

# 2020 年守住六保是关键

## ——政府工作报告的六大看点

### 核心观点

不设置具体 GDP 目标而重视六保和脱贫,体现了实事求是。调查失业率与 CPI 都适度提高了容忍度,但重心在保就业,就业是六保之首。货币政策 M2 和社融增速显著高于去年,会形成 M2 冗余,推动资产价格上升,在房住不炒情况下,流入股市概率较大。财政政策提高赤字和特别国债各 1 万亿,其余收支缺口通过国有资本经营预算等调入。

#### □ 不再设置增长目标,保障就业六保关键

今年政府工作报告没有提出具体的经济增长目标,而是以保障就业、抓好“六保”作为今年工作的着力点,表明了现阶段政府不会出台“大水漫灌”的强刺激,而是引导逆周期政策聚力支持稳就业、保民生,支持重点项目建设,缓解中小企业经营压力,确保剩余贫困人口全部脱贫。

#### □ 财政政策积极发力,赤字资金直达市县

逆周期发力更加积极有为,财政工具使用规模超 11 万亿。减税降费是重要主线,全年预计为企业减负 2.5 万亿。赤字率提升至 3.6%将新增 1 万亿赤字规模,发行 1 万亿特别国债,两者共同发力成立特殊转移机制,资金安排直达地方县市。小微企业和个体工商户受疫情冲击较大,多措并举给予保障,有助于落实六稳和六保。

#### □ M2 社融显著提高,货币降准降息可期

政府工作报告“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”,政策导向明确,我们将社融和 M2 全年增速预测值进一步分别调高至 13%和 12%。政策工具方面,未来仍有降准、降息,宽货币+宽信用将向宽信用倾斜,央行继续着力降低贷款加权利率,主要通过降低 MLF 利率引导 LPR 下行,并降低存款基准利率。

#### □ 推动要素市场改革,继续坚持房住不炒

政府工作报告强调推进要素市场化配置改革,并对资本、土地、劳动力、技术和数据五大生产要素提出要求,推进要素市场化配置改革是供给侧改革进入“立新”阶段的重要标志,将是未来我国中长期经济发展的主线。坚持“房住不炒”体现出本轮地产调控的政策定力,地产政策大规模放开的概率不大。

#### □ 统筹抗疫经济发展,切实扩大有效投资

统筹抗疫与经济发展的关键在于:继续稳企业保市场主体;扩大有效投资稳住国内需求。既在短期内对冲疫情,也与中长期调结构促发展一致。

#### □ 稳定基本外贸外资,突出加强国际合作

面对外部环境变化,我国多措并举稳定外、贸外资基本盘,通过出口转内销、信贷支持、减税减费等方式稳定产业链和供应链。同时,我国继续坚定不移扩大对外开放、扩大进口,坚持以开放促改革,筹办好第三届进博会、增设自贸区是下一步重点任务,我国继续坚定维护多边贸易体制,突出加强国际合作。

分析师: 李超

执业证书编号: S1230520030002

邮箱: lichao1@stocke.com.cn

联系人: 张迪

邮箱: zhangdi@stocke.com.cn

### 相关报告

1 《赤字货币化之后会怎样?》

2020.05.19

2 《金融数据:“略高”的政策含义逐渐验证》2020.05.11

3 《货政报告首提 M2 社融“略高”的深意》2020.05.10

4 《今年重大项目有望拉动多少 GDP?》2020.05.06

5 《两会前瞻:经济增长目标还会有吗?》2020.04.29

报告撰写人: 李超

数据支持人: 张迪

**风险提示: 海外疫情防控不及预期; 逆周期政策落地不及预期**

## 正文目录

1. 不再设置增长目标，保障就业六保关键 .....	3
2. 财政政策积极发力，赤字资金直达县市 .....	3
3. M2 社融显著提高，货币降准降息可期 .....	5
4. 推动要素市场改革，继续坚持房住不炒 .....	6
5. 统筹抗疫经济发展，切实扩大有效投资 .....	7
6. 稳定基本外资外贸，突出加强国际合作 .....	7

