

# 宏观

证券研究报告

2023年06月14日

## 政策的触发因素是什么？

基于历史经验，我们来推断当前增量政策出台的概率、力度和时点。第一是政策出台的概率，重点是当季 GDP 增速是否低于全年目标。

第二是政策出台的时点，6月13日央行下调 OMO 利率揭开了本轮政策发力的序幕，预计后续增量政策有望继续出台。

第三是政策措施，考虑到当前基本下行压力较大，降息可能只是政策发力的序幕，后续增量政策的选择或较多。

**风险提示：**后续政策发力不及预期，经济基本面下行压力进一步加大，海外政策对国内的影响

### 作者

**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**孙永乐** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523010001  
sunyongle@tfzq.com

### 相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-6月第2周》2023-06-11
- 2 《宏观报告：宏观-当前市场的赔率是否极具吸引力？》2023-06-09
- 3 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-6月第1周》2023-06-04

统计局、中国物流与采购联合会调查数据显示有 58.8%的企业反映市场需求不足，创下有统计数据以来的新高<sup>1</sup>。在经济内生动能偏弱时，市场开始博弈政策发力，在政策强调底线思维的逻辑下，政策的触发因素到底是什么呢？

我们梳理了 2003 年以来的政策周期，归纳总结了每一次触发政策发力的共性与个性。

图 1：过去几轮政策明显发力的节点（单位：%）

时间	GDP增速（单位：%）			经济方向/政策	当月事件	货币政策	财政政策
	当季同比	累计同比	目标增速				
2008-12				年末海外金融危机成为政策触发剂。经济发力要到年末	出口转负，经济增速持续下滑		11月国常会推出了以“4万亿”为核心的系列政策
2008-11	7.1	9.7	8				
2008-10						10月房地产商贷利率下调、首付比下调	
2008-09					雷曼破产	9月央行下调贷款基准利率，并定向降准	
2008-08							
2008-07							
2014-12				下半年经济下行压力加大，驱动政策发力			
2014-11	7.3	7.4	7.5			央行降低存款准备金率	
2014-10							
2014-09	7.2	7.5			经济持续回落，考虑到二季度增速仅7.6%，三季度增速大概率不达标		930房地产新政
2014-08							
2014-07							
2015-12				经济增速从年初以来持续回落			
2015-11	6.9	7	7			降息+降准	
2015-10							
2015-09						降息	
2015-08							
2015-07	7	7.1					政治局：加大定向调控力度，及时进行预调微调，高度重视应对经济下行压力
2015-06						降息+定向降准	积极推进棚改货币化安置
2015-05	7.1	7.1				降息	
2015-04					降准		
2015-03					经济存在保7压力	降息	地产330新政
2015-02						降准	
2015-01	7.1	7.1					中央经济工作会议定调：努力保持经济稳定增长
2019-12				经济增速缓慢下行，三季度跌破政策目标			
2019-11	5.8	6	6-6.5			下调MLF利率	
2019-10							
2019-09	5.9	6			经济增速持续回落，GDP增速大概率低于目标增速	全面降准+定向降准	做好“六稳”工作，用好逆周期调节政策工具
2019-08							
2019-07							
2019-06							
2019-05	6	6.1		中美贸易摩擦加大，包商银行事件	降准		
2021-12				经济增速3季度跌破政策目标，政策一直到11月才有所发力			
2021-11	4.3	8.4	6		经济增速持续回落，通胀压力峰值过去	央行删去“总闸门”表述	加大对房企融资的政策支持力度
2021-10							
2021-09							
2021-08	5.2	10.1					
2021-07					PPI大幅上行	降准	
2022-12				年初政策定调积极，受疫情影响，年初经济便存在经济稳增长压力			
2022-11	2.9	3	5.5			降准	
2022-10							
2022-09							房地产相关政策陆续加码
2022-08						降息	国常会继续加码基建
2022-07	3.9	3			疫情反复、房地产断贷		政治局：力争实现最好结果
2022-06							提出政策性金融工具，稳经济一篮子措施尽快落地生效
2022-05	0.4	2.5					
2022-04					上海疫情叠加此前俄乌冲突带来的不确定	降准	政治局会议：确保经济目标努力完成
2022-03							
2022-02	4.8	4.8					

