

莫迪虚胜实败：印度大选超预期结果有何影响？

核心要点：

莫迪大概率“三连任”，但执政党胜幅远不及预期：本届印度大选的关键在于现任印度总理莫迪领导的印度人民党能否取得绝对多数席位，以延续此前的基建、制造业等领域支持政策，夯实印度维持高速增长的基础。莫迪在选前预计，印度人民党和其主导的全民民主联盟将分别获得370个和超过400个席位，实际仅分别拿到240个和295个席位，而最大反对党印度国大党主导的联盟爆冷获得231个议席，主因在于近期印度高通胀和高失业率引发选民不满，而国大党则针对以上薄弱环节提出一系列政策主张获取选民支持。

本次大选印度人民党“虚胜实败”，改革前景不明，导致印度股债汇出现“三杀”：此前市场预期，若印度人民党以压倒性优势获胜，莫迪或将推出更为大胆的经济改革，这将确保印度当前政策的连续性，进一步加强国家能力建设，经济发展前景可期。目前情况下，印度人民党或需要至少三个盟友才能组阁，大概率再次进入“漂浮议会”状态，大大增加政治不稳定性。虽然莫迪继续出任总理几乎无悬念，但在联盟内部的话语权将发生实质性变化，很可能需要面对“盟友敲诈”，妨碍莫迪政府推进改革的能力，可能更多倾向于民粹经济政策，而土地、大规模基建等大型、更艰难的改革或将被进一步推迟，这些改革恰是维持印度高经济增速的关键。6月4日当天印度股债汇出现“三杀”，其中印度SENSEX30指数大幅下跌5.7%，印度10年国债收益率上涨9个基点至7.03%，美元兑印度卢比汇率则跌破83.6。

莫迪执政思路的根基仍是“莫迪经济学”：“印度制造”、百万亿卢比基建计划、生产关联激励PLI、自给自足计划和三位一体扶贫计划JAM都是其核心政策，而以上政策均需要大量的财政支出和高度的政府配合才能顺利实现。莫迪政府本次大选未能独立控制政府意味着上述政策的进一步落实推进可能面临困难，这也是诱发印度市场下行的核心原因。

莫迪经济学3.0的“百日计划”尚未公布，可能被此次选举结果削弱：选举不及预期可能迫使莫迪重新考虑“百日计划”和“五年计划”中的一些细则，以满足执政联盟内部的利益诉求。不过，其总体战略方向不会发生明显改动，依然是以提升经济增速为核心，通过加强基础设施建设、发展制造业和改善营商环境形成良性循环，进而提升居民收入的路径。

印度中长期优势不变，但增长信心受冲击，不确定性提升：虽然印度包括人口结构、服务业、战略位置等中长期优势并未发生改变，但此次选举使得市场期待落空，印度雄心勃勃的发展计划无疑将受到其政治进程的更大拖累，也给印度股市以“增长”为核心的竞争力增添了更多不确定性，需要注意这一风险对印度投资信心的冲击和对金融市场形成的下行压力。

分析师

首席经济学家：章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：顾皓阳、于金潼、铁伟奥

风险提示：

1. 印度经济超预期的风险
2. 地缘政治超预期的风险
3. 海外经济衰退的风险

一、莫迪胜幅远不及预期，引发印度股债汇“三杀”

本届印度大选的关键在于现任印度总理莫迪领导的印度人民党能否取得绝对多数席位，为下一阶段的改革铺平道路。印度议会实行两院制，分为联邦院（议会上院）和人民院。人民院选举每5年举行一次，在人民院选举中赢得多数席位的政党或政党联盟有权组建内阁。与此前2014年、2019年的两届大选相同的是，本届印度大选仍在两大阵营之间较量：一方是由现任印度总理莫迪领导、以印度人民党为核心的全国民主联盟，另一方则是印度国大党所牵头的反对党联盟。本届印度大选的关键在于执政党联盟能否取得绝对多数席位，保障新一届印度政府延续此前的基建、制造业等领域支持政策，并进一步推动土地、劳动法等领域改革，夯实印度维持高速增长的基础。

执政党主导的全国民主联盟赢得大选，莫迪将迎来第三届总理任期。根据印度选举委员会于当地时间5日凌晨公布的最终计票结果，全国民主联盟共获得295个席位，其中现任总理莫迪领导的印度人民党赢得240个议席。最大反对党印度国民大会党获得99个议席，其主导的反对党联盟印度国家发展包容性联盟获得231个议席。这意味着莫迪再度连任几乎没有悬念，将成为继开国总理尼赫鲁之后首位连任三届的印度总理。

