

推进消费转型需要“全民国企持股计划”

- 我国是一个消费偏低、内需不足的国家。我国如果不能有效推进消费转型，宏观政策就只能在消费偏低的宏观大背景下求取约束最优，难以达成高质量发展所要求的兼顾各方的最好效果。
- 有关我国消费转型的关键问题是：中国消费占 GDP 比重应该是多少？这个问题的答案并不是某个具体数值。真正的答案是，最优消费占比的达成有赖于调节消费与储蓄（也是消费与投资）的市场机制的存在。这个市场机制依据消费者的时间偏好、以及投资回报率，动态地在居民与企业两大部门之间最优分配国民总收入。说我国消费不足，是因为我国缺乏这样的市场化机制。我国大量存在的国有企业是造成这一局面的一个重要原因。
- 笔者建议，通过“全民国企持股计划”来实质性推进消费转型。“全民国企持股计划”的关键是设立多个国有投资基金。将基金份额均匀分配给全国人民，并让老百姓可以在基金之间自由选择。另一方面，让基金竞争国有企业的股权。居民部门通过国有投资基金间接持有国企的股份，可以感受到国企发展带来的财富效应。而通过居民选择国有投资基金，以及国有投资基金竞争国企股权两个市场，居民的时间偏好和企业的投资回报率可以相遇并达成平衡，引导收入在居民和国企间做最有利于居民福利提升的配置。如此，消费不足的问题可被解决。
- 我国经济当前有上中下三策可选。上策是通过“全民国企持股计划”来优化我国收入分配结构，切实推进消费转型。中策是在收入分配没有明显改变，居民收入和消费仍然不足的情况下，政府加杠杆创造需求以稳定增长。下策则是在收入分配没有调整时，政府又因为债务忧虑等因素而自缚手脚。当前我国急需通过“全民国企持股计划”来切实推进消费转型。而在消费转型取得实质性进展之前，纠偏对我国债务状况的不当认知，通过政府加杠杆来稳定增长也是必要之举。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
宏观经济

证券分析师：徐高

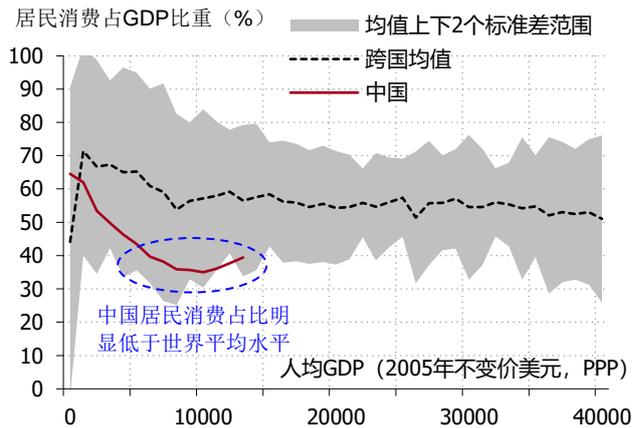
(8610)66229055

gao.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519050002

我国是一个消费偏低的国家。新中国成立以来，我国居民消费占 GDP 比重仅在建国初期与世界平均水平相当。而在过去几十年中，在各个人均 GDP 水平上，我国居民消费占 GDP 比重都明显低于对应人均 GDP 水平上的世界平均值。换言之，以世界各国居民消费占比的变化路径作为参照，我国居民消费水平长期偏低。（图表 1）

图表 1. 我国居民消费占 GDP 比重明显低于对应人均 GDP 水平上的世界均值



资料来源：PWT，中银证券

在 2023 年 6 月 29 日发表的《需要全面纠偏对我国债务的认知》一文中，笔者曾说过：“内需之中，消费才是最终需求，投资只是派生需求。消费占经济的比重偏低，就会衍生出内需不足的问题。”^[1] 2008 年次贷危机爆发之后，我国面临的外需不复危机前之强劲，国内经济增长因而越发需要靠宏观政策刺激内需来维持。而政策推动消费的效果一直不明显，因而主要通过刺激投资来带动需求。但这又衍生出了投资回报率下降、政府债务负担加大等一系列副作用，反过来约束了政策刺激内需的能力和意愿。

