

**爱建证券有限责任公司  
研究所**

研究员：吴正武

执业证书号：S0820511030001

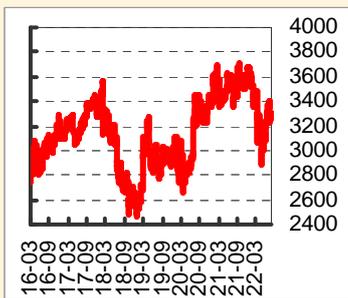
Tel: 021-32229888-25511

E-mail: wuzhengwu@ajzq.com

**全部 A 股估值**

市盈率： 17.93

市净率： 1.66

**上证指数走势**


资料来源：上海证券交易所

## 经济下行压力大，具有系统性

### 投资要点

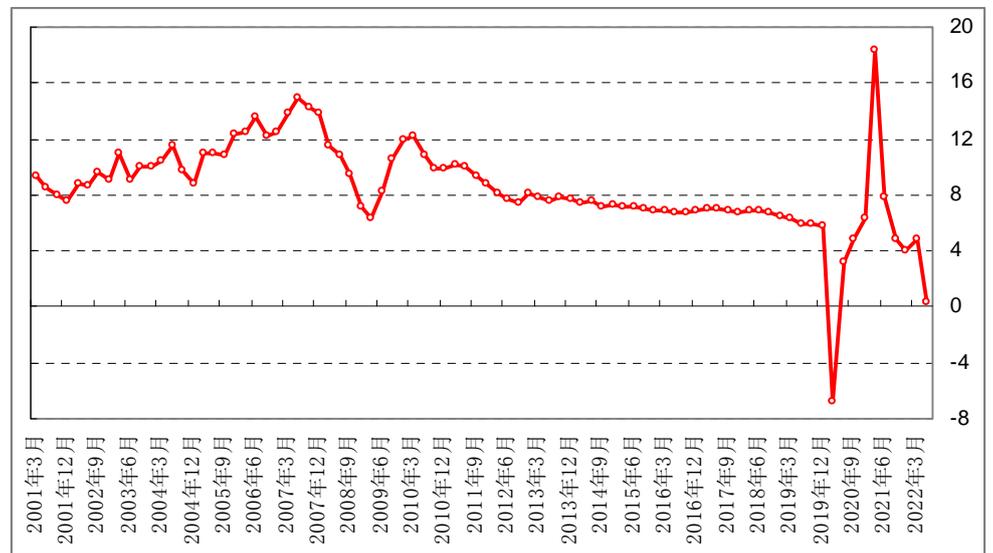
- 中国经济下行经历了多年时间，冰冻三尺，非一日之寒，根本原因不是外在偶然因素，而是内在的必然因素。中国经济下行是新常态，是大趋势，爆发新冠疫情只是导致波动的外在干扰因素。
- 消费、资本形成和净出口被称为拉动经济增长的“三驾马车”，中国消费增速持续多年下行，具有系统性；投资增速持续多年下行，也具有系统性；出口遭受围堵困境，需要寻找突围途径。总之，中国经济下行压力大，具有系统性。
- 城乡居民收入增速长期低于国内生产总值增速，积累的增速长期高于收入的增速。积累形成资产，大部分归企业主（资本家）所有。资本家的企业资产越积累越多，生产能力越来越大，可是城乡居民收入的水平和消费能力相对不足，资本家的企业销售困难，生产相对过剩，不得不降低生产速度甚至停止生产，导致经济下行。
- 从企业投资的角度看，投资增速持续多年下行的原因是消费增速持续多年下行，资本家企业销售困难，生产相对过剩，不得不降低生产速度甚至停止生产，资本家投资意愿低；从政府投资角度看，原因是受到政府投资的边际效用降低和政府债务负担加重双重制约。
- 多年以来中国房地产开发年投资额占全国固定资产年投资额的比重在 25%-30%之间，与房地产投资关联的产业链很长，合计有几十个行业，房地产投资对经济具有系统性重要性影响。过去十多年以来，中国房地产开发投资呈现波动下行趋势，近三年以来受爆发新冠疫情影响，增速剧烈波动，但是不改变长期下行的大趋势。
- 2012 年，中国货物与服务对外贸易总额为 4.4 万亿美元，处于全球第二位；2021 年，中国货物和服务对外贸易总额增长到 6.9 万亿美元，连续两年处于全球第一位。过去十年以来，中国对外贸易顺差呈现波动上升趋势。中国正在遭遇围堵和挑衅，对外贸易既要巩固美国、欧盟、东盟、日韩等传统市场，又要寻找突围路径，开拓“一带一路”、非洲、“金砖国家”等新市场。
- 美欧日本等主要西方资本主义国家通货膨胀快速上升，中央银行采取连续加息政策抑制通货膨胀，经济转为下行趋势，正向衰退边缘滑行。国际关系异常紧张，局部武装冲突激烈，背后势力逐渐分化成为两大阵营。
- 在这样的国内外环境下，股票市场投资要格外谨慎，预计 2022 年不会有牛市，存在结构性投资机会和大跌以后的反弹机会。

