

2026年04月19日

# 改革破局：公积金制度的“新时代”？

国内经济

相关研究

证券分析师

赵伟 A0230524070010  
zhaowei@swsresearch.com  
贾东旭 A0230522100003  
jiadx@swsresearch.com  
侯倩楠 A0230524080006  
houqn@swsresearch.com  
联系人  
侯倩楠 A0230524080006  
houqn@swsresearch.com

证券研究报告

近期，高层会议持续强调深化公积金制度改革，近11万亿存量资金或迎来系统性盘活机遇。本文详细复盘公积金制度的初始功能及后续三段重要发展阶段，并剖析当前三大核心矛盾，供参考。

## 一、制度本源：公积金制度的设立与初始定位？ 破解住房制度改革难题，住房金融制度诞生

改革开放初期，我国城镇住房建设虽持续提速，但供给增长仍难以匹配更快的人口扩张带来的住房需求。1979-1987年，住房供给的显著增加叠加旧房维修改造力度加大，推动城镇人均居住面积从1978年的4.4平方米提升至1987年的8.6平方米，实现了近十年翻番。然而，同期人口高出生率叠加城镇化进程加速推进，城镇人口规模急剧扩张，导致城镇居民住房条件依然严峻。

彼时的福利分房制度，既不能适应市场经济发展，也难以解决城镇住房短缺问题，城镇住房制度改革迫在眉睫。1986年1月，国务院正式成立住房制度改革领导小组，统一领导和推进全国住房制度改革工作。1988年2月，国务院印发《关于在全国城镇分期分批推行住房制度改革的实施方案》，明确提出住房制度改革，我国城镇住房制度改革进入全面推进阶段。

伴随着城镇住房制度改革推进，公积金制度应运而生。彼时城镇住房制度改革面临的核心难题在于，如何在停止福利分房后，居民可支配收入水平不高、储蓄率有限的背景下，建立住房融资机制。缓解城镇住房改革痛点，新的住房金融制度应运而生。1991年，住房公积金制度在上海率先落地试点，1994年上海公积金经验正式走向全国，为1998年全面停止福利分房、市场化改革奠定基础。

## 二、历史镜鉴：三次变革如何重塑公积金体系？ 决策体系逐步完善，资金效率、普惠性逐步提高

1998年房改后，住房公积金制度成为我国政策性住房金融体系的唯一支柱。1999年4月3日，国务院颁布《住房公积金管理条例》以行政法规形式确立了“住房公积金管理委员会决策、住房公积金管理中心运作、银行专户存储、财政监督”的“四权分立”管理体制。

2003年起，全国各地住房公积金管理中心相继成立，各地住房公积金属地化管理、决策体系逐步构建完善。2003年以来，住建部、央行、财政部等部门出台一系列举措，旨在破解农民群体的住房融资难题，推动住房制度改革和住房市场化进程，支持住房保障体系建设等。这一阶段，住房公积金制度的功能日益多元化，聚焦拓宽覆盖面、推进保障性住房建设以及提升政策性住房金融功能等。

2015年，在房地产高库存、公积金资金沉淀等背景下，公积金制度首次开展全国层面改革，聚焦提高使用效率、扩大普惠、简化流程等。2015年，地产去库存压力加大下，全国公积金缴存余额超4万亿元，使用效率偏低。由此，多部委密集出台政策，以提高资金效率、扩大普惠、简化流程、打通异地壁垒为核心推进改革。2015年底，国务院启动《住房公积金管理条例》修订。

## 三、时代命题：现行公积金制度的核心痛点？ 资金沉淀问题长期存在、功能适配性逐渐下降

2025年中央经济工作会议以来，高层连续强调深化住房公积金制度改革，或标志着全国层面公积金制度改革正在酝酿。2025年底的中央经济工作会议，近十年来首次将“深化住房公积金制度改革”单独写入会议通稿。2026年政府工作报告亦明确提出“深化住房公积金制度改革”。

激活超10万亿元存量资金，或是本轮公积金深化改革的核心目标。2014-2024年我国住房公积金资金池持续扩容，年末缴存余额从3.7万亿元攀升至10.9万亿元，资金沉淀问题长期存在。如何破解缴存规模持续扩大与使用效率偏低的矛盾，或是本轮公积金制度改革亟待解决的关键问题。

随着我国房地产市场全面进入存量运营时代，公积金传统功能适配性下降，功能转型迫在眉睫。住房消费虽仍是公积金第一大提取用途，但其占总提取额的比例已从2015年峰值持续下滑至2023年的76.6%。相比之下，租赁提取及老旧小区改造等提取比例仍低。在此背景下，本轮公积金制度改革或需顺应变化，进一步拓宽提取范围、优化提取流程等，更好地满足居民住房需求。

应对老龄化与低利率时代，维持公积金制度可持续性，或亦需相应改革。随着劳动年龄人口占比下降及老龄化加速，缴存端增长动能趋弱，而离退休提取规模持续扩大。同时，“低存低贷”利差的持续收敛，不仅压缩了公积金结余增值收益空间，也削弱了制度内部的互助共济能力。如何在保障公积金权益的同时，重构收益曲线、覆盖资金成本，或是维持公积金制度长期可持续的关键。

风险提示：宏观政策落地执行不及预期、外部不确定性超预期。



申万宏源研究微信服务号

## 目录

---

<b>1. 改革破局：公积金制度的“新时代”？</b> .....	<b>4</b>
1.1 制度本源：公积金制度的设立与初始定位？ .....	4
1.2 历史镜鉴：三次变革如何重塑公积金体系？ .....	6
1.3 时代命题：现行公积金制度的核心痛点？ .....	9
<b>2. 政策高频：国务院办公厅关于发布《关于深化投资审批制度改革的意见》</b> .....	<b>11</b>
2.1 张国清副总理赴西藏林芝调研重大基建工程 .....	11
2.2 国务院办公厅关于发布《关于深化投资审批制度改革的意见》 ..	12
2.3 《关于推动行业协会商会深化改革的意见》内容摘要 .....	13
2.4 《中央台办十项促进两岸交流合作政策措施》内容摘要 .....	14
2.5 国办印发《关于建立企业信用状况综合评价体系的实施方案》 ..	15
2.6 国办印发《关于加快建设分级诊疗体系的若干措施》 .....	16

## 图表目录

图表 1: 1978-2005 年我国人均住宅建筑面积情况.....	4
图表 2: 1978-2011 年城镇新建住宅增速与人口出生率.....	4
图表 3: 1978-1988 年城镇住房制度改革时间线 .....	5
图表 4: 1978-2010 年居民人均可支配收入情况 .....	5
图表 5: 上海住房公积金试点政策情况 .....	5
图表 6: 1991-1999 年公积金制度改革时间线.....	6
图表 7: 住房公积金制度基本框架 .....	6
图表 8: 2002-2011 年公积金制度相关政策 .....	7
图表 9: 1978 年以来政府工作报告地产政策重点.....	7
图表 10: 2015-2017 年住房公积金制度相关政策文件 .....	7
图表 11: 2015 年《住房公积金管理条例（修订送审稿）》主要内容.....	8
图表 12: 历年公积金贷款率与提取率 .....	8
图表 13: 2014-2015 年公积金资金提取情况.....	8
图表 14: 近期公积金制度相关政策表述 .....	9
图表 15: 历年公积金缴存提取情况.....	10
图表 16: 2024 年各地公积金缴存总额和缴存余额.....	10
图表 17: 2020-2023 年公积金提取情况占比.....	10
图表 18: 公积金提取用于租房消费情况 .....	10
图表 19: 公积金住房消费提取情况 .....	11
图表 20: 1999-2025 年住房贷款利率情况 .....	11
图表 21: 公积金个人房贷利率与增值收益率 .....	11
图表 22: 2014-2024 年公积金增值收益分项 .....	11
图表 23: 张国清赴西藏林芝调研情况 .....	12
图表 24: 《国务院办公厅关于深化投资审批制度改革的意见》核心要点 .....	12
图表 25: 《中共中央办公厅、国务院办公厅关于推动行业协会商会深化改革的意见》核心要点.....	13
图表 26: 《中央台办十项促进两岸交流合作政策措施》核心要点.....	15
图表 27: 《国务院办公厅关于建立企业信用状况综合评价体系的实施方案》核心要点 .....	15
图表: 《国务院办公厅关于加快建设分级诊疗体系的若干措施》核心要点 .....	

