



宏观研究

【粤开宏观】5 月经济进一步放缓，稳增长迫在眉睫

2023 年 06 月 15 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】粤港澳大湾区公共服务发展报告 2023》2023-06-08

《【粤开宏观】中国经济面临五大转变，迈向高质量发展》2023-06-08

《【粤开宏观】粤港澳大湾区战略：建设“五力”湾区》2023-06-08

《【粤开宏观】5 月物价数据及当前经济形势点评》2023-06-09

《【粤开宏观】降息预期兑现》2023-06-13

摘要

4 月以来经济恢复速度明显放缓，5 月进一步收缩。经济、金融、物价数据几乎全面回落，股市和债市收益率持续下行。央行随之下调 OMO、SLF 和 MLF 等政策利率，资本市场对可能的新增政策发力举措呼声较高、期待较大。当前不仅要考虑扩大内需，防止外需下滑的重要性上升，还要激发微观主体信心。

本文认为当前经济的核心矛盾仍是宏观上总需求不足、微观上市场主体信心不振，有必要从宏观上采取五大举措：一是进一步降息降准；二是下调存量房贷利率，减轻居民还贷压力，提升消费能力；三是优化房地产调控政策，支持居民刚性和改善性购房需求；四是发行长期建设国债，提前建设十四五规划的重大项目工程，扩大总需求，稳定信心和预期，同时将腾出的财力给中低收入人群发放补贴尤其是提高农村地区的养老金，促进消费或提高抗风险能力；五是发放消费券，由中央和地方政府分地区按比例分配，合力撬动居民消费。

当然，最重要的举措在于提振信心：一是保持政策的连续性稳定性，涉及政策方向性调整时充分听取企业家意见，做好政策调整目标、实施路径的时间表、路线图，让市场主体有充分的时间调整资产负债和人员安置，减少对经济的冲击；二是全面梳理经济管理各项制度，完善制度，以制度替代政策；三是进一步落实法治，保护企业家的人身和财产权利；四是充分肯定企业家精神在经济发展中的重要贡献，对于否定企业家精神和混淆舆论的行为予以清理，推出一批优秀的政商关系正面典型，树典型、清乱象。

一、经济恢复基础不牢，宏观总需求不足、微观市场主体信心不振仍是核心问题

1、耐用品消费仍较低迷，主要是居民资产负债表受损、居民收入增速下行。5 月社零消费的两年平均增速仅 2.5%，其中商品零售增长 2.5%，餐饮收入增长 3.2%，服务消费恢复情况好于商品消费。而商品消费低迷主要受耐用品消费拖累，5 月房地产后周期的家电、家具、家装零售，两年平均增速分别为 -5.4%、-4.0%和-11.3%。

2、1-5 月民间投资同比为-0.1%，大幅低于固定资产投资总额的 4.0%，制造业投资增速下行，均反映出民营经济对未来的信心仍不足，稳定经济主要依赖以基建投资为代表的政府和国企投资。

3、房地产市场依然承压，销售和投资降幅扩大，待售面积同比上升到 2016 年 3 月以来最高值，房地产低迷引发了投资不振、政府收入不足的连锁反应；竣工面积同比上升反映出保交楼仍是房地产企业的第一任务。

4、全球经济衰退风险显现，外需下滑、出口回落。5 月美国、欧元区制造业 PMI 分别为 46.9%和 44.8%，分别连续 7 个和 11 个月位于收缩区间。中国出口



增速自去年全年的 7.0% 降至今年 1-5 月的 0.3%，5 月同比为 -7.5%。

5、就业形势严峻，尤其是青年人群就业形势较差，这又将反过来制约居民收入和消费增长。5 月 16-24 岁劳动力调查失业率为 20.8%，5 月大概有 600 多万目前还在寻找工作。

6、PPI 同比连续 8 个月负增长，规模以上工业企业利润大幅负增长，营业收入利润率和应收账款平均回款期恶化。

二、如何稳增长？有哪些可行的新举措？不同举措的副作用以及需要考虑的问题有哪些？

本文着重讨论 5 个可行性或市场关注度较高的政策措施，分析其刺激作用、潜在风险与现实约束。

1、进一步降准降息，降低实体融资成本，刺激消费和投资。目前仅 10 个 BP 的降息，对经济的提振作用或相对有限，还需进一步降准降息，刺激居民消费、购房与企业投资。社会上对货币政策进一步宽松有四点顾虑：一是引发通胀，二是汇率贬值，三是房价暴涨等资产泡沫，四是政策传导不畅和金融空转。但从当前情形来看，这些顾虑均未构成明显制约，稳增长稳就业更加重要，货币政策还有进一步宽松的空间。

2、下调存量房贷利率，减轻居民还贷压力，提升消费能力。当前社会上对于下调存量房贷利率的呼声较高，但下调存量房贷利率存在一些问题：其一，银行是自主经营的商业机构，央行主要通过货币政策来影响贷款利率，下调存量房贷的加点部分，超出了监管部门的正常职权范围；其二，住房贷款是银行的优质资源，且存量规模较大，若下调其利率，将对银行利润造成较大冲击，增大银行业风险，同时，许多银行都是上市公司，也将影响股民利益；其三，利率是资金的价格，购房和房贷都是市场行为，遵循契约精神，若经济低迷时期可以要求下调加点部分，经济强劲时期银行要求重新加回却面临较大困难。

