

政策性金融发力，有哪些期待？

作为广义财政的重要补充，政策性金融或是“稳增长”的重要一环。政策性金融或在哪些领域发力、有何影响？本文梳理，供参考。

■ 政策性金融常规工具与相对优势？政金债等为补充资金途径、弹性空间大

政策性金融机构作为广义财政重要补充，服务“稳增长”的关注度近期明显升温。财政扩张等加快债务积累、付息压力加大；土地财政等拖累下，也一定程度约束财政支出的能力边界。相较财政资金，政策性银行资产端没有预算硬约束，需要满足的资本充足率也远高于监管红线 3.5 个百分点以上；除资本充足率外，不受其他商业银行监管指标限制，可及时加大对重点领域和薄弱环节资金支持。

为支持政策性银行发挥相关职能，政策性金融债、PSL、专项建设债券等为补充资金的主要途径。经济下行压力较大阶段，政策性金融债融资往往会增加、2020 年一度跃升至 2.5 万亿元，为逆周期调节补充资金；作为央行定向补充的资金渠道、PSL 一度明显放量支持棚改贷投放。此外，针对一些特定用途的专项建设债券也是潜在融资方式、2015-2017 年曾发行近 2 万亿元支持国家重大项目建设。

■ 政策性金融机构在稳增长中“角色”？支持逆周期调节融资、助力经济转型

回溯历史，经济下行压力较大的阶段，政策性银行主动扩表进行逆周期调节，为重点领域提供融资支持。2015-2016 年间，国内外需求收缩共振带动经济走弱，期间三大政策性银行贷款增量合计超过 4 万亿元；2020 年疫情期间，三大政策性银行信贷投放加量、合计新增近 1.8 万亿元、占总贷款比重阶段性抬升至 10%。

不同阶段支持领域不同，从传统基建和棚改、转向新基建等，实现实体经济平稳过渡的同时助力经济转型。金融危机后，政策聚焦扩大内需，国开行大力支持水利环境、道路运输等基建领域；2011 年后，高铁、城际铁路和城市轨交等建设加速推进，相关贷款同比增长超 75%；2014-2018 年间，全国大规模棚改推进，相关贷款从无到有、大幅扩张，占比总贷款比重一度达 26%；近年来，制造业、城市交通等贷款明显增多，占总贷款比重由 10% 左右、稳步抬升至 13% 以上。

■ 政策性金融机构发力有何期待？向基建、科技、地产等倾斜，影响还需跟踪

年中以来，调增政策性银行信贷额度、发行金融债券等措施陆续落地，投向基建、科技创新等领域，部分信贷或向地产等领域倾斜。政策性、开发性金融工具，主要用于补充重大项目资本金，重点投向交通水利能源等基础设施，及前沿新兴、稳链补链等产业类项目。与之一致的是，上半年三大政策性银行合计新增贷款近 1.6 万亿元，主要投向基础设施等，绿色发展、生态环保等也相对较多。

受限于项目杠杆及棚改空间等，政策性金融机构发力对基建投资、地产托底的影响还需跟踪，关注结构发力亮点。金融工具重点投向的项目并非完全归为基建，叠加撬动杠杆或取决于项目质量等，对基建拉动或相对有限。同时，经历上一轮大规模棚改后，全国棚改总体空间或早已明显消化，部分省市棚改投入增加或助力当地地产市场平稳。虽然政策性金融机构发力对总量需求提振或相对有限，但从下半年贷款投向来看，制造业、科技创新、绿色领域等结构亮点或值得关注。

风险提示：政策效果不及预期，疫情反复。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 联系人
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

1、政策性金融发力，有哪些期待？	3
1.1、政策性金融机构的常规工具与相对优势？	3
1.2、政策性金融机构在稳增长中的“角色”？	4
1.3、本轮政策性金融机构发力有何期待？	6
风险提示：	8