## 图表目录

图 1：稳就业是当前货币政策首要目标 .....	5
表 1：本届政府历年工作报告目标 .....	3

## 1. 不再设置增长目标，保障就业六保关键

由于外贸形势和国际环境的不确定性较大，今年政府工作报告没有提出具体的经济增长目标，而是以保障就业、抓好“六保”作为今年工作的着力点，体现了实事求是的精神。保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转，“六保”中的每一个环节都是逆周期政策或改革方案出台的主要出发点。政府工作报告表明了现阶段政府不会出台“大水漫灌”式的强刺激，而是引导财政、货币、投资等政策聚力支持稳就业、保民生，支持重点项目建设，缓解中小企业经营压力，确保剩余贫困人口全部脱贫。我们认为，面对史无前例的疫情冲击和海外发达经济体大肆“印钞”的背景下，中国政府表现了十足的定力，也从侧面证明了我国经济仍具有较强的韧性，“留得青山，赢得未来”。我们认为，二季度经济转正，三、四季度经济回到合理区间，全年增速达到2%以上是有可能实现的。

受疫情影响，今年政府工作报告将城镇新增就业人数目标由去年的1100万调降至900万人，调查失业率目标由5.5%调整至6%，登记失业率目标由4.5%调整至5.5%，**适度提高了容忍度，其中调查失业率目标的调整幅度最小**。今年高校毕业生达874万人，规模再创新高，7、8月份进入毕业季后，失业率有二次冲高的风险，仍需要就业政策和逆周期政策发力。对于返乡农民工，采取就近解决就业的方法，扩大以工代赈规模、支持现代农业设施、饮水安全工程和人居环境整治等。

今年CPI工作目标适度调高至3.5%，符合我们去年报告中的判断。我们认为，我国的通胀主要取决于油价和猪价，全球基本面大幅回落的情况下原油价格难以大幅提振，叠加猪周期见顶，我们维持年内通胀已见高点，未来趋势下行的判断，CPI目标完成的概率较大。我们认为，今年保就业比控通胀更加重要，“六保”首保就业，逆周期政策的出台和实施将以就业目标为主要出发点，一旦调查失业率出现上行风险，逆周期政策将进一步加码。

表 1：本届政府历年工作报告目标

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
GDP (%)	7.5%	7%	6.5-7%	6.5%	6.5%	6-6.5%	未设定
CPI (%)	3.5%	3%	3%	3%	3%	3%	3.5%
城镇新增就业 (人)	1000 万	1000 万	1000 万	1100 万	1100 万	1100 万	900 万
城镇调查失业率 (%)					5.5%	5.5%	6%
城镇登记失业率 (%)	4.6%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	5.5%

资料来源：中国政府网，浙商证券研究所

## 2. 财政政策积极发力，赤字资金直达县市

逆周期发力更加积极有为，财政工具使用规模超11万亿。疫情之下，财政逆周期发力的政策基调不断提升，2月起至两会前，国常会、政治局会议等不断强调财政要积极有为，减税降费、专项债提额等部分财政工具发力特征已较为清晰。两会再次明确财政全年发力基调“积极的财政政策要更加积极有为。”我们此前判断2020年各项财政工具总使用规模将超过11万亿，现已验证，赤字率提升至3.6%以上凸显财政逆周期发力积极性，

较 2019 年新增 1 万亿预算赤字规模达到 3.8 万亿；政府工作报告进一步延长部分阶段性减税降费政策执行时间，全年为企业减负 2.5 万亿；同时，2020 年新增地方政府专项债规模 3.75 万亿，发行 1 万亿特别国债。

**减税降费是重要主线。**政府工作报告要求“加大减税降费政策力度，强化阶段性政策，与制度性安排相结合，放水养鱼，助力市场主体纾困发展”，同时宣布今年继续执行下调增值税税率和企业养老保险费率等制度，新增减税降费约 5000 亿元，并且前期中小微企业养老失业工伤保险单位缴费、减免小规模纳税人增值税等阶段性减税降费政策的执行期限全部延长至今年年底，此外小微企业、个体工商户所得税一律延缓到 2021 年。综合来看，前期阶段性减税降费、2019 年政策延续效应和延长减税降费政策将共同为企业减负 2.5 万亿。我们认为，疫情冲击导致企业经营面临较大压力，减税降费政策进一步加码，可以有效降低企业经营成本，助力复产复工有序恢复，同时避免个体工商户、小微企业、中小企业等出现倒闭、破产，可以在保就业、保市场主体、保产业链供应稳定等方面发挥积极作用。