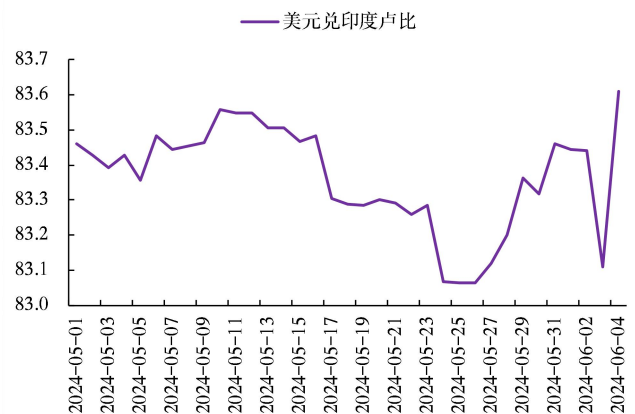
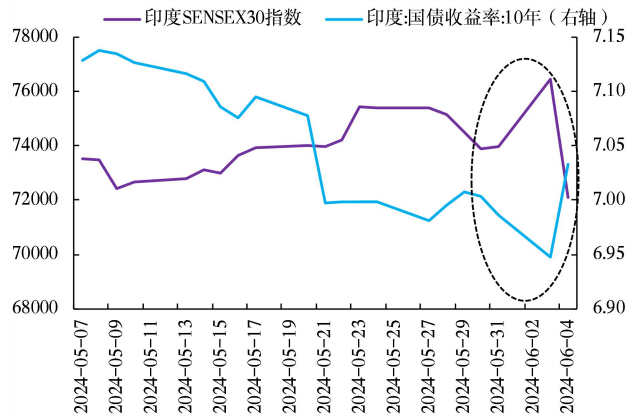
然而执政党主导的全国民主联盟整体表现远逊于选前预期，导致印度股债汇出现“三杀”。执政党印度人民党主导的全国民主联盟虽然获得过半数席位，在本届印度大选中获胜，但整体表现不及此前预期。莫迪在选前多次表示，印度人民党和全国民主联盟将分别在本次选举中获得370个和超过400个席位，实际仅分别拿到240个和295个席位。最大反对党印度国大党获得99个议席，其主导的反对党联盟印度国家发展包容性联盟爆冷获得231个议席，主因在于近期印度的高通胀和高失业率导致民众对执政党支持率降低，而国大党针对目前政府执政的薄弱环节，聚焦贫富差距、失业率等现实问题提出差异政策，获得更多女性、青年、农民和少数宗教团体的支持。此外，这一结果也反映出印度政治在中央集权和地方分权之间出现摆动，而选前民调和舆论与结果的巨大差别也和执政党掌控主流媒体有关。

出于对印度经济增长和改革不及预期的担忧，6月4日当天印度股债汇出现“三杀”，其中印度SENSEX30指数大幅下跌5.7%，印度10年国债收益率上涨9个基点至7.03%，美元兑印度卢比汇率则跌破83.6，很大原因在于改革预期破灭，给后续经济前景蒙阴，金融市场面临一定回调风险。此后，随着莫迪执政联盟逐步稳固，市场恐慌情绪明显消退，6月5日印度股债汇表现均明显企稳，其中印度SENSEX30指数上涨接近2%。

此前市场预期，若印度人民党以压倒性优势获胜，莫迪或将推出更为大胆的经济改革，这将确保印度当前政策的连续性，进一步加强国家能力建设，经济发展前景可期。然而本次印度大选印度人民党“虚胜实败”，这对市场来说是超预期事件。印度人民党或需要至少三个盟友才能组阁，大概率再次进入“漂浮议会”状态，大大增加政治不稳定性。虽然莫迪还可能出任总理，但在联盟内部的话语权将发生实质性变化，很可能需要面对“盟友敲诈”，妨碍莫迪政府推进改革的

能力，可能更多倾向于针对低收入群体提供福利，而大型、更艰难的改革或将被进一步推迟，如土地改革、大规模基建和其他重大改革，而这些改革是维持印度高经济增速的关键。总体上，虽然印度包括人口结构、服务业、文化、战略位置等中长期优势并未发生改变，但改革预期受到莫迪对政府控制力明显不及预期的打击，需要注意这一风险对印度投资信心的冲击和对金融市场形成的下行压力。

图1:6月4日印度股市出现大跌,印度国债收益率攀升(右轴%) 图2:6月4日印度卢比对美元汇率走弱



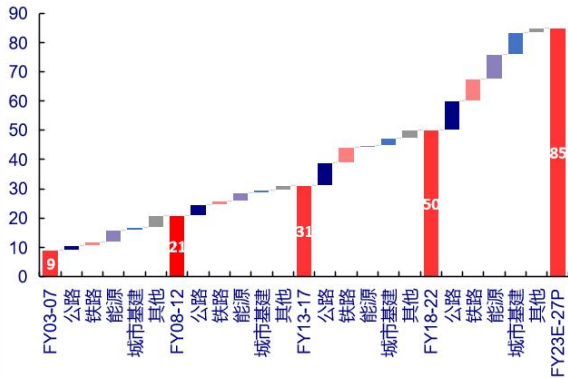
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、莫迪执政思路的根基仍是“莫迪经济学”

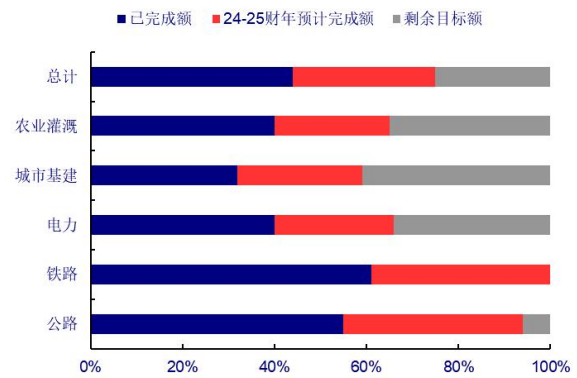
莫迪经济学的核心源自于其在古吉拉特邦执政时期形成的“增长+发展+治理”框架。其中“增长”涵盖工业化及配套、农业商业化、基础建设等多方面；“发展”指经济与社会共同发展；而“治理”则围绕莫迪作为领导人为私营投资创造良好的投资环境、提升政府效率的叙事展开。“印度制造”、百万亿卢比基建计划、生产关联激励 PLI、自给自足计划和三位一体扶贫计划 JAM 都是其核心政策，而以上政策均需要大量的财政支出和高度的政府配合才能顺利实现。因此，莫迪政府本次大选未能独立控制政府意味着上述政策的进一步落实推进可能面临困难，这也是诱发印度市场下行核心原因。