资料来源：wind，发改委、中国政府网、《央行货币政策执行报告》等，天风证券研究所（注：降准、降息事件来自于wind和央行）

### 历史经验一：经济增速低于目标是触发增量政策的核心因素。

2003 年以来，中国经济出现了 6 次实际增速低于目标增速的情况，分别发生在：2008 年 4 季度、2014 年 3-4 季度、2015 年四季度、2019 年 3-4 季度、2021 年 3-4 季度、2022 年全年。当经济增速低于目标增速时，均触发了货币和财政政策宽松。

如果只是个别季度增速低于政策目标，而全年增速依然有望实现目标，则政策会有较强定力，比如 2019 年和 2021 年。

2019 年，在 2 季度经济 GDP 增速回落至目标底线 6%后，7 月政治局会议表示要“适时适

<sup>1</sup> 经济恢复动能不足 结构分化较为明显——2023 年 5 月份制造业 PMI 分析 联合会快讯 中国物流与采购网 ([chinawuliu.com.cn](http://chinawuliu.com.cn))

度实施宏观政策逆周期调节，做好下半年经济工作意义重大”<sup>2</sup>。此后经济数据继续回落，在 3 季度 GDP 增速大概率跌破 6%、累计增速保 6%有压力时（上半年仅 6.1%，全年目标 6%-6.5%），政策力度开始加码。9 月 4 日国常会表示要“用好逆周期调节政策工具，专项债要确保 9 月底前全部发行完毕，督促各地尽快形成实物工作量”<sup>3</sup>，9 月 6 日央行表态降准<sup>4</sup>，11 月央行下调 MLF 利率。

2021 年，在低基数下全年经济增长达标压力较小，年初政策即强调“要用好稳增长压力较小的窗口期”<sup>5</sup>，并在后续提出“要做好宏观政策跨周期调节”<sup>6</sup>。2021 年政策保持了较强定力，即使 3 季度 GDP 增速已经下滑至 6%以下，但前三季度累计增长 10.1%，依然大幅高于全年 6%的目标，政策定力保持到 11 月才开始再度发力。此时央行在三季度执行报告中删去了“总闸门”的表述，国常会<sup>7</sup>开始强调专项债资金使用，12 月央行再次降准。

**当全年增速可能低于目标增速时，政策力度往往会更大，如年初就存在经济下行压力的 2015 年和 2022 年。**

2015 年，经济延续了 2014 年的下行压力，2 月初央行全面降准，3 月央行再降息（存贷款利率），GDP 增长目标从 2012-2014 年的平均 7.5%左右下调到 7%左右。然而 1 季度 GDP 增速仅 7.1%，接近目标下限，叠加金融市场动荡，政策频频发力，央行全年 5 次下调存贷款基准利率、4 次下调存款准备金率，同时“330”新政<sup>8</sup>和“货币化棚改”<sup>9</sup>等房地产刺激政策开始推出。

2022 年，也延续了 2021 年的经济下行压力，2021 年末中央经济工作会议强调“要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前”<sup>10</sup>，但一季度经济增速受疫情影响仅 4.8%，开年就跌破了 5.5%的目标底线，这驱动政策开始发力。4 月国常会<sup>11</sup>表态后央行率先降准，中央财经委会议<sup>12</sup>表示“要全面加强基础设施建设”，4 月末政治局会议<sup>13</sup>再度表示“要努力实现全年经济社会发展预期目标”。此后经济增速回落带动政策继续加码，7 月经济数据低于预期，8 月央行降息，同月国常会<sup>14</sup>表示再实施 19 项接续政策，例如再增加 3000 亿以上政策性开发性金融工具、要求 5000 亿专项债结存额度 10 月底前发行完成等。