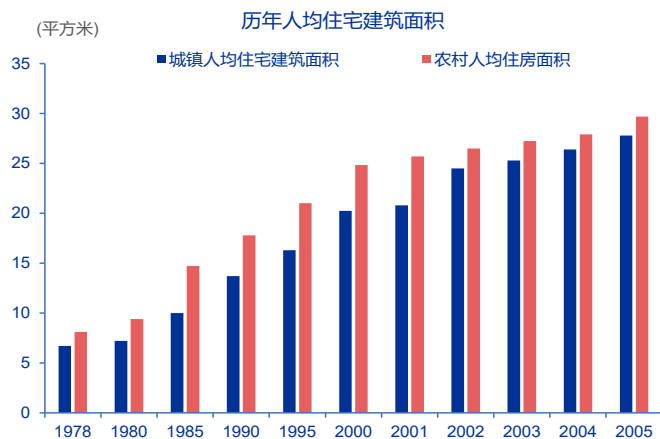
近期，高层会议持续强调深化公积金制度改革，近 11 万亿存量资金或迎来系统性盘活机遇。本文详细复盘公积金制度的初始功能及后续三段重要发展阶段，并剖析当前三大核心矛盾，供参考。

## 1. 改革破局：公积金制度的“新时代”？

### 1.1 制度本源：公积金制度的设立与初始定位？

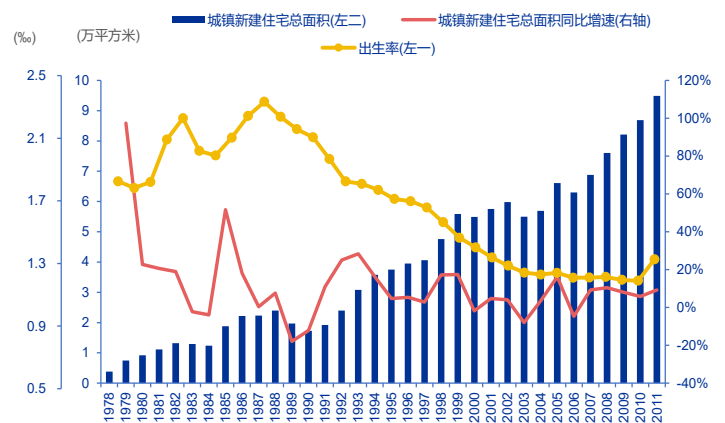
改革开放初期，我国城镇住房建设虽持续提速，但供给增长仍难以匹配更快的人口扩张带来的住房需求。1979-1987 年，全国累计完成城镇住房建设投资 1300 余亿元，累计建成并交付使用城镇住房 7 亿余平方米，相当于此前全国城镇新建住房总面积 50% 以上。住房供给的显著增加叠加旧房维修改造力度加大，推动城镇人均居住面积从 1978 年的 4.4 平方米提升至 1987 年的 8.6 平方米，实现了近十年翻番。然而，同期人口高出生率叠加城镇化进程加速推进，城镇人口规模急剧扩张，导致住房供需矛盾持续加剧，城镇居民住房条件依然严峻。<sup>1</sup>

图表 1：1978-2005 年我国人均住宅建筑面积情况



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图表 2：1978-2011 年城镇新建住宅增速与人口出生率

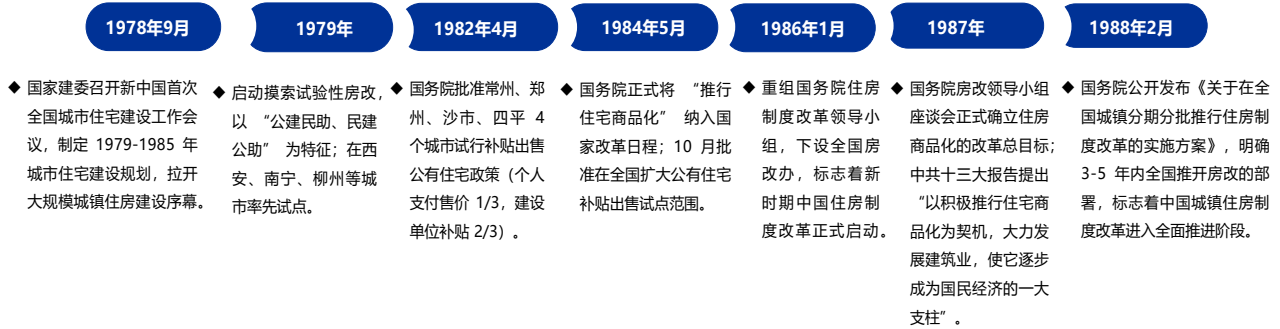


资料来源：Wind，申万宏源研究

彼时的福利分房制度，既不能适应市场经济发展，也难以解决城镇住房短缺问题，城镇住房制度改革迫在眉睫。1978 年，党中央、国务院作出加快城镇住宅建设的重大决策，拉开了全国大规模城镇住宅建设的序幕。1979 年，国家城建总局率先在西安、南宁、柳州、梧州四市开展全价出售公有住房试点，首次提出住宅商品化的改革构想。1986 年 1 月，国务院正式成立住房制度改革领导小组，统一领导和推进全国住房制度改革工作。1988 年 2 月，国务院印发《关于在全国城镇分期分批推行住房制度改革的实施方案》，明确提出住房制度改革，我国城镇住房制度改革进入全面推进阶段。

<sup>1</sup> [1]李高凯,王瑞芳.艰难启动与初步成效:新中国城镇住房制度的改革[J].兰州学刊,2020,(12):89-100.

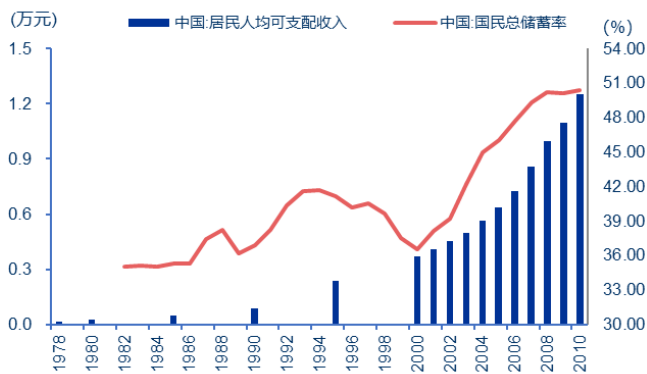
**图表 3：1978-1988 年城镇住房制度改革时间线**



资料来源：中国政府网，申万宏源研究

伴随着城镇住房制度改革推进，公积金制度应运而生。彼此，城镇住房制度改革面临的核心难题在于，如何在停止福利分房后，保障职工有能力通过市场渠道解决住房问题，如何在居民可支配收入水平不高、储蓄率有限的背景下，建立住房融资机制？为了缓解上述城镇住房改革痛点，新的住房金融制度应运而生，即住房公积金制度。1990 年 3 月，上海市专门成立市住房问题研究小组，正式启动住房制度改革方案的研究制定。经过深入调研和国际比较，研究小组借鉴新加坡中央公积金制度，并创造性的本土化改造，形成了上海公积金试点政策。

**图表 4：1978-2010 年居民人均可支配收入情况**



资料来源：Wind，申万宏源研究

**图表 5：上海住房公积金试点政策情况**

比较维度	新加坡公积金制度	1991年上海住房公积金试点
制度功能	综合性社会保障（住房、养老、医疗、教育）	专项住房储蓄
覆盖范围	所有受雇人员	城镇在职职工
缴存机制	雇主雇员分担，比例动态调整（1988年为雇主12%、雇员24%）	个人与单位同比例，起步阶段各5%
资金用途	多功能账户，可跨用途使用	专项用于住房消费
政府角色	强监管、强补贴	强监管、弱补贴

