

市场对年内财政空间充满期待，事实上四季度财政扩张存在多重影响，最大约束主要来自于财政收入情况。现在有一个新的问题，一旦财政短收之后的收支缺口如何打平？这将在多大程度上影响利率债供给，并进一步影响债市，我们尝试给出回答。

➤ **首先需要明确一点，今年财政压力较年初增大，因为收入或低于年初预算 2.3 万亿。**

1-8 月土地出让收入和企业所得税同比偏低，预示全年财政大概率弱于年初计划。

今年 1-8 月土地出让收入同比仅达 -19.6%（年初预算同比 0.4%）、公共财政收入同比仅达为 -2.5%（年初预算同比 6.7%），预算收入执行情况低于年初预算。而目前财政收入强势反弹迹象尚未显现，因此按当前节奏推演（今年 1-8 月实际收入/历史 1-8 月收入进度均值），预计**今年财政或较年初预算减少 2.3 万亿（减税 0.6 万亿，土地出让金减收 1.7 万亿）。**

➤ **面对税收不及预期，历史曾有三种财政应对方法，或为四季度财政工具提供启示。**

(1) 盘活存量闲置资产，提高当年非税收入。盘活国有资源资产，主要包括转让、租赁政府已收储的闲置土地、各类公共基础设施、其他可利用资源等。2022 年，政府通过上述方式，增收 4239 亿元非税收入。

(2) 调用财政存量资金。所谓财政存量资金，主要来自于之前年份财政收大于支带来的滚存结余。每年初财政预算中就会考虑动用存量资金平衡收支，若因某些不可提前预测因素，财政在实际运行过程中收支缺口扩大（可能是减收，可能是扩支），存量资金的调用规模也会相应走阔，2018 年年中调用的资金甚至高达 1.2 万亿。

(3) 增扩赤字或发行特别国债。增扩赤字并不常见，中国仅在 1998-2000 年中打开赤字额度，为应对超预期事件带来的经济扰动。对于特别国债，历史已有三次发行特别国债，分别用于增加银行资本金（1997 年），管理外汇资产（2007 年）以及应对新冠疫情（2020 年），可以看到特别国债发行目的是为了解决当年经济运行管理遇到的“特别”问题。

➤ **面对土地出让收入不及预期，历史常见两类应对，可为年内财政工具提供参考。**

与公共财政不同，政府性基金讲求以收定支，经验上也往往会减少支出应对减收。但支出端减少或将拖累当期投资，财政可以用多种方式应对投资不足，工具则不局限于预算内。

(1) 增发专项债增扩投资。原则上可以新增专项债限额或动用结存额度，由于结存限额的使用更为便捷，2015 年地方政府发行专项债以来，从未发生过年中调增专项债新增限额，仅在 2022 年首次动用专项债结存限额 5000 亿投向基建。

(2) 依托政策行支持基建投资。一则可以启用政策性金融工具，2015 年、2022 年政策性银行发债设立专项建设基金，用作项目资本金撬动基建投资。二则可以新增政策性银行信贷额度，譬如 2022 年年中新增 8000 亿政策行信贷额度。

➤ **今年面临财政短收难题，或无需增扩赤字，年内或有的财政工具在于提高非税收入、动用结存资金，并启用专项债结存资金。若为实现全年合理基建同比增速（例如 5%），亦无需动用预算外融资工具。全年财政在债务风险化解背景下，将维持紧平衡特征。**

应对财政减收，无需增扩赤字，也无需启用其他预算外融资工具。

根据测算，今年非税收入有望超收 0.2-0.9 万亿，年中还有 0.5 万亿存量资金可以调入，已然可以抵补 0.6 万亿的公共财政减收缺口，无需新增赤字。另外，1.7 万亿土地出让收入减收或将拖累 3400 亿基建投资，但仍可诉诸 2200 亿元专项债结存限额用于抵补。

为维持合理基建增速，同样无需诉诸预算外融资工具。

根据测算，即便全年财政存在减收，预算内资金对投资支持力度不及年初预算，但在今年电力基建投资支撑下（依赖企业自筹资金），全年基建同比增速仍能达到 6% 的合意水平。

风险提示：海外经济表现超预期，地产销售情况不及预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

分析师 周恺悦

执业证书：S0100523090001

电话：13135690247

邮箱：zhoukaiyue@mszq.com

相关研究

- 1.全球大类资产跟踪周报：美债风暴再起-2023/10/08
- 2.宏观事件点评：汇率研究指南-2023/09/28
- 3.宏观专题研究：财政发力，误解与真相-2023/09/26
- 4.全球大类资产跟踪周报：海外紧缩担忧再起-2023/09/24
- 5.宏观专题研究：人民币贬值何时休-2023/09/19