## 一、中国经济下行经历了多年时间，非一日之寒

中国经济下行经历了多年时间，2008 年全球金融和经济危机过后，在政府大力的宏观经济政策刺激作用下，中国经济在 2009 年实现了 V 形反转，但是从 2010 年开始，中国经济持续下行，国内生产总值(GDP)不变价季度同比增速呈现下行趋势，经历了多年时间。

冰冻三尺，非一日之寒。中国经济持续下行，根本原因不是外在偶然因素，而是内在的必然因素。2020 年，受爆发新冠疫情影响，中国经济快速下行；2021 年新冠疫情动态清零，中国经济在经历了短暂的由于同比基数低原因导致的快速反弹后，又回到持续下行的老路上。2022 年，受局部爆发新冠疫情影响，中国经济又一次快速下行。总之，下行是大趋势，爆发新冠疫情只是导致波动的外在干扰因素。

图 1：中国国内生产总值(GDP)不变价季度同比增速(%)



资料来源：国家统计局，

内在的必然因素就是规律。规律是什么？2000 多年前中国思想家老子称之为“道”，200 多年前，英国经济学家亚当·斯密称之为“看不见的手”，100 多年前，德国思想家马克思称之为“必然性”。三人对规律的认识有共同之处，就是：规律是必然要发生的，不以人的意志为转移的。

马克思主义政治经济学深刻揭示了资本主义的经济规律，就是：资本家雇佣劳动者，榨取劳动者的剩余价值，导致贫富两级分化，占人口绝大多数的劳动者需求相对不足，资本家的企业销售困难，生产相对过剩，不得不降低生产速度甚至停止生产，导致经济下行。

资本主义经济规律导致人类遭受一次又一次经济危机灾难，促使人们探索改变的道路，包括改良道路和革命道路。过去 100 年左右的历史证明，改良道路取得了巨大成效，也积累了很多问题，并且没有解决根本问题；革命道路取得了成功又经历了挫折，正在探索前进的道路。在此过程中，中国经济经历了革命的道路和改革的道路，目前已经改革成为资本家雇佣劳动者占主要地位、市场在资源配置中起决定性作用的经济。中国经济持续下行的根本原因是资本主义经济规律，要有勇气面对这个问题，而不是采取掩耳盗铃的做法。

## 二、需求相对不足是中国经济持续下行的根本原因

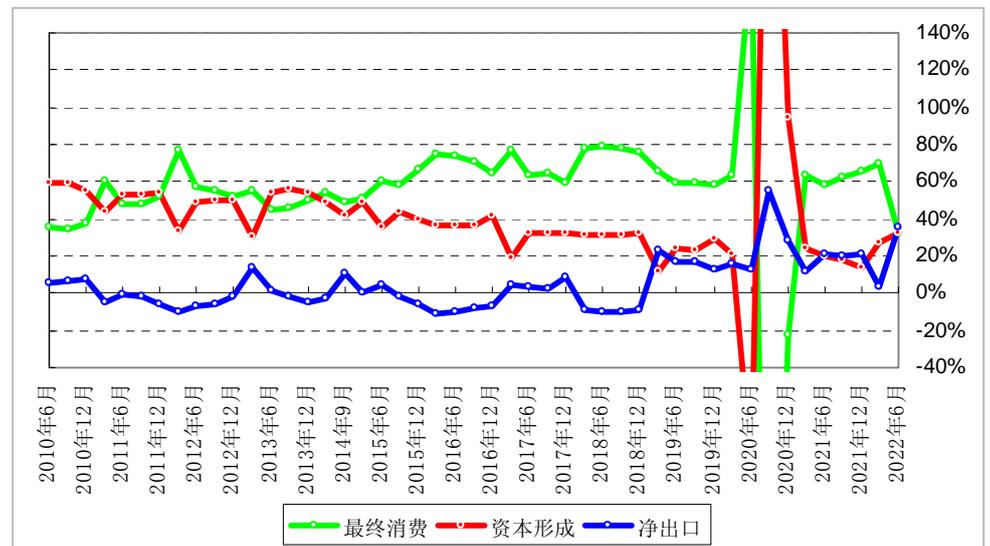
在资本主义经济条件下，需求不足是相对的，是相对于资本家的企业销售困难，生产相对过剩而言的，不是产品极大丰富了，人们的需求都得到满足了，还有剩余产品和服务。最为经典的例子是：资本家将牛奶倒进河沟里，同时贫困人家的婴儿由于无钱购买牛奶而营养不良。资本主义的需求指的是有效需求，说白了就是有钱的需求，无钱的需求不会被理会，用中国一个房地产老板的话讲就是“商品房是给有钱人盖的”，此人一语道破了有效需求的真谛。

如果有效需求扩大了，资本家的企业销售困难就解决了，生产就可以照常开工了，甚至可以扩大生产规模，赚更多的钱。如何扩大有效需求呢？英国经济学家凯恩斯创立了一套理论，提出了一套政策，并且在1929年全球经济大危机爆发后的几十年里被西方国家实际采用，证明短期内可以取得巨大成效，但是也会积累很多问题。