资料来源：新加坡建屋发展局 (HDB)，中国改革开放数据库，申万宏源研究

1991 年，住房公积金制度在上海率先落地试点，1994 年正式全国推行。1991 年 2 月 8 日，上海市九届人大常委会第二十四次会议原则批准《上海市住房制度改革实施方案》，标志着制度正式诞生；3 月 10 日，上海市正式确立了“推行公积金、提租发补贴、配房买债券、买房给优惠、建立房委会”的综合改革框架。上海公积金试点创新打破了传统住房统包统揽格局，建立了三方共担的住房筹资新机制。1992 年北京、天津、南京、武汉等城市相继试行；1994 年国务院《关于深化城镇住房制度改革的决定》明确全国推行，上海公积金试点经验正式走向全国，为 1998 年全面停止福利分房、市场化改革奠定资金基础。

图表 6: 1991-1999 年公积金制度改革时间线

1991年3月	1992年	1993年	1994年7月	1994年11月	1997年9月	1999年4月
◆上海市在借鉴新加坡中央公积金制度经验基础上,结合自身情况,率先建立了中国特色的住房公积金制度。	◆住房公积金制度被其他城市竞相模仿学习,北京、天津、南京、武汉等地相继试行。	◆全国已有 26 个省、自治区、直辖市在房改方案中规定实施住房公积金制度。	◆国务院出台《国务院关于深化城镇住房制度改革的决定》(国发[1994]43 号),明确把“建立住房公积金制度”列为城镇住房制度改革的基本内容。住房公积金制度由此正式在全国范围推广实行。	◆财政部、国务院住房制度改革领导小组、中国人民银行等制定了《建立住房公积金制度的暂行规定》,促进住房公积金制度向全国推广。	◆党的十五大报告中第一次把住房公积金写入,强调“建立城镇住房公积金,加快改革住房制度”。	◆国务院令第 262 号发布了《住房公积金管理条例》,标志着住房公积金制度正式进入了规范化和法治化时代。

资料来源:中国改革开放数据库,申万宏源研究

## 1.2 历史镜鉴:三次变革如何重塑公积金体系?

1998 年以来,我国住房公积金制历经三阶段变革,主要包括公积金制度的法制化、规范化阶段(1998-2002 年),公积金属地化管理、决策体系逐步构建完善阶段(2003-2012 年)和公积金制度设立以来的首次全国层面的改革阶段(2015-2017 年)。

1998 年房改后,住房公积金制度成为我国政策性住房金融体系的唯一支柱。住房商品化改革初期,商业性住房金融体系尚未成熟,个人住房贷款业务刚刚起步,利率较高且门槛较高;住房公积金制度凭借其强制性、普惠性、政策性优势,填补了这一制度空白。1999 年 4 月 3 日,国务院颁布《住房公积金管理条例》以行政法规形式确立了住房公积金制度的全国统一框架。条例构建了“住房公积金管理委员会决策、住房公积金管理中心运作、银行专户存储、财政监督”的“四权分立”管理体制。2002 年 3 月 24 日,国务院对条例进行修订,进一步完善了管理体制,扩大了覆盖范围。

图表 7: 住房公积金制度基本框架



资料来源:住建部,申万宏源研究

2003 年起,全国各地住房公积金管理中心相继成立,各地住房公积金属地化管理、决策体系逐步构建完善。2003 年以来,为进一步补充和优化住房公积金制度,住建部(原建设部)、央行、财政部以及公安部等部门先后出台了一系列相关文件。这些举措

旨在破解农民群体的住房融资难题，推动住房制度改革和住房市场化进程，支持住房保障体系建设，促进租购并举，并增强人们解决基本住房问题的能力。在这一阶段，住房公积金制度的功能日益多元化，重点聚焦于拓宽覆盖面、推进保障性住房建设以及提升政策性住房金融功能等领域。

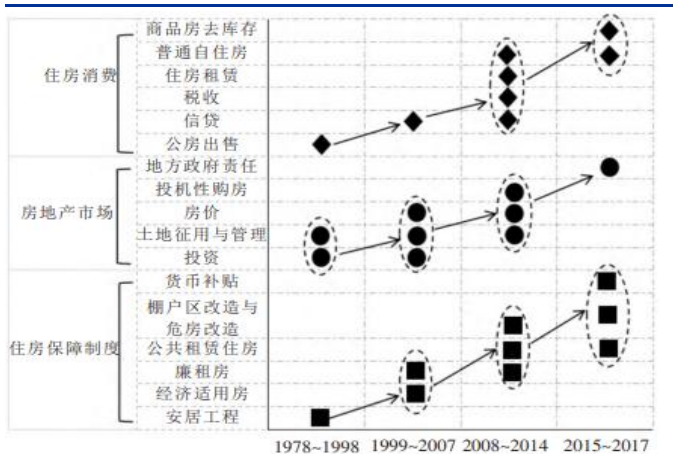
图表 8：2002-2011 年公积金制度相关政策

年份	政策方向	政策文件	核心内容
2002	构建属地化管理、决策体系	《关于进一步加强住房公积金管理的通知》（国发〔2002〕12号）国务院	调整决策体系、规范机构设置，撤销县级管理机构，设区城市统一设立管理中心，形成“一城一中心”格局
2003	推进住房市场化、提升住房金融功能	《关于促进房地产市场持续健康发展的通知》（国发〔2003〕18号）	加大住房公积金归集和贷款发放力度，发展委托贷款，简化手续，改进服务
2005	拓宽覆盖面、破解农民群体住房融资	《关于住房公积金管理若干具体问题的指导意见》（建金管〔2005〕5号）建设部、财政部、央行	1. 单位及在职职工应缴存； 2. 进城务工人员、个体工商户、自由职业者可缴存/提取； 3. 规范比例 5%-12%
2008	支持保障性住房建设	《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》（国办发〔2008〕131号）	开展住房公积金用于保障性住房建设试点，拓宽保障房资金
2009	支持住房保障、租购并举	《关于利用住房公积金贷款支持保障性住房建设试点工作的实施意见》（建金〔2009〕160号）	公积金闲置资金支持经济适用房、棚改安置房、公租房建设
2010	提升政策性住房金融功能	《利用住房公积金发放保障性住房建设贷款财务管理办法》（财综〔2010〕12号）	规范保障房建设贷款财务管理，限定用途、严控风险
2011	增强解决基本住房问题能力	《关于加强和改进住房公积金服务工作的通知》（建金〔2011〕9号）	规范业务、优化服务、加强风险防范

资料来源：部委网站，申万宏源研究

2015 年，在房地产高库存、公积金资金沉淀、覆盖不均等背景下，公积金制度首次开展全国层面改革，聚焦提高使用效率、扩大普惠、简化流程、打通异地壁垒等。2015 年，全国公积金缴存余额超 4 万亿元、大量闲置、运用率偏低；且异地不能贷款、提取门槛高、审批繁琐；私营企业与农民工覆盖不足、行业缴存差距大；同时地产去库存压力大。在此背景下，住建部、财政部、央行密集政策，以提高效率、扩大普惠、简化流程、打通异地壁垒为核心推进改革。2015 年底启动《住房公积金管理条例》修订，亦响应十八届三中全会提出的“建立公开规范的住房公积金制度，改进住房公积金提取、使用、监管机制”指引。

