。

表 2：其他减税降费政策梳理

时间	场合	相关内容
2022年4月6日	国务院常务会议	对受疫情冲击的特困行业，二季度暂缓缴纳养老保险费，扩大暂缓缴纳失业和工商保险费的适用行业范围；向失业人员和受影响的中小微企业发放补助。
2022年4月13日	国务院常务会议	发挥出口退税政策效用，加快退税，将正常退税办理时间由平均7个工作日压缩至6个工作日内
2022年4月27日	国务院常务会议	加大稳就业力度，允许所有受疫情影响的中小微企业缓缴养老、失业、工伤保险费，电价优惠降低企业成本；强化物流保障，5月1日至年底，对符合条件的快递服务收入免征增值税。
2022年4月28日	国务院政策例行吹风会	加大出口退税支持力度，截至2021年底，已经为9.4万户企业增加出口退税377亿元；提高出口退税便利程度，2022年全国办理正常退税的平均时间压缩至6个工作日内，降低企业成本，2016年至2021年，税务部门累计办理出口退（免）税年均增长7.32%。
2022年4月29日	财政部	2022年5月1日至2022年12月31日，为居民提供必需生活物资快递收派服务免征增值税。
2022年5月9日	国务院促进中小企业发展工作领导小组办公室	中小微企业宽带和专线平均资费再降10%，加强制造业中小微企业数字化转型培训。
2022年5月10日	国家发改委	提供组合式税费支持，对小规模纳税人阶段性免征增值税，对小微企业年应纳税所得额100万元至300万元部分，再减半征收企业所得税；将科技型中小企业研发费用加计扣除比例从75%提高到100%；缓解企业成本上升压力，阶段性降低失业保险、工伤保险费率，疫情中高风险地区内的服务业小微企业和个体工商户承租国有房屋，2022年减免6个月租金，其他地区减免3个月租金。
2022年5月11日	国务院常务会议	财政货币政策以就业优先为导向；今年年底前企业申请即可缓缴住房公积金，预计减缓企业负担900多亿元；免除今年应偿还的国家助学贷款利息并允许延期1年还本，预计免息20多亿元、延期还本50多亿元，惠及400多万毕业生。
2022年5月12日	国务院政策例行吹风会	直接向符合条件的企业精准发放失业保险稳岗返还资金，将中小微企业返还的比例由60%最高提到90%大力推广“免申即享”经办新模式；延续实施阶段性降低失业保险、工伤保险费率政策1年，执行期限至2023年4月30日，预计将减轻企业社保缴费负担约1600亿元；缓缴养老保险、失业保险和工伤保险的单位应缴部分，增加800多亿元的现金流。
2022年5月18日	稳增长稳市场主体保就业座谈会	着力通过稳市场主体来稳增长保就业保基本民生，落实落细留抵退税减税等组合式纾困政策，让政策速享尽享。着力支持市场主体稳岗，失业保险稳岗返还、留工补助、留工培训等政策要加大力度。
2022年5月23日	国务院常务会议	将中小微企业、个体工商户和5个特困行业缓缴3项社保费政策延至年底，并扩围至其他特困行业，预计今年缓缴3200亿元；放宽汽车限购，阶段性减征部分乘用车购置税600亿元。

资料来源：国务院、财政部、国家发改委官网，信达证券研发中心

1.2 增支重在基建

基建作为今年财政支出和经济稳增长的主要抓手，发力点在水利、交通、能源、冷链物流和新基建。年初预算草案有三处提到加强基础设施建设，这就注定今年财政支出将以基建为重点投向领域。结合近期政府部门会议内容，在谈到财政支出、政府补贴、扩大投资内容时，基本都和基建有关。经梳理，投资领域以水利、交通、能源、冷链物流和新基建为重点。其中中央特别强调了水利对经济增长的拉动作用。上月初水利部在谈到水利拉动经济增长时指出“重大水利工程每投资 1000 亿元，可以带动 GDP 增长 0.15 个百分点，新增就业岗位 49 万”。今年计划投资水利 8000 亿元，可以带动 GDP 增长 1.2 个百分点。

具体项目的财政资金是有支撑的，首先今年专项债包含了来自去年四季度结转的 1.2 万亿，加上新增限额 3.65 万亿，乘以投向基建的约 65%，可为基建提供 3.15 万亿的专项债资金。再加上一般公共预算支出有 20% 左右投向基建，在全年 26.7125 亿元的支出安排下，也可为基建提供超过 5.3 万亿元的公共财政资金。但二者资金使用存在不同，前者需要投向有投资收益的项目，后者则无此要求。除上述来源，还有其他财政债券，如近日国常会决定支持发行 3000 亿元铁路建设债券。水利工程的资金也有保障，主要来源于一般公共预算的水利发展资金 606 亿元；政府性基金安排 572 亿元和专项债支出，重点建设南水北调后续工程等重大引调水、骨干防洪减灾、病险水库除险加固、灌区建设和改造等工程。今年截至 5 月 25 日，新增专项债投向农林水利的数额已达 1612 亿元，其中包含水利项目资本金 178.13 亿元，可以“发挥政府债券‘四两拨千斤’的撬动作用”。

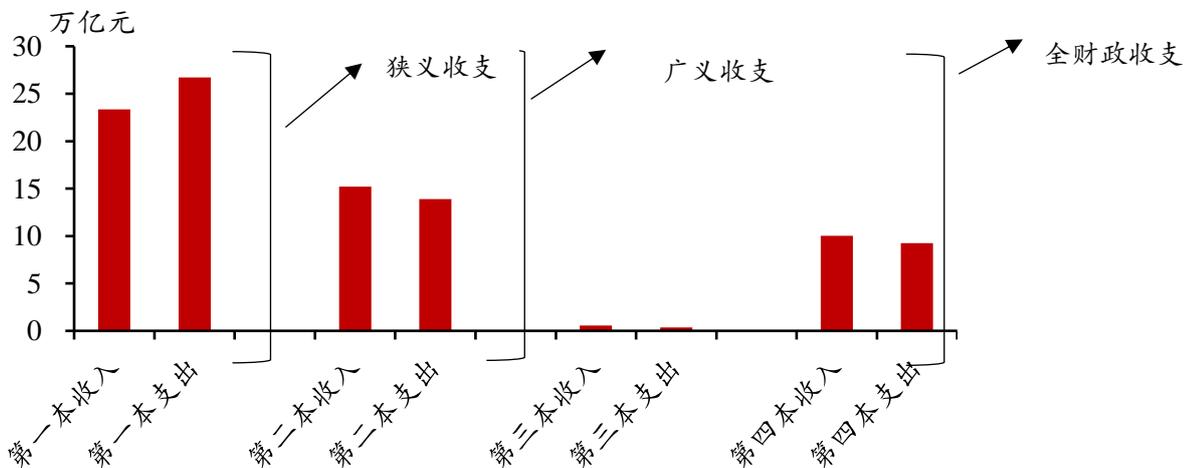
表 3：增支政策梳理

时间	场合	相关内容
2022年3月29日	国务院常务会议	全年可完成水利项目投资8000亿元。
2022年4月8日	国务院政策例行吹风会	今年可完成水利工程投资约8000亿元，政府投资优先选择水利工程；财政水利投资提高，2022年一般公共预算中水利发展资金达606亿元，政府性基金达572亿元
2022年4月18日	财政部	积极推进政府购买城乡社区公共服务、公共卫生服务、基本养老服务、教育就业公共服务；积极应对人口老龄化，通过政府购买提供的养老服务，政府不再直接举办养老机构
2022年4月20日	国务院办公厅	加大政府绿色低碳采购力度；加快发展冷链物流，完善国家骨干冷链物流基地设施条件。
2022年4月20日	国务院常务会议	加大农资补贴，做好托底收购工作；今年新增煤炭产能3亿吨，加强储备能源的基础设施建设。
2022年4月26日	中央财经委员会第十一次会议	加大财政投入基础设施建设力度，提高基础设施生命周期综合效益；加强国家安全基础设施建设；加快新型基础设施建设，适度超前开展；会议强调了交通、能源、水利、信息、科技、物流等领域基础设施建设；加强城市智慧基础设施建设；以基础设施现代化促进农业农村现代化。
2022年4月27日	发改委投资司	积极扩大有效投资，一季度全国投资增长9.3%，其中基础设施投资增长8.5%，呈现逐月增长态势；一季度新开工项目个数较去年同期增加1.2万个，有望加快形成实物工作量，高质量项目储备；精准投资导向，适度超前开展基础设施建设，提高制造业核心竞争力；着力推进“十四五”规划102项重大工程建设
2022年4月29日	中共中央政治局会议	发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设。
2022年5月11日	国务院常务会议	财政政策以就业优先为导向；确保能源正常供应，向煤电企业再拨付500亿元补贴资金、注资100亿元，不允许拉闸限电；盘活基础设施等存量资产，发行不动产投资信托基金，扩大有效投资。
2022年5月12日	国务院政策例行吹风会	发放一次性留工培训补助，使用1000亿元失业保险基金，支持稳岗和培训。
2022年5月23日	国务院常务会议	将失业保险留工培训补助扩大至所有困难参保企业；支持发行3000亿元铁路建设债券。