图表目录

图表 1: 国开行、政策性银行发力稳住经济基本盘的关注度上升	3
图表 2: 国开行中债务凭证占比超 7 成	3
图表 3: PSL 投放一度明显放量	3
图表 4: 债务率、地方债付息占比创新高	4
图表 5: 政策性银行资本充足率约束远未及监管红线	4
图表 6: 政策性金融机构中，国开行资产规模居首	4
图表 7: 政策性金融机构的定位和主要业务范围	4
图表 8: 经济下行压力较大阶段，政策性银行贷款增加	5
图表 9: 政策性银行与商业银行贷款增速反向变化	5
图表 10: 国开行贷款分布中，棚改占比最大、其次为铁路运输，近年采矿等贷款投向明显减少、水利环境等增加	5
图表 11: 金融工具重点投向三类项目	6
图表 12: 国开行、农发行投向绿色等领域贷款较多	6
图表 13: PSL 助力棚改推进	6
图表 14: 去年底以来，国开行信贷支持棚改、旧改等	6
图表 15: 2018 年后，棚改目标明显缩量	7
图表 16: 多数省市棚改目标减少，河南等有所增加	7
图表 17: 国开行、农发行下半年贷款投向制造业、科技创新、绿色领域等较多	7

1、政策性金融发力，有哪些期待？

1.1、政策性金融机构的常规工具与相对优势？

近期，国常会再提做好政策性开发金融工具的资金投放、政策性银行新增信贷额度及时投放等。5月中旬，货币信贷形势分析会召开，凸显了稳信贷的决定和任务艰巨，强调国开行、政策性银行加力，与商业银行分工合作，“全力以赴稳住经济基本盘”。次月，国常会先后公告调增政策性银行信贷额度8000亿元、发行3000亿元金融债券用于补充重大项目资本金，并在此之后多次强调加快相关资金投放、加大对重点领域和薄弱环节的资金支持（详情参见《稳增长，继续加“水”加“面”》）。

图表 1：国开行、政策性银行发力稳住经济基本盘的关注度上升

时间	会议	主要内容
7月21日	国常会	依法合规做好政策性开发性金融工具资金投放等工作，强化激励、不搞地方切块，成熟项目越多的地方得到的支持越大。加快专项债资金使用。引导商业银行相应提供配套融资， 政策性银行新增信贷额度要及时投放。
6月29日	国常会	运用政策性、开发性金融工具， 通过发行金融债券等筹资3000亿元 ，用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金，但不超过全部资本金的50%，或为专项债项目资本金搭桥。
6月1日	国常会	对金融支持基础设施建设， 要调增政策性银行8000亿元信贷额度 ，并建立重点项目清单对接机制。
5月23日	货币信贷形势分析会	国家开发银行、政策性银行要充分发挥补短板、跨周期调节的作用 ...共同加大对重点领域和薄弱环节的信贷支持。

来源：政府网站、国金证券研究所

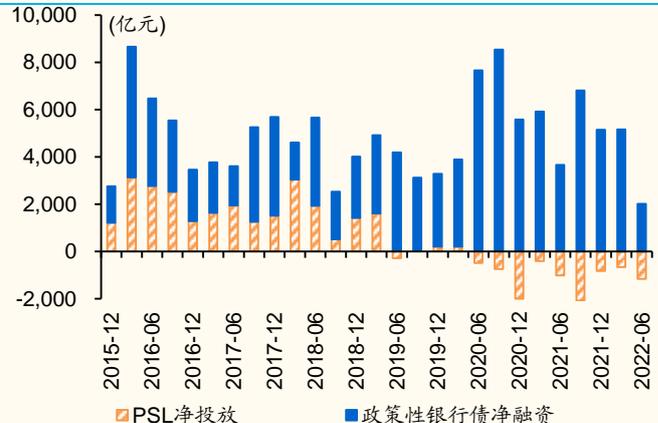
为支持政策性银行发挥相关职能，政策性金融债、PSL、专项建设债券等为补充资金的主要途径。经济下行压力较大阶段，政策性金融债融资往往会增加、为逆周期调节补充资金；作为央行定向补充的资金渠道、PSL一度明显放量支持棚改贷投放。此外，针对一些特定用途的专项建设债券也是潜在融资方式、2015-2017年曾发行2万亿元左右支持国家重大项目建设。从国开行报表也可窥见一斑，截至2021年底，发行的债务凭证在负债端中占7成以上，向政府和其他金融机构借款相对较少、3%左右。