## 三、消费、资本形成和净出口是扩大有效需求的主要抓手

如何扩大有效需求呢？国内生产总值从供给角度看可以分成各个行业、各个地区的生产总值，从需求角度看可以分为两类，分别是净出口和国内需求。国内需求包括消费和资本形成，资本形成包括投资和存货，由于存货要占用资金并且有贬值风险，各个企业都千方百计将存货保持在必须的最低限度。消费、资本形成和净出口被称为拉动经济增长的“三驾马车”，成为扩大有效需求的主要抓手（看得见的手）。

图2：“三驾马车”对拉动中国经济增长贡献份额



资料来源：国家统计局

所有的生产最终目的都是消费，出口到国外的商品和服务最终目的也是消费。因此，消费在拉动一国经济增长中所贡献的份额最大，发挥基础性作用。消费在发达国家经济增长中所贡献的份额大于发展中国家，在一个国家经济发展过程中，消费所贡献的份额总体上呈现上升趋势。从总体趋势看，消费在拉动中国经济增长中所贡献的份额在60%到80%区间运行，波动中有上升趋势。2020年，中国爆发新冠疫情，2021年新冠疫情动态清零，2022年又局部爆发新冠疫情，目前基本动态清零。疫情爆发期间，人们被封闭在家或者被严格限

制活动，导致消费支出大幅度下降，是过去三年消费在拉动中国经济增长中所贡献份额剧烈波动的外在干扰因素。

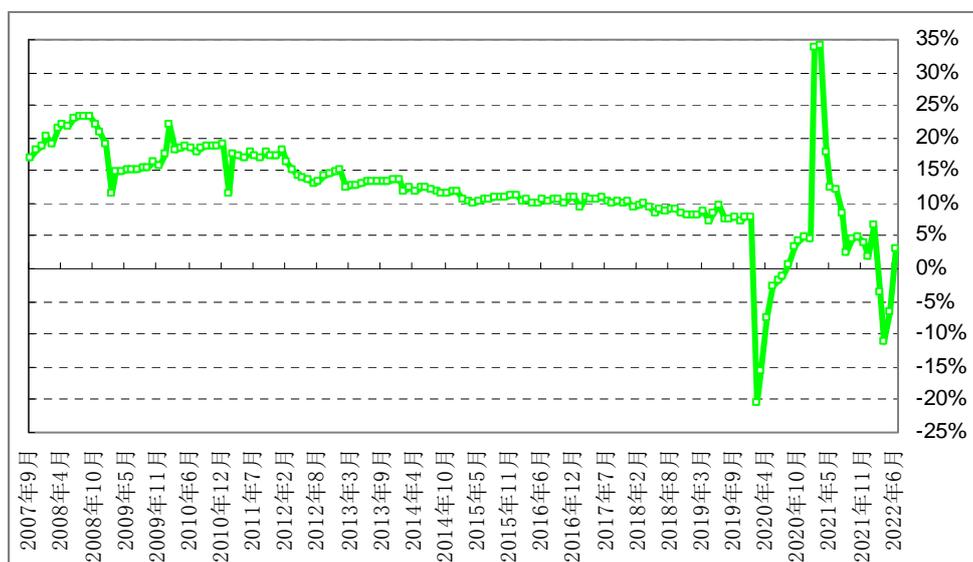
天上不会掉馅饼，如果天上会掉馅饼，猿猴也不会进化到人类。要消费就要生产，要生产就要有厂房、设备、基础设施等资产，这些资产需要投资才能形成。与消费不同，投资在发达国家经济增长中所贡献的份额小于发展中国家，在一个国家经济发展过程中，投资所贡献的份额总体上呈现下降趋势。从总体趋势看，投资在拉动中国经济增长中所贡献的份额在30%到50%区间运行，波动中有下降趋势。在特殊情况下，由于政府采取了刺激投资的政策，投资在拉动中国经济增长中所贡献的份额短期有上升，但是不改变长期趋势。

一个国家的出口就是另外一个国家的进口，一个国家的净出口就是另外一些国家的净进口。多年以来，中国的净出口（国际贸易顺差）主要来源于美国、欧盟和东盟，对中国香港的贸易顺差具有中转性质，最终来源也是美国、欧盟和东盟。从总体趋势看，净出口在拉动中国经济增长中所贡献的份额在-10%到20%区间运行，过去三年以来有抬升现象，可能与各国新冠疫情严重程度和应对政策不同有关。

#### 四、消费增速持续多年下行，具有系统性

全国社会消费品零售总额增速是反映消费增速的重要指标，可以反映通过市场买卖获得的商品和服务的消费额变动情况。过去十多年以来，全国社会消费品零售总额增速持续下降，是导致中国经济下行的最主要因素。