当前比用宏观政策刺激需求更重要的，是推动消费转型，提升居民消费占我国 GDP 的比重。居民消费占比上来了，内需不足的问题会相应缓解，从而增强经济增长的内生可持续性（增长不再那么依赖宏观政策对投资的刺激）。此外，更高的居民消费占比也会让经济增长更多惠及居民福利。这是因为老百姓福利水平的高低，主要跟其消费水平相关。居民消费占经济比重如果比较低，经济增长与人民生活感受之间就会有脱节的感觉。如果消费转型不能有效推进，宏观政策就只能在消费偏低的宏观大背景下求取约束最优，难以达成高质量发展所要求的兼顾各方的最好效果。

1. 推进消费转型的几个误区

对推进消费转型的必要性，各方早有认识。2009年国务院第1号公报就是《国务院办公厅关于搞活流通扩大消费的意见》，要求采取多种方式“拉动农村消费”、“扩大城市消费”^[2]。十几年过去了，我国消费转型迟迟没有取得实质性进展，主要原因是在推进转型方面存在一些认识误区，而没有抓住消费转型的关键问题。

误区之一，认为可以通过提升居民消费倾向来推进消费转型。居民消费倾向即居民消费率，就是居民在其收入中愿意拿出多少比例来消费。居民消费等于居民收入乘以消费倾向。把眼睛盯在消费倾向上，而不在增加居民收入方面想办法，效果不会太好。这是因为消费倾向是居民基于其所处状况和预期之下的最优选择，很难为宏观政策所左右。而且就算真的把居民消费倾向给刺激起来了，也一定是以降低居民储蓄、增加居民债务为代价，有可能危及居民资产负债的稳定。

误区之二，认为可以通过加工资来推进消费转型。认为可以通过提升工资水平来增加居民收入，进而推进消费转型，是典型的微观思维。工资水平的上升确实会让有工作的人收入增加，有推升工资总额的效果。但工资水平上升同时也意味着劳动力成本上升，会促使企业更多用资本来替代劳动，从而抑制就业，因而又会压低工资总额。这两个效果一正一反，基本相互抵消，所以**工资总额占经济比重与工资水平高低没太大关系**。我国仅在次贷危机前后几年，因外需带动国内企业利润显著变化，让工资总额占GDP比重有几个百分点的变动。其他时间，我国工资总额占GDP比重均很稳定，不受工资水平高低的影响。（图表2）

图表 2. 我国工资总额占 GDP 比重变化不大，与工资涨幅没有明显关系



资料来源：CEIC，中银证券

误区之三，认为可以直接给居民发钱来刺激消费。居民消费是居民当期收入的函数，更是居民未来收入预期的函数。如果不能提升收入预期，大部分短期增加的收入会被居民储蓄起来，不会变成消费。经济学中的“持久收入理论”讲的就是这个道理。政府就算直接给老百姓发只能用来购物的购物券，也会挤出老百姓其他的消费（老百姓也会把本来准备购物的钱给存起来），从而使购物券刺激消费的作用受限。此外，与政府出钱做投资项目不同，给居民发钱来刺激消费并不会形成资产，因而会更快引发财政可持续性的忧虑。而对我国这么一个发展中国家，直接发钱会不会养懒汉，降低我国国际竞争力，也有不小争议。

2. 推进消费转型的关键问题

以上这些认识误区之所以会出现，关键原因是有关我国消费的讨论并未触及真正的关键问题。这个关键问题是：中国消费占 GDP 比重应该是多少？

我国消费占 GDP 比重偏低，并不必然意味着我国消费不足。消费比重低不低，是一个实然的实证性问题；而消费是否不足，是一个应然的规范性问题。要回答前一个问题，只涉及对现状的测量。只要把数据搞清楚了，大家的看法不会有太多不同。但要说消费是否不足，则包含价值判断。在价值判断的标尺没有弄清楚之前，消费足不足的问题难以回答。要判断消费足还是不足，先得问足够（合适、恰当）的消费占比应该是多少，然后再以这个问题的答案为比较标尺来评价现状。

