

证券研究报告—动态报告/行业快评

银行

银行流动性月报

超配

(维持评级)

2021年07月17日

## 货币政策取向未改，预计 M2 与社融增速平稳

证券分析师：王剑	021-60875165	wangjian@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518070002
证券分析师：田维韦	021-60875161	tianweiwei@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520030002
证券分析师：陈俊良	021-60933163	chenjunliang@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519010001

### 核心结论

6月末银行间资金季节性趋紧，广义货币趋紧态势延续，但信贷额度管控略有放松。6月中上旬银行间资金利率基本围绕政策利率运行，6月下旬短端资金利率大幅提升，符合季末资金趋紧规律。期末 M2 增速 8.6%，环比提升 0.3 个百分点，主要是信贷投放超预期，在严格管控房地产和城投的环境下，信贷额度较为宽松以更好的支持小微企业。

我们认为降准不意味着货币政策转向，下半年主基调是“货币偏松+信用偏紧”的格局，房地产和城投融资延续严监管态势。测算的 7 月末超储率基本维持稳定，DR007/R007 围绕政策利率运行，6 月末 M2 增速 8.6%，社融增速 10.9%，环比分别持平和下降 0.1 个百分点。其中，预计 7 月信贷额度管控仍维持相对宽松态势，信贷投放与去年基本持平，政府债券发行节奏有所提升但仍较为缓慢，非标持续压缩，需积极关注之后政府债券发行节奏。

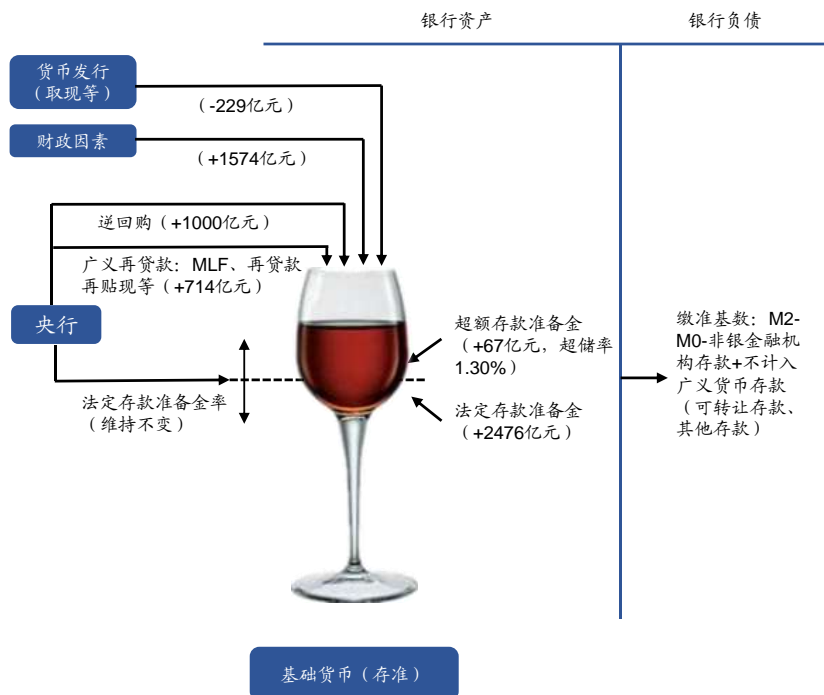
### 6 月流动性环境回顾：银行间资金季末趋紧，M2 增速提升

总结：测算的 6 月末超储率环比基本持平，6 月中上旬银行间资金利率基本围绕政策利率运行，6 月下旬短端资金利率大幅提升，季末资金紧张符合季节性规律。期末 M2 增速 8.6%，环比提升 0.3 个百分点，超市场预期，主要是当月信贷投放超预期。

#### ■ 基础货币：再贷款再贴现投放基础货币

6 月央行操作投放基础货币 1714 亿元，财政支出等因素投放资金 1574 亿元，我们测算的 6 月末超储率为 1.30%，环比微降 1bps，较测算的 3 月值下降 5bps。考虑到测算值与官方实际值存在一定差距，我们预计 6 月末官方超储率较 3 月末官方超储率 1.50% 微降至 1.45%，银行间资金仍维持较宽松态势。

