

美国财政政策是明年的需求亮点吗？

核心观点：

2020 年以来，美国政府通过立法的形式推出了诸多较大力度的财政政策举措，总体而言，特朗普时期推出的《冠状病毒防疫和响应补充拨款法案》、《家庭优先冠状病毒应对法案》、CARES 法案、《薪资保护计划与优化医疗保健法案》、2021《综合拨款法案》（部分）有较强的救急属性，财政政策投入方向主要包括：（1）为企业提供流动性支持；（2）减税、延缓税收；（3）减缓失业；（4）救助低收入人群。货币、财政政策的方向均为阻断经济主体在疫情期间受重创从而引发负向循环。

2021 年拜登上台后，拜登政府所推出的财政政策既有在重建美好（Build Back Better）纲领下对疫情影响的应对，也在遵循民主党一贯重视“公平”而非“效率”的政策措施，还兼顾了对于气候、新能源等美国经济长期发展方向的塑造，主要包括《美国救援计划》、《基础设施投资和就业法案》和仍在推进中的《重建美好未来法案》。

我们从四个角度分析美国财政政策的影响：第一，从长远看，2020-2021 年美国所推出的财政法案在未来 10 年主要发挥扩张性作用，合计的赤字扩大规模约为 5.27 万亿美元；第二，2022-2023 年美国财政刺激力度边际有所下降，联邦债务占 GDP 比重预计也将下降；第三，结构上，我国交通运输设备及零部件、机械设备及零部件、电气设备及零部件、通信和电子设备制造、化工制品、与基建相关的金属制品方面对美国出口较多的企业经营可能受到美国基建计划提振，并带来相应投资机会；第四，美国财政政策对于美国居民部门消费支出的积极影响也已经体现得较为充分，未来的正向带动有限。

由此来看，虽然拜登政府仍在如火如荼地推动财政计划，但是美国财政政策对于明年总需求的总量积极影响有限，刺激力量弱于 2021 年，影响主要呈现结构性特征。

主要预测

%	21E	22E
GDP	8.0	4.4
CPI	0.9	2.5
PPI	8.5	6.2
社会消费品零售	10.2	6.1
工业增加值	9.1	3.5
出口	28.8	3.2
进口	30.3	8.6
固定资产投资	4.5	4.9
M2	8.5	8.0
人民币贷款余额	13.1	10.7
1 年期存款利率	1.5	1.5
1 年期贷款利率	4.35	4.35
人民币汇率	6.44	6.0

最新数据（10 月）

工业	3.1
城镇投资	7.3
零售额	4.4
CPI	0.7
PPI	10.7

资料来源：CEIC、招商证券

罗云峰 S1090518110003
luoyunfeng@cmschina.com.cn
刘亚欣 S1090516100001
liuyaxin@cmschina.com.cn
张一平 S1090513080007
zhangyiping@cmschina.com.cn
高明 S1090518010002
Gaoming3@cmschina.com.cn
张秋雨 S1090519010001
Zhangqiuyu@cmschina.com.cn
马瑞超 研究助理
maruichao@cmschina.com.cn
张岸天 研究助理
zhangantian@cmschina.com.cn

一、新冠疫情期间的美国财政政策

2020 年以来，美国政府通过立法的形式推出了诸多较大力度的财政政策措施：

1、《冠状病毒防疫和响应补充拨款法案》。2020 年 3 月 6 日，上一任美国总统特朗普签署了一项 83 亿美元的应对病毒紧急法案《冠状病毒防疫和响应补充拨款法案》，该法案旨在及时满足美国公共卫生系统的医疗资源，支持医疗卫生部门抗疫，具体包括补充各州医疗资金、支持疫苗和诊断剂研发等。同时，法案还致力于扩充小型企业贷款补贴。

2、《家庭优先冠状病毒应对法案》（FFCRA）。2020 年 3 月 18 日，国会及总统签署通过了规模约 1920 亿美元的《家庭优先冠状病毒应对法案》（Families First Coronavirus Response Act, FFCRA），主要投向是支持企业带薪病假、提供免费病毒检测、扩大失业保险、增加食品补助等。法案规定了与受疫情影响较大的雇员相关的紧急带薪休假法案，因疫情原因无法从事未成年儿童托管的雇员可以获得最多 10 周的假期，病毒感染雇员最多可获得 3 个月的紧急医疗休假，且雇主必须支付雇员不少于正常工资 2/3 的工资补贴。