3、优化房地产调控政策，支持居民刚性和改善性购房需求。当前房地产市场低迷仍是拖累经济增长且蕴藏较高风险的领域，政府出台了多项稳地产政策，试图提振居民购房需求，但与此同时，部分合理的刚性和改善性需求却仍受到严格限制。

4、发行长期建设国债，提前建设十四五期间的重大项目工程，扩大总需求，稳定信心和预期；同时将腾出的财力给中低收入人群发放补贴尤其是提高农村地区的养老金，促进消费或提高抗风险能力，保民生、稳增长。

5、发放消费券，中央和地方分地区按比例分配，既能减轻地方政府负担，又能调动其积极性，最终提振全国居民消费。

风险提示：外需回落超预期、稳增长政策超预期



目 录

一、经济恢复基础不牢，宏观总需求不足、微观市场主体信心不振仍是核心问题.....	4
1、耐用品消费仍较低迷，主要是居民资产负债表受损、居民收入增速下行.....	5
2、1-5 月民间投资同比为-0.1%，大幅低于固定资产投资总额的 4.0%，制造业投资增速下行，均反映出民营经济对未来的信心仍不足，稳定经济主要依赖以基建投资为代表的政府和国企投资.....	6
3、房地产市场依然承压，销售和投资降幅扩大，待售面积同比上升.....	7
4、全球经济衰退风险显现，外需下滑、出口回落.....	8
5、就业形势严峻，尤其是青年人群就业形势较差，这又将反过来制约居民收入和消费增长.....	9
6、PPI 同比连续 8 个月负增长，规模以上工业企业利润大幅负增长，营业收入利润率和应收账款平均回款期恶化.....	10
二、如何稳增长？有哪些可行的新举措？不同举措的副作用以及需要考虑的问题有哪些？.....	12
1、进一步降准降息，降低实体融资成本，刺激消费和投资.....	12
2、下调存量房贷利率，减轻居民还贷压力，提升消费能力.....	12
3、优化房地产调控政策，支持居民刚性和改善性购房需求.....	13
4、发行长期建设国债，提前建设十四五规划的重大项目，中央政府举债空间更大，保民生、稳增长.....	13
5、发放消费券，中央和地方分地区按比例分配，合力提振全国居民消费.....	14

图表目录

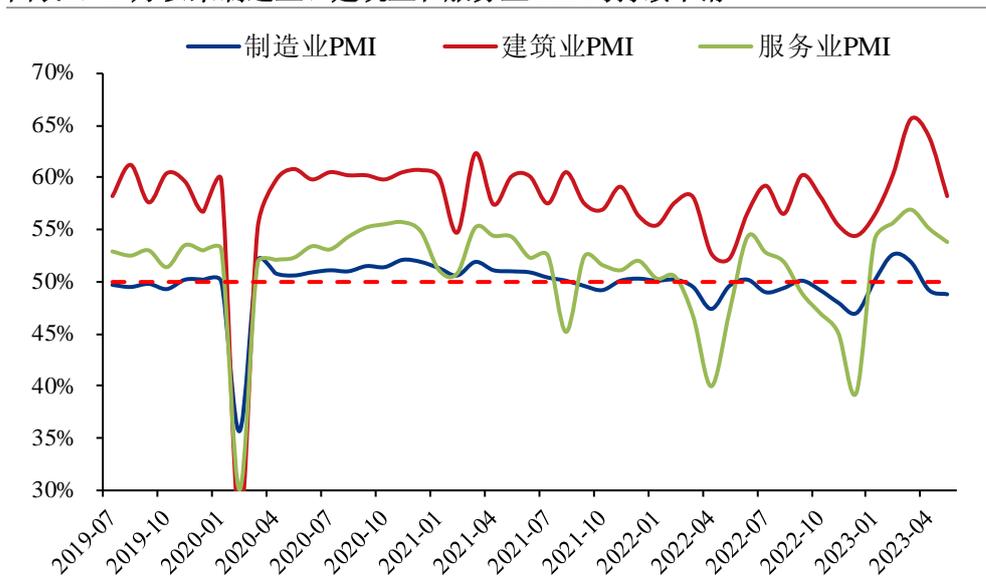
图表 1： 4 月以来制造业、建筑业和服务业 PMI 均持续下滑.....	4
图表 2： 4 月以来股市和债券收益率持续下行.....	4
图表 3： 居民耐用品消费仍较低迷.....	5
图表 4： 今年“五一”假期旅游数据明显恢复.....	6
图表 5： 1-5 月民间投资负增长，与总体投资增速大幅背离.....	6
图表 6： 基建投资是支撑固定资产投资的主要力量.....	7
图表 7： 房地产销售和投资同比大幅下滑.....	7
图表 8： 商品房待售面积同比持续上升.....	8
图表 9： 美国和欧元区制造业 PMI 落入收缩区间.....	9
图表 10： 青年失业率处于高位.....	9
图表 11： 高校毕业生人数持续上升.....	10
图表 12： PPI 和工业企业利润同比均负增长.....	11
图表 13： 工业企业利润率下滑，应收账款周期上升.....	11



