

2024年03月05日

“以进促稳”的关键是向改革要动力

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

● 政策基调：2023年完成目标，2024年坚持稳中求进、以进促稳、先立后破

1、回顾2023年，任务目标圆满完成，但也清醒看到困难挑战，如有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、内循环存堵点、国际循环存干扰、中小企业经营困难、就业压力、基层财力紧张、科技能力不强、改革硬骨头等。

2、2024年政策取向延续中央经济工作会议的“稳中求进、以进促稳、先立后破”。“稳是大局和基础，进是方向和动力，该立的要积极主动立起来，该破的要在立的基础上坚决破”，我们理解这是对“进”和“立”的强调，旨在通过结构调整、改革开放、提升质量等方面来促进稳。

● 主要目标：5%左右的经济目标或有四层含义，或需要更强的政策支持

1、5%左右的经济目标或有四层含义。(1)短期看，有助于稳就业和防止风险“水落石出”；(2)长期看，我们测算实现2035远景目标，需在2023-2035年人均GNI增速超过6.7%，名义GDP 6.2%，对应实际GDP增速可能4.1%-4.6%（误差在于平减指数的波动），当下需较高的经济增速；(3)潜在增速方面，学术研究表明十四五中国潜在经济增速在5%-5.5%之间，十五五回落至5%以下；(4)2023年中国GDP同比5.2%，增速居世界前列。但2023年中国名义GDP占美国比重下滑至65%，经济高增符合国际比较诉求。需要看到，当下经济存在两大不确定性：一是12省化债对基建的影响；二是地产需求改善仍存掣肘。要完成5%经济目标，或需比2023年更强的政策对冲。

2、CPI目标为3%，我们测算2024年CPI可能在0%-1%之间，结合会议隐含的名义GDP增速为7.4%，可关注后续是否有价格改革、扩大需求等举措。

● 宏观调控：我们测算广义赤字率6.6%，货币精准有效，关注信贷新特点

1、总体看，会议要求“增强宏观政策取向一致性”；增强前瞻性；加强对政策执行的跟踪评估；营造稳定透明可预期的政策环境。

2、财政政策“适度加力、提质增效”。会议拟安排赤字率3%，地方政府专项债券3.9万亿元，发行1万亿超长期特别国债。假设2024年名义GDP增速为7.4%，我们测算广义财政赤字共为9万亿元，广义财政赤字率可能为6.6%。此外，会议指出“拟连续几年发行超长期特别国债，用于国家重大战略和重点领域安全建设”，预计将利好水利、交通等基建。我们判断若后续实际经济表现与目标有差距，财政也可能在年中继续加力，以稳增长。

3、货币政策“灵活适度、精准有效”，预计继续降准降息，关注信贷新特点和稳定资本市场相关举措。“保持流动性合理充裕”指向央行或需加大力度呵护流动性，配合财政发债，但降息程度可能受防止资金空转和汇率稳定要求的限制。会议延续“社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”，指向有望引导通胀适度上行。“盘活存量、提升效能”旨在调结构、盘存量。“促进社会综合融资成本稳中有降”指向继续降息。

● 工作任务：重视发展新质生产力；关注三方面改革；防止系统性风险

1、现代化产业体系与新质生产力。主要强调三个方面：产业链供应链优化升级（制造业技术改造升级、现代生产性服务业）；培育新兴产业和未来产业（智能网联新能源汽车，新兴氢能等）；推进数字经济发展（人工智能、平台企业）。

2、实施科教兴国战略。科技自立自强，自主创新，颠覆性技术和前沿技术。

3、着力扩大内需，关注制造业技改、县域经济、三大工程、消费品以旧换新等。消费端，关注消费品以旧换新，智能网联新能源汽车、电子产品；数字、绿色、健康等新型消费和服务消费。我们认为“消费新时代”的内生动能正在积聚。投资端，关注科技创新、新基建等领域补短板；抗灾基础设施；设备技改；保障房建设；“平急两用”基础设施和城中村改造，地下管网等。

4、坚定不移深化改革，聚焦经营主体活力、统一大市场和财税金融改革，关注三中全会。一是深入实施国企改革深化提升行动，促进民营经济发展壮大；二是加快统一大市场建设，深化要素市场化改革，治理地方保护等；三是推进财税金融改革，深化电力、油气、铁路和综合运输体系等改革。