3、《冠状病毒援助、救济和经济安全法案》（CARES）。2020 年 3 月 28 日，特朗普于白宫正式签署第三轮经济刺激法案《冠状病毒援助、救济和经济安全法案》（Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act, CARES），《CARES 法案》是二战以来美国出台的最大规模救助方案，总规模为 2.3 万亿美元，约占美国 GDP 的 11%，主要涉及领域是税收减免、个人救济、企业援助等。法案主要包括以下内容：（1）针对个人救济，为每人提供 1200 美元的可退还税收抵免额以及 39 周的失业保险，还支持部分税收减免和个人所得税的延迟缴纳。（2）针对企业援助，美国政府将重点救助对象精准定位为航空、酒店、餐饮等受疫情冲击较大的服务业企业。一是向疫情期间陷入困境的美国航空企业注入 250 亿美元的直接经济援助；二是向小型企业提供相当于最多 500 名员工 2.5 个月平均工资的贷款 3500 亿美元；三是减免企业税收，允许企业 2018 ~ 2020 年最多 5 年的净经营亏损结转，并且将净商业利息占应税所得额的扣除限制由 30% 调整到 50%。（3）针对联邦支出和地方政府援助，提供总规模为 3500 亿美元的联邦财政支出，包括 1300 亿美元的医疗资金；向各州按人口比例分配至少 12.5 亿美元的财政援助。

表 1: CARES 法案主要救助方向

类型	财政措施	规模(亿美元)	占 GDP 比重 (%)	主要内容
个人救济	可退换税收抵免	2500	1.2	为每人提供 1200 美元的可退还税收抵免额
	失业保险	2500	1.2	为个人提供的失业保险补助从 28 周延长至 39 周
	联邦税申报及纳税期限延			联邦所得税由 2020 年 4 月 15 日自动延期至 7 月 15 日申报及缴纳税款，若提交申请，则可以第二次延期至 10 月 15 日
企业援助	小型企业贷款和工资补贴	3490	1.8	为小型企业提供相当于最多 500 名员工 2.5 个月平均工资的贷款 3500 亿美元
	企业税收减免	3760	1.4	允许企业将 2018 ~ 2020 年的净经营亏损向以前最多 5 个纳税年度结转；净商业利息扣除限制由应税所得额的 30% 调整到 50%
联邦财政援助	联邦财政支出	3500	1.6	提供总规模为 3500 亿美元的联邦财政支出，包括 1300 亿美元的医疗资金
	地方政府援助	1500	0.7	向各州按人口比例分配至少 12.5 亿美元的财政援助

资料来源：美国国会，《新冠肺炎疫情期间各国财政政策的实践、特征与思考》

4、《薪资保护计划与优化医疗保健法案》。2020 年 4 月 24 日，美国参议院通过了 4830 亿美元的《薪资保护计划与优化医疗保健法案》（Paycheck Protection Program and HealthCare Enhancement Act），旨在为中小型企业提供贷款、帮助医院运行以及对新冠肺炎的研究法案具体内容包括：（1）3210 亿美元的新资金将用于“薪资保护计划”，以帮助留住工人的小企业；（2）620 亿美元将被用于小型企业管理局的灾难援助贷款和赠款；（3）750 亿美元用于医院建设；（4）250 亿美元用于支持扩大新冠病毒测试。

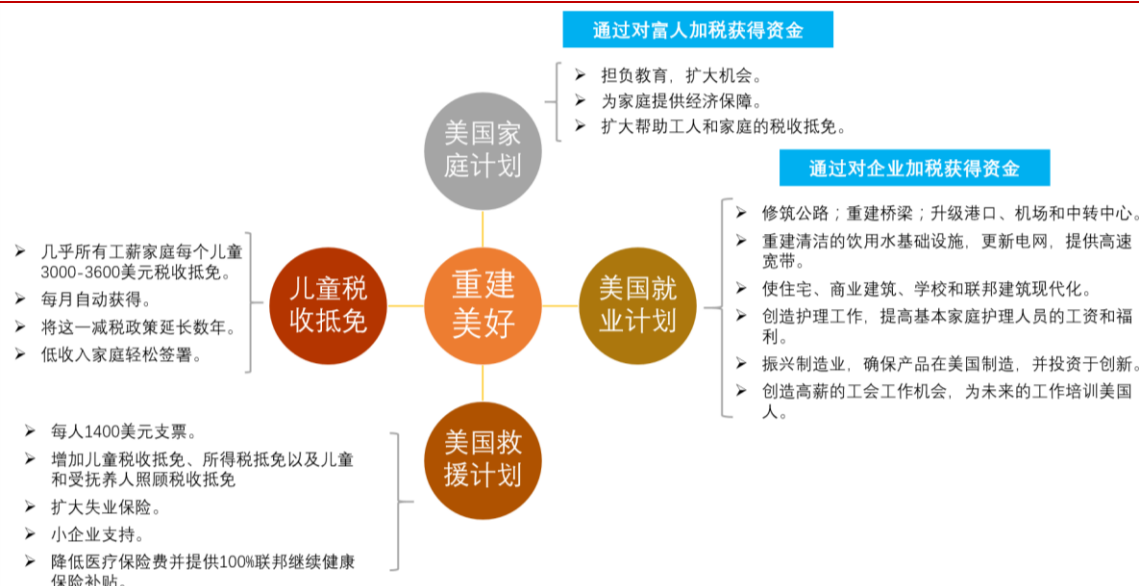
5、2020年12月28日，特朗普总统签署了8680亿美元（约占GDP的4.1%）的冠状病毒救济和政府资助法案，作为2021年《综合拨款法案》的一部分。该法案包括到3月14日为止每周增加300美元的失业救济金、向个人直接支付600美元的刺激金、另一轮PPP贷款、疫苗资源、测试和追踪以及K-12教育资金。