图 3：全国社会消费品零售总额当月同比增速



资料来源：国家统计局

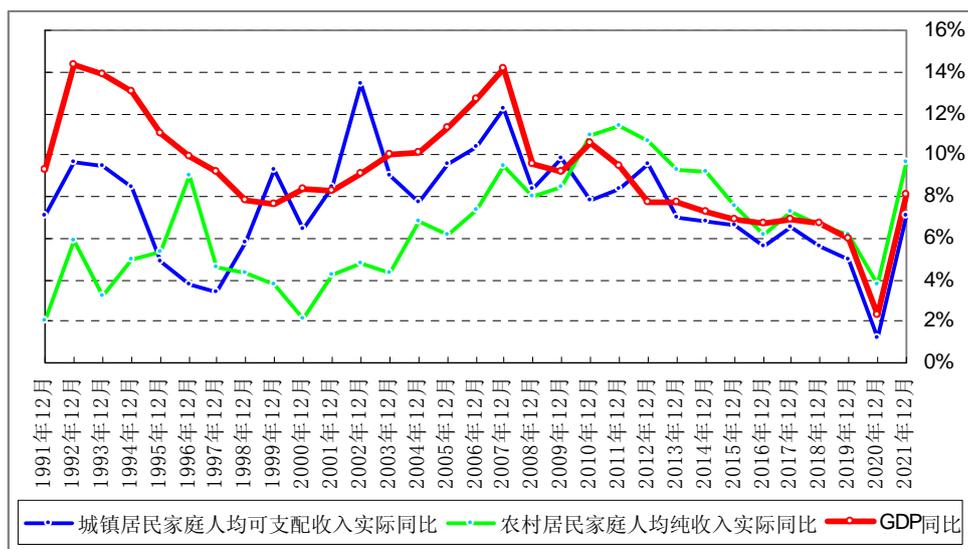
从运行趋势看，2010年到2022年，全国社会消费品零售总额增速从15%以上持续下降到5%以下，受爆发新冠疫情影响，近三年以来全国社会消费品零售总额增速剧烈波动，但是不改变长期下行的大趋势。

消费增速为什么持续多年下行？是人们的需求都得到满足了吗？显然不是，老百姓苦买不起房、结不起婚、养不起娃、看不起病、养不起老，年轻人丧失通过诚实劳动改变自身

命运的可能性，被迫选择躺平，这已经不是个别现象而是普遍存在的社会现象。收入是支出的前提，借钱消费最终也要用未来收入偿还本金和利息。人们为养育子女、购买住宅、应对医疗、养老和意外事故，需要从收入中拿出一部分钱储存起来以备未来之需，过“今朝有酒今朝醉”寒号鸟式生活的是极少数人。

过去几十年以来，除了近几年由于中央实施脱贫工程导致农村居民家庭人均纯收入增长较快外，在绝大多数年份里中国城镇居民家庭人均可支配收入和农村居民家庭人均纯收入增速低于国内生产总值增速。

图 4：城镇居民家庭人均可支配收入、农村居民家庭人均纯收入与GDP 增速



资料来源：国家统计局

城乡居民收入增速长期低于国内生产总值增速，意味着积累的增速长期高于收入的增速。积累形成资产，大部分归企业主（资本家）所有，剩余部分归政府和事业单位所有。资本家的企业资产越积累越多，生产能力越来越大，可是城乡居民收入的水平和消费能力相对不足，资本家的企业销售困难，生产相对过剩，不得不降低生产速度甚至停止生产，导致经济下行。

国民收入中用于城乡居民收入和用于积累的比例是如何决定的呢？初次分配是由力量强弱决定的，类似于动物世界里的进食顺序，政府在收入二次分配中兼顾了公平，但是也受到利益集团的干扰。在 1929 年全球经济大危机爆发后的几十年里，西方国家走了改良的道路，工会组织壮大，劳动者罢工游行示威等权利增加，不同程度代表劳动者利益的政党在议会里发挥重要作用，甚至选举获胜组织政府，执政党为赢得选票也要顾及选民的利益，增加社会保障和福利。在主要西方国家的国民收入分配中，形成了一个强大利益集团与企业主抗衡，是抑制贫富两级分化的重要力量。同期，中国经济经历了革命的道路和改革的道路，出现了矫枉过正的问题，从打倒资本家、土豪和劣绅转变到引为座上宾、不设红绿灯，在国民收入分配中，没有形成一个与这些人抗衡的强大利益集团，导致城乡居民收入增速长期低于积累的增速，资本家的企业资产越积累越多，结果必然是贫富两级分化。从结构上看，城乡居民收入分配中，企业高级管理者、公职人员、各类明星的合法收入远远高于平均水平，广大劳动者的收入水平低于平均水平；那些受到党纪国法处理的公职人员贪污腐败数额达到数