**新增赤字规模和特别国债共同发力，资金安排直达地方。**根据政府工作报告，提升赤字率至 3.6% 新增的 1 万亿赤字规模和 1 万亿特别国债将全部转给地方，建立特殊转移支付机制，资金直达市县基层，主要用于保就业、保基本民生、保市场主体，包括支持减税降费、减租降息、扩大消费和投资等，强化公共财政属性。我们认为，疫情冲击导致地方财政收支缺口压力加大，根据财政部估计 2020 年地方财政减收增支 8000 到 9000 亿元，新增赤字和特别国债资金将有效缓解地方财政收支压力，以地方政府为抓手服务于“六保”目标，减税降费为企业减负，扩大消费和投资落实扩内需政策。其中资金直达市县基层凸显特别之处，相当于定向转移支付，对于疫情冲击较大、财政收入压力较大、次生伤害较为严重、失业压力较大的地区可以给予更多的定向支持，**刘昆部长也表示，中央财政对地方转移支付增加了 12.8%，这是历年最高的，凸显中央对地方财政支持的积极性。**

**多措并举保障中小微企业和个体工商户。**政府工作报告强调“保障就业和民生，必须稳住上亿市场主体，尽力帮助企业特别是中小微企业、个体工商户渡过难关。”我们认为，疫情对中小微企业和个体工商户带来多重冲击，主要表现为经营现金流恶化、收入锐减而刚性支出导致经营负担加重，同时这些企业的防御能力和自愈能力均较弱，目前已有适当性政策予以扶持，小规模纳税人增值税减免、小微企业个体工商户所得税延缓等减税降费政策有助于减轻企业负担，降低工商业电价等有助于降成本，延长中小微企业贷款还本期限、鼓励银行大幅增加小微企业信用贷、首贷、无还本续贷等方式也有助于稳定企业经营现金流；此外政府工作报告强调“为保市场主体，一定要让中小微企业贷款可获得性明显提高，一定要让综合融资成本明显下降。”我们认为，多措并举稳定小微和个体工商户意义重大，对稳就业、保民生有重要意义，是实现“六保”和“六稳”的重要抓手。

同时，政府工作报告强调“要大力优化财政支出结构，基本民生支出只增不减，重点领域支出要切实保障，一般性支出要坚决压减，各级政府必须真正过紧日子”，我们认为，考虑以收定支的财政纪律和疫情冲击加剧减收增支压力，财政必然要对支出结构进行调节，压减一般性支出符合预期，中央政府带头更凸显财政在有限约束下积极发力的态度。



### 3. M2 社融显著提高，货币降准降息可期

《政府工作报告》对于货币政策提出“稳健的货币政策要更加灵活适度。综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年”。去年末，M2 增速 8.7%，社融增速 10.7%，“明显高于去年”的措辞与一季度央行货币政策执行报告中“保持 M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速基本匹配并略高”的表述相匹配，意味着货币政策宽松力度将继续加码，在“就业优先政策全面强化”的背景下，我国货币政策的多目标中，稳就业是最重要的政策目标，与稳增长是一体两面，货币政策将继续维持稳健略宽松，综合运用各种工具组合，加大逆周期调节力度，降准降息可期。政策导向明确，预计金融数据将继续走高并远高于名义 GDP 增速，截至今年 4 月，信贷增速为 13.1%，社融增速 12%，M2 增速 11.1%，宽信用效果显著，我们将社融全年增速预测值进一步调高至 13%，M2 全年增速调高至 12%。

政策工具方面，未来仍有降准、降息。通过降准叠加目前较低的超额存款准备金利率，拉动银行信贷投放意愿，维持货币乘数高位，促进扩信用，未来“引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年”的政策基调下，扩信用仍为央行的重点，宽货币+宽信用将向宽信用倾斜。除了增加信贷投放，政府和债券市场也是扩信用重要方式，预计央行扩信用的方向主要有三个：基建、房地产及现金流较为紧张的优质企业，同时，政府工作报告明确提出“大型商业银行普惠型小微企业贷款增速要高于 40%”及“大幅增加制造业中长期贷款”等要求，信贷政策将充分发挥结构性调节作用，今年一季度，央行已经在 MPA 考核中进一步提高了小微、民营企业融资和制造业融资的考核权重，未来信贷将重点支持小微民营制造业领域，创新直达实体经济的货币政策工具，推动企业便利获得贷款，政府工作报告强调“加强监管，防止资金‘空转’套利”及“房住不炒”，意味着政策引导金融支持实体经济力度持续，切实解决实体经济融资问题。