图 3：印度基建计划投资情况（万亿卢比）



资料来源：S&P，中国银河证券研究院

图 4：印度基建计划完成情况



资料来源：S&P，中国银河证券研究院

具体来看，莫迪雄心勃勃的发展计划都在推进当中，且离不开政府财政的鼎力支持。首先，“印度制造”期望通过国际竞争力的提高和劳动密集型企业来创造就业机会，解决年轻人就业问题。同时，该计划也希望通过经济和社会发展形成涓滴效应，最终实现缩小城乡之间距离的目标。为进一步推进印度制造业，2020年4月印度政府推出的生产链接激励计划（PLI）致力于促进14个关键行业的资本支出。PLI的重点是整合现有的制造价值链，减少进口依赖，提高竞争力以支持出口。该计划将提供1.82万亿卢比（接近印度2020年名义GDP的0.65%）的激励措施，以创造接近3万亿卢比的收入和2.5-3万亿卢比的资本支出。PLI在各个主要领域的持续推动有望增强印度作为美国和欧盟的贸易伙伴的地位，并在中期内获得市场份额的增长。可以说，PLI是推动印度制造业高质量发展的核心计划。为了配合制造业的发展，莫迪早在2019年宣布将启动100万亿卢比（约合2019年的1.4万亿美元）的基础设施建设工程，称为“基础设施管道（National Infrastructure Pipeline, NIP）”，包括近5800个项目，实际总额111万亿卢比。估算显示，截至2023年，NIP总共达到了目标额的44%，持续推进仍需要财政进一步配合。扶贫方面，莫迪政府提出了“JAM三位一体扶贫计划”，通过使用电子科技，有针对性的为贫困家庭提供福利资助。以上“莫迪经济学”的重点都需要政府支出进一步加力。

图 5: PLI 批准投资和落地的时间存在滞后

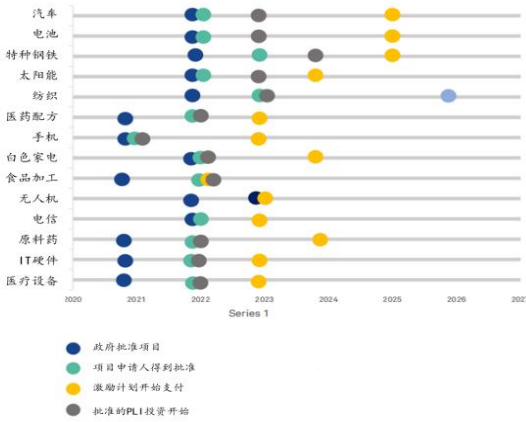
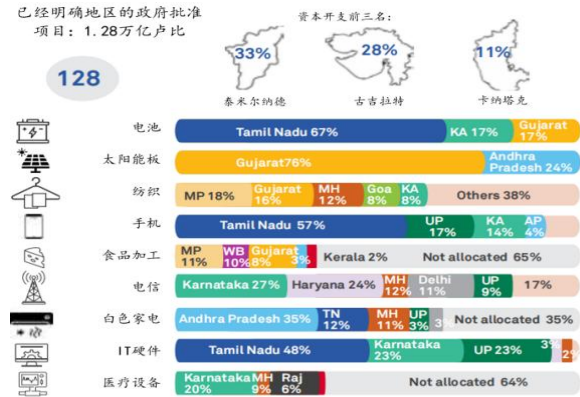


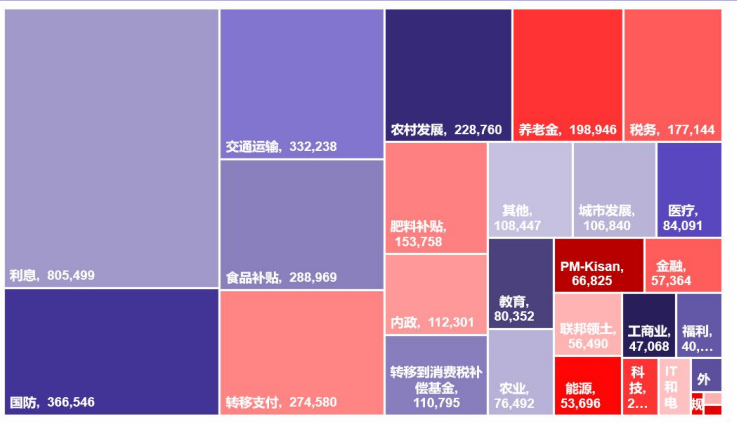
图 6: PLI 支持行业各邦的资本开支



资料来源: S&P, 中国银河证券研究院

资料来源: S&P, 中国银河证券研究院

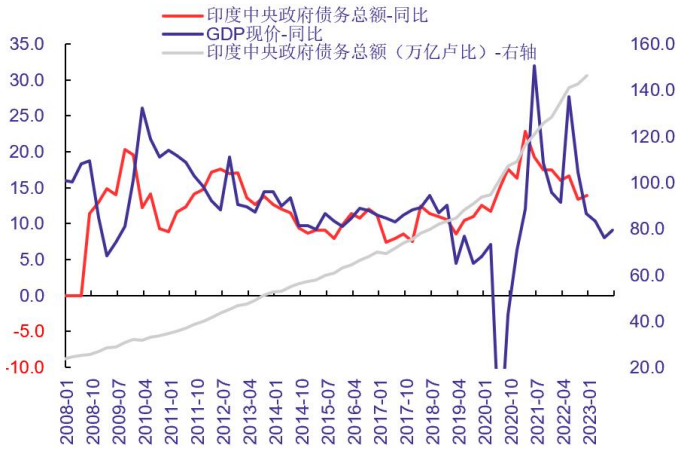
图 7: 印度 2021 财年财政支出结构 (千万卢比)