对这个关键问题的回答需要一些学理上的思辨。

显然，消费肯定不是越少越好。一个经济体如果消费为零，会连其人口都无法维持。但另一方面，消费也不是越多越好。极端情况下，如果所有的收入都被消费掉，则不会有储蓄和投资，那未来获取收入和消费的能力都会大受影响。消费不是一锤子买卖，而是持续的过程——现在要消费，未来也要消费。要兼顾现在和未来的消费，就需要在现在的收入中，既要拿一部分出来马上消费掉，也要拿出一部分储蓄起来变成投资，以便为未来提供更多收入和消费。

所以，在收入之中，会有一个让消费者平衡现在和未来消费的最优消费比例。这个最优比例是多少，既取决于消费者的时间偏好（在现在和未来的消费之间如何权衡），也取决于储蓄回报率的高低。消费者越不耐烦，越要现在消费，消费占收入比重就会越高；消费者越耐心，则越会倾向于推迟消费，消费占比会越低。另一方面，储蓄回报率越高，则意味把当前消费转化为未来消费的效率越高——牺牲单位当前消费而增加储蓄，在未来带来的收入和消费的提升幅度越高。这样，消费者当然会愿意少消费，多储蓄。反过来，如果储蓄回报率较低，则消费者会倾向于多消费、少储蓄。由于 GDP 同时也是经济的总收入，所以消费占 GDP 的最优比例是多少，取决于消费者时间偏好和储蓄回报率之间的平衡关系。

值得注意的是，以上推理只有站在消费者的角度才是成立的。因为只有站在消费者的立场上，储蓄（投资）才有机会成本，即不储蓄而消费所能获得的效用。对一个不消费的经济主体来说，储蓄没有机会成本，将所有收入都用作储蓄是最恰当的选择。当我们在探讨消费是否足够的这个问题的时候，其实已经隐含了站在消费者的角度来做价值评判的视角。当然，如果我们相信经济发展应该以提升消费者的福利水平为最终目标，以满足人民群众对美好生活的期待为依归，则从消费者出发便是应有之视角。

企业部门是经济中的主要投资者（政府也会做一些投资），会把经济中的储蓄转化为投资。相应地，企业部门是储蓄回报的主要提供方。企业部门自身不做消费。因此，在不受到外界约束的时候，企业部门会将其所有收入均拿去投资（变成企业储蓄）。但如果企业为消费者所拥有，则消费者的偏好会对企业的投资行为形成约束。笔者在《需要全面纠偏对我国债务的认知》一文中已论述了这种约束背后的道理。在那篇文章中，笔者曾说过：

“通过融资和分红，企业部门与居民部门之间可以建立起资源双向流动的渠道，从而使得资源在投资回报率这一价格指挥棒的引导下，在消费与投资之间做最优配置。在这一市场机制的调节下，储蓄过剩、投资过剩的问题不会发生——因为投资回报率低了，资源就会自动流向居民部门，变成居民消费。”

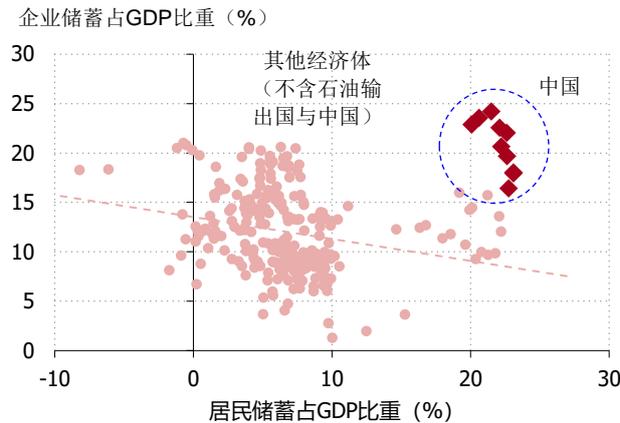
通过融资和分红，资源会在居民和企业两大部门间双向流动，令国民总收入（GDP）在居民和企业两大部门间时时做最优动态分配，从而达成消费者时间偏好与投资回报率之间的平衡，最终实现最恰当的消费占比。

因此，要问对一个经济体而言多少消费占比是恰当的，答案并不是某个具体的数值。真正的答案是，最优消费占比的达成有赖于调节消费与储蓄（也是消费与投资）的市场机制的存在。这个市场机制依据消费者的时间偏好、以及投资回报率，动态地在居民与企业两大部门之间最优分配国民总收入。这个市场机制要发挥作用，需要以居民对企业部门行为有约束力为前提。离开了这种市场机制，消费占比应该是多少，谁也不知道。