总体而言，特朗普时期有关新冠疫情的财政政策有较强的救急属性，财政政策投入方向主要包括：（1）为企业提供流动性支持；（2）减税、延缓税收；（3）减缓失业；（4）救助低收入人群。货币、财政政策的方向均为阻断经济主体在疫情期间受重创从而引发负向循环。

2021年拜登上台后，拜登政府所推出的财政政策既有在重建美好（Build Back Better）纲领下对疫情影响的应对，也在遵循民主党一贯重视“公平”而非“效率”的政策措施，还兼顾了对于气候、新能源等美国经济长期发展方向的塑造。

拜登政府提出“新冠疫情、气候、种族平等、经济、医疗、移民、恢复美国在全球的地位”7个首要目标，其中非常鲜明地凸显出对平民阶层利益、公平、平等等层面的关注，即使是在经济以及恢复美国在全球的地位方面，拜登也并非强调短期的经济增长和经济利益，而是从就业机会、小企业机会、中产阶级、价值观等层面切入。具体操作层面，拜登初期计划推出《美国救援计划》、《美国就业计划》、《美国家庭计划》，并通过对富人、对企业加税的方式支持上述计划的支出。然而由于2020年美国财政赤字已经出现了显著扩大，加之两党博弈加剧，拜登的财政政策推进也是一波三折，在既定政策方向上，具体的政策安排做出了一些调整。

图1：拜登为实现“重建美好”而推出的政策措施



资料来源：白宫，招商证券

6、《美国救援计划》。2021年3月11日，拜登总统签署了《美国救援计划》（American Rescue Plan），使其成为法律。该计划提供了新一轮冠状病毒救济，估计费用为18440亿美元（约占2020年GDP的8.8%）。该计划侧重于投资于公共卫生应对措施，并向家庭、社区和企业提供有时限的援助。该法案内容包括：扩大失业津贴计划（包括补充失业津贴），向符合条件的个人发放1400美元的直接刺激金；1600亿美元用于实施新冠疫苗接种计划，超过4000亿美元用于应对和解决新冠疫情；1300亿美元用于安全开放学校；提供50亿美元的新冠病毒基金，用于支持教育项目和学生的学习需求；向受灾严重的个人和家庭额外提供300亿美元的租金、关键能源和水援助，帮助租房者和小房东维持生计；提供50亿美元的紧急援助，帮助经历无家可归或面临无家可归风险的人获得住房；延长15%的补充营养援助计划（SNAP）福利增长，投资30亿美元帮助妇女、婴儿和儿童获得他们需要的食物；为美国领土的居民提供10亿美元的额外营养援助；将最低工资提高到每小时15美元；建立250亿美元的紧急稳定基金，帮助遭受重创的儿童保育机构，包括家庭儿童保育院，支付费用并安全运营；为各州追加10亿美元以支付因大流行危机而需要向贫困家庭提供临时援助（TANF）受援者提供的额外现金援助；帮助联邦进行信息技术现代化，以防止未来的网络攻击，投资90亿美元帮助美国在网络安全和信息安全局（CISA）和美国总务管理局（General services Administration）推出新的重大IT和网络安全共享服务；2亿美元用于额外网络安全技术和工程专家招聘；CISA追