图表 9：1978 年以来政府工作报告地产政策重点



资料来源：《改革》，申万宏源研究

图表 10：2015-2017 年住房公积金制度相关政策文件

年份	政策文件	发布部门	核心改革内容
2015	《关于放宽提取住房公积金支付房租条件的通知》建金〔2015〕19号	住建部、财政部、央行	1. 放宽租房提取条件 2. 简化租房提取材料（无房证明+身份证即可）
	《关于调整住房公积金个人住房贷款购房最低首付比例的通知》建金〔2015〕128号	住建部、财政部、央行	二套房贷（已结清首套）最低首付：30%→20%（北上广深自主决定）
	《关于切实提高住房公积金使用效率的通知》建金〔2015〕150号	住建部、财政部、央行	1. 全面推行异地贷款 2. 提高贷款额度、延长期限（退休后5年，最长30年） 3. 简化审批：免收入证明、同城统筹资金
	央行多次降息（同步下调公积金利率）	中国人民银行	5年以上公积金贷款利率：4.25%→3.25%
2016	《关于规范和阶段性适当降低住房公积金缴存比例的通知》建金〔2016〕74号	住建部、发改委、财政部、央行	1. 缴存比例上限一律≤12%（此前多地20%） 2. 阶段性降比（2016.5.1起，暂2年） 3. 困难企业可申请缓缴
2017	《关于开展治理违规提取住房公积金工作的通知》建金〔2017〕119号	住建部、财政部、央行、公安部	1. 防止骗提、炒房投机 2. 优先支持首套/改善型自住 3. 严控异地非户籍地购房提取
	《关于维护住房公积金缴存职工购房贷款权益的通知》建金〔2017〕246号	住建部、财政部、央行、国土部	1. 禁止开发商限制/拒绝公积金贷款 2. 不得涨价、拒贷、变相放弃贷款 3. 开通12329投诉举报、专项整治

资料来源：部委网站，申万宏源研究

2015年11月，国务院法制办公布《住房公积金管理条例（修订送审稿）》，面向社会公开征求意见。修订送审稿，一是提出强制与自愿缴存相结合的制度设计，允许无雇工的个体工商户、非全日制从业人员以及其他灵活就业人员自愿缴存住房公积金；二是，大幅放宽了公积金提取条件，明确购买、建造、大修、装修自住住房，无房职工支付自住住房租金，职工支付自住住房物业费，均可以提取住房公积金；三是，住房公积金管理中心可以按照国家有关规定申请发行住房公积金个人住房贷款支持证券（MBS），以增强资金流动性，提高资金使用效率。

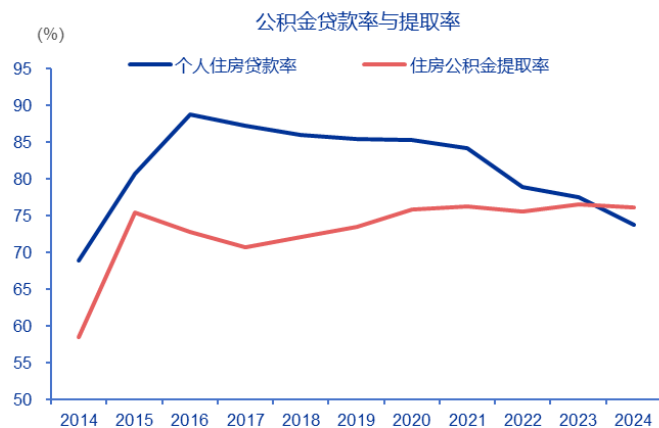
图表 11：2015 年《住房公积金管理条例（修订送审稿）》主要内容

政策模块	核心修订内容	条款要点
一、缴存制度规范	明确缴存范围与比例	1. 缴存主体：单位及在职职工强制缴存； 2. 基数：下限≥当地社平工资 60%，上限≤当地社平工资 3 倍； 3. 比例：单位 & 个人缴存比例均为 5%–12%（统一上下限）新华网
二、提取条件放宽	扩大提取适用场景	新增 7 类可提取情形： 1. 购 / 建 / 大修 / 装修自住住房； 2. 离休 / 退休、完全丧失劳动能力、出境定居； 3. 偿还房贷本息； 4. 无房职工付房租； 5. 支付自住住房物业费（新增）； 6. 可同时提取配偶公积金（购房、还贷、租房、物业费）新华网
三、贷款与资金使用	优化贷款与流动性	1. 支持异地购房贷款、简化审批； 2. 允许发行公积金个人住房贷款支持证券（MBS）、贴息融资； 3. 资金可购国债、大额存单、高信用等级债券（地方债、政策性金融债）
四、增值收益调整	收益归属与用途	1. 删除“增值收益用于廉租房建设”； 2. 增值收益提取经费后，全部计入风险准备金，不得挪用
五、风险与监管强化	加大违规处罚	1. 骗提 / 骗贷：责令退回，处 1–3 倍罚款（或贷款额 10%–30%），取消 5 年资格； 2. 单位不缴 / 少缴：增设法律责任、可强制执行； 3. 完善管委会决策、规范机构设置
六、服务与效率	简化流程、限时办结	1. 材料齐全当场审批；需核查的 3 日内办结； 2. 推进信息化、同城统筹、优化服务新华网

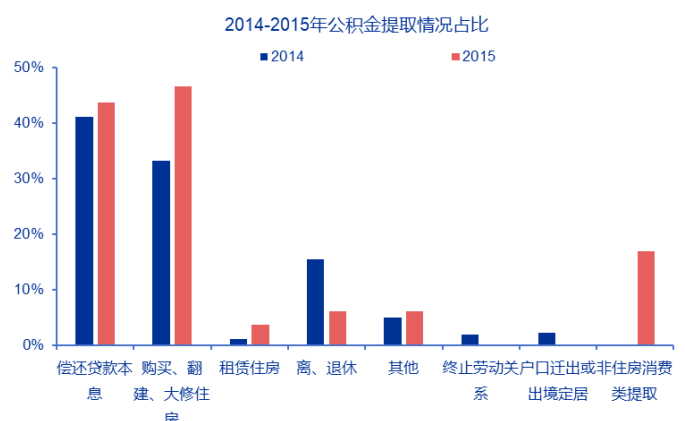
资料来源：中国政府网，申万宏源研究

2015 年公积金制度改革通过放宽租房提取、推行异地贷款、下调首付比例与贷款利率、简化审批流程，大幅激活住房公积金资金使用效率。2015 年全年提取额达 1.1 万亿元，同比增 44.92%，提取率升至 75.52%；发放个人贷款 312.5 万笔、1.11 万亿元，同比增 68.1%，个贷率达 80.8%。改革精准惠及中低收入群体，占比达 94%，户均节约利息 6.71 万元，有效减轻购房压力、释放结余资金。同时也侧面推进《住房公积金管理条例》修订，进一步规范缴存与监管等。

图表 12：历年公积金贷款率与提取率



图表 13：2014-2015 年公积金资金提取情况



资料来源：住建部，申万宏源研究

资料来源：住建部，申万宏源研究

### 1.3 时代命题：现行公积金制度的核心痛点？

2025 年中央经济工作会议以来，高层连续强调深化住房公积金制度改革，或标志着全国层面公积金制度改革正在酝酿。2025 年底的中央经济工作会议，近十年来首次将“深化住房公积金制度改革”单独写入会议通稿。2026 年政府工作报告，首次单独明确提出“深化住房公积金制度改革”，并将其置于“着力稳定房地产市场”的核心政策框架下，与盘活存量商品房、优化保障性住房供给、有序推动“好房子”建设共同构成年度工作重点。这是继 2015 年之后，时隔 11 年公积金制度改革再次写入政府工作报告，且政策定位从短期调控工具转向支撑房地产发展新模式的基础性制度安排。