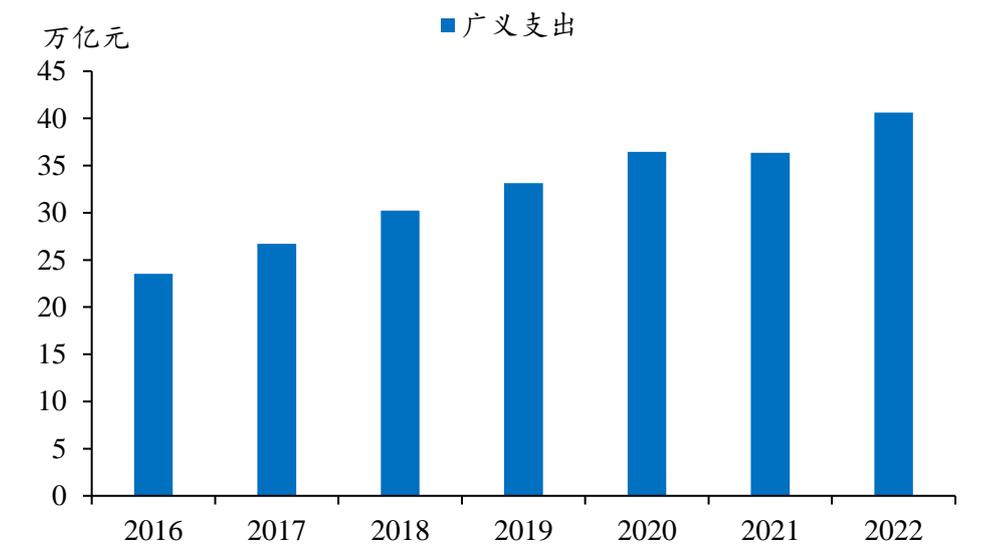
资料来源：国务院、财政部、国家发改委官网，信达证券研发中心

1.3 1-4 月财政收支进度总体平稳

年初广义支出安排较去年扩大 4 万亿以上，全年财政支出力度显著增强。我国财政分为四本预算，即一般公共预算（也称公共财政预算）、政府性基金预算、国有资本经营预算和社会保险基金预算，其中第一本预算也称狭义预算，和第二本预算一起构成广义预算。衡量每年财政支出力度时，通常选择前两本预算支出之和，也称广义财政支出。年初预算草案对今年第一本和第二本的预算支出安排都较去年扩大了 2 万亿以上，故广义支出规模比去年扩大了 4 万亿以上。与广义支出对应的是广义收入，第一本预算和第二本预算的收入分别以税收和国有土地使用权出让收入（以下简称土地收入）为主体，再分别加之非税收入和专项债收入等构成收入总量来对支出端提供财政的资金支持。此外，今年央行等特定国有金融机构和专营机构上缴的 1.65 万亿元利润也是广义收入的来源，并入中央政府性基金预算收入中。

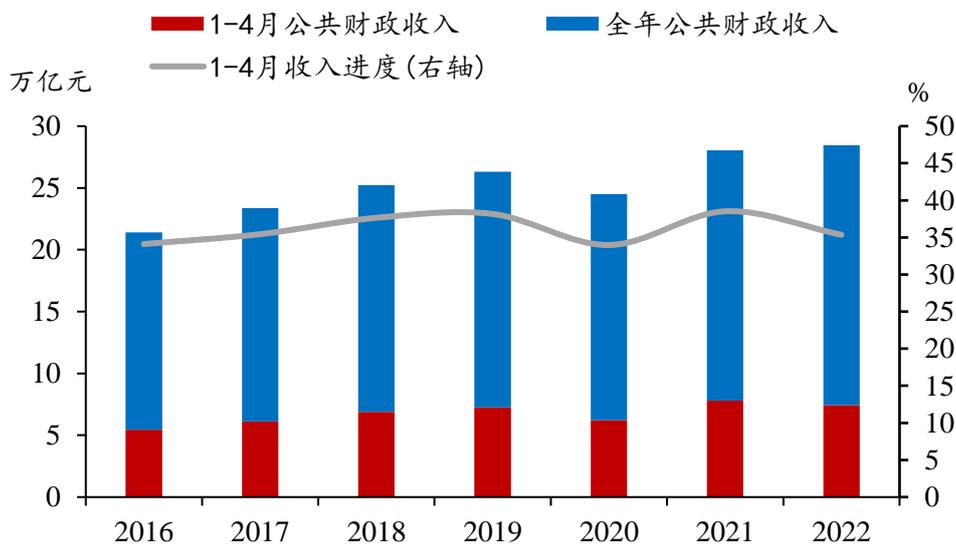
图 1：2022 年四大预算账本安排的收支规模


资料来源：2022 年预算草案，信达证券研发中心

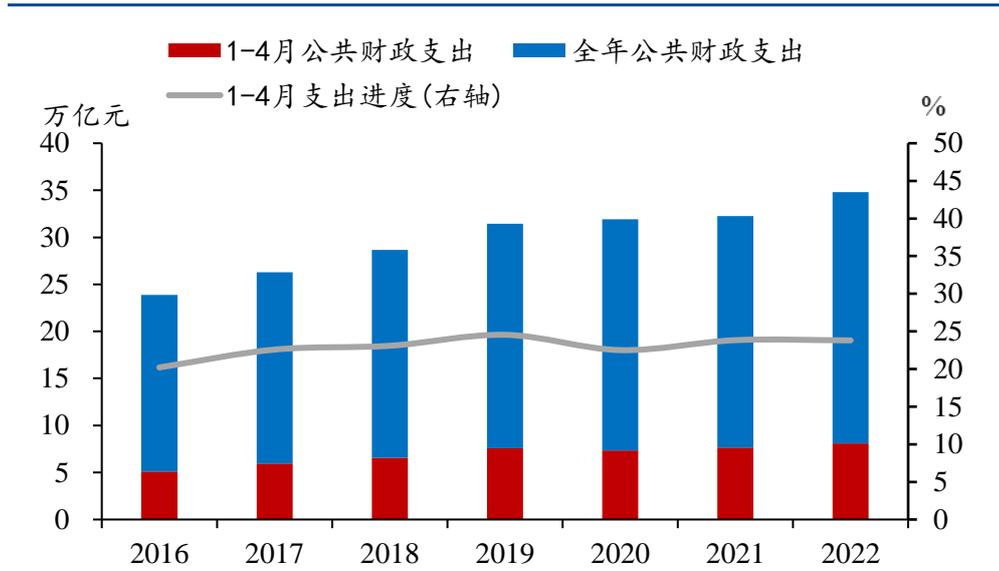
图 2：今年广义财政支出比去年扩大 4 万亿以上


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 2022 年广义财政支出为安排值

公共财政收支进度与往年相比变化不大，总体平稳。虽然 4 月份公共财政收入即一般公共预算收入同比下降 41.34%，但单月边际的显著下滑并未对 1-4 月的总体收入进度产生明显拖累，1-4 月累计同比下降 4.8%，收入进度达到预算草案安排规模的 35.35%，和过去 6 年相比这一进度并不算慢，虽不及去年的 38.52%，但快于 2016、2017 和 2020 年。1-4 月支出进度达到 23.80%，仅慢于去年约 0.03 个百分点，两年几乎持平，略快于过去六年除 2021 年和 2019 年外的其他四年。在 1-4 月留抵退税款退还 9248 亿元叠加疫情冲击下，前 4 月税收收入虽同比下滑 7.6%，但非税收入同比增加 13.4%。因此看，公共财政能保持收支进度总体平稳还要得益于我国的非税收入具备相当韧性。