5、统筹发展和安全，防止系统性风险。地产端，对房企合理融资一视同仁，构建房地产发展新模式，加大保障房建设，指向供给端政策加速推进；化债方面，进一步落实一揽子化债方案，分类推进地方融资平台转型；此外，加强粮食、水网、能源、数据等安全能力建设。

6、其他：推动外贸质升量稳，加大吸引外资力度；大力发展绿色经济，加强大型风电光伏建设；稳就业促增收；发展银发经济等。

● 风险提示：经济增长不及预期，政策执行力度不及预期。

相关研究报告

《从网络关系模型理解经济大省如何挑大梁——宏观量化策略之二》
-2024.3.4

《节后工业生产端恢复速度或快于需求端——宏观周报》-2024.3.3

《两会前密集释放政策信号——宏观周报》-2024.3.3

目 录

1、 政策基调:2024 年坚持稳中求进、以进促稳、先立后破.....	3
2、 主要目标: 5%左右的经济目标或有四层含义	3
3、 宏观调控: 我们测算广义赤字率可达 6.6%, 货币精准有效, 关注信贷新特点.....	5
4、 工作任务: 重视发展新质生产力; 关注三方面改革; 防止系统性风险。	6
5、 风险提示	8

图表目录

图 1: 2023 年中国名义 GDP 占美国比重下滑至 65%	4
图 2: 我们测算 2024 年广义赤字率约为 6.6%	5
图 3: 2024 年拟安排政府新增专项债 3.9 万亿.....	5
表 1: 2024 年 GDP 目标与 2023 年持平	4
表 2: 2024 年宏观经济各项增速目标与 2023 年差异不大.....	4
表 3: 近三年政府工作报告对比	7

1、政策基调:2024 年坚持稳中求进、以进促稳、先立后破

(1) 回顾 2023 年，任务目标圆满完成，但也清醒看到困难挑战。会议认为“全年经济社会发展主要目标任务圆满完成”。但也看到困难挑战，如有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、内循环存堵点、国际循环存干扰、中小企业经营困难、就业压力、基层财力紧张、科技能力不强、改革硬骨头等。

(2) 2024 年政策取向延续中央经济工作会议的“稳中求进、以进促稳、先立后破”。会议指出“切实增强经济活力、防范化解风险、改善社会预期、巩固和增强经济回升向好态势”，指向对稳增长、防风险、稳预期的重视。对于“以进促稳、先立后破”的解释，会议指出“稳是大局和基础，进是方向和动力，该立的要积极主动立起来，该破的要在立的基础上坚决破”，我们理解这是对“进”和“立”的强调，旨在通过结构调整、改革开放、提升质量等方面来促进稳。

2、主要目标：5%左右的经济目标或有四层含义

(1) 5%左右的经济目标或有四层含义。会议指出“经济增长预期目标 5% 左右，考虑了稳就业、防风险、‘十四五’规划和基本实现现代化、经济潜力和支撑条件”。我们认为其背后有四层含义：1) 短期看，有助于稳就业和防止风险“水落石出”；2) 长期看，我们测算实现 2035 远景目标，需在 2023-2035 年人均 GNI 增速超过 6.7%，名义 GDP 6.2%，对应实际 GDP 增速可能 4.1%-4.6%（误差在于平减指数的波动），当下需较高的经济增速；3) 潜在增速方面，学术研究表明十四五中国潜在经济增速在 5%-5.5% 之间，十五五回落至 5% 以下，到 2050 年逐步降至约 2.7%-3.3%；4) 2023 年中国 GDP 同比 5.2%，增速居世界前列。但名义值来看，2023 年中国名义 GDP 占美国比重下滑至 65%，经济高增符合国际比较诉求。

