

“政策半月谈”系列之六

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

两会前瞻：“新”周期“新”看点

一年一度的全国“两会”即将召开，今年“两会”可能有哪些新看点值得关注？系统梳理，可供参考。

看点一：新周期的“新思路”。政策站位更高，稳增长或更加注重产业“超前”投资

全国“两会”通常延续中央经济工作会议经济定调，2022年底中央经济工作会议虽仍对经济预判偏谨慎、但定调更为积极、政策站位更高。相较2022年政府工作报告，年底的中央经济工作会议对国内经济依然强调“三重压力”，对外部环境的担忧有所增加，不同的是，年底的中央经济工作会议在党换届完成、“第二个百年”开局时点召开，对2023年定位更高，提出“为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步”，“推动经济运行整体好转”等目标。

与过往不同，当下稳增长政策思路更注重引导产业“超前”投资。2022年底，中央经济工作会议明确提出“狠抓传统产业改造升级和战略性新兴产业培育壮大”等；部委与地方亦积极响应，密集出台产业支持政策。稳增长思路转变下的经济修复，或带来不同于过往的表征；产业“超前”投资部分对冲地产链的弹性不足，使得周期波动弱化，叠加疫后修复“疤痕效应”、政治周期新起点等，经济可能迎来持续两年的营商环境修复、呈现温和复苏。

看点二：政策发力的“新信号”。财政加力或主要由中央加大支持，强化地方债务等风险化解

稳增长加码或仍需财政兜底，财政收支承压下，或通过优化组合赤字、专项债、贴息等保持支出强度；中央或加大财政支持，赤字率或可提升至3%以上。2023年财政“加力”，预算内或主由中央加大支持力度，赤字率或可抬升至3%以上；预算外“准财政”或可进一步提升支持力度；地方债分配或进一步优化，进而提升资金使用效率。同时，货币政策更加注重“精准有力”，结构性贷款等增量工具或仍将续力，疏通信用传导。

稳地产、化解地方债务风险是当前防风险政策重点。2022年下半年以来，“金融16条”、地产“三支箭”等政策接连出台，或指向稳地产、“保交楼”成为防范风险、安全发展的重要一环。同时，地方债务风险化解也是当前重点，地产行业企稳、地方化债支持力度加大虽能短期缓解地方债务风险；但长期来看，城镇化进入后半程与人口增长回落下，地方债务化解之道或更多在于加快地方产业发展、培育稳固的地方财税收入等。

看点三：政府工作报告外的增量信息。换届之年，总理记者会、“部长通道”等亦值得关注

本届全国“两会”正处政府换届之年，国家机构和全国政协新班子将于两会选举产生，新任总理也将召开记者会，阐述重要政策安排。根据以往经验，本届“两会”将于会议开始后的第10天左右选举新一届领导班子。此外，人大会议闭幕后，新任总理将就重点问题答中外记者问；例如，2013年总理在中外记者见面会上，回答了新任领导班子的施政目标、后续改革推进着力点、城镇化问题等市场关切问题。

全国“两会”期间的“部长通道”采访活动，及“两会”后首次召开的国常会与部委“两会”学习会议，是观察新任领导班子工作思路的重要窗口，值得追踪。2022年全国两会“部长通道”采访活动中，发改委、财政部等多部委就当年工作规划做出补充阐述；“两会”后，国常会就稳市场主体保就业政策、重点领域改革等措施逐一分解重点工作，各部委“两会”学习会亦对政策规划部署具体任务。此外，全国金融工作会议等或在“两会”后召开；届时关于加强金融监管、深化金融改革、防范金融风险等政策或需密切关注。

风险提示：疫情反复，数据统计存在误差或遗漏。

内容目录

1、两会前瞻：“新”周期“新”看点.....	3
1.1、 看点一：新周期的“新思路”.....	3
1.2、 看点二：政策发力的“新信号”.....	5
1.3、 看点三：“两会”外的增量信息.....	7
2. 附录：历年全国“两会”政策对比.....	10
风险提示.....	10

图表目录

图表 1： 全国“两会”定调通常延续中央经济工作会议.....	3
图表 2： 2022 年下半年以来中央对产业发展重视提升.....	4
图表 3： 制造业中长贷增速抬升至 2022 年底的 36.7%.....	4
图表 4： 2023 年产业、基建类重大项目数量占比提升.....	4
图表 5： 2023 年初专项债重点投向市政产业园等领域.....	4
图表 6： 2022 年底地方换届基本完毕.....	5
图表 7： 2023 年各地“新春第一会”主题.....	5
图表 8： 2023 年财政政策“加力提效”的五个方面.....	5
图表 9： 2023 年预算内加力或依赖中央加杠杆.....	5
图表 10： 2023 年地方债提前批下达更早、额度更高.....	6
图表 11： 东部 2023 年提前批专项债额度占比抬升.....	6
图表 12： 2022 年底部分结构性货币政策工具使用进度.....	6
图表 13： 设备更新改造再贷款实施细节.....	6
图表 14： “金融 16 条”推出旨在稳地产、保交楼等.....	7
图表 15： 2022 年土地出让收入拖累地方政府性基金.....	7
图表 16： 2022 年地方加大产业发展支持力度.....	7
图表 17： 多地 2023 年经济工作会议强调加快产业升级.....	7
图表 18： 2013 年全国“两会”议程.....	8
图表 19： 2013 年新任总理答记者问.....	8
图表 20： 2022 年“两会”期间各部委解读当年规划.....	8
图表 21： “两会”后，国常会与部委学习会值得关注.....	9
图表 22： 历次全国金融工作会议主题.....	9
图表 23： 历年全国“两会”政府工作目标对比.....	10

1、两会前瞻：“新”周期“新”看点

一年一度的全国“两会”即将召开，今年“两会”可能有哪些新看点？本文系统梳理，可供参考。

1.1、看点一：新周期的“新思路”

全国“两会”通常延续中央经济工作会议经济定调，2022年底中央经济工作会议虽仍对经济预判偏谨慎、但定调更为积极、政策站位更高。相较2022年初全国“两会”发布的政府工作报告，年末中央经济工作会议对国内经济依然强调“三重压力”，对外部环境的担忧有所增加，但不同的是，本次中央经济在党换届完成、“第二个百年”开局时点召开，对2023年政策站位更高，提出“为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步”，“推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长”等。