图 1: 我们测算的 6 月末超储率 1.30%，环比微降 1bp



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理。注: (1) 央行购买外汇以及支付机构缴纳备付金也会影响超储, 但未在图中展示; (2) 央行按季度披露超储率, 因此在预测下一个季度的时候我们按照公布的数据进行调整以减少误差。

6 月央行逆回购投放资金 1000 亿元, 2000 亿元 MLF 等量续作; 700 亿元国库现金定存等续作, 期限为 1 个月, 中标利率升至 3.35%, 前次为 3.10%。7 天逆回购利率维持 2.20%, 一年期 MLF 利率维持 2.95%; 1 年期 LPR 维持 3.85%, 5 年期 LPR 维持 4.65%。

表 1: 央行公开市场操作规模

单位: 亿元	净投放量	投放量				到期量				回笼量合计
		逆回购	MLF	TMLF	国库现金定存	逆回购	MLF	TMLF	国库现金定存	
2021-01	-2,165	10,690	5,000			15,690	12,450	3,000	2,405	17,855
2021-02	-3,040	8,300	2,000			10,300	11,340	2,000		13,340
2021-03	-300	2,300	1,000			3,300	2,600	1,000		3,600
2021-04	739	2,200	1,500		700	4,400	2,100	1,000	561	3,661
2021-05	-100	1,900	1,000		700	3,600	2,000	1,000		3,700
2021-06	1,000	3,100	2,000		700	5,800	2,100	2,000		4,800

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理。数据截止 2021 年 7 月 15 日。

6 月基础货币增加 3797 亿元, 其他存款性公司存款增加 2863 亿元, 非金融机构存款增加 705 亿元, 取现需求等带来货币发行增加 229 亿元。超储率是反映银行间资金面情况的核心指标, 即“超额存款准备金/缴准基数存款”, 而超额存款准备金的计算公式如下 (一般计算其某一时期的变化值):

$$\Delta \text{超额存款准备金} = \Delta \text{外汇占款} + \Delta \text{对其他存款性公司债权} - \Delta \text{政府存款} - \Delta \text{法定存款准备金} - \Delta \text{货币发行} - \Delta \text{央行非金存款}$$

我们测算的 6 月末超储率为 1.30%, 较 5 月末下降 1bp, 6 月央行操作和财政因素共投放基础货币约 3287 亿元, 但季末银行加大揽存力度, 缴准基数提升消耗了大部分新投放的资金, 因此超储率基本维持稳定。同时, 测算的 6 月末超储率较 3 月末测算值下降 5bps, 表明 6 月银行间资金面略有收紧。整体来看, 6 月银行间资金仍较为宽松, 季末资金趋紧符合季节性规律。

