

证券研究报告—动态报告/行业快评

银行

银行流动性 9 月月报

超配

(维持评级)

2021 年 09 月 23 日

## 预计社融增速阶段性筑底

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

8 月超储率回落, 但银行间资金利率月度均值小幅下行, 资金利率基本围绕政策利率波动。我们测算的 9 月超储率环比提升 11bps 至 0.98%, 银行间流动性整体仍维持稳中偏松的态势。十年期国债利率下行幅度较大, 主要是披露的经济数据低于预期。

测算的 9 月末 M2 为 8.0%, 社融为 10.3%, 较上月分别下降 0.2 个和 0.1 个百分点, 主要受信贷投放和企业债券融资同比少增拖累, 政府债券发行提速则对社融增速形成一定支撑, 我们判断之后社融增速企稳小幅回升。

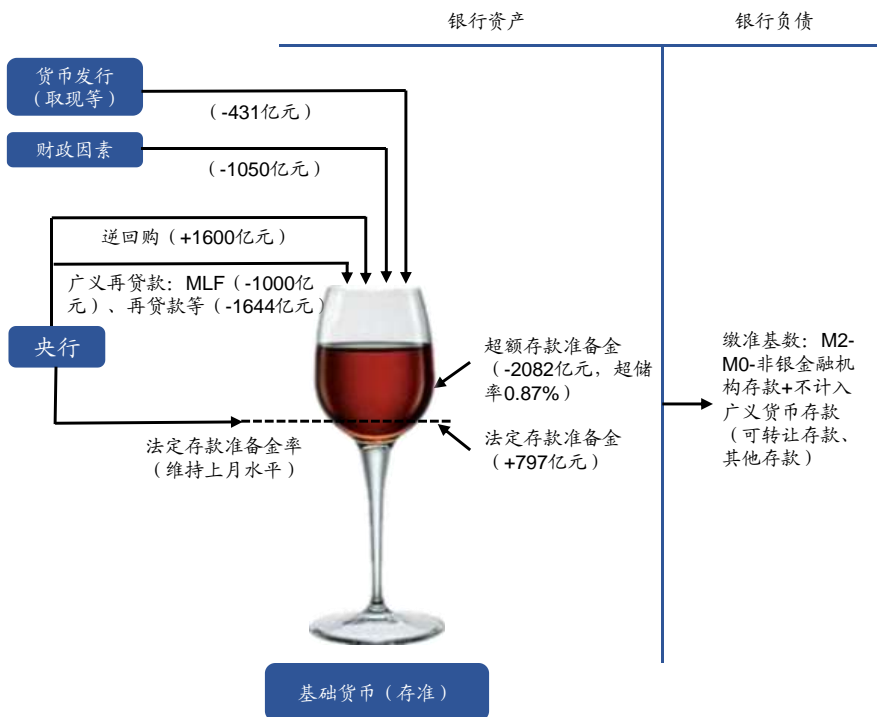
### 8 月流动性环境回顾: 维持“货币偏松+信用偏紧”格局

总结: 我们测算的 8 月末超储率为 0.87%, 较 7 月末下降 10bps, 超储率是月末时点数, 会受一些临时性因素冲击, 不能完全代表全月银行间市场流动性, 并且流动性除了量之外, 更重要的是价格。8 月银行间资金利率均值环比 7 月小幅回落, 银行间流动性仍稳中偏松。8 月末 M2 增速 8.2%, 环比下降 0.2 个百分点, M2 增速继续回落主要是信贷投放和银行自营购买企业债券同比少增, 反映当前实体企业融资需求一般。

#### ■ 基础货币: 超储率继续回落

8 月央行操作回笼基础货币 1044 亿元, 政府债券发行等财政因素回笼资金 1050 亿元, 我们测算的 8 月末超储率为 0.87%, 环比下降 10bps, 超储率处于一个较低的水平, 政府存款增加对超储率构成负面影响。超储率是月末时点数, 会受一些临时性因素冲击, 不能完全代表全月银行间市场流动性, 并且流动性除了量之外, 更重要的是价格。如后文中我们分析到 8 月银行间资金利率均值环比 7 月小幅回落, 银行间流动性仍稳中偏松。