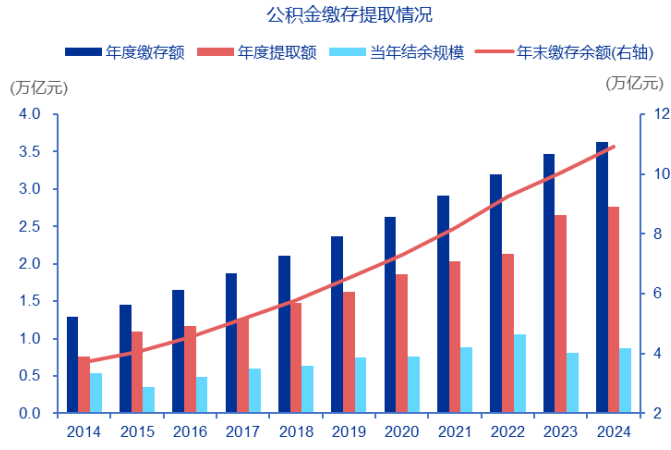
图表 14：近期公积金制度相关政策表述

时间	会议 / 文件名称	官方原文表述	核心信号
2025年12月10-11日	2025 年中央经济工作会议	着力稳定房地产市场，因城施策控增量、去库存、优供给，鼓励收购存量商品房重点用于保障性住房等。 <b>深化住房公积金制度改革，有序推动‘好房子’建设。</b>	近十年首次单独点名公积金改革；从地方优化上升为国家制度重构；与住房品质、房地产新模式紧密关联
2025年12月22日-23日	全国住房城乡建设工作会议	<b>更好发挥住房公积金作用，深化住房公积金制度改革。</b>	住建部系统落实中央部署，明确 2026 年住建领域改革重点
2026年1月2日	《求是》杂志文章《改善和稳定房地产市场预期》	<b>强调深化住房公积金制度改革。</b>	中央权威理论平台重申改革定位，强化政策预期
2026年3月	2026 年《政府工作报告》	着力稳定房地产市场。因城施策控增量、去库存、优供给，探索多渠道盘活存量商品房，鼓励收购存量商品房重点用于保障性住房等。 <b>深化住房公积金制度改革。</b> 优化保障性住房供给，加快危旧房改造。	纳入年度政府重点工作，正式启动全国性改革实施
2026年3月	“十五五”规划纲要	<b>深化住房公积金制度改革，扩大使用范围，支持灵活就业人员参加住房公积金制度</b>	纳入五年规划纲要，或指向本轮改革更深入更长期

资料来源：中国政府网，求是，申万宏源研究

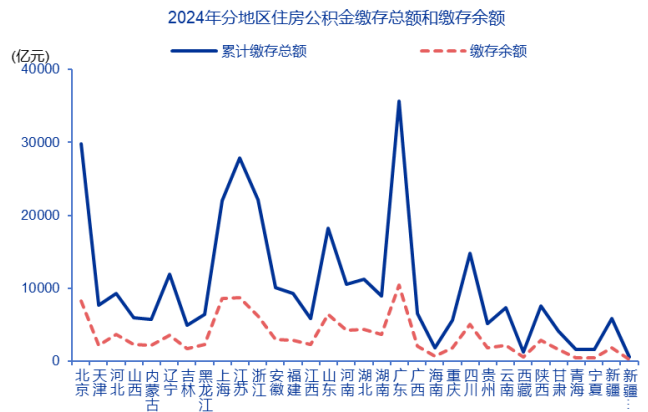
**激活超 10 万亿元存量公积金资金，或是本轮深化改革的首要核心目标。**2014-2024 年我国住房公积金资金池持续扩容，年末缴存余额从 3.7 万亿元攀升至 10.9 万亿元，资金沉淀问题长期存在。从区域分布看，公积金资金沉淀呈现显著的东中西部分化格局。2024 年广东缴存余额突破 1 万亿元；上海、北京、江苏紧随其后，缴存余额均超 8000 亿元；而西藏、青海、宁夏等西部省份缴存余额不足 2000 亿元。如何破解缴存规模持续扩大与使用效率偏低的矛盾，盘活东部发达地区的沉淀资金，将其转化为支持居民住房消费、助力“好房子”建设的有效资金，或是本轮公积金制度改革亟待解决的关键问题。

图表 15: 历年公积金缴存提取情况



资料来源: 住建部, 申万宏源研究

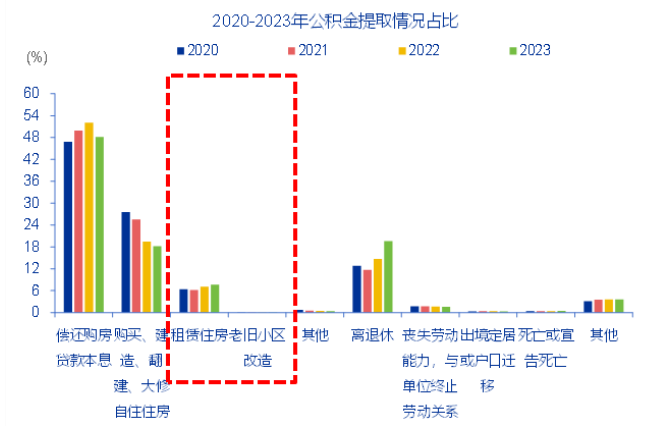
图表 16: 2024 年各地公积金缴存总额和缴存余额



资料来源: 住建部, 申万宏源研究

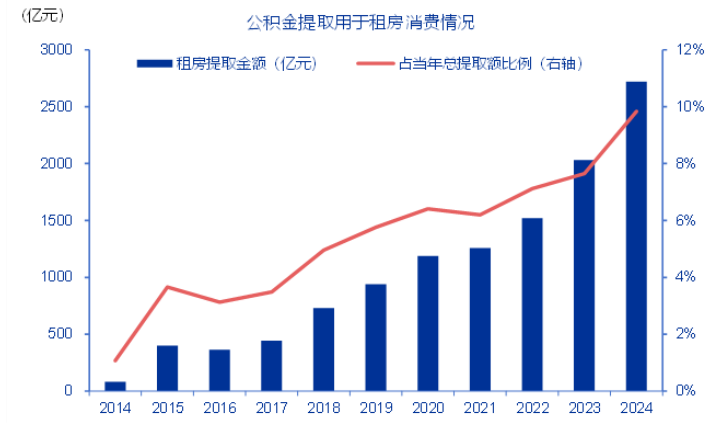
随着我国房地产市场全面进入存量运营时代，公积金制度的传统功能适配性持续下降，功能转型迫在眉睫。尽管住房消费仍是公积金第一大提取用途，但其占总提取额的比例已从 2015 年 83% 的峰值持续下滑至 2024 年的 75%，反映出制度核心的购房支持功能边际减弱。细分提取用途来看，2014-2024 年租赁住房提取金额占当年总提取额的比例从 1% 提升至近 10%。相比之下，老旧小区改造等全生命周期居住消费场景的提取占比仍不足 1%，存在明显短板。在此背景下，本轮公积金制度改革或需顺应市场变化，推动制度功能从单一支持购房向租购并举、覆盖全生命周期居住消费全面转型，进一步拓宽提取范围、优化提取流程，更好地匹配居民多元化的住房需求。