图表1：全国“两会”定调通常延续中央经济工作会议

	2021年底中央经济会议	2022政府工作报告	2022年底中央经济会议
经济形势	经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力……外部环境更趋复杂严峻和不确定……我国经济韧性强，长期向好的基本面不会改变。	风险挑战明显增多，必须爬坡过坎	经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大，外部环境动荡不安……经济韧性强、潜力大、活力足，各项政策效果持续显现， 明年经济运行有望总体回升
目标	着力 稳定宏观经济大盘 ，保持经济运行在合理区间，保持社会大局稳定	着力 稳定宏观经济大盘 ，保持经济运行在合理区间，保持社会大局稳定	推动 经济运行整体好转 ，实现质的有效提升和量的合理增长，为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步
政策基调	坚持 稳中求进 工作总基调	要把 稳增长 放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革	坚持稳字当头、稳中求进
财政政策	提升效能 ，更加注重精准、可持续	提升效能	加力提效
货币政策	灵活适度 ，保持流动性合理充裕	加大稳健的货币政策实施力度	精准有力
扩内需战略	实施好扩大内需战略，增强发展内生动力	坚定实施扩大内需战略，推动消费持续恢复，增强消费意愿；积极扩大有效投资，切实发挥投资关键作用	着力扩大国内需求，把 恢复和扩大消费 摆在优先位置
产业政策	着力畅通国民经济循环， 突破供给约束堵点 ，打通生产、分配、流通、消费各环节	促进产业优化升级， 突破供给约束堵点 ，依靠创新提高发展质量	发展和安全并举，加快 建设现代化产业体系
科技政策	实施科技体制改革三年行动方案，强化企业创新主体地位	深入实施创新驱动发展战略，提升科技创新能力，加大企业创新激励力度	聚焦自立自强，有力统筹教育、科技、人才工作
对外开放	扩大 高水平 对外开放，激活发展动力	以 高水平 开放促进深层次改革、推动高质量发展	推进 高水平 对外开放，提升贸易投资合作质量和水平
区域政策	增强发展的 平衡性协调性	推进 区域协调发展	深入实施 区域重大战略和区域协调发展战略
乡村振兴	全面推进 乡村振兴 ，提升新型城镇化建设质量	扎实稳妥推进农村改革发展	全面推进乡村振兴，坚决防止出现规模性返贫
社会保障政策	兜住兜牢民生底线	切实保障和改善民生 ，加强和创新社会治理	兜牢民生底线
就业政策	强化就业优先导向	强化就业优先政策	落实落细就业优先政策，把 促进青年特别是高校毕业生就业工作 摆在更加突出的位置
地产政策	因城施策促进房地产业 良性循环和健康发展	继续保障好群众住房需求， 促进良性循环和健康发展	确保房地产市场平稳发展，因城施策，推动房地产业向 新发展模式 平稳过渡
防风险	防范化解重大风险， 稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹	防范化解重大风险， 稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹	有效防范化解重大经济金融风险，防止形成区域性、系统性金融风险

来源：政府网站、国金证券研究所

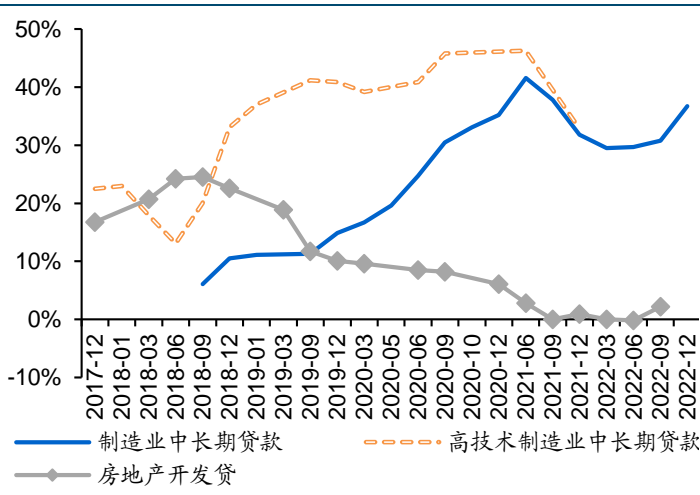
与过往不同，本轮稳经济顶层思路为政策引导产业“超前”投资，推动经济温和复苏。2022年下半年以来，中央对产业发展重视升级，中央经济工作会议明确提出“狠抓传统产业改造升级和战略新兴产业培育壮大”等；各部委与地方亦积极响应，除了密集出台产业支持政策，多部委2023年工作会议重点强调要加大对产业的支持力度。信贷对产业支持也明显加力，2022年制造业中长期贷款增速持续在30%以上，高于全口径中长贷的14.7%，高技术制造业更为突出。项目层面，2023年地方重大项目与专项债项目亦更多为产业发展及配套设施领域。（详见《新时代“朱格拉周期”：产业政策源动力》）

图表2: 2022年下半年以来中央对产业发展重视提升

时间	会议/文章	主要内容
2022/7/30	中央政治局会议	要 强化科技创新和产业链供应链韧性 , 要统筹有序做好碳达峰、碳中和工作。
2022/8/18	国常会	建立 新能源汽车产业发展协调机制 , 坚持用市场化办法, 促进整车企业优胜劣汰和配套产业发展, 推动全产业链提升竞争力 。
2022/9/6	中央全面深化改革委员会第二十七次会议	健全 关键核心技术 攻关新型举国体制, 重点研发具有先发优势的关键技术和引领未来发展的 基础前沿技术 。
2022/9/7	国常会	支持经济社会发展薄弱领域 设备更新改造 , 对..... 新型基础设施、产业数字化转型 和中小微企业、个体工商户等设备购置和更新改造新增贷款。
2022/11/9	世界互联网大会	习近平强调, 中国愿同世界各国一道, 携手走出一条 数字资源共建共享、数字经济活力迸发 ...数字合作互利共赢的 全球数字发展道路 , 加快构建网络空间命运共同体 。
2022/11/14	《把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来》	适应新一轮科技革命和产业变革大趋势, 推动新产业、新技术、新产品、新业态发展 , 以新供给创造新需求, 形成经济发展不竭动力。
2022/11/18	亚太经合组织第二十九次领导人非正式会议	构建更加紧密的区域产业链供应链 , 推进贸易和投资自由化便利化; 加强经济技术合作, 加速 数字化绿色化 协同发展, 推进 能源资源、产业结构、消费结构 转型升级, 推动经济社会绿色发展。
2022/12/6	中央政治局会议	产业政策要发展和安全并举... 要加快建设现代化产业体系 , 提升产业链供应链韧性和安全水平。
2022/12/16	中央经济工作会议	狠抓传统产业改造升级和战略性新兴产业培育壮大 , 着力补强产业链薄弱环节, 在落实碳达峰碳中和目标任务过程中锻造新的产业竞争优势。推动“科技-产业-金融”良性循环。