资料来源: Union Budget, 中国银河证券研究院

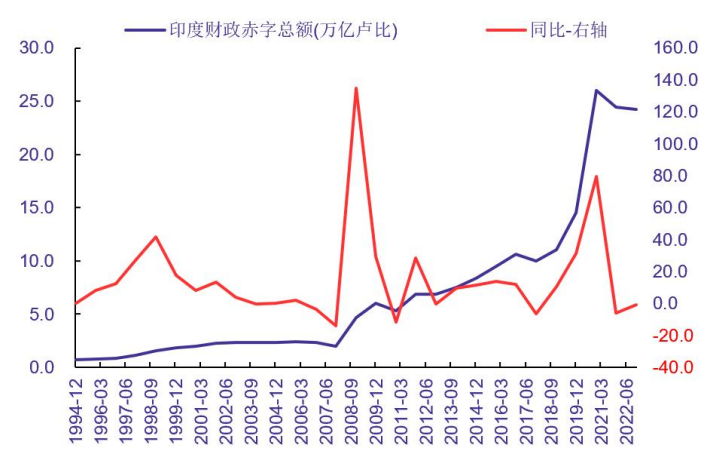
我们在《印度，这次会不同吗？》系列报告中指出，印度的主要资金来源仍是以政府为主体，以外资和民间资本作为补充，以往资本扩张的力度有限。从印度政府的杠杆率来看，其 2022 年末为 82.6%，高于中国和可比国家；同期中央政府债务总额为 146.36 万亿卢比（按当时汇率约 1.77 万亿美元），从占经济规模比例来衡量并不算低。所以印度政府能否进一步提升杠杆率并带动民间资本和外资加大投资是印度经济增速能否向上挑战 8% 的关键，而对政府控制力不及预期的莫迪政府令投资者对未来政府支出的规模和有效性感到担忧。

图 8: 印度中央政府债务总额增速受到经济增长的限制(左轴 %)



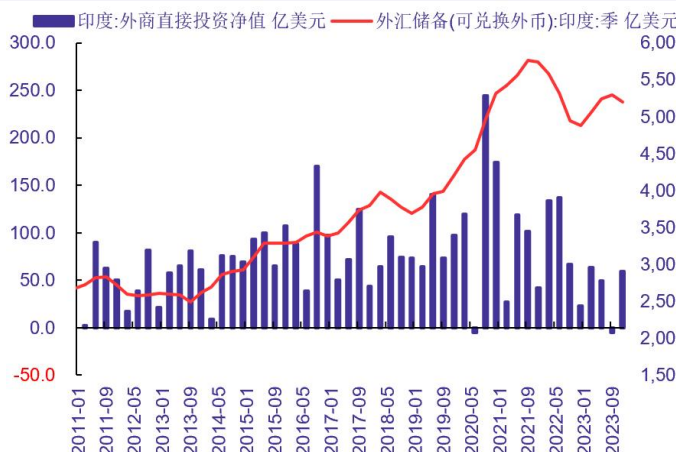
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 9: 印度财政赤字增速除逆周期阶段以外相对平稳(右轴 %)



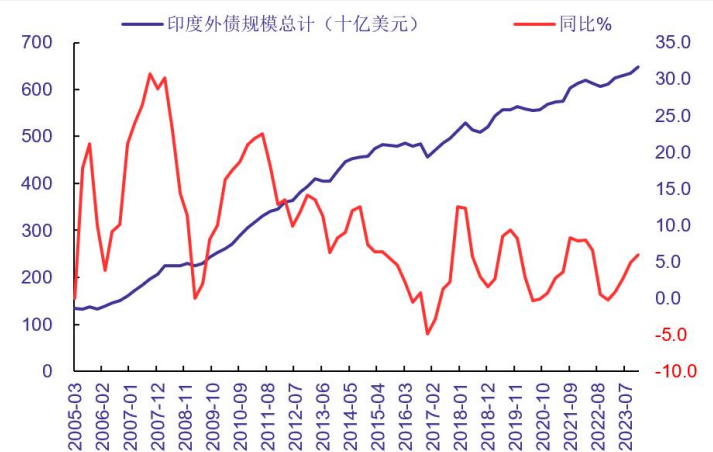
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 10: 印度 FDI 增幅相对有限



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 11: 印度外债规模难以大幅上升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、莫迪经济学 3.0 的“百日计划”尚未公布，可能被此次选举结果削弱

莫迪“百日计划”雄心勃勃，但尚未公布细节。莫迪曾保证如果赢得第三任期，印度经济将从现在的第五位跃居世界第三位。3月莫迪曾召开部长会议，要求各部门起草制定百日计划和五年计划。4月14日，莫迪和印度人民党为竞选发布第三任期《莫迪的保证》宣言，覆盖低收入人群、中产阶级、女性、青年人、老年人、农民、渔民、基础设施、文化、政府治理、外交等多方面。6月2日，莫迪主持高级官员会议，审查新政府的100天议程计划，但截至目前暂未公布细则。

选举不及预期可能迫使莫迪重新平衡“百日计划”，部分支出可能受到限制，但整体方向不变。在印度人民党的国会选举仅获得240票，未过半数的情况下，莫迪可能会重新考虑“百日计划”和“五年计划”中的一些细则，以满足执政联

盟内部的利益诉求。不过，其总体战略方向不会发生明显改动，依然是以提升经济增速为核心，通过加强基础设施建设、发展制造业和改善营商环境形成良性循环，进而提升居民收入的路径。