表 2: 测算的 6 月超储率环比基本稳定

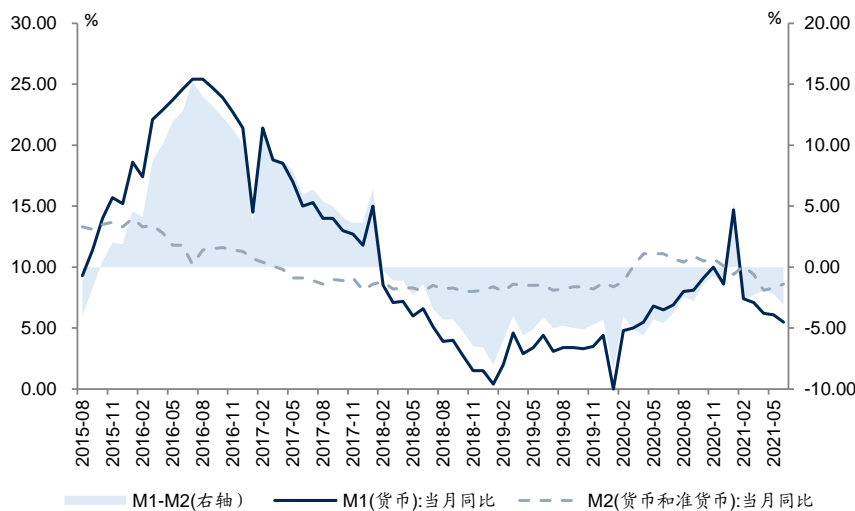
单位: 亿元	五因素超储合计变动	外汇占款	对其他存款性公司债权	货币发行	财政存款	法定存款准备金	非金融机构存款	测算的超储率%	官方超储率%
2018Q2	7,529	242	3,522	3,795	-5,668	7,488	-1,851	1.76	1.70
2019Q2	6,915	-81	8,193	3,074	-4,275	285	-280	1.68	2.00
2020Q2	-7,657	-337	-1,396	5,338	-7,477	-2,437	-1,348	1.61	1.60
2021Q1	-15,661	245	-8,698	-2,636	1,962	-6,419	-115	1.35	1.50
2021-04	-7,871	174	-166	1,409	-7,036	-1,471	-782	1.10	
2021-05	4,271	213	4,696	1,665	-3,485	440	741	1.31	
2021-06	67	190	1,714	-229	1,574	-2,476	-705	1.30	

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理和预测。注: (1) 央行按季度披露超储率, 因此在预测下一个季度的时候我们按照公布的数据进行调整以减少误差。(2) 假设法定存款准备金率维持不变。

### ■ 广义货币: M2 增速提升到 8.6%

6 月末 M2 同比增速 8.6%, 较上月提升 0.3 个百分点, 超我们预期。根据对 M2 派生来源分析, 主要是信贷投放超预期。M2 派生途径主要包括: (1) 银行吸收外汇投放人民币; (2) 银行向非金融企业和居民发放贷款; (3) 银行向非金融企业购买债券; (4) 财政投放; (5) 银行自营购买资管产品, 这部分资产透明度低, 预测时我们将其合并到“其他”项目。按不含货基的老口径统计, 6 月份 M2 增加 4.19 万亿元。从来源分解, 其中对实体的贷款投放(加回核销和 ABS)派生 M2 约 2.49 万亿元; 财政支出等财政因素投放 M2 约 1.05 万亿元(6 月财政净支出数据尚未披露, 我们用过去三年均值来估计); 银行自营购买企业债券到期回笼 M2 约 5534 亿元; 银行信贷投向非银和非标等因素派生 M2 约 1.18 万亿元(该科目主要是轧差项, 考虑到财政净支出数据为披露以及其他忽略的派生渠道, 因此该项目与实际值也可能存在误差); 外汇占款投放 M2 约 190 亿元。

图 2: 6 月末 M2 增速为 8.6%



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

表 3: M2 派生增量结构

单位: 亿元	M2 增量 (不含货基)	余额增量结构						来源增量结构			
		M0	单位活期	单位定期	个人	非银	外占	银行自营购买企业债券	贷款(加回核销和 ABS)	财政收支	其他(非银+非标等)
2021-01	27,807	5,311	-5,328	15,052	14,892	-2,119	92	140	38,434	-11,329	471
2021-02	22,216	2,299	-34,376	3,869	32,611	17,813	235	-725	13,606	5,256	3,844
2021-03	38,602	-5,381	28,007	-1,452	19,570	-2,142	-82	-1,697	29,068	7,660	3,652
2021-04	-14,943	-740	-9,951	6,346	-15,828	5,230	174	-3,335	13,470	-3,200	-22,052
2021-05	14,915	-1,626	13,032	-5,157	1,134	7,532	213	-3,194	14,919	-1,289	4,267
2021-06	41,859	169	20,482	1,391	22,558	-2,741	190	-5,534	24,928	10,477	11,798

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理。注: 只统计对实体放贷, 因此用社融里的人民币贷款。

