

宏观经济专题研究

财政政策力度指数的构建（上）

核心观点

本文初步构建了月频财政政策力度指数。首先我们对财政预算的基本构成进行总结概览。我国财政预算主要由“四本账”构成，即一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算和社保基金预算。每本预算对应不同的职能，结构上来看，前两本账较为重要，收支两端占比均超过70%，其总量与结构的变化通常作为月度财政分析的核心。

另一个重要的观察角度是财政收支缺口。在过去三十年的财政基调中，与“适度加力”最为接近的或为2015年的“积极的财政政策要适当加大力度”，当时预算赤字率由2014年的2.1%小幅提升至2.3%。因此我们认为，在2024年两会上安排的预算赤字率大概率遵循谨慎积极的原则，3.2%是一个较为合理的预测，但不排除后续相机抉择使用特别国债、政金债等工具补充政府财力的可能。

本文结合财政收入、财政支出和赤字率三方面指标的走势，选择五个变量的狭义和广义两个口径，共十个底层指标编制。我们首先考虑收入端的指标，包括狭义（第一本账）和广义（第一本账+第二本账）口径下的收入累计同比增速和宏观税负同比变化。就财政收入而言，在去年大规模（2.3万亿）留抵退税的低基数下，今年财政收入增速显著上升，可见收入端的财政政策力度相对去年有所退坡。大规模留抵退税既降低了2022年财政收入增速，也显著降低了宏观税负，2023年的税收增速和宏观税负均在低基数影响下显著反弹。

其次我们考虑支出端，包括狭义和广义口径下的支出累计同比增速和支出累计进度同比变化。就财政支出而言，2023年上半年狭义财政支出增速偏慢，6-7月连续两个月为负，下半年逐渐开始发力，当月同比U型回升。进度方面，截至23年11月，一般公共预算支出进度快于过去三年。若考虑加入政府性基金的广义财政，由于土地市场走弱，广义支出的增速和进度均偏慢。

最后我们考虑赤字方面的指标，主要为两个口径下月度的累计赤字率同比变化。如果我们观察处理后的赤字率指标，其变动趋势与收入指标有较强一致性。

得到底层指标后，我们选择熵值法进行客观赋权加总得到一个初步的财政政策力度指标。可以观察到其在近两年经历了较大的趋势性的波动，在2022年留抵退税时快速攀升，随后逐渐回落直到2023年中期才重新开始反弹。

我们将政策力度指数与部分重要的经济指标进行比较。与GDP增速放在一起，可以看到政策力度指数具有逆周期特征，特别是在经济增速下降时政策力度有显著的反转。此外，财政政策力度指数与基建投资增速有较强相关性，财政政策力度领先于基建投资增速。这或许反映了基建投资在财政托举经济中的抓手作用。

风险提示：政策不及预期，经济增速下滑。

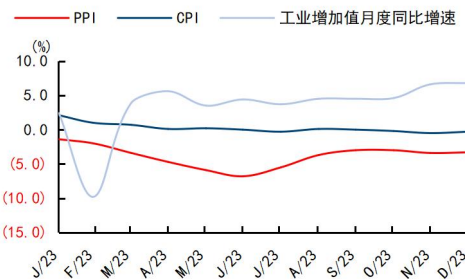
经济研究 · 宏观专题

证券分析师：董德志 联系人：王奕群
021-60933158
dongdz@guosen.com.cn wangyiqun1@guosen.com.cn
S0980513100001

基础数据

| | |
|------------|------|
| 固定资产投资累计同比 | 3.00 |
| 社零总额当月同比 | 7.40 |
| 出口当月同比 | 2.30 |
| M2 | 9.70 |

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宏观经济专题研究-宏观经济回顾和展望2024》——2024-01-03
- 《名义经济增速、双核资产配置模型与资本市场风险偏好指数》——2024-01-01
- 《多类资产配置模型叠加与资本市场风险偏好指数》——2024-01-01
- 《宏观经济专题：东风破冻，消费持续回暖可期——2024年中国消费展望》——2023-12-31
- 《海外宏观经济回顾和展望-2024年欧美经济增长走弱，日本经济进入复苏轨道》——2023-12-27

内容目录

| | |
|-------------------------|----|
| “四本账”概览 | 4 |
| 底层指标选择 | 6 |
| 收入端 | 7 |
| 支出端 | 7 |
| 赤字率 | 8 |
| 算法 | 9 |
| 财政政策力度指数与其他变量的相关性 | 10 |
| 风险提示 | 12 |

