



研究所

分析师:袁野  
SAC 登记编号:S1340523010002  
Email:yuanye@cnpsec.com  
研究助理:魏冉  
SAC 登记编号:S1340123020012  
Email:weiran@cnpsec.com

近期研究报告

《9月信贷同比表面平淡，实则改善已现》 - 2023.10.15

宏观研究

## 调增赤字以外，财政政策还有哪些选项？

### ● 核心观点

历史告诉我们年中存在调整预算的窗口期，并且常与扩大投资相关联。回到当前时点，看年内的财政政策，更需要结合当前形势辨清政策目的。政策发力点可能不在支出端，而更加侧重收入端。十四届全国人大常委会第十三次委员长会议建议，十四届全国人大常委会第六次会议审议海洋环境保护法修订草案等，审议国务院关于金融工作情况的报告等，审议有关任免案等。并未出现审议预算调整议案的内容。同时，当前时点是否会调整预算加码财政政策，还需参考三季度经济数据的成色，假如数据超预期的好，那么逆周期调节政策加码的必要性是下降的，假如数据平淡，甚至完成今年经济增长目标有困难，那么可能还有调增赤字的可能。如果不以增加赤字来弥补财政收支缺口，那么可能还有四条路径，一是通过增加非税收入弥补税收增长缺口，如通过国有资产处置；二是通过政府性基金等结存调入；三则是通过完善税收征缴或调节部分税收增加收入；四是压缩财政支出，以与预算收入相匹配。

### ● 风险提示：

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

## 目录

1 预算法对于财政赤字、预算调整有严格规定 .....	4
2 我国财政严守 3%的赤字率警戒线.....	5
3 我国曾经四次调增财政赤字 .....	7
4 年内政策展望.....	8
5 风险提示.....	12

## 图表目录

图表 1: 主要经济体财政盈余/赤字在 GDP 占比 .....	6
图表 2: 一般公共收入&全年预算 .....	11
图表 3: 税收收入&非税收入 .....	11
图表 4: 一般公共预算收入&GDP .....	12
图表 5: 一般公共预算收入&支出 .....	12

进入四季度，市场对于财政政策加力的讨论升温。10月13日，赵乐际主持召开十四届全国人大常委会第十三次委员长会议，决定十四届全国人大常委会第六次会议10月20日至24日在京举行。预算收入是否会调整？会以何种方式调整？又用于什么方向？我们做如下讨论。

## 1 预算法对于财政赤字、预算调整有严格规定

2018年第二次修订的《预算法》提到，预算包括一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算、社会保险基金预算。

一般公共预算是对以税收为主体的财政收入，安排用于保障和改善民生、推动经济社会发展、维护国家安全、维持国家机构正常运转等方面的收支预算。

政府性基金预算应当根据基金项目收入情况和实际支出需要，按基金项目编制，做到以收定支。

国有资本经营预算应当按照收支平衡的原则编制，不列赤字，并安排资金调入一般公共预算。

社会保险基金预算应当按照统筹层次和社会保险项目分别编制，做到收支平衡。

因此，官方口径的财政赤字是在一般公共预算收支的基础上，加上预算稳定调节基金、政府性基金预算、国有资本经营预算调入资金及结转结余来计算。纳入赤字口径的收入包括一般公共预算收入包括各项税收收入、行政事业性收费收入、国有资源（资产）有偿使用收入、转移性收入和其他收入，以及其他转入一般公共预算的收入。纳入赤字口径的支出包括一般公共预算支出，包括工资福利支出、商品和服务支出、资本性支出和其他支出，以及一般公共预算调出的支出。按照功能分类，包括一般公共服务支出，外交、公共安全、国防支出，农业、环境保护支出，教育、科技、文化、卫生、体育支出，社会保障及就业支出和其他支出。

另外，经国务院批准的省、自治区、直辖市的预算中必需的建设投资的部分资金，可以在国务院确定的限额内，通过发行地方政府债券举借债务的方式筹措。因此，财政赤字包括中央财政赤字和地方财政赤字。中央财政赤字通过发行国债弥补，地方财政赤字通过发行地方政府一般债券弥补。例如，《关于2022年中央