图表 2：国开行中债务凭证占比超 7 成



来源：国开行、国金证券研究所

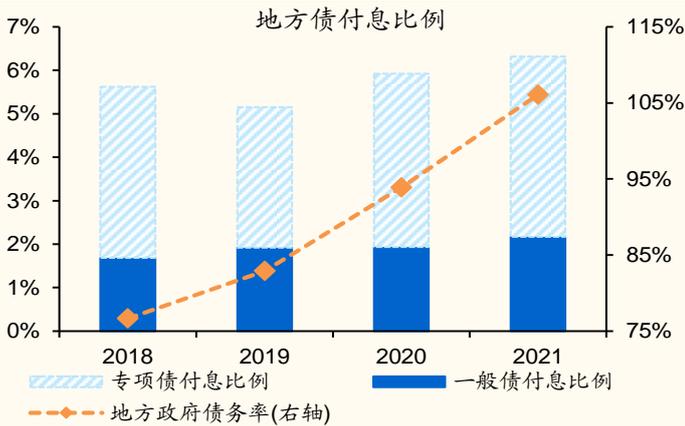
图表 3：PSL 投放一度明显放量



来源：Wind、国金证券研究所

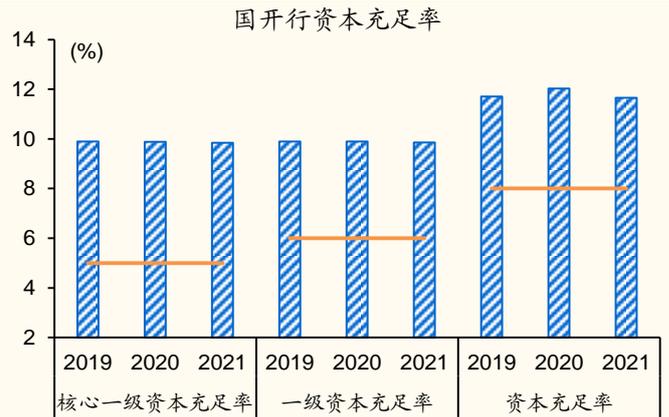
作为广义财政的重要补充，政策性银行不受预算约束、负债空间决定资产规模，发力空间和弹性相对更大。疫后财政扩张等加快债务积累、付息压力明显加大，其中，2021年专项债付息占政府性基金支出比例创新高至4.2%；土地财政等拖累下，也一定程度约束了财政支出的能力边界。相较于财政资金，政策性银行资产端没有预算硬约束，需要满足的资本充足率远高于监管红线3.5个百分点以上；除此之外，不受其他商业银行指标监管限制，相对更灵活（详情参见《疫情下的债务图景》、《土地财政低迷，对稳增长影响有多大？》）。

图表 4：债务率、地方债付息占比创新高



来源：Wind、国金证券研究所

图表 5：政策性银行资本充足率约束远未及监管红线



来源：国开行、国金证券研究所

1.2、政策性金融机构在稳增长中的“角色”？

政策性金融机构中，国开行资产规模最大、业务范围广，为经济中长期发展助力的“中坚力量”。政策性金融机构主要包括国开行、农发行、进出口行和中国信保，其中，国开行总资产规模最大、超 17 万亿元，农发行和进出口行分别为 8 万亿元和 5.5 万亿元左右，中国信保相对较少、不足 0.2 万亿元。从定位和业务范围上看，国开行聚焦于“两基一支”、产业升级和结构调整、区域协调发展、一带一路等领域；农发行支持“三农”领域，包括农村基建、棚改及扶贫等；进出口行和中国信保主要服务于对外经贸业务等。