3. 中国消费不足的成因

有了前面的准备，中国消费不足的结论已呼之欲出了。说我国消费不足，不是因为我国消费占 GDP 比重低于某个目标值——因为谁也不知道消费占 GDP 比重应该是多少——而是因为我国缺乏调节消费与投资（消费与储蓄）的市场化机制。这在宏观数据上表现为我国居民储蓄与企业储蓄的割裂。（图表 3）

图表 3. 我国居民储蓄与企业储蓄之间缺乏别国普遍存在的负相关关系，表明我国缺失调节消费与投资的市场机制



资料来源：UNData，中银证券

在《需要全面纠偏对我国债务的认知》那篇文章里笔者还说到：

“我国企业向居民分红不多，表明我国调节消费与投资的市场化机制失灵了……我国因为企业部门与居民部门的财富效应联系被割裂，在投资回报率下降的时候，流向企业部门（尤其是国有企业和股权高度集中的私企）的收入并不会自动变成企业向居民的分红。这就使得我国储蓄过剩、投资过剩的问题不会被市场自动纠正。这是中国经济长期消费不足、储蓄过剩的原因所在，也是我国与西方国家一个重要差别。”

造成我国居民部门与企业部门割裂的原因是多方面的，我国大量存在的国有企业无疑其中的一个重要原因。我国数量庞大的国有资本虽归全民所有，却很少有国有资本回报被转移给居民部门。

财政部资产管理司披露的数据显示，2021年，我国全国非金融企业国有资产和金融企业国有资产总额分别为308.3万亿元和352.4万亿元，扣除负债后，分别形成了国有资本权益（国有资产）86.9万亿元和25.3万亿元。二者相加，2021年我国所有国有企业对应的国有资产（净资本概念）总量为112.2万亿元。除此而外，我国还有行政事业性国有净资产42.9万亿元。我国国有自然资源资产（如土地）还未计入上述数字之中。^[3]

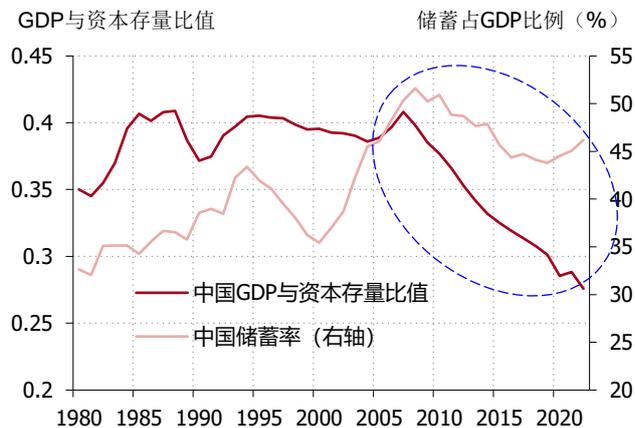
根据财政部预算司披露的数据，2021年我国财政从国有企业获得的利润、分红、产权出让等各项收入的总和为5170.43亿元^[4]。在这其中，有差不多一半的收入以资本金注入、补贴等形式回到了国企。最终，仅有2472.84亿元从国有资本经营预算收入中调出，充入财政^[5]。

当然，国有企业还通过支付雇员工资、缴纳税款等其他方式在我国经济中发挥重要作用。但这些都是各种企业都会发挥的作用。国有企业作为全体国民所拥有的企业，理应在工资税款之外，还通过资本回报的方式回报全民。但从前面财政部披露的数据可以计算，从财政获得的净回报来看，2021年我国国企112.2万亿元的国有资产，给拥有它的国家带来的资本回报率仅为0.22%。此外，国企虽然也会直接向持有国企股份的居民分红，但数额相当有限。

这样一来，我国规模庞大的国有资本所产生的资本回报，不管是直接向居民分红，还是间接通过财政向居民转移，数额都不大。这就使得我国居民与国企间的财富效应联系很微弱。当然，我国居民与企业两大部门之间的割裂并不都来自国有企业。那些股权高度集中的民营企业，其资本回报向广大居民转移的规模也很有限。