图 1：稳就业是当前货币政策首要目标



资料来源：浙商证券研究所

降息方面，政府工作报告提出“推动利率持续下行”，预计央行将继续着力降低贷款加权利率，主要通过降低 MLF 利率引导 LPR 下行，并降低存款基准利率。通过降低逆回购、MLF 利率能够有效引导 LPR 下行，政策利率的下行也将带动广谱利率下行，带动

企业债券融资需求，扩大直接融资规模。从信贷供给的角度看，也需及时为银行减轻负债压力，拉动其信用投放意愿，近期银行存款利率已出现一定变化，部分银行主动下调了存款利率，市场化定价的货币市场基金等类存款产品利率也有所下行，贷款市场利率改革也有效地推动了存款利率市场化，由此我们认为，未来央行降低存款基准利率概率较大，不仅有助于为银行降低负债成本鼓励信贷投放，也体现出一定随行就市的利率调整。但由于存款基准利率是利率体系里的一个压舱石，实行起来要考虑得更多，比如物价的情况，现在 CPI 明显高于一年期的存款利率，另外也要考虑经济增长，还有内外平衡的因素，用这个工具要进行更加充分的评估。因此我们认为，存款基准利率后续频繁调整概率不大，央行将主要通过再贷款及 OMO 等方式为银行提供低成本资金。

#### 4. 推动要素市场改革，继续坚持房住不炒

政府工作报告强调推进要素市场化配置改革，并对资本、土地、劳动力、技术和数据五大生产要素提出要求：“推动中小银行补充资本和完善治理，更好服务中小微企业。改革创业板并试点注册制。强化保险保障功能。赋予省级政府建设用地更大自主权。促进人才流动，培育技术和数据市场，激活各类要素潜能”，我们认为要素市场化改革是供给侧改革的主要内容，是供给侧改革进入全新阶段的重要标志。4月9日中共中央、国务院印发《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》中指出，要实现要素价格市场决定、流动自主有序、配置高效公平，为建设高标准市场体系、推动高质量发展、建设现代化经济体系打下坚实制度基础。我们认为，《意见》标志着我国供给侧改革由“破旧”阶段全面进入“立新”阶段，要素市场化改革是未来我国中长期经济发展的主线。其一，我国供给侧依然有巨大潜力可以挖掘，这是中长期坚定做多中国最根本的逻辑。其二，要素市场化改革针对要素确权和要素交易两大难题进行突破，在此基础之上，技术、数据等新生产要素的市场化配置将成为现实，这将极大地激发各经济主体的创新活力，要素市场化改革的红利将对我国中长期经济基本面向好形成强有力的支撑，推动要素市场化改革对搞活经济、提升信心有重要作用。

政府工作报告强调“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展”，即使在当前经济面临较大下行压力的情况下，仍坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，体现出本轮地产调控的政策定力，我们认为这不仅有助于金融实质性支持实体经济，控制资金流向，也有助于防范资产价格泡沫化风险，在存量流动性持续宽裕的情况下，防止物价上行时，货币政策面临金融稳定和物价稳定两项最终目标难以抉择的两难。由此我们预计，地产政策大规模放开的概率不大，在因城施策的背景下，房地产市场或许仅能看到个别城市的边际政策调整。今年政府工作报告提出新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个以扩大有效投资，但未制定明确棚改目标，我们认为主要是配合房住不炒的政策方向，2017 年 5 月国务院常务会议提出未来 3 年再改造各类棚户区 1500 万套的计划，2018 年棚改完成 620 多万套，根据住建部数据，2019 年棚户区改造开工 316 万套，我们认为若今年无法完成“三年计划”既定目标，棚改的任务将在明年继续完成。

## 5. 统筹抗疫经济发展，切实扩大有效投资

政府工作报告指出要毫不放松常态化疫情防控，抓紧做好经济社会发展各项工作。我们认为，统筹做好抗疫和经济发展的关键在于两个方面：一是继续稳企业保市场主体；二是扩大有效投资稳住国内需求。

其一，稳企业保住市场主体，短期纾困，中长期促发展。我国有上亿个市场主体，保住这些主体就是保障就业和民生，千千万万的微观主体也是经济恢复到合理增长区间的重要动力。政府工作报告中从加大减税降费力度、降低企业生产经营成本、强化对稳企业的金融支持三个方面稳市场主体。具体措施主要包括：下调增值税税率和企业养老保险费率等制度，新增减税降费约 5000 亿元；延长免征公共交通运输、餐饮住宿、旅游娱乐、文化体育等服务增值税、减免港口建设费执行期限；降低电价、宽带和专线费用、减免租金；对普惠型小微企业贷款应延尽延，大型商业银行普惠型小微企业贷款增速要高于 40%。

其二，扩大有效投资，在短期内拉动内需，促消费惠民生，对冲疫情对国内需求和海外需求的不确定性冲击；在中长期具有调结构特点，例如“两新一重”建设，新型基础设施、5G 建设应用、推广新能源汽车等有效投资有助于激发消费新业态、促进产业升级。同时，新型城镇化建设围绕老旧小区改造（3.9 万个）开展，交通、水利等重大工程建设持续发力，今年增加国家铁路建设资本金 1000 亿元。政府工作报告中指出：今年拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元，提高专项债券可用作项目资本金的比例，中央预算内投资安排 6000 亿元。

## 6. 稳定基本外资外贸，突出加强国际合作

稳定基本外贸外资，保障产业链、供应链。政府工作报告表示“面对外部环境变化，要坚定不移扩大对外开放，稳定产业链供应链，以开放促改革促发展，促进外贸基本稳定”。2020 年疫情发生以来，疫情全球化扩散，导致全球总需求下行、全球供应链受挫和全球贸易量锐减，我国外贸面对较大挑战，外需依赖度较高的行业将受到较大冲击，相关行业的稳就业压力也会加大。考虑到外贸出口压力较大，政府工作报告实施“出口转内销、信贷支持、减税降费”等针对性政策予以对冲，保障产业链和供应链稳定，我们认为，通过出口转内销一定程度上能减少外需下降带来的冲击，加大信贷投放也有助于支撑外向型企业的现金流稳定，同时辅以降成本举措为企业减负可以改善经营绩效，上述措施一定程度上可以对冲降低潜在外贸冲击，有助于保障产业链和供应链体系的稳健。

此外，我们提示两条逻辑可能阶段性支撑我国出口，其一是防疫物资出口，自 3 月起我国口罩、呼吸机防疫物资出口的日均出口额不断提升，有助于提振整体出口；其二，海外经济体经济停滞，供给较需求下滑更快产生供需缺口，我国疫情基本消退，中国产品填补全球供需缺口也将适当提振我国出口。

坚定对外开放、扩大进口，筹办好第三届进博会，增设自贸区。政府工作报告要求“筹办好第三届进博会；大幅缩减外资准入负面清单，出台跨境服务贸易负面清单。营造

内外资企业一视同仁、公平竞争的市场环境。高质量共建“一带一路”。坚持共商共建共享，遵循市场原则和国际通行规则，发挥企业主体作用，开展互惠互利合作。”我们认为，坚定扩大对外开放、扩大进口是我国落实以改革谋发展的战略措施。**进博会是中国为维护多边贸易体制、支持经济全球化搭建的公共平台，是我国扩大进口、发展更高水平面向世界的重要平台，筹办好第三届进博会较为重要；**大幅缩减外资准入负面清单有助于进一步吸引外资流入，内外资“一碗水端平”有助于进一步改善我国的营商环境，共建国际通行规则、开展互惠互利合作有助于进一步提升我国在全球贸易中的参与度。同时，政府工作报告强调“赋予自贸试验区更大改革开放自主权，加快海南自由贸易港建设，在中西部地区增设自贸试验区、综合保税区，增加服务业扩大开放综合试点。”我们认为，增设自贸区并赋予自贸区更大改革开放自主权，符合我国坚定对外开放、扩大进口的改革思路，是推动高质量发展、激发市场活力、推进要素流动等重要方式。

**突出加强国际合作。**政府工作报告表示“推动贸易和投资自由化便利化。坚定维护多边贸易体制，积极参与世贸组织改革。推动签署区域全面经济伙伴关系协定，推进中日韩等自贸谈判。共同落实中美第一阶段经贸协议。中国致力于加强与各国经贸合作，实现互利共赢”。我们认为，中国参与全球贸易、维护多边贸易体系的决心不会变，政府工作报告表态再次明确这一态度，我国致力于加强国际合作，致力于在多边贸易体系中扮演更重要的角色。特别是在全球遭受新冠疫情冲击之时，全球更应该携手应对疫情冲击，正如同习主席在 73 届世界卫生大会中的建议，全球各国应当在全球公共卫生治理、国际宏观经济政策、国际合作等方面的合作和协同，共同应对疫情冲击。



## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>