## ■ 资金利率：DR007/R007 季末大幅提升

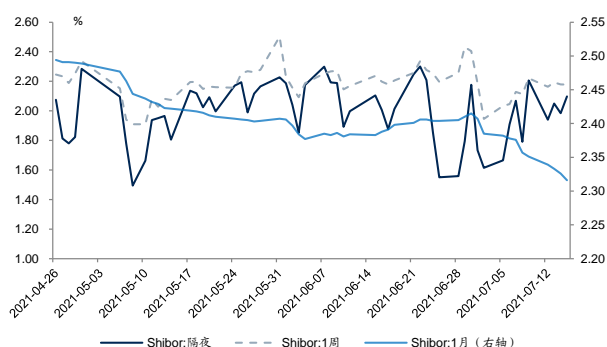
6月中上旬银行间资金利率基本围绕政策利率运行，6月下旬短端资金利持续大幅提升，季末资金趋紧符合季节性规律。从月度均值来看，6月shibor（隔夜）和shibor（一个月）均值分别为2.02%和2.39%，较5月均值分别提升3bps和下降3bps。6月R007和DR007均值分别是2.43%和2.25%，较5月均值分别提升25bps和13bps。6月同业存单发行利率（1年）均值为3.14%，较5月均值基本持平。6月一年期国债利率和十年期国债利率均值分别是2.45%和3.10%，较5月均值分别提升11bps和2bps。6月下旬由于银行加大揽存以及缴税等因素，银行间资金面收紧，短端利率快速上行，但长端利率却小幅下行，表明市场预期流动性仍较为宽松。

表 4: 资金利率均值及变动

	日利率均值(%)				日利率均值变动(bp)		
	2021年4月	2021年5月	2021年6月	2021年7月	2021年5月	2021年6月	2021年7月
SHIBOR:隔夜	1.90	2.00	2.02	2.01	9.4	2.8	-1.9
SHIBOR:1个月	2.51	2.42	2.39	2.35	-8.4	-2.8	-4.8
R007	2.14	2.18	2.43	2.18	4.1	25.2	-25.3
DR007	2.11	2.12	2.25	2.13	1.0	12.6	-11.3
同业存单:发行利率:1年	3.27	3.14	3.14	3.06	-12.6	-0.1	-8.3
中债国债到期收益率:1年	2.50	2.34	2.45	2.33	-16.1	11.0	-11.8
中债国债到期收益率:10年	3.18	3.12	3.10	2.99	-6.8	-2.1	-10.8

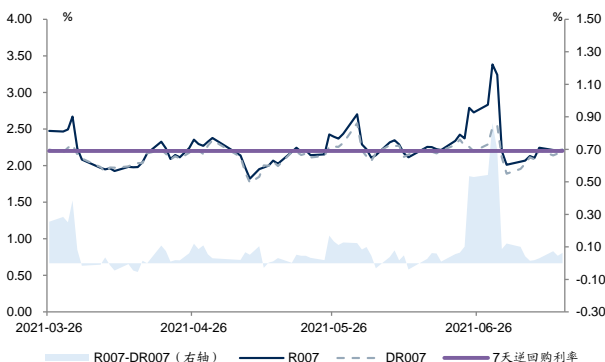
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理。注：数据截止2021年7月15日。

图 3: SHIBOR 利率走势



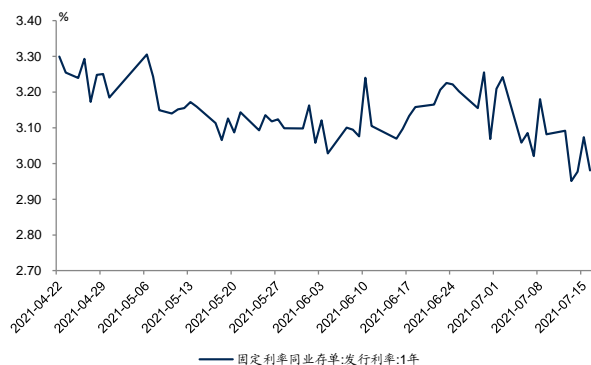
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图 4: R007 和 DR007 走势