一、经济恢复基础不牢，宏观总需求不足、微观市场主体信心不振仍是核心问题

4月以来经济恢复速度明显放缓，5月进一步收缩。经济、金融、物价数据几乎全面回落，资本市场也有充分反映。4月以来，制造业、建筑业和服务业PMI均持续下滑，5月制造业PMI降至48.8%，连续2个月低于荣枯线；股市和国债收益率不断下行，资本市场对经济恢复的持续性抱有疑虑。

图表1：4月以来制造业、建筑业和服务业PMI均持续下滑



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表2：4月以来股市和债券收益率持续下行



资料来源：Wind、粤开证券研究院



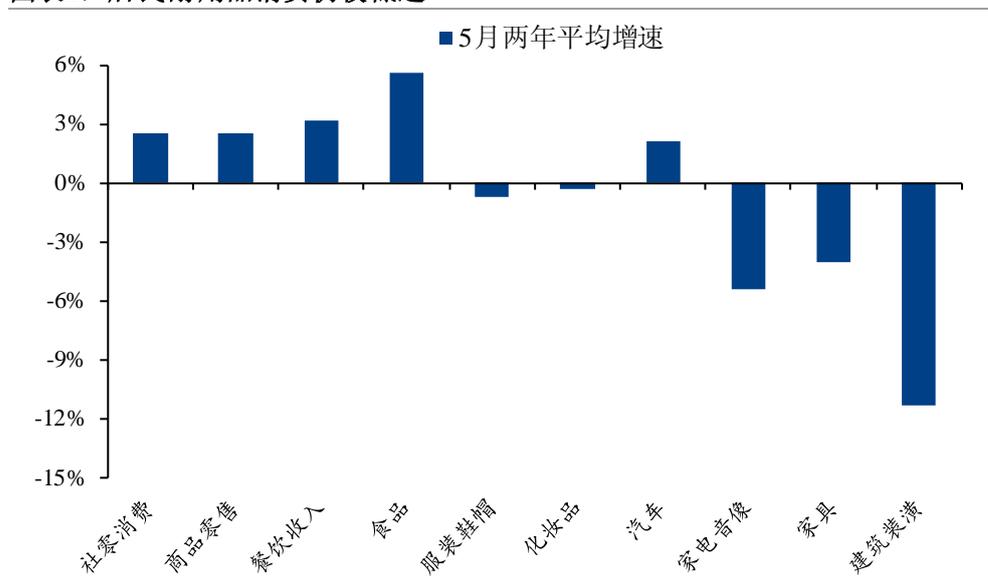
当前经济恢复基础不牢，仍存隐忧，部分指标反映出经济恢复成色不足，仍要下力气解决总需求不足、微观主体信心不振的问题

1、耐用品消费仍较低迷，主要是居民资产负债表受损、居民收入增速下行

5月社零消费的两年平均增速仅2.5%，其中商品零售增长2.5%，餐饮收入增长3.2%，服务消费恢复情况好于商品消费。而商品消费低迷主要受耐用品消费拖累，5月房地产后周期的家电、家具、家装零售，两年平均增速分别为-5.4%、-4.0%和-11.3%；随着汽车销售进入到旺季以及部分地区加大补贴力度，汽车销售增速有所回升，但5月两年平均增速也仅为2.1%，低于社零消费总体的2.5%。

消费增速取决于居民的消费能力和消费意愿，背后是居民收入和信心。一季度居民人均可支配收入同比增长5.1%，低于5.5%的名义GDP增速；人均可支配收入的中位数占平均数的比重为81.8%，较去年同期的82.2%进一步下行，收入分配差距扩大；人均消费支出占可支配收入的比重为62.0%，较去年同期的61.8%略有回升，但仍显著低于疫情前的65.2%。因此要提振消费，需要从提高居民收入和信心两方面入手。