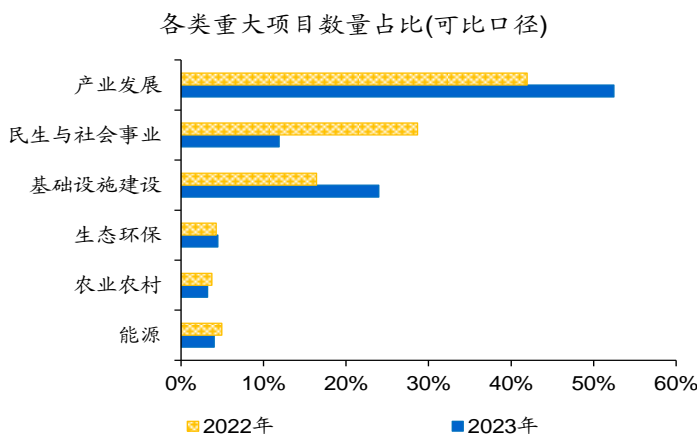
来源: 政府网站, 国金证券研究所

图表3: 制造业中长期贷款增速抬升至2022年底的36.7%



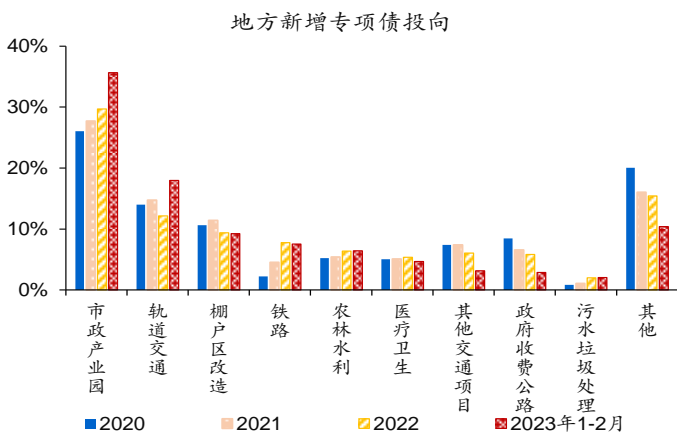
来源: 人民银行, Wind, 国金证券研究所

图表4: 2023年产业、基建类重大项目数量占比提升



来源: 各地政府网站, 国金证券研究所

图表5: 2023年初专项债重点投向市政产业园等领域



来源: 各地政府网站, 国金证券研究所

稳增长思路切换, 或带来不同于过往的表征, 经济可能会迎来持续两年的营商环境修复、温和复苏。思路转变下的经济修复, 或与过往大为不同; 产业“超前”投资部分对冲地产链的弹性不足, 或使得经济周期波动弱化; 叠加疫后修复的“疤痕效应”、政治周期新起点、新一轮地方“锦标赛”开启等, 预期整体经济可能迎来持续两年的营商环境修复、呈温和复苏态势。

图6: 2022年底地方换届基本完毕

地区	省份	省(市)委书记是否近年新任	省(市)委书记新任时间	省(市)长是否近年新任	省(市)长新任时间	地区	省份	省(市)委书记是否近年新任	省(市)委书记新任时间	省(市)长是否近年新任	省(市)长新任时间
西部	四川	是	2022.4	是	2021.2	中部	江西	是	2022.12	是	2022.1
	云南	是	2021.1	是	2021.1		山西	是	2022.12	是	2023.1
	内蒙古	是	2022.4	是	2021.9		安徽	是	2021.9	是	2021.2
	广西	是	2021.10	是	2021.1		湖北	是	2022.3	是	2021.5
	陕西	是	2022.11	是	2023.1		湖南	是	2022.1	是	2021.1
	贵州	是	2022.12	是	2021.1	河南	是	2021.5	是	2021.6	
	西藏	是	2021.10	是	2022.4	上海	是	2022.10	否	-	
	重庆	是	2022.12	是	2022.1	河北	是	2022.4	是	2022.1	
	宁夏	是	2022.3	是	2022.6	天津	是	2022.12	是	2022.7	
	新疆	是	2021.12	是	2022.1	福建	是	2022.11	是	2022.1	
东北	青海	是	2023.1	是	2022.5	广东	是	2022.10	是	2022.1	
	甘肃	是	2022.12	是	2021.1	浙江	是	2022.12	是	2022.1	
	黑龙江	是	2021.10	是	2023.1	海南	否	-	是	2021.1	
	辽宁	是	2022.11	是	2022.1	山东	是	2022.12	是	2021.10	
	吉林	否	-	是	2021.1	江苏	是	2023.1	是	2022.1	
						北京	是	2022.11	是	2023.1	

图7: 2023年各地“新春第一会”主题

主题	省份	具体内容
高质量发展	北京	把恢复和扩大消费摆在优先位置; 狠抓投资调度, 压在推进市区重大项目开工建设; 开展好自贸试验区提升行动; 认真落实数字经济促进条例, 促进平台企业持续健康发展。
	天津	扎实做好就业、医疗、养老等工作, 聚焦保健康、防重症做好疫情防控; 加强经济运行调度, 抓项目促投资, 挖潜促消费, 推动经济运行整体好转确保一季度开门红、全年度开局新。
	江苏	要引导预期, 提振信心, 推动稳经济一揽子政策举措落地见效; 要全力以赴项目建设, 千方百计招商引资实施高水平项目, 抓紧推进“十脖子”技术攻关, 抓好在建项目接续推进。
	河南	强化助企纾困政策落实, 全力加快重大项目, 促进消费市场尽快恢复苏醒, 支持企业早复工复产达产, 积极招引高能级产业项目, 推动各项工作开好局、起好步。
	广东	凝心聚力推动重大项目加快建设; 加快建设制造强省、科技创新强省; 举全省之力推进实施“百千万工程”; 引入更多金融“活水”赋能实体经济; 积极支持人民群众刚性和改善性住房需求。
	陕西	研究高质量项目建设、优化营商环境、乡村振兴、政府投资引导基金管理等工作, 围绕开展高质量项目推进年、营商环境突破年、干部作风能力提升年活动, 精心做好全年工作谋篇布局。
	河北	一要持续优化营商环境, 二要持续优化营商环境, 三要持续优化营商环境, 四要持续优化营商环境, 五要持续优化营商环境。
优化营商环境	吉林	一要优化营商环境, 二要优化营商环境, 三要优化营商环境, 四要优化营商环境, 五要优化营商环境。
	上海	要把优化营商环境摆在上海现代化建设的突出位置; 要发挥政策对优化营商环境的支持作用; 要紧紧围绕市场化、法治化、国际化方向, 切实抓好优化营商环境行动方案各项任务举措的落实; 要用好数字化手段为优化营商环境赋能。
	浙江	要迅速行动起来, 盯住重点企业、重点园区、重点环节, 深入研究分析, 分类精准施策, 及时解决相关问题; 要抓好项目建设工作, 推动形成更多实物工作量, 继续加大招商引资, 为发展提供有力支撑。
重大项目建设	福建	要聚焦固定资产投资增速、产业投资占比、民间投资占比等; 继续大抓招商引资, 贯彻新发展理念, 发挥好园区集聚作用, 培育产业集群; 要进一步加强土地、环保、电力、交通等方面的服务保障, 加大对各地各部门招商引资、重大产业项目建设情况的考核奖励力度, 开展“比学赶超”活动。
	云南	要聚力推进创新深化, 加快打造高水平创新型省份; 以超常力度一体建设教育科技人才强省; 以非凡力度激发全省域文化创新活力; 要聚力推进改革攻坚, 加快打造高质量发展先行省; 要聚力推进开放提升, 加快打造高能级开放之省。
推进创新深化	浙江	

来源: 各地政府网站, 国金证券研究所

来源: 各地政府网站, 国金证券研究所

1.2、看点二: 政策发力的“新信号”