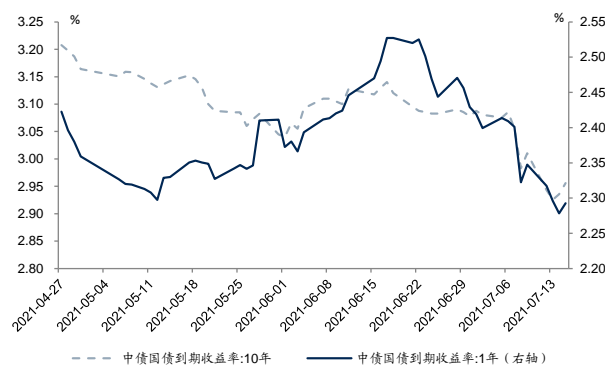
资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图 5: 同业存单发行利率走势



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

图 6: 一年期和十年期国债利率走势



资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

## 7月流动性和信用环境展望：流动性延续稳定态势

总结：我们认为降准不意味着货币政策转向，下半年主基调仍是“货币偏松+信用偏紧”的格局，房地产和城投融资延续管控的态势。7月央行全面降准释放一万亿资金对冲MLF缩量及缴税冲击，测算的超储率基本维持稳定，银行间市场流动性维持合理充裕，DR007/R007围绕政策利率运行。预计7月末M2增速为8.6%，社融增速为10.9%，较上月分别持平 and 下降0.1个百分点。其中，7月信贷额度仍较为宽松，信贷投放规模与去年基本持平，政府债券发行节奏有所提升但仍较为缓慢，非标持续压缩。

### ■ 预计7月末超储率基本持平，资金利率围绕政策利率运行

7月9日央行公告全面降准0.5个百分点，共释放资金约1万亿元，但基本对冲MLF缩量和缴税等回笼资金量，测算的超储率较上月维持不变。7月15日MLF到期4000亿元，但央行缩量仅投放1000亿元，预计7月央行广义贷款再操作合计回笼资金约3500亿元；7月缴税等因素回笼资金约5859亿元（过去三年均值），据此测算的7月末超储率为1.29%，环比基本持平，但明显高于去年同期，银行间流动性维持合理充裕，预计银行间资金利率基本围绕政策利率运行。

表5：7月超储率测算

	五因素超储 合计变动	外汇占款	对其他存款性 公司债权	货币发行	财政存款	法定存款准 备金	非金融机构 存款	测算的超储 率%	官方超储 率%
2019-07	-5,564	-7	1,251	114	-6,072	-1,005	154	1.67	
2020-07	-9,979	-19	-5,004	246	-4,305	-675	-222	1.07	
2021Q1	-15,661	245	-8,698	-2,636	1,962	-6,419	-115	1.35	1.50
2021-04	-7,871	174	-166	1,409	-7,036	-1,471	-782	1.10	
2021-05	4,271	213	4,696	1,665	-3,485	440	741	1.31	
2021-06	67	190	1,714	-229	1,574	-2,476	-705	1.30	
2021-07	-14	27	-3,500	171	-5,859	9,638	-491	1.29	

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理和预测

### ■ 预计7月末M2增速8.6%，社融增速10.9%

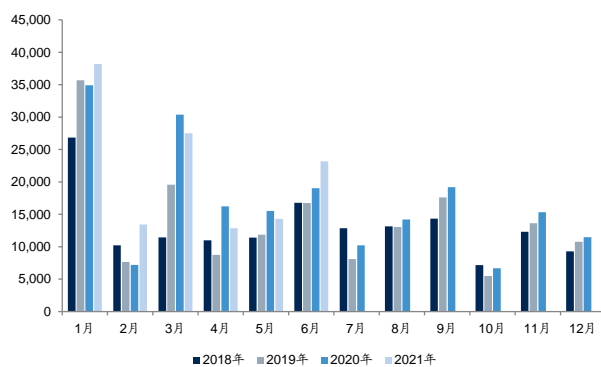
我们主要根据M2派生途径来预测，我们预计2021年7月份M2（不含货基）减少0.96万亿元，对应的M2增速为（假设货基维持不变）8.6%，较上月末基本持平。其中，各个渠道派生情况的假设和预测情况如下：