千万元、数亿元水平，那些没有发现的公职人员非法收入估计也是不小的数额。

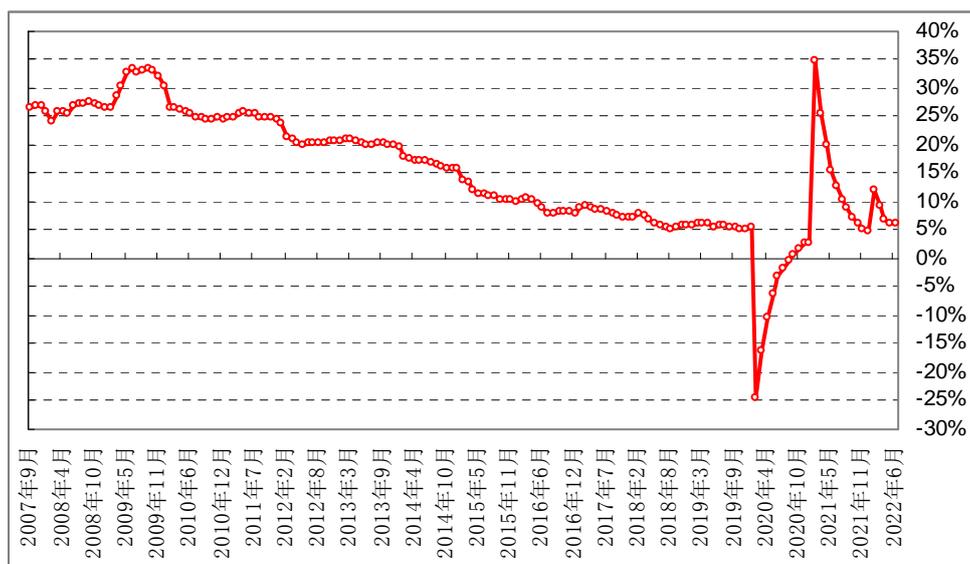
目前，中国贫富两级分化程度已经超过美国、英国、德国、法国等主要资本主义国家，与中国计划经济年代和改革开放初期贫富差距不大的状况有天壤之别。在贫富两级分化的一极是富豪集团，他们过着豪华奢侈的生活，炒作国内房地产，消费国外的名牌产品和服务，对国内大众消费需求的拉动作用相对不大；在贫富两级分化的另一极是广大劳动者集团，他们有消费需求，甚至是刚需，但是他们收入水平低、支出能力低，有效需求不足。

中国消费增速持续多年下行是有系统性原因的，资本主义经济规律是起决定性作用的原因，资本家雇佣劳动者，剥削劳动者的剩余价值，这些剩余价值最终又要卖给劳动者才能实现，这是一对矛盾，马克思称之为“惊险的一跳”；在国民收入初次分配中，没有形成一个强大利益集团与企业主抗衡，也是重要原因；除此之外，还有其它一些系统性原因。这些系统性原因短期内将继续存在，甚至还会加重。因此，消费增速将延续多年下行的趋势。

### 五、投资增速持续多年下行，也具有系统性

投资会形成厂房、设备、基础设施等资产，既能拉动对上游能源、原材料和设备的需求，又能增加就业，发挥投资的乘数效应，还能缓解或者解决企业和社会运行和发展的瓶颈问题，一举多得。但是，投资需要花费巨额资金，未来产出具有不确定性，具有很高的风险。

图 5：固定资产投资(不含农户)累计同比增速



资料来源：国家统计局

从运行趋势看，2010年到2022年，中国固定资产投资增速从25%以上持续下降到5%左右，受爆发新冠疫情影响，近三年以来中国固定资产投资增速剧烈波动，但是不改变长期下行的大趋势。

投资增速为什么持续多年下行？从企业投资的角度看，原因是消费增速持续多年下行，资本家企业销售困难，生产相对过剩，不得不降低生产速度甚至停止生产，资本家投资意愿低；从政府投资角度看，原因是受到政府投资的边际效用降低和政府债务负担加重双重制约。