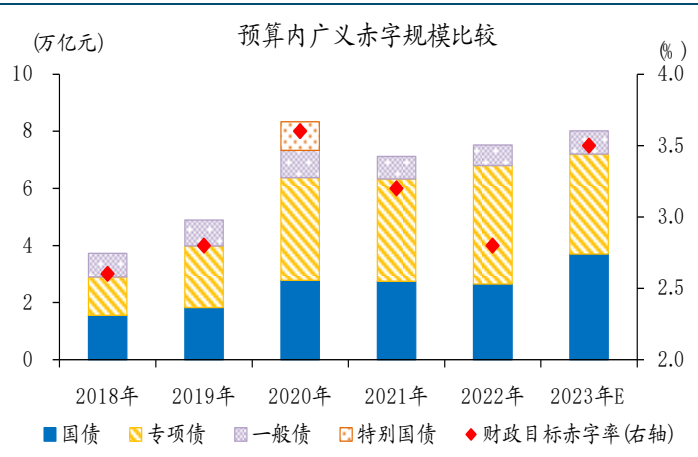
稳增长加码或仍需财政兜底, 财政收支承压下, 或通过优化组合赤字、专项债、贴息等保持支出强度。考虑到地方债务压力对专项债加码的掣肘, 2023年财政“加力”, 预算内或主由中央加大支持力度, 赤字率或可抬升至3%以上; 预算外“准财政”或可进一步提升支持力度; 地方债或仍保持一定强度, 但分配进一步优化, 进而提升资金使用效率。除了“加力”保持必要支出强度外, 2023年财政政策“提效”重点或在完善税费支持政策、优化支出结构等; 财政资金或向基建、产业等重点领域倾斜, 助力新时代“朱格拉周期”开启。(详见《财政由谁“加力”、在哪“提效”?》)

图8: 2023年财政政策“加力提效”的五个方面

主题	2023年工作会议	2022年工作会议
财政政策	总基调: 积极的财政政策要加力提效, 更直接更有效发挥积极财政政策作用。	总基调: 积极的财政政策提升效能, 更加注重精准、可持续。
	完善税费支持政策, 根据实际情况, 该延续的延续, 该优化的优化, 着力纾解企业困难。	实施更大力度减税降费, 增强市场主体活力。
	加强财政资源统筹, 优化组合财政赤字、专项债、贴息等工具, 适度扩大财政支出规模, 为落实国家重大战略任务提供财力保障。	保持适当支出强度, 提高支出精准度。
	大力优化支出结构, 坚持有保有压, 积极支持科技攻关、乡村振兴、区域重大战略、教育、基本民生、绿色发展等重点领域, 从严控制一般性支出, 不断提高支出效率。	合理安排地方政府专项债券, 保障重点项目建设。
	均衡区域间财力水平, 持续增加中央对地方转移支付, 健全县级财力长效保障机制, 促进基本公共服务均等化。	加大中央对地方转移支付, 兜牢基层“三保”底线。
-	坚持党政机关过紧日子, 节俭办一切事业。	
严肃财经纪律, 严格财政收支规范管理, 坚决制止违法违规举债行为, 切实防范财政风险。	严肃财经纪律, 整顿财经秩序。	

来源: 政府网站, 国金证券研究所

图9: 2023年预算内加力或依赖中央加杠杆



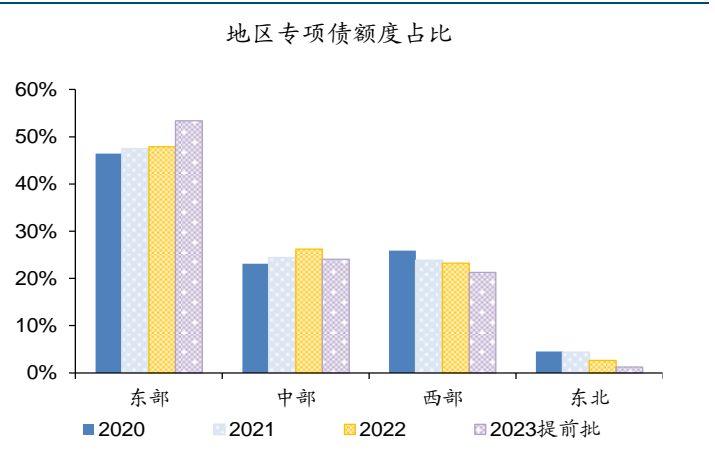
来源: 政府网站, Wind, 国金证券研究所

图表10: 2023年地方债提前批下达更早、额度更高

时间	批次	每批次下达额度(亿元)		累计下达额度(亿元)	
		一般债	专项债	一般债	专项债
2019年	2018年12月 第1批	5800	8100	5800	8100
	2019年3月 第2批	3500	13400	9300	21500
2020年	2019年11月 第1批	0	10000	0	10000
	2020年2月 第2批	5580	2900	5580	12900
	2020年4月 第3批	0	10000	5580	22900
	2020年7月 第4批	4220	12600	9800	35500
	2020年11月 第5批	0	2000	9800	37500
2021年	2021年3月 第1批	5880	17700	5880	17700
	2021年5月 第2批	2120	16976	8000	34676
2022年	2021年12月 第1批	3300	14600	3300	14600
	2022年3月 第2批	-	19900	-	34500
2023年	2022年11月 第1批	4320	21900	4320	21900

来源: 政府网站, 国金证券研究所

图表11: 东部2023年提前批专项债额度占比抬升



来源: 各地政府网站, 国金证券研究所

货币政策或与财政政策加强协调配合, 更加注重“精准有力”, 结构性贷款等增量工具或加大投放力度。2022年四季度, 设备更新改造再贷款也在中央财政贴息支持下, 有效降低贷款主体实际成本至0.7%以下。2023年, 政策强调“结构性货币政策要继续做好‘加法’”下, 部分工具已延续实施, 结构性货币政策工具等或仍将续力, 疏通信用传导。(详见《新时代“朱格拉周期”: 来自资金的线索》)

图表12: 2022年底部分结构性货币政策工具使用进度

工具名称	支持领域	发放对象	利率(1年期)/激励比例	额度(亿元)	余额(亿元)	
长期性工具	支农再贷款	涉农领域	农商行、农合行、农信社、村镇银行	2%	7600	6004
	支小再贷款	小微企业、民营企业	城商行、农商行、农合行、村镇银行、民营银行	2%	16400	14171
	再贴现	涉农、小微和民营企业	具有贴现资格的银行业金融机构	2%(6个月)	7050	5583
阶段性工具	普惠小微贷款支持工具	普惠小微企业	地方法人金融机构	2%(激励)	400	213
	碳减排支持工具	清洁能源、节能减排、碳减排技术	21家全国性金融机构	1.75%	8000	3097
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	3000	811
	科技创新再贷款	科技创新企业	21家全国性金融机构	1.75%	4000	2000
	普惠养老专项再贷款	浙江、江苏、河南、河北、江西试点、普惠养老项目	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	400	7
	交通物流专项再贷款	道路货物运输经营者和中小微物流(含快递)企业	工农中建交、邮储、农发行	1.75%	1000	242
	设备更新改造再贷款	制造业、社会服务领域和中小企业、个体工商户	21家全国性金融机构	1.75%	2000	809
保交楼贷款支持计划	保交楼项目	工农中建交、邮储	0%	2000	0	