图表 17: 2020-2023 年公积金提取情况占比



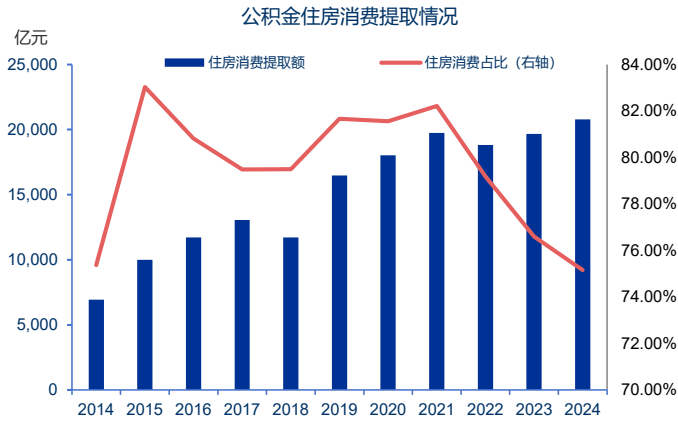
资料来源: 住建部, 申万宏源研究

图表 18: 公积金提取用于租房消费情况



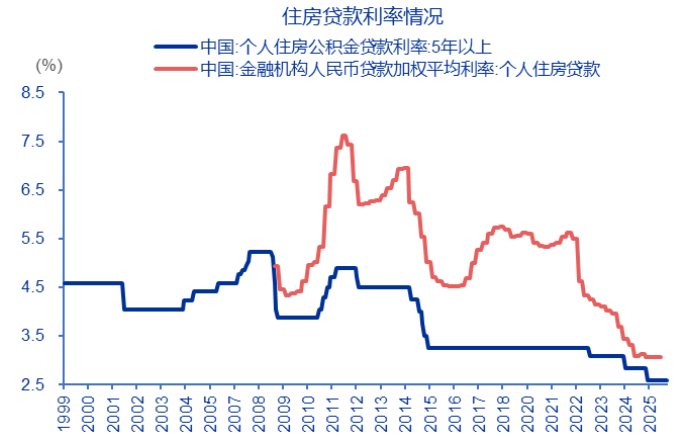
资料来源: 住建部, 申万宏源研究

图表 19: 公积金住房消费提取情况



资料来源: 住建部, 申万宏源研究

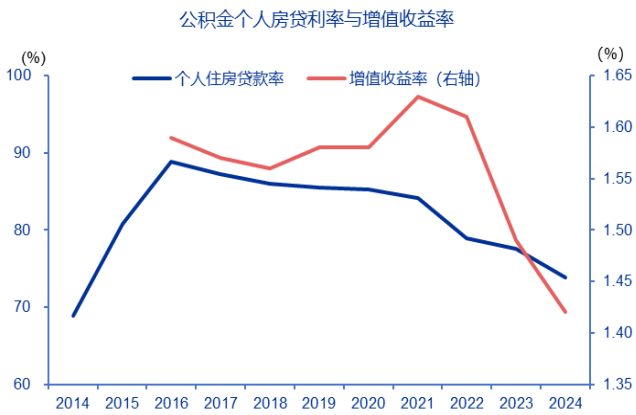
图表 20: 1999-2025 年住房贷款利率情况



资料来源: Wind, 申万宏源研究

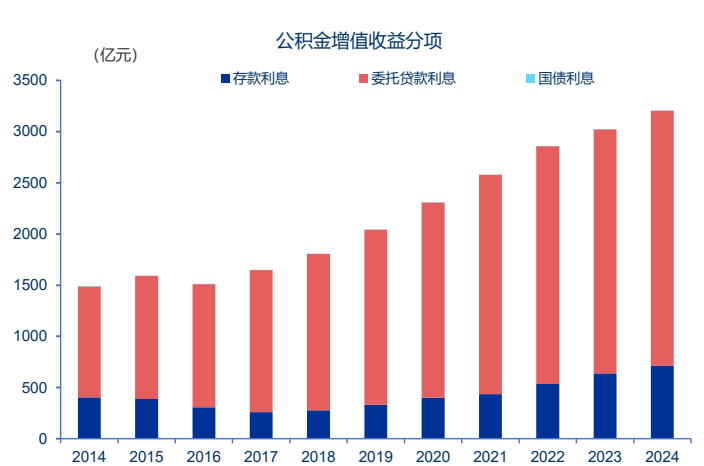
**应对老龄化与低利率时代, 维持公积金制度可持续性, 或亦需相应改革。**随着劳动年龄人口占比下降及老龄化加速, 缴存端增长动能趋弱, 而离退休提取规模持续扩大。在公积金缴存余额稳步攀升至 10.9 万亿元的同时, 离退休人员提取占比亦持续提升, 2023 年公积金提取规模中近两成为离退休人员提取。同时, 存款利息与受委托贷款利息收益随市场利率下行回落, 公积金贷款利率 (5 年以上) 已降至 2.6% 的历史低位, 与商贷利率利差持续收窄。“低存低贷”利差的持续收敛, 不仅压缩了公积金结余增值收益空间, 也削弱了制度内部的互助共济能力。如何在保障公积金权益的同时, 重构收益曲线、覆盖资金成本, 或是维持公积金制度长期可持续的关键。

图表 21: 公积金个人房贷利率与增值收益率



资料来源: 住建部, 申万宏源研究

图表 22: 2014-2024 年公积金增值收益分项



资料来源: 住建部, 申万宏源研究

## 2. 政策高频: 国务院办公厅关于发布《关于深化投资审批制度改革的意见》

### 2.1 张国清副总理赴西藏林芝调研重大基建工程

月 日至 日, 国务院副总理张国清赴西藏林芝重点调研中国雅江集团组建运营及雅下水电工程建设情况。本次调研的核心聚焦于重大基建工程的质量安全、央企

智能化运营以及高原应急保障。张国清明确定调，雅江集团需坚决扛牢主体责任，将雅下水电工程打造为“新时代重大标志性工程”。在产业与管理导向上，他重点强调要严格落实生态环保要求与全过程质量管控，并要求构建智能化指挥调度系统和穿透式监管系统。此外，针对高原特殊施工环境，明确提出要前置先进适用的应急救援装备，为国家重大战略工程提供安全保障。

**图表 23：张国清赴西藏林芝调研情况**

领导人	时间	调研城市	调研领域	重要指示
张国清 (国务院副总理)	2026.4.10- 2026.4.12	西藏林芝	水电工程建设与央企运营管理 (雅下水电工程现场、中国雅江集团总部)	坚决扛牢工程建设主体责任，把雅下水电工程 <b>建成新时代的<b>重大标志性工程</b></b> 。要坚持质量为先、安全为本， <b>严格落实工程建设标准规范和生态环保要求</b> ，强化对工程设计、施工组织、材料供应等全过程质量管控。全面提升公司运营管理能力，构建智能化指挥调度系统和穿透式监管系统，健全科学高效的运行机制，集约规范用好资源资金...
			应急救援与施工安全保障 (林芝消防救援机动支队)	要着眼于提升高原 <b>复杂环境下应急救援攻坚能力</b> ，常态化开展实战实训，前置先进适用装备，快速响应、高效救援， <b>全力保障人民群众生命财产安全</b> 。

资料来源：中国政府网、申万宏源研究

## 2.2 国务院办公厅关于发布《关于深化投资审批制度改革的意见》

2026年4月15日，国务院办公厅关于发布《关于深化投资审批制度改革的意见》。该文件旨在优化投资审批权限配置、提升服务便利度并强化项目全过程监管，着力扩大有效投资。文件共部署十项核心任务，重点强调厘清政府投资审批权责以防范地方债务风险，严禁以企业备案规避政府审批，并实行终身负责制。同时，提出推进审批“一件事”改革、精简报建事项、大力推广网络远程异地评标，以及推行非经营性政府投资项目代建制。在改革协同方面，明确支持民营企业参与国家重大项目，鼓励通过发行基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 等方式盘活存量资产，为高质量投资建设提供制度保障。

**图表 24：《国务院办公厅关于深化投资审批制度改革的意见》核心要点**

分类	核心定位与特征
审批与核准权限配置	按照 <b>权责一致原则</b> ，厘清中央与地方职责边界。加强对重点地区和重点领域的提级论证管理，防范地方政府债务风险。
	均应严格履行建议书、可研、初步设计和投资概算审批。 <b>严禁以企业核准或备案形式规避政府审批</b> 。强化可研部门对概算的核定。实行决策终身负责制。
	动态修订核准目录；对地方接不住、管不好的领域，上收项目核准权限。文旅、体育场馆等由地市级以上核准。 <b>严格限定备案信息变更频次</b> ，完善未开工撤销机制。