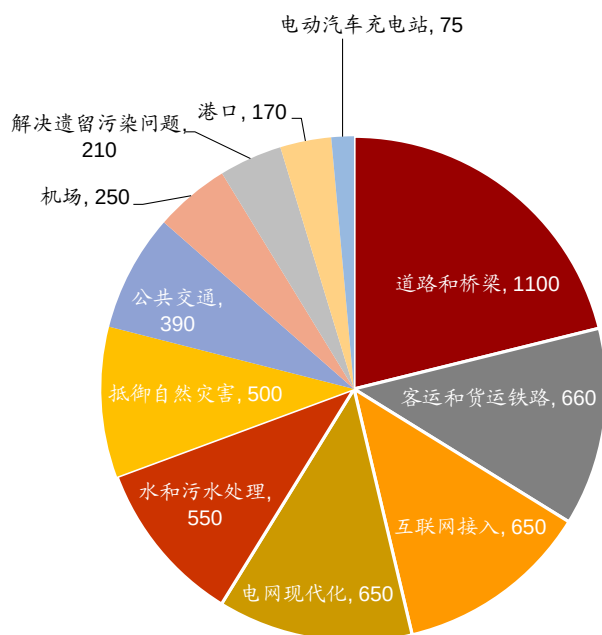
加 6.9 亿美元来加强联邦民用网络的网络安全和新的共享安全和云计算服务试点。

2021 年 3 月 31 日，拜登公布了《美国就业计划》，这一规模约为 2 万亿美元的财政计划主要包括对美国生产力和长期增长的一次性资本投资，不仅涉及了修复修建道路、桥梁、供水系统、学校、医院等传统基建，还涉及电动汽车、清洁能源、振兴制造业及研发、老年人残疾人关怀等十分广泛的支出领域。同时拜登希望通过将企业税率从 21% 提高到 28%（仍低于特朗普降税前的 35%），将美国跨国公司的最低税率提高到 21%，来支付《美国就业计划》的费用。此后为更快获得国会通过，拜登将涉及基建投资的部分分拆出来，单独构成法案进行“国会闯关”。

7、《美国就业计划》中的基建部分：《基础设施投资和就业法案》。2021 年 11 月 5 日，美国众议院以 228: 206 的投票结果通过了美国几十年来最大的基础设施一揽子计划《基础设施投资和就业法案》(Infrastructure Investment and Jobs Act)，11 月 15 日，拜登正式签署立法。该法案涉及约 5500 亿美元的新增支出，支出总规模为 1.2 万亿美元，但涵盖了联邦预算中本就纳入的一部分支出。白宫预计，加上重建框架 (Build Back Framework)，法案将在未来 10 年平均每年增加 150 万个工作岗位。

整体来看，基建法案投资领域主要包括：（1）翻新或建设道路、桥梁、铁路、港口、公路；（2）更换管道、升级和加固国家电网；（3）高速互联网建设；（4）对抗人为气候变化灾难的基建投资；（5）电动车和清洁能源领域。具体如下：（1）高速公路、道路和桥梁：1100 亿美元；（2）客运和货运铁路：660 亿美元；（3）互联网接入：650 亿美元；（4）电网现代化：超过 650 亿美元（5）水和污水处理：550 亿美元；（6）抵御自然灾害：超过 500 亿；（7）公共交通：390 亿美元；（8）机场：250 亿美元；（9）解决遗留污染问题：210 亿美元；（10）港口基础设施和航道：170 亿；（11）电动汽车充电站：75 亿美元。

图 2：拜登基建法案的资金投向（单位：亿美元）



资料来源：白宫，招商证券

8、推进过程中的《重建美好未来法案》。2021 年 11 月 19 日，美国众议院以 220 票对 213 票的结果通过了拜登的 1.75 万亿元“更好重建法案” (Build Back Better Act)，法案主要涵盖社会支出和气候变化方面的投入。法案仍有待在预算协调机制下的参议院表决，或于圣诞节前举行。

法案主要涉及税收减免、卫生保健、儿童护理、住房、环境、税收、移民、带薪家庭和医疗假方面的政策：

税收减免方面，扩大的儿童税收抵免将再持续一年；将为所有 3 岁和 4 岁的儿童建立普遍的学前教育，并为较贫穷和中等收入的美国人提供托儿补贴；将为高等教育和劳动力发展提供 400 亿美元的资金。

卫生保健方面，预计净花费 350 亿美元来将医疗保险将被扩大到包括助听器；与《平价医疗法案》相关的扩大的保

险费税收抵免将被延长到 2025 年；1500 亿美元用于支持家庭保健的医疗补助计划；900 亿美元用于投资，包括资助孕产妇保健、社区暴力倡议、弱势农民、营养和大流行病的准备；老年人自付的医疗保险 D 部分费用将被限制在 2,000 美元，胰岛素的价格降低到不超过 35 美元一剂；将建立一个医疗保险药品谈判计划。

儿童护理方面，计划收入不超过一个州收入中位数 250% 的父母应支付不超过其收入 7% 的托儿费用。

住房方面，1,500 亿美元将用于住房的可负担性，目标是建造超过 100 万套新的出租房和独户住宅，通过提供租金和首付援助来减少价格压力。

环境方面，清洁能源税收抵免将涉及 3200 亿美元，这些税收抵免在 10 年内将帮助企业和房主在电力、车辆和制造业方面转向可再生能源；1050 亿美元将用于投资，以提高社区抵御气候变化造成的极端天气的能力；1100 亿美元将帮助发展新的国内供应链，开发新的太阳能和电池技术，还将对现有的钢铁、水泥和铝业提供支持；将拨出 200 亿美元用于政府采购清洁能源技术；90 亿美元将被分配给铅修复项目，如更换水管或更换可能含铅的学校饮水机。