和地方预算执行情况与 2023 年中央和地方预算草案的报告》显示，2023 年全国一般公共预算收入 217300 亿元，增长 6.7%。加上调入资金及使用结转结余 19030 亿元，收入总量为 236330 亿元。全国一般公共预算支出 275130 亿元（含中央预备费 500 亿元），增长 5.6%。赤字率按 3% 安排，比上年提高 0.2 个百分点。全国财政赤字 38800 亿元，比上年增加 5100 亿元，其中，中央财政赤字 31600 亿元，增加 5100 亿元；地方财政赤字 7200 亿元，与上年持平。

《预算法》同时提到，经全国人民代表大会批准的中央预算和经地方各级人民代表大会批准的地方各级预算，在执行中出现下列情况之一的，应当进行预算调整：（一）需要增加或者减少预算总支出的；（二）需要调入预算稳定调节基金的；（三）需要调减预算安排的重点支出数额的；（四）需要增加举借债务数额的。在预算执行中，各级政府对于必须进行的预算调整，应当编制预算调整方案。预算调整方案应当说明预算调整的理由、项目和数额。

而对于预算调整的流程，《预算法》规定，国务院财政部门应当在全国人民代表大会常务委员会举行会议审查和批准预算调整方案的三十日前，将预算调整初步方案送交全国人民代表大会财政经济委员会进行初步审查。中央预算的调整方案应当提请全国人民代表大会常务委员会审查和批准。未经批准，不得调整预算。因此，从法律角度，预算调整具有严格限制。

## 2 我国财政严守 3% 的赤字率警戒线

从 1981 年我国出现第一支国债开始，1981-1998 年赤字率一直处于较低水平，从未超过 1%。这种状态一直持续到 1999 年。由于亚洲金融危机爆发，我国经济受到明显波及，为应对外部冲击，2000 年赤字率提升至 2.9%。2016 年中国积极的财政政策要加大力度，拟安排财政赤字 2.18 万亿元，比前一年增加 5600 亿元，赤字率提高到 3%，首次碰触了“3% 的国际警戒线”。此后直至 2019 年，我国赤字率始终未突破 3%。2020 年因受到病毒冲击，2020 年、2021 年赤字率短暂突破 3%，分别达到 3.6%、3.2%，2022 年之后再次回落至 3% 以内。2022 年财政部部长刘昆在十三届全国人大五次会议首场“部长通道”上提到，赤字率适当下调，是保持财政可持续的重要举措。今年 3 月 1 日，财政部部长刘昆在新闻发布会上表示，过去五年总体赤字率控制在 3% 以内，为应对新的困难挑战预留政策空间。

因此，我国赤字率在绝大部分时期维持在 3% 以下，既保持了财政可持续，也预留了政策空间。

国际上，通常以《马斯特里赫特条约》规定的赤字率 3% 作为政府赤字率控制标准参考值。但是需要注意《马约》的适用条件，李丹（2017）在《我国政府债务可持续性研究》提到，《马约》中关于政府债务风险衡量参考值是在经济正常运行条件下，约束、协调和防范政府债务风险的一种有效标准，但不是唯一标准。欧盟设定该标准时，20 世纪 90 年代的世界政治经济缓和、经济形势良好，并将经济增长率设定为 5% 的情形作为前提条件，即《马约》给出的政府债务风险控制参考标准是一个经济正常运行情况下的参考值，其间可存在一个上下波动的弹性区间，而实际债务负担率取决于赤字率与经济增长率动态变化。而海外主要经济体，目前已普遍突破 3% 的警戒线。IMF 在 10 月 2 日发布的《财政监测报告》显示，2022 年全球财政赤字率为 4.7%，连续第四年超过 3%，其中美国财政赤字较 2021 年快速压缩，但仍为 5.5%，欧元区财政赤字亦连续第二年下降，为 3.8%，日本则较 2021 年反弹至 7.8%。