需要看到，当下经济存在两大不确定性：一是 12 省化债对基建的影响；二是地产需求改善仍存掣肘。要完成 5% 经济目标，或需比 2023 年更强的政策对冲。

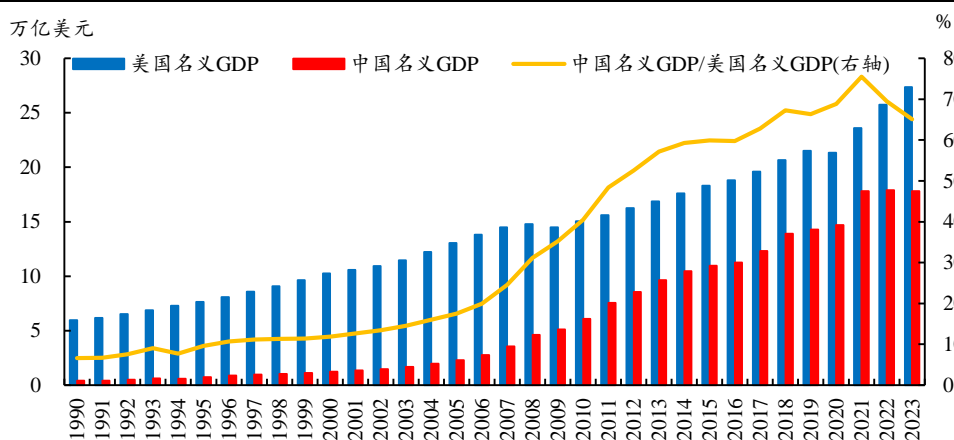
(2) CPI 目标为 3%，我们测算 2024 年 CPI 可能在 0%-1% 之间，结合会议隐含的名义 GDP 增速为 7.4%，可关注后续是否有价格改革、扩大需求等举措。

表1: 2024年GDP目标与2023年持平

年份	GDP目标增速	GDP实际增速
2024	5%左右	/
2023	5%左右	5.2%
2022	5.5%左右	3.0%
2021	6%以上	8.1%
2020	/	2.3%
2019	6%-6.5%	6.1%
2018	6.5%左右	6.6%
2017	6.5%	6.9%

数据来源: 历年政府工作报告、开源证券研究所

图1: 2023年中国名义GDP占美国比重下滑至65%



数据来源: Wind、开源证券研究所

表2: 2024年宏观经济各项增速目标与2023年差异不大

指标	2024年目标	2023年预期	完成情况	2022年预期	完成情况	2021年预期	完成情况
国内生产总值	5%左右	5%左右	完成	5.5%	未完成	6%以上	完成
居民收入增长	与经济增长基本同步	与经济增长基本同步	完成	与经济增长基本同步	完成	稳步增长	完成
居民消费价格涨幅	3%左右	3%左右	完成	3%左右	完成	3%左右	完成
城镇新增就业人数	1200万人左右	1200万人左右	完成	1100万人以上	完成	1100万人以上	完成
城镇调查失业率	5.5%左右	5.5%左右	完成	5.5%左右	完成	5.5%左右	完成
国际收支	基本平衡	基本平衡	完成	基本平衡	完成	基本平衡	完成
单位生产总值能耗降低	2.5%左右	继续下降	完成	留有适当弹性	完成	3%左右	完成
财政赤字率	3%	3%	完成	2.8%	完成	3.2%左右	完成

资料来源: 历年政府工作报告、开源证券研究所

3、宏观调控:我们测算广义赤字率可达6.6%,货币精准有效,

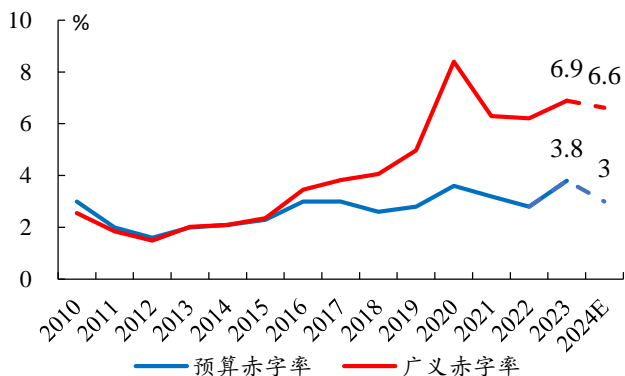
关注信贷新特点

(1) 总体看,会议要求“增强宏观政策取向一致性”;增强前瞻性;加强对政策执行的跟踪评估;营造稳定透明可预期的政策环境。

(2) 财政政策“适度加力、提质增效”,我们测算广义赤字率可达6.6%。会议指出“积极的财政政策要适度加力、提质增效”,赤字率3%,地方政府专项债券3.9万亿元(2023年实际预算赤字率3.8%、专项债3.8万亿),发行1万亿超长期特别国债。假设2024年名义GDP增速为7.4%,广义财政赤字由一般赤字和专项债、超长期特别国债组成,测算共为9万亿元(4.06+3.9+1万亿元),广义财政赤字率可能为6.6%。此外,会议指出“拟连续几年发行超长期特别国债,用于国家重大战略和重点领域安全建设”,预计将利好水利、交通等基建。此外,要求“落实好结构性减税降费政策,重点支持科技创新和制造业发展”。我们判断若后续实际经济表现与目标有差距,财政也可能在年中继续加力,以稳增长。