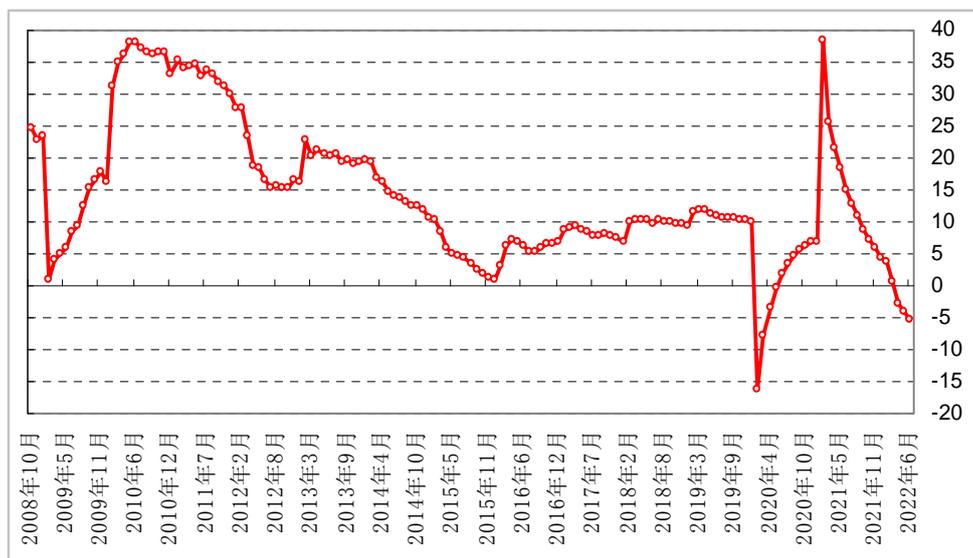
在几十年前，中国的基础设施、基础科研等十分落后，瓶颈束缚十分严重，政府在经济

下行阶段加大基础设施投资、基础科研投资等力度，取得了一举多得的巨大成效。但是，经过几十年的投资建设，中国基础设施、基础科研已经摆脱了整体落后的状况，有的已经领先全世界，相当多的基础设施建成以后利用率低，处于长期亏损状态中。政府为建设规模庞大的投资项目，花费了巨额财政资金，背负了巨额债务负担。截至 2021 年底，我国地方政府债务余额 30.5 万亿元，中央财政债务余额 16.8 万亿元，合计 47.3 万亿元，加上隐形的债务数额更多，这些债务需要政府还本付息，限制了政府的投资能力。

投资在发达国家经济增长中所贡献的份额小于发展中国家，在一个国家经济发展过程中，投资所贡献的份额总体上呈现下降趋势。正因为如此，到了上世纪六七十年代，凯恩斯的刺激投资的理论和政策受到越来越多的批评，并不同程度地被西方国家政府所抛弃。随着中国经济向更高水平迈进，投资在经济增长中所贡献的份额呈现下降趋势，如果将几十年前的成功经验套用到今天，很可能取得不了预期的成效，甚至可能积累更多的问题（包括经济结构扭曲、产能过剩、贫富两极分化、资产泡沫膨胀、金融风险上升等）。

从结构上看，多年以来中国房地产开发年投资额占全国固定资产年投资额的比重在 25%-30% 之间，2021 年为 27.1%。与房地产投资关联的产业链很长，包括煤炭、石油、电力等能源行业，钢铁、有色、水泥、玻璃等原材料行业，油漆、涂料、粘结剂、塑料等化工行业，工程机械、运输车辆、电气设备器材等机电设备行业，建筑施工、园林绿化、装修装饰等建筑行业，供水、供电、供气、宽带等公用事业，家用电器等耐用消费品行业，国有土地使用权出让、房地产相关税收等政府部门，银行贷款、债券发行等金融行业，房地产开发、销售、物业管理等服务行业，合计有几十个行业。综合考虑房地产开发投资对这些行业的拉动作用，房地产开发投资对中国经济的影响远远大于其占全国固定资产投资额 25%-30% 比重的影响，是具有系统重要性的影响因素。

图 6：房地产开发投资完成额累计同比增速（%）

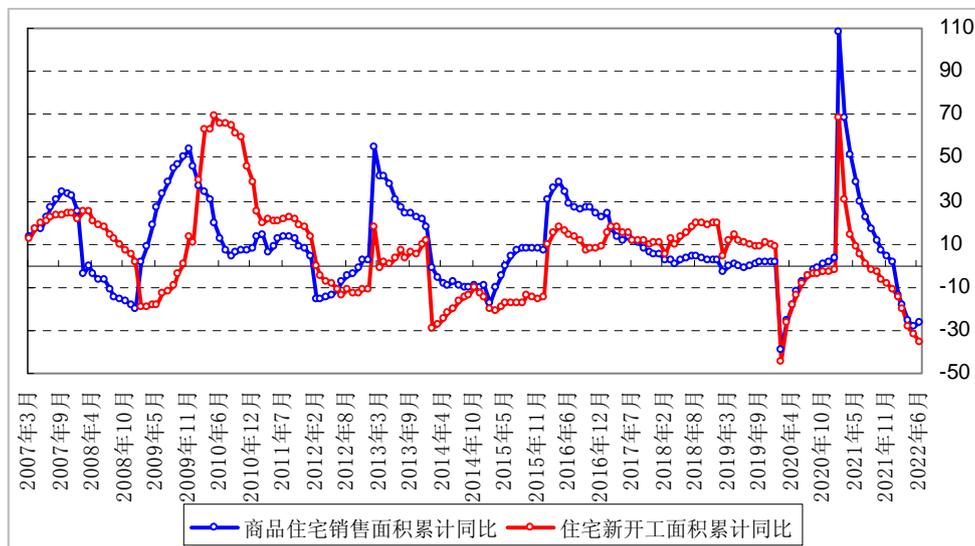


资料来源：国家统计局

从运行趋势看，2010 年到 2022 年，中国房地产开发投资呈现波动下行趋势，近三年以来受爆发新冠疫情影响，房地产开发投资增速剧烈波动，但是不改变长期下行的大趋势。

房地产开发投资增速为什么呈现波动下行趋势？住宅开发投资额占房地产开发投资额比重70%-80%，2021年为75.3%，对房地产开发投资增速运行趋势具有决定性影响，住宅开发投资增速呈现波动下行趋势决定了房地产开发投资增速呈现波动下行趋势。