此前，印度国家银行预测，印度有望在 2030 年前成为“世界第三大经济体”。今年以来，印度股市多项指数创下历史新高，印度卢比兑美元在选举前的 6 月 3 日也创逾一年最大涨幅。虽然印度包括人口结构、服务业、文化、战略位置等中长期优势并未发生改变，但此次选举使得市场期待落空，印度雄心勃勃的发展计划无疑将受到其政治进程的更大拖累，也给印度股市以“增长”为核心的竞争力增添了更多不确定性，需要注意这一风险对印度投资信心的冲击和对金融市场形成的下行压力，我们也会持续跟踪分析印度政策和经济前景的变化。

表 1：莫迪对基建、收入改善、反腐和外交等方面都做出了保证

领域	内容
中产阶级	<ol style="list-style-type: none"> 1. 提供负担得起的优质住房和医疗保健 2. 将印度顶级创业生态系统扩展到二三线城市，创造高价值就业机会。 3. 通过扩大 AIIMS 和 Ayushman Arogya Mandir 网络确保优质的医疗保健服务。 4. 通过引入更多的印度理工学院、印度管理学院、印度医学科学院和其他此类机构，并推出将学术与实践技能相结合的实习项目 5. 促进优质高等教育。 6. 重点关注现代道路网络，通过新时代列车和扩展网络增强铁路和地铁连通性，开发综合电动汽车充电站，建设新机场 7. 负担得起的 5G 和创新 6G 技术推进电信基础设施。 8. 开发更多公园和游乐场等绿色空间，恢复湖泊和池塘等水体，并开发其他自然空间，使城市更具适应性、可持续性和人性化。
劳工	<ol style="list-style-type: none"> 1. 定期审查最低工资 2. 为有组织部门的工人提供保险计划以及获取这些计划的数字方式 3. 节日期间保障农民工专列 4. 为卡车司机提供更好的国家高速公路设施 5. 对于小型企业加大获得营运资金的支持 6. 小型企业经营制度将得到简化
基础设施	<ol style="list-style-type: none"> 1. 扩大铁路网络，提高客运和货运能力 2. 重建火车站 3. 扩建地铁网络 4. 扩大农村道路连通性 5. 加强道路安全 6. 主要城市周围的环路以缓解拥堵 7. 推广电动汽车，增加充电站 8. 更多机场，扩展服务 9. 扩建水都城并建设本土航运业
国家治理	<ol style="list-style-type: none"> 1. 继续打击腐败 2. 将统一民法典作为国家政策的指导原则 3. 制定国家诉讼政策以加快法庭案件的解决

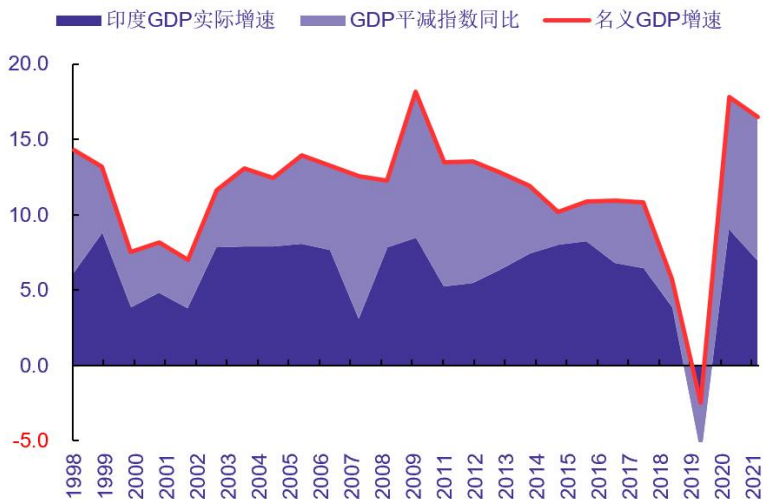
	4. 加强统计机构，推动数据驱动的决策
外交	1. 将加强印度作为全球南方国家主要代言人的地位 2. 将专注于通过继续印度的人道主义救援和救灾计划成为第一反应者 3. 致力于让印度成为联合国安理会常任理事国 4. 将继续努力凝聚全球反恐共识，打击恐怖融资 5. 将继续关注邻里优先政策 6. 将扩大印度的外交网络

资料来源: Election Commission of India, 中国银河证券研究院

四、印度传统优势与问题

印度经济发展可以简单分为三个阶段：第一阶段从印度独立至 1990 年，以计划经济和国有经营为主。第二阶段是 1990 年市场化改革至莫迪执政之前。第三阶段是莫迪政府执政之后。“莫迪经济学”针对印度经济结构偏向第三产业与消费，城乡二元化格局不利于提升居民整体收入等问题，希望通过发展基础设施和工业来加强工业体系、平衡产业结构、提升人均收入，从而突破“增长天花板”，需重点关注。

图 12: 印度名义与实际 GDP 增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

印度的人口、第三产业和非正规经济方面的优势都决定了印度的增长是“上有顶下有底”的增长箱体，这与印度各阶段平均经济增速的相对平稳密不可分。需要指出的是，尽管印度经济存在明显的缺陷，也有相当一部分批评指出其未来增长难以取得突破，但需要意识到以印度现有的状态已然可以维持较高速的名义 GDP 增长。

