下载日志已记录，仅供内部参考

广发研究 GF RESEARCH

Macroeconomic

如何跟踪下半年的财政进度：一个简明的框架

吴棋滢

SAC 执证号：
S0260519080003
SFC CE.no: BQN213
021-38003588
wuqiying@gf.com.cn

7 月政治局会议强调“加快财政支出和债券资金使用进度”，财政部表示将“对支出进度持续偏慢的地区加强督导”[1]，财政政策无疑将是下半年宏观面的关键线索。政策资源相对明朗，一是前 7 个月财政支出进度较收入进度偏慢，要完成全年预算目标，后续将确定会加快；二是 8 月 21 日发布会财政部表示还有 2 万多亿元地方政府专项债券和超长期特别国债待发行使用，规模较大；三是 8 月中旬以来 8000 亿政策性金融工具近期下达到地方，较去年新增贴息支持。财政进度和落地情况怎么跟踪？我们在本文中将介绍一个简单的框架。

[2]今年的财政收入表现显著好于年初目标，1-7 月收入累计同比 5.8%，高出目标增速（2.2%）3.6 个百分点；更重要的是，这一改善主要来自税收，1-7 月税收收入累计同比 6.7%，比全年 2.9%的目标高出 3.8 个百分点。

与之相对的是支出表现偏弱，1-7 月支出累计同比 1.3%，低于年初预算目标 4.4%，若按预算规模执行，则同比还需增长 8.3%。其中，中央本级支出并不算慢，1-7 月累计 6.2%，略高于全年 5.5%的预算假设，但地方支出形成拖累，1-7 月累计同比 0.5%，距离全年目标增速 4.0%还差 3.5 个百分点。

在财政支出进度弱于收入、固投增速有所下滑的背景下，8 月以来国务院、发改委等多次召开投资相关会议，包括 8 月 14 日的“部署加快推进 2026 年新型政策性金融工具投放工作 加大对民间投资项目支持力度工作会议”、8 月 19 日的“‘六张网’重大项目协调调度机制会”、8 月 20 日的“民营企业座谈会 围绕稳定经济运行促进有效投资听取意见建议”、8 月 20 日的“‘两重’建设工作推进会 督促各地有力有效加快重大项目建设”、8 月 25 日的“‘六网协同’协调推进工作会”、8 月 28 日的“全国投资工作推进会议”强调加大对“两重”建设和中央预算内投资项目的调度督促力度，加快地方政府专项债券发行使用，抓紧投放新型政策性金融工具资金、9 月 2 日召开“‘六张网’重大项目协调推进机制会”，研究完善政银企协作机制和项目库建设、9 月 3 日召开“‘十五五’规划《纲要》重大工程建设推进会议 调度 109 项重大工程项目实施”等等。8 月 21 日和 8 月 31 日的国务院常务会议则分别听取了新一代通信网建设情况汇报和城市地下管网建设情况汇报。

粮草先行：从发债进度看财政可用资金。首先是政府债发行进度，债务收入是财政支出的重要资金来源，它可以日频跟踪。若关注整体财政的发力情况，可观测政府债（国债+地方债）的净融资规模进度；若关注地方财政以及地方固投的修复程度，可观测新增专项债（不含化债）的发行进度。回头看今年节奏，政府债净融资进度和新增专项债发行均在二季度初开始放缓，与财政支出的转弱同步。8 月下半月，政府债净融资规模开始放量，以国债为主要支撑，能否延续有待观察；不含化债的新增专项债发行规模也较前期有所增加，但仍略弱于去年同期水平。

政府债由国债和地方债共同组成，国债分为普通国债和特别国债，地方债分为一般债和专项债（图 3）；前者反映中央财政，后者反映地方财政。

由于每月的财政收支数据通常在次月的后半月发布，因此若要及时地跟踪财政变化情况，可以选择政府债的净融资进度作为影子指标，且提前一周披露下周情况，具有一定的高频性和前瞻性。其中，地方新增专项债（不含化债）的发行进度不仅直观地反映了地方财政的积极程度，同时也是政

下载日志已记录，仅供内部参考

府债中与基建投资关系度较为紧密的一个分项，是可以用于跟踪地方财政和地方基建的重要参数。

当然，由于 7 月财政存款同比多增 2085 亿元，扣除政府债因素后仍有约 1400 亿元左右多增，反映了前期的财政收入、债务收入还有部分尚未支出，因此即便短期内央地发债未显著加速，也仍然可通过加快拨付前期存量资金的方式来加快财政支出，最终需以月度公布的财政收支数据为准。此外，特别国债中虽然也包含了大量的项目建设资金，与地方专项债类似，但近年来特别国债往往先拨付资金、再发债回补（图 4），因此其发行进度和实物工作量进度未必完全正相关。

按图索骥：从两本账数据进一步看财政进度。完整的财政支出情况还应以财政部官方公布的数据为准，通常在次月的下半月公布。数据包括一般公共预算（狭义财政）收支，政府性基金预算（广义财政）收支，即平常俗称的财政第一本账、第二本账。基于 PPI 中枢好转等因素，今年狭义财政收入表现并不差，下半年支出端有一定修复空间。从最新情况看，7 月狭义财政支出表现仍略弱于收入，预计 8-9 月政治局会议精神和财政部督导工作将逐步落地，或将带动狭义支出修复。此外，以土地出让为主的广义财政收入也是一个关注点，住房现售制度改革刚刚落地，其对下半年土地市场的影响值得密切跟踪。

7 月一般公共预算收入当月同比 11.7%，前值 8.7%（+3.1 pct），1-7 月收入累计同比 5.8%，亦较上半年 4.7%的累计增速继续改善。其中，中央财政收入当月同比 16.8%，前值 18.1%（-1.4 pct），累计同比 9.1%；地方本级收入当月同比 6.9%，前值 3.0%（+3.9 pct），累计同比 3.3%。其中，税收收入当月同比 13.9%，前值 10.8%（+3.0 pct），累计同比 6.7%；非税收入当月同比-5.4%，前值 2.9%（-8.3 pct），累计同比 1.6%。