图 2：个别年份经济增速（单位：%）

<sup>2</sup> 习近平主持中共中央政治局会议 滚动新闻 中国政府网 ([www.gov.cn](http://www.gov.cn))

<sup>3</sup> 李克强主持召开国务院常务会议 部署精准施策加大力度做好“六稳”工作等 总理 中国政府网 ([www.gov.cn](http://www.gov.cn))

<sup>4</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/FX6xNHgCe7OYVsQTzntXJw>

<sup>5</sup> 怎么理解“稳增长压力较小的窗口期”-新华网 ([xinhuane.com](http://xinhuane.com))

<sup>6</sup> 宏观政策跨周期调节怎样实施 滚动新闻 中国政府网 ([www.gov.cn](http://www.gov.cn))

<sup>7</sup> 李克强主持召开国务院常务会议 部署完善地方政府专项债券管理等 总理 中国政府网 ([www.gov.cn](http://www.gov.cn))

<sup>8</sup> 中国人民银行 住房城乡建设部 中国银行业监督管理委员会关于个人住房贷款政策有关问题的通知 ([pbc.gov.cn](http://pbc.gov.cn))

财政部 国家税务总局关于调整个人住房转让营业税政策的通知 ([chinatax.gov.cn](http://chinatax.gov.cn))

<sup>9</sup> 国务院关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见 城乡建设（含住房） 中国政府网 ([www.gov.cn](http://www.gov.cn))

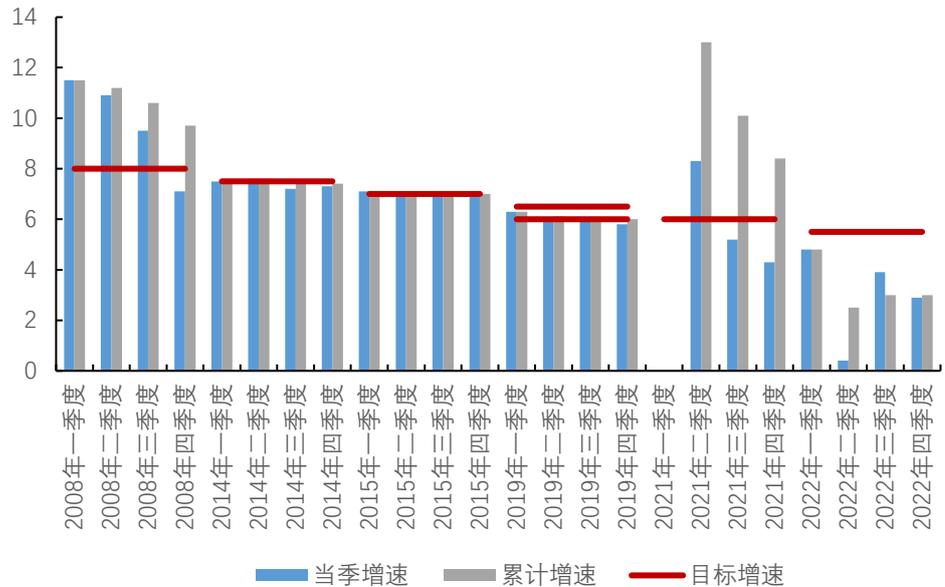
<sup>10</sup> 中央经济工作会议在北京举行 习近平李克强作重要讲话 共产党员网 ([12371.cn](http://12371.cn))

<sup>11</sup> 李克强主持召开国务院常务会议 部署促进消费的政策举措 助力稳定经济基本盘和保障改善民生等 总理 中国政府网 ([www.gov.cn](http://www.gov.cn))

<sup>12</sup> 习近平主持召开中央财经委员会第十一次会议--时政--人民网 ([people.com.cn](http://people.com.cn))