从企业部门向居民部门转移的收入不多，反映了居民部门对企业部门约束力的缺失。这让调节消费与投资的市场化机制在我国发挥不了什么作用。于是，尽管我国过度的投资已经明显压低了资本回报率，但储蓄率与投资率仍然处在高位。可以用 GDP 与资本存量的比值来间接推知全社会资本回报率的走势（二者理论上应该正相关）。次贷危机之后，我国 GDP 与资本存量之比大幅下滑，目前已处在改革开放以来的最低水平。这表明我国资本回报率已经明显走低，储蓄投资已经不再像次贷危机前那么有吸引力。如果调节消费与储蓄的市场机制在发挥作用，这种情况下应该看到更多收入被配置到消费而非储蓄上，令我国储蓄率下降。但事实恰恰相反，次贷危机之后，我国储蓄率并未随投资回报率的下降而走低，反而长期高于次贷危机前的水平。过高的储蓄率是我国消费不足的又一个证据。（图表 4）

图表 4. 次贷危机之后，我国 GDP 与资本存量的比值显著下降，同期储蓄率却继续处在高位



资料来源：IMF，中银证券

从理论上来说，如果经济增长的最终目标是提升居民福利，那么全社会收入该如何使用才能最有利于居民福利的提升，自然是居民最有话语权，应该交由居民来决策。特别地，收入在消费与投资（或是消费与储蓄）之间该如何分配，应该由居民来决策，如此方能保证消费与投资的配比在最恰当的水平——也即最有利于居民福利最大化的水平。

但在我国，居民和企业部门之间明显割裂。这种割裂表现在宏观层面，是全社会收入未能充分流向居民部门，导致居民部门收入占 GDP 比重偏低。这使得全社会总收入的相当一部分，其使用不受居民支配，从而让居民消费不足。在微观层面，这种割裂又表现为企业的投资行为较少受到居民偏好的约束，从而导致过度投资。所以，以经济发展是否最有利于居民福利提升为评价标准，可以判断我国存在消费不足的问题。

要推进消费转型，提升消费占经济的比重，当然要增加居民收入占经济的比重。但仅仅增加收入还不够，更重要的是构建起根据居民偏好和投资回报率来动态调整消费和投资（消费和储蓄）的市场化机制。离开了这个机制，居民收入占比、消费占比应该是多少，谁也不知道。而不知道应该的比例是多少，提升居民收入的宏观政策就会无的放矢。

在私有制经济体中，居民持有企业股权，以股东身份约束企业，因而在需要企业分红的时候，可以让企业给居民部门分红。这是形成调节消费和投资之市场机制的天然形式。但对我国而言，私有化并不是可行的选择。我国社会主义制度固然是个重要考虑原因，苏联和东欧国家国企私有化留下的惨痛教训也值得吸取。

在苏东的国企私有化过程中，全体国民虽然是国企名义上的所有者，却在企业实际的运营及私有化过程中没法对企业形成有效的监督和约束，是“缺位的所有者”。这使得企业内部人可用其信息优势，大肆侵占本应属于全体国民的国有资产。所以，苏东的私有化进程伴随着严重的“内部人控制”（insider control）问题，最终变成了企业内部人瓜分国有资产的盛宴，催生了众多靠攫取国有资产而肥的寡头^[6]。即使仅仅考虑苏东的前车之鉴，我国也需要在私有化之外找推进消费转型的其他办法。

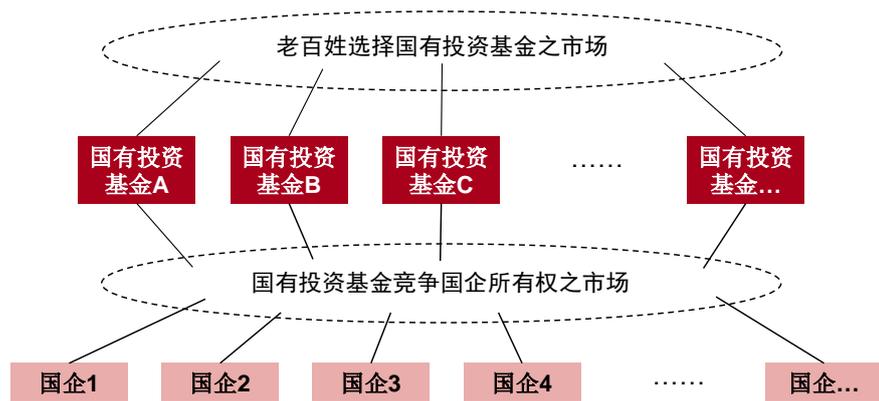
4. 推进消费转型的“全民国企持股计划”