图表目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图 1: 四本账收入 | 4 |
| 图 2: 四本账支出 | 4 |
| 图 3: 2022 年各账户收支占比 | 5 |
| 图 4: 前两本账收支缺口 | 5 |
| 图 5: 留抵退税的基数效应导致一般公共预算收入增速波动扩大 | 5 |
| 图 6: 近年不同口径宏观税负逐渐下降 | 5 |
| 图 7: 历年赤字规模 | 6 |
| 图 8: 不同口径赤字率 | 6 |
| 图 9: 在积极财政政策时期赤字率逐渐抬升 | 6 |
| 图 10: 预计 2024 年初安排赤字率 3.2% | 6 |
| 图 11: 2022 年收入端累计同比增速较低 | 7 |
| 图 12: 月度宏观税负同比, 2023 年宏观税负有所上升 | 7 |
| 图 13: 2023 年一般公共预算支出当月同比 U 型回升 | 8 |
| 图 14: 一般公共预算支出进度较前三年快 | 8 |
| 图 15: 2023 年广义财政支出增速偏弱 | 8 |
| 图 16: 广义财政支出进度 | 8 |
| 图 17: 2023 年宏观税负有所上升 | 9 |
| 图 18: 财政政策力度指数时间序列 | 10 |
| 图 19: 财政政策力度具有逆周期特征 | 11 |
| 图 20: 财政力度与 GDP 增速显著负相关 | 11 |
| 图 21: 财政政策力度与基建投资增速有较强相关性 | 11 |
| 图 22: 财政政策力度领先于基建投资增速 | 11 |
| 图 23: 与固定资产投资增速有一定相关性 | 12 |
| 图 24: 与工业增加值增速有部分负相关性 | 12 |
| | |
| 表 1: 各指标归一化后的熵值与权重 | 10 |
| 表 2: 财政力度与基建拐点 (红色为方向向下) | 11 |

2023 年财政政策的大方向为“加力提效”，然而由于工具的多维度，财政是否加力、加力程度难以界定。2023 年 12 月的经济工作会议指出，2024 年“积极的财政政策要适度加力、提质增效”。在这一指引下，本文参考陈彦斌等（2020），结合财政收入、财政支出和赤字率三方面指标的走势对财政政策的力度进行评价。我们通过将财政数据降维，基于一致性、可比性、科学性原则，初步编制出月频的财政政策力度指数。结果表明政策力度具有显著的逆周期性，对基建投资也有一定程度的领先。初步建立的指标仍有较大改进空间，如纳入城投债净融资、考量 PSL 和政金债等货币财政双属性工具。

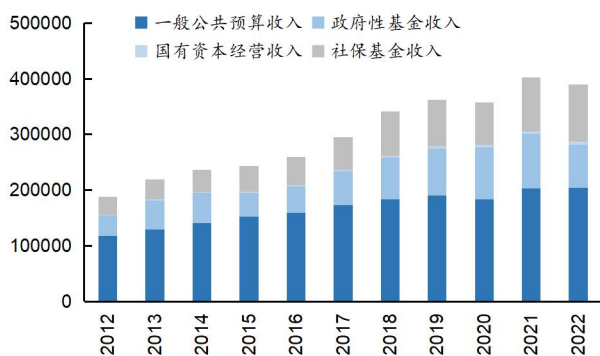
本文为政策力度系列研究的第一篇，主要由四部分组成，第一节为四本账概览，第二节为包底层指标选择，第三节为编制指标的方法论，第四节简要展示指数与其他指标的相关性。

“四本账”概览

我国财政预算主要由“四本账”构成，即一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算和社保基金预算。每本预算对应不同的职能，“第一本账”即一般公共预算，主要的收入来源是税收收入和非税收入，支出安排用于保障民生、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。“第二本账”即政府性基金预算为专项用于特定公共事业发展的预算，收入来源包括各类基金、国有土地使用权出让收入和专项债收入，支出主要用于土地出让收入安排相关支出等。国有资本经营预算对国有资本收益作出支出安排，包括国有企业向国家上交的收益及其支出。社会保险基金预算主要是企业职工基本养老保险基金收入、城乡居民基本医疗保险基金收入等，专项用于社会保险的收支预算。