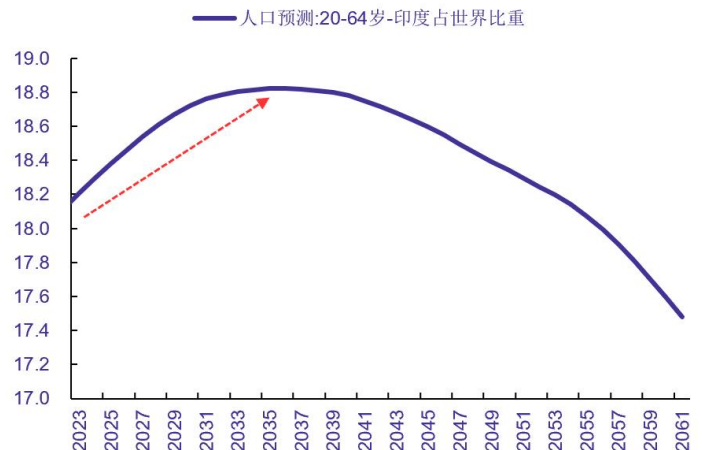
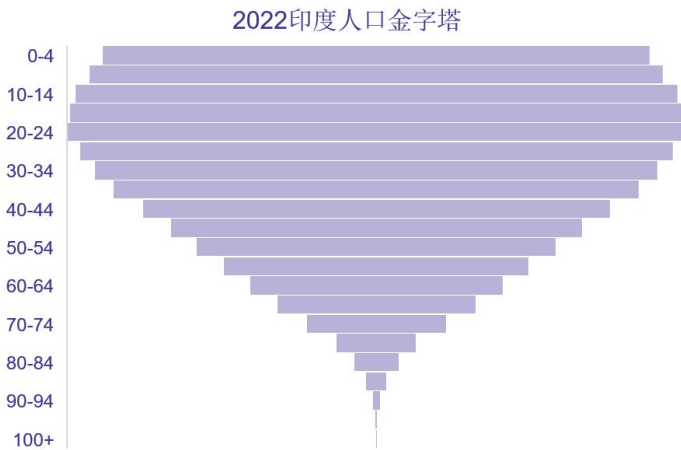
首先，印度人口优势在于年轻化和高潜在劳动力供给。按联合国预测，印度可在 2023 年中跃升为人口第一大国，总人口预计达 14.26 亿人，其中 20-64 岁人口将超过 8.45 亿，形成大量潜在劳动力供给。印度拥有全球最年轻的人口之一：从内生角度考虑，印度可以充分利用劳动要素上的比较优势，加快对第二产业短板的补充，

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

将人口转移出效率更低的农业并逐渐提高单位劳动生产率,实现规模化生产并降本增效。

图 13: 印度人口结构依然十分年轻 (岁)

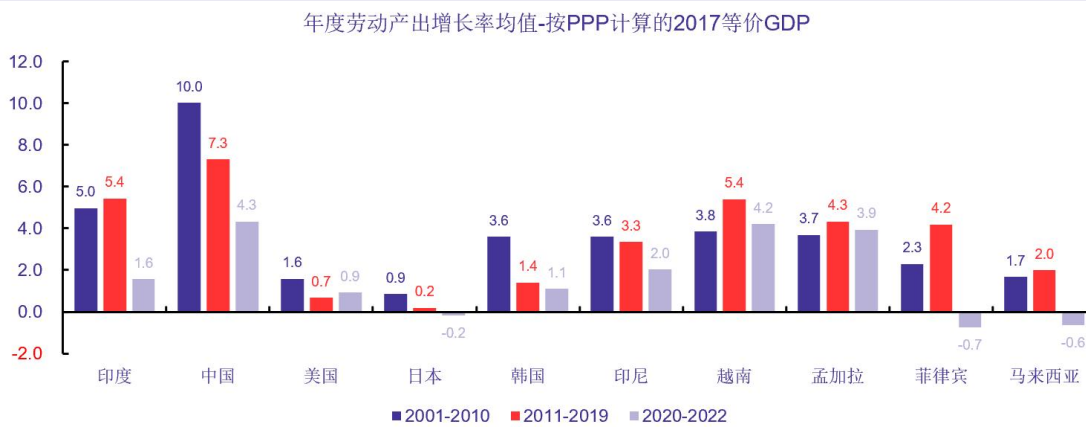
图 14: 印度劳动人口占全球比重在未来十年仍将继续上行 (%)



资料来源: World Bank, 中国银河证券研究院

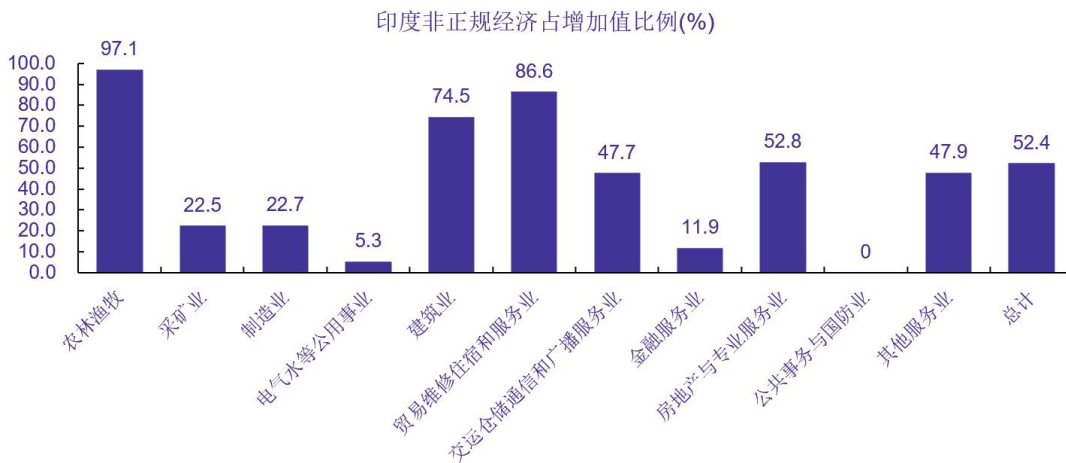
资料来源: OECD, 中国银河证券研究院

图 15: 印度劳动生产率整体较有竞争力,但在疫情中受到冲击 (%)