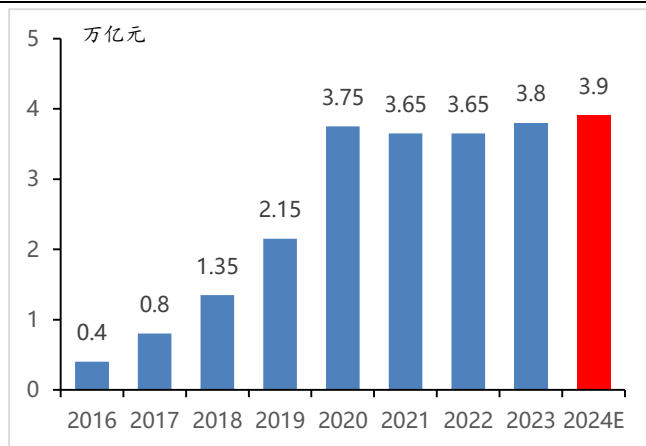
(3) 货币政策“灵活适度、精准有效”,预计继续降准降息,关注信贷新特点和稳定资本市场相关举措。会议指出“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效”。“保持流动性合理充裕”指向央行或需加大力度呵护流动性,配合财政发债,但降息程度可能受防止资金空转和汇率稳定要求的限制。会议延续“社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”,指向有望引导通胀适度上行。“盘活存量、提升效能”,结合央行提出的“准确把握货币信贷供需规律和新特点”,旨在调结构、盘存量、更均衡。“促进社会综合融资成本稳中有降”指向继续降息。“增强资本市场内在稳定性”,提示关注资本市场相应改革举措。

图2: 我们测算2024年广义赤字率约为6.6%



数据来源: Wind、开源证券研究所;注: 广义赤字口径包括一般赤字、专项债、特别国债

图3: 2024年拟安排政府新增专项债3.9万亿



数据来源: Wind、开源证券研究所

4、工作任务：重视发展新质生产力；关注三方面改革；防止系统性风险。

(1) 现代化产业体系与新质生产力。主要强调三个方面：产业链供应链优化升级（制造业技术改造升级、发展现代生产性服务业）；培育新兴产业和未来产业（智能网联新能源汽车，新兴氢能、新材料、创新药，生物制造、商业航天、低空经济，量子技术、生命科学）；推进数字经济发展（人工智能、平台企业）。

(2) 实施科教兴国战略。科技自立自强，自主创新，颠覆性技术和前沿技术。

(3) 着力扩大内需，关注制造业技改、县域经济、三大工程、消费品以旧换新、服务消费等。消费端，关注消费品以旧换新，智能网联新能源汽车、电子产品；数字、绿色、健康、智能家居、文体、国货等新型消费和服务消费。我们认为“消费新时代”的内生动能正在积聚。投资端，关注科技创新、新基建、节能减排、加强民生等领域补短板；抗灾基础设施；生产、服务设备技改；保障房建设；县域基建；城市更新，“平急两用”基础设施和城中村改造，地下管网等。

(4) 坚定不移深化改革，聚焦经营主体活力、统一大市场 and 财税金融改革，关注三中全会。一是深入实施国企改革深化提升行动，促进民营经济发展壮大，降低物流成本；二是加快统一大市场建设，深化要素市场化改革，治理地方保护等；三是推进财税金融改革，深化电力、油气、铁路和综合运输体系等改革。

(5) 统筹发展和安全，防止系统性风险。地产端，对房企合理融资一视同仁，构建房地产发展新模式，加大保障房建设，指向供给端政策加速推进；化债方面，进一步落实一揽子化债方案，建立政府债务管理机制，分类推进地方融资平台转型；此外，加强粮食、水网、能源、数据等安全能力建设。