**图表1：主要经济体财政盈余/赤字在 GDP 占比**

(Percent of GDP)

	2018	2019	2020	2021	2022
<b>World</b>	<b>-2.9</b>	<b>-3.6</b>	<b>-9.6</b>	<b>-6.6</b>	<b>-4.7</b>
<b>Advanced Economies</b>	<b>-2.4</b>	<b>-3.0</b>	<b>-10.2</b>	<b>-7.5</b>	<b>-4.3</b>
Canada	0.4	0.0	-10.9	-4.4	-0.7
Euro Area	-0.4	-0.6	-7.1	-5.4	-3.8
France	-2.3	-3.1	-9.0	-6.5	-4.9
Germany	1.9	1.5	-4.3	-3.7	-2.6
Italy	-2.2	-1.5	-9.7	-9.0	-8.0
Spain <sup>1</sup>	-2.6	-3.1	-10.1	-6.9	-4.5
Japan	-2.5	-3.0	-9.1	-6.2	-7.8
United Kingdom	-2.2	-2.2	-13.0	-8.3	-6.3
United States <sup>2</sup>	-5.3	-5.7	-14.0	-11.6	-5.5
Other Advanced Economies	1.2	-0.1	-4.8	-1.3	0.2
<b>Emerging Market and Developing Economies</b>	<b>-3.5</b>	<b>-4.5</b>	<b>-8.6</b>	<b>-5.2</b>	<b>-5.2</b>
<b>Emerging Markets excl. China</b>	<b>-3.0</b>	<b>-3.4</b>	<b>-8.2</b>	<b>-4.5</b>	<b>-3.4</b>
Excluding MENA Oil Producers	-3.7	-4.8	-8.9	-5.5	-6.0
Asia	-4.2	-5.8	-9.7	-6.5	-7.4
China <sup>3</sup>	-4.3	-6.1	-9.7	-6.0	-7.5
India	-6.4	-7.7	-12.9	-9.6	-9.6
Europe	0.3	-0.6	-5.5	-1.9	-2.8
Russian Federation	2.9	1.9	-4.0	0.8	-2.2
Latin America	-5.0	-4.1	-8.8	-4.5	-3.9
Brazil	-7.0	-5.8	-13.3	-4.3	-4.6
Mexico	-2.2	-2.3	-4.4	-3.9	-4.4
MENA	-1.7	-2.5	-8.5	-2.1	2.6
Saudi Arabia	-5.5	-4.2	-10.7	-2.3	2.5
South Africa	-3.7	-4.7	-9.6	-5.6	-4.5
<b>Low-Income Developing Countries</b>	<b>-3.3</b>	<b>-3.5</b>	<b>-5.0</b>	<b>-4.7</b>	<b>-4.2</b>
Kenya	-6.9	-7.4	-8.1	-7.1	-6.0
Nigeria	-4.3	-4.7	-5.6	-6.0	-5.5
Vietnam	-1.0	-0.4	-2.9	-3.4	-2.5
<b>Oil Producers</b>	<b>0.4</b>	<b>-0.1</b>	<b>-7.5</b>	<b>-1.1</b>	<b>2.0</b>

资料来源：IMF，中邮证券研究所

### 3 我国曾经四次调增财政赤字

我国曾经四次在年中调整预算增加赤字。第一次是 1998 年。根据《关于 1998 年中央和地方预算执行情况等的报告》，九届全国人大一次会议批准的 1998 年中央预算是根据《中华人民共和国国民经济和社会发展“九五”计划和 2010 年远景目标纲要》的精神，按照适度从紧原则安排的，赤字比上年压缩了 100 亿元。但是，在预算执行中，情况发生了很大变化，亚洲金融危机对我国经济的影响程度比预料的要严重得多，在国家相继采取了降低银行存贷款利率、增加信贷资金供应以及提高部分商品出口退税率等刺激经济增长的措施之后，上半年经济增长速度仍呈下降趋势。面对严峻挑战，中央决定加大宏观调控力度，实施积极的财政政策。1998 年 8 月 29 日全国人大常委会，通过了《关于批准国务院增发今年国债和调整中央财政预算方案的决议》。财政部向国有商业银行增发 1000 亿元国债，同时银行配套发放 1000 亿元贷款，重点用于农林水利、交通通信、环境保护、城乡电网改造、粮食仓库和城市公用事业等基础设施建设。据统计，实施这些措施大致拉动 1998 年经济增长 1.5 个百分点。

第二次是 1999 年。根据《关于提请审议增发国债用于增加固定资产投资和今年中央财政预算调整方案（草案）议案的说明》，1999 年三四月份以来，国际国内形势又发生了一些新的变化，我国经济发展面临着更加复杂的外部环境，国内经济生活中的一些问题更加明显地表现出来，有效需求不足的矛盾尤为突出。由于 1998 年国家安排的 1000 亿元国债资金已拨付完毕，1999 年预算安排用于基础设施建设的国债资金也基本拨付使用，若不采取措施，下半年投资增幅下降的趋势会更加明显。1999 年 8 月 31 日全国人大常委会，表决通过了《全国人大常委会关于批准增发国债和 1999 年中央财政预算调整方案的决议》。国务院通过财政部向银行增发 600 亿元长期国债。新增国债资金项目安排的重点是：基础设施建设，主要用于支持 1998 年 1000 亿元国债资金的续建项目。企业技术进步和产业升级。环保与生态建设。教育文化设施。增发的 600 亿国债中，300 亿元将列入今年中央财政预算，相应扩大中央财政赤字，中央财政赤字由平均预算的

1503 亿元扩大到 1803 亿元；其余 300 亿元国债，由中央政府代地方政府举借，不列入中央财政预算。

第三次是 2000 年，《关于 2000 年中央和地方预算执行情况及 2001 年中央和地方预算草案的报告》提到，2000 年中央预算确定以后，为了巩固和发展经济回升的良好势头，经九届全国人大常委会第十七次会议批准，调整了中央预算。2000 年 8 月 25 日全国人大常委会通过了《全国人大常委会关于批准国务院增发长期建设国债和今年财政预算调整方案的决议》，批准增发长期建设国债 500 亿元和 2000 年中央财政预算调整方案。增发的国债应基本用于在建的国债项目建设，主要用于中西部地区，促使这些项目早日竣工投产，发挥效益。

第四次是 2008 年。根据《关于提请审议 2008 年中央预算调整方案（草案）的议案的说明》，5 月 12 日，四川省汶川县发生 8.0 级特大地震。……为及早谋划和适时开展恢复生产和灾后重建工作，切实保障灾后恢复重建资金需要，中央财政拟调整 2008 年中央预算，并从今年起建立地震灾后恢复重建基金，根据实际情况分年加以安排，专项用于四川及周边省份受灾地区恢复重建。2008 年 6 月 26 日第十一届全国人民代表大会常务委员会第三次会议，批准 2008 年中央预算调整方案。2006 年中央财政建立了中央预算稳定调节基金，目前（2008 年）尚有 1032 亿元可以动用，从中调用 600 亿元用于建立地震灾后恢复重建基金等。以上调整后，第十一届全国人民代表大会第一次会议通过的 2008 年中央预算中，“中央财政收入”仍为 32531.72 亿元，没有变化；另“调入中央预算稳定调节基金”增加 600 亿元。“中央财政支出”增加 600 亿元。

因此，经验上，我国曾 4 次在年中调整财政赤字，调增原因普遍与外部冲击突发、经济增长受挫有关。而调整预算主要用于增加财政支出，资金投向上主要集中在扩大基础设施投资等方面。预算具体调整时点则多数分布在 8 月份，以对全年经济增长形成有效拉动。