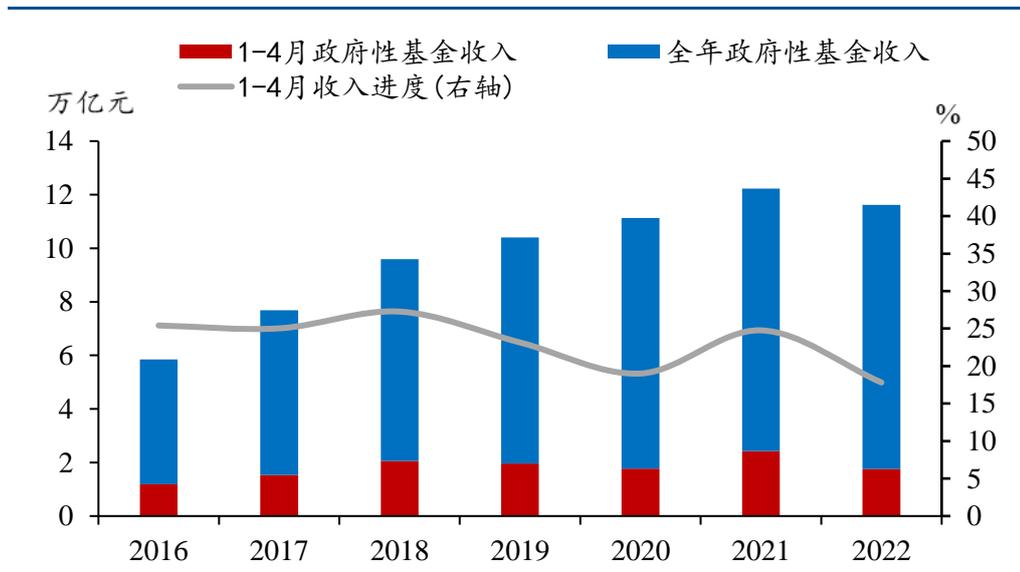
图 3：1-4 月公共财政收入进度较去年略有放慢


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 2022 年全年公共财政收入为安排值

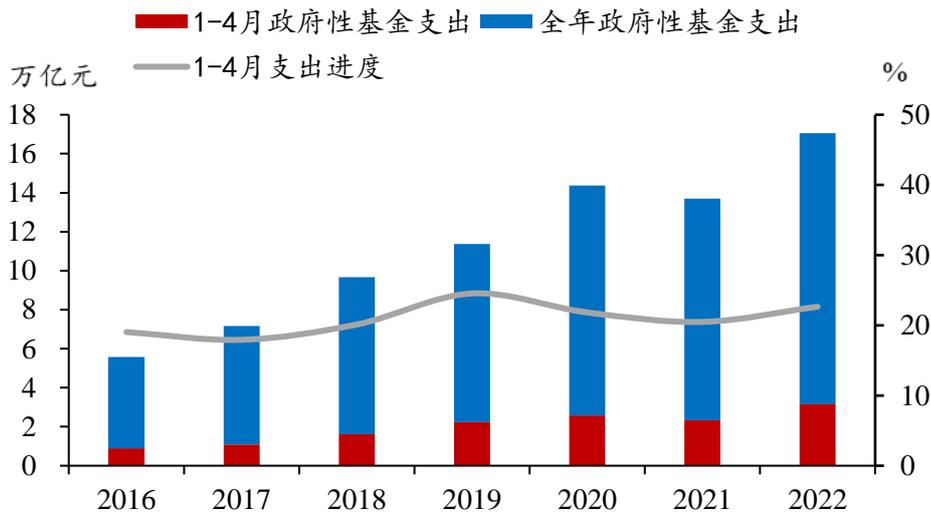
图 4：1-4 月公共财政支出进度几乎与去年持平


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 2022 年全年公共财政支出为安排值

政府性基金收入进度大幅放缓，支出进度快于去年。前文提到第二本预算以土地收入为主要收入来源。受今年地产形势的影响，1-4 月土地收入同比下降 29.8%，进而全国政府性基金收入同比下降 27.6%，收入进度不到 18%，而去年同期接近 25%，第二本预算收入压力较大。在收入下降的同时，和土地收入相关的支出也出现了下滑，但仅下滑 5.6%。整体支出由于专项债可以有力地为第二本预算支出提供资金支持（1-4 月新增专项债共发行 14018.91 亿元），所以进度依然保持平稳，达到 22.65%。鉴于去年专项债发行后置（去年 1-4 月新增专项债仅发行 2056.08 亿元），所以去年的支出进度还不及今年，为 20.49%。但可以预见的是，今年进入下半年，随着大部分专项债已于上半年发行完毕，若土地收入依然处于低位且无增量工具，那么广义财政收入可能会面临比较大的压力。

图 5：1-4 月政府性基金收入进度大幅放缓


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 2022 年全年政府性基金收入为安排值

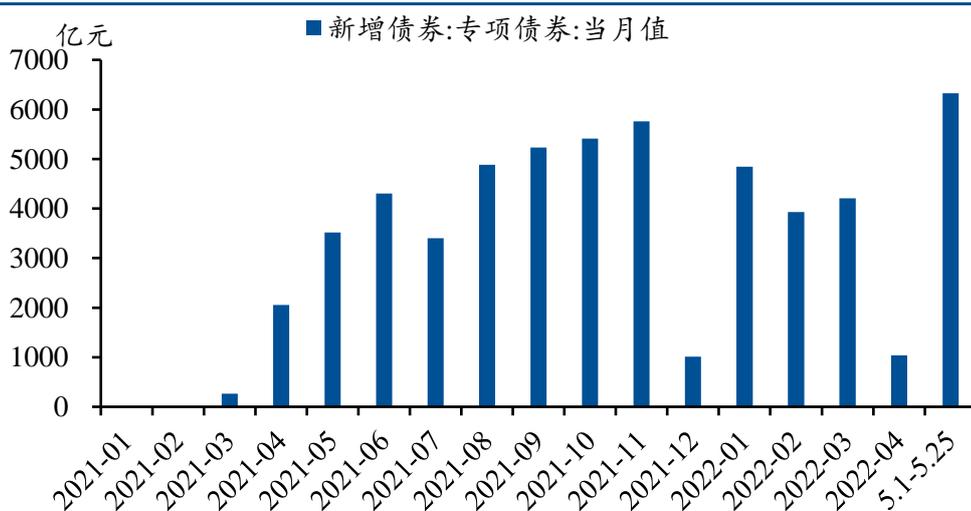
图 6：1-4 月政府性基金支出进度保持平稳


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 2022 年全年政府性基金支出为安排值

二、专项债发行回顾与展望

2.1 发行节奏史无前例

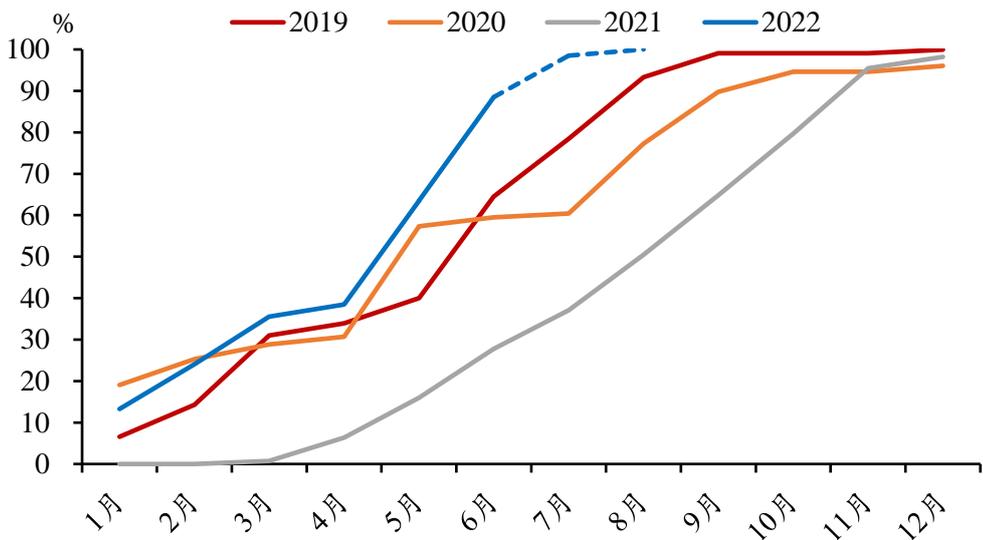
新增专项债发行显著前置，全年将集中在上半年基本发行完毕。今年截至 5 月 25 日，新增专项债发行达到 20347.12 亿元（5 月 1 日-25 日按债券信息披露日核算发行量，后文同，按实际发行日算，截至 5 月 25 日已发行 17433.83 亿元），其中 5 月 1 日至 5 月 25 日发行量达到了 6328.21 亿元之多（按实际发行日算，为 3414.92 亿元），这与 5 月初监管部门要求今年新增专项债须在 6 月底之前基本发行完毕的指示有关。根据 3 月和 4 月各省二季度的发债计划，原本并未安排 5、6 月发行大量专项债，但“计划赶不上变化”，在 1-4 月仅发行 1.4 万亿元的情况下，地方政府只能加快进度，在 5、6 月发行 2 万亿元左右才能接近全年 3.65 万亿元的预定目标，才算“基本”发行完毕。这也使得原本打算在下半年发行的专项债大大提前了。