图 1: 我们测算的 8 月末超储率 0.87%，环比微降 10bps



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。

8 月央逆回购投放资金 1600 亿元; 7000 亿 MLF 到期, 续作 6000 亿元, 回笼 1000 亿元; 国库现金定存投放 700 亿元, 期限为 1 个月, 中标利率升至 3.00%, 前次为 3.35% (2021 年 6 月 9 号)。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				投放量合计	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	
2021-03	-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		700	3,700
2021-06	1,000	3,100	2,000		700	5,800	2,100	2,000		700	4,800
2021-07	-3,600	2,600	1,000		700	4,300	3,200	4,000		700	7,900
2021-08	1,300	4,200	6,000		700	10,900	2,600	7,000			9,600

资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理。数据截止 2021 年 9 月 22 日。

8 月基础货币减少 3169 亿元, 其他存款性公司存款减少 3934 亿元, 非金融机构存款增加 333 亿元, 取现需求等带来货币发行增加 431 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 8 月末超储率为 0.87%, 较 7 月末下降 10bps。

表 2: 测算的 8 月超储率环比下降 10bps

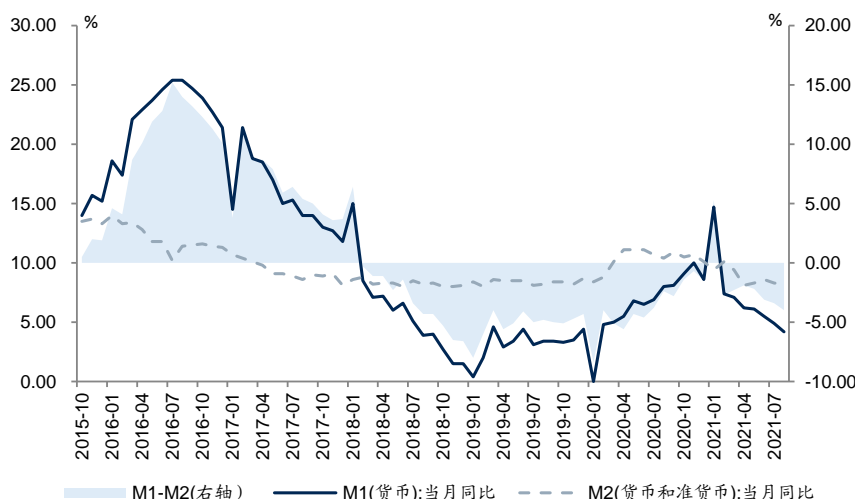
单位: 亿元	五因素超储合计变动	外汇占款	对其他存款性公司债权	货币发行	财政存款	法定存款准备金	非金融机构存款	测算的超储率%	官方超储率%
2018-08	-2,258	-24	-362	-237	399	-808	-1,225	1.59	
2019-08	486	-84	1,660	-630	-130	415	-745	1.70	
2020-08	1,930	-38	7,158	-268	-5,235	602	-288	1.17	
2021-06	67	190	1,714	-229	1,574	-2,476	-705	1.30	1.20
2021-07	-4,596	13	-9,289	-63	-4,395	9,387	-250	0.97	
2021-08	-2,082	-20	-1,044	-431	-1,050	797	-333	0.87	

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保持不变。

■ 广义货币: M2 增速降到 8.2%

8 月末 M2 同比增速 8.2%, 较上月下降 0.1 个百分点, M2 增速继续回落主要是信贷投放和银行自营购买企业债券同比减少, 反映当前实体经济融资需求一般。根据对 M2 派生来源分析, 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, 8 月份 M2 增加 1.16 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 1.35 万亿元; 财政支出等财政因素投放 M2 约 5071 亿元; 银行自营购买企业债券到期回笼 M2 约 3132 亿元; 银行信贷投向非银和非标等因素回笼 M2 约 3820 亿元(该科目主要是轧差项, 因此该项目与实际值也可能存在误差); 外汇占款回笼 M2 约 20 亿元。

图 2: 8 月末 M2 增速为 8.2%



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)
2019-08	16,994	463	3,292	3,741	2,781	6,717	-84	9,304	13,665	3,668	-9,559
2020-08	13,616	176	9,921	2,453	4,023	-2,956	-38	3,579	15,152	4,383	-9,459
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	-5,544	24,938	7,461	14,814
2021-07	-17,097	371	-17,483	3,980	-13,722	9,758	13	-2,462	8,641	-4,348	-18,942
2021-08	11,606	342	5,950	1,084	3,339	891	-20	-3,132	13,507	5,071	-3,820