图7：商品住宅销售面积和住宅新开工面积累计同比（%）



资料来源：国家统计局

中国商品住宅销售面积增速呈现波动下行趋势，波动的原因包括政府执行刺激房地产政策、爆发新冠疫情等因素，短期波动过后，又回到下行的大趋势中。近六年以来，商品住宅销售面积增速呈现持续下行趋势，下行到0-5%的低水平。商品住宅销售面积增速降低，甚至零增长，导致房地产开发商预期谨慎，住宅新开工面积增速下行，最终导致住宅开发投资增速下行。

未来，房地产开发投资增速还能转为上行趋势吗？从局部和短期趋势看，有这种可能性，但是从全局和长期趋势上看，没有这种可能性。商品住宅的总价款远远高于真实居住者的支付能力，买房者成为终身还本付息的房奴，导致有购房需求的年轻人被迫选择躺平，不买房、不结婚、不生娃。过去十几年以来，伴随商品住宅价格大幅度上涨的是中国人口出生率大幅度下降，2021年中国人口出生率接近于人口死亡率，人口自然增长率接近于零。房子是用来住的，人口自然增长率接近于零封闭了住宅价格上涨的空间。那些用来炒的房子在失去了炒的价值以后也会被抛售。

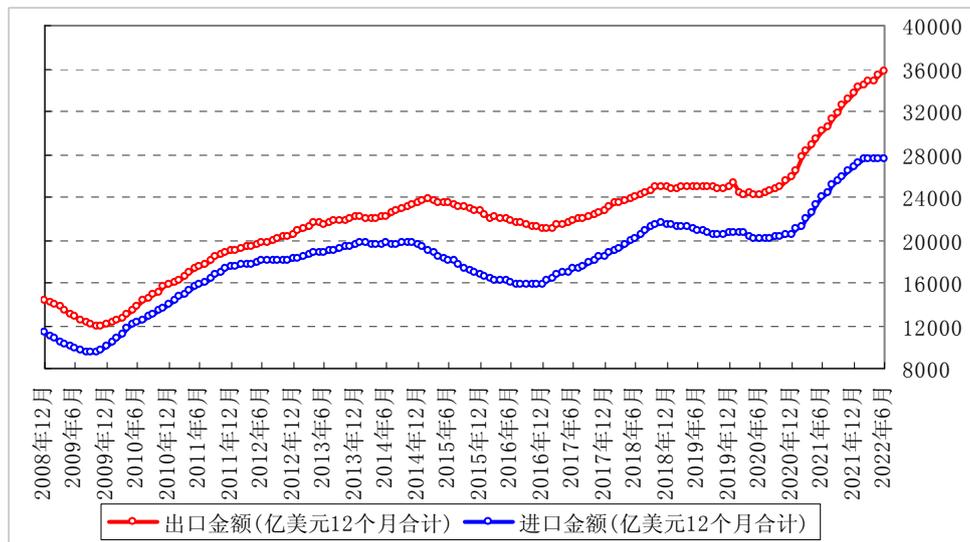
政府土地财政消退以后，必然要开辟新的收入来源，房地产税将成为政府持续稳定的收入来源，成为抑制房价上涨的重要因素。过去十几年以来，有数量庞大的人群从房价的大幅度上涨中实现了“财务自由”，余生不需要再去奋斗，成为社会寄生虫，他们的生活成本最终要转嫁到奋斗的企业和员工头上，提高企业的成本，降低员工的消费能力，对未来中国经济造成长期、持续、系统性的损害，国外早有这方面的教训了。

中国房地产泡沫膨胀，导致系统性金融风险逼近。从国际经验看，房地产泡沫膨胀最终归宿都是走泡沫破灭一条路，“壮士段腕”说起来容易做起来难。目前，中国经济下行压力大，政府出台刺激政策小心谨慎，一个重要原因就是投鼠忌器，担心引发系统性金融风险。

## 六、出口遭受围堵困境，需要寻找突围途径

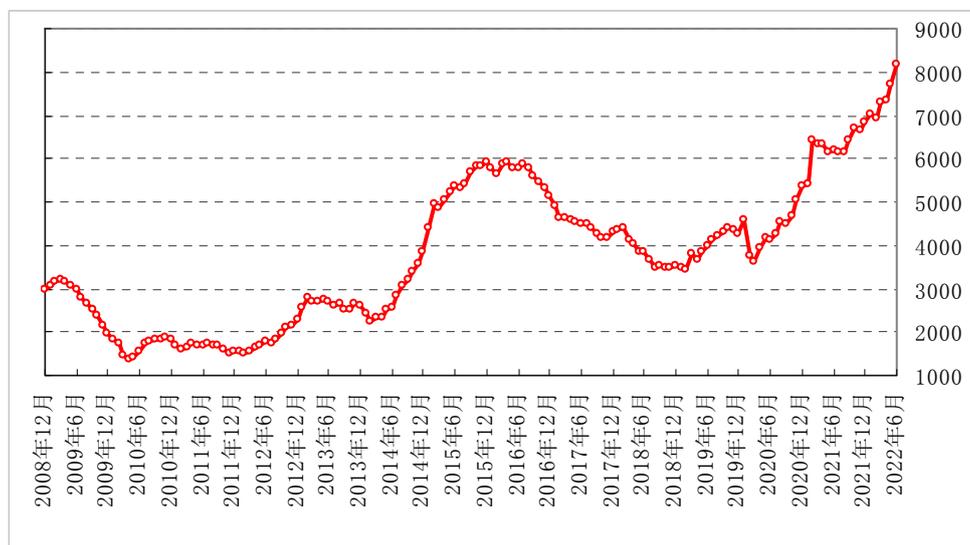
2012年，中国货物与服务对外贸易总额为4.4万亿美元，处于全球第二位；2021年，中国货物和服务对外贸易总额增长到6.9万亿美元，连续两年处于全球第一位。过去十年以来，中国对外贸易顺差呈现波动上升趋势。

图 8：中国出口额和进口额 12 个月移动合计（亿美元）



资料来源：国家海关总署

图 9：中国对外贸易顺差 12 个月移动合计（亿美元）



资料来源：国家海关总署

中国对外贸易中，以货物贸易为主。过去十年以来，中国货物对外贸易占国际市场份额从10.4%提高到13.5%，连续五年保持世界货物国际贸易第一大国的地位，其中货物出口额占国际市场份额由11%提高到15%。

随着中国货物对外贸易额占国际市场份额上升，中国货物对外贸易受世界经济增速的影响越来越大。中国在与主要贸易伙伴（美国、欧盟、东盟等）的贸易中长期处于顺差地位，导致国际和地区贸易不平衡，损害了中国对这些国家和地区贸易进一步增长的基础。没有哪个国家愿意忍受长期的国际贸易逆差，大英帝国甚至为此贩运鸦片和发动鸦片战争。美国、欧盟联合东盟国家围堵中国，美国甚至公然违背自己主导制定世界贸易规则，对中国出口到美国商品大幅度加征关税，根本原因就是长期的国际贸易逆差。

一个国家的经济过度依赖进出口很可能损害一个国家的安全。俄罗斯与乌克兰爆发战争后，美国、欧盟、日本等国家联合起来封锁俄罗斯的出口和进口，冻结俄罗斯政府、企业和个人在这些国家的资产，给俄罗斯国家安全带来严重损害，中国应当引以为鉴，未雨绸缪。美国对中国高科技企业的断供政策真实地危害到了中国的国家安全。除此之外，中国在能源、粮食等众多领域存在过度依赖进口问题，在加工制造业和劳动就业等众多领域存在过度依赖出口问题。中国要从战略高度、用长远眼光谋划国际贸易和在外资产安全问题，要扩大国内需求，发展高科技产业和新能源产业，保障粮食安全，解决卡脖子问题，不能让国家的经济命脉捏在别国手里。

中国希望和平崛起，但是不能消除守成大国的恶意围堵和挑衅，历史上历次大国崛起都深刻改变了原有国际关系格局，引发战争和冲突，中国需要提前做好准备。中国对外贸易既要巩固美国、欧盟、东盟、日韩等传统市场，又要寻找突围路径，开拓“一带一路”、非洲、“金砖国家”等新市场。

## 七、结论

中国经济下行经历了多年时间，冰冻三尺，非一日之寒，根本原因不是外在偶然因素，而是内在的必然因素。中国经济下行是新常态，是大趋势，爆发新冠疫情只是导致波动的外在干扰因素。

消费、资本形成和净出口被称为拉动经济增长的“三驾马车”，中国消费增速持续多年下行，具有系统性；投资增速持续多年下行，也具有系统性；出口遭受围堵困境，需要寻找突围途径。总之，中国经济下行压力大，具有系统性。决策者需要保持高度的战略耐心，要遵循经济规律，不要盲目过度刺激经济，防止引发系统性金融风险，丧失前几年供给侧改革取得的成果。要改革微观经济制度，培育相互联系相互牵制的经济生态系统，纠正极左极右的偏差，宏观经济政策要在经济增长、就业、环境资源、供求平衡、进出口平衡、防止金融风险、维护国家安全等多重目标中寻求适度目标，非常困难。

从国外环境看，美欧日本等主要西方资本主义国家通货膨胀快速上升，中央银行采取连续加息政策抑制通货膨胀，经济转为下行趋势，正向衰退边缘滑。国际关系异常紧张，局部武装冲突激烈，背后势力逐渐分化成为两大阵营。美国纠集盟友对中国围堵战略正在部署，外交、军队挑衅接二连三。

在这样的国内外环境下，股票市场投资要格外谨慎，预计 2022 年不会有牛市，存在结构性投资机会和大跌以后的反弹机会。

## 注册证券分析师简介

姓名：吴正武，浙江大学管理学博士，2009年加入爱建证券有限公司，从事宏观经济研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

## 公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

## 行业评级

强于大市：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

同步大市：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

弱于大市：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

## 重要免责声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。我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并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券财富管理研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 爱建证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1600号33楼（陆家嘴商务广场）

电话：021-32229888 邮编：200122

网站：www.ajzq.com