图表 6：政策性金融机构中，国开行资产规模居首



来源：国开行、农发行、进出口行、中国信保、国金证券研究所

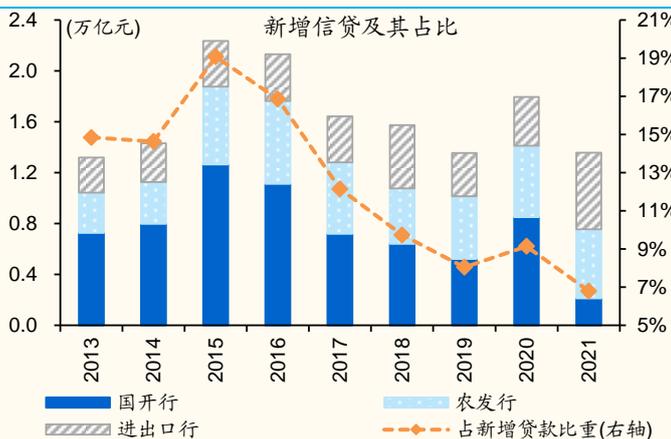
图表 7：政策性金融机构的定位和主要业务范围

国开行	农发行	进出口行	中国信保
<p>定位</p> <p>以“增强国力、改善民生”为使命，紧紧围绕服务国家经济中长期发展战略，发挥中长期投融资和综合服务优势，筹集、引导和配置社会资金。</p>	<p>定位</p> <p>依托国家信用支持，在农村金融体系中发挥主体和骨干作用，加大对农业农村重点领域和薄弱环节的支持力度，促进经济社会持续健康发展。</p>	<p>定位</p> <p>依托国家信用支持，积极发挥在稳增长、调结构、支持外贸发展、实施“走出去”战略等方面的积极作用，加大对重点领域和薄弱环节的支持力度，促进经济社会持续健康发展。</p>	<p>定位</p> <p>以“履行政策性职能，服务高水平开放”为己任，积极扩大出口信用保险覆盖面，为中国货物、技术、服务出口，以及海外承包工程和投资项目提供全方位风险保障。</p>
<p>业务范围</p> <p>(1) 基础设施、基础产业、支柱产业、公共服务和管理等经济社会发展的领域； (2) 新型城镇化、城乡一体化及区域协调发展的领域； (3) 传统产业转型升级和结构调整，以及节能环保、高端装备制造等提升国家竞争力的领域； (4) 保障性安居工程、扶贫开发、助学贷款、普惠金融等增进人民福祉的领域； (5) 科技、文化、人文交流等国家战略需要的领域； (6) “一带一路”建设、国际产能和装备制造合作、基础设施互联互通、能源资源、中资企业“走出去”等国际合作领域...</p>	<p>业务范围</p> <p>(1) 办理粮食、棉花、油料、食糖、猪肉、化肥等重要农产品收购、储备、调销和营销贷款； (2) 办理农业农村基础设施和水利建设、流通体系建设贷款； (3) 办理农业综合开发、生产资料 and 农业科技贷款； (4) 办理棚户区改造和农民集中住房建设贷款； (5) 办理易地扶贫搬迁、贫困地区基础设施、特色产业发展和专项扶贫贷款； (6) 办理农业小企业、产业化龙头企业贷款...</p>	<p>业务范围</p> <p>(1) 外经贸发展和跨境投资； (2) “一带一路”建设、国际产能和装备制造合作； (3) 科技、文化以及中小企业“走出去”； (4) 开放型经济建设...</p>	<p>业务范围</p> <p>(1) 为金融机构、出口企业或融资租赁公司收回融资协议、商务合同或租赁协议项下应收账款提供风险保障； (2) 为投资者及金融机构因投资所在国发生的征收、汇兑限制、战争及政治暴乱、违约等政治风险造成的经济损失提供风险保障； (3) 为以信用证、非信用证方式从中国出口的货物或服务提供应收账款汇兑风险保障； (4) 为出口企业提供的出口合同和工程承包合同项下，由于买方未履行或无法履行合同项下的付款义务而遭受的成本投入损失或应收账款损失的风险保障； (5) 为在中国境内注册的企业提供在国内贸易中，因买方商业风险造成的应收账款损失，或因供应商商业风险造成的不能收回预付款的损失的风险保障...</p>

来源：国开行、农发行、进出口行、中国信保、国金证券研究所

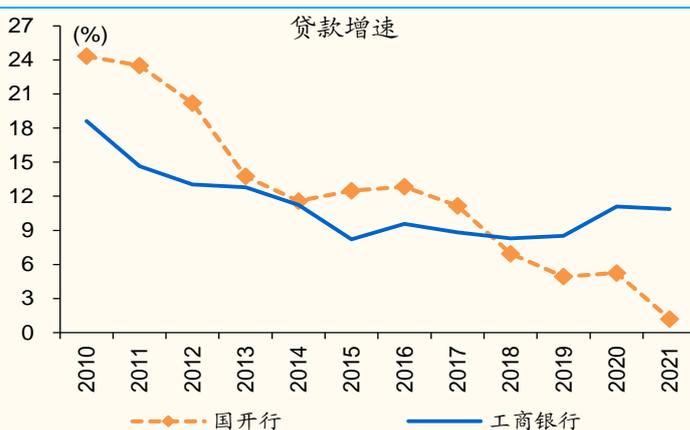
回溯历史，经济下行压力较大的阶段，政策性银行主动扩表进行逆周期调节，为重点领域提供融资支持。不同于顺周期经营的商业银行，政策性银行在经济下行压力较大阶段往往增加信贷投放、发挥逆周期调节的职责。近年表现较为明显的是，2015-2016年间，国内外需求收缩共振带动经济走弱，期间三大政策性银行贷款增量合计超过4万亿元；2020年疫情期间，三大政策性银行合计新增信贷近1.8万亿元、占新增贷款比重近10%。