图 7：去年至今的每月新增专项债发行情况


资料来源: 中国债券信息网, 信达证券研发中心

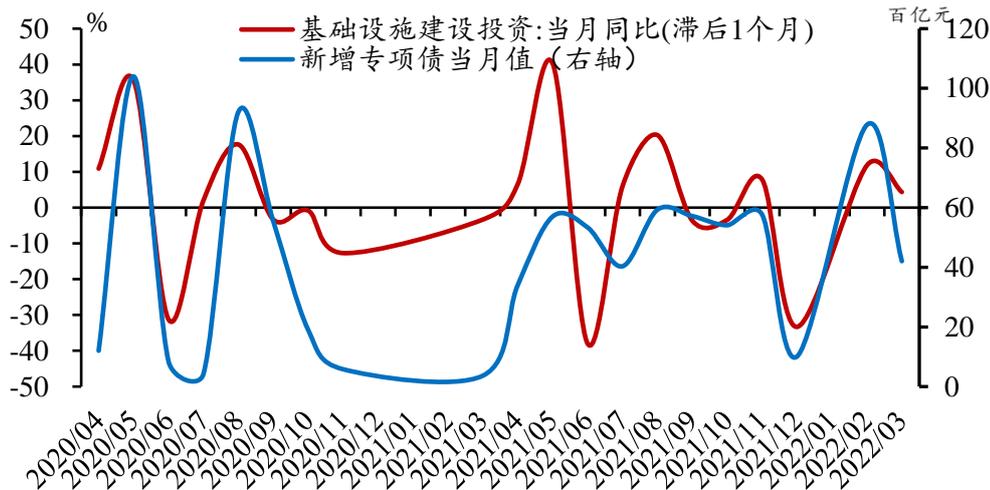
往年的专项债一般在三季度末发行完毕，而今年却在上半年基本发完，这样的节奏称得上“史无前例”。今年一季度发行额接近 1.3 万亿元，4 月份放缓，单月发行 1038.3 亿元。这就导致 5、6 月发债压力巨大。虽然本月截至 25 号已经铆足马力发行了 6000 多亿，但距离 6 月底还有约 1.5 万亿没有发。历史上，单月发行额最多的月份是 2020 年 5 月，但也才 9980.18 亿元，没有超过 1 万亿，6 月的发行量可能突破这一规模，创下专项债出现以来单月发行量的新高。此外，若考虑到地方债的集中发行对金融市场的冲击，这样的发债节奏可能最终难以实现，但我们认为既然监管部门明确要求，势必会有应对举措对冲集中发债的冲击，比如后续可能会迎来多次大额逆回购操作。

图 8：今年新增专项债发行进度“史无前例”



资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 虚线为预测进度

在上半年发行完毕的指示暗含了下半年可能会有强有力的增量财政工具。原因如下：首先，往年没有类似今年这样的要求，即使是 2020 年，当年全年限额 3.75 万亿元，上半年也才发行 2.23 万亿元；其次倘若上半年发行完，那么下半年尤其是四季度的相关项目资金将难以筹集，虽然发行完不意味着使用完，但若上半年发行完，按照近日国常会要求“今年专项债 8 月底前基本使用到位”结合从发行到投资落地的约 1 个月时滞，三季度将基本使用完，那么四季度将缺少专项债的资金支撑；最后，今年稳增长压力巨大，疫情持续蔓延，上海预计到 6 月下旬才可能全面恢复正常生产生活秩序，北京疫情到 5 月下旬还未出现拐点，二季度可能是零增长，上半年增速只有 2.3%，下半年增长压力更大，若上半年发行完专项债，那么下半年实现更高的经济增速将更加困难。（后文会详述增量工具）

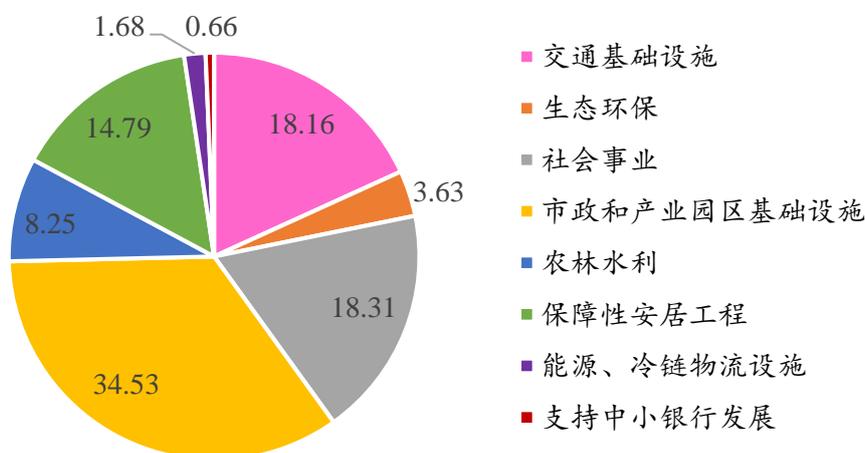
图 9：新增专项债从发行到投资落地约 1 个月


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.2 投向基建比例升高

截至 5 月 25 日，有 66.24% 的新增专项债投向基建，比例远高于去年。在 1 月 1 日到 5 月 25 日 2 万余亿元的新增专项债中，有 13478.62 亿元投向了市政和产业园区基础设施、交通基础设施、农林水利等基建领域，规模巨大，占全部发行量的比例为 66.24%，显著高于去年全年的 60.73%。其中上述三个领域对应的投资比例分别为 34.53%、18.16% 和 8.25%，另有 3.63% 投向了环保，1.68% 投向了能源和冷链物流基础设施。和去年相比，各领域的占比相差不大，总体高出约 5 个百分点，市政和产业园区基础设施贡献了 4 个，农林水利贡献了 1 个。除基建外，另有 14.79% 投向了保障性安居工程。从单月投向基建比例看，5 月前 25 天投向基建比例为 68.32%，环比高于 4 月的 65%，仅次于 1 月份的 70.9%。

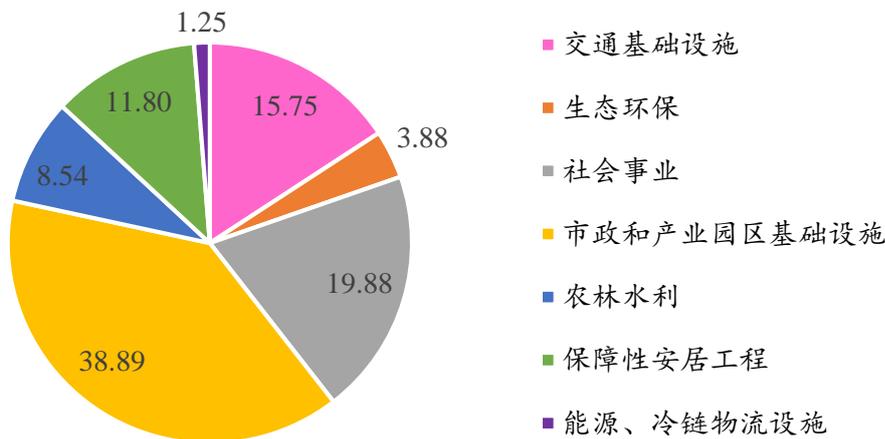
此外，近日国常会提出将“支持范围扩大到新型基础设施等”，其实在此政策之前就已有一些省份将专项债投资到了新型基础设施（由于此前没有明确允许，我们将其归类到了市政和产业园区基础设施，后续我们将把新型基础设施单独归为一类）。从此前新型基础设施项目的信息披露模板看，新型基础设施就是指 5G、轨道交通和数据中心等新基建的项目。至于 4 月 13 日国常会要求的“将消费相关基础设施建设纳入专项债支持范围”，我们在项目披露模板中暂未看到项目类型出现消费基础设施的字眼，但新疆、河北等地区已有一些滑雪场的项目，还有一些旅游景点类的项目，在分类中，我们选择将其归类到现有的社会事业领域（因为社会事业的子项包含文化旅游）。

图 10：截至 5 月 25 日新增专项债投向结构 (%)


资料来源: 中国债券信息网, 信达证券研发中心

图 11：去年至今的单月新增专项债投向基建比例


资料来源：中国债券信息网，信达证券研发中心

图 12：5 月前 25 天新增专项债投向结构 (%)


资料来源：中国债券信息网，信达证券研发中心

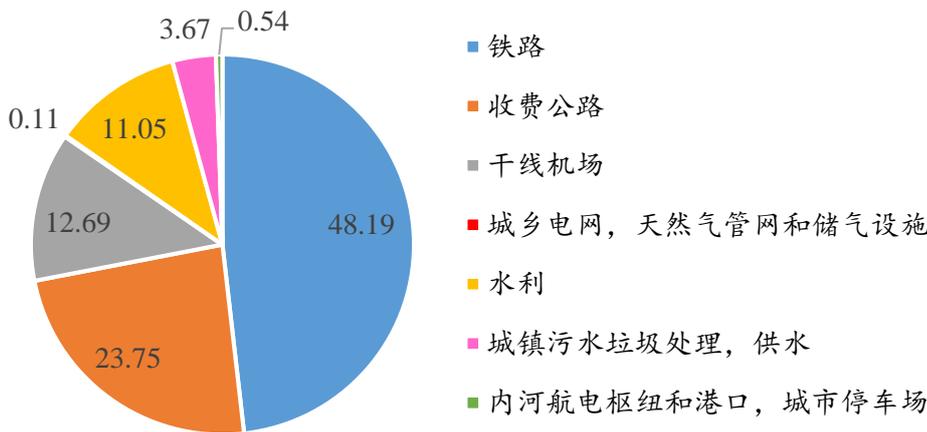
2.3 专项债资本金主要投向交通基础设施

截至 5 月 25 日，新增专项债作为项目资本金有 84.6% 投向了铁路、收费公路和干线机场。作为资本金的专项债可以投向 10 个领域，其中有三项是交通领域。截至 5 月 25 日，共有 1612 亿元的新增专项债用了项目资本金，占发行总量的 7.92%，这一比例高于去年全年的 5.25%，但还远远不及 25% 的政策上限。单月来看，1 月份的比例最高，达到了 12.31%；3 月份最低，仅为 3.66%；5 月前 25 天为 7.03%，规模为 445.15 亿元。分省来看，广东省数额最多，达到了 436.4 亿元，其次是山东省，达到 166.9 亿元。项目资本金相较于不作为资本金的项目配套资金，可以起到撬动更多社会投资的作用，但同时也意味着投资方要承担更多的风险。从投向领域看，大部分的资本金还是以铁路、收费公路和干线机场为主，占比分别为 48.19%、23.75% 和 12.69%，故有 84.6% 的比例都投向了交通，对应规模为 1364.1755 亿元。其次是水利，占比为 11.05%，其余分项占比微小，合计不到 4.5%。由于政策鼓励资本金的使用，所以预计后续资本金的占比会有所提升，全年或能到 10% 左右。