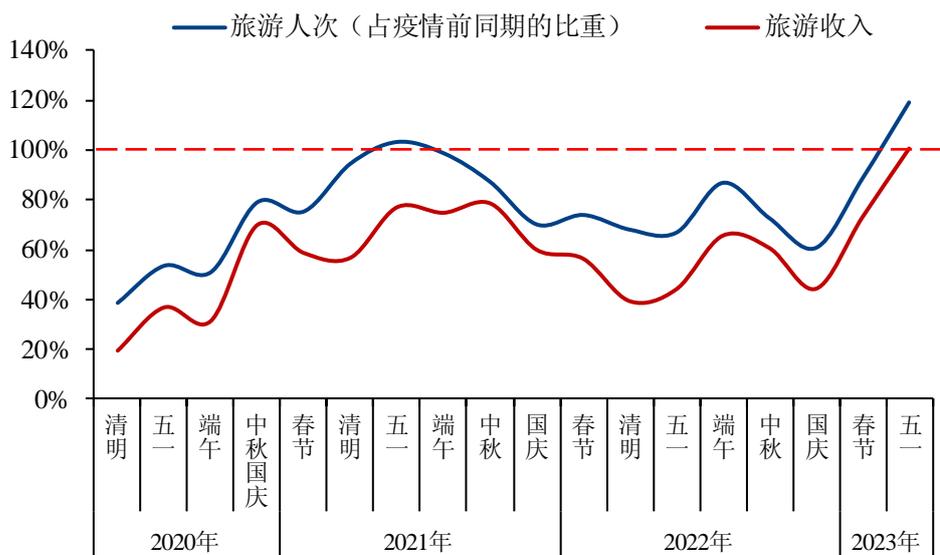
图表3：居民耐用品消费仍较低迷



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表4：今年“五一”假期旅游数据明显恢复

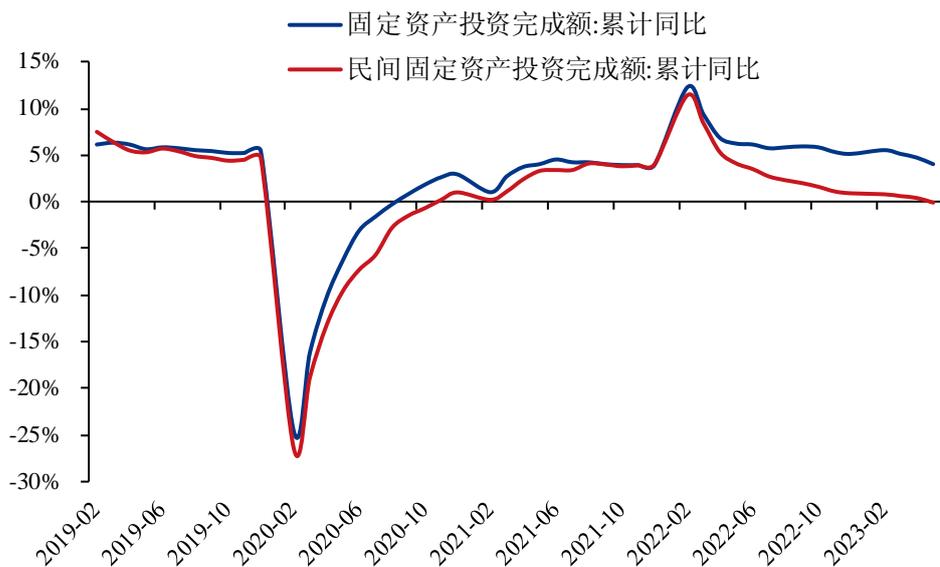


资料来源：文旅部、粤开证券研究院

2、1-5月民间投资同比为-0.1%，大幅低于固定资产投资总额的4.0%，制造业投资增速下行，均反映出民营经济对未来的信心仍不足，稳定经济主要依赖以基建投资为代表的政府和国企投资

民间投资占比仅为54.0%，为2011年以来最低点。制造业投资在出口下行、生产上升幅度有限、产能利用率偏低的背景下增速有所下行，从去年全年的9.1%下降至今年1-5月的6.0%；财政政策不得不挑大梁，1-5月基建投资（广义）增速达9.9%，较1-4月上升0.1个百分点。