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 均值小幅下行

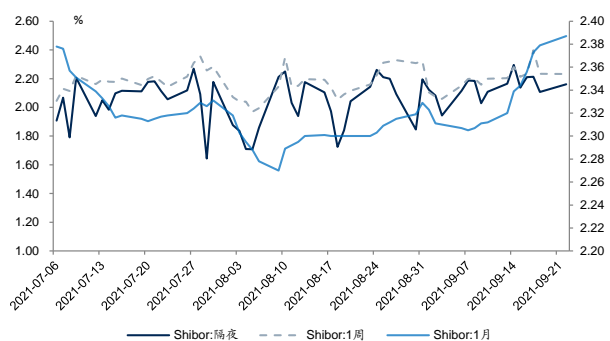
8月银行间市场流动性仍稳中偏松，8月银行间资金利率均值较7月小幅下行。十年期国债利率下行幅度较大，主要是披露的经济数据低于预期，市场对经济预期仍比较悲观。从月度均值来看，8月shibor（隔夜）和shibor（一个月）均值分别为2.01%和2.30%，较7月均值分别提升0.5bps和下降3.9bps。8月R007和DR007均值分别是2.23%和2.15%，较7月均值分别下降2.2bps和0.9bps。8月同业存单到期收益率（AAA+，1年）均值为2.67%，较7月均值下降10.2bps。8月一年期国债利率和十年期国债利率均值分别是2.23%和2.85%，较7月均值分别下降4.1bps和10.7bps。

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6月	2021年7月	2021年8月	2021年9月	2021年7月	2021年8月	2021年9月
SHIBOR:隔夜	2.02	2.01	2.01	2.14	-1.9	0.5	12.5
SHIBOR:1个月	2.39	2.34	2.30	2.33	-5.5	-3.9	2.8
R007	2.43	2.25	2.23	2.11	-18.1	-2.2	-12.3
DR007	2.25	2.16	2.15	2.19	-8.6	-0.9	4.0
同业存单:发行利率:1年	2.87	2.76	2.66	2.67	-11.2	-10.2	1.0
中债国债到期收益率:1年	2.45	2.27	2.23	2.35	-18.0	-4.1	12.5
中债国债到期收益率:10年	3.10	2.96	2.85	2.86	-13.4	-10.7	1.0

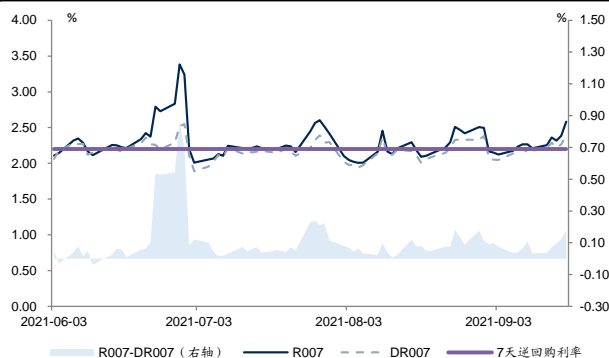
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理。注: 数据截止 2021 年 9 月 22 日。

图 3: SHIBOR 利率走势



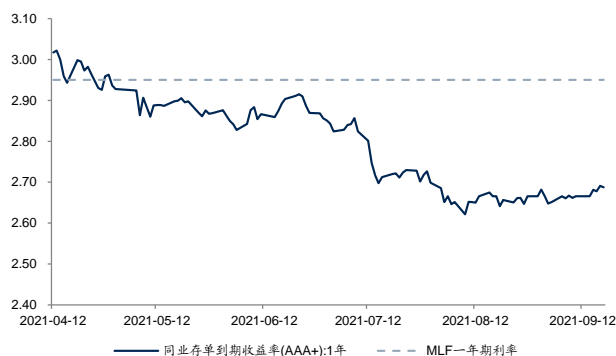
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图 4: R007 和 DR007 走势



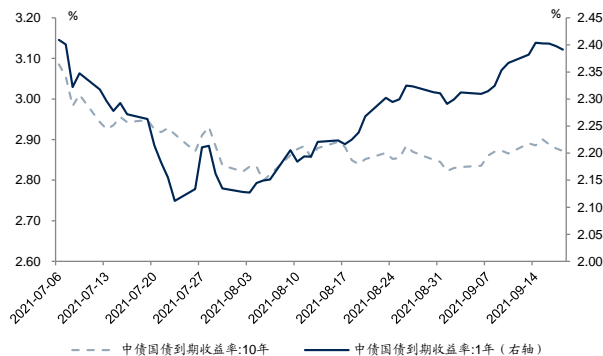
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

