

宏观专题研究

下半年财政政策展望

核心观点

上半年财政运行回顾

虽然年初至今财政收入略有下滑，但降幅相较去年上半年已经有明显的收窄。收入乏力有多重原因，如价格低迷、企业利润承压等。房地产市场不振和传统乘用车销量的下行也带来了一定的收入压力。

在较快的债务发行节奏下，年初至今一般公共支出增速没有落后预算太多。1-5月一般公共支出同比4.2%，略低于预算增速4.4%。从支出结构来看，民生类支出增速显著更高。

土地出让收入继续下行，压制第二本账的收入，第二本账支出的增长则主要靠专项债和特别国债。年初至今政府性基金收入增速-6.9%，支出增速16%。其中土地出让收入-11.9%，虽然还在深度负增长区间，但已较2024年全年的-16%有所改善。

总体来看，较多的政府债务发行是上半年财政支出的主要拉动。广义赤字的累计融资同比增量与广义财政支出累计同比有很好的相关性，主要是因为近半年来广义财政支出增速的抬升全靠债务融资。

下半年财政政策展望

根据已有的经济数据，我们预测下半年PPI、CPI等价格指标逐渐回升，但实际增速下行将拖累名义GDP增速。从这个角度来看，一般公共预算收入显著回暖的概率不高，全年增速或在-1%到0.1%之间。

将全年收入增速假设为乐观、中性和悲观三种情形，即分别对应第一本账收入0.1%、-0.3%和-1%的增速，以及第二本账收入0.7%、-6.9%和-10.0%的增速。**乐观情形**即为预算全部完成。**中性情形**：第一本账财力缺口807亿，全年增速4.1%；第二本账缺口4693亿，支出增速18.4%。**悲观情形**：第一本账财力缺口2345亿，支出增速3.5%，可能通过使用债务限额空间来弥补；第二本账缺口6618亿，支出增速16.5%。

下半年支出端的节奏取决于收入和债务发行节奏。根据余量和地方债发行计划，我们预计三季度广义赤字（国债净融资+新增地方债）超过3.4万亿，基本持平二季度，四季度广义赤字2.3万亿。

展望后续，若经济下行压力较大，或需要出台增量财政政策。一方面中美贸易战波动、海外经济下行带来外需回落，另一方面“两新”刺激效果边际下行、房地产继续探底等导致内需不振、供过于求。因此，当经济增速难以完成目标时，“准财政”政策性金融工具、近两万亿的债务限额空间、追加特别国债都是可能的政策选项。

风险提示：政策刺激力度减弱，海外经济政策的不确定性。

经济研究·宏观专题

证券分析师：董德志

021-60933158

dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

联系人：王奕群

wangyiqun1@guosen.com.cn

证券分析师：田地

0755-81982035

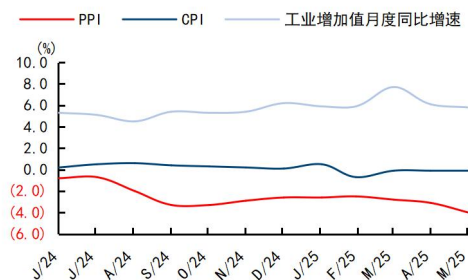
tiandi2@guosen.com.cn

S0980524090003

基础数据

固定资产投资累计同比	3.70
社零总额当月同比	6.40
出口当月同比	4.80
M2	7.90

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-去美元化下的央行购金行为研究》——2025-06-30
- 《宏观经济专题研究-“投资驱动型增长”正在走向效率悬崖》——2025-06-27
- 《水线下的冰山——“政策克制+需求前置”下的预期差》——2025-06-18
- 《DeepSeek 解读中央政治局经济工作会议——AI 赋能资产配置（十五）》——2025-05-26
- 《AI、关税与黄金的启示——2025 年中期宏观展望》——2025-05-20

内容目录

上半年财政运行回顾	4
收入微降，回升乏力	4
一般公共预算支出接近预算增速	5
第二本账土地出让收入继续下行	6
广义赤字进度较快	7
特别国债拉动效果较为显著	8
下半年财政展望	9
一般公共预算支出完成度预测	9
下半年债务发行节奏预测	10
财政加力的空间还有多少？	10
风险提示	12

图表目录

图 1: 一般公共预算收支两端累计增速	4
图 2: 税收和非税收入累计增速	4
图 3: 一般公共预算收入与名义 GDP 累计增速	4
图 4: 企业所得税与工企利润增速	4
图 5: 出口增速与外贸企业出口退税	5
图 6: 车辆购置税与非新能源乘用车销量	5
图 7: 房地产开发投资与房地产相关税收	5
图 8: 居民可支配收入与个人所得税	5
图 9: 一般公共预算支出结构	6
图 10: 地方财政支出与基建投资	6
图 11: 土地成交总价与土地出让收入	6
图 12: 30 大中城市商品房成交套数	6
图 13: 广义赤字债务周度发行进度	7
图 14: 广义财政缺口累计值	7
图 15: 广义财政支出拆解	7
图 16: 广义赤字 vs 广义财政支出	7
图 17: 国债月度净融资量	8
图 18: 新增专项债月度发行	8
图 19: 以旧换新支撑固投设备购置增速	8
图 20: 以旧换新支撑国补类商品消费增速	8
图 21: 月度 PPI 预测	9
图 22: 月度名义 GDP 预测	9
图 23: 三种情形下的财力缺口	9
图 24: 各类债务的用量与余量	10
图 25: 月度政府债发行预测	10
图 26: 地方债限额空间 1.3 万亿 (2025 余额为预计)	11
图 27: 国债限额空间六千亿 (2025 余额为预计)	11
图 28: 我国各部门杠杆率	11
图 29: 央地杠杆率	11
图 30: BIS 各国政府部门杠杆率	12
图 31: IMF 各国中央政府杠杆率	12
图 32: 城投有息债务增长得到有效控制	12
图 33: 政府债债务率快速提高	12

上半年财政运行回顾

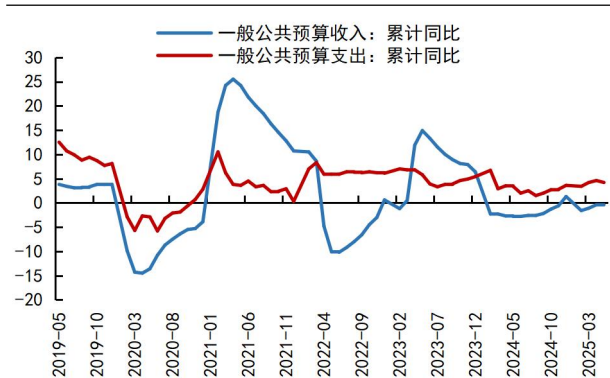
上半年财政整体运行有几个典型特征，一是第一本账收入微降、回升乏力，同时一般公共预算支出接近预算增速；二是土地出让收入继续下行，政府性基金收入或难以完成预算；三是广义支出主要靠较快的政府债融资驱动，特别国债的拉动效果较为显著。

收入微降，回升乏力

综合来看财政收入小幅下滑，主要是税收收入仍未回正，受到多重因素的压制，财政收入显著回升的概率不高。

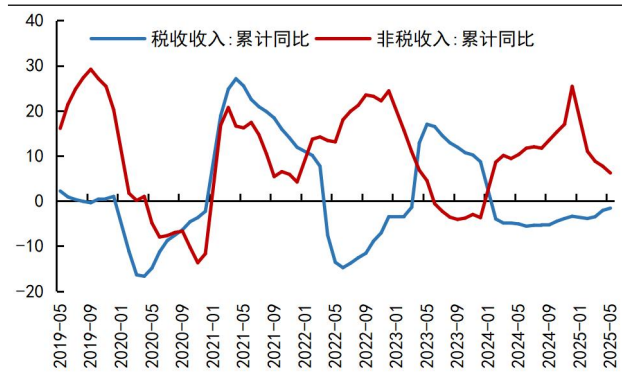
年初至今第一本账收入略有下滑-0.3%，但降幅相较去年同期有明显的收窄。2025年全年一般公共预算收入增速0.1%，1-5月一般公共预算收入同比增速-0.3%，不及预算但比去年同期（-2.8%）降幅收窄。结构上来看主要有两方面特征，一是税收收入降幅处于收窄的通道，二是非税收入正从去年末的高增长快速降温。

图1：一般公共预算收支两端累计增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

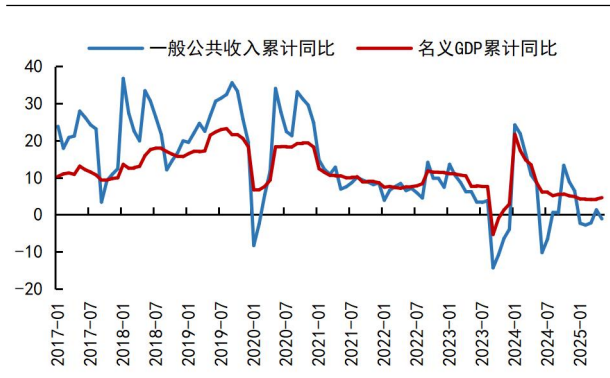
图2：税收和非税收入累计增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

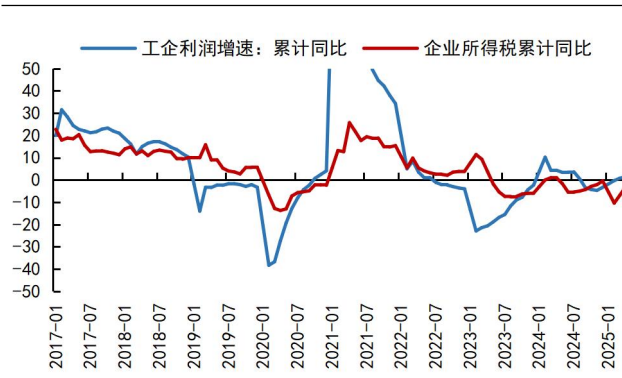
一般公共预算收入下滑有多重原因，如价格低迷、企业利润承压和土地市场下行等。一是通胀低迷，从一般公共预算收入和名义GDP增速对比来看，财政收入的增速中枢随着价格下行逐渐下降。

图3：一般公共预算收入与名义GDP累计增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：企业所得税与工企利润增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

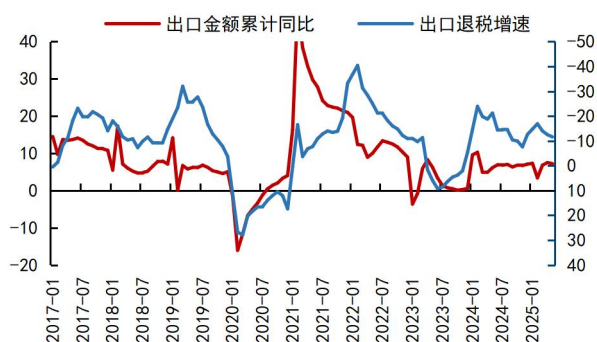
二是企业利润承压，从四大税种中的企业所得税来看，其增速走势基本与工业企

业利润增速基本一致，1-5月企业所得税累计增速-2.5%，而1-5月工业企业利润同比-1.1%。

三是房地产市场转冷和传统乘用车销量的下行也带来了收入压力。由于新能源车暂时免征车辆购置税，在其销量持续提升和总需求没有显著增长的背景下，非新能源乘用车销量持续下行，也带来车辆购置税-22.9%的累计降幅。1-5月房地产开发投资累计增速-10.7%，与之相关性较高的房地产相关税收累计增速-5.8%。

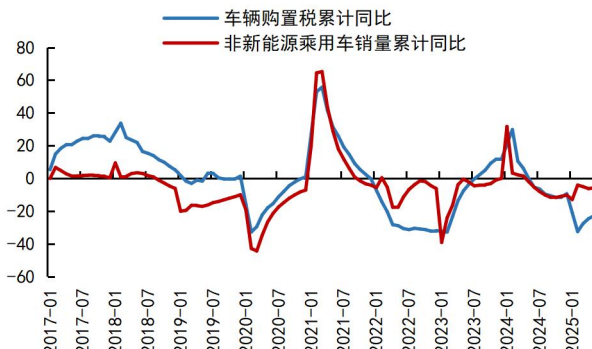
此外贸易战导致的“抢出口”也带来了相对较高的出口退税增速。出口退税以负值显示，增速越低代表出口退税越多，财政收入也就越低。预计后续随着抢出口效应和海外需求疲软，出口退税规模将有所减小。

图5：出口增速与外贸企业出口退税



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

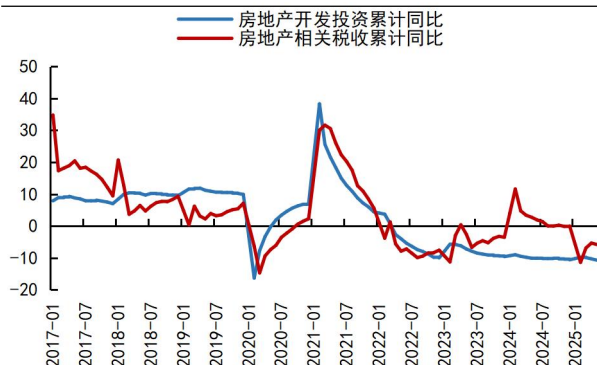
图6：车辆购置税与非新能源乘用车销量



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

税收收入中表现较为亮眼的是个人所得税，1-5月累计增速8.2%。这与一季度城镇居民可支配收入上行至4.9%一致。原因可能包括在化债增量资金的解绑下，拖欠薪资和企业欠款等问题相对缓解。

图7：房地产开发投资与房地产相关税收



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图8：居民可支配收入与个人所得税



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

一般公共支出接近预算增速

在较快的政府债务融资节奏下，年初至今支出增速并没有落后预算太多。1-5月一般公共支出4.2%，高于去年1-5月的3.4%，略低于预算增速4.4%。

从支出结构来看，民生类支出增速显著更高。1-5月基建相关支出-3.2%，民生类

相关支出 6.6%，这可能与去年基数效应相关。此外一般公共服务支出增速 5.2%，高于去年增速；债务付息支出增速 9.1%，保持较高增速。

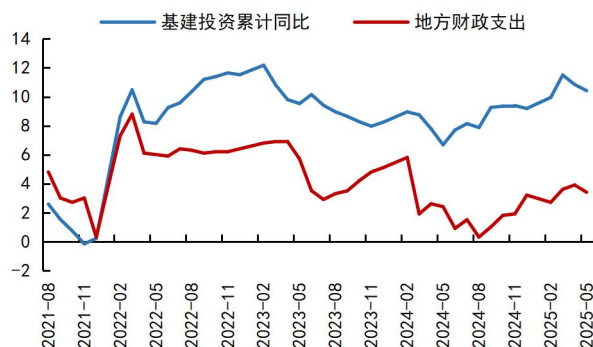
相较于一般公共支出中的基建类支出，广义基建投资增速走势更多的与地方财政支出走势相关。年初至今，地方财政支出正逐渐走出低增速的困境，至少在短期内地方的可用财力较去年有逐步改善迹象。

图9：一般公共支出结构



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图10：地方财政支出与基建投资



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

第二本账土地出让收入继续下行

土地收入继续下滑，第二本账的支出靠专项债和特别国债。最新数据来看，5月政府性基金收入同比回落至-8.1%。土地出让收入（-14.6%）由正转负。政府性基金支出同比 8.8%显著降速（前值 44.7%），主要是土地出让收入相关支出随收入大幅下滑（-14%），土地外的其他支出增速 33.5%。

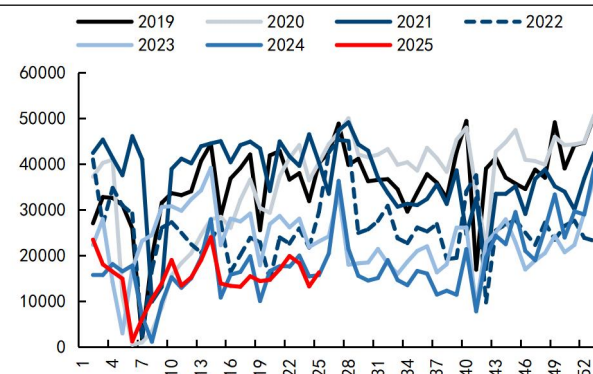
年初预算收支增速分别为 0.7%和 23.1%。累计来看，年初至今第二本账收入增速为-6.9%，支出增速为 16%。其中土地出让收入-11.9%，虽然还在深度负增长区间，但已较 2024 年的-16%有所改善。目前百城土地成交总价增速已经有显著改善，这或许意味着后续土地出让收入的降幅将继续收窄。

图11：土地成交总价与土地出让收入



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图12：30大中城市商品房成交套数

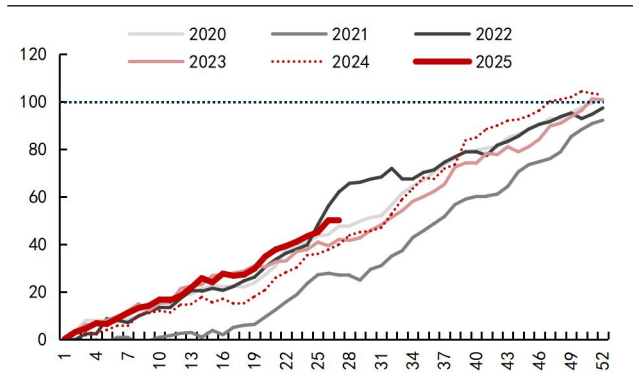


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

广义赤字进度较快

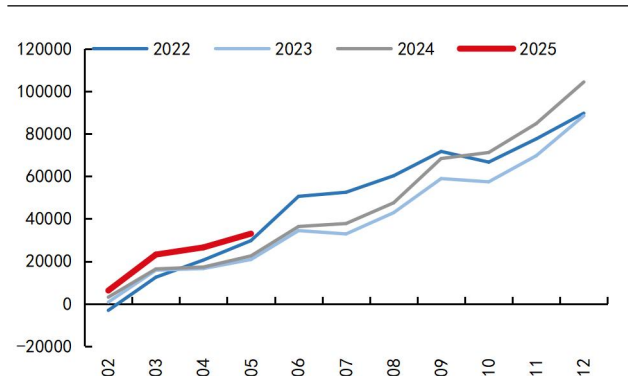
不管是债务融资进度还是实际财政缺口，都远高于去年同期。实际运行来看，1-5月前两本账累计财政缺口来到3.3万亿，多于过去三年同期，比2024年1-5月多出近1万亿。从与11.86万亿广义赤字相对应的债务口径来看（国债净融资+新增地方债），上半年进度已接近50%，与过去五年相比这一进度仅次于2022年。

图13：广义赤字债务周度发行进度



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

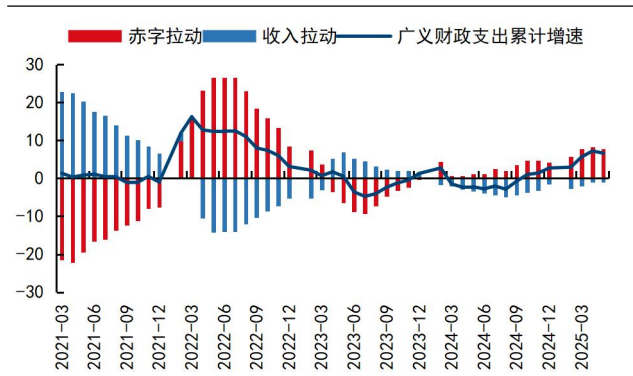
图14：广义财政缺口累计值



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

较快的债务发行进度拉动了财政支出的持续上行。广义赤字的累计融资同比增量与广义财政支出累计同比有很好的相关性，主要是因为近半年来广义财政支出增速的抬升全靠债务资金来拉动。

图15：广义财政支出拆解



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图16：广义赤字 vs 广义财政支出

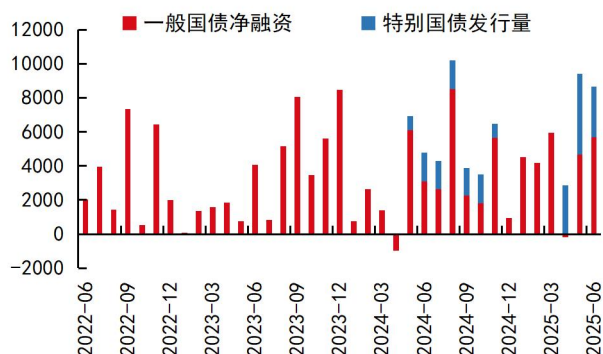


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

具体看政府债的月度发行量，国债发行节奏显著前置。上半年国债净融资3.4万亿，包括10550亿特别国债。国债净融资较去年同比增加1.8万亿，一方面去年一季度发行较少，另一方面今年特别国债开启更早。

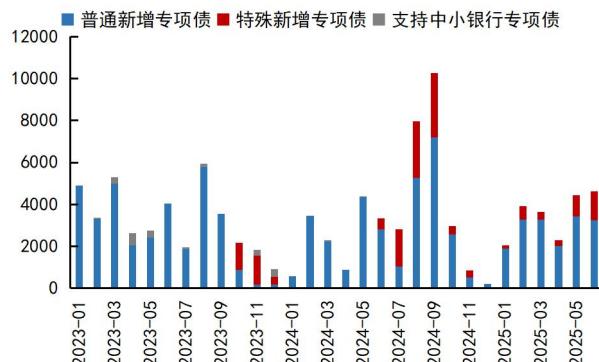
专项债虽然进度快于去年，但显著落后于2022、2023年同期。上半年新增专项债发行2.1万亿，同比增加约六千五百亿。其中原定的八千亿特殊新增专项债发行过半，已发行4027亿。土地储备专项债发行约1700亿，全年发行规模可能在4000亿左右。

图17: 国债月度净融资量



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图18: 新增专项债月度发行



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

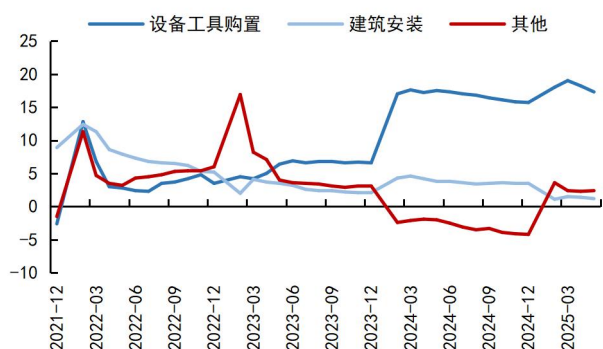
特别国债拉动效果较为显著

目前来看,用于“两新”的特别国债对消费和投资的拉动作用十分显著。1-5月设备工具购置的固定资产投资增速达到17.3%,远高于建筑安装的1.2%。1-5月份,通用设备、专用设备行业利润同比分别增长10.6%、7.1%,合计拉动规模以上工业利润增长0.6个百分点。

此外,限额以上商品零售中,“国补”支持较多的家电和通讯器材类增速达到35.6%,其他商品合计增速则为6.5%。发改委6月26日发布会提及,今年以来以旧换新相关商品销售额超过1.4万亿元。

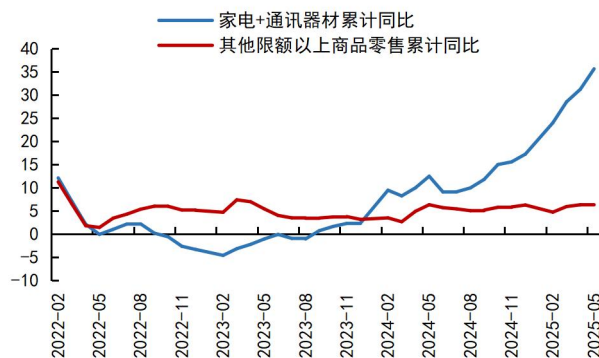
第三批国补资金将于近期下达。3000亿消费品以旧换新的特别国债限额已经下达两批共计1620亿,分别是1月的810亿和4月的810亿。剩余1380亿将在三四季度下达,鉴于部分地区国补资金用完,预计7月初就将下达第三批资金,规模或仍为810亿。6月26日,国家发改委表示,将于今年7月份下达今年第三批消费品以旧换新资金。同时,将更加注重持续性和均衡性,分领域制定落实到每个月、每一周的国补资金使用计划,保障消费品以旧换新政策全年有序实施。

图19: 以旧换新支撑固投设备购置增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图20: 以旧换新支撑国补类商品消费增速



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

下半年财政展望

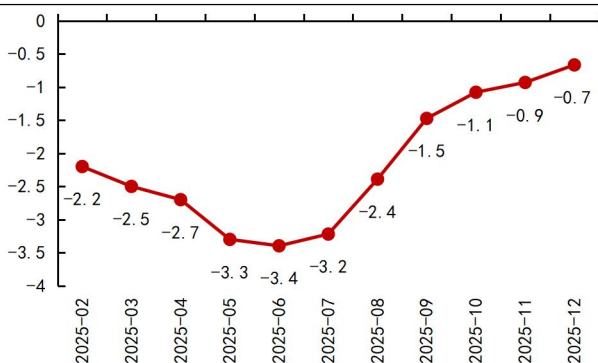
对下半年财政政策的展望分两方面，一是存量政策的节奏和完成度，二是增量政策的空间和可能性。

一般公共支出完成度预测

一般公共预算支出最终的完成度较为刚性，政府性基金预算则刚性较小。因此当收入增速过低导致第一本账完成困难时，往往要寻求新增财力补足缺口。2024年年中由于收入增速与预算增速差距较大，第一本账的财政缺口一度达到万亿，引起较多讨论。后续通过调用资金、使用债务限额空间和央企上缴利润等方式补足缺口，完成预算。今年来看，一方面预算增速定调较为谨慎，仅为0.1%，另一方面收入实际增速也差距不大，按当前增速运行全年的财力缺口仅800亿。

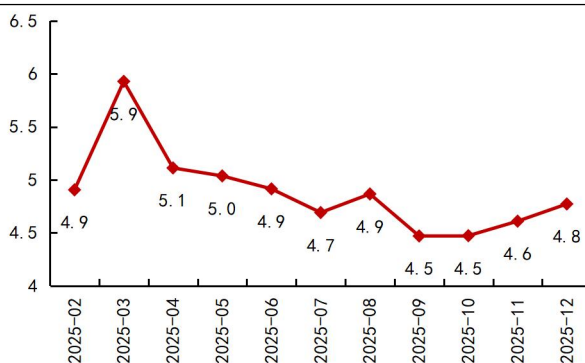
根据已有的经济数据，我们预测下半年价格指数逐渐回升，但实际增速下行将拖累名义GDP增速。从这个角度来看，一般公共预算收入的显著回暖概率不高，全年增速或在-1%到0.1%之间。

图21: 月度 PPI 预测



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图22: 月度名义 GDP 预测



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

将全年收入增速假设为乐观、中性和悲观三种情形，分别对应第一本账收入0.1%、-0.3%和-1%的增速，以及第二本账收入0.7%、-6.9%和-10.0%的增速，在其他条件不变（如债务发行、资金调入等）的前提下，计算每种情形对应的支出缺口。

图23: 三种情形下的财力缺口

							收入预测增速								
							乐观情形 0.1%			中性情形 -0.3%			悲观情形 -1.0%		
一般公共预算	2024年	增速	2025年预算	预算增速	2025年1-5月同比		预测执行数	完成度	增速	预测执行数	完成度	增速	预测执行数	完成度	增速
	收入	219702	1.30%	219850	0.10%	-0.30%	219850.0	100.0	0.1	219042.9	99.6	0.3	217505.0	98.9	-1.0
	支出	284612	3.60%	297005	4.40%	4.20%	297005.0	100.0	4.4	296197.9	99.7	4.1	294660.0	99.2	3.5
	支出缺口						0.0			807.1			2345.0		
政府性基金预算	2024年	增速	2025年预算	预算增速	2025年1-5月同比		预测执行数	完成度	增速	预测执行数	完成度	增速	预测执行数	完成度	增速
	收入	62090	-12.20%	62499	0.70%	-6.90%	62499.0	100.0	0.7	57805.8	92.5	-6.9	55881.0	89.4	-10.0
	支出	101478	0.20%	124884	23.10%	16%	124884.0	100.0	23.1	120190.8	96.2	18.4	118266.0	94.7	16.5
	支出缺口						0.0			4693.2			6618.0		

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

中性情形即按当前增速外推全年，第一本账财力缺口 807 亿，在可接受范围内，全年支出增速 4.1%，不需要出台增量政策或使用债务限额空间等来弥补缺口；第二本账缺口 4693 亿，支出增速 18.4%，反而高于目前 16% 的累计增速。

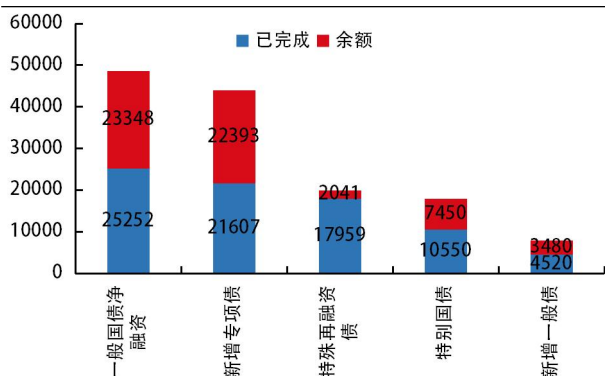
悲观情形下，第一本账财力缺口 2345 亿，支出增速 3.5%，可能通过使用债务限额空间来弥补；第二本账缺口 6618 亿，支出增速 16.5%，仍然高于目前增速。

下半年债务发行节奏预测

支出端的节奏取决于收入和债务发行节奏。按照最近运行规律来看，支出的节奏可能更多的受到债务发行节奏影响。上半年各类新增债务使用进度都在一半左右。一般国债净融资、新增专项债、特殊再融资债、特别国债和新增一般债分别已发行 2.5 万亿、2.2 万亿、1.8 万亿、1.1 万亿和 4520 亿，合计约 8 万亿；余量分别为 2.3 万亿、2.2 万亿、2041 亿、7450 亿和 3480 亿，合计约 5.9 万亿。

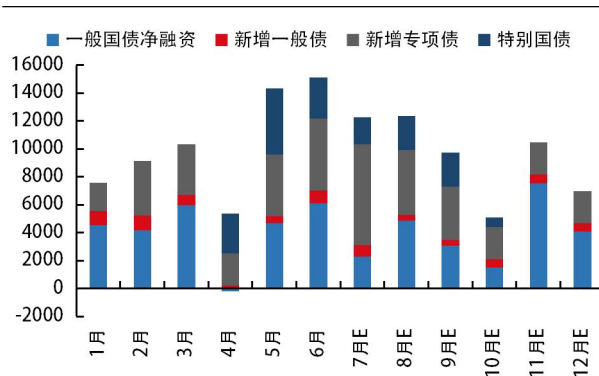
根据上述余量和地方债发行计划，我们对后续各月政府债供给进行了大致预测。主要假设包括，三季度新增地方债略高于目前已经披露的发行计划，假设三季度专项债发行近 1.6 万亿；后续国债和地方债发行均匀分布。得到三季度广义赤字（国债净融资+新增地方债）超过 3.4 万亿，基本持平二季度，四季度广义赤字 2.3 万亿。

图24：各类债务的用量与余量



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图25：月度政府债发行预测

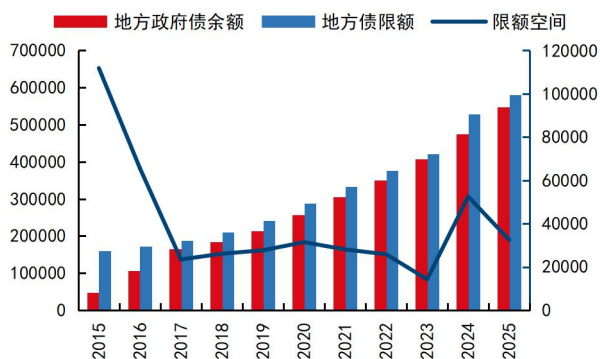


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财政加力的空间还有多少？

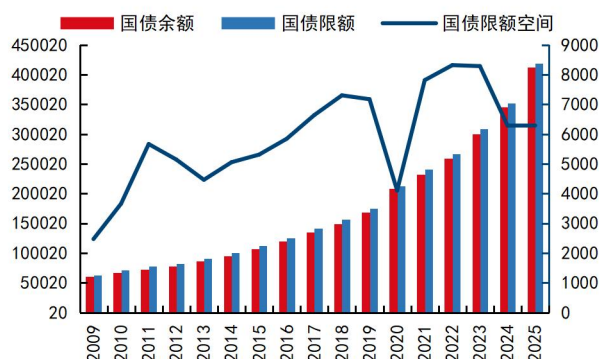
2024 年底国债限额空间约六千亿，地方债限额空间 3.3 万亿，剔除化债的 2 万亿，目前政府债的限额空间还有 1.9 万亿。即 2025 年政府债限额为 99.8 万亿，到年末余额理论上为 96.0 万亿。

图26: 地方债限额空间 1.3 万亿 (2025 余额为预计)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

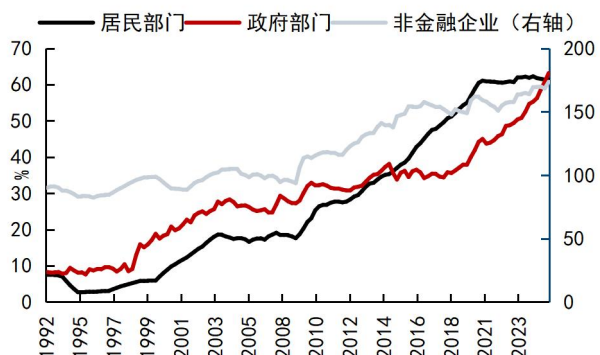
图27: 国债限额空间六千亿 (2025 余额为预计)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

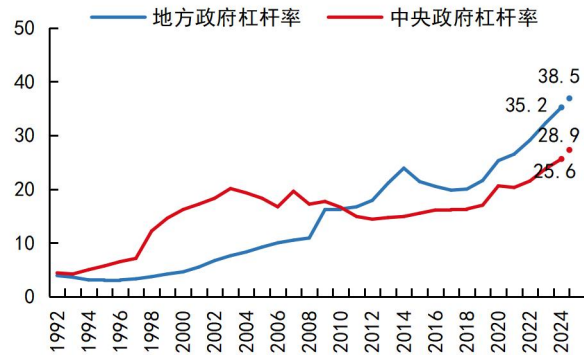
从杠杆率来看, 政府加杠杆仍有余力。近几年我国政府部门杠杆率快速上升, 从2018年的36%上升至2024年的61%, 预计到2025年底将达到67%。其中地方政府杠杆率38.5%, 中央政府杠杆率28.9%, 都较2024年抬高3.3个百分点。

图28: 我国各部门杠杆率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

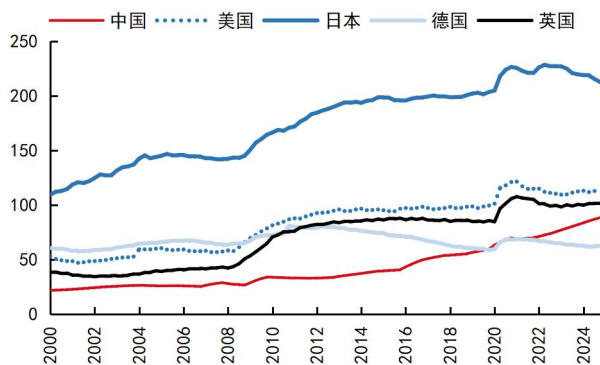
图29: 央地杠杆率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

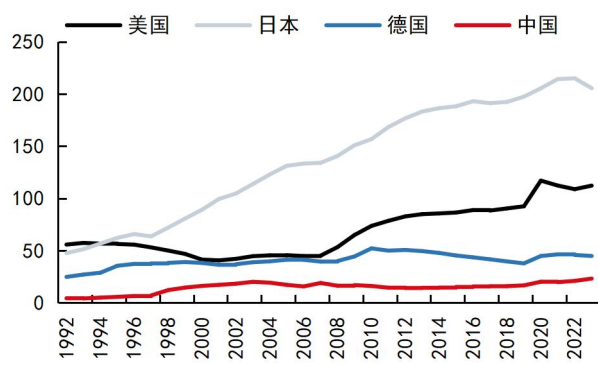
与其他国家的杠杆率比较, 我国政府部门举债空间仍然较大, 特别是中央政府。从IMF统计的2023年中央政府杠杆率来看, 不管是日本的206%、美国的112%还是德国的45%, 均远高于我国当时23%的水平。

图30: BIS 各国政府部门杠杆率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

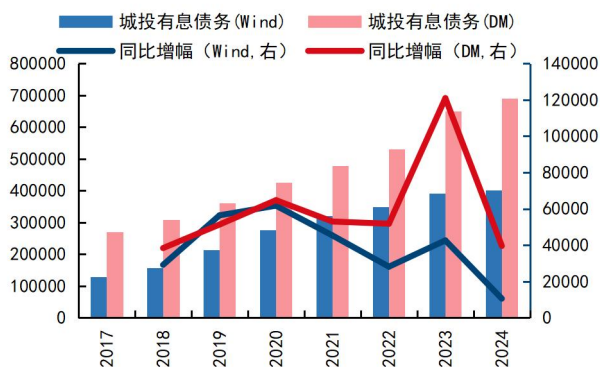
图31: IMF 各国中央政府杠杆率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

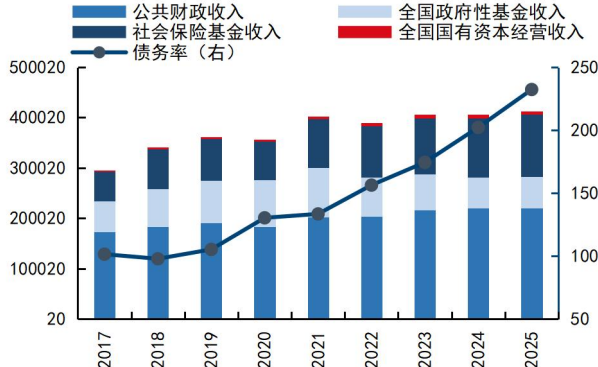
化债政策下,城投债务增加显著放缓。Wind 和 DM 统计的 2024 年城投有息债务余额分别为 40 万亿和 69 万亿,较去年同比增幅 1.1 和 4 万亿,增幅和增速较往年有较为明显的下降,表明化债防风险政策卓有成效。

图32: 城投有息债务增长得到有效控制



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图33: 政府债债务率快速提高



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

展望后续,经济下行压力较大。一方面关税政策波动、海外经济下行可能带来外需回落,另一方面“两新”政策效果边际下行、房地产继续触底导致内需不振,或需要增量财政政策支撑经济。准财政的政策性金融工具、近两万亿的债务限额空间、追加特别国债都是可能的政策选项。

风险提示

政策刺激效果减弱,海外经济政策的不确定性。

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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