7 月支出仍然偏弱，一般公共预算支出当月同比 0.5%，前值 4.0%（-3.5 pct），累计同比 1.3%。其中，中央本级支出当月同比 4.5%，前值 6.8%（-2.4 pct），累计同比 6.2%；地方支出当月同比-0.4%，前值 3.5%（-3.9 pct），累计同比 0.5%。

上文提到，由于今年狭义财政收入表现较好，对支出端并不形成硬性掣肘。而 1-7 月支出累计同比 1.3%，低于年初预算目标 4.4%，若按预算规模执行，则 8-12 月同比还需增长 8.3%。

但需要注意的是，尽管狭义财政规模更大、收入对支出的支撑也更强，但以土地出让为主的广义财政降幅若有所扩大，仍可能对狭广义合并的财政支出形成一定掣肘。今年以来，1-7 月狭义财政收入累计同比 5.8%，狭义财政支出累计同比 1.3%；广义财政收入累计同比-21.2%，广义财政支出累计同比-16.4%。狭广义财政合并后，其收支增速较单独的狭义财政收支，均有所下降：1-7 月收入累计同比 1.9%，支出累计同比-3.1%。

异军突起：政策性金融工具是近年最重要的准财政力量。下半年准财政的重要抓手是 8000 亿元新型政策性金融工具，对应的一个重要观察指标是该工具的筹集资金来源，即政金债净融资和 PSL 净投放情况，前者为月度数据，后者为日度高频数据。7 月初政金债净融资开始放量；当月下旬，政金债累计净融资结束了一个季度左右的净融资负增，转正并持续至今，反映该工具的筹资阶段加速推进，若以 7 月初为起点，则目前新型政策性金融工具的筹资阶段已达约 55%左右，目前已开始投放使用。9 月初四川[3]、云南[4]、新疆[5]、浙江[6]等多地宣布新一轮新型政策性金融工具开始落地。其它批次的资金可在未来继续通过政金债或 PSL 等方式继续筹资，因此“政金债净融资+PSL 净投放”后续表现如何决定了新型政策性金融工具的推进程度。2026 年新型政策性金融工具不仅较去年增加 60%，同时更强调民间投资，如云南表示民间资本参与率需达到 20%[7]、广东召开新型政策性金融工具培训视频会议（民营企业专场）[8]；同时还明确了财政贴息[9]。从投向来看，首批项目信息体现今年对产业项目和新质生产力的支持力度加大，包含了对能源基础设施、新能源制造、新能源装备、新材料、化工项目等领域的支持，绿色、新能源、新材料和高端制造等特征更加清晰。

近日，发改委发表文章《投资靠什么止跌回稳？》[10]，提到除 1000 亿元财政金融协同促内需工具外，新型政策性金融工具是另一重要抓手，2026 年总规模 8000 亿元，较上年增加 3000 亿元，主要用于补充重大项目资本金。今年财政对符合条件的工具资金给予贴息，特别强调向民间投资和产业类项目倾斜。

下载日志已记录，仅供内部参考

新型政策性金融工具的资金来源是 PSL 和政金债，前者为月度数据，后者为日度高频数据。今年 4 月起，政金债年度累计净融资转负并持续至 7 月中旬，但 7 月下旬起，政金债累计净融资由负转正并持续增加，或反映新型政策性金融工具的筹资阶段正在加快进行中。但下半年以来新型政策性金融工具另一资金来源 PSL 则仍处于净回笼状态，或主因近期利率趋势下行致使政金债整体融资成本相对较低。

此外，根据今年一季度货政执行报告[11]回顾，安排 PSL 支持政策性开发性金融机构推进新型政策性金融工具，而此前的 5000 亿元新型政策性金融工具在 2025 年已逐步开始投放使用，反映该工具资金筹集和使用在一定阶段可同步并行。因此，虽然目前来看政金债净融资增量还不足 8000 亿元，但亦可同步推进该工具的发行使用。

水到渠成：以金融数据观测政策性金融工具的使用进度。筹资完成后，如何对新型政策性金融工具的使用进度进行跟踪？可通过每月新增委托贷款和企事业中长贷同步观察。从历史经验来看，本轮新型政策性金融工具可能继续通过股东借款、股权投资等方式补充项目资本金，对于前者，通常由基金委托政策性银行向项目股东发放，因此可通过委托贷款这一指标作为投放进度观察的代理指标。资本金到位后，项目方通常会进一步申请配套贷款，企业中长期贷款因而可用于观察工具对信贷和总投资的后续撬动效果。两项指标分别对应“资本金落地”和“配套融资形成”，共同刻画政策工具从投放到信用扩张的传导过程。

项目资本金通过股东借款（观察委托贷款增量）和直接股权投资等形式补足后，政策行、商业银行再提供中长期项目贷款，因此企业中长期贷款可以进一步观察金融工具是否真正形成“投贷联动”。因此，委托贷款更接近政策工具投放端，企业中长贷则反映资本金到位后的第二轮信用撬动，两者在时间上可能同步，也可能存在一定时滞。

回顾过去几轮政策性工具，2022 年政策性开发性金融工具集中投放的 8-10 月，委托贷款新增约 3733 亿元，月均 1244 亿元，而投放前 1-7 月月均仅约 5 亿元，三个月的超趋势增量约 3718 亿元，相当于 7399 亿元工具规模的 50%左右。2025 年这一特征再次出现，2025 年 1-8 月委托贷款月均减少约 107 亿元，9-10 月则转为新增 1937 亿元，若按此前趋势调整，超趋势增量共计约 2151 亿元，相当于 5000 亿元工具规模的 43%左右，与前一轮比例接近。

企业中长贷方面，2022 年 8-12 月同比多增约 2.38 万亿元，2023 年一季度又多增约 2.73 万亿元。2025 年企业中长贷同比多增相对没有上一轮明显，9-12 月全国企业中长贷同比仅小幅多增，2026 年一季度整体也相对偏弱。

当然需要注意的是，尽管 2025 年 5000 亿元新型政策性金融工具对企业中长贷的带动似乎不及前轮，但区域方面有所分化，2025 年下半年 7 个经济大省的表现总体好于其他地区。跨年后区域分化一度进一步加大[12]，2026 年 1 月七个经济大省企业中长贷余额增量约 2.87 万亿元，同比多增约 8750 亿元，而其他省市仅增加约 2945 亿元，其它省市同比少增约 1.13 万亿元，全国合计反而同比少增约 2518 亿元，总体呈现区域结构增加但总量并不显著的特点。在当前信贷总量增速放缓、监管更加注重均衡投放和资金使用效率的背景下，这一现象可能反映政策性金融工具对信贷资源产生了结构性引导，银行配套贷款更多向项目储备充足、产业基础较强的经济大省和重点领域集中。

今年 8000 亿元新型政策性金融工具规模较 2025 年扩大 60%，[13]投向在数字经济、人工智能、消费基础设施、交通能源和城市更新等基础上，进一步突出民间投资项目和产业类项目，同时财政将对符合条件的工具资金给予贴息，有助于降低资金成本、改善项目收益与融资可行性。

见微知著：通过微观数据进一步评估财政效果。财政资源落地能否带动实物工作量？可进一步将项目公告、分行业固定资产投资、施工高频指标结合起来，即“项目储备—资金形成—实物施工”跟踪框架。项目公告主要反映项目储备，统计局月度公布的基建分行业固投数据指向资金到位情况，基建水泥、沥青、混凝土、钢材及管材等高频指标则更接近实物工作量，三个环节之间存在一定传导时滞。先看传统基建的实物工作量指标，市场通常选取沥青和基建水泥直供量代表道路和重大土建施工。但需要提示的是，不可将沥青、水泥等与基建划等号，近年来基建分项有新的分化。比如针对市政设施与地下管网的建设，可通过镀锌管与焊管成交量、球墨铸铁管加工价差来观察实物工作量的边际变化。

下载日志已记录，仅供内部参考

沥青方面，沥青表观消费量主要对应道路铺装需求，季度走势相对稳定；装置开工率还会受到原油价格、炼厂利润、设备检修和产品切换影响，更多反映供给端变化。因此我们选择沥青表观消费量以观测道路建设相关的实物工作量。此外，由于道路施工基本由地方财政主导，因此基建投资分项中道路建设的增速变化同时也反映了地方财政在传统基建方面的投入强度。

而基建水泥直供量覆盖公路、铁路、桥梁、隧道、水利、市政及其他重大工程，用途较道路建设更广，但道路施工仍是其重要应用场景，同时基建水泥数据又基本剔除了地产相关扰动，因此同样也是较好地观测地方基建的高频指标。

2025 年以来，基建水泥单月同比与道路投资的同步性有所减弱，但 3 个月平滑后的方向关系仍较为清晰，背后更多反映样本项目结构、资金向施工传导节奏、天气及春节错位等因素共同作用。

市政及地下管网领域也具备较好的观察指标。第一，由于镀锌管和焊管广泛用于燃气、热力、消防及市政配套管线，其成交量能够反映通用钢管需求的边际变化。第二，球墨铸铁管是城市供水、排水及大型输水工程的重要管材，以球墨铸铁管价格减去球墨生铁价格形成加工价差，可在一定程度上剥离上游原料价格波动，辅助观察给排水管材的订单景气、供需状况和加工溢价。近期高频指标显示市政管材需求可能仍然偏弱。8 月镀锌管和焊管成交量的近三月均值同比分别下降 8.6%和 10.4%，球墨铸铁管加工价差的近三月均值同比下降 17.1%，显示通用钢管需求和给排水管材加工溢价仍低于上年同期。不过整体来看降幅已较 7 月均有所收窄，后续变化有待跟踪。

此外，水泥开工率、混凝土发运量、螺纹钢表观消费量和建筑钢材成交量覆盖范围较广，可用于衡量传统土建施工的景气广度。这些指标同时受到地产、工业厂房和其他建筑活动影响，与基建单项相关性普遍不高，但多个品种同步改善或同步走弱时，对实物工作量具有较强的定性指示意义。近期传统土建指标仍普遍偏弱，与固定资产投资中的建筑安装工程投资偏弱方向基本一致。后续若水泥直供、混凝土发运和建筑钢材需求同时回升，可视为财政资金和项目资本金开始向现场施工传导的信号。

顺藤摸瓜：新基建同样有高频指标可以捕捉。与传统基建相比，新基建的实物开工高频指标相对较少。而新型电网作为新基建代表，其建设材料链条相对清晰，可沿“导体材料—线缆成品—项目建设”建立高频框架。具体来看，上游可观察电解铜制杆、再生铜制杆和铝杆开工率，中游可观察电线电缆和铝线缆开工率，以前瞻电网建设强度变化。电力相关高频开工数据具有一定的前瞻性和有效性，一季度电解铜制杆开工率与铝线缆开工率表现较强，整体强于沥青、基建水泥等传统基建指标，与同期电力固定资产投资增速上行相互印证；二季度以来，铜制杆、电线电缆开工等指标边际转弱，电力投资增速亦明显放缓。近期相关高频数据“铝端改善、铜端偏弱”的结构特征，铝端改善可能与架空导线及部分项目订单交付有关，但铜导体和线缆成品尚未显著转强。电网项目公告数据也呈类似特征，新型电网项目公告条数近期较二季度边际放缓。

铜链方面，电解铜制杆开工率处于线缆产业链上游，可以反映铜导体材料的生产强度；电线电缆开工率更接近线缆成品端，可进一步观察下游订单向实际生产的传导。当电解铜制杆和电线电缆开工率同步改善时，对电网及其他电力工程需求回升的指示意义相对更强。

铝链方面，铝杆是钢芯铝绞线、铝合金导线等架空输电导体的重要中间材料，铝线缆则进一步接近导线和电缆成品。由于架空导线广泛应用于高压、超高压和特高压输电线路，铝杆和铝线缆开工率可用于观察跨区域输电通道、特高压线路及配套电网架空线路的材料需求。不过，铝线缆同时覆盖新能源发电、轨道交通、一般配网及出口等市场，其改善并不必然对应电网施工的全面提速。

近期电网材料链呈现“铝端改善、铜端偏弱”的结构特征。截至 8 月的铝线缆近三月平均开工率较上年同期提高 2.8 个百分点；截至 7 月，铝杆近三月平均开工率提高 5.0 个百分点。同期电解铜制杆、电线电缆和再生铜制杆近三月平均开工率分别较上年同期下降 7.5、3.2 和 7.4 个百分点。

另辟蹊径：以项目公告数据跟踪算力、通信网等新兴领域。“六张网”中的算力网、通信网等新基建领域暂缺施工高频指标，我们可以通过位于资金到位和实物施工之前的项目公告数据前瞻跟踪对应领域的景气度变化。若以项目公告条数为基准，今年以来算力网和通信网均呈现二季度后边际改善的特征。1-8 月算力网项目公告条数仍低于去年同期，但二季度以来项目公告数有所回升；而通信网 1-8 月项目公告条数较去年同期整体呈小幅增长趋势，6 月后增速进一步提升，反映二季度以来算力网和通信网的新增项目储备和前期施工准备推进均有所加快。

需要注意的是，尽管项目公告具有高频性和前瞻性，但基建项目通常需依次完成立项备案、可行性研究、环评、用地、规划许可及招投标等多个流程，前期审批和建设准备可能持续数月甚至更久，因此项目公告回升向实际投资和设备需求的传导存在一定时滞。

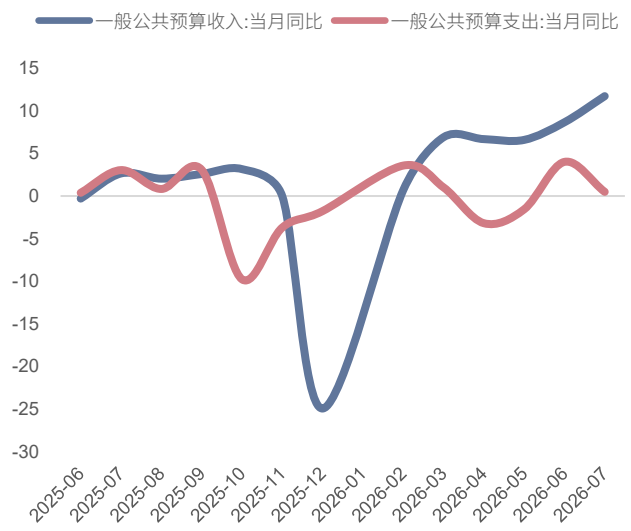
下载日志已记录，仅供内部参考

此外，在项目公告维度，今年以来传统三网（水网、物流网、地下管网）的活跃项目公告数表现偏弱。1-8 月，水网、城市地下管网和物流网处于开工准备阶段的项目公告数分别同比下降 18.2%、26.4%和 11.4%。其中，水网和城市地下管网的审批结果降幅小于全部项目，或表明前期存量项目的手续推进对项目总量下降形成了一定缓冲；但物流网的项目公告条数与审批结果同步走弱，或反映今年以来相关领域整体活跃度较其他领域略弱。

风险提示。外部环境变化超预期导致经济压力显著加大，经济下行超预期，刺激政策超预期，财政收支超预期，税收政策超预期，地产压力上升超预期，土地市场变化超预期，海外经济表现变化导致出口表现超预期，地缘政治风险超预期。

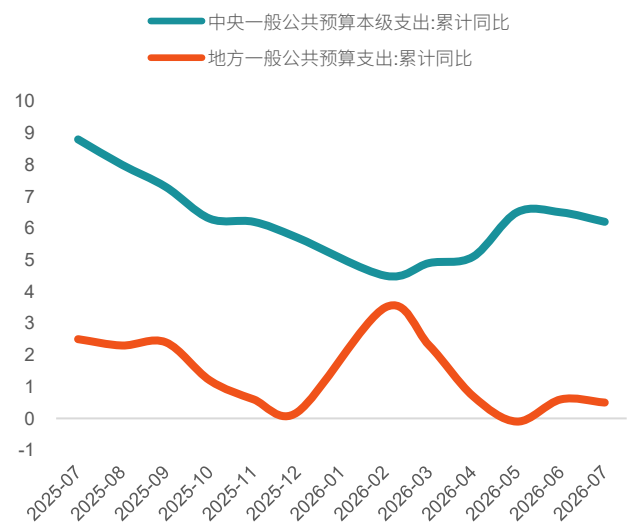
下载日志已记录，仅供内部参考

图 1：一般公共预算收支累计同比（%）



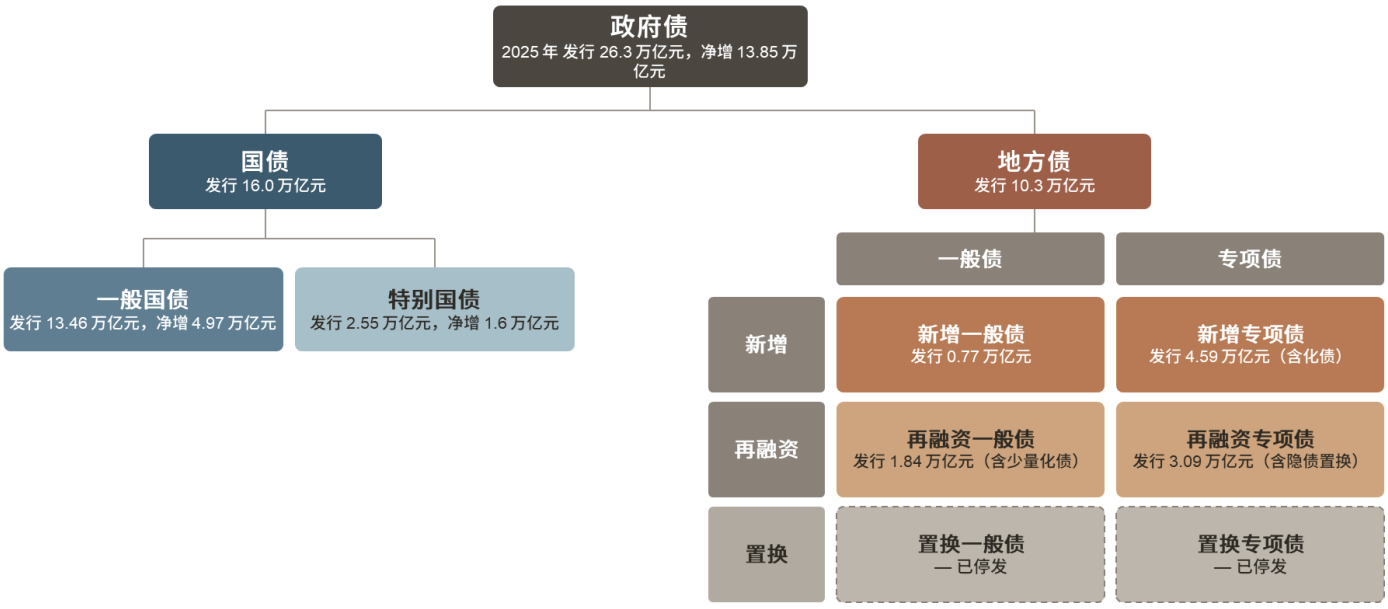
数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

图 2：一般公共预算支出央地累计同比（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

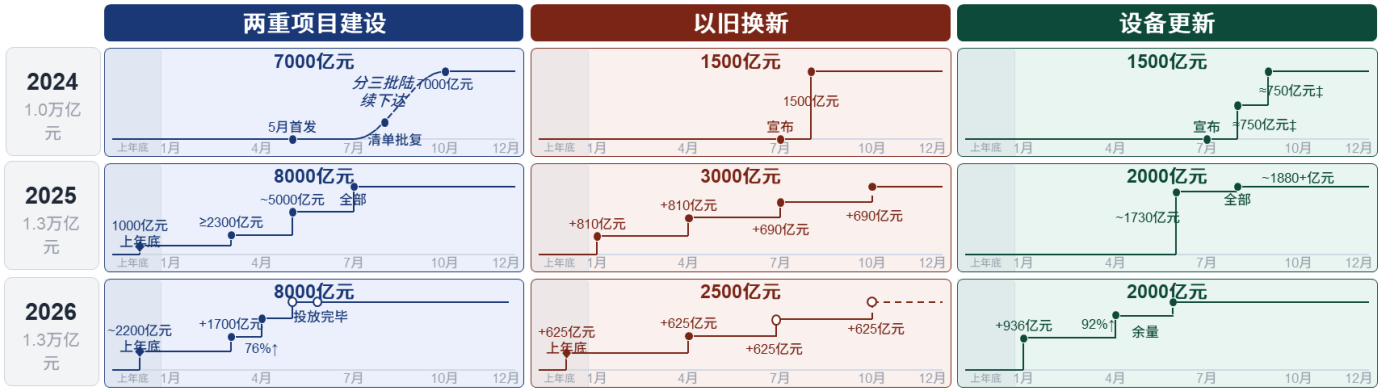
图 3：政府债分类与结构



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

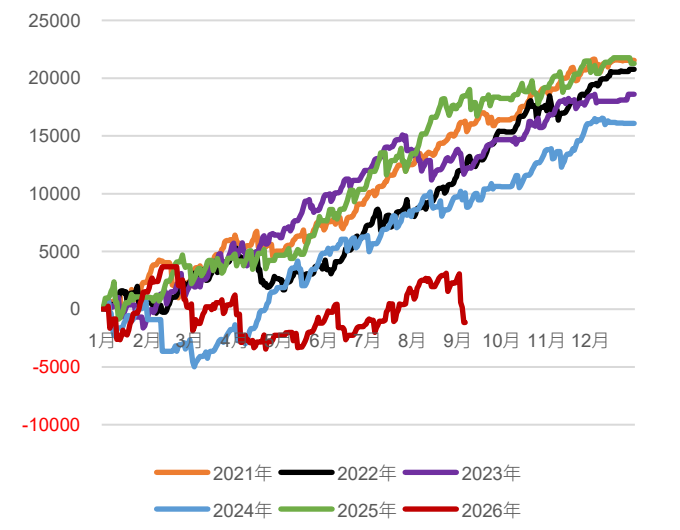
下载日志已记录，仅供内部参考

图 4：超长期特别国债结构与资金下达情况



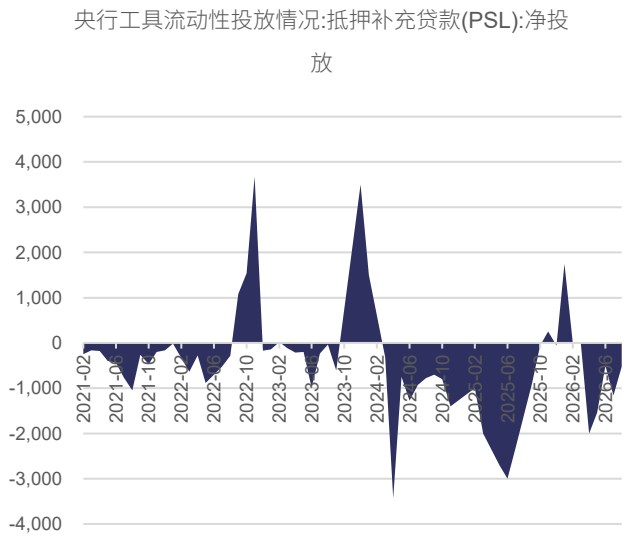
数据来源：广发证券发展研究中心

图 5：政金债累计净融资（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

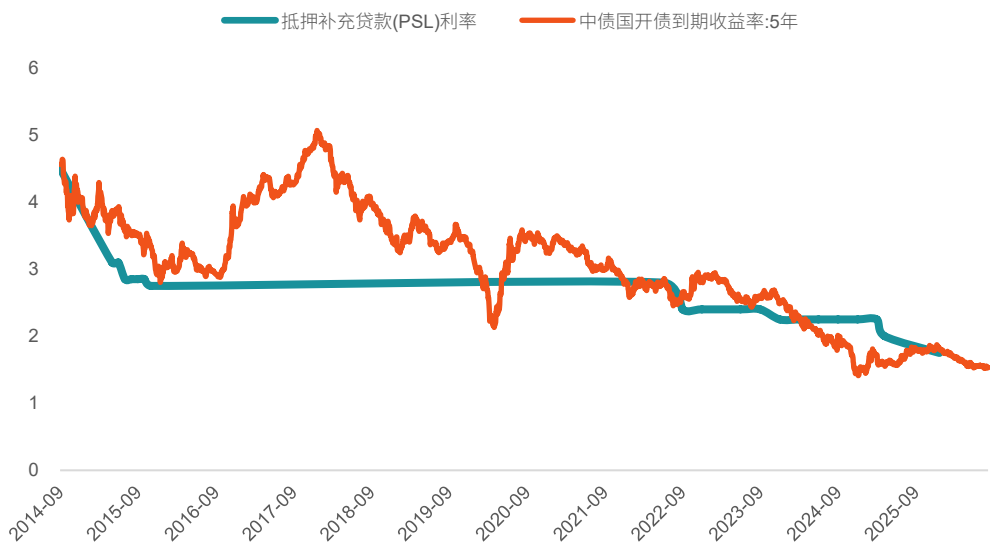
图 6：PSL净投放（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

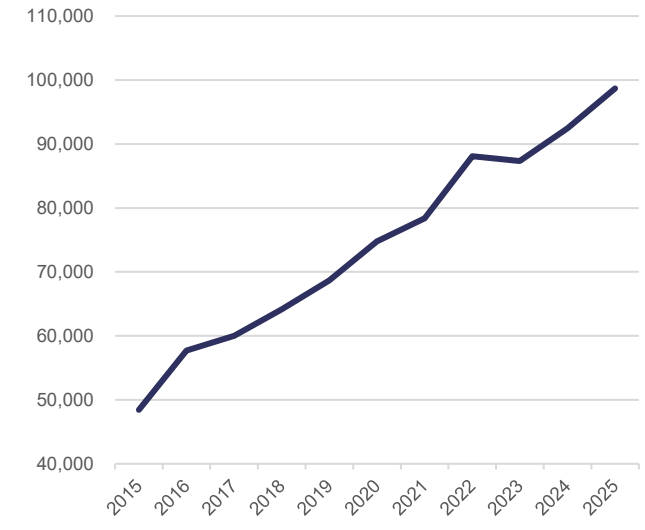
下载日志已记录，仅供内部参考

图 7：PSL 与政金债利率（%）



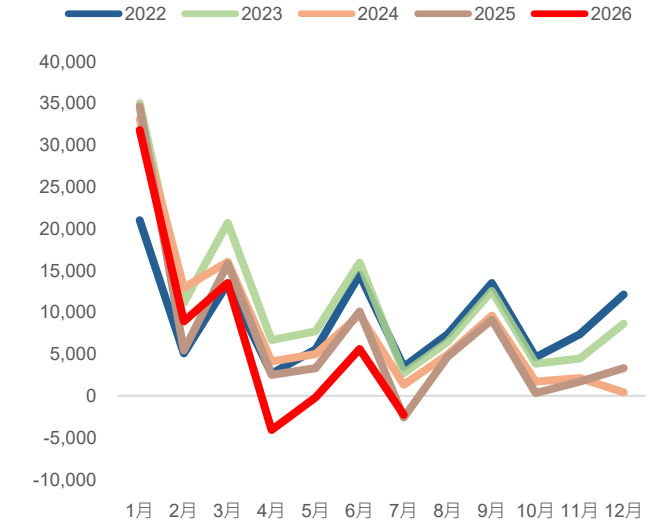
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 8：国开基建贷款余额（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

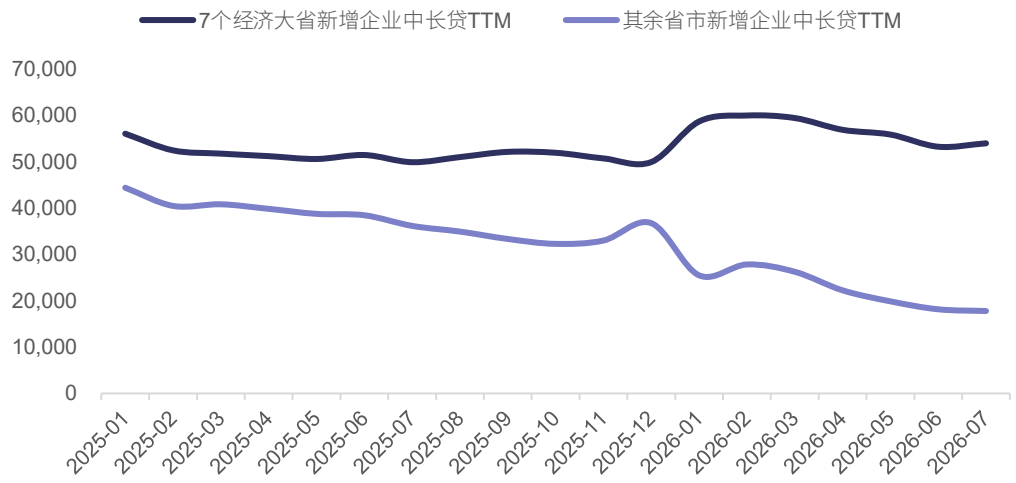
图 9：企事业中长贷（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

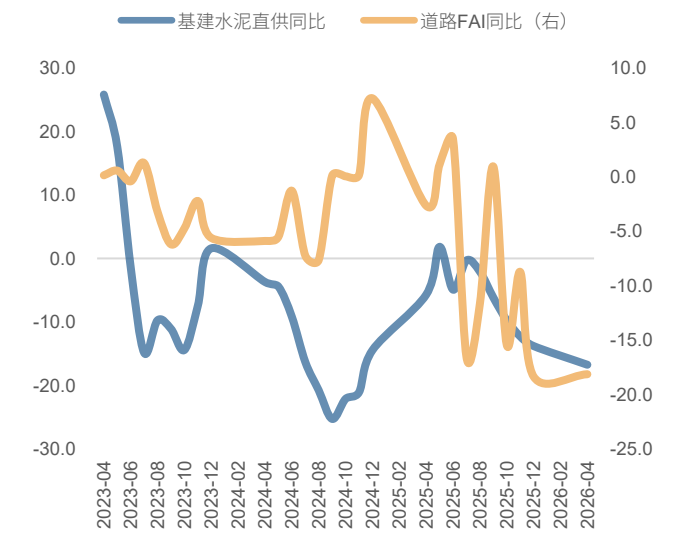
下载日志已记录，仅供内部参考

图 10：企业中长贷分化趋势（亿元）



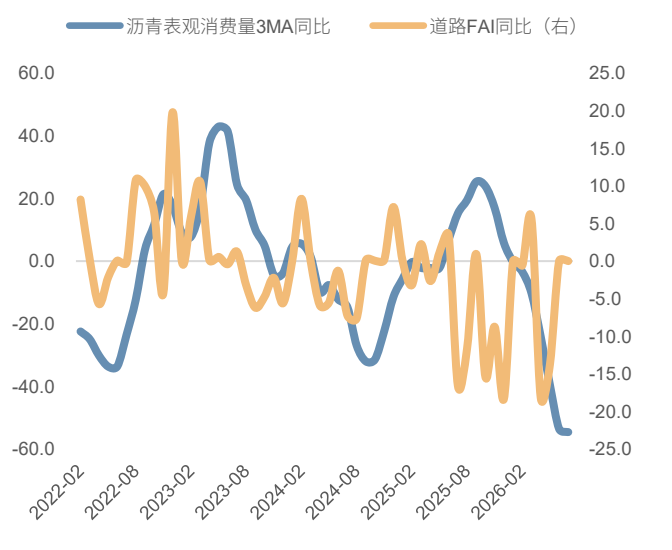
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 11：基建水泥直供量与道路运输业固投同比（%）



数据来源：百年建筑网，Wind，广发证券发展研究中心

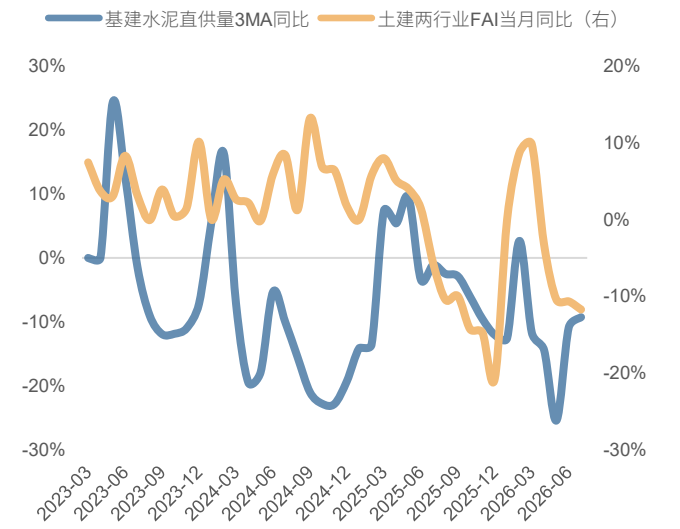
图 12：沥青表观消费与道路运输业固投同比（%）



数据来源：隆众资讯，Wind，广发证券发展研究中心

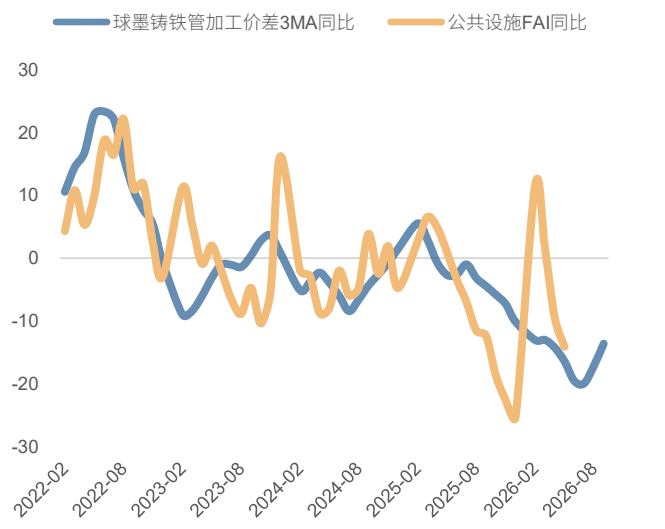
下载日志已记录，仅供内部参考

图 13：基建水泥直供量与不含电力的基建两行业固投同比



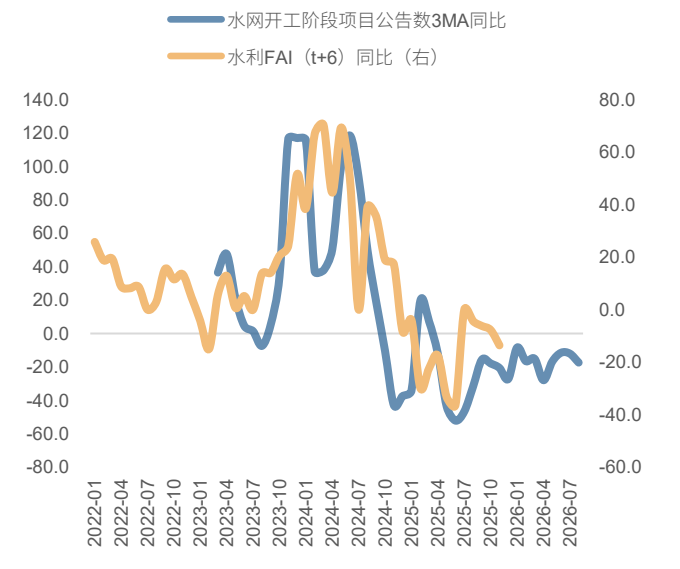
数据来源：百年建筑网，Wind，广发证券发展研究中心

图 14：球墨铸铁管加工价差与公共设施固投同比（%）



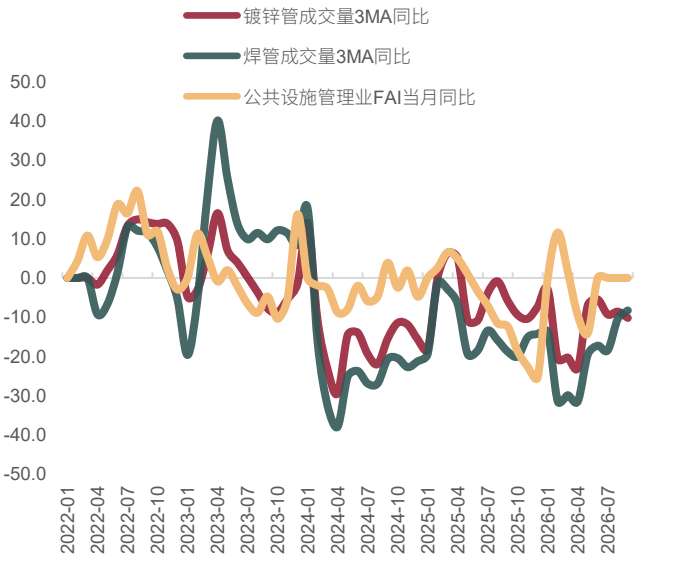
数据来源：我的钢铁网，Wind，广发证券发展研究中心

图 15：水网行业项目公告数与水利行业固投同比（%）



数据来源：企业预警通，Wind，广发证券发展研究中心

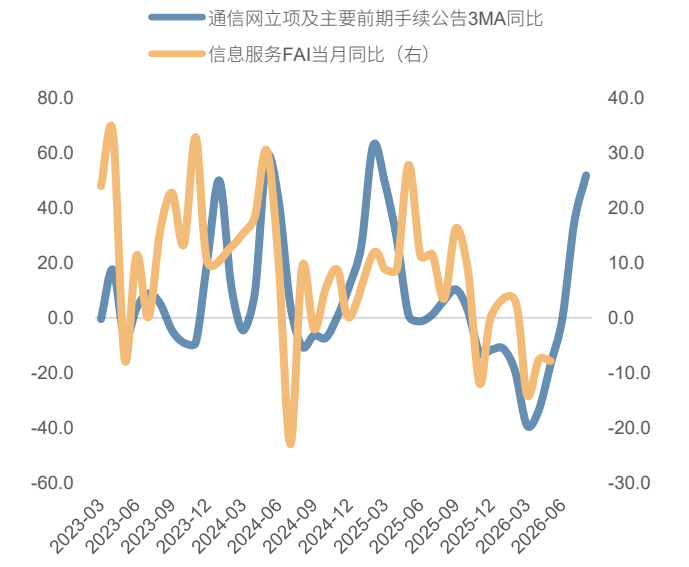
图 16：镀锌管、焊管成交量与公共设施固投同比（%）



数据来源：我的钢铁网，Wind，广发证券发展研究中心

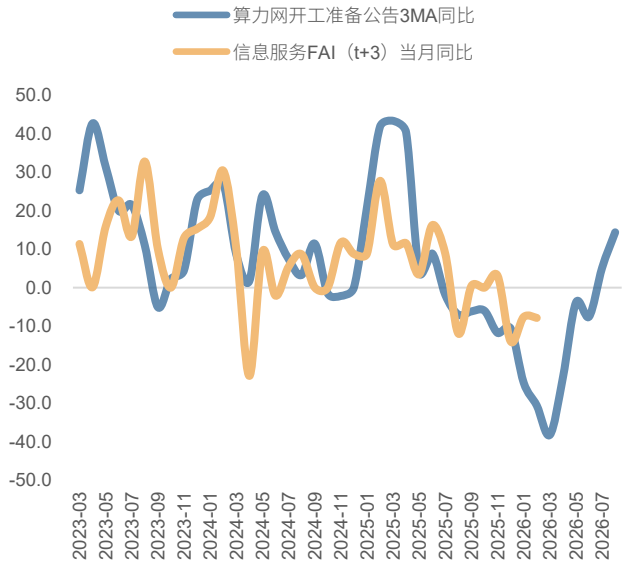
下载日志已记录，仅供内部参考

图 17：通信行业项目公告数与信息服务固投同比（%）



数据来源：企业预警通，Wind，广发证券发展研究中心

图 18：算力行业项目公告数与信息服务固投同比（%）



数据来源：企业预警通，Wind，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

广发宏观研究小组

郭 磊 ：广发证券首席经济学家、首席分析师，2016 年加入广发证券发展研究中心。

陈礼清 ：联席首席分析师，金融学博士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

吴棋滢 ：资深分析师，经济学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

贺骁柬 ：资深分析师，经济学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

钟林楠 ：资深分析师，经济学硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

王 丹 ：资深分析师，经济学硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

陈嘉荔 ：资深分析师，理学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

文永恒 ：资深分析师，经济学博士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



吴棋滢

SAC 执证号：S0260519080003
SFC CE No. BQN213
wuqiying@gf.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

广发证券
行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券
公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址	邮政编码	客服邮箱
广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。

下载日志已记录，仅供内部参考

本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。