来源: 中国人民银行、国金证券研究所

图表13: 设备更新改造再贷款实施细节

	设备更新改造专项再贷款
发布时间	2022年9月28日
目的	人民银行设立设备更新改造专项再贷款, 向金融机构提供低成本资金, 引导金融机构在自主决策、自担风险的前提下, 向制造业等领域发放贷款支持设备更新改造。
支持领域	专项再贷款政策支持领域为教育、卫生健康、文旅体育、实训基地、充电桩、城市地下综合管廊、新型基础设施、产业数字化转型、重点领域节能降碳改造升级、废旧家电回收处理体系等10个
发放对象	设备更新改造专项再贷款的发放对象包括国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、中国邮政储蓄银行、股份制商业银行等21
实施细节	对制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等第四季度更新改造设备, 支持银行以不高于3.2%利率投放中长期贷款。人民银行按贷款本金的100%予以专项再贷款。再贷款额度2000亿元, 期限1年、可展期两次。落实已定中央财政贴息2.5%政策, 2022年第四季度内更新改造设备的贷款主体实际贷款成本不高于0.7%。

来源: 中国人民银行、国金证券研究所

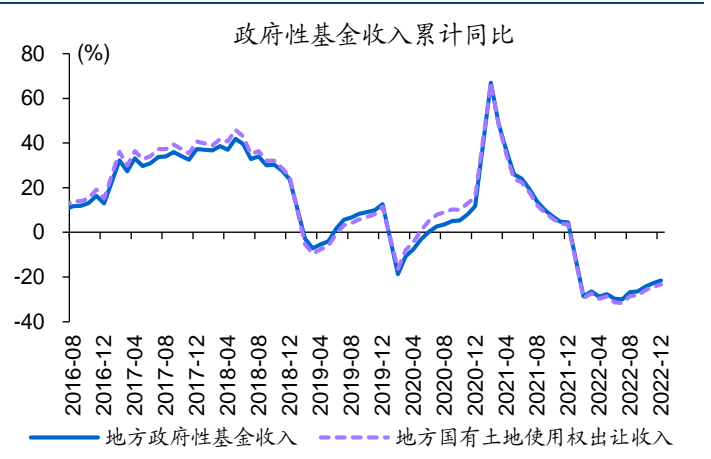
稳地产、化解地方债务风险是当前防风险政策重点。2022年下半年以来, “金融16条”、地产“三支箭”等政策接连出台, 或指向稳地产、“保交楼”成为防范风险、安全发展的重要一环。同时, 地方债务风险化解也是当前重点, 地产行业企稳、地方化债支持力度加大虽能短期缓解地方债务风险; 但长期来看, 城镇化进入后半程与人口增长回落下, 地方债务化解之道或更多在于加快地方产业发展、培育稳固的地方财税收入等。

图表14: “金融16条”推出旨在稳地产、保交楼等

主题	具体措施
保持房地产融资平稳有序	1. 稳定房地产开发贷款投放, 鼓励金融机构重点支持资质良好的房地产企业稳健发展... 支持项目自主发行和续借融资, 强化资金审批, 放款全流程管理
	2. 支持个人住房贷款合理需求, 因城施策实施差异化住房信贷政策... 鼓励金融机构合理确定个人住房贷款具体首付比例和利率水平... 支持金融机构优化都市圈住房金融服务
	3. 稳定建筑企业信贷投放, 鼓励金融优化建筑企业信贷服务, 保持建筑企业信贷连续稳定
	4. 支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期, 鼓励金融机构与房地产企业基于商业性原则自主协商, 积极通过存量贷款展期、调整还款安排等方式予以支持...
积极做好“保交楼”金融服务	5. 保持债券融资基本稳定, 支持优质房地产企业发行债券融资, 推动专业信用增进机构为面临短期困难的房地产企业债券发行提供增信支持... 鼓励债券发行人与持有人提前做好偿债兑付资金安排
	6. 保持住房租赁金融产品融资稳定, 鼓励信托等资管产品支持房地产合理融资需求, 鼓励信托公司等金融机构加快业务转型, 按市场化、法治化原则支持房地产企业和项目的合理融资需求...
积极配合做好因房地产企业风险处置	7. 支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款, 支持国家开发银行、农业发展银行向经营核算合规的借款主体发放“保交楼”专项借款, 封闭运行, 专款专用
	8. 鼓励金融机构提供配套融资支持, 推动化解未交楼个人住房贷款风险
依法保障住房金融消费者权益	9. 做好房地产项目融资金融支持, 鼓励商业银行与购房者自主开展协商, 进行展期展期等调整... 金融机构要做好客户解释工作, 引导金融合理分类, 对于恶意逃废金融债务的行为予以处理
	10. 积极探求市场化支持方式, 对于部分已进入司法重整的项目, 金融机构可一企一策协助推进项目复工交付, 鼓励资产管理公司通过担任破产管理人、重整投资人等方式参与项目处置, 支持有条件的金融机构稳妥探索通过设立基金等方式, 化解因房地产企业风险
阶段性调整部分金融管理政策	11. 鼓励依法自主协商延期还本付息, 金融机构可与购房者自主开展协商, 进行展期展期等调整... 金融机构要做好客户解释工作, 引导金融合理分类, 对于恶意逃废金融债务的行为予以处理
	12. 切实保护延期贷款的个人征信权益, 金融机构应按新的还款安排报送信用记录并予以调整... 妥善处置相关征信异议, 依法保护信息主体征信权益
加大住房租赁金融支持力度	13. 延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排... 人民银行、银保监会或人民银行分支机构、银保监会派出机构可以基于银行业金融机构实际情况并视监管评价, 合理延长过渡期
	14. 阶段性优化房地产项目并购融资政策, 鼓励符合条件的房地产企业发行并购贷款... 鼓励金融机构为各类主体收购、改造房地产项目用于住房租赁提供资金支持, 商业银行向持有保障性租赁住房项目认定书的项目发放的有关贷款, 不纳入房地产贷款集中度管理...
	15. 拓宽住房租赁市场多元化融资渠道, 支持住房租赁企业发行信用债和担保债券等直接融资产品, 鼓励商业银行发行支持住房租赁金融债券... 稳步推进房地产投资信托基金(RBIFs)试点

来源: 央行, 银保监会, 国金证券研究所

图表15: 2022年土地出让收入拖累地方政府性基金



来源: Wind, 国金证券研究所

图表16: 2022年地方加大产业发展支持力度

地区	产业突围类				传统升级类				绿色转型类				现代服务类		
	信息技术及应用	新能源汽车	高端制造	新材料	农牧业	中医药	采掘业	光伏	风电	抽水蓄能	物流	文旅	养老	职业	
河北	✓							✓	✓					✓	
青海	✓							✓	✓						
山西	✓			✓				✓	✓						
辽宁	✓							✓	✓						
吉林	✓			✓	✓			✓	✓						
甘肃	✓							✓	✓						
贵州	✓							✓	✓						
黑龙江	✓							✓	✓						
江苏	✓							✓	✓						
四川	✓							✓	✓						
云南	✓							✓	✓						
陕西	✓							✓	✓						
安徽	✓							✓	✓						
浙江	✓							✓	✓						
福建	✓							✓	✓						
江西	✓							✓	✓						
山东	✓							✓	✓						
海南	✓							✓	✓						
河南	✓							✓	✓						
湖北	✓							✓	✓						
湖南	✓							✓	✓						
内蒙古	✓							✓	✓						
广西	✓							✓	✓						
西藏	✓							✓	✓						
宁夏	✓							✓	✓						
新疆	✓							✓	✓						
北京市	✓							✓	✓						
天津市	✓							✓	✓						
上海市	✓							✓	✓						
重庆市	✓							✓	✓						

来源: 各地政府网站, 国金证券研究所

图表17: 多地2023年经济工作会议强调加快产业升级

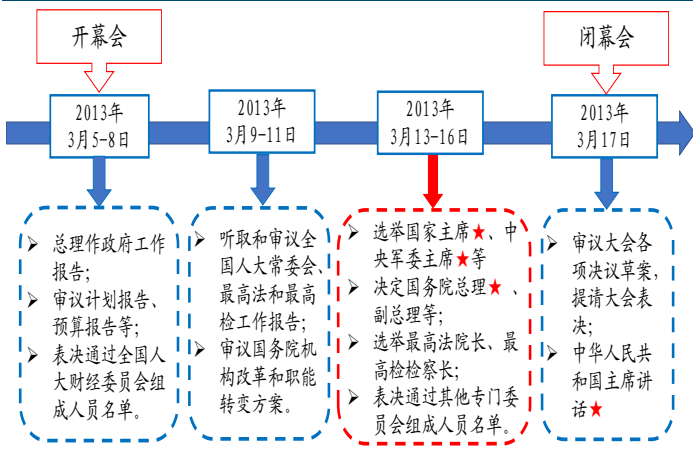
2023年经济工作会议	要点
河南	着力提升产业链供应链韧性和安全水平; 抓实抓细经济运行、改革创新、转型升级、扩大开放、金融服务、乡村振兴、民生改善等各项工作
上海	注重抓重点、抓关键、抓带动性强的工作, 服务重点企业发展, 抓好重大工程建设, 推动重点区域发力; 制造业要持续提质, 推进高端制造业占比稳步提升, 加强关键核心技术攻关, 推动补链固链强链等
陕西	扎实做好明年项目谋划储备, 狠抓项目前期工作, 稳定前期费用投入, 推进“可承诺事项+并联审批+事中事后监管”改革试点, 推动一批高质量项目尽快落地
黑龙江	坚持创新驱动, 把振兴发展的基点放在创新上, 推进创新平台建设, 强化技术攻关, 推动科技成果产业化... 围绕构建“4567”现代产业体系, 突出补链强链延链, 创新招商引资方式, 推动产品向价值链高端延伸
重庆	要全力抓项目扩投资, 把产业项目作为扩投资的重中之重, 建链补链延链强链, 加快提升产业核心竞争力, 做好项目建设服务。要全力稳企业强信心, 积极落实支持市场主体发展等专项政策, 抓紧谋划、及时推出一批消费促进活动, 激发居民消费活力
山西	明确工作重点, 围绕同步推进“两个转型”、能源领域“五个一体化”、建设高标准市场体系、优化营商环境推动市场主体扩量提质... 研究推出一批重大政策举措、重大改革事项、重大民生工程, 聚焦交通、能源、水利、新基建等重点领域, 谋划实施一批跨流域跨区域、打基础利长远的项目工程
河北	围绕稳增长、投资和项目建设、京津冀协同发展、产业转型升级等工作, 谋划实施一批重点项目、重大工程; 要着力保持财政稳定运行, 推动退税减税降费落地见效, 加强预算执行管理, 集中支持重大战略、重大部署、重大项目、重大民生工程落地
湖北	要把明年作为重大项目高质量建设年, 持续发力抓项目扩投资; 聚焦交通、能源、市域、新基建、流域综合治理等重大基础设施建设和光电子信息、新能源与智能网联汽车、生命健康、高端装备、北斗等优势产业发展, 深谋实谋一批打基础、强功能、利长远的大项目好项目
湖南	要充分利用政策窗口期、施工黄金期, 积极服务重大项目建设, 重点抓好三类项目, 努力形成更多实物工作量; 要加大力度健康产业发展谋划推进; 要加快推进以县城为重要载体的城镇化建设...
贵州	会同各地、各有关部门精心谋划储备一批投资体量大、带动作用强、储备质量高、整体效益好的项目, 重点在联网、补网、强链等方面加强重大产业、重点园区配套基础设施项目谋划储备

来源: 各地政府网站, 国金证券研究所

1.3、看点三：“两会”外的增量信息

本届全国“两会”处于换届之年, 国家机构和全国政协新班子将于两会选举产生, 新任总理也将召开记者会, 阐述重要政策安排。根据以往经验, 本届“两会”将于会议开始后的第10天左右选举新一届国家领导人及其他国家机关负责人。此外, 人大会议闭幕后, 新任总理将与中外记者见面并回答提问; 例如, 2013年全国人大闭幕后, 新任总理在中外记者见面会上, 回答了新任领导班子的施政目标、后续改革推进着力点、城镇化问题等市场关切问题。

图表18: 2013年全国“两会”议程



图表19: 2013年新任总理答记者问

问题类型	2013年总理中外记者见面会回答
施政目标	一是 持续发展经济 , 防范通货膨胀, 控制潜在风险; 二是 不断改善民生 , 着力提高城乡居民收入, 持续扩大中等收入群体...; 三是 促进社会公正 , 提高人民满意度。而解决以上三个问题需要 三大保障 , 即 建设创新政府 , 依靠改革开放使经济充满活力; 建设廉洁政府 , 增强政府公信力、执行力和效率; 建设法治政府 , 坚守法制精神。
改革推进着力点	一是 推动经济转型 , 发挥财政、金融、价格改革的杠杆性作用, 推动财政预算制度, 推进利率、汇率市场化改革, 发展多层次资本市场...; 二是 改革收入分配制度 , 缩小城乡差距, 推动社会保障制度的改革, 异地进行医疗、养老保险的包销; 三是 促进社会公正的改革 , 清理有碍社会公正的规则, 推动民营资本进入金融、能源等领域...
城镇化	城镇化是现代化的 必然趋势 , 不仅可以带动消费和投资需求, 创造更多就业机会, 而且能富裕农民、造福人民。当前强调以 人为核心的新型城镇化 ...更重要的是, 新型城镇化必须与 农业现代化 相辅相成, 保住耕地红线, 保障粮食安全。

来源: 政府网站, 国金证券研究所

来源: 政府网站, 国金证券研究所

全国“两会”期间, 各部委会就当年规划答记者问, 对政府工作报告披露的政策方针形成补充。2022年全国两会“部长通道”采访活动中, 发改委、财政部等多部委就当年工作规划做出具体解读; 发改委围绕最新经济增速目标、“双碳”政策落地情况、稳投资具体方法做出解答; 财政部详细阐述政府工作报告中多次提及的“减税降费”政策, 强调力度空前, 表明着重支持小微企业与制造业等; 工信部则重点回应5G发展情况、“专精特新”具体支持政策规划等。

图表20: 2022年“两会”期间各部委解读当年规划

日期	部委	主题	具体内容
2022/3/5	发改委	经济形势、“双碳”政策落地情况、稳投资相关工作	关于 经济形势 , 肯定过往成就和发展韧性, 指出经济发展的支撑因素, 即抗疫经验、推动高质量发展等理念和减税降费等政策措施; 关于 “双碳”政策落地情况 , 强调此项决策的重大战略地位, 汇报推进情况, 即加快完成顶层设计和全面推进顶层设计落实; 关于 稳投资工作 , 重点关注精准把握投资重点、多渠道筹集资金和狠抓项目落地实施。
	财政部	财政政策及支出强度、减税降费政策	关于 支出强度 , 指出财政赤字率的下调不会降低全国一般公共预算支出强度, 相反会有所提高; 关于 减税降费政策 , 突出2022年特色, 即规模最大、聚焦制造业和小微企业、采取增值税的留抵退税、帮助地方缓解减收压力。
	农业农村部	粮食生产形势、耕地保护、脱贫攻坚工作	关于 粮食生产形势 , 认识生产困难, 强调政策支持力度; 关于 耕地保护 , 表示以保面积为核心, 采取管数量、提质量等系列措施; 关于 脱贫攻坚工作 , 强调健全完善防止返贫动态监测帮扶机制、抓住产业就业和加大重点区域领域的帮扶力度。
2022/3/7	外交部	中国外交政策和对外关系	就乌克兰危机、中美关系、“一带一路”、全球发展倡议、中日关系等话题进行回答。
2022/3/8	科技部	科技政策落地、强化企业创新主体、科技领域开放合作	关于 科技政策落地 , 表示将从综合集成和系统部署、抓重点、各方形成合力三方面来抓落实; 关于 企业创新 , 肯定企业在创新能力和水平上的突出贡献, 指出企业成为科技创新主体的相关工作, 需要大型企业牵好头, 中小企业培养专长; 关于 科技开放合作 , 强调对外开放的重要性, 并表示未来科技开放合作仍将走在前列。
	工信部	工业经济运行情况、制造业相关要求落实、5G发展、专精特新	关于 制造业 , 肯定其迅速发展, 表示将通过加大制造业投入力度、提升产业集群、发展中小企业来落实要求; 关于 5G发展 , 指出将建设基站, 谋划下一代通信技术; 关于 “专精特新” , 指出将进一步扩大中小企业规模, 完善相关政策。
	水利部	洪涝灾害防控、“十四五”水安全保障规划、河湖长制、国家	关于 “十四五”水安全保障 , 明确规划目的, 确定重点水利任务; 关于 国家水网重大工程 , 详细介绍基本原则和规划重点。

来源: 政府网站, 国金证券研究所

全国“两会”之后, 新任领导班子召开的国常会与部委“两会”学习会是观察新任领导班子工作思路的重要窗口; 此外, 全国金融工作会议等重要会议亦值得关注。2022年“两会”之后, 国常会就稳市场主体保就业政策、推进重点领域改革等措施逐一分解重点工作; 各部委“两会”学习会部署具体任务, 如农业农村部强调抓好春耕春管、粮食生产等工作, 央行提出稳妥推进、尽快完成大型平台整改, 交通运输部提出落实主体责任、适度超前开展交通基建等。此外, 全国金融工作会议等或在“两会”后召开; 届时关于加强金融监管、深化金融改革、防范金融风险等政策需密切追踪。

图表21：“两会”后，国常会与部委学习会值得关注

日期	会议	具体内容
2022年3月12日	农业农村部召开议传达学习习近平总书记在全国两会上的重要讲话精神	会议强调，要迅速把思想和行动自觉统一到两会部署要求上来，真抓实干做好三农工作，包括全力以赴 抓好春耕春管和全年粮食生产、树立大食物观、加强耕地保护建设、抓住产业就业和抓实抓细种业振兴五大行动等。
2022年3月14日	李克强主持召开国务院常务会议，确定《政府工作报告》重点任务分工	一是 密切跟踪 国际局势变化、主要经济体宏观政策、大宗商品市场走势等和对我国的影响，完善应对措施，确保经济增长稳定在合理区间；二是落实 稳市场主体保就业 政策，包括细化增值税留抵退税实施方案、引导金融机构提升中小微企业融资可得性、积极扩大内需等；三是推进 重点领域和关键环节 改革，深化“放管服”改革，推动大众创业、万众创新，加快关键核心技术攻关，高度重视稳外贸稳外资面临的新情况；四是 保障和改善民生 实事，巩固脱贫攻坚成果，加强义务教育、基本医疗等民生保障举措；五是增强各地各部门 紧迫感 。
2022年3月16日	央行传达学习国务院金融委专题会议精神	会议要求把中央经济工作会议精神和全国“两会”部署落到实处， 坚持以经济建设为中心 ，坚持高质量发展，坚持深化改革、扩大开放，坚持市场化法治化原则，坚持保护产权和两个毫不动摇； 货币政策要主动应对 ，新增贷款要保持适度增长，大力支持中小微企业，坚定支持实体经济，保持经济运行在合理区间； 坚持稳中求进 ，防范化解房地产市场风险，稳妥推进并尽快完成大型平台公司整改工作...
2022年3月21日	交通运输部部长李小鹏主持召开部务会	会议强调要 增强系统观念，加强工作统筹 ，不折不扣落实好政府工作报告重点工作任务，推进“十四五”交通运输重大工程项目建设；要 突出抓落实的主体责任 ，逐项细化实化工作举措，确保各项任务有措施、可量化、能落地；要 坚持稳字当头、稳中求进 ，适度超前开展交通基础设施投资...