图表 8：经济下行压力较大阶段，政策性银行贷款增加



来源：国开行、农发行、进出口行、Wind、国金证券研究所

图表 9：政策性银行与商业银行贷款增速反向变化



来源：国开行、Wind、国金证券研究所

不同阶段支持领域不同，从传统基建和棚改、转向新基建等，实现实体经济平稳过渡的同时助力经济转型。金融危机后，政策聚焦扩大内需，国开行大力支持水利环境、道路运输等基建领域；2011年后，高铁、城际铁路和城市轨交等建设加速推进，城市交通和铁路交通运输贷款较2010年增长超75%；2014年至2018年间，全国各地大规模棚改推进，相关贷款从无到有、大幅扩张，占总贷款比重一度达26%；近年来，制造业、城市交通等贷款明显增多，占总贷款比重由10%左右、稳步抬升至13%以上。

图表 10：国开行贷款分布中，棚改占比最大，其次为铁路运输，近年采矿等贷款投向明显减少、水利环境等增加

国开行历年信贷投向(万亿元)														贷款走势
行业/年份	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
棚改					0.28	0.64	1.31	2.13	2.73	3.04	3.11	3.09	2.92	
道路运输	0.71	0.86	0.98	1.12	1.24	1.42	1.62	1.69	1.79	1.81	2.01	2.70	2.45	
电燃水	0.54	0.60	0.73	0.82	0.86	0.88	0.94	0.96	1.05	1.07	1.10	1.09	1.29	
水利环境	0.98	1.10	1.09	1.07	1.11	1.07	0.99	0.95	0.86	0.88	0.90	1.03	1.24	
城市交通	0.08	0.10	0.13	0.17	0.21	0.26	0.33	0.35	0.41	0.66	0.74	0.74	0.96	
铁路运输	0.12	0.17	0.35	0.45	0.54	0.62	0.76	0.89	0.93	0.97	1.02	0.90	0.95	
制造业	0.24	0.32	0.45	0.52	0.57	0.59	0.58	0.57	0.55	0.54	0.64	0.78	0.83	
石油化工	0.29	0.43	0.49	0.53	0.56	0.60	0.68	0.73	0.75	0.76	0.75	0.69	0.57	
其他运输	0.17	0.13	0.16	0.20	0.21	0.21	0.21	0.19	0.21	0.26	0.36	0.33	0.39	
采矿业	0.21	0.23	0.27	0.31	0.35	0.39	0.42	0.43	0.30	0.28	0.26	0.30	0.31	
教育	0.07	0.11	0.12	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.13	0.14	0.15	0.19	0.25	
金融业	0.00	0.00	0.11	0.19	0.19	0.15	0.15	0.20	0.25	0.23	0.35	0.43	0.21	
电信信息	0.06	0.07	0.08	0.10	0.09	0.08	0.10	0.10	0.10	0.11	0.10	0.07	0.08	
其他	0.23	0.37	0.56	0.83	0.81	0.93	1.02	1.00	0.99	0.92	0.71	0.70	0.81	

来源：国开行、国金证券研究所

1.3、本轮政策性金融机构发力有何期待？

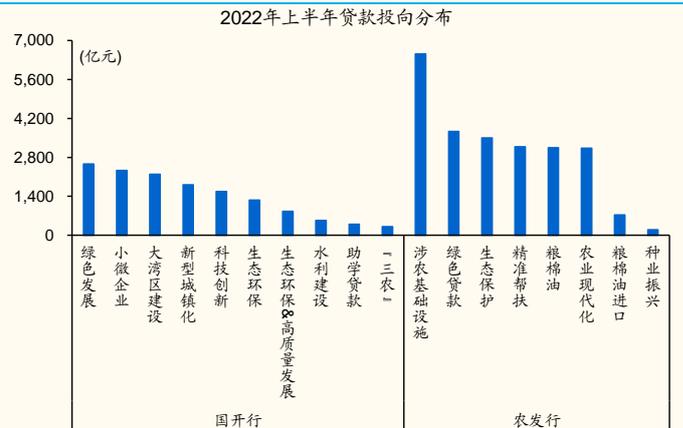
年中以来，调增政策性银行信贷额度、发行金融债券等措施陆续落地，投向基建、科技创新等领域。政策性、开发性金融工具，由国开行、农发行分别设立、规模共三千亿元，主要用于补充重大项目资本金、不超过全部资本金的50%，重点投向交通水利能源等基础设施，及前沿新兴、稳链补链等产业类项目等。与之一致的是，上半年三大政策性银行¹合计新增贷款近1.6万亿元，投向基础设施较多，绿色发展、生态环保等也相对较多（详情参见《基建“稳增长”，常见误区》）。