结构上来看，前两本账较为重要，收支两端占比均超过 70%，其总量与结构的变化通常作为月度财政分析的核心。根据财政部公布的决算数据，2022 年四本账的总收支规模分别来到了 38.97 万亿和 46.52 万亿。其中前两本账在收入和支出端分别占到总量的 72.3%和 79.8%，且数据于每月中下旬公布，因此其收入端和支出端总量与结构的变化通常作为月度财政分析的核心。国有资本经营预算规模较小，收入堪堪超过 5000 亿，仅占 1.5%。社保基金预算规模虽然较大，其收入占到总收入的 26.3%，但只进不出、专款专用，且无月频数据。

图1：四本账收入



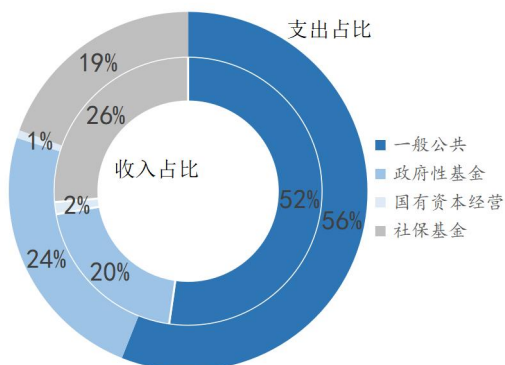
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图2：四本账支出



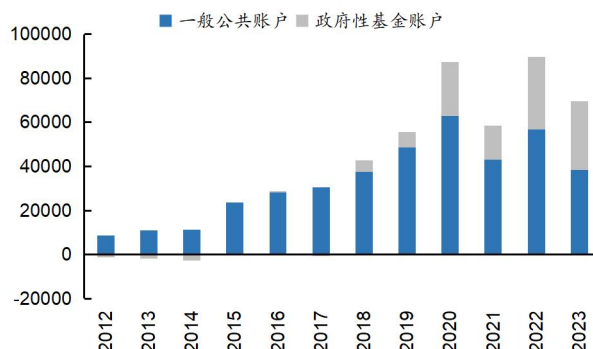
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图3: 2022年各账户收支占比



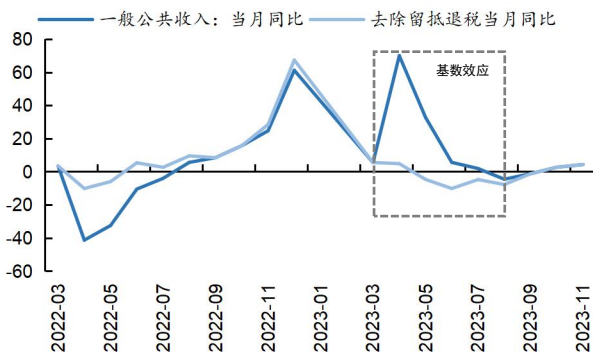
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图4: 前两本账收支缺口



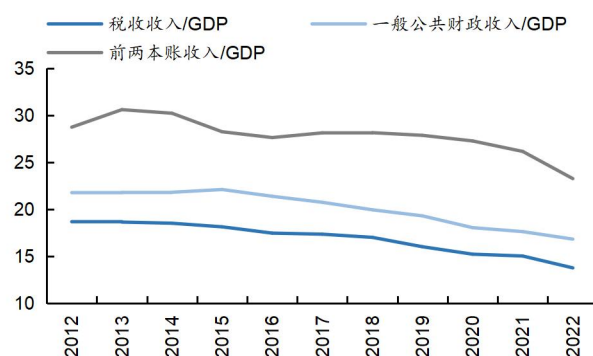
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图5: 留抵退税的基数效应导致一般公共收入增速波动扩大



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图6: 近年不同口径宏观税负逐渐下降



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

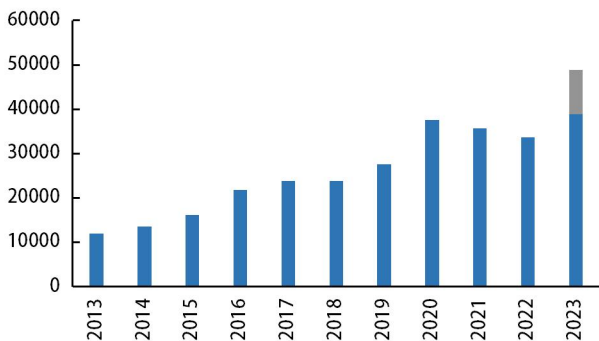
另一个重要的观察角度是财政收支缺口。官方口径的财政赤字主要指经过资金调入、结转结余安排之后的一般公共预算收支缺口，通常远小于未经调整的收支差额。政府性基金预算的收支差额同样也部分反应了财政支出强度，因此通常被纳入广义赤字的范围。赤字预算规则的核心是通过政府发行公共债务，进行社会资源的跨期再分配，因此每年不同口径的赤字与债务有着——对应的关系，也即对赤字规模及赤字率的分析本身便囊括了债务的部分。如图8所示，狭义赤字率指一般公共预算经过结转结余、调入等调整后的官方口径，对应每年两会安排的预算财政赤字率，2022年为2.78%。一般公共预算赤字率指未经调整的第一本账缺口，较官方口径偏高，2022年为4.7%。如果将四本账全部考虑在内，2022赤字率高达6.24%。