政策协同与 审批效能	强化政策协同联动	对无序竞争突出的领域可实行暂停核准备案。对国家禁止项目不予提供用地、用海、用能等要素保障。项目核准权限上收时，相关要素审批权限同步上收。
	提升投资审批效能	深入推进“固定资产投资项目审批一件事”，对同一部门并联审批的报建事项实行合并办理。 <b>强化系统集成化建设</b> ，依托项目代码实现常态化共享。
	规范项目招标投标	督促科学确定招标范围， <b>大力推广网络远程异地评标</b> 。对交通、能源、水利等经营性项目推行项目法人招标。落实分业监管，严打规避招标、围标串标。
实施监管与 评价体系	加强项目建设实施	完善信息填报制度， <b>不及时报送将纳入企业信用记录并公示惩戒</b> 。完善验收制度。推行非经营性政府投资项目代建制。
	压实全过程监管责任	按照“ <b>谁审批谁监管、谁主管谁监管</b> ”厘清责任。投资主管部门履行综合监管，行业主管部门履行行业监管，地方政府履行属地监管。加强信息共享避免重复检查。
	健全投资项目评价	建立健全涵盖经济、社会、生态、安全等方面效益的投资项目决策综合评价标准规范。 <b>完善绩效评价制度规范，强化后评价结果运用</b> 。
保障与协同 机制	增进改革协同衔接	推进基础设施竞争性领域公平开放， <b>支持民营企业参与国家重大项目建设</b> 。打造国家投融资综合服务平台。创新投融资模式，通过发行 REITs 等方式积极盘活存量资产。

资料来源：中国政府网、申万宏源研究

## 2.3 《关于推动行业协会商会深化改革的意见》内容摘要

《关于推动行业协会商会深化改革的意见》旨在建立与高水平社会主义市场经济体制相适应的行业协会商会管理制度与运行机制。全文围绕党建、运行机制、结构布局、功能发挥及发展环境五大维度展开。重点强调“管行业也要管党建”，全面规范换届纪律与负责人队伍建设，实行“双向进入、交叉任职”。在运行监管上，要求巩固脱钩成果、探索直接登记与分类监管，并从严限制协会设立企业。在结构布局上，坚决出清“僵尸”机构，重点培育服务新质生产力及战略性新兴产业的协会。此外，文件明确协会需自觉抵制“内卷式”竞争，支持其参与制定团体标准与国际规则，并通过转移政府职能、落实税收及金融支持等政策全面优化其发展环境。

图表 25: 《中共中央办公厅、国务院办公厅关于推动行业协会商会深化改革的意见》核心要点

总体分类	详细规定与具体措施	
一、坚持 和加强党的 全面领导	理顺党建工作体制	建立“ <b>管行业也要管党建</b> ”工作机制。有业务主管单位的，由主管单位党组织领导管理，接受党委社会工作部门工作指导。
	增强党组织功能	推进党支部标准化规范化建设； <b>严格落实意识形态工作责任制</b> ，有效防范化解涉意识形态领域风险。
	规范换届与负责人队伍	党委社会工作部门负责人选审核政治把关。建立提名、审核、公示、监督、退出制度；实行“双向进入、交叉任职”； <b>严格规范名誉职务设置</b> ；对不胜任者及时调整。
	加大监督执纪力度	履行 <b>全面从严治党主体责任及内设纪检组织监督责任</b> ；建立问题线索处置制度，严肃查处违反中央八项规定精神行为。
	巩固脱钩改革成果	按要求逐步推动机构分开、职能分离、财务独立、人事自主。 <b>未脱钩的继续由业务主管单位加强管理服务</b> 。

二、完善管理制度与运行机制	深化登记制度改革	研究制定直接登记办法， <b>设立时同步明确行业管理部门</b> ；规范吸纳会员范围；探索简易注销程序。
	探索分类管理制度	对具强制性/垄断性或高违规风险的协会， <b>提高抽查比例和检查频次</b> ；建立重大事项（收费、资产、涉外、意识形态等）请示报告制度。
	压实部门与社会监督	涉及多部门的应确定主要行业管理部门。建立信息公开制度； <b>探索第三方监督机制</b> ；建立投诉举报反馈机制。
	提升自治与财务资产管理	完善大会、理事会、监事会制度；规范设立分支机构。严格执行会计法律法规，明确重大资产事项范围，引导资产管理围绕主责主业。
三、调整优化结构布局	从严管理设立企业	严格控制设立企业；不得设立与会员有直接竞争关系的企业；所设企业一般不得再设新企业，利润用于协会宗旨； <b>负责人及其亲属不得在所设企业任职或领薪</b> 。
	优化结构布局	整合重叠、过小、过细的机构。依法加快运转失灵、行业萎缩机构退出；重点培育服务国家重大战略、新质生产力及战略性新兴产业/未来/绿色低碳产业的协会。
	合理调控规模	全国性协会加大整合；市县级依法简化退出，通过有序竞争控制总体规模；采取试点先行、稳步推进原则。
四、积极发挥功能作用	规范行业发展	建立自律约束机制， <b>自觉抵制“内卷式”竞争</b> ；依法开展信用评价；对违规会员通过暂停或取消资格进行惩戒；探索设立专业调解组织化解矛盾。
	拓展服务功能	依法提供咨询、培训、维权服务；依法开展行业统计与风险预警；研究制定高质量团体标准；主动参与乡村振兴、公益慈善、应急救援等。
	参与国际交流合作	积极参与国际标准、规则制定，推动国内标准与国际互认；参加国际经贸对话，搭建国际供采对接平台；引导企业参与共建“一带一路”。
五、优化发展环境与保障	优化支持政策	<b>落实税收优惠</b> ；金融机构按市场化法治化提供金融支持；适合由协会承担的政府职能和事项依法转移或委托；向符合条件的协会依法共享信息数据。
	加强组织实施	党委政府加强组织领导； <b>党委社会工作部门加强统筹协调</b> 、督促落实；重大事项按程序向党中央、国务院请示报告。

资料来源：中国政府网、申万宏源研究

## 2.4 《中央台办十项促进两岸交流合作政策措施》内容摘要

2026年4月12日，中央台办发布十项促进两岸交流合作的政策措施。该政策旨在坚持“九二共识”、反对“台独”的政治基础上，全面深化两岸融合发展。文件部署涵盖四大维度：政治与青年思想建设（建立常态化沟通与双向交流平台）、基础设施与交通（推动闽台“四通”、全面恢复客运直航及支持金门共用厦门新机场）、经贸产业合作（农渔/食品输入便利化、远洋渔业码头建设、新设小额商品市场）以及文旅社会交流（放宽影视剧引进与微短剧合作、实质性恢复沪闽两地赴台个人游）。政策出台对推动两岸经贸正常化及相关产业链回暖具有直接催化作用。

**图表 26: 《中央台办十项促进两岸交流合作政策措施》核心要点**

总体分类		详细规定与具体措施
一、政治与思想建设	政党常态化沟通	在坚持“九二共识”、反对“台独”共同政治基础上，探索建立国共两党常态化沟通机制，采取更有力措施积极推动两岸交流交往交融。
	青年双向交流平台	建立国共两党青年双向交流机制化平台。全国青联与国民党青年事务发展委员会定期举办活动； <b>每年邀请岛内 20 个青年团组来大陆交流参访。</b>
二、基础设施与交通往来	闽台基础设施联通	推动福建沿海地区在条件具备情况下同金门、马祖通水、通电、通气、通桥， <b>增进金马民众利益福祉。</b>
	空中直航与机场共用	推动全面恢复两岸空中客运直航正常化；支持尽快恢复乌鲁木齐、西安、哈尔滨、昆明、兰州等城市两岸航班； <b>支持金门共用厦门新机场。</b>
三、经贸与产业合作	农渔及食品贸易便利化	建立沟通机制，为符合检验检疫标准的台湾农渔产品输入大陆提供便利，支持其参与各类展销会、对接会； <b>为符合要求的台湾食品生产企业在大陆注册和输入提供便利。</b>
	远洋渔业配套与销售	<b>完善涉台渔业准入管理</b> ，研究在符合条件的地区建设服务台湾地区远洋渔船靠泊和远洋渔获物上岸的码头、泊位；研究为台湾远洋自捕渔获物在大陆销售提供便利。
	小额贸易与小微企业支持	研究在有条件的地方新设对台小额商品交易市场，支持台湾中小微企业依法依规开拓大陆市场。
四、文化与旅游交流	影视文化引进与合作	<b>允许引进导向正确的台湾电视剧、纪录片、动画片</b> 在大陆卫视和网络视听平台播出；台湾业者可多种方式参与大陆微短剧创作。
	跨境旅游试点恢复	推动恢复 <b>上海市及福建省</b> 居民赴台（本岛）个人游试点。