图表 11：金融工具重点投向三类项目



来源：中国人民银行、国金证券研究所

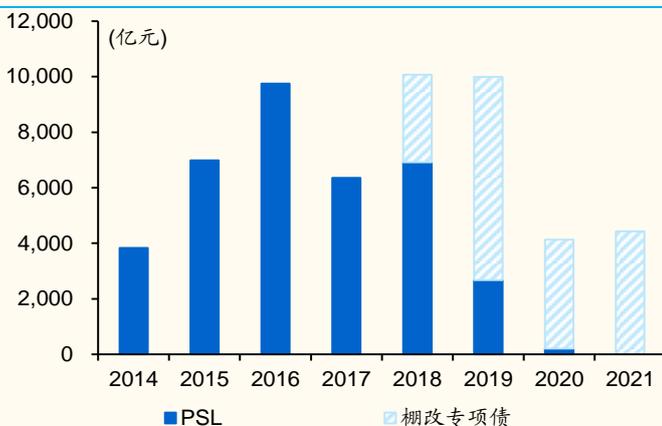
图表 12：国开行、农发行投向绿色等领域贷款较多



来源：国开行、农发行、国金证券研究所

经验显示，部分信贷资源或向地产等领域倾斜；事实上，去年底以来部分政策性银行贷款已陆续投向保障性租赁住房、棚改等。2014-2018年间，为支持大规模棚改推进，单年新增棚改贷款一度超万亿元；随着棚改目标逐步缩量，相关新增融资也明显下滑。大规模棚改后，相关领域新增贷款或减少，事实上，去年底以来国开行向地产领域提供融资支持的新闻案例有所增多，但更多为老旧小区改造、保障性住房贷款等。

图表 13：PSL 助力棚改推进



来源：Wind、国金证券研究所

图表 14：去年底以来，国开行信贷支持棚改、旧改等

时间	贷款用途	规模	具体内容
2022年5月	城镇老旧小区改造	2.2亿元	国家开发银行倾心倾力支持延安革命老区振兴发展，及时向老北关老旧小区改造(小区)提升改造项目提供贷款2.2亿元...
2022年4月	棚户区改造	14亿元	国家开发银行主动靠前融资政策...协助地方政府完善拆迁安置方案、做好拆迁补偿和居民安置等工作，提供授信支持48亿元...
2022年3月	保障性住房贷款	66.5亿元	在支持山东保障性住房建设方面，发放各类保障性住房贷款66.5亿元，其中，向山东省首个保障性租赁住房项目——济南新旧动能转换起步区租赁住房项目授信7亿元，发放首笔贷款1.3亿元。
2021年12月	城镇老旧小区改造	授信55亿元	国家开发银行福建分行为宁德城市更新项目成功授信55亿元，规划更新宁德环金溪球堂等3个片区，实施沿老城区主干道26个老旧小区及小东门花样街区改造...
2021年11月	保障性住房贷款	225亿元	国家开发银行陕西分行：把牢“四严”标尺，实现“三曲”协奏，全力支持保障性住房建设，截至10月底，实现公租房、老旧小区改造等领域授信超过539亿元，发放贷款225亿元。
2021年10月	城镇老旧小区改造	3亿元	国开行双管齐下，向西安市长安区老旧小区综合提升改造项目授信承诺6.5亿元，已实现贷款发放3亿元...
2021年9月	城镇老旧小区改造	授信166亿元	国家开发银行开发银行宁波分行党委“保障民生需求办实事”，目前，已完成海曙区孝闻片区、鄞州中河工业未来社区、镇海区庄老街、姜山未来社区等项目授信166亿元，近万户居民住房条件将得到显著改善。