## 4 年内政策展望

历史告诉我们年中存在调整预算的窗口期，并且常与扩大投资相关联。回到当前时点，看年内的财政政策，更需要结合当前形势辨清政策目的。

首先，政策目的可能不在基建。第一，与前四次赤字调整时间点相比，10月份明显偏晚，而且10月是最后一个年内有效的时间窗口。假如10月通过预算调整方案，则最快11月完成增量债券发行，至于债券募集资金的使用可能则会推后至2024年，明显削弱了对今年经济的支撑效果，属于事倍功半。第二，即使11月发行债券的资金全部集中在今年使用，11月、12月本身是财政支出大月，项目可能迎来较为明显的增量资金，此时额外发债并非雪中送炭，更像锦上添花。

其次，如果政策目的不在基建，那么政策意图会是什么？我国历次调增财政赤字普遍与加大支出，刺激经济有关。但是在2013年以后积极的财政政策中，收入端不断加大发力。2013年至2021年，税务部门办理新增减税降费累计达8.8万亿元。我国宏观税负从2012年的18.7%降至2021年的15.1%。从2012年“结构性减税”到2013年“结合税制改革完善结构性减税政策”，从2015年“定向减税和普遍性降费”到2019年“普惠性减税与结构性减税并举”，再到2022年“坚持阶段性措施和制度性安排相结合，减税与退税并举”，我国退税减税降费政策年年加力、步步扩围、层层递进，并结合税制改革不断形成制度性安排。因此，政策发力点可能不在支出端，而更加侧重收入端。

1-8月累计，全国一般公共预算收入151796亿元，同比增长10%。其中，税收收入127885亿元，同比增长12.9%；非税收入23911亿元，同比下降3.6%。对比2023年财政预算草案，全国一般公共预算收入217300亿元，增长6.7%。前8个月财政收入增长趋势若延续，表面来看似乎足以完成预算收入增长。但是，前8个月税收收入的高增是建立在去年4月份开始实施大规模增值税留抵退税政策、集中退税较多，拉低基数的基础上的。看前8个月一般公共预算收入两年平均增速，仅有0.57%，延续了上半年低于1%的低速增长；再对比预算案全年6.7%的增速，对应了两年平均增速为3.59%，假如前8个月财政收入实际增长较慢的趋势延续，距离年度预算收入可能产生明显差距。另外，1-8月累计，全国一般公共预算支出171382亿元，同比增长3.8%，同样看两年平均增速，前8个月增长5%。再对比全国一般公共预算支出安排275130亿元，增长5.6%，对应两年平均增长5.7%，因此前8个月财政支出的增长并非十分突出，年内剩余月份的压缩空间可能并不大。综合预算收入及支出，前8个月收入偏低而支出压缩空间有

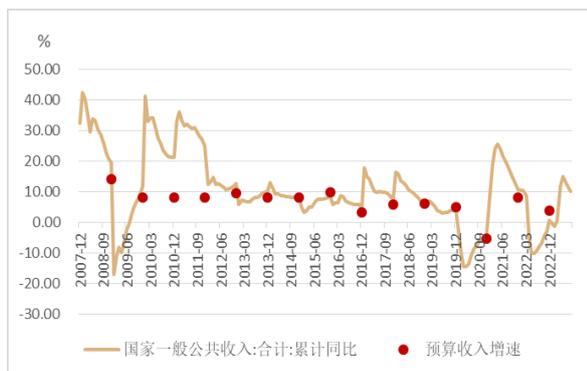
限，这一趋势如果延续，全年财政赤字可能会与预算赤字产生较大偏离。因此，当前财政政策可能需要补充财政收入，与预算保持一致。

明确了政策目的，就可以分析各类政策工具出台的可能性。十四届全国人大常委会第十三次委员长会议建议，十四届全国人大常委会第六次会议审议海洋环境保护法修订草案等，审议国务院关于金融工作情况的报告等，审议有关任免案等。并未出现审议预算调整议案的内容。《预算法》规定，中央预算的调整方案应当提请全国人民代表大会常务委员会审查和批准。未经批准，不得调整预算。同时，当前时点是否会调整预算加码财政政策，还需参考三季度经济数据的成色，假如数据超预期的好，那么逆周期调节政策加码的必要性是下降的，假如数据平淡，甚至完成今年经济增长目标有困难，那么可能还有调增赤字的可能。而如果调增赤字落地，如前所述，政策意图可能更大程度与补充财政收入、轧平预算有关，资金再次涌入基建投资领域的概率可能不大。

最后，如果不以增加赤字来弥补财政收支缺口，那么可能还有四条路径，一是通过增加非税收入弥补税收增长缺口，如通过国有资产处置；二是通过政府性基金等结存调入；三则是通过完善税收征缴或调节部分税收增加收入；四是压缩财政支出，以与预算收入相匹配。

例如，2009年受次贷危机冲击，我国经济快速降温。上半年一般公共预算收入同比下降2.4%，距离全年预算8%的增速有明显差距。各级财政通过切实加强财政科学化精细化管理，依法严格收入征管，并采取了调整烟产品消费税政策、清缴以前年度欠缴收入等增收措施，确保了全年收入预算的实现。具体来看，国内增值税13915.99亿元，完成预算的95.6%，增长3.1%，未完成预算主要是工业品出厂价格水平下降减少了收入。国内消费税4759.12亿元，完成预算的107.3%，增长85.3%，比预算超收主要是执行中提高烟产品消费税税率增加了收入。进口货物增值税、消费税7729.15亿元，完成预算的96.7%，增长4.6%；关税1483.57亿元，完成预算的78.1%，下降16.2%，主要是进口额比预计减少较多。出口货物退增值税、消费税6486.56亿元（账务上作冲减收入处理），完成预算的96.7%，增长10.6%，未完成预算主要是出口额比预计减少较多。企业所得税7618.82亿元，完成预算的100.2%，增长6.2%。个人所得税2366.72亿元，完成预算的99%，增长5.9%。证券交易印花税495.04亿元，完成预算的202.1%，

下降 47.9%，超过预算主要是股票交易量比预计数增加。车辆购置税 1163.17 亿元，完成预算的 119.9%，增长 17.5%，主要是汽车销售量增长较快。非税收入 2536.66 亿元，完成预算的 123.6%，增长 48.2%，主要是清缴企业欠缴的石油特别收益金等增加了收入。

**图表2：一般公共收入&全年预算**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

**图表3：税收收入&非税收入**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2015 年上半年一般公共预算收入同比增长 6.6%，距离全年预算 9.9% 的增速存在较大距离。最终全年税收收入增长 4.8%，而非税收入增长 28.9%，全年实现全国一般公共预算收入 152216.65 亿元，比 2014 年同口径（考虑 11 个项目由政府性基金预算转列一般公共预算影响）增长 5.8%。加上使用结转结余及调入资金 8055.12 亿元，收入总量为 160271.77 亿元。超出一般公共预算收入 154300 亿元。中央非税收入实现预算的 163.9%，主要是部分金融机构及中央企业上缴利润增加。

2018 年我国实施大规模减税降费。1—4 月全国一般公共预算收入增长 12.9%，随着 5 月 1 日起实施增值税减税措施，出台支持小微企业发展税收优惠政策，10 月 1 日起提高个人所得税基本减除费用标准并适用新的税率表，以及经济出现新的下行压力等，5—12 月收入增幅放缓至 2.6%。对比预算收入 6.1% 的增速存在较大差异。财税部门依法严格收入征管。最终全年实现国内增值税 30753.04 亿元，为预算的 104%。国内消费税 10631.75 亿元，为预算的 100.6%。进口货物增值税、消费税 16878.75 亿元，为预算的 98.9%。关税 2847.75 亿元，为预算的 90.7%。企业所得税 22241.81 亿元，为预算的 101.6%。个人所得税 8324.41 亿

元，为预算的 107.4%。出口货物退增值税、消费税 15913.45 亿元，为预算的 107.7%。

图表4：一般公共预算收入&GDP



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表5：一般公共预算收入&支出



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

## 5 风险提示

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

---

### 北京

电话：010-67017788  
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号  
邮编：100050

### 上海

电话：18717767929  
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼  
邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922  
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼  
邮编：518048