(6) 其他：推动外贸质升量稳，加大吸引外资力度；大力发展绿色经济，加强大型风电光伏建设；稳就业促增收；发展银发经济等。

表3：近三年政府工作报告对比

分类	2024年政府工作报告	2023年政府工作报告	2022年政府工作报告
当前形势研判	去年许多方面出现积极向好变化。但外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。我国经济持续回升向好的基础还不稳固，有效需求不足，部分行业产能过剩，市场预期偏弱，风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，国际循环存在干扰。就业总量压力和结构性矛盾并存，一些地方基层财力比较紧张。实现今年预期目标并非易事，需要政策聚力、工作加倍努力、各方面齐心协力。	当前发展面临诸多困难挑战，外部环境不确定性加大，但当前消费需求、市场流通、工业生产、企业预期等明显向好，经济增长正在企稳向上，我国经济有巨大潜力和发展动力。	今年我国发展面临的风险挑战明显增多，必须爬坡过坎。我国经济长期向好的基本面不会改变，持续发展具有多方面有利条件。中国经济一定能顶住下行压力，必将行稳致远。今年经济社会发展任务重、挑战多。
后续政策基调	坚持稳中求进工作总基调，着力推动高质量发展，全面深化改革开放，推动高水平科技自立自强，加大宏观调控力度，统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，统筹新型城镇化和乡村全面振兴，统筹高质量发展和高水平安全。要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破。稳是大局和基础，各地区各部门要多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策，谨慎出台收缩性抑制性举措，清理和废止有悖于高质量发展的政策规定。进是方向和动力，该立的要积极主动立起来，该破的要在立的基础上坚决破，特别是要在转方式、调结构、提质量、增效益上积极进取。	扎实推进中国式现代化，着力推动高质量发展，更好统筹国内国际两个大局，更好统筹疫情防控和经济社会发展，更好统筹发展和安全，全面深化改革开放，大力提振市场信心，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，有效防范化解重大风险，推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长。要坚持稳中求进、稳中求进，保持政策连续性针对性，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。	继续做好常态化疫情防控。坚持外防输入、内防反弹。就业优先政策要提质加力。政策发力适当靠前，及时动用储备政策工具，确保经济平稳运行。今年工作要坚持稳字当头、稳中求进。面对新的下行压力，要把稳增长放在更加突出的位置。要统筹稳增长、调结构、推改革加快转变发展方式，不搞粗放型发展。推动有效市场和有为政府更好结合，善于运用改革创新办法，激发市场活力和社会创造力。要依靠共同奋斗，扎实推进共同富裕，不断实现人民对美好生活的向往。
财政政策	积极的财政政策要适度加力、提质增效。赤字率拟按3%安排，赤字规模4.06万亿元。为系统解决强国建设、民族复兴进程中一些重大项目建设的资金问题，从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行1万亿元。中央财政加大对地方均衡性转移支付力度，适当向困难地区倾斜，省级政府要推动财力下沉，兜牢基层“三保”底线。落实好结构性减税降费政策，重点支持科技创新和制造业发展。	积极的财政政策要加力提效。赤字率拟按3%安排。完善税费优惠政策，对现行减税降费、退税缓税等措施，该延续的延续，该优化的优化。做好基层“三保”工作。今年拟安排地方政府专项债券3.8万亿元。	积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。今年赤字率拟按2.8%左右安排，新增财力要下沉基层，主要用于落实助企纾困、稳就业保民生政策，促进消费、扩大需求。要用好政府投资资金，带动扩大有效投资。今年拟安排地方政府专项债券3.65万亿元。
货币政策	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。加强总量和结构双重调节，盘活存量、提升效能，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度。促进社会综合融资成本稳中有降。畅通货币政策传导机制，避免资金沉淀空转。增强资本市场内在稳定性。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。大力发展科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融。优化融资增信、风险分担、信息共享等配套措施，更好满足中小微企业融资需求。	稳健的货币政策要精准有力。保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，支持实体经济发展。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	加大稳健的货币政策实施力度。发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，为实体经济提供更有力的支持。扩大新增贷款规模，保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，支持基本稳定。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。推动金融机构降低实际贷款利率、减少收费，让市场主体切身感受到融资便利度提升、综合融资成本实实在实在下降。