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

## 9月流动性和信用环境展望：社融增速探底

总结：测算 9 月末超储率为 0.98%，较 8 月末提升 11bps，银行间市场流动性维持合理充裕，DR007/R007 围绕政策

利率运行。政府债券发行提速，信贷投放同比少增，预计9月末M2增速为8.0%，较上月末下降0.2个百分点，社融增速为10.3%，较上月末下降0.1个百分点。

### ■ 预计9月末超储率环比提升，银行间流动性合理充裕

9月MLF到期6000亿元，央行续作6000亿元，考虑到再贷款等广义贷款投放以及国庆资金取现需求，我们预计央行操作投放资金5000亿元；9月政府债券发行提速，但9月以来财政规模较大，考虑到历史上9月财政存款呈下降态势，我们预计9月财政存款减少3000亿元，据此测算的9月末超储率为0.98%，环比提升约11bps。考虑到季节性因素等，我们预计银行间资金利率均值有所提升，但整体仍基本围绕政策利率波动，银行间流动性合理充裕。

表5：9月各因素对超储率的影响

	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%
2019Q3	6,143	-101	4,915	-1,981	-2,844	6,558	-403	2.33	1.80
2020Q3	3,447	-117	12,001	-2,650	-1,522	-2,058	-2,207	1.76	1.60
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	1.20
2021-07	-4,596	13	-9,289	-63	-4,395	9,387	-250	0.97	
2021-08	-2,082	-20	-1,044	-431	-1,050	797	-333	0.87	
2021-09	2,500	0	5,000	-1,869	3,000	-2,097	-1,534	0.98	

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理和预测

### ■ 预计9月末M2增速8.0%，社融增速10.3%

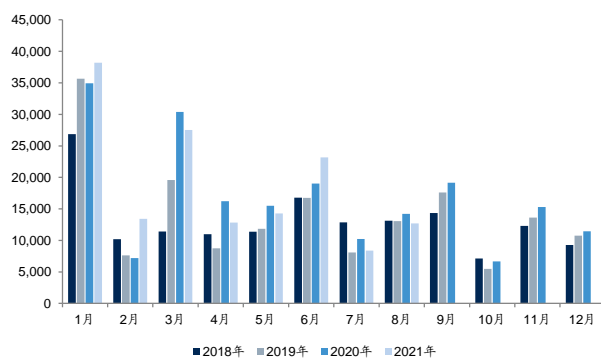
我们主要根据M2派生途径来预测，我们预计2021年8月份M2（不含货基）增加2.5万亿元，对应的M2增速为（假设货基维持不变）8.0%，较上月下降0.2个百分点。其中，各个渠道派生情况的假设和预测情况如下：

- ✓ 近年来外汇占款变动较小，我们简单假设外汇占款维持不变。
- ✓ 实体经济信贷派生M2约2.03万亿元，同比少增1134亿元，较2019年同期增加678亿元：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1-8月信贷投放比例已达到75.1%，高于2018-2020年同期平均72.7%的水平。近期政策鼓励银行加大信贷投放，如新增再贷款3000支持小微企业等，但考虑到城投和地产融资仍维持严监管，我们预计9月信贷投放比例为9.0%（2018-2020年同期平均水平为9.7%），对应9月新增人民币贷款1.8万亿元。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9月新增人民币贷款（加回核销和ABS）共2.03万亿元。
- ✓ 银行自营购买企业债券回笼M2约3500亿元。
- ✓ 财政支出等因素投放M2约1.2万亿元。政府财政因素难以预测，我们主要根据过去三年同期均值调整，我们预计9月政府支出规模较大，预计财政净支出投放M2约1.2万亿元（过去三年同期均值为1.09万亿元）。
- ✓ 非标和非银贷款等因素回笼M2约4000亿元：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，预测精准度比较低，我们根据过去三年同期均值调整来测算。