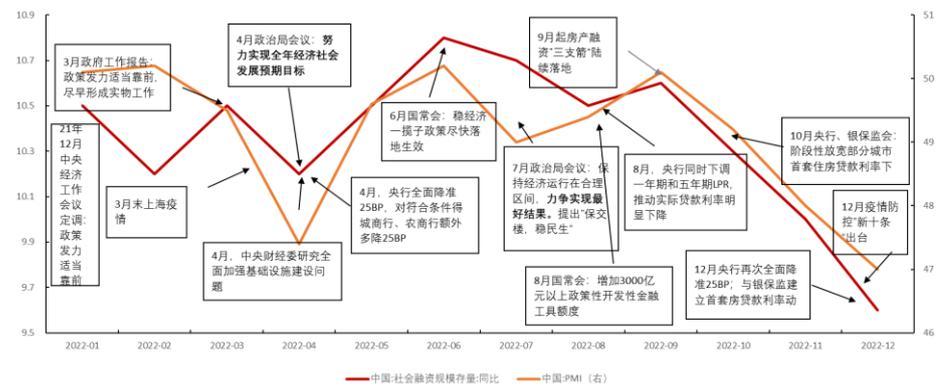
<sup>13</sup> 中共中央政治局召开会议 习近平主持会议 滚动新闻 中国政府网 ([www.gov.cn](http://www.gov.cn))

<sup>14</sup> 李克强主持召开国务院常务会议 部署稳经济一揽子政策的接续政策措施 加力巩固经济恢复发展基础等 总理 中国政府网 ([www.gov.cn](http://www.gov.cn))



资料来源: wind, 天风证券研究所 (为看清趋势, 删去 2021 年 1 季度数据)

图 3: 2022 年部分政策措施 (单位: %)



资料来源: wind、中国共产党新闻网、中国政府网、中国人民银行等, 天风证券研究所

**历史经验二：从政策的发力时点看，风险事件和增速低于目标均会触发政策调整，但在风险事件触发政策后，政策是否持续加码还需要基本面走弱的配合。**

近年来，信用风险事件主要触发了货币政策的调整。比如 2019 年 5 月包商银行事件、2020 年 11 月永煤事件、2021 年 9 月恒大事件，央行往往通过扩大逆回购、增加 MLF 净投放等方式，向市场投放流动性避免信用风险蔓延为流动性冲击，此时货币政策率先发力应对信用风险，财政政策比较少见。

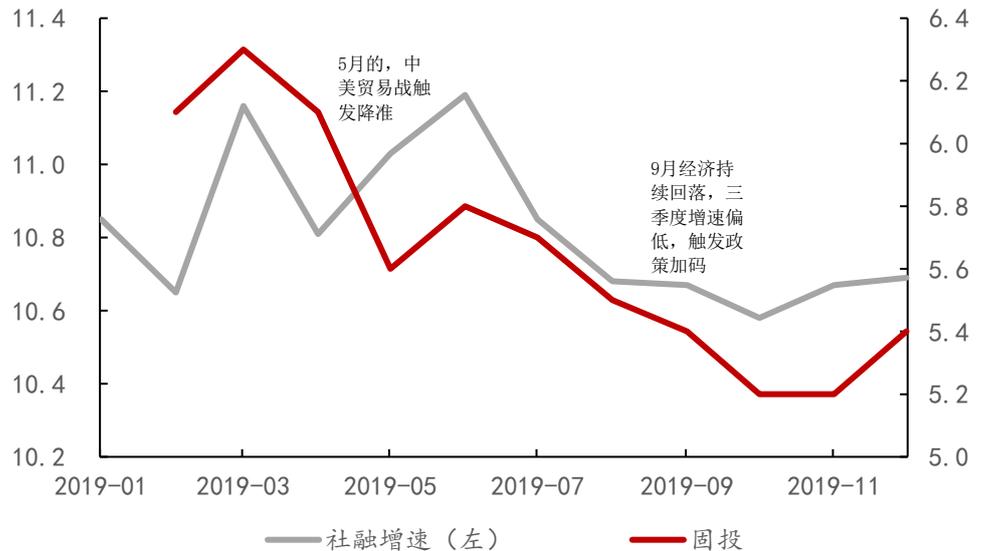
风险事件之后，基本面转弱会再驱动财政和货币政策的进一步加码。比如 2019 年 5 月降准后，直到 9 月经济增速可能低于目标增速才再次触发央行降准，国常会也表示要用好逆周期调节政策工具<sup>15</sup>。