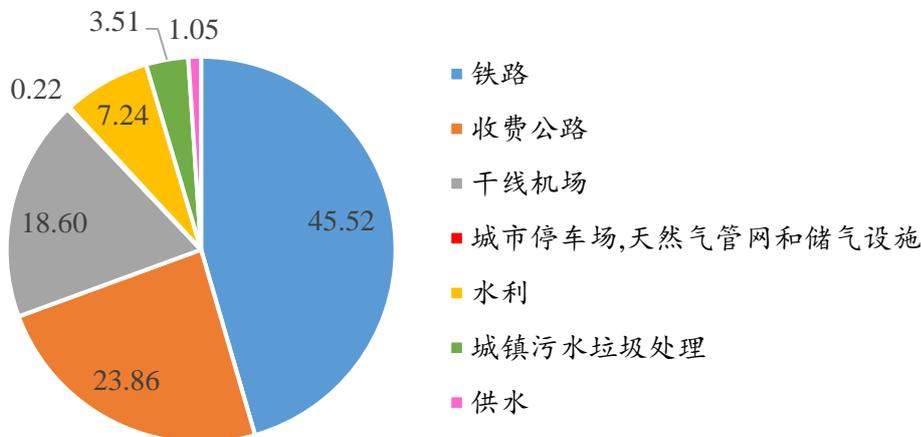
表 4: 截至 5 月 25 日新增专项债作为项目资本金的使用情况 (亿元)

地区	铁路	收费公路	干线机场	内河航电枢纽和港口	城市停车场	天然气管网和储气设施	城乡电网	水利	城镇污水处理	供水	合计
内蒙古	17.33				0.06			0.50	0.76		18.65
浙江	27.4				0.2				1		28.6
安徽	63.828										63.828
山东	93.81	12.74			0.16		1.37	34.94	19.96	3.92	166.9
广东	222.83	45.277	135.81					22.0383	7	3.45	436.4053
云南		107.05						57.97			165.02
河北	17.01	0.98						2.04		0.198	20.228
黑龙江	6.125				0.4888			0.17	0.305		7.0888
山西	20	2.45	8								30.45
四川	57.415	5.03						17.66	9.77	0.0019	89.8769
陕西			55.68					14.5			70.18
河南										2.00	2.00
海南	4.00		5.00								9.00
江苏	86.25	41.49		4.2	0.1				0.87	0.65	133.56
福建	2.0853	9.4752			0.5			0.7	1.5		14.2605
湖北	18.09										18.09
广西	61.06	87.76									148.82
甘肃	20										20
贵州					2.7323			27.6072			30.3395
厦门		4.00									4.00
江西		39.00									39.00
深圳	43.80									2.30	46.10
新疆	1.10				0.30	0.40					1.80
吉林	1.70								5.50		7.20
辽宁	13.00	27.60									40.60
合计	776.83	382.85	204.49	4.20	4.54	0.40	1.37	178.13	46.67	12.52	1612.00

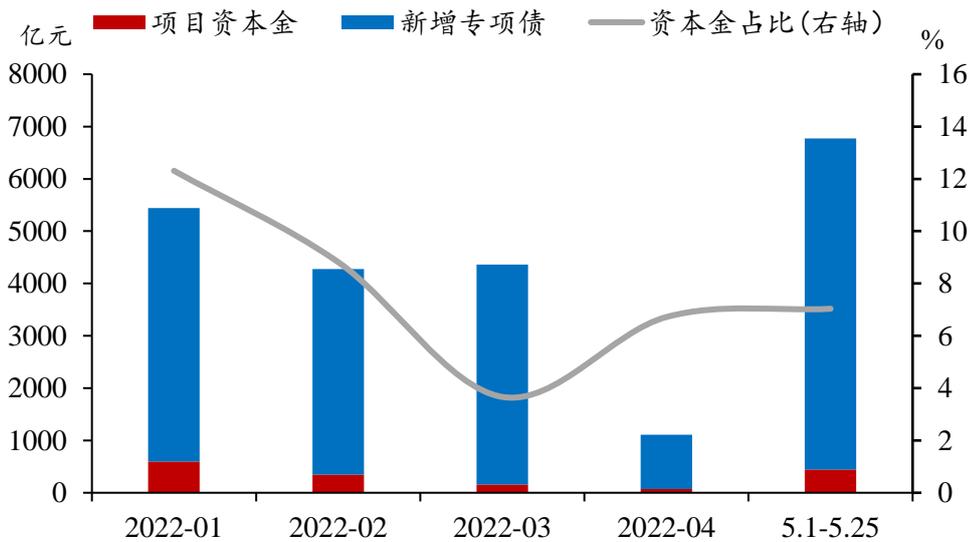
资料来源: 中国债券信息网, 信达证券研发中心

图 13: 截至 5 月 25 日专项债资本金投向结构 (%)


资料来源: 中国债券信息网, 信达证券研发中心

图 14: 5 月前 25 天专项债资本金投向结构 (%)