笔者建议，通过“全民国企持股计划”来实质性推进消费转型。这一计划的目的是在不改变国有企业所有制的前提下，在国有企业与居民两大部门之间构建起财富效应联系。这一方面是要让国有资产在普通老百姓那里看得见、摸得着、用得上，从而让老百姓实实在在感受到国有资产带给自己的财富效应。说得更直白一点，就是让老百姓因为国有资产的存在而更有钱、更敢花钱。另一方面则是通过这两大部门间财富效应联系的构建，形成依据老百姓的时间偏好和企业投资回报率的高低，动态调节资源在国有企业与居民两大部门之间分配的市场化机制。

“全民国企持股计划”的关键是设立多个国有投资基金。初始的时候，将国有企业股权较为均匀地注入这些国有投资基金，让基金持有。然后再将基金的份额均匀地分配给全国人民，让全国老百姓都变成国有投资基金的份额持有人。完成初始的分配之后，国有基金可在国有企业股权市场中自由买卖国企股权，以获取尽可能高的投资收益。

至少在相当长的一段时间里，老百姓不能将其基金份额卖出，以免部分民众因信息劣势或其他原因而不恰当地将其国有基金份额卖掉，失去未来国有资产对其的保障。但每年，老百姓可以将基金的分红提现出来花销。老百姓还可以在不同国有投资基金之间转换其份额——老百姓可以随时按照基金净值将其持有的某个基金的份额转换成为另一国有投资基金的份额。（图表 5）

图表 5. “全民国企持股计划”示意图



在这个“全民国企持股计划”中，关键之处是构造了两个竞争市场。第一个市场是国有投资基金之间竞争老百姓份额的市场。基金要努力通过自己更好地投资业绩来争取老百姓的认可，以扩大基金规模。那些投资业绩低迷的基金，份额将会逐步流出，最终被市场淘汰。在这个市场中，国有投资基金为在竞争中胜出，自然会以老百姓的偏好来经营基金，在老百姓需要基金多分红的时候多分红，需要基金少分红的时候少分红。通过这个市场，居民部门的时间偏好可传递至国有投资基金的投资行为上。

第二个市场是国有投资基金竞争国有企业股权的市场，即国有企业所有权的竞争市场。这一市场仅对国有投资基金开放，以保证国有企业的所有制不发生变化。在这个市场中，国有基金可以将其感知到的老百姓的偏好传递给国有企业，从而影响国企的行为。这样，当老百姓感受到企业投资回报率较低而希望多分红的时候，国有投资基金会有向老百姓多分红的动力。而国有基金作为国有企业的所有者，会将这种分红的压力传递给国有企业，让国企多分红。

通过如此设计，就在不改变国企所有制的前提之下，构造了联系起居民与国企两大部门的市场机制，一方面让国有资产真正能给居民部门带来财富效应，促进居民收入和消费的增加，另一方面则构建起了在居民和国有企业二者之间动态分配资源、进而市场化调节消费和投资的机制。此外，“内部人控制”的问题也能在这样的方案中被有效解决。这是因为相互竞争的国有投资基金作为一个整体，是一个有能力、有激励的时时在场的所有者，可以对企业的内部人形成较强约束。而国有投资基金相比身处各个行业的其他企业而言，信息更加透明，基金被内部人控制的风险更低。

5. 结语

一个国家的总产出就是这个国家的总收入，也是这个国家的总购买力。所以在总量上，一国总是拥有购买其全部产出的购买力。但购买力在国家内分配的时候，却未必会和支出意愿有良好匹配。可能会出现这样的情况：有购买的经济主体缺乏支出意愿，有支出意愿的经济主体缺乏购买力。所以，内需不足本质上是一个收入分配问题，是收入与支出意愿未能形成良好匹配产生的结果。