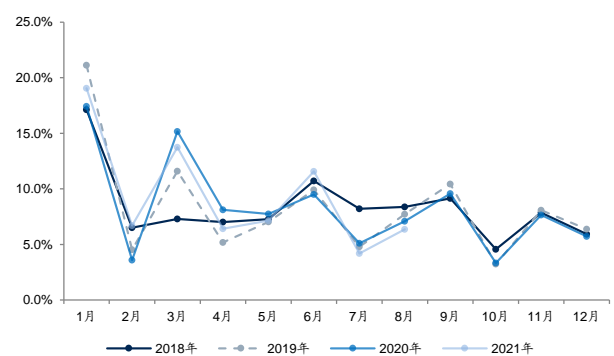
**表 6: 2021 年 9 月 M2 派生渠道预测**

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)
2018-09	12,224	-1,194	-2,082	16,852	9,653	-11,005
2019-09	15,555	-10	-527	19,588	11,927	-15,423
2020-09	24,908	-60	-4,632	21,401	11,026	-2,828
2021-07	-17,097	13	-2,462	8,641	-4,348	-18,942
2021-08	11,606	-20	-3,132	13,507	5,071	-3,820
2020-09(E)	24,767	0	-3,500	20,267	12,000	-4,000

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**


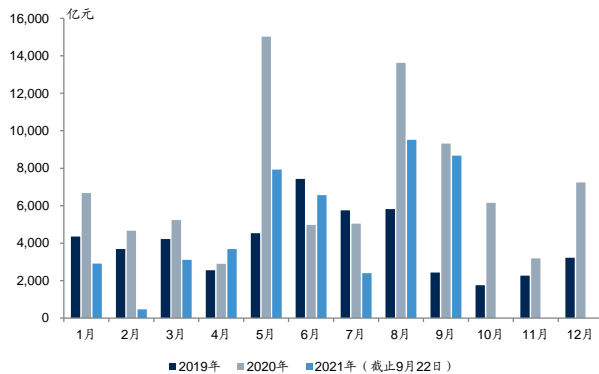
资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理。注: 假设 2021 年新增人民币贷款约 20 万亿元。

我们预测 2021 年 9 月新增社融 3.59 万亿元, 对应月末同比增速 10.3%, 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) 2.03 万亿元, 委托贷款和信托贷款减少 1100 亿元, 未贴现银行承兑汇票增加 100 亿元, 企业债券新增 2000 亿元, 股票融资新增 1000 亿元, 政府债券新增 1.28 万亿元。我们判断今年政府债券会全额发行, 截止 9 月 22 日, 9 月新增政府债券 8678 亿元, 政府债券发行提速, 我们预计 9 月全月新增政府债券规模达 1.28 万亿元。

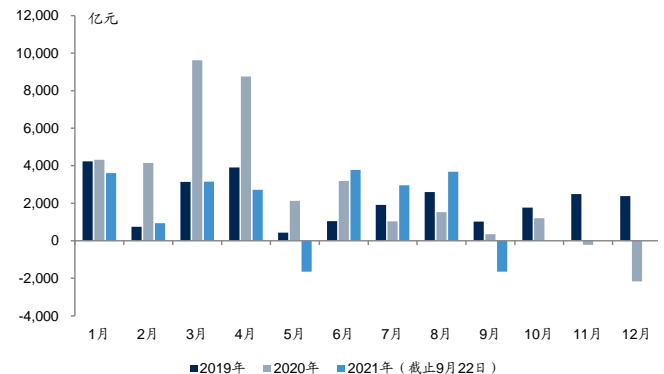
**表 7: 2021 年 9 月社融增速预测**

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)
2018-09	23,061	16,852	-2,322	-548	15	272	9,108	-316
2019-09	25,142	19,588	-694	-431	2,431	289	3,777	182
2020-09	34,693	21,401	-1,476	1,503	1,316	1,141	10,116	692
2021-08	29,558	12,965	-1,185	127	4,341	1,478	9,738	1,552
2021-09(E)	35,867	20,267	-1,100	100	2,000	1,000	12,800	800

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 2021/9/22

**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 2021/9/22.

## 投资建议

我们判断全年“货币偏松+信用偏紧”的格局不变,随着政府债券对社融的支撑效应显现,预计9月社融增速阶段性见底。后续随着资产质量改善以及净息差企稳后对净利润增长拖累减缓,行业景气度有望持续回升。近期银行板块经历了大幅回调,与基本面好转的趋势背离,基于基本面好转加上目前银行板块相对估值仍处于历史较低水平,因此我们维持行业“超配”评级。