移民方面，在 2011 年 1 月 2 日之前进入美国并在此后连续居住的人，在支付行政费用并完成安全和背景调查后，将有望获得可更新的假释补助金，为期五年。

休假方面，符合条件的工人将获得最多 4 周的带薪休假，以补偿他们照顾新生儿或其他家庭成员或从疾病中恢复的时间。

加税方面，法案中涉及对大公司征收 15% 的最低所得税，同时对公司股票回购征收 1% 的附加税。美国还将与 100 多个国家达成的协议保持一致，旨在阻止跨国公司将其利润藏匿在低税率国家。法案将对千万富翁和亿万富翁征收新的附加税，并关闭一项允许一些富有的纳税人避免对其收入支付 3.8% 的医疗保险税的条款。州和地方税收扣除的 10,000 美元上限将被提高到 72,500 美元。

该法案与前述的新冠法案不同的地方在于加税调控可能使其产生减少赤字的效果。根据国会预算办公室（CBO）的评估，该法案“将导致在 2022-2031 年期间赤字净增加 3670 亿美元，但“不包括其中税收条款可能带来的任何额外收入”。而白宫认为法案中加税的条款实际上会筹集到比 CBO 预计的更多的资金，白宫表示，最新分析显示《重建美好未来法案》可以在未来 10 年减少赤字 1120 亿美元。

二、四个角度看美国财政政策的影响

1、中期发挥扩张效应

从长远看，2020-2021 年美国所推出的财政法案在未来 10 年主要发挥扩张性作用。法案通过增加财政支出或减少财政收入等方式，总体会使美国联邦政府的财政赤字扩大，并以此对实体经济产生积极影响。在上文介绍的八项法案中，除了有待立法的《重建美好未来法案》因潜在的加税调控而可能使财政赤字收敛外，其他法案均会带来联邦政府净支出的增加，合计的赤字扩大规模为 5.27 万亿美元。

表 2：各项法案在未来十年对于美国财政支出、收入和赤字的影响

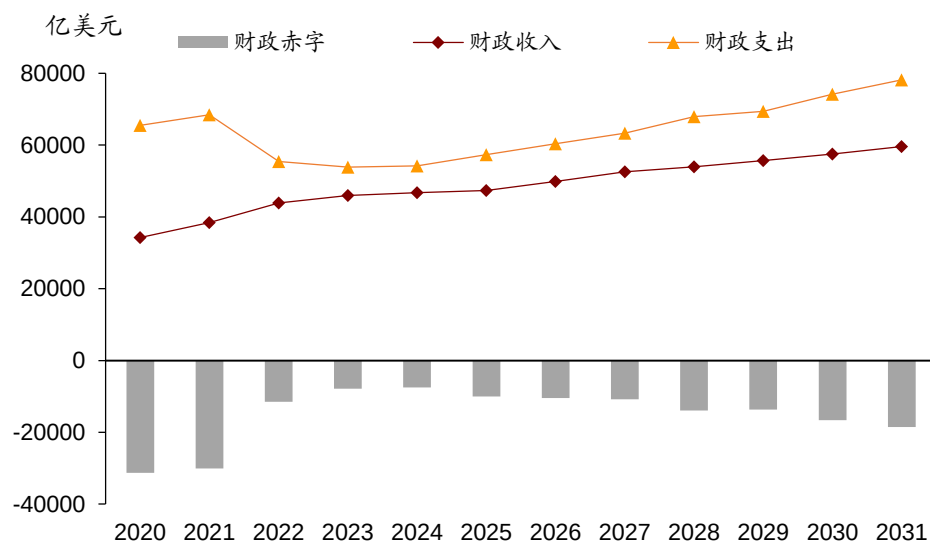
(亿美元)	《冠状病毒防疫和响应补充拨款法案》	《家庭优先冠状病毒应对法案》	CARES 法案	《薪资保护计划与优化医疗保健法案》	2021《综合拨款法案》部分	《美国救援计划》	《基础设施投资和就业法案》	《重建美好未来法案》
可自由支配费用增加	80	20	3260	1620	1850	0	4155	
强制支出增加	-	950	9880	3210	6770	18030	-1096	
收入的减少	0	940	4080	0	50	520	-497	
赤字增加	80	1920	17210	4830	8680	18560	2562	-1120

资料来源：CBO、招商证券

2、2022-2023 年美国财政刺激力度边际有所下降

虽然上述政策总体发挥扩张性作用，但是具体到 2022、2023 年，美国财政刺激的力度边际有所下降。根据美国国会预算办公室（CBO）的预测，2020-2021 年美国政府对疫情产生了大量的支出，2021 年财政赤字规模约为 3 万亿美元，占 GDP 比重约为 13.4%，随着与疫情相关的支出减少，2022、2023 年美国财政赤字将下降，预估规模为 1.2 万亿和 7900 亿左右，占 GDP 比重预估为 4.5%、3.1%，意味着美国财政刺激力度边际下降。