来源：政府网站，国金证券研究所

图表22：历次全国金融工作会议主题

日期	全国金融工作会议主题	具体措施
1997年11月17-19日	强化人民银行的金融监管职能，大力整章建制，把一切金融活动纳入规范化、法制化轨道	会议审议通过《关于深化金融改革、整顿金融秩序、防范金融风险的通知》； 改革人民银行自身机构 ；批准设立中共中央金融工作委员会； 取消对国有商业银行贷款限额的控制 ；定向 发行特别国债 ，为国有商业银行充实资本金2700亿元；设立信达、华融、长城、东方资产管理公司，接收剥离的不良贷款。
2002年2月5-7日	加强金融监管、深化金融改革、防范金融风险、整顿金融秩序、改善金融服务	会议强调， 加强监管 是金融工作的重中之重；必须把 银行办成现代金融企业 ，推进 国有独资商业银行改革 是整个金融改革的重点； 因地制宜改革农村信用社 ...
2007年1月19-20日	提高金融监管能力，强化金融企业内部监管，保障金融稳定和安全	会议继续提出加强金融监管，推进国有银行改革和农村金融改革、发展证券和保险市场，加强宏观调控等原有议题，同时根据新时期新特点，增加了推进金融业 对外开放 、强调外汇储备管理、发展债券市场等新内容。
2012年1月6-7日	金融服务实体经济，市场配置金融资源，创新与监管相协调，防范化解金融风险，自主渐进安全共赢	会议在原有基础上强调了 金融服务实体经济、防范系统性金融风险 的重要性，提出要规范发展债券市场、金融机构要建立全面审慎的风险管理体系、强化资本管理等。
2017年7月14-15日	金融工作回归本源、优化结构、强化监管、市场导向	会议强调要把主动 防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置 ，推动经济去杠杆，严控地方政府债务增量，加强社会信用体系建设；要 坚定深化金融改革 ，完善现代金融企业制度，加强金融监管协调；要 扩大对外开放 ，深化人民币汇率形成机制改革，推进“一带一路”建设金融创新。

来源：政府网站，国金证券研究所

经过研究，我们发现：

1. 全国“两会”通常延续中央经济工作会议经济定调，2022年底中央经济工作会议虽仍对经济预判偏谨慎、但定调更为积极、政策站位更高。与过往不同，当下稳增长政策思路更重视引导产业“超前”投资，推动温和复苏。
2. 稳增长加码或仍需财政兜底，2023年财政“加力”，预算内或主由中央加大支持力度，预算外“准财政”或可进一步提升支持力度。同时，货币政策更加注重“精准有力”，结构性贷款等增量工具或仍将续力，疏通信用传导。
3. 本届全国“两会”正处政府换届之年，新领导班子将选举产生，新任总理也将召开记者会，阐述重要政策安排；全国“两会”间“部长通道”采访活动，及“两会”后首次的国常会与部委“两会”学习会议，是观察新任领导班子工作思路的重要窗口，值得追踪。

2. 附录：历年全国“两会”政策对比

图表23：历年全国“两会”政府工作目标对比

政府工作目标					
指标	2022年目标	2021年目标	2020年目标	2019年目标	2018年目标
GDP增速	5.5%左右	6%以上	/	6%-6.5%	6.5%左右
CPI增速	3%左右	3%左右	3.5%左右	3%左右	3%左右
城镇新增就业	1100万人以上	1100万人以上	900万人以上	1100万人以上	1100万人以上
城镇调查失业率	5.5%以内	5.5%左右	6%左右	5.5%左右	5.5%以内
赤字率	2.8%左右	3.2%左右	3.6%以上	2.8%	2.60%
专项债券	3.65万亿元	3.65万亿元	3.75万亿元	2.15万亿元	1.35万亿元
减税降费	退税减税约2.5万亿元	实施新的结构性减税	超过2.5万亿元	近2万亿元	1.1万亿元
M2与社会融资	与名义经济增速基本匹配	与名义经济增速基本匹配	显著高于去年	与GDP名义增速相匹配	合理增长
单位国内生产总值能耗	“十四五”统筹考核	降低3%左右	继续下降	下降3%左右	下降3%以上

关键政策表述					
	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年
形势研判	风险挑战明显增多 必须爬坡过坎	仍面临不少风险挑战	风险挑战前所未有	环境更复杂更严峻 风险挑战更多更大	机遇和挑战并存
政策方向	要把稳增长放在更加突出的位置 统筹稳增长、调结构、推改革	定向、相机、精准调控 保持必要支持力度 不急转弯	稳就业 保民生 促消费 拉动市场、稳定增长	正确把握宏观政策取向 保经济运行合理区间	创新完善宏观调控 加强政策协调配合
财政政策	提升效能	提质增效、更可持续	更加积极有为	加力提效	聚力增效
货币政策	加大稳健的货币政策实施力度	灵活精准、合理适度	更加灵活适度	松紧适度	保持中性、松紧适度
就业政策	就业优先政策要提质加力	继续强化、聚力增效	全面强化	全面发力	着力促进
地产	继续保障好群众住房需求 促进良性循环和健康发展	稳地价、稳房价、稳预期	因城施策	改革完善住房市场 与保障体系	差别调控 建立健全长效机制
能源	推进能源低碳转型	优化结构 大力发展新能源	保障能源安全 发展可再生能源	调整优化结构 推进清洁化利用	大力发展清洁能源
碳中和	有序推进碳达峰碳中和 落实行动方案	扎实做好 碳达峰、碳中和	/	/	/
绿色经济	建设绿色制造服务体系 加快形成绿色生产生活方式	扩大环保企业税收优惠 促进研发应用	壮大节能环保产业	壮大绿色环保产业 加快发展绿色金融	生态优先、绿色发展 推进绿色制造
数字经济	促进数字经济发展 完善数字经济治理 释放数据要素潜力	推动数字化智能化改造	全面推进互联网+ 打造数字经济新优势	壮大数字经济 加快推进互联网+	多领域推进互联网+ 发展智能产业
科技创新	提升科技创新能力 加大企业创新激励力度	促进科技创新深度融合 更好发挥创新驱动发展	提高科技创新支撑能力 改革科技成果转化机制	提升科技支撑能力 营造良好的科研生态	加快建设创新型国家 落实完善创新激励政策
消费	推动消费持续恢复 增强消费意愿	稳定和扩大消费	推动消费回升	推动消费稳定增长	积极扩大消费
投资	积极扩大有效投资 切实发挥投资关键作用	完善支持 社会资本参与政策	优选项目、不留后遗症	合理扩大有效投资	促进有效投资
乡村振兴	扎实稳妥 推进农村改革发展	全面实施乡村振兴战略 扎实推进农村改革建设	拓展农民就业增收渠道 持续改善农民生产生活	扎实推进乡村建设 持续深化农村改革	大力实施乡村振兴 全面深化农村改革
扶贫	全面巩固拓展脱贫攻坚成果 增强脱贫地区自我发展能力	巩固拓展脱贫攻坚成果 同乡村振兴有效衔接	坚决打赢脱贫攻坚战	打好精准脱贫攻坚战	加大精准脱贫力度
对外开放	以高水平开放促进深层次改革 推动高质量发展	更大范围、更宽领域、 更深层次对外开放	坚定不移扩大对外开放 以开放促改革促发展	以高水平开放 带动改革全面深化	以高水平开放 推动高质量发展
对外贸易	多措并举稳定外贸 助力降成本、提效率	推动进出口稳定发展 积极有效利用外资	促进外贸基本稳定 积极利用外资	促进外贸稳中提质	巩固外贸稳中向好
社会保障	加强保障救助 应保尽保、应助尽助	加强保障 坚决兜住民生底线	加大力度 切实保障困难群众基本生	完善政策 基本民生底线坚决兜牢	强化保障 稳步提高保障标准

来源：政府网站、国金证券研究所

风险提示

- 1、 疫情反复。疫情演绎仍存在不确定性，仍需紧密跟踪各地疫情演变及对疫情防控和经济的潜在扰动。
- 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误；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。

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	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：北京市东城区建国内大街 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