2022 年政策触发剂是年初的疫情，此后政策定调偏积极。在面对 7 月房地产“停工断贷”事件时，政策一方面是定向处理房地产问题，7 月政治局会议<sup>16</sup>强调“要因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生”。另一方面，面对地产下行给经济带来的压力，政治局会议强调“宏观政策要在扩大需求上积极作为”，强调要发力基建、改善营商环境等。

图 4: 2019 年从事件触发到政策再加码存在空窗 (单位: %)

<sup>15</sup> 李克强主持召开国务院常务会议 部署精准施策加大力度做好“六稳”工作等 总理 中国政府网 ([www.gov.cn](http://www.gov.cn))

<sup>16</sup> 中共中央政治局召开会议 习近平主持会议 滚动新闻 中国政府网 ([www.gov.cn](http://www.gov.cn))

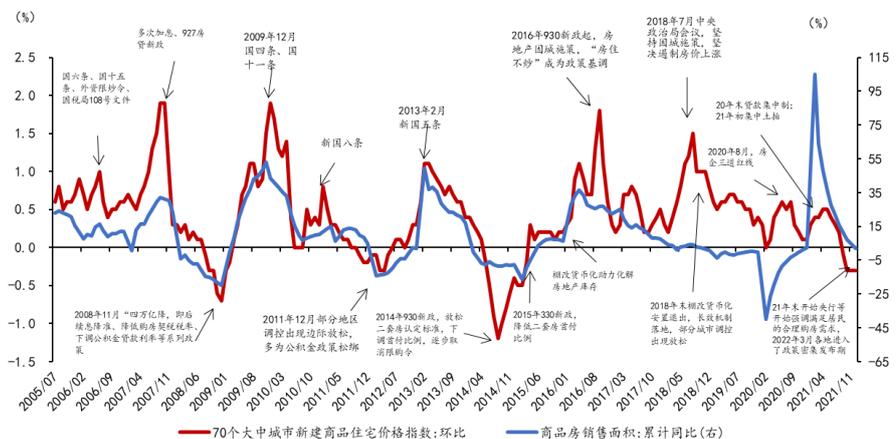


资料来源：wind，天风证券研究所

**历史经验三：从政策工具看，财政政策的抓手逐渐从“地产+基建”转变为“新基建+产业政策”，货币政策除降准、降息外，更多使用结构性政策工具（各类再贷款、政策性开发性金融工具等）。**

供给侧改革之前，财政政策主要以“基建+房地产”为主要抓手，对冲经济下行压力，比如 2009 年的“四万亿”、2014 年的房地产“930”新政、2015 年的房地产“330”新政和棚改货币化等。彼时政策发力能够有效驱动房地产投资和基建投资，拉动经济回升，例如 2009 年基建投资增速超过了 40%，房地产投资增速从年初的 1%升至年末的 16%，而货币政策更偏总量层面的降准、降息。

图 5：政策对地产销售有显著影响（单位：%）



资料来源：wind、中国政府网、中国税务总局、人民网、住房和城乡建设部、发改委等，天风证券研究所

2019 年以来，政策重心偏向“调结构”和“跨周期”，这与“地产+基建”模式的投资回报率显著下降有关。“稳增长”政策主要是托底经济，对冲转型过程中的阶段性下行压力，政策发力点偏向于以新能源汽车为代表的高技术制造业和新基建，对于房地产和基建的刺激偏向谨慎。