个股方面建议从两个角度精选个股,一是中长期角度推荐优质的宁波银行和招商银行,二是深耕区域的中小行,建议重点关注常熟银行、苏农银行和张家港行,以及业绩持续高增的成都银行。

## 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:	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	4.63	11.8%	12.0%	11.6%	1.2%	10.0%	5.0%	0.62	0.57	0.52	5.5	5.0	4.7
601939.SH	建设银行	5.95	12.1%	12.0%	12.0%	1.6%	6.6%	9.2%	0.66	0.60	0.55	5.6	5.3	4.8
601288.SH	农业银行	2.95	11.3%	11.3%	11.4%	1.8%	6.3%	9.7%	0.55	0.51	0.47	5.0	4.7	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	5.06	11.8%	11.7%	12.1%	5.4%	11.4%	13.5%	0.86	0.75	0.69	7.6	6.8	5.9
600036.SH	招商银行	49.41	15.7%	16.4%	16.6%	4.8%	15.8%	14.5%	1.95	1.73	1.54	13.0	11.2	9.8
601166.SH	兴业银行	18.12	12.6%	12.5%	12.7%	1.2%	8.5%	11.7%	0.71	0.65	0.59	5.9	5.4	4.8
600000.SH	浦发银行	9.03	10.8%	10.7%	10.7%	-1.0%	6.0%	8.4%	0.50	0.46	0.43	4.8	4.5	4.1
601998.SH	中信银行	4.56	9.8%	9.8%	10.0%	2.0%	5.5%	9.4%	0.48	0.44	0.41	4.9	4.6	4.2
000001.SZ	平安银行	17.98	9.6%	11.0%	11.6%	2.6%	22.2%	16.6%	1.19	1.08	0.97	12.8	10.4	8.8
601818.SH	光大银行	3.35	10.9%	10.9%	11.2%	1.3%	8.8%	11.4%	0.52	0.48	0.44	5.1	4.6	4.1
600015.SH	华夏银行	5.58	12.7%	12.6%	12.2%	-2.9%	9.7%	10.2%	0.39	0.35	0.32	3.2	3.0	2.7
601169.SH	北京银行	4.38	10.6%	10.9%	11.0%	0.2%	9.5%	9.7%	0.46	0.43	0.39	4.5	4.1	3.7
601009.SH	南京银行	9.06	14.3%	13.9%	13.9%	5.2%	11.4%	10.7%	0.93	0.85	0.76	7.1	6.4	5.8
002142.SZ	宁波银行	34.55	14.6%	15.6%	16.4%	9.7%	21.1%	19.3%	2.00	1.76	1.54	14.7	12.0	10.0
600919.SH	江苏银行	5.76	13.1%	13.7%	14.1%	3.1%	25.6%	16.0%	0.63	0.57	0.51	5.5	4.4	3.8
600926.SH	杭州银行	15.05	11.2%	12.0%	13.2%	8.1%	19.6%	19.4%	1.40	1.28	1.16	13.5	11.1	9.2
601838.SH	成都银行	12.06	15.5%	17.4%	18.1%	8.5%	22.1%	21.0%	1.09	0.95	0.83	7.2	5.9	4.9
603323.SH	苏农银行	5.24	8.1%	9.2%	10.2%	4.2%	19.4%	20.0%	0.80	0.74	0.69	9.9	8.3	6.9
002839.SZ	张家港行	5.77	8.5%	9.8%	11.1%	4.9%	20.0%	20.2%	0.97	0.90	0.83	11.5	9.4	7.7
601128.SH	常熟银行	5.98	10.5%	11.5%	12.8%	1.0%	18.8%	23.1%	0.91	0.84	0.76	9.1	7.7	6.2

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



## 相关研究报告:

- 《《关于开展养老理财产品试点的通知》点评：发挥银行优势，加快推进三支柱养老建设》 ——2021-09-13
- 《2021年9月银行业投资策略：资产质量有望持续改善》 ——2021-09-04
- 《2021年中报综述：资产质量改善是核心驱动》 ——2021-09-03
- 《行业快评：银行视角看宽信用的难点，关注中小行》 ——2021-09-01
- 《银行流动性月报：社融增速将企稳，但宽信用仍有难度》 ——2021-08-26

## 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。

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，并向客户发布的行为。

## 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