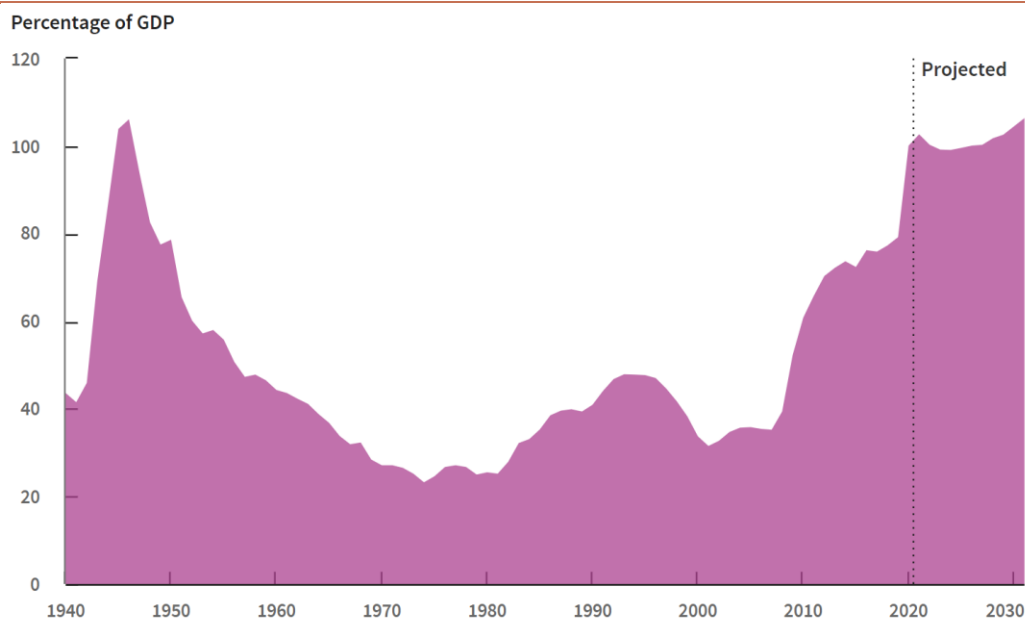
图 3：2021-2031 年美国财政收入、支出、财政赤字预估



资料来源：CBO、招商证券

相对应的，CBO 预计 2021 年联邦债务占美国 GDP 比重为 103%，2022-2024 年分别下降至 100%、99%，随后重回上升，2031 年达到 GDP 的 106%，接近 1946 年的历史峰值。

图 4：美国联邦政府债务占美国 GDP 比重预估



资料来源：CBO、招商证券

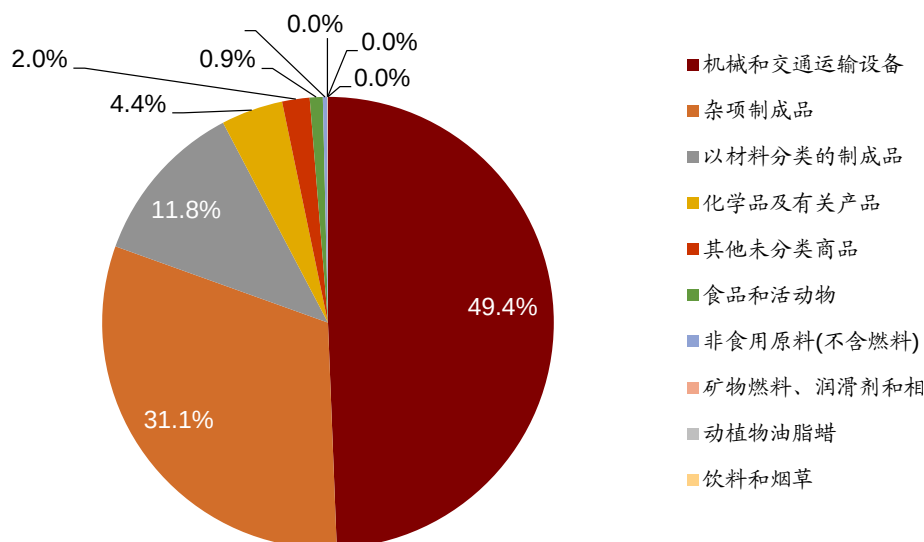
3、美国基建法案及其外溢效应对中国的影响

新冠疫情背景下美国政府推出的财政政策多数带有援助性质，而基建法案是少有的带有直接刺激需求属性的政策措施。美国基建法案所带来的投资需求通过美国进口溢出到中国，其影响大小及给市场带来的机会需要从三个层面考量：一是基建涉及的需求领域，二是美国从中国进口的结构，三是相关行业出口对我国相关行业的重要性。

基建涉及的需求领域：美国传统基建对我国运输设备制造（汽车、拖车、航空）、机械设备、金属制品、化学化工产品、计算机和电子光学产品、精炼石油制品领域的积极影响较大。美国基建法案中虽然直接指向新能源领域的投资不多，但各项传统基建领域中都包含了一定的向着清洁能源领域过度的安排，因而也会涉及较多新能源领域的基建。美国新能源基建对我国新能源发电设备、光输材料、电池方面带动较大。