资料来源：中国政府网、申万宏源研究

## 2.5 国办印发《关于建立企业信用状况综合评价体系的实施方案》

2026 年 3 月 29 日，国办印发《关于建立企业信用状况综合评价体系的实施方案》。该方案旨在构建以公共信用评价为基础、市场化信用评价相融合的统一评价体系。核心制度方面，明确将评价结果划分为“A、B、C、D”四级，实行全国统一规则，严禁地方借此违规设置准入门槛。在应用场景上，文件释放出强烈的促发展信号：支持第三方机构参与公共数据授权运营，鼓励平台企业对守信企业予以流量支持；并在融资端明确要求降低抵质押要求，逐步扩大信用贷款覆盖面。此外，方案明确了“谁认定、谁修复”的信用修复机制，并要求于 2026 年底前全面清理地方擅自开展的评价工作。此举对打破地方保护、盘活数据要素及改善中小微融资环境构成直接利好。

**图表 27: 《国务院办公厅关于建立企业信用状况综合评价体系的实施方案》核心要点**

总体分类		详细规定与具体措施
一、体系框架与规则统一	建立制度框架	体系包括公共信用评价（政府遵循公益性组织，服务管理）和市场化信用评价（第三方依法依规开展，服务融资等市场活动），推动二者融合。
	完善公共信用评级体系	国家发改委建立公共信用综合评价制度；行业主管部门在此基础上建立本领域的行业信用评价制度， <b>构建统一互知的体系。</b>

	统一评价规则	数据原则上源于公共信用信息；评价结果由高至低原则上划分为“ <b>A</b> ”、“ <b>B</b> ”、“ <b>C</b> ”、“ <b>D</b> ”四级；两次评价间隔最长不超过一年；不得违规设置准入门槛或实行地方保护。
	统一行业评价管理	行业主管部门制定全国统一规则（指标、分类等）。各地方原则上不得自行开展行业信用评价，确需开展须报经同意。
	统一公示渠道	全国信用信息共享平台归集结果；通过“ <b>信用中国</b> ”网站和行业主管部门网站公示，企业可查询或授权他人查询。
二、协同融合与市场化发展	健全协同机制	公共信用综合评价为“ <b>D</b> ”级的，行业信用评价不得评为“ <b>A</b> ”级。数据以物理归集方式共享至全国信用信息共享平台。
	规范发展市场化评价	征信/评级机构有偿提供评价服务；行业协会开展自律评价，不以盈利为目的。支持符合条件的第三方机构参与公共数据授权运营，提高数据加工能力。
	推进融合应用	鼓励招标投标等活动为守信企业提供便利； <b>支持将公共信用评价纳入市场化指标</b> ；鼓励平台企业对守信企业予以流量支持，建立失信联合约束制度。
三、融资支持与权益保护	支持中小微企业融资	依托全国一体化融资信用服务平台网络完善模型；鼓励对评价较高的企业降低抵押担保要求，逐步扩大信用贷款覆盖面和比重。发挥央行信贷市场服务平台作用。
	完善信用修复更新机制	最短公示期满后可通过“信用中国”申请修复；按照“ <b>谁认定、谁修复</b> ”原则推送办理。第三方机构应当同步更新信息及评价。
	畅通异议申诉渠道	企业可向部门提出申诉或向第三方申请复评。第三方机构不得以更正或更新信息为由额外收费。
四、监督管理与组织实施	落实管理职责	发改委牵头统筹；中国人民银行加强对征信/评级机构监管。全面排查清理地方擅自评价情况，于2026年底前完成清理。 <b>严惩非法泄露、出售数据及违规收费行为。</b>

资料来源：中国政府网、申万宏源研究

## 2.6 国办印发《关于加快建设分级诊疗体系的若干措施》

2026年4月6日，国办印发《关于加快建设分级诊疗体系的若干措施》。该文件旨在优化医疗资源配置，明确各级医疗机构功能定位（三级医院聚焦急危重症，逐步酌减普通门诊；二级医院强化承上启下；基层兜底）。重点推进紧密型医联体建设（2030年基本建立机制），建设医学影像、检验等资源共享中心，并推动处方流转与“医保药品云平台”建设。在支付与医保端，祭出重磅政策引导基层首诊：符合条件的慢性病可开具长达12周的长期处方；统筹地区内住院报销比例逐级拉开10个百分点左右的差距；实行基层病种“同病同付”。文件还明确2027年医疗机构全面设立转诊中心。这一系列举措将深刻重塑医疗服务格局，利好基层医疗设备扩容、医疗信息化（远程医疗、医保云平台）及医药流通终端下沉。

图表 28：《国务院办公厅关于加快建设分级诊疗体系的若干措施》核心要点

总体分类		详细规定与具体措施
一、医联体建设与机构定位	优化机构功能与布局	三级医院聚焦急危重症和疑难复杂疾病， <b>逐步酌减常见病复诊和病情稳定的慢性病普通门诊</b> ；二级医院加强常见病建设并拓展康复/医养；动态消除基层服务空白。
	提质扩面紧密型医联体	推广紧密型城市医疗集团与县域医共体。鼓励中医牵头组建。到2030年，以紧密型医联体为抓手的分级诊疗协同机制基本建立。
	医疗资源共享	建设医学影像、检验、病理诊断等资源共享中心。推动紧密型医联体内处方流转。加快推进“医保药品云平台”建设，保障基层用药。

二、基层首诊与慢病管理	慢病管理与长处方	上级医院在基层开设慢病门诊；符合条件的慢病患者，基层单次可开具不超过12周用药的长期处方。探索适宜基层的门诊按人头付费与慢病管理复合支付方式。
	上级帮扶与资源下沉	二、三级医院派驻主治及以上医师到基层提供常年服务。常态化巡回医疗覆盖薄弱地区，推广移动医疗和远程医疗。
	提升家庭医生签约质效	支持多类医务人员依托基层提供签约服务； <b>推进“互联网+签约”</b> ；基本服务包按规定纳入医保，个性化服务包费用由个人支付。
三、转诊服务与通道管理	明确转诊规则	制定省、市及医联体内转诊规则。由二、三级医院副高及以上职称人员评估患者跨统筹、跨省异地就医的必要性。
	畅通转诊渠道	牵头医院为基层预留号源和床位；推进住院一体化管理，上级医院主动为恢复期患者提供下转服务。到2027年实现医疗机构设立转诊中心全覆盖。
	强化医保政策引导	逐级上转的参保患者，上级医院住院起付线连续计算；下转至基层患者，同一疾病周期内不再另设住院起付线。逐步建立全国统一的医保医疗服务项目和耗材目录。
四、医保支付与价格体系保障	完善医保差异性支付	年度新增医保基金向基层倾斜。统筹地区内医疗卫生机构住院报销比例逐级拉开10个百分点左右的差距。 <b>按分级诊疗导向酌情拉开门诊报销水平。</b>
	完善医疗服务价格	适当缩小不同等级机构间一二级手术、影像、检验等项目价格差距；实行统筹地区内基层病种“同病同付”。支持基层提供上门服务/安宁疗护，上门服务费用由基层自主确定。
	薪酬与财政保障	落实“两个允许”要求， <b>完善薪酬制度注重稳定收入与有效激励</b> 。落实对符合条件的紧密型县域医共体总额付费政策。

资料来源：中国政府网、申万宏源研究

**风险提示：**

- 1、宏观政策落地执行不及预期：**“十五五”规划涉及众多深水区改革，若地方政府受制于阶段性财政压力或传统考核惯性，可能导致部分结构性改革政策推进滞后。
- 2、外部不确定性超预期：**全球主要经济体单边主义及关税政策急剧升级等。



## 信息披露

### 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swsresearch.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swsresearch.com

### 证券的投资评级

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。