图9展示了1998年以来我国财政政策基调的不同阶段赤字率的变化，1998年面对亚洲金融危机、自然灾害等的负面冲击，我国财政基调从1997年的“适度从紧”转为“积极”，且此轮积极的政策周期一直持续到2004年。2004-2008年财政政策基调均为“稳健”，且在2008年中调整为“积极”，此后积极的财政基调延续至今，伴随着赤字率中枢的逐渐抬升，2023年更是通过增发特别国债将预算赤字

率提高到 3.8%。在过去三十年的财政基调中，与“适度加力”最为接近的或为 2015 年的“积极的财政政策要适当加大力度”，当时预算赤字率由 2014 年的 2.1% 小幅提升至 2.3%。因此我们认为，在 2024 年两会上安排的预算赤字率大概率遵循谨慎积极的原则，3.2% 是一个较为合理的预测，但不排除后续相机抉择使用特别国债、政金债等工具补充政府财力的可能。

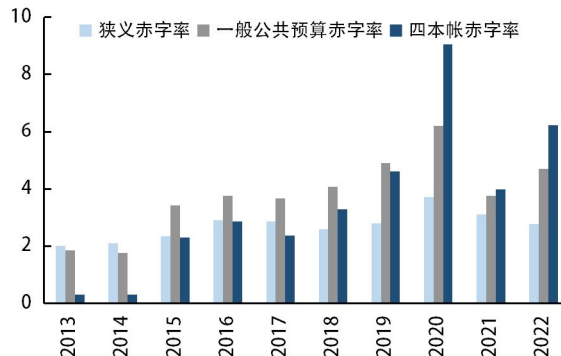
综上，考虑到数据可得性、重要性和科学性，我们主要从收入端、支出端和赤字率这三个方面去选择合适的底层指标。

图7：历年赤字规模



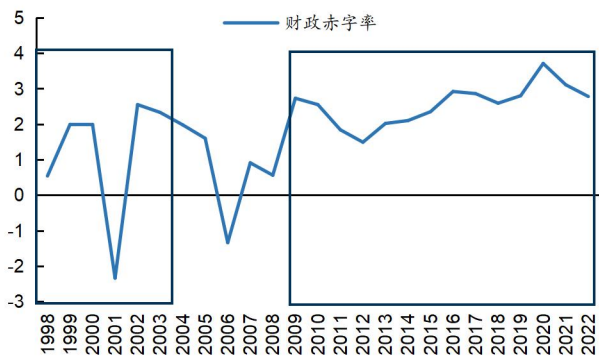
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图8：不同口径赤字率



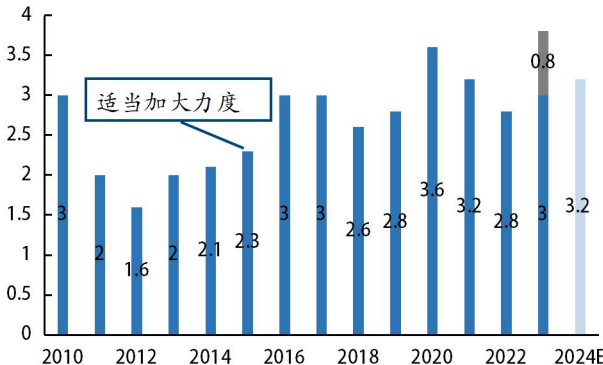
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图9：在积极财政政策时期赤字率逐渐抬升



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图10：预计 2024 年初安排赤字率 3.2%



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

底层指标选择

近年来我国一直在积极的大方向下，通过财政政策托举经济，进行逆周期调节，主要方式包括增加支出、减税降费等。然而财政政策不仅包括政府主动调节的逆周期部分，也包括受经济周期影响较大的顺周期部分，较为典型的即第一本账的税收收入¹和第二本账的土地出让收入。因此在增支减收的压力下，近几年我国财