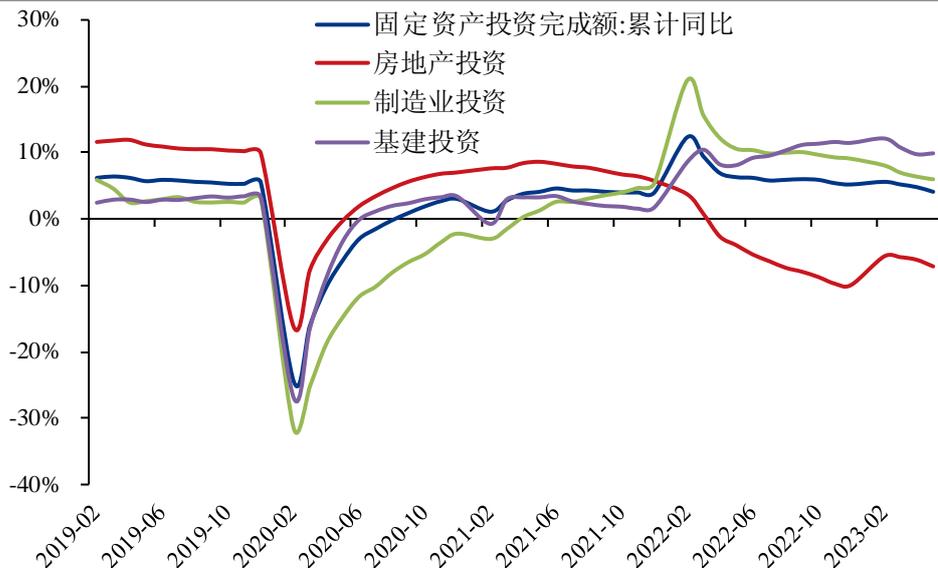
图表5：1-5月民间投资负增长，与总体投资增速大幅背离



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表6: 基建投资是支撑固定资产投资的主要力量



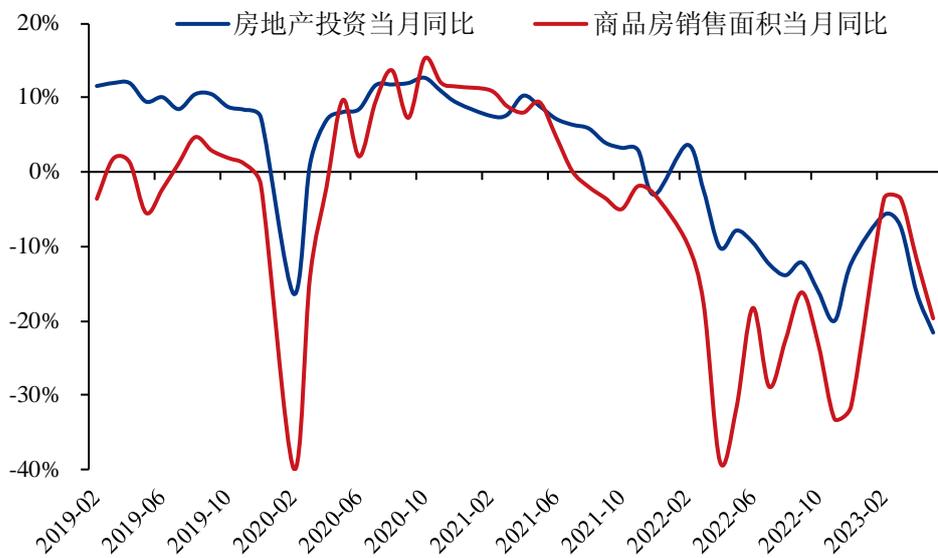
资料来源: Wind、粤开证券研究院

3、房地产市场依然承压，销售和投資降幅扩大，待售面积同比上升

5月房地产销售面积和房地产投资同比分别为-19.7%和-21.5%，较4月继续下滑7.9和5.3个百分点。2、3月楼市曾迎来“小阳春”，但随着前期积压的购房需求集中释放，4月以来楼市明显降温，购房者观望情绪较重，成交活跃度下滑，二手房挂牌价下调。房企新项目开发意愿不强，5月房屋新开工面积同比下降28.5%，降幅较4月扩大0.2个百分点；在“保交楼”政策带动下，5月房屋竣工面积同比保持24.5%的高增长。

值得注意的是，去年下半年以来我国商品房待售面积同比持续上升，1-5月同比上升15.7%，为2016年3月以来最高值。从中长期看，2022年我国人口总量见顶回落，尤其是劳动年龄人口和主力购房人群已回落，意味着房地产市场未来的主要驱动力是城镇化和改善型需求。

图表7: 房地产销售和投資同比大幅下滑



资料来源: Wind、粤开证券研究院



图表8：商品房待售面积同比持续上升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

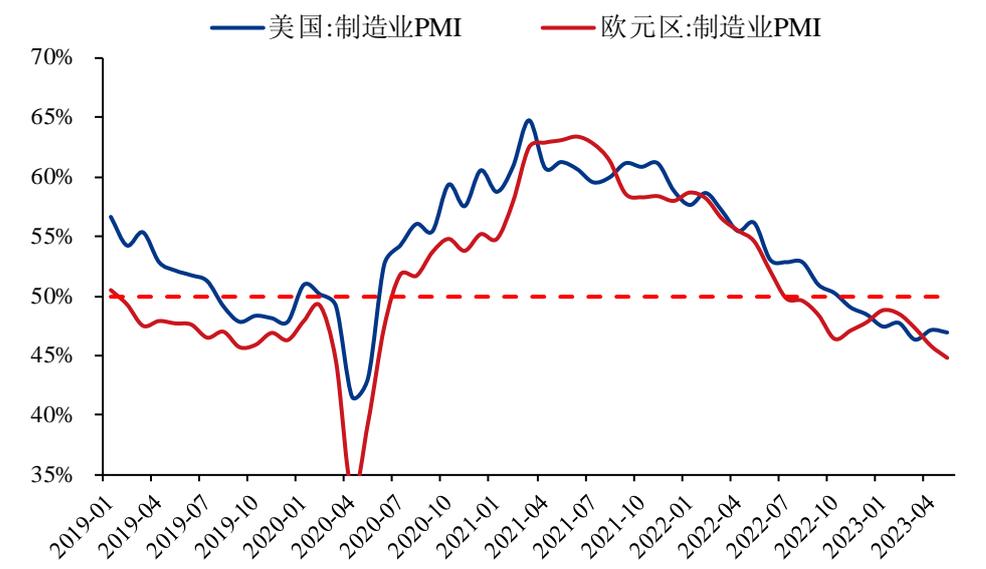
4、全球经济衰退风险显现，外需下滑、出口回落

5月美国、欧元区制造业PMI分别为46.9%和44.8%，分别连续7个和11个月位于收缩区间。1-5月外向型经济体越南、韩国、中国台湾出口同比为-8.4%、-13.5%和-16.9%。

中国出口增速自去年全年的7.0%降至今年1-5月的0.3%，5月同比为-7.5%。海运市场和集装箱已经出现供过于求，从“一箱难求”到“空箱堆港”，今年上海出口集装箱运价同比下降达到70%多，基本回到疫情前水平。1-5月，对美出口占中国全部出口的份额仅为14.3%，是近年同期的最低水平；1-4月我国外商投资企业出口同比-13.7%，进料加工贸易同比-11.0%，同比增速均远远低于出口整体增速，一定程度上反映了产业外迁对出口的压力。