资料来源: 中国债券信息网, 信达证券研发中心

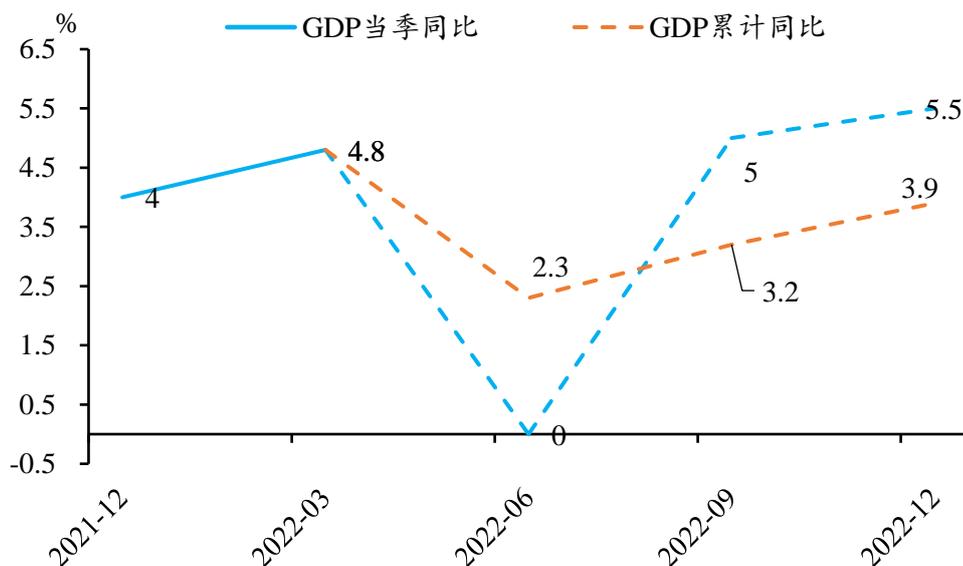
图 15：2022 年每月专项债用作项目资本金比例


资料来源：中国债券信息网，信达证券研发中心

三、下半年财政展望：超万亿建设国债

3.1 推出重磅增量政策的必要性

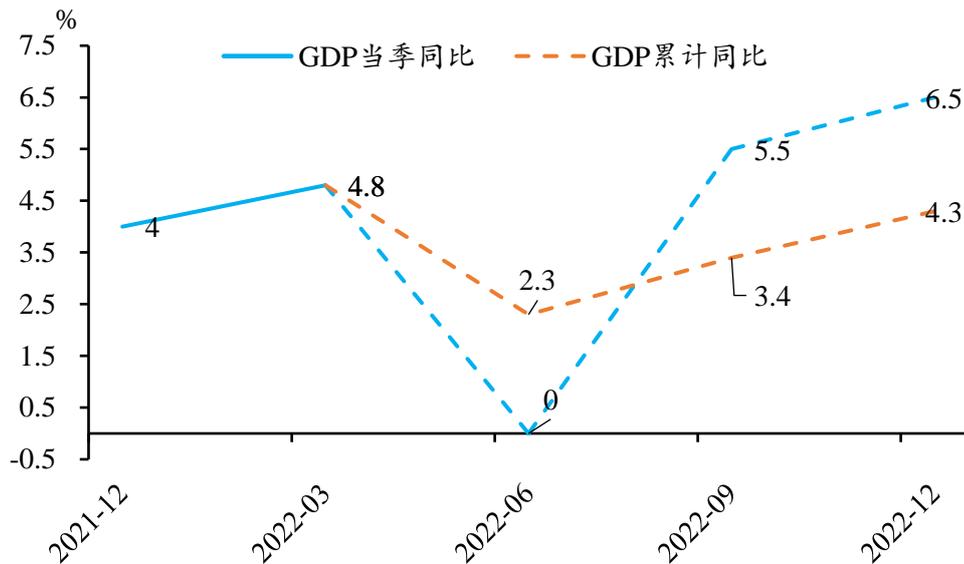
若没有重磅增量政策，即使四季度能实现 5.5% 的增速，全年增速也料将不及 4%。首先看今年上半年，受 3 月中下旬以来的上海、北京等地区的疫情影响，二季度的经济增速大概率还会更低，结合 4 月份消费、出口、就业和金融数据，我们预计二季度 GDP 可能为零增长，结合一季度 GDP 同比增长 4.8%，可得上半年 GDP 同比约为 2.3%，比 5.5% 的全年预期目标低了 3.2 个百分点。若后续没有重磅增量政策，即使下半年疫情基本结束并能实现 5.5% 的增长，全年增速也不到 4%。

图 16：无重磅增量政策的全年经济增速推演


资料来源：Wind，信达证券研发中心 注：虚线为推演值

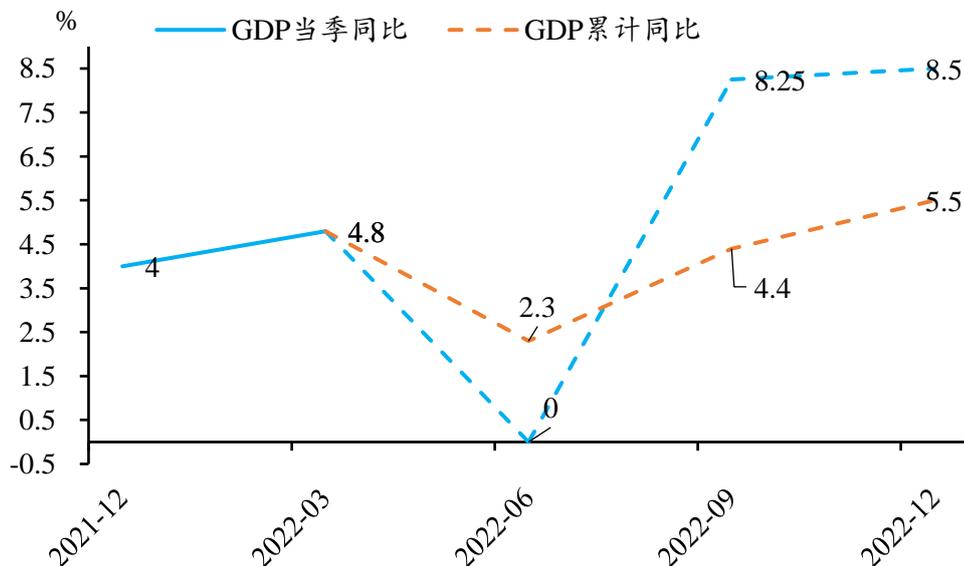
若推出重磅增量政策，使下半年经济增速达到 6%左右，才能实现全年 4%以上的增长。如果下半年中央能够推出重磅增量政策，使下半年经济增速达到 6%左右，那么全年经济增速可以达到约 4.3%。下半年的 6%按季度可以拆分成三季度增速达到 5.5%，四季度增速为 6.5%，增量政策主要支撑四季度经济。前文已提到政策要求专项债要 8 月底前基本使用到位，这就意味着四季度项目建设缺少相应的专项债资金支撑，所以重磅增量政策的推行主要支持的是四季度。此外，对于全年 5.5%的预期目标，我们的看法是只有下半年 GDP 同比超过 8% 的增长才能实现，这是 10 年之前的增速，显然即使推出了重磅增量政策，可能性也微乎其微。

图 17：有重磅增量政策的全年经济增速推演



资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 虚线为推演值

图 18：完全实现 5.5% 的全年经济增速推演



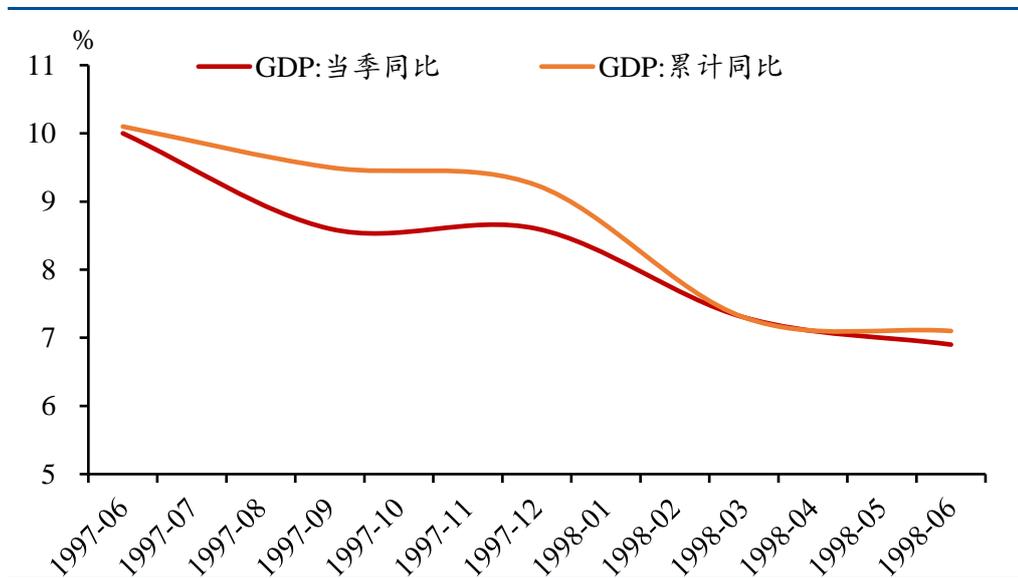
资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 虚线为推演值

3.2 2022 年和 1998 年的相似性

两年虽相隔遥远，但在经济环境上至少有三大方面非常相似。这三个方面分别是：两年都面临着超出预期的负面冲击，致使上半年的经济增速都不及预期目标；负面冲击下，两年的出口和消费发生了明显回落；两年在上半年实行的财政货币政策内容类似。下面对这三个相似点做具体说明：

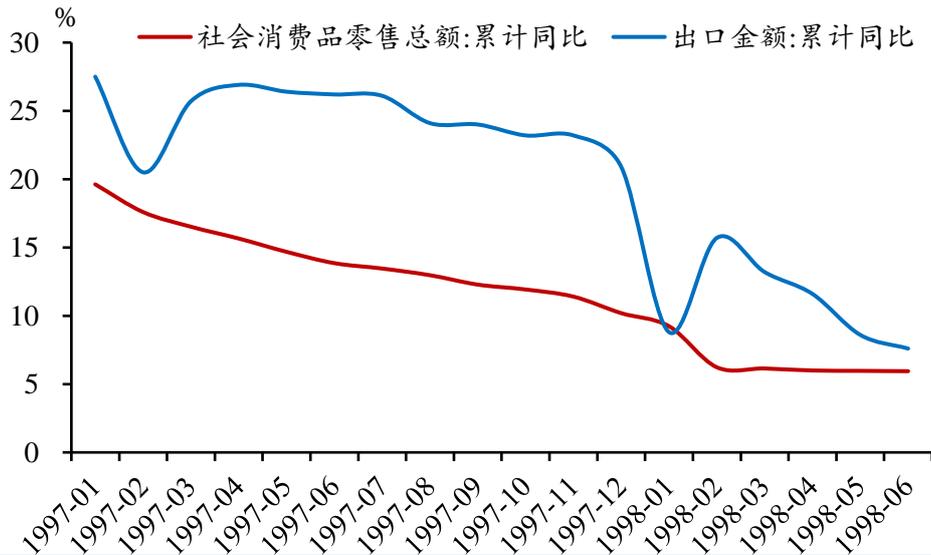
第一，在超出预期的负面冲击下，两年上半年经济增速远不及预期目标，下半年压力都很大。1998 年和 2022 年的政府工作报告中，分别定下了 8% 和 5.5% 的全年预期目标，但两年上半年分别遭遇了亚洲金融危机和俄乌冲突带来的外部冲击以及特大洪水灾害和奥密克戎疫情带来的内部冲击，其中外部冲击在政府工作报告发布之前就已发生，但持续时间和影响深度都比年初预料的更为严重，而内部冲击发生在政府工作报告发布之后，即汛期的长江和东北两江流域的特大洪灾以及 3 月中下旬以来的疫情，比起外部冲击，内部冲击更突然、影响程度更高，已经不仅造成经济上的严重损失，更对人民生命安全形成巨大威胁。在这样的背景下，1998 年上半年实现 7% 的增速，远不及 8%；今年上半年的情况前文已说明，和目标相距更大。