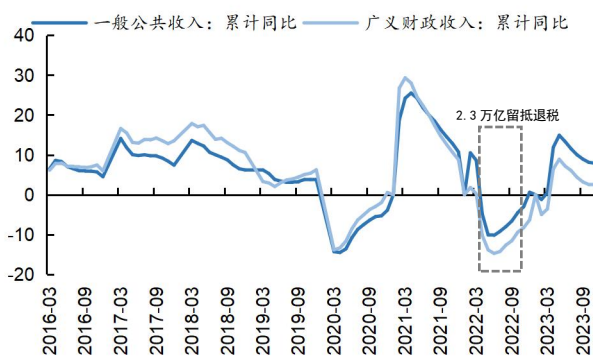
¹ 理论上，税收收入=税基*税率*征收力度，其中税率变动较不频繁，但政府会通过减税降费等手段降低实际税率；征收力度难以衡量，代表税务部门的征收努力和打击偷税漏税的程度等，再次按下不表；税基受经济周期影响较大，经济下行时商品流转速度、企业利润均下降，导致

政处于一个紧平衡的状态，财政缺口逐渐扩大。由于财政相关政策维度较多，既包含顺周期部分又包含逆周期的意愿，很少有研究定量的观测财政政策的发力程度。本文参考陈彦斌等（2020），结合财政收入、财政支出和赤字率三方面指标的走势，选择五个变量的狭义和广义两个口径，共十个底层指标。

收入端

我们首先考虑收入端的指标，包括狭义（第一本账）和广义（第一本账+第二本账）口径下的收入累计同比增速²和宏观税负同比变化³。就财政收入而言，在去年大规模（2.3万亿）留抵退税的低基数下，今年财政收入增速显著上升，可见收入端的财政政策力度相对去年有所退坡。大规模留抵退税既降低了2022年财政收入增速，也显著降低了宏观税负，2023年的税收增速和宏观税负均在低基数影响下显著反弹。因此可以认为，2022年收入端财政政策的力度较大，2023年力度相对退坡。

图11：2022年收入端累计同比增速较低



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图12：月度宏观税负同比，2023年宏观税负有所上升



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

支出端

其次我们考虑支出端，包括狭义（第一本账）和广义（第一本账+第二本账）口径下的支出累计同比增速⁴和支出进度同比变化⁵。就财政支出而言，2023年上半年狭义财政支出增速偏慢，6-7月连续两个月为负，下半年逐渐开始发力，当月同比U型回升。进度方面，截至23年11月，一般公共支出进度快于过去三年。若考虑加入政府性基金的广义财政，由于土地市场走弱，广义支出的增速和进度均偏慢。

税收收入增长乏力。

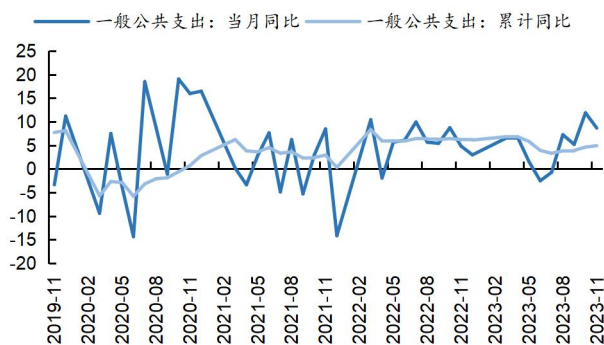
² 在实际计算中我们通过将收入增速与GDP增速做差去除其中的顺周期性，保留逆周期性。较为严谨的去周期性的做法或为将收入增速对GDP增速回归取残差。

³ 宏观税负的计算公式为：财政收入/当期GDP，我们分别使用每个月的累计狭义和广义收入作为分子。值得探讨的是分母端的计算，由于GDP季度公布，因此我们需要将其升维，较为简洁的做法是采用线性插值法，可得已公布的GDP及之前的时期。对于尚未公布GDP的最新月份，我们使用国信宏观固收组的月度GDP预测值进行计算。

⁴ 与收入相同，我们通过支出增速与GDP增速做差得到保留逆周期性的支出增速，更能反应财政支出的主观力度。

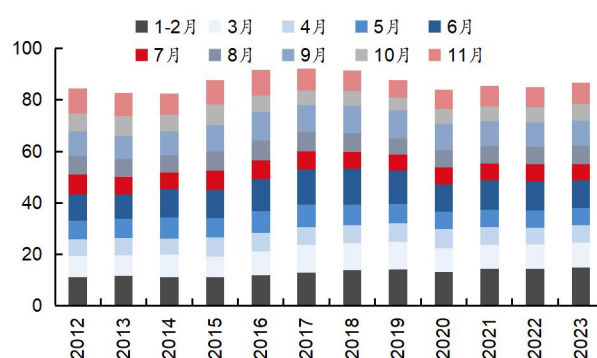
⁵ 此处我们选择每个月的支出进度进行同比做差，得到月度的支出同比变化值。

图13: 2023 年一般公共支出当月同比 U 型回升



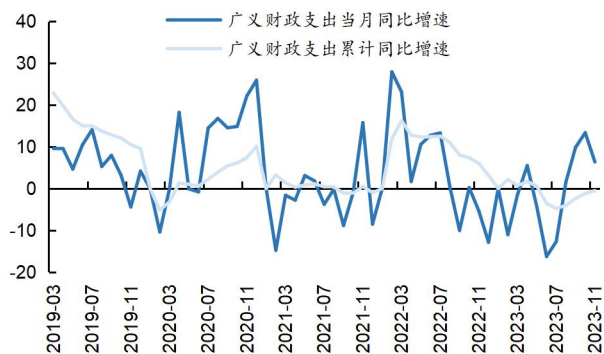
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图14: 一般公共支出进度较前三年快



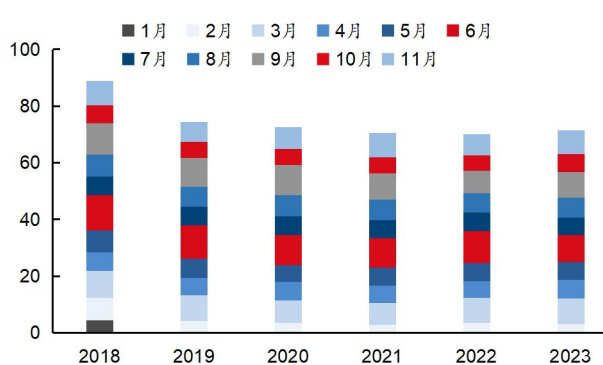
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图15: 2023 年广义财政支出增速偏弱



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图16: 广义财政支出进度



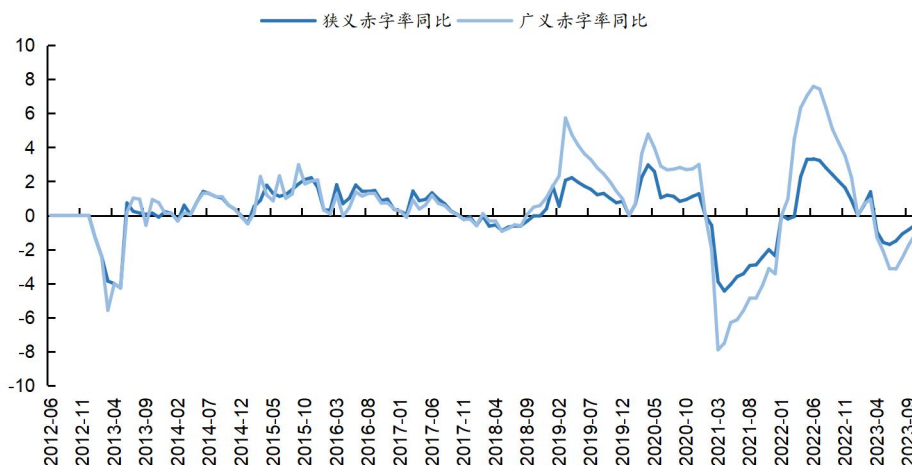
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

赤字率

最后我们考虑赤字方面的指标，主要为两个口径下月度的累计赤字率变化⁶。如果我们观察处理后的赤字率同比，其变动趋势与收入波动有较强一致性。

⁶ 其算法季节性的月度赤字率，通过同比做差去除季节性。理论上来说，赤字已经包含政府债发行维度，国债净融资和新增一般债弥补一般公共预算赤字，新增专项债弥补政府性基金缺口。

图17: 2023 年宏观税负有所上升



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

算法

得到十个底层指标后, 我们需要选择一种方法来对其进行归一化并赋权加总。比较常用的方式有主观赋权和客观赋权, 本文中我们选择熵值法进行客观赋权⁷。熵值法确定权重的步骤如下:

1. 将正向指标和负向指标分别归一化 (x_{ij} 代表第 i 个指标的第 j 个观测值)。

(1) 正向指标

$$\hat{x}_{ij} = \frac{x_{ij} - \min(x_i)}{\max(x_i) - \min(x_i)}$$

(2) 负向指标

$$\hat{x}_{ij} = \frac{\max(x_i) - x_{ij}}{\max(x_i) - \min(x_i)}$$

其中财政收入和宏观税负四个指标为负向, 其余六个指标为正向。

2. 计算熵值, 通过熵值计算各指标权重。我们首先计算归一化后每个观测值在该指标中的占比,

$$p_{ij} = \frac{\hat{x}_{ij}}{\sum_j \hat{x}_{ij}}$$

其次计算信息熵和信息冗余度,

$$e_i = -K * \sum_j p_{ij} * \ln(p_{ij} + 0.0001)$$

$$d_i = 1 - e_i$$

其中 $K = 1/\ln(N)$, N 为每个指标的观测值数量。后根据上述计算各指标权重

⁷ 在信息论中, 熵是对不确定性的一种度量。信息量越大, 不确定性就越小, 熵也就越小; 信息量越小, 不确定性越大, 熵也越大。根据熵的特性, 我们可以通过计算熵值来判断一个事件的随机性及无序程度, 也可以用熵值来判断某个指标的离散程度, 指标的离散程度越大, 该指标对综合评价的影响越大。

$$w_i = \frac{d_i}{\sum_i d_i}$$

3. 将归一化的变量加权加总，并将第一期标准化为 1。同时，我们锁定到 2023 年 10 月的数据所得的权重不变，可得到财政政策力度的时间序列如下图。

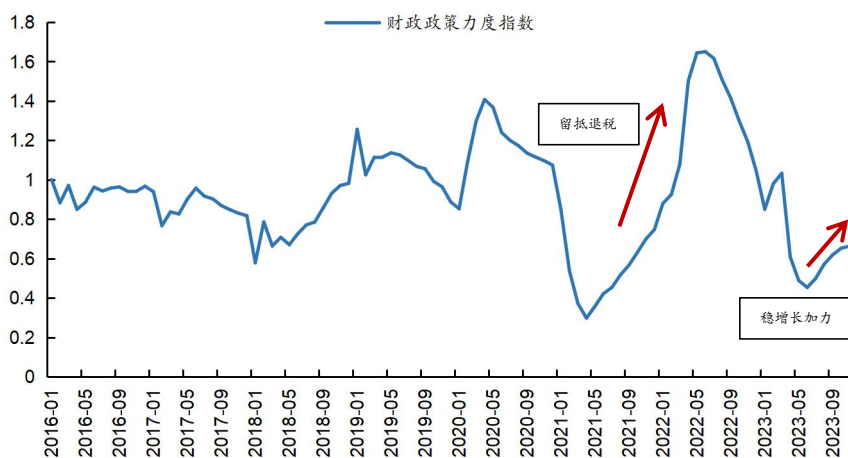
表1: 各指标归一化后的熵值与权重

| | 熵值 | 信息冗余度 | 权重 |
|--------------|------|-------|------|
| 一般公共预算收入累计同比 | 0.97 | 0.03 | 0.12 |
| 广义财政收入累计同比 | 0.98 | 0.02 | 0.07 |
| 一般公共预算支出累计同比 | 0.98 | 0.02 | 0.08 |
| 广义财政支出累计同比 | 0.97 | 0.03 | 0.11 |
| 狭义宏观税负同比 | 0.97 | 0.03 | 0.12 |
| 广义宏观税负同比 | 0.95 | 0.05 | 0.19 |
| 财政支出进度同比 | 0.98 | 0.02 | 0.09 |
| 广义财政支出进度同比 | 0.99 | 0.01 | 0.06 |
| 狭义赤字率同比 | 0.98 | 0.02 | 0.08 |
| 广义赤字率同比 | 0.98 | 0.02 | 0.08 |