图表9：美国和欧元区制造业 PMI 落入收缩区间



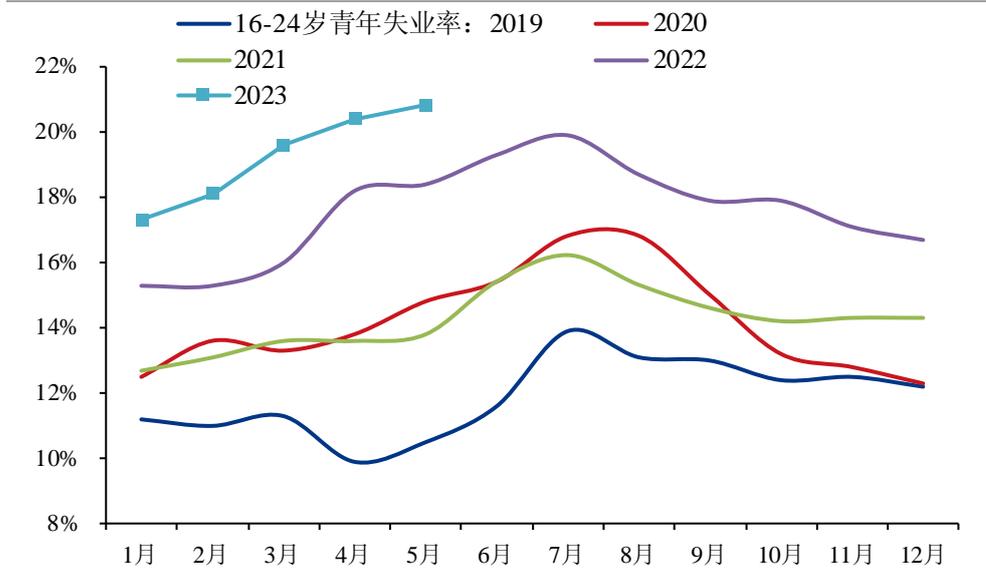
资料来源：Wind、粤开证券研究院

5、就业形势严峻，尤其是青年人群就业形势较差，这又将反过来制约居民收入和消费增长

5月16-24岁劳动力调查失业率为20.8%，2019-2022年同期为10.5%、14.8%、13.8%和18.4%。国家统计局在新闻发布会中披露，5月份，16-24岁青年人总量大概有9600多万，进入到劳动力市场寻找工作的有3300多万，其中大概有600多万目前还在寻找工作。

2023年高校毕业生规模预计达1158万人，比去年增加82万人，进一步加大就业压力。随着临近毕业季，青年失业率或将继续季节性上升。

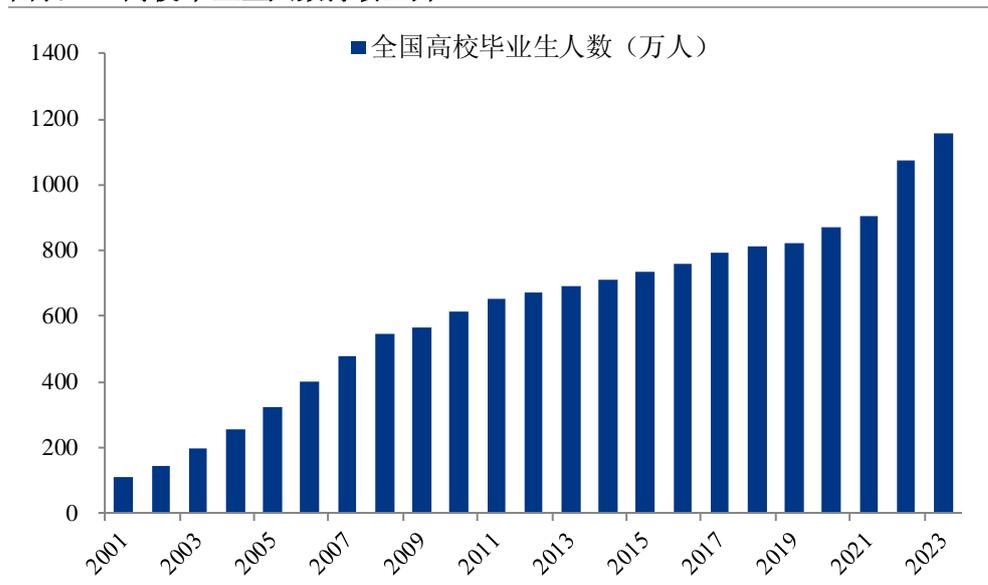
图表10：青年失业率处于高位



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表11：高校毕业生人数持续上升



资料来源：Wind、教育部、粤开证券研究院

6、PPI 同比连续 8 个月负增长，规模以上工业企业利润大幅负增长，营业收入利润率和应收账款平均回款期恶化

其一，5 月 PPI 同比增速继续下滑至-4.6%，已连续 8 个月负增长。一方面，国际油价和有色金属价格下行，带动国内石油和天然气开采业价格下降 2.1%，有色金属冶炼和压延加工业价格下降 1.1%。另一方面，国内需求偏弱，制造业和建筑业 PMI 下滑，导致煤炭、钢材、水泥等价格走低，5 月煤炭开采和洗选业、黑色金属冶炼和压延加工业、非金属矿物制品业价格环比分别下降 5.2%、4.2%和 0.9%。

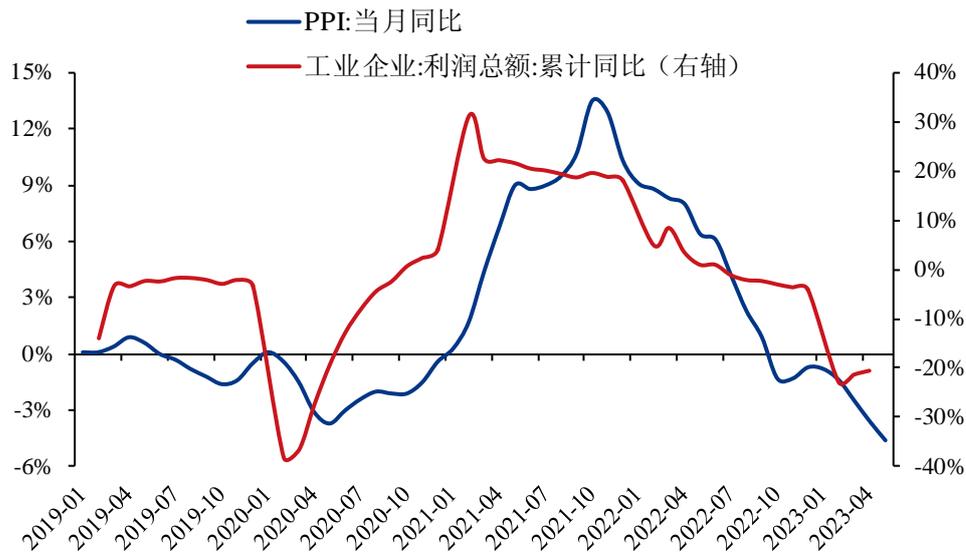
其二，从 1-4 月规模以上工业企业利润看，制造业、私营企业负增长幅度较大，分别达到-27.0%和-22.5%。分行业看，黑色金属冶炼、有色金属冶炼、石油煤炭加工、化学原料加工、造纸利润同比分别为-99.4%、-55.1%、-87.9%、-57.3%和-51.6%。如果考虑规模以下企业，有可能要有更早的未雨绸缪。

其三，1-4 月规模以上工业企业利润率为 4.95%，低于 2021 和 2022 年同期的 6.87%和 6.35%。

其四，1-4 月规模以上工业企业应收账款增速高于收入增速，平均账款回收周期为 63.1 天，高于 2021 和 2022 年同期的 52.7 天和 54.5 天。



图表12: PPI 和工业企业利润同比均负增长



资料来源: Wind、粤开证券研究院

图表13: 工业企业利润率下滑, 应收账款周期上升



资料来源: Wind、粤开证券研究院



二、如何稳增长？有哪些可行的新举措？不同举措的副作用以及需要考虑的问题有哪些？

当前经济增长动能明显不足，亟需政策进一步稳增长。资本市场对可能的新增政策发力举措呼声较高、期待较大。下面着重讨论 5 个可行性或市场关注度较高的政策措施，分析其刺激作用、潜在风险与现实约束。

1、进一步降准降息，降低实体融资成本，刺激消费和投资

当前经济下行压力明显增大，货币政策应适度宽松以刺激总需求。6 月 13 日和 15 日，中国人民银行相继下调 OMO、SLF 和 MLF 政策利率各 10 个 BP，释放出明显的稳增长政策信号，预计 20 日的 LPR 利率也将随之下调。然而仅 10 个 BP 的降息，对经济的提振作用或相对有限，还需进一步降准降息，刺激居民消费、购房与企业投资。

社会上对货币政策进一步宽松有四点顾虑：一是引发通胀，二是汇率贬值，三是房价暴涨等资产泡沫，四是政策传导不畅和金融空转。但从当前情形来看，这些顾虑均未构成明显制约，稳增长稳就业更加重要。

其一，通胀暂时不构成约束。当前 CPI 和 PPI 均处于低位，5 月同比分别为 0.2% 和 -4.6%。6 月 7 日易纲行长在上海调研时的座谈会上指出，“CPI 下半年有望逐步回升，到 12 月 CPI 同比将在 1% 以上”，而这也仍然偏低。

其二，汇率的外部约束在减弱。美联储加息周期已接近尾声，6 月暂停加息，后续即使加息也至多 1-2 次；人民币汇率根本上还是取决于中国的经济基本面，只要中国经济加快恢复，汇率也将再度走强；人民币汇率适度贬值也有利于出口。

其三，资产泡沫的概率较小。当前房地产市场和股市都较低迷，居民购房意愿不足，“房住不炒”定位不变，像前几轮楼市和股市暴涨的可能性不大。

其四，畅通政策传导和抑制金融空转都有望实现。当前货币政策传导不畅，实体经济融资需求不足，或许是因为实际利率仍处于较高水平，若政策利率下降带动实际利率下行，将刺激居民和企业的融资需求。货币政策进一步宽松确实可能加剧债市加杠杆投资和金融空转现象，但监管部门可通过宏观审慎政策予以限制。

因此，货币政策还有进一步宽松的空间，应承担起逆周期调控的职责。

2、下调存量房贷利率，减轻居民还贷压力，提升消费能力

当前社会上对于下调存量房贷利率的呼声较高：一方面，这有助于减轻居民还贷压力，节省下来的资金能够用于消费，从而提振内需；另一方面，部分居民的房贷利率处于高位，引发提前还贷的现象，资金或来源于存款，或来源于违规的消费贷和经营贷，都将加剧居民的资金链紧张程度，降低其风险承受能力，违规转贷还可能诱发金融和房地产市场风险。

事实上，当前存量房贷利率是会根据 LPR 每年予以调整的。央行披露，截至 2020 年 8 月，存量贷款定价基准转换工作顺利完成，94% 的存量房贷已转换为参考 LPR 定价，房贷利率=LPR+加点。每年年初银行都会根据上年的 LPR 变动对存量房贷利率进行调整，然而存量房贷利率的加点部分是固定的，即使利率下调，部分居民的房贷利率的绝对水平也仍然会处于高位，显著高于新增贷款利率。因此，下调存量房贷利率其实是要求下调加点部分。



但是，下调存量房贷的加点部分存在一些问题：其一，银行是自主经营的商业机构，央行主要通过货币政策来影响贷款利率，下调存量房贷的加点部分，明显超出了监管部门的正常职权范围；其二，住房贷款是银行的优质资源，且存量规模较大，若下调其利率，将对银行利润造成较大冲击，增大银行业风险，同时，许多银行都是上市公司，也将影响股民利益；其三，利率是资金的价格，购房和房贷都是市场行为，遵循契约精神，若经济低迷时期可以要求下调加点部分，经济强劲时期银行要求重新加回却面临较大困难。

因此，是否下调存量房贷利率，以及如何调整，还需相关部门认真研讨。

3、优化房地产调控政策，支持居民刚性和改善性购房需求

当前房地产市场低迷仍是拖累经济增长且蕴藏较高风险的领域，政府出台了多项稳地产政策，试图提振居民购房需求，但与此同时，部分合理的刚性和改善性需求却仍受到严格限制。

例如，张三决定定居北京，想在北京购买首套房，但之前已在老家贷款买过房；李四已在北京贷款买了一套小房，现在因为有了孩子，想换一套大房。张三属于刚需，李四属于改善性需求，即使两人都愿意卖掉已有的房子，再重新购买新房，但因为已有贷款记录，购房属于二套房，首付比例要 60% 以上，贷款利率上浮 10%，购房压力大幅上升。

根据“房住不炒”的精神，政策既要抑制投机性需求，也要支持合理的刚性和改善性需求，在堵漏洞的同时，也要开正门。若能进一步优化房地产调控政策，既能提振房地产市场，也能增进民生福祉。

4、发行长期建设国债，提前建设十四五规划的重大项目，中央政府举债空间更大，保民生、稳增长

财政政策也是政府逆周期调控的重要手段，但当前受限于地方政府的财政压力。其一，2022 年一般公共预算收入/GDP 降至 16.8%，较 2015 年的高点下降了 5.3 个百分点。虽然中央给予了地方政府较大的转移支付力度，但是 2022 年地方土地出让收入较 2021 年减少 2 万亿。受房地产市场低迷的影响，今年 1-4 月土地出让收入同比为 -21.7%，加剧了可支配财力的困难。其二，地方政府刚性支出上升以及化解房地产、金融风险等导致收支矛盾加剧，区县层面尤甚。其三，债务集中到期，偿债压力大，利息支出增速快，1-4 月一般公共预算利息支出增速达 9.0%。

后续地方财政的发力点有：一是加快地方专项债发行和使用，二是推出政策性金融工具，在专项债资金使用完、基建投资后继乏力时，予以接续。

目前关于财政政策的各项政策建议，都必须先回答钱从哪里来的问题。在地方政府财政收入增速放缓、举债受限的背景下，中央政府应承担起更大的责任。中央政府杠杆率和举债成本更低，举债空间和能力也更大。

建议发行长期建设国债，一是支持基建，对冲总需求快速下行，确保宏观大盘稳定，确保预期和信心稳定；二是腾出的财力空间用于保障民生，对低收入人群发放补贴，提高农村居民的养老金水平，为公众提供更多优质的民生服务，促进消费或提高居民的抗风险能力，确保社会和人心稳定。



5、发放消费券，中央和地方分地区按比例分配，合力提振全国居民消费

市场对于财政发放消费券的呼声也比较高，认为其能改善居民资产负债表，提振居民消费意愿和能力。

但是政府发放消费券也面临一些问题。若完全由地方政府发放，一是会加重地方财政压力，地方财政可能没有能力发放消费券；二是中西部地区可能缺乏发放消费券的动力，我国增值税、所得税等根据生产地缴纳，中西部发放消费券，相应商品来自东部，产生的增值税、所得税在东部，实质上是中西部在支持东部地区。而由中央政府发放消费券，又不利于调动地方政府的积极性。

建议通过中央和地方政府分地区、按比例的方式来发消费券。例如西部地区可能是中央承担 80%、地方承担 20%，中部可能就是五五分，东部地区可能主要是由地方政府承担，然后中央承担 20%。这样既能减轻地方政府负担，又能调动其积极性，最终提振全国居民消费。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、21、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com