比如 2019 年，虽然经济下行压力触发了政策调整，但政策对于隐性债务和房地产领域的监管未见明显放松。2019 年 6 月发布的《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》中明确表示“要监控地方政府隐性债务、坚决遏制隐性债务增量、坚决不走无序举债搞建设之路”<sup>17</sup>，7 月中央政治局会议强调“不将房地产作为短期刺激经济

<sup>17</sup> 中共中央政治局召开会议 习近平主持会议 滚动新闻 中国政府网 (www.gov.cn)

的手段”<sup>18</sup>，12月中央经济工作会议再次强调“房住不炒”<sup>19</sup>。

再比如2022年，经济开年面临疫情和地产的双重拖累，房地产政策措施主要集中于“助企纾困”，同时多次强调“不将房地产作为短期刺激经济的手段”<sup>20</sup>。政策对隐性债务的管控力度也未见明显放松，2022年5月财政部<sup>21</sup>发布《财政部关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》。面对地方政府的资金压力，政策主要采用了发放政策性开发性金融工具、增加政策行信贷额度等方式。

2019年开始，财政政策更偏向于推动产业发展，以新能源车为代表的高技术制造业和新基建逐渐成为政策抓手。例如2019年7月政治局会议提出要“加快推进信息网络等新型基础设施建设”<sup>22</sup>，2022年在《数字中国建设整体布局规划》等文件中提及要“加强夯实数字中国建设基础，整体提升应用基础设施水平”<sup>23</sup>，通过超前布局充电基础设施、要求后续城市公交等新能源汽车占比超过80%、新能源车购置税减免、增加牌照等方式推动新能源汽车行业的发展。

图6：部分新能源汽车政策梳理

发布时间	发布部门	主要内容
2022/1/21	发改委	方案提到大力推广新能源汽车，逐步取消各地新能源汽车购买限制，推动落实限行、路权等支持政策，加强充换电、新型储能、加氢等配套基础设施建设。
2022/1/21	发改委	目标到“十四五”末，我国电动汽车充电保障能力进一步提升，形成适度超前、布局均衡、智能高效的充电基础设施体系，能够满足超过2000万辆电动汽车充电需求。
2022/1/21	交通运输部	加快新能源和清洁能源运输装备推广应用。加快推进城市公交、出租、物流配送等领域新能源汽车推广应用，国家生态文明试验区、大气污染防治重点区域新增或更新的公交、出租、物流配送等车辆中新能源汽车比例不低于80%。鼓励开展氢燃料电池汽车试点应用。
2022/4/8	工信部	为进一步压实新能源汽车企业安全主体责任，指导企业建立健全安全保障体系，提出完善安全管理机制、保障产品质量安全、提高监测平台效能、优化售后服务能力、加强事故响应处置、健全网络安全保障体系几点意见。
2022/5/30	财政部	意见提出，要大力支持发展新能源汽车，完善充换电基础设施支持政策，稳妥推动燃料电池汽车示范应用工作；此外，财政部有关负责人就出台《财政支持做好碳达峰碳中和工作的意见》表示，落实新能源汽车推广应用财政补贴政策，但重申“新能源汽车购置补贴政策于2022年12月31日终止”。
2022/5/31	国务院	汽车方面提出各地区不得新增汽车限购措施。全面取消二手车限迁政策。支持汽车整车进口口岸地区开展平行进口业务。研究进一步放宽皮卡进城限制。研究今年内对一定排量以下乘用车减征车辆购置税的支持政策。优化新能源汽车充电桩(站)投资建设运营模式，引导金融机构提升金融服务能力等措施。
2022/5/31	财政部	对购置日期在2022年6月1日至2022年12月31日期间内且单车价格(不含增值税)不超过30万元的2.0升及以下排量乘用车，减半征收车辆购置税。
2022/8/1	工信部	大力推广节能与新能源汽车，强化整车集成技术创新，提高新能源汽车产业集中度。提高城市公交、出租汽车、邮政快递、环卫、城市物流配送等领域新能源汽车比例，提升新能源汽车个人消费比例。开展电动重卡、氢燃料电池汽车研发及示范应用。加快充电桩建设及换电模式创新，构建便利高效适度超前的充电网络体系。
2022/8/19	国务院	李克强主持召开国务院常务会议，决定延续实施新能源汽车免征车辆购置税等政策促进大宗消费。会议决定，对新能源汽车，将免征车辆购置税政策延至明年底，继续予以免征车船税和消费税、路权、牌照等支持。
2022/9/26	财政部	对购置日期在2023年1月1日至2023年12月31日期间内的新能源汽车，免征车辆购置税。
2023/2/13	国务院	鼓励有条件的地区开展新能源汽车和绿色智能家电下乡。

资料来源：国务院、财政部、工信部、交通运输部、发改委等官网，天风证券研究所

图7：2022年部分新基建相关政策梳理

<sup>18</sup> [习近平主持中共中央政治局会议 滚动新闻 中国政府网 \(www.gov.cn\)](http://www.gov.cn)

<sup>19</sup> [中央经济工作会议在北京举行 习近平李克强李强作重要讲话 \(qq.com\)](http://qq.com)

<sup>20</sup> [央行重申：不将房地产作为短期刺激经济手段 | 央行 新浪财经 新浪网 \(sina.com.cn\)](http://sina.com.cn)

<sup>21</sup> [财政部关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报 \(mof.gov.cn\)](http://mof.gov.cn)

<sup>22</sup> [习近平主持中共中央政治局会议 滚动新闻 中国政府网 \(www.gov.cn\)](http://www.gov.cn)

<sup>23</sup> [习近平主持中共中央政治局会议 滚动新闻 中国政府网 \(www.gov.cn\)](http://www.gov.cn)

发布时间	发布部门	政策名称/会议	主要内容
2022/1	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》	到2025年，数字经济核心产业增加值占国内生产总值比重达到10%，数据要素市场体系初步建立，产业数字化转型迈上新台阶，数字化水平显著提升，数字化公共服务更加普惠均等，数字经济治理体系更加完善。
2022/1	国务院	《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》	到2025年，综合交通运输基本实现一体化融合发展，智能化、绿色化取得实质性突破，综合能力、服务品质、运行效率和整体效益显著提升，交通运输发展向世界一流水平迈进。
2022/2	发改委、工信部等十二部门	《关于促进工业经济平稳增长的若干政策》	提出：通过启动沙漠戈壁荒漠地区大型风电光伏基地建设推进煤电机组改造升级、加快重点领域企业节能降碳技术改造和特高压输电线路建设，加强5G、“东数西算”、北斗产业化等新型基础设施建设稳定并扩大投资。
2022/3	国务院	《2022年政府工作报告》	促进数字经济发展。加强数字中国建设整体布局。建设数字信息基础设施，逐步构建全国一体化大数据中心体系，推进5G规模化应用，促进产业数字化转型，发展智慧城市、数字乡村。
2022/5	国务院	《扎实稳住经济的一揽子政策措施》	要求在交通基础设施、能源等9大领域基础上，适当扩大专项债券支持领域，优先考虑将新型基础设施、新能源项目等纳入支持范围。
2023/1	工信部	国新办新闻发布会	一是建设高质量的信息基础设施。二是培育高水平的融合创新应用。三是筑牢可靠的网络安全防线。
2023/1	发改委	国家发改委例行新闻发布会	国家发改委将进一步加大对新型基础设施建设，引导支持社会资本加大相关领域投入。
2023/2	国务院	《数字中国建设整体布局规划》	强调，要夯实数字中国建设基础，打通数字基础设施建设大动脉。
2023/3	国务院	《2023年政府工作报告》	大力发展数字经济，提升常态化监管水平，支持平台经济发展；深入推进国家安全体系和能力建设。加强网络、数据安全和个人信息保护。
2023/3	党的二十届二中全会	《党和国家机构改革方案》	组建国家数据局，负责协调推进数据基础制度建设，统筹数据资源整合共享和开发利用统筹推进数字中国、数字经济数字社会规划和建设等。