我国居民和企业两大部门割裂的现实，使我国的收入分配出了问题。以经济发展是否最有利于居民福利提升为判断标准，我国居民收入不足、消费不足。在这表象的背后，是两大部门之间财富效应联系的微弱，以及居民和企业两大部门间动态调整资源配置的市场机制的缺失。为此，要从根本上解决我国消费不足，以及随之而来的内需不足问题，重点在于架起居民和企业两大部门之间的桥梁，构建以最大化居民福利为目标的调节消费和投资的市场化机制。

在这样的思路中，“全民国企持股计划”的提出是顺利成章的事情。居民部门通过国有投资基金间接持有国企的股份，可以感受到国企发展带来的财富效应。而通过居民选择国有投资基金，以及国有投资基金竞争国企股权两个市场，居民的时间偏好和企业的投资回报率可以相遇并达成平衡，引导收入在居民和国企间做最有利于居民福利提升的配置。如此，消费不足的问题可被解决。

“全民国企持股计划”的构想笔者早在 2012 年发表的《构建国企所有权竞争市场，推进消费转型》一文中就已提出^[7]。只不过十年前我国宏观政策面临的约束并未像当前这样收紧，各方对通过刺激投资来拉动增长的模式虽有诟病，看法也并不像现在这样负面。但在宏观政策不愿再像过去那样发力稳增长的情况下，我国急需通过“全民国企持股计划”在我国社会主义制度框架下调节收入分配，从根本上解决消费不足和内需不足的问题，重建我国经济增长的内生可持续性。

我国经济当前有上中下三策可选。上策是通过“全民国企持股计划”来优化我国收入分配结构，切实推进消费转型。这将让我国走向更有可持续性，且更加惠及民众福利的新增长模式。中策是在收入分配没有明显改变，居民收入和消费仍然不足的情况下，政府加杠杆创造需求以稳定增长。这不是最好的出路，却是在收入分配约束下的约束最优。下策则是在收入分配没有调整时，政府又因为债务忧虑等因素而自缚手脚。在有些人看来，这样似乎可以让市场自发出清，从而让中国经济在“短痛”之后轻装上阵。但这种良好的愿望并不会变成现实，因为经济增长的减速并不会自动带来收入分配的改善。在这种情况下，1998 到 2002 年我国曾经历的长期通缩，以及相伴随的大规模企业倒闭、大量工人失业的局面将会重演。

为了延续改革开放四十多年来的辉煌，当前我国急需通过“全民国企持股计划”来切实推进消费转型。而在消费转型取得实质性进展之前，纠偏对我国债务状况的不当认知，通过政府加杠杆来稳定增长也是必要之举。（完）

【1】徐高，2023 年 6 月 29 日，《需要全面纠偏对我国债务的认知》，<https://www.bocichina.com/Details/detail?id=dataindex3355359>。

【2】国务院，2008 年 12 月 30 日，《国务院办公厅关于搞活流通扩大消费的意见》，国务院公报 2009 年第 1 号，https://www.gov.cn/gongbao/content/2009/content_1196458.htm。

【3】财政部资产管理司，2022 年 11 月 14 日，《国务院关于 2021 年度国有资产管理情况的综合报告》，http://zcgls.mof.gov.cn/gyzcgzdt/202211/t20221110_3850821.htm。

【4】财政部预算司，2022 年 7 月 28 日，《2021 年全国国有资本经营收入决算表》，http://ysss.mof.gov.cn/2021zyjs/202207/t20220728_3830609.htm。

【5】财政部预算司，2022 年 7 月 28 日，《2021 年全国国有资本经营支出决算表》，http://ysss.mof.gov.cn/2021zyjs/202207/t20220728_3830640.htm。

【6】Aoki, 1995, "Controlling Insider Control: Issues of Corporate Governance in Transition Economies," in Corporate Governance in Transitional Economies (ISBN:978-0-8213-2990-0), World Bank, <https://elibrary.worldbank.org/doi/pdf/10.1596/0-8213-2990-1>。

【7】徐高，2012，《构建国企所有权竞争市场，推进消费转型》，《金融发展评论》2012 年第 12 期，29-35 页。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371