美国从中国进口较多的领域：从 2021 年情况看，美国从中国进口比重较高的领域为机械和交通运输设备（49%）、不同材料的制成品（12%）、化学品（4.4%）。细分来看，与基建需求较为相关且美国从中国进口较多的细分产品为：电力机械、装置、器具及其电气零件、通用工业机械设备及零件，金属制品，车辆，专业、科学及控制用仪器和装置，有机化学品，活动房屋；卫生、水道、供热及照明装置及设备，特种工业专用机械，发电机械及设备，非金属矿物制品。

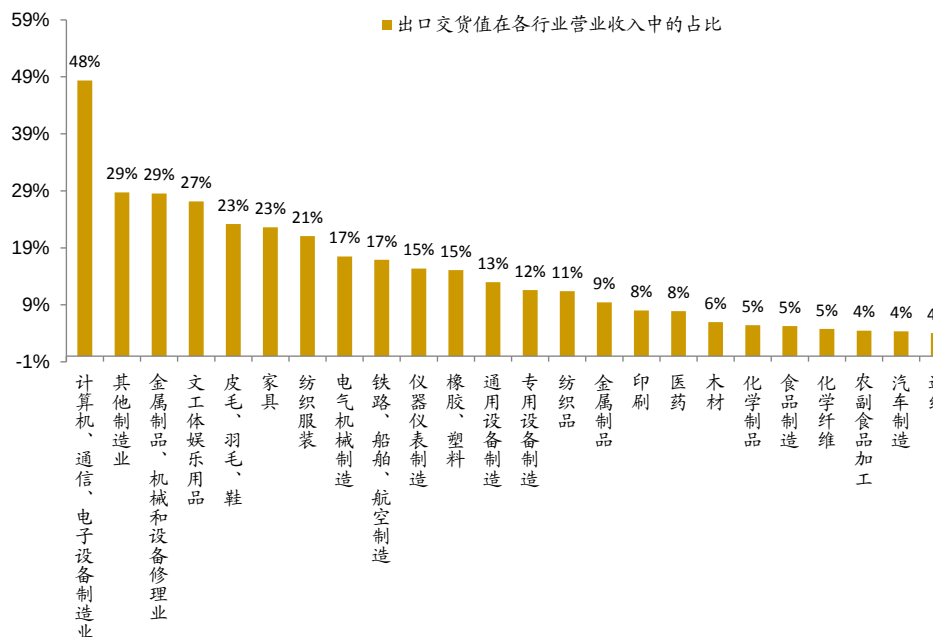
图 5：美国从中国进口行业结构（基于 2021 年 1-9 月数据）



资料来源：Wind、招商证券

我国受出口影响较大的行业：出口对行业的重要性较高，美国基建的溢出效应才可能带来较为明显的投资机会。以各行业出口占营业收入比重来衡量，以下行业为出口占营业收入 10%以上且与基建领域相关的行业：计算机、通信、电子设备制造业，铁路、船舶、航空制造，仪器仪表制造，电气机械制造，橡胶、塑料，通用设备制造，金属制品。

图 6：我国各行业出口占营业收入比重（基于 2020 年数据）



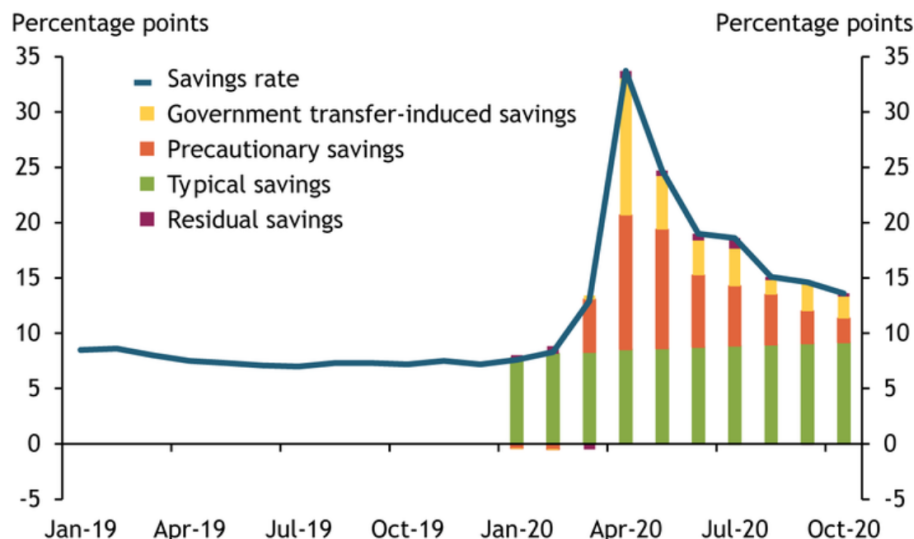
资料来源：Wind、招商证券

综合以上信息来看，我国对美出口与美国基建需求的匹配程度较高，交通运输设备及零部件（高铁、汽车、新能源汽车零部件等）、机械设备及零部件（推土机、挖掘机等传统工程机械和新能源发电设备）、电气设备及零部件（发电、变电、输电设备，如发电机、变压器、电线、电缆、相关零部件等）、通信和电子设备制造（互联网设备、光纤等）、化工制品（水泥、塑料、工业涂料等）、与基建相关的金属制品（钢铁和铝合金的型材、线材、板材、管材、铸锻件、铅管等）、对美国出口较多的企业经营可能受到提振，并带来相应投资机会。

4、美国财政援助对于消费难有进一步支持

美国家庭部门储蓄占可支配收入的比例从 2019 年 12 月的 7.3% 上升到 2020 年 4 月的 33.7%，创历史新高。根据堪萨斯联储的研究，美国政府的转移支付是 2020 年 4-10 月美国居民储蓄率上升的重要原因，这显然受益于美国积极财政政策的支持，不过这一力量随着时间也在逐渐衰减。此外，新冠疫情引起的预防性储蓄也对储蓄率的上升有较大贡献。

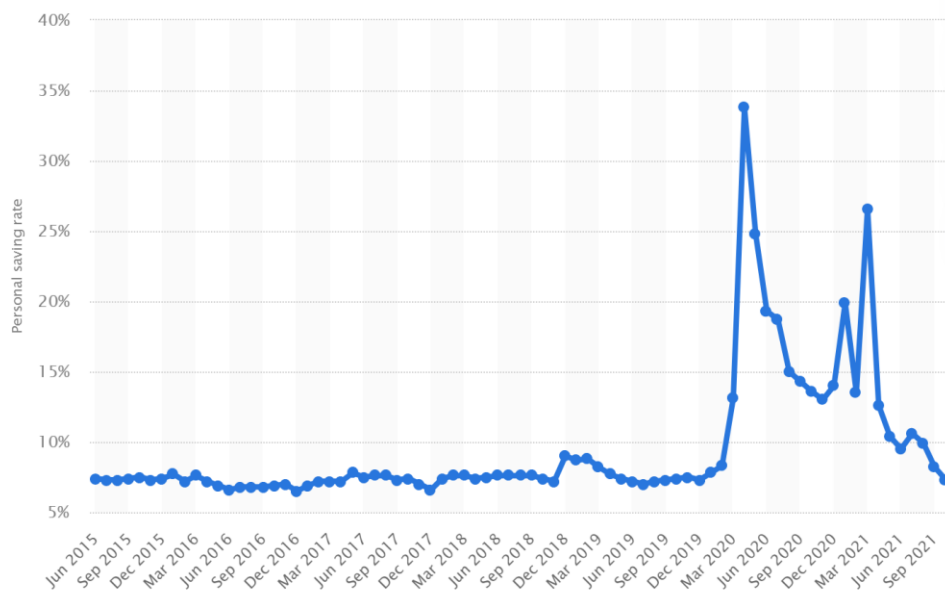
图 7：分解美国储蓄率的增长



资料来源：堪萨斯联储、招商证券

理论上，美国政府的转移支付在疫情期间对美国居民部门的资产负债表构成支撑，这可能有助于居民在疫情消退后的消费支出。不过，最新数据显示，截至 2021 年 10 月，美国个人储蓄率回落至 7.3%，已降至 2019 年 12 月新冠疫情爆发前的水平，再考虑到财政政策支持力度的边际下降以及新冠疫情可能仍然造成居民部门有一定的预防性储蓄意愿，这可能表明美国财政政策对于美国居民部门消费支出的积极影响也已经体现得较为充分，未来的正向带动有限。

图 7：美国储蓄率已回落至疫情前水平



资料来源：Statista、招商证券

综上，虽然拜登政府仍在如火如荼地推动财政计划，但是美国财政政策对于明年总需求的总量积极影响有限，刺激力量弱于 2021 年，影响主要呈现结构性特征。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

罗云峰：南开大学经济学学士、硕士、博士，中共中央党校政治学博士后。现任招商证券研发中心联席首席宏观分析师（董事）。先后就职于国家发展改革委系统、申银万国证券研究所和安信证券研究所，政、学、商三界逾 10 年宏观固收研究经验。专注于盈利债务周期模型下的全球大类资产配置研究。

张一平：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商研究发展中心宏观经济分析师（副总裁），主要从事宏观经济研究。

刘亚欣：美国雪城大学金融学硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

高明：中国人民大学国民经济学博士，招商证券应用经济学博士后，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

张秋雨：南开大学经济学硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

马瑞超：中南财经政法大学博士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

张岸天：武汉大学数学与应用数学学士，哥伦比亚大学国际经济与政治硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。