图 19：1998 年上半年经济增速远不如 8% 的预定目标

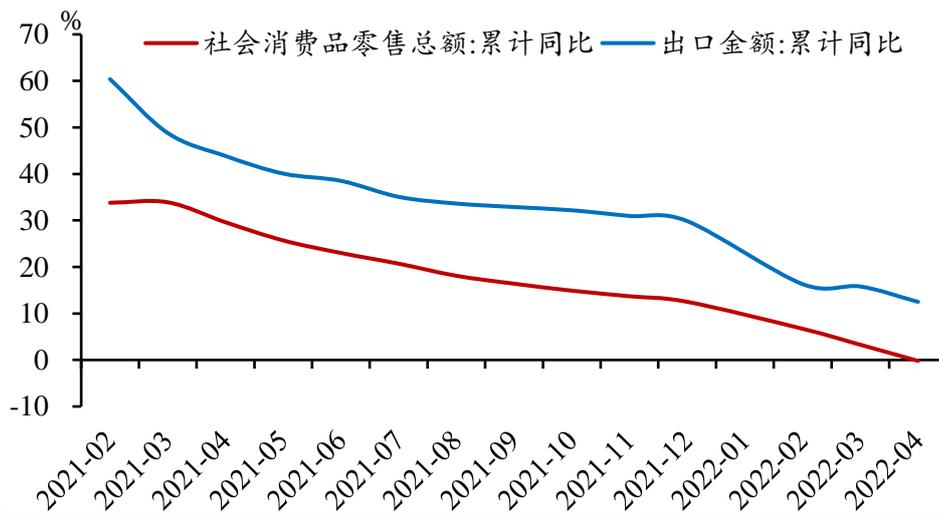


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第二，两年上半年的出口和消费都出现大幅回落。朱镕基总理在 1999 年政府工作报告中回顾前一年时提到“为了应对亚洲金融危机的影响，我们年初就采取了增加投资、扩大内需的对策。但是亚洲金融危机发展的广度、深度和对我国的影响程度，比预料的更为严重”。当年金融危机导致外需和内需都出现不足，出口和社零的累计同比增速分别从 1997 年年末的 20.9% 和 10.2% 下滑到 1998 年 6 月的 7.6% 和 5.9%。今年内外需也出现了明显回落，出口和社零的累计同比增速分别从去年年末的 29.9% 和 12.5% 下滑到今年 4 月的 12.5% 和 -0.2%，其中出口增速回落和其他制造业国家恢复生产，我国出口竞争力下降有关，消费低迷则主要来源于疫情的冲击。所以两年最终都需要靠固定资产投资拉动经济增长。

图 20：1998 年上半年出口和消费出现大幅回落


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 21：2022 年上半年出口和消费出现大幅回落


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第三，两年上半年的财政货币政策比较相似。前文已经提到今年上半年的财政政策包含了出口退税，而 1998 年 2 月也有提升出口退税率的政策。比起财政政策，两年货币政策相似性更高。1998 年上半年先后实行 5 次重大的货币政策调整，包括 3 月实行降准和降息和 5 月恢复公开市场操作（恢复后到当年年底净投放基础货币 701 亿元）；而今年 4 月中旬也实行了降准，5 月下调了房贷利率，并于 4 月、5 月多次开展逆回购操作。因此，可以总结出两年在稳增长压力巨大的情况下，都优先选择宽松的货币政策作为增量政策来增强市场流动性，提振内需，进而支持经济增长。

表 5：2022 年和 1998 年上半年的货币政策对照

货币政策	2022年	1998年
1月1日		经国务院批准，中国人民银行从即日起，取消对国有商业银行贷款规模的限额控制，逐步推行资产负债比例管理和风险管理。
2月4日		确保支农信贷资金来源，加大农业信贷投入。国家银行新增支持农业发展的贷款不低于新增全部贷款的10%。
3月21日		中国人民银行自即日起改革金融机构存款准备金制度。改革的主要内容是：1.将现行各金融机构法定存款准备金账户和备付金存款账户合并，统称存款准备金账户；法定存款准备金率由13%下调到8%；2.降低中央银行对金融机构存、贷款利率。
3月25日		中国人民银行自即日起再次下调金融机构存、贷款利率，存款年利率平均下调0.16个百分点；贷款年利率平均下调0.6个百分点。
4月15日	下调金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构），对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于5%的农商行，在下调存款准备金率0.25个百分点的基础上，再额外多降0.25个百分点。	
5月15日	首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点，此前为不低于相应期限LPR。	
5月20日	央行授权全国银行间同业拆借中心公布1年期LPR为3.7%，5年期以上LPR为4.45%。其中，1年期LPR与上月持平；5年期以上LPR一次性下调了15个基点。随后，天津、昆明等多家银行下调了首套房贷利率。	
5月26日		恢复以国债回购为主要形式的公开市场操作。到年底累计向商业银行融出资金1761亿元，净投放基础货币701亿元。

资料来源：央行官网，中国金融年鉴，信达证券研发中心

1998 年下半年财政政策成为拉动经济增长的主要抓手。在 1998 年上半年多次利用货币政策，但还是取得 7% 不及 8% 的增速后，朱镕基总理在当年 8 月说道“单纯依靠货币政策支持经济增长越来越受到限制。采取更加积极有力的财政政策，扩大国债发行规模，进一步增加基础设施建设资金的投入，带动银行信贷的支持，具有易操作、见效快的特点”并指明“增发国债，加大基础设施建设力度，是扩大国内需求、实现经济增长目标的最有效措施”，这标志着当年在 8 月开始用积极的财政政策替代宽松的货币政策来拉动经济增长，同时代表着在货币政策的效果不明显或者政策空间有限的情况下，财政政策“当仁不让”地成为最佳、最有效的措施。

3.3 重磅增量政策展望——超万亿建设国债

借鉴 1998 年的经验，建设国债可以作为今年增量政策的主要工具。首先 5 月 23 日国常会提出的“支持航空业发行 2000 亿元债券”和“支持发行 3000 亿元铁路建设债券”并不属于国债，而是国企债券，但都可支持基建。前文提到，若要全年增速超过 4%，下半年的增速要达到约 6%。若要达到这样的增速，仅仅靠国企比如中铁集团发债是不够的，还要发行大额的建设国债。1998 年 8 月国务院提交了增发 1000 亿国债的议案，8 月底全国人大常委会批准后，财政部于 9 月 4 日分别与中国工商银行、中国农业银行、中国银行和中国建设银行四家国有商业银行签订了 1000 亿元 10 年期附息国债的承销合同，四家银行分别承购本期国债 500 亿元、200 亿元、100 亿元、200 亿元，所筹资金全部投向了农林水利和交通环保等基建领域。以史为鉴，今年也可以选择增发类似的建设国债，结合下半年要实现的经济增速，我们认为发行规模至少在 1 万亿以上，并搭配等量数额的银行贷款，为基建提供 2 万多亿的资金支持。（具体内容详见《增量政策猜想——超万亿基建专项国债》）。

表 6：1998 年增发 1000 亿建设国债的程序

1998年	文件	内容
8月20日	《国务院关于提请审议财政部增发国债用于加快基础设施建设和今年中央财政预算调整方案草案的议案》	朱镕基总理在介绍当时经济形势后，说明了积极财政的可行性和必要性，提出 拟由财政部向国有商业银行发行1000亿元国债 ，并介绍所筹资金的基本用途和使用方法等。
8月26日	《关于提请审议增发国债用于加快基础设施建设和今年中央财政预算调整方案草案议案的说明》	财政部部长项怀诚于8月26日在第九届全国人民代表大会常务委 员会第四次会议上在分析经济形势后 进一步强调增发1000亿国债 的必要性，并强调所筹资金的使用原则和项目安排重点。
8月27日	全国人民代表大会财政经济委员会关于《国务院关于提请审议财政部增发国债用于加快基础设施建设和今年中央财政预算调整方案草案的议案》的审查报告	全国人民代表大会财政经济委员会向全国人大常委会介绍了国务院提出的增发1000亿元国债的方案后肯定了此方案是可行的，对安排的项目做出了具体的要求。
8月29日	《全国人民代表大会常务委员会关于批准国务院增发今年国债和调整中央财政预算方案的决议》	第九届全国人民代表大会常务委员会第四次会议，审议了国务院提请审议的增发国债、调整预算的议案。 会议决定批准1998年中央 财政预算调整方案，并严格说明了新增资金的使用规范。

资料来源：中国财政年鉴，信达证券研发中心

我们预计今年若发行国债，应是建设国债，而不是特别国债。建设国债和特别国债是两种类型的国债，彼此独立，没有包含和被包含的关系，比如1998年既发行了2700亿元特别国债，也发行了1000亿元建设国债。二者比较看，建设国债发行的次数更多，从1998年到2007年每年都发行建设国债，所以又称“长期建设国债”，10年间共发行了1.05万亿元。而特别国债一共只发行过三次，前两次分别用于补充四大行的银行资本金和购买外汇，最近一次即2020年的抗疫特别国债，部分用于基建，部分用于抗疫支出。今年发行建设国债而不是特别国债的好处是前者需要并入赤字，也就意味着并入第一本预算，也就可以投向没有投资回报的项目，毕竟主要目的是为了拉动经济增长而不是为了追求收益。而为避免赤字过高，今年也可以仿照1998年将一半规模并入今年赤字，另一半并入明年。

表 7：建设国债和特别国债的发行年份

年份	建设国债	特别国债
1998年	财政部向国有商业银行增发1000亿元建设国债，全部用于 基础设施建设 。	财政部向工、农、中、建四大行一次性定向发行 2700亿元30年期特别国债 ，利率为7.2%，全部用于补充四家银行资本金，用途不可变更。
1999年	继续由财政向商业银行发行长期国债，主要用于加强基础设施建设；去年财政增发1000亿元国债加强基础设施建设，银行也相应增加了贷款。	
2000年	发行1000亿元长期国债，重点投向水利、交通、通信等基础设施建设，科技和教育设施建设，环境整治与生态建设和企业技术改造。	
2001年	继续发行1500亿元长期建设国债，集中用于在建项目和西部开发项目。	
2002年	今年拟发行1500亿元长期建设国债，主要用于在建的国债建设项目、西部开发项目、重点企业技术改造，以及南水北调、京津水资源保护工程、农村基础设施和教育、公检法司等方面设施的建设。	
2003年	今年拟发行1400亿元长期建设国债。调整国债资金使用方向，首先用于续建项目和收尾项目，还要安排一些必要的新开工项目。	
2004年	今年拟发行建设国债1100亿元，比上年减少300亿元。	
2005年	拟发行长期建设国债800亿元，比上年减少300亿元。	
2006年	拟发行长期建设国债600亿元，比上年减少200亿元。	
2007年	拟安排长期建设国债500亿元，比去年减少100亿元。	国务院提出拟由财政部发行15500亿元的特别国债，用于购买约2000亿美元的外汇，作为即将成立的国家外汇投资公司的资本金。
2020年		10000亿抗疫特别国债是为应对新冠肺炎疫情影响，由中央财政统一发行的特殊国债，不计入财政赤字，纳入国债余额限额，全部转给地方主要用于公共卫生等基础设施建设和抗疫相关支出。

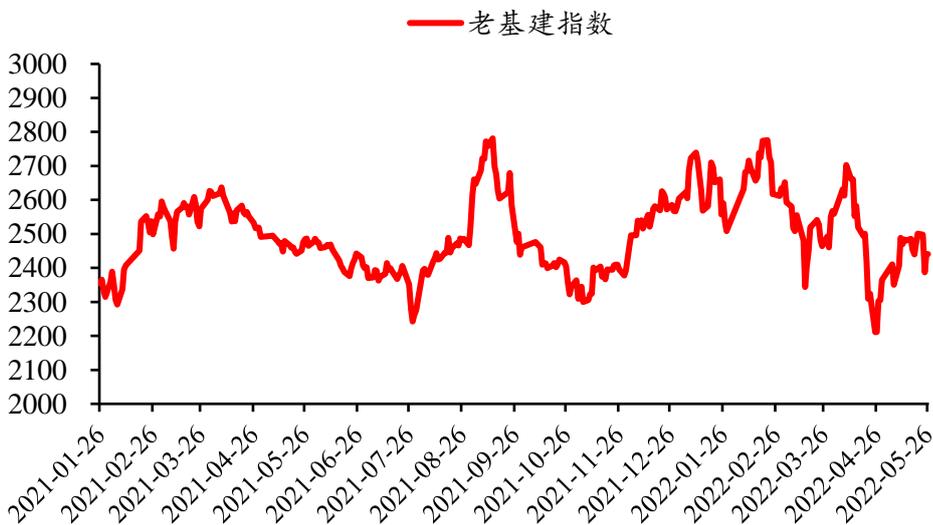
资料来源：央行、国务院官网，信达证券研发中心

在下半年没有新增疫情的情况下，搭配超万亿建设国债和等额银行贷款，或可实现下半年增速达到 6%。前文已提到 1998 年的 1000 亿元建设国债全部投向了基建，也提到了水利部表示重大水利工程每投资 1000 亿元，可以带动 GDP 增长 0.15 个百分点。若今年发行的建设国债全部投向基建并能达到水利工程的拉动力度，则 1 万多亿的发债规模和等额的银行贷款规模可以包含 20 个 1000 亿元，拉动 GDP 约 3 个百分点。但是这样的估计比较理想化，首先重大水利项目是有限的，3 月底国常会提出今年计划投资 8000 亿水利工程，即使后续扩大水利投资，也不可能 2 万亿资金都投向水利。其他基建领域拉动经济的力度大小不一，从 4 月初国务院政策例行吹风会表示“将水利工程作为政府投资的优先方向”可以看出水利大概率比其他基建领域拉动 GDP 的效果要更好，因此可以得出 2 万多亿的资金在不都投向水利的情况下拉动 GDP 也将少于 3 个百分点。但就前文所提，只要能推动下半年 GDP 达到 6% 的增速就可以实现全年增速达到 4.3%。基于此，我们认为在下半年疫情基本结束的前提下，搭配新增的 2 万多亿基建资金，全年经济 4% 以上的增长是完全能实现的。

四、投资建议

基于我们对增量工具和存量增支工具都主投基建的分析，老基建板块仍然值得重点关注。今年各类中央稳增长的经济会议，主要谈的就是三个方面，即促消费、保就业、投基建。各类财政支出政策聚焦于水利工程、交通、航空、能源和新基建等领域。其中传统老基建仍然占据着基建的主要比例，仍然是基建的大头。实践中，专项债作为财政端支持基建的主要抓手，今年投向基建的比例也显著高于去年。增量工具若投向传统基建也能有力带动经济增长。因此，老基建板块仍值得重点关注。前文还强调了今年政府资金将优先投资属于老基建的水利工程。此外，专项债作为资本金近一半投向了铁路，同时中央支持发行 3000 亿元铁路建设债券，所以水利水电建设板块和铁路运输板块也可优先关注。

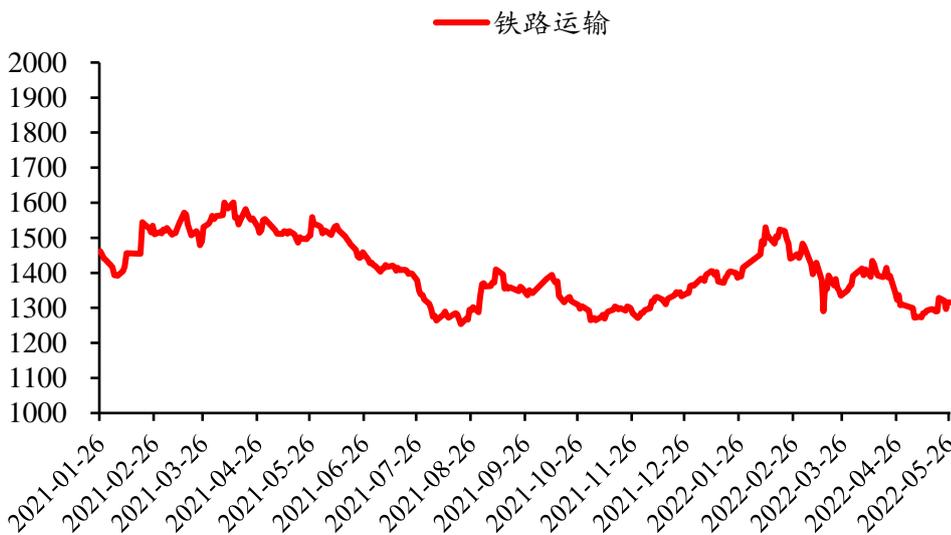
图 22：老基建指数走势



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 23：水利水电建设指数走势


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 24：铁路运输指数走势


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

新基建和数字经济作为十四五规划的重点部署领域，值得长期重点关注。5月23日国常会安排将新型基础设施纳入专项债投向领域，合法化后，后续投向新基建的专项债数额可能大幅增加，同时东数西算工程也在快速推进。新基建在未来很有可能取代房地产成为新的经济增长极。今年各省重点投资的项目也大都将新基建项目摆在了建设的优先位置，所以新基建板块和与之关系密切的数字经济板块长期内应重点关注。

图 25：新基建指数走势


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 26：数字经济指数走势


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

疫情反复持续，增量政策尚不明朗

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

王誓贤，信达证券宏观研究助理。澳大利亚国立大学国际经济与发展经济学硕士，南开大学经济学学士。2022年2月加入信达证券研究开发中心，侧重于研究财政政策。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。