- ✓ 近年来外汇占款变动较小，我们简单假设2021年7月份外汇占款为过去三个月的均值，即增加27亿元。
- ✓ 实体经济信贷派生M2约9713亿元，同比少增514亿元，较2019年同期增加1097亿元：我们预计今年新增信贷规模保持在2020年的水平，即新增人民币贷款约20万亿元（社融项下人民币贷款）。根据我们的判断，今年1-6月信贷投放比例已达到64.6%，明显高于2018-2019年平均58.9%的水平。7月考虑到政策继续加大对小微的支持力度，我们认为7月信贷额度管控延续2季度较为宽松的态势，预计7月信贷投放比例为5.1%，2018-2020年平均水平为6.0%。对应7月新增人民币贷款9435亿元。假设新增核销和ABS保持过去三年同期均值水平，则对应2021年7月新增人民币贷款（加回核销和ABS）共9713亿元。
- ✓ 银行自营购买企业债券回笼M2约3000亿元。
- ✓ 财政支出等因素回笼M2约2777亿元。政府财政因素难以预测，我们主要采用过去三年同期均值，即为2777亿元。
- ✓ 非标和非银贷款等因素回笼M2约1.35亿元：这部分透明度非常低，在我们M2派生渠道模型中也是轧差项，预测精度比较低，我们简单用过去三年同期均值来测算。

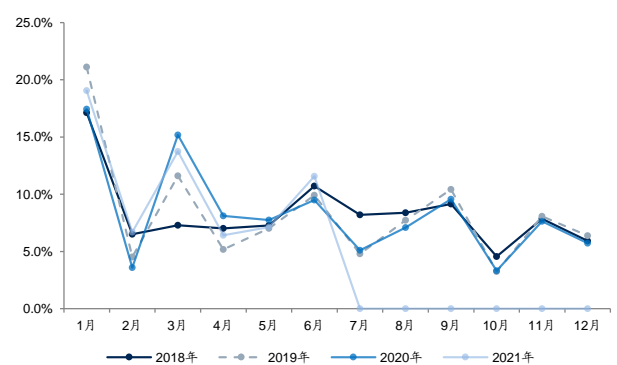
**表 6: 2021 年 7 月 M2 派生渠道预测**

单位: 亿元	M2 增量(不包括货币基)	外占	银行自营购买企业债券	人民币贷款(加回核销和 ABS)	财政净支出	其他(非银+非标等)
2018-07	-472	108	4,910	13,160	-3,516	-15,134
2019-07	-987	-7	509	8,617	-3,353	-6,753
2020-07	-4,523	-19	5,405	10,227	-1,461	-18,675
2021-05	14,915	213	-3,194	14,919	-1,289	4,267
2021-06	41,859	190	-5,534	24,928	8,500	11,798
2021-07	-9,557	27	-3,000	9,713	-2,777	-13,521

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理和预测

**图 7: 社融项下新增人民币贷款规模**


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理。

**图 8: 社融项下人民币贷款投放节奏**


资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理。注: 假设 2021 年新增人民币贷款约 20 万亿元。

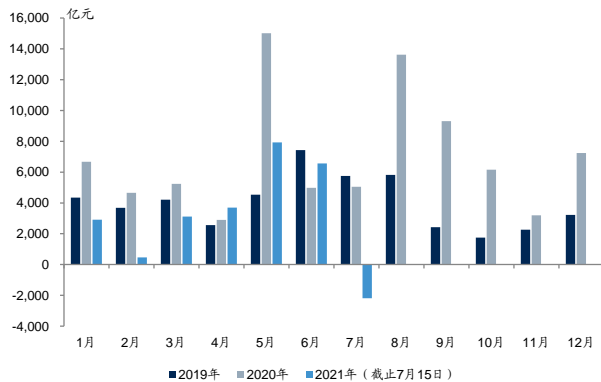
我们预测 2021 年 7 月新增社融 1.54 万亿元, 对应月末同比增速 10.9%, 较上月末下降 0.1 个百分点。具体来看, 预计当月人民币贷款(加回核销和 ABS) 9713 亿元, 委托贷款和信托贷款减少 1500 亿元, 未贴现银行承兑汇票减少 2812 亿元, 企业债券新增 2500 亿元, 股票融资新增 800 亿元, 政府债券新增 6500 亿元。今年政府债券发行节奏较慢, 6 月以来政府债券发行节奏有所提升, 但 7 月以来跟踪的数据显示政府债券发行节奏仍较慢, 考虑到到期规模等因素, 我们假设 7 月政府债券新增 6500 亿元。需要积极关注后期政府债券发行节奏, 如果政府债券发行加快, 对社融和 M2 可能带来一定扰动。

**表 7: 2021 年 7 月社融增速预测**

单位: 亿元	当月新增社融	人民币贷款(加回核销和 ABS)	委托贷款+信托贷款	未贴现银行承兑汇票	企业债券	股票融资	政府债券	其他(包括外币贷款)
2018-07	18,382	13,160	-2,156	-2,744	2,189	175	7,998	-241
2019-07	12,872	8,617	-1,663	-4,562	2,944	593	6,427	516
2020-07	16,928	10,227	-1,519	-1,130	2,358	1,215	5,459	318
2021-06	36,689	23,434	-1,520	-220	3,570	956	7,508	1,467
2021-07(E)	15,399	9,713	-1,500	-2,812	2,500	800	6,500	198

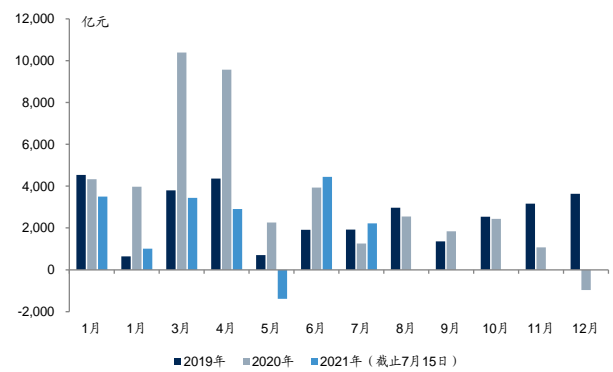
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理和预测

图 9: 政府债券净融资规模



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理。注: 数据截止 2021/7/15。

图 10: 企业债券净融资规模



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理。注: 数据截止 2021/7/15。

## 投资建议

我们判断央行全面降准并不是因为经济走弱, 而是为了进一步巩固经济复苏的动能以及稳定市场预期, 下半年呈现“货币偏松+信用偏紧”的格局, 有利于银行基本面向上。同时, 考虑到银行中报业绩高增长确定性高, 再加上目前银行板块相对估值仍处于历史较低水平, 我们维持行业“超配”评级。个股上, 一是推荐具有长期成长性的宁波银行、招商银行、成都银行和常熟银行, 二是基于板块景气反转的逻辑推荐低估值的工商银行、建设银行、苏农银行。