消费	从增加收入、优化供给、减少限制性措施等方面综合施策。培育壮大新型消费，实施数字消费、绿色消费、健康消费促进政策，积极培育智能家居、文娱旅游、体育赛事、国货“潮品”等新的消费增长点。稳定和扩大传统消费，鼓励和推动消费品以旧换新，提振智能网联新能源汽车、电子产品等大宗消费。	把恢复和扩大消费摆在优先位置。多渠道增加城乡居民收入。稳定汽车等大宗消费，推动餐饮、文化、旅游、体育等生活服务消费恢复。	推动消费持续恢复。多渠道促进居民增收，完善收入分配制度，提升消费能力。推动线上线下消费深度融合，促进生活服务消费恢复，发展消费新业态新模式。继续支持新能源汽车消费，鼓励地方开展绿色智能家电下乡和以旧换新。加大社区养老、托幼等配套设施建设力度，在规划、用地、用房等方面给予更多支持。
投资	发挥好政府投资的带动放大效应，重点支持科技创新、新型基础设施、节能减排降碳，加强民生等，推进防洪排涝抗灾基础设施建设，推动各类生产设备、服务设备更新和技术改造，加快实施“十四五”规划重大工程项目。中央预算内投资拟安排7000亿元。合理扩大地方政府专项债券投向领域和用作资本金范围，额度分配向项目准备充分、投资效率较高的地区倾斜。	政府投资和政策激励要有效带动全社会投资，加快实施“十四五”重大工程，实施城市更新行动，促进区域优势互补、各展其长，继续加大对受疫情冲击较严重地区经济社会发展的支持力度，鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设，激发民间投资活力。	积极扩大有效投资。适度超前开展基础设施投资。建设重点水利工程、综合立体交通网、重要能源基地和设施，加快城市燃气管道、给排水管道等管网更新改造，完善防洪排涝设施，继续推进地下综合管廊建设。政府投资更多向民生项目倾斜，加大社会民生领域补短板力度。
改革	深入实施国有企业改革深化提升行动。全面落实促进民营经济发展壮大的意见及配套举措。制定全国统一大市场建设标准指引，着力推动产权保护、市场准入、公平竞争、社会信用等方面制度规则统一，深化要素市场化配置综合改革试点。推进财税金融等领域改革。建设高水平社会主义市场经济体制改革先行区。谋划新一轮财税体制改革。	深化国资国企改革，提高国企核心竞争力。依法保护民营企业产权和企业家权益，完善相关政策，鼓励支持民营经济和民营企业发展壮大，用真招实策稳定市场预期和提振市场信心。深化金融体制改革。	加强高标准市场体系建设，抓好要素市场化配置综合改革试点，加快建设全国统一大市场。完成国企改革三年行动任务，深化混合所有制改革。落实支持民营经济发展的政策措施，鼓励引导民营企业创新发展。推进财税金融体制改革。深化预算绩效管理改革，增强预算的约束力和透明度。
政府工作任务	1. 大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力。推动产业链供应链优化升级；积极培育新兴产业和未来产业；深入推进数字经济创新发展。 2. 深入实施科教兴国战略。加强高质量教育体系建设；加快推动高水平科技自立自强；全方位培养用好人才。 3. 着力扩大国内需求，推动经济实现良性循环。促进消费稳定增长；积极扩大有效投资。 4. 坚定不移深化改革，增强发展内生动力。 5. 扩大高水平对外开放。加大吸引外资力度，全面取消制造业领域外资准入限制措施。 6. 更好统筹发展和安全，有效防范化解重点领域风险。优化房地产政策，对不同所有制房地产企业合理融资需求一视同仁给予支持；加强重点领域安全能力建设。 7. 坚持不懈抓好“三农”工作，扎实推进乡村全面振兴。 8. 推动城乡融合和区域协调发展，大力优化经济布局。促进各类要素双向流动，深化户籍制度改革。 9. 加强生态文明建设，推进绿色低碳发展。 10. 切实保障和改善民生，加强和创新社会治理。	1. 推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长，持续改善民生，保持社会大局稳定。 2. 把恢复和扩大消费摆在优先位置。多渠道增加城乡居民收入。 3. 加快建设现代化产业体系，培育壮大战略新兴产业，完善新型举国体制，大力发展数字经济。 4. 切实落实“两个毫不动摇”。深化国资国企改革，提高国企核心竞争力。 5. 更大力度吸引和利用外资。 6. 有效防范化解重大经济金融风险。有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张。防范化解地方政府债务风险。 7. 稳定粮食生产和推进乡村振兴，坚决防止出现规模性返贫。 8. 推动发展方式绿色转型。 9. 保障基本民生和发展社会事业。加强住房保障体系建设，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题。 10. 推动优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局。	1. 着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间。 2. 着力稳市场主体保就业，加大宏观政策实施力度。 3. 坚定不移深化改革，更大激发市场活力和发展内生动力。 4. 深入实施创新驱动发展战略，巩固壮大实体经济根基。 5. 坚定实施扩大内需战略，推进区域协调发展和新型城镇化。 6. 大力抓好农业生产，促进乡村全面振兴。 7. 扩大高水平对外开放，推动外贸外资平稳发展。 8. 持续改善生态环境，推动绿色低碳发展。 9. 切实保障和改善民生，加强和创新社会治理。

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

5、风险提示

经济增长不及预期，政策执行力度不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn