

政策专题分析报告

宏观专题研究报告

减税宽财政构建最优政策组合 ——来自于中美日的四大案例

基本结论

- 经济面临下行压力，需要货币和财政政策的合理组合予以支持。受信用收缩和净出口为负的影响，我国经济面临下行压力。如果政策不进行微调对冲，经济增速可能显著下降，失业率也可能上升，此时，需要财政政策和货币政策相互配合，稳定经济增长。在当前形势下，稳增长的重要性显著上升。
- 1980年以来，为应对经济下行，财政和货币政策组合有四个经典案例，宽财政效果明显。
 - 一是，1981-1983年，里根政府采取宽松财政政策和灵活的货币政策组合，以减税为核心的供给侧改革为此后经济长期增长奠定了基础。1984年GDP同比为7.2%，CPI同比为4.3%，“滞胀”消除。
 - 二是，1986-1989年，日本采取中性财政政策和宽松货币政策的组合。日本经济逐渐复苏，但该项政策导致日本资产泡沫形成，此后日本经济陷入长期衰退，该项政策组合的效率不高。
 - 三是，1998-2002年，我国采取积极的财政政策与稳健的货币政策组合，稳增长的效果显著。
 - 四是，2008-2011年，美国采取宽松财政和宽松货币政策的组合，2009-2011年赤字率均值高达8.9%。经济逐渐开始回升，物价稳定。
- 减税宽财政和边际宽松的货币政策是走出当前经济困局的优先组合。
 - 当前应对经济下行，减税宽财政政策和边际宽松的货币政策是优先组合，代价小，效果显著。总结美国、日本和我国应对经济下行的经验，财政政策应当积极，货币政策应当灵活。在私人部门（非居民和企业）投资和消费意愿低迷的情况下，财政政策应该发挥更大作用，政府加杠杆。有效和积极的财政政策更多体现在减税方面，特别是增值税税率下调具有空间。
 - 增值税减税的直接影响估算。如果增值税降低3%，且保持三档税率，企业减税额度大约为0.7万亿-1.6万亿，赤字率存在0.8%-1.8%的上行空间。如果增值税降低3%，且三档税率变为两档税率，企业减税额度大约为1.3万亿-2.2万亿，赤字率存在1.4%-2.4%的上行空间。
 - 增值税减税的间接影响——2004年东北增值税改革分析。2004年东北三省增值税改革，由生产型转向消费型，重复收税问题得到有效解决。受此影响，东北三省固定资本形成总额同比明显增加，且企业生产率提升，出口也相应增加。
 - 风险提示：1. 货币政策中性，但是通胀下行，导致实际利率上行，对经济增长产生较大的下行压力；2. 财政政策支撑力度不够，经济下行压力不能被有效对冲；3. 积极的财政政策在执行的过程中不及预期。

边泉水 分析师 SAC 执业编号: S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

林玲 联系人
linling1@gjzq.com.cn

內容目錄

一、經濟面臨下行壓力，需要貨幣和財政政策的合理組合予以支持.....	4
二、財政和貨幣政策組合的理論及四個經典案例.....	6
1、財政和貨幣政策組合的理論探討.....	6
2、財政和貨幣政策組合的歷史經驗.....	7
三、減稅寬財政和邊際寬鬆的貨幣政策是走出當前經濟困局的優先組合.....	19
1、當前應對經濟下行，減稅寬財政政策和邊際寬鬆的貨幣政策是優先組合， 代價小，效果顯著.....	19
2、增值稅減稅的直接影響估算.....	19
3、增值稅減稅的間接影響——2004 年東北增值稅改革分析.....	21

圖表目錄

圖表 1：信用供給增速領先名義 GDP 增速一年左右，意味著 3 季度開始名義 GDP 下行壓力加大.....	4
圖表 2：今年出口增速明顯低於進口.....	5
圖表 3：淨出口對經濟的貢獻為負.....	5
圖表 4：實現政府工作報告的增長目標，維持失業率相對穩定，需要“稳增长”.....	5
圖表 5：財政和貨幣政策組合.....	6
圖表 6：1981 年美國面臨滯脹環境.....	7
圖表 7：里根時代的減稅法案.....	8
圖表 8：1981-1983 年美國財政赤字額和赤字率均顯著上升.....	8
圖表 9：1981-1983 年聯邦基金利率呈下降趨勢.....	9
圖表 10：1983 年 M2 同比明顯回升.....	9
圖表 11：1981-1983 年美國政府杠桿率明顯上升.....	9
圖表 12：1986-1989 年日本淨出口為負.....	10
圖表 13：1986-1989 年日本通脹處於偏低位置.....	10
圖表 14：1987-1988 年日本兩次進行稅收改革.....	11
圖表 15：1986-1989 年日本赤字率始終維持低位.....	11
圖表 16：1986-1987 年日本央行 5 次下調貼現利率.....	11
圖表 17：1987 年開始 M2 同比回升.....	11
圖表 18：1986-1989 年日本經濟逐漸回升.....	12
圖表 19：1986-1989 年日本居民和企業杠桿率上升較多.....	12
圖表 20：受亞洲金融危機影響，1998 年我國經濟面臨下行壓力.....	12
圖表 21：1998 年財政和貨幣政策開始轉向.....	13
圖表 22：1998-2002 年我國赤字額和赤字率明顯上升.....	13

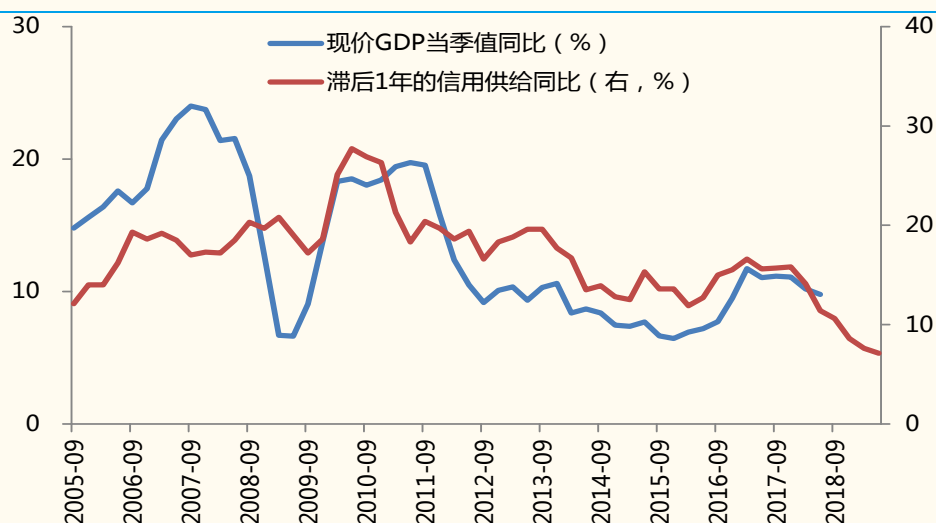
图表 23: 1998-2002 年 M2 同比处于偏低位置.....	13
图表 24: 1998-2002 年政府杠杆率有所上升.....	14
图表 25: 2008 年美国经济和物价均面临下行压力.....	14
图表 26: 小布什时代的减税法案.....	15
图表 27: 奥巴马时代的减税法案.....	16
图表 28: 2008-2011 年美国财政支出明显增加.....	17
图表 29: 2008-2011 年美国赤字额和赤字率均显著上升.....	17
图表 30: 2008 年美国多次下调联邦基金目标利率.....	17
图表 31: 2008-2011 年美联储资产规模急剧扩张.....	17
图表 32: 2008-2011 年美国杠杆率明显上升.....	18
图表 33: 三档税率结构下, 增值税税率降低 3% 的影响估算.....	20
图表 34: 两档税率结构下, 增值税税率降低 3% 的影响估算.....	20
图表 35: 2004-2008 年东北三省固定资本形成总额同比明显增加.....	22
图表 36: 2005-2008 年东北三省出口同比高于全国水平.....	22

一、经济面临下行压力，需要货币和财政政策的合理组合予以支持

当前，困扰我国经济增长的因素主要体现在两个方面：一方面，去杠杆导致信用收缩；另一方面，中美贸易摩擦下，出口增速明显低于进口，净出口贡献为负。受信用收缩和净出口为负的影响，我国经济面临下行压力。

信用收缩通过资金来源，对经济产生下行压力。自 2017 年初以来，我国的信用供给出现了较为明显的收缩，如果以“境内银行业金融机构总资产”对总体信用供给进行衡量，其增速从 2016 年 4 季度的 15.5% 降至 2018 年 2 季度的 7.1%。从数据的序列来看，信用供给一般领先名义 GDP 增速 1 年左右的时间，这就意味着名义 GDP 增速从今年初开始，将存在较大的下行压力。

图表 1：信用供给¹ 增速领先名义 GDP 增速一年左右，意味着 3 季度开始名义 GDP 下行压力加大

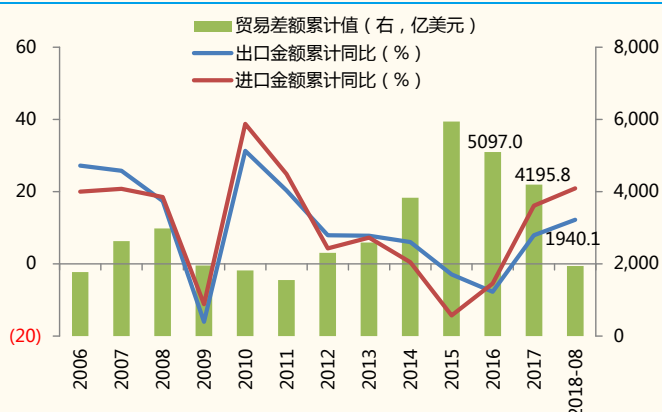


来源：中国人民银行，国际统计局，Wind，国金证券研究所

中美贸易摩擦下，出口增速明显低于进口，净出口贡献为负。上半年，中美贸易摩擦对出口的影响并未完全显现。不过，在扩大进口的政策指导下，我国进口增速维持高位。出口增速明显低于进口，叠加进出口价格指数回落，上半年净出口对 GDP 增长的拉动作用为负。根据我们的估算，7 月和 8 月份净出口对实际 GDP 的拖累作用依然明显。近期，美国正在讨论对我国出口的 2000 亿美元商品额外征收关税，如果真的实施，我国出口将会受到明显制约，净出口对经济的负向作用将会更加明显。

¹ 信用供给：用“境内银行业金融机构总资产”来进行衡量。

图表 2：今年出口增速明显低于进口



来源：海关总署，Wind，国金证券研究所

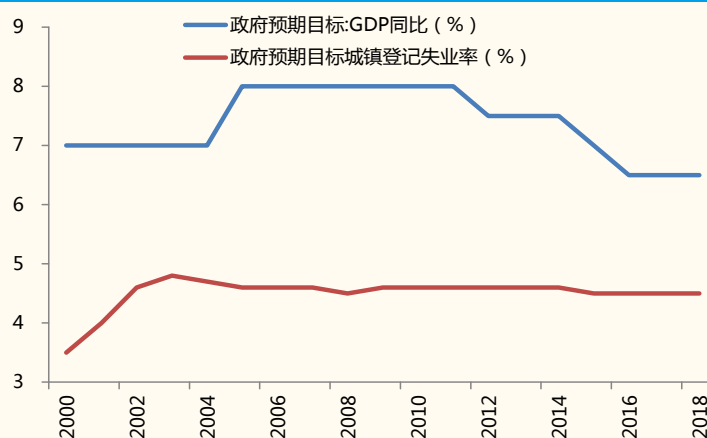
图表 3：净出口对经济的贡献为负



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

需要财政政策和货币政策相互配合，稳定经济增长。当前经济面临下行压力，如果政策不进行微调对冲，经济增速可能显著下降，失业率也有可能上升，一方面导致年初两会制定的目标难以实现，另一方面也将导致社会不稳定因素上升。此时，需要财政政策和货币政策相互配合，稳定经济增长。在当前形势下，稳增长的重要性显著上升。

图表 4：实现政府工作报告的增长目标，维持失业率相对稳定，需要“稳增长”



来源：国家发改委，Wind，国金证券研究所

二、财政和货币政策组合的理论及四个经典案例

当经济面临下行压力时，财政政策和货币政策应当如何配合才能够稳定经济增长了？本节将在理论与实践基础上对其进行解答。

1、财政和货币政策组合的理论探讨

财政和货币政策是政府调节经济活动的重要工具，两者往往是配合着发挥作用。20 世纪 90 年以来，关于财政政策和货币政策相互配合的研究逐渐增多。根据社会总供求以及通货膨胀状况，财政和货币政策的配合方式大致可以划分为四类²：

一是，财政和货币政策均为宽松。该组合模式主要运用于社会总供给大于总需求，经济不景气，物价下跌的状况。

二是，财政和货币政策均为收紧。该组合模式主要运用于社会总需求大于总供给，物价上涨。

三是，财政政策宽松，货币政策收紧。该组合模式主要运用于社会总需求小于总供给，经济不景气，物价上涨。

四是，财政政策收紧，货币政策宽松。该组合模式主要运用于社会总需求大于总供给，物价下跌的状况。

从以上组合来看，财政政策的关注点在于调控社会总供求并促进其平衡。货币政策的关注点在于物价，防止通货膨胀和通货紧缩发生。

图表 5：财政和货币政策组合

	社会总供给大于社会总需求	社会总供给小于社会总需求
物价下降	财政和货币政策均为宽松	财政政策收紧，货币政策宽松
物价上升	财政政策宽松，货币政策收紧	财政和货币政策均为收紧

来源：国金证券研究所

需要说明两个问题：**一是政策搭配不止四种。**以上四种配合模式主要是根据政策松紧的直观划分，这是为了方便分析。其实，政策的松紧应该划分为宽松、中性和收紧，因此，从理论上来说，政策搭配其实应该至少为 9 种。如果将政策的松紧划分地更加细致，例如加入偏紧，偏松等，政策搭配会更多。**二是，忽略了就业、国际收支平衡等其他重要目标。**以上政策搭配主要考虑的是社会总供求、通货膨胀两个目标。其实，政府在制定政策目标时还会考虑其他目标，例如就业、国际收支平衡等。不过，目标增多，政策的压力更大，效果可能会大打折扣。

²曾康霖. 财政货币政策的选择及效应评价[J]. 财贸经济, 2001 (7): 11-15.

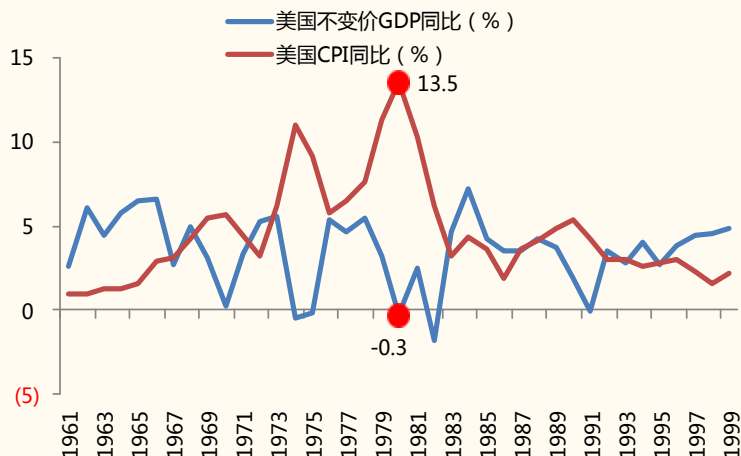
2、财政和货币政策组合的历史经验

财政和货币政策的组合理论及其政策建议对于政策选择具有重要的指导意义，其实，世界各国政府已经将理论付诸实践，这对于我们从实际的角度来研究财政和货币政策组合的有效性具有实实在在的意义。由于当前我国经济面临下行压力，因此，本文总结了四个具有代表意义的应对经济下行的政策组合，按照时间先后顺序予以展示。

1) 1981-1983 年，里根政府采取宽松财政政策和灵活的货币政策组合

1981-1983 年，美国面临滞胀环境，里根政府采取宽松财政政策和灵活的货币政策组合，以减税为核心的供给侧改革为此后经济长期增长奠定了基础。1981 年 1 月，里根总统上台，面临的经济形势是经济下行、通货膨胀高企，也就是“滞胀”环境。1980 年，美国实际 GDP 同比为-0.3%，CPI 为 13.5%。里根政府选择的政策组合为宽松的货币政策和灵活的货币政策，以减税为核心进行供给侧改革。政策配合时间段为 1981-1983 年，历经 3 年时间。1983 以后，美国经济开始逐渐回升，通货膨胀也得到有效控制。以 1984 年为例，GDP 同比为 7.2%，CPI 同比为 4.3%。因此，从 GDP 和 CPI 两项指标来看，该政策组合是成功的。

图表 6：1981 年美国面临滞胀环境



来源：美国经济分析局，美国劳工部，Wind，国金证券研究所

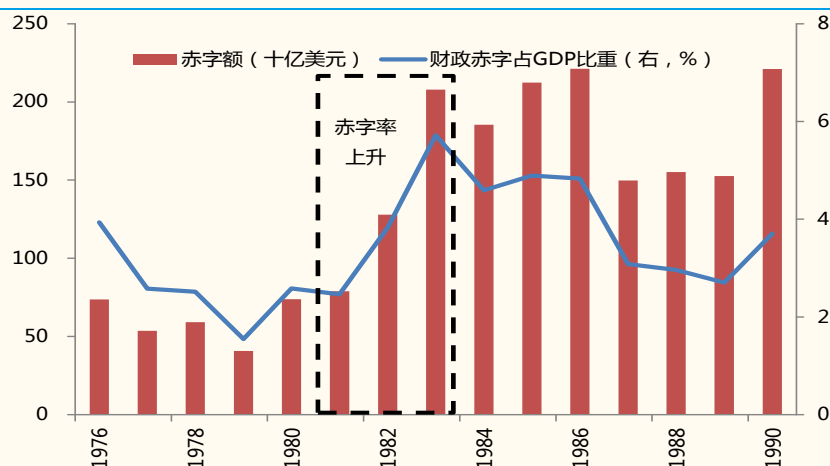
财政政策方面，里根政府采纳供给学派的建议，削减联邦开支与大幅度减税，采取积极的财政政策。里根将严重的通货膨胀归咎于长期的凯恩斯主义主张的扩张政策，财政和货币政策遭到滥用。里根接纳供给学派的主张，在财政政策选择选择方面，依然是积极的财政政策，然而在内部结构上，力主削减联邦开支与大幅度减税。1981 和 1986 年，《经济复苏和税收法案》和《税收改革法案》分别获得通过，两项法案分别对个人所得税、资本成本回收、遗产税和赠与税等采取了减免措施，共计减税金额达到 7000 多亿美元。宽松的货币政策很快地体现在财政赤字上，1980 年财政赤字为 738 亿美元，赤字率为 2.6%。1983 年财政赤字上升为 2078 亿美元，赤字率为 5.7%。

图表 7：里根时代的减税法案

总统	时间	主要法案	涉及税改税目	主要税改措施
里根	1981 年	《经济复苏和税收法案》	个人所得税减免	三年内税率下降了 23%；降低最高税率至 50%，最高资本利得率降至 20%；1985 年开始实行通货膨胀的个人免税和标准扣除；为工作夫妇提供新的扣除额
			资本成本回收规定	在简化的规则下更快地注销资本支出。允许开放的安全港租赁规定，有效地允许企业出售税收损失
			遗产税和赠与税的规定	允许不受限制的婚姻扣除；增加不动产信贷，免除所有 60 万美元以下的税收；将最高房地产税率从 70%降低到 50%
	1986 年	《税收改革法案》	个人所得税	将最高边际税率降至 28%；已婚夫妇的标准扣除额增加到 5,000 美元；增加个人免税额至 2,000 元
			投资税收抵免	取消投资税收抵免，延长资金成本回收期
			企业税	将企业边际税率降至 34%，并收紧企业最低税率
			限制个人退休账户资格，消费者利息扣除，损失扣除额，医疗费用扣除额，商业餐饮娱乐扣除额，退休金缴款和杂项费用扣除额	
			进一步收紧私人用途免税债券数量的限制	
			发起了新的低收入住房税收抵免，并逐步推行个体经营者的医疗保险费用	

来源：美国国会，公开信息整理，国金证券研究所

图表 8：1981-1983 年美国财政赤字额和赤字率均显著上升

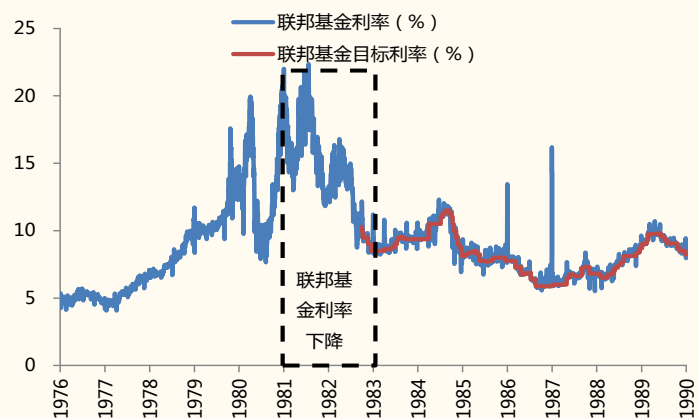


来源：美国国会预算办公室，美国经济分析局，Wind，国金证券研究所

货币政策方面，针对于通货膨胀，采取先紧缩后宽松的灵活货币政策。货币政策的主要目标在于抑制物价过快上涨，因此，1981-1982 年主要采取紧缩货币政策。1981 年和 1982 年联邦基金利率平均值分别达到 16.4%和 12.2%，M2 同比为 9.7%和 8.7%。其实，货币政策从 1980 年已经开始从紧，1981 和

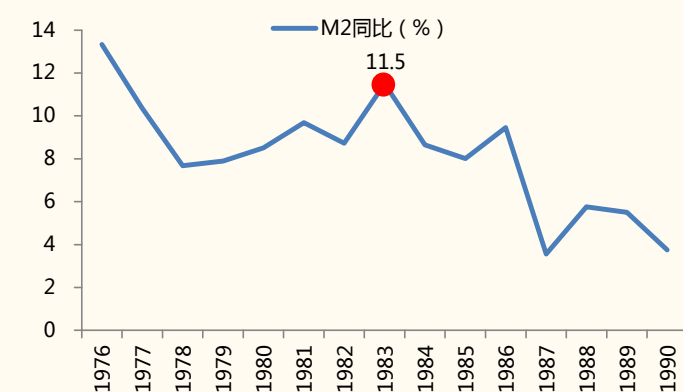
1982 年只是緊縮貨幣政策的延續。1983 年物價開始明顯下行，貨幣政策也逐漸開始轉向寬鬆。1983 年聯邦基金利率平均值降至 9.1%，M2 同比達到 11.5%。這裡需要說明的是，在沃爾克時期，貨幣政策的目標是 M2，而不是聯邦基金目標利率。1983 年，雖然聯邦基金利率平均值依然偏高，不過 M2 同比顯著回升，表明貨幣政策實際上是寬鬆的。

圖表 9：1981-1983 年聯邦基金利率呈下降趨勢



來源：美聯儲，Wind，國金證券研究所

圖表 10：1983 年 M2 同比明顯回升

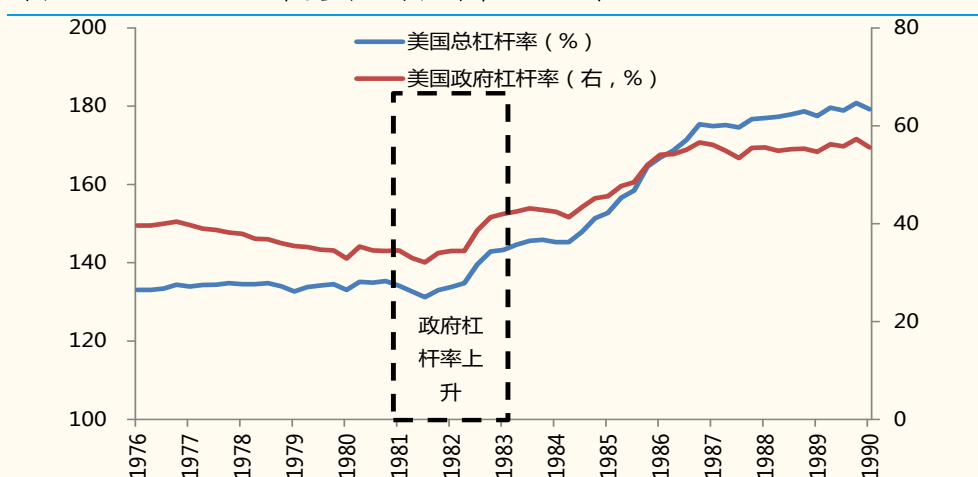


來源：美聯儲，Wind，國金證券研究所

1983 年以後，經濟增長和通貨膨脹開始處在穩定狀態，然而，寬鬆的財政政策和靈活的貨幣政策並未立即退出，而是漸進式退出。1984-1989 年，財政赤字率逐漸下行，均值為 3.8%，依然處在較高位置。1984-1989 年通貨膨脹一直處在溫和狀態，貨幣政策以偏緊為主，期間聯邦基金利率均值為 8.1%，M2 同比均值為 6.8%。

從擴大內需的責任來看，主要是由美國政府加杠桿，刺激國內需求擴張。1983 年，美國總杠桿率為 145.9%，比 1980 年高出 12.8 個百分點；美國政府杠桿率為 42.8%，比 1980 年高出 9.9 個百分點。由此可見，美國政府是加杠桿的主要力量，以此促進總需求擴張，帶動經濟回升。

圖表 11：1981-1983 年美國政府杠桿率明顯上升

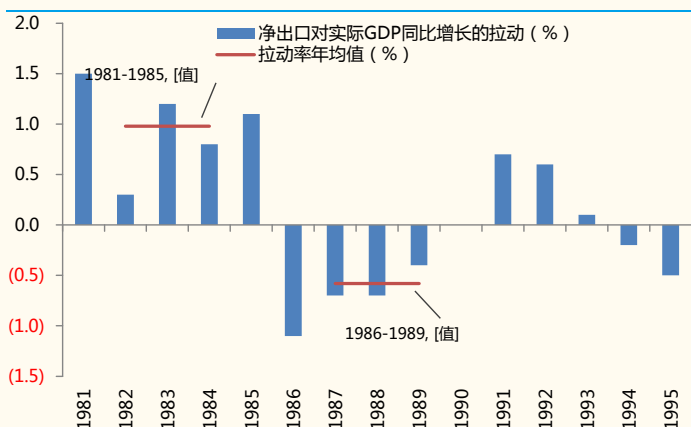


來源：BIS，國金證券研究所

2) 1986-1989 年，日本采取中性財政政策和寬松貨幣政策的組合

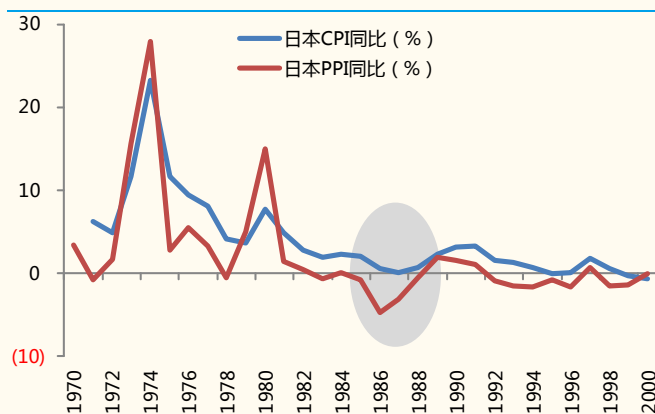
1986 日本經濟和物價均面臨下行壓力，1986-1989 年日本政府採取中性財政政策和寬松貨幣政策的組合，該項政策組合的效率不高。1986-1989 年，日美貿易戰全面升級，疊加 1985 年簽訂《廣場協議》後日元大幅升值，日美外需明顯下降，日本經濟面臨很大下行風險。1986-1989 年，淨出口對日本 GDP 增長的拉動作用為-0.7%。通脹方面，由於日元升值，進口商品價格大幅下降，物價存在下行壓力。在政策選擇方面，日本政府採取中性財政政策和寬松貨幣政策的政策組合。政策實施的時間段為 1986-1989 年。在政策實施的時間段內，日本經濟逐漸復甦，且 CPI 維持低位。以 1989 年為例，GDP 同比為 5.4%，CPI 同比為 2.3%。然而，該項政策組合導致日本資產泡沫形成，此後日本經濟陷入衰退，該項政策組合的效率不高。

圖表 12：1986-1989 年日本淨出口為負



來源：日本內閣府，Wind，國金證券研究所

圖表 13：1986-1989 年日本通脹處於偏低位置



來源：日本央行，國金證券研究所

財政政策方面，降稅與加稅並存，政府支出並未擴大，赤字率維持低位，財政政策偏中性。1986-1989 年，財政政策應該算是偏中性的，並不算積極，主要是由於日本大藏省對於使用財政政策來擴大內需的做法持否定態度³。偏中性的財政政策主要體現在以下兩個方面：一方面部分稅率降低，但是部分稅率提高甚至增加消費稅，總體稅負並未降低。降低稅率方面，1987 年，中曾根內閣向國會提交稅改方案，該方案部分內容獲得通過，其中包括局部調整所得稅率，增加工薪者配偶扣除，微調法人稅率等。不過，小額儲蓄者存款利息免稅政策被取消。總體來看，此次稅改降低了工薪者的稅收負擔。1988 年 12 月，國會通過竹下登內閣提交的稅收方案，進一步降低稅率，不過也引入了 3% 的消費稅⁴。另一方面，政府財政支出並沒有顯著增加。1986-1989 年赤字率均值为 0.07%，比 1981-1985 年低 3.5 個百分點。從赤字率的角度來看，1986-1989 年日本的財政政策是偏緊的，日本不僅沒有擴大支出，反而有所收緊。以 1987 年為例，日本財政預算依然是緊縮型的，美國財政部長貝克對此表示不滿，因為這意味著日本在擴大內需方面的力度不及預期⁵。不僅如此，從政府債務/GDP 比重來看，1990 年該比重為 69.6%，比 1985 年僅提高 0.7 個百分點。由此可見，1986-1989 年期間，日本政府力圖控制政府債務水平，財政政策屬於中性，而非積極。

³宮崎勇著，孫曉燕譯。日本經濟政策親歷者實錄[M]。中信出版社，2009：162-169。

⁴余炳雕和吳宇。20 世紀 80 年代以來日本稅制改革綜述[J]。現代日本經濟，2004，133（1）：15-20。

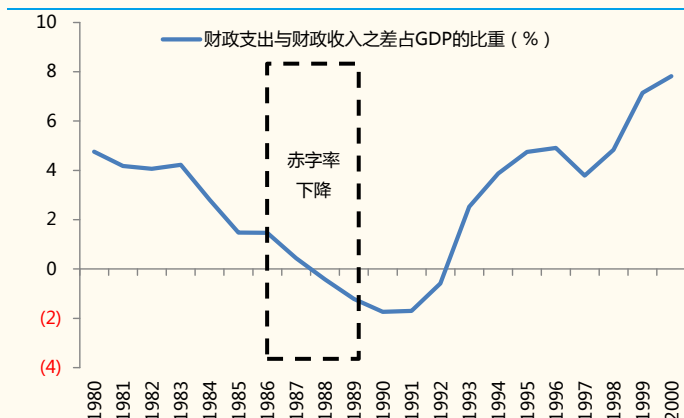
⁵<http://ln.people.com.cn/n2/2016/0517/c339841-28350739-3.html>

图表 14：1987-1988 年日本两次进行税收改革

税种	改革以前	1987年税改	1988年税改
个人所得税税率	10.5%-70%	10.5%-60%	10%-50%
个人所得税纳税等级	15级	12级	5级
个人所得税课税下限	50万日元	150万日元	150万日元
法人税	52.92%	51.56%	进一步削减
工薪者配偶的特别扣除	无	新增	保留
小额储蓄者存款利息	减税	20%	20%
消费税	无	无	3%

来源：《20 世纪 80 年代以来日本税制改革综述》，国金证券研究所

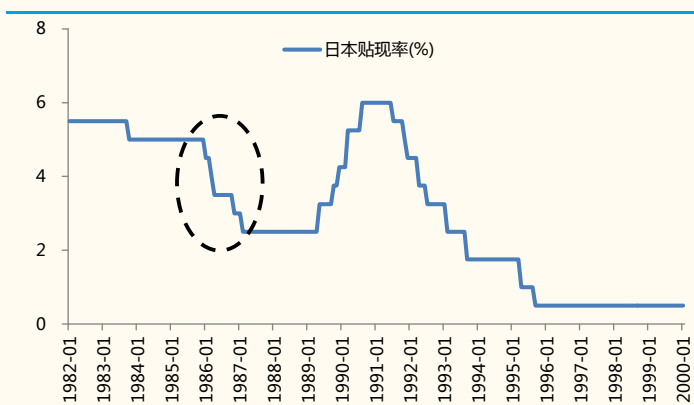
图表 15：1986-1989 年日本赤字率始终维持低位



来源：IMF, Wind, 国金证券研究所

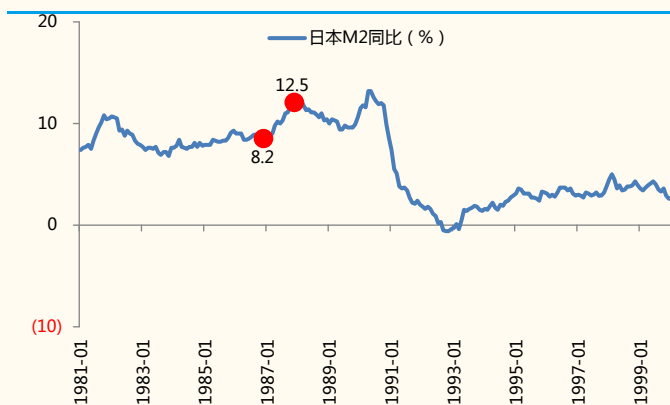
货币政策方面，多次下调贴现率，货币政策是宽松的。宽松的货币政策是最早开始应对经济下行压力的措施。1986 年，日本分别于 1 月 30 日，3 月 10 日，4 月 21 日和 11 月 1 日，四次下调贴现利率。由于 1986 年经济依然处于低迷状态，叠加货币政策效果具有一定的时滞性，大幅下调贴现利率并未对经济带来实质性改善效果。从 M2 同比来看，1986 年 M2 同比仅为 8.2%，比 1985 年降低 1.1 个百分点。日本央行于 1987 年 2 月 23 日再次下调贴现利率至 2.5%。相比于 1985 年 12 月底，贴现率共计下调 2.5 个百分点。1987 年，贴现利率下调的滞后效应开始发挥。1987 年 M2 同比 11.5%，比 1986 年高出 3.3 个百分点。此后，M2 同比均处于较高位置。值得一提的是，日本下调贴现利率的原因可能并不仅仅是为了扩大内需，而且还有一个原因在于缩小美日利差，阻止日元快速升值，后者还可能是主要原因，这一点从 1987 年 2 月下调贴现利率可以看出。1987 年 2 月 G5 财长签订《卢浮宫协议》，会议的旨意在于防止日元再度升值，美国财长贝克提出的条件是降低利率，扩大内需。降低贴现利率既能扩大内需，又有利于缩小美日利差，日本央行最终同意美国的方案。

图表 16：1986-1987 年日本央行 5 次下调贴现利率



来源：美联储，日本央行，Wind，国金证券研究所

图表 17：1987 年开始 M2 同比回升

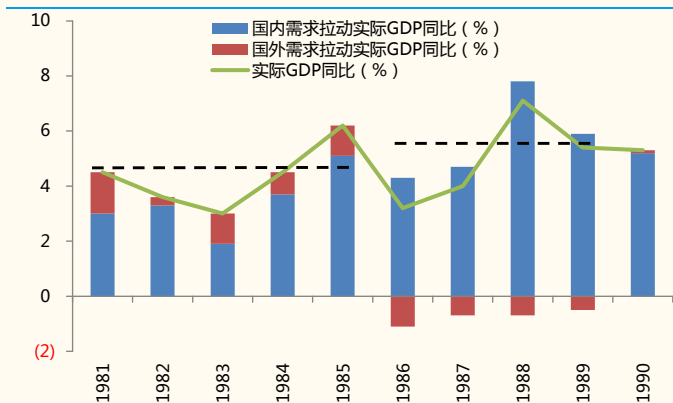


来源：日本央行，Wind，国金证券研究所

日本政府将扩大内需的责任更多地推给居民和企业，居民和企业成为加杠杆的主力，最终为经济陷入长期低迷埋下隐患。不得不承认的是，1986-1989 年日本政府中性财政政策和宽松货币政策确实促进了当时经济增长。1986-1989 年，日本 GDP 同比均值达到 4.9%，是一个比较高的水平。当经济面临下行风险时，货币政策和财政政策应该同时发力，然而，当时大藏省极力维持预算平衡，不愿意采用财政政策来降低经常账户盈余，这本质上就将扩大内需的责任推给了

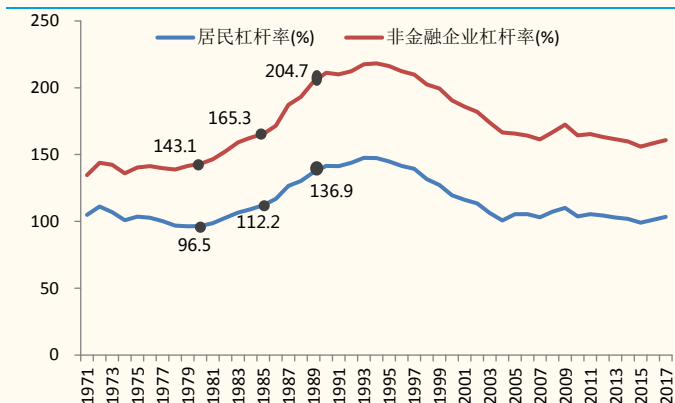
货币政策⁶，扩大内需的模式变成低利率政策激发居民和企业贷款活动，进而增加私人消费和企业设备投资，从而促进经济增长。1989 年居民和企业杠杆率分别达到 136.9%和 204.7%，分别比 1985 年高出 24.7 和 39.4 个百分点。经济增长建立在信用急剧扩张基础上，资产价格明显上涨，这为 90 年代日本经济陷入低迷状态埋下隐患。

图表 18：1986-1989 年日本经济逐渐回升



来源：日本内阁府，Wind，国金证券研究所

图表 19：1986-1989 年日本居民和企业杠杆率上升较多

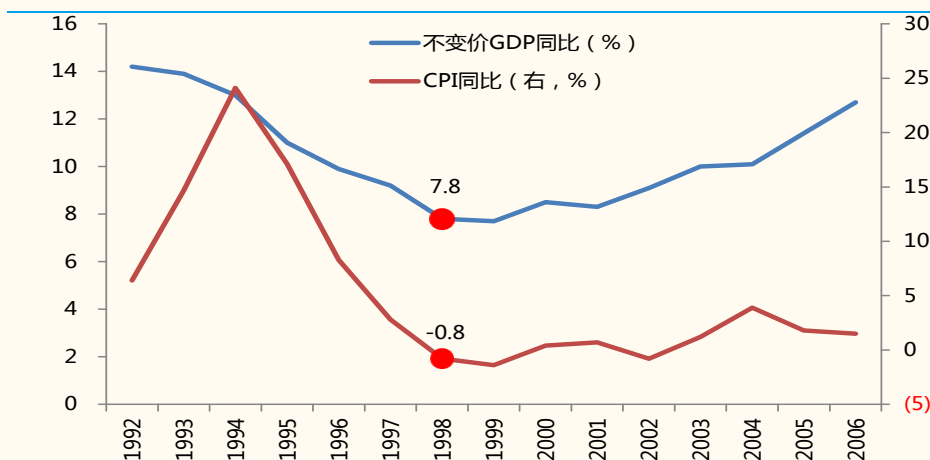


来源：BIS，国金证券研究所

3) 1998-2002 年，我国采取积极的财政政策与稳健的货币政策组合

1998 我国经济面临下行压力，1998-2002 年我国采取积极的财政政策与稳健的货币政策组合，稳增长的效果显著。1997 年亚洲金融危机爆发，不过，当年我国经济并未受到较大影响。1998 年政府工作报告提出，财政和货币政策的定位均是从紧。然而，1998 年 1 季度，GDP 当季同比下降至 7.3%，比 1997 年第 4 季度低 1.3 个百分点；CPI 下降至 0.3%，此后转负。亚洲金融危机的负向影响开始显现，我国经济面临增速下滑、通货紧缩的风险。1998 年政策发生调整，财政政策转变为积极，货币政策转变为稳健。政策实施的时间为 1998-2002 年。该段时间内，经济开始回升，通胀维持较低位置。以 2002 年为例，GDP 同比为 9.1%，CPI 为 -0.8%。从经济和通胀两个指标来看，积极的财政政策和稳健的货币政策的组合是成功的。

图表 20：受亚洲金融危机影响，1998 年我国经济面临下行压力



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

⁶ Koichi Hamada. Behind the US-Japan Trade Conflict[J]. World Economy, 2010, 18(2):269-294.

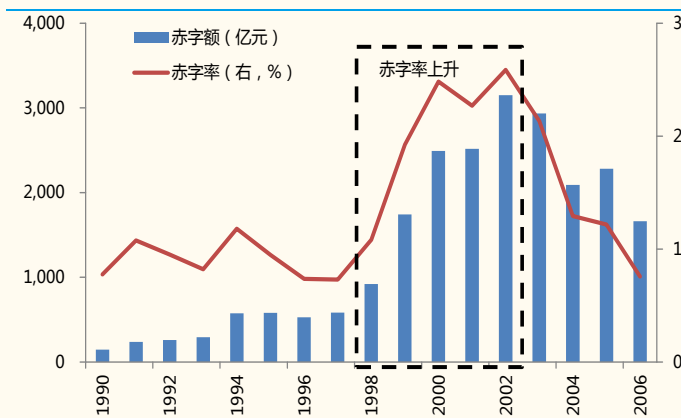
财政政策方面，大量发行长期国债，支持基础设施建设，财政政策是积极的。积极的财政政策集中体现在大量发行长期国债，支持基础设施建设上。1997-2002 年，长期国债共计发行 6600 亿元，用于重点投向水利、交通、通信等基础设施建设，并且长期国债带动银行贷款和其他社会资金形成 3.28 万亿元，两者合计占该时间段内全社会固定资产投资的比重达到 22.9%。此外，政府还通过出口退税等方式，鼓励企业出口。在积极财政政策影响下，1998 年赤字额和赤字率开始上升。1998-2002 年，赤字额和赤字率年度均值分别为 2475 亿元和 2.3%，分别比 1990-1997 年的均值高出 1764 亿元和 1.2 个百分点。

图表 21：1998 年财政和货币政策开始转向

时间	财政政策	货币政策
1997年	适度从紧	适度从紧
1998年	适度从紧转积极	适度从紧转稳健
1999年	积极	稳健
2000年	积极	稳健
2001年	积极	稳健
2002年	积极	稳健

来源：历年政府工作报告，国金证券研究所

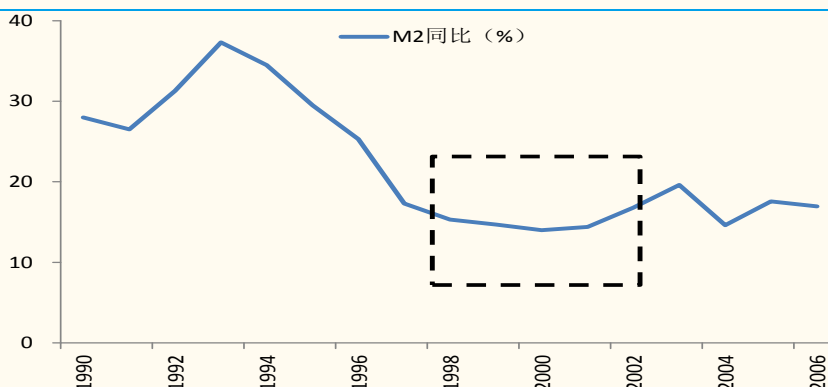
图表 22：1998-2002 年我国赤字额和赤字率明显上升



来源：财政部，国家统计局，Wind，国金证券研究所

货币政策方面，多次下调基准利率和法定存款准备金率，M2 同比保持相对稳定，货币政策属于稳健。其实，早在 1997 年，央行已经开始采取措施应对金融危机。1997 年央行下调存、贷款基准利率。1998-2002 年，央行共计五次下调存、贷款基准利率。2002 年底，1 年期存款基准利率和 1-3 年期贷款基准利率分别为 1.98% 和 5.49%，均比 1996 年低 549bp。此外，央行分别于 1998 年和 1999 年两次下调法定存款准备金率。2002 年底，法定存款准备金率为 6.00%，比 1997 年低 700bp。需要注意的是，存、贷款基准利率，以及法定存款准备金率大幅下调并非意味着货币政策是宽松的，这是因为当时的货币政策中间目标为 M2。从 M2 同比来看，1998-2002 年 M2 同比均值为 15.0%，从数值来看，并不算低，不过与 1990-1997 年和 2003-2006 年相比，属于偏低值。由此可见，货币政策始终保持着稳健。稳健的货币政策定位可能与当时名义 GDP 同比下滑相关。名义 GDP 同比下滑，经济活动中不需要过多的货币，否则容易引起严重的通货膨胀。

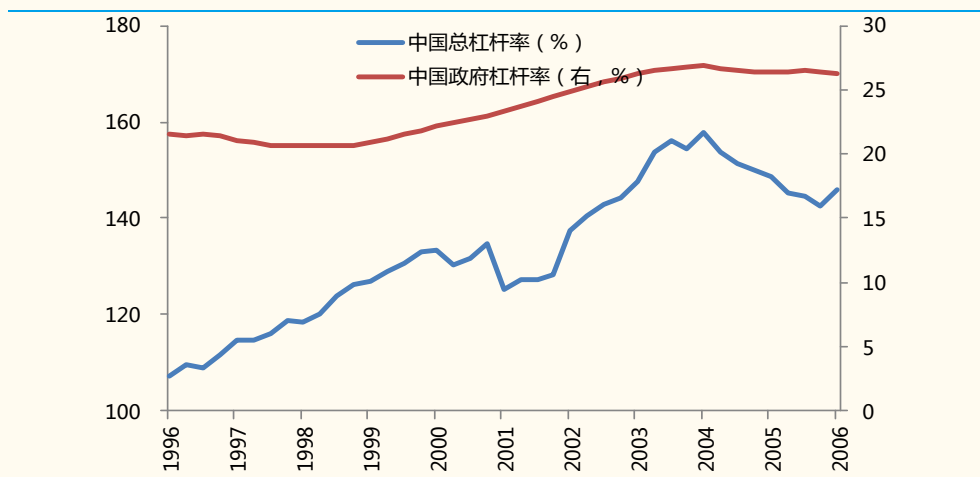
图表 23：1998-2002 年 M2 同比处于偏低位置



来源：中国人民银行，Wind，国金证券研究所

从扩大内需的责任来看，政府明显加杠杆，对于促进内需扩张起到重要推动作用。2002 年我国总杠杆率为 144.4%，比 1997 年高出 25.5 个百分点；政府杠杆率为 25.9%，比 1997 年高出 5.3 个百分点。考虑到国有企业等政府隐性债务，政府杠杆率上升较多，政府成为内需扩张的主要推动力量。

图表 24：1998-2002 年政府杠杆率有所上升

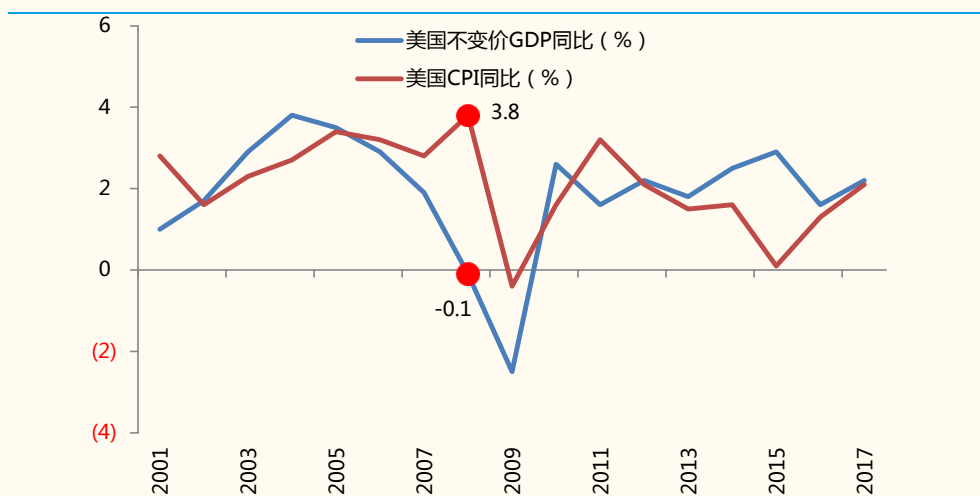


来源：BIS，国金证券研究所

4) 2008-2011 年，美国采取宽松财政和宽松货币政策的组合

2008 年次贷危机爆发，美国经济和物价均面临下行压力，2008-2011 年美国采取宽松财政和宽松货币政策的组合，经济逐渐开始回升，物价稳定。2008 年美国爆发次贷危机，经济和通胀均面临下行压力。2008 年第 3 季度，美国 GDP 开始明显下行，4 季度当季同比下降至-2.8%；CPI 也开始下降，12 月当月同比下降至 0.1%。美国政府采取宽松财政政策和货币政策的政策组合以应对金融危机，政策执行时间段大致为 2008-2011 年。该政策组合实施以后，美国经济开始逐渐回升，并逐渐稳定。2011 和 2012 年，GDP 同比分别为 2.6%和 1.6%；CPI 同比分别为 1.6%和 3.2%。因此，从 GDP 和 CPI 两项指标来看，该政策组合是成功的。

图表 25：2008 年美国经济和物价均面临下行压力



来源：美国经济分析局，美国劳工部，Wind，国金证券研究所

财政政策方面，减税与扩大政府支出同时实施，财政政策是非常积极的。积极财政政策从 2008 年第 4 季度开始实施，真正开始显现效果的时间应该从 2009 年开始。积极的财政政策经历小布什时期和奥巴马时期。减税政策方面，2008 年美国分别通过《经济刺激法案》、《紧急经济稳定法案》，共计减税 2780 亿美元。此后，美国陆续通过《美国复苏与再投资法案》、《税收减免法案》、《中产阶级税收减免和就业创造法案》等。2009 年，美国联邦财政收入为 2.1 万亿美元，比 2008 年减少 4190 亿美元。2010 和 2011 年财政收入分别为 2.2 和 2.3 万亿美元。2009-2011 年财政收入均维持较低位置，表明减税力度较大。扩大政府支出方面，2009-2011 年财政支出均维持较高水平，年度财政支出均值为 3.5 万亿美元。以 2009 年为例，财政支出为 3.5 亿美元，比 2008 年高出 5351 亿美元。财政赤字率方面，2009-2011 年赤字率均值高达 8.9%，为 1965 年以来的最高值。

图表 26：小布什时代的减税法案

总统	时间	主要法案	涉及税改税目	主要税改措施
小布什	2009年	《美国复苏与再投资法案》	改革房地产投资信托，强化了AMT限制；增加了企业AMT和研究与发展信贷	
			个人所得税减免	工作薪酬贷款和税收抵免；三个或三个以上子女家庭EITC比率提高到45%；已婚夫妇扣减额比单身/户主申报人高5,000美元；降低2009年和2010年确定的可退还儿童税收抵免的门槛值至3,000美元；将首次购房者的信用转换为可退还的信用贷款；2009年，每个失业工人获得高达2400美元的失业补偿；设置2009年购买的新车销售税的扣除额。
			AMT	将单独申报人的免税额调整为46,700美元，已婚为70,950美元，并延长至2009年。
			营业税条款	允许在2009年进行的合格投资中获得50%的红利减免；小型企业的净营业亏损结转期由二年延长至五年；扩大工作机会税收抵免和新市场税收抵免；允许企业在2009年和2010年以折扣价回购或赎回债务时推迟计算应税收入；拨款250亿美元用于2009年或2010年发行的回收区债券。

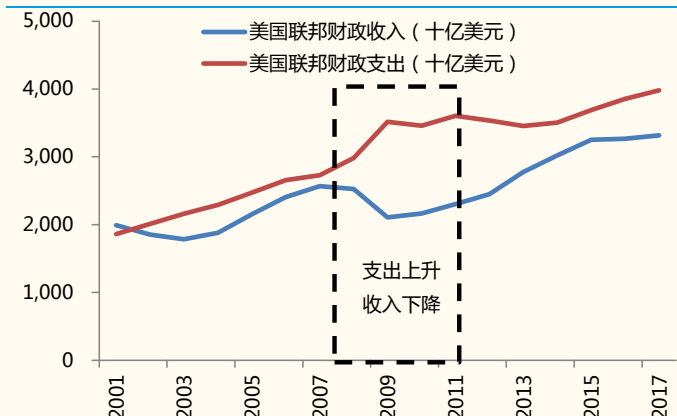
来源：美国国会，公开信息整理，国金证券研究所

图表 27：奥巴马时代的减税法案

总统	时间	主要法案	涉及税改税目	主要税改措施
奥巴马	2010 年	《税收减免法案》等	延长 2001 年的减税措施至 2012 年	保留 10/15/25/28/33/35% 的结构
				延长 \$ 1,000 儿童税收抵免 (CTC) 和退款。
				延期已婚减免的标准扣除，实行所得税抵免 (EITC)
				延长教育税减免，包括增加 Coverdell 教育储蓄账户的缴费限额，扩大雇主提供的教育援助范围，以及扩大学生贷款利息扣除范围
			AMT	单个申报人免税额 AMT 提高到 47,450 美元，到 2011 年已婚夫妇免税额为 72,450 美元
			遗产税	允许遗产税返还，2011 年和 2012 年免税额为 500 万美元，最高税率为 35%。
			临时工资税减免	员工年老、遗属和残疾保险 (OASDI) 税率下调两个百分点至 4.2%。
				“自雇就业缴款法” (SECA : Self Employment Contributions Act) 税率降低两个百分点至 10.4%
	2012 年	《中产阶级税收减免和就业创造法案》	截至 2012 年 12 月 31 日，员工 OASDI 税率下降 2 个百分点至 4.2%	
			到 2012 年 12 月 31 日，自雇人员的 OASDI 税率下降 2 个百分点至 10.4%	
	2012 年	《美国纳税人减免法案》	永久延长了某些 2001 年的减税政策	保留 10/15/25/28/33/35% 的税率结构。
				废除 AGI 单项纳税人 250,000 美元以下 (单身夫妇共同申请 300,000 美元) 的逐项扣除 (Pease) 和个人免税 (PEP) 的限制
				永久性延长儿童税收抵免 (CTC)，每名儿童 1,000 美元
				延长 500 万美元的房地产和赠与税免税以及 40% 的最高房地产税率
			永久延长某些 2003 年减税方案	除最高所得税税率以外，所有纳税人的长期资本收益和合格股息保留 0/15% 的税率
				废除持有五年以上资产出售资本利得 8/18% 的税率
			延长 2009 年的税改方案至 2017 年	在已婚纳税人逐渐增加的情况下，已婚纳税人共同申报 5000 元，高于单个申报者免除的数额，以及有三个或更多子女的家庭分阶段申报率为 45%
			提供永久性替代最低税率 (AMT) 减免	单个申报人 AMT 免税金额增加至 50,600 美元，已婚纳税人金额为 78,750 美元
				扩展的营业税增长，包括研究和实验费用的税收抵免，新的市场税收抵免，工作机会税收抵免

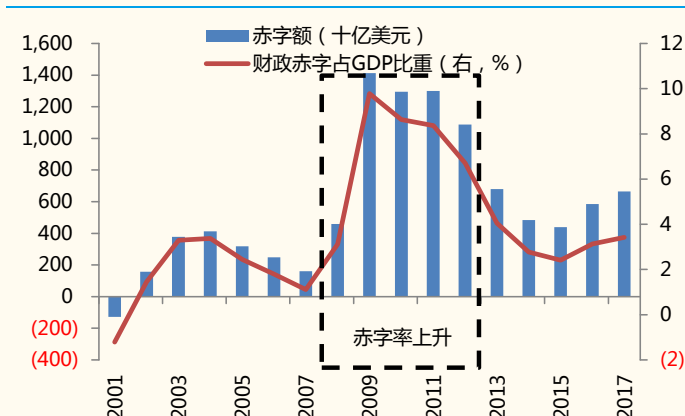
来源：美国国会，公开信息整理，国金证券研究所

图表 28：2008-2011 年美国财政支出明显增加



来源：美国国会预算办公室，Wind，国金证券研究所

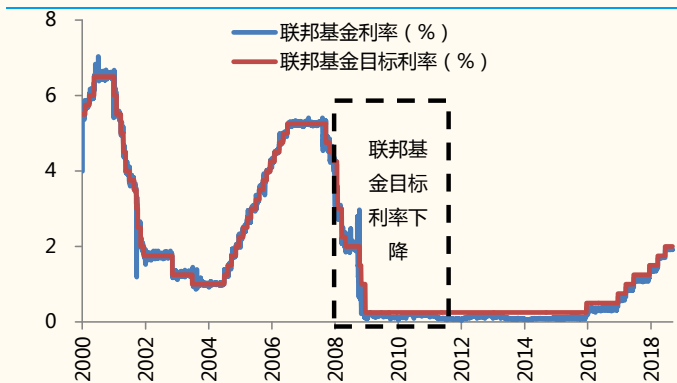
图表 29：2008-2011 年美国赤字额和赤字率均显著上升



来源：美国国会预算办公室，美国经济分析局，Wind，国金证券研究所

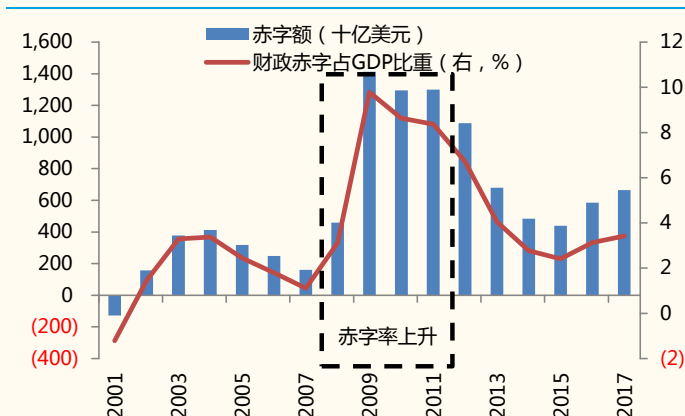
货币政策方面，降低联邦基金目标利率，扩大美联储资产购买，货币政策非常积极。积极的货币政策主要体现在两个方面：一是多次降低联邦基金目标利率。其实，早在 2007 年，美联储已经开始采取行动。2007 年，美联储三次下调联邦基金目标利率，至 4.00-4.25%。2008 年，美联储 7 次下调联邦基金目标利率，至 0.00-0.25%。2011 年，联邦基金利率年度均值下降至 0.10%，比 2007 年下降 492 个 bp。二是，扩大美联储资产购买。美联储通过扩大资产购买的方式，以突破 0 利率对宽松货币政策的限制，进而压低长端利率，刺激投资与消费增长。从 2008 年开始，美联储开始扩大资产购买。2008 年，美联储资产规模达到 2.3 万亿美元，高出 2007 年高出 1.3 万亿美元。此后，美联储继续扩大资产购买，直至 2011 年，第一轮购买结束。2011 年，美联储资产规模达到 3.0 万亿美元。

图表 30：2008 年美国多次下调联邦基金目标利率



来源：美联储，Wind，国金证券研究所

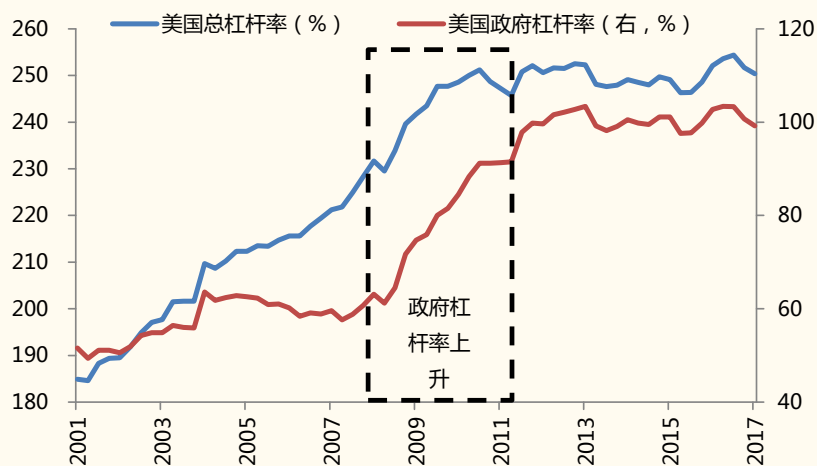
图表 31：2008-2011 年美联储资产规模急剧扩张



来源：美联储，Wind，国金证券研究所

从扩大内需的责任来看，美国政府杠杆率明显上升，成为内需扩大的主要力量。2011 年，美国总杠杆率为 252.1%，比 2007 年高出 23.8 个百分点；美国政府杠杆率为 99.8%，比 2007 年高出 39.1 个百分点。这也就意味着，美国政府在加杠杆，而居民和企业企业在减杠杆，美国政策成为内需扩张的主要推动力量。

图表 32：2008-2011 年美国杠杆率明显上升



来源：BIS，国金证券研究所

三、減稅寬財政和邊際寬松的貨幣政策是走出當前經濟困局的優先組合

1、當前應對經濟下行，減稅寬財政政策和邊際寬松的貨幣政策是優先組合，代價小，效果顯著

總結美國、日本和我國應對經濟下滑的經驗，我們可以發現，財政政策應當積極，貨幣政策應當靈活。在私人部門（非居民和企業）投資和消費意願低迷的情況下，財政政策應該發揮更大作用，政府加杠桿。美國主要通過減稅的方式，居民和企業負擔降低，相應地負擔轉移至政府，間接地刺激內需擴張。1998年，我國主要通過擴大政府支出，直接刺激內需擴張。無論是減稅還是擴大政府支出，都是積極的財政政策的體現，都意味著將負擔轉移至政府。如果僅僅採取適度寬松或者寬松的貨幣政策，而沒有採取積極的財政政策，就是在推動居民和企業杠桿，以此擴大內需，進而促進經濟增長。將擴大內需的責任推給居民和企業的做法，是不可取的，因為這樣容易導致泡沫出現，並且居民和企業抵禦危機的能力遠不及政府，泡沫破滅時，容易發生債務危機進而導致系統性風險。貨幣政策的松緊需要視通脹環境而定，當面臨嚴重通貨膨脹時，採取緊縮的貨幣政策；當面臨嚴重的通貨緊縮時，採取寬松的貨幣政策；當通貨膨脹偏低或者溫和時，採取邊際寬松的貨幣政策。

當前我國的狀況為，經濟增長面臨下行壓力，通貨膨脹溫和上升，減稅寬財政政策和邊際寬松的貨幣政策是優先組合，代價小，效果顯著。減稅寬財政政策主要體現在以下三個方面：一是下半年財政支出同比顯著高於去年同期水平。不過與今年上半年相比，相差不大。二是，地方專項債發行加速。根據政府工作報告的要求，今年新增專項債為13500億元，大部分將集中於9月份和10月份發行。專項債運用於基建投資，有效地推動基建投資回升。三是，我國依然存在減稅空間。經濟下行壓力下，企業負擔增加，需要通過減稅的方式幫助企業渡過難關。在當前，減稅應對經濟下行，具有代價小，效果顯著的特徵。邊際寬松的貨幣政策主要體現在以下兩個方面：一是將利率維持在偏低的位置，保持銀行間流動性充足。央行可以通過公開市場操作、逆回購利率、降低存款準備金等方式，保持銀行間流動性充足，將銀行間利率維持在偏低位置，防止銀行間利率上升過多或者下降過多。在銀行間利率維持在偏低的情況下，整個金融市場的利率也會處在偏低的位置。二是社融和M2同比維持較低位置。利率維持在偏低並未意味著信用擴張就會實現，原因在於在經濟下行的背景下，居民和企業財務會變差，合意的貸款對象減少，信用擴張受限。因此，社融和M2同比維持較低位置。

2、增值稅減稅的直接影響估算

減稅寬財政政策中，地方專項債發行加速和下半年財政支出同比顯著高於去年同期水平是比較明確的，而邊際寬松的貨幣政策正在實行過程中，未來減稅將成為政策關注的重點。從減稅項目來看，我們認為，增值稅稅率具有下調空間。因此，我們將從增值稅減稅的角度分析減稅寬財政政策的影響。

1) 增值稅減稅的直接影響

增值稅減稅是減稅寬財政政策的一個可能方向，不過增值稅減稅的力度會有多大，我們不得而知。不過，我們可以假設一些場景，在這些場景下，研究企業稅負以及政府赤字將會發生怎樣的改變。我們假定未來增值稅將會降低3%，以此估算增值稅的直接影響。

如果增值稅降低3%，且保持三檔稅率，企業減稅額度大約為0.7萬億-1.6萬億，赤字率存在0.8%-1.8%的上行空間。當前的增值稅為三檔稅率，因此，降低3%的方式有很多種。我們羅列出其中最有可能的三種方式。第一種是採礦業、工業、批發零售業增值稅稅率降至13%；其他行業稅率保持不變。第二種是採礦業、工業、批發零售業增值稅稅率降至13%，農業、建築業、房地產業、商務服務增值稅稅率降至7%，其他行業不變。第三種是，採礦業、工業、批發零售業增值稅稅率降至13%，農業、建築業、房地產業、商務服務增值稅稅率降至7%，住宿餐飲、金融業增值稅稅率降至3%。三種情形下，平均稅率分別為10.1%、9.3%和8.4%，平均稅率分別下降11.3%、18.8%和26.1%，企業減稅額分別為6907、11425和15921億元。減稅以後，政府財政收入降低，赤字率分別存在

上升 0.8%、1.3%和 1.8%的压力。需要说明的是，以上测算为直接影响。如果考虑到间接影响，例如减税以后，企业生产和投资增加，减税额度其实会更多，但是赤字率并没有测算值这么大。

图表 33：三档税率结构下，增值税税率降低 3%的影响估算

实施时间	三档税率结构	平均税率 (%)	税率降幅 (%)	年度减税额 (亿元)	减税额占GDP比重 (%)
2018年1月-4月	17-11-6	12.2	0.0	0.0	0.0
2018年5月至今	16-10-6	11.4	5.9	2389.4	0.3
未来税率调整	13-10-6	10.1	11.3	6907.1	0.8
	13-7-6	9.3	18.8	11424.6	1.3
	13-7-3	8.4	26.1	15920.7	1.8

来源：财政部，国家统计局，Wind，国金证券研究所

如果增值税降低 3%，且三档税率变为两档税率，企业减税额度大约为 1.3 万亿-2.2 万亿，赤字率存在 1.4%-2.4%的上行空间。2018 年政府工作报告提出，增值税按照三档并两档的方向调整税率水平。因此，本文假定两种形式。第一种是，采矿业、工业、批发零售业税率降至 13%，农业、建筑业、房地产业、商务服务增值税降至 6%。第二种是，采矿业、工业、批发零售业税率降至 13%，农业、建筑业、房地产业、商务服务、住宿餐饮、金融业降至 3%。两种情形下，平均税率分别为 9.0%、7.3%，平均税率分别下降 21.3%、36.2%，企业减税额分别为 12979 和 22029 亿元。减税以后，政府财政收入降低，赤字率分别存在上升 1.4%-2.4%压力。

图表 34：两档税率结构下，增值税税率降低 3%的影响估算

实施时间	两档税率结构	平均税率 (%)	税率降幅 (%)	年度减税额 (亿元)	减税额占GDP比重 (%)
2018年1月-4月	17-11-6	12.2	0.0	0.0	0.0
2018年5月至今	16-10-6	11.4	5.9	2389.4	0.3
未来税率调整	13-6	9.0	21.3	12979.1	1.4
	13-3	7.3	36.2	22028.7	2.4

来源：财政部，国家统计局，Wind，国金证券研究所

影响企业税负的因素不仅包括税率，还包括征管效率，需平衡中央和地方的财权与事权。影响征管效率的因素包括征管技术水平、地方政府的征管努力程度以及各项税收减免和优惠措施。名义税率由法律直接规定，然而，征管效率影响着企业面临的实际税率。例如，按照 17%、11% 和 6% 的三档税制，2017 年增值税平均税率为 12.2%，应交增值税为 10.0 万亿，然而，2017 年增值税税收为 5.6 万亿，实际平均税率仅为 6.8%。应交增值税和实际征收的增值税之间存在较大差异的重要原因就在征管效率。汤玉刚和苑程浩（2010）研究发现，当地方政府收入降低从而面临财政压力时，会提高税收征管力度，从而使得全国实际税率提高⁷。马光荣和李力行（2012）、陈晓光（2016）等人也得出类似结论⁸⁹。如果地方政府承担很大部分降税责任，地方政府可能通过提高征管效率的方式，促使企业面临的实际税率提高，减税效果将会大打折扣。因此，如果想要达到明显的减税效果，需要更好的平衡中央和地方的财权与事权。

3、增值税减税的间接影响——2004 年东北增值税改革分析

减税对经济的间接影响主要体现在以下三个方面¹⁰：一是减税可以有利于促进企业投资，从而刺激总需求扩张；二是减税有利于降低由税收带来的价格扭曲，从而提高资源配置效率，进而在长期内促进经济；三是减税能够促进产业结构调整 and 平衡区域发展。减税之所以能够发挥作用，根本的原因在于税收是价格的组成部分，在一定价格下，税额的高低将会对企业可支付利润带来直接或者间接地影响，从而对企业经营、投资活动带来影响¹¹。从现有研究来看，增值税减税对经济的影响主要集中于对投资的带动作用。本小节将从 2004 年东北三省的增值税改革出发研究增值税对投资的影响。

2004 年东北三省增值税改革，由生产型转向消费型，重复收税问题得到有效解决。2004 年，财政部和国家税务总局联合下发《东北地区扩大增值税抵扣范围若干问题的规定》，准许东北三省的装备制造业等 6 个行业的一般纳税人企业在缴纳增值税时，可以在进项税额中抵扣购买固定资产所缴纳的税额。此次规定核心解决的问题是，增值税由生产型转向消费型，避免购买固定资产被重复收税。增值税分为生产型和消费型。长期以来，我国一直执行的是生产型增值税。在生产型增值税模式下，企业需要缴纳的增值税税额等于销项税额减去进项税额，固定资产将会被两次征税：一次是购置固定资产时；一次是消费者购买由固定资产生产的消费品时¹²。如果按照消费型征税，购进的固定资产投资的税额可以在进项税额中抵扣，从而企业可以避免被重复收税。

企业增值税减税，带来税负降低，固定资产投资明显增加¹³。在增值税改革以前，东北三省与全国固定资本形成总额同比相差较小，且走势基本一致。然而，增值税改革以后，两者同比走势发生明显分化，表明企业增值税减税确实带来了固定资产投资的增加。2004 年，全国固定资本形成总额同比走低，然而，东北三省的固定资本形成总额同比继续上升，且保持高速增长。2004-2008 年，东北三省的固定资本形成总额同比均值为 31.9%，比全国高出 13.0 个百分点。

⁷汤玉刚，苑程浩. 不完全税权、政府竞争与税收增长[J]. 经济学(季刊), 2011, 10(1): 33-50.

⁸马光荣，李力行. 政府规模、地方治理与企业逃税[J]. 世界经济, 2012(6): 93-114.

⁹陈晓光. 财政压力、税收征管与地区不平等[J]. 中国社会科学, 2016(4): 53-70.

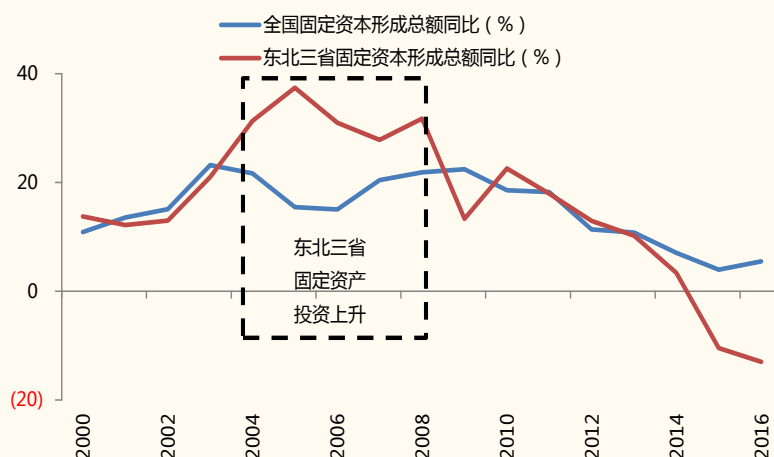
¹⁰申广军、陈斌开和杨汝岱. 减税能否提振中国经济？——基于中国增值税改革的实证研究[J]. 经济研究, 2016 (11): 70-82.

¹¹安体富. 当前世界减税趋势与中国税收政策取向[J]. 经济研究, 2002 (2) 17-22.

¹²Qing Liu, Yi Lu. Firm investment and exporting: Evidence from China's value-added tax reform[J]. Journal of International Economics, 2015, 97 (2): 392-403.

¹³聂辉华、方明月和李涛. 增值税转型对企业行为和绩效的影响——以东北地区为例[J]. 管理世界, 2009 (5): 17-35.

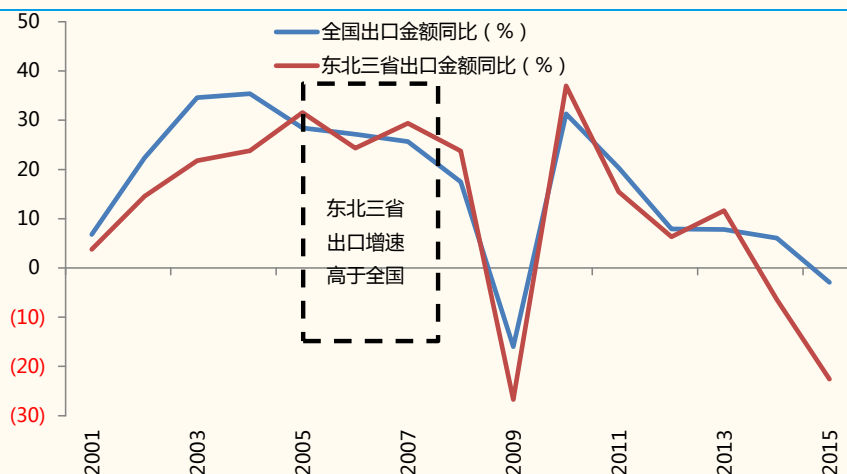
图表 35：2004-2008 年东北三省固定资本形成总额同比明显增加



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

受投资增加影响，企业生产率提升，出口也会相应增加¹⁴¹⁵。2001-2003 年，东北三省出口同比均值为 13.4%，比全国低 7.9 个百分点，明显低于全国。2005 年以后，东三省出口同比逐渐接近于全国水平，且在部分年份超过全国水平。2005-2008 年，东三省出口同比均值为 27.3%，比全国高出 2.6 个百分点。

图表 36：2005-2008 年东北三省出口同比高于全国水平



来源：海关总署，国金证券研究所

关于增值税减税的间接影响，我们需要补充以下三点：一是增税减税可能对消费和经济增长带来影响，然而从东北三省的经验来看，证据并不充分。增值税减税以后，部分商品价格会下降，居民消费也会相应上升。此外，投资和进口增加，会带动经济增长。我们发现，2004 年以后，东北三省的平均增速高于全国，经济增长确实较好。然而，在 2003 年之前，东北三省的平均增速已经高于全国，因此，我们无法直接证明 2004 年以后，东北三省的平均增速高于全国的原因是由增值税改革的影响。二是，增值税税率降低与增值税抵扣范围扩大，在减税方式上不一致，然而，两者都会改变商品价格，进而带来经济活动发生变化，两者的作用机制基本一致。东北三省增值税减税的间接影响对于增

¹⁴申广军、陈斌开和杨汝岱. 减税能否提振中国经济？——基于中国增值税改革的实证研究[J]. 经济研究, 2016 (11): 70-82.

¹⁵ Qing Liu, Yi Lu. Firm investment and exporting: Evidence from China's value-added tax reform[J]. Journal of International Economics, 2015, 97 (2): 392-403.

值稅稅率降低具有指導意義。三是增值稅減稅也會帶來負面影響，不過比較小。增值稅減稅後，投資相應增加，勞動力相對於資本價格上升，競爭力下降，可能導致失業增加。不過，增值稅稅率對就業的擠出效應比較微弱¹⁶。總體而言，增值稅減稅的正向影響更大。

風險提示：

1. 貨幣政策中性，但是通脹下行，導致實際利率上行，對經濟增長產生較大的下行壓力；
2. 財政政策支撐力度不夠，經濟下行壓力不能被有效對沖；
3. 積極的財政政策在執行的過程中不及預期。

¹⁶申廣軍、陳斌開和楊汝岱. 減稅能否提振中國經濟？——基於中國增值稅改革的實證研究[J]. 經濟研究，2016（11）：70-82.

特別聲明:

國金證券股份有限公司經中國證券監督管理委員會批准，已具備證券投資諮詢業務資格。

本報告版權歸“國金證券股份有限公司”（以下簡稱“國金證券”）所有，未經事先書面授權，本報告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷貝，或再次分發給任何其他人，或以任何侵犯本公司版權的其他方式使用。經過書面授權的引用、刊發，需註明出處為“國金證券股份有限公司”，且不得對本報告進行任何有悖原意的刪節和修改。

本報告的產生基於國金證券及其研究人員認為可信的公開資料或實地調研資料，但國金證券及其研究人員對這些信息的準確性和完整性不作任何保證，對由於該等問題產生的一切責任，國金證券不作出任何擔保。且本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，在不作事先通知的情況下，可能會隨時調整。

本報告中的信息、意見等均僅供參考，不作為或被視為出售及購買證券或其他投資標的邀請或要約。客戶應當考慮到國金證券存在可能影響本報告客觀性的利益衝突，而不應視本報告為作出投資決策的唯一因素。證券研究報告是用於服務具備專業知識的投資者和投資顧問的專業產品，使用時必須經專業人士進行解讀。國金證券建議獲取報告人員應考慮本報告的任何意見或建議是否符合其特定狀況，以及（若有必要）諮詢獨立投資顧問。報告本身、報告中的信息或所表達意見也不構成投資、法律、會計或稅務的最終操作建議，國金證券不就報告中的內容對最終操作建議做出任何擔保，在任何時候均不構成對任何人的個人推薦。

在法律允許的情況下，國金證券的關聯機構可能會持有報告中涉及的公司所發行的證券並進行交易，並可能為這些公司正在提供或爭取提供多種金融服務。

本報告反映編寫分析員的不同設想、見解及分析方法，故本報告所載觀點可能與其他類似研究報告的觀點及市場實際情況不一致，且收件人亦不會因為收到本報告而成為國金證券的客戶。

根據《證券期貨投資者適當性管理辦法》，本報告僅供國金證券股份有限公司客戶中風險評級高於 C3 級（含 C3 級）的投資者使用；非國金證券 C3 級以上（含 C3 級）的投資者擅自使用國金證券研究報告進行投資，遭受任何損失，國金證券不承擔相關法律責任。

此報告僅限於中國大陸使用。

上海

電話：021-60753903

傳真：021-61038200

郵箱：researchsh@gjzq.com.cn

郵編：201204

地址：上海浦東新區芳甸路 1088 號

紫竹國際大廈 7 樓

北京

電話：010-66216979

傳真：010-66216793

郵箱：researchbj@gjzq.com.cn

郵編：100053

地址：中國北京西城區長椿街 3 號 4 層

深圳

電話：0755-83831378

傳真：0755-83830558

郵箱：researchsz@gjzq.com.cn

郵編：518000

地址：中國深圳福田區深南大道 4001 號

時代金融中心 7GH