目录

1 今年财政收入或低于预算	3
2 税收减收的三种应对方式	4
2.1 增扩非税收入	4
2.2 调入财政存量资金	5
2.3 增扩赤字或发行特别国债	5
3 土地出让减收的两种应对方式	6
3.1 增扩专项债净融资规模	7
3.2 动用政策性金融工具	8
4 当前财政减收，应对方式有哪些？	9
4.1 方式一：非税收入可带来 0.2-0.9 万亿增收	9
4.2 方式二：调入资金可带来 0.5 万亿增收	9
4.3 方式三：专项债结存限额可用于支持投资	10
4.4 方式四：会启用其他增量融资工具嘛？	11
5 风险提示	13
插图目录	14
表格目录	14

1 今年财政收入或低于预算

今年企业所得税、土地出让收入表现较弱，按照当前收入节奏推演¹，全年财政或较年初预算减少 2.3 万亿。

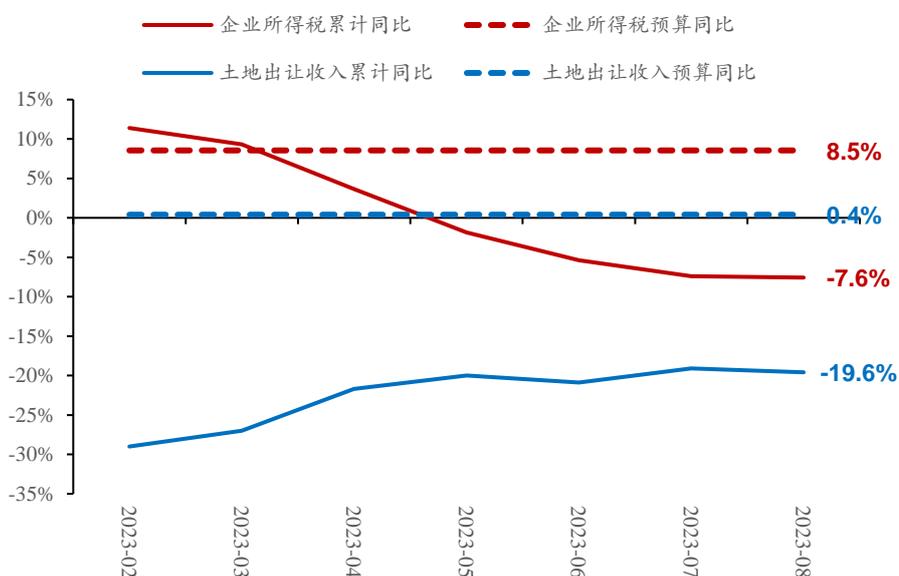
8 月广义财政收入同比仅达-9.2%（7 月，0.2%），收入节奏达到 2015 年以来最低值。1-8 月财政收入进度则为历史次低值。

1-8 月土地出让收入同比仅达-19.6%、1-8 月国内公共财政收入同比为-2.5%，其中企业所得税拉低 1.7 个百分点，不动产相关税拉低 0.4 个百分点。

上述收入在短期内反弹概率较低，首先，企业所得税与工业企业利润相关，在上游成本价格维持高位，同时制造业出口表现相对较弱，工业企业利润或在下半年持续磨底。其次，房地产销售中枢下行，地产相关税收、土地出让收入短期反弹概率较低。

粗略计算，若土地出让收入、企业所得税按照当前节奏推演，全年财政收入将减收 2.3 万亿（其中土地出让收入减收 1.7 万亿，税收减收 0.6 万亿）。

图1：企业所得税、土地出让收入或将低于预算规模



资料来源：财政部，民生证券研究院。注：财政部年初预算中并未披露土地出让收入增速，此处用政府性基金收入预算增速替代。

¹ 今年 1-8 月实际收入/历史 1-8 月收入进度均值=测算全年收入

2 税收减收的三种应对方式

税收归口于公共财政，公共财政保证基本民生与基本公共服务，预算编制依据以支定收原则。税收减少的应对方式通常包括三种——增扩非税收入，加大调入资金以及新增赤字。

2.1 增扩非税收入

非税收入包括罚没收入、行政事业性收费、国有资产经营收入（特定企业）、国有资源（资产）有偿使用收入。

税收大幅低于预算时，非税收入往往会有超预算表现。在典型税收减少的年份，譬如 2015 年、2022 年，非税收入实际值明显高于预算。

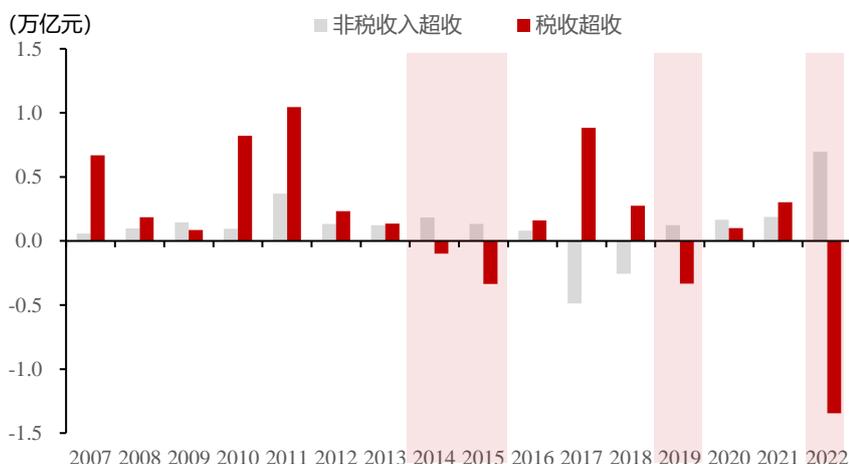
政府主要通过盘活存量限制资产，提高当年非税收入。

盘活国有资源资产范围。主要包括政府已收储的闲置土地、各类公共基础设施、其他可利用资源等。在 2022 年 5 月，国务院下发《进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》（下称《意见》），其中明确企事业单位的长期闲置资产，譬如老旧厂房、非主业资产同样被纳入可盘活的资产范畴内。

国有资产盘活方式。主要包括政府和社会资本合作（PPP）模式、REITS、转让股权、经营权亦或直接出售等方式。

典型年份如 2022 年，5 月国务院下发《意见》，指出为扩大有效投资，降低政府债务风险，进一步盘活存量资产。据 2022 年全国财政决算报告，2022 年“国有资源有偿使用收入”超出预算 4239 亿元，有效抵补了当期留抵退税规模扩大带来的税收超预算走弱。

图2：税收减收时，非税收入往往有超预算表现



资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 调入财政存量资金

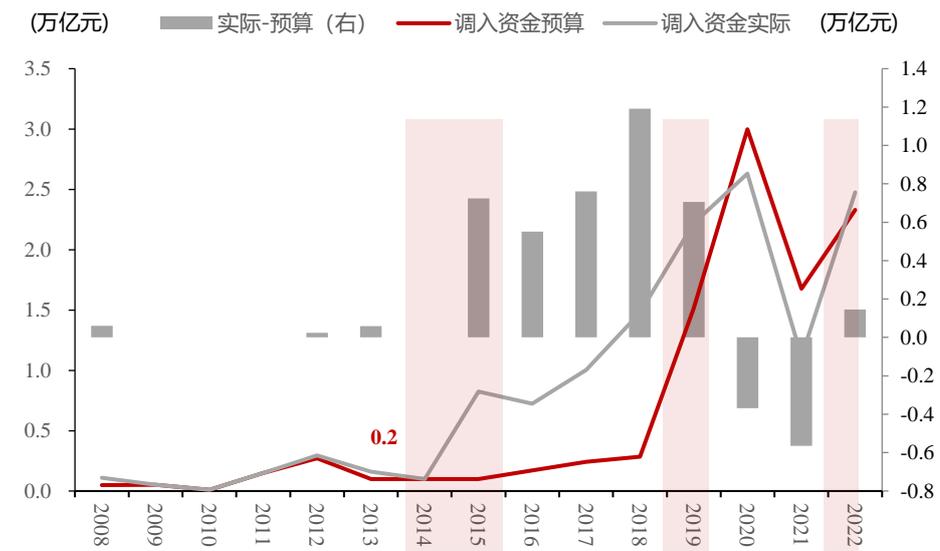
除了增扩当期非税收入，政府还可以选择调用财政存量资金补足收入缺口。

所谓财政存量资金，主要来自于之前年份财政收大于支的带来的滚存结余，一般计入预算调节基金中。

每年初财政预算中就会考虑动用存量资金平衡收支，而若因为某些不可提前预测因素，财政在实际运行过程中收支缺口扩大（可能是减收，可能是扩支），存量资金的调用规模也会相应走阔。

譬如 2015、2019、2022 三个税收减收年份，年中均另外调用存量资金。而在 2016-2018 三年，当年税收虽然未有减少，但为应对支出走阔（主要由于棚改带来的城乡基建支出走高），同样选择在年中调用资金，其中 2018 年调用规模达 1.2 万亿元。

图3：调入资金历年预算与实际规模



资料来源：财政部，民生证券研究院

2.3 增扩赤字或发行特别国债

若非税收入与调入资金都无法补足当年新增收支缺口，还可以在年中调增赤字（国债+地方一般债）。

历史维度观察，中国仅在 1998 年-2000 年三年在年中打开赤字额度，目的是为应对超预期经济下行。

1998 年为应对亚洲经融危机冲击，年中上调赤字额度 1080 亿元（中央 500 亿元，地方 580 亿元）。1999 年年中赤字上调 600 亿元（中央 300 亿元，地方

300 亿元); 2000 年上调赤字规模 500 亿元 (中央), 新增赤字均主要用于基建项目投资, 提振内需。

除了调整赤字, 政策层面还可以考虑增发特别国债, 应对特殊时期特殊问题。

特别国债发行目的是为解决的当年财政遇到“特别”因素。

历史已有三次发行特别国债, 分别用于增加银行资本金 (1997 年), 管理外汇资产 (2007 年) 以及应对新冠疫情 (2020 年)。

需要注意的是, 和增扩非税收入、调入余量资金不同, 新增赤字和发行特别国债需要财政部向人大提请预算调整才能得以实施, 流程上的灵活性不及前述两种方式。

表1: 历史上特别国债发行原因及金额

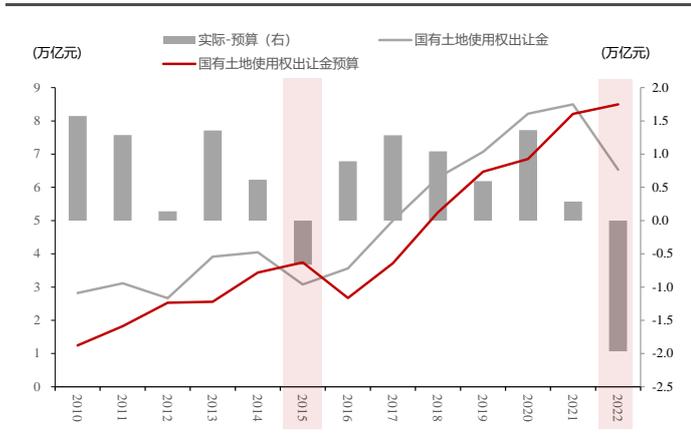
发行时间	触发事件	发行额度
1998 年	亚洲金融危机, 四大行资本充足率不足 6%。	2700 亿元
2007 年	持续多年贸易顺差, 外汇储备规模快速上升, 流动性过剩, 通胀压力凸显。	15500 亿元
2020 年	新冠肺炎疫情给我国经济增长巨大冲击, 地方财政不断承压。	10000 亿元

资料来源: 财政部, 民生证券研究院整理

3 土地出让减收的两种应对方式

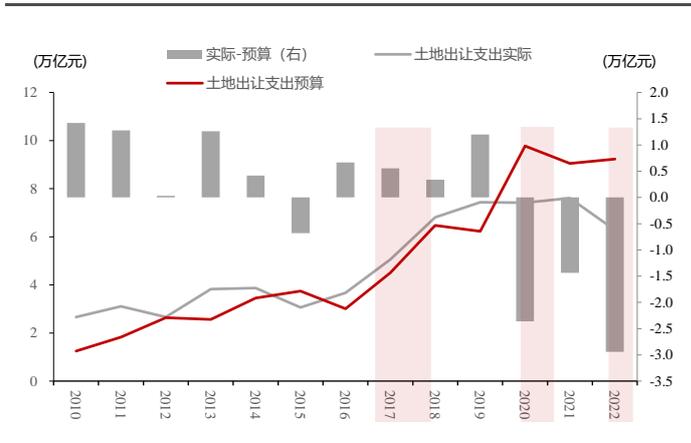
政府性基金讲求以收定支, 原则上可以通过减少支出应对减收。但是支出端减少或将拖累当期投资, 财政可以用多种方式应对投资不足, 工具则不局限于预算内。

图4: 土地出让收入预算与实际规模



资料来源: wind, 民生证券研究院

图5: 土地出让相关支出预算与实际规模



资料来源: wind, 民生证券研究院

3.1 增扩专项债净融资规模

调增专项债新增限额。

同赤字一样，我国地方专项债同样施行限额管理，如果年中要提高专项债新增限额，需要走人大常委审议流程。

但从实际经验来看，2015 年地方政府发行专项债以来，从未发生过年中调增专项债新增限额。

动用专项债结存限额。

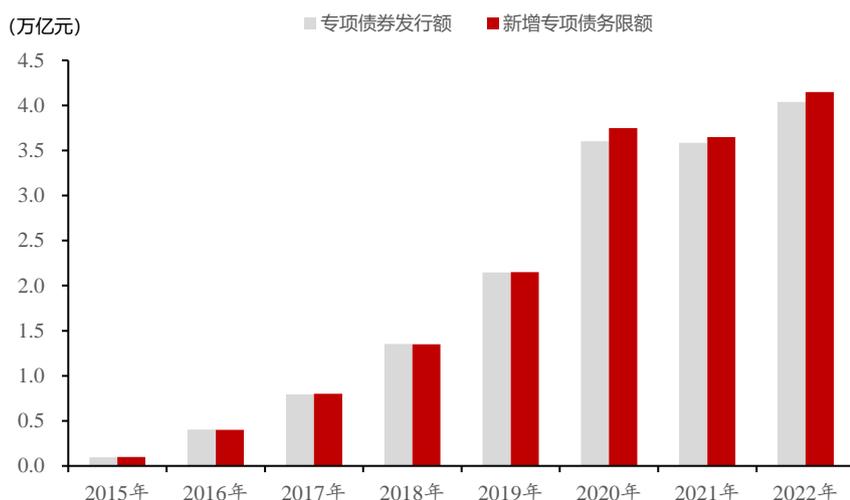
专项债结存限额等于地方专项债务限额扣减当前专项债余额，是预算法实施债务限额管理的产物。地方政府用财政资金偿付本金、未用尽用足当期专项债新增限额，都会打开限额与余额之间的差距。

结存限额已经算作地方存量债务限额中，已经过全国人大及其常委会审批，因而无需再次审批，仅需在省级层面进行预算调整由省级人大批准，流程上较直接增扩专项债新增限额更为便利。另外，结存限额的使用可以跨省份进行，财政部可以上收所有地区的结存额度进行再分配后下达地方。

结存限额可以用于化解债务（发行特殊再融资债），也可以用于支持基建。

2022 年 7 月 28 日政治局会议提到，支持地方政府“用足用好专项债务限额”，随后动用 5000 亿专项债结存限额支持当年基建投资。

图6：历年专项债发行额与年初新增专项债务限额



资料来源：财政部，民生证券研究院

3.2 动用政策性金融工具

除了盘活预算内资金稳定基建投资，还可以寻求预算外准财政帮助。

表外增扩政府信用，主要是鼓励商业金融机构给政府投资项目配套资金。

历史上表外增扩政府信用，有两个中介渠道，一是通过政策性银行提供配套资金，二是通过商业银行提供配套资金。

典型有如 2009 年“四万亿”计划时期，中央鼓励银行对政府融资平台开展信贷投放。近年严控新增隐债，政府表外信用扩张或更多依托政策性银行。

若政策性银行作为中介，政府部门信用扩张一般有两种形式。

2015 年、2022 年政策性银行发债设立专项建设基金，用作项目资本金。

2015 年，地产、制造业投资和出口情况低迷，经济下行压力较大，基建投资扩张以对冲经济下行压力。2015 年下半年创设专项建设债券，债券由政策性银行面向商业银行发行。

2015 年 8 月初各地申报，9 月初首批专项建设债发行完毕，当年共投放四批次，共计 8,000 亿元。

2022 年新增 7399 亿政策性金融工具，撬动当期投资 3 万亿左右。

专项建设债发行所得资金注入专项建设基金，专项建设基金再以资本金方式注入投资项目，提高了资金运用效率。

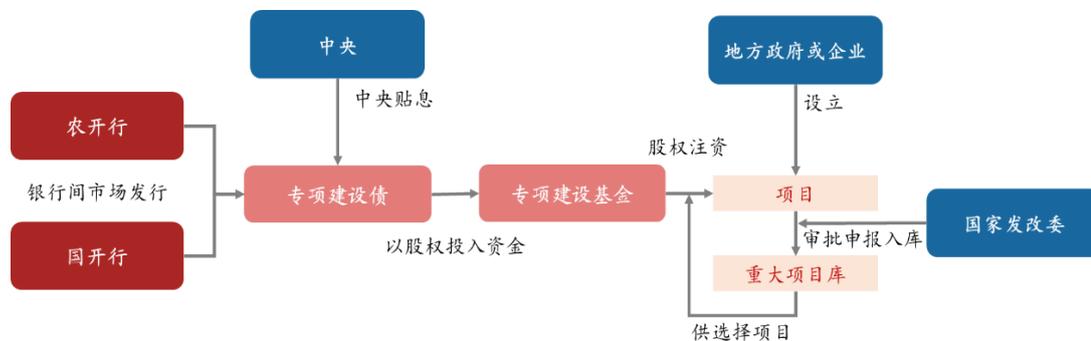
历史上经济压力较大时期，往往新增政策性银行信贷额度。

经济下行压力较大的年份，政策性银行主动扩表，发挥逆周期调节职责。

2008-2009 年、2011-2012 年、2014-2015 年期间，国内经济面临保增长压力，国务院均在年中调增政策性银行信贷额度。

2021 年，三大政策性银行新增信贷 16500 亿元。2022 年 5 月 23 日国常会提出，调增政策性开发性信贷额度 8000 亿，用于支持基础设施建设，增扩部分相当于三大政策性银行 2021 年新增信贷规模的 48.5%，加量十分明显。

图7：政策性银行可成立专项建设基金用于新增投资



资料来源：财政部，民生证券研究院

表2：历史上有过多次年中增扩政策性信贷额度经验

时间	年内调增额度
2022年6月	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。
2020年2月	国常会：政策性银行将增加 3500亿元 专项信贷额度，以优惠利率向 民营、中小微企业 发放。
2008年12月	国常会：追加政策性银行 1000亿 信贷额度，将综合运用存款准备金率、利率、汇率等多种手段以 保持银行体系流动性充分供应 。
2008年11月	农发行：年内新增 550亿元 。一是安排政策性 粮棉油收购及储备贷款 350亿元；二是安排用于 农业农村基础设施建设项目 贷款 140亿元；三是安排产业化龙头企业及国家级 化肥储备贷款 60亿元。 国开行：年内新增 600亿元 。全部用于支持 保障性安居工程、农村基础设施、铁路公路和机场 等领域的建设与发展。

资料来源：财政部，民生证券研究院整理

4 当前财政减收，应对方式有哪些？

根据前文，今年财政减收规模或达 2 万亿元以上，今年将用何种方式应对减收？我们尝试做出回答。

4.1 方式一：非税收入可带来 0.2-0.9 万亿增收

地方政府可能进一步盘活存量资产，非税收入或较预算多增 0.2-0.9 万亿。

今年 1-8 月非税收入为 2.4 万亿；2016 年以后，1-8 月非税收入占全年收入比重在 58%-69%。

我们用上述这一比例区间，测算得到今年全年非税收入可能落在 3.4-4.1 万亿区间。而今年年初非税收入预算为 3.2 万亿。可以看到，今年非税收入超预算或为大概率事件，而具体超收规模或在 0.2 万亿至 0.9 万亿区间。

4.2 方式二：调入资金可带来 0.5 万亿增收

年中可以另外动用的财政存量资金规模最高或达 0.5 万亿。

2022 年地方财政减支，合计新增财政余钱 1.6 万亿，2022 年末财政共有结存资金 3.0 万亿。2023 年年初预算动用 1.95 万亿结存资金，还剩余 1.03 万亿财政资金可以在年中动用。

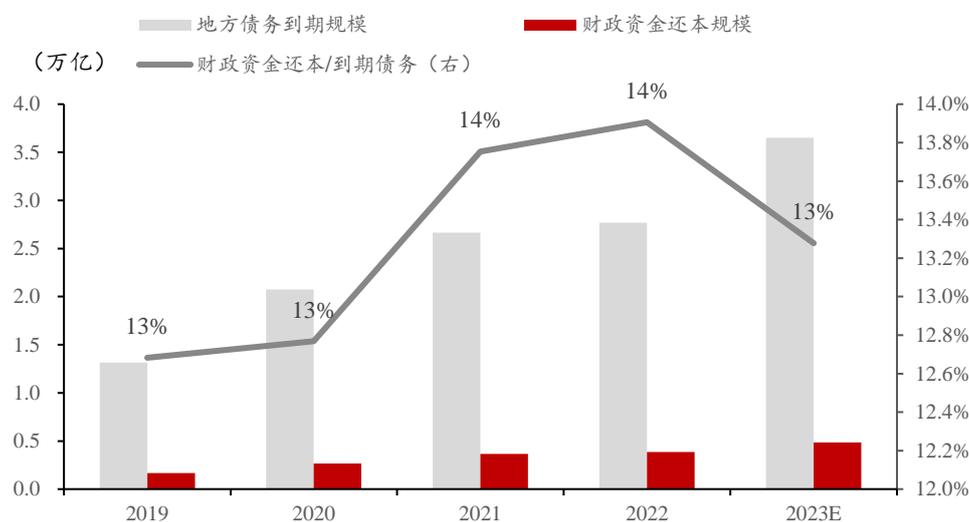
而历年财政会动用结存资金偿还到期地方债务，2019-2022 年平均每年偿还比重达到当年到期地方债务规模的 13.3%。今年到期地方债务规模达到 3.6 万亿，达到历史最高值，对应财政还本支出达到 0.5 万亿。

考虑债务还本支出后，真正能够在今年年中调用的、用于抵补收支缺口的存量资金为 0.53 万亿 (1.03-0.5=0.53)。

表3：2023 年年中还有 1.03 万亿财政资金可以动用

	2020	2021	2022	2023E
A 年初滚存存量资金	26137	23490	35158	29874
B 年初预算调用存量资金	-21792	-10062	-14777	-19533
C 当期新增存量资金	21793	25397	15761	
D 未纳入预算年中支出	-2649	-3666	-6268	
E^①年末合计存量资金	23490	35158	29874	10341^②

资料来源：财政部，民生证券研究院计算。注：① E=A+B+C+D；②2023 年 A、B 数据为年初财政部披露预算数。在今年不形成余钱、且没有不纳入预算财政支出的假设下（即 C、D=0），则年年中可以有 1.03 万亿存量资金可以动用。

图8：2023 年财政资金还本规模或达 0.5 万亿


资料来源：财政部，民生证券研究院测算

4.3 方式三：专项债结存限额可用于支持投资

为抵补土地出让收入减收间接带来的政府投资下行，或需动用 2435 亿元专项债结存额度。

上述所提到的 2023 年土地出让收入减少 1.7 万亿，按其中 20%²投向基建进行测算，若要弥补该项减收带来的投资减少，需要另外新增 3400 亿元基建投资。

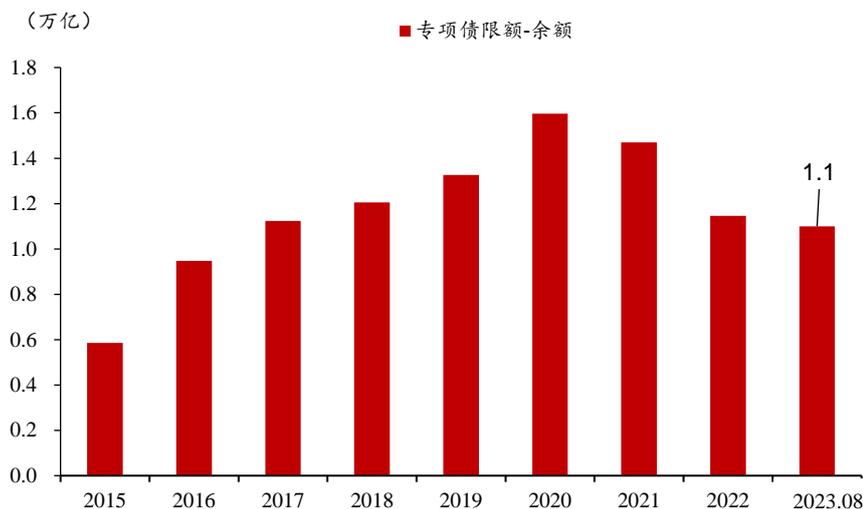
今年上半年专项债资金中有 10%用作资本金，由此推算当前专项债撬动杠杆力度为 1.4 倍（1 元专项债可形成 1.4 元基建投资）。那么 3400 亿元基建投资大

²根据国家统计局披露，土地出让金支出用向基建主要是用于三方面：土地前期开发支出（2015 占比 19%），包含“七通一平”，对应基建领域是水电热供应以及市政建设。城市建设（10%），2015 年这两项占比达 29%。2020 年以后，土地出让支出仅达土地出让收入的 9 成，本文计算土地出让收入用向基建比重，意味 2020 年往后在小于 29%的基础上还要再打折扣，本文采用偏保守的处理方式即 20%。

概需要 2435 亿元专项债额度。

而截至 2023 年 8 月末，专项债结存限额规模达到 1.1 万亿，高于 2435 亿元的额度需求，故仅需动用结存限额而无需增加专项债限额抵补投资。

图9：截至 2023 年 8 月末，仍有 1.1 万亿专项债结存限额可以使用



资料来源：财政部，民生证券研究院

4.4 方法四：会启用其他增量融资工具嘛？

通过非税收入、调入资金、专项债结存限额能够抵补当前的税收、土地出让收入短收，似乎不需要启用预算外工具。

我们看到 0.2-0.9 万亿超收的非税收入，加上 0.5 万亿的余量财政资金，合计可统筹得到 0.7-1.4 万亿资金，大于前文测算的 0.6 万亿财政短收。

而 0.2 万亿专项债结存限额就可以弥补土地出让收入减收带来的投资下行。

由此来看，似乎不需要启用其他预算外工具抵补税收亦或增扩投资。

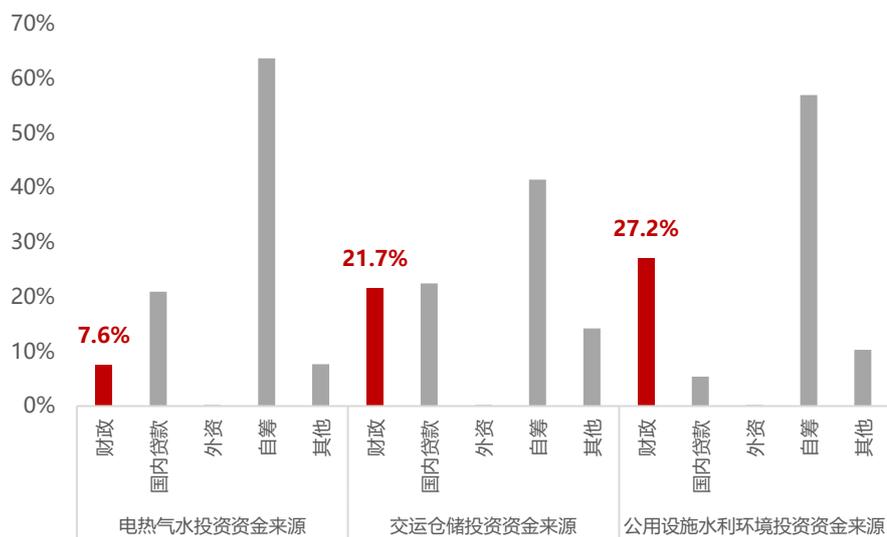
另一方面，为维持合理基建增速，同样无需诉诸预算外融资工具。

根据测算，即便财政减收 2.3 万亿，财政对投资支持力度不及年初预算，但若电力基建项目（依赖企业自筹资金）下半年基建投资延续上半年高增长³，全年基建同比增速或仍能达到 5.9%。

³ 我们通过公共财政、土地出让收入、专项债收入三项资金测算基建投资（资金规模*用向基建投资占比*撬动社会资金倍数）。由于今年上半年电力投资占比上升，使得公共财政撬动社会资金倍数有超季节性表现，假设下半年电力基建投资维持强势，等同于公共财政对社会资金的撬动倍数与上半年持平，在此假设下测算得到全年 5.9%的基建投资增速。

总结来看，不论为应对减收，亦或稳定全年投资，后续新增赤字、启用特殊政策融资工具的概率较低。年内财政减收将依赖预算内资金即可补足，这种谨慎的应对方式也与年初财政确定的防风险、保民生的政策基调保持一致。

图10：电力项目融资主要依赖企业自筹资金



资料来源：财政部，民生证券研究院。注：2022 年资金来源数据尚未披露，图中数据时间为 2021 年。

5 风险提示

1) **海外经济表现超预期**。海外加息节奏若不放缓，不排除海外经济超预期下行，从而影响我国出口表现，进而影响财政政策。

2) **地产销售情况不及预期**。本轮地产政策效果若慢于预期，进而拖累土地出让收入，则可能对财政政策带来一定影响。

插图目录

图 1: 企业所得税、土地出让收入或将低于预算规模.....	3
图 2: 税收减收时, 非税收入往往有超预算表现.....	4
图 3: 调入资金历年预算与实际规模.....	5
图 4: 土地出让收入预算与实际规模.....	6
图 5: 土地出让相关支出预算与实际规模.....	6
图 6: 历年专项债发行额与年初新增专项债务限额.....	7
图 7: 政策性银行可成立专项建设基金用于新增投资.....	8
图 8: 2023 年财政资金还本规模或达 0.5 万亿.....	10
图 9: 截至 2023 年 8 月末, 仍有 1.1 万亿专项债结存限额可以使用.....	11
图 10: 电力项目融资主要依赖企业自筹资金.....	12

表格目录

表 1: 历史上特别国债发行原因及金额.....	6
表 2: 历史上有过多次年中增扩政策性信贷额度经验.....	9
表 3: 2023 年年中还有 1.03 万亿财政资金可以动用.....	10

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026