资料来源：国务院新闻办官网、发改委官网、工信部官网、中国政府网，天风证券研究所

货币政策方面，除了传统的降准和降息，为了打通信用派生堵点，近年来央行开始采用各类准财政的结构性货币政策工具，比如2022年央行创设了科技创新、普惠养老、交通物流、设备更新改造专项再贷款等工具，规模超过7000亿<sup>24</sup>来定向支持制造业投资等相关领域。同时，为了弥补基建的资金缺口，央行创设了政策性开发性金融工具，以此向基建项目投放了7399亿元资金。

总的来说，依据历史经验看，增速是否跌破目标是政策发力的重要前提条件，经济增速低于目标增速和风险事件是政策启动的催化剂，政策力度和经济增速低于目标的程度有关，政策工具近年来更倾向于结构性的货币政策和带有产业性质的财政政策。

基于以上历史经验，我们来推断当前增量政策出台的概率、力度和时点。

**第一是政策出台的概率，重点是当季GDP增速是否低于全年目标。**

今年GDP增速目标“5%左右”对应的两年复合增速约为4%。一季度同比增速和两年复合增速均为4.5%，意味着要完成全年目标，后续两个季度的两年复合同比增速均值不应低于3.8%。根据上面的历史经验一：如果单季两年复合GDP增速低于3.8%，则会触发增量政策，但力度有限；如果累计GDP增速低于全年目标5%，则政策力度更大。

3.8%的两年复合GDP增速对应的二季度单季GDP同比增速约为7.3%。然而我们按照4月经济数据和5、6月高频数据估算<sup>25</sup>，预计二季度GDP增速低于7%，两年复合增速低于3.6%，这意味着今年二季度GDP增速有可能会触发增量政策出台。

**第二是政策出台的时点，6月13日央行下调OMO利率揭开了本轮政策发力的序幕，预计后续增量政策有望继续出台。**

从历史经验二来看，如果没有风险事件，则增量政策会在季度数据公布前后出台。比如2014年9月“930”地产新政、2019年9月4日国常会<sup>26</sup>定调加大做好“六稳”工作、9月6日央行降准、2022年6月1日国常会提出“加快稳经济一揽子政策措施落地生效”<sup>27</sup>，6月29日推出政策性开发性金融工具<sup>28</sup>等等。今年6月13日央行OMO降息也大致符合此前历史经验。

**第三是政策措施，考虑到当前基本下行压力较大，降息可能只是政策发力的序幕，后续增量政策的选择或较多。例如OMO降息后继续下调MLF利率，推出结构性货币政策工具和再贷款，定向支持高技术制造业、房企纾困保交楼等等。**

<sup>24</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/CS6fPIRdaWTsbVDppwtnzw>

<sup>25</sup> 详见《如何估算一季度GDP?》，2023-04-11

<sup>26</sup> 李克强主持召开国务院常务会议 部署精准施策加大力度做好“六稳”工作等 总理 中国政府网 ([www.gov.cn](http://www.gov.cn))

<sup>27</sup> 李克强主持召开国务院常务会议 部署加快稳经济一揽子政策措施落地生效等 总理 中国政府网 ([www.gov.cn](http://www.gov.cn))

<sup>28</sup> 国务院常务会议（2022年6月29日） 中国政府网 ([www.gov.cn](http://www.gov.cn))

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com