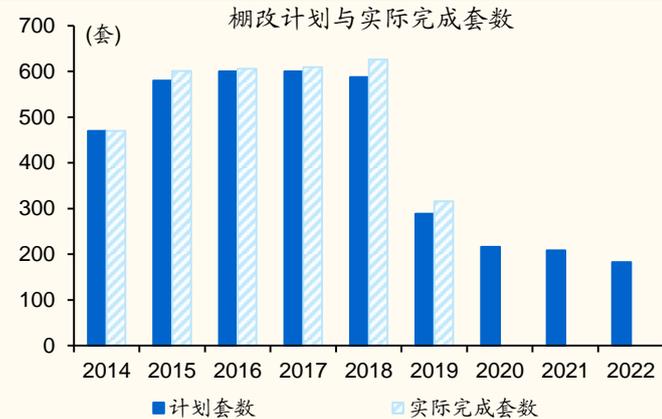
来源：政府网站、Wind、国金证券研究所

¹除特别说明，本文三大政策性银行指的是国开行、农发行和进出口行。

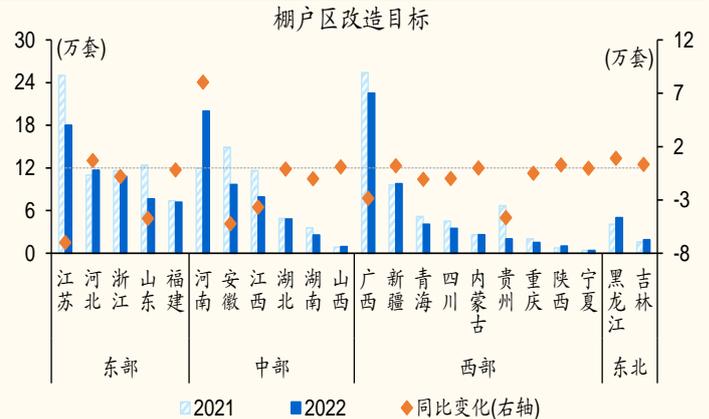
受限于项目杠杆及棚改空间等，政策性金融机构发力对基建投资、地产托底的影响还需跟踪，关注结构发力亮点。金融工具重点投向的项目并非完全为基建，叠加撬动杠杆或取决于项目质量等，对基建拉动或相对有限。同时，经历上一轮大规模棚改后，全国棚改总体空间或早已明显消化，部分省市棚改投入增加或助力当地地产市场平稳。虽然政策性金融机构发力对总量需求提振或相对有限，但从下半年贷款投向来看，制造业、科技创新、绿色领域等结构亮点或值得关注（详情参见《基建“稳增长”，常见误区》、《棚改“2.0”时代》）。

图表 15: 2018 年后，棚改目标明显缩量

图表 16: 多数省市棚改目标减少，河南等有所增加



来源: Wind、国金证券研究所



来源: 政府网站、国金证券研究所

图表 17: 国开行、农发行下半年贷款投向制造业、科技创新、绿色领域等较多

2022年下半年贷款投向	
国开行	做好基础设施基金投放运营各项工作，尽快形成实物工作量；持续加大对制造业、科技创新、产业链供应链安全稳定支持；做好能源保供、区域协调发展、乡村振兴、保障和改善民生、绿色低碳、高水平对外开放等领域金融服务。
农发行	守住保障国家粮食安全和不发生规模性返贫两条底线；坚持不懈服务乡村振兴六大领域；突出支持水利建设、农村路网建设、耕地保护建设、以县城为重要载体的城镇化建设、清洁能源发展和国家储备林建设。

来源: 国开行、农发行、国金证券研究所

经过研究，我们发现：

- （1）近期，政策性金融机构、作为广义财政重要补充，服务“稳增长”的关注度上升；为支持政策性银行发挥相关职能，政策性金融债、PSL、专项建设债券等为补充资金的主要途径。
- （2）回溯历史，经济下行压力较大的阶段，政策性银行主动扩表进行逆周期调节，为重点领域提供融资支持；不同阶段支持领域不同，从传统基建和棚改、转向新基建等，实现实体经济平稳过渡的同时助力经济转型。
- （3）年中以来，调增政策性银行信贷额度、发行金融债券等陆续落地，投向基建、科技创新等领域，部分信贷或向地产等领域倾斜；受限于项目杠杆及棚改空间等，政策性金融机构发力对基建投资、地产托底的影响还需跟踪。

风险提示:

- 1、**政策效果不及预期。**债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放，资金滞留在金融体系；疫情潜在反复风险，对项目开工、生产经营活动等的抑制。
- 2、**疫情反复。**变异毒株加大防控难度，不排除疫情局部反复的可能。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402