资料来源: ILO, 中国银河证券研究院

其次,印度的服务业基础良好。印度第三产业的腾飞始于 20 世纪 90 年代,当时印度为应对严重的国际收支问题开始了一系列的经济改革,大力发展了信息技术、医药、财税和咨询等服务行业。目前服务业对印度国内生产总值贡献超过 50%,在 2021-22 年上半年实现了 10.8% 的增长,并成为就业增长最快的行业。虽然印度整体劳动素质一般,但其对优势服务业的精英教育培养了大量专业人才,形成基于专业知识和相比西方更低成本的比较优势。同时,政府通过智慧城市、清洁印度、数字印度等倡议正在营造更优渥的服务业环境,是当前印度增长的核心动力源之一。

图 16: 印度诸多行业非正规经济占比较高, 帮助形成增长底线


资料来源: IMF, 中国银河证券研究院

同时,除了正规经济,印度存在大量分散、小规模、难以统计的非正规经济,这些经济主体虽然增长较慢,但比起第二产业可以有效吸纳农村就业,受外部环境冲击也相对较小,这也对印度相对平稳的经济增长和就业稳定做出贡献。有印度学者指出,在正规就业部门的劳动力不足 10%,而 IMF 研究显示 2017-2018 年有 90.7% 的人口在非正规经济中就业,正规经济仅吸纳就业 9.3%,而印度 GDP 有超过 50% 是由非正规经济贡献的。非正规经济部门对印度的增长发挥了稳定器作用,可以抵御大量外生冲击。

最后,作为一个民族宗教多样和国家,印度并不存在统一的文化,但是印度精英阶层的文化可以作为印度发展的优势单独讨论。精英文化主要为印度提供了部分制度优势、教育体系优势和人脉与人力资源优势。

表 2: 印度各类指标显示其在制造业方面的潜在比较优势

指标	单位	中国	印度	印尼	韩国	马来西亚	菲律宾	新加坡	中国台湾	泰国	越南
劳动适龄人口 (15-64)	百万人	1010.8	939.8	187.6	3.5	22.7	71.9	4.3	16.9	49.1	67.4
劳动力 (15+)	百万人	793.8	471.3	139.2	28.6	16.3	43.8	3.4	11.9	39.1	56.2
仅接受基础教育人口	% (劳动力)	N/A	75	56	13.9	23.6	69.4	14.3	15	58.3	60.6
仅接受中等教育人口	% (劳动力)	N/A	10.9	31.2	32.6	47.7	5.1	26.9	31.9	23.2	24.3
接受高等教育人口	% (劳动力)	N/A	14.1	12.7	53.3	28.7	25.5	58.9	53.1	17.5	15.1
识字率	%	96.8	74.4	96	97.9	95	96.3	97.5	96.1	93.8	95.8
制造业工资	美元/小时	7.1	0.8	1	22.3	4.7	1.5	24.1	11.7	2.6	1.6
最低工资	美元/小时	1.9	0.3	0.7	8.9	1.4	1.7	NA	5.1	1.5	0.7
企业税率	%	25	15-25	25	25	24	30	17	20	20	20
工业竞争力指数	排名	2	38	40	5	22	4	9	8	25	36
海港服务效率	1-7 (最高)	4.5	4.55	4.4	5.46	5.2	3.68	6.45	5.4	4.08	3.84
空运、货运	百万吨-公里	19264	875	675	12457	817	361	3020	NA	684	572
边境通关效率	1-5 (最高)	3.29	3	2.67	3.4	2.9	2.5	3.89	3.5	3.1	3

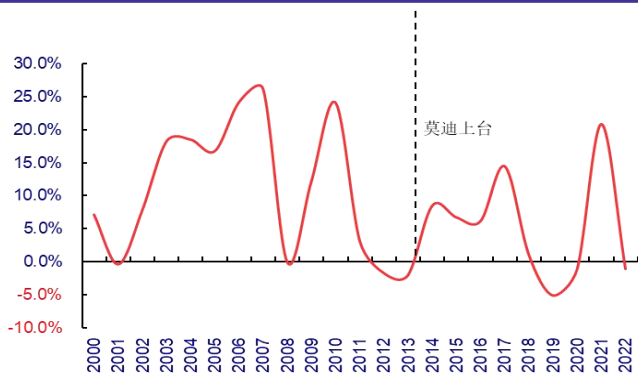
资料来源: World Bank, ILO, UNIDO, Euromonitor, 中国银河证券研究院

印度的传统优势决定其上有顶下有底的增长,但印度发展也存在诸多制约。其老问题也是限制印度经济更快增长、阻碍其第二产业扩张的因素,主要包括大量人口伴随的低素质、低劳动参与率和低就业问题,印度缺乏更多资本的情况下二产疲弱

与贸易赤字形成的负反馈，以及民族保护主义对外部资本的排斥。以上老问题并未穷尽对印度发展产生负面影响的因素，但突破印度经济增长的“顶”则需要着力解决上述问题。本次莫迪在大选中对政府的控制程度低于预期，这并不利于其加强政府支出，进一步扩大基建并提振制造业规模，需要对未来的财政计划能否顺利扩张保持密切观察。