资料来源：国信证券经济研究所计算整理

可以观察到其在近两年经历了较大的趋势性的波动，在 2022 年留抵退税时快速攀升，随后逐渐回落直到 2023 年中期才重新开始反弹。

图18: 财政政策力度指数时间序列



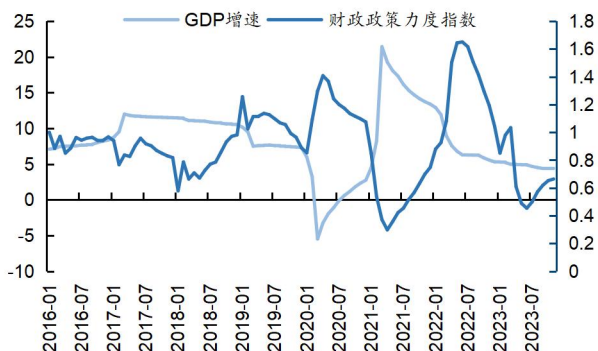
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

财政政策力度指数与其他变量的相关性

在本文的最后，我们将初步建立的政策力度指数与部分重要的经济指标进行比较。与 GDP 增速放在一起，可以看到政策力度指数具有逆周期特征，特别是在经济增速下降时政策力度有显著的反转。

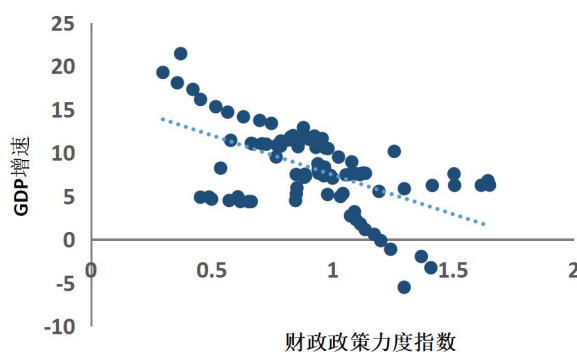
此外，财政政策力度指数与基建投资增速有较强相关性，财政政策力度领先于基建投资增速。这或许反映了基建投资在财政托举经济中的抓手作用。

图19: 财政政策力度具有逆周期特征



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图20: 财政力度与 GDP 增速显著负相关



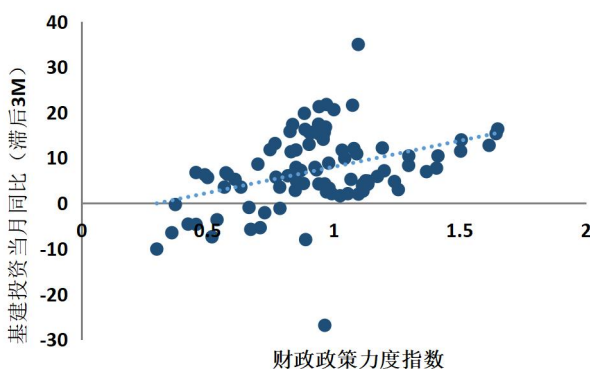
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图21: 财政政策力度与基建投资增速有较强相关性



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图22: 财政政策力度领先于基建投资增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

表2: 财政力度与基建拐点 (红色为方向向下)

| 财政政策力度拐点 | 基建投资增速拐点 | 领先月数 |
|----------|----------|------|
| 2017-01 | 2016-11 | -2 |
| 2018-01 | 2018-01 | 0 |
| 2018-05 | 2018-08 | 3 |
| 2019-01 | 2019-01 | 0 |
| 2020-01 | 2020-02 | 1 |
| 2020-05 | 2020-06 | 1 |
| 2020-12 | 2021-02 | 2 |
| 2021-04 | 2021-07 | 3 |
| 2022-06 | 2022-09 | 3 |
| 2023-06 | 2023-07 | 1 |

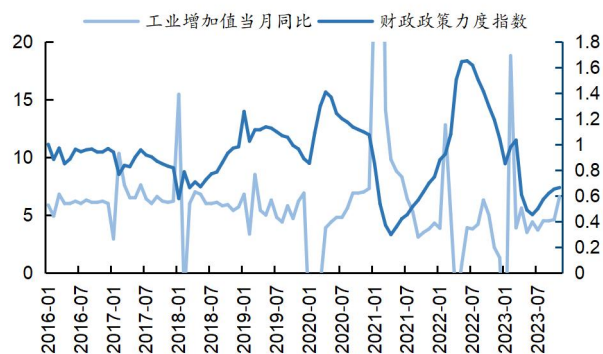
资料来源: 国信证券经济研究所计算整理

图23: 与固定资产投资增速有一定相关性



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图24: 与工业增加值增速有部分负相关性



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

风险提示

政策不及预期, 经济增速下滑。

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|---|------------|----|------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数20%以上 |
| | | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上 |
| | 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 低配 | 行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032