## 风险提示

若宏观经济复苏不及预期, 可能从多方面影响银行业, 比如经济下行时期货币政策宽松对净息差的负面影响、企业偿债能力超预期下降对银行资产质量的影响等。

**表 8: 重点个股估值表**

收盘日: 2021/7/16	收盘价 (元)	普通股 ROE			归母净利润同比			PB			PE			
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
601398.SH	工商银行	4.74	11.8%	11.7%	11.8%	1.2%	7.2%	10.3%	0.63	0.58	0.54	5.6	5.2	4.7
601939.SH	建设银行	6.06	12.1%	12.0%	12.0%	1.6%	6.6%	9.2%	0.67	0.61	0.56	5.7	5.3	4.9
601288.SH	农业银行	2.99	11.3%	11.2%	11.4%	1.8%	6.3%	9.7%	0.56	0.51	0.47	5.1	4.8	4.3
601988.SH	中国银行	3.05	10.5%	10.9%	11.2%	2.9%	9.9%	10.8%	0.51	0.47	0.44	5.0	4.5	4.0
601328.SH	交通银行	4.45	10.4%	10.8%	10.9%	1.3%	10.5%	9.3%	0.45	0.42	0.39	4.5	4.0	3.7
601658.SH	邮储银行	5.03	11.8%	11.8%	12.1%	5.4%	11.4%	13.5%	0.85	0.75	0.68	7.5	6.7	5.9
600036.SH	招商银行	51.00	15.7%	16.3%	16.6%	4.8%	15.8%	14.5%	2.01	1.79	1.59	13.4	11.6	10.1
601166.SH	兴业银行	20.45	12.6%	12.5%	12.7%	1.2%	8.5%	11.7%	0.80	0.73	0.66	6.6	6.1	5.4
600000.SH	浦发银行	9.98	10.8%	10.7%	10.7%	-1.0%	6.0%	8.4%	0.55	0.51	0.47	5.3	5.0	4.6
601998.SH	中信银行	5.03	9.8%	9.8%	10.0%	2.0%	5.5%	9.4%	0.52	0.49	0.45	5.4	5.1	4.6
000001.SZ	平安银行	21.34	9.6%	10.3%	10.9%	2.6%	14.6%	16.3%	1.41	1.29	1.17	15.2	13.2	11.2
601818.SH	光大银行	3.65	10.9%	10.9%	11.2%	1.3%	8.8%	11.4%	0.57	0.52	0.48	5.5	5.1	4.5
600015.SH	华夏银行	5.78	12.7%	12.6%	12.2%	-2.9%	9.7%	10.2%	0.40	0.36	0.33	3.3	3.1	2.8
601169.SH	北京银行	4.55	10.4%	10.6%	11.4%	7.2%	0.2%	14.5%	0.51	0.48	0.44	5.1	4.6	4.0
601009.SH	南京银行	10.22	14.3%	13.9%	13.9%	5.2%	11.4%	10.7%	1.05	0.95	0.86	8.1	7.2	6.5
002142.SZ	宁波银行	37.05	14.6%	15.0%	15.8%	9.7%	15.6%	19.0%	2.15	1.90	1.67	15.8	13.5	11.3
600919.SH	江苏银行	6.83	13.1%	13.3%	14.3%	3.1%	22.1%	20.2%	0.75	0.67	0.61	6.5	5.4	4.5
600926.SH	杭州银行	13.25	11.2%	12.0%	13.2%	8.1%	19.6%	19.4%	1.23	1.13	1.02	11.9	9.8	8.1
601838.SH	成都银行	11.85	15.5%	16.9%	17.7%	8.5%	19.5%	20.1%	1.07	0.94	0.82	7.1	5.9	5.0
601577.SH	长沙银行	8.51	11.9%	14.0%	15.1%	5.1%	16.6%	15.8%	0.76	0.68	0.60	5.8	4.9	4.2
603323.SH	苏农银行	4.66	8.1%	8.4%	8.7%	4.2%	8.5%	10.7%	0.71	0.67	0.62	8.8	8.1	7.4
002839.SZ	张家港行	5.56	8.5%	9.3%	10.1%	4.9%	14.1%	14.6%	0.93	0.87	0.81	11.0	9.6	8.2

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



## 相关研究报告:

- 《行业快评：降准非因经济走弱，把握银行投资机会》 ——2021-07-10
- 《2021年7月银行业投资策略：中报业绩向好有望催化行情》 ——2021-07-02
- 《银行业2021年中期策略：景气度全面回升》 ——2021-07-02
- 《银行流动性月报：预计6月社融小幅回落，资金边际收紧》 ——2021-06-21
- 《行业快评：银行间资金面宽松缘由的几个猜想》 ——2021-06-18

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 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 楼  
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