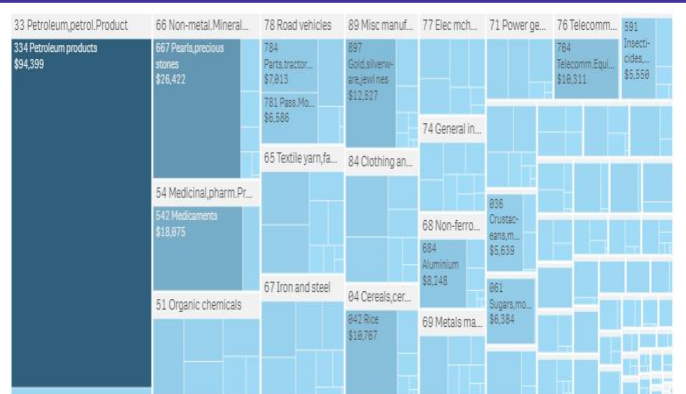
不过，从莫迪经济学的过往来看，虽然基建、资本深化和部分制造业取得了一定成绩，但其实际上并未达成发展目标。这并未阻碍印度经济依靠固有优势进一步扩张并带动印度资产价格上行。因此，即使本次推动“莫迪经济学 3.0”可能受限，印度在中长期的增长依然乐观。目标宏大的莫迪经济学已经历了两个任期的考验，既有成果，也存在基建未达成目标、制造业扩张不明显、经济增长不均衡、与东南亚贸易一体化进程有限等问题。基建方面，莫迪百万亿卢比打造新印度的计划有所进展，但受限于商品贸易与财政双赤字，截至 2023 年仅完成了目标的一半；当然，基建带来的资本深化正为印度经济发展起到潜移默化的支持。制造业方面，莫迪“印度制造”的目标推进缓慢，制造业占经济比重边际下滑，非资源类商品出口改善有限，整体仍然受到基建不足、劳工素质偏低和本土保护主义的限制。尽管“莫迪经济学”帮助印度保持了可观的经济增速，但其发展并不均衡，除了各邦之间经济表现差异巨大外，印度的贫富差距也非常突出。最后，印度也曾经尝试加强与东盟的经济合作，不过相比东盟一体化与贸易开放的倾向，印度商品出口的弱势和偏高关税阻碍了两个经济体更深入的贸易往来。

图 17：印度工业增加值增速并未明显改善



资料来源：World Bank，中国银河证券研究院

图 18：印度出口仍以资源品和医药等为主



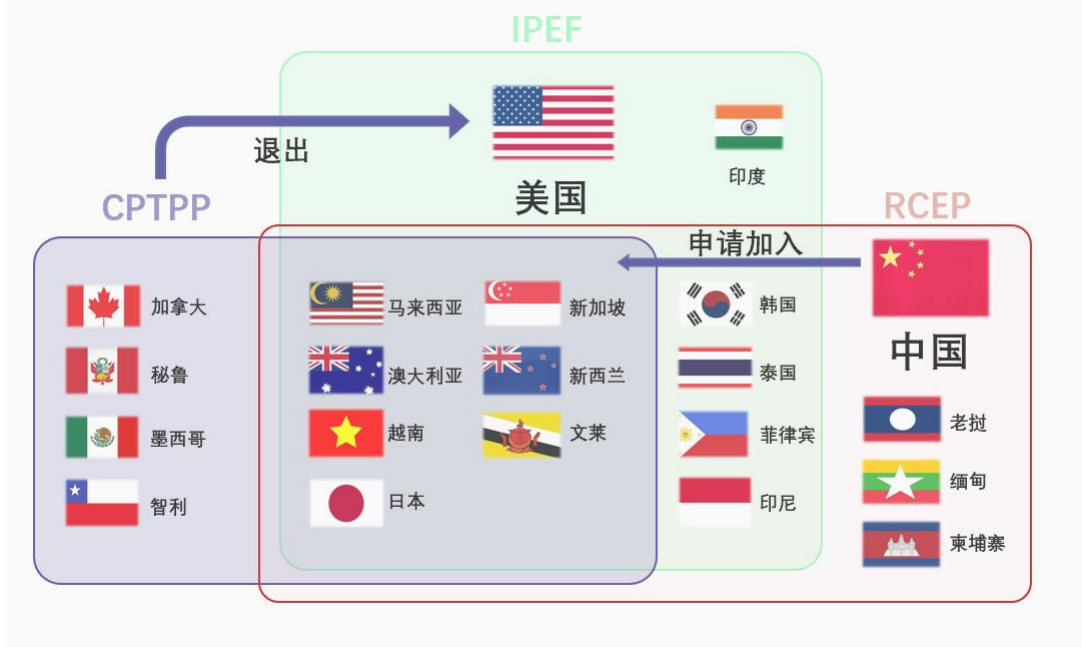
资料来源：UN Comtrade，中国银河证券研究院

印度和莫迪经济学近期的主要变化为：（1）在地缘政治问题和产业链多元化进程中，印度在西方视角下战略地位显著提升；（2）投资的数量和质量较此前均有进步，更加倾向制造业与科技行业。虽然印度距离形成有竞争力的产业集群仍有显著差距，但是产业政策下的资本深化在为其提供改变老问题、优化产业结构，进而挑战经济增速上限的动力。总体上，在全球贸易转向产业链分散化和多元化、印度产业集群基础薄弱、劳工治理和资本不足问题尚未解决的情况下，我们虽然看好印度保持 6%-7% 的经济增速，但认为其难以复制中国加入 WTO 十年内超 10% 平均经济增长。如果“莫迪经济学 3.0”可以持续增强制造业并吸引外资，那么印度增速挑战 8% 值得期待。当然，这取决于莫迪能否在直接控制的议会席位不足一半的情况下继续稳定

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

扩张财政，加大基建和制造业相关的支出。

图 19：印度为 IPEF 的重要参